

金融监管应以资金流动为重心

□社科院金融所所长 王国刚

【内容提要】货币政策应以全社会的资金总量为调控对象,金融监管应以金融市场和金融机构之间的资金流动状况为重心,防范资金流断裂现象的“片状”发生。由此,既应实现货币政策与金融监管的分离,又应实现二者的协调配合。

资金特性:联接货币和金融的基本机制

资金与金融

对于经济运行中的各类主体,持有多少资金是至关重要的。首先,在市场经济中,持有资金是诸多经济活动的起点。其次,持有资金是各类经济主体持续从事经济活动和扩展经济规模的基本条件。不论对家庭(个人)、厂商、金融机构还是对政府部门来说,可支配的资金不足都可能引致财务风险,甚至陷入经济活动的困境,因此,保持现金流的充足总是不容轻心之事。最后,各种支出、收入和结余等都表现为资金在数量上的变化,因此,资金是进行经济核算的基本对象。

资金是连接金融与实体经济的基本机制。在国民经济中,金融系统存在的实质意义在于推进和服务实体经济的发展,基本职能是通过资金配置促进资源有效配置,同时,化解实体经济运行过程中的各种风险。这些金融职能的发挥以资金为基础。首先,金融通过将实体经济中的资产权益分离出来并形成相对独立的交易过程,激励了社会各界资金持有者向实体经济部门提供源源不断的资金,由此,从资金面保障和支持了实体经济的发展。其次,通过金融产品的交易,在价格比较和波动中,激励了资金供给者对相关信息的关注和金融产品发行主体资信状况、运作走向和市场行为等的关注,由此,推进了资产结构优化、公司资信评价、信息公开披露、财务制度完善和治理结构提高等一系列问题的解决,这同时也是降低实体经济运作风险、提高资金使用效率的过程。再次,金融不仅为权衡实体经济部门运作的机会成本提供了市场标尺,而且为实体经济运行过程中出现的诸多问题提供了解决方案。其中包括资本预算、项目融资、公司并购、资产重组和资产证券化等。最后,金融成为推进实体经济中资源有效配置的一个主要机制。一个突出的现象是,资金总是向经济效益好、运作效率高且具有良好发展前景的地区、产业和企业集中。

资金是各种金融产品和金融交易的共同基础。首先,资金是金融产品的最原生形式。当资金以现金方式存在时,它的金融性质是未完全确定的。如果以股权投资方式使用,资金转化为股权性资产;如果以借贷方式使用,资金转化为债权性资产;如果以信托方式使用,资金转化为信托资产;如果以保险方式使用,资金转化为保险资产。其次,资金是金融产品的最基础形式。以现金和活期存款方式存在的资金在价格上是最低的,其他各种金融产品以其性质、风险和期限的不同而高于现金和活期存款。再次,资金既是各种金融产品的起点也是它们的终点。各种金融产品的流动性高低以其转换为资金的速度和程度来界定。流动性高的金融产品,利率相对较低,反之则较高。最后,资金既决定了各种金融产品的同质性明显高于各种实物商品,也决定了各种金融产品之间的替代性和互补性明显高于实物商品。资金的这些金融功能,是货币政策得以影响金融市场各种活动的基础性机制。但在现代金融理论中,常常不注意资金的金融效应,由此,导致套利均衡定价模型难以解释资产价格水平的整体波动,在一定程度上为金融市场中的投机行为提供了理论上的口实。

资金作为货币资产,维系着由各种金融交易所形成的金融链条。资金充裕,既可推进金融产品规模的扩大和交易价格的提高,也可激励金融产品创新并推进金融交易链条的延伸;反之,资金紧缺,既可抑制金融产品规模,引致交易价格下落,又可抑制金融产品创新和金融交易链条的延伸。金融产品的价格下落,将直接引致持有这一金融产品的金融机构的财务损失,甚至陷入财务危机。如果这种金融产品在金融市场中所占比重较大且价格持续下降,就将引致众多金融机构的财务亏损和多米诺骨牌效应,甚至引发金融危机。西方国家的此轮金融危机,从金融层面来看,先是在2007年8月以后普遍地发生了资金链断裂,尽管美联储、欧盟央行和相关国家的央行不断向市场注入巨额资金,但依然不能有效缓解资金链断裂问题。随后,在金融产品价格体系整体下落的背景下,众多金融机构多米诺骨牌式地发生严重的财务亏损,陷入破产境地,由此,在2008年9月以后次贷危机转变为全面的金融危机。如果前一阶段以降低利率、投放资金为特征,以维系金融交易价格和金融链条,那么,后一阶段则是以股权收购、政府担保和国际协调为特征,以避免因主要金融机构破产、存款人资金转移和危机进一步深化。但这些措施是否真能有效防范金融危机的再次发生,还有待于今后的实践验证。

资金,作为金融资产,具有贮藏价值。在以贵金属为资金载体的条件下,资金持有者可根据自己的利益需要,选择将贵金属资金投入经济运行或不投入经济运行;在纸币和电子货币的条件下,资金持有者贮藏资金的方式包括手持现金、银行存款等。但以银行存款方式存在的资金,究竟是一种金融投资还是简单的资金贮藏就不容易区分了,也许只有在零利率条件下才能够较为清晰地看清贮藏特点。资金的贮藏引致了经济运行中的资金分为两类,即流动中的资金和停滞中资金,由此进一步引致了货币口径的差异、货币统计的复杂性和货币政策调控的难度。

防范和化解风险是金融监管的重心所在,也是金融活动得以存在和发展的经济根据。2008年以后的国际金融危机更是强调了防范和化解风险的重要性。就风险而言,一方面风险是客观存在的。每一项经济活动或金融活动都存在对应的风险,同时,风险是不可消灭的;不存在无风险的经济活动或金融活动。在此背景下,风险只能通过各种机制予以防范和化解。另一方面,金融是识别、评估、组合和管理风险的基本机制,因此,风险的发生条件、大小、走势和效应等常常通过金融机制而显示并通过金融机制而化解。金融风险主要有三个来源,即实体经济部门转移到金融部门的风险、金融部门运作过程中产生的风险和海外传导进入的风险。在理论上,风险“较多地被定义为‘不确定性’,但在实践中,风险”常常被理解为“可能发生的损失”。尽管经济损失可以用实物、生产能力、销售额和企业破产等衡量,但从价值的可比性和财务机制出发,比较普遍的还是用资金计量。由此,维护资金安全就成为金融监管的一个重点。

在理论上,金融风险可分为系统性风险和非系统性风险。这些风险本来是针对金融市场而言的,但因金融市场的系统性风险可能给宏观经济运行带来严重的后果,2008年的全球金融危机就是在美国资产证券化市场发生严重的系统性风险的背景下爆发的,所以,金融的系统性风险就具有了宏观意义。另一方面,非系统性风险在某些条件下可能演化成系统性风险。此轮美国金融危机中,一些大型金融机构陷入经营困境,由于其业务面对金融市场的影响力过大,一旦倒闭破产可能引致系统性风险,从而出现了“大而不能倒”的现象,同时也引致了对系统重要性金融机构的关注。为了避免金融风险给国民经济运行带来严重影响,宏观审慎监管的要求应运而生。

有一个问题是值得深入探讨:如果说对一家金融机构而言,财务亏损未必一定引致倒闭,但资金断裂从而缺乏偿付到期债务能力必然引致破产的话,那么,这种微观的非系统性风险是通过何种机制转化为系统性风险的?金融系统犹如生命体,资金是这一系统的血液。资金流动推动着金融产品、金融机构和金融市场的运动从而整个金融系统的生命运动。一旦资金在某个点停止了运动,就将在金融系统中造成一个梗阻点;资金停止运动的“点”越多,金融系统中的梗阻点就越多;如果这些梗阻点形成了“片”,金融系统的崩塌从而系统性风险的发生就为期不远了。这些梗阻点主要发生在金融市场和金融机构两方面。金融市场是资金供给者与资金需求者通过金融产品实现交易的场所,金融产品的交易规模、价格、活跃程度等,既受到金融产品特性制约,也受到资金供给数量制约。一旦资金紧缺,金融产品的交易规模、交易价格和成交量等就将严重降低;在资金缺乏的场合,金融产品的交易不可能实现,金融市场将呈现有行无

市的状态。另一方面,证券、保险、信托和租赁等类型的金融机构是资金的需求者,一旦缺乏资金供给,现金流断裂,他们的经营活动就将陷入财务危机;存贷款金融机构虽然具有资金的创造功能,但这种创造功能也基于资金供给。

引致资金流量大面积梗阻的直接成因比较复杂,从直接观察角度看,主要有三:一是当某种或某几种金融产品价格走势呈现大幅下落时,投资者或因严重亏损已缺乏资金或不愿意继续增加资金投入,引致这些金融产品的价格加剧下落,使得与这些金融产品交易对应的资金流动停止,这些金融产品因缺乏交易资金而变成“坏死”,成为有毒资产。二是当某家或某几家金融机构在经营活动和市场运作中严重亏损引致资金短缺时,因无力偿付到期债务牵连到相关金融机构的资金流断裂,使得后者也陷入由资金紧缺导致的财务危机困境,由此,在资金链断裂背景下,一大批金融机构相继陷入“坏死”境地。三是在上述一种情形发生或两种情形同时发生的背景下,拥有资金的金融机构和投资者担心厄运降临,不愿意向金融市场投入资金,也不愿意继续向其他金融机构放出资金,宁愿将资金停留在自己手中,由此引致对应数量的资金停止流动。在美国次贷危机转为金融危机过程中和金融危机深化过程中,这三种情形相继发生又几乎同时存在。由此来看,单家金融机构或单一金融产品引致的资金风险并不可怕,它也不至于转化成系统性风险,但如果由此引致的资金流断裂有着“点成片”的危险,那么,非系统风险就可能转变为系统性风险。从这个意义上说,金融监管的重心不在防范单家金融机构或单一金融产品中存在的微观风险,而在防范由非系统风险引致的资金流成片断裂。

在市场竞争中,优胜劣汰意味着必然有一些金融机构可能“出局”。所谓“大而不倒”,担忧的是,有着众多客户的大金融机构一旦发生破产倒闭事件,将给经济金融运行秩序造成重大冲击,由此,提出了强化对系统性重要金融机构的监管问题。从中国的实践经验看,在有效安排好业务转移从而客户转移的条件下,个别大型金融机构的破产倒闭不会对正常金融运行秩序产生太大的冲击,更不可能引致金融危机。因此,“大而不倒”的真实含义,不是指某家大型金融机构在金融市场竞争中不能倒闭破产,而是指应避免由此发生资金流断裂所引致的多米诺骨牌效应。

为何要防范和化解金融风险?基本理由是,一旦金融风险大面积发生,不仅将严重扰乱正常的金融运行秩序,而且可能给实体经济运行以严重冲击甚至引致经济危机。在金融实践中,通过对历史经验的总结和现实活动的监管,对那些可能引致系统性风险的金融行为通常的选择是运用法律等制度机制予以禁止,在这方面,金融监管的重心在于依法监管,坚决打击各种违法违规的行为。但金融活动毕竟是一个纷繁复杂的过程,其

的条件下,应重视以资金为基点协调货币政策和金融监管的配合。一方面货币政策需要将国民经济运行中的资金总量(包括流量、流速和流向)纳入调控视野,与此对应,需要将存贷款金融机构创造资金的活动纳入货币政策调控范畴。由此,应将城乡居民储蓄存款中的活期存款转纳入M1范畴,弱化M2在货币政策调控指标体系中的地位,建立全社会资金总量、流动性总量等监测指标体系。那种“只管货币、不管金融”的货币政策取向,是不符合实践过程的,也是难以切实践行的。但值得注意的是,将存贷款金融机构创造资金的活动纳入货币政策调控范畴,并不意味着应当运用行政机制直接管制这些金融机构的存贷款业务活动,应更多考虑的是运用央行利率、再贴现率等价格机制和公开业务操作等机制来间接影响存贷款金融机构的相关业务活动。另一方面,金融监管部门

的条件下,应重视以资金为基点协调货币政策和金融监管的配合。一方面货币政策需要将资金在金融机构的流入、金融监管机构之间的资金流动状况和金融市场资金流入、资金纳入监管视野,建立对应的监测指标体系,关注相关的资金流动情况,防范异常的资金流动,防止游资的恶意炒作。维护金融运行秩序的稳定。存贷款金融机构的贷款过程同时就是资金的创造过程,因此,应予以特别监管。除了严格资本充足率管理、控制存贷款比例、完善存款准备金机制和防范不良贷款等外,监管举措还应扩展到资产负债结构的变化、

金融监管:防范资金流断裂和维护金融运行秩序

值得一提的是,各种金融产品以风险-收益关系为基础形成的“均衡”价格体系并非如数学方程式所表述的恒等式,它实际上只是一个趋向均衡而永远不可能达到均衡的非均衡过程,因而,是一个在不断波动中调整的过程。就此而言,金融监管需要着力关注的不是一种或几种金融产品的价格波动走势,而是各种金融产品在交易中所形成的价格趋于均衡的稳定运行,应特别重视各种金融产品之间价格的关联,避免对某种(或某几种)金融产品价格的过度监管所引致的价格体系扭曲。另一方面,金融产品价格的高低必然受到对应的资金数量影响,因此,金融监管需要特别关注由社会游资投机炒作引致的一种或几种金融产品价格的大起大落走势,防范由资金流变化引发的金融市场风险。

利率是资金的基本价格,利率变化直接影响着资金的流量、流速和流向。利率市场化是金融产品价格市场化的基础性条件,在缺乏市场利率体系的条件下,金融产品价格体系难以有效形成,也很难充分有效地发挥配置金融资源的基础性作用。在中国,活期存款利率界定了各种金融产品的最低利率水平(即零利率),定期存款利率也界定了对应期限固定收益证券的最低利率水平。形成市场利率,既需要改革由政府部门直接决定金融机构存贷款利率的管制机制,需要提高金融机构对市场利率的应对能力,也需要提高央行调控市场利率的能力、提高监管部门监控市场利率走势的能力,还需要社会各界包容由利率市场化引致的利益格局调整。利率的市场化过程是各种金融产品在市场运行中重新定位和形成新的价格体系的过程,它必然要求相关各方的取向、利益、行为和资产负债表等诸多方面的重新调整,因此,不能操之过急,应渐进稳步推进,以免给经济社会运行带来不利的冲击。

创新是金融发展的基本动力,也是金融提高服务质量和服务深度的客观路径。金融创新是对已有规则的突破,必然对原有的金融运行秩序产生冲击,要求调整和完善金融监管框架。20世纪70年代末从美国起步的金融创新,在推进金融发展的同时也给2007年以后的次贷危机和金融危机留下了隐患。这方面的教训是,金融监管的创新未能跟上金融产品创新和金融市场创新,出现了金融创新过度的现象和金融创新脱离实体经济发展的现象。对中国而言,金融创新中的主要问题不是“过度”而是“不足”,为此,适当放松对金融机构的管制,从机构监管为主转向功能监管(或行为监管)为主,为金融创新提供一个较为宽松的监管环境,是金融监管体制改革深化的一个重要方面。在此背景下,随着金融机构在产品创新和市场创新等方面的变化,监管体制机制需根据新的变化进一步调整完善,尽管如此,对金融市场和金融机构的资金流动状况实施监管,是一个不变的取向。

政策含义

就范畴而言,在性质、对象、机制和功能等方面,货币和金融分属不同的领域,二者不可混为一谈。但二者都建立在“货币资产”的基础上并与其运作紧密相连,由此,由资金特性所决定并通过资金路径,二者又连为一体,形成了“货币金融”的统一构架,这是引致理论上的货币经济学和金融经济学难以准确划分、实践上的货币政策调控和金融监管难以明确界定的主要成因。但如果不是着眼于资金,货币和金融的边界还是可以依据各自的界定予以划分的。这一划分的政策含义包括:

实现金融政策与货币政策的相对分离。金融与货币分属不同范畴。如果说货币政策是一个影响各个产业从而影响国民经济总量关系的宏观政策的话,那么,金融政策则是影响金融产业发展和金融市场发展的政策,它具有很强的微观性质。货币政策有着比较明确的政策目标和政策工具,但金融政策很难有长期固定的政治目标,也缺乏始终不变的政策手段。因此,不能从货币政策具有宏观调控功能中推演出金融政策也属于宏观调控政策。从某一具体的金融产业政策来看,虽然可能具有某种宏观经济效应,但并不直接属于宏观经济,从而宏观调控范畴。对金融市场来看,先是在2007年8月以后普遍地发生了资金链断裂,尽管美联储、欧盟央行和相关国家的央行不断向市场注入巨额资金,但依然不能有效缓解资金链断裂问题。随后,在金融产品价格体系整体下落的背景下,众多金融机构多米诺骨牌式地发生严重的财务亏损,陷入破产境地,由此,在2008年9月以后次贷危机转变为全面的金融危机。如果前一阶段以降低利率、投放资金为特征,以维系金融交易价格和金融链条,那么,后一阶段则是以股权收购、政府担保和国际协调为特征,以避免因主要金融机构破产、存款人资金转移和危机进一步深化。但这些措施是否真能有效防范金融危机的再次发生,还有待于今后的实践验证。

在实现金融监管与货币政策分离

的条件下,资金需求者对债务性资金的需求比较集中地体现为对贷款资金的需求,由此,也就很难提高他们与贷款发放机构之间的谈判能力。要改变这种状况,就必须扩展资金需求者的融资选择权,使他们能够至少在发行公司债券与获得银行贷款之间进行选择。

金融监管与货币政策的协调配合,并不意味着金融监管在取向、力度和机制上需要与货币政策完全一致。金融活动具有相对独立的市场规则,它的状况对实体经济的结构调整和战略发展有着至关重要的影响。在金融交易中,金融活动形成了一系列具有独自特点的规则,不可能简单地按照货币政策调控的要求来安排金融监管。正如货币政策调整并不直接要求实体经济部门的供给调整一样,货币政策调整也不直接要求金融交易规模的调整。货币政策调整对金融活动的影响是一个间接的过程,对不同类型的金融交易影响也不尽相同。那种强调,在实行紧的(或松的)货币政策条件下,金融监管部门应当对应地实施收紧(或放松)债券、股票、共同基金、理财产品、信托产品、保单和其他金融产品发行规模、交易规模的政策主张,实际上混淆了金融和货币的关系,是不可取的。

(本文是国家社科基金重大招标项目(项目批准号09ZD036)阶段性研究成果,课题主持人:王国刚。感谢董裕平对本文初稿提出的修改意见和匿名审评人对本文提出的修改意见。)