

# 全球金融风暴 对银行业监管的启示

## Lessons for Banking Regulation from the Global Financial Crisis

---

刘遵义 Lawrence J. Lau

中投國際(香港)有限公司 董事长  
香港中文大学 蓝饶富暨蓝凯丽经济学讲座教授  
斯坦福大学 李国鼎经济发展讲座荣休教授

中国银监会·香港金融管理局 银行监管高层研讨班  
香港, 2011年5月25日

Hong Kong, 25th May 2011

电话Tel: (852)3710-6888; 传真Fax: (852)2104-6938

电邮Email: [lawrence@lawrencejlau.com](mailto:lawrence@lawrencejlau.com); 网页WebPages: [www.igef.cuhk.edu.hk/ljl](http://www.igef.cuhk.edu.hk/ljl)

# 大纲

---

- ◆ 引言
- ◆ 采取稳健的货币政策
- ◆ 加强银行业的监管
- ◆ 优化金融体制的设计
- ◆ 结语

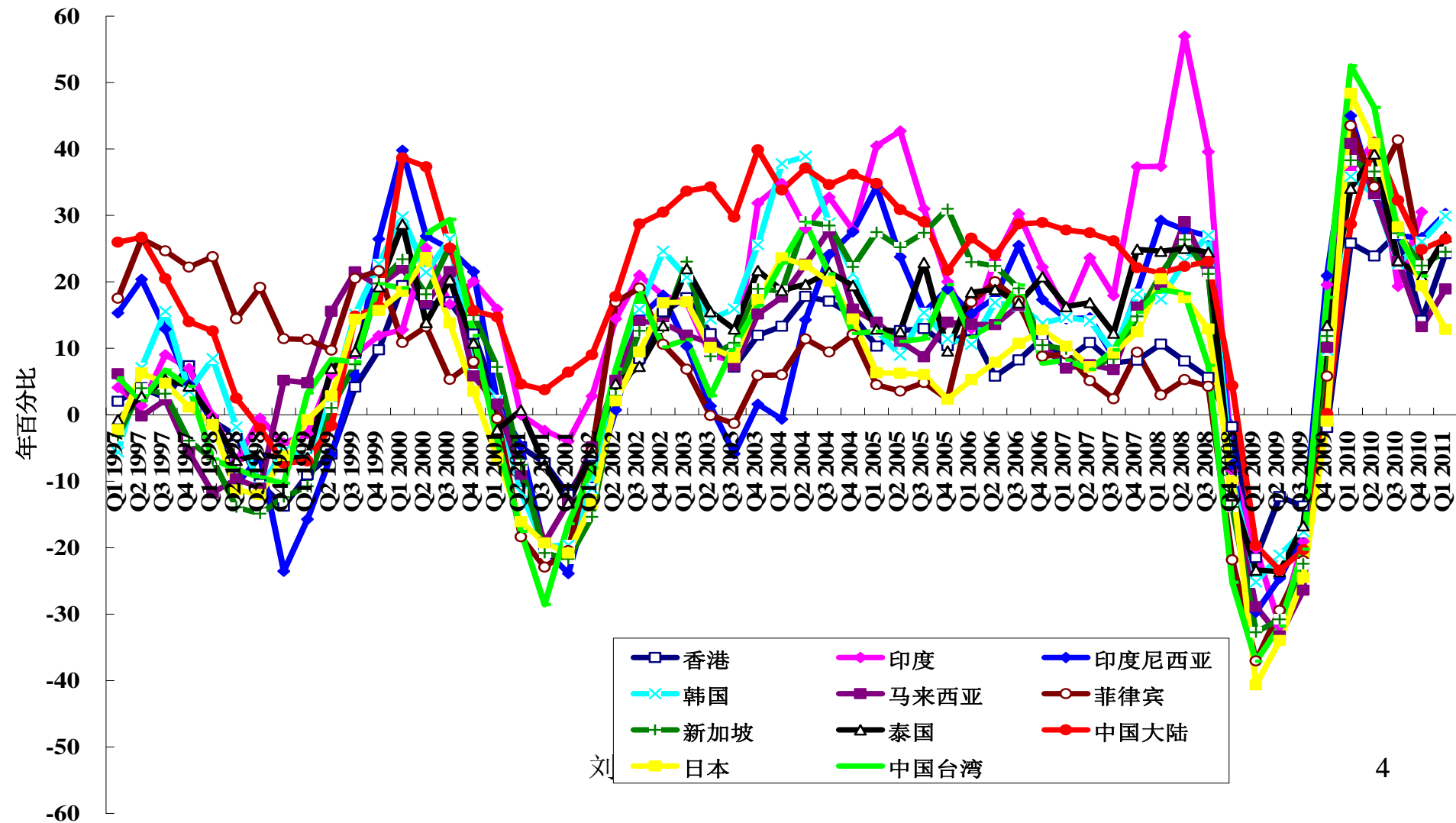
# 引言

---

- ◆ 中国已经成功挺过了2007年至2009年的全球金融风暴，并没有遭受太大的损失。在2009年与2010年，中国GDP的实际增长率分别达到9.1%与10.3%。
- ◆ 虽然美国和欧洲的经济，还滞留在缓慢复苏的阶段，东亚的其它经济体(日本除外)，例如香港、新加坡、韩国和台湾，也都已恢复增长，运作良好。这也替中国和东亚的经济可以与美国和欧洲的经济局部脱钩的假说，提供了一个事实上的证明。
- ◆ 尽管中国的出口与进口，跟其它东亚经济体一样，都会受到世界经济波动的冲击，中国的GDP还可以保持相对稳定的实际增长(见下面三个图)。

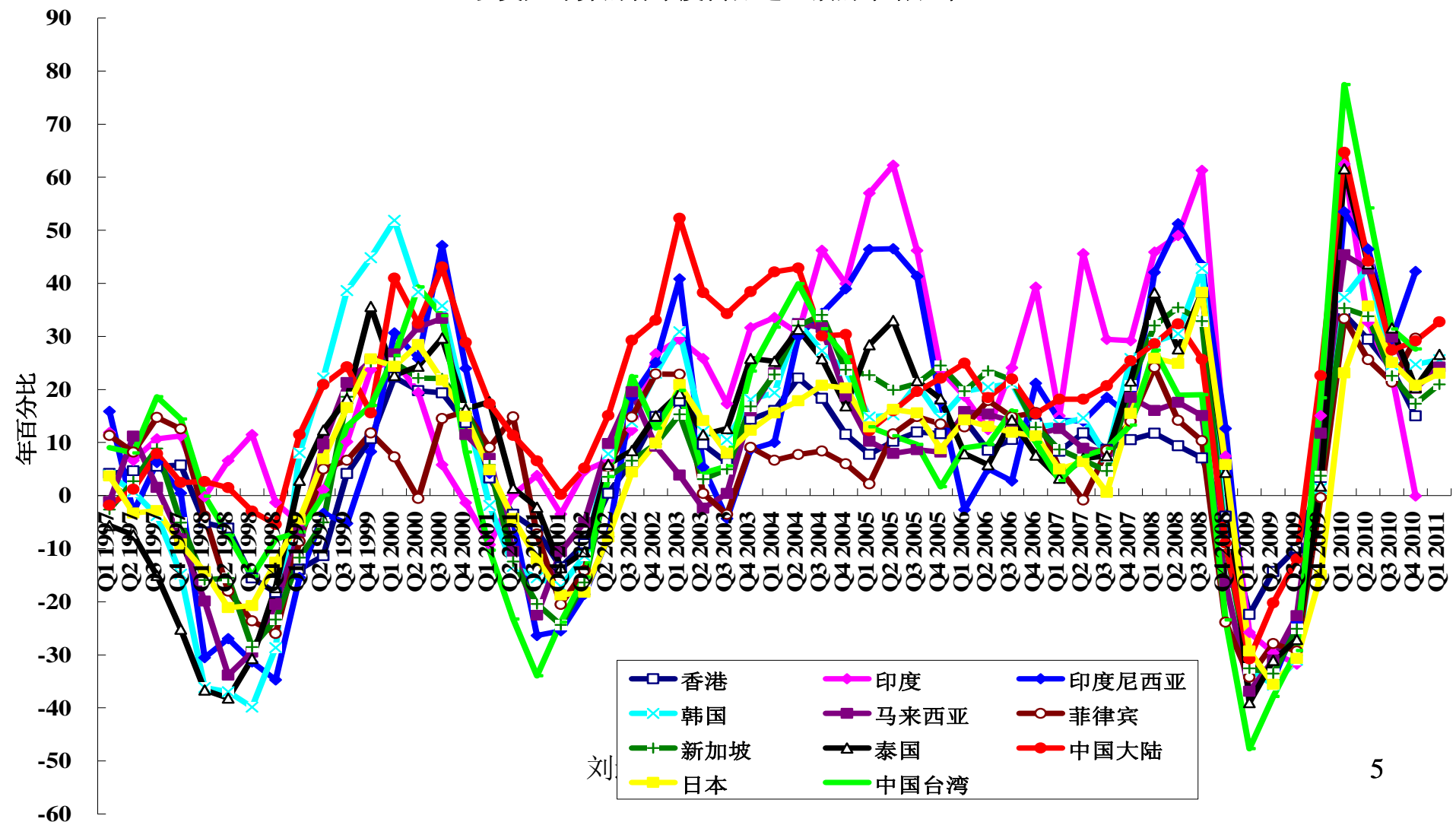
# 各季度商品出口额的增长率： 部分东亚经济体

以美元计算的各季度商品出口额的年增长率



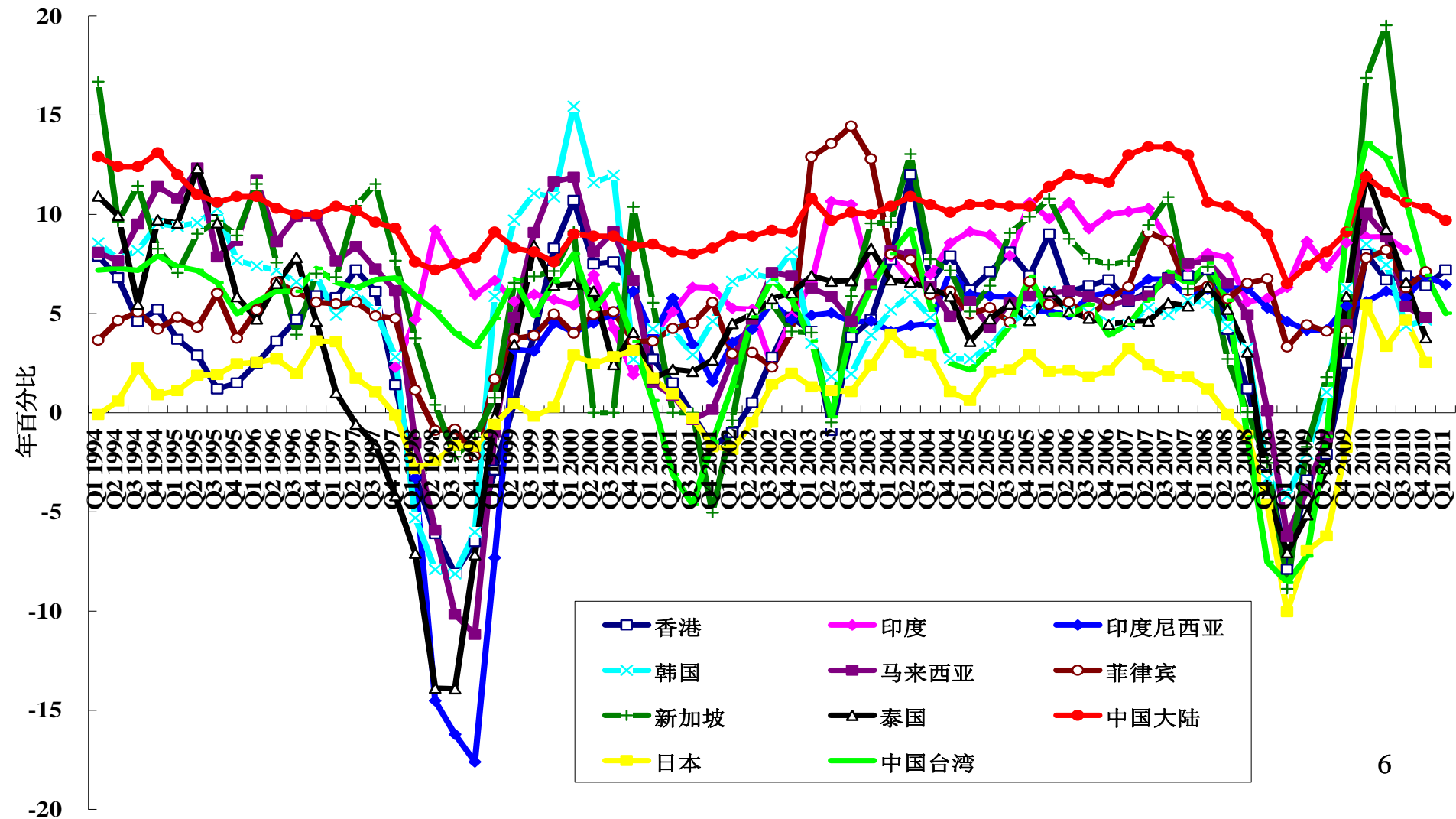
# 各季度商品进口额的增长率： 部分东亚经济体

以美元计算的各季度商品进口额的年增长率



# 各季度实际GDP的增长率： 部分东亚经济体

部分东亚经济体各季度实际GDP的年增长率



# 引言

---

- ◆ 我们要研究这一次全球金融风暴对银行业监管的启示，首先需要了解它的起因。是什么原因造成了2007年至2009年的全球金融风暴？
- ◆ 主要的原因是：
  - ◆ (1) 美国长期以来过度宽松的货币政策（**EASY MONEY**）；
  - ◆ (2) 美国与欧洲金融监管的失败；
  - ◆ (3) 美国与欧洲金融体制的设计缺陷。

# 引言

---

- ◆ 中国应当如何避免金融危机？
- ◆ (1) 采取稳健的货币政策；
- ◆ (2) 加强银行业的监管；
- ◆ (3) 优化金融体制的设计。



# 采取稳健的货币政策

- ◆ 中国应当采取稳健的货币政策，但由于中国仍然在“金融深化”（**FINANCIAL DEEPENING**）的过程中，所以可以允许货币供给的增长率超过中国经济的名义增长率，而不至于引起通货膨胀。简单来说，中国需要增加货币供给来支持中国的资产与金融（非实际）交易量的快速增长。
- ◆ 现成资产交易所产生的实际GDP，是很小的，但所需要的货币交易量，是可以相当大的。所以即使实际GDP与通货膨胀的增长率都是零，假如现成资产交易量快速增长，货币供应量也需要配合增长。

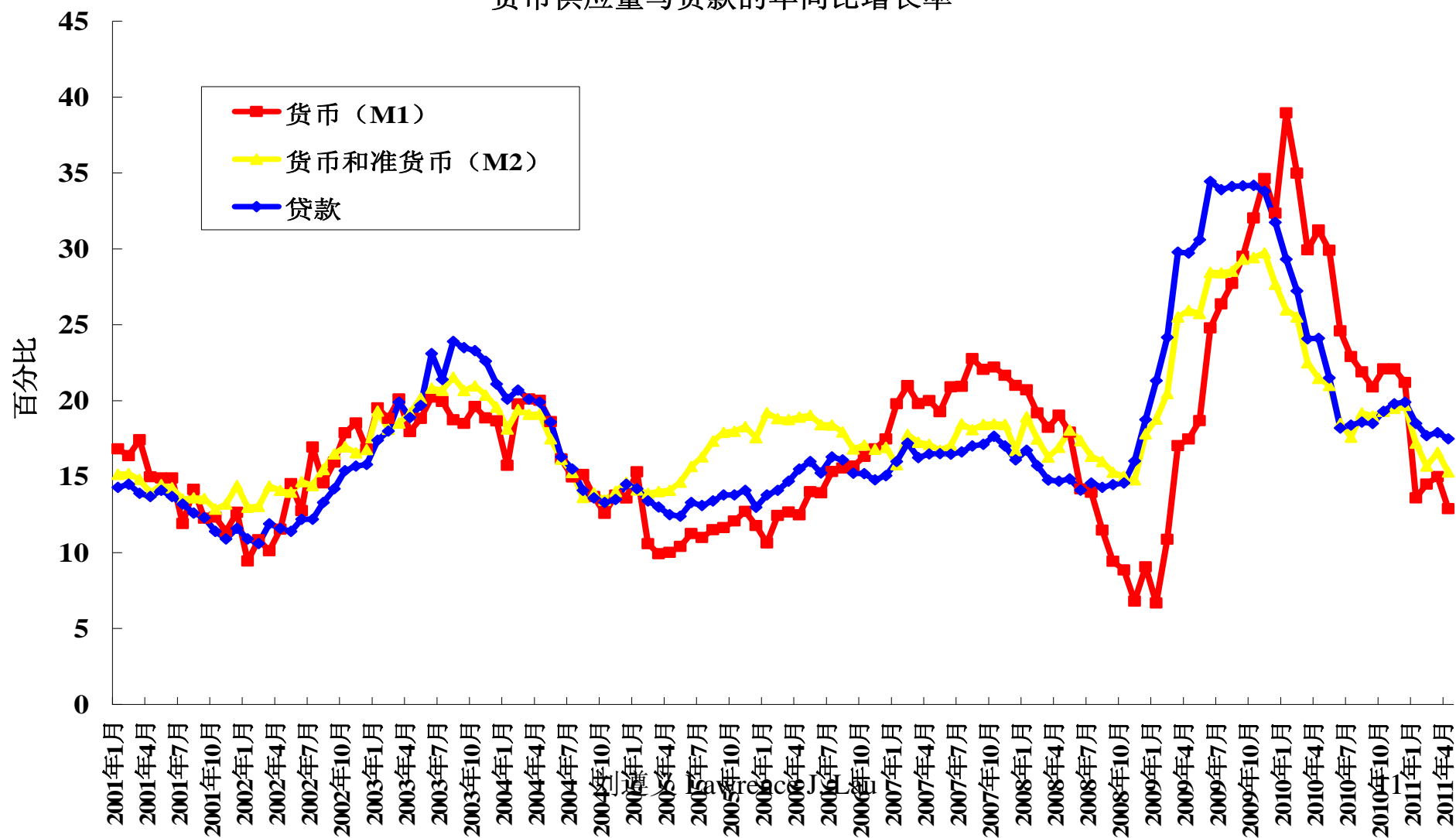
# 采取稳健的货币政策

---

- ◆ 在实际GDP相同的条件之下，一个没有股票或证券市场的经济体的货币交易总额，会比一个有资产（证券和房地产）买卖金融交易的经济体要低。中国正在金融深化的过程中，所以即使商品和服务价格的通胀率维持在零左右，货币供给的增长率还是需要超过实际GDP的增长率。

# 货币供应量与贷款的年同比增长率

货币供应量与贷款的年同比增长率

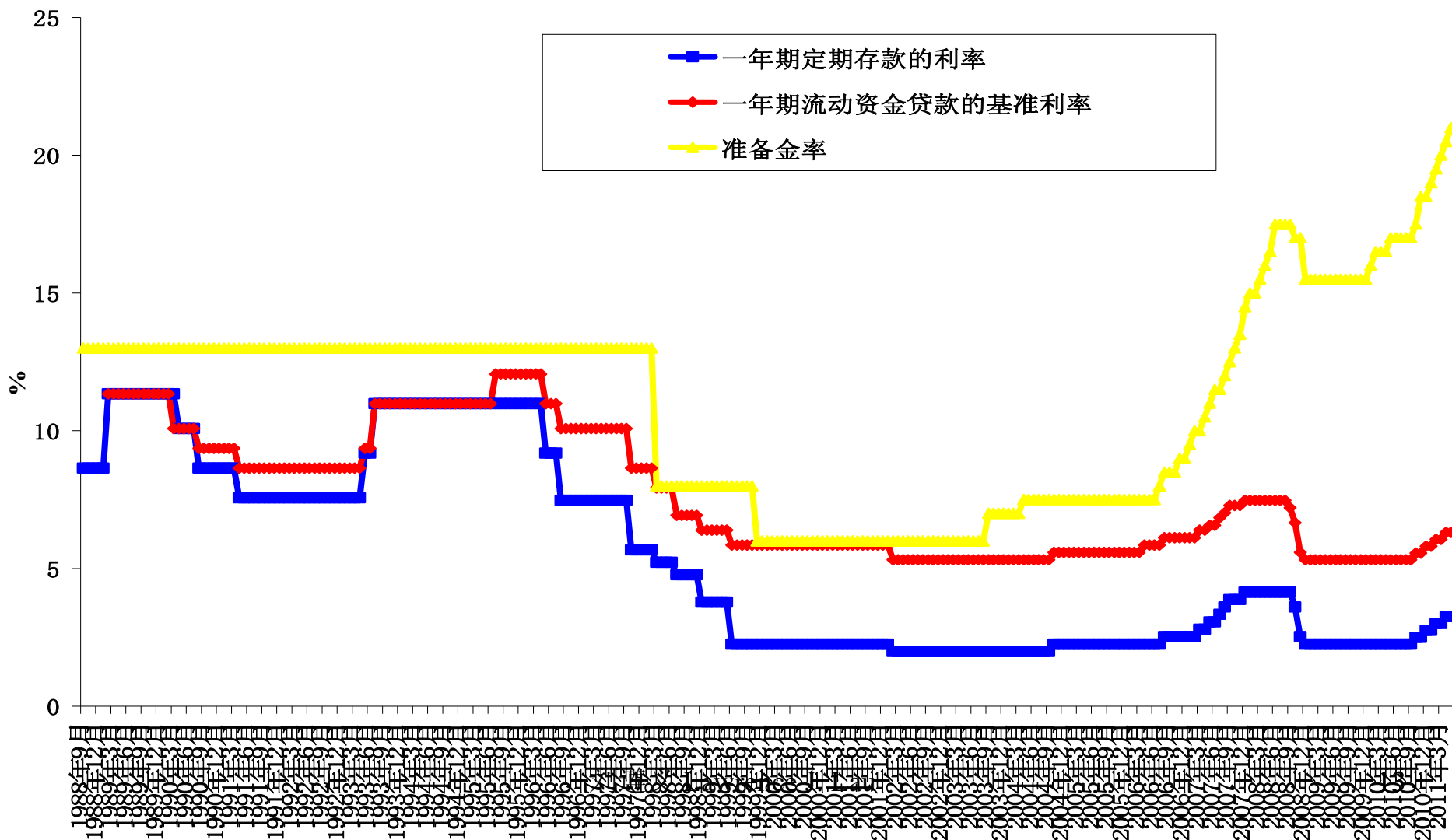


# 采取稳健的货币政策

- ◆ 中国当然不能也不会长期采取宽松的货币政策。中国维持它的实际利率，尤其是贷款利率，在大多数情况下为正值。但是存款的实际利率，已经是负数。中国应当避免长期的负实际存款利率，因为它会引起和导致“非中介化（**FINANCIAL DISINTERMEDIATION**）”，存款会大量流出银行系统，寻求其它预期有实际正回报的资产。
- ◆ 中国采取稳健的货币政策。中国人民银行在过去一段时间，曾经多次提高短期存贷款利率和商业银行准备金率。

# 短期存贷款利率和商业银行准备金率

短期存贷款利率和商业银行准备金率



# 金融监管的失败

---

- ◆ 导致全球金融危机的一个主要原因是美国和欧洲金融监管的失败。
- ◆ 金融监管机构可以从2007年至2009年的全球金融危机中吸取哪些教训？
- ◆ 金融监管机构需要做什么才能避免犯同样的错误、避免同样的危机再次发生？

# 金融监管的失败

---

- ◆ 在这场讲座中，我将注重以下两点：
- ◆ (1) 如何加强银行业监管以避免将来的失误？
- ◆ (2) 如何优化金融体制的设计以便利银行业监管的成功？

# 加强银行业的监管

---

- ◆ 银行业监管的主要目标是：
  - ◆ (1) 保护消费者（存款人和借款人）的权益；
  - ◆ (2) 保护银行债权人和投资者不受欺骗；
  - ◆ (3) 保证银行业的公平竞争性和效率；
  - ◆ (4) 预防金融部门系统性的失能。



# 加强银行业的监管

---

- ◆ 为什么美国与欧洲银行业监管会这样严重的失败，而导致全球的金融危机？
- ◆ 第一个根本原因是美国金融监管者普遍而强烈的信念，认为“不管出了什么事，市场都会自动纠正”。而事实证明市场在缺乏有效监管的情况下，是无法及时自动纠正的。
- ◆ 第二个根本原因是”监管者被捕获(**REGULATORY CAPTURE**)”的现象，即是被监管的企业，通过游说和其它手段，久而久之可以影响甚至控制（“捕获”）了监管机构，由此更可以经常劝说监管机构放松一些监管规定，以有利于被监管者自身发展。

# 加强银行业监管

---

- ◆ 监管失败反映在很多方面，其主要表现在：
- ◆ (1) 无意愿或无能力抑制资产（房地产和证券）市场的非理性繁荣(**IRRATIONAL EXUBERANCE**)，让资产市场发展成泡沫；
- ◆ (2) 金融机构以及整个金融部门，还有一些非金融企业，都有过高的杠杆作用(**EXCESSIVE LEVERAGE**)--负债对资本的比例过高；
- ◆ (3) 未能保证市场的公平竞争性；
- ◆ (4) 未能有效地控制道德风险；
- ◆ (5) 未能避免资产负债不对称的风险。

# 无抑制的非理性繁荣

- ◆ 非理性繁荣并非罕见：受资产价格预期的（最初期的）自我实现性驱使，以及在过高的杠杆作用的推波助澜下，几个世纪以来时常出现经济和金融的泡沫。
- ◆ 但是，通过合理地和适时地限制财务杠杆的使用，泡沫是可以也应当被抑制和控制的。例如，降低住房按揭的贷款与价值比率；提高购买房地产和股票的现金要求(**margin requirement**)。其它措施还包括提高印花或交易税，提高资产（房地产和证券）的增值税(**capital gains**)率，尤其是短期的资产增值。还有其它很多不同的方式可用来降低投机性投资的预期税后净收益，从而减少投机的意愿。

# 无抑制的非理性繁荣

- ◆ 如果完全放任资产市场中的泡沫不管，这些泡沫将会越变越大，但最终还是必然破裂，导致经济更为严重的伤害。较早地刺破泡沫事实上是保护了信息量最少的投资者，这些投资者往往是最后进入市场，因而变为泡沫破裂后“埋单”的人（“**LEFT HOLDING THE BAG**”）。
- ◆ 一个经济体从资产价格泡沫破裂到经济复苏，可能需要花上多年甚至几十年的时间；日本就是一个例子，自从**1990**年房地产泡沫破裂后，至今还未恢复；香港是另外一个例子，中产住房价格，在**2011**年才恢复到**1998**年最高峰的水平；美国也是一个例子，住房价格从**1997**年开始上升，到**2006**年最高峰时是**1997**年的三倍，然后开始下跌，跌幅已达三份之一，还在继续下跌。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 一个企业过高的杠杆作用，就是说，负债对资本净值的比例过大，经营失败的机率就会很高，因为稍有不利的发展，就会令其资本净值变成负数，从而导致企业陷入破产的境地。
- ◆ 而且，过高的杠杆作用会助长借款企业的道德风险（不顾危险的行为），因为当企业经营失败的时候，企业管理者、企业东主以及股东相对而言损失较少，而贷款者则需承担绝大部分的损失；而当企业经营成功的时候，管理者、企业东主以及股东则可以获得绝大部分的利润，所以企业管理者会有诱因采取高风险但高回报的策略。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 过度的负债经营还会扩大借款企业破产时的负面溢出效应(**SPILOVER EFFECTS**)：不仅其自身会破产，而且还会对它的所有债权人、承包商、贷款者和供应商以及与其有业务往来的本来运作良好的企业产生负面影响。
- ◆ 过高的杠杆作用还增加了把该借款企业作为信用或信用衍生品交易对手(**COUNTER-PARTY**)的其它企业的风险。

# 过高的杠杆作用

- ◆ 而且，过高的杠杆如果一旦普遍起来，一个企业无力偿还贷款和破产，会对整个金融系统产生并放大多米诺(DOMINO)骨牌效应。即该企业的破产继而导致它的债权人、承包商、贷款者和供应商的经营失败甚至破产。而如果它们也有过高的杠杆的话，那么它们的倒闭或破产又可能会再引发其它企业的失败或破产。
- ◆ 过高的杠杆作用还会让投机者（例如对冲基金）在某种金融工具（例如信用违约掉换(CREDIT DEFAULT SWAPS)）的市场中长期或短期占据垄断性的主导地位，从而以影响市场结果，并从事大规模的掠夺性投机行为。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 由于过高的杠杆作用对金融体系存在这种巨大的潜在负外部性，监管机构应当在它们还没产生负面效应之前就加以预防。
- ◆ 美国的证券市场监管者—美国证券交易委员会 (**SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION**), 在**2000**年代早期犯了一个错误，它应一群大型美国证券公司的要求，放松了美国证券公司所需的资本充足率 (**CAPITAL REQUIREMENT**)，从而使得这些公司能享有过高的杠杆作用。



# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 此外，很多金融机构从事报表外项目活动 (**OFF-BALANCE SHEET ACTIVITIES**) 以隐瞒其实际上的“过高的杠杆作用”。这些报表外项目交易例如“特殊目的工具 (**SPECIAL-PURPOSE VEHICLES, SPVs**)”，“结构性投资工具 (**STRUCTURED INVESTMENT VEHICLES, SIVs**)”，和根本不列在报表上的“影子贷款 (**SHADOW BANKING**)”等等。
- ◆ 一个金融机构的贷款，事实上应包括由该金融机构担保或包销的企业债券，以及由该金融机构财富管理户口购买的企业债券。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 由独立担保公司担保的债务，事实上也会成为该担保公司的债务，需要考虑担保公司自身的偿还能力。
- ◆ 所有这些不同行为的主要目的，就是要提高杠杆作用，增加最终的净利润，同时要蒙蔽监管机构，逃避资本充足率的要求。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 怎么样的杠杆是过高？
- ◆ 当金融机构的资产与股本比（**assets-to-equity ratio**）大于**12.5/1**（根据当前国际上所接受的**8%**的银行资本充足率要求，巴尔三(**BASEL III**)的要求会更高一些），非金融企业资产与股本比大于**5/1**时，杠杆就应当被认为是过高的。（纽约证券交易所对所上市的非金融企业的平均资产与股本比不超过**2/1**）。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 美国长期资本管理公司(**Long-Term Capital Management, LTCM**), 一家对冲基金, 于**1998**年破产, 部分由于其过高的负债对资本比率——当时, 它仅拥有**40**亿美元的资本, 但资产却达到**1,000**亿美元, 而且潜在负债额甚至更高。
- ◆ 贝尔斯登(**Bear-Stearns**) 和雷曼兄弟(**Lehman Brothers**) 破产时的负债对资本比率介于**30:1**到**50:1**之间。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 据报导，2007年底，瑞银集团(UBS)的总资产对净值（股东权益）比为**64**，德意志银行（**Deutsche Bank**）和巴克莱银行（**Barclays**）的该比值为**53**。
- ◆ 在每一个金融危机中，总存在着过高的杠杆作用，导致对经济体其它领域的多米诺骨牌效应。当一家经营不善又有过高的杠杆作用的企业倒闭时，除了损害到自身股东利益外，还会拖垮与其有关的所有债权人、承包商、贷款者、供应商和与其进行金融衍生品交易的交易对手。

# 过高的杠杆作用

---

- ◆ 西方银行的过高的杠杆作用并不是一夜之间发生的，而是放松监管，监管捕获，以及金融市场上的竞争压力综合导致的结果。
- ◆ 银行间的相互竞争，会导致银行的杠杆作用普遍的提高。假如一家银行被允许使用较高的财务杠杆，至少在短期内，它的股权收益率将比其竞争者高。但假如监管机构不禁止它这样做的话，它的竞争者为了有效地竞争，将需要仿效这一家银行的高财务杠杆比率，从而导致了金融部门最终全盘过高的杠杆作用。

# 未能保证市场的公平竞争性

---

- ◆ 一个市场是需要有竞争性，才能产生出它具有的经济效率的结果。
- ◆ 一个市场需要实现以下基本条件，才具有竞争性：
  - ◆ (1) 所有的市场参与者和潜在的市场参与者能获得相同或者接近相同的信息（虽然他们对未来的预期可以不同）。
  - ◆ (2) 所有的市场参与者和潜在的市场参与者的规模相对于市场而言较小，所以没有一个参与者可以通过自身的作为或者不作为来影响市场的结果。
  - ◆ (3) 所有的市场参与者和潜在的市场参与者在任何时候都可以自由进出市场。

# 未能降低信息不对称

---

- ◆ 只有当金融市场中不存在信息不对称时，也即所有市场参与者可以获得同样信息时，市场才能有效率的分配资源。当不是所有的市场参与者都得到相同信息时，市场机制就不一定有效率和公平。
- ◆ 只有当投资巨头不滥用他们的垄断或买家垄断能力时，金融市场才能有经济效率。大投资者应当被要求在交易时披露他们的信息（这规定已应用于上市公司的投资者）。
- ◆ 监管机构有责任确保信息对称和信息的完全披露，以保证公开市场的竞争性和公平性。



# 未能降低信息不对称

---

- ◆ 监管机构没有强令大型金融机构和其它上市公司充分披露金融信息和大规模的金融交易，尤其是在公开交易所（**PUBLIC EXCHANGES**）之外进行的交易。
- ◆ 监管机构也没有强令大型投资者公布其所持有证券和其它金融工具资产的价值与数量（就像要求在公开交易所中交易的股票那样），导致了严重的信息不对称，也影响了市场的效率与公平，以及正当的公司治理。

# 信息不对称与报表外项目交易

- ◆ 当一家公司的金融资产负债表不能如实反应公司情况的时候，例如，当这家公司具有相当大的报表外项目活动与交易的时候，也会产生信息不对称。
- ◆ 美国安隆公司(ENRON)在2001年的破产就是因为其在报表外项目活动中的失败，而这类交易的结果最终需要反映在其资产负债表内。享有盛名的安达信会计师事务所(ARTHUR ANDERSON)也因安隆公司的丑闻而解体。这是美国在2008年雷曼兄弟 (LEHMAN BROTHERS) 倒闭之前最大的公司破产案例。

# 信息不对称与报表外项目交易

- ◆ 允许报表外项目活动暗地里助长了公司从事“地下行为”（**HIDDEN ACTIONS**）或称“不见得光行为”，从而增加了道德风险。这些地下行为能让企业在其董事会、股东、公众，甚至是监管机构不知情的情况下，过度地举债经营并且绕开资本充足率的规定。
- ◆ 然而，不论是美国证券和交易委员会还是美国国会，都没有从安隆公司的倒闭中吸取教训，继续允许上市公司从事报表外项目活动。尽管美国的萨班斯-奥克斯利法案(**Sarbanes-Oxley Act**)，本来的目的是预防安隆事件的重现，制定了成本高昂且强制审计的条款，但它并没有从根本上解决这个报表外活动的问题。

# 信息不对称与报表外项目交易

- ◆ 许多世界级的大型银行集团，例如花旗集团(CITI)、汇丰集团(HSBC)和瑞银集团(UBS)等，都因其资产负债表外项目活动而蒙受巨大的损失。这些活动以特殊投资工具(SPECIAL INVESTMENT VEHICLES) 或者结构性投资工具(STRUCTURED INVESTMENT VEHICLES) 的形式进行。这些世界级的银行集团最后还不得不将这些资产负债表外项目活动披露在资产负债表内，并撇离(WRITE OFF)了几千亿美元的坏账。
- ◆ 这正是在2007年至2009年的危机中，许多金融机构具有事实上高但没有被披露的财务杠杆的主要原因之一。

# 信息不对称与报表外项目交易

---

- ◆ 甚至像希腊这样的主权政府，都在一些金融机构的帮助下，从事报表外项目活动。倘若希腊政府当初就公布了报表外项目活动，虽然它也许还会陷入麻烦中，但是这些问题会较早地浮现，也可以较早地处理，而不至于发展到今天这样的局面。

# 信息不对称与报表外项目交易

- ◆ 监管者并没有从他们的失败中吸取教训，而是允许同样的错误在更大范围内重复出现。
- ◆ 如果禁止上市公司从事报表外项目活动，那么所有的这些损失都可以被避免，而由次级按揭贷款支持的证券也就可能找不到买家。
- ◆ 此外，主要银行或明或暗地支持大量的隐蔽型银行活动（**SHADOW BANKING ACTIVITIES**），例如从事标售利率型证券（**AUCTION-RATE SECURITIES**），影子贷款，但是这些交易活动并没有被管制，也没有反映在银行“潜在”或“可能”负债（**POTENTIAL OR CONTINGENT LIABILITIES**）中。

# 信息不对称与缺乏信息的充分披露

- ◆ 在大多数的公开市场中，单一投资者或者一群一致行动的投资者拥有某一证券的份额超过一个比例时，会被要求披露所有权益（例如拥有上市公司超过5%的股权）。
- ◆ 当一个市场参与者拥有的市场份额大到足以影响市场的结果，而又没有披露时，市场结果既不是有效率的，也不是公平的。
- ◆ 而这样的披露要求，现时并没有沿用到某些远期和期货合约以及金融衍生品的市场中，可能是因为这些交易并不是在公开市场进行，监管机构应当要求投资者作同样的披露。

# 未能保证市场的竞争性

- ◆ 由于缺乏充分的信息披露以及非公开市场的不透明性，市场大鳄可以利用他们的市场力量在不披露任何交易的情况下操纵市场。在这些情况下，小投资者的利益未受到充分保护。
- ◆ 应当出台一些规则，例如规定一个投资者在指定的一段时间内在某个市场上可以对指定的金融工具所持有的最大份额，就像规定不允许任何投资者对指定美国国债的投标量超过该国债发行量的**25%**。例如，在石油期货市场上，可规定单一投资者或者一群一致行动的投资者在每一天进行交付和结算的每一项具体金融产品总量或总量比例的拥有上限。



# 信息不对称与缺乏信息的充分披露

- ◆ 当一个市场的直接参与者，同时是自己帐户的委托人，又是其它人帐户的代理人时，就会出现严重的利益冲突。例如，一家金融机构推销一款证券，而同时却从自己所有的证券组合中卖出这款证券，而且并不向外披露该信息。这些市场参与者应当事先披露这种潜在的利益冲突。
- ◆ 场外交易（**OFF-EXCHANGE TRANSACTIONS**）经常是不被披露的。例如，当同一种金融衍生品在同一时间以不同的价格售卖给不同的市场参与者时（由于交易不是在公开交易所里完成的，所以这是可能发生的），市场就不是有效率的。

# 信息不对称与缺乏信息的充分披露

- ◆ 有一点值得考虑的地方是企业交易对手(COUNTER-PARTY)风险的披露。对于一个运作良好的银行，其一次可以贷给单一客户的额度占银行资本净值的比例是有上限的。但是，对单独的交易对手的风险却没有这样的限定。银行应当知晓其交易对手的资产净值和所有的潜在未偿负债。选择交易对手应当基于交易对手的信用可靠性和总体风险，需要明确限定交易对手风险的抵受程度，而不仅仅依靠它们的信用评级。

# 信息不对称与信用评级

---

- ◆ 信用评级机构提供的信用评级，已经失去了其大部分的可靠性和可信赖性，进一步恶化了信息不对称的问题。
- ◆ 以下将再讨论为什么信用评级不再像其从前那样可靠。

# 未能控制道德风险

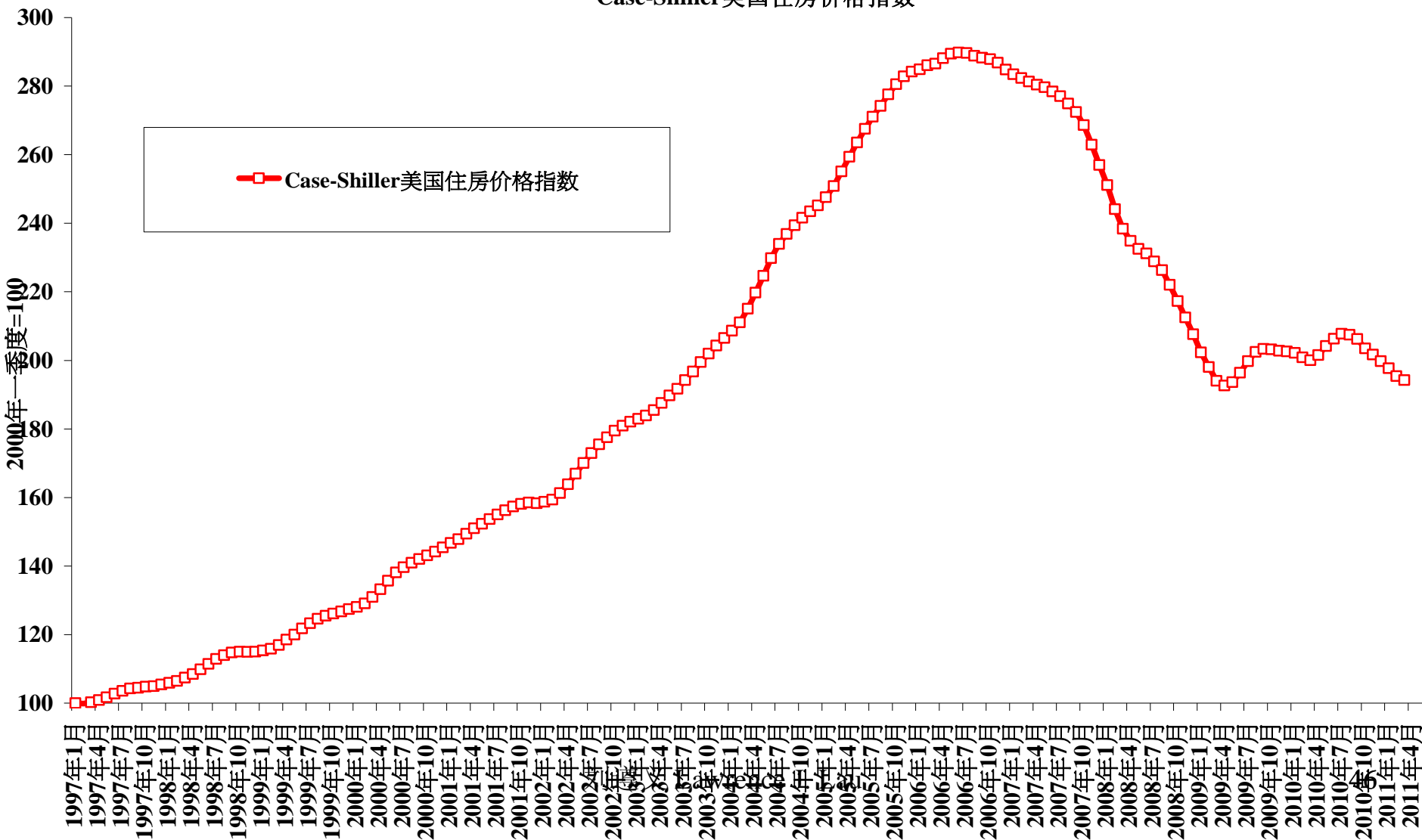
- ◆ 众所周知，如果不恰当地识别、阻止并抑制市场参与者道德风险，会对市场和制度造成严重的破坏，增加金融部门以及整个经济的全面风险。监管者应当制定规章制度并且将其赋予实践，以抑制金融部门中不同市场参与者的道德风险。
- ◆ 但是，美国的监管者并没有这样做。市场中的道德风险随处可见，从最初的抵押贷款者（**ORIGINATING MORTGAGE LENDERS**），信用评级机构，信用违约掉换（**CREDIT DEFAULT SWAPS**）的购买者，企业管理人员不对称的激励薪酬机制，特别是金融机构和对冲基金，到其它更多未列举的道德风险。以下将依次讨论这些道德风险。

# 道德风险与最初的抵押贷款者

- ◆ 美国次级抵押贷款(次按)危机是2007年至2009年全球金融危机的前奏，在很大程度上是由于监管者未能控制最初抵押贷款者的道德风险而导致的。
- ◆ 次级抵押贷款的最初贷款者将住房抵押贷款贷给没有偿还本息能力的借款者，其借款动机仅建立在对未来房产升值的茫然希望上。
- ◆ 下图中列出了**CASE-SHILLER**美国房价指数，其可以作为衡量在美国住房市场上投机资产价格通胀的一个指标。从图中可以清楚地看出，美国房价指数从1997年开始上升，至2006年增加了两倍并且达到最高峰后开始下降，一直到现在，预计房价指数不会在短期内止跌回升。

# Case-Shiller美国住房价格指数

Case-Shiller美国住房价格指数

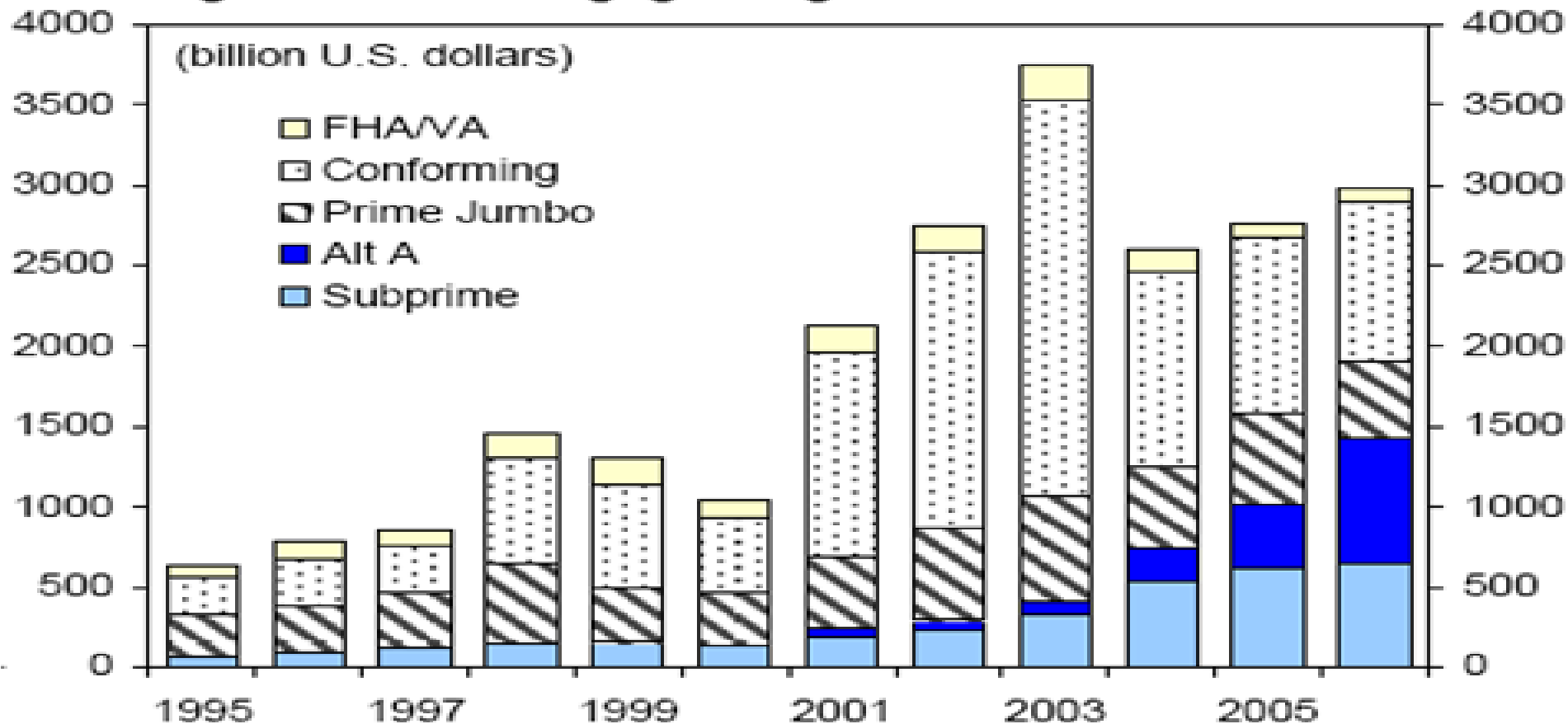


# 道德风险与最初的抵押贷款者

- ◆ 最初抵押贷款者可以将抵押贷款通过无剩余赔偿责任的证券化(**SECURITISATION WITH NO RESIDUAL LIABILITY**)形式卖清。所以，他们没有动机确保这些贷款的偿还——借款者信用是否可靠，是否有偿还能力，以及抵押品是否物有所值。他们没有试图核查借款者的收入、资产、信用或是房产的实际价值，因为这种抵押贷款将以对最初贷款者无追索权的形式出售。
- ◆ 次级抵押贷款量（包括**Alt-A**和次级贷款）从**1990**年后开始增长，**2006**年时几乎占到了美国所有抵押贷款的一半（见下张演示图）。
- ◆ 正是这些次级抵押贷款的显著增长驱使市场各层面上房价的不断攀升。

# 不同种类美国抵押贷款的增长：引自 **John Kiff and Paul Mills (2007)**

**Figure 3. All Mortgage Originations**



Source: Inside Mortgage Finance.

刘遵义 Lawrence J. Lau



# 道德风险与最初的抵押贷款者

- ◆ 如果有要求最初抵押贷款机构负有一定的剩余赔偿责任--例如，如果在贷款的头3年中借款者无法按贷款协议还贷，便要强制最初抵押贷款者回购（**BUY-BACK**）；或者扣压（**HOLD BACK**）10%的抵押贷款的价值，视乎贷款于最初3年内的还贷情况再释出给最初抵押贷款者；或者，在贷款期间要求最初抵押贷款者最少得持有抵押贷款本身的10%；那么，最初抵押贷款机构在贷款时会更加谨慎与辨识合资格的借款人，这也就可以在很大程度上避免次贷危机的发生。像以上这些规定相似的条款已被引入目前美国提出的金融监管改革中。

# 道德风险与最初的抵押贷款者

- ◆ 不具有剩余赔偿责任的证券化助长了最初抵押贷款者的道德风险。最后，这些次级抵押贷款证券（**SUB-PRIME MORTGAGE LOAN-BACKED SECURITIES**）的购买者只能依赖信用评级机构对这些证券的评级。但是，信用评级机构对评级错误也不承担责任，而且还被这些证券发行商收买，以提供一个满意的评级，于是这又产生了另一个潜在的道德风险。

# 道德风险与信用评级

- ◆ 如果信用评级机构不能实现它们的功能，来正确评估次贷证券，或其它类似的资产证券(**ASSET-BACKED SECURITIES**)的风险，那么评级就没有什么作用了。
- ◆ 其中一个问题是，目前，信用评级机构向其评级的企业收费，但如果企业不喜欢该评级机构的评级，它可以不必付款，而且可以继续请另一家信用机构评级，直到找到一家满意的评级机构为止。但是，信用评级机构想要而且也需要收取企业的费用，所以也可能会违背它们的评价标准，争取收费（又出现道德风险）。因此，公布的信用评级很可能被高估。
- ◆ 这些信用评级有时比没有用还要糟糕。这些信用评级中所透露出的信息并不一定可靠，而且可能具有误导性，给投资者和潜在投资者造成错觉。

# 道德风险与信用评级

- ◆ 无论如何，评级机构事先并不十分有用。因为如果它们的确善于根据证券实际的相对风险来区别好的和差的证券，那么它们就应当从事资产管理，为客户做实际的投资，从而赚大钱，而不是留在评级业中。
- ◆ 企业和证券的信用评级往往在全世界都知道其有问题之后才被降低等级。
- ◆ 信用评级机构的不实事求是（**PUT THEIR MONEY WHERE THEIR MOUTHS ARE**）无补于它们的可靠性。
- ◆ 当资产管理者购买了证券大幅度下降的时候，他们会使用信用评级来做借口——“这些证券等级为AAA级，我还能做什么？”刘遵义 Lawrence J. Lau

# 道德风险与信用评级

---

- ◆ 早在**2007**年，垃圾债券(**JUNK BONDS**)（以及次贷抵押证券）与美国国债的利率差已低于**100**个基准点。这是不可能的，因为不管金融工程师多么聪明，总有人需要处理和承受坏风险(**BAD RISKS**)。评级机构对这些垃圾证券的信用评级过度乐观，促成了这种不合理的垃圾证券的超薄风险报酬(**SUPER-THIN RISK PREMIUM**)。

# 道德风险与信用评级

---

- ◆ 信用评级机构需要被监管，也需要被改革。尤其是，如果不允许被评级的企业“购买”评级（也即是被评级企业不可以根据评级结果选择是否支付评级费用），那么就可以极大地降低道德风险。
- ◆ 监管机构需要对信用评级机构建立一种惩罚体制，让它们不得不为其高估评级的错误负责（正如审计者需要对其审计错误负责一样）。

# 道德风险与信用评级

---

- ◆ 但是，由于信用评级机构从来不需要实事求是（如果它们的评级被证明是错误的，它们也不会遭受任何财政损失），所以很难为它们设计一套激励机制以改善评级的准确性和提高其评级的效用。
- ◆ 最终，可能要求债券发行的承包商在债券到期日前需持有全部债券发行量的5%到10%更为有用。如果这样做的话，它们会有动机努力地做好信用调查，而且也不再会是承包了“垃圾”。和AAA信用评级相比，潜在投资者也许更能信任这种承包商“负责”的方式。

# 过高的杠杆作用助长了道德风险

- ◆ 过度负债经营助长了道德风险和高风险经营，因为它降低了经营失败对企业所有者所造成的伤害。
- ◆ 如果一家企业拥有**100**万美元的净股权资金（**NET EQUITY**），债务股本比（**DEBT-TO-EQUITY RATIO**）为**50:1**，那么税后**10%**的资产回报相当于**500**万美元的利润和**500%**的股本回报率。不过，**-10%**的回报，即**500**万美元的损失，对企业股东仅造成了**100**万元的损失（当然此时企业资产净值是负的，会破产）。所以，控制过度的负债经营可降低道德风险。
- ◆ 不过，道德风险，也即“地下行为”，和缺乏充分的信息披露，也促成了过度的负债经营。例如一家金融机构将潜在的负债，不列入报表内，就能使得它获得比监管机构准许范围里更高的财务杠杆。



# 道德风险与信用违约掉换

- ◆ 众所周知，保险是受制于道德风险的，即是被保险者也许会出于某些原因从事“地下行为”而引发保险的赔偿。例如，一个人也许会放火烧了自己的房子，或者烧了他购买了火险的其他人的房子，以此获取保险金。
- ◆ 超额保险（**EXCESSIVE INSURANCE OR OVER-INSURANCE**），也即对一样财产的保额超过其实际的市场价值，将导致被保险者有诱因引发保险的赔付，因为被保险者可以从保险赔付中获得比维持现状更大的回报。

# 道德风险与信用违约掉换

- ◆ 保险公司已从过往事件中吸取教训，通常只对具有可保险利益（**INSURABLE INTEREST**）的对象进行保险。例如，保险公司只把保险卖给房屋真正的所有者，或者卖给具有该房屋抵押贷款的银行，但是不卖给其它的对象，而且通常只提供比市场价值低的保险额（保险赔偿额通常参考当前的市场价值）。低于市场价值的保险相当于一种分担保额的形式，可以降低投保者道德风险。例如，如果一个被投保的房屋只能获得比其市场价值低的保险金，那么投保人也没有动机烧毁自己的房子以获得保险赔偿，反而会仔细打理自己的房子以免遭遇火灾。

# 道德风险与信用违约掉换

---

- ◆ 信用违约掉换是一种于**1990**年代后期引进的全新的金融工具，它完全不受监管。原则上，信用违约掉换是对企业的债券未能偿还债务的保险合同。当发债企业未偿还债务时，信用违约掉换需要偿还。
- ◆ 如前所述，保险的一个基本原则是被保险者必须具有可保险利益，否则会助长道德风险。而且，为了抑制道德风险，不应当提供全额或超额保险。

# 道德风险与信用违约掉换

- ◆ 所以，例如，那些持有雷曼兄弟债券的人，或者雷曼兄弟公司欠款的合同商和供应商，他们从AIG（一家保险公司）那里为那些未偿欠款购买CDS是合情合理的。然而，其它任何不直接受雷曼兄弟公司影响的人，尤其是有能力影响雷曼公司会否倒闭的人，购买雷曼兄弟的CDS或者购买高于实际财务风险的CDS，是不合情理的。
- ◆ 但是，卖信用违约掉换的保险公司却忽略了它们在卖保险的事实。它们认为它们仅仅是在赌博，就像立博国际（LADBROKES）一样，但即使是立博国际，它本身也并不参与赌博。AIG的主要问题出现在不区分信用违约掉换购买者有没有可保险利益，随意售卖CDSs；同时自己也参加赌博，赌雷曼兄弟倒不了。

# 道德风险与信用违约掉换

- ◆ 这就像允许很多陌生人为某个人的房子购买保险，激发了这些人去烧毁这所房子以获取保险金的动机。或者好比一个海盗在英国LLOYDS保险公司那里为别人的船买了保险，然后再击沉它以获得保险金。这就是每个保险公司都应该知道并且避免的保险业中著名的道德风险问题。
- ◆ 但是，AIG出售的雷曼兄弟的CDS比雷曼兄弟未偿债券高出很多倍（据报道，高出10多倍），都是赌雷曼兄弟破产的。如果这些购买者对雷曼兄弟会否破产没有影响力的话，那么也不会有什么大问题。或者如果AIG本身不持仓，仅仅是为打赌雷曼兄弟破产或幸存的双方提供结算业务，让市场去决定其胜负，那么结果也不会对AIG本身有太大的影响。

# 道德风险与信用违约掉换

- ◆ 不幸的是，事实并非如此。AIG自身也参与了赌博，而且有不少的信用违约掉换购买者有能力使雷曼兄弟深陷困境，例如大规模卖空雷曼的股票或债券，有效地阻碍了雷曼兄弟进入资本和信贷市场融资。
- ◆ 估计所有未偿CDSs约为50万亿美元，与其相比，未偿债券的总额仅为50万亿美元的十分之一。换句话说，保险公司共为价值5万亿美元的债券卖出了价值50万亿美元的保险。

# 道德风险与信用违约掉换

---

- ◆ 回想一下，即使被看作是保险，雷曼兄弟的**CDS**也没有被正确定价。考虑到雷曼兄弟过高的财务杠杆和潜在的负债，**CDS**的价格并没有充分反映其倒闭的可能性，而且也没有考虑到逆向选择问题（即投保人购买保险只是因为他们有理由预期到他们会有相当高的概率获取保险金）。

# 道德风险与信用违约掉换

---

- ◆ 此外，为了保证保险公司在偿付业务发生时能有充足的资金储备以支付保险金，通常由政府监管保险行业。而就**CDSs**而言，从来就没有建立过充足的保险金储备。这也是为什么**AIG**如今陷入这么多麻烦的另外一个原因。
- ◆ 信用违约掉换之所以没有像保险那样被监管的一个原因是，在**1990**年后期美国国会通过一个法案，宣布**CDSs**既不是保险也不是赌博，从而使得**CDSs**能完全逃脱了政府的监管。



# 道德风险与信用违约掉换

- ◆ 回想一下，雷曼兄弟CDSs的无限制买卖，事实上提高而非降低了雷曼兄弟倒闭的可能性，因而提高而非降低金融部门和经济体的整体风险。
- ◆ 无限制地售卖信用违约掉换提供了一种掠夺式投机（**PREDATORY SPECULATION**）的金融工具——对冲基金和其它的投资者会寻找相对弱的企业，购买它们的CDSs，然后通过卖空这些企业的债券和股票迫使其破产。
- ◆ 中国已经引进了信用违约互换，但只能卖给拥有该企业债券者。中国应当坚持这个基本的保险原则。

# 道德风险与不对称激励薪酬机制

- ◆ 在大多数的美国企业和投资基金里，激励薪酬机制是不对称的，主管/资产经理根据其获利高于某个基本标准来获取巨额回报（以股票期权(STOCK OPTIONS)和附带权益(CARRY INTEREST)的形式），但是并不需要承担亏损（最坏就是失业）。
- ◆ 这些股票期权和附带权益使得主管和资产经理分享了获利的好处面而无需承担失利的损失，也助长了道德风险，而且鼓励了公司高管和资产经理采取高风险行为。

# 道德风险与不对称激励薪酬机制

- ◆ 股票期权仅对期权获得者提供了有利面而无不利面，其对于风险资本(VENTURE CAPITAL)和在创业期的企业(START-UPS)来说，是理想的激励措施，因为这些是本来就是高风险的投资，其不利面都已经被预期到，而且可以由投资者和创业者之间分担。但是，股票期权对于一个成熟的企业而言并不合适，因为握有股票期权但没有股票的管理者则无需承担他们高风险行为假如失败造成的负面影响，损失基本上完全归于企业东主和股东。

# 道德风险与不对称激励薪酬机制

- ◆ 投资基金的管理者要索的高额酬金，包括所谓的附带权益，导致资产管理者采取过高风险的行为，因为他们将分享大量的好处而无需承担坏处。
- ◆ 投资基金（包括对冲基金和私募股权基金）典型的酬金结构是2和20，年度管理费用是资产价值的2%，而利润达到某个标准后可以获取利润的20%的附带权益回报，甚至可以高达44%。这种激励计划鼓励了资产管理者的高风险行为，因为如果当他们的投资策略成功时，他们可以获取巨额回报，而当投资策略失败时，他们自己没有什么损失。
- ◆ 但偶而有些资产管理者会自愿限定其最高的酬金，以减少他们自己从事过度风险行为的动机。

# 道德风险与不对称激励薪酬机制

- ◆ 对于企业高管和资产管理者的激励薪酬而言，只有利并无弊 (**HEADS I WIN, TAILS YOU LOSE**) 既不是有用也不是有效的办法，它极大地助长了道德风险和过高风险的经营行为。
- ◆ 高管的激励薪酬不应当基于企业短期的运营成果，而应当基于长期的企业业绩，包括他们从企业退休后的业绩。这样他们才不会单单追求短期利润，而会投资于长期可持续育收益的项目，并且会谨慎选择他们的继任者。
- ◆ 另一个办法是要求企业高层管理者持有该企业一定数额的股票，这些股票并必须在其私人净资产中占有显著的比例。这样有助于促使高层管理者的利益和股东/投资者的利益保持一致，抑制道德风险和过高风险的经营行为。

# 道德风险与自营交易

---

- ◆ 银行自营交易(**PROPRIETARY TRADING**), 有明显的道德风险, 它会跟银行的客户, 有潜在的利益冲突。它也会影响银行的收益和资本充足率, 也会增加银行整体的风险。最安全的做法, 是不允许接受零售存款的银行作自营交易。

# 道德风险与“大到不能倒 (Too Big to Fail)”

---

- ◆ 基于过往经验，公众普遍信任前美国联邦储蓄委员会主席格林斯潘博士（**DR. ALAN GREENSPAN**）的能力，认为不管出了什么问题，主席都会解决。（自满(**COMPLACENCY**)也是一种道德风险。）
- ◆ 政府给予某些银行和金融机构隐性担保（**IMPLICIT GUARANTEES**），认为其“大到不能倒”，这会助长大银行和金融机构的道德风险。它们会采取过高风险的行为，因为它们认为它们不会倒闭，而且政府也一定不会让它们倒闭，必然会保住它们。

# 道德风险与“大到不能倒 (Too Big to Fail)”

---

- ◆ 美国是全球流动性最大的提供国，也是全球负债最多的国家，其自身正处于经济危机中，但它也真的是“大到不能倒”。
- ◆ 系统性重要的金融机构(**SYSTEMATICALLY IMPORTANT FINANCIAL INSTITUTION**), 也就是“大到不能倒”的金融机构，需要加强监管，以抑制它们的道德风险。



# 未能避免资产负债不对称的风险

- ◆ 期限的不对称—利用短期浮动利率存款，来支持长期固定利率贷款，会做成利率的风险。短期利率一上升，存贷利率差就会变成负值，但长期贷款又收不回来，会做成贷款机构长期的大额亏损。
- ◆ 货币的不对称—利用外币负债，来持有本币资产，会做成汇率的风险。假如本国货币汇率下降，外币负债的本国货币等值就会上升，但本币资产价值没有变，就可能不足以偿还外币负债。

# 未能避免资产负债不对称的风险

- ◆ 西班牙银行借短期日元支持长期欧元贷款，就做成期限与货币双重不对称的风险。全球金融危机一爆发，日元贷款者拒绝续贷，西班牙银行没有足够的流通性偿还贷款，同时日元相对欧元升值，西班牙银行的日元负债的欧元等值上升，但西班牙银行的借款者的欧元欠债不变，就是西班牙银行能把全部贷款收回，也不足够偿还日元负债，所以很多的西班牙银行都面临破产重整的命运。

# 未能避免资产负债不对称的风险

- ◆ 短期外债，除了可以用来支持国际贸易的短期融资以外，没有什么其它的好用途，因为它有期限不对称与货币不对称的双重风险。
- ◆ 一个企业，利用短期的贷款，无论是本币还是外币，作长期的投资，会有很大的风险，万一贷款者不续贷，就面临周转不灵的难题。作为投资用途的话，企业还是需要长期的资金，包括资本金与贷款。
- ◆ 一个企业利用外币贷款，假如没有外币的收入，只有本币的收入，到需要偿还贷款的时候，就面临本币可能已对外币贬值的风险，需要偿还的本币等值可能比贷款时高得多。

# 未能避免资产负债不对称的风险

- ◆ 一般来说，本国的银行，经营境内的本币的存款与贷款的业务，可以做有限度的期限转换(MATURITY TRANSFORMATION)，因为存款一般来说不会同一时间全部提出。例如一年期的贷款，可以比一年期的存款稍多，但也不能多太多，同时超过部分也应当是用浮动的利率。
- ◆ 但假如本国的银行，利用短期或长期外债，经营境内的本币贷款业务，就需要承担汇率的风险。所以利用短期或长期的外债，就应当只做相对的短期或长期的外币贷款。
- ◆ 外币存款或贷款的期限转换，应当留给发行该外币国家的商业银行来做。

# 加强银行业监管

- ◆ 监管对市场的正常良好运作至关重要，因为不可能仅靠市场参与者自身的良好行为，或者是市场的自我调节与自律。每一个企业都具有强烈的动机去垄断市场，或牺牲其它市场参与者（例如老鼠仓(FRONT RUNNING)、内线交易、市场操控、传播谣言）的利益去攫取自己的利益。
- ◆ 要避免过度的负债经营，不能仅依靠自律。只有通过监管措施才能减少信息不对称（在金融市场中，投资者没有理由主动向一个潜在的竞争对手透露信息。）  
。还必须明确地抑制和控制道德风险。
- ◆ 加强的银行业监管对于避免再次发生与当前全球金融危机类似级别的危机十分重要。

# 加强银行业监管

---

- ◆ 银行业监管机构应该采取什么措施加强监管呢？
- ◆ (1) 抑制非理性繁荣；
- ◆ (2) 限制过高的杠杆作用；
- ◆ (3) 保证市场的竞争性；
- ◆ (4) 控制道德风险；
- ◆ (5) 尽量避免资产负债的不对称性。

# 抑制非理性繁荣

---

- ◆ 银行业监管机构应当监控资产（证券和房地产）市场上的信贷，并采取适当措施，防止银行融资助长资产价格泡沫的过大。
- ◆ 手段包括控制贷款对权益比率以及在房地产市场限定贷款上限和在股票市场上要求保证金制度，以防止资产价格泡沫的形成。
- ◆ 基本理念是政府应当尝试影响和修正市场参与者对长期资产价格的预期。如果他们知道更多的供给即将来临，资产价格泡沫就不会太大。

# 限制过高的杠杆作用

- ◆ 由于过度负债经营产生的负外部性，因而出于对公众利益的考虑，应当控制企业、尤其是金融机构负债经营的程度。过度负债经营应当被牢牢控制，资本的充足性也应被监控。只有在一个企业负债经营过度时，它才会“大到不能倒”。而如果没那么过度的负债经营，就完全可以让它倒闭（股东会有所损失，但另一个企业或投资者可以接手该企业）。
- ◆ 所以监管机构必须限制经济中负债经营的程度，尤其是对金融部门而言。
- ◆ 假如禁止报表外业务，那么对负债经营的限制则易于执行且难以规避。



# 保证市场的竞争性

---

- ◆ 监管机构应当通过减少信息不对称，增加信息披露和透明度，以及限制市场参与者的垄断性支配地位（**DOMINANT POSITION**），来保证金融市场的竞争性。

# 通过减少信息不对称来保证市场的竞争性

- ◆ 如果不允许上市公司，包括所有的金融机构，从事报表外交易活动，那么公众将会得到更多的信息。这也将改善公司治理，减少负债经营，以及避免出现负面的意外。
- ◆ 监管机构应当禁止影子银行活动（**SHADOW BANKING**），因为这会导致未经信息披露的过度负债经营，显著地增加了金融系统的不确定性。银行应当要么向一个企业直接贷款，要么对该企业发行的债券和票据提供明确的担保，这些行为都应当被明确地列在银行的资产负债表中。在很多发展中经济体当前的金融发展阶段，允许“影子银行活动”将会极大地增大这些经济体的系统性风险。

# 通过增加信息披露和透明度来保证市场的竞争性

---

- ◆ 对监管者而言，许多新型金融工具的引进，增添了格外的问题，并没有降低和分担风险，而是将风险更为集中和放大，增加了整体的系统性风险。
- ◆ 许多这样复杂而非标准化的金融工具，仅在私下里而不在公开市场和交易所里被定价和交易（例如累股证，**ACCUMULATOR**）。
- ◆ 有迫切的需要将金融衍生品简单化和标准化，而且应规定只能在被监管的公开交易所中进行交易。这保证了一定程度的透明度和公平定价，防止市场操纵，有利于降低交易对手和系统性的风险。

# 通过限制支配地位来保证市场的竞争性

- ◆ 对于每种金融工具，应当限定个人或机构可持有它的市场份额的上限。
- ◆ 任何金融市场都应要求市场参与者披露主导仓位的信息（即超过任何特定可交易金融工具总量的5%），以及该仓位任何的增减情况。同时也应当披露最终受益人，以避免某一市场参与者使用多个名字和账号来避开信息披露的要求。

# 控制道德风险

---

- ◆ 监管者应当控制和抑制道德风险，使得任何的潜在收益与潜在亏损相伴，以降低所有市场参与者过高的风险行为。
- ◆ 这包括对以下这些的监管：最初的抵押贷款人，信用评级机构，保险公司以及它们的产品、业务和负债经营情况，金融工具，以及对冲基金。目标是为了减少进行地下行为和/或过高风险行为的动机。
- ◆ 需要防止民营商业银行贷款给它们的股东或管理层，也需要防止两家或多家民营商业银行彼此之间互贷给彼此的股东或管理层。

# 控制道德风险

---

- ◆ 如果在发展中国家（例如中国）引进信用违约掉换的话，那么应当规定只能将其卖给债券的实际所有者。一旦初始所有者卖出债券后，则不能允许他们继续持有信用违约掉换，要么将这些CDSs随债券一起卖给新买家，要么让保险公司将其赎回。

# 控制道德风险

---

- ◆ 企业高管和资产管理者的激励薪酬应当基于企业或基金的长期业绩表现，包括他们从管理岗位上退休以后的业绩表现，这样他们会放眼企业长期的运作绩效来管理企业或基金，而且也会很谨慎地挑选他们的继任者。
- ◆ 应当谨慎使用股票期权的激励方式，因为其只提供了有利因素而无需承担不利面。应当鼓励高级管理人员持有所在公司或基金的股本（必要时可以通过可追索的贷款(**RECOURSE LOANS**)），这样可以使得高管的利益与公司 and 股东以及基金投资者的利益相一致。

# 加强银行业监管

---

- ◆ 如果任何一家银行或金融机构走捷径，它的成本会较低，而收益较高。如果监管者允许一家银行或金融机构走捷径，那么其它银行就会被迫效仿以相互竞争。
- ◆ 所以，为了降低系统性风险，必须划一执行银行业监管。最重要的是，监管者不可以让错误的行为逐渐演变成整个行业的标准行为。监管条例必须清晰，执行时必须严格。否则，所有的灰色地带立马会变成符合常规。



# 加强银行业监管

---

- ◆ 监管机构必须时刻牢记，他们的主要职责是保护消费者（存款者和借款者）、债权人和投资者，确保市场的公平性和有效性，保证整个金融体系的安全性和稳定性。而确保他们所监管企业的利润并不是他们的职责。

# 优化金融体制的设计

---

- ◆ 通过合理安排金融部门的制度，可以降低其系统性失灵的风险。我们这里考虑可行的三个方面：
  - ◆ (1) 监管的核心；
  - ◆ (2) 直接和间接证券化；
  - ◆ (3) 银行的专业与专门化。

# 监管的核心

---

- ◆ 对于如何监管银行和金融机构，需要考虑两个不同的问题：
- ◆ 一是，该由中央银行还是一个单独的机构来监管商业银行以及它们的行为？
- ◆ 二是，该由一个单独统一的机构还是按业务区分的机构来监管所有的金融交易（商业银行、投资银行、证券公司和市场、以及保险业）？

# 监管的核心

---

- ◆ 由中央银行以外的金融服务监管机构来监管商业银行的做法，在英国并不算成功。因为中央银行有它的优势，它可以通过商业银行的资金结算系统（**FUNDS CLEARING AND SETTLEMENT SYSTEM**）获取有价值的、连续的、实时的银行信息，而并不是只倚赖定期的审计。同时中央银行需要扮演“最终贷款人”（**THE LENDER OF LAST RESORT**）的重要角色。

# 监管的核心

---

- ◆ 在英国，监管商业银行的责任已经是归还给了英格兰银行(英国的中央银行)里的一个部门。在美国，联邦储备局事实上，虽然非法定，也承担监管主要商业银行的责任。
- ◆ 无论如何，中央银行和任何单独的银行监管机构之间的紧密合作与协调是必不可少的。

# 监管的核心

---

- ◆ 在美国，虽然有呼声要求回归《1933年银行法》（**THE GLASS-STEAGALL ACT**），实行分业经营，但在现在这个环境下是不太可能的。
- ◆ 但是，对于整个金融业而言，不同的监管机构（银行、证券和保险）有必要共同审查金融机构，阻止资产从一个部门转移到另一个部门以逃脱监管或者更糟，隐瞒真实的财务状况。
- ◆ 如果没有重启《1933年银行法》或者采用其等同形式法案的决心，如何统一监管是绝对必要和紧急的事。

# 直接和间接证券化

- ◆ 基本上有两种将长期贷款证券化的方法——主要是自有住房第一按揭贷款（**OWNER-OCCUPIED HOME LOANS BACKED BY FIRST MORTGAGES**）——直接证券化和间接证券化。
- ◆ 直接证券化是将符合一定规范的合资格的长期贷款（资产）包裹起来，以长期债券的形式向公众发行。债券的本金和利息由各长期借款者偿还给债券购买者。债券可由金融机构发行或担保。
- ◆ 以美国很多的住房抵押贷款证券为例，发债和担保的金融机构通常是房利美或房地美，都是准国家性质（**QUASI-SOVEREIGN**）的金融机构。这些债券，虽然没有明确的国家担保，基本上是没有不被偿还的风险的。

# 直接和间接证券化

- ◆ 间接证券化是由一家特定金融机构直接向公众(包括机构投资者)发行长期债券，该金融机构的主要业务是购买满足某些条件的合资格的长期贷款（债券到期日与贷款到期日大致相同）。
- ◆ 特定金融机构利用从发行债券获得的收益，向最初的抵押贷款者那里购买合资格的贷款。贷款归特定金融机构所有。借款者将债券的利息和本金偿还给特定金融机构，但是也可以通过最初贷款者作为代收的服务机构。特定金融机构负责偿付债券持有者，不论其是否已从借款者那里得到还款。



# 直接和间接证券化

---

- ◆ 自有自住房抵押贷款不同于其它的抵押贷款，因为其坏账率比那些投资者和投机者所持有的非自有自住房抵押贷款的坏账率要低得多。

# 直接和间接证券化

- ◆ 间接证券化与直接证券化相比，具有几项优点。
- ◆ 第一，如果金融机构是一家国家政策性银行（即房利美和房地美的最初形式），那么其发行的债券就具有准国债性质，因而利率比较低。而低利率也有利于自有自住房抵押贷款的借款者。
- ◆ 第二，间接证券化的情况下，抵押贷款的坏账风险可以被所有债券购买者分摊。而在直接证券化的情况下，贷款风险无法被分摊。所以，直接证券化抵押贷款的购买者所面对的实际的风险和收益将根据不同的贷款组合而显著不同。

# 直接和间接证券化

- ◆ 第三，如果要求最初抵押贷款者承担剩余赔偿责任，例如抵押贷款本金的10%，（这样有利于控制道德风险），那么卖给一群债券投资者的交易与营云成本，要比卖给一个政策性的银行要高，因为这一群债券投资者，以及他们的下手，都需要与最初抵押贷款者保持联系。
- ◆ 第四，在间接证券化的情况下，当一位或多位抵押贷款的借款者无法偿还贷款时，由于抵押贷款已属于政策性银行直接所有，通过服务机构，在借款者和银行之间也比较容易达成解决方案。而在直接证券化的情况下，在当前债券所有者和个别的无法偿还贷款的借款人之间达成和解就更难而且成本更高。虽然危机的发生并不归咎于直接证券化本身，但它在很大程度上使危机复杂化，而且延长了危机的负面影响。在美国，仍有很多抵押贷款坏账等待在借款者和目前抵押贷款所有者之间进行和解。

# 直接和间接证券化

---

- ◆ 第五，间接证券化大大地降低了交易成本，而且不需要依靠评级机构对每一个特定的贷款组合进行评级，也不需要依靠投资银行将抵押贷款打包、促销，卖给投资公众。
- ◆ 第六，对于投资者和潜在的投资者而言，间接证券化债券的市场更大，而且更具流动性。
- ◆ 间接证券化唯一的缺点是投资银行无法再赚取每一次将抵押贷款证券化的高额费用了。

# 直接和间接证券化

---

- ◆ 一个可能浮现的难题是：是否应当对这些长期贷款有一个未到期预付的罚款（**PRE-PAYMENT PENALTY**）？原则上应当有，为了维持较低的交易成本，但是无论是直接证券化还是间接证券化，都会遇到这个难题。

# 银行的专业与专门化

---

- ◆ 接受大众小额零星存款的银行是否可以使用它们自己的帐户从事证券自营交易（**PROPRIETARY TRADING IN SECURITIES**）？最近美国金融改革立法讨论中考虑了此事。
- ◆ 原则上，如果证券自营交易是依赖银行自身资源进行，而且在考虑了银行的资本充足率的情况下，从银行资本中减去了自营交易量，那么就应当完全可以。在自营交易中，储户的资金完全不会也不应被使用。

# 银行的专业与专门化

---

- ◆ 当存在潜在的利益冲突（比如，银行的自营交易部门将银行信托或私人银行部门代表银行客户购买的证券出售），以及银行客户的信息在自营交易部门交易的过程中被非法使用时，问题就会出现。尽管有所谓“中国长城”（**CHINESE WALL**）分隔自营交易部门与商业银行部门，但经验告诉我们，这些“中国长城”并不完全可靠。
- ◆ 但最引人注目的争论是，就算遵行所有避免潜在利益冲突和保证内部信息使用的法律法规，自营交易部门与商业银行部门之间似乎也并没有任何协作效益。假如真的如此，干嘛还要把它们放在一起呢？

# 银行的专业与专门化

---

- ◆ 这样的考虑对于同时经营投资银行与商业银行业务的银行同样适用。
- ◆ 利益冲突很容易发生。比如说，投资银行部门可能会尝试为一家企业增加资本，以偿还商业银行部门的债务，但并不披露该企业的全部真实情况。再比如说，商业银行部门可能会增加客户的贷款限额，以便利他们购买投资银行部门的上市证券。
- ◆ 如果银行能够专业化，这些问题就可以避免。重复一次，如果这两种银行业务不可以共享信息，而又都严格守法的话，两者不会有任何真正的协作效益。



# 银行的专业与专门化

---

- ◆ 当很多银行试图成为万能银行时，也应该考虑建设负有专门使命的专业银行。这些银行可以用和其它银行不同的方式进行管理和监督。
- ◆ 比如，建立推动某项特别的政府政策的银行，如美国的房利美（**FANNIE MAE**）和房地美（**FREDDIE MAC**），是不应私有化的，即使只是部分私有化。这是因为一旦政策性银行被私有化了，即使只是部分私有化，私人股东便会要求短期的收益和回报，而这可能与政策性银行的使命和任务相违背。

# 银行的专业与专门化

---

- ◆ 如果房利美和房地美没有公开上市，也就不会屈从于股东要求金钱回报的要求，也许便会在投放贷款时更加谨慎。这可能有助于避免金融危机，至少是会减轻其冲击。
- ◆ 这些政策性银行高管的薪酬激励也应与其它私人牟利性银行的不同，以降低其冒险的动机。

# 银行的专业与专门化

- ◆ 此外，还应正视一种新型“狭义”银行（**NARROW BANK**）或“唯独交易”银行（**TRANSACTIONS ONLY BANK**）。这是诺贝尔经济学奖得主，詹姆斯·托宾（**JAMES TOBIN**）教授曾经提倡的。
- ◆ 这样的银行只吸收储蓄，但不贷款。它可以向客户发放借记卡（**DEBIT CARD**），但没有信用卡。它提供计息活期存款账户与定期存款账户，把所有的存款都投资到到期日一致（因此没有资产负债期限错配风险）的政府债券（因此也没有信用风险），也不需要也不应被要求存款保险，所以经营成本可以降到最低，它们的存户也会因此受益。

# 银行的专业与专门化

---

- ◆ 这类银行事实上没有风险。因此它只需要保有最少的资本和存款准备金。它的资产全部投入中央政府的债券，因此也有最高的流动性。（可能2%的资本充足率和2%的存款准备金就足够了。）

# 银行的专业与专门化

---

- ◆ 很多国家的邮政储蓄可以被很快地转为这种“唯独交易”银行，只需允许在现有帐户中使用支票和电子转帐。
- ◆ 这种“唯独交易”银行可以为普通老百姓提供一个安全的存款处和一个有效的、廉价的交易账户。
- ◆ 这种被适当管理和监督的银行可以避免一切系统性或非系统性的金融危机。

# 优化金融体制的设计

- ◆ 金融企业或其它企业规模不应变得过大，以至不能破产。比如说，如果一个银行破产了，储户应通过存款保险得到一定的保障。受保障的债权人通过所持有的抵押品而得到全部或部分赔偿。其它债权人可能自愿负担了银行的债务，可以承担损失。而身处最后顺位的股东很可能两手空空走人。但银行可以更换新的管理层和所有者，并不需要停止经营。
- ◆ 银行的过高负债经营可能会使它规模变得过于庞大，以至于不能让它破产——它有可能欠下其它银行或金融机构太多债务。如果过高负债经营受到严厉限制，并加强各种风险管制，即银行对某单一客户（一个团体也被看作一个单个客户）的风险不能过高，银行就不会由于规模变得过于庞大而不能让它破产。

# 优化金融体制的设计

---

- ◆ 间接证券化（**INDIRECT SECURITISATION**）是支持长期固定利率住房抵押贷款的优先选择。
- ◆ 政策性银行不应被私有化，即使是部分地私有化；特别是不应公开上市，以避免私人股东要求快速回报的压力，以及私人股东利益与政策性银行的公共政策任务之间的潜在冲突。

# 结语

---

- ◆ 随着中国和其它发展中经济体继续高速发展和“金融深化”，它们必须进一步巩固和加强管理与监督能力，以应对新形势和新的金融手段。它们必须从过去国内外监管机构的错误中总结吸取教训。
- ◆ 具有竞争的市场机制具有众多的优势，但必须满足特定条件，才能产生经济上有效的成果。市场本身并不能确保满足这些条件。因此，监督管理对于中国和其它发展中经济体来说仍然非常重要。“看得见的手”和“看不见的手”必须手携手地合作。