



# 书籍 Squam湖畔会议报告

## 如何修复金融系统

肯尼斯·弗伦奇, 马丁·贝利, 约翰·坎贝尔, 约翰·柯察兰内, 道格拉斯·戴蒙, 达雷尔·达菲, 安尼尔·卡夏, 弗雷德里克·米什金, 拉古拉迈·拉詹, 大卫·沙尔夫斯坦, 罗伯特·希勒, 申铉松, 马修·斯劳特, 杰里米·斯泰恩 以及 勒内·斯塔茨

Princeton UP, 2010

其他语言版本: 英语

## 导读荐语

2008年秋, 十五位知名经济学家、学者与决策者聚首位于偏远的新英格兰度假胜地Squam湖畔, 共同商讨“全球金融危机”的应对方案, 这本薄册子也因此得名《Squam湖畔会议报告》。会议以来势汹汹、震惊世界的经济事态为背景, 因此与会者的目的在于合作商讨解决之道, 这为此次峰会增添了权威的色彩。不过, 这些经济界的权威人士无党无派, 会议既没有商业赞助, 也没有政治目的, 而是通过分享各自具有的专家观点的方式, 进行了思维的碰撞。他们的解决方案涵盖银行改革、金融产品、金融监管、工资薪酬、退休养老保险和对冲基金等方面, 这些无一不是造成此前金融危机的罪魁祸首。他们为何有汇总这些观点的想法? 是为了指导政治领导人与金融领袖——如果他们愿意洗耳恭听——使他们了解, 制定必要的法律有助于防止或降低将来发生危机的可能性及造成的恶果。*BooksInShort* 希望将这一善言忠告推荐给研究全球经济的学者和参与全球经济的人才。

## 要点速记

- 2008年全球金融危机爆发后不久, 十五位经济学家随即聚首美国新罕布什尔州Squam湖畔, 商讨全球经济问题的解决方案。
- 为解决金融危机中暴露出来的各种问题、利益冲突与银行灾难, 他们提出的九大立法建议, 包括:
- 为“金融市场启用系统的调控机制”, 发挥中央银行的监管作用。
- 为“金融市场建设全新的信息基础设施”, 披露对冲基金与衍生品之类的“影子银行系统”。
- 调控“退休储蓄”, 监管金融管理层的工资薪酬。
- 调控“混合证券”, 开发更快、更好的危机解决方案。
- 设立票据交换所与交易所, 监控信用违约掉期交易。
- 通过要求说明清偿能力与设立制度上的“生前遗嘱”, 完善银行“资本适当充足要求”, 减少银行挤兑现象。要求经纪人将客户基金与机构基金分离开来。
- 新改革应规定破产责任由金融机构承担, 而非纳税人承担。
- 如果Squam湖畔会议报告的提议在全球金融危机爆发之前便付诸实践, 贝尔斯登、雷曼兄弟和美国国际集团(AIG)的历史也许会重写。

## 浓缩书

### Squam湖

2008年秋, 经济风暴凶猛来袭, 位于美国新罕布什尔州的Squam湖风平浪静, 十五位权威经济学家齐聚一堂, 提出一系列解决建议。他们目的何在? 目的在于指导并协助政治家和决策者进行金融体系改革。十五位权威人士特别建议, 要集中消除原本规范严密的立法出现百密而一疏的负面后果。

尽管当年经济危机来势汹汹, 十五位经济学家更关注长远问题及其解决方案。他们分析并一致赞同在以下九大主要领域着手金融体系的改革: 银行监管、金融透明、退休养老保险制度的改革、资本适当充足要求、金融高管薪金报酬、银行资本化、道德风险及包括对冲基金、信用违约掉期、经纪券商和投资银行在内的“影子银行系统”。专家们合作编撰报告, 针对每个主题进行论证推理并得出结论。为能让政府领导人在“实时政策会谈”中

引用并借鉴他们的结论，专家们先后与美国国会、美联储、欧洲央行、英格兰银行、法兰西银行及其他全球性高端政府机构的成员交换了意见。

“我们希望为正在进行的资本市场改革提供指导——包括从结构、功能和调控等方面。”

Squam湖畔会议提出一系列解决方案的两大基本原则包括：首先，专家们希望立法者能够考虑改革给整个金融市场，而不仅仅是个别公司带来的影响；其次，任何新法规都应要求破产成本直接由金融公司承担，而非纳税人承担。若能摒除所谓“企业规模过大导致不能破产”的规定，将在企业中间引导一种更为理智的冒险作风。2008年秋发生的那些经济事件——美国政府接管房利美(Fannie Mae)与房地美(Freddie Mac)房产中介公司、雷曼兄弟(Lehman Brothers)破产及美国国际集团(AIG)、荷兰国际集团(ING)和瑞银集团(UBS)紧急救助等事件——都构成了全球信用缺失的事实。“不可思议的市场反常”导致各大银行以及对冲基金、套汇商人和其他影子银行全球运营商等，都丧失了资金流动性。这场危机揭露了金融体系的四大弊端：

1. “利益冲突”——金融交易内在的极不确定的未来收益，意味着交易者在高收益且能获得丰厚报酬的交易里甘愿承担更多风险，相反，却没有承担损失的义务。股东在公司高管人员问题上也面临类似的利益冲突，即“代理人问题”，当高管们的薪酬没有与公司股值充分挂钩时，他们的行为就有可能不顾风险，并采取不当策略。银行投资人并不赞成身处困境的银行募集新资本，原因在于他们害怕自己所持的股份遭到稀释，结果引发“债务积压”。多种利益冲突将金融投资者推向社会最大利益的对立面：即健全的金融机构能够刺激经济增长与就业，然而问题银行却会引发经济衰退，以至于让政府出面拯救。这类个人资本的收益与社会利益的损失之间的矛盾，意味着投资者的成功完全建立在损害纳税人利益的基础之上。“企业规模过大以至于不能破产”这样的想法增加了金融系统的固有风险，是对资本主义社会自由的嘲讽。
2. “破产与解决程序”——美国的破产制度允许公司在拯救财务状况的同时持续经营。但这对银行却行不通，因为银行的一切运营业务都与财务状况相关。况且，因为银行筹资的短期性，一旦出资方听到一点点坏风声便匆忙抽离资金，很快就能拖垮整家银行，就连加入保险的存款户也会去各自的银行“挤兑”，他们宁愿马上取出现金，也不愿等待政府机构的偿还。于是，问题银行不得不拍卖资产，这种方式会将价格陡然拉低，并殃及其他银行，一家银行出了差错，金融机构之间错综复杂的联系将引发多米诺效应。随着银行的消失，其机构信用也将消失，而出资方的损失就会威胁到其所有的商业客户。
3. “银行挤兑”——全球金融危机期间，金融机构经历了“现代版的银行挤兑”。凭借商业票据、回购协议及其他抵押借款一夜之间便使成功融资的投资银行发现，许多曾经的合作伙伴纷纷出逃。由于市场充满不确定因素，出资方希望得到更多担保，甚至连已获担保的交易都弃之不理。利用投资银行的机构经纪部门促成交易的对冲基金，从任何一家他们认为可疑的公司撤出了担保，拒绝继续生意上的往来。贝尔斯登(Bear Stearns)就是因为一家主要客户的撤资而眼睁睁地看着50亿美元现金骤然消失；随后其价值180亿美元的“金融资产池”被搅得其乱不堪，一个星期之后，贝尔斯登轰然倒闭，成为一次“破坏性的、自作自受的”银行挤兑的受害者。
4. “调控结构的不力”——多年来处于衰退趋势的金融调控无法赶上金融创新的步伐。新的金融产品和服务能改善经济，但如果得不到合理监控，也会破坏市场。创新往往源于法律上的某些限制，只针对个别银行的零散规定并不足以先发制人地监控错综复杂、相互关联的金融市场。

“有了恰当的新规定，金融公司可以再次承担起连接贷方和借方的重大角色，从而有助于提高世界各地人民的生活水平。”

假设下文中的“Squam湖畔”会议上的政策提议能在2008年以前付诸实践，它们也许会减轻甚至防止全球经济危机导致的很多最可怕的后果：

## “为金融市场启用系统的调控机制”

目前的监管机制只是严格地关注个别银行的安全和稳健程度，却忽略了公司与市场之间的连带关系及金融创新带来的变化。远的不说，只要看看影子银行系统就足够了，这一系统不受现行立法的监控，能够自由地进行交易。相反，每个国家都应设立一个调控机构，负责监管本国财政系统的健康与稳定。这个系统的调控机制应与短期的、具有政治意义的消费者保护政策区分开来，中央银行应承担这一职责：作为经济活动的枢纽，中央银行应与市场各方协作，它是典型的非政治性机构，而且拥有干预危机的财权。

## “为金融市场建设全新的信息基础设施”

由于缺乏有效的信息，令市场管理者拯救AIG和其他金融公司的步伐受到阻碍。要求金融机构提供衍生品的相关数据，能提高相应产品信息的曝光率；将就有关“债券、抵押和有资产担保的证券”等信息的披露，会揭示出现强制清盘时的廉价拍卖风险。各国政府需要建设一个能够收集、分析、报告并应对突发危机讯号的信息基础设施。

## “对退休储蓄实施监管”

许多美国企业实行的是“养老金的固定缴款计划”，由员工选择如何进行养老储蓄投资。尽管这类计划赋予了员工把握投资的权力、获得企业破产后有一定保障以及转换工作的一些便利，但同时却让人们难以理解投资的意义。居民的投资选择与政府利害相关，因为公民的收入能够减轻社会福利的压力。为退休账户提供一个简单而规范的信息说明，正如食品标签一样，应标明投资产生的费用和 risk 预测，而非只是说明过去的收益，因为后者可能会误导投资者。没有明确表示退出退休储蓄计划的员工应在默认状态下，自动将工资的5%投资到公司的退休计划或各类投资计划中，当然他们在雇主股份中所占的份额将有所受限。

## “改革资产适当充足要求”

经济的发展仍然依靠银行将金钱从储蓄者转移到借贷者手中，因此，银行需要更能反映其相关风险预测的资产适当充足要求。关系广泛的大型银行应比小型当地银行持有更多的资本；同理，自筹资金、短期负债风险更大的银行应比依赖稳定客户存款的银行持有更多的储备金。一家银行的资产流动性越小，资本费用就应越高。调控机构必须减轻资产适当充足要求的提高带来的潜在负面影响，例如银行价格竞争力的减弱会促使消费者转投更小的、或者甚至是海外金融机构。

## “调控金融界管理层薪酬”

尽管金融管理层的高薪吸引了不少媒体的眼球，然而监管机构却不应通过立法规定银行家的薪酬。市场是酬劳的最佳温度计，真正的金融技能是

可以辨别且利润丰厚的，不过一旦失手代价便昂贵得可怕。一位投行家可以把一个投资理念转化成一灾；也可以带来丰厚收益的成功；还可以迅速变换竞争的阵营。尽管如此，那些金融体系意义重大的金融机构的主管薪酬仍然是可监管的对象，尤其是在银行家鲁莽冒险的情况下进行监管，能够大大地减少他们的非法所得。公司应连续若干年从高管的年薪中扣除一部分数额可观的固定薪水，如果该高管辞职或遭解聘，或者公司解散或接受了政府资助，他将失去这部分“保留金”。而这样的“保留金”也能作为公司应对危机的救济资金。

## 发行“混合证券”

要防止牺牲纳税人利益的紧急救助，金融机构应发行长期混合证券——在困难时期来临之前——起先可以是债券的性质，而后转为有具体条件限制的证券。系统调控机构将在危机爆发时宣布债券转为证券，其结果必然致使资金立刻涌入困难市场。这样一来，维持银行偿付能力的责任将一直留给股东肩负，而非落在公众的头上。决策者和银行管理层应合作研究这类证券的细节问题。

## “改善解决方案”

错综复杂的国际化公司在金融危机中需要政府的介入，因而为监管机构带来了挑战无数。监管机构不具备合理的法律权威，既无法出售或重组那些受无数监管体系限制的私有企业，也无法理清企业内部的各下属公司及其外部各合作方之间的关系网。支撑金融体系的重要的金融机构每个季度都应实时更新一份所谓的“生前遗嘱”，即在危机中解散或重组的指导方针。这种“迅速的解决方案”提供企业最新的细节信息，包括法律结构、股东组成、临时负债、合同、主要资产等内容，业务极其复杂的银行应留存更多资金。全球性的监管机构现应着手谈判以取得一个统一的、跨国解决程序。

## “信用违约掉期，票据交易所和交易所”

经济低迷可在价值25万亿美元的信用违约掉期市场引发全面海啸。票据交易所作为信用违约掉期各方的缓冲器，有助于减缓金融危机带来的系统影响。交易各方并不与彼此直接接触，而是直接面向交易所，后者将获得债务总额，降低总体曝光率。交易所——也应当清算其他衍生产品——必须持有足够的资金，并根据法律有效控制其业务操作。金融机构应在交易所或报告系统内进行经常性衍生品的交易。

## “经纪人，经销商，银行挤兑”

从某种程度上说，银行经纪人在交易中可能将机构经纪部门中的客户资产与私人所有资产混合，实现短期筹资。因此，当恐慌来临，一旦对冲基金和其他客户抽离担保，银行挤兑现象便产生了。要求基金实现更大程度的分离，将会降低银行挤兑的可能性。对经纪人、经销商和银行的流动性提出要求，将不再把客户资产当作资金筹措的可靠来源。

## 假如……

假如这些建议在全球金融危机之前便付诸实践，贝尔斯登公司就能依靠其混合证券和保留金获得资金支持，如其生存下来，也会为监管机构提供在关键时刻的重要数据。如果事先建立一个系统的调控机构，它将发现房利美与房地美的风险，并责其募集更多资金。如果雷曼兄弟对其经营形势和衍生品清算能有一个定期的常规报告制度，其对整个金融体系的威胁也会大幅降低，破产也会更为有序。总之，Squam湖畔会议的每一项建议都能为AIG所用。

## 关于作者

**肯尼斯·弗伦奇** (Kenneth R·French)：达特茅斯学院 (Dartmouth) 教授，组织协调了十五位共同作者，包括美国金融协会前任、现任和下任会长，前美联储理事，前国际货币基金组织首席经济学家，及几位担任克林顿和小布什总统经济顾问委员会的成员。他们是：**肯尼斯·弗伦奇** (Kenneth R·French)、**马丁·贝利** (Martin N·Baily)、**约翰·坎贝尔** (John Y·Campbell)、**约翰·柯察兰内** (John H·Cochrane)、**道格拉斯·戴蒙** (Douglas W·Diamond)、**达雷尔·达菲** (Darrell Duffie)、**安尼尔·卡夏** (Anil K·Kashyap)、**弗雷德里克·米什金** (Frederic S·Mishkin)、**拉古拉迈·拉詹** (Raghuram G·Rajan)、**大卫·沙尔夫斯坦** (David S·Scharfstein)、**罗伯特·希勒** (Robert J·Shiller)、**申铉松** (Hyun Song Shin)、**马修·斯劳特** (Matthew J·Slaughter)、**杰里米·斯泰恩** (Jeremy C·Stein)、**勒内·斯塔茨** (René M·Stulz)。

---

---