

有效防控系统性金融风险 需建立完善六大机制

□中国社科院学部委员 中国人民大学财政金融学院 王国刚

近年来,在金融机构、类金融机构和非金融机构的既彼此合作又相互竞争中,资产—负债的联动机制已将中国金融的“条”和“块”编织成了一张庞大的金融运作蛛网。这张蛛网的各条线均已显示绷紧的趋势,脆弱性正在逐渐提高。毫无疑问,防控系统性金融风险已是金融运行和国民经济运行的当务之急,理应放在更加突出的位置。要充分有效地防控系统性金融风险,需要建立和完善六个机制:建立金融数据和金融信息的精准性统计机制;强化对系统重要性金融机构的流动性监管;强化对金融市场运行态势的监控;强化“去杠杆”;增强实体企业的盈利能力;完善和改革金融监管框架。

一、系统性金融风险的新动态

1、资产—负债联动机制

间接金融是中国金融体系的一个主要特征。通过“存款→贷款→存款……”的货币乘数机制,在不断创造资金的同时,也在持续不断地创造着债权债务关系和延伸并加重着资产—债务链条。

第一,中国经济金融运行中的资金主要是由商业银行等存贷款金融机构创造的。到2016年底,M2余额为1550066.67亿元,其中中国人民银行(以下简称“人行”)发行的流通中货币(M0)仅为68303.87亿元,剩余的1481762.8亿元均由商业银行等存贷款金融机构创造,占M2的比重高达95.59%。这些资金通过存贷款机制进入经济金融运行,均属债务性资金。第二,中国经济金融运行中债务性资金增长快速。1999—2016年的17年间,M0增长了4.08倍,M2却增长了12.18倍(这一增长率也远高于同期GDP增长率)。第三,2008年以后,债务性资金总额不仅有减少反而加快了增长的速度。与2007年底相比,2016年底的M0增长了1.25倍,但同期的M2则增长了2.84倍,这是引致M2/M0的倍数从13.30倍上升到22.69倍的主因。由于M2—M0的剩余部分为“各类存款”,因此,中国货币供应量中的主要部分由各类经济主体在商业银行等存贷款金融机构中“存款”性资产构成。

人行从2010年开始了“社会融资规模”的统计工作,2012年正式对外公布,2014年将统计数据分为“社会融资存量规模”和“社会融资增量规模”。2014—2016年间的社会融资存量规模与M2余额的数字基本一致。如果说M2的数字反映的是经济金融运行中资金来源的话,那么,社会融资存量规模则在较大程度上反映了这些资金的使用情况。由此,M2的资金来源通过“人民币贷款”、“外币贷款”等科目具体地落实到了经济金融运行的各个环节。在社会融资存量规模中债务性资金占居高位。在2016年的155.99万亿元社会融资存量规模中,“非金融企业境内股票”融资仅为5.77万亿元,占比3.69%,其余的部分资金均通过债务性金融产品路径投入到了经济金融运行的各个方面。这决定了,中国经济金融发展是在高债务资金供给的条件下展开的。通过资金来源和资金使用,商业银行等金融机构以资金为载体将城乡居民、实体企业、金融机构和政府财政连接成了一个庞大的利益攸关网络,其中,每一方获得的债务性资金同时就是对手方的资产构成部分。因此,资产—负债联动机制发挥着至关重要的作用。

然而,资金来源和资金使用只是中国金融体系中资产—负债联动机制的一部分。银行业金融机构的资产和负债总额明显大于社会融资存量规模的同期数额。以2016年为例,资产总额大于同期M2的数额为682465.33亿元、负债总额大于数为598161.33亿元。毫无疑问,银行业金融机构的一部分资产是它们经营活动中的自用资产(如办公楼、营业门店、设备等)和投入子公司经营运作等,但差额如此之大,不是自用资产和对子公司投资所能解释的。一个可解释的理由是,银行业金融机构通过放贷等路径向非银行行业机构投放的贷款等资金超过了“社会融资存量规模”,因此,中国经济金融运行中的资产—负债联动机制所覆盖的债务总额大于“社会融资存量规模”。不仅如此,如果将缺乏官方权威性连续统计的其他活动所涉及的资产或负债计算在内,则资产—负债联动机制所覆盖的资产总额可能数倍于“社会融资存量规模”。其中包括:1、与财富管理相关联的各类理财。根据中国银行业协会于2016年8月发布的《中国资产托管行业发展报告(2016)》披露,2016年6月末中国银行业资产托管规模达到了103.5万亿元,同比增长53.6%。该报告强调指出:“近6年托管规模平均增长率达52.89%,业务范围囊括了基金、保险、信托、银行理财、养老金、跨境投资、社会公益、交易支付等多个领域,并不断向创新型投融资领域延伸。”假定进入财富管理的资金均托管于银行业,那么财富管理规模与银行业资产托管规模也就大体一致。这些进入财富管理范畴的资产,虽然有些是以股权投资名义展开运作的,但其中相当大的部分是以债务性资产运作的,因此,对相关主体而言,它们也属资产—债务联动机制覆盖范畴。2、A股市场中的两融。中国股市中融资融券以融资为多,每个交易日的融资余额通常在1万亿元左右,2015年6月18日高达22666.35亿元。3、各种形式的一卡通。全国各地高校、企事业单位、公交地铁、高速公路等使用的一卡通实际上是一种债务性资金。它们虽然彼此分散,但加总在一起金额巨大惊人,也应属资产—债务联动机制覆盖范畴。4、网络购物平台中的预付款和第三方支付中的沉淀资金也是不容小视的大额资金。此外,各种购物卡、航空里程积累、手机积分、消费预付款和最近兴起的共享单车定金等也都属于资产—负债联动机制的范畴。

由上可见,中国经济金融运行中的资产—负债联动机制覆盖了各类经济主体数百万亿元的资产或负债。尽管如此,只要触发条件不形成,发生系统性金融风险几率依然停留于潜在可能性的范围内。

在实行金融分业经营的体制下,银行业、证券业、信托业和保险业等金融产业受制于制度规定和行政规范,经营运作集中于主业范畴内展开,形成了各家金融机构的“条条”经营和各个金融市场的“块块”运行格局,与此对应,金融风险的传递在较大几率上集中于“条”内或“块”内。实践中的实例表现在1998年的期货市场整顿和证券市场整顿、1999年的保险业整顿、1999年银行业剥离了13000亿元的不良资产,2004年的证券公司重组调整、2005年以后股权分置改革中的A股市场调整、2007年之前信托公司的多次整顿等等。这些金融产业整顿中,即便某个“条”或“块”出现了问题,相关金融风险也主要局限于对应的“条”或“块”,不至于直接穿透和传递扩散到其他“条块”的金融运作,给其他金融产业的发展走向带来实质性影响。

2、金融运作蛛网脆弱性提升

近年来,随着金融创新延展和金融改革深化,在金融混业经营背景下,中国金融体系发生了一系列重要变化:第一,金融产品复杂化。在积极推进金融创新的背景下,涌现了一大批由多种金融性质和金融机制复合而成的新型金融产品。其中,既有标准化的证券(如资产证券化债券)也有各种非标产品(如信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受益权、带回购条款的股权性融资等),既有明股实债的非规范产品也有“期货加保险”的准期权产品,既有通过风险分级(或增信)所形成的结构化产品也有通过资产组合所形成的资产包(或资产池)产品。这些新型金融产品在扩展金融市场规模、活跃金融交易的同时,也增加了金融产品运作的环节,拉长了金融服务的链条,提高了金融产品运行的成本和风险。第二,金融各业的合作愈加突出。不仅银证合作、银保合作、银信合作、银基合作等更加活跃,而且非增加了证保合作、证信合作、证基合作等等。在此基础上,推出了一系列跨机构、跨市场和跨行业的金融运作方式和金融产品,使得金融机制、金融运作更加复杂化,同时,也使得金融运作的链条更加延长。第三,各种类金融机构和非金融机构纷纷介入金融活动。所谓类金融机构,是指以从事金融活动为主营业务同时又不持有金融机构牌照的法人机构。主要类型有四:一是在美欧等发达国家中被界定为金融机构(从而纳入金融监管范畴)但在中国却不在金融机构范畴内的法人机构,如投资公司、投资管理公司、投资顾问公司、私募基金管理等;二是曾经列入金融机构但因体制调整又不列入金融机构的法人机构,如中资融资租赁公司、外资融资租赁公司、典当公司等;三是由地方政府批准设立的各种金融服务公司,如上海陆家嘴金融发展有限公司、上海陆家嘴国际金融资产交易市场股份有限公司、各种财富管理公司等;四是网商、电商利用互联网优势所设立的专门从事金融活动的机构,如第三方支付机构、P2P机构等。非金融机构主要指上市公司等实体企业将本应投入经营运作的资产转为金融交易或其他金融活动。从WIND提供的数据中看,上市公司营业收入中来自于经营活动收益比重,在2006年为近80%,到2015年已降低到65%左右,金融活动已成为一些上市公司的重要收入来源。

在金融机构、类金融机构和非金融机构的既彼此合作又相互竞争中,资产—负债的联动机制已将金融的“条”和“块”编织成了一张庞大的金融运作蛛网,几乎所有的居民、企业、社会中介、金融机构和政府部门都进入了这张网中。如果这张金融运作蛛网有着足够的张弛力度和弹性,那么,它抗风险的能力还是比较强硬的,潜在的系统性风险不至于转变为现实。但近年来,这张蛛网内的各条线均已显示绷紧的趋势,脆弱性正在逐渐提高。几个突出的实例如下。

金融运作的脱实向虚。在中国各层次货币供应量中,M1=M0+工商企业等单位活期存款。2012年的M1数额为308664.23亿元,2016年达到了486557.24亿元,4年间M1的数额增长了57.63%,远高于同期GDP的增长幅度。尤其是,2015—2016年的两年间M1从348056.41亿元增加到486557.24亿元,增长了39.79%,每年增加的绝对额高达5—8万亿元,超过了2002年的余额。据此,实体企业应当不缺短期流动性资金。但2016年的实际情况却形成了一个矛盾反差,在实体企业呼吁严重缺乏资金、融资难问题更加突出的同时,金融机构、类金融机构等却苦于“资产荒”的困境,运作中的资金难以寻找到质量和收益均符合投资意图的资产展开交易,各类商业银行委外投资的资金数额持续扩大(一些商业银行投资类资产的比重已超过资产总额的50%),金融运作链条不断延长。

其中,有三个情势值得特别关注:其一,2015—2016两年中M1的快速增加,在很大程度上

上,并非因工商企业的流动性资金增加所引致,它实际上是金融机构和类金融机构中拟用于金融交易的资金所构成;其二,金融机构、类金融机构的交易性资金大幅增加,突出反映了资金面上脱实向虚的情形加重,是金融泡沫的一种表现形式;其三,金融机构和类金融机构的金融交易资金大幅增加的一个直接后果是实体企业的资金成本处于加重趋势,金融效率进一步降低。这些现象表明,由金融机构、类金融机构彼此之间资产—债务链条所形成的联动机制正向实体经济部门渗透。在这种渗透中,一些有实力的实体企业也利用金融杠杆积极介入到金融交易活动中,展开了脱实向虚的跨产业发展。通过金融交易,与金融机构、类金融机构等形成了依金融市场价格波动而利益联动的关系。

同业负债扩展。同业业务原本指存贷款金融机构之间以资金融通为基础的各项业务往来,具体内容包括同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等。但在金融创新的背景下,近年来,此项业务扩展到了非银行金融机构,由此,引致了三个相互关联的现象:第一,同业存款和同业放款联动成为货币创造的重要机制。同业存款和同业放款是银行间创造货币的一个重要机制。它原先主要存在于银行间资金拆借范畴,资金借贷的期限较短(很少有超过一个月的)。但在非银行金融机构加入到这—业务范畴后,由于非银行金融机构属于资金需求者,不仅有融入资金的强烈要求,而且较长期限和较大规模的融入资金需求,由此,利用同业存贷款的创造货币功能,持续大规模地创造期限较长、规模较大的资金点凸显出来了。第二,以投资为目的的融资凸起。随着非银行金融机构(尤其是证券公司、资产管理公司和信托公司等)的介入同业业务,同业业务重心很快从以融资为主要取向转换成以投资为主要取向,在监管不当、空转套利、关联套利(即“三套利”)的驱动之下,这些链条的数量和长度都在增加,由此,强化了资产—负债联动机制的延伸,既加重了实体企业获得资金的成本,抬高了资金流入实体企业的门槛,也大大加重了金融泡沫,同时,还给相关金融机构和金融市场运行带来新的风险。

实体企业盈利水平降低。实体企业是创造价值价值的主体。2012年3月以后,工业品出厂价格指数(PPI)增长率持续54个月的下跌。此轮PPI增长率下行的累计值在2016年3月达到最低点的0.8724,虽然从2016年9月以后PPI增长率同比转为正值且有着加速的趋势(2017年2月达到7.8%),但累计值依然处于负数(即0.9411)。在经营成本不变的条件下,工业品出厂价格的下降意味着工业企业的利润减少,由此,尽管2014年以后政府出台了包括降低税费、降低贷款基准利率、降低社保缴费等一系列措施,但工业企业的利润增长率在2015年依然呈现负增长(最低值为2015年2月的-4.2%)。在价格结构中,利润是实体企业(乃至金融机构)防范市场风险的第一道防火墙。实体企业的利润增长率下行,不仅引致了它们抵御市场风险和经营风险的能力降低,而且引致了金融交易的收益率水平降低(这又引致了各类金融活动主体防范金融市场价格下行风险的能力降低),金融资产买卖交易中的价差期望值已从2015年的几十个基点降低到了2016年的十几个基点(甚至几个基点),收益率越来越薄且还在延续。这使得金融体系的脆弱性更加严重,给潜在的系统性金融风险浮上水面增添了几率。一旦发生金融市场交易价格持续下跌,就可能通过金融加速器机制和传染效应引致金融市场和金融体系的大动荡。

金融市场的大动荡,不仅将严重扰乱正常的经济金融运行秩序,给经济社会生活带来一系列严重后果,也不仅将使30多年来改革开放所取得的经济金融成就遭受严重损失(相当多的成就可能毁于一旦),而且将严重阻碍供给侧结构性改革的深化,严重影响到中国改革开放的进一步深化和经济金融的进一步发展。毫无疑问,防控系统性金融风险已是金融运行和国民经济运行的当务之急,理应放在更加突出的位置。

二、防控系统性金融风险的新对策

防控系统性金融风险是一项复杂艰巨的系统工程。2015年以后,国务院和金融监管部门等密集出台了一系列防控系统性金融风险的政策

举措。这些举措的落实将大大降低系统性金融风险发生的可能性,因此,是积极的必要的,但仅靠这些举措还不足以充分有效地防控系统性金融风险。要充分有效地防控系统性金融风险,还需要建立和完善六个机制。

第一,建立金融数据和金融信息的精准性统计机制。要有效防控系统性金融风险,就要对各种金融数据做到心中有数。中国究竟有多少金融资产并无清晰完整的统计数据。如果将证券业、保险业、信托业、租赁业和基金业等的金融资产考虑在内,则中国经济金融运行中的金融资产(从而与金融产品对应的负债)数额更是一个谁都说不清道不明的数额。在这种条件下,不仅金融资产的存量、流量和增量等的动态难以把握,而且根据金融资产的存量变化、流向变化和增量变化等选择有效对应的防控风险举措(包括预警举措、消解举措等)也难以做到。金融监管部门的诸多举措在很大程度上不是防范于未然而是陷入持续应对“救火”的事务性监管工作中。要改变这种状况,形成系统完整及时的金融统计数据,在体制机制方面,应打破部门金融数据统计由“一行三会”等各家监管部门分而治之的格局,建立全国统一的金融数据统计机制,将各类金融活动产生的信息和数据汇总到1家金融数据统计中心进行统计、管理和公开披露;在内容上,不仅应包含各类金融市场(包括证券交易所、期货市场、银行间市场、柜台市场、产权交易市场和股权交易市场等)中的各类数据,也不应仅包括金融交易和金融活动中的资产、负债等各种总量数据,而且应按照资产—负债联动机制的流程,统计各个环节和主体各自的资产—负债数据,以弄清各个节点上的金融风险状况;只要不涉及泄密,就应尽可能及时完整地公开披露相关金融统计数据,保障经济金融运行中的各方面主体能够充分利用这些数据展开分析和研讨,尽早发现金融交易和金融活动中的风险漏洞,采取可选择的应对之策。

第二,强化对系统重要性金融机构的流动性监管。流动性风险是引致系统性金融风险转化为金融大动荡的一个主要成因。在资产—负债联动机制展开过程中,系统重要性金融机构起着抵御风险扩散作用和稳定金融运作秩序的作用,它们的资产流动性状况直接影响着金融风险传递速度和程度。金融市场的竞争贯彻着优胜劣汰的规则,一些中小微金融机构在市场竞争中可能被淘汰出局,这时常引致金融运行中的波动和资产—负债联动扩散中的涟漪扩展。在系统重要性金融机构金融运作比较稳定的条件下,这些小微涟漪传递比较容易被系统重要性金融机构的应对性操作所化解或阻止,不至于在进一步传递扩散中形成大的风浪。但在系统重要性金融机构的资产流动性紧张条件下,它们缺乏足够的能力化解这些风险涟漪,金融风险就可能冲破系统重要性金融机构的防线,同时,加重金融市场运作中各方的恐慌心理,在金融加速机制的作用下微小涟漪就有可能通过蝴蝶效应形成较大的系统性金融风险。目前,中国的系统重要性金融机构主要由工、农、中、建、交等国控股商业银行构成,它们是经济金融运行中的资金拆出方(与此对应,其他金融机构主要是资金拆入方)。强化对工、农、中、建、交等国控股商业银行的流动性监管,可选择的机制有三:其一,全面加强对于资产流动性的监控,既包括对这些系统重要性金融机构的资产负债率、资本充足率、存贷比和流动性资产结构等的监控,也包括对它们拆出资金的流向、流量和流速的监控;其二,增强公开市场操作。在实时监控这些系统重要性金融机构的基础上,根据它们经营运作中对资金的需求状况,人行应以它们为交易对手方,通过公开市场操作,及时调控流动性;其三,增强再贷款和再贴现。一旦这些系统重要性金融机构出现流动性紧张,人行应及时出手予以救助,以支持它们在金融体系中稳定功能发挥。通过这些流动性监控,大致上可以把金融机构之间的资产—负债联动链条长短、涉及的金融资产规模和相关资产走向,为有效防控由这些链条断裂引致的系统性金融风险提供预警信号。

第三,强化对金融市场运行态势的监控。金融市场的运行秩序属于公共品范畴,直接关系到市场参与者各方的利益和操作选择。在通常情况下,金融监管部门不应对市场市场的价格走势给予太多的关注和干预,以维护市场机制在调节供求关系和配置金融资源中的决定性作用。但这并不意味着金融监管部门不需要重视金融市场的价格走势动态和供求关系动态。在信息技术高度发展的今天,利用现代电子技术适时监控金融市场的动态走势并非难事。关键在于,金融市场的异动常常由非常态成因引致,一旦价格持续下落的时间较长,就可能严重恶化市场参与者的资产负债表,使得处于交易中的金融资产转化为有毒资产,触发潜在的系统性金融风险浮出水面。要避免此类现象发生和进一步恶化,金融监管部门就需要密切注视金融市场的价格走势,分析异动的成因,了解参与

者的交易行为变化,及时选择适当的政策举措,防止异动现象的延续。强化金融市场动态监控,需要落实三个机制:其一,利用现代电子技术和信息传输技术,实时监控金融市场走势动态;其二,及时把握金融市场的资金流向、流量和流速,防范巨额信用资金、境内热钱和配资平台资金等在短期内频繁进出金融市场炒作所引致的交易价格异常波动;其三,强化对银行间市场、证券交易所市场、期货市场和其他金融市场之间联动效应和跷跷板效应的追踪分析,一旦发现异常,及时出手,阻断金融风险在各类市场中扩散传染。

第四,强化“去杠杆”。2008年美国金融危机之后,高杠杆的负面效应就引起了世界各国和地区的广泛关注,由此,以降低杠杆率为主要内容的“去杠杆”也就成为防控系统性金融风险的一项主要机制。资产—负债联动机制扩散传递的主要通道在于负债链条的持续延伸,与此对应,缩短金融负债链条就成为有效防控系统性金融风险的一个重要举措。强化“去杠杆”,需要落实五个机制:其一,增加实体企业内源性融资能力,鼓励它们将经营运作的税后利润转为直接投资,提高它们的资本(或净资产)在资产总额中比重;其二,限制上市公司等实体企业将外源融入的资本性资金转为金融市场的短期炒作资金,鼓励它们专心从事主营业务操作,抑制脱实向虚的势头;其三,加快发展长期公司债券,增加实体企业和金融机构的准资本性资金,改善它们的负债期限结构,减弱短期资金偿付引致的财务风险;其四,缩减金融机构服务于实体企业的债务链条,降低金融运作成本和实体企业债务成本;其五,强化股权投资的规范运作,严禁明股实债,防控潜在的债务风险。

第五,增强实体企业的盈利能力。实体企业是国民财富的创造者、价值和利润的创造者。实体企业运行状况和盈利能力高低对金融体系的健康发展有着根本性意义。近年来,中国经济金融运行中发生的脱实向虚倾向和金融机构为自己服务(从而金融泡沫)增强的倾向,与图1所显示的实体企业主营收入从而利润降低有着密切关系。在深化供给侧结构性改革过程中,增强实体企业的盈利能力,不仅对提高经济金融运行的质量和效率举足轻重,而且对防控系统性金融风险也至关重要。一个显而易见的事实是,在实体企业有着较高盈利水平期间,资产—负债联动机制中的各方资产负债表相对较好,金融风险爆发的可能性极低;反之,随着资产负债表恶化,金融风险爆发的几率逐渐提高。2017年3月,中国人民银行等5部门出台了《关于金融支持制造强国建设的指导意见》,强调要高度重视和持续改进对制造强国建设的金融支持和服务,积极发展和完善支持制造强国建设的多元化金融组织体系,创新发展符合制造业特点的信贷管理体制和金融产品体系(包括股权融资、债券融资和资产证券化等)。增强实体企业的盈利能力,需要落实三个机制:其一,鼓励技术创新、组织创新、产品创新和营销创新,建立支持创新所需的多项机制;其二,深化体制机制改革。以最大限度地发挥生产力和创造新的生产力为生产关系改革的基本取向,充分调动科技人员、管理人员和第一线劳动者的积极性和创造性;其三,尊重经济规律的内在要求,建立符合市场经济规则的激励机制和制约机制,鼓励竞争,奖优罚劣,落实淘汰机制和破产制度。

第六,完善和改革金融监管框架。中国现存的金融监管框架以机构监管为主,监管重心集中于金融机构的业务行为。这意味着类金融机构和非金融机构的金融活动游离于金融监管之外,难以做到金融风险的监管全覆盖。《十三五规划纲要》中指出:要“健全符合我国国情和国际标准的监管规则,建立针对各类投融资行为的功能监管和切实保护金融消费者合法权益的行为监管框架,实现金融风险监管全覆盖。”为此,金融监管框架改革的基本取向不应停留于“一行三会”彼此间监管职能调整之中,而应以实现机构监管为主向、以行为监管(或功能监管)为主的转变为重心。金融监管向行为监管为主的转变,需要解决好三个基础性问题:其一,科学合理地划分金融行为类型。金融功能划分是实现功能监管的基础。按照金融产品的特性和金融交易的特性,金融行为可分为货币(包括汇率)、支付清算、标准化证券、存贷款和各种非标准的债务凭证(如商业票据、银行票据等)、信托、保险、股权投资和金融统计等类型;其二,根据金融行为为类型划分,科学合理地界定各家金融监管部门的职能和监管边界,将金融机构、类金融机构和非金融机构的金融行为均纳入监管对象的范畴,既避免金融监管的“真空”、“缺失”或“盲区”的存在,又避免各家金融监管部门彼此间的掣肘或行为不协调,实现金融监管对各种金融行为(从而金融风险)的全覆盖;其三,根据金融产品和金融行为的复合性(包括金融衍生品),实施金融监管部门的联合监管,实现对每个金融活动的程序、条线和节点的复合监管,避免因某个节点崩垮可能引致的整个金融蛛网的崩散。