

系统性再论财政与金融的关系

■ 中国人民银行研究局局长 徐忠

社保基金。首先,以国有资本补充社保基金,是偿还社保制度转轨的历史欠账。1997 年建立社会统筹与个人账户相结合(“统账结合”)的部分积累制度时,政府没有承担转制成本弥补老人未交费造成的缺口,而是按照以支定收的原则,通过提高养老金费率由企业 and 职工来承担。因此,通过国有资本补充社保和弥补当年视同缴费而造成的养老金历史欠账理所应当。其次,社保基金持股国有企业并行使出资人职责,可探索以“基金所有”代表“全民所有”的新型公有制形式,改善国有企业公司治理。一是养老金作为独立运营的市场主体,能相对独立地行使股东职责,避免行政部门的干预,避免政企不分、政资不分,彻底改变行政管理替代公司治理的问题。二是养老金管理者以股东利益最大化为主要目标,有利于国有企业不偏离市场化的运营方向,确保国有资本保值增值。

第三,继续实行地方统筹,并提高养老金的可携带性。短期看,全国统筹虽然可以增强调剂基金余缺的能力以应对人口老龄化较为严重的地区养老金收支缺口,但长期来看道德风险问题突出,不利于养老金体系的可持续性。参照国际经验,继续实行地方统筹,并提高养老金的可携带性是更优的改革方案。同一个居民在多地就业后退休,其统筹账户养老金待遇实行“各省分段缴费、分段计算待遇、集中发放养老金”,既可以提高劳动力市场跨地区就业的灵活性,又能提高人们参加社保地区的积极性,扩大社保覆盖面,完善社会安全网。可在中央基本要求和原则框架内,由省级地方政府负责个人账户制度设计,包括转移规则。实际上,在互联网大数据时代,中国的支付体系已经达到世界先进水平,完全具备“分段计算、归集发放”的技术条件。

第四,养老金投资运营要落实功能监管。应当按照“同类业务适用同等监管”的原则,针对养老金投资运营机构尽快建立统一准入规则。养老金投资运营机构参与资本市场活动应由证监会负责监管,维护养老金投资运营的安全性。

三、建设现代金融体系要遵循金融市场发展的一般规律

我国金融体系起步较晚,面临的问题和挑战,发达国家在其发展过程中也曾面临类似的情况。因此,充分借鉴国际经验,深入总结 and 把握金融发展的客观规律,明确现代金融体系建设的目标和路径,少走弯路,充分体现我国的后发优势。

(一)正确认识金融业综合经营趋势

2015 年 11 月,习近平总书记在关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》的说明中指出,“近年来,我国金融业的发展明显加快,……特别是综合经营趋势明显。这对现行的分业监管体制带来重大挑战……要坚持市场化改革方向,加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架,坚守住不发生系统性风险的底线。”我国近一段时间以来推进金融监管体制改革,就是在构建与综合经营发展趋势相适应的金融监管体制。然而也有观点视综合经营为洪水猛兽,主张通过严刑峻法回到分业经营,这是没有与时俱进的错误认识。

第一,综合经营既是经济全球化发展的必然趋势,也是金融自由化、市场化发展的必然要求。主要发达经济体均已确立了金融业综合经营的发展方向,美国 1999 年通过《金融服务现代化法案》,废除了限制金融综合经营的《格拉斯-斯蒂格尔法案》;英国 1986 年出台《金融服务法》,大幅减少金融管制,鼓励金融综合经营。本轮国际金融危机后,美国出台“沃尔克规则”,英国出台“围栏法则”,欧盟发布了卡列宁报告,其改革方向是完善综合经营的监管规则和风险防范机制,并没有颠覆金融综合经营的大格局。原因在于金融业综合经营已成为实体经济和金融发展的内在需求。一是服务实体经济的发展需求,经济全球化背景下,企业金融服务需求日趋综合化多元化,包括多样化的融资渠道、个性化的风险管理工具、便利化的支付交易手段等,这些需求只有通过金融综合经营才能提供“一站式”服务。二是有效提升金融业竞争力,现代金融市场地位不断提升,金融脱媒已成全球趋势,综合经营有效连接融合各金融市场、金融业态,最大化协同效应,是金融业提高自身竞争力的必然选择。

第二,综合经营本身不会放大风险,监管的不适应才是风险分散。一是理论上综合经营有利于金融风险的分散降低风险。综合经营通过业务多元化实现“鸡蛋放进多个篮子”,有利于发挥协同效应,实现高效率低风险;但也会带来银证保跨行业经营更高的管理成本,面临跨行业专业人才稀缺的约束。上世纪 80 年代以来,科技的发展极大地提升了金融活动的效率,放大了业务协同的收益,降低了跨业经营的管理成本,从而推动综合经营成为金融业不可逆转的发展趋势。也因此带来



对分业监管体制的挑战,分业监管体制下监管机构各司其职,跨行业金融监管专业人才匮乏,很难实现与综合经营相适应的综合监管。二是次贷危机的风险根源不是综合经营,而是落后的碎片化监管。一些美国商业银行(如华盛顿互惠银行)遭遇困难,如果不是传统银行业务的不良贷款,不是因为跨界从事证券业务;贝尔斯通、雷曼兄弟等投资银行,实际从事商业银行业务极少,风险仍源于其证券主业。而危机爆发的重要根源之一,恰是禁止对活期存款支付利息的监管规定,该规定基于分业监管的角度限制银行对活期存款付息,是货币市场基金等影子银行大量替代银行活期存款、快速扩张并滋生风险隐患的重要原因。伯南克在《行动的勇气》中指出,混业经营不是问题,美国碎片化的分业监管才是真正的问题。盖特纳在《压力测试》中更为尖锐地指出,“美国的分业监管体系,充斥着各种漏洞和各种势力的角逐,充满着若隐若现的勾心斗角,然而却没人会为整个系统的稳定性负责”。

第三,限制综合经营不可能消除风险,只会产生新的风险。限制综合经营是典型的“以准入替代监管”的错误认识,限制业务准入不可能消除风险,金融机构在其从事的任何业务上都有可能选择更高的风险,监管应重点关注如何降低风险动机,而不是忙于设置市场壁垒。1933 年美国出台《格拉斯-斯蒂格尔法案》限制美国金融机构多元化经营,是基于对大萧条教训的错误认识,并未给美国银行业带来安全,反而由于其业务被长期束缚而加剧了风险。上世纪 80 年代储贷协会危机,其破坏性仅次于大萧条和此次金融危机。这次危机表面上是利率市场化背景下利差收缩导致其风险偏好上升,过度涉足房地产。但当时的另一个重要背景,是面对货币基金大量分流储蓄、以及证券公司事实上经营放贷业务的冲击,储贷机构作为受分业限制最多的银行业机构,无法对客户id提供综合性服务以减缓利差收缩冲击,最终走向高风险房地产融资这一不归路。事实上,《格拉斯-斯蒂格尔法案》实施后的年代,美国金融业并不太平,几乎每隔 20 年到 30 年就有一次银行业系统性危机,1984 年银行倒闭数量达到大萧条之后的最高峰。不仅如此,分业经营也压抑了美国银行业国际竞争力,使得国际大银行在上世纪 70-80 年代主要集中于日本、德国,这也是美国 1999 年最终废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》,以《金融服务现代化法案》取而代之的重要原因。

(二)中央银行与金融监管不可分离

上世纪 90 年代,中央银行与金融监管一度出现分离趋势。从学术思想史看,主要是受有效市场假说下中央银行单一目标单一工具(通胀目标制)学术思潮的影响;从制度设计原理看,主要是考虑货币政策(最后贷款人救助)与监管合一可能导致中央银行放松监管的道德风险;从政策实践看,在实施通胀目标制的经济体,央行在“制度上”仅承担货币政策职能并锚定通胀目标。然而 2008 年国际金融危机重创了有效市场假说和央行单一目标制的理论基础。央行只管通胀是不够的,不管金融稳定是不行的。随着金融监管引入宏观审慎管理理念,金融稳定也重回中央银行核心目标,中央银行在宏观审慎管理和系统性风险防范中的核心作用逐步确立。

一是中央银行货币调控离不开金融监管政策的协调配合。从现代货币创造理论看,中央银行的货币供给是外在货币(Outside Money),金融体系内部创造的货币是内在货币

(Inside Money),货币调控是通过外在货币影响内在货币从而实现货币调控的目标。而监管政策直接作用于金融机构,权威性强、传导快,具有引发内在货币剧烈调整的威力,相当大程度上决定了货币政策传导的有效性。即使中央银行可以调控外在货币,但如果没有有效的监管作保证,外在货币投向何处、效率如何,这是中央银行无法控制的,也无法保证金融支持实体经济。

二是中央银行履行金融稳定职能需要获得相关金融监管信息。明斯基将融资分为三类:套期保值型、投机型和庞氏骗局。其中,套期保值融资(Hedge Finance)指依靠融资主体的预期现金收入偿还利息和本金;投机融资(Speculative Finance)指融资主体预期的现金收入只能覆盖利息,尚不足以覆盖本金,必须依靠借新还旧;庞氏骗局(Ponzi Firm),即融资主体的现金流什么也覆盖不了,必需出售资产或不断增加负债。一个稳定的金融系统必然以套期保值型融资为主,在套期保值型融资为主的金融体系中引入部分投机型融资,能提高金融体系的效率。为了维护金融稳定,中央银行天然承担最后贷款人救助职能,必然要求中央银行在法律上、管理上具备引导社会融资形成以套期保值融资为主的结构的能力,而这种能力必然建立在中央银行了解金融体系中各类型的融资及其相关风险的监管信息的基础上。

三是中央银行行使最后贷款人职能开展危机救助需要金融监管政策的协调配合。最后贷款人流动性救助职能赋予了中央银行作为危机救助最后防线的重要地位。作为最后贷款人的行动指南,巴杰特(Bagehot)法则从 19 世纪以来就一直中央银行提供流动性救助的重要遵循。因为问题金融机构是“微弱少数”,金融体系中的绝大多数银行还是健全的,中央银行既无责任也无必要为这小部分银行提供无偿救助,因此该法则要求中央银行在流动性危机时采取迅速果断的行动,防止系统性风险的蔓延,同时遵守向流动性困难而非财务困难的银行提供流动性支持的原则,防范道德风险。流动性困难的机构要提供高质量的抵押品,并收取惩罚性高利率。如果不参与事前事中监管,且监管信息无法有效共享,中央银行很难清楚掌握银行的资产状况,因而难以做出准确的救助决定,降低救助的效率。在这种情况下实施的救助,一部分事实上是在向已经资不抵债的金融机构输血,中央银行的最后贷款人职能被简化为付款箱,存在严重的道德风险。

(三)监管体系必须激励相容

一是监管目标应清晰明确,处理好发展与监管的矛盾。诺贝尔经济学奖得主霍姆斯特姆(Holmstrom)和多姆塔务委托者的分析中指出,面临多个任务目标时,代理人有动力将所有努力都投入到业绩容易被观察的任务上,而减少或放弃在其他任务上的努力。在金融监管领域,我国的金融监管者往往也直接承担发展职能,监管与发展于二目标的激励下,监管者会自然地倾向于成绩更容易观测的发展目标,而相对忽视质量不易观测的监管目标。

二是监管权责任应对等。经济学研究很早就意识到,监管不是抽象的概念,是人的行为的加总,监管者可能出于个人利益的考量而偏离公共利益目标,导致监管失灵。一是金融监管供求失衡。金融监管是公共物品,但监管者并不会毫无成本、毫不犹豫地按照公共利益提供。二是金融监管存在寻租。只要政府通

过监管干预资源配置,私人部门就有租可寻,设租寻租降低资源配置效率。三是金融监管存在俘获,导致监管行动偏离公共利益,成为利益集团影响的结果。激励相容的监管体制就是要通过合理的监管分工、严格的问责惩戒、薪酬等正面激励抑制监管者偏离公共利益的冲动,将监管者的行为统一到金融监管的整体目标上来。

从监管分工看,金融监管的激励理论指出,金融监管的总体目标以某种方式分解后交由若干监管者承担,这是监管专业化和监管范围经济之间平衡的结果。如果分工出现权力和责任不匹配,就会导致监管机构严重的激励扭曲,有权无责往往权力滥用,有责无权则监管目标无法实现。从金融风险事前事中事后管理看,承担最后贷款人危机救助的中央银行以及作为风险处置平台的存款保险,一旦与事前事中日常监管分离,不仅危及救助和风险处置会因为信息不对称而缺乏效率,还会因日常监管者不必完全承担救助成本逆向激励其道德风险。因此,激励相容的监管分工下,危机救助者和风险处置者往往也承担日常监管职能。

以存款保险为例,建立之初存款保险主要是作为仅负责事后偿付存款人的“付款箱”,但经过金融风险的检验,纯粹的“付款箱”模式被证明是不成功的,其局限性在于仅承担事后买单的责任,而不具备事前监督的权力,权责明显不匹配,难以防范监管宽容和道德风险,导致处置成本高昂,无法有效地防范和化解金融风险。从国际发展趋势看,存款保险制度模式逐渐向权责对称的“风险最小化”模式收敛。一是存款保险可实施基于风险的差别费率,对风险较低的投保机构适用较低的费率,反之适用较高的费率,促进公平竞争,构建正向激励。二是赋予存款保险早期纠正职能,存款保险有权力检查、干预问题银行,在银行资不抵债之前,尽早发现并采取措施,实现金融风险“早发现、早处置”。

从问责机制看,金融监管者由于并不完全承担监管失误导致危机和风险暴露的成本,导致监管激励不足,监管的努力程度低于最优水平。同时,即使有明确的法律法规,监管者也可能有法不依。问责机制就是要基于监管失误对监管者施加惩戒,强化其监管激励。比如,2001 年澳大利亚 HIH 保险集团倒闭,澳大利亚金融监管局(APRA)被认为严重的监管失误,并可能存在政治献金的利益输送,澳政府专门成立皇家调查委员会进行调查,多名监管人员受到问责。

三是监管政策应公开透明。迪瓦特旁(Dewatripont)和梯若尔(Tirole)等人的研究,将不完全契约理论引入金融监管,指出由于监管者容易受政治力量的影响,或被监管俘获而偏离公共利益目标,因此监管的自由裁量权应与监管机构的独立性相匹配:对独立性较强、能将公共利益内化为自身目标的监管者,可以被赋予更多的相机监管的权力;而对于独立性较弱、受政治压力及利益集团影响较大的监管者,则应当采取基于规则的监管制度,降低相机决策,增加政策透明度,这也是《巴塞尔协议》等国际监管规则的理论基础。通过透明的监管规则实现激励相容,在金融监管发展的各个阶段都有具体体现。比如巴杰特法则明确要求最后贷款人的流动性支持必须以合格的抵押品和惩罚性利率为前提;微观审慎监管通过明确的资本充足率要求金融机构风险总量(总资产)与自身风险承受能力(自有资金)相匹配;宏观审慎监管对系统重要性金融机构施加更高的监管要求,

要求订立“生前遗嘱”,基于“大而不能倒”的隐性保护而提高监管约束。

四、结语:建设现代金融体系的关键在于建设现代金融市场体系

建设现代金融体系以建设现代金融市场体系为纲,提纲挈领、纲举目张,带动金融改革全面深化。

发达的金融市场是现代金融体系的鲜明特征。随着居民收入水平提升,财富积累,金融市场快速发展,地位不断提升。作为全球第二大经济体,一个日益接近世界舞台中央的发展中大国,基于我国新的发展阶段、发展趋势和国际地位,要充分认识金融市场的重要性。一是建设现代金融体系是实现金融体系对标高质量发展的必然要求。与银行间接融资相比,金融市场在完善公司治理、增强信息揭示和加强风险管理等方面具有比较优势;金融市场通过较高的信息披露要求和透明度建立有力的外在约束,通过明确的所有权和经营权分离构建更有效的内在激励,同时有力促进其他要素通过资金的市场化配置发展金融体系其他要素的市场化发展。二是建设现代金融市场体系是贯彻新发展理念的要求。创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念以创新为首,而创新发展以发达的金融市场为有力支撑。只有金融市场形成比较完备的资本投资机制以及相配套的中介服务体系,才能推动科技创新成果向现实生产力转化,推动科技创新创业企业从无到有、从小到大,形成新的经济增长点。三是建设现代金融体系是“去杠杆”的必然要求。要从源头上降低债务率,必须完善储蓄转化为股权投资的有效机制。关键是发展金融市场,通过大力发展股权融资补充实体经济资本。四是建设现代金融体系是货币政策的数量型调控为主向价格型调控为主转变的必然要求。价格型调控为主的货币政策传导以金融市场为基础。金融市场合理定价、市场之间紧密关联,能够实现资金价格的联动和传导,是货币政策转向价格型调控为主的重要前提。五是建设现代金融体系是金融业对外开放的必然要求。历史经验表明,扩大对外开放会加快金融市场既有缺陷的暴露,只有金融市场自身过硬,才能充分实现扩大开放所带来的福利改善、效率改进、竞争力提升等积极影响。六是有弹性的人民币汇率需要具有广度和深度的外汇市场。有弹性的汇率是有效抵御外部冲击、保持本国货币政策自主性的重要保障,关键在于市场的深度和广度。七是人民币国际地位的提也亟需金融市场的快速发展。发达的金融市场能有效满足境外居民持有人民币资产的多元化需求,会极大地提升人民币的吸引力,促进人民币在贸易投资中的计价结算功能的发展。

但从目前现状来看,我国金融市场发展仍存在明显的缺陷。

第一,市场分割。我国金融市场仍处于分割分裂状态。货币市场不仅存在于银行间市场,也存在于交易所市场。公司信用类债券多头管理,短期融资券和中期票据、公司债、企业债功能属性相同,由于管理体制不同而适用于不同的管理制度。一些监管部门开展了类似公司信用类债券的所谓“融资工具”试点,建设自己管辖的场外债券(类债券)市场。应当认识到,现代金融市场是相互密切关联的整体,如果缺乏整体统筹,不仅会影响市场效率,还会滋生监管空白和监管套利,造成金融风险隐患。而单个市场的扭曲,往往可能反映为其他市场出现问题。

第二,定价扭曲。近年来,随着相关改革取得重要进展,利率、汇率等资金价格在金融市场中发挥越来越重要的作用。但金融市场定价机制仍存在扭曲:地方政府行政干预使地方债发行价格不能真实地反映风险和流动性;税收优惠导致政府债券对其他债券形成挤出,推高了信用债定价,相关税收政策限制了国债交易和流动性,使国债收益率难以成为市场定价的基准;市场主体偏离市场化经营原则,行为扭曲导致资金价格背离市场供求;刚性兑付导致市场存在多个事实上的无风险利率,推高了风险资产的预期收益率水平。

随着金融监管体制改革的推进,金融业进一步对外开放、资管新规等监管政策出台,我国金融市场的市场分割和定价扭曲正在逐步消除。我国金融市场的结构将发生重大变化,中国特色的影子银行(即银行的影子)将逐步消失,资产证券化、货币市场基金等新脱媒方式将得到规范,金融监管和货币政策要未雨绸缪、早作准备。

建设现代金融体系以建立规则统一、信息透明、具有深度和广度的多层次现代金融体系作为突破口,有利于妥善处理政府与市场的关系、财政与金融的关系、去杠杆与完善公司治理的关系,金融风险防范与治理机制完善的关系,人口老龄化、养老金可持续与资本市场的关系,以此为例,可提纲挈领、纲举目张,带动金融改革全面深化。(完)