



# 研究报告

(2018年 第14期 总第45期)

清华大学国家金融研究院

2018年5月14日

---

## 确保中国经济金融稳定的金融监管体制改革

货币政策与金融稳定研究中心

袁志超, Philipp Paech, 楼栋, 周皓

### 摘要

我们在这份报告中着重介绍和分析英国在监管庞大和复杂的金融市场时所积累的经验，希望对于如何改革中国金融监管系统的讨论有所帮助。中国现行的监管体制形成于十多年前，在此期间金融业经历了巨大的变化。如何监管日益增长的金融体系，从而达到公平、有效、自由竞争的目标，同时促进实体经济增长、保持社会

稳定，已经成为迫在眉睫的课题。

2008 年全球金融危机的之后，英国采取了具有“双峰”元素的监管结构，成立了审慎监管（PRA）和行为监管（FCA）机构，并引入金融政策委员会（FPC）这样一个宏观审慎监管机构作为上级单位，同时将财政部及其他一些机构作为其“从属”单位。由于审慎监管局和金融政策委员会都隶属于英格兰银行，因此英国央行在金融监管中起着举足轻重的作用。与美国基于法规的监管体系不同，英国的监管体系是基于风险与原则建立的，后者在金融体系不断变化的今天更具有灵活性，而且各个参与监管的部门有清楚明确的政策目标，同时有一套在货币、财政和金融政策制定主体之间有效的协调机制。英国监管机构的构建诚然精妙，但更值得我们关注的是这种基于风险和结果的监管风格，英国监管制度凭此独树一帜且切合实际、机动灵活、与时俱进。基于这些基本观察，我们对改革中国现行监管体制提出以下建议：

1) 采用类似的以风险和结果为导向的、有中国特色的监管体系，并保持对新技术和新挑战的机动灵活性；

2) 利用现有的监管框架，通过设计更好的协调机制来实现对日益增长的金融体系的监管。

此外，在报告中我们将提出切实可行的政策建议以确保如下三点：



- 1) 实现根本的审慎目标；
- 2) 保持不同监管机构之间的沟通协调；
- 3) 高质量增长的目标（而非不论代价的增长）。

针对第一点，我们建议新成立的国务院下属中国金融稳定发展委员会（FSDC）被赋予类似于英国金融政策委员会（FPC）的权限与职责，同时保留中国特色。具体地讲，其首要目标是加强中国金融体系的抗压性，次要目标是支持实体经济增长。它应该被赋予指导与建议的实质性权力，包括订立和解释法规等等。同时，它应该能够设定监管范围，并指定经济中具有系统重要性的机构。另外，为了削弱宏观经济不平衡和降低系统性风险，金融稳定发展委员会应该能够向金融或非金融部门提出建议。对快速发展的转型经济体来讲，这项独特权力将使中国的宏观审慎监管制度超离现有的监管模式，开创一种维持金融稳定的新途径。

中国金融稳定发展委员会应当建立一个着眼于系统性问题的研究部门来提高其识别、监控、评估系统性风险的能力。它应该同中国人民银行一起承担协调所有监管机构之间关系的职责。监管机构的高层应包含跨界会员。

关于如何构建金融稳定发展委员会，我们建议由一名中央政治局常委领导，央行行长参与，成员可以包括中国人民银行主管汇率政策和金融稳定的副行长，新合并的银保监会、证监会、财政部的

相关领导，以及外部成员。

同时还应该建立所有监管机构间的合作谅解备忘录，确立所有监管机构与中国人民银行行长级别官员的定期会议机制，以此确保沟通和协商渠道的持续畅通。

针对第二点，我们建议在三个层面上实施协调：

1) 中国金融稳定发展委员会应成为实行和检视中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会和中国证监会间协调的主要监管主体；

2) 在实施新的政策法规和执行监管处罚时，应正式确立在中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证监会的政策监管团组间的协调规则和机制；

3) 设立一研究中心，协调中国监管机构之间的信息共享和分析。

针对第三点，我们建议在平衡增长、创新和社会稳定这些层面上参考金融行为监管局（FCA）创新中心的经验：

1) 建立类似英国金融行为监管局创新中心的监管部门；

2) 建立推动金融产品和服务创新的监管沙箱机制；

3) 由研究中心协调，在中国人民银行和所有具有监管功能的委员会下创建一个市场研究所；

4) 积极地与国际监管机构和国际一流院校合作。

我们还建议，中国的监管机构应该明确其监管风格，类似英国的基于风险和结果的风格是很好的选择。



最后，我们建议中国监管者参考英国金融行为监管局的收费及收入模式。这可以帮助监管机构与迅速增长的金融业界一起增强其预算自主能力。

## 1. 介绍

本报告是英中金融政策倡议项目的一部分，旨在促进中国和英国的金融监管和监督系统之间的相互了解。它的终极目标是，在提高效率和高度可持续发展的基础上深化合作、支持跨司法管辖区的投资，以给两国的投资者、商业机构和消费者带来福利。

自 2008-2010 年金融危机以来，英国监督管理金融市场的模式成功地实现了现代化。尤其是审慎和行为监管（“双峰”）的引入，虽还未被危机所检验，但迄今为止是卓有成效的。

对于这些改革的分析和研究可能对未来中国相似的改革有参考价值。国际货币基金组织 2017 年发布的有关中国金融业的评估报告（FSAP）指出了中国金融体系面临的多重挑战。本质上，对于像中国这样的转型期经济体，为了确保社会稳定，实体经济存在着固有的扭曲，如产品市场竞争的扭曲、要素（劳动力，土地等）成本扭曲、能源和其它资源价格与环境的扭曲<sup>1</sup>。这会导致金融体系的扭曲（如扭曲的资本成本、紧急救助、不切实际的风险回报预期），进一步导致经济增长的扭曲。长期以来，中国经济改革的重点是实体经济而不是金融体系，而金融体系缺陷的加剧反过来威胁着金融稳定性。如何打破恶性循环、保证金融体系和实体经济的稳定性是

---

<sup>1</sup>一些真实的扭曲的具体描述见 Huang 和 Wang (2010, China & World Economy, 18(4), pp.1-17)。一个例子是国内石油定价。国家发展与改革委员会 (NDRC) 采用把国内油价与几个国际油价对标的方法。国际油价有 7% 的变动，国内油价就相应进行调整。但是，当国际原油价格上行到 80 美元 1 加仑的时候，由于担心过高的价格扰乱生产和消费，国家发改委停止了对国内价格的调整。

一个挑战。中国的金融业监督管理系统应该扮演重要的角色。中国金融市场的重要性与日俱增，而且中国金融资产接近国内生产总值的 470%，在此情况下，上述问题亟待解决。

中国政府已经认识到了问题的紧迫性，加速了各个经济领域的改革进程。2017 年成立的金融稳定与发展委员会（FSDC）负责加强央行的宏观审慎监管以及防范系统性风险<sup>2</sup>。2018 年 3 月全国人大期间，监管体制的全面改革计划出台，包括合并银行和保险监管机构，赋予央行这样的政策制定者新的权力，还将成立国家市场监管局以处理实体经济中的扭曲。这一系列的改革为中国提供了一个从英国上次改革经验中获益的机会。

#### A. 英国与中国的监管目标

自主经营的企业需要监管是因为社会会受到市场失灵带来的负面影响，导致公众利益暴露在风险之下，例如公共安全、公众健康、国家经济发展和社会凝聚力都有可能受此影响。更具体地讲，国家监管金融业务的基本原理可以典型性地细分为：(a) 市场诚信；(b) 支持实体经济；(c) 防范系统性风险；(d) 竞争。当然，也不排除其它可能的分类<sup>3</sup>。

这些基本原理相互交织，也存在部分对立，并且在不同的司法

---

<sup>2</sup> 2017 年 11 月 9 日，《中国银行新闻》报道，中国的金融稳定发展委员会正式宣布成立。

<sup>3</sup> 例如，见, Armour et al., pp. 61-72: (a) 保护投资者和其它金融体系使用者; (b) 消费者保护; (c) 金融稳定; (d) 市场效率; (e) 竞争; (d) 阻止金融犯罪。

管辖区被赋予不同的相对比重<sup>4</sup>。它们也会随着时间的推移而变化。如同许多其它司法管辖区，英国自 2008 年金融危机以来，已将防范系统性风险推向前沿——在此之前，市场诚信被看作最重要的监管目标。截至目前，中国金融监管的主要驱动力是支持实体经济和确保政治稳定，然而，现在防范系统性风险和金融稳定逐步成为焦点。

更广泛地讲，两国在赋予金融监管作为支持政府经济政策的手段的重要性方面存在着明显的差异。

## B. 市场诚信与消费者保护

建立公平的市场机制、增强市场信心，是促进市场诚信的重要手段。然而原则上讲，每个市场参与者都可以尽其所能追求利益，而不用顾及他方的损失。一个运转有序的市场需要有庞大的投资者群体以确保足够的流动性和市场深度。投资者只会在他们认为被合理对待的市场投资（这并不意味着保护他们自己可能犯的错误投资决策）。为此，监管机构强加给市场参与者各种责任和条约来去除某些不公平的因素（比如，信息不对称的不公平优势），以保持市场的可信度。最典型的由于信息不对称而造成扭曲的例子就是所谓的委托-代理问题。解决委托-代理问题和信息不对称的办法是基于：(1) 告知客户的义务，(2) 决议形成的文件证明，(3) 选择使客户利益最

---

<sup>4</sup>很多有关竞争与银行业稳定性的文献表明越有竞争力的体制越稳定。



大化的方案的义务，(4)结果或可替代结果的文件证明。

原则上讲，这些因素既适用于批发业务，也适用于零售业务（消费者）。然而，“公平”的论点在某种程度上取决于谁是合同当事人：银行与消费者之间的合同需要最高级别的“公平”。而当双方交易规模对等的时候，例如两家深谙行业门道的银行交易时，最低的“公平性”适用。由此，监管者把市场参与者有代表性地划分为三种或者四种类型（亦即自然人（消费者）、一般性公司和金融机构），予以不同层次的保护。

### *C. 对实体经济的支持*

在中国或其它国家，监管也可以用来缓解实体经济扭曲、支持经济增长以及维护政治稳定。但是，这些举措也可能在其他领域产生长期的相反效果。例如，实体经济的增长一直以来都是新兴转型市场的主要目标，但有时会以市场诚信和金融稳定为代价。

通常，当经济增长达到一定水平时，公平和审慎的考虑就会逐步受到重视。新成立的金融稳定发展委员会（FSDC）很好地说明了中国正在将其重心转移到金融稳定和防范系统性风险。

### *D. 系统性风险防范*

2008年金融危机以前，系统性风险防范作为一个独立的监管领



域，没有被任何发达国家的金融市场所重视。大家都以为通过保证市场参与者自身的稳定（微观审慎监管）和奉行温和的货币政策就能很好地解决整体系统稳定性的问题，并能有效防止市场过热。存款保险基金是早期唯一保护整个体系免受系统性影响的措施。然而，最近的金融危机证明微观审慎监管、货币政策和存款保险基金三者联合还不足以有效防范系统性风险。

目前，防范系统性风险的措施包括微观和宏观审慎措施以及货币政策。自从上次金融危机以来，防范系统性风险已经成为改革的重中之重。首先引入的是新的或者强化的实质性规则，特别是关于资本和流动性、银行解决方案、结构改革、集中清算以及信用评级的措施。其次，各国在国家和国际不同层面建立了专门的监督结构和流程。例如，英国成立了审慎监管局并赋予其强大的权利，这些授权体现了其对当今系统稳定性所起的重要作用。同样地，中国最近成立了金融稳定发展委员会（FSDC）。

#### *E. 本报告的结构*

第二章阐述了英国的监督管理模式，重点在于审慎监管局（PRA）和金融政策委员会（FRC）的功能与作用，详细分析的是其权限以及如何与其它监管机构、政府机构，特别是金融行为局（FCA）、财政部和英格兰银行之间进行协调的政策。为了使分析更加全面，我们

将把英国的模式与其它金融市场如美国、德国、法国、澳大利亚、欧盟采用的成功模式进行对比。

第三章列明当前中国监管系统面临的挑战，特别指出：

- 促进经济增长与金融稳定目标间的潜在冲突；
- 金融体系相互关联的复杂性以及评估内在风险的困难性；
- 监管真空和交叉，
- 监管协调的困难。

第四章提出一系列益于中国未来发展的监管政策建议。这些建议包括：

- 成立类似于英国金融政策委员会的中国金融稳定发展委员会；
- 监管机构在规则制定、实施和研究方面的协调；
- 在优化监管目标时采取平衡的方法，特别是在平衡稳定与增长目标方面；
- 建立并交流清晰的、基于风险和原则的监管风格；
- 配备监督管理快速增长的金融市场所需的人力、物力资源。

#### *F. 本报告的写作背景*

这份报告受英国外交和联邦办公室委托，由来自伦敦政治经济学院和清华大学五道口金融学院的专家学者撰写。

## G. 鸣谢

借此机会我们感谢 Matteo Aquilina（英国金融行为局批发市场研究小组主任）、Alex Brazier（英格兰银行执行董事及金融政策委员会成员）、Stephen Dickinson（审慎监管局高级经济学家）、Paul Hamalainen（金融行为局金融稳定研究小组主任）、Kevin R. James（金融行为局研究协调员）、Mary Starks（金融行为局首席经济学家）和 Sam Woods（英格兰银行副行长、审慎监管局总裁）与工作小组一起进行的详尽的讨论和他们的洞见。同时也感谢顾问委员会和咨询委员会成员，以及在北京和伦敦召开的英中倡议启动会议中与会者的评论。我们还感谢研究助理 Anna Whaley 和 James Guo 郭腾宇。我们也从同行日内瓦研究学院的黄毅教授和人民大学的黄勃教授的研究分析中获益。我们非常感谢项目管理主任 Ann Law 周密细致的管理编辑工作。

## 2. 英国模式 —— 监督管理世界领先的金融市场

### A. 组织结构

1997 年英国成立了一个基于“行为方式”和“安全与稳健”（微观审慎）的统一监管机构——金融服务局（Financial Services Authority），用以监管几乎所有英国金融公司。上世纪九十年代英国主要金融公司开始发展全方位金融服务业务模式，使得此前不同

的监管者监管不同的机构的方法难以运行，从而促使了这种转向“整合”的监管模式。金融服务监管局（FSA）的四项法定目标是保持市场信心、提高公众意识、保护消费者和减少金融犯罪。在金融服务监管局职责范围以外的少有的几个主要方面是公司财务报告和公司治理由财务报告委员会（Financial Reporting Council）负责，同时收购小组（Takeover Panel）负责并购业务，公平交易局（Office of Fair Trading）监管消费者信用（Consumer Credit）。

在 1997 年的改革中，英格兰银行在货币政策方面获得了独立性，但同时剥夺了其直接监管的角色，以避免其拥有“过度集中的权力”。除此之外，它继续负责收集市场情报、监督支付系统。

2007 年 9 月北岩银行（Northern Rock）出现挤兑的终极事件引发了对整合方式的批评和促使了对整合体系的重新评估。虽然政府提出了一些改善建议（包括存款保证）、明确“三方管辖”（财政部、英格兰银行和金融服务局）的职责所在，但是还是普遍肯定了这种监管体系。金融服务监管局有广泛的调查、执行和监督的权利。在效率和有效性方面被普遍认为是“模范监管机构”，并在 2008 年发行的 G30 报告中对此项有所记载。

2010 年在自由民主党和保守党的联合政府成立后，政府赋予了金融服务监管局一项新的立法权力，最终该权力在 2012 年被立法确立。在此基础上，审慎监管权回归到了英格兰银行，由其下属单

位审慎监管局（PRA）执行，负责监管清算和结算系统（尽管后来付款系统的监管职责转给了金融行为局（FCA））。同时，金融政策委员会（FPC）承担宏观审慎监管的责任。金融服务监管局被重新命名为金融行为局，保留了其大部分权力，还另外被赋予了竞争目标和管理消费者信用的职责。

因此，金融危机导致了英国在 2012 年对其金融监管、监督体系进行了彻底的改组。公众认为整合的监管体系已经失败，且要求一个决定性的反馈意见。这促使了英国金融监管从整体转向了双峰模式。“国内的政治形势是形成此方法的特点和内容的重要因素”。

微观审慎监管虽然归属于审慎监管局，尽管审慎监管局是英格兰银行的一部分，但能独立于英格兰银行运作。金融行为局是以有限公司形式创立的，属于英格兰银行内部的一个系统监管机构，并建立了其专门提供解决方案的功能。2012 年审慎监管局和金融行为局都发表了使命声明，发布了其新的监管方式。但是，新体制受到了金融服务监管局和银行官员的深刻影响。因此“第一年运作时采用的方法仍然基于新的机构还未成立时所做的决定，而金融服务监管局依旧是监管者”（Black）。

正如费伦（Ferran）所说，每一个司法管辖区的结构都体现了

多方面的影响，包括政治、规模、历史、商业模式等其他因素<sup>5</sup>。因此，有一些模式在一个司法管辖领域内会比在另一个领域内更有效。由此推知：没有一个可以适用于所有司法管辖区的模式（如果我们采纳监管的一个新侧面），能在效率和有效性方面达到普遍的“最好”结果。

### *B. 背景：现行监管模式*

现有四种基本模式：功能型模式，机构型模式，整合型模式和双峰模式。

功能型模式：在此模式下，业务监管取决于公司所经营业务的类型。上级监管取决于公司业务交易的类型，而无关公司的法律地位。每种类型的业务各有其不同的功能监管机构，因此如果一个公司经营不同的业务，它有可能需要向不同的业务监管机构汇报。在这种机构方法下，监管机构需要对业务的安全与稳健，以及业务行为负责。此方法仍然十分常见，只要各部门之间有效协调，其也能有效运行。单一地、在技术层面上，专家监管者可以持续地对相同活动采用一致的监管规则，无需考虑具体实体是谁。这有助于保证公平、避免监管套利。

---

<sup>5</sup> Ferran (2011) Oxford Journal of Legal Studies 455-480.



然而，功能性模式被认为未达到最佳标准，许多司法管辖区从这种模式转向了整体或双峰结构。这样做的原因包括（但不限于）：难以区分哪项活动归口哪个监管机构；不同机构对同一活动监管的潜在不一致性；监管机构不愿意其它机构权威扩大其活动（而且，如果监管机构为管辖区竞争，那么监管的动机变得不单纯——特别是如果监管机构的资金由其监管的单位提供，可能会引发“逐底竞赛”）；以及管辖区不确定性会导致生意搁浅。这种模式需要公司与多个监管机构打交道，从报告的时间、能源、以及为防范重叠和保证没有遗漏而进行大量的协调工作来讲，会更加昂贵、更加麻烦。而机构型模式，监管机构对它所监的公司的活动信息没有全面的了解，从而并不能评估其系统性风险。事实上，此模式会导致没有任何监管机构能够有效地监视系统性风险。





### 运用功能型模式监管的司法管辖区

美国监管深受其国家历史、政治和文化的影 响。结构相对复杂：“可描述为采用功能方法，附加上一些机构元素，更为贴切”（G20 报告第 32 页）。一个显著特点是其双面性——银行可以选择州宪章或者联邦宪章。银行和证券活动在州政府层面和联邦政府层面由多层机构监管，保险目前在州政府层面接受监管，期货主要由联邦政府监管。有研究表明了双系统竞争的潜在负面影响。注意：美国新成立的金融稳定监督委员会（FSOC）在将监管划分到以下成员机构：美国证券交易委员会（SEC），美国期货交易委员会（CFTC），美联储（Fed），美国联邦存款保险公司（FDIC），金融犯罪执法网络（FinCEN），金融业监管局（FINRA）；货币主管办公室（OCC），国家信用合作社（NCUA），消费者金融保护局（CFPB）；国家保险业协会（NAIC）；国家期货协会（NFA）。而且，每一个州有其自己的银行监管局。

巴西监管结构的特点是带有机 构因素的功能性系统。它包括四个具体的监管机构：CVM（证券监管者）、央行（负责审慎的金融机构监管），SUSEP（保险业监管者）和 PREVIC（养老金）。为了促进这些机构间的相互合作而在 2008 年成立了 COREMEC。这一监管系统的形成与发展受到了巴西内部因素的影响。巴西政府实施“在经济行为方面的政府计划”的宏观经济稳定政策后，出现了重组金融系统的需求。1964 年通过的“国家金融系统法”至今仍然是立法原则，支撑着巴西的金融市场。法案成立了国家货币委员会（包括财政部部长，计划部部长和央行行长）和巴西中央银行（一家负责货币监管的独立联邦机构）。巴西中央银行（BCB）接管了货币监管功能，但它并不拥有央行的全面监管权和责任。巴西中央银行（BCB）成了货币发行银行，以及政府在监管联邦债务方面的金融代理。但是，巴西银行仍然保留了一些类似央行的功能。1985 年，金融监管机构再次被调整，去除了巴西中央银行和巴西银行的重复功能。1998 年全部的货币监管权力从巴西银行逐步地转到巴西中央银行（BCB）。上世纪九十年代，巴西经历了一系列银行业惨败。九十年代中期，通货膨胀率高达 46%。1995 年，巴西中央银行（BCB）对一家大型银行进行了干预。为解决危机，政府宣布承担银行债权人的损失以鼓励面临困难的银行进行并购。他们也制定了审慎的监管法规和加强监管以确保安全与稳健。2002 年 4 月，巴西支付系统进行了改革，以使巴西中央银行（BCB）不再接受任何银行储备账户的任何负差额。

机构型模式：监管取决于公司的法律地位。一个公司的法律地位（如银行、交易经纪人或者保险公司）决定了由哪个监管机构监管其从安全与稳健到业务行为的活动。

该监管模式基于机构提供单一“行业”服务的业务模式，然而该业务模式在现实中不复存在。现在大型金融公司都提供了广泛的金融产品，市场上不再有只有单一经营活动的公司。

实际上，公司会根据其业务范围经营而不是其法律地位，如果其拓展业务提供一项新的服务，这就会产生执法方面的困难。如果为了监管的目的，公司必须按照其法律地位进行经营，这可以说是由于惧怕监管混乱或可能的影响而抑制公司业务发展。该模式也增大了由于监管机构的不同而导致法规执行的不一致的可能性；同样的经营活动由于公司的不同而被不同监管，从而引发监管套利。因为金融服务公司和产品会持续演变超出它们的机构标签，监管机构提供的金融服务分类性质的模糊只会增加，因此监管会变得更加困难。

该模式也可能在监管方面有令人担忧的影响。如果一个监管机构扩大其监管范围，它会与其他监管机构的职能重叠。如果两个监管机构企图监管同一个企业，他们应保证充分的协调沟通。基于上述，因为没有一个监管机构能对整个市场有全面的了解，所以现有监管无疑不能做出明智有效的改变并采取行动来减少和避免系统

性风险。不仅是未能检测系统性风险，不同的监管机构可能会更难以防止风险，有时甚至夸大风险。

这种机构模式通常被认为缺少灵活性。市场不断得创新（出现新产品、新活动和新的组织结构）导致行业界限被打破。因此，针对传统行业的监管可能导致监管缺口和不一致的监督。也就是说没有足够地重视稳定与稳健风险，这需要一个全面的视角。因此，自上世纪八十年代，由于金融业的增长和全球化（这包括新加坡、挪威、瑞典、丹麦、英国、德国、澳大利亚、韩国和日本），许多司法

#### 使用机构监管模式的司法管辖区

中国主要以机构结构进行运行——尽管兼有一些功能元素。在报告之前的 25 年内，作者注意到中国是相当少数的没有转向整合方法或双峰方法的司法管辖区中的一个。起初，所有金融监管通过中国央行（PBoC）实施。然而，现在监管被分配到了如下的机构监管：

中国证监会（CSRC）是监管证券和期货的机构（从 1998 年开始）。

中国保监会（CIRC）从 1998 年开始监管保险业，现在与中国银监会（CBRC）合并形成中国银保监会（CBIRC）。

中国银监会（CBRC）从 2003 年开始负责银行业，现在与中国银监会（CBRC）合并形成中国银保监会（CBIRC）。

中国人民银行的角变得有限——现在只是制定和实施货币政策以保持金融稳定（央行行长通过担任国务院委员能发挥巨大影响，因此能影响金融改革）。

管辖区不再采用此模式。实际上，我们很难分清一个司法管辖区采取的是机构方法还是功能方法，特别是在监管者机构允许公司“在现行体制内拓展新的业务内容”的地方。有时甚至名称互用。

整合型模式：虽然整合模式在上世纪九十年代和 2000 年代非常流行，其因为英国金融服务管理局（UK-FSA）在预防 2008-2010 年金融危机影响方面的失败而被质疑，现在也对其适用性也提出了疑问。

无论公司的业务种类或其法律地位如何，一个统一的万能监管机构对所有行业的金融服务业务实施安全和稳健、业务行为监管。监管和监督上有了明确的重点，消除了在机构模式和功能模式下由于司法管辖区域不同而产生的混淆和冲突。重点清晰无疑带来了更高质量的监管。而且它也具有对整个业务的全局认识——既有广度又有深度，使得对问题的掌控可以与时俱进。报告给一个统一的监管机构对企业来说更节约成本，保证了法规的统一实施。它也因为有统一方法而在大型市场中也很有优势，可以专注于监管，而不必担心机构模式和功能模式的混淆或是范围冲突。

它的主要的缺点是内在地增加了单点故障的风险。特别是在大型市场中，整合模式给一个监管机构带来了过高的负担，造成了监管困难，也潜在地造成了监管低效和利益冲突。该模式通常是不合适的，除非在一些小的国家“规模经济产生的利益可能巨大”。而且监管者会倾向于注重一些领域，也就是说忽视了其他领域（例如英国金融服务局（UK-FSA）太多得强调了消费者保护，代价是忽略了包括系统性风险在内的其它领域）。另外，在中央银行退出金融监管



的时候，该模式没有考虑到货币政策与金融稳定的内在联系以及央行作为最后贷方的作用。同时，整合机构与央行的关联会产生利益冲突的风险（见下）。这也会很难保证对单一监管机构有适当的制衡。在监管一个大型市场的时候，如果一个监管机构的规模变得过大，监管者可能对整个行业的监管会变得无效，从而将工作量分拆成“可控业务单元”。其结果是如果没有切实的信息分享政策，就会造成监管机构沟通困难。如果业务有分工，单一监管机构的优势便会失去，如果沟通政策没有有效实施，每一个部门都会成为一个不同的监管机构。单一监管机构可能会成为一个无效率的垄断官僚机构。

英国前金融服务局反思北岩银行挤兑的教训时指向了内部重组亦即对北岩银行的监管责任在过去三年内分向了三个不同的部门，也提及了过分的工作量和匮乏的资源，以及内部和外部信息、资讯的阻断。

#### 使用结构监管模式的司法管辖区

德国的 BaFin 是一个整合的监管机构，但是德国央行继续扮演在银行监管方面的角色。这导致了审计的重叠与重复。然而，这可能可以通过有效沟通来得以解决，除非在有真正纠纷的情况下一个监管机构会拒绝放弃对另外一个监管机构有利的范围。

双峰模式：双峰模式“现在在政策圈子内占有支配地位”。它可以着重于不同的监管目标，通过具有不同监管功能的“双峰”进行

监管：一个是发挥安全与稳健的监管功能，另一个是专注业务行为的监管。通常在业务行为监管机构下，批发、零售分开监管。

该模式可以获得整合方法的益处同时避免单点故障的风险。它也可以解决由于安全和稳健，消费者保护与透明度而产生的“内在冲突”。既具有整合方法的益处和效率，但同时解决“安全和稳健”与“消费者保护和透明度”两个目标之间的冲突。在已经实施了双峰模式的司法管辖区，保护投资者与保障市场公平和透明度的要求相关联，一个单一的机构通常负责三者全部。业务行为转向交给证券监管者们——通常认为他们在该领域最有经验。

该模式的优点是把审慎监管者与以消费者为导向的监管分隔开来，也就是说当二者冲突时，他们能优先考虑安全和稳健，更有利于金融稳定。它无疑也是能优先重视保证透明度、市场诚信和保护消费的最好模式。而且，它也使每个监管机构都能雇到适合其特定功能的专业人才。尽管在前两个模式中这也可能，但它们一般被认为是过时了。

该模式也存在缺点，因为即使监管机构分开了，“安全和稳健”与“消费者保护和透明度”之间的矛盾依旧存在。如前所述，单一监管机构缺乏对这些矛盾和整体市场的全面掌控仍然是一个风险。

2008 年美国财政部将其认定为是最适合美国的长期结构，但是这尚未转化为现实，仍有 70 家左右的机构参与金融监管。费伦（Ferran）将此归因于现有机构间为了保有地位的官僚利己主义，以及人们惟恐和避免发生任何会引发大规模和复杂的深度重组的事件。

#### （除英国外）使用双峰监管模式的司法管辖区

1997 年澳大利亚为了实施“双峰”模式而重组了其金融服务法规——将审慎监管与业务行为监管分开。澳大利亚的审慎监管局（APRA）在澳大利亚具有“促进金融系统稳定”的法律责任。它监管储蓄机构（银行、房屋委员会等）。它独立于中央银行外，对其监管的公司进行着重于“安全和稳健”的审慎监管。与澳大利亚储备银行（RBA）一起，处理无法兑现承诺的公司，澳大利亚储备银行的参与在于为清算提供了必要的流动性支持。澳大利亚证券投资委员会（ASIC）监管市场的业务行为，保证整个澳大利亚市场上的消费者受到保护。它不仅是一个审慎监管机构和负责颁发指导方针和行为准则，也具有执法权力。澳大利亚储备银行负责金融稳定，利率和结算系统——确保证券及其衍生品的清算和结算处理方式可以有助于维护金融稳定。

### C. 探讨：作为监管机构的中央银行

一些司法管辖区的央行具有审慎监管的功能（如巴西、法国、意大利、新加坡、西班牙和荷兰），而另一些不具有（澳大利亚、加拿大、中国、日本、墨西哥、卡塔尔和瑞士）。在英国，审慎监管局（PRA）是英格兰银行的一部分，但却独立于后者开展业务。

无论采取何种监督管理模式，监管机构、央行和财政部之间尽可能多的信息共享、适当的协调与沟通都十分重要。许多司法管辖区

区拥有一个特别的协调部门来协助此事，通常包括各部门领导，央行和财政部的高级官员。所以司法管辖区的央行都强调与大型金融机构保持关系的重要性——在危机出现时与之沟通（以及比较理想化地参与其中）。无论采用哪种监管结构，危机发生时，信息共享和决策制定会将央行和其它机构链接起来。

目前还没有关于央行和金融监管结果间联系的决定性文献资源或研究，究竟是把监管放在银行内部好，还是把监管分离出银行好，目前有关证据各执一词。Dincer 和 Eichengreen 最近指出如果把监管置于央行内部，国家会倾向于拥有更加保守得监管的金融体系——需要更高的资本比率，尽管某些方法要求的银行信用较低。换言之就是对融资困难的公司减少投资，和降低经济增长。

与之有关的一个典型论点就是它会引起货币政策和监管功能之间的利益冲突。费伦（Ferran）举出了一个央行不愿意调整利率的例子：因为如果这样做，可能会引发一些银行的破产，从而它会受到指责。这样的指责会加大被监管银行的道德风险，必须避免之。而且，在这种情况下，问责被看作是麻烦的，因为央行内部的监管功能会与其自身的制定货币政策的角色所具有的高度独立性发生冲突。此外，央行可能无法很好监管有复杂资本市场的经济，因为这需要央行的银行家们具有他们通常不具备的专才。

另一方面，央行的信息优势使得其更有效更快速。特别是作为



最终的借贷者，也就是说如果央行不是监管者，因为它不能立刻获得陷入困境的银行的信息，这样提供紧急流动性的过程也就可能被耽搁。最后，在央行内部进行监管可以使其免受政治干扰。

在混合背景下，如澳大利亚，利益冲突问题与在银行外赋予监管的相关决定有关。然而，法国和英国的情况表明，利益冲突可以通过在央行内设立一个独立机构实施微观审慎监管而解决。

#### D. 英国：‘双峰+’

英国模式可以更精确地描述为“双峰+”。它把业务行为与安全 and 稳健分开，或进行颇具特色的双峰模式审慎监管。然而，更多重要角色被分配给其它机构，因此一共有四个主要监管主体：英格兰银行(BoE)，审慎监管局(PRA)，财务政策委员会(FRC)和金融行为监管局(FCA)。

英格兰银行(BoE)：英格兰银行是英国的中央银行，肩负着保障货币稳定与金融稳定的广泛责任。除了包揽金融政策委员会(FPC)、货币政策委员会(MPC)和审慎监管局(PRA)的监管职责，它还为陷入困境的金融机构提供流动性支持或者通过调解管理。它也可以通过其基础设施为整个体系提供支付与结算，同时也为英国政府和海外100多家中央银行提供银行服务。金融政策委员会(FPC)，货币政策委员会(MPC)和审慎监管局(PRA)下设于英格兰银行内。

金融政策委员会 (FPC): 英格兰银行的金融政策委员会是英国的宏观审慎监管者<sup>6</sup>, 负责制定金融稳定策略。它识别、监督并采取 措施以消除或降低系统性风险, 旨在保护并加强英国金融系统的抗 压性。它的二级目标是支持政府的经济政策, 和接收财政部的年度 汇信。

金融政策委员会通常一年会晤四次, 每年发表两次金融稳定报 告。该报告列明委员会关于金融稳定的主要风险的观点, 并评估金 融系统抗击这些风险的准备程度。该报告还会总结金融政策委员会 的最新活动, 评估任何其所采取的行动会带来带来的影响。

与审慎监管委员会 (PRC) 和审慎监管局 (PRA) 一起, 金融政策 委员会为设计和校准银行的压力测试框架助力。

它具有双重权力——指导权和建议权。它可以指导监管者就一 些具体的政策工具采取行动, 它也可以为降低金融稳定的风险建言 献策。

货币政策委员会 (MPC): 英格兰银行的货币政策委员会一年会 晤八次, 负责制定利率以满足通货膨胀的要求。和金融政策委员会 (FPC) 一样, 它每年接收首相的年度汇信。

货币政策委员会共包括九名成员——委员长, 三名分管货币政

---

<sup>6</sup> “分手不是件容易的事情: 英国金融监管的未来“, Black 和 Hopper, 2010.



策、金融稳定和市场银行的副委员长，英格兰银行首席经济学家和由财政部任命的四名外部成员，以确保货币政策委员会（MPC）受益于外部输入和专家意见。早在 2007 年，在财政委员会听证会后，曾经被指责不透明的任命程序，通过引入公开任命程序（回应宣传的程序）现在变得更加透明<sup>7</sup>。

利率会根据委员会的多数选票制定，少数票也会被公开。利率决定与货币政策委员会的会议记录一起公布。英格兰银行的通货膨胀报告，每季度发表一次，与货币政策委员会的会议记录和利率决策一起发布。通货膨胀报告提供了对英国经济的分析以及影响政策制定的因素。它也包含了货币政策委员会对通货膨胀和产出增长的最新预测。

如果制定的目标没达到，会要求委员长写信给财政部，解释为什么没有达到目标，并提出改正措施，说明通货膨胀达到正常目标需要的时间和如何采取措施达到“政府关于增长和就业的目标”<sup>8</sup>。该项要求增加了货币政策委员会的透明度。2007 年和 2008 年所写的解释信印证了该过程能加强问责制度和透明度<sup>9</sup>。

审慎监管局（PRA）：审慎监管局是在 2012 年金融服务法案下成立的，与金融行为局一起于 2013 年 4 月 1 日正式启动运作。英格

---

<sup>7</sup> Ibid.

<sup>8</sup> Philip Arestis, [https://www.boeckler.de/pdf/v\\_2008\\_07\\_27\\_arestis\\_academic.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/v_2008_07_27_arestis_academic.pdf).

<sup>9</sup> Ibid.

兰银行下的审慎监管局负责审慎监管 1500 家银行、建房协会、信用合作社、保险公司和主要的投资公司。

2000 年金融服务与市场法案 (FSMA) 赋予了审慎监管局两个主要目标：1) 广泛的目标是促进其监管公司的安全与稳健，重点放在它们可能对英国金融系统稳定性产生的负面影响；2) 具体针对保险公司，为确保投保人被适当地保护。自 2014 年以来，审慎监管局有了第二层级的目标：促进审慎监管局监管许可的公司提供的服务在市场中的有效竞争。它可以被认作是英国的微观审慎监管者，而金融政策委员会 (FPC) 覆盖宏观审慎的方面 (如下)。

审慎监管局 (PRA) 起初建立时是英格兰银行的子公司，但是 2016 年英格兰银行与金融服务法案结束了它的子公司地位，使审慎监管局位于银行之内。今天，审慎监管委员会 (PRC) 替代了审慎监管局 (PRA) 的治理董事会。创立审慎监管委员会纯粹是结构上的变化——审慎监管局的目标和功能保持不变。该变化旨在“在银行内产生更清楚更连贯的监管结构，同时确保审慎监管局 (PRA) 继续重点关注其法定目标。”<sup>10</sup>

审慎监管委员会 (PRC) 有 12 名成员，包括英格兰银行行长，四名副行长和审慎监管局局长。其他六名成员都来自银行以外。

由于审慎监管局 (PRA) 与货币政策委员会 (MPC) 和金融政策

---

<sup>10</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/news/2017/february/prudential-regulation-committee-replaces-pra-board>

委员会（FPC）<sup>11</sup>同在英格兰银行内，使得一个机构的屋檐下兼有货币政策、宏观审慎政策和（部分）微观审慎政策。

金融行为局（FCA）：同审慎监管局一样，金融行为局也是在2012年金融服务法案下成立的，启动于2013年4月1日。它监管超过五万六千多家的企业，是一万八千多家企业的审慎监管者（不包括那些由审慎监管局监管的审慎事务）。金融行为局接管了金融服务局监管行为的责任和相关审慎监管。它的战略目标是确保相关市场运转良好，它的运营目标是保护消费者、保护金融市场和促进有效竞争<sup>12</sup>。

金融行为局具有重大权力，包括监管金融产品销售与推广的权力，确定最低标准和制定产品要求，调查机构和个人，和禁止金融产品长达一年同时考虑无限期禁止。

为了支持金融行为局的资金，金融行为局向它监管的公司和其它机构如投行或注册公司实行收费。根据2017年的最新报告，其总收入是五亿七千四百九十万英镑，其中五亿五千四百一十万英镑是收费收入，两千零八十万英镑是其它收入主要来自金融行为局提供的其它服务，如人才报告。

---

<sup>11</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/news/2017/february/prudential-regulation-committee-replaces-pra-board>

<sup>12</sup> 金融行为局的目标是保证金融市场的良好运行，此目标对其自身如何运营至关重要。显而易见地，运转良好的金融市场能促进增长。然而，促使金融市场良好运转也可以改善公司治理（见 Schmidt and Fahlenbrach (2017)），良好的公司治理可以潜在地改善金融稳定性。金融市场发展也减少极端贫困（见 Ross Levine's presentation <http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/images/7.%20Ross%20Levine%20%20Regulating%20for%20prosperity.pdf>）。

监管范围：金融行为局负责监管金融服务的方方面面。它的范围包括一般保险与保障（5800 家公司）、投资管理（3000 家公司近七万亿英镑的资产）、养老金和退休收入（230 家公司）、零售银行（1300 家公司，目前在英国有七千两百万个有效的个人账户存款，零售存款超过一万五千五百万亿英镑）、零售投资（5850 家公司）、零售借贷（30000 家公司）和金融批发市场（1650 家公司）。前面提到的还包括管理着近六千亿资产的网络零售端口。而且，金融行为局在 2015 年成立了一个独立部门——结算系统监管处，以监管和监督结算系统。

金融行为局主要对被认可的个人、高级经理和认证制度、监管管控法规变化、任命代表和主要负责人的方式、欧盟护照机制、许可的变化、授权的取消、放弃和更改、资产要求许可、收费和募捐实施法制管理，监管报告并对任何法律地位的变化进行行政管理。

金融行为局也监管金融市场，包括债券的发行与交易的市场诚信度，确保稳定性与抗压性；可及性、有效性与前瞻性；公平和廉洁；防范金融犯罪。同时它还要保护市场用户，也就是说，确保对市场使用者或参与者予以适当的保护。为市场用户着想，进一步促进了产品和服务提供者之间的有效竞争。金融行为局的一个基本目标就是保护消费者，这也通过独立于金融行为局以外的机构，比如货币建议服务处，金融调查专员服务处和金融服务赔偿机制（FSCS）

来实现。

监管框架：金融行为局试图在统一的框架下进行监管。金融行为局采用了一种二维框架对不同的公司进行监管：基于行业（固定产品组合公司）和基于经营活动。每一个行业有几个重要因素，来源于不同业务间的内在差异。相比较于美国完全基于行业的监管，英国监管模式的优点是所有监管由一家机构进行，因此责任清晰。

大致讲，以下为金融行为局的几个主要部分：授权、监督、实施、政策。跨行业间行为监管的重点在这些方面：公司的文化与管理方式，金融犯罪；反洗钱；促进竞争与创新；技术变化和抗压性；现有客户的待遇；消费者的脆弱性和金融服务的可及性。

在金融创新中的角色：2014年10月，金融行为局推出了创新项目(Project Innovation)，具体是三个计划：帮助小企业发展的创新中心(Innovation Hub)；能让创新公司试验他们新的经验理念的监管沙箱(Regulatory Sandbox)；应用新技术达到更好监管(RegTech)。

创新中心有一支专门团队，也是创新业务的联系处。他们帮助企业了解监管框架，明白如何应用并协助他们准备和提交认证申请，确保企业明白监管体制和体制对它们的意义。而且，他们会帮助海外创新公司进入英国，由此增加英国金融服务市场的创新力和竞争力。同时，帮助英国的创新公司扩展到海外市场，使它们成为英国

持续发展的潜在动力。

法律沙箱是“世上同类的第一个”。它使企业在真实的市场中通过真实的消费者对其创新的产品、服务、经营模式和结果机制进行测试。这些测试目标明确（如降低消费者成本），公司在有限时间内通过一些消费者小组在小范围内对其创新进行测试。沙箱同时对授权的公司和不授权的公司，还有科技公司开放。沙箱寻求在控制环境下对产品和服务进行测试从而以较低成本缩短面市时间的能力。同时，确定了恰当的消费者保护措施，以完成使融资变容易的终极目标。沙箱为达此目的提供了有限的授权。尽管某些监管会被免除，但是金融行为局在监督这些测试并有一套保卫消费者的系统。

金融行为局的一个分支“金融监管科技”(RegTech)是建立在创新项目的成功之上的。自2015年上半年以来，金融行为局开始探索如何通过监管技术将监管要求和技术结合起来。它将新技术应用于克服金融服务的监管挑战，关于效率与合作（不同的汇报方法、共享的公用事业设备、云计算，网上平台）；整合与标准（语义技术和数据点模型，共享数据本体、应用项目界面）；预测（大数据分析、风险与合规监控、建模和可视化技术、机器学习和认知技术）；新技术（区块链/分布帐、生物测定）。

财政部: 财政部(HMT)是英国政府监管经济和金融的部委。它控制公共支出，制定英国经济政策的方向，以便支持可持续的经济增



长。财政部的职责有一系列优先点，直接与金融行业的监管有关：创建稳固安全的银行，使民众可以便捷地使用金融服务；提高对消费者和经济的保护；确保宏观经济环境和金融系统的稳定；保驾强劲可持续平衡的增长。

财政部对宏观审慎监管框架有战略性的监督，包括金融政策委员会的反馈。它也为货币政策委员会提供框架，确保其可以“以负责任和可信赖的方式发挥作用。”<sup>13</sup>

政策之间的协调：财政政策与货币政策（财政部-英格兰银行）。1992年英国被迫终止了其在欧盟汇率机制（ERM）的成员地位——虽然采取了措施（包括把利率从10%提高到12%甚至15%），但并未阻止英镑降落到ERM的最低水平之下<sup>14</sup>。1992年到1997年制定了通胀目标机制，要求通胀率在1%到4%之间，首相和英格兰银行行长定期会晤讨论利率水平和起草通胀报告<sup>15</sup>。

1997年，英格兰银行被赋予了制定货币政策的独立性，运行的货币政策委员会（MPC）为其制定了更清晰的目标<sup>16</sup>。如上所述，货

---

<sup>13</sup> 财政部单一政府部门计划：：<https://www.gov.uk/government/publications/hm-treasury-single-departmental-plan-2015-to-2020/hm-treasury-single-departmental-plan-2015-to-2020>.

<sup>14</sup> [http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/september/16/newsid\\_2519000/2519013.stm](http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/september/16/newsid_2519000/2519013.stm)

<sup>15</sup> Philip Arestis, [https://www.boeckler.de/pdf/v\\_2008\\_07\\_27\\_arestis\\_academic.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/v_2008_07_27_arestis_academic.pdf).

<sup>16</sup> 财政部报告（Treasury report），[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/221567/ukecon\\_mon\\_policy\\_framework.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/221567/ukecon_mon_policy_framework.pdf)

币政策委员会定期会晤制定利率以达到财政部规定的通胀目标。它具有“受约束的决定权”<sup>17</sup>——接受财政部委员会和上议院选举委员会的审查<sup>18</sup>。

一名财政部代表也参加货币政策委员会的所有会议——他们可以讨论政策问题但是不能投票。他们出席的目的是确保货币政策委员会“全面知晓财政政策的发展，知晓政府经济政策的其它方面，以及让首相全面知晓货币政策”<sup>19</sup>。尽管财政部代表的出席并不会保证货币政策和金融政策的协调，但是他们的出席多多少少可以改善协调<sup>20</sup>。

2013年三月，财政部发布了一份报告，具体介绍了其对货币政策的审核。该报告指出，需要在金融危机后，完成通胀目标变得十分具有挑战，使得恢复期比预想的长的事件进行审查<sup>21</sup>。其结果是政府决定更新货币政策委员会的职权范围，从而在一些方面增强其协调能力：现在，除了当通货膨胀往上或者往下偏离预期目标1%，英格兰银行行长和财政部需要交换公开信，“行长公开信应和CPI指数发布后的货币政策委员会会议记录一起提交，并在必要时参考银行的最新通胀报告和预测，其中涵盖货币政策委员会关于其权衡利

---

<sup>17</sup> Philip Arestis, [https://www.boeckler.de/pdf/v\\_2008\\_07\\_27\\_arestis\\_academic.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/v_2008_07_27_arestis_academic.pdf).

<sup>18</sup> Ibid.

<sup>19</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/about/people/monetary-policy-committee>

<sup>20</sup> Philip Arestis, [https://www.boeckler.de/pdf/v\\_2008\\_07\\_27\\_arestis\\_academic.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/v_2008_07_27_arestis_academic.pdf).

<sup>21</sup> 财政部报告（Treasury report），p 3.

弊后制定货币政策的判断。”这一措施旨在“让货币政策委员会有时间准备并沟通其策略，以使通胀在有所权衡后恢复预期目标”，同时让“货币政策委员会的策略”完成比此前“更有意义的交流”<sup>22</sup>。

在这个评审后，提交信会被更新，以确保“英格兰银行的货币政策委员会和金融政策委员会各自框架下的货币政策和宏观审慎政策”协调一致<sup>23</sup>。

作为英国中央银行的英格兰银行的独立性在制定有效的货币政策方面发挥了重要作用<sup>24</sup>。1997 年的独立以及退出汇率机制使其“协调与修复金融稳定”的能力得以提高<sup>25</sup>。

央行的独立性现在面临着挑战，很多人认为在英国和欧元区，在未来 48 个月内，央行的独立性会变弱<sup>26</sup>。这个论调部分归因于纯粹的民粹主义，其他人则认为“相比于刚刚获得独立性时，整个经济局面和央行职责都在不断变化”——特别是因为“央行独立性的得以提出是因为在上世纪八十年代成功得控制了通胀”（Martin Ellison, Oxford）。而且，央行在金融危机后采取的最新政策致使一些人觉得央行的可信性受到影响（参见，Fabrizio Coricelli,

---

<sup>22</sup> 财政部报告（Treasury report），p 4.

<sup>23</sup> 财政部报告（Treasury report），p 4.

<sup>24</sup> <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-5890.2002.tb00057.x/abstract>

<sup>25</sup> Bhundia and O'Donnell, “UK policy coordination: the importance of institutional design”

<https://www.degruyter.com/downloadpdf/j/jcbtp.2017.6.issue-3/jcbtp-2017-0022/jcbtp-2017-0022.pdf>

<sup>26</sup> <http://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2017/01/10/is-the-era-of-central-bank-independence-drawing-to-a-close/>

Paris)。“传统理论”还在伸张央行的独立性在保持较低且稳定的通胀方面的重要性，尽管有与之不同的观点<sup>27</sup>。

但是，仍然存在一个普遍的共识是央行是需要保持其独立性的，鉴于央行可以提供不增加通胀的“可信承诺”<sup>28</sup>——如果存在政治影响，“政客会倾向于制定更加宽松的政策和非预期地加大通胀以便降低失业”，“财政官员们倾向于冲抵债务，导致政府借贷成本的大幅增加”<sup>29</sup>。

作为制定货币政策、保证金融稳定的重要机构，央行的独立性被广泛认可；人们也认识到货币政策和财政政策在某种程度上的协调可以加强货币政策的有效性。如果财政政策和货币政策有一个“共同的目标——比如社会福利的最大化，此处并非暗指这两个监管机构应该丧失其独立性”<sup>30</sup>。协调很重要，同样货币政策参与者和财政政策参与者“有清晰的责任分工”也很重要。“如果能够加强对相关政策领域目标和责任的理解，并且不放宽问责制度”<sup>31</sup>，协调工作会处于最好状态。有建议是通过将财政政策转移到“政府外”以

---

<sup>27</sup> <http://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2017/01/10/is-the-era-of-central-bank-independence-drawing-to-a-close/>

<sup>28</sup> [http://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2017/01/10/is-the-era-of-central-bank-independence-drawing-to-a-close](http://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2017/01/10/is-the-era-of-central-bank-independence-drawing-to-a-close/)

<sup>29</sup> <http://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2017/01/10/is-the-era-of-central-bank-independence-drawing-to-a-close/>

<sup>30</sup> Arestis, [https://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/centres/ccepp/copy\\_of\\_ccepp-publications/wp06-09.pdf](https://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/centres/ccepp/copy_of_ccepp-publications/wp06-09.pdf), p 16.

<sup>31</sup> “The role of fiscal and monetary policies in the stabilisation of the economic cycle”- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051114.en.html>, section 6.



“财政监管者的形式”<sup>32</sup>就可以达成上述最好状态。Arestis 为如此协调的好处进行了辩护——特别指出这样有助于减少失业和收入的平等<sup>33</sup>。他提议，就借助财政政策维持稳定而言，“适当的协调或许是可行的道路。”<sup>34</sup>

货币政策与金融稳定(货币政策委员会-金融政策委员会)：财政政策和货币政策之间协调的必要性获得了巨大支持<sup>35</sup>，普遍认为其有稳定效果。如果财政政策影响到价格发展，其自然会对货币政策产生影响，因为货币政策着重于价格稳定。因此，“以稳定为导向的货币政策将会在其分析时考虑到财政政策的措施。”<sup>36</sup>

经历了最近的金融危机后，有一点愈发清晰——货币政策追求的价格稳定并不能保证金融稳定。为增加金融抗压性和机构的稳定性，金融监管的新兴模式是需要货币政策和宏观审慎政策之间互相协调。有人建议当“让央行兼有货币功能和宏观审慎功能能改善协调”——然而，“需要采取措施防范双重目标带来的风险。”<sup>37</sup>

货币政策委员会在某些情况下需要考虑金融政策委员会（FPC）

---

<sup>32</sup> Ibid

<sup>33</sup> “The role of fiscal and monetary policies in the stabilisation of the economic cycle” -- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051114.en.html>, section 6.

<sup>34</sup> Ibid, 18.

<sup>35</sup> Arestis, [https://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/centres/ccepp/copy\\_of\\_ccepp-publications/wp06-09.pdf](https://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/centres/ccepp/copy_of_ccepp-publications/wp06-09.pdf), p 17.

<sup>36</sup> “The role of fiscal and monetary policies in the stabilisation of the economic cycle” -- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051114.en.html>, section 6

<sup>37</sup> 经济委员会报告（ECON Committee Report） p 4.

的政策行为<sup>38</sup>，而且同样地，“政府也要求金融政策委员会将其会议记录、其政策声明、其如何关注货币政策委员会的政策布局与预测的金融稳定报告存档。”<sup>39</sup>金融政策委员会和货币政策委员会之间的会员交叉也有助于协调。

2017年11月22日，在财政部写给英格兰银行行长的信中，前者确认了货币政策委员会和金融政策委员会之间的持续协调：

“货币政策委员会和金融政策委员会应该持续留意对方的行动，以加强货币政策和宏观审慎政策间的协调。该协调可以加强英国宏观经济框架的实力和抗压性。它在实验阶段表现良好，为应对未来的挑战做好了准备。”<sup>40</sup>

最终，“货币政策的影响取决于机构的构造”，也“暗指一种可能性就是政策协调和宏观经济政策的组合也许会被机构的构造的变化影响，由此对金融行业产生影响。”

在大西洋的另一侧，美国金融稳定监督委员会（FSOC）有着明确的监管要求，它首次创立了识别风险和应对金融稳定的新发威胁的集体问责制。这是一个由财政部长担任主席，聚集了联邦金融监管机构的专家、一名由总统任命的独立的保险专家和各州监管者的

---

<sup>38</sup> 财政部报告（Treasury report），pg 10, extract from Governor’s letter.

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> “Remit for the Monetary Policy Committee”, letter to the Governor of the Bank of England, 22 November 2017.

[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/661066/PU2118\\_MPC\\_Remit\\_Autumn\\_Budget\\_2017\\_WEB.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/661066/PU2118_MPC_Remit_Autumn_Budget_2017_WEB.pdf)

综合体。该委员会会有一些抑制金融系统过度风险的重要新职权。例如，委员会有权委托非银金融机构采取严厉的监督措施帮助那些威胁金融系统稳定的机构降低风险。此外，为了帮助识别会影响金融稳定的新型风险，金融稳定监督委员会可以提供指导，并要求财政部下属的新成立的金融研究办公室（OFR）提供数据和分析。

欧洲中央银行强调了分开货币政策与财政政策的必要性——还有清晰的问责制——但也意识到：只要双方政策不相互依赖，两个监管机构之间的信息交换有助于达成预期效果<sup>41</sup>。

“为保持欧元区价格稳定的单一货币政策有助于其成员国获得“适当的”经济效果。如果国家财政权威部门正确地理解了此单一货币政策的发展，他们将可以采取行动从而不知不觉地获得协调政策的效果。当然，政策参与者之间公开地交换观点和信息——在没有任何承诺或采取联合决定的必要的情况下——如果加强了对不同政策范围目标和责任的理解而不放宽问责制，会有助于取得整体效果。”

在英国，这段话中描述的理想协调水平也许已经达到——财政部指示英格兰银行行长，金融政策委员会和货币政策委员会必须“考虑对方的行为——以加强货币政策和宏观审慎政策的协调——

---

<sup>41</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051114.en.html>



致。”<sup>42</sup>两个委员会会员之间的交叉保证了协调性。在这种方法下，他们知悉对方的行动而不鼓励参与对方活动。目前来看，这样的协调“加强了英国宏观经济框架的实力和抗压性。”<sup>43</sup>为了实现这种水平的协调，政府应该仔细地“防止货币政策委员会通胀职责的懈怠”——而且必须注意到“价格稳定和宏观审慎的目标差异足以把它们分开”<sup>44</sup>。

行为监管与审慎监管（金融行为局 - 审慎监管局）：将金融服务局（FSA）分拆成两个独立的监管机构——金融行为局（FCA）和审慎监管局（PRA——是改革具有争议的方面。一方面，专业监管机构有其毋庸置疑的优势；另一方面，需要保证机构界限的设立不会对各自日程的有序执行构成威胁。

由于金融行为局和审慎监管局在避免不一致性和不必要的重复上遇到困难，业界因此担心监管的成本会增大。有鉴于此，政策一致性就具有迫切的现实意义。金融行为局和审慎监管局的项目有凝聚力得实施主要取决于新监管机构运用其专长处理事务的能力，同时应注意如何让整个金融监管系统互相配合一起工作。尽管人们

---

<sup>42</sup> Remit letter – 8 March 2017: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2017/chancellor-letter-080317-fpc.pdf?la=en&hash=7B99B9B412E160F79FB2411F26A10F282FDC7BB6>

<sup>43</sup> Ibid

<sup>44</sup> “A new approach to financial regulation – building a stronger system” 2.103 – 2.105:

[https://books.google.co.uk/books?id=1kqgsGNvjIEC&pg=PA35&lpg=PA35&dq=mpc+meetings+fpc+rep&source=bl&ots=PW9LE\\_d0kA&sig=zOXvN\\_y1KrF112bqe\\_LvlsM03xA&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwjn0rKV04fZAhVEasAKHdCeBJUQ6AEINDAD#v=onepage&q&f=false](https://books.google.co.uk/books?id=1kqgsGNvjIEC&pg=PA35&lpg=PA35&dq=mpc+meetings+fpc+rep&source=bl&ots=PW9LE_d0kA&sig=zOXvN_y1KrF112bqe_LvlsM03xA&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwjn0rKV04fZAhVEasAKHdCeBJUQ6AEINDAD#v=onepage&q&f=false)



希望在适当的时候审慎监管局和金融行为局可以求同存异，仍然需要采取其它措施以加速这个过程并增加使新的协调机制成为一个成功佳话的机会。

新监管机构制定自己的规则手册和拥有各自的问责机制的事实进一步说明强调了金融行为局和审慎监管局的独特性。

金融行为局和审慎监管局之间的谅解备忘录(MoU)的目的在于避免不一致性和重复性，使其遵守良好的公司治理原则。

金融政策委员会的建议和指导权进一步证明金融行为局和审慎监管局（作为英格兰银行的一部分）任务之间相互联系的特质。设立这个机制可以确保审慎监管局和金融行为局不会被英格兰银行下属的金融政策委员会剥夺其在金融稳定方面的专业知识。另外，金融政策委员会是一个政策机构而非监管机构，亦即它不能直接监管金融公司和市场。

然而，特别是在机构失败的情况下，如果对审慎与系统稳定的考虑高过对消费者的保护，紧张关系就依然存在。协调的门槛不完全清晰，审慎监管局可以投票否决金融行为局的决定的权力可能带来问题，因为这样引入了二者之间的等级制度（谅解备忘录阐明，如果认为与欧盟或者任何国际法律责任不符，金融行为局没有义务服从审慎监管局的指示）。

纳入金融行为局—审慎监管局的伞状综合体政策目标可能有

助于给新的监管机构提供统一的参考意见和保证政策一致性的统一陈述。

监管策略：以风险和结果为导向。“监管策略”描述了如何在实际操作中通过法律法规对金融机构执行审慎监管。更确切地说，监管策略包含三个不同的方面，(a) 针对某一具体的金融机构，监管机关采用什么标准分配监管注意力与监管资源；(b) 对金融机构采用哪种与法规相关的准入机制；(c) 行为义务如何制定。在英国，这些至关重要的问题取决于三个相互关联的概念：“基于风险”、“基于管理”和“基于结果”的监管。

在“基于风险”的观点下，资源分配考虑了某一个特定机构失败的潜在风险，也考虑了风险演变成真的可能性。显然，这个方法的结果是大型、互联或者重要的公司获得更多的资源和重视，而小型公司某种程度地被忽视。

在英国，通常没有如何遵守相关规定的确切描述，也就是说，没有对每个交易人行为的具体描述。相反，管理是一个促使公司员工遵守规则的合适切入点。这预先假设监管机构信任高级管理层（过去被误导的一个期望）。如果没有信任，对创新市场的有效监管就不能实现。问题是如何正确的平衡。所以，在金融危机后，钟摆摆向了要求更高规格的内部合规程序，要求公司内部文化的变化，最重要的是要求改变激励机制。



最后，“基于原则”的监管，与行为产生的结果，或者他们行为必须遵守的更为宽泛的原则相比较，每一项加给公司的非常具体的行为规则有其优点和缺点。尽管它在金融危机中和危机后受到严重批评，这点在很长一段时间内是英国监管的印记。但是，非常具体的规则可能导致无意义的逐项打勾（ticking of boxes）却忽视规则背后的原理。然而，对基于原则的监管也可能同样“失去”监管的批评让英国转向采用有轻微改变的监管策略。它专注于必须达到的（或必须不发生的）结果——但仍给管理者留下如何取得效果的空间，而且也克服了监管过度注重细节的危险——这可能潜在地引起对法律文字的过度专注。

举一个具体例子，金融行为局（FCA）的特点之一是它促进竞争的权利。这种权利在“基于原则”的监管中发挥着很重要的作用。如果金融行为局觉察了一个市场失败，它可以制定规则试着直接改正。然而，规则可能无法准确捕捉市场如何运作（或者无法跟上市场变化的步伐），因此这种方法通常使监管机构规则的预期效果和实际效果之间产生巨大差距。在实践中，金融行为局试图通过促进竞争让市场有序运作，从而尽可能得间接地达成其目标。竞争的市场也是公平的市场。银行业竞争的增加促进新公司的增加，导致旧公司的退出，减少局部的不平等，因此能潜在地改善金融稳定性。

### 3. 中国金融监管体系：挑战

中国的金融体系主要由银行业主导，伴随着证券市场和非银行金融中介机构（NBFI）的快速发展，中国金融体系的规模和复杂性呈现显著且持续地增长。金融资产规模与 GDP 的比例在 2016 年从 263% 增长到 467% 以上。在银行业中，政府仍然是银行的主要股东。银行业的主要职能是为国有企业（SOE）和大型政府项目融资，而最近这些银行也开始面向居民部门发展多元化业务。并不出乎意料，大部分不良贷款（NPLs）是由国有银行向非优质国有行业部门借贷造成的，特别是自 2008 年全球危机以来的 4 万亿刺激方案之后，这种现象尤为明显。中国的股票市场也非常庞大，中国 A 股市场市值位居全球第二，仅次于美国。然而，中国股票市场的低效率和高波动性<sup>45</sup>显著，并且主要服务于大型企业和国有企业。中国债券市场是全球第三大债券市场，然而在庞大的银行业影响下，债市仅被视为私营公司的资金来源<sup>46</sup>。另外一些融资渠道，如包括信托和保险公司在内的非银行金融中介机构，通常被归类为影子银行。它们对支持未被银行和市场良好服务的中小企业和消费领域的增长起到了关键作用。

展望未来，随着中国经济从出口导向转向创新或消费导向，金

---

<sup>45</sup> 证见 Morck, Yeung & Yu (2000) .

<sup>46</sup> 2016 年私营公司发行了不到 2000 亿债券，同期银行向这些企业借出 5 万亿人民币。

融体系面临两大类主要问题：1) 需要提高银行和金融市场的效率，并扩大对经济动态领域和国有部门以外领域的服务；2) 需要避免由于银行部门不良信贷问题和/或资本市场崩溃而导致的金融部门的不稳定性，以及由于影子银行过度扩张造成的负面影响。在这样的环境下，加强系统性风险监管及进一步完善监管体系变得日益重要。

在 2018 年两会以前，中国施行的监管体制是十多年前建立的，较为接近美国的传统方式——监管机构建立在机构或部门基础上，即为了监管不同行业而设的独立机构，如设立监管银行的银监会（CBRC）、监管保险行业的保监会（CIRC）和监管证券行业的证监会（CSRC）<sup>47</sup>。这一制度被命名为“一行（中国人民银行）三会（银监会、证监会和保监会）”。自这个体系建立之后，中国金融产品的服务规模和复杂性，以及金融机构之间的相互联系均急剧增长。此外，随着金融创新和金融集团影响力的增加，这个监管结构的弱点已经显现，特别是在监管重叠和监管协调的方面，这使得改革迫在眉睫。2017 年 7 月，国务院成立了中国金融稳定发展委员会（FSDC）。2018 年 3 月 13 日，全国人大会议宣布银监会和保监会合并，其中一些职能包括审慎监管和制定规则的权力将被转移到中国人民银行的职权之下，中国人民银行将作为新监管结构的一个支点出现。在改

---

<sup>47</sup> 关于中国银行监管的历史发展 见 Guo Li, ‘The Collapse of the Glass- Steagall Wall and Its Impact on China’s Banking Law’ [2003] *Journal of International Banking Law and Regulation* 184.

革进程中，我们将分析中国监管体系面临的四大挑战。

#### A. 促进经济增长和确保金融稳定之间的潜在冲突

国际货币基金组织（IMF）在 2017 年对中国金融体系稳定的评估中发现，国家经济政策以及国有经济固有模式和金融监管目标间的不协调是中国面临的一个重大挑战。关于货币和财政政策，国际货币基金组织指出，“近年来旨在支持就业和增长的[这些政策]一直是扩张性的。让状况欠佳的公司继续运行（而非倒闭）的压力较大。特别是在地方政府层面，这些目标有时与金融稳定性相冲突。”国际货币基金组织（IMF）和 IOSCO 在前几次的报告中也指出，中国的监管目标与和其金融服务业发展有关的商业和社会目标之间存在冲突。此现象在许多国家（特别是发展中国家）中存在，但在中国可能更加尖锐。维护市场稳定和促进市场发展的双重目标需要平衡和妥协，特别是在目前金融业最活跃的金融创新方面<sup>48</sup>。

但是，对监管与经济/社会目标之间潜在冲突的担忧在本质上更为理论化。Allen, Qian 和 Gu (2017) 指出，“[国家]所有制结构有助于[银行体系]避免遭遇发达国家金融机构在 2007-2009 全球金融危机中的类似经历”。他们将银行业存在的不良贷款问题视为财政问题，而不是金融稳定问题。从中国金融体系的监管设计角度来

---

<sup>48</sup> 中华人民共和国：详细评估报告：巴塞尔高效银行业监管核心原则；中华人民共和国：IAIS 保险业监管核心原则；中华人民共和国：详细评估报告：IOSCO 证券监管目标与原则。

看，这仍然是一个需要考虑的问题。下文第4章节将对此问题进行进一步讨论，并借鉴英国在平衡经济增长和金融稳定目标方面的经验。

### *B. 对复杂且相互关联的金融体系及系统性风险的评估*

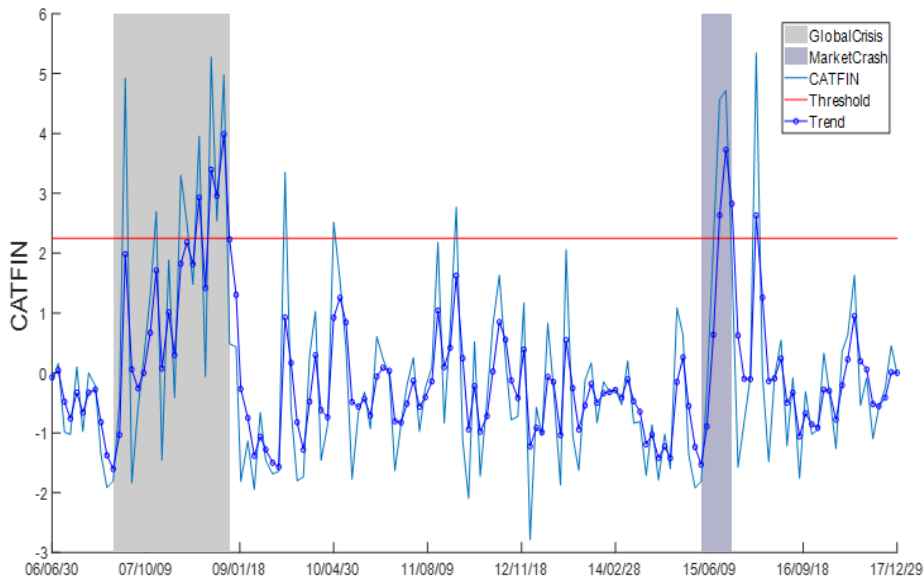
清华大学国家金融研究院（NIFR）对中国系统性风险的水平和发展进行了追踪研究。最近的报告显示，在过去的十二年（2006年6月至2017年12月），金融体系灾难性风险的衡量指标（CATFIN）一直处于相对稳定和安全的范围（图1）<sup>49</sup>。其波动性与历史平均水平相当。这显示了宏观层面系统性金融风险的可预测性和稳定性，从而减少了在可预见的未来发生系统性事件的可能性。

---

<sup>49</sup>清华大学国家金融研究中心(NIFR): 2017年度中国系统性金融风险报告 (No. 2018-10)

图 1 中国金融体系巨灾风险指标(CATFIN)动态变化 (2006-06--2017-12)

(数据来源：清华大学国家金融研究院)



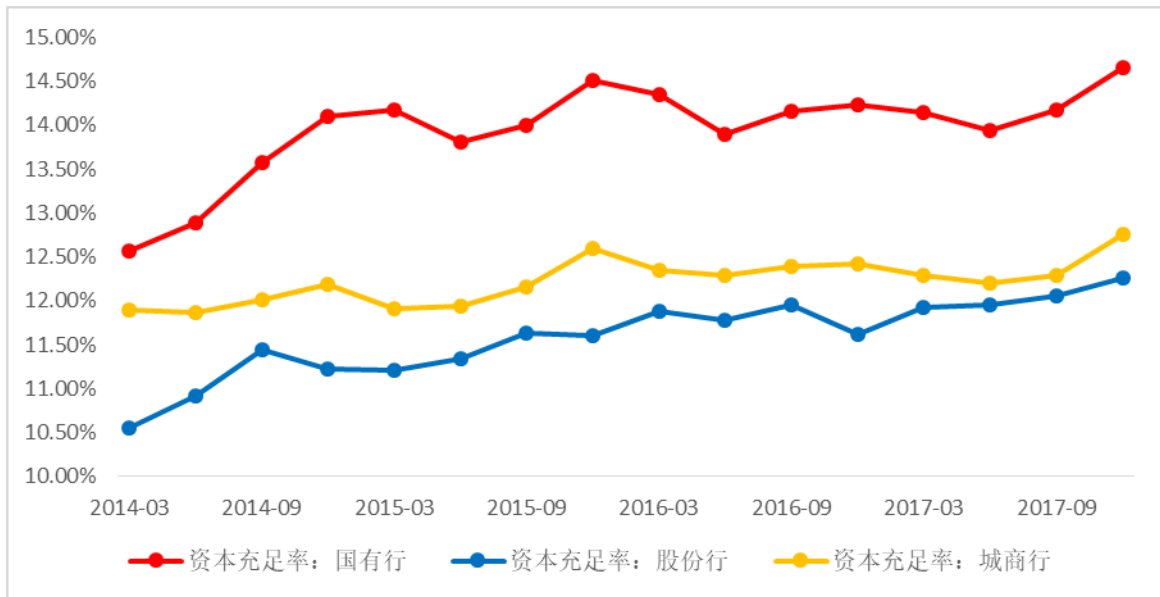
注：图中浅灰色区域所代表区间为全球金融危机时期（2007.5-2008.11），深灰色区域所代表区间为 2015 年 A 股异常波动期间（2015.5-2015.9），红色实线“风险警戒阈”为巨灾风险指标趋势值的历史均值加上两倍标准差。

研究还强调，银行业对金融业的系统性风险贡献最大。在所有银行中，股份制商业银行因其资本充足率低于国有行和城商行而需得到监管层充分关注。此现象由内部和外部因素共同作用产生。从内部看，因缺乏足够的监管和治理，某些股份制商业银行自 2017 年第一季度以来进行了一系列非法的交易活动，包括出售虚假财富管理产品、制造非法官方印章和提供非法担保。在外部因素上，新出台的法规渗透整个银行业，且统一监管资产管理产品，股份制银行因此受到严重冲击。同时，股份制银行面临着比国有银行更大的业



绩压力和更激烈的市场竞争，所以他们倾向于承担更大风险，也因此在此加强的监管框架内受到了更严格的审查。

图 2. 银行业资本充足率  
(数据来源：清华大学国家金融研究院)



### C. 监管真空与重叠

随着跨部门（特别是自 2000 年末以来的跨市场）融资活动的迅速发展，目前（2018 年两会前）的监管体制已经变得缺乏力度及有效性。一方面，分业监管的不协调造成了一些领域的监管真空，如 P2P 贷款、信托公司、委托贷款、银行承兑汇票和财富管理产品等。这些影子银行渠道是信贷供应的重要来源，如果这些市场缺乏有效的监管，就会对中国经济构成巨大风险。另一方面，金融体系的某些部分受到过度监管。有些情况下，金融产品、业务交易和其他活动受到两个或更多监管机构的监管，导致潜在的冲突和合规困难。

债券市场就是一个突出的例子。图 3 显示了不同类型借款人的五个发行监管机构。监管机构之间的冲突不可避免，导致了监管套利猖獗——中国债券市场的许多异常现象与该市场的分割监管结构相关。例如，AAA 级债券比其他债券评级更常见（见图 4）。监管缺口和重叠可能导致监管套利活动，潜在地威胁金融稳定性<sup>50</sup>。

这是所有中国监管机构面临的挑战。IOSCO 指出，原银监会和原保监会之间的监管重叠就是一个很好的例子，“这里的银行或保险公司从事证券类活动，例如建立和分配财富管理产品，银监会和保监会均有相应的监管权限<sup>51</sup>。”最近银监会和保监会的合并改革是对这种重叠和由此产生的保险业监管套利的直接反馈。这是实现中国监管体系现代化的可喜一步。

银监会和中国人民银行之间的监管重叠也已被察觉。例如，Godwin, Li 和 Ramsay (2016) 指出：“中国人民银行的职责包括‘规划金融业改革和发展战略’、‘促进金融业协调健康发展’、‘促进金融业有序开放’，及‘与其他金融监管当局一起制定金融控股公司监管规则并监督金融控股公司和跨行业金融产品’。因此，中国人民银行的职能和银监会之间存在大量重叠的可能。<sup>52</sup>”这个问题仍然是一

---

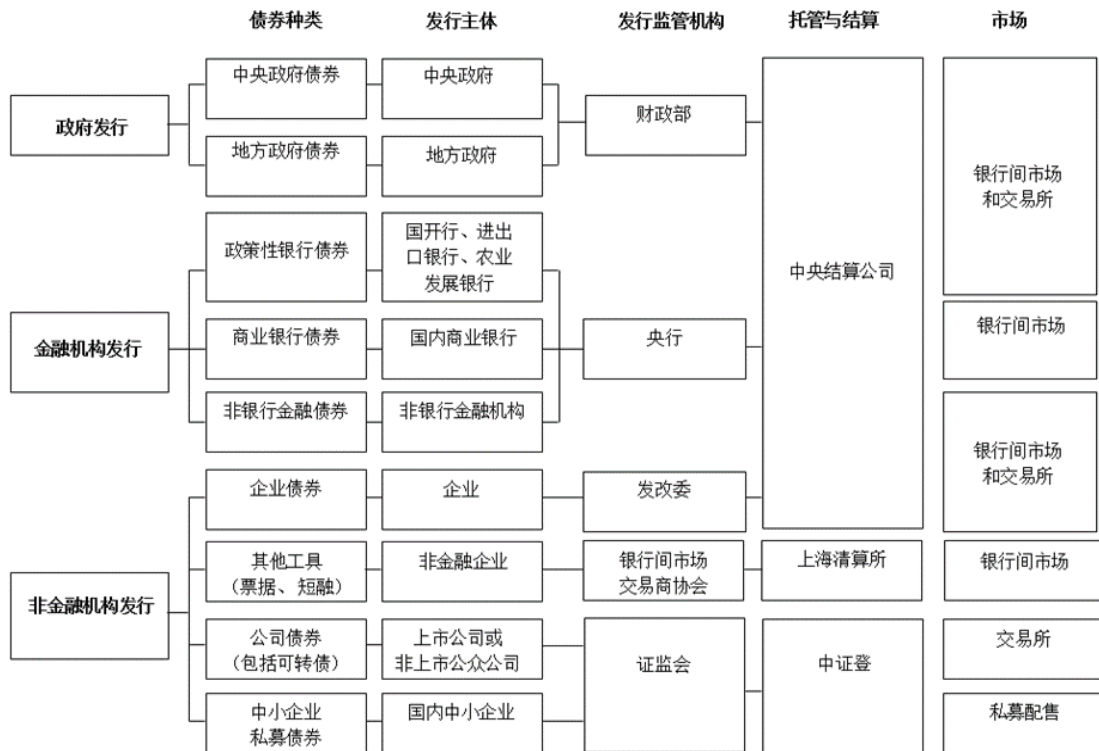
<sup>50</sup> 具体的机构特点描述见 Anderson 2017. Chinese debt capital markets: An emerging global market with Chinese characteristics. SSRN working paper. 中国债务资本市场：中国特色的新兴全球市场。

<sup>51</sup> 中华人民共和国：详细评估报告：IOSCO 证券监管目标与原则，2012 年 4 月。

<sup>52</sup> Godwin, Andrew, Li Guo, 和 Ian Ramsay. "澳大利亚监管金融体系的“双峰”模式适合中国吗？" (2016), CIFR Paper No. 102/2016.

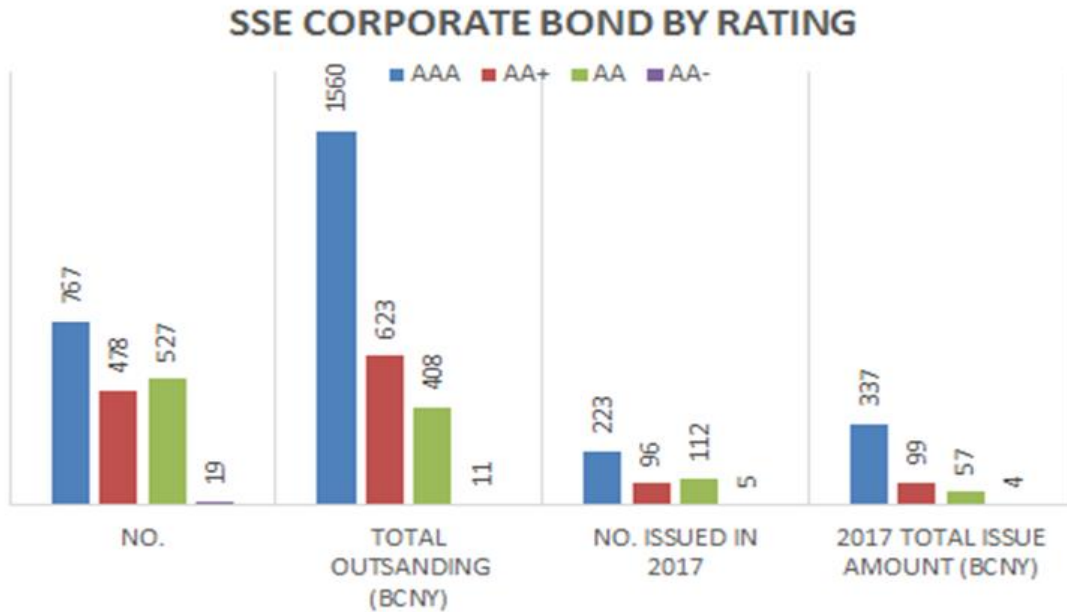
个热门话题，尤其是讨论涉及中国人民银行和银监会作为宏观和微观审慎监管机构的责任范围时。根据全国人大在 2018 年 3 月 13 日公布的提案，中国人民银行和新组建的中国银行保险监督管理委员会 (CBIRC) 将明确划分责任。其中前者将接管审慎监督和立法职能，而后者则负责执法和监督<sup>53</sup>。

图表 3. 中国债券市场的结构 (来源: CDCC)



<sup>53</sup> Shu Zhang and Se Young Lee, 中国合并监管部门, 多年以来最大的调整, 路透社 2018 年 3 月 13 日.

图表 4. 上海证券交易所公司债券评级 (来源: 万得)



#### D. 监管的协调合作

Godwin, Li 和 Ramsay (2016)<sup>54</sup>详细介绍了中国监管部门之间协调工作的历史。2000年, 中国人民银行、中国证监会、中国保监会联合召开了以协调金融监管为主旨的会议(“2000会议”)<sup>55</sup>。2003年, 银监会取代中国人民银行参加了联席会议, 会议通过了合作备忘录, 并澄清了‘2000会议’中的一些细节(‘协调备忘录’)<sup>56</sup>。但实际上, 联席会议直到次年3月才举行, 而从此之后一直到2013

<sup>54</sup> Godwin, Andrew, Li Guo, and Ian Ramsay. 澳大利亚的监管金融体系的“双峰”模式适合中国吗? (2016), CIFR Paper No. 102/2016.

<sup>55</sup> Tian Junrong ‘三个主要的金融监管者确立联合会议机制’, 人民日报 (北京), 2000年9月5日, 2.

<sup>56</sup> Nan Ke, 协调机制加强金融监管’ 金融新闻 (北京), 2003年9月19日.

年，此类会议再未举办过。这反映了会议的临时性质和计划协调性的缺乏。

2008 年国际金融危机后，国务院颁布了“中国人民银行主要责任、内部部门和人事安排条例”（“2008 规定”），扩大了中国人民银行的职责范围，即包括协调监管机构并制定跨部门金融交易、工具和活动的规则<sup>57</sup>。此外，“2008 规定”中议定了由国务院领导的中国人民银行、中国银监会、中国证监会、中国保监会部长级会议机制（“2008 会议”）。但是事实上，此类会议从未举办过，说明协调安排仍未落实到具体实施层面。

2013 年，由于金融市场复杂性和相互关联性的急剧增加，特别是金融集团和跨部门金融活动的增长，中国人民银行发起了“2013 年会议”，与会成员包括三个行业监管机构和国家外汇管理局。此外，国家发展和改革委员会以及财政部等相关机构也会在必要时受邀参加会议。在 2013 年 8 月启动后，接下来的两年内此类会议共举行了八次<sup>58</sup>。

然而迄今为止，协调工作很大程度上一直被视为无效操作。此由多重困难导致：1) 责任划分不明确；2) 缺乏监管权力；3) 信息共享机制不兼容，且风险评估体系不一致；4) 协调的临时性。当时

---

<sup>57</sup> 中华人民共和国国务院办公厅 [对人民银行主要责任的监管 内部人事任免] (2008 年 8 月 14 日) 中华人民共和国政府  
<[http://www.gov.cn/gzdt/2008-08/14/content\\_1072077.htm](http://www.gov.cn/gzdt/2008-08/14/content_1072077.htm)>

<sup>58</sup> 中国人民银行金融稳定分析小组，‘中国金融稳定报告 2015，’中国金融出版社 2015 年 5 月，125-26



的常委会委员吴晓灵指出，“2013 会议”需要解决若干问题才能有效发挥作用。她明确指出，应当：1) 明确需要向国务院报告的“重大问题”，以便明确界定责任；2) 建立问责机制，以确保实施相应规定的努力得到激励<sup>59</sup>。

以下几个例子具体阐述了上述困难。2004 年初，因无法有效监督从银行流向证券公司的资金，银监会发布命令禁止银行向证券公司贷款以隔离证券市场风险<sup>60</sup>。监管机构意见的分歧和对领导责任共识的缺乏，导致监管部门没有及时叫停当时涉嫌内幕交易和操纵股票价格<sup>61</sup>的南方证券的业务。这家公司成立于 1992 年，是中国历史最悠久的证券公司之一。另外，金融集团也陷入监管的灰色地带，当时的法律和监管框架不足以监督这些集团的跨部门活动和集团内部的关联交易。其中被称为“准金融集团”（或具有金融元素的工商业集团）的德龙集团的倒闭就是一个很好的例子<sup>62</sup>。

#### 4. 对中国政府的一些建议

金融监管的目标通常会随着经济和市场的增长与发展而变化。英国的金融监管制度传承了英国传统的市场优先竞争的模式，其理念可以追溯到亚当·斯密(Adam Smith)“看不见的手”的论述。当然，

---

<sup>59</sup> 吴晓灵‘金融监管协调体系不能还仅仅是名义上的’ (27 May 2014) 华尔街日报。

<sup>60</sup> Mo Fei, ‘Joint Conference ‘Reincarnates’, 困境争斗中的主要金融监管者’ 21 世纪商务领军人物 (Guangzhou), 5 July 2004.

<sup>61</sup> <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20050312/09521424935.shtml>

<sup>62</sup> Fan Liao, ‘监管中国金融巨无霸: From De Facto to De Jure’ (2011) 12 欧洲商业组织法律观察 267, 313, 294.

社会最需要的还是一个高效且稳定的金融体系，参照英国的历史和传统，这是可以通过提升竞争力来实现的。

与此同时，中国的社会传统、政治结构和体制环境同英国差异很大。最为重要的是，中国经济正处于转型期，金融市场虽高速发展却并不成熟。因此，市场竞争性似乎不是中国金融监管机构的最终目标，相反，中国的金融监管旨在促进实体经济稳定增长。

#### A. 结构性差异

从某种维度上来说，中国的体系更像美国的体系：不同的监管机构监督着不同的市场。在美国，证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）对证券和衍生品市场进行监管；联邦存款保险公司（FDIC）连同美联储对银行业进行监管<sup>63</sup>；全国保险专员协会（NAIC）对保险业进行主导性监管。中国对证券市场、银行业和保险业也拥有不同的监管委员会，即中国证监会（CSRC）及新近合并的中国银行保险监督管理委员会（CBIRC）。

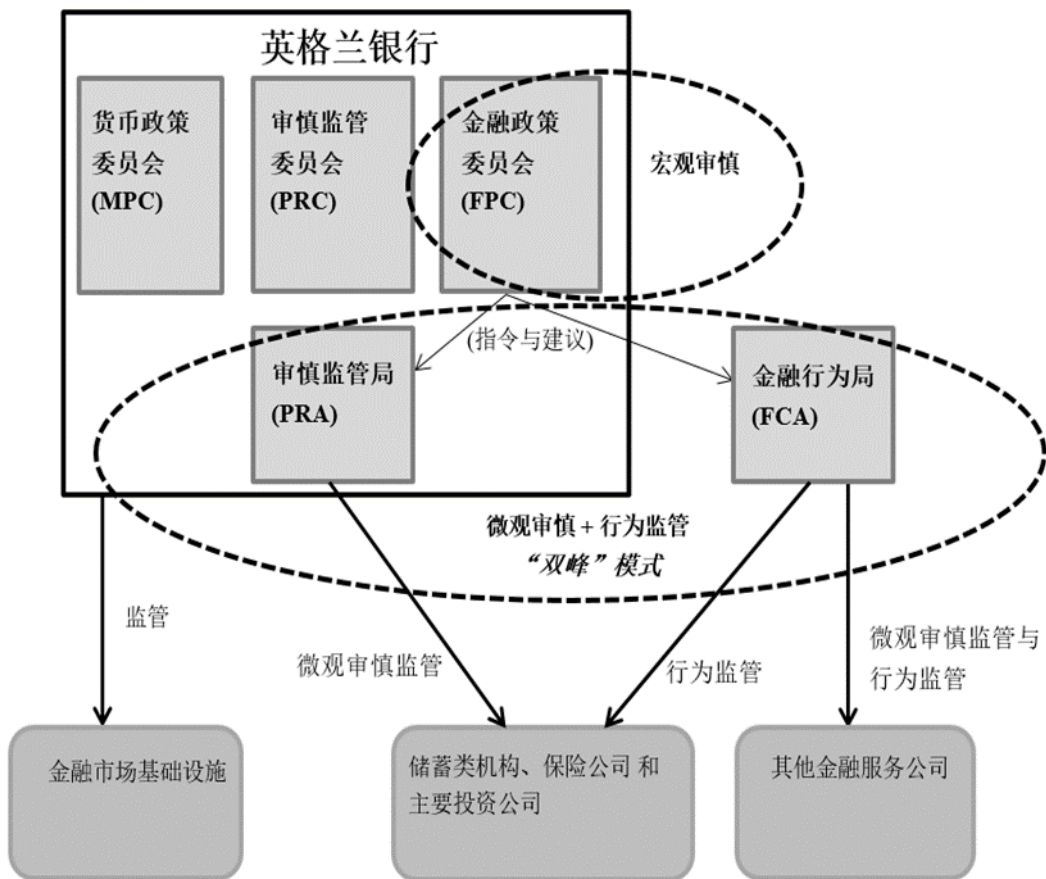
如前所述，英国采取的是具有“双峰”元素的监管结构（如图5所示），成立了审慎监管（PRA）和行为监管（FCA）机构，并引入金融政策委员会（FPC）这样一个宏观审慎监管机构作为“顶层”设计，同时将财政部及其他一些机构作为其“从属”单位。此外，英格兰银行在这一监管体系中也发挥着重要作用。与美国的以法规为基

---

<sup>63</sup>有三个联邦监管者（FDIC, OCC, Fed）和三个州监管者。谁是主要的监管者由银行章程来定。

础的监管体系不同，英国的监管体系是基于风险与原则建立的，后者在当下金融体系不断变化的环境更具有灵活性，而且各个参与监管的部门有清楚明确的政策目标。同时有一套在货币、财政和金融政策制定主体之间有效的协调机制，以确保建立一个有效的制度和管理结构来实施相关政策。

图表 5. 英国金融监管体系



分散监管制度的优势在于专业化。由于其业务内在的异质性，不同行业需要不同的技能和监管框架来实现稳定性和高效性。然而随着市场逐渐一体化，许多金融集团在多个细分市场都有业务活动。



拥有一致的监管制度（如英国）的主要优势在于对监管职责有明确规定并拥有管理和规范复杂金融体系的能力。

从长远来看，一些金融学者已经提出将中国的监管委员会合并为一，使得多个职能得以整合并调整为新监管机构内的专业监管部门。未来的监管应该基于不同的目标，即稳定性、审慎性和行为性，而不是只基于职能的监管体系。在本报告中，我们建议中国监管机构深入研究以风险调节和原则为导向的英国相关政策制定经验。虽然体制结构设计应该获得重视，但正是英国监管体系这种独特的监管和督查风格，使其独树一帜，把监管打造得切合实际、机动灵活、与时俱进。因此，我们建议在制定中国金融监管体系改革时应更侧重以下短期目标：

1) 利用现有的监管框架并通过设计更好的协调机制，来实现对日益增长的金融体系监管能力最大化；及

2) 采用以风险和结果为基础并维持中国特色的监管体系，并着重保持对新技术和挑战的机动灵活性。

## *B. 监管目标的差异*

除了体制和文化差异外，中国金融监管与发达市场金融监管的另一个主要区别在于优先事项和目标的差异。对于中国这样一个转型期国家而言，其最主要考虑因素就是经济增长和政治稳定，而这

样的顾虑可能会促使产生影响长期金融稳定的制度和政策。

英国金融监管的主要目标是：a) 利于消费者的有效市场竞争，b) 消费者保护，及 c) 市场稳定。而中国的金融监管则侧重于经济增长和政治稳定。以金融科技(Fintech)监管为例，金融行为局(FCA)旨在培育小型和新型企业以促进市场竞争，而中国监管机构和决策者可能会为了促进市场的增长而更鼓励市场集中。

我们的建议将考虑到这些差异而提出切实可行的政策变化建议，以确保：

- 1) 实现根本的审慎目标；
- 2) 保持各监管机构之间的协调合作；且
- 3) 高质量增长的目标（非不论代价的增长）不打折扣。

对于第一点，我们建议新成立的国务院下属中国金融稳定发展委员会(FSDC)被赋予类似于英国金融政策委员会(FPC)的权限与职责，同时保留中国特色。对于第二点，我们强调了英国政策制定流程的几个协调渠道，并建议中国相关机构学习类似的流程。对于第三点，我们建议中国监管机构考虑采用金融行为局(FCA)创新中心的以市场为导向的研究技术，即“实践中学习(以规管)”的策略。最后，我们还就监管机构的规模和资金来源以及监管风格提出了实际建议。

### C. 建议

具有中国特色的金融稳定发展委员会（FSDC）的蓝图：鉴于英国的经验，我们建议新成立的国务院下属中国金融稳定发展委员会（FSDC）被赋予类似于英国金融政策委员会（FPC）的权限与职责，同时保留中国特色。

如上述，金融政策委员会（FPC）是英国的宏观审慎监管机构。其首要目标是“识别、监控和采取实际行动消除或减少系统性风险，以保护和提高英国金融体系的回弹能力”（1998 年英格兰银行法案第 9c 条第 2 款）。其次要目标是履行以“支持女王陛下政府的经济政策，包括经济增长和就业目标”的职能（第 9C（1）节）。因此，我们建议中国金融稳定发展委员会（FSDC）建立类似的首要 and 次要目标。

英国金融政策委员会（FPC）有权就监管范围向英国财政部（HM Treasury）提出推荐意见，提出哪些活动应该接受监管，并指出进行受监管活动的机构究竟应该被指定给审慎监管局（PRA）监管还是金融行为局（FCA）进行审慎监管。英国的经验非常独特。最近一项对全球 41 个负责金融稳定机构进行的研究发现，只有 11 个机构拥有硬权力及较硬权力来指导反周期行动，而只有 2 个机构，即法国高级金融稳定委员会（France’s High Council for Financial Stability）和英国金融政策委员会（FPC）拥有驾驭随时间变化的

宏观审慎工具的过硬权力<sup>64</sup>。我们建议中国金融稳定发展委员会（FSDC）被授权上述硬权力。

更重要的是，我们建议中国金融稳定发展委员会（FSDC）应被授予管控金融领域的潜在问题之外处理实业扭曲和金融扭曲的负面反馈环的权力。作为一个快速增长的转型经济体，中国经济中同时存在实业和金融扭曲，并可能造成相互影响。这项权力将使中国的宏观审慎监管制度超离现有的监管模式，并开创在转型经济中实现金融稳定的新方法。举一个假设，国际货币基金组织 2018 年 FSAP 报告已经确定，奖励地方政府实现地方生产总值增长目标有可能可引发地方政府对基础设施项目的过度冒险之间的负面循环。现任国务院委员会可以通过委托调研的方式质疑并判断此负面回路是否存在，并在需要时拥有干预和打破这种负面回路的权力。若存在对中国经济及金融稳定的重大影响，该委员会应有权发布跨行业的实业或金融指令。

除了明确的政策目标和强硬的法律授权外，英国金融政策委员会（FPC）还可以评估和监控系统性风险，并与英格兰银行一起进行压力测试并编制半年度“金融稳定报告”。我们建议在中国金融稳定发展委员会（FSDC）和中国人民银行下建立类似的研究机构，与职

---

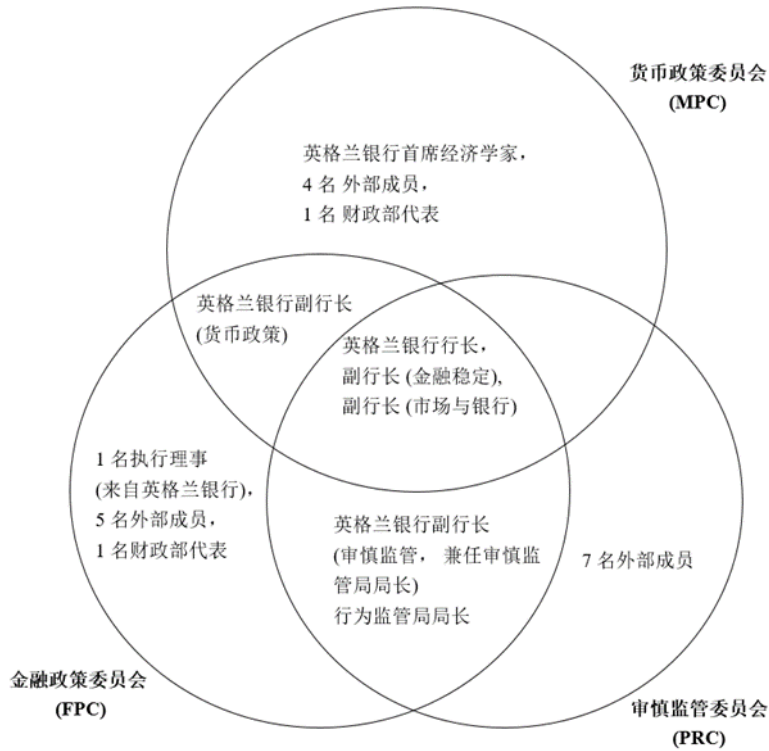
<sup>64</sup> Robert M. Edge and Nellie Liang, 新金融稳定治理结构与央行, 2017 Hutchins Center Working Paper 32.

能监管机构进行协调，并重点关注涉及具系统重要性的相关金融机构的问题。

最后，我们建议中国金融稳定发展委员会（FSDC）与中国人民银行在与多个部门监管机构之间进行强有力的协调中发挥重要作用。众多方案中，中国金融稳定发展委员会（FSDC）的交叉身份似乎是较有效的合作方式。我们可以举例说明中国金融稳定发展委员会（FSDC）可以怎么进行组织结构建设：委员会主席可以由政治局现任常委担任，中国人民银行行长也出任拥有决定性作用的职位。其成员则可以包括中国人民银行负责汇率政策和金融稳定的副行长、中国银行保险监督管理委员会（CBIRC）、中国证监会（CSRC）、财政部及外部成员。

下图显示了英格兰银行下货币政策委员会（MPC）、金融政策委员会（FPC）及审慎监管委员会（PRC/PRA）委员会的成员资格。此三个委员会具有相同的法定权力，并由英格兰银行行长担任主席。其中，货币、宏观审慎和微观审慎政策制定在委员会层级紧密协调合作。此结构可作为建立中国金融稳定发展委员会（FSDC）委员会成员资格的良好参照。

图表 6. 货币政策委员会 (MPC)、金融政策委员会 (FPC) 及审慎监管委员会 (PRC)



二是建立所有中国监管机构之间的合作备忘录。在英国，金融行为局（FCA）和审慎监管局（PRA）共签署了五项谅解备忘录。在这五份文件中，2013 年 4 月签署的合作备忘录规定了金融行为局（FCA）、英格兰银行和审慎监管局（PRA）将如何在监督各级市场活动和市场基础设施方面合作。

最后，中国金融稳定发展委员会（FSDC）应为所有监管机构和中国人民银行制定董事级决策官员的季度会议时间表，以确保沟通和谈判渠道地持续畅通。

#### D. 协调合作：三个层面的协调

我们建议在三个层面进行合作协调：1) 最高层的规则制定的协调；2) 实施、执法和监督过程的协调；及 3) 研究层面协调。

在英国，财政部、英国央行、审慎监管局（PRA）和金融行为局（FCA）之间的规则制定过程是从金融服务与市场法（FSMA）开始。金融服务与市场法（FSMA）规定了审慎监管局（PRA）和金融行为局（FCA）的主要和次要目标。财政部协调国际业务，并通过行动计划信函（remit letter）向英格兰银行、审慎监管局（PRA）和金融行为局（FCA）制定年度议程。审慎监管局（PRA）和金融行为局（FCA）之间需签署合作备忘录。两家机构的主管董事决策级官员每季度需举行一次会议，且政策团队层面也进行协调。我们建议中国金融稳定发展委员会（FSDC）应成为主要的监管主体，并实行和检视中国人民银行、中国银行保险监督委员（CBIRC）和中国证监会间的最高级别协调。

我们还建议实施、执行和监督流程的协调。例如，审慎监管局（PRA）和金融行为局（FCA）必须为那些受双重监督的公司协调。在金融行为局（FCA）中，对应单一行业公司有固定的职能部门，但是对应跨行业运营的公司时，需要各机构之间的协调，则是不固定的职能团队。每当审慎监管局（PRA）或金融行为局（FCA）执行规则涉及到彼此的次要目标时，就会启动相关团队之间的协商和协调。

我们建议在实施新的政策法规和执行监管处罚时，应正式确立在中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会(CBIRC)、中国证监会的政策和监管团组间的协调规则和机制。

我们还建议设立一研究中心，协调中国监管机构之间的信息共享和分析。在英国，英格兰银行设有一个研究中心以协调金融政策委员会(FPC)、审慎监管委员会(PRA)和货币政策委员会(MPC)的研究。例如，压力测试参数即是跨机构协调设置的。金融行为局(FCA)还有一个研究团队，可以提供市场观察结果以帮助监管机构预测行业趋势和甄别潜在风险。

#### *E. 平衡增长、创新及稳定：借鉴英国金融行为局(FCA)创新中心的经验*

在平衡金融稳定和行为规范中的增长和创新的问题上，英国金融行为局(FCA)创新中心的设立可能给在中国更为普遍的问题作出了回应。

它可以挖掘金融创新的潜力以提高效率，并为缺少资金但有价值的投资项目提供信贷，同时了解这些创新会带来的新风险。英国金融行为局(FCA)的沙箱(机制)是以平衡金融科技相关的增长、创新和稳定为目的的尝试。沙箱机制是设定在已存在的金融系统，而在中国，金融科技创新可能会破坏和改变现有的金融体系。因此，中国背景下的沙箱子可能具有更大的影响力，因为监管机构不仅可



以在创新出现时了解创新，还可以设计新的监管体系以检查金融风险并提高金融市场效率和稳定性。明确来说，我们建议创建一个研究与创新中心（Research and Innovation Hub）来实现以下目的：

创建与金融行为局（FCA）创新中心类似的监管举措。这一举措应该包括三个职能监管机构以及中央银行的官员参与（因为公司可能参与这些不同市场，新产品可能会在市场之间建立新的联系）；

建立监管沙箱，以促进金融产品和服务创新。这种监管方式与中国经过时间考验的试错经济改革方法是相符的，并极有可能得到中央政府的支持。关键问题是确定一个明晰和独立的市场来测验新产品——最大限度地提高测试的有效性，同时最大限度地减少对公众的不利影响；

在中国人民银行和三个职能委员会之下建立一个市场研究机构，其中研究中心负责协调这一尝试。该研究所将针对金融市场的各个方面进行科学客观的市场研究，并重点关注目前制度框架下潜在的监管冲突/盲点；

与国际监管机构积极合作、共享信息和交换意见。可组织年度论坛/峰会并邀请监管官员、私营领域领军人物和企业家以及中国境内外的学术研究人员参加。

此研究和创新中心的处所需要进一步探讨。本报告工作组认为应由中国金融稳定发展委员会（FSDC）主办该中，因为它在协调各

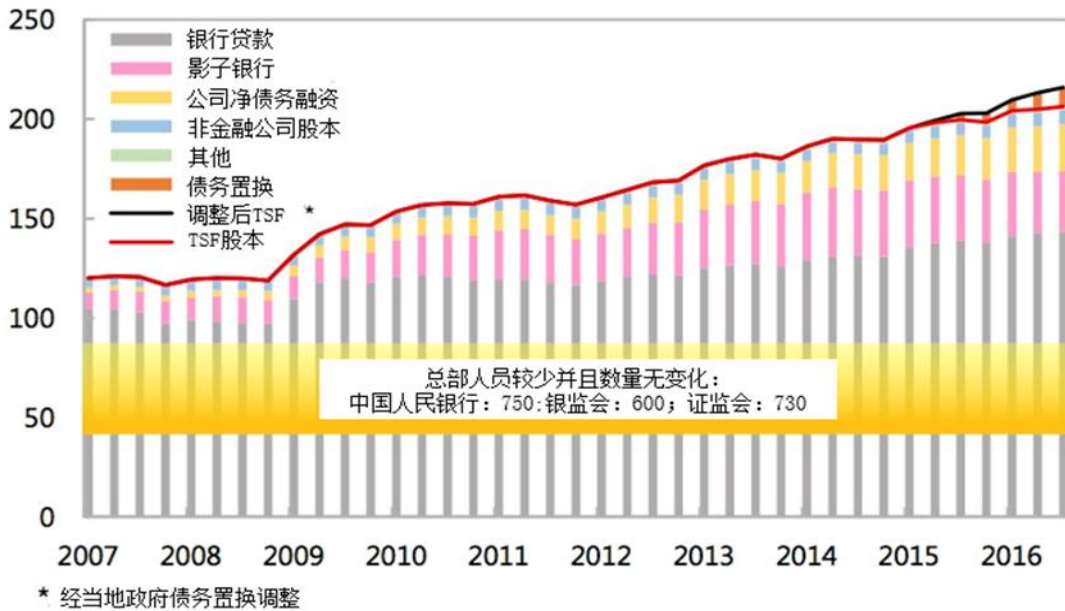


种金融监管机构方面的固有优势。但是需要认识到，中国金融稳定发展委员会（FSDC）主要是一个宏观审慎监管机构，如果给予其另一个增长和创新目标可能会影响其确保宏观稳定的主要目标。考虑此因素，该中心也可由中国人民银行与所有职能监管机构共同管理，并与这些行政实体内的现有研究中心合作。这一机制可以加强监管机构之间的信息共享，但也需要大量的行政和协调成本。

#### *F. 收入与资源*

国际货币基金组织的报告指出，中国人民银行总部和监管机构的人员数量在 10 年内没有增加，而金融行业的规模翻了一番。要使任何监管和监督体系取得成功，必须有足够数量的合格人员来监控日益复杂和具有创新性的金融产品和服务。鉴于中国金融行业的快速增长，监管机构须尽快扩大其范围和技术深度，以防行业发展过快使他们无法维持有意义的监督和权威（见下图）。同时我们须要意识到，现有的监管机构已负担过重，例如，银监会对四家全球系统重要性银行（G-SIBS）以及许多中型银行和大量小型银行进行监管，面临着对其资源的大量需求；中国证监会则面临大量散户投资者，这与其他大型监管辖区相比需要更加密集的监管方式。然而，中国人民银行和中国证监会的工作人员数量的增加并未与新任务和新市场发展步调一致。

图表 7. 中国：2007-2016 金融体系发展和总部人员编制（社会总融资占 GDP）  
 资料来源：IMF FSAP 2017



我们建议中国监管机构考虑遵循英国金融行为局（FCA）的收费制收入模式，这样就可以随着不断增长的金融行业增预强算自主性。我们还建议在每一个监管机构下的政策和监督部门下设立一个实证研究部门。英国金融行为局（FCA）的规模（就员工数量而言）比中国全部监管机构总和更大。2017 年其总收入为 5.749 亿英镑，其中 5.541 亿是手续费收入。其费用结构是透明和公开的，而费用可以通过公众意见调整。其它收入包括特殊服务费和执法处罚。应当注意到，赋予监管机构与金融行业保持同步的预算自主权，将能留住高素质人才，及确保对场内、场外金融服务和产品进行充分有效的监管。



### FCA 规模及收入

金融行为局（FCA）是一家根据 2006 年公司法在英国注册成立的独立于政府的公司，并是一家无股本的有限责任公司。其财务报表还涵盖了全资子公司 Payment Systems Regulator Limited（PSR）。公司雇用了大约 3,500 名员工并管理超过 56,000 家企业，是超过 18,000 家企业的审慎监管机构。

根据最新的 2017 年年报，公司总收入为 5.749 亿英镑，其中 5.541 亿为手续费收入，而 0.208 亿为其他收入，主要来自公司提供的额外服务如技术人员报告等。为了资助相关工作，公司向他们授权的机构和认可的投资交易所或注册公司等收取费用。

公司主要收取三种费用：

- 申请费用，即当机构要求授权该公司时；
- 更改费用，即当机构想更改授权活动的权限时；
- 年费（定期费用），即每年支付的费用。

处罚费用也作为监管收入之中

FSMA 使得公司能够提高费用，同时 2013 年的“金融服务（银行改革）法案”允许公司代表 PSR 提高费用以收回执行法定职能的成本。该费用收入包括本财政年度根据 FSMA 所应收的年度定期费用，并于年内确认且按公允价值计量。

(百万英镑)	集团		母公司	
	2017年	2016年	2017年	2016年
持续性监管费用 <sup>1</sup>	513.1	507.1	502.9	479.0
持续性监管费用-消费信贷 <sup>2</sup>	-	10.4	-	10.4
额外持续性监管费用	5.5	2.1	5.5	2.1
范围变更恢复费用-消费信贷	7.7	-	7.7	-
范围变更恢复费用-非消费信贷	10.2	2.8	10.2	2.8
申请费用及其他监管收入 <sup>3</sup>	9.4	22.5	9.4	22.5
特殊项目费用	8.2	0.3	8.2	0.3
<b>总费用收入</b>	<b>554.1</b>	<b>545.2</b>	<b>543.9</b>	<b>517.1</b>

注释：  
1. 于502.9百万英镑(2016年: 479.0)持续性监管费用中，其中46.3百万英镑(2016年:41.9)为上一年度罚款，与执法费用总额相关并通过减少的费用返还给付费者。详情见“罚款”备注11

## 5. 总结与展望

本报告对英国为应对最近的金融危机而设立的监管机制进行了研究。报告展示了机构体制设计，特别是监督机构和管理机构应集中在一个综合监管结构中，还是应由几个机构主体共担这个问题。虽然没有一个万能的解决方案，且单独建立监管机构并无法确保监



督和管理效力，但这是一个非常重要的问题：监管者和监督者提供规则与市场、理论与实践之间的联系。即使制定了良好的规则，低效的机构设置也有可能抑制重要规则的实施。

我们发现，最核心的问题是平衡多个机构间共享监管和监督职能的优点和弊病。平衡的监管目标、明确的机构任务和顺畅的协调沟通机制可以克服单一综合监管机构的迟钝性，并保持其相关的信息优势。

我们希望这份报告能够进一步增进对相关问题的相互理解，并有助于英国和中国金融市场的进一步融合。我们还希望，这份报告能成为英国与其它转型和新兴经济体进行类似讨论的起点。这项工作还应扩展到金融监管的实质性方面，例如执法风格、优先资源分配，以及促进对金融市场的跨辖区准入等。

综上所述，我们希望这份报告是中英学术界长期合作的起点，将来的合作会包含许多其他方面。



### 顾问组成员

Tobias Adrian	国际货币基金组织货币与资本市场部主任
Franklin Allen	伦敦帝国理工 Brevan Howard 中心财务和经济学教授兼执行董事
Nicholas Beale	SCITEB 董事
Julia Black	伦敦政治经济学院研究项目主任
Esheng Cai 蔡鄂生	中国银行业监督管理委员会原副主席
Nellie Liang	Brookings 学会 Hutchins 财政货币政策中心 Miriam K. Carliner 高级研究员
Stuart Lewis	德意志银行首席风险官
Dame Minouche Shafik	伦敦政治经济学院董事（联席主席）
Mary Starks	FCA 首席经济学家
Lord Adair Turner	Institute for New Economic Thinking 主席
Dimitri Vayanos	伦敦政治经济学院金融学教授及金融市场部总监
Jiang Wang 王江	麻省理工 Sloan 管理学院瑞穗金融集团教授
Andrew Wong	斯坦福大学和新加坡主权财富基金投资组合战略主管
Christopher Woolard	FCA 执行董事会成员，FCA 金融行为管理局战略与竞争主管
Xiaoling Wu 吴晓灵	清华大学五道口金融学院理事长兼院长，中国人民银行前副行长
Yanli Zhou 周延礼	中国保监会原党委副书记、原副主席
Min Zhu 朱民	清华大学国家金融研究院院长，IMF 原副总裁，中国人民银行原副行长

### 工作组成员

Keyu Jin 金刻羽	伦敦政治经济学院经济学副教授
Dong Lou 楼栋	伦敦政治经济学院金融学副教授
Philipp Paech	伦敦政治经济学院法学助理教授
Kathy Yuan 袁志超	伦敦政治经济学院金融学教授

Hao Zhou 周皓

清华大学五道口金融学院副院长、紫光金融学讲席教授

### 咨询组成员

Ron Anderson	伦敦政治经济学院金融学荣誉教授
Ulf Axelson	伦敦政治经济学院 Abraj 集团金融及私募股权教授
Erik Berglof	伦敦政治经济学院全球事务研究所所长
Simeon Djankov	伦敦政治经济学院 FMG 执行董事
Charles Goodhart	伦敦政治经济学院 FMG 银行和金融学荣誉教授
Haizhou Huang 黄海洲	中金董事总经理
Kevin James	FCA 政策、风险和部门首席经济学家，LSE 系统风险中心研究员
Mei Jin 金玫	中国人民银行欧洲代表办公室首席代表
Malcolm Knight	伦敦政治经济学院客座教授，国际清算银行原总经理
George Magnus	牛津大学中国中心研究员，伦敦亚非学院研究员
Martin Oehmke	伦敦政治经济学院金融学副教授
Jun Qian 钱军	复旦大学泛海国际金融学院（FISF）金融学教授兼执行院长
Hong Yan 严宏	上海高级金融学院副院长，金融学教授
Shengxing Zhang 张圣醒	伦敦政治经济学院经济学助理教授
Ning Zhu 朱宁	清华大学五道口金融学院首席金融教授

### 中文报告翻译组成员

李易辰	清华大学国家金融研究院研究专员
赵靖	清华大学国家金融研究院研究专员
何碧清	清华大学国家金融研究院研究专员
陈湘鹏	清华大学五道口金融学院博士研究生