

2010年7月26日

摩根士丹利亚洲

史蒂芬·罗奇

对金融改革的思考

以下是史蒂芬·罗奇与中国《21世纪经济报道》围绕美国金融改革一系列问题的问答录。采访于2010年7月21日进行，当日美国总统奥巴马签署了《2010年华尔街改革和消费者保护法》。

问：你怎么看待美国金融监管改革法案的通过？这场长达一年的利益博弈暂时告一段落，你认为就法案本身而言，谁是输家？谁是赢家？

答：政治上的反弹是每次金融危机发生后都会出现的情形。由于此次崩溃暴露出系统中的缺陷，被选举出的代表就应当承担起责任。危机过后的修复也是天经地义的一尤其是在2008-09年的大危机之后。不幸的是，这种“后视镜”的方式似乎屡屡遭遇同样一个根本性的问题：尽管众所周知下次危机总会爆发，但下次危机绝对不会与上一次的雷同。

这次政治上的修补非常具有讽刺意味，因为其早于金融危机调查委员会最终作出结论。该委员会是在2009年5月受美国国会所托，“调查美国当前金融和经济危机的起因（国内和国际）”。在就危机起因达成广泛共识之前就动手修补显得颇为本末倒置。

这次政治上的修补非常具有讽刺意味，因为其早于金融危机调查委员会最终作出结论。

尽管指出上面这点很重要，但《2010年华尔街改革和消费者保护法》（所谓的多德-弗兰克法案）仍是自上世纪30年代

以来对美国金融监管的最全面的改造。除了会令律师和顾问受益外，目前还难以准确判断谁是赢家，谁是输家。从表面上看，消费者似乎显而易见会在新成立的消费者保护局中受益。但是如果就业和收入增长仍然疲弱，这些益处可以想见会比较空洞的。同样的，受到更严格监管的金融机构的盈利预测显然面临新的限制—尤其是在衍生品和资产支持证券（ABS）产品方面产品。不过不能排除新的监管规则可能迫使金融服务企业采取非常不同的策略，或许最终会改善回报的质量和可持续性。

问：法案最终版本涉及的改革措施范围极广。你认为哪一项改革措施可能最容易推进？哪一项可能最难？分别是什么原因？

答：多德-弗兰克法案的很多条款都有意定得很模糊，只为最终的监管药方定下宽泛的标准。因此在未来的两三年内，随着这一基于原则的法案渐渐具体化，还会有相当多的进退取舍。就目前而言，基本上没有哪一条是轻而易举能够实现的，每个领域的执行都不会那么直接或简单。

对于后危机时代下的新构架所面临的最艰巨挑战是对付系统性风险。

最难解决的问题之一会是“系统性风险”—具体而言就是让新成立的金融稳定监督委员会承担起这一功能。明确系统性风险的标准就已经是个相当难的需要分析和实证的行为了，而知道这些标准什么时候会发出警讯以及建议美联储如何做出反应又完全是另外一回事。与此同时，跨境联

系是在2008-09年间曾令危机加剧的一个重要的系统性风险特征。因此，让新成立的金融稳定监督委员会建立国际上的联系就很重要，这就要求与其它国家和国际机构的相应部门进行协调。

多德-弗兰克法案在这些方面基本上都付之阙如——凸显出在危机后修复的这个关键领域，实际上所下的气力有多么少。在12个月内，金融稳定监督委员会要新设立一个金融研究办公室，负责承担这个系统性风险监督机构的数据收集和数据分析工作。我怀疑这个机构还需要几年才能运转起来——在当前的后危机时代，这可能让问题乘虚而入。

问：你认为消费者金融保护署可以如何有效地为消费者提供金融保护而又不过度遏制金融机构的产品创新？

答：就此而言，关键是在向消费者提供所有贷款时都透明而完全地披露贷款条款。鉴于金融产品的复杂性与日俱增，对消费者进行教育就变得很重要，这个工作会由新成立的金融知识办公室来承担。从原则上来说所有这些都好，但很明显是不是真的好取决于尚待确定的细节。当然，无法确保消费者教育会有立竿见影的效果——实际上，可能需要相当多的时间才能看到这种知识上的努力慢慢取得成效。

从根本上而言，创新有好坏之分。如果新的金融产品的开发因为消费者保护而被扼杀，那么这种创新很可能就是对社会福利有害以及会给经济带来风险。如果新的消费者保护机构遏制这种金融创新，显而易见这会是件好事。

问：你认为新成立的金融稳定监督委员会是否能够改变多头监管下的“监管重叠”和“监管空白”问题？是否能够有效防范系统性的金融风险？

答：正如我之前指出的，我认为要设计新的金融稳定监督委员会很有挑战性。但即便设计完美，这个委员会也忽略了导致这次大危机中系统性缺陷的关键一点——危机前货币政策的失败。在我看来，新的监管是避免未来发生金融危机的必要而非充分条件。采取新的货币政策方式即便不是更加重要，也是同等重要。长久以来，美联储在解决金融稳定这一紧迫

问题方面都无所作为——对资产和信贷泡沫视而不见，自欺欺人地认为自己有能力在事后清理整顿。今时今日的混乱情形令美联储的这种方式很受质疑。

除此之外，也没有理由对美联储当前的宽松货币政策立场感到宽慰。正如2000年股票市场泡沫破裂后的情形一样，今日后危机时代下的美联储再次执行者一个超级宽松的货币政策。不幸的是，近些年来这么做似乎成为一种惯例而非例外。自2000年以来，除了一年例外，实际联邦基金利率都低于长期平均水平1.9%。同期，实际联邦基金利率有一半的时候都在零以下。这相当于上世纪70年代以来最为宽松的货币政策立场——开创这一先例远不能让人宽慰，而且最终会引发另一波债务和杠杆风潮。与股市泡沫破灭后如出一辙，美联储在这次危机之后再次实行超宽松货币政策。很明显这有可能会引发又一次的金融动荡。

若没有一个针对货币政策新举措——即在美联储的政策功能上再加上金融稳定的使命——这种后危机监管政策调节将会是不完整的。

我本来希望多德-弗兰克法案会直面这一问题——具体而言，就是在美联储现有的充分就业和物价稳定使命之外再加一个“金融稳定”。只有这样，才能让危机后的货币政策修补与危机后的监管机制相得益彰。这两者舍其一会带来严重的问题。

问：联邦储蓄保险公司将被授予对经营失败的超大金融机构破产清算的权力，您认为这是否能从根本上杜绝“大而不倒”的现象？

答：从根本上而言，是否使用新赋予的清算权力很大程度上取决于主观判断。所谓的“生前遗嘱”为复杂的金融机构清算制定了指导性计划。但当局是否有智慧、勇气和专业能力来执行这些计划？

尽管有了新的立法，这个问题的答案仍然远未明确。全球金融市场越来越一体化，运转速度越来越快，必定是由大型的跨国金融机构来推动，它们的分销和交易业务遍布全世界，

涉及各种各样的金融工具。因此，规模是全球化市场的内在特征。只有在风险控制不足和/或会带来不稳定的对手风险集中构成冲击时，才会有规模“太大”的问题。正如雷曼兄弟、贝尔斯登等机构所经历的，并非规模导致它们破产——而是风险集中和/或工具相关性。如果清算权力集中于规模问题，即明确限制任何金融服务企业的负债超过整个美国金融体系负债的10%，那么系统性风险中更为重要的维度可能就错过了。

新的清算权力应当更多关注于对手风险的评估，而非规模层面的“大而不倒”问题。

新的清算权力架构最大的优点之一是，将救助成本从纳税人转移到金融业自身。根据新法案，清算一家经营失败的金融机构的成本将由股东、债权人以及经评估后由大型金融公司承担。这应当会在很大程度上减轻2008年末危机带来动荡后民众所产生的愤怒情绪。减少民众分歧应会有助于减轻未来监管干预的政治色彩。

问：法案还限制银行和金融控股公司的自营交易以及对私募股权基金和对冲基金的投资，并禁止银行做多或做空其销售给客户的金融产品，这些措施的核心是什么？是否能有效地控制金融机构的风险敞口？

答：沃克尔规则的意图是金融改革的推动能建立在这样一个基础上，即将金融机构的“实用性功能”——主要是存款和贷款——和基于获取回报策略的高风险资本市场活动分离开来。在这一原则下，纳税人只需为前一种功能负责，那些冒险的人就必须承担更具投机性的资本市场活动可能带来的任何损失。

目前尚不清楚新法案中的这版沃克尔规则是否能够有效控制风险敞口。

尽管这一分离意义重大且用意良好，但不清楚这是否能够有效控制风险敞口。2008-09年的危机与私募股权和对冲基金基本没有什么关系。因此，限制银行以及其它金融机构共同投资于这些基金是否能够降低系统性风险也不清楚。同理，

机构的自营交易活动和面对客户的利用衍生品进行对冲的策略，这两者间的界限并不分明，在现实中要将两者分离开来将会很难。

新法案的一个关键点是所谓的“同舟共渡”，即风险共担——要求从事抵押贷款支持证券(MBS)发起和分销的公司至少承担5%其所发行证券的信贷风险。这针对金融系统中“发起和分销”的特征提出了方案，正是这个特征在有毒资产风险扩散至整个系统和整个世界发挥了重要作用。通过惩罚这种行为，这个规定迫使发起人在自身创造的风险中承担更多责任——回首往昔，在次贷危机发生前的那些年里却极其缺乏这种机制。

问：《21世纪》美国证券交易委员会将对评级机构成立专门的监管办公室，这是否能完全解决评级机构与被评级公司以及投资者之间潜在的“利益冲突”问题？

答：在多德-弗兰克法案之外，SEC已经在解决评级机构商业模式内在冲突方面有所进展。今年6月，SEC提出一个三管齐下的改革方案，以解决“信用评级机构的利益冲突、信息披露、内部政策和商业行为”——重点是冲突的透明性、针对结构性产品的新评级体系，以及有关为投资者提供客观建议的保证。

我认为这是一个非常重要的监管议案，应当可以提高危机后金融系统的安全性和稳健性。鉴于结构性产品创新的爆炸式增长以及巨量资金流入寻求高收益的机构投资者基金，对信用评级机构进行改革绝对是投资者保护中的重要一环。

问：在加强金融衍生品监管方面，法案要求将大部分场外衍生品移入交易所和清算中心。你如何看到这些监管措施？

答：衍生品的风险主要来自于监管者和决策者对这一现象宏观特征的不够了解。监督的失败是不合情理的。1999年，全球已发行的衍生品名义价值是全球GDP的两倍。到了2008年，这一比例激增至10倍以上，而此时危机已经爆发。

监管者和决策者很大程度上对此视而不见——理由是金融创新会降低系统性风险。回想起来，他们有一种虚假的安全感，即衍生品敞口已经广泛地分散于系统中。他们的行动建立在假设而非数据的基础上，他们假设金融工程师将衍生品分成一小块一小块并利用“发起和扩散”技术，不会造成对手风险的集中。这简直是大错特错。美国、英国和欧洲大陆的金融机构在有毒资产上拥有过高的敞口，凸显出这种观点何其谬误。由于被这种观念以及有关鼓励基于市场的金融创新的信念所蒙蔽，监管者犯下了大错。

尽管将场外衍生品进行中央清算和场内交易是一大进步，但这并不能替代对该类产品的宏观风险形成一种清晰的认识的重要性。

将场外交易的衍生品移到场内交易，从而为对手敞口提供一个“结网功能”，解决了这个问题的一个重要方面。但让场外衍生品进行中央清算和场内交易并不能替代对风险扩散的宏观参数形成一种清晰的认识的重要性。由于这个问题在范围上是个全球性问题，就必须要与国际性金融机构进行合作性商谈和数据收集，比如在G20下新成立的金融稳定理事会和国际清算银行都是这类机构。世人绝对不能再在这个如此重要的金融产品快速扩散的领域“盲目飞行”，他们在1999-2008年间衍生品大爆炸期间已经犯过一次。对于多德-弗兰克法案中所谓的衍生品改革是否能解决全球性监测和监管问题的这一关键领域，我并不是很信服。

问：总体而言，金融监管改革对美国金融业、美国消费者和美国经济会产生什么样的影响？

答：正如多德-弗兰克法案获得通过所显示的，危机后的药方集中在采取新的监管方法——具体而言就是实行新的“宏观审慎”监管，目标是解决系统性风险和金融稳定两个问题。这一方法毫无疑问有可取之处，但可能不足以避免危机在不太遥远的未来爆发。在我看来，还需要对引导货币政策角色和行为的使命进行大的改造。具体而言，加上一个金融稳定的使命，可以在很大程度上迫使央行直面资产和信贷泡沫可

能带来的危险、由全球储蓄体现出来的经济失衡，以及对资产越来越依赖的实体经济。

尽管多德-弗兰克法案实行新的“宏观审慎”监管有很多可取之处，但可能不足以避免下一轮危机。

虽然法案对金融服务企业施加了新的限制，但我很有信心金融业将能够适应。一些领域的回报可能因此降低，但如果高回报是由令人不可接受的冒险行为所推动的，那么回报下降对于经济或社会而言未尝不是好事。我倒是更担心处境艰难的美国消费者，在危机爆发前的12年中他们都通过地产泡沫中的借贷而大肆挥霍。挥霍过后面对的是巨额的债务和低于平均水平的储蓄率，这令美国家庭陷入一个黑洞，可能要很多年才能爬出来。金融改革或许可以避免这种轻率的行为重演——或者至少不会像次贷危机之前的那些年那样严重——但这无法改变美国消费者以及美国经济未来数年要面临的艰难时世。

总而言之，危机过后没有快速修复之道——没有一柄尚方宝剑能够令这个不断变化的世界逃过注定要来的下一次危机。但在危机预防方面，与2007年次贷危机爆发前的那些无所顾忌的时候相比，我们应该能够做得更好。更为重要的是，我们应当避免“后视镜”式的修复方法，这种方法解决的是引发上一次危机的问题。这种短视的方法无可避免地会错过为下一次危机埋下种子的放肆行为。相反，危机后的修复之道应当尽可能的广泛和全面，本质上就是撒开大网，将尽可能多的不稳定因素都网住。广泛的修复应当包括监管改革和采取新的货币政策方法。只有这样，才有可能让危机后的世界变得更安全和稳健。多德-弗兰克法案集中在前一点但忽略了后一点，这是最令我担忧的，而此时华盛顿正在为监管改革法案的胜利弹冠相庆。

史蒂芬·罗奇为摩根士丹利亚洲非执行主席及耶鲁大学教授成员，著有《未来的亚洲》一书，*The Next Asia* (Wiley, 2009)。

此材料既不是摩根士丹利研究部门的产物，也不是研究报告，但它可能参照了摩根士丹利的研究报告或摩根士丹利研究分析师的观点。我们没有对任何所提及的公司的基本面发表评论。除注明的地方外，本文中阐述的所有观点均为作者的观点，而且可能会与摩根士丹利研究部或本公司其他人的观点有差异或有冲突。如想了解更多信息、研究报告和重要信息披露，请参见 <https://secure.ms.com>

本文中提供的信息仅仅是作为信息而准备的，并不是买入或卖出的报价或买入或卖出任何证券或其他金融工具或参与任何特定交易策略的询价。这些信息是基于或源于公众一般可以从被认为可靠的来源所获取的信息。我们不能对信息的准确性或完整性或对任何未来报价的条件或符合条件的交易作出任何陈述或保证。

本报告并不是提供单独量身定制的投资建议，在准备的过程中也没有考虑获得报告者的情况和目标。摩根士丹利建议投资者对具体的投资和策略进行独立的评估，并鼓励投资者听取财务顾问的建议。投资或策略是否合适，将取决于投资者的情况和目标。摩根士丹利研究报告并不是买入或卖出任何证券或参与任何交易策略的报价。由于利率或汇率、证券价格或市场指数、公司经营或财务状况的变化或其他因素，贵方投资的价值和收益可能会有所不同。以前的表现未必可以作为未来表现的指南。对未来表现的预测是基于也许不能实现的假定。

注意：如中英文版本之间存在差别，以英文版为准。

版权 © 摩根士丹利，2010 年，所有权利保留。

Morgan Stanley
摩 根 士 丹 利

www.morganstanley.com