

## 美欧银行业风险的监管反思与启示\*

郑联盛 赵志桦

2008年全球金融危机后，国际社会对系统性金融风险应对机制和金融稳定治理框架进行反思和改革，构建了微观监管和宏观审慎并举的金融监管框架，凸显信用风险和资本金的重要性，同时，深化了货币政策与金融稳定政策的内在统筹机制，并着力完善问题机构处置机制，为危机后国际金融稳定提供了保障。但是，2023年美欧银行业风险演进显示，机构破产不是源于信用风险而是利率风险，以资本金为核心的监管有效性存在一定缺陷，货币政策调整对金融稳定产生显著冲击，问题金融机构处置出现政府强力干预的趋势。美欧银行业风险凸显全球金融危机后构建的风险应对、问题金融机构处置和金融稳定治理的政策框架仍有待改进。未来需要强化货币政策与金融稳定政策的再权衡，加强金融监管体系与机构风险管理的匹配性，考虑以资本金为核心的微观监管和宏观审慎的潜在不足，同时需进一步优化问题金融机构救助中的政府职能与市场职能。

关键词：银行业风险 监管有效性 资本金 制度反思

2023年3月以来，以硅谷银行、签名银行、瑞士信贷、第一共和银行等破产或被收购为代表的美欧银行业风险暴露，演化成了2008年全球金融危机以来重大的银行业风险事件，一度引起国际社会的广泛警觉。在美欧政策当局的强力救援下，美欧银行风险较快缓释，系统性风险威胁实质性降低，中短期内继续升级演进为系统性风险或金融危机的概率相对较小。即便如此，从金融稳定机制或金

郑联盛系中国社会科学院金融研究所研究员，Email: zhengls2013@163.com；赵志桦系中央财经大学金融学院博士研究生。

\* 本文系中国社会科学院马工程重大课题“防范化解重大金融风险——基于跨市场传染的分析”（项目编号：2022MGCZD011）和中国社会科学院学科建设“金融监管学”重点学科登峰战略计划的阶段性研究成果。作者感谢匿名审稿人和编辑部的建设性意见。当然，文责自负。

融监管制度完善的角度深入分析此次美欧银行业风险暴露，或可得出一些启示。

实际上，本轮美欧银行业风险暴露是对全球金融危机后国际社会重塑的金融风险应对机制和金融监管体系的一次“压力测试”。2008年全球金融危机后，国际社会对金融风险根源、演进、爆发和应对等进行了诸多反思。比如，低利率环境下的银行风险承担效应<sup>[1]</sup>、货币政策的风险溢出效应<sup>[2]</sup>、问题金融机构处置<sup>[3]</sup>、平均通胀目标制<sup>[4]</sup>以及货币政策与金融稳定政策的目标统筹<sup>[5]</sup>，等等。更重要的是，国际社会针对性地完善金融风险应对和金融稳定治理框架，系统性金融风险防控、货币政策与宏观审慎（金融稳定政策）的关系统筹、问题金融机构处置等是其中三个非常重大的改革事项。2023年美欧银行业风险暴露中，系统性风险、货币政策与金融稳定政策关系以及问题金融机构处置等也成为重大政策议题。<sup>[6]</sup>比如，不管是宏观审慎还是微观监管，对利率大幅上升、银行资产负债冲击及资本金补充都缺乏足够敏感和充分的应对。<sup>[7]</sup>本轮美欧银行业风险暴露是对全球金融危机后金融监管体系的一次考验，也引发了对未来完善金融监管体制的反思。2023年7月末，美国金融监管当局出台了金融监管改革的方案并征求意见，着力

---

[1] Borio C. and Zhu H., “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?” *Journal of Financial Stability*, 8(4): 236-251, 2012.

[2] Blanchard O., Dell’Ariccia G. and Mauro P., “Rethinking Macro Policy II: Getting Granular” , IMF Staff Discussion Note SPN 13/03, April 2013, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1303.pdf>[2023-08-29].

[3] FSB, “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions” , Financial Stability Board, 2011, [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_141015.pdf](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf)[2023-05-21]; IMF, “Monetary Policy and Financial Stability” , Staff Report, 2015, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Monetary-Policy-and-Financial-Stability-PP4982>[2023-06-24].

[4] 郑联盛：“平均通胀目标制：理论逻辑与政策前瞻”，《经济学动态》，2021年第3期；李宏瑾：“从通胀目标制到平均通胀目标制：理论、实践与反思”，《经济评论》，2023年第2期。

[5] Svensson L. E., “The Relation between, Monetary Policy and Financial-stability Policy” , *International Journal of Central Banking*, 8(supplement 1), 2012; IMF, “Monetary Policy and Financial Stability” , Staff Report, 2015, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Monetary-Policy-and-Financial-Stability-PP4982>[2023-06-24]; Arias J., Bodenstein M., Chung H., Drautzburg T. and Raffo A., “Alternative Strategies: How Do They Work? How Might They Help?” Finance and Economics Discussion Series 2020-068, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020068pap.pdf>[2023-08-29].

[6] Metrick A. and Schmelzing P., “The March 2023 Bank Interventions in Long-Run Context-Silicon Valley Bank and Beyond” , National Bureau of Economic Research Working Paper 31066, 2023, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w31066/w31066.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31066/w31066.pdf)[2023-08-20].

[7] Maijor S., “Keep Our Windshields Intact-Lessons from the Recent Market Turmoil” , Speech at the General Assembly Dinner of the European Association of Cooperative Banks, Brussels: 8 June 2023, <https://www.bis.org/review/r230609a.pdf>[2023-08-20].

于针对性补齐监管短板。

本文在简要回顾本轮美欧银行业风险暴露演进的基础上，着重对全球金融危机后建立起来的微观监管和系统性风险应对框架、货币政策与金融稳定政策关系以及问题金融机构处置等进行针对性的反思分析，厘清当前经济走势、政策变化和机构处置对现有金融监管体系的影响，以揭示现有监管制度存在的问题或短板，明晰当前金融监管的新要求。最后结合中国现实，提出优化中国金融稳定政策框架的建议。

### 美欧银行业风险演进与救助

本轮美欧银行业风险暴露具有市场预期逆转快、风险暴露速度快、市场冲击较显著等特征，是全球金融危机以来较为凸显的风险事件。本轮美欧银行业风险暴露具有一般银行业危机的普遍性，也具有全球金融危机后这一背景显著的特殊性。

存款流出挤兑引致负债端崩溃是本轮美欧银行业风险暴露的表征，也体现了银行业风险暴露的普遍性特征。美国硅谷银行大额机构存款相对于居民存款更快流失使银行负债端急速恶化，进而引发挤兑风险。瑞士信贷和美国第一共和银行则是普通储蓄者丧失信心转移储蓄而导致负债端弱化，进而引发挤兑。此次美欧银行业风险演进主要有三个特殊性。第一，安全优质资产引致风险溢出。比如，美欧快速加息后美国国债等“无风险资产”演变为高风险资产；再如，加息后负债端成本高企并超过房地产贷款收益使得收益成本倒挂，优质资产“转劣”。第二，资产负债错配引致流动性风险。问题金融机构资产端和负债端的风险交织传染，机构流动性陷入枯竭并形成负反馈，最后导致问题金融机构破产。第三，利率风险而非信用风险是本轮金融风险被触发的主要原因。本轮美欧银行业风险暴露与2008年全球金融危机期间问题金融机构资本充足率偏低、杠杆率偏高、过度冒险等情况存在实质性差异。

针对美欧银行业风险，美国金融监管当局进行了针对性应对与救援。本轮救援具有应对处置金融风险的一般性举措，同时也有特色化的救助举措。一般性政策举措包括流动性支持、重组与恢复等，其中流动性支持主要分为针对所有机构的一般性流动性支持和针对特定机构的定向支持。2023年，美联储联合多个国家中央银行实施货币互换计划，为其他国家提供美元流动性支持。同时，美国还推

出紧急贷款机制——银行定期融资计划（Bank Term Funding Program），向任何有融资需求的存款机构提供融资支持，且以机构持有美国国债、机构债和MBS等的票面价值为基准提供免息（Zero Margins）、最长一年的融资支持。瑞士政府对瑞银集团和瑞士信贷分别提供最高1000亿瑞士法郎的流动性支持，这两个流动性支持是定向支持。在重组与恢复方面，不管是硅谷银行、第一共和银行，还是瑞士信贷，均引入其他金融机构或设置过桥银行来处置问题金融机构。

在特色化救助举措方面，主要涉及例外条款下的担保和行政干预。在此次美欧银行业风险事件中，联邦存款保险公司利用“系统性风险例外”条款，为硅谷银行和签名银行的所有储蓄提供全额保障，即超出存款保险上限的额度也将受到全额保障。瑞士政府同样承诺对瑞士信贷储户提供全额保障。这与全球金融危机期间不救援原则具有巨大的差异性。在行政干预方面，德国和英国致力于防范硅谷银行及其风险暴露的冲击，其中德国宣布硅谷银行德国分支机构暂停营业。除面值160亿瑞士法郎的额外一级资本债券（Additional Tier 1, AT1）价值直接清零外，瑞士为保证瑞银集团对瑞士信贷收购顺利完成，直接修改法律让双方可绕开股东大会直接交易。瑞士信贷股东在本次交易中不仅没有决策权，而且不能对出售方式和价格有任何意见。这与美欧此前长期坚持的市场化救助原则和财产权至上原则等存在较大差异。

## 美欧银行业风险暴露与金融监管反思

本轮美欧银行业风险暴露大概率不会进一步演化升级为系统性风险，但是，其直接暴露了全球金融危机以来金融监管体系和金融稳定治理框架等存在的不足或问题。同时，当前经济金融发展和宏观政策演进也给金融监管改革提出了新的要求。因此，需要着重考虑微观监管和宏观审慎政策构建、货币政策与金融稳定政策统筹以及问题金融机构处置机制等的改革与完善。

### （一）微观监管与宏观审慎

#### 1. 以信用风险为主的微观监管

1988年由巴塞尔银行监管委员会主导的《巴塞尔协议》和1997年巴塞尔银行监管委员会颁发的有效银行监管的25条核心原则，成为银行业微观监管的纲领性和指导性文件。《巴塞尔协议》被称为“资本一致方针”，构建了防范信用风险的最低资本要求。大部分主要发达经济体基本根据《巴塞尔协议》及其后续修

订更新（1996年加入市场风险的资本要求、2001年强化操作风险、2006年实施系统的新资本协议）出台了银行业微观监管规范。中国对巴塞尔银行监管框架极其重视，原中国银行业监督管理委员会（简称“银监会”）未成立前就引入有效监管核心原则和资本金监管要求，2003年银监会成立后着力构建中国版资本协议，2007年2月正式启动分类实施、分层推进和分步达标的策略，基本与国际社会保持了一致进程。

最低资本金要求、外部监管和市场约束成为银行监管的“三大支柱”，其中对信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和利率风险等都进行了强调。巴塞尔监管体系具有三个重要特征：第一，信用风险的主导性较为凸显；第二，资本金是核心监管指标；第三，风险资产计量是关键。一定程度上，国际社会或主要发达经济体都建立了以信用风险防控为基础、以资本金监管为核心举措的微观监管框架。

遗憾的是，国际社会尚未全面实施《新巴塞尔协议》，全球金融危机就爆发了。银行资本金偏低、杠杆率偏高、顺周期效应、影子银行或系统复杂性、流动性风险等问题成为微观监管改进的核心议题。全球金融危机后，一级资本充足率从4%提高至6%，信用风险防控要求被强化，同时杠杆率和流动性等监管要求加强并设立了杠杆比率、净稳定资金比例等监管指标。整体的监管改进反映在2010年《巴塞尔协议III》。国际社会完善了微观监管框架和标准，资本充足率的核心地位进一步加强，并通过内部评级机制和外部银行监管等强化资本金要求。一定程度上，《巴塞尔协议III》是一个以信用风险防控为主导、以资本金监管为核心举措、兼顾杠杆率和流动性等要求的微观监管框架。

## 2. 以资本金为核心的宏观审慎

2008年全球金融危机之前，金融监管以防范单个机构倒闭的微观审慎为主。危机后宏观审慎政策成为最重要的政策选择，维持金融系统整体稳定成为宏观审慎政策的首要目标。金融体系崩溃、金融服务中断的威胁是否传染至整个金融系统是区分风险是否为系统性风险的主要依据。<sup>[1]</sup>系统性风险传染表现在时间和空间两个维度，宏观审慎政策则强调从时间维度和空间维度加以应对。2016年，国际货币基金组织（IMF）、金融稳定委员会（FSB）和国际清算银行（BIS）联合

[1] FSB, IMF, BIS, “Macroprudential Tools and Frameworks”, Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2011, <https://www.bis.org/publ/othp13.pdf>[2023-06-24].

发布《有效宏观审慎政策要素：国际经验与教训》，<sup>[1]</sup>明确指出宏观审慎政策是运用审慎性工具防范化解系统性风险的做法，并从提高金融系统抗风险能力、防止时间维度系统性风险和防止空间维度系统性风险三个方面界定宏观审慎政策及政策目标。

IMF等国际组织从系统性风险评估和监测、宏观审慎政策工具两方面对宏观审慎政策操作给予指导性意见。具体到银行业，宏观审慎政策框架主要呈现出三方面的特征。一是在系统性风险评估、监测和防控上表现为以信用风险为核心的资本金要求和以资本金为核心的风险管理逻辑；二是在时间维度的系统性风险防控方面，突出逆周期资本的应用；三是在空间维度的系统性风险防控方面，强调系统重要性的应对。当然，不同经济体对宏观审慎政策的定位是存在差异的。比如，英国认为宏观审慎、微观监管和货币政策等职能应相对独立，而中国一度认为宏观审慎政策应包括部分财政、货币和会计等政策工具。

国际社会从时间维度和空间维度构建了应对系统性风险的宏观审慎政策框架。在时间维度上，宏观审慎政策工具主要有逆周期资本缓冲、动态拨备机制、流动性覆盖率和净稳定融资比率（流动性指标）、贷款价值比和贷款收入比（杠杆率指标）等，其中资本充足率是核心。在空间维度上，宏观审慎政策工具主要包括系统重要性附加资本、集中度与关联性等，同样强调资本要求。<sup>[2]</sup>国际社会从系统重要性评估方法、额外损失吸收能力要求及满足额外损失吸收能力的工具等方面提出了全球系统重要性银行（G-SIBs）的政策框架，<sup>[3]</sup>公布首批G-SIBs名单，并对系统重要性银行施加附加资本要求。非常有意思的是，国际社会的宏观审慎政策仍然以资本金为核心，这使得宏观审慎政策与微观监管指标紧密关联起来。与宏观审慎相关的杠杆率、流动性覆盖率等指标也基本是微观标准。相对而言，中国宏观审慎政策更为广泛，除了实施国际社会普遍认可的主要政策外，还实施了跨境资本流动逆周期监管、宏观审慎评估体系（MPA）等政策，且被IMF等认为是重要的创新工具。

[1] IMF,FSB,BIS, “Elements of Effective Macroprudential Policies—Lessons from International Experience”, 2016, Report to the G20, <https://www.bis.org/publ/othp26.pdf>[2023-06-24].

[2] Committee on the Global Financial System, “Operationalising the Selection and Application of Macroprudential Instruments”, CGFS Papers No.48, 2012.

[3]Basel Committee on Banking Supervision, “Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement”, November 2011, <https://www.bis.org/publ/bcbs207.pdf>[2023-06-24].

### 3. 以利率风险为主的风险暴露

全球金融危机后，国际社会强化了金融风险管理，以资本金为核心的银行业监管标准显著加强。整体上美欧银行业风险合规指标良好，特别是信用风险得到有效管理。在监管强化之下，硅谷银行、第一共和银行和瑞士信贷等风险合规指标表现较好（见表1）。比如，硅谷银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率等均远高于联邦存款保险公司（FDIC）的最低监管资本要求，并且也好于FDIC良好的监管资本要求。作为全球系统重要性银行之一，瑞士信贷在2022年年末的资本充足率和一级杠杆比率等指标也优于《新巴塞尔协议》对瑞士信贷所处系统重要性银行类别的监管要求。

表1 破产银行主要监管指标情况（单位：%）

破产银行 主要监管指标	核心一级 资本充足率	一级资本充足率	资本充足率	一级杠杆比率
硅谷银行	13.88	13.88	14.68	7.11
第一共和银行	9.65	12.56	13.72	8.76
M&T 银行	11.98	11.98	11.71	8.11
瑞士信贷	14.1	20.0	20.0	7.7
最低监管标准	4.5	6	8	4
FDIC 中小银行良好 监管标准	7	8.5	10.5	8
瑞信对应的系统重要 性银行监管标准	8.5	9.5	11.5	4

注：硅谷银行、第一共和银行、M&T 银行数据，FDIC 中小银行监管标准来自 FDIC，<sup>[1]</sup>为 2021 年年末数据。最低监管标准来自巴塞尔委员会，<sup>[2]</sup>为 2019 年 12 月 15 日起正式生效标准。瑞士信贷及其监管标准数据来自课题组。<sup>[3]</sup>

资料来源：FDIC、RBC 和课题组。

本轮美欧银行业风险暴露与 2008 年全球金融危机期间问题金融机构资本充足率偏低、杠杆率偏高等情况存在实质性差异。美欧银行业整体上对信用风险管

[1] [https://www.fdic.gov/resources/resolutions/resolution-authority/resplans/plans/svb-idi-22\[2023-06-24\].](https://www.fdic.gov/resources/resolutions/resolution-authority/resplans/plans/svb-idi-22[2023-06-24].)

[2] RBC20, “Calculation of Minimum Risk-based Capital Requirements”, December 2019, [https://www.bis.org/basel\\_framework/chapter/RBC/20.htm?inforce=20230101&published=20201126\[2023-06-24\].](https://www.bis.org/basel_framework/chapter/RBC/20.htm?inforce=20230101&published=20201126[2023-06-24].)

[3] 存款保险基金管理公司课题组：“从恢复与处置计划视角看瑞士信贷危机”，《中国金融》，2023 年第 10 期。

理及资本金充足率的管理是稳健合规的，本轮美欧银行业风险暴露并非主要是金融机构自身过度冒险所引致的。的确，上述几家银行破产与其经营管理稳健水平直接相关，比如瑞士信贷与对冲基金的业务是非审慎的、硅谷银行和第一共和银行对利率风险反应迟钝，但可以发现信用风险俨然不是本轮美欧银行业风险暴露的主因。这说明以信用风险为核心、以资本金为核心的宏观审慎和微观监管政策有效性或针对性不足。荷兰中央银行行长就强调，金融监管当局对于利率风险及其潜在影响的敏感性不充分，政策应对举措不完备。<sup>[1]</sup>

## （二）货币政策与金融稳定政策的统筹

### 1. 杰克逊霍尔共识的回归

2008年全球金融危机前，主要发达经济体较多以杰克逊霍尔共识对待货币政策和金融稳定关系，即认为两者是相互独立的，且物价稳定是更关键的目标，只有当金融稳定会影响物价稳定时，货币政策才需要将金融稳定纳入政策框架之中。<sup>[2]</sup>但是，2008年全球金融危机后，美欧意识到物价稳定不是金融稳定的充分条件，仅靠货币政策可能无法实现金融稳定目标，需提高金融稳定目标的政策地位。为此，美欧等纷纷建立系统性金融风险应对机制和金融稳定治理框架，并将宏观审慎框架置于与货币政策类似的政策优先级上。

在丁伯根理论下，一个政策目标的实现需要至少一个与之对应的政策工具。当将金融稳定纳入中央银行政策目标后，势必会对物价稳定、促进就业等目标产生影响，或者说货币政策难以同时实现物价稳定、充分就业和金融稳定三重目标。在该理论影响下，美联储前主席伯南克（Ben Shalom Bernanke）坚守货币政策与金融稳定相对独立的观点，认为金融稳定不应左右货币政策的决策。<sup>[3]</sup>美联储和国际货币基金组织等认为，当将金融稳定目标引入货币政策时，多重目标选择问题导致执行货币政策时对通胀的关注会下降，中央银行稳定物价的职能会被

---

[1] Maijor S., “Keep Our Windshields Intact—Lessons from the Recent Market Turmoil”, Speech at the General Assembly Dinner of the European Association of Cooperative Banks, Brussels: June 8, 2023.

[2] Bernanke B. S. and Gertler M., “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?” *American Economic Review*, 91(2): 253-257, 2001.

[3] Bernanke S., “Long-Term Interest Rates”, Speech Given at the Annual Monetary and Macroeconomics Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco, March 2013, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130301a.htm>[2023-06-24].

弱化，且央行独立性将受到冲击。<sup>[1]</sup>金融监管改革一般是一个风险或危机驱动的过程，当美欧金融稳定状态恢复甚至优于金融危机前水平时，通胀稳定又重新成为美欧优先级更高的政策目标。在此背景下，杰克逊霍尔共识又盛行起来，金融稳定政策框架相对被弱化。

2015年以后，美国货币政策目标更多考虑物价稳定和充分就业，对金融稳定充满信心。特别是2018—2019年美联储对货币政策战略进行全面反思，<sup>[2]</sup>得出一个基本结论：以零利率和量化宽松政策为代表的非常规、扩张性货币政策可有效缓释风险、提振经济，且不会引发显著的通胀压力，即量化宽松政策的实际效果远大于其实质性成本，特别是通胀风险和金融风险比预期程度小。<sup>[3]</sup>在物价“锚定”在较低水平和金融风险不显著的基础上，为更好地服务充分就业目标，2020年8月美国正式推出平均通胀目标制，希望通过物价跨期平均甚至“超调”来实现“复胀”以更好地促进就业。美国货币当局在充分就业和物价稳定的目标权衡中更多地偏向就业目标，平均通胀目标制比通胀目标制更具有扩张性。在新冠疫情全球大流行后，美欧坚决果断地将利率“砍”至零，并实施比全球金融危机期间更大规模的量化宽松政策。美欧货币政策的目标更多倾向于充分就业且实施极为宽松的政策举措，为后续通货膨胀“失锚”埋下了货币种子。

## 2. 货币政策成金融稳定的冲击因素

2020年8月，美联储实施更加具有扩张性、致力于“复胀”和更高就业水平的平均通胀目标制。虽然欧元区 and 英国没有实施更加具有扩张性的货币政策框架，但是长期零利率和量化宽松政策实际上埋下了严重通胀的货币种子。新冠疫情后，由于多重因素的影响，物价水平开始上扬，迅速改变市场对低通胀的预期。2021年年初，美联储副主席理查德·克拉里达（Richard Clarida）指出平均

---

[1] Yellen J., “Monetary Policy and Financial Stability”, Speech at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, IMF, July 2014, <https://www.bis.org/review/r140703a.pdf>[2023-06-24]; IMF, “Monetary Policy and Financial Stability”, Staff Report, 2015, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Monetary-Policy-and-Financial-Stability-PP4982>[2023-06-24].

[2] Fed, “Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy”, Adopted effective on January 24, 2012; as reaffirmed effective on January 31, 2023, [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomc\\_longer\\_rungoals.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomc_longer_rungoals.pdf)[2023-06-24]; Altig D., Fuhrer J., Giannoni M. P. and Laubach T., “The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Framework: A Roadmap”, FEDS Notes, August 2020, <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-federal-reserves-review-of-its-monetary-policy-framework-a-roadmap-20200827.html>[2023-06-24].

[3] Fed, “Issues in the Use of the Balance Sheet Tool”, Finance and Economics Discussion Series, August 2020, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020071pap.pdf>[2023-06-24].

通胀目标制只会对上一年通胀缺口进行跨期弥补，而这意味着完成补足的时刻很快到来。2022年以后，特别是乌克兰危机后，能源价格等大幅上涨迅速抬升全球物价，美欧通胀不断创出20世纪80年代以来新高，2022年6月美国消费者价格指数（CPI）高达9.1%，这已严重偏离平均通胀目标制的“均值”目标，甚至面临显著的“脱锚”风险。

为了捍卫通胀稳定，美欧货币当局不得不以快速的政策转向和强悍的政策力度来重塑抑制通胀的政策信心。为了重建通胀目标制的公信力且重拾通胀“政策锚”，紧缩性货币政策是必要的。<sup>[1]</sup>在2023年3月美国3家银行破产后，美联储继续在3月和5月加息两次，可以看出美联储捍卫物价稳定和重塑公信力的巨大政策决心，显示出美联储仍将物价稳定目标置于金融稳定目标之前。从2022年7月至2023年6月，美国通胀水平连续12个月下行至3%，但随后出现反弹，9月逐步升至3.7%。从2022年3月至2023年10月，美联储加息11次后联邦基金利率由0~0.25%升至5.25%~5.5%，通胀压力可能迫使美联储继续加息并将高利率维持较长时间。

美欧持续加息引致美国国债收益率上升，显著改变金融资产秉性，使金融机构资产负债错配迅速恶化。银行本是以期限错配和资产负债错配作为营生的，资产端稳健性是风险管控及监管要求的核心。为此，资产端特别是信贷资产的风险成为银行业监管的首要任务。但是，本轮美欧银行业风险暴露是金融机构持有的无风险资产或低风险资产，由于利率上升、国债收益率上升变成风险资产，使资产负债错配严重恶化。持续加息对金融稳定的负面作用十分突出：一是资产价格波动性加剧；二是金融机构将被迫面对资产减记压力和资本补充压力；三是流动性存在内生紧缩螺旋；四是新增融资可得性将更加困难，且成本将保持高位。

### （三）问题金融机构的救助与处置

问题金融机构的救助与处置是每一次金融风险应对的基本任务。全球金融危机中雷曼兄弟公司破产引发全球金融海啸，美国国际集团（AIG）、美洲银行等系统重要性金融机构的救助和处置成为新的政策议题。危机后，国际社会完善了问题金融机构的救助与处置机制，特别是建立了系统重要性金融机构监管和处置的政策框架。但是，2023年美欧银行业风险暴露中既有瑞士信贷等系统重要性机

---

[1] Villar L. “Sticking to the Target”, Finance and Development, March 2023. 作者为哥伦比亚中央银行行长，[https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/POV-Colombia-sticking-to-the-target-leonardo-villar\[2023-08-29\]](https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/POV-Colombia-sticking-to-the-target-leonardo-villar[2023-08-29])。

构的救助和处置，又有硅谷银行、第一共和银行、签名银行等中小银行的救助和处置。因此，此次美欧银行业的救助和处置又显示出新的特点，对未来问题金融机构处置机制完善提供了新启示。

### 1. 问题金融机构的市场化处置机制

全球金融危机期间，美欧金融监管当局对系统重要性金融机构的救助不遗余力。但是为救助那些被认为“大而不能倒”（Too Big to Fall）的机构，政府付出了巨大的财政成本。全球金融危机后，对问题金融机构处置机制的改革重点一方面在于强化系统流动性冲击缓释和系统重要性金融机构有效救助，另一方面则着力于遏制外部救助所产生的道德风险。为此，在问题金融机构处置中自救被赋予更多责任甚至主导责任。如果问题金融机构不会引发系统性风险，那么问题金融机构处置应主要依托市场机制进行。当然，在问题金融机构处置的同时还需要以市场流动性充裕作为支撑。

2011年11月，金融稳定理事会发布《金融机构有效处置的核心要素》，<sup>[1]</sup>明确了系统重要性金融机构（SIFIs）的基本特征，要求各经济体对SIFIs进行有序处置，同时，要求建立存款保险制度或以私人部门资金为主要来源的处置机制，以减少问题金融机构所带来的公共负担。2015年，金融稳定委员会公布总损失吸收能力这一要求，旨在确保全球系统重要性银行具有足够的资金储备和债务工具吸收损失，而避免动用公共资金。同年，巴塞尔银行监管委员会颁布《识别和处理薄弱银行的指导方针》<sup>[2]</sup>指出，当问题金融机构出现危机时，优先判断其是否可以继续生存并权衡采用恢复计划，其次才将处置与重组措施纳入考虑范围。

在上述经验指引下，世界各国在有关问题金融机构处置上形成了以流动性支持为基础，以系统重要性机构救助为主、中小金融机构救助为辅，坚持先不救援，救援先内部救助（Bail-in）再外部救助和处置（Bail-out）的政策体系。其中，对于中小问题金融机构的救助更加注重市场机制，更加依赖存款保险制度或以私人部门资金为主导的救助及处置机制。

流动性支持是金融监管当局特别是中央银行在风险应对中的基本策略，中央银行最后贷款人的基本职能就是对处于风险状态中的金融市场和（或）金融机构的流动性支持。流动性支持也是金融风险应对历史上各个国家采用最广泛的救助

[1] Board F. S., “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions”, Financial Stability Board, 2014, [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_141015.pdf](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf)[2023-06-24].

[2] Basel Committee on Banking Supervision, “Guidelines for Identifying and Dealing with Weak Banks”, Technical Report, 2015, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d330.pdf>[2023-06-24].

措施。<sup>[1]</sup>根据流动性支持所覆盖的范围，可以分为宏观层面一般流动性支持和机构层面定向流动性支持，其中宏观层面流动性支持的方式之一是政府通过货币或财政渠道向问题金融机构所在的部门提供流动性支持。宏观层面的流动性支持本质上是对系统性风险时间维度传染的应对，是一种缓释顺周期效应的基础措施。

系统重要性机构是金融稳定监管的核心，是问题金融机构救助处置的难点。全球金融危机后，美欧在对系统重要性机构进行处置时主要在两个基本目标之间权衡：一是避免系统性破坏或系统性金融风险；二是尽量减少纳税人损失，防范道德风险。为此，即便对于系统重要性机构，美欧一般政策框架是先坚持不救助原则，希望机构能通过组织结构、运营流程和风险管理等变革转危为安。若机构自身无法应对危机，可能引发系统性危机，或认为外部干预更有效时，政府才会介入干预。同时，政府干预往往秉承先内部救助（Bail-in）再外部救助和处置（Bail-out）的原则。其中内部救助主要通过行政干预减记无担保和无保险债权人的索赔权，或将其转为股权，即要求机构股权持有人和部分债权持有人承担损失。<sup>[2]</sup>外部救助处置是由政府所主导，由公共部门分担风险损失以处理问题金融机构的措施。

全球金融危机后，对中小问题金融机构的处置采用与系统重要性机构差异化的监管和处置原则。从金融监管要求上看，中小银行的监管特别是资本金监管要求要显著低于大型银行特别是系统重要性银行。当中小金融机构出现风险时，市场化处置是首选政策。值得注意的是，问题金融机构收购重组不是简单的合并，基本都存在流程重组、机构优化、雇员调整和内控加强等必要环节。<sup>[3]</sup>甚至，当处置问题银行所付出的成本显著高于破产清算时，关闭银行也被认为是正确的政策选择。当然，储户的权益需要妥善处置，其中存款保险制度发挥了重要作用。世界主要经济体根据自身经济、金融结构特点，构建了问题金融机构的处置框架（见表2）。

---

[1] Metrick A. and Schmelzing P., “The March 2023 Bank Interventions in Long-Run Context—Silicon Valley Bank and Beyond”, National Bureau of Economic Research Working Paper 31066, 2023, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w31066/w31066.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31066/w31066.pdf)[2023-08-29].

[2] BIS, “Guidelines for Identifying and Dealing with Weak Banks”, 2015, [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_141015.pdf](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf)[2023-06-24].

[3] Ibid.

表 2 危机后主要经济体问题金融机构处置框架

主要经济体	处置机构与职责	政策要点	政策工具	救助资金来源	存款保险保障
美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 美联储：提供流动性支持</li> <li>· 财政部：救助系统重要性机构</li> <li>· 联邦存款保险公司 (FDIC)：设有专门负责破产处置的业务部门处置问题银行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 以存款保险制度为核心，遵循成本最小化、市场化原则，减少问题金融机构的公共负担，避免“大而不能倒”道德风险</li> <li>· 建立有序破产清算制度</li> <li>· 提供一般性流动性支持，一般不向特定机构和个体提供紧急贷款，除非例外条款</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 流动性支持：紧急贷款、贴现窗口和特别流动性计划向银行机构提供贷款</li> <li>· 存款保险</li> <li>· 过桥银行</li> <li>· 资产购买与处置</li> </ul>	存款保险公司、有序清算基金 (Banz) 等	上限 25 万美元
英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 英格兰银行：问题金融机构处置决策主体</li> <li>· 财政部：裁定公共资金使用</li> <li>· 审慎监管局 (PRA) 和金融行为监管局 (FCA)：执行问题金融机构处置</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 维护金融稳定</li> <li>· 保护投资人利益，增加公众信心</li> <li>· 减少公共财政依赖</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 内部纾困</li> <li>· 私营主体并购</li> <li>· 过桥银行</li> <li>· 临时国有化</li> <li>· 紧急流动性援助</li> </ul>	财政部	上限 8.5 万英镑
欧盟	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 单一处置委员会：处置风险核心</li> <li>· 欧洲央行：监督并决定处置程序启动</li> <li>· 银行业联盟成员国的各国处置机构 (NRAs)：负责执行其他非跨境机构处置措施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 以“自救”为核心，减少对公共财政依赖</li> <li>· 快速处置风险</li> <li>· 协调统一成员国风险处置</li> <li>· 早期预防和干扰</li> <li>· 对系统重要性银行先有序退出后处置</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 内部纾困</li> <li>· 流动性支持</li> <li>· 营业转让</li> <li>· 过桥银行</li> <li>· 资产分离</li> </ul>	单一处置基金	正在建立欧洲存款保险计划
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 日本存款保险公司：负责风险处置</li> <li>· 金融厅：监督并决定处置程序启动</li> <li>· 财务省：提供融资担保</li> <li>· 日本央（银）行：提供资金支持</li> </ul>	政府主导、分层处置	区分中小银行和系统重要性银行 (1) 中小银行 · 银行间并购 · 清算与补偿 (2) 系统重要性银行 · 流动性注入 · 临时国有化 · 并购重组	日本银行和财务省	上限 1000 万日元

资料来源：作者根据美联储、英格兰银行、欧洲中央银行、日本银行等资料整理。

全球金融危机后，美国对问题中小银行的处置主要采用市场化收购重组的方式进行。2009年至2023年5月末，美国联邦存款保险公司披露的破产银行数量超过510家。其间，31家问题银行采用破产清算并退出市场。<sup>[1]</sup>从针对这510余家破产银行的处置经验看，首先，绝大部分问题金融机构具有继续生存的基础，可通过救助来延续其金融服务。其次，绝大部分问题金融机构采用市场化方式进行处置，其中收购重组是主导方式，美洲银行、佐治亚州立银行和第一国民银行等参与收购的问题金融机构数均超过10家。再次，部分问题金融机构处置采用过桥银行短暂接续后再收购重组，即过桥银行发挥了积极作用。最后，存款保险制度承担了问题金融机构破产或被收购后储户的全部或部分损失。2000年10月1日至2023年3月16日，联邦存款保险公司总计赔付问题银行2089项存款保险，其中20项赔付达到100%（全额赔付），但有444项赔付比例低于总存款的50%。<sup>[2]</sup>

## 2. “例外式”风险管理与“兜底式”行政干预

问题银行处置主要由紧急贷款、担保、资产托管、处置与重组、资本注入、行政干预以及其他政策（比如窗口指导）等政策类别组成。<sup>[3]</sup>各国金融监管机构总结，处置与重组是问题银行救助的核心举措，大致可以分为内部救助和外部救助。外部救助包括恢复与重组、紧急流动性支持（一般性支持和定向支持）、担保（账户担保、资金担保以及例外条款下的全额担保）、行政令以及风险共担等方法。在本轮美欧银行业风险中的问题金融机构处置上，除直接注入资本金外，其他方法基本实现“全覆盖”。

更重要的是，美国银行业风险应对中，出现了两个重大变化。一是对银行业风险进行提级管理，对硅谷银行、第一共和银行等的风险暴露采用“系统性风险例外”条款进行应对和处置。按照美国金融监管框架，硅谷银行等并不是美国 and 全球系统重要性银行。二是采用多项行政干预而非依托市场机制来进行风险应对和机构处置。本轮美欧银行业风险中问题金融机构救助和处置实际上“破坏”了全球金融危机后问题金融机构的市场化处置原则与机制。第一，本轮救助破坏了公司法的基本原则。在政府干预下，瑞士信贷以30亿瑞士法郎的价格将原股东

[1] “Failed Bank List”, [https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/failed-bank-list/\[2023-06-24\]](https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/failed-bank-list/[2023-06-24]).

[2] “FDIC Dividends from Failed Banks”, [https://closedbanks.fdic.gov/dividends/\[2023-06-24\]](https://closedbanks.fdic.gov/dividends/[2023-06-24]).

[3] Metrick A. and Schmelzing P., “The March 2023 Bank Interventions in Long-Run Context—Silicon Valley Bank and Beyond”, National Bureau of Economic Research Working Paper 31066, 2023, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w31066/w31066.pdf\[2023-08-29\]](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31066/w31066.pdf[2023-08-29]).

手中的股份转化为瑞银股份，而彼时瑞士信贷的市值约为70亿瑞士法郎。大比例打折且未经股东会同意就转让股权是此前危机救助中所鲜见的现象。第二，本轮救助打破了不救援原则。美欧不仅没有要求问题金融机构进行自救，而且迅速引用“系统性风险例外”条款进行最高等级救助。第三，本轮救助打破了风险共担原则，政府直接采取“兜底”举措保障储户权益。

这种“例外式”“兜底式”救助是美欧一种新的金融风险应对方式。客观地看，这种应对方式具有三个重要的优势：一是决策速度非常快。美欧基本采用行政性举措来实施，避免金融风险应对和机构处置救助过度政治化，并贻误救助时机。二是针对性非常强。美欧金融监管者以问题为导向，以流动性救助和问题金融机构处置为两个重点任务，快速缓释金融市场的流动性紧张。三是市场信心修复非常显著。政府决策快、力度大、举措实，政策“含金量”高，着力保障储户的全额利益，具有很好的缓释市场预期紧张的效果，避免了风险恐慌传染和市场负反馈。但是，这种“例外式”“兜底式”举措会放大道德风险这一传统问题，另外，可能会使得政府责任无限扩大，市场出清机制被弱化。为了优化政府和市场相统筹的救助举措，可能需要做三个方面的工作：一是对金融机构特别是大中型金融机构的系统影响要有前置判断和分类监管；二是金融机构救助需考虑投资者或消费者的类别，进一步优化存款保险制度，必要时可采用全额保障方式，但对于机构投资者应当更多采用市场化出清方式；三是金融机构救助和处置要遵循法制原则，在没有特别授权条件下杜绝跨越法律制度处置机构，应当充分尊重机构及其投资者的市场主体地位和相关权益。

## 未来金融监管体系的演进趋势

### （一）美欧银行业风险演化为系统性风险的可能性较小

本轮美欧银行业风险暴露是全球金融危机以来较为显著的风险事件，引发了国际金融市场的波动，特别是2023年5月初第一共和银行破产，使得部分研究者认为美欧银行业风险仍存在继续深化的可能性。本文认为，美欧银行业风险的确存在进一步深化的可能性。但是，美欧金融监管当局对风险应对处置较为有力，风险应对针对性和有效性较强，美欧“例外式”风险管理和“兜底式”行政干预使金融风险迅速缓释甚至出清，美欧银行业风险大概率不会引发系统性风险，爆发新一轮金融危机的可能性不大。即便如此，美欧银行业在较短时间内爆发较大

的风险充分显示当前国际金融市场存在显著的脆弱性，也揭示宏观经济政策变化可能对金融稳定带来显著的负面影响，金融监管体系需要以此次风险暴露和应对为契机，着力完善现代金融监管体系。

## （二）货币金融体系演进对金融监管提出新要求

美欧货币金融体系演进主要体现在三个方面。一是货币政策目标可能会更加关注充分就业，虽然20世纪80年代以来屡创新高的通胀水平使得美欧货币政策面临巨大压力，但通过持续多次加息，美欧货币当局相信通胀水平能有序下行。货币政策宽松可能是一个常态。二是非常规货币政策将成为常规政策。如果说，全球金融危机后量化宽松政策是摸着石头过河，那么新冠疫情期间零利率、量化宽松政策等非常规货币政策则呈现常规化趋势。零利率和量化宽松政策可能成为常规工具。三是美欧货币政策的不对称外溢效应将较为显著。美欧日货币政策为自身经济企稳复苏提供支撑，但给发展中国家或贫困国家带来显著的负面冲击，且外围经济体遭受池鱼之殃也可能成为常态。

美欧货币金融体系演进对金融监管体系提出新的要求，金融监管体系要开展针对性的体制机制改革。一是金融监管体系需要更多考虑宏观经济政策特别是货币政策对金融机构、市场和系统稳定性的冲击，要着重防范货币政策转换和利率调整等的潜在风险。二是金融监管体系需要更多考虑央行资产负债表操作的潜在冲击，此类操作不仅会改变市场流动性格局，而且会改变安全资产的属性，需要进一步完善金融机构资产负债监管和久期管理。三是金融监管体系特别是发展中国家需要更多考虑外溢性冲击，注重防范金融机构和整个经济体的汇率风险、债务风险以及潜在的债务货币“双危机”。比如，阿根廷基准利率从2022年3月的42.5%持续上升至2023年5月令人震惊的97%。2022年土耳其里拉贬值约30%，阿根廷比索进一步贬值约42%。由于美元持续加息，2023年阿根廷比索、土耳其里拉等货币继续贬值，其中土耳其里拉在2023年上半年贬值约28%（见图1）。货币持续贬值、利率持续高企使得金融监管当局维系金融机构稳健和金融系统稳定面临前所未有的挑战。最后也是最为值得关注的是，国际社会构建的以信用风险为主导、资本金监管为核心的微观监管，关注系统稳定和系统重要性的宏观审慎监管及其以资本金为核心的监管架构，需要对其进行反思和改进，以提高稳定保障能力和对包括利率风险或其他政策风险的监管反应能力。

鉴于此，在技术层面，金融监管体系可能需要在以下几个方面进行针对性改革。一是把控核心监管指标，着重优化风险加权资产计量模型。继续坚持资本充

足率作为核心监管资本，着重优化标准法和内部法，同时结合美国最近监管改革引入的扩展型风险计量方法（Expanded Risk-based Approach）及其与内部法关系统筹，<sup>[1]</sup>实施更加完善且适度的资本要求。二是着重优化利率风险计量。这虽是众多市场风险中的一个，但需提高至货币政策与金融稳定统筹的高度来认识，并内化至微观监管和宏观审慎的政策框架之中，尤其需要嵌入资本要求之中。三是着重加强中型金融机构的监管优化，注重当前金融系统内在复杂性，可采用分类监管策略，但不能过度放松中型银行监管标准。四是进一步优化压力测试模型及参数设置，比如利率方向及幅度、损失率分布安排、违约损失设置、预置净收入数据、其他综合收益项等。



图1 土耳其和阿根廷汇率走势

资料来源：Wind数据库。

美欧货币政策框架演进基本目标是在“锚定”物价条件下，提高政策质效，以促进就业和增长。这个目标实际上和特朗普政府放松金融监管的目标是一致的，特朗普政府实质上采用的是“抓大放小”的策略，过度放松了对中型银行的

[1] 2023年7月底，美国金融监管当局对风险加权资产计算提出更加稳健且严格的标准化计量方法，要求减少内部法的使用。一方面，监管当局开发了对风险更为敏感的扩展型风险计量方法（Expanded Risk-based Approach）代替内部法计算风险加权资产，并将这一要求适用范围拓宽至全部I-IV类银行（即包括了资产规模在1000亿~2500亿美元的大中型机构）。另一方面，采取资本监管的双重要求结构（Dual-requirement Structure），即在之前标准方法和新提出的扩展型风险计量方法计算的风险加权资产结果中，选择孰高者来满足最低资本要求。<https://www.federalreserve.gov/publications/files/large-bank-capital-requirements-20230727.pdf>[2023-08-15].

监管。但是，这给金融监管带来一个传统但又有新时代特征的目标权衡问题，即如何平衡金融系统效率和金融系统稳定。一方面，从定位上，金融系统效率虽实质性受监管影响，但更多要依靠市场机制来发挥。主要体现在金融功能完善，为此需要进一步完善金融基础设施、储蓄投资转换（市场完备）、信息传递、政策传导和风险管理等功能。另一方面，金融监管要更多着力于制度完善、系统稳定和机构稳健以及消费者保护，为金融功能发挥和金融效率体现提供支撑。特别是在风险防范处置上，一方面要强化微观监管，夯实系统稳定的业务、机构和市场基础，同时为金融效率提高提供保障；另一方面要强调宏观审慎，特别是金融机构和市场充分理性（比如追求利益最大化）下更要着重防范合成谬误，尤其是系统脆弱性。当然，金融监管在金融风险上应当更加具有前瞻性，这对风险预警提出了很高要求。历史表明，前瞻性预测重大金融风险非常困难，但是，事前防范很有意义，为此，诸如美国和欧盟的系统性风险监测是有必要的，同时，金融机构特别是复杂金融集团的风险应对处置和恢复计划（或“生前遗嘱”）也很有价值。例如，2023年美国金融监管改革方案要求大中型金融机构做好“生前遗嘱”中的紧张状态下融资或替代性融资安排。<sup>[1]</sup>

### （三）政府将在金融风险应对中发挥更重要的作用

政府将在金融风险应对和问题金融机构处置中发挥更加主导的作用。在本轮美欧银行业风险应对和问题金融机构处置中，金融监管当局承担了主导功能，而市场化处置机制则没有发挥核心作用。一定程度上，美欧处置金融风险的方式类似于中国金融风险处置中的“刚性兑付”或“政府兜底”。美欧金融风险应对和问题金融机构处置的超预期举措严格意义上更加凸显政府救助职能，而弱化了市场机制的应有作用。美国和瑞士等政府防范或应对系统性金融风险的政策举措具有合理性和必要性，但也遭到一定的质疑。有研究指出，瑞士政府此举对公司法等市场规范是一种破坏，更是创设了一家怪兽银行（Monster Bank），瑞士政府对银行商业模式以及是否存在更为安全的政策选择需要进行更多反思。<sup>[2]</sup>从趋势上判断，美欧在全球金融危机期间、新冠疫情期间以及本轮银行业风险处置中一直

[1] Board of Governors of the Federal Reserve System, “Addendum to the Interagency Policy Statement on Funding and Liquidity Risk Management: Importance of Contingency Funding Plans”, July 28, 2023, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20230728a1.pdf>[2023-08-15].

[2] Reichlin L., “Early Lessons from the Recent Banking Turmoil”, *Finance and Development*, March 2023, <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/Series/Analytical-Series/cafe-econ-early-lessons-from-the-recent-banking-turmoil>[2023-08-29].

强化政府职能，预计未来政府将在风险应对和问题金融机构处置中发挥更重要的作用。

实际上，过去15年，美欧通过流动性支持网络体系建设来强化金融风险应对的能力和水平。美欧在流动性支持上有三个方面的创新，这为美欧政府强化金融救助功能提供了扎实的支撑。一是全球层面通过货币互换来缓释单一机构或国家金融风险向国际市场传染的流动性风险；二是国家层面通过量化宽松政策来解决重要金融市场流动性不足问题，防范明斯基时刻；三是市场层面通过扩大担保品范围或强化担保品资质来解决机构或市场的流动性紧缺问题。这三个创新性举措不仅在金融系统中提升了流动性保障力度，而且通过担保品调整很大程度上保障了金融机构资产价值的稳定性以避免资产负债错配恶化，同时，也为政府强化金融风险应对和问题金融机构处置职能提供了具有针对性和有效性的政策工具。

## 结论与启示

虽然本轮美欧银行业风险演进为系统性金融风险的可能性较小，对中国金融稳定的影响较为有限，但是对中国优化金融稳定和发展新机制提供了重要的借鉴。未来，中国应全面落实中共中央、国务院印发的《党和国家机构改革方案》，加强和完善现代金融监管，优化金融稳定和发展新机制，有效统筹货币政策、宏观审慎和微观监管，健全防控系统性金融风险长效机制，确保金融稳定。当然，中国金融风险的来源和美欧可能存在显著的差异，金融监管改革优化还要考虑中国的基本情况和现实约束，构建具有中国特色的现代金融监管体系。

### （一）防范货币政策对金融稳定溢出冲击

统筹货币政策与金融稳定政策，防范货币政策可能的负面溢出效应。杰克逊霍尔共识在美欧经济体的回归，导致金融稳定没有成为货币政策的决定因子。美欧货币政策在长期宽松情况下突然转向是本次美欧银行业危机的导火索，特别是在平均通胀目标制情况下，为维持既定的2%通胀目标，不得不大幅快速加息，使得利率风险成为最重大的风险。中国人民银行具有金融稳定的法定职责，货币政策可能已经嵌入了金融稳定的因子，从内部对货币政策和金融稳定进行了统筹。当然，中国要以美欧教训为警戒，充分认识货币政策具有潜在的金融风险外溢性，比如过度宽松或过度紧缩都潜藏重大风险外溢性，要着力处理好货币政策与金融稳定的内在关系，保持中国宏观经济政策稳定性，实施稳健货币政策框

架。货币政策调整应根据经济周期、结构调整和金融体系变化有序实施，要着重考虑货币政策对金融稳定的溢出效应，避免货币政策转向所产生的负面作用。另外，从内外关联的视角，在主要发达国家货币政策对中国金融稳定可能产生冲击的情况下，还需要考虑主要发达国家货币政策调整对中国金融稳定的系统影响，对海外金融资产安全以及国际投资净头寸表资产负债再匹配等的冲击。

## （二）加强和完善现代金融监管

补足监管短板，加强和完善现代金融监管。国际社会以信用风险为核心的风险管理框架和以资本金为核心的风险应对逻辑未能有效应对利率风险，这反映了包括中国在内的国际社会所构建的银行业监管体系和宏观审慎管理框架存在短板。中国需要进一步完善微观监管和宏观审慎政策框架。一是构建更加完善的风险识别和应对机制，防范基准利率变化以及其他经济政策变量可能引发的金融资产定价机制扭曲，完善微观机构监管规制要求，重点提高银行业资产负债和期限管理水平；进一步优化监管要求、风险资产计量方法和会计准则，并计提相关资本要求，维持负债端和资产端相对稳定性和匹配性。二是进一步优化资产管理规范，针对中国金融机构资产配置潜藏的特殊性，着重对金融机构资产总量、构成和风险计量等进行专项检查，对可供出售金融资产、持有到期金融资产等特定账户的资产质量进行客观有效评估，杜绝会计准则等监管套利。三是及时动态地做好银行压力测试，完善金融机构常规性压力测试的要求和标准。在开展压力测试时应着重考虑经济周期、金融结构和重要经济金融指标的变化，以提升压力测试覆盖面、科学性和动态性。四是加强和完善现代金融监管，深化金融监管体系改革，构建行为监管、功能监管和机构监管相融合的监管体系，着重防范顺周期效应、系统重要性和外部冲击等潜在系统性金融风险。五是优化宏观审慎管理框架，更好统筹微观监管、宏观审慎和货币政策等方面的关系，将财政与货币政策变量纳入宏观审慎政策框架之中，创新发展嵌入宏观经济政策因素后的宏观审慎工具。六是吸取美欧教训，对同样实施以信用风险为主导、资本金为核心的中国微观金融监管体系进行优化，将货币政策操作、重大政策指标等纳入金融监管体系之中并考虑设置相应的监管指标。

## （三）完善问题金融机构处置机制

稳字当头，优化政府功能，统筹政府与市场关系，完善问题金融机构处置机制，防范问题金融机构风险升级传染。一是将问题金融机构处置放在更加重要的政策优先级上。问题金融机构处置原则上需要在防控系统性风险和防范道德风险

之间寻求平衡，但是，从本轮美欧实践看已经显著地倾向于优先稳定市场信心和防范风险传染，这与中国“稳字当头”的政策基调相契合。二是针对问题银行处置，要有果断的政策反应、充分的管理权限、匹配的政策工具、足够的资金支持和通畅的市场沟通，必要时迅速引入系统性风险应对机制，才能稳住市场，扭转预期，遏制恐慌情绪蔓延。三是加快风险应对和问题金融机构处置法律建设和机制改革，夯实法律与制度基础，提升风险应对和问题金融机构处置的及时性、果断性和针对性。

#### （四）优化金融风险应对和机构救助功能

有效统筹政府与市场关系，在强化金融机构风险动态监测、优化政府风险应对和问题金融机构救助功能的同时，注重政府政策救援的层次性，优化外部救助退出机制。一是充分评估问题金融机构外部救助必要性，如若问题金融机构出险或倒闭不会引致系统性风险，则应坚持不救助和内部救助为主的原则。二是注重政府行政干预和外部救助的适宜度。政府救助问题金融机构时要有效遏制风险传染，同时更要考虑政府救助是否破坏市场机制或市场规律，特别是对产权或控制权的影响。避免所有金融机构的风险应对和机构处置均由政府承担无限责任，要更多发挥市场出清功能。三是要充分考虑外部救助的潜在风险和退出机制，当涉及机构收购重组时需要警惕该行为潜在的风险扩大效应，比如收购重组可能仅是转移风险而非削减风险；当涉及公共资金参与救助时需考虑公共资金的安全性以及未来的退出机制，而不能简单地将财政资金作为必要且无需偿还的资源投入。四是强化金融消费者或金融投资者的权益保护，特别是要强化存款保险制度以及特殊情况下政府资源在金融消费者权益保护中的地位和作用。■

（责任编辑：崔秀梅）

## Structural Monetary Policy Tools: Comparative Analysis, Research Review and Prospects

*Zhang Ming, Chen Yinmo, Lu Xianfeng and Wang Zhe*

75

Structural monetary policy tools are one of the important measures to build a modern central bank system. Since the global financial crisis in 2008, traditional monetary policy tools have exposed problems, such as poor policy transmission mechanism and unsatisfactory policy effects in response to the crisis, resulting in the inability of monetary funds to effectively support the real economy. This problem has prompted governments to implement a series of structural monetary policy tools to deal with it. This article discusses the implementation of structural monetary policy tools by the People's Bank of China from multiple aspects, such as policy objectives, tools, mechanisms, effects and coordination. The article compares the similarities and differences in structural monetary policy operations between emerging economies represented by China and developed economies represented by the United States, the Eurozone, and the United Kingdom. Based on practice, the article also sorts out and summarizes the academic literature on structural monetary policy tools. Finally, the article, after taking into consideration reality and research development, discusses the future application scope and research direction of structural monetary policy tools. Overall, the structural monetary policy has certain positive effects, and it can basically achieve the policy design goals of the central banks of various countries. However, the constraints arising from transmission mechanism and policy coordination limitations affect the effect of such a policy. Therefore, policymakers should properly consider its positive and negative effects when adopting structural monetary policy in the future.

## Regulatory Reflection and Implications of Banking Risks in the US and Europe

*Zheng Liansheng and Zhao Zhihua*

104

In the wake of the global financial crisis of 2008, the international community has reflected on and reformed the systemic financial risk response mechanism and financial stability governance framework, and put in place a financial regulatory framework that combines micro regulation and macro prudential policy, highlighting the importance of credit risk and capital adequacy ratio. Meanwhile, it has consolidated the internal coordination mechanism between monetary policy and financial stability policy, and focused on improving the resolution

mechanism of problematic institutions, which helped ensure the global financial stability in the post-crisis era. However, the risk exposure of the banking industry in the United States and Europe in 2023 shows that bankruptcy mainly stems from interest rate risk rather than credit risk; the regulatory effectiveness centered on capital adequacy has certain deficiencies, and monetary policy adjustments have a significant impact on financial stability; and there is a trend of strong government intervention in the handling of problematic financial institutions. The policy framework for risk response, institutional resolution, and financial stability governance, which has been improved after the 2008 global financial crisis, still needs further reform and improvement. In the future, it is necessary to pursue rebalancing between monetary policy and financial stability policy, improve the matching between the financial regulatory system and institutional risk management, pay attention to the potential shortcomings of micro regulation and macro prudential policy with capital adequacy ratio as the core standard, and further optimize the government and market functions in the rescue of problematic institutions.

## Five Major Mechanisms of Macroeconomic Fluctuations Affecting Long-Term Growth and Policy Implications

*Liu Kai and Jia Xiangzhong*

125

The global financial crisis of 2008 have had a great impact on the world economy, plunging large numbers of countries around the world into recession in the following years, with their recovery being very slow. This implies that short-term macroeconomic fluctuations may have an impact on long-term economic growth, reflecting the inadequacy of the “dichotomous” research paradigm of mainstream macroeconomics, in which economic fluctuations are studied separately from economic growth. This article comprehensively and systematically identifies five mechanisms through which short-term fluctuations can affect long-term economic growth. They include mechanisms affecting corporate R&D, creating a “cleaning effect”, affecting human capital accumulation, creating a “hysteresis effect”, and suppressing long-term aggregate demand. On the basis of those five mechanisms, this article also innovatively and systematically analyzes the impact of macroeconomic policies, especially short-term macroeconomic policies, on long-term economic growth. Based on its findings, the article puts forward a series of policy suggestions for the formulation of China’s macroeconomic policies concerning such topics as cross-cycle adjustment and economic recovery in the post-COVID-19 period.