

全球金融危机、金融市场结构变化与金融制度重构

杨福明

(温州大学城市学院, 325035)

摘要: 美国次贷危机从局部危机演变为全球金融危机, 从金融领域发展到实体经济, 各国采取一系列金融经济救援措施之后, 效果甚微的现实表明, 全球金融市场已经发生了深刻的结构性变化, 现有金融制度的缺陷, 已经不能适应变化了的的市场结构对风险监管的要求。因此, 重构和完善金融制度, 已经迫在眉睫。重构金融制度的核心是构建全面、及时、国际化的风险监管制度。

关键词: 金融市场、金融创新、金融危机、金融监管

引言

自 2007 年夏美国次贷危机爆发以来, 在经济金融化、经济金融全球化、生产分工专业化、经济信息化的背景下, 局部的金融系统危机到 2008 年演变为一场全球性金融危机, 金融危机迅速影响到实体经济, 使美国及其他发达国家经济集体陷入衰退, 并使出口导向型的新兴经济体增长大幅减缓。危机发生后, 美欧等国政府一方面掀起大规模注资金融机构浪潮以恢复市场信心, 另一方面出台政府一揽子财政支出计划, 旨在推动经济复苏。从次贷危机到全球金融危机的发生和发展轨迹表明, 国际金融市场已经发生了深刻的结构性变化, 在金融全球化背景下, 规模巨大的金融衍生产品和结构性产品, 以及缺乏监管的投资银行、特殊目的实体 (SPV)、对冲基金、股权私募基金和主权财富基金等新兴市场主体已成为引发金融体系系统性风险的源泉; 金融机构表内业务表外化的创新机制与高杠杆交易模式的滥用, 传递并放大了市场风险。而现有的金融制度在金融监管架构、金融机构风险管理模式、金融产品风险评级等方面不适应或缺陷, 纵容并助长了风险累积。从各国政府的危机应对政策和救援措施的“有限”作用来看, 金融制度的改革和重构已经迫在眉睫。

一、全球金融危机的救市措施及其效果

(一) 主要救市措施

美国次贷危机蔓延一年多演变为全球性金融危机, 各国政府包括国际金融组织不断出台救市措施。救市措施随着危机的不断加深和扩散, 从单纯的金融领域转向金融领域与实体经济并举, 从个别国家救市转向全球联合救市。救市措施从涉及的对象范围来看, 可划分为金融领域措施和实体经济领域两大类。

1、金融领域救助措施

危机爆发后流动性短缺成为困扰金融机构和整个金融市场的首要难题。为此, 各国政府首先将解决流动性问题放在首位。主要采取的措施有三项。

(1) 连续大幅降息。次贷危机爆发后美国最早在 2007 年 9 月开始降息, 英国在 12 月跟进, 直到 2008 年 10 月危机不断加剧, 全球央行开始联合降息。经过两次联手降息, 截至 2009 年 4 月底, 美国基准利率已降到 0.25%, 英国、加拿大、瑞士、中国香港均为 0.5%, 日本利率已接近零利率, 为 0.1%, 降无可降。

(2) 央行直接向金融市场注入流动性, 证券监管部门禁止股票卖空。各国央行采取多种金融工具向金融体系注入流动性, 包括开放拆借窗口, 放宽借款期限和抵押品要求, 从有限注入到无限制流动性支持承诺、从有限资产抵押到无抵押和循环使用^①。累计向金融市场注入了约 4 万亿美元的资

^① 2008 年 10 月美联储联合多国主要央行推出空前的注资措施, 即无限额向金融体系提供短期融资, 金融机构只要提供适当的抵押品就可以无限额地从央行得到美元资金支持。

金（朱民、王家强，2009）。同时，为防止股票市场崩溃，英国金融服务局、美国证监会发布禁止对金融机构股票做空，有的国家甚至暂时闭市。

（3）政府对金融机构注资、接管及债务担保。2008年10月美国政府决定以2500亿美元巨资对银行业注资，其中半数用于购买美国9大银行的优先股。花旗集团先后获得政府450亿美元的注资，以及对包括住房抵押贷款和商业房地产贷款在内的总计3060亿美元的资产提供担保。此前美国政府曾以2000亿美元接管了“两房”，以800亿美元将AIG国有化，还有1500亿美元的债券担保和500亿美元的货币市场担保等。英国政府两次对苏格兰皇家银行和劳埃德银行注资，分别获得了两家银行95%、77%的股份，并将储蓄存款担保上限由35000英镑提高至50000英镑。德国政府宣布将担保所有私人存款。冰岛四大银行全部被政府接管。

2、实体经济领域救市措施

到2008年第四季度金融危机对实体经济的影响开始显现，各国政府的救援政策也开始注重实体经济刺激，政策措施前所未有的。

（1）规模宏大的财政支出计划。美国政府2009年2月17日通过了总额达7870亿美元的经济刺激计划；日本在2008年通过了向本国民众发放总额2万亿日元（约合204亿美元）的现金方案之后，由于收效甚微，今年4月又推出了日本历史上规模最大的年度补充预算案，补充预算案将包括15.4万亿日元（约合1540亿美元）的经济刺激计划，这是日本自2008年8月以来推出的第四项经济刺激计划；荷兰公布了总额达60亿欧元的经济刺激计划；英国公布了200亿英镑的减税刺激计划；中国推出4万亿人民币的基础设施投资计划。等等。

（2）央行直接对企业提供融资，对住房抵押贷款人救助。面对金融市场流动性急剧紧缩，企业融资难凸现，美联储改变了只对银行业提供流动性的传统做法，对投资银行等其他金融机构开放贴现窗口，甚至开始直接购买企业商业票据，直接为企业债券发行提供担保。同时采取措施，帮助有困难的次贷借款人进行贷款重组，以缓解还贷压力和降低贷款违约率。

（3）政府向中小企业提供融资或贷款担保。2008年10月4日，法、德、英、意四国达成协议，共同设立一项扶助欧洲中小企业的300亿欧元（约合416亿美元）纾困基金。2009年3月17日，美国政府公布了一项小企业救助计划，将小企业管理局（Small Business Administration）向单笔金额最高15万美元的小企业贷款提供的担保比例和15万美元以上的最高担保比例均提高至90%，在此之前这两种比例分别为85%、75%。小企业贷款计划的总额为150亿美元，并将借款人支付的费用最多减免7.5万美元。此外，还通过为银行提供流动资金援助来支持小企业贷款。2009年4月18日，美国总统奥巴马宣布，在美国政府促动下，美国和国际投资者将共同筹划成立一项初期资本为1亿美元的西半球小额信贷基金，以帮助西半球的广大小企业克服金融危机，已确认资金1亿美元，最终筹资目标为2.5亿美元。

（4）IMF向新兴经济体和中东欧国家提供资金救助。俄罗斯、乌克兰、波兰、匈牙利及一些新兴经济体由于对外债依赖度较高，危机发生后大量外资抽走，导致外汇储备下降和货币贬值，评级机构下调了这些国家的信用等级，外部融资更加困难，本国无力向银行业注资，被迫向IMF求助，予以资金救援。

2008年以来获得国际金融机构贷款救援的国家

国际金融机构	获得救援贷款的国家	贷款金额
国际货币基金组织	2008年10月17日乌克兰	165亿美元
IMF、欧洲央行、世界银行	2008年10月28日匈牙利	251亿美元
国际货币基金组织	2008年10月29日白俄罗斯	20亿美元
国际货币基金组织	2008年10月24日冰岛	21亿美元（两年期）
国际货币基金组织	2009年1月塞尔维亚	5.2亿美元
国际货币基金组织	2008年11月15日巴基斯坦	76亿美元

（二）救市措施的效果有限

各国政府推出的金融经济救助计划，规模庞大，措施超常，救助及时。特别是对金融领域的大规模注资、接管和债务担保，在一定程度上缓解了流动性枯竭的困境，避免了大量金融机构倒闭引起的金融体系崩溃风险，但是危机在金融系统的蔓延并未被完全阻止，金融市场也未从根本上稳定下来。2009年初以来，各国银行仍不断爆发新的危机。美国花旗集团公布2008财年亏损321亿美元，花旗被迫宣布将集团业务一分为二的重大重组计划。鉴于花旗集团严峻的经营问题，今年2月美国政府将持有的花旗集团部分优先股按1比1比例转换为普通股，上限为250亿美元，实施后政府将成为花旗最大股东，持股比例达36%。美国2009年前7周就有14家银行倒闭，据估计2009年可能会有超过100家银行倒闭。冰岛政府继去年10月接管三家最大银行之后，第四大银行Straumur-Burdaras投资银行也于今年3月9日被政府金融监管局接管。种种迹象表明，金融危机仍在继续。

在实体经济方面，危机有呈现日益严峻的态势。今年3月中旬，匈牙利、乌克兰、波兰、波罗的海三国（爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛）等一批中东欧国家受金融危机影响陷入经济困境，金融体系出现危机，请求欧盟“危机基金”^①救助。美国失业率在今年不断攀升，从2月份的8.1%到3月份的8.5%，创1983年12月以来的25年失业率最高纪录。据标准普尔公布的数据显示，2009年4月第三周全球范围内又有9家企业出现违约，从而使2009年违约的企业总数增加至87家，接近2008年的四倍。其中美国违约公司依然最多，一周中增加了7家，使2009年美国公司违约总数增至61家。日本财务省4月8日公布的数据显示，日本出口额2月同比下降50.4%，日本企业破产数量3月上升至6年以来最高点。据3月19日IMF提供给二十国集团的一份分析报告表明，2009年全球经济将下降0.5%-1%，发达国家将遭受深度衰退，将下降3%-3.5%，其中美国经济将下降2.6%；欧元区将下降3.2%；日本下降5.8%。

二、金融市场结构变化与金融制度缺陷

规模空前的注资和经济刺激方案已经实施，但危机仍不见平息的现实反映了这次危机不同于以前历次危机的特性和成因，从表象看是美国次贷及次贷衍生品风险集中暴露引起的。但从国际视角看，这次危机是在全球金融市场发生结构性变化的前提下，出现了新风险源和新风险形成机制，但金融制度改革滞后，不能有效发挥防范风险、监督风险和阻滞风险的功能是关键原因。金融制度是保证金融市场安全、有效、可持续运行的规范。这次金融危机暴露出金融监管制度、金融业内控制度、金融业经营制度存在诸多缺陷。

（一）创新金融产品与新兴金融机构的风险与金融监管制度缺陷

近20年来，放松金融管制和鼓励创新成为金融制度的主基调，加之现代金融工程定价技术的应用，金融产品创新如火如荼，使全球金融市场产品结构发生重大变化。突出表现就是衍生金融产品和结构性产品成为各类金融机构转移风险的主要工具，也成为市场热捧的主流投资品种。美国的衍生产品市场发展最早，规模最大，并已远远超过了传统金融产品。截止2007年底，传统金融产品总值约为70万亿美元，而衍生产品的名义合同额超过了165万亿美元，其年均增速达21.7%（BIS, 2008）。结构性产品发展更为迅速，以CDO为例，2004年全球发行量为1570亿美元，到2006年已达5500亿美元，2005年和2006年均分别增长74%和101%（张明，2009）。衍生产品和结构性产品本来是为解决金融机构流动性，转移信用风险的创新，但被市场机构滥用，成为单纯谋取收益的工具。另一方面，这些创新金融产品是高度个性化的产品，通过OTC市场交易，流动性差，信息透明度有限，因此，这些非传统金融产品交易中蕴含了未被市场认识的特殊风险，从而形成了系统性风险的新来

^①欧盟“危机基金”又称中期财政援助基金，只有在某一非欧元区成员国发生国际收支危机或面临严重困难时，欧盟才会动用这笔基金为其提供紧急财政支持。2008年12月，欧盟领导人决定将这笔基金的规模从原先的120亿欧元增至250亿欧元。

源，加之其依赖模型估值的不确定性更使风险难以识别。

全球金融市场的另一变化是新兴金融机构成为市场主体。这些新兴机构主要包括投资银行、对冲基金、私募股权公司、特殊目的实体（SPV）、主权财富基金等。2007年初，这些新型机构的总资产估计为15亿美元，同期，美国和欧洲的商业银行总资产分别为10万亿美元和40万亿美元（IMF, 2008）。这些新兴机构运作的共同特点是高杠杆交易、投资模式趋同、交易缺乏透明度、较少或几乎不受监管，近年来普遍涉足衍生产品和结构性产品投资，经营中潜伏着较大的市场风险和交易对手风险。尤其是美国的大型投资银行，作为一级交易商主导着衍生产品场外交易，并承担了大部分的交易对手风险。

从投资银行在金融体系中的主导地位 and 重要作用来看，政府对其监管应该更为严格，但是事实并非如此。投资银行作为独立券商主要靠买卖证券，提供上市购并等咨询服务，不开展存贷款业务，不受存款机构监管制度约束，也不受《巴塞尔协议》最低资本要求的管理，因而较传统银行更少受到监管。在美国，投资银行只受美国证券交易委员会（SEC）少量信息披露的监管，如购买某家上市公司5%以上股票时需要信息披露，对投资业务包括衍生产品业务资本约束很少。这一方面有利于投资银行大幅扩张负债规模，从而大量投资次级债和其它衍生产品；另一方面有利于采用高杠杆率操作。当市场发生危机时，流动性风险和信用风险同时暴露并被放大。

面对金融市场新的系统风险源，欧美金融监管当局并没有认识到其中的危害性，从次贷危机迅速向全球扩散并造成欧美金融体系严重影响的现实看，现有的金融监管制度既没能起到风险预警功能，也没有发挥抑制危机蔓延的作用。

1、金融监管制度的监管范围有限。欧美各国监管部门一般以金融机构为对象，而非按产品监管；对金融机构监管也主要是传统金融机构，缺乏对新兴金融机构监管的重视。然而，今天的金融市场，金融产品创新日新月异，各种金融衍生产品和结构性产品变得异常复杂，其真实风险和市场价值的准确评价显得更加重要。同时在金融交易技术创新的推动下，这些金融产品在各类金融机构之间跨行业流动，使风险转移和传递变得非常之快。另外，以对冲基金、私募股权基金等为代表的新兴金融机构在全球金融市场纵横驰骋，但监管缺失，给市场带来了新的风险。这些新的变化导致金融监管部门按传统的监管理念和方法很难识别个别产品风险，也难以准确把握市场的整体风险状况。

2、金融监管制度的监管内容缺陷。基于对历史上既有金融危机成因的认识，各国监管当局更关注的是容易形成系统性金融风险的外债、汇率以及商业银行经营，忽视了投资银行及其它新兴金融机构衍生产品业务的高杠杆操作风险、交易对手风险；忽视了衍生产品和结构性产品的流动性风险。

3、金融监管制度的监管标准缺陷。从美国次贷危机的爆发到向全球蔓延，无论是各国监管当局还是国际金融组织都缺乏一套及时、有效的风险预警体系。无论是对衍生产品还是新兴金融机构，都缺乏统一的监管标准，也缺乏监管的国际协调机制。目前国际统一的监管标准主要是针对商业银行的巴塞尔新资本协议，但是新资本协议所倡导的风险管理理念、原则和方法并未得到实质性实施。根据奥维咨询2006年调查显示，大多数欧洲银行并没能充分地使业务部门参与到新资本协议的实施中来，监管部门对英国、韩国、日本等实施新资本协议的银行评估结果表明也存在同样问题（陈四清，2008）。

次贷危机从银行系统爆发后，快速向投资银行等新兴机构传递，商业银行与投资银行之间缺乏有效的风险隔离设施，只能任凭风险侵蚀。

（二）金融机构创新经营模式的风险与风险管理和内控制度的缺陷

金融机构表内业务表外化的创新机制与高杠杆交易成为市场主流经营模式，这也是全球金融市场的重要特征之一。

传统银行发放贷款后形成表内资产并保持至到期收回，即所谓原生一持有（Originate to Own）。资产证券化创新经营方式的产生后，商业银行以及抵押贷款公司，更多地采用“原生一分销”（Originate to Distribute）模式将流动性差的表内贷款经过证券化转卖出去，变为表外项目。金

融机构表内业务表外化创新经营模式至少有两方面好处，第一，解决了长期贷款的流动性问题，使困扰银行和抵押贷款机构的短存长贷的期限错配问题在一定程度上得到了缓解，同时为发放新贷款提供了资金来源。第二，将信贷资产从发起人的资产负债表中转移出去，有利于降低风险资产数量，从而降低监管资本要求，提高资金周转效率。在金融衍生市场创新中，几乎所有的未来现金流都能利用证券化模式包装成金融产品提前进入二级市场流通。

表内业务表外化模式在给银行带来极大利益的同时，也为过度信用扩张和流动性风险积聚埋下了隐患。首先，表内业务表外化降低了银行资本金压力，但客观上助长了银行保持较低资本金水平的偏好，从而削弱银行稳健经营的基础。一旦发生较大的资产损失或者市场环境变化，银行将会陷入严重的流动性紧缩。次贷危机中银行和抵押贷款机构陷入危机不能自拔就是证明。其次，使银行业务经营与资本市场的联系空前紧密，流动性风险传递速度大大加快。传统银行资金来源主要是客户存款、同业拆借和中央银行借款，资金运用主要是贷款及国债投资，银行经营风险与资本市场基本隔绝，流动性风险主要源于自身经营问题。在表内业务表外化经营模式下，银行业的筹资来源和投资渠道更多依赖资本市场，即通过贷款证券化向资本市场融资，投资衍生金融产品和结构性产品。美国许多房贷公司本身并不经营存款业务，其开展经营的资金来源主要是住房抵押贷款打包销售收入和住房抵押贷款债券发行收入。欧洲也是如此。据 IMF 估计，全球银行机构持有的美国资产抵押债券规模仅次于对冲基金，约占 25% 的市场份额。资本市场与银行业通过衍生金融产品紧密联系，在经济金融全球化背景下，由次贷危机引发的资本市场流动性风险迅速向银行等金融机构扩散，使银行系统的流动性风险大幅增加。

高杠杆交易是衍生金融市场的基本特征。高杠杆交易节省了资本，有利于提高市场流动性，能够放大投资收益，但同时也放大了风险和亏损额。截至 2007 年底，世界 10 大投资银行控制的资产超过 13 万亿美元，平均杠杆率约为 30.6；而在 2003 年 10 大投资银行的杠杆率只有 23（张健华、张雪春，2008）。高杠杆交易使金融机构可利用的资产大幅增加，整个市场的信用规模大幅攀升，信用风险和流动性风险集聚。杠杆交易还具有顺周期效应，使得风险在市场景气时被忽视，而在市场趋向不景气时却被放大。当市场景气时积累的资产泡沫破灭时，风险被杠杆效应成倍放大，加剧了危机的损害程度。

金融创新是把“双刃剑”，在给金融机构带来巨大利益的同时，也带来了风险。欧美金融机构过度利用表内业务表外化创新经营模式和高杠杆交易，攫取收益，却忽视了风险管理制度的完善和内控制度建设。

1、金融机构风险管理的缺陷。经济金融环境的复杂性决定了风险管理永无止境。但欧美金融机构轻视了创新经营模式隐藏的风险。

首先，表内资产表外化的交易模式尽管将风险转移出去，但风险并未消失，仍在市场中。一旦发生危机，风险会在整个市场主体间传递并被不断放大，最终还会影响到资产的原生机构，因为各市场主体已通过金融衍生品紧密联系起来。所以，一味地采用表内业务表外化模式转移风险，是风险管理得的误区，必须从制度源头上解决风险隐患。其次，金融机构过分依赖风险评估模型（VAR）作为风险评估依据与审慎经营原则要求相悖。因为风险评估模型是基于历史数据基础上得出的，是在特定的概率下，预测给定时期的最大损失预期。在市场正常状况下，模型的估值也是符合实际的，一旦市场发生急剧变化，估值会发生较大偏差。正如欧盟委员会委员查尔斯·麦克利维（Cherles McCreevy）指出的“模型在 10 年共 3652 天中有 2640 天都是正确的，一旦模型在其余 12 天中出现错误，那么其危害程度会有多大将无从知晓”。^①

2、金融机构内控制度的缺陷。大型投资银行、商业银行的薪酬激励机制导向就是追求业务规模和当期收益的最大化，使高层管理者和金融工程师们在利益驱使下，利用现代金融工程技术大量创

^① 诺贝尔经济学奖得主阿玛蒂亚·森（Amartya sen），“重读亚当·斯密：我们不需要新资本主义”，英国《金融时报》网络版，2009 年 3 月 16 日

设结构性金融产品以做大市场，并有意掩盖产品风险特性，同时，交易的杠杆率不断攀升，使得产品创新成为产品异化的过程。而这种短期化的经营行为，以及从业者的道德风险既没有相应的内控制度约束，也未受到监管部门的重视。

另外，金融市场重要的中介服务——评级机构未能发挥金融产品上市“检疫证”的作用。CDO等结构性产品具有不同于普通债券的风险特性，但评级公司主要借助公司债券评级模型，在信息不对称条件下，导致其系统性风险难以得到真实揭示。同时，评级公司为了获得更多业务有意迎合发行人需求，从而使道德风险扭曲了本来应该公正、透明的评级制度。

（三）金融业混业经营制度的风险控制缺陷

分业经营和混业经营是金融业的两种制度模式。随着1999年美国《金融服务现代化法案》的颁布，标志着以美国为代表的混业经营模式成为国际银行业经营制度的主流。但美国次贷危机发生后的种种迹象表明，美国式的混业经营制度也存在问题。受资本市场“去杠杆化”引发的资产减值影响，作为全球混业经营典范的花旗集团，2008年的巨额亏损，在美联储两次高达450亿美元的注资及3060亿美元的债务担保后，仍难以渡过难关，2009年1月宣布重大重组计划，将集团分为花旗公司和花旗控股。其目的在于通过重组改善其资产负债表状况，精简运营结构，更专注于核心业务的发展。分立后的花旗公司负责全球传统银行业务；花期控股负责资产管理和消费信贷等拟缩减的非核心业务。其中花旗集团出售优质盈利资产——美邦零售经纪业务部门，与摩根斯坦利相关部门合并成立合资公司，并计划进一步出售私人信用卡、资产管理等部门以及在日本的花旗子公司，这意味着花旗集团所代表的混业经营模式的终结。花旗集团的混业经营模式属于金融控股公司制，即同一集团下银行、证券、保险、信托等业务由分立的控股子公司运行。其理论依据是，在共同的股权和利益之下能获得“范围经济”和“规模经济”的协同效应，如花旗集团可向旗下子公司交叉销售金融产品，由此节省运营成本，同时又能控制银行、证券等各业务之间的风险传递和渗透。然而华尔街人士分析说，花旗交叉销售的协同效应得不到实际证据的支持，反而危机时刻各业务之间的风险渗透畅通无阻（吴志峰，2009）。混业经营制度作为金融业发展方向，已得到了行业的认同，然而，这种经营模式的关键在于不同业务之间设立有效的风险隔离制度，否则就成为风险传递的便利。花旗集团在金融危机中遭受的重创，表明美国式混业经营制度并未有效解决业务风险控制问题。

三、重构金融制度是防范金融危机的根本措施

从美国次贷危机到全球金融危机，暴露了在国际金融市场结构性变化的条件下现有金融制度的缺陷，危机发生后各国政府应对措施效果的有限性，进一步映证了重构和完善现有金融监管制度的必要性和紧迫性。金融制度重构的核心是根据已经发生结构性变化的金融市场设计全面、及时、国际化的金融监管制度。该制度框架应该以维护全球金融稳定和保护投资者为目的，以推动商业银行新资本协议的实质性实施为基础，将投资银行及其他新兴机构纳入监管范围，最终建立全球性的高效率金融监管体系。

金融监管体系的构建应该着眼于下列四个方面：

（一）监管对象

应从单纯的机构监管向机构和产品监管并举；从传统金融产品向传统金融产品和非传统金融产品监管并举；从银行监管向银行和新兴金融机构监管并举。尤其是对大量从事衍生产品和结构性产品业务的新型金融机构的监管应成为今后重点。在监管过程中有效控制系统性风险的同时，要保护金融主体的创新活力。要寻找市场纪律和制度监管之间的正确连接点，推进行业协会、外部审计、评级机构和内部控制的多元化治理。

（二）监管内容

要从系统性风险的高度出发，对各类市场主体和市场形态都要加以监管。特别要关注新兴市场结构下，容易引发系统性风险的结构性产品的流动性风险和交易对手风险的监管。要根据衍生产品

和结构性产品的风险特性，制定专门的监管指标体系；对投资银行、对冲基金、特殊目的实体等新兴机构的高杠杆操作加以限制，有必要根据风险和股本之间的关系确定一个统一完整的杠杆比率框架；加强对冲基金等新兴机构管理人和投资顾问的监督；通过统计分析技术间接跟踪对冲基金等机构的交易情况，并适时采取相应措施。对大型金融机构表内业务表外化的交易模式进行必要的修正，限制其成为纯粹的套利模式，发挥其分散风险、提高流动性的积极作用。

有必要重新认识大型金融机构的业务拓展与薪酬激励机制，业务拓展规模要与风险承担能力挂钩，薪酬激励机制要与业务风险水平联系，以约束道德风险产生。可以借鉴巴塞尔协议的风险管理理念和思路，制定投资银行、对冲基金等新兴机构的资本监管标准，并强化信息披露制度。其监管原则就是将资本金要求与其风险承担状况挂钩。

改革外部评级制度也是重构监管制度的重要内容。评级制度的功能是为各类投资者提供客观、公正的外部投资决策参考，具有公共服务的性质，应以揭示风险，保护投资人核心。因此，评级制度重构要保持评级公司的独立性，阻断债券发行人与评级公司的利益联系机制，防范道德风险的形成。对衍生产品和结构性产品的评级要区别于债券评级的标准，设计更有针对性的风险指标。

（三）监管标准

以全球金融危机的教训为契机，促进巴塞尔协议的实质性实施，从而建立商业银行全面风险管理制度。欧美大银行在危机中的巨大损失，不仅未能否定新资本协议的技术合理性，反而进一步凸显了推动新资本协议实施的重要性和迫切性。实施新资本协议也许并不能阻止金融危机的再次爆发，但是，新资本协议所提倡的风险管理理念和审慎、透明等信贷原则的应用至少可以增强金融机构抵御风险的能力，减轻风险危害程度。目前新资本协议的理念和原则已经得到了各国的认可，并且已经成为金融界的一个普遍共识，这是推动协议实施的良好前提。各国金融监管部门要抓住全球金融危机的教训，全面落实新资本协议的实质性实施。花旗集团的解体，说明美国式的金融控股公司经营制度同样存在缺陷，对混业经营机构如何设置有效的业务风险隔离设施，以及建立适应这种模式的资本监管标准应是新资本协议需要进一步改进的方面。

（四）建立金融监管跨国合作制度

在金融全球化背景下，金融机构跨国经营，金融产品通过金融创新管道跨行业流动，一旦发生危机，风险传递和蔓延比以前快得多。因此，金融制度重构有必要建立监管跨国合作机制。首先各国要建立更加透明、统一的信息披露制度，使监管机构实现信息共享。在此基础上各国金融监管部门应密切合作，建立跨国金融机构的资产审查框架，以便各国能尽早掌握这些金融机构的资产恶化状况。其次，建立各国金融监管机构的定期风险会商机制，以及跨行业、跨市场的国际金融风险预警机制。

参考文献：

1. 朱民、边卫红，2009：“危机挑战政府——全球金融危机中的政府就是措施批判”，《国际金融研究》，2009，2；
2. Bank for International Settlements, 2008, “Credit Risk Transfer: Development from 2005 to 2007”. April 2008.
3. 张明，透视 CDO：2008：“类型、构造、评级与市场”，《国际金融研究》，2008，6。
4. IMF. Global Financial Stability Report [R]. October, 2008.
5. 陈四清，2008：“美国金融危机的深层次原因分析及对中国银行业的启示”，《中国金融研究》，2008，12。
6. 张健华、张雪春，“美国次贷危机与金融制度重构”，《金融研究》，2008，12。
7. 吴志峰，2009：“花旗混业模式的梦醒时分”，《上海证券报》，2009—1—16。