



超新星

鸟瞰纽约金融区。

爆发之后

IMF评估美国金融体系后得出的危机管理教训

Ashok Vir Bhatia

当雷曼兄弟投资银行集团破产的冲击波仍在世界范围内回荡时，2009年初，美国当局邀请IMF对其金融体系进行了一次评估。

在就业和产出损失、公共债务以及对世界其他地区所造成的破坏性“溢出”影响方面，美国所面临的是近一个世纪以来破坏性最大、损失最惨重的一次金融危机。

美国大胆而积极的应对政策有助于防止整个金融体系的崩溃。美国当局大范围地为金融体系提供了额外的流动性支持，并开始讨论启动具有里程碑意义的立法改革以强化对金融系统的整顿和监管。IMF选择此时对美国的金融体系进行评估，既是对参与评估的IMF工作人员和美国官员一次非同寻常的挑战，同时也是一个从危机中汲取教训并帮助制订改革方案的重要机遇。

20世纪90年代末亚洲金融危机复苏时，IMF和世界

银行联合启动了“金融部门评估计划”（FSAP），尽管有120多个国家参与了该计划，但美国是首次参与评估。

为应对评估世界最复杂金融体系的挑战，IMF成立了一个由货币和资本市场部牵头的庞大的工作组。2009年10月—2010年3月，该工作组共主持召开了150次会议，参加人员包括美国国会工作人员、几乎所有美国联邦金融监管机构、几个州的管理人员和许多私营市场参与者。6月，评估报告提交给美国当局，并在有IMF总裁多米尼克·斯特劳斯·卡恩、美联储主席本杰明·伯南克和美国财长盖特纳参加的会议上进行了讨论。7月，FSAP的评估结果由IMF执行董事会进行了讨论并发布了最终报告。

尽管FSAP的评估涉及问题十分广泛——对重要金融机构的压力测试，根据国际标准对制度监管的质量进行的评估，对系统流动性和危机管理的方案进行的

评估——但评估的重点仍然是2008年的一些重要危机事件，以及通过这些重大事件如何使工作组了解美国的危机管理方案。

撒一个更大的网

IMF许多关于金融安全网和银行破产清算机制的政策建议，受到IMF与美国官员持续数小时讨论的影响。在讨论中，官员们讲述了他们在危机中的经历和行动。这些政策和建议围绕着一个关键和不断出现的主题，即美国官员一再发现没有适当的合法授权，来应对破产或困境中的非银行金融企业，如雷曼兄弟公司和贝尔斯登公司。

简言之，所面临的挑战是将用于商业银行的危机管理工具扩大到非银行业，包括可能使整个金融体系不稳定的大型、复杂金融集团的控股公司。

贝尔斯登公司首先提出的警告是，投资银行集团如果完全服从资本和流动性监管，将可能迅速丧失获得短期回购资金的可能，而短期回购资金被投资银行视为生命线。回购是指证券以现金方式出售的交易形式，通常以被称为“剃头”的打折方式出售，一般约定第二天再以相当于利率的价格差回购。2008年3月13日星期四，对贝尔斯登公司的回购借贷资金的“剃头”金额急剧上升，有力地说明该集团流动性不足。

截至此时，回购交易所具有的安全性特点被认为进行此类交易是稳定和可靠的。然而由于具有后见之明的好处，回购市场在信心突然丧失时的脆弱性也是显而易见的。

导致贝尔斯登流动性不足的事件首次对美国中央银行的紧急贷款工具提出了质疑。2008年3月11日星期四，美联储公布了一项旨在增加抵押品市场流动性的计划，该计划被称为“定期证券借贷工具”。这是得到中央银行紧急权限授权的众多新流动性工具中的首个，需要美联储委员会2/3以上认定情况紧急且非同寻常才能生效。也许是巧合，两天后，贝尔斯登公司就面临着严峻的资金压力。

2008年3月14日星期五，由于大量衍生品市场的参与以及对冲基金的关键作用，投资银行面临破产，因为很可能对金融体系的其他部分带来危险的后果而引人关注。

临近周末，纽约联邦储备银行通过贴现窗口将130亿美元贷款贷给贝尔斯登公司的可能收购者——摩根大通公司。摩根大通公司将同样数额的背对背贷款贷给贝尔斯登公司（摩根大通公司拥有几个大型商业银行，能够持续获得贴现窗口）。星期天，受其他大型投资银行担忧的影响以及为使美联储所依靠的回购市场正常运行，

美联储通过了“一级交易商信用工具”，并在星期一早晨开始运行。

然而经历危机的美国系统流动性工具一直被作为用于零售存款机构的最后贷款人特权，“一级交易商信用工具”相当于大的证券交易商的贴现窗口。这标志着联邦金融安全网的大幅度扩展。

星期日，在“一级交易商信用工具”公布的当天，尽管摩根大通公司致力于做贝尔斯登公司债务的后盾，但直到3月24日星期一，才宣布了最后的收购期限。纽约联邦储备银行同意为交易提供资金支持，采取的形式是为被称为“Maiden Lane”的特殊目的机构提供290亿美元的贷款，以收购贝尔斯登公司资产。该机制允许中央银行以紧急授权贷款作抵押实施资产收购，在未来几个月这一手段被反复使用。

公平处理

在美国官员和私营部门与IMF工作组的讨论中，贝尔斯登公司的遭遇对流动性安排提出了重大的争议和质疑。其中一个关键问题是：是否安全网应该永久扩大，例如使“一级交易商信用工具”一直有效，或者是否那样做将过度增加体系的道德风险。另外的一个问题是，启动美联储紧急权限的标准是否定得太高，而随之带来的风险是特殊和应急的判定标准是否会进一步扰乱金融市场。一个更深层次的问题是：中央银行为单个非银行金融企业提供贷款是否合适。

总而言之，工作组认可不再使用紧急流动性工具，等需要时再重新启用。为寻求惯例和酌情处理之间的平衡，工作组建议对美联储贷款给非银行企业的管理原则更加明晰，但需酌情继续提高灵活性，包括在极端情况下为单个公司提供流动性支持。

由于事后效益，贝尔斯登公司濒临崩溃表明在官方工具方面存在重大缺陷，缺乏除投资银行破产外的其他的体系决策机制。只是由于摩根大通公司愿意收购贝尔斯登公司并在相关条款谈判时愿意为其债务提供担保，才避免出现混乱的结果。

贝尔斯登公司的经历也为美联储的危机管理能力提供了重要的借鉴。通过在周末启动“一级交易商信用工具”为回购市场提供创新的特殊目的机构机制和有效支持，法律和可操作性方面的制约因素被灵活地规避。但介入的复杂性也造成了较困难的沟通挑战，包括如何区分流动性和清偿支持。

抵押品，抵押品

美国危机管理方案的不足在六个月后显露无遗。

2008年9月12日星期五，由于仍在经济体系内蔓延的信用恶化和金融资产的持续拍卖，雷曼兄弟公司成为突然丧失市场融资渠道的美国第二大投资银行集团。

因为法律要求美联储保证零损失，而雷曼兄弟公司没有足够的无负担抵押品满足这一条件，因此美联储不能为雷曼兄弟公司提供紧急贷款。纽约联邦储备银行转而组建了一个大银行联合集团，旨在获得许可，为收购雷曼兄弟公司融资。美国银行选择与美林证券公司合并后，唯一可能的收购者是英国巴克莱银行。尽管在周日早晨前已就收购条款达成共识，但由于巴克莱银行称不能立刻为雷曼兄弟公司已有的贸易债务提供担保，而最

如果需要单个金融企业也可能对金融体系造成深远影响的例子，雷曼兄弟银行当属如此。

终导致交易落空。按照英国法律，提供担保需要股东投票或英国监管当局放弃该权利，但在当天这两点都不能实现。

由于美联储没有提供担保的授权，雷曼兄弟没有别的选择，只能在2008年9月15日周一申请破产。如果需要单个金融企业也可能对金融体系造成深远影响的例子，雷曼兄弟银行就是其中一个。全球经济陷入萧条。

雷曼兄弟事件表明，金融企业破产所造成的系统性后果可能通过跨国活动和各国破产机制的不一致而加剧。在美国，纽约联邦储备银行能够继续为雷曼兄弟的经纪人子公司提供贷款，帮助他们在控股公司申请破产后，三个交易日内仍旧保持营业，以实现资产保值并减少企业破产过程中的混乱。相反，在英国，雷曼兄弟的伦敦子公司被置于监管之下，所有交易冻结，从而引发恐慌。在后续追加保证金的要求的帮助下，推倒了全球金融体系中的另外一张“多米诺骨牌”：美国国际集团（AIG）。

雷曼兄弟申请破产使组建私营部门支持AIG的希望破灭了。由于AIG向美国和欧洲的金融中介机构发行了5000亿美元的信贷保险，美联储决定提供资金。按照美联储的判断，与雷曼兄弟不同，AIG拥有数量众多的具有偿付能力的子公司，因此有足够的抵押品。纽约联邦储备银行于2008年9月16日星期二宣布向AIG提供最初850亿美元的贷款。AIG实际是以其所有资产为抵押获得这笔贷款的。

IMF 工作组将这些进展视为重新制定美国危机管理方

案所提供的重要教训。该小组特别指出，如果一些美国的主管机构有权向雷曼兄弟控股公司（包括AIG）提供桥接担保，结果可能会有所不同。而且，破产清算支持证券交易商，而不是美国的商业银行，明显不适于解决系统需求。所有这些因素强烈要求出台新的破产机制。

雷曼兄弟公司拖欠的大量债务证券还引发了货币基金业制度的发展，然而在第三天当美国财政部提出对所有货币市场资金提供担保时，这一发展停滞了。IMF小组普遍赞同美国财政部所提供的担保，认为这样做类似于将联邦存款保险扩大到金融市场共有基金，但IMF小组认为核心问题在于制定规则，允许货币基金以与银行类似的方式有效运作，有一些问题需要在未来重新调整。

对货币金融市场参与人员短期内偿还资金债务能力信心的急剧下降，也要求扩大用于货币市场和开放市场活动的符合条件的抵押品范围，后者还包括关键的商业银行。通过这一方式，中央银行将拥有在面临市场压力时更大的分散系统流动性的能力。

打开闸门

贝尔斯登、美林证券和雷曼兄弟公司的收购仍在继续，高盛和摩根斯坦利面临巨大的市场压力，但由于美联储进一步增加系统流动性这一异乎寻常的行动，使其在2008年9月免遭破产的厄运。

2008年9月14日星期日，随着雷曼公司急速滑向破产，中央银行宣布放开存款机构向其非银行分支机构贷款的限制，用于在回购市场的资产融资，将“一级交易商信用工具”提供担保的目录扩大到所有用于回购的证券。一周后，纽约联邦储备银行被授权贷款给高盛、摩根斯坦利和美林证券所有的美国分公司的交易代理人（并非仅仅是其最主要的代理商）以及这些公司在伦敦分公司的交易代理人。这些行动使纽约联邦储备银行能够介入并实质性地支持整个回购市场，纽约联邦储备银行决定贷款给大西洋彼岸。这似乎反映出在对美国分公司所拥有抵押品的评估后，认为可能不能满足金融集团的融资需求。

在2008年10月7日的相关行动中，美联储宣布创建商业票据融资工具，授权纽约联邦储备银行再次使用特殊目的机构体制，以有效购买由高定价资产支持、无担保（金融或非金融）的商业票据。该项目将成为最大限度提取所有主要可获得紧急流动性的工具，标志着另一个分水岭：中央银行首次为非金融公司提供融资。

IMF工作组指出，在2008年10月初之前未破产的美

国较大的投资银行能够通过其（小的）存款分支机构、美国和英国（大的）经纪人子公司、控股公司，直接向纽约联邦机构发行短期债务，获得中央银行的流动性。这是一个关键的政策努力，再一次强调通常在安全网外的重要公司和市场的系统重要性。

系统性风险排除

IMF小组研究了适用于商业银行（不适用于投资银行）的明确定义的破产清算权限和程序。在雷曼兄弟公司破产不到两周，2008年9月26日星期五美联银行未投资资金遭遇灾难性打击时，该机制已经生效。美联银行并不是一家投资银行，它是美国第六大银行控股公司，拥有巨大的零售存款网络。然而美联银行崩溃的速度要比制定补救计划快得多。

在另一周的周末，美国管理当局首次决定启动“系统性风险排除”，以满足联邦存款保险公司（FDIC）以对纳税人造成损失最小的方式实施银行破产清算的普遍要求。启动“系统性风险排除”需要2/3美联储联邦委员会成员、2/3的FDIC董事会成员的同时同意，还需由财政部部长与美国总统磋商。所有这些工作都在2008年9月29日星期一早晨完成，花旗银行（美国第二大银行控股公司）同意支持美联银行的流动性，使FDIC能够担保3000亿美元美联银行资产。

启动“系统性风险排除”的情形共有四种。其中之一是在2008年10月14日星期二，FDIC公布了可能是经济危机期间最强硬的政策措施：临时流动性保证计划。这一计划包括两个方面，确保在FDIC投保的存款机构所有无息交易账户平衡，以及通过这些机构及其控股公司以债务转滚作为担保。这是美国当局首次使用“系统性风险排除”来批准一种可获得的工具。

FDIC的担保计划和相关行动有助于扭转这一趋势。美联银行是危机中最后的较大的流动性事件。一旦担保工具生效，周期将回归管理资本破产，一般而言较缓慢地变化，使FDIC有时间为破产机构找到可能的投标人。

毫无疑问，美国的系统性风险排除有助于将全球金融体系从最糟糕的灾难中拯救出来。对IMF小组而言，这一经验表明不将危机管理人员与应用于单个企业最低成本破产清算方案联系过于紧密的重要性。当金融稳定性面临危机时，需要权衡纳税人所付出成本与系统崩溃可能造成的损失。

提供新的动力

IMF小组认为，美国金融体系已有两种用于危机的

危机管理工具：美联储贷款和FDIC银行破产清算。为进一步明确，该小组指出，美国银行现有的银行破产机制远比那些银行易遭受一般性破产的国家更优越。但美国现有机制也存在局限性，包括缺少介入控股公司水平的权限。IMF支持建立新的破产清算权限的建议，以将其权限扩大到包括（所有）FDIC提供担保的存款机构控股公司，同时保留对非体系内机构的最低成本的破产清算需求，并具有自动“快速修正行动”干预机制。

但如果灵活的银行破产清算程序难以实现，创建适用于大型复杂金融集团的新的破产清算机制则是最终挑战。这里，如其他领域一样，随着FSAP评估进展的推进，美国改革立法正在形成。IMF小组支持将美国银行破产清算扩大到非银行金融企业，使其成为一个整体，以保持持续的关键金融服务，维护金融稳定性利益。事实上，系统性重要集团的“特别破产清算”的整个程序，将会通过模仿系统性风险免除的合法程序启动。

IMF工作组警告，有效应用新的授权需要详细的规划和准备。需要对相关金融集团进行持续评估，其目标

当金融稳定性面临危机时，需要权衡纳税人所付出成本与系统崩溃可能造成的损失。

是了解集团间和集团内的相关性并确认哪些活动和分公司是系统性的，哪些不是。这将需要得到果断的监管行动支持，以有针对性地扩展集团的机构。通过一种特别的清算方案，系统性活动将转移到临时的、政府支持的“桥梁结构”，被认为不太重要的合法团体置于“桥梁”之外的自身意愿之外，类似于控股公司放弃了子公司。

许多IMF关于危机管理的建议——在以上其他领域确实未涉及的——都包括在2010年7月21日签署的对美国金融监管进行彻底改革的法案之中。多德—弗兰克法案包括关于特别清算的开创性部分，要求制定规章制度指导未来美联储向非银行机构贷款。虽然这一法案是朝建立一个更强大的工具所迈出的重要的第一步，但在还未写入法律的大量新规章的细节中仍存在困扰。■

Ashok Vir Bhatia是IMF战略、政策和评估部高级经济学家，曾为美国FSAP小组成员。