

中国金融监管体制改革的逻辑与路径： 国际经验与本土选择

黄 辉

摘 要 近年来，中国金融市场发展迅猛，新型金融组织、业态和产品不断涌现，给传统的机构型分业监管模式带来了重大挑战，中国金融监管进入大变革时代。在 2017 年 11 月设立国务院金融稳定发展委员会后，2018 年 3 月国务院机构改革方案调整原来的“一行三会”为“一委一行两会”。此番改革的核心在于加强监管协调，引入功能监管和强化审慎监管，但仍然保留了以行业为基础的分业监管体制。在监管逻辑上，应当借鉴经济学的丁伯根法则和公共选择理论，金融监管应当以统筹防范金融风险为中心，根据金融风险的分类界定监管政策目标，配置相应的政策工具，最大限度地利用协同效应和减少冲突效应，并保障监管部门有能力抵制相关利益集团的负面影响。在改革路径上，虽然没有在根本上变革监管模式，但这符合我国现阶段金融特点和市场发展水平，值得充分肯定；但随着中国金融市场的发展，金融监管体制应当借鉴国际经验，并结合具体国情，进行监管模式的转变和创新，从分业监管完全转为混业监管。在混业监管模式中，不宜采用将各个分业监管机构简单合为一体的统合监管模式，而应采用目标（双峰）监管模式，按照行为监管和审慎监管的目标差异划分监管职责和设立监管机构。

关键词 金融监管体制 分业监管 混业监管 监管工具 监管目标

DOI:10.16094/j.cnki.1005-0221.2019.03.010

作者黄辉，法学博士，香港中文大学法学院教授。

一、问题的提出

20 世纪末以来，特别是 2008 年金融危机之后，金融监管体制或框架（financial regulatory framework）改革成为各国学术界与政策界研究与争论的焦点。目前，金融监管体制尚无统一、明确的定义，但总体而言是指金融监管体系的组织架构和职责划分等问题。^①

1997 年亚洲金融危机后，国际货币基金组织（International Monetary Fund，IMF）2000 年发表研究报告认为，金融监管体制有效性至少取决于以下五个要素：监管部门的目标清晰、监管部门具有独立性和可问责性、监管部门的资源充足、监管部门享有灵活执法权、监管部门能够统筹协调以

^① See David G. Mayes and Geoffrey E. Wood, *The Structure of Financial Regulation*, London: Routledge, 2007; Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker, *Institutional Structure of Financial Regulation: Fundamental Theories and International Experiences*, London: Routledge, 2015.

实现市场风险全覆盖。^② 2008 年全球金融危机再次引发各国金融监管体制改革浪潮。

我国近年来对金融监管体制进行了一系列改革。2017 年 7 月全国金融工作会议提议并于 11 月成立国务院金融稳定发展委员会；2018 年 3 月全国人大通过国务院机构改革方案，对监管体制作出重大调整，组建中国银行保险监督管理委员会（银保监会），不再保留中国银行业监督管理委员会（银监会）、中国保险监督管理委员会（保监会），将拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行。如何评估这一系列改革举措？中国金融监管体制改革应当向何处去？本文围绕这些重要问题展开，从比较法角度梳理金融监管体制的不同模式，运用经济学上的相关理论和方法探讨金融监管体制改革的内在逻辑，并根据国情提出金融监管体制改革的具体路径和未来方向。

二、中国金融监管体制的渊源与改革动因

在最近的改革之前，中国金融监管体制是以“一行三会”为主的分业监管模式。该体制从 1992 年逐步发展起来，改变了此前由中国人民银行对于金融各业进行统一监管的格局。^③ 从国际经验看，该金融监管模式可追溯到 20 世纪上半叶，特征是基于金融主体的身份性质划分监管职责，故称为机构监管模式（institutional regulation），属于分业监管的一种类型。^④ 在该监管模式下，银行业、证券业和保险业的监管相互分离，其逻辑基础在于，不同金融行业存在着相对清晰的边界，各个行业所提供的金融产品泾渭分明，易于识别。

从历史角度看，我国以“一行三会”为主的金融监管体制对于保障金融市场的健康发展发挥了重要作用。然而，本世纪以来，随着金融市场的现代化发展和金融创新，混业经营趋势日益明显，产生了很多跨行业、跨市场的金融机构、业务和产品，改变了金融系统内部的风险性质和风险组合，导致我国的金融监管体制面临各种问题和挑战。

首先是监管重叠问题。在传统分业监管模式下存在多个监管部门，出于种种原因，特别是部门利益的考虑，现实中导致监管权力寻租，从而降低监管效率。譬如，在海外成熟市场中，证券投资基金的法律结构主要有信托型和公司型两种，中国信托业划归银监会监管，证券投资基金的监管部门是证监会，故将信托结构转换为委托合同等契约方式，使本质上属于信托结构的证券投资基金可以避开银监会的信托监管。

其次是监管空白问题。分业监管是对金融行业的人为分割，“铁路警察，各管一段”，对于某些困难或敏感问题，各方可能竞相推诿责任，导致监管空白。近年来中国互联网金融发展迅猛，在很长一段时间内监管者界定不清晰，导致监管不力。2015 年十部委发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，互联网金融根据业态归口不同的监管部门监管。然而，互联网金融是一个不断发展的新事物，“谁的孩子谁抱走”的监管格局仍有问题，如出现无人领养的“孤儿”、行业重叠的“混血儿”等。监管空白不但体现在某个具体金融领域，更重要的是，各监管部门都局限于自己的监管角度，对跨行业的金融机构或业务缺乏整体认识，难以感知和应对系统性、全局性的问题。2015 年“股灾”的一个主因是股票场外配资业务及杠杆机制的滥用，除了证券公司和基金公司等属于

^② See Richard K. Abrams and Michael W. Taylor, “Issues in the Unification of Financial Sector Supervision 22–23”, International Monetary Fund, Working Paper No. 00/213 (2000).

^③ 参见高秦伟“混业经营与中国金融监管体制的发展演进”，《中央财经大学学报》2007 年第 3 期，第 35-40 页；曹凤岐：“改革和完善中国金融监管体系”，《北京大学学报（哲学社会科学版）》2009 年第 4 期，第 57-66 页。

^④ 分业监管模式的另一个类型是基于功能监管，即根据金融业务的功能属性划分监管职责，具体讨论参见后文第三部分。

证监会管辖的机构，信托公司、银行、P2P 融资平台和民间配资公司等都参与了配资业务，但证监会缺乏管辖权，无法获得相关数据和进行全局性的监管，从而无法有效地测算和监控系统性风险。

最后是监管套利问题。基于共同的金融属性，一些金融产品和行为可能在各个金融行业都有需求，但分业监管模式下同质产品或行为由不同监管机构负责，监管标准差异给被监管者带来套利空间。譬如，不同类型的资产证券化产品由不同的监管机构监管，资产管理业务乱象的一个主要原因是分业监管下的监管套利。2018 年中国人民银行会同银监会、证监会、保监会、外汇管理局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，以规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准。但如后文所述，根据公共选择理论，监管机构也是基于自我利益的经济人，能否真正实现标准统一，尚待时间检验。

三、金融监管体制的国际经验与类型

最近的改革反映了何种监管理念更新和模式转型，这就需以金融监管体制的国际经验为参照。本部分将在现有文献的基础上对国际经验进行全面但简要的类型化分析，以便后文对监管模式的内在逻辑进行深入探讨。

（一）功能监管

与机构监管不同，功能监管（functional regulation）以金融业务的功能属性为标准分类设置不同的监管部门。功能监管是监管“对事不对人”，立足于金融业务和产品的性质，而不论其提供者属于哪一类金融机构，采用何种金融机构形式。需要指出，功能监管或机构监管本质上都是分业监管，只是划分的具体标准不同——前者是以金融机构的身份性质划分，后者是以金融业务的功能属性划分。

美国哈佛大学教授罗伯特·默顿（Robert Merton）是功能性金融监管的倡导者，认为根据金融功能来设计金融监管体制可以提升金融监管的连续性和一致性。美国 1929 年经济危机后，通过《1933 年银行法》等途径对金融服务和市场进行人为分割，促使银行业、证券业和保险业分业经营；^⑤ 与此相应，采用以金融机构类型为标准的分业监管模式，包括美联储（Federal Reserve），证监会（Securities and Exchange Commission）和商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission）等主要的分业监管机构。^⑥ 上世纪 80 年代后，美国的金融自由化浪潮兴起，金融创新不断涌现，银行、证券和保险之间的界限日益模糊，极大地改变了金融服务市场的传统构架和面貌，对机构监管模式提出了严重挑战。因此，美国在 1999 年通过《格莱姆-里奇-布雷法》（Gramm-Leach-Bliley Act）（以下简称《格莱姆法》）引入功能性金融监管体制。^⑦

然而，功能监管并没有在本质上改变分业监管的格局，仍存在诸多监管不协调问题，并突出反映在 2008 年金融危机中，故美国于 2010 年通过《多德-弗兰克法》再次改进，设立金融稳定监督委员会（Financial Stability Oversight Council），以应对“美国金融体系的稳定性问题”。^⑧

（二）统合监管（单一监管）

统合监管（integrated regulation）将金融行业作为一个整体进行监管，以对应金融市场的混业经

^⑤ See Glass-Steagall Act, 12 U. S. C. § 24 (2000); 12 U. S. C. § 378 (2000).

^⑥ 美国保险业主要是各州分别监管，2008 年全球金融危机后设立联邦保险办公室（Federal Insurance Office），但该部门的主要功能是协调而非直接监管。See Daniel Schwarcz and Steven L. Schwarcz, “Regulating Systemic Risk in Insurance”, *University of Chicago Law Review*, Vol. 81, No. 4 (2014), pp. 1590–1640.

^⑦ See House of Representatives Report, No. 106–434, at 157 (1999).

^⑧ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 112 (a) (1) (C).

营趋势，属于混业监管。在该模式下，只需要设立一个金融监管部门，对于整个金融行业进行监管。英国是第一个尝试建立统合监管模式的国家，2000 年通过《金融服务和市场法》将银行业、保险业和证券业的监管统一起来，建立了一个超级的、负责监管英国几乎所有金融行业的金融服务监管局（Financial Services Authority, FSA）。该监管局的监管权限和范围几乎涵盖所有的金融服务行业，既负责“商业行为监管”（conduct of business regulation），即监管金融产品的营销和金融服务的提供，又负责“审慎监管”（prudential regulation），即监管金融机构的安全和稳健。因此，该模式又被称为“统一监管”模式（unified regulation model），“单一监管者”模式（single-regulator model）或“超级监管者”模式（super-regulator model）。^⑨ 需要注意，该监管模式下实际还有一个中央银行，即英格兰银行，但其主要职责限于货币政策，而不对包括银行在内的各种金融机构进行直接监管。^⑩

统合监管模式是对金融行业边界日益模糊的一个直觉反应，其法理逻辑是，既然金融行业的传统边界日益消失，金融监管体制也应相应调整，即建立一个统一的金融监管部门，从而无需纠缠不同金融行业的边界问题。与分业监管模式相比，统合监管模式能够更好地适应现代金融市场发展，特别是在监管结构复杂的金融集团时，能够对金融集团的各个金融分支进行整体的、协调的全面监管。鉴于统合监管模式的上述优势，很多国家和地区，包括德国、日本、韩国、新加坡以及我国台湾地区等，都采用该监管模式。但正如后文讨论，统合监管模式也有重大弊端，充分体现在 2008 年金融危机时的英国北岩银行（Northern Rock）事件中，并直接促使英国在 2013 年对其金融监管体制进行重大改革，转而采用“双峰监管”模式。

（三）“双峰监管”（目标监管）

“双峰监管”（twin peaks）是指存在两个监管机构，但其职责划分不是基于行业，而是根据监管目标的不同，将金融监管分为商业行为监管和审慎监管，分别实现金融消费者保护和防止金融机构破产的监管目标。因此，“双峰监管”也称为基于目标的监管，简称为目标监管（objectives-based regulation）。^⑪ “双峰监管”不以金融行业为基础划分监管职责，因此也属于混业监管。就此而言，它与上文提到的英国在 2000 年采用的统合监管具有相似性，但两者间也有重大差异。统合监管模式下，各分业监管机构主要是形式上合并为一个监管者，比如，我国台湾地区“金融监督管理委员会”下设“银行局、证券期货局和保险局”；新加坡金融管理局也是根据银行、证券和保险分别设立不同的监管单位。“双峰监管”模式下，监管机构分为两个，这是监管理念的本质不同，即监管职责根据监管目标的不同而分离开来。

“双峰监管”的思想最早由 Michael Taylor 于 1995 年提出，^⑫ 澳大利亚于 1997 年正式采纳实施，成为第一个采用该监管模式的国家。具体而言，澳大利亚建立了一个主要由两家监管部门组成的金融监管体系。一家是澳大利亚证券和投资委员会（Australian Securities and Investments Commission），^⑬ 主要负责监管金融交易行为，维护金融市场的安全，保护金融消费者利益。另一家是澳大利亚审慎监管局（Australian Prudential Regulatory Authority），主要负责金融机构的审慎监管和金融

⑨ See Hui Huang, “Institutional Structure of Financial Regulation in China: Lessons from the Global Financial Crisis”, *The Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 10, No. 1 (2010), p. 219; 杨东 “我国金融业统合监管体制的实现路径分析”，《社会科学研究》2010 年第 6 期，第 74-79 页；黎四奇 “对后危机时代金融监管体制创新的检讨与反思：分立与统一的视角”，《现代法学》2013 年第 5 期，第 76-87 页。

⑩ See Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority, para. 2-3.

⑪ 参见黄辉 “金融监管体制改革：国际比较与分析”，载王保树主编《商事法论集》（第 10 卷），法律出版社 2006 年版，第 222-244 页；张晓朴、卢钊 “金融监管体制选择：国际比较、良好原则与借鉴”，《国际金融研究》2012 年第 9 期，第 79-87 页。

⑫ See Michael W. Taylor, “Twin Peaks”: A Regulatory Structure for the New Century, London: Center for the Study of Financial Innovation, 1995.

⑬ See Australian Securities and Investments Commission Act 2001.

安全。^⑭ 另外，作为央行的澳大利亚储备银行（Reserve Bank of Australia）负责货币政策和金融体系的整体安全，但不承担对个体金融机构的监管职能。^⑮ 因此，澳大利亚的金融监管体制实际上包括三个核心监管部门，故称为“三元结构”的“双峰监管”。

根据审慎监管部门与中央银行关系的不同，“双峰监管”还有一个变体。澳大利亚之后，荷兰于 2002 年也采用了“双峰监管”，设立了一个负责行为监管的机构（Autoriteit Financiële Markten, AMF），但与澳大利亚不同的是，没有设立一个单独的审慎监管部门，而是将该职能赋予了荷兰中央银行（De Nederlandsche Bank, DNB）。因此，荷兰的金融监管体制称为“二元结构”的“双峰监管”。荷兰版的“双峰监管”在 2013 年移植到英国，撤销了 FSA，在英格兰银行内部设立审慎监管局（Prudential Regulatory Authority, PRA），负责审慎监管，涵括银行、信用社、保险公司以及大型投资机构等容易引发系统性风险的金融机构监管。同时设立独立于英格兰银行的金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA），负责对金融机构的行为监管和消费者保护，并对于 PRA 职责范围之外的其他金融机构进行审慎监管。总之，无论是澳大利亚版的“双峰监管”，还是荷兰版的“双峰监管”，^⑯ 其共同的核心特征都是将金融监管根据监管目标的不同分为行为监管和审慎监管。

四、金融监管体制设计的理论逻辑

（一）丁伯根法则：政策目标要有对应的政策工具

金融监管是对金融风险进行防范的法律化表现，具有其独特的政策目标以及为实现目标而运用的政策工具。金融监管体制的核心在于甄别这些政策目标和工具，并将其进行配对，以提升金融监管的针对性和有效性。诺贝尔经济学奖得主、荷兰经济学家简·丁伯根（Jan Tinbergen）最早提出了将国家经济调节政策的目标和工具联系在一起的法则，称为丁伯根法则（Tinbergen's Rule），认为要实现几种独立的政策目标，就至少需要几种独立、有效的政策工具。^⑰ 质言之，经济调控的政策变量可以分解为目标变量和工具变量，只有当工具变量至少与目标变量相等时，且每种工具对目标的影响相互独立（线性无关），决策者才可能通过对工具的控制和配合达到理想的目标水平。这对设计经济调控政策具有巨大的理论指导意义，可运用到作为经济调控政策的金融监管体制的分析。

金融监管的本质在于防范金融风险，以保障金融安全，保护金融消费者和促进金融发展。因此，在确定金融监管目标时，需要首先甄别金融风险。2008 年全球金融危机后，IMF 等国际组织和很多学者对于金融风险有了更全面的认识，将其大致分为四类，包括金融消费者欺诈、金融机构倒闭、金融危机（系统性风险）和经济危机，分别对应的金融监管目标就是金融消费者保护、金融机构稳健、金融体系稳定和经济价格稳定。^⑱ 根据丁伯根法则，为了实现上述四种金融监管目标，必须有至少四种金融监管政策工具，即商业行为监管、微观审慎监管、宏观审慎监管和货币政策。现实中，上述监管政策目标和工具相互联系，同一政策工具对于不同政策目标都有影响，尽管这种联系和影响的程度各不相同。下图展示了金融监管政策目标和工具的关系，每个工具都对应一个直接

^⑭ See Australian Prudential Regulation Authority Act 1998.

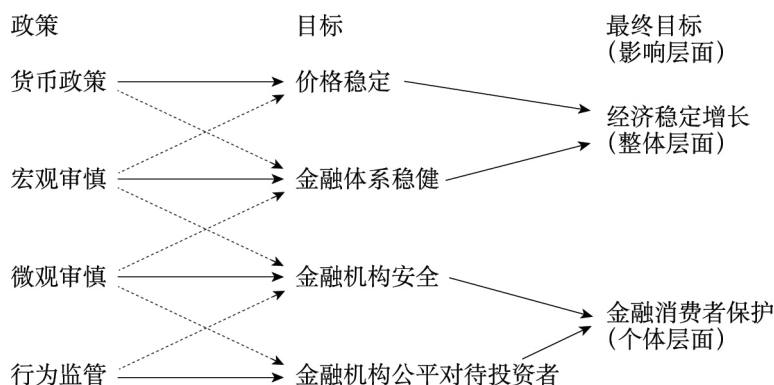
^⑮ See Australian Reserve Bank Act 1959.

^⑯ 国内有人将此模式称为英国模式，但实际上最早采用该模式的国家是荷兰，故称为荷兰版的双峰监管更为确切。

^⑰ 参见〔荷〕简·丁伯根《经济政策：原理与设计》，张幼文译，商务印书馆 1988 年版，第 207-214 页。

^⑱ See Markus K. Brunnermeier, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud and Hyun Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, London: Centre for Economic Policy Research, 2009; Jeroen Kremers and Dirk Schoenmaker, “Twin Peaks: Experiences in the Netherlands”, IDEAS Working Paper Series from RePEc (2010).

的政策目标，这是其主要的的影响；同时对于其他政策目标也有间接影响，其中实线代表直接影响，而虚线代表间接影响。



图一^{①⑨}

由上可见，金融政策工具对不同的政策目标存在重叠影响，但影响并不完全相同，既有协同效应，也有冲突效应。金融监管体制的重要性就在于如何将监管目标和工具进行匹配并分配给不同的监管部门。根据丁伯根法则，金融监管体制的设计原则应当是，在协同效应为主的情况下，将不同政策目标合并配置给同一个监管部门或关系非常紧密的不同机关，降低监管部门之间的独立性，有利于监管目标与工具之间的协调；而在冲突效应为主的情况下，将不同政策目标分别配置给不同的相互独立的监管部门，提升监管部门之间的独立性，以避免监管目标与工具之间的冲突。

因此，本节还需要讨论两个问题。第一，具体分析这些监管目标和工具之间的关系，包括协同效应和冲突效应，以及何种效应占主导地位，并据此对于监管目标和工具进行最佳匹配；第二，探讨如何将这些监管目标和工具分配给不同的监管部门，这就需要考虑金融监管的激励和约束，公共选择理论是研究该问题的一个有力工具。

（二）金融监管目标的相互关系：协同与冲突

1. 行为监管与审慎监管：冲突效应决定二者需要分离

就行为监管与审慎监管而言，虽存在一定的协同效应，但二者的冲突效应更大。在协同效应方面，行为监管的直接政策目标是保障金融机构公平对待投资者，要求金融机构的行为符合相关法律，这在规范金融机构行为的同时也间接保护了金融机构的安全。反过来，审慎监管特别是微观审慎监管旨在保证金融机构安全，也可以间接影响金融消费者的保护。“覆巢之下无完卵”，如果金融机构倒闭，投资者也必将受损。在冲突效应方面，行为监管与审慎监管针对的金融风险性质不同，需要采取不同的监管方式，若将其悉数置于一个监管部门可能难以协调，当出现内部冲突时更是顾此失彼。行为监管部门与审慎监管部门在工作理念和工作方式方面都存在重大差异，前者主要是保护金融消费者，关注金融商业行为的合法性，后者主要是保证金融机构的稳健，关注资本充足率等经济指标。^{②⑩} 这意味着行为监管人员和审慎监管人员需要不同的监管思维和专业训练。现实中，行为监管人员通常来自法律界，而审慎监管者具有经济学背景。更重要的是，行为监管与审慎监管的不同监管目标在有些情况下难以调和。譬如，在一家金融机构出现问题时，行为监管部门可能要求

^{①⑨} See note ⑬, Jeroen Kremers and Dirk Schoenmaker.

^{②⑩} See Charles, Goodhart, Dirk Schoenmaker and Paolo Dasgupta, “The Skill Profile of Central Bankers and Supervisors”, *European Finance Review*, Vol. 6, No. 3 (2002), pp. 397–427.

该金融机构立即全面地披露有关信息,以保护金融消费者,而审慎监管部门可能更关注这样做是否会加剧问题,增加其破产的风险。因此,如果将二者监管权力授予同一家监管部门,可能在监管优先选择等问题上出现竞争和冲突。

行为监管与审慎监管的冲突问题在2008年的全球金融危机中暴露无遗,并造成了严重后果。2008年2月,英国北岩银行受到美国次贷危机的影响而经营困难,最后被政府接管。英国政府在危机后发布的白皮书中认为,FSA“过于关注银行业的商业行为监管,而忽视了银行机构的审慎监管”。^① FSA事后也坦承,商业行为监管与审慎监管之间失去了平衡而偏向前者,时任主席Turner爵士在英国上议院作证时认为FSA确实存在以牺牲审慎监管为代价而加强商业行为监管的问题。^②

2. 货币政策与宏观审慎: 协同效应必须重视

货币政策和宏观审慎的关系是近年来金融监管理论的一个新课题,政策目标上,前者主要是保证物价稳定,后者是金融稳定。一方面,两个目标彼此分离,譬如,即使物价稳定,也不等同于金融稳定,实体经济的物价没有变化的情况下,金融资产价格可能波动很大。但另一方面,二者具有明显的协同效应,市场价格稳定与金融体系稳定都会影响到经济的整体稳定和增长,二者都可进行逆周期调节,防控总量风险,具有宏观管理的属性。

传统上认为货币政策属于中央银行的金融调控领域而不是金融监管领域,但2008年全球金融危机显示了货币政策与金融宏观审慎监管之间的紧密关系。危机之前,美联储多年实行的低利率政策虽然促进了实体经济的稳定增长,却同时促使盲目投资和过度投机,推高了金融资产价格,最终导致金融市场的系统性风险。反思这次危机,我们重新认识了货币政策和宏观审慎的关系。具言之,货币政策工具用以实现价格稳定目标,关注整体经济的运行状况,能够抑制金融资产价格泡沫,从而有利于金融市场的稳定;金融宏观审慎监管主要针对金融体系,旨在维护金融稳定,包括避免金融资产泡沫,从而防止其造成实体经济的通货膨胀,故对于物价稳定也有间接影响。^③

因此,在设计金融监管体制时,应当充分认识到货币政策与宏观审慎的协同效应,让二者成为防控系统性风险的双支柱。负责货币政策的机构与负责宏观审慎的机构应当有非常紧密的联系,甚至是同一个机构,即中央银行。这有利于建立和协调包含货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架,从而将货币政策的影响纳入金融监管的视野,增强金融监管机构避免发生系统性风险的能力。

3. 微观审慎与宏观审慎: 联系紧密但有重大差异

审慎监管可分为微观审慎和宏观审慎,前者主要保证金融机构的个体安全,后者保证金融体系的整体安全。二者间既有紧密联系也有重大区别。2008年金融危机前,审慎监管主要体现为微观审慎监管,关注金融机构的资本水平、拨备和杠杆率等指标,认为只要个体金融机构安全,就意味着整个金融系统安全。但金融危机表明存在“合成谬误”问题,即虽然从个体角度看金融机构都资本充足,但实际上有共同的风险敞口,从而产生外部性和相互依赖性。当出现某些触发事件时,可能引发恐慌情绪和羊群效应,相互踩踏竞相出逃,最终导致系统性风险甚至金融危机。^④ 因此,审慎监管如何在微观和宏观两个层面上相互配合以维护金融稳定,对金融监管体制的设计具有重大意义。

2008年金融危机的一个重大教训就是人们认识到了维护金融稳定、防范系统性风险的重要性的

^① See HM Treasury, *Reforming Financial Markets*, Cm. 7667 (2009), p. 56.

^② See Banking Supervision and Regulation, Select Committee on Economic Affairs, HL Paper No. 101-I (2008-09), p. 33.

^③ See International Monetary Fund, “Macroprudential Policy: An Organizing Framework”, MCM Policy Paper (2011); also see note ①, Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker.

^④ See Markus K. Brunnermeier and Lasse H. Pedersen, “Market Liquidity and Funding Liquidity”, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 6 (2009), pp. 2201-2238; Kenneth R. French et al., *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press, 2010.

复杂度。为实现金融稳定目标，不但要有微观审慎监管，还要有宏观审慎监管。与微观审慎相比，宏观审慎的历史要短得多。虽然宏观审慎在 1970 年代末就已提出，并反映在一些国家的金融监管措施中，但长期以来并没有得到应有的关注，甚至被认为是微观审慎的一个宏观视角而已。直到 2008 年金融危机之后，宏观审慎才得到广泛重视，深入探讨其监管定位和工具，并反思其与微观审慎等其他金融监管政策的关系。^⑤

从政策工具角度看，宏观审慎政策主要体现为两个方面，一个是跨空间调节，另一个是跨时间调节。跨空间调节是为了识别和避免系统性风险在不同市场之间的传播和集聚，因而调节工具包括对系统性重要金融机构（Systemically Important Financial Institution）的特殊监管，对金融机构的业务范围、规模和杠杆率等进行适当限制，降低金融机构的风险敞口等。跨时间调节旨在减缓由金融体系的顺周期性对金融稳定造成冲击，通过逆周期调节平滑金融体系的顺周期波动，主要表现为对资本充足度、杠杆率等施加动态的逆周期要求。因此，逆周期调节的目标是，在经济形势向好的时候，通过提高资本要求等方式防止过度信贷和投资；在经济形势转差的时候，适当放松相关要求，以支持扩大信贷和投资。

（三）金融监管目标的部门分配：公共选择理论的视角

金融监管的一个核心目标是维护金融稳定，从经济学角度看，金融稳定问题实质上是个体金融机构或细分市场造成的外部性（externalities），即个体机构或市场的失败造成的影响并不仅限于他们自己，而是具有外溢效应，殃及其他人乃至整个市场。^⑥在这个意义上讲，金融稳定可以被视为一种公共产品。由于现实世界中存在高昂的交易成本，市场很难通过契约机制将个体金融机构或市场的外部性成本内在化，故需要政府介入进行金融监管，通过宏观审慎政策框架实现金融稳定目标。如前所述，审慎监管政策具有特殊性，监管者需要拥有较大的自由裁量空间。然而，自由裁量权在为监管者提供灵活度的同时，也使其易受外界干预，导致监管懈怠或偏私。因此，需要关注金融监管机构的激励和约束问题，以决定如何将监管目标和工具分配给监管者，如何让监管者保有正确的动机和能力去有效行使监管工具而实现监管目标。^⑦

1. 公共选择理论

金融监管者的角色问题，当前政治经济学研究可分两派。一派是“公共利益”（public interest）理论，源于传统微观经济学，将监管者的角色视为监管代理人（regulatory agents），在信息约束下最大化社会福利；另一派是“利益集团”（interest group）理论，认为监管者的行为并非基于公共利益的考量，而是取决于监管关系中各种利益集团的博弈结果。美国经济学家布坎南提出了“公共选择”理论（public choice theory），具体阐述了利益集团与公共选策之间的关系。^⑧该理论建立在“经济人”假设上，即个体行为的目的都是谋求私利的最大化。根据该理论，人类社会有两个重要市场，即经济市场和政治市场。与人们在经济市场上追求自我利益最大化一样，政治市场上的人也是实现个人利益最大化，而非社会利益最大化。因此，公共选策过程实际上并不是根据公共利益进

^⑤ See Bank of England, “The Role of Macroprudential Policy”, Discussion Paper (2009); Bank for International Settlements, “Operationalising the Selection and Application of Macroprudential Instruments”, Committee on the Global Financial System (2012); Charles A. E. Goodhart, “The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2011, No. 2 (2011), pp. 97–123.

^⑥ See Hillary J. Allen, “What Is ‘Financial Stability’? The Need for Some Common Language in International Financial Regulation”, *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 45, No. 4 (2014), p. 946.

^⑦ See John C. Coffee, Jr., “The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to Be Frustrated and Systematic Risk Perpetuated”, *Cornell Law Review*, Vol. 97, No. 5 (2012), p. 1019.

^⑧ 参见 [美] 詹姆斯·M·布坎南 《自由、市场与国家》，平新乔、莫扶民译，北京经济学院出版社 1998 年版，第 12 页；also see James Buchanna, “A Contractarian Paradigm for Applying Economic Theory”, *American Economic Review*, Vol. 65, No. 2 (1975), pp. 225–230.

行选择的过程,而是各种利益集团之间的缔约博弈过程。利益集团是具有相同偏好的个人群体,他们采取各种合法(比如游说等)或非法(比如行贿等)的途径影响公共政策,以维护集团利益。在各种利益集团的博弈中,利益集团规模越小,集体行动成本就越低,其成员就越有积极性去影响政府决策,最终该利益集团的成功率也就越高。^{②⑨}

将公共选择理论适用于金融审慎监管上,主要的利益集团包括金融机构和金融消费者等。与金融消费者相比,金融机构数量较小,但个体利益很大,故金融机构通常更有意愿也更有能力投入资源去影响公共决策,最终在利益集团政治中胜出。从时间上看,对金融稳定问题的社会关注度呈现明显的周期性:当出现金融危机时,要求加强审慎监管的政治力量很强,但一旦危机过去,公众就会很快“好了伤疤忘了痛”,丧失对于金融稳定问题的兴趣,而金融机构一直保有动力去通过各种途径减弱审慎监管,以降低其经营成本。^{③①}因此,除非是处于金融危机期间,金融审慎监管通常难以获得来自于公众的、足够的政治支持,从而使得监管者很难抵制来自于金融机构要求逐步放松监管的政治压力。

2. 审慎监管政策的结构特殊性

尤为重要的是,金融审慎监管政策的结构特殊性使得利益集团政治具有更大的空间去影响监管决策。与其他的监管领域一样,金融审慎监管政策包括两种形式,一种是基于规则(rule-based)的政策,另一种是基于原则(principle-based)的政策。相对而言,前者的规定非常明确,内容和标准不随时间的变化而变化,监管者在执行监管政策时的自由裁量空间很小,因而利益集团影响监管决策的空间也很小;后者比较灵活,具有时变性(time-varying),即根据系统性风险的发展情况不同而不同,需要监管者行使高度的自由裁量权,从而为利益集团影响监管决策提供了广阔空间。在金融审慎监管中,固定规则与自由裁量的运用比例以及监管者进行自由裁量的有效性取决于两个独立但又紧密联系的问题:监管者能否有效地判断系统性风险的发展情况?在对系统性风险判断后,监管者能否有效地选择监管工具?第一个问题涉及监管者对系统性风险的测量能力问题,后一个问题涉及监管者对利益集团影响的抵抗能力问题。

2008年金融危机后,对系统性风险的研究已经有很大的进展。IMF在2009年提出了几个测量系统性风险的数学模型,包括网络模型(network model)、基于资产关联的模型(asset correlation based model)和风险价值模型(value-at-risk model)等,^{③②}但这些测量方法并不令人满意,很难有效地提供系统性风险的预警。原因主要有以下几个:首先,系统性风险的来源众多,很难完全事先预料,故现有的风险测量模型无法进行全覆盖。譬如,传统观念认为只有银行才会产生系统性风险,但2008年金融危机表明任何“大到不能倒”的金融机构都有可能引发系统性问题,包括保险公司;^{③③}另外,回购市场和货币市场的共同基金也有可能发生挤兑风险。^{③④}中国近年来影子银行和互联网金融等新兴金融业态发展迅猛,体量庞大且问题频出,也是系统性风险的潜在来源。其次,2008年金融危机表明,经济体系极其复杂且一直动态发展,系统性风险的不同来源相互作用,在很大程度上具有内生性(endogenous),并不是简单的数量叠加关系,故其综合效果呈现非线性的特

^{②⑨} See Mancur Olson, *The Logic of Collective Action*, Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1965; Dorothy A. Brown, “The Invisibility Factor: The Limits of Public Choice Theory and Public Institutions”, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 74, No. 179 (1996), pp. 179–222.

^{③①} See Iman Anabtawi and Steven L. Schwarcz, “Regulating Ex Post: How Law Can Address the Inevitability of Financial Failure”, *Texas Law Review*, Vol. 92, No. 1 (2013), pp. 96–98; also see note ②⑦, p. 1027.

^{③②} See International Monetary Fund, “Assessing the Systemic Implications of Financial Linkages”, *Global Financial Stability Report* (2009).

^{③③} See note ⑥.

^{③④} See Gary Gorton and Andrew Metrick, “Regulating the Shadow Banking System”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2 (2010), p. 267.

征，某些触发事件可能导致系统性风险的急剧扩大，使得金融体系从一个原本看来非常稳定的均衡状态突然变成断崖式下跌，即所谓的“灰犀牛”现象。其结果是，系统性风险的测量模型在发出红色预警时往往为时已晚。最后，系统性风险的爆发通常都是小概率事件，即所谓的“黑天鹅”事件，其爆发机制可能以前从未出现过，从而也就很少有历史经验的积累；由于金融体系不断发展，包括内在机制、参与者、科技工具和监管手段等，使得风险的产生、传染和集聚方式也不断变化，因而历史经验的指导意义相当有限，依据历史经验建立的风险测量模型只能仅供参考。

五、金融监管体制改革的中国路径

由上，金融监管体制改革应当坚持以防范金融风险为导向，并根据风险类型确定监管政策目标和运用监管政策工具。设计金融监管体制时，其指导原则是将监管目标和工具进行匹配并分配给不同的监管部门，最大限度地利用协同效应而减少冲突效应。金融监管中，特别是宏观审慎监管，监管者需要被赋予一定的自由裁量权，但这为利益集团运作提供了空间。因此，金融监管体制设计需要从政治经济学角度处理好监管机构的激励和约束问题，以保证监管有效性。

具体改革时还要遵循两个原则。第一，改革方案需要符合现代金融特点，特别是中国的金融发展状况。IMF认为，不同的金融体系和经营模式需要与不同的监管体制相匹配，以应对不同的金融风险。^④ 第二，改革路径的选择要符合法经济学成本收益分析。制度变迁的过程不仅要考量收益，也要慎重对待相关的直接和间接成本。从历史经验看，金融监管体制重大改革的成本高昂，而且会导致一定时期内的监管人员流失和监管混乱。因此，我国金融监管体制改革应当基于现实，循序渐进，对国际模式进行比较研究，并在考虑我国具体国情的基础上进行借鉴。

（一）最近改革的评析：分业监管下的加强监管协调和引入功能监管

2017年下半年以来，中国金融监管体制经历了重大改革，有三个重要特征。第一，监管协调能力大幅提升。由于现实中银行和保险业务重叠比较严重，将银监会和保监会合二为一能够有效解决当前急迫的监管协调问题，从监管机构上实现了这两个行业的统一。另外，国务院金融稳定发展委员会被明确定位为“作为国务院统筹协调金融稳定和改革发展重大问题的议事协调机构”，负有统筹协调金融监管重大事项的职责，并由国务院副总理担任主任，在行政级别上高于“一行两会”，从而有利于行使职权，无疑是强化金融监管协调的一个重要机制。第二，虽然将银监会和保监会合并，但新成立的银保监会还是限于银行业和保险业的监管，同时证监会的监管职权没有改变，因此，分业监管的大格局并没有改变，只是行业监管机构从三个减为两个。第三，加强了作为中央银行的中国人民银行的监管角色，突出了审慎监管的重要性。国务院金融稳定发展委员会办公室设在中国人民银行，拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责也划入中国人民银行。

本文认为，上述改革值得充分肯定，通过统筹协调监管努力解决现行“一行三会”体制下存在的诸多问题，并通过提升中央银行的角色强化审慎监管以及对系统重要性金融机构的监管。虽然分业监管模式没有本质转变，但这符合我国现阶段金融特点和市场发展水平。有学者指出，我国金融混业经营还处于初级阶段，跨行业的金融组织、产品和业务并不太多，且我国多年来采取分业监管模式已有一些经验和惯性，因此，目前不宜进行颠覆性的模式变革，而应在分业监管模式的基础上

^④ See International Monetary Fund, “The Interaction of Monetary and Macprudential Policies”, IMF Policy Paper (2012).

进行逐步改良，即从我国的现实情况出发……建立分业监管基础上的协调机制，是更为可取的选择。^⑤

比较法上，除了在加强中央银行的审慎监管职权方面似乎吸取了英国经验之外，^⑥ 上述改革更多地借鉴了美国经验。首先，国务院金融稳定发展委员会对应于美国在2008年全球金融危机后设立的金融稳定监督委员会；其次，中国人民银行扮演更重要的金融监管角色，包括对系统性重要金融机构的监管权，与美联储的情形也基本一致；最后，我国改革后的“两会”仍然是行业监管机构，但强调监管理念要从机构监管转变为功能监管，类似于美国《格莱姆法》和《多德弗兰克法》等在不改变原有分业监管模式基础上加强监管协调和推动功能监管的做法。^⑦

因此，虽然我国改革后还是分业监管的格局，但引入了功能监管的理念。功能监管可以克服机构监管的一些缺陷，包括对于同一功能的金融行为的监管套利问题，不列入金融机构范畴的实体企业从事金融行为的监管缺位问题（集中体现在目前的互联网金融领域），以及金融机构经营活动的人为限制问题等。^⑧ 这些都是我国当前金融监管的急切问题，需要尽快应对，而从机构监管转向功能监管，无需对现有的监管体制进行重大改革，非常契合我国目前的现实需要，能够以尽量快的速度和尽量小的成本解决迫切问题。从历史上看，美国在上世纪末采取功能监管模式的背景与今天中国的情势非常类似，其做法也是作为解决传统机构监管问题的一个实用主义对策。因此，将机构监管转变到功能监管作为当前的改革策略是符合我国国情的。

然而长期而言，功能监管也有自身的重大局限。如前所述，功能监管与机构监管在本质上都属于分业监管，按照金融行业划分监管职责，只是在界定行业属性时采取的标准不同。因此，在实际操作中，即使在功能监管模式下，还是需要面对如何界定行业监管领域的问题。与机构监管相比，有时功能监管面临的困难可能还更大：在机构监管体制下，金融机构的属性可以根据其行业执照进行判定，通常比较清晰；在功能监管体制下，金融功能的认识带有很大的不确定性，尤其是涉及金融创新产品。譬如，P2P网贷在美国被视为证券产品，归口美国证监会监管，而在我国被视为借贷行为，归口中国银监会监管。^⑨

（二）未来方向的展望：双峰（目标）监管模式及其构造

1. 统合监管与双峰（目标）监管的比较

由上可见，最近改革加强监管协调和推进功能监管的做法短期而言是符合我国国情的有效策略，但没有从根本上改变传统的分业监管模式，难以完全解决相关监管问题。实际上，由于利益集团等原因，美国金融监管体制历经改革后仍然没有实现模式转变，一直受到各界诟病，认为这种在原有分业模式上的修补已经无法适应高度发达的美国金融市场的需求。^⑩ 因此，长期而言，在中国金融市场发展到一定阶段后，金融监管体制应当考虑更加根本性的改革，实现监管模式转变，从分业监管转为混业监管。如前所述，统合监管和双峰监管是对于现代金融市场新发展的直接回应，都属于混业监管，从根本上变革了传统的分业监管体制。那么，哪个模式应当成为我国未来改革的方向呢？

^⑤ 参见廖凡“竞争、冲突与协调——金融混业监管模式的选择”，《北京大学学报（哲学社会科学版）》2008年第3期，第109-115页。

^⑥ 关于此问题的详细讨论，参见本文第五（二）部分。

^⑦ 参见本文第三（一）部分。

^⑧ 参见丁俊“功能性金融监管：我国金融监管体制发展的新方向”，《国际金融研究》2001年第3期，第53-56页；陈斌彬：“危机后美国金融监管体制改革述评——多边监管抑或统一监管”，《法商研究》2010年第3期，第141-147页。

^⑨ 参见彭冰《投资型众筹的法律逻辑》，北京大学出版社2017年版，第262-263页。

^⑩ See note ②7, p. 1019; Elizabeth Brown, “E Pluribus Unum—Out of Many, One: Why the United States Needs a Single Financial Services Agency”, *University of Miami Business Law Review*, Vol. 14, No. 1 (2005), pp. 10-26.

表面上，改革后形成的“一委一行两会”结构，只要进一步将证监会与新成立的银保监会合并，就能建立一个高度集中的大金融监管机构，对金融市场进行统一监管，从而实现统合监管。确实，统合监管作为混业监管模式的一种，可以解决分业监管的问题，但在结构上过于简单，不符合金融监管的内在逻辑。前文提到，金融监管政策目标需要与政策工具相匹配，需要尽量发挥协同效应和避免冲突效应。行为监管和审慎监管的政策目标存在重大差异，要求采用不同的监管理念和方式，甚至不同背景的监管人员，两者的冲突效应远远超过协同效应，故而不宜交由同一个监管部门负责。^⑪ 另外，统合监管部门承担过多的、相互冲突的职责，从而可能顾此失彼，出现问题后也难以追责；同时，统合监管还会产生声誉牵连的问题，其内部某一个监管部门出现的问题都会影响到统合监管机构的整体声誉，从而连累其他的兄弟部门。从实践中看，统合监管主要适用于小国金融，比如新加坡、韩国和一些欧洲国家等，^⑫ 由一个单一的金融监管机构监管整个市场具有可行性，成本也低。但中国金融体量已经很庞大，未来将会更大，由一家监管部门进行监管的模式将使其不堪重负，且有权力过大之虞。

根据前文讨论的公共选择理论，政府监管部门的决策实际上是从自身利益最大化的角度出发，对各种不同利益集团诉求的最终权衡结果。^⑬ 当金融机构采取过度冒险或激进的经营方式而导致金融危机时，金融稳定目标遭到破坏，“城门失火殃及池鱼”，其后果不仅限于金融机构自身，而且外溢到社会公众。此时，社会公众对金融稳定问题非常关注，要求加强审慎监管，而作为肇事一方的金融机构备受谴责，自然无抵抗之力，因此，这种公共选择的结果通常是政府加强审慎监管。但当金融危机逐渐远去后，社会公众的关注焦点就会从整体金融市场的稳定问题转移到自己在具体金融交易中的消费者保护问题，而金融机构也重整旗鼓，具有了通过各种途径影响监管部门的力量和空间，此时公共选择的结果就是政府放松审慎监管而专注于行为监管。

因此，“双峰监管”模式应当是中国金融监管体制的长期改革目标。2008年金融危机后，该模式已经成为国际发展潮流。首先采纳统合监管模式并长期作为该模式代表的英国在2013年改弦易辙，转而采用了双峰监管模式，其他诸如南非等国家也纷纷加入这一行列。2008年3月，美国财政部公布了金融体制改革的建议稿，在对各国金融监管体制进行仔细研究和慎重考虑后，认为其长期的改革方向不应是统合监管模式，而是“双峰监管”模式。^⑭

我国改革后的“一委一行两会”结构已经为“双峰监管”模式打好了基础，即以后只需要通过微调将“两会”改为“双峰”：证监会改为负责行为监管的金融行为监管委员会，银保监会改为负责审慎监管的金融审慎监管委员会。从逻辑上看，此次改革合并银监会和保监会、保留证监会的重要原因之一在于，银保监会的监管对象主要是金融机构，监管目标是通过审慎监管保障金融机构安全，而证监会的监管对象不仅有金融机构，还包括上市公司和投资者，除了审慎监管之外更多的是通过行为监管保护投资者。因此，证监会在行为监管方面具有非常丰富的经验，而银保监会在审慎监管方面具有优势，未来将二者分别转变为金融行为监管委员会和金融审慎监管委员会是符合监管逻辑和改革进程的。

2. “双峰（目标）监管”的具体构造：二元结构抑或三元结构？

在明确了“双峰监管”是长期改革方向之后，进一步的问题是，“双峰监管”模式又可分为两个版本，即“二元结构”和“三元结构”，二者都有理论上的支撑，主要区别在于如何处理审慎监

^⑪ 参见本文第四（二）部分。

^⑫ 参见本文第三（二）部分。

^⑬ 参见本文第四（三）部分。

^⑭ See US Department of the Treasury, “The Optimal Regulatory Structure”, Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure (2008), pp. 137–180.

管特别是微观审慎监管的问题。鉴于系统性风险的特殊性,无论是澳大利亚的“二元结构”,还是荷兰或英国的“三元结构”,宏观审慎都是交由更为强势、更为独立的中央银行负责,二者的分歧在于中央银行是否也应当负责对于个体金融机构的微观审慎监管。^{④⑤}在上述两个“双峰监管”的版本之间又当如何选择呢?

一方面,让中央银行负责微观审慎监管有一定的合理性。如前所述,2008年金融危机告诉我们,宏观审慎不是微观审慎的简单相加,二者之间有重大区别,但相互又有间接影响,故将微观审慎与宏观审慎结合起来能够获得协同效应。另外,货币政策和审慎监管也有协同效应。^{④⑥}譬如,为了制定适当的货币政策和担当最终贷款人的角色,中央银行需要个体金融机构在金融稳健性方面的数据和信息。^{④⑦}

但另一方面,中央银行负责执行货币政策,担任最后贷款人的角色,与微观审慎保证个体金融机构安全的目标存在冲突效应。譬如,如果中央银行也负责微观审慎监管,那么,当一家金融机构出现危机时,中央银行就可能会被迫提供流动性支持,从而导致道德风险问题。^{④⑧}此外,从监管文化上看,中央银行通常对银行比较熟悉,但不适合监管其他类型的金融机构,从而导致所谓的认知俘获(cognitive capture)问题,即监管部门长期与某个行业接触和交往,在决策过程中过度依赖该行业提供的信息,逐渐受其影响而变得持有一致的价值观和世界观。^{④⑨}认知俘获使得监管部门在潜移默化中认同某个金融行业对于有关问题的做法和看法,并将其不自觉地推广适用于其他领域,但实际上未必适合。譬如,《多德弗兰克法》第115节赋予了美联储监管系统性重要金融机构的职责,但作为传统的银行监管部门,美联储在行使上述职责时总是有意或无意地带着银行监管的有色眼镜,将银行监管的一些思维和做法,比如资本要求、杠杆限制、流动性要求和信用敞口报告要求等,几乎照搬适用于非银行的系统性重要金融机构的监管。^{⑤⑩}美国有学者指出,解决审慎监管中认知俘获问题的根本之道在于设立一个单独的监管部门,认为澳大利亚的“三元结构”更为合理。^{⑤⑪}

至于上述的冲突效应与协同效应的主次问题,目前还缺乏全面可靠的实证研究。虽然英国在2013年改革其金融监管体制时采用了荷兰版的“二元结构”“双峰监管”,但这并不能说明“二元结构”就一定优于“三元结构”。英国2013年改革将审慎监管职权全部划归中央银行,从政治经济学的角度进行理解可能更为现实,即保守党上台后为履行其竞选承诺,进而将金融危机归因于工党政府的不当政策抉择。^{⑤⑫}实际上,在2008年金融危机中,采用“三元结构”的澳大利亚表现很好,没有出现重大问题,而采用“二元结构”的荷兰则损失不小。譬如,荷兰银行(ABN Amro)的收购和分拆交易成为2008年金融危机的一个牺牲品,由于可能触发系统性风险,荷兰政府被迫出手救市;另外,荷兰中央银行担负微观审慎监管职责,但在具体监管中出现不少问题,荷兰政府对这

^{④⑤} 参见周建松“关于中央银行与银行监管体制的思考”,《金融研究》2002年第10期,第88-93页;刘志洋“宏观审慎监管机构安排的国际实践”,《国际金融研究》2012年第8期,第77-84页。

^{④⑥} 参见本文第四(二)部分。

^{④⑦} See Eddie A. George, “Are Banks Still Special?”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 37, No. 1 (1997), p. 113.

^{④⑧} 参见本文第四(三)部分。

^{④⑨} See James Kwak, “Cultural Capture and the Financial Crisis”, in Daniel Carpenter and David Moss eds., *Preventing Regulatory Capture: Special Interest Influence and How to Limit It*, Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 71; John C. Coffee, Jr., “Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight”, *Columbia Law Review*, Vol. 111, No. 4 (2011), p. 815.

^{⑤⑩} See William M. Butler, “Falling on Deaf Ears: The FSOC’s Evidentiary Hearing Provides Little Opportunity to Challenge a Non-bank SIFI Designation”, *North Carolina Banking Institute*, Vol. 18 (2014), p. 668; 袁达松“系统重要性金融机构监管的国际法制构建与中国回应”,《法学研究》2013年第2期,第190-208页。

^{⑤⑪} See Hilary J. Allen, “Putting the ‘Financial Stability’ in Financial Stability Oversight Council”, *Ohio State Law Journal*, Vol. 76, No. 5 (2015), p. 1138.

^{⑤⑫} See Ellis Ferran, “The Break-UP of the Financial Services Authority”, *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 31, No. 3 (2011), p. 455.

些问题进行多次调查后发现，中央银行的监管执行力度不足是一个主要原因。^⑤ 毋庸置疑，执行问题可能有很多方面的原因，但如前所述，监管目标冲突会导致监管效率低下。当然，无论是澳大利亚版的“双峰监管”，还是荷兰版的“双峰监管”，建立时间都不长，它们的优劣对比还需要更多的实践检验，现在进行终局评判为时尚早。

目前，国际上对于微观审慎监管权的分歧也反映在我国的最近改革之中。根据国务院机构改革方案，拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行，因而新成立的银保监会只是一个微观审慎监管的执行机构。质言之，这次改革将微观审慎监管权一分为二，其中政策制定权归于中央银行，而政策执行权赋予一个单独的监管机构。因此，这一方案既不同于荷兰和英国将微观审慎交由中央银行负责的“二元结构”，也不同于澳大利亚将微观审慎交由一个独立于央行的第三方机构负责的“三元结构”，而是介于二者之间，将微观审慎交由中央银行和第三方机构共同负责。这是中国对金融监管体制改革的一个大胆而有益的创新，虽然实践效果如何还有待时间检验，但必定会对国际上对上述问题的争论提供重要的中国思路和经验，为未来改革奠定基础 and 指明方向。

结 论

我国最近对金融监管体制的一系列改革，包括在 2017 年 11 月设立国务院金融稳定发展委员会和 2018 年 3 月出台国务院机构改革方案，其核心在于加强监管协调，引入功能监管和强化审慎监管，但仍然保留了以行业为划分基础的分业监管体制。

虽然最近改革没有在根本上转换监管模式，但这符合我国现阶段的金融市场特点和行业发展水平，值得肯定；但长期而言，随着中国金融市场的发展，金融监管体制应当进行监管模式转换，从分业监管完全变为混业监管；在混业监管模式中，不宜采用将各个分业监管机构简单合为一体的综合监管模式，而应采用目标（双峰）监管，按照行为监管和审慎监管的目标差异划分监管职责和设立监管机构。

【主要参考文献】

1. [荷] 简·丁伯根 《经济政策：原理与设计》，张幼文译，商务印书馆 1988 年版。
2. [美] 詹姆斯·M·布坎南 《自由、市场与国家》，平新乔、莫扶民译，北京经济学院出版社 1998 年版。
3. 廖凡 “竞争、冲突与协调——金融混业监管模式的选择”，《北京大学学报（哲学社会科学版）》2008 年第 3 期。
4. John C. Coffee, Jr., “The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to Be Frustrated and Systematic Risk Perpetuated”, *Cornell Law Review*, Vol. 97, No. 5 (2012).
5. Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker, *Institutional Structure of Financial Regulation: Fundamental Theories and International Experiences*, London: Routledge, 2015.

（责任编辑：姚海放）

^⑤ See De Wit Commission, Parliamentary Investigation Financial System (Party I), The Hague (2010); De Wit Commission, Parliamentary Investigation Financial System (Party II), The Hague (2012).

nature of the rules on the pledge and assignment of account receivables, so as to lay down a robust foundation for the uniform electronic recording system and resolve the potential institutional conflict between the legal framework on the pledge of receivables in the “Real Property Law” and that on the assignment of receivables in the “Contract Law”, and thus modernize the future civil legislation.

Key Words Right to Earnings; Security Transfer of Receivables; Recording for Attachment Recording for Perfection; Notice; Set-off

Wang Lebing, Ph.D. in Law, Lecturer of Law School of University of International Business and Economics.

On Financial Supervision Competition and Its Legal Governance

FENG Hui • 110 •

Supervision competition is an important feature of Chinese financial supervision system. The formation of the competitive landscape between securities, banking, insurance and other financial supervision institutions originated from the supervision tradition of “control”, which was gradually promoted to improve the actual efficiency of supervision and was strengthened in the interests of the fast-growing financial industry. The State Council’s new institutional reform has changed the form of supervision competition, but has not changed its substance and motivation. Supervision competition has formed complex institutional effects on financial markets. It has increased the difficulty of supervision coordination while refining the supervision division and improving the efficiency of supervision. It has strengthened the supervision capacity while deepening the dependence of financial markets on supervision. It has accelerated the establishment of supervision legal systems while the establishment has intensified the tendency of “colonialism”. At present, the governance strategy based on central bank containment and institutional and personnel adjustment cannot solve the negative externalities brought about by financial supervision competition, but will weaken its institutional competitiveness. Under the background of mixed financial operation and separate supervision, a reasonable approach to legal governance should encourage regulators to shift from supervision authority-oriented competition to public product supply-oriented competition, to build an effective and substantial supervision coordination mechanism to curb the negative externalities of supervision competition, to promote the connection between legal supervision rules and industry supervision rules, internal supervision rules of financial enterprises, and to strengthen the private implementation of legal norms of financial supervision.

Key Words Financial Supervision; Supervision Competition; Public-Private Integration; Supervision of Public Product Supply; Supervision Coordination

Feng Hui, Ph.D. in Law, Associate Professor of University of International Business and Economics Law School.

The Logics and Path of China’s Financial Regulatory Structure Reform:

International Experiences and Local Choice

HUANG Hui • 124 •

China’s financial markets have developed rapidly in recent years, with the emergence of new types of fi-

nancial organizations, business models and financial products, bringing significant challenges for the traditional institutional sectors-based regulatory framework. In response, China's financial regulation has undergone significant reforms, including the establishment of the State Council Financial Stability and Development Committee in November 2017 and the organizational adjustment of the State Council in March 2018, as a result of which the previous 'one bank, three commissions' changes to 'one committee, one bank and two commissions'. The gist of this reform is to strengthen regulatory coordination, introduce functional regulation and improve prudential regulation, but still keeps the sectors-based regulatory framework. As to regulatory logic, in accordance with Tinbergen's rule and public choice theory, financial regulation should be focused on the prevention of financial risks, identifying the regulatory objectives, finding corresponding policy tools, making most use of synergy effects and minimizing conflict effects, and ensuring that regulators are able to resist the influence of interest politics. In terms of reform approaches, the recent reform does not fundamentally change the regulatory model, which is consistent with the current local conditions in China, but in the long term, with the further development of the markets, China should, by learning from overseas experiences with due consideration of local conditions, make a paradigmatic change to its regulatory model, namely from sectors-based model to integrated model, and further choose the twin-peaks model rather than the single-regulator model.

Key Words Financial Regulatory Model; Sectors-based Regulation; Integrated Regulation; Regulatory Tools; Regulatory Objectives; Law and Economics

Huang Hui, Ph.D. in Law, Professor of Law School of The Chinese University of Hong Kong.

Criticism on "Schlüsselgewalt"

WANG Zhantao • 138 •

It is not advisable to advocate that the civil code should revert to the Schlüsselgewalt. The basis of the Schlüsselgewalt, division of labor between men and women is inconsistent with the fact that contemporary husbands and wives co-manage the household. The Schlüsselgewalt binds spouses as joint debtors, and in practice it has been a free ride of the creditor, and it is discriminating the married partners, and it is also causing violations against the civil law doctrines. The Schlüsselgewalt is mistakenly used to interpretate and construct the rules of community debts, which violates the relativity of debt and the spirit of community property regime. The Austrian, Swedish, Scottish family law and Commission on European Family Law have either scrapped or changed the Schlüsselgewalt. The latest wave of the Civil Code codification in central and eastern Europe have not adopted the Schlüsselgewalt. Under the global trend of Schlüsselgewalt towardings to spousal authorization for legal transactions, the marriage and family law in the codification of civil law may abandon the "following strategy" and shift to design new marital representation rules.

Key Words Schlüsselgewalt; Creditor Protection; Principles of European Family Law; Relational Autonomy

Wang Zhantao, Ph.D. in Law Candidate, Faculty of Law of Göttingen University.