

# 论金融创新与金融危机：兼评Turner评论

毛修远

华东政法大学经济法学院，上海

收稿日期：2023年8月9日；录用日期：2023年9月3日；发布日期：2023年9月12日

## 摘要

在2008年金融危机爆发后，Turner对金融危机出现的原因以及如何有效应对的问题进行了系统的讨论，本文将在评析Turner观点的基础上，聚焦金融创新，认为在放松监管的环境下，对金融创新产品的滥用是造成金融危机的主要原因。随着以证券化为特征的金融创新产品的推广，金融市场出现了信息不对称、高杠杆率、强关联性、系统性风险等现象，这些都是导致金融市场崩溃的强大推手。但在后危机时代，对于金融创新产品应当持辩证的态度，肯定其在市场竞争中发挥的作用，同时防范其被不正当利用。对此需要构建一个有利于市场正常运作的法律监管框架，在深入剖析新产品、新市场、新流程的基础上，寻求适当的监管途径。

## 关键词

金融创新，金融危机，证券化，法律监管

# Financial Innovation and Financial Crisis: A Close Look into the Turner Review

Xiuyuan Mao

School of Economic Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Aug. 9<sup>th</sup>, 2023; accepted: Sep. 3<sup>rd</sup>, 2023; published: Sep. 12<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

After the outbreak of the financial crisis in 2008, Turner conducted a systematic discussion on the causes of the financial crisis and how to deal with it effectively. Based on the Turner review, this article is going to focus on financial innovation and holds the view that the abuse of financial innovation products is the main cause of the financial crisis, especially in the deregulated environment. With the promotion of financial innovation products characterized by securitization, phenomena such as information asymmetry, high leverage ratios, strong correlations, and systematic

risks have emerged in the financial market, all of which are powerful drivers leading to the collapse of financial markets. However, in the post-crisis era, we should take a dialectical attitude towards financial innovation products, affirm their role in market competition, and prevent them from being improperly used. In this regard, it is necessary to build a legal regulatory framework that is conducive to the normal operation of the market, and seek appropriate regulatory approaches based on an in-depth analysis of new products, new markets, and new processes.

## Keywords

Financial Innovation, Financial Crisis, Securitization, Legal Regulation

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 前言

自 2008 年次贷危机爆发以来, 金融创新对金融部门、实体经济的影响开始受到广泛关注, 尤其是金融创新与全球金融危机的关系, 成为学界讨论的重点[1]。目前有共识认为, 全球金融危机爆发的核心原因是金融创新, 具体可归咎于证券化和影子银行的出现[2]。当然, 也有学者认为, 在金融危机中金融创新之所以被滥用主要在于不成熟的投资者存在认知偏差以及对金融市场的错误理解, 以至于做出不合理的投资配置。金融机构正是利用投资者的这一缺陷, 通过设计复杂、不透明的金融产品来诱导投资者高估金融创新产品的价值, 以谋取自身利益[3]。一般而言, 金融创新被定义为与金融相关的新产品、新流程、新市场和新机制的创造及推广, 而作为金融创新核心的证券化则被定义为将非流动性贷款转化为金融证券的过程。同时, 影子银行作为金融创新的另一表现形式, 其重要特征体现为信贷去中介化。本文通过对金融创新的类型、产生原因以及金融创新与金融危机之间的关系进行剖析, 以表明金融创新只是引发金融危机的导火索, 而对金融创新产品的滥用才是在放松管制背景下最终导致金融崩溃的凶手, 并探寻对金融创新的有效法律监管路径, 从而降低金融风险再次发生的可能性。

## 2. 次贷危机前的金融创新

金融创新主要是证券化的一个过程, 形成的证券化产品, 往往依赖于基础金融工具、转移技术以及评估数理模型的复杂性, 承诺高收益、低风险。因此, 次贷危机本质上是一场由于次贷贷款人破产、投资资金巨额亏损、大量金融机构倒闭等其他连锁反应引发的全球性金融动荡。2008 年的次级抵押贷款主要针对的是没有收入证明或本身存在大量负债的客户群体, 他们大多信用评级较低且没有偿还贷款的能力。然而, 对于高收益、高风险的次级抵押贷款产品, 贷款人通过证券化的方式将次级抵押贷款转换为抵押贷款支持证券(Mortgage Backed Securities, 以下简称 MBS), 在实现规避风险的同时满足流动性资产的需求。为帮助抵押贷款人分散风险, 金融机构设立了独立的特殊目的公司(Special Purpose Vehicle, 以下简称 SPV), 专门发行基于次级抵押贷款的 MBS。为弥补 MBS 流动性不足的问题, 部分金融机构对 MBS 进行再次创新, 形成债务担保证券(Collateralised Debt Obligations, 以下简称 CDOs)。该债务担保证券再将不同风险等级的 CDOs 重新打包, 组成被信用评级机构(Credit Rating Agency, 以下简称 CRA)评为信用等级较高的产品, 以增强证券的流动性。SPV 将这些产品大量出售给投行、对冲基金等其他金融机构, 这些机构通过对 CDOs 进行重新包装, 实现多重证券化。同时, 为对冲 CDOs 带来的风险, 金融

机构还创设了信贷违约掉期(Credit Default Swap, 以下简称 CDS), 以此发挥保险的基本功能[4]。

在 2008 年次贷危机背景之下, 金融创新后产生的典型结构性信用工具主要有以下几种。

### (一) CDOs

CDOs 能够实现在不将基础资产池实际出售给 SPV 的情况下, 把风险资产(主要是指高级抵押贷款支持证券以外的其他证券)包装成新证券, 并随后把 CDOs 的负债分成不同信用质量和不同 CRA 评级的小额证券[5]。CDOs 通常是指现金流 CDO (Cash Flow CDO), 在这种模式下 SPV 通过购买未偿付债务组合并且进行证券化后提供给后续融资。除此之外, 另一种 CDOs 被称为合成 CDO (Synthetic CDO)。在合成 CDO 中, SPV 并不实际购买债券, 而是与另一家公司签订 CDS 合同, 这意味着信贷资产的所有权没有发生转移, 并且发起人只是通过 CDS 将资产信用风险转移给了 SPV。值得注意的是, 这一操作使得基础资产的价值远低于投资组合的价值, 这无疑会导致 MBS 的膨胀。

### (二) CDS

CDS 在本质上更类似于对冲风险的保险合同, 也为市场其他参与者提供了投机和套利的机会[3]。据国际清算银行(the Bank for International Settlements)统计, 2004 年至 2012 年间, 全球 CDS 交易额在 2007 年达到了 44.6 万亿美元的交易高峰<sup>1</sup>。CDS 的风险在美国次贷危机爆发后也紧接着完全暴露, 以美国国际集团(American International Group)为代表的 CDS 卖家也因无法履行合同义务而相继宣告破产。

综上可以得出, 金融创新对金融危机的爆发起到了推波助澜的作用, 但为了更好地探究金融危机与金融创新之间的关系, 还需要对金融创新的原因进行进一步的分析。

## 3. 金融创新产生的原因及潜在风险

英国金融服务局运(Financial Service Agency, 以下简称 FSA)运用数据分析了金融危机发生的主要原因, 包括宏观经济失衡、金融创新市场的发展和主要银行资产流动性监管的失灵, 正是这几个原因相互作用, 加深了在经济持续增长时期的非理性繁荣, 以及当“泡沫”最终破灭时, 人们对金融市场信心的快速丧失[1]。宏观经济失衡导致的信贷需求激增已被大多数学者认定为是促成金融创新和金融危机的积极因素[6]。Turner 认为, 发达国家的低储蓄率和高消费, 以及发展中国家对接近零风险的政府证券的高投资和高储蓄率之间的不平衡, 导致了全球范围内的宏观经济失衡, 进而造成大量外汇储备盈余回流美国。出现了低风险投资产品收益率下降, 市场参与者对风险信用投资需求增加的现象, 成为金融创新乃至金融危机的导火索。但需要明确的是, 信贷需求的增加并不必然会造成市场杠杆率上升和产生资产泡沫, 金融机构追求高收益和低风险也不一定会导致金融危机的发生, 因此宏观经济失衡从根本上来看不应该承担金融危机发生的责任。或许, 过度依赖各种金融创新工具最终诱发金融危机, 但真正构成威胁的应是对金融创新产品的滥用, 而这又与 2008 年之前过度放松管制的金融监管环境有着千丝万缕的关系。

当然, 放松金融监管无疑会促进金融创新。1999 年美国国会通过的《金融服务现代化法案》(the Financial Services Modernization Act), 废除了《格拉斯 - 斯蒂格尔法案》(the Glass-Steagall Act), 允许混合资金池。随后根据《金融服务现代化法案》的精神, 2000 年的《商品期货现代化法案》(the Commodity Futures Modernization Act)允许金融衍生品如掉期等在交易所外进行交易, 导致证券交易委员会(the Securities and Exchange Commission)和商品期货交易委员会(the Commodity Futures Trading Commission)缺乏监管权限, 允许银行自由交易投机性场外衍生品, 并且扩大表外头寸。因此, 在对资本充足率、杠杆率和风险承担放松监管限制的大环境下, 越来越多的金融机构开始从事投机性业务, 并形成激烈竞争, 这样的金融市场给金融泡沫的产生埋下了隐患。从某种程度上说, 放松监管是金融创新和金融危机的一

<sup>1</sup>Credit Default Swaps Amounts Outstanding at End December (BIS, March 2012) <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e5.pdf>, accessed 3 January 2023.

个主要原因[7]。

此外，在放松监管的环境下，投资者和金融机构的行为也是值得关注的角度。美国国会监督委员会(the US Congressional Committee on Oversight)认为对风险管理的失败是引发危机的核心，金融崩溃表明私人金融市场并不总是能够自行有效地管理风险，而公共风险管理同样也面临着严重的失败。根据行为金融学假说，在放松监管的环境下，非理性投资者自然会产生羊群效应，导致对特定领域过度自信的投资，从而引发风险。此外，受宏观经济失衡的影响，寻求高回报率的投资者不仅仅是个人，也可能是金融机构，从而低估了潜在的系统性风险。Turner 将风险管理失败的主要责任归于机构股东，认为机构股东未能有效履行职责限制过度冒险，并且认为其应当被更直接和强硬的监管取代[1]。这一观点是值得商榷的，因为风险产生所涉及的是所有市场参与者，而不仅仅是机构股东，并且即使以监管取代股东决策仍会存在干扰市场有效运行的可能性。

在分析导致金融创新被广泛创造和运用的原因之后，Turner 将金融创新的具体表现概括为三个方面：一是信用证券总量的大量增长；二是复杂结构性信用产品数量的增加；三是信用衍生品的激增以对冲信用风险。并认为结构性信贷能降低整个银行系统的风险，但当危机爆发时，这种风险承担的多元化并没有实现[1]。根据 IMF 的数据，2008 年全球信贷损失约为 4 万亿美元，其中 3/4 由银行承担，其余由非银行投资者承担<sup>2</sup>。银行仍然面临较高风险的原因在于其自身结构性信贷工具的滥用以及对金融创新产品风险分散功能所带来的系统性风险的忽视，这将在本文的第四部分中深入讨论。

Turner 总结得出导致金融创新带来系统性风险的主要因素有：一是由于业务运营的混合，金融部门增加；二是多层次杠杆的增加；三是期限转换形式的变化。Turner 表明在全球金融创新中，英国自身的信贷增长迅速，并受到证券化信贷模式和影子银行的影响，导致在 2008 年系统性风险爆发后，多家参与证券化的英国银行丧失融资渠道，同时伴随着信用质量显著恶化，甚至破产。Turner 还指出有效市场可能是非理性的，这是非常值得讨论的一点。政策制定者应当认识到所有流动性市场都会受到非理性行为的影响，即前文提到的羊群效应理论。而根据有效市场假说，有效的市场体现为各主体之间的信息对称，即价格充分反应信息，但在高杠杆危机的前夕，市场价格往往包含巨大泡沫，因此是否存在有效市场仍是值得怀疑的。此外，Turner 并未将 CRA 视为信息桥梁(information bridge)，因为对于高度复杂和不透明的结构化金融产品，大多数投资者会依据 CRA 的虚假评级而大量涌入低质量信用证券，针对这个问题会在第四部分中进行阐述。

#### 4. 金融创新如何影响金融市场

2008 年之前的金融创新主要以证券化为中心，这被认为是导致全球金融危机的主要原因，因此本部分将分析证券化在哪些方面导致了金融市场的崩溃。

##### (一) 证券化带来的信息不对称导致投资者对 CRA 的过度信任

结构性金融产品的复杂性扩大了投资者和发行人之间的信息不对称，而 CRA 作为信息中介机构在弥补这一差距方面发挥的作用却是微乎其微的。尽管 CRA 实际上扮演着“看门人”的角色，但评级机构的利润额取决于作为评级对象的债券规模，许多 CRA 会就如何安排交易向客户提供建议，而这些交易随后又是由他们进行评级，因此 CRA 很可能会不负责任地提高这些次级住房抵押贷款证券化产品的信用评级[8]。除此之外，CRA 对美国房地产市场的普遍盲目乐观也直接导致对房屋抵押贷款的高估。美国颁布的《多德-弗兰克法案》(the Dodd-Frank Act)提出了对金融危机后评级机构改革的批判性分析，该法案提到证券交易委员会(the Securities and Exchange Commission)有权发布监管 CRA 行为和运作的法规，但事实上，该政策并未解决固有的利益冲突，即发行方付费模式。相反，欧盟拟议的法规要求披露这些评级

<sup>2</sup>IMF Financial Operations 2015 (IMF, 4 October 2015) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/finop/2015/pdf/finop2015.pdf>, accessed 6 January 2023.

费用，虽然这并不能完全缓解发行方付费模式中的利益冲突，但至少可以减少 CRA 的不当行为。

### (二) 证券化高杠杆引发资产泡沫

金融创新带来的资产证券化，如 CDOs 和 CDS 的使用，使得金融机构的表外杠杆率变高。此外，投资银行和共同基金形成的短期回购协议也造成了金融杠杆，而过度的金融杠杆引发了一定程度上的资产泡沫[9]。由于信贷总额与 GDP 的比率是衡量杠杆率的一般指标，根据欧洲央行数据库的统计，在 1999 年至 2007 年期间，该指标在欧元区的增长率为 GDP 的 100%，而在美国为 GDP 的 80%<sup>3</sup>。令人意外的是，虽然次贷危机起源于美国，但基于欧洲金融部门的脆弱性其杠杆率反而上升得更多。美国杠杆率上升的原因在于大量资金涌入美国房地产市场，导致房价不健康增长，形成房地产市场泡沫。自 1998 年到 2007 年期间，美国房地产市场的价格一直高于房屋租金，并且房价上涨速度也远快于房屋租金，这表明证券化带来的巨大流动性在信贷扩张的背景下被贷方滥用，最终导致美国房地产市场泡沫。

### (三) 证券化的风险分散功能导致金融机构的关联性增强，增加系统性风险

在资产证券化过程中，将原有资产特别是抵押贷款，进行证券化和打包出售，把风险转移到金融市场中的证券交易链上，从而将个人信用风险分散到证券化产品的投资者身上。当投资者投资这些证券化次级抵押贷款时，金融机构会再次重组证券化产品以此分散初始信用风险，这些新的证券化衍生品又被各种金融机构重新购买、重新建模并最终重新进入资本市场进行交易。然而，随着金融机构滥用资产证券化并忽视对原始借款人的信用评级，贷款机构也放松了对借款人信用状况的调查以及对贷款发放过程的必要监督[6]。更糟糕的是，这些基于原有资产证券化的各类金融衍生品之间具有较大的相关性[9]。随着金融机构债务的增加、期限错配的出现等，最终增加了整个金融市场的系统性风险。

## 5. 后危机时代对金融创新的法律监管途径

尽管证券化已被确定为触发全球金融危机的关键因素，但如果受到适当监管，其仍然是具有价值的融资方式。如前所述，金融创新在隐藏风险和放松监管的背景下引发了次贷危机，但造成危机爆发的原因并不是金融产品本身，而是对金融产品的滥用。因此，首先应当确立一个无偏见的立场，即公众和政策制定者应当将金融创新产品视为竞争体系运作的一个正常产物。甚至在某种程度上，金融创新产品发挥着积极的作用，比如减少成本，为最终的储户、借款人和其他市场参与者提供了更多金融产品的选择，更是为一些被排除在金融体系之外的客户提供了获得融资的渠道。当然，这并不意味着政府或监管者要对金融创新产品袖手旁观，问题在于监管的界限应在何处。

对金融创新的监管应当先从构建一个使市场正常运作的框架入手。通常，通过建立法律制度保障经济发展，如通过合同法、商法等保护财产权，以及配套建立司法和其他强制执行机制以确保市场的正常运行。同时，也需要附加一些可靠的会计、审计和税务系统。然而仅依靠这些框架的搭建仍是不够的，还须得到健全的财政、宏观经济政策、适当的货币控制的支持，以实现可持续的经济活动。金融服务的监管框架主要可以从以下几个方面进行构建：对某些类别的金融机构进行许可、登记和审慎监管；公开发行业务的披露要求；证券市场的授权和监督；对处于财务困境或破产的金融机构的重组或退出程序实施监管和监督；监管反竞争的市场活动等。当然，基础监管框架发挥的作用是有限的，并不能应对金融体系中的所有问题，尤其是对于金融发展过程中不断进化出的金融创新产品而言，有时，一些不当的监管措施还会破坏市场信号并且造成经济损失而非产生正向效益。

为此，在正常监管框架的基础上，对于新产品、新市场、新流程需要寻求适当的监管途径。对此，应当首先彻底剖析金融创新产品，包括该新产品的预期目标、核心目的、是否能够真正带来增值、期限等，以此判断现有的监管措施是否足以规制该金融创新产品可能带来的问题，如若无法有效规制则需要

<sup>3</sup>Ensuring fiscal sustainability in the euro area (ECB, 13 April 2011) <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>, accessed 6 January 2023.

针对该新产品制定有效的修正案，即使认为现有监管足以应对也应当是在基于全面分析的基础上得出的结论。从国家和国际监管的层面而言，必须明确没有一种监管政策是适配于所有情况的，应当采取与本国实体经济相适应的灵活监管政策，才能有利于正确引导和规范金融创新。

## 6. 结语

本文以 2008 年次贷危机背景下兴起的 CDOs 和 CDS 作为切入点，评析了 Turner 对于金融创新成因以及金融创新与金融危机之间关系的看法。并基于以上分析，得出证券化作为金融创新的核心，通过三种方式引发了金融危机：一是信息不对称导致对信用评级机构的过度依赖；二是高杠杆造成的资产泡沫；三是金融机构之间的关联性和系统性风险的增加。通过对上述问题的分析，本文承认金融创新通过对金融市场影响，导致了金融危机的发生，但由于金融创新本质上只是触发因素，对金融创新产品的滥用才是最终导致金融危机爆发的主要原因。因此，我们需要辩证地看待金融创新产品，寻求在合理监管下正确、透明地使用，而不能仅仅因为其具有较高风险性和自身的复杂性就否定金融创新产品。

## 参考文献

- [1] FSA (2009) The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis. [https://www.actuaries.org/CTTEES\\_TFRISKCRISIS/Documents/turner\\_review.pdf](https://www.actuaries.org/CTTEES_TFRISKCRISIS/Documents/turner_review.pdf)
- [2] Nesvetailova, A. (2015) A Crisis of the Overcrowded Future: Shadow Banking and the Political Economy of Financial Innovation. *New Political Economy*, **20**, 431-453. <https://doi.org/10.1080/13563467.2014.951428>
- [3] Henderson, B.J. and Pearson, N.D. (2009) The Dark Side of Financial Innovation. *EFA 2009 Bergen Meetings Paper*, 39 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1342654>
- [4] Jenkinson, N., Penalver, A. and Vause, N. (2008) Financial Innovation: What Have We Learnt? Bank of England Quarterly Bulletin No. 2008 Q3. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1275792](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1275792)
- [5] Bavoso, V. (2013) Financial Innovation and Structured Finance: The Case of Securitisation. *Company Lawyer*, **34**, 3-12.
- [6] Park, Y.-S. (2009) The Pole of Financial Innovations in the Current Global Financial Crisis. *Seoul Journal of Economics*, **22**, 123-144.
- [7] Born, B. (2011) Deregulation: A Major Cause of the Financial Crisis. *Harvard Law and Policy Review*, **5**, 231, 244.
- [8] Scalet, S. and Kelly, T.F. (2012) The Ethics of Credit Rating Agencies: What Happened and the Way Forward. *Journal of Business Ethics*, **111**, 477-490. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1212-y>
- [9] Düwel, C. (2013) Repo Funding and Internal Capital Markets in the Financial Crisis. Bundesbank Discussion Paper No. 16/2013, 47 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2796912>