

## 采访申铨松

当我上个月加入华盛顿国际货币基金组织和世界银行的年会时，我感到某种奇异的违和感。一方面，经济和金融指标看起来正变得越来越好，格外的货币宽松政策似乎也行将缩减，银行和监管机构对过去十年采取的一系列措施进行了分类，这些措施应该能够使金融体系更加健全。然而，与此同时，由于改革的不完全、不平衡的持续、技术冲击与政治不确定性等，亦让人对未来或许更糟糕的前景感到紧张。

在这种背景下，风险识别、评估和行动方面的挑战变得更加艰巨。因此，我采访了申铨松博士。申铨松博士是 BIS 执行委员会成员，首席经济顾问和研究主管。在此之前，他曾是普林斯顿大学经济学教授，伦敦经济学院（LSE）金融学教授。2010 年，他担任韩国总统高级顾问，制订稳定政策，并参与了韩国主办期间的 G20 议程之决定工作。

以下为采访内容，Q 是我的发问，A 是申铨松博士的回答。

**Q: 你如何看待“全球银行业过剩”与经常账户失衡之间的关系？是否是经常账户不平衡导致了金融危机？**

**A:** 不总是。在次贷危机的情况下，资本流动的一个重要特征就是“往返”，即欧洲的银行从美国货币市场借取短期美元，然后以购买次级贷款抵押证券的方式将这些短期美元送回美国。由于流入欧洲的资金与流出欧洲的资金基本上相匹，因此，净流量上的变化几乎可以忽略不计，所以那些只关注经常账户余额的人往往注意不到这一点。2002 年，欧洲银行对美国借款者的债权为 8560 亿美元，而到了 2007 年则上升到了 2 万亿美元，这与该时期资产抵押证券（ABS）发行量的急剧增加相伴，ABS 到了 2007 年提高到了 2 万亿美元。次级贷款证券化很大程度上由欧元区银行的活动所致，一部分的短期美元融资来源于美国货币市场，而更大多数来自于货币互换市场，即欧洲银行通过将自己的货币（如欧元）作为抵押借入美元。

**Q: 外汇互换交易中的风险敞口到底有多大？**

**A:** 外汇互换交易与抵押借款安排类似，因为借款者也需要提供抵押品。然

而，会计惯例认为外汇掉期不算是债务，因为抵押品是现金。最近，BIS 对这部分“缺失的债务”之规模作了估计，在价值 58 万亿美元的外汇掉期及相关风险敞口中，90%以美元计价，大约 13-14 万亿由美国境外的非银部门持有。作为比较，世界 GDP 为 75 万亿美元，全球贸易规模为 21 万亿美元。这些掉期期限大都比较短，四分之三的期限小于 1 年，典型的交易期限甚至更短。

**Q: 这些外汇互换交易有什么风险？因为如果它们是有抵押品的，则不应该构成任何信用风险。**

**A:** 你对信用风险的理解是正确的。由于现金是抵押品，贷方的损失风险很小，但这不是唯一的风险。主要的问题在于期限错配，因为长期承诺（commitments）可能由短期掉期提供资金。如果全球银行去杠杆开始——正如 2008 年那样，且由于当下的外汇掉期大都以美元计价，因此，我们很可能看到因美元流动性危机导致的外汇掉期交易风险。

**Q: 决策者可以做些什么来减轻这些风险？发达经济体不应该像新兴市场经济体一样，采取宏观审慎的工具吗？在这方面，我们是否都变得更加“亚洲化”？**

**A:** 危机以来，经济学家对监管的看法确实发生了很大的变化。监管本质上是对经济运行的干预，但其目的是为了对抗其他的扭曲。这是“次优”论证的一个变种。如果监管这种“扭曲”能减轻其他更为严重的扭曲现象（比如那些让金融体系变得更加脆弱的现象），那么监管在此时便是值得的。

很少有人会说我们应该在国内语境下取消金融监管，但是在国际背景下，特别是在讨论转向以资本管制来应对繁荣与萧条的周期时，情况会变得更加具有争议性和困难。与国内金融监管不同的是，无摩擦的经济体制在国际背景下，依然被视为某种程度上的理想基准。

我的感觉是，这种矛盾是由一些过时的、误导性的观点造成的，它使我们对一些脆弱性视而不见，并过分急于寻求问题的解决方案。实际上，对这些问题的适当框架将更有利于把国内与国外监管议题等而视之，过分强调对边界的控制同样是一种误导，因为它混淆了外在现象与内在原因，故而延续了错误的问题框架。

**Q: 那么什么是适当的框架？我们应该如何处理全球金融稳定的问题？**

**A:** 全球经济不仅仅是一组岛屿，而是一组通过密集的金融债权网络连接起来的节点，其全景图像是一个矩阵，而不是一个岛的集合。重要的是区分外在表

症与根本原因。是的，2008年的金融危机在很大程度上是一个跨国界的现象，但如果过分专注于资本流动则混淆了表症（资本流动）与根本（超额杠杆与融资风险）。如果问题在于银行杠杆的超额杠杆和融资风险过大，那么应直接用传统的微观审慎或监管工具来解决这些风险。将宏观审慎的意图注入这些微观审慎的工具，或将视野着眼于整个金融体系，应该是宏观审慎框架的重要组成部分。

**Q: 汇率在其中发挥了怎样的作用？**

**A:** 汇率不仅通过贸易渠道，还通过金融渠道影响经济。但金融渠道与贸易渠道的作用方向相反。强劲的资金流入，可以促使一国货币汇率提升，并滋长信贷泡沫，同时刺激投资增长，这对新兴经济体的影响尤其明显，正如后危机时代初期所见那样。但是，金融渠道同样也会在相反的方向发挥作用，如近年来的美元走强及增长相对放缓。

**Q: 对上述机制能不能再具体说一说？**

**A:** 汇率的金融渠道通过改变资产负债表上的估值来产生作用。例如，疲软的美元减小了美元债务人的偿债压力，从而使美元债权人面临的信用风险降低，因此可以扩展其信贷规模，即便债权人面临固定风险敞口限制（如 Value-at-Risk）也无妨。债权人额外的放贷能力是由美元信用供给之增加实现的。

风险承担渠道对政府的财政状况也会有连锁影响。信贷供给扩大的时候，投资项目增加，经济活动活跃，财政状况改善。如果公司的美元借款是通过国有企业完成的，就像许多新兴市场中的石油和天然气部门一样，那么财政影响可能通过支付给政府的股息形式变得更直接。

**Q: 有人认为对银行业监管过甚会伤害实体经济。你同意吗？**

**A:** 银行是中介。他们从其他贷方借钱，将借入的资金与自己的资金结合起来，然后把这些贷款借给最终借款人。银行资本是指银行自有资金，银行拥有的资本越多，拥有的资金就越多。但银行资本在整体借贷方面扮演的角色比这更重要，因为银行拥有的自有资金越多，其往往就能够从债权人那里借到更多的资金。所以，如果目标是释放银行对实体经济的贷款，那么确保银行有足够的资金来支持他们的贷款活动是至关重要的。

银行资本也是一个资本缓冲垫，因为银行自有资金可以吸收贷款活动造成的损失，而不会给银行的债权人造成损失。但是，有偿债能力的银行有时并不愿意

放贷，而资本状况较差的银行可能希望通过减少其风险资产比例以提高其偿债能力。如果一个银行的偿债能力通过比例来表示，那么确保银行畅通的放贷能力与确保银行强劲的耐受力两个目标之间不可避免地会存在某种矛盾与冲突。

但是货币政策目标与监管要求之间的这种紧张关系要比实际情况更为明显。然而无论如何，如果银行拥有更多的资本，则既有利于其向实体经济放贷，也有利于其达到监管要求。概言之，强劲的银行可以以可持续的方式放贷更多。

**Q:** 我们正处于各主要央行开启货币政策正常化之路的节点，潜在的风险有哪些？

**A:** 经验告诉我们，如果将长期收益率视为预期中未来政策利率之平均值，那么债市往往可能会对长期收益率“反应过度”而产生剧烈变化。因此，债市的回调是我们应该关注的重点。

这里，货币政策交流是一个重要的因素。我们经常听到有人认为市场在这个或那个央行的行为中定价（pricing），任何的偏离都会扰乱市场。然而，这样的观点忽略了市场参与者与央行沟通的方式。央行为了不扰乱市场而耳语得越多，市场参与者则越倾向于倾听。

如果市场参与者将可预测性与渐进性视为央行不会在他们加杠杆时一下抽走其脚下毛毯的信号，那么这两点或许并不能被视为一种美德。Tobias Adrian 和我在 2008 年的杰克逊霍尔论文中就指出，在金融危机之前，可预测性和渐进性可能反而是促成杠杆的因素。

编译：张纬杰

参考资料：

Lutfey Siddiqi , Interview with Dr. Hyun-Song Shin of Bank for International Settlements (BIS) , RMI,2017.11