

第六章 金融领域：前进的时刻已经到来

《巴塞尔协议Ⅲ》框架除剩余的完善、校准工作外，已接近完成，贯彻落实和严格监管是目前的重点工作。在监管方面，不确定性消退，银行需要不断调整其商业模式，适应新的市场环境，包括解决不良贷款（NPLs）等遗留问题。一旦金融领域修复完成，更加安全、强大的银行无疑将大幅提升经济的抗风险能力。

未来，银行的任何商业模式调整都将在一个具有挑战的宏观经济环境下进行。包括低利率、负利率（见第二章）在内的各种因素都将对还未完成资产负债表修复的银行造成困扰。

机构资产管理公司，尤其是人寿保险公司和养老基金也在承受类似的压力。由于它们的表现很大程度上受利率环境影响，且他们的产品组合丰富多样，持续低利率使其难以实现目标回报率并维持资产负债结构。面临挑战最严峻的领域包括保险和互助基金监管。

本章将研究金融业面临的挑战。第一节主要回顾国际银行、保险公司和养老基金的发展近况。第二节讨论接近完成的《巴塞尔协议Ⅲ》监管框架，并评估该框架下更加稳健、资本金更充足的银行系统将给宏观经济带来的影响。第三节讨论上述措施将对非银行领域造成的影响。

应对富有挑战的环境

银行：应对艰难的逆风局面

目前，银行仍在完善其资产负债表。各个银行，尤其是欧洲的银行进一步提高了资本充足率，降低了资产负债表杠杆（图 6.1，左图），各种力量都在推动此类调整，引入新的监管框架就是其中一股重要的力量。此外，在几次危机中银行损失惨重，这促使投资者更加谨慎地看待银行的风险与回报，他们更倾向于投资资本充足率更高的银行。

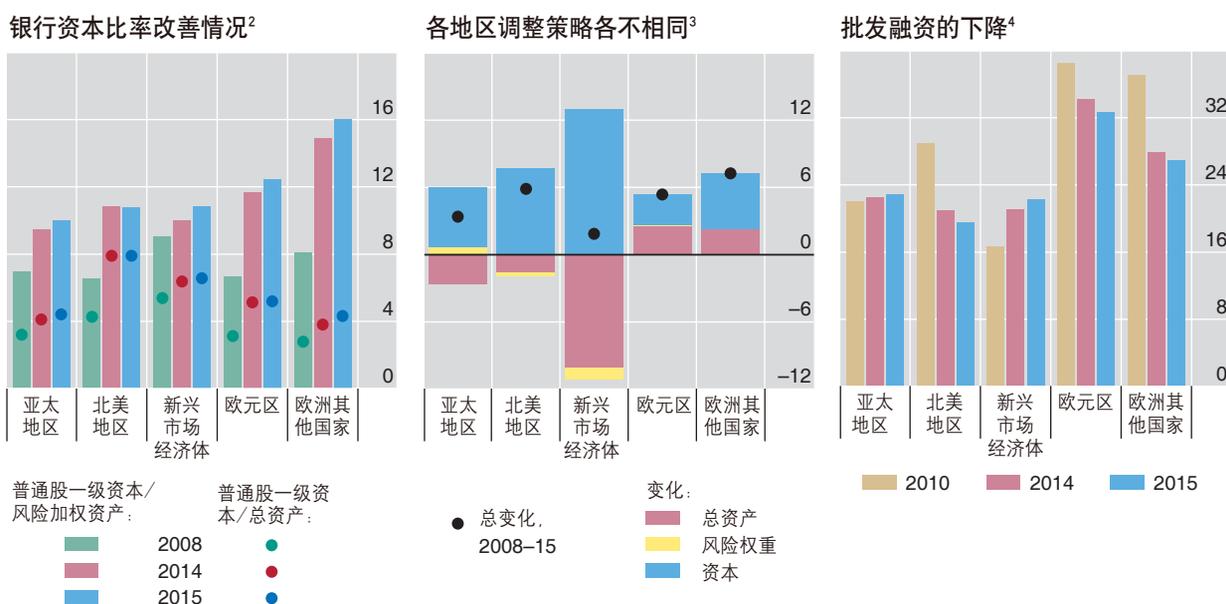
为提高资本充足率，银行采用了不同的策略，由此也反映出它们面临的不同的经济环境（图 6.1，中图）。留存收益是重要的资本来源之一，大多数欧洲银行在资本充足率提高的同时，资产负债表收缩。而北美和新兴市场经济体（EMEs）的大银行资本充足率的提高则伴随着资产负债表的扩大和贷款需求的增长。

银行融资模式的基础也得到了稳固，进一步增加了银行的抗风险能力。对短

银行系统抗风险能力正在提高¹

百分比

图6.1



1. 样本包括超过100家总资产在2014年超过100亿美元的银行。亚太地区：澳大利亚和日本；新兴市场经济体：巴西、中国、中国台北、中国香港、印度、韩国、马来西亚、俄罗斯、新加坡、南非和土耳其；欧元区：奥地利、比利时、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、荷兰和西班牙；北美：加拿大和美国；其他欧洲：丹麦、挪威、瑞典、瑞士和英国。2. 比率中位数；由于新的资本/风险权重资产 (RWA) 定义调整不完善，2008年数值可能有所夸大。3. 图表将普通股一级资本比率变化分解，圆点体现了总比率的变化，某一特定组成部分的贡献则以其柱形的高度显示，若贡献为负，表示该部分起到降低资本充足率的作用。数据皆为加权平均数，权重为2015年底的总资产。4. 区域批发融资除以区域总资产。

资料来源：B Cohen and M Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, no 443, March 2014; SNL; BIS计算。

期批发融资的依赖导致了近期金融危机的迅速蔓延，目前许多先进经济体的银行都已减轻了对这一融资渠道的依赖（图 6.1，右图）。同时，银行持有的优质流动性资产不断增加，为它们提供了额外的缓冲。大多数受巴塞尔银行监管委员会监管的银行都提前达到了流动性覆盖比率要求，远远早于 2019 年 1 月 1 日的最后期限¹。

鉴于银行在强化资产负债表方面已取得了一定成效，目前，维持其抗风险能力的关键在于保证持续盈利的能力。经验证据表明，资本充足率高的银行融资成本往往更低，发放的贷款往往更多（专栏 6.A）。然而股权投资者对银行的盈利前景仍持谨慎态度，这表明目前银行营业模式调整进展程度参差不齐。许多指标表明，许多先进经济体银行的股票价值仍未从经济危机中恢复，市场价值常常低于其账面价值（图 6.2，左图）。

目前，银行除面临修复资产负债表和提高收益率的挑战外，还面临着周期性和结构性的双重阻力。关键性挑战在于增长前景和利率持续低迷。这些因素可通

1. 更多细节，参见 BCBS, *Basel III I monitoring report*, March 2016。报告还指出，银行的平均水平已经维持在 2018 年 1 月 1 日前有效的净稳定融资率 (NSFR) 高于最低要求。

有些关于更高银行资本对宏观经济影响的讨论认为，更高的银行资本将增加融资总成本（包括股权融资和债券融资），从而导致贷款息差上涨，贷款减少。这种论断与米勒—莫迪利安尼（MM）模型有明显偏差，该模型认为，银行资本结构与融资成本不相关^①。

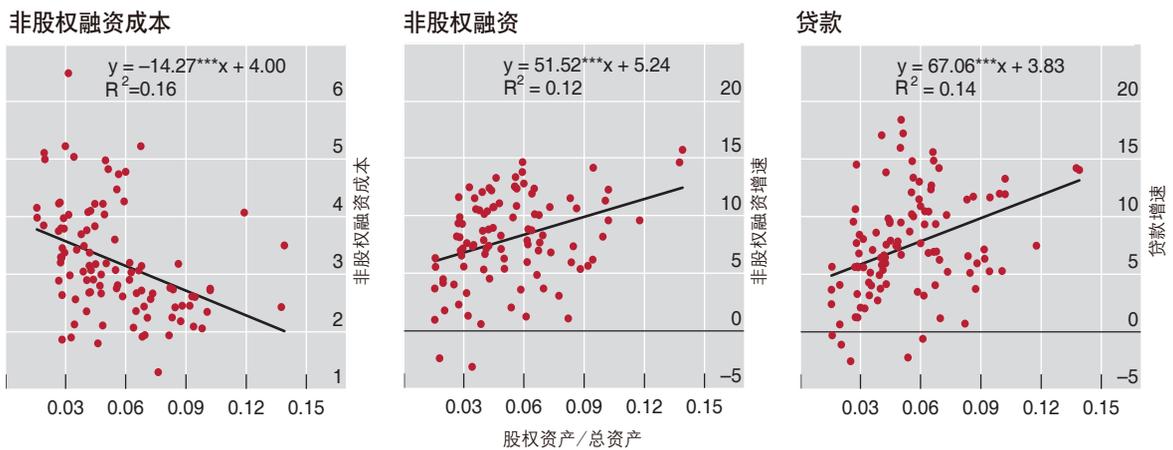
虽然MM模型的这种偏差有理有据^②，但不足以证明银行资本提高会导致贷款减少。事实上，最近的研究表明相反的结论可能是正确的：银行资本的提高会导致银行贷款的增加。例如EBA的一项研究（2015年）发现，在用作样本的欧洲银行中，资本的提高会明显带动贷款的增加。此外，Michelangeli和Sette的一项研究（2016年）使用精细数据对网络促成的抵押贷款进行分析，结果表明资本越充足的银行贷款量越高^③。

资本越充足的银行贷款量越多，其中一个重要的潜在原因在于资本充足的银行借款成本更低。Gambacorta和Shin的研究（2016年）发现，资本与总资产比率每增加1%，融资成本（非股权融资）将下降4个基点。鉴于非股权融资往往占银行总负债的86%，由此产生的对整体融资成本的影响相当可观，并足以减少假设通过股权融资渠道额外融资的成本。

银行杠杆水平¹

1995—2012年平均水平，百分比

图6.A



1. 散点是105家国际银行以下指标的平均数：融资成本平均数、非股权融资平均增速和贷款年平均增速。每个点代表一家银行，数值为1995—2012年期间的平均数，***表示1%。
资料来源：Gambacorta and Shin(2016)；Bankscope。

图6.A展示了1995—2012年，被选作样本的银行平均杠杆水平（股权资产占总资产的比率）。三栏分别展示了杠杆水平与非股权融资成本（左图）、非股权融资（中图）和贷款（右图）的关系。虽然散点图基于原始数据，未经统计管理，结果可能受噪声影响，但明显可见，杠杆率越低，债务融资成本越低，非股权融资和贷款增速越快。^④

① 参见 F Modigliani and M Miller, “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, vol 48, no 3, 1958, pp 261–297。②参见 D Miles, J Yang and G Marcheggiano, “Optimal bank capital”, *The Economic Journal*, no 123, 2013, pp 1–37。③ European Banking Authority, “2015 EU-wide transparency exercise results”, London, 2015; V Michelangeli and E Sette, “How does bank capital affect the supply of mortgages? Evidence from a randomized experiment”, *BIS Working Papers*, no 557, April 2016。④ L Gambacorta and H S Shin, “Why bank capital matters for monetary policy”, *BIS Working Papers*, no 558, April 2016, 结果显示：股权资产占总资产的比率每升高 1%，贷款年增长率就会增长 0.6%。

过各种渠道²影响银行的盈利能力，其影响力取决于银行的资产负债表构成、其商业模式以及宏观经济环境。近期某些地区银行盈利能力有所改善，而其他地区银行却持续疲软，正是上述因素差异的一个反映。

低利率通过影响银行利差间接影响银行的盈利能力，因为利差是许多银行的主要收入来源。信贷需求疲软，加上新贷款和现有的浮动利率贷款利率降低，都压缩了银行的利息收入。除非有其他因素抵消，否则银行利润将受到挤压，这一

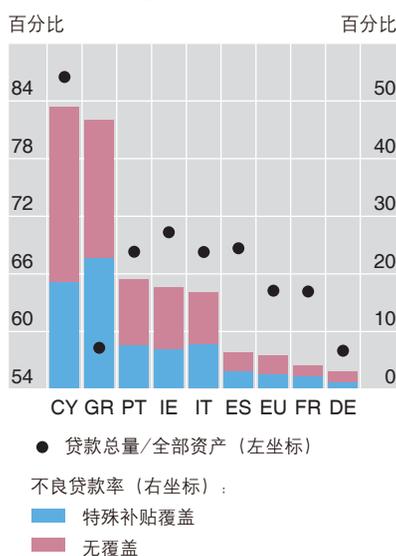
市场估值对银行盈利能力和资产负债表风险的担忧

图6.2

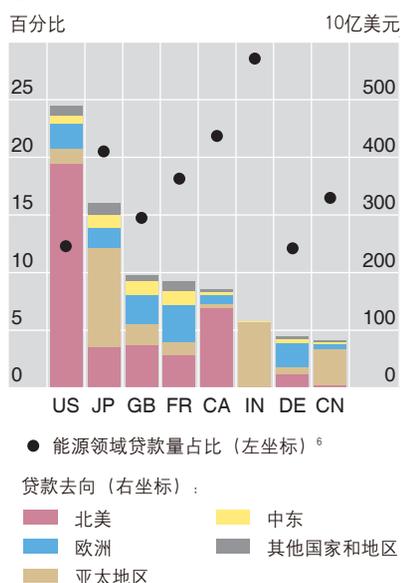
银行股价净值比降低¹



不良贷款率拖累银行盈利能力⁴



能源风险敞口较大⁵



1. 区域内总市值除以区域内普通股账面价值总额。2. 中国、中国台湾、中国香港、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾、新加坡、斯里兰卡和泰国。3. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚和墨西哥。4. 不良贷款率为不良贷款和垫款除以贷款总额（包括垫款）。5. 向金属、矿产、油气产业银团贷款余额（包括未提取的款项），截至2016年5月底。6. 能源领域贷款承诺额占银团贷款总额的比重。资料来源：European Banking Authority, *Risk dashboard*; Datastream; Dealogic; S&P Capital IQ; BIS计算。

2. 更多详细的讨论，参见 C Borio, L Gambacorta and B Hofmann, “The influence of monetary policy on bank profitability”, *BIS Working Papers*, no 514, October 2015。

主要银行的盈利能力¹

表6.1

	净收入			净利息收入			证券收益 ²			贷款损失准备金		
	2014年	2015年	2009-2012年相比变动	2014年	2015年	2009-2012年相比变动	2014年	2015年	2009-2012年相比变动	2014年	2015年	2009-2012年相比变动
	占总资产比重		%	占总资产比重		%	占总资产比重		%	占总资产比重		%
主要先进经济体												
日本 (5)	0.67	0.60	0.28	0.77	0.74	-0.18	0.12	0.12	-0.02	-0.03	0.02	-0.20
美国 (12)	1.09	1.35	0.53	2.20	2.24	-0.29	0.50	0.50	-0.12	0.19	0.23	-0.74
欧洲												
法国(4)	0.22	0.47	0.21	0.74	0.81	-0.11	0.35	0.44	0.17	0.14	0.15	-0.09
德国(4)	0.18	-0.13	-0.25	0.90	1.02	0.16	0.17	0.17	-0.01	0.10	0.08	-0.09
意大利 (4)	-0.11	0.40	0.53	1.44	1.36	-0.30	0.21	0.28	0.13	0.96	0.52	-0.19
西班牙 (6)	0.60	0.57	0.22	1.99	2.04	-0.09	0.31	0.25	-0.01	0.76	0.65	-0.48
其他先进经济体												
澳大利亚 (4)	1.27	1.26	0.14	1.74	1.62	-0.23	0.13	0.14	0.04	0.11	0.10	-0.21
加拿大 (6)	1.05	0.97	0.00	1.59	1.51	-0.12	0.15	0.13	-0.07	0.16	0.15	-0.11
瑞典 (4)	0.75	0.80	0.24	0.87	0.88	-0.03	0.11	0.17	0.01	0.06	0.06	-0.12
瑞士 (4)	0.28	0.17	-0.26	0.78	0.88	0.28	0.28	0.39	-0.22	0.01	0.02	0.00
英国 (6)	0.39	0.29	0.04	1.14	1.29	0.17	0.43	0.36	-0.20	0.11	0.15	-0.43
新兴市场经济体												
巴西 (3)	1.68	0.67	-1.48	2.97	2.09	-1.99	1.06	1.37	0.15	1.15	1.62	0.22
中国 (4)	1.64	1.50	0.01	2.45	2.30	0.06	0.03	0.05	0.01	0.33	0.42	0.16
印度 (3)	1.16	1.18	-0.22	2.80	2.76	0.23	0.34	0.48	0.18	0.74	0.89	0.32
韩国 (5)	0.56	0.60	-0.20	1.85	1.72	-0.55	0.21	0.24	0.02	0.38	0.33	-0.34
俄罗斯 (4)	0.91	0.61	-1.13	3.45	2.98	-1.56	0.18	0.40	-0.14	1.63	1.73	-0.16

括号内是涵盖的银行数量；每组第三栏是2015年的值（占总资产比重）与2009–2012年简单平均值之差。

1.由于各银行会计准则不同，总资产的计算方式可能不同（如衍生品头寸的净额结算）。2.包括已实现和未实现的证券收益。

资料来源：SNL；BIS计算。

趋势在许多经济体中已非常明显（表6.1）。

净利差承受的压力在短期利率为负的地区尤为明显（见第二章，专栏2.A）。例如丹麦、瑞典和瑞士的许多银行近几年经历了净利差的不断下滑，其利润收入的收缩速度往往超过了利息支出的减少速度（图6.3，左图）。

最近，银行通常会避免零售存款利率降至零以下，以此留住客户。相比之下，对机构客户实施负利率则更加容易。因此，严重依赖零售存款的银行，它们的利息支出下降的往往不如通过批发渠道融资的同行快。然而，许多银行仍然在寻找

其他收入来源来设法保护它们的利润，例如通过鼓励零售客户转移到收取手续费的投资产品。

在某些情况下，房地产市场上涨、抵押贷款需求强劲推高了银行收入。但是，这些因素虽然可以在短期内提高银行收入，但增加这种风险敞口会导致贷款核销比例提高，从而影响银行的远期收入，尤其是在银行资产负债表扩张的同时贷款标准下调，或定价策略变得更为激进。

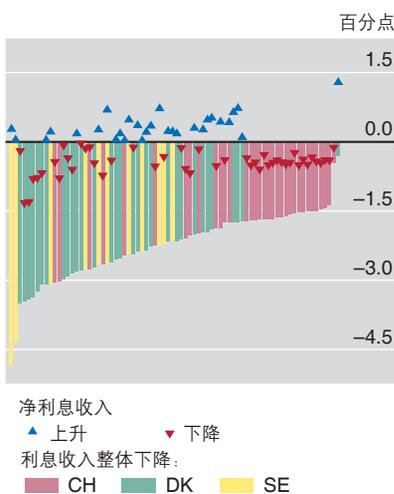
低利率影响银行盈利的第二个渠道是通过影响银行在资本市场的活动（表6.1；图6.3，右图）。在过去的几年里，伴随着企业发行人寻求锁定有利的市场融资，非金融企业债券发行的持续扩张提振了银行承销业务和交易收入。此外，银行在许多方面都受益于按市值计价证券投资组合的收益和全球利率下降推动的资产估值新高。然而，这些估值收益是一次性的，一旦标的资产持有到期就会被扭转。持有的低票息债券规模不断扩大，反过来会拖累银行未来投资组合的回报。增加发行此类债券会大幅延长已发行尚未偿还的证券的偿还周期，未被套期保值的证券头寸将极易受到收益率变动的的影响。事实上，去年许多经济体的银行业费用收入和交易收入都有所下降，反映了局势的不稳定性以及许多债券市场客户活动有所减弱（见第二章）。

周期性因素加剧了人们对遗留资产的担忧，尤其是在欧元区。在不少欧元区国家，经济复苏缓慢，继续拖累借款者的还款能力，同时不良贷款上升问题仍未得到解决。在这种情况下，低利率也许可以通过减少借款者的偿债负担暂时掩盖

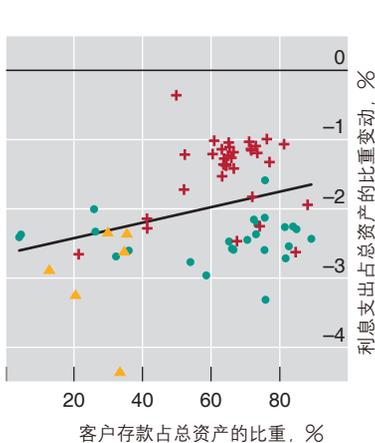
超低利率挤压银行传统收入来源

图6.3

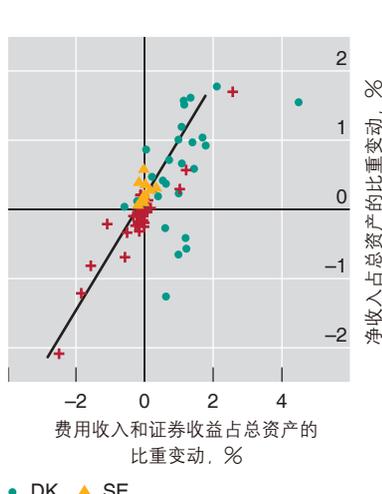
利息收入下降幅度常常大于收入支出减少幅度¹



零售融资银行从利息支出降低中获益较少²



费用收入和交易收入支撑银行净收入³



基于76家银行样本的结果。

1. 每个三角形(条形)代表一个银行净(总)利息收入占总资产比重在2008-2015年之间的变化。2. 横轴是2015年值;纵轴显示从2008年到2015年的变化,黑线是简单趋势线。3. 横轴表示2008-2015年费用收入、实现和未实现的证券收益占总资产比重的变化,纵轴显示净收入占总资产比重在相同时间段的变化。黑线是简单趋势线。

资料来源: SNL, BIS计算。

步步逼近的信贷风险。同时，低利率也降低了银行暂时解救麻烦缠身的借款人的成本，激励银行推迟冲销贷款。虽然解决不良贷款问题的进程正在推进，但近期欧洲银行业管理局的数据表明，上述风险敞口仍是阻碍欧洲银行盈利能力提升的重要因素（图 6.2，中图）³，同时也使银行更加容易受到借款人财富变动的的影响，此外也抑制了新贷款的发放。

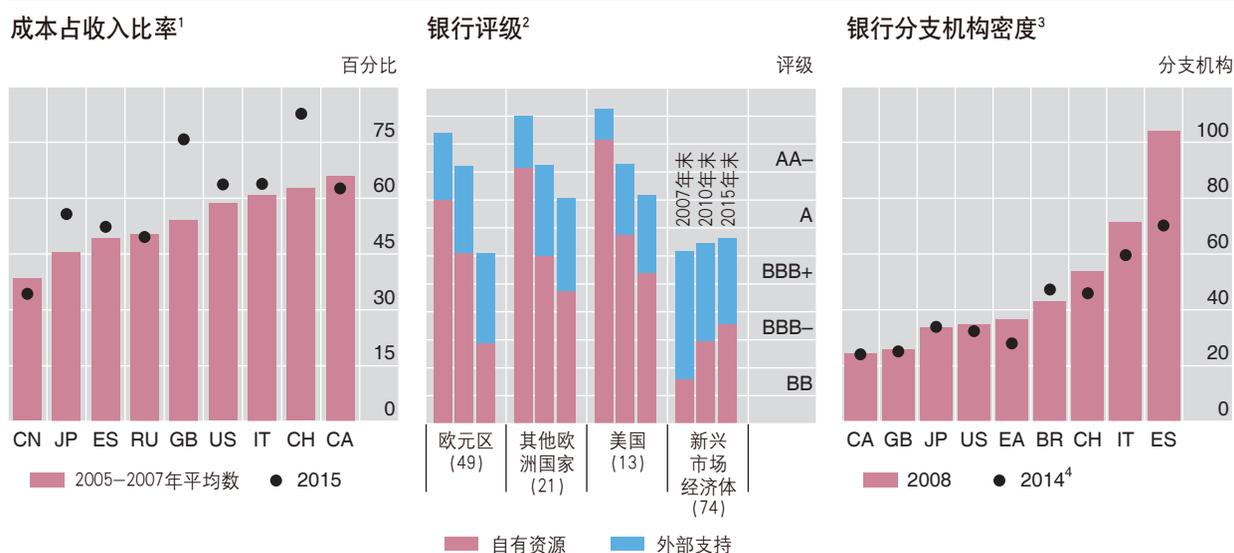
不良贷款的模式各有不同，因此没有“一刀切”的解决方案。过去的经验表明，政府通过改革税法，减少抵押品销售和债务重组的障碍来鼓励银行减少不良贷款。这些措施涉及公共部门资金的使用，而公共资金的使用受制于严格的条件和适当的鼓励机制——过去的金融危机有效推进了资产负债表的修复⁴。这项决策的落实有望减少系统性风险，释放经济活力，这也是它得以从众多政策建议中脱颖而出的原因。

全球增长前景疲软，不良贷款不断增加都将拖累新兴市场经济体银行的业绩，尤其是处于金融繁荣末期阶段国家的银行，如中国和其他东亚经济体（见第三章）及依赖大宗商品和能源出口的国家。不良贷款和贷款风险在一些主要新兴市场经济体已经恶化，削弱了银行股价净值比（图 6.2，左图），这就要求银行加强贷款损失拨备（表 6.1）。

大宗商品价格风险不仅波及银行，还影响许多地区性金融机构，尤其在加拿

在竞争环境中提高成本效率

图 6.4



1. 主要银行的中位数。2. 括号中是银行数量。3. 每10万名居民享有的商业银行分支数量。4. 英国为2013年数据。
资料来源：World Bank；Moody's；SNL；BIS计算。

3. 对于几家大银行来说，遗留问题还包括处理过去处置不当的相关诉讼。例如，对于英国主要银行而言，在 2011 年至 2015 年监管风险和类似行为的成本相当于其股本的 3%。

4. 参见 C Borio, B Vale and G von Peter, “Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?”, *BIS Working Papers*, no 311, June 2010.

数字化和“金融科技”是一个涵盖范围很广的概念，包括影响金融领域的一系列技术创新。这些创新的一个共同点在于业务规模较小，且商业模式和企业文化易转变。这些创新为信息交流、存储和处理，以及提高金融服务的可得性提供了解决方式。因此，它们正在改变银行间、银行与客户间的互动方式。此外，许多新技术是由非金融公司开发，有时会帮助客户绕过银行获取金融服务，加剧了银行业竞争。因此数字化既为银行业提供了机遇，又带来了挑战^①。

匹配服务。匹配技术对于银行领域特别重要。在过去的几年里，一些公司已开始提供这种匹配服务，通常被称为“集资”或“点对点”贷款。在一个纯粹的匹配模式下，提供服务的公司并不参与借款或贷款，因此其资产负债表无任何风险。一些集资服务已经开始超越债务合同，将服务拓展到如股权融资，甚至某些类型的结构性金融产品，因此与传统的以银行为中介的产品形成了直接竞争。作为回应，一些银行已开始将集资技术整合到他们的商业模式中，例如与匹配服务平台或类似公司建立正式合作关系。

大数据。这个术语指的是巨大的数据集，其中包含大量个人详细信息，通常将多个数据库相连。银行积累客户数据，可利用大数据技术更有效地调整银行的服务（如更有效地评估借款人的信用状况）。因此，个人贷款条件就可以因风险因素不同而调整，从而改善风险管理和定价。然而，随着非金融企业不断累积客户数据、提高分析能力，它们也许能与银行在提供金融服务方面竞争，挤压银行的利润。

电子支付。在电子支付方面，智能手机和其他电子设备使各种银行服务和现有的支付体系更加方便使用。即使这些应用程序支付服务通常需通过银行完成，但它们可以提供其他金融服务，如储蓄或储存资金。这样可增加其竞争力和银行面临的成本压力。

分布式账本技术。在支付领域更大的进步在于分布式账本和区块链技术的广泛应用。这一创新为记录金融信息提供了新的方法，无需再求助于一个信任的中介^②。分布式账本技术可以让某个特定金融网络里的每个人了解网络中各方资源及一切交易记录。这种独特的技术可被广泛应用于各类金融产品。例如，一些金融机构通过证券交易（如银团贷款）试验分布式账本技术，或正在考虑提供“智能合同”服务，一旦某些条件得到满足，就会自动启动执行和验证的程序。一般来说，分布式的分散性质账将减少某些记录和后台运作，因此交易和结算就可以变得更快、成本更低。

数字化趋势发展迅速，但其影响尚不清楚。虽然数字化在某种程度上增加了银行的竞争，但为了利用它们来改善银行的商业模式、削减成本，银行也投入了大量资源。监管当局应关注这一趋势的影响，扩大监管范围，避免不受监管的服务提供商在提供数字化金融服务领域站稳脚跟。

^①参见 European Banking Federation, *The digital transformation of banks and the Digital Single Market*, June 2015。 ^②参见 Committee on Payments and Market Infrastructures, *Digital currencies*, November 2015。

大和美国，这些机构对能源领域的贷款相对集中。此外，国际活跃银行获得与能源有关的辛迪加贷款承诺（包括未提取的备用贷款）于2016年5月底达到约2.2万亿美元。此类贷款覆盖地域范围广阔，若大宗商品价格持续疲软，这一地域多元化特性恐怕无益于降低风险（图6.2，右图）。

持续的结构挑战加剧了上述周期性因素对银行盈利能力的影响。挑战之一就是非银行机构正逐渐成为新的金融中介（见下文），借助于新的科技手段，未来这一进程可能进一步加速（专栏 6.B）。银行若想保持盈利能力，就要准确识别过剩产能和削减成本，同时寻求通过技术创新提升效率。

然而这一领域的进展喜忧参半。在后危机时代，许多国家银行系统的成本收入比率大致保持上升趋势（图 6.4，左图）。银行收益下降、评级下调压力上升，往往抵消了其削减成本的努力。

因此，提高成本效率需要多管齐下。措施包括进一步改进运营，如提高后台运行效率，以及对产品和服务作出实时评价。另一个关键措施就是提高银行的抗风险能力，以此抵消政府对银行隐性担保减少对银行融资成本产生的影响。

削减过剩产能也是关键。潜在产能过剩程度的一个指标是银行网点的密度。虽然危机过后，许多银行都削减了营业网点，但许多欧洲国家的这一指标仍高于国际标准（图 6.4，右图）。与前几次危机过后的调整力度相比，此次危机后调整的规模相对有限。例如 1991 年北欧危机爆发后，芬兰的银行分支机构数量在 4 年内减少了 40%，运营费用降低了 50% 以上。

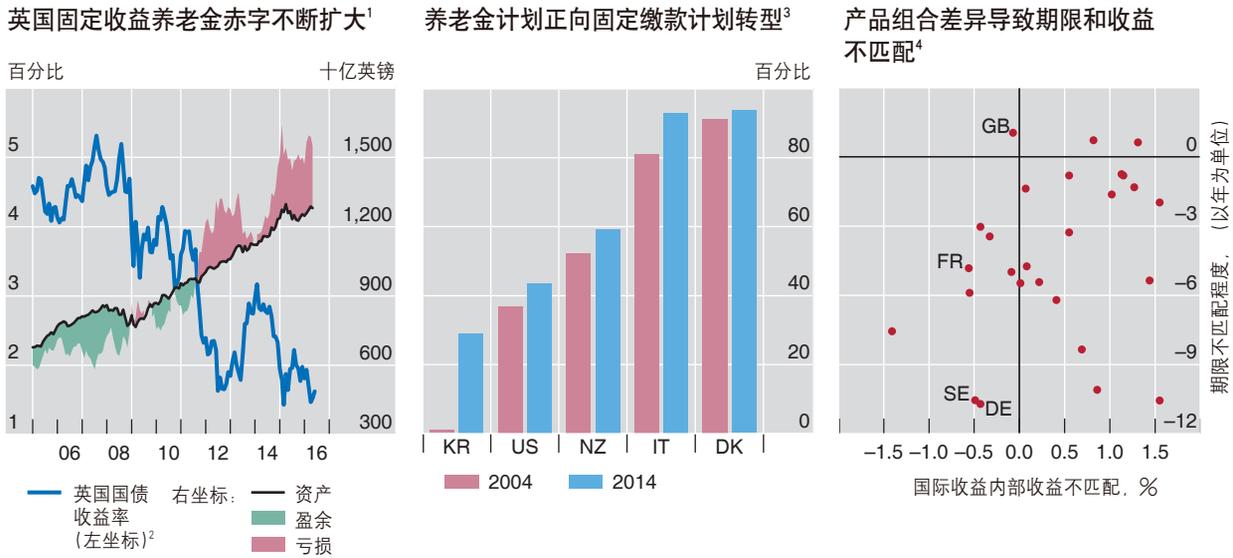
其他金融机构：情况大致相同？

与银行业一样，其他金融机构也面临着类似的外部因素。特别是当前的低利率环境，减少了人们对人寿保险产品的需求和保险公司的收费能力，使保险公司更难达到目标利润水平。因此，不少保险公司在传统储蓄业务受阻的情况下，纷纷转向所谓的单位连结保险（如互助基金）。固定收益养老金计划（其负债会随客户退休后很长一段时间收益不上涨而增加）也面临着类似压力。

保险公司和养老金面临的资产负债管理的关键挑战在于它们的负债多为长期债务且对利率极其敏感。而相比之下，在资产侧，固定收益债券往往期限更短。这就产生了期限不匹配的问题。因此，客户索赔的贴现值除非进行风险免疫（如通过衍生品的使用），否则极易受其他因素影响。这不仅适用于人寿保险和养老金固定收益计划，而且适用于长期护理保险和残疾保险。因此，保险和养老金行业的风险预测主要取决于利率环境和公司的产品组合。

养老金固定收益计划的近况表明，其资产负债表确实面对一些压力。由于预期的债务贴现率随市场收益率不断变动，且与前文所述的期限不匹配，低利率提高了养老基金的负债，拉大了其负债与资产规模的差距，并在某些情况下导致了巨额赤字。例如，2016 年第一季度末，在英国 6000 家私人公司中，82% 的养老金固定收益计划存在融资缺口，总赤字约达 3020 亿英镑（图 6.5，左图）。同样，截至 2016 年第一季度末，标普 500 企业养老金赤字估值总计约 4550 亿美元。其他国家养老金的境遇也类似。

为应对这一情况，企业已开始调整他们的产品组合和资产构成。保险业向单位连结保险转型正是顺应了这一趋势。单位连结保险可以产生更高的费用，资本密集程度也更低，因为投资风险并不是由保险公司承担。养老金也正继续向固定缴款计划转型，像单位连结保险一样，固定缴款计划也可以将投资风险转嫁到被保险人头上（图 6.5，中图）。由此流入互助基金和类似的投资工具的资金进一步增加了保险公司和养老金的资产——这一趋势在上次金融危机前也出现过（图 6.6，



1. 英国养老金保护基金数据, 基于超过6000家私人公司养老金固定收益计划样本。2. 10年期英国国债名义收益率。3. 固定缴款计划资产占职业年金计划资产总额的比例。4. 期限(收益)不匹配程度的计算方式: 资产、负债期限(内部收益率)之差; 2014年数据。
资料来源: Bank of England; European Insurance and Occupational Pensions Authority; OECD; UK Pension Protection Fund; BIS算。

左图)。

由于产品结构的转变需要时间, 低利率环境的影响目前主要集中在上述机构资产负债表的资产侧。在许多国家, 低利率环境抑制了投资组合收益率和保费增长, 从而影响其收益(表6.2)。保险公司和养老金的大部分投资组合往往投向固定收益工具, 持续的低利率使它们越难以维持最初的投资收益率, 去追求更高的产出(参见去年年报中的相关讨论), 尤其是享受债务担保的机构, 它们需要寻求更高的回报(见下文)。延长资产期限(例如通过发行低息债券或股票)也是应对方法之一, 这样可以缩小资产和负债期限的差异, 从而降低风险。

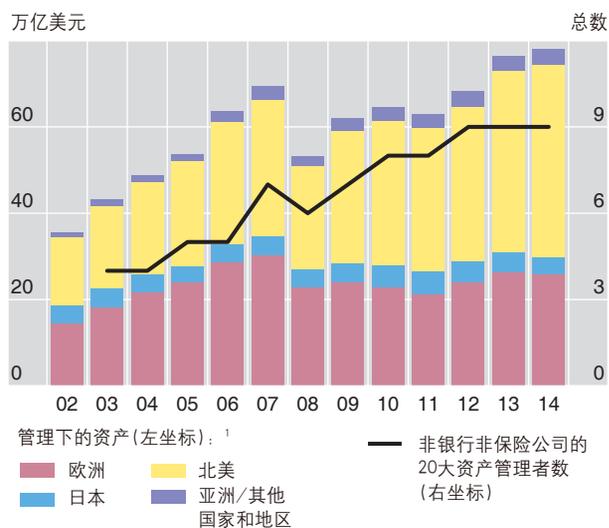
例如, 一些欧洲保险公司和养老金通过投资主权债券来应对期限不断增长的负债。与公司债券相比, 主权债券的期限往往更长, 流动性也更强。2016年1月, 欧盟《偿付能力II》监管标准正式生效, 进一步鼓励欧洲保险公司加持主权债券和某些公司债券, 因为这些债券的风险权重更小(专栏6.C)。因此, 欧盟的资金流动数据显示, 保险公司和养老金持有的欧元区政府未偿债权比重已从2009年的19%上升至2015年底的23%。由于收益率不断下滑, 上述做法不利于收入增加, 可能导致反馈效应和短期资产价格波动⁵。

不同国家、不同机构的表现有所不同, 这反映其市场结构和产品组合的差异⁶。例如, 尽管在风险免疫方面做出了不少努力, 大多数欧洲国家的人寿保险公

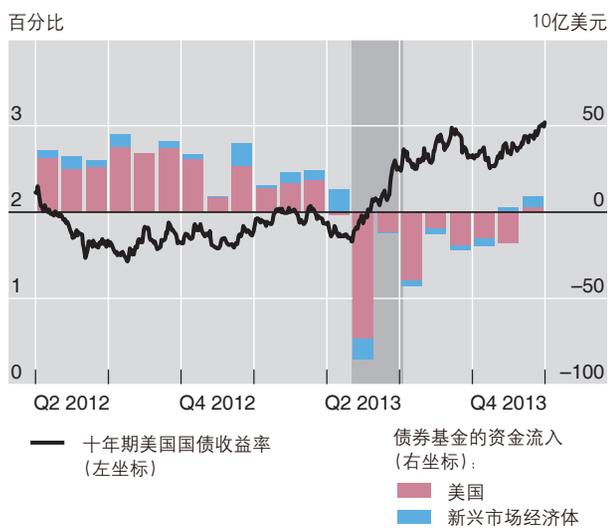
5. D Domanski, H S Shin and V Sushko, "The hunt for duration: not waving but drowning?", *BIS Working Papers*, no 519, October 2015.

6. IMF, "Chapter 3: The insurance sector – trends and systemic risk implications", *Global Financial Stability Report*, April 2016.

新型资产管理公司重要性上升



削减恐慌：债券基金面临赎回压力²



1. 按韬睿惠悦划分区域(2015)。2. 灰色阴影区域显示2013年5-7月债券市场抛售(“削减恐慌”)。
资料来源: Towers Watson, “The 500 largest asset managers”, 2015; Datastream; Lipper; BIS计算。

保险业的利润率¹

百分比

表6.2

	非寿险						寿险					
	保费收入			投资收入			保费收入			投资收入		
	2011-2012年	2013-2014年	2015年	2011-2012年	2013-2014年	2015年	2011-2012年	2013-2014年	2015年	2011-2012年	2013-2014年	2015年
澳大利亚	5.3	4.7	-0.8	17.7	22.9	12.4	1.7	21.1	-6.0	...	...	...
法国	1.5	2.6	1.9	5.8	6.2	5.7	-10.7	7.6	...	6.2	8.0	...
德国	3.9	0.3	4.8	9.3	9.7	10.0	-1.8	3.7	...	4.7	4.7	...
日本	2.8	5.3	3.3	3.1	6.8	3.9	6.3	1.8	3.0	...	...	...
荷兰	-0.1	-0.5	...	8.0	9.3	...	-5.7	-3.9	-7.1	-0.2	0.0	...
英国	2.9	0.1	2.1	6.1	14.0	9.6	3.5	-6.3	2.5	...	...	...
美国	3.5	4.3	0.3	5.7	10.6	7.7	6.1	0.7	-3.1	10.2	12.4	10.6

多年的值为各年的简单平均数。

1. 2015年数据为临时数据。

资料来源: 各国保险监管当局; Swiss Re, sigma database.

《欧盟保险偿付能力监管标准 II》(以下简称《偿付能力 II》)是欧洲经济区(包括欧盟国家、冰岛、列支敦士登和挪威)保险行业新的监管框架,于2009年首次被采用^①。新规则寻求协调保险公司在欧洲经济区的规定,同时引入以风险为本的偿付能力要求的概念。为此,《偿付能力 II》采用总资产资产负债表方法,旨在全方位反映保险公司资产侧和负债侧的风险。新规则对单个保险公司和整个行业都适用。这些措施自2016年1月起开始落实,全部落实需要相当长的一段时间,预计将对保险公司资产配置和留存起到重要影响^②。

基于风险为本的资本要求。就像银行监管一样,《偿付能力 II》的资本要求体现为三个支柱:量化风险(支柱1),定性方面的要求和检视流程(支柱2)和信息披露要求(支柱3)。资本充足率是支柱1的一部分,基于两套规则:偿付能力资本要求(SCR)和最低资本要求(MCR),以及与两套规则相关的监管者的“干预阶梯”。SCR可被视为一个偿付能力缓冲,被突破时会触发监管干预;MCR是公司资本的最低水平,低于这一水平就要受到干预。SCR规定,当一个保险公司有99.5%的可能性能够应对未来1年内发生的损失时,它的资本就是充足的。合格的资本项目根据其吸收损失的能力被分为三个层级。在《巴塞尔协议 II》和《巴塞尔协议 III》框架下,保险公司可以达到通过经监管机构批准的内部模型,或标准化公式计算须满足的SCR。

风险模块。风险分为六个模块——市场风险、交易对手(默认)风险、人寿风险、非人寿风险、健康风险和无形风险,且每个模块进一步划分为子模块。多样化的风险被承认,这有利于保险公司。此外,还有运营风险收费和亏损吸收调整(如递延税收)。市场风险费的设计是新框架最重要的创新。市场风险模块本身分为七个子模块:价值、价差、利率、财产、货币、集中度和非流动性风险(与贴现率非流动性溢价相关)。鉴于固定收益产品在保险投资组合中所占地位,价差和利率风险子模块是关键。价差风险模块涵盖价值偏离预期市场价格的风险,标准化公式计算出的保费主要由外部评级和持续时间决定。主权和(投资级和未分级的)企业债券所获待遇相对优惠。利率风险(即实际利率和预期利率偏差引起的价值变化)子模块包括资产和负债两侧的风险^③。为了评估净利率风险,所有相关风险敞口都要经受上升/下降压力对收益曲线影响的测试,并在此基础上计算保费。

与市场一致的估值。许多资产都在足以产生可靠的价格和市场价值的市场进行交易,而同样的交易方式不适于负债。为确定保险负债的价值,《偿付能力 II》要求保险公司预测未来与负债相关的现金流,并使用无风险利率(加风险边际)进行贴现,从而得出与市场一致的估值。因为使用不同的贴现率会造成相匹配的资产和负债的估值不再匹配,从而导致人为的资产负债表波动,调整保险公司的贴现率可被用来抵消短期资产价格波动的影响。

新的披露规定内部模型的初次使用和各国监管当局对监管规则的不同理解,从利益相关者角度来看可能会使过渡变得更加复杂。一个关键问题在于资本充足情况,即偿付能力,与在之前的标准框架下相比,将在何种程度上变得更加不稳定。此外,新规定统一了对于全行业和单个公司的要求,可能对大型保险公司更为有利,增加了行业整合压力。国际通用相关的问题将进一步推动国际保险监督官协会(IAIS)顺利完成制定国际保险资本标准(ICS)。

^①参见 European Commission, *Directive 2009/138/EC and Directive 2014/51/EU*。^②参见 Committee on the Global Financial System, *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, July 2011。^③参见 CGFS (2011); 由成员国中央政府和中央银行发行的以政府本国货币计价和投资的债券,无论其外部评级如何,都将收取零风险费用。

司资产和负债的期限差仍持续为负，这就意味着若利率进一步下降，它们将面临净估值损失。许多保险公司也面临着投资回报不匹配问题（如法国、德国和瑞典）。即负债成本率高于资产回报率，这关系到它们的商业模式在当前的低利率环境下是否可持续（图 6.5，右图）。相比之下，英国保险公司风险敞口似乎更小——部分原因是它们更多依赖于单位连结保险产品。

展望未来，保险业遭受期限和收益不匹配的国家显得尤为脆弱。传统的有收益担保的储蓄产品份额越大，独立的人身保险产品份额越小，盈利能力就越容易受到影响。政府或许需要帮助保险公司和养老金调整最低收益担保。而监管者或许需要重点关注保险业期限和收益不匹配问题，尤其对于小型企业，并随时准备应对利润缩小催生的整合压力。在欧洲，《偿付能力 II》监管标准引入了市场一致性估值，可能会通过组别监管产生的多样化效益和保险负债二级市场（专栏 6.C）实现加速行业整合的效果。

完成危机后的改革

银行监管框架接近完成

巴塞尔银行业监管框架改革已接近完成。巴塞尔银行监管委员会已承诺 2016 年底完成危机后的改革，并将落实期限延长至 2019 年⁷。其他监管措施，如新的或强化后的处置机制，也将随之落实。这将有助于逐步消除监管方面的不确定性，并支持银行制定资本规划和变现能力安排。在最终的校准阶段，巴塞尔银行监管委员会将刻意避免增加对银行总资本的要求，但各国仍有足够空间进一步提高监管资本。这就给了各国政府足够的灵活性，在需要时激活逆周期资本缓冲或满足类似的要求。这将有助于建立一个更强大、抗风险能力更强的银行体系，降低这个体系中单个机构破产的可能性，并减少它们一旦破产时对经济的冲击。银行业可以通过提供更多贷款来支持实体经济。因此，即使在非常保守的假设下，这类措施对实体经济产生的巨大而长期的效益也会大于短期内的调整成本。

2016 年 1 月，最低杠杆比率 (LR) 校准完成后，巴塞尔银行监管委员会发布了新的市场风险标准，这意味着危机后银行监管框架接近完成。为保障框架的顺利落实，许多工作仍在继续，尤其是关于应对信贷和操作风险的新标准化方法、风险权重下限、主权风险敞口的应对（见第五章）等。主要的校准工作将于年底前完成。

新的监管框架出台的目的在于应对 2007—2009 年金融危机中暴露出的国际银行体系的重大缺陷。其中，最大的缺陷莫过于银行用于吸收亏损的资本和流动性缓冲不足。新的风险加权资本金要求规定，银行一级资本与风险加权资产比率必须达到 4.5%，一级资本比率（广义资本）必须达到 6%。另外，银行还需建立 2.5% 的资本留存缓冲。显而易见，新框架对银行吸收亏损的能力提出了更高要求，也更加重视资本质量，同时扩大了银行风险的覆盖面。

7. 参见 BCBS, “Revised market risk framework and work programme for Basel Committee is endorsed by its governing body”, press release, 11 January 2016.

银行风险加权资本金要求全球系统性重要银行附带其他补充性要求，包括：(1) 新的最低杠杆比率和不以风险为基础的测量方式；(2) 为抵御系统性风险设立的额外资本要求（全球系统性重要银行须设立逆周期资本缓冲，并满足额外要求）；(3) 短期融资和期限转换风险标准（即流动性覆盖率和净稳定资金比率）。上述核心措施的补充措施还包括改善后的处置机制，支持政府处置破产的金融机构，包括要求全球系统性重要银行拥有更大的总亏损吸收能力⁸。

尽管完全达成上述目标仍需要几年时间，但许多银行已经完成了大部分的调整。因此，它们的资本水平不断提高，对批发融资的依赖不断减少（图 6.1）。大部分数据表明，未解决的资本短缺额度目前已接近于零（表 6.3）。例如，即使在目标完全落实的基础上（即忽略任何过渡性安排，包括 2.5% 的资本留存缓冲和对全球系统性重要银行的额外资本要求），一级资本短缺总额现在仅为 2 亿欧元。巴塞尔银行监管委员会 2016 年最新数据显示，包括一级资本和额外的一级、二级资本工具在内的资金总缺口已降至 292 亿欧元，相当于银行不到 0.1% 的总风险加权资产。

重要的是，募集资金并未对银行向实体经济发放贷款产生明显影响。例如，银行向私人非金融部门贷款额度占 GDP 的比重在许多国家持续上升（图 6.7，左图），这是因为新监管框架的影响要么太小，要么已被宏观经济政策抵消⁹。

对宏观经济的影响

提高银行的目标资本水平是否对宏观经济有益是一个关键问题。巴塞尔银行监管委员会的长期经济影响（LEI）评估为回答这一问题提供了一个合适的框架。

在此基础上，分析银行资本水平提高的影响包含三个主要元素（详见专栏 6.D）：(1) 对资本增加及新的最低资本要求（即“资本短缺”）的估算；(2) 以降低危机（预期）成本为表现形式的资本水平提高的益处（即提高银行资本充足率可能减少的危机概率时间成本）；(3) 银行资本水平上升可能产生的产出损失。LEI 对后两个元素给出了非常保守的预估。按《巴塞尔协议 III》框架下更加严格的资本定义和风险权重计算方法调整后，上述元素即可组合成一个净收益一览表，来评估提升一级资本与风险加权资产比率下限对宏观经济的影响。

图 6.7（右图）描绘了两套边际净收益情况，以危机成本估算和 7% 的一级资本与风险加权资产比率作为起点（表 6.3）。第一种情况（红色实线）体现 LEI 最初估算结果，基于危机损失占 GDP 的 63% 的温和假设。第二种情况（黑色实线）模拟最近的危机，使用了更高的危机成本估算，占 GDP 的 100%，即使使用温和的危机成本估算，相对严格的最低监管要求带来的好处也远远超过其成本。

值得注意的是，这些数字故意夸大提高资本充足率的成本，而未能反映全球系统性重要银行新的总亏损吸收能力要求的作用。LEI 的估算没有考虑到资本充足率上升带来的借款成本的降低，而这一事实已被 BIS 最新研究证实（专栏 6.A）。

8. 截至 2022 年 1 月 1 日，所有 G-SIBs 必须拥有合格的 TLAC 工具，规模至少相当于风险加权资产（RWAs）的 18%（不包括任何资本缓冲）。TLAC 还需要相当于至少 6.75% 的《巴塞尔协议 III》杠杆比率衡量的敞口。更多细节，参见 Financial Stability Board, *Summary of findings from the TLAC impact assessment studies*, November 2015。

9. 参见 S Cecchetti, “The jury is in”, *CEPR Policy Insights*, no 76, December 2014。

银行资本充足率和资金短缺情况总表¹

表6.3

	全面落实的要求， %		《巴塞尔协议 》资本 充足率 %		风险资本短缺 (10 亿欧元) ²		风险资本和杠杆率短缺 (10 亿欧元) ²	
	下限	目标水平 ³	过渡	完全落实	下限	目标水平 ³	下限	目标水平 ³
第一组银行								
普通股一级资本	4.5	7.0~9.5	11.9	11.5	0.0	0.0	0.0	0.0
一级资本 ⁴	6.0	8.5~11.0	13.2	12.2	0.0	3.4	0.0	3.4
总资本 ⁵	8.0	10.5~13.0	15.8	13.9	0.0	12.8	0.0	12.8
总和					0.0	16.2	0.0	16.2
第二组银行								
普通股一级资本	4.5	7.0	13.1	12.8	0.0	0.2	0.0	0.2
一级资本 ⁴	6.0	8.5	13.8	13.2	0.0	2.9	4.3	7.2
总资本 ⁵	8.0	10.5	16.0	14.5	0.3	5.6	0.3	5.6
总和					0.3	8.6	4.6	13.0

1. 第一组银行包括一级资本高于30亿欧元，且在国际上较为活跃的银行。其他涉及的银行属于第二组。2. 资本短缺数额为各机构短缺额之和。计算时将风险加权资产（如交易对手方信用风险、交易账簿和银行账户证券化）和资本定义的变化考虑在内。在假设较高层级的资本要求完全被满足的情况下，一级资本和总资本短缺是呈增量式的。3. 目标水平下的资本短缺包括资本留存缓冲和对全球系统性重要银行的资本附加费。4. 一级资本行中的资本短缺为额外的一级资本短缺。5. 总资本行中的资本短缺为二级资本短缺。

资料来源: BCBS, *Basel III monitoring report*, March 2016。

途中两条虚线（图 6.7，右图）则将这一因素考虑在内，使用了理论上 50% 的融资成本抵消率（专栏 6.D）。这样计算出的产出影响是减半的。他们也根据总亏损吸收能力的作用调整了边际效益，无论资本水平如何，总亏损吸收能力都能起到降低危机成本和发生可能性的作用¹⁰。

一系列估算结果表明，巴塞尔银行监管委员会有足够空间做出最终的校准决定。资本要求提高的净经济效益（根据每年对产出水平的影响计算）只有在一级资本与风险加权资产比率较 7% 大幅提高的情况下才会被耗尽。在现有范围内，更严格的监管标准有利于经济增长，特别是在这些措施被循序渐进地落实的情况下。

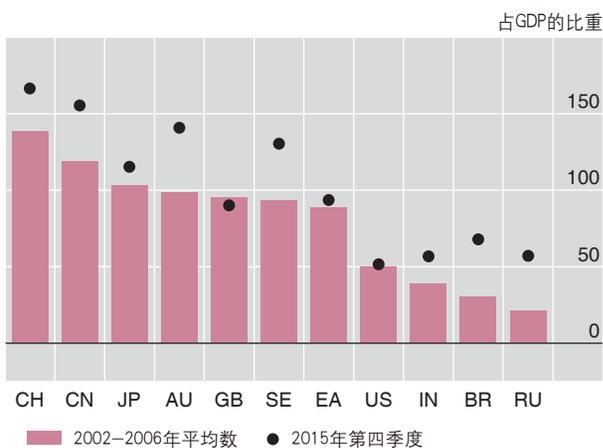
审慎监管重点的转移

随着银行审慎监管改革接近完成，监管机构开始寻找下一步工作的重点。其中一个关键领域是终结多头监管的现状；另一个重点是关于银行监管和金融市场的相互作用，以及银行业和非银行领域发展之间的相互影响。

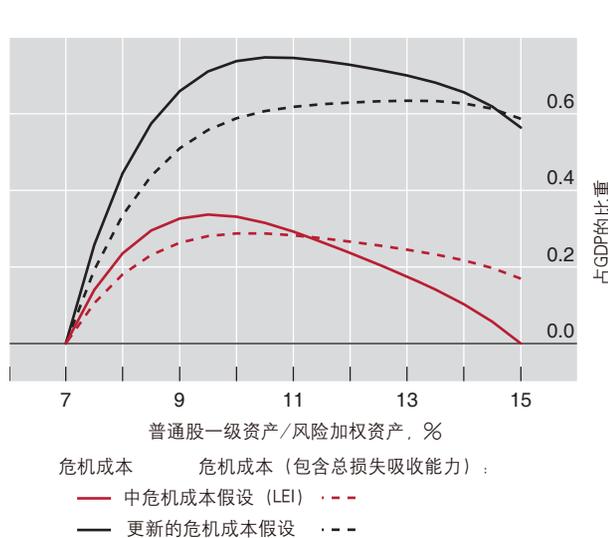
多头监管是众多在国际上活跃着的保险公司在目前和将来一段时间要面临的

10. 根据 LEI 估算，TLAC 可将危机成本降低 GDP 的 5.4%，系统性金融危机发生的可能性则降低了 26%。详见 BIS, *Assessing the economic costs and benefits of TLAC implementation*, November 2015。

银行贷款占GDP的比重上升¹



预期边际净收益²



1. 私人非金融行业银行贷款。2. 中危机成本估算(LEI底线)假设系统性危机的成本相当于GDP的63%，而更新的危机成本估算假设成本占GDP的100%。两条虚线展示了将总损失吸收能力要求和监管成本降低50% (“mm模型”抵消)考虑在内的结果。
资料来源: I Fender and U Lewrick, “Calibrating the leverage ratio”, *BIS Quarterly Review*, December 2015, pp 43–58; BCBS, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, August 2010; Bankscope; BIS total credit statistics; BIS计算。

难题，人们仍在为解决这一难题不断努力。欧盟《偿付能力II》(Solvency II)框架为保险业设立了一个更加和谐的监管机制（专栏6.C）。虽然这项举措可能终止欧洲保险业的多头监管现状，但新规则在落实时限上规定较松，这可能导致各国出现过渡的时间差。在这个背景下，保险公司管理者和投资者将不得不去适应新标准带来的资本状况和边际清偿能力的波动。在国际层面上，有人正努力设立一个新的全球保险资本标准(ICS)，试图通过建立广泛适用于各国之间的等值标准来解决多头监管问题，相关技术开发已在进行。一旦完成，ICS将成为首个全方位的、全行业的、适用于各大活跃在国际市场上的保险公司的资本标准。ICS将经过初步测试和改进，预计于2019年施行¹¹。

此外，越来越多人担心市场流动性受到影响（第二章），他们强调，未来机构投资者和集体投资工具将在市场调整中扮演越来越重要的角色。由于这些机构越来越多地持有公司债券和其他相对缺乏流动性的资产，他们的投资组合决策可能对本已面临挑战的市场流动性施加更大的压力。这就提出了一个问题：在上述机构地位越来越重要的今天，监管措施是否也做到了与时俱进？

固定收益特别是企业债券市场的主要结构特征在于对做市商的持续依赖。市场流动性通常取决于这些专业商人面对暂时的供需失衡，是否选择介入交易。至少有一些指标可以证明，与危机前过于充足的市场流动性和收缩的流动性溢价相

11. International Association of Insurance Supervisors, *First public consultation on global insurance capital standard*, December 2014, and Annual Report 2013–2014, September 2014.

LEI 评估方法分两步：(1) 评估由于资本要求提高，带来的由系统性银行危机导致的预期收益损失的减少，即长期效益；(2) 将这些效益与预期的机会成本进行比较^①。LEI 评估过程中，明显采取了非常保守的方法，故意夸大了假设的成本，并淡化预期收益。

预期效益。从概念上讲，预期效益是用不同资本充足率下系统性银行风险发生概率，乘以危机发生带来的宏观经济成本（收益损失）得出的。为评估危机发生概率和资本充足率的关系，LEI 利用一系列模型和信用分析方法，通过求结果的平均数，得出一个收益计划。收益计划显示，边际收益呈递减趋势（即随着资本充足率的增加，额外资本产生的效果逐渐下降）。对于一级资产 / 风险加权资产（见正文）7% 的初始数值，将净稳定资金比率考虑在内后，危机概率为 1.6%。此后的研究广泛印证了这一结论^②。

危机成本是通过学术机构对以往危机的研究得出的。LEI 报告显示，系统性银行危机成本的中位数是 GDP 现值的 63%，然而后续研究已经证实，对成本的估计变化很大。大多数研究的不足之处在于，它们仅依靠 2007 年以前的数据，未将最新的危机事件的影响考虑在内。Ball（2014 年）的研究是个例外，他的结果显示，OECD 国家此类危机的加权平均累计损失占 GDP 的 180% 左右^③。将这个结果与此前危机成本的中位数相结合会增加危机成本，我们的分析假设危机成本占 GDP 的 100%。

预期成本。如果提高银行的资本充足率会增加银行成本，那么银行可能会提高贷款息差来抵消股本回报率 (ROE) 的下降。因此，家庭和企业借贷成本可能会上升，从而导致投资和产出下降。为衡量长期影响，LEI 假设银行为维持恒定的 ROE，会将更高资本充足率所带来的额外成本转嫁给客户。预期增加的贷款息差将输入不同的宏观经济模型，用来评估对 GDP 带来的影响。

该评估得出的最重要的结论是，一级风险 / 风险加权资产比率每升高 1%，就会导致收益水平中位数在转化为《巴塞尔协议 III》项目时，较初始水平下降 0.12%^④。这些设计导致的结果很可能夸大了真实成本，LEI 方法是根据 MM 模型抽象得出的^⑤。实践中，银行的股本回报率会随杠杆和股东风险的下降而降低^⑥。

其他因素。LEI 评估方法的保守特性意味着银行资本充足率要求提高带来的间接影响不太可能对整体影响评估造成实质性影响。比如对银行做市活动的影响（见正文）。任何此类活动减少可能意味着更高的流动性溢价，最终导致正常时期发行债券的成本增加。

然而，对银行来说，资产负债表风险的降低抵消了这些成本。对非银行债券发行者来说，LEI 预期的银行贷款息差的增幅预计小于成本增幅。这是因为这些发行者从银行寻找替代的资金来源。对危机成本和发生概率的影响，最终取决于非银行投资者在市场承压条件下对资产清算成本的低估程度（“流动性错觉”）——流动性溢价上升时，该风险可能下降。

^①参见 BCBS, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, August 2010. ^②参见 I Fender and U Lewrick, “Calibrating the leverage ratio”, *BIS Quarterly Review*, December 2015, pp 43–58; LEI 初始结果转化为 CET1/RWA 比率时，使用的转换因子约为 0.78. ^③ L Ball, “Long-term damage from the great recession in OECD countries”, *European Journal of Economics and Economic Policies*, vol 11, no 2, 2014, pp 149–160. ^④使用 0.78 转换因子由 LEI 初始结果转换得来. ^⑤ MM 模型认为，在某些假设前提下（在无税、破产成本、代理成本和信息不对称的条件下），一个公司的价值与其容易方式无关。参见 F Modigliani and M Miller, “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review* vol 48, no 3, 1958, pp 261–297. ^⑥参见 D Miles, J Yang and G Marcheggiano, “Optimal bank capital”, *The Economic Journal*, no 123, 2013, pp 1–37, 在作为成本的英国银行中，成本抵消率在 45% ~ 75%。

比，在过去的几年内固定收益和回购市场流动性有所收紧。没有证据证明市场流动性发生了结构性变化，但很明显，做市商的行为发生了变化（见第二章）¹²，监管的原因和影响则少有变化。

供给和需求两方面的因素同时起作用，他们的作用在不同的市场上有所不同。在供给方面，做市商似乎是提高他们的服务价格，尽管这可能还未反映在一般市场流动性指标上。这种调整反映了周期性和结构性因素。关于周期性因素，许多银行在金融危机爆发后对自己的风险承受能力重新做了评估，削减了包括做市在内的许多业务。由于银行往往顺应周期调整杠杆，金融市场流动性状况往往也表现出周期性规律。

货币政策将通过提振市场信心或降低银行融资难度，影响上述周期性效应。若银行融资难度降低，其他（非银行）做市商的融资难度也会降低。同时，当前环境下的低收益率和不断上升的市场风险也在影响做市商风险与回报，持有库存带来的收入减少了，受利率波动的影响增加了。这将至少部分抵消银行融资充足的影响。

在结构性因素方面，除了最近电子交易和非银行金融中介的扩张（第二章），银行监管机构要求主要做市商强化其资产负债表和融资模式。通过防止过度杠杆的累积和资金错配，新的监管框架旨在预防银行面临冲击时被迫突然压缩资产负债表的情况，如美国在经济危机中发生的情况¹³。这种结构性改善也通过减少流动性风险和其他相关的、在不同机构和市场间极具传染性的“贱卖”行为，保护了整个金融系统。这将有助于维持市场的流动性，虽然可能要以降低正常时期的经济活跃程度为代价¹⁴。换言之，更强大的做市商会使市场的流动性变得更强。

重要的是，在这些变化发生的同时，对市场流动性的需求和依赖是在上升的。资产管理公司管理下的资产近年来稳步增长（图 6.6，左图），这意味着大量潜在的流动性需求。在企业债券市场，开放式互助基金的数量越来越多。例如在美国，数据显示，开放式互助基金目前持有的企业债券占 22%，而 2005 年这一比重仅为 8%。投资者可能会因此发现流动性状况比预期的更困难，尤其是当市场情绪转变时¹⁵。例如在 2013 年 5 ~ 7 月的“削减恐慌”中（见第二章），债券基金面临重大的赎回压力（图 6.6，右图）。

这些变化对监管意味着什么？一个关键点是，不管监管约束如何，做市商是不会“空手接落刀”的¹⁶。也就是说，在向一个可以避免过度压缩流动性溢价的环境过渡的过程中，投资者，而非做市商，需要将流动性随时可能因大家一哄而退

12. 参见 Committee on the Global Financial System, *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*, CGFS Papers, no 52, November 2014, and *Fixed income market liquidity*, CGFS Papers, no 55, January 2016.

13. 参见 H S Shin 在伦敦商学院的演讲，“Market liquidity and bank capital”，27 April 2016。

14. 关于近期监管改革对市场流动性影响的实证主义研究尚无结论。J Dick-Nielson（“Dealer inventory and the cost of immediacy”，在中西部金融协会年会上发布的论文，2013）认为近期的监管改革可能提高了美国公司债券的交易成本，而 F Trebbi and K Xiao（“Regulation and market liquidity”，mimeo, 2016）则认为近期监管改革对美国固定收入市场流动性并无影响。

15. 关于投资者之间战略互补性导致共同基金脆弱性的证据，参见 Q Chen, I Goldstein and W Jiang, “Payoff complementarities and financial fragility: evidence from mutual fund outflows”，*Journal of Financial Economics*, vol 97, 2010, pp 239-262。

16. 参见 I Fender and U Lewrick, “Shifting tides - market liquidity and market-making in fixed income instruments”，*BIS Quarterly Review*, March 2015, pp 97-109。

蒸发的风险内化。为此，流动性风险管理需提高警惕。基于市场的工具，如流动性压力测试和相关信息披露，都是重要的工具。它们将帮助市场参与者更好地理解其他参与者的行为，也可以让他们在做出反应前广泛了解各渠道的信息。监管措施可以通过设立标准化披露机制或提供流动性管理指导推动这一过渡顺利完成¹⁷。

此外，监管机构可能还想更直接地激励投资者更好地调整其所持资产和流动性风险。例如近期出台的针对美国开放式互助基金的监管措施。这些措施旨在应对该行业面临赎回风险时可能需面对的外部因素（如减价出售）¹⁸。为了满足短期流动性需求，新规定对基金经理持有的，可在三天内变现的流动性资产下限做出了要求，并设置了非流动性资产上限，这与《巴塞尔协议III》流动资产覆盖率(LCR)相关要求的精神相符。此外，新规定将允许，而非要求，实现“摆动定价”——一种将赎回交易成本转移至赎回者身上，从而保护其他投资者免于资产净值被稀释的机制。这种机制在欧洲是众所周知的。加入欧盟可转让证券集合投资计划的资产管理人实施“摆动定价”已有一段时间了，但由于相关信息披露有限，这个机制的有效性很难被真实衡量。展望未来，监管机构须继续监测这些措施对互助基金行业带来的影响，同时考虑在必要时对资产管理行业的其他领域施以相同的措施。

17. 参见 CGFS (2014, 2016), and FSB, *Strengthening oversight and regulation of shadow banking*, August 2013.

18. Securities and Exchange Commission, *SEC proposes liquidity management rules for mutual funds and ETFs*, 22 September 2015.