

金融系统运行与系统性金融风险的形成机理

吴龙龙

(南京审计大学 金融学院 江苏 南京 211815)

摘要: 系统性金融风险源于金融系统运行过程中不同金融机构在功能上过度的互补、替代、协同和竞争所导致的风险纵向累积和横向传导。这种过度的互补、替代、协同和竞争又源于金融与实体经济在报酬结构上的失衡、分业经营制度约束下的混业诉求以及耐心资本的缺乏和资本市场上过强的投机性。为了守住不发生系统性金融风险的底线,必须在加强金融监管、治理金融乱象的同时,通过平衡金融与实体经济的报酬结构、审慎地推进混业经营、培育耐心资本等措施,优化金融系统的运行环境。

关键词: 金融系统; 系统性金融风险; 金融机构功能

中图分类号: F832.59 **文献标志码:** A **文章编号:** 2095-0098(2022)04-0038-11

2008 年后,为了走出全球金融危机的阴影,我国实行了以积极的财政政策和稳健的货币政策为代表的一系列经济刺激措施,并在 2012 年重启金融自由化进程。这些措施在推动我国经济迅速摆脱危机影响,实现稳定增长方面发挥了重要作用。但在此过程中,另一个问题也逐步引起了人们的重视,那就是日益明显的系统性金融风险隐患。2015 年 12 月,习近平总书记在中央经济工作会议上依据供给侧结构性改革的要求,提出了“三去一降一补”,这标志着我国在实施供给侧结构性改革的同时,开启了防范和化解系统性金融风险的进程。此后,中共十九大报告明确提出了“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”;2017 年 12 月的中央经济工作会议将“防范化解重大风险”列为“三大攻坚战”之首,并明确“重点是防控金融风险”;2018 年 7 月的政治局会议上又提出了“六稳”的要求。依据这一系列顶层设计,在防范系统性金融风险的实践层面上,我国于 2017 年 11 月成立了国务院金融稳定发展委员会,加强人民银行的宏观审慎监管职责,并在次年 4 月合并银监会和保监会,正式出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,强化金融乱象的治理力度。2020 年 7 月,出台《金融控股公司监督管理试行办法》,强化对以金融控股集团为代表的混业经营所带来的系统性风险的防范力度。这一系列举措为防范和化解系统性金融风险提供了有力的政策和制度保障。与此同时,在理论层面上对系统性金融风险的研究也不断深化,产生了大量研究成果,在一定程度上对防范和化解系统性金融风险的实践活动发挥了指导作用。但在现有研究中,基于金融系统运行这一视角开展的相关研究较少,以金融系统运行过程中金融机构的功能发挥状况作为切入点的研究,更是几乎没有。

系统性金融风险是在金融系统运行过程中形成的,源于金融系统运行过程中各类金融机构在功能上过度的互补、替代、协同和竞争所导致的脆弱性。从金融系统运行的视角研究系统性金融风险,有助于在更深的层面揭示系统性金融风险的形成机理和发生条件,并采取更具针对性的防控措施。鉴于此,试图从金融系统运行视角,以金融业务机构的功能发挥状况作为切入点,在现象和原因两个层面上揭示系统性金融风险的形成机理,并根据研究结论,提出相应的对策建议。

收稿日期: 2021-09-06

基金项目: 江苏省高校优势学科三期南京审计大学应用经济学(苏政办发〔2018〕87 号)

作者简介: 吴龙龙(1965—),男,江苏无锡人,博士,副教授,研究方向为金融风险管理。

一、研究现状与文献综述

迄今为止,在金融系统运行对系统性金融风险的影响上,现有的研究主要是围绕金融系统内部的关联性,以静态研究的方式展开,从研究口径上看,可分为以下三个方面:

一是着眼于债务关联性的研究。Eisenberg & Noe (2001)^[1]将银行违约纳入到清算机制中,在证明清算支付向量唯一存在的基础上,从违约传导的视角,分析了系统性金融风险的形成机理。刘冲和盘宇章(2013)^[2]认为,银行间的同业拆借网络对系统性金融风险存在两种相反的效应,既有促进金融稳定的风险分担效应,也有为风险扩散提供渠道的风险传染效应。隋聪等(2017)^[3]采用修正的偿还算法对银行间债务网络进行模拟实验,研究了银行间借贷比例、资本充足率等因素对银行间风险传染的单独影响和混合影响。王虎和李守玮(2020)^[4]考虑了银行间同业拆借和持有共同资产两种关联,采用债务排序方法构建了系统性金融风险多层网络传染模型,对系统性金融风险及其影响因素进行了实证研究,得出了“在多层网络中的系统性金融风险要大于单一网络的风险之和,资产冲击对银行系统的影响要远大于单一银行冲击对银行系统的影响”的结论。

二是着眼于业务关联性的研究。这种研究着重考察了混业经营对系统性风险的影响。李政等(2019)^[5]认为混业经营下金融风险交叉传染的可能性大幅上升,当某一部门发生危机时,风险的交叉传染和叠加共振有可能进一步诱发系统性金融风险。Elliott et al. (2014)^[6]的研究也表达了类似的观点。梁琪和常姝雅(2020)^[7]通过对不同时期系统性风险的产生原因及跨部门传染特征的分析,得出了“混业经营可以提高部门之间实际关联水平,从而成为部门之间风险关联水平上升的重要影响因素”的结论。

三是着眼于总体关联性的研究。这种研究综合考虑了金融系统内不同机构和市场间在债务、业务以及其他方面的关联关系对系统性风险的影响。Allen & Gale (2000)^[8]认为,风险传染取决于金融机构间的网络结构,不完整的网络结构更利于风险的传染。Greenwood et al. (2015)^[9]以及 Giglio et al. (2016)^[10]都基于金融部门之间相互联系的复杂性和紧密性,分析了较小的冲击对系统性金融风险的触发作用。杨子晖和周颖刚(2020)^[11]用“有向无环图技术方法”以及网络拓扑分析方法,证明了系统性风险的跨市场传染效应。

这些研究成果反映了金融系统的运行对系统性金融风险的影响,在一定层面上揭示了系统性金融风险的形成原因,对系统性金融风险的防范和化解发挥了一定的实践指导作用。但在内容上专注于结果,以静态分析为主,对系统性金融风险的形成这一动态过程的关注度不足;在研究的侧重点上,主要着眼于金融系统在系统性金融风险形成过程中的横向传导作用,而对纵向累积作用的研究偏少;在研究方法上,注重实证研究,理论分析尚显不足。由此可见,在金融系统运行对系统性金融风险的影响上,依然有很大的研究空间。

二、金融系统与系统性金融风险

(一) 金融系统及其运行

系统一词来源于英文“system”的音译,是指由若干相互联系、相互作用的元素构成的具有某些功能的综合体,具有多元性、相关性和整体性的特征。从严格意义上讲,现实世界中不存在“非系统”,无论是自然界还是人类社会,系统都是普遍存在的,金融领域也不例外。金融系统是由不同功能的金融机构(包括金融业务机构、金融监管和宏观调控机构)、多形式和多层次的金融市场、以多元化的金融产品及金融服务为载体的多种金融业务,按一定的秩序和内部联系组合而形成的,承担资本积累、资金融通、支付结算、资源配置、经济反映和经济调节等职能的综合体。金融系统的运行表现为各类具有不同功能的金融业务机构,在监管机构和宏观调控机构的监督、管理和调控下,通过不同形式和层次的金融市场,以买卖多元化的金融产品和服务的方式,开展金融业务活动的过程。在这一过程中,由于金融产品和金融服务及其为依托的金融业务,都是由金融业务机构通过金融市场这一平台提供的,所以金融机构和金融市场是金融系统的主要构成部分,主导着金融系统的运行。

(二) 系统性金融风险

诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普于1964年首次提出了系统性风险这一概念,认为系统性风险是指具有

同类股票和债券的所有证券组合共同面临的风险,是不能通过分散化而消除的那类风险。这一概念的外延很狭窄,主要定位于证券市场的风险。但受其启发,理论界后来逐步将系统性金融风险的概念泛化为对整个金融市场产生影响,使所有金融工具的实际收益与预期收益之间的偏差扩大的风险。在 2008 年前,这是在系统性金融风险内涵问题上的主流观点。但这种观点所反映的系统性金融风险的外延依然偏窄,因为依据该观点,市场风险是系统性金融风险的主要表现形式,而信用风险、流动性风险的系统性特征则不明显。

20 世纪末,有学者开始从金融系统的稳定性及其影响实体经济运行的视角重新审视系统性金融风险的涵义。例如,Minsky(1995)^[12]将系统性金融风险定义为突发事件引发金融市场信息中断,导致金融功能丧失的可能性;Bandt & Hartman(2000)^[13]从系统性金融风险的负外部性出发,强调了金融体系崩溃对实体经济的破坏作用。2008 年以后,鉴于金融危机的巨大破坏作用,更多学者开始从这一视角重新定义系统性金融风险。例如,Bernanke(2009)^[14]将系统性金融风险定义为威胁整个金融体系和宏观经济稳定的事件;张晓朴(2010)^[15]认为系统性金融风险是金融体系崩溃或丧失功能的或然性;Zigrand(2014)^[16]从极端外部冲击导致金融市场运行秩序混乱和金融机构功能丧失的角度,定义了系统性金融风险;Benoit et al.(2017)^[17]认为系统性风险是导致市场大量参与者同时遭受严重损失,并迅速扩散到系统中的风险。这些定义虽有差别,但都包含着一个共同的关键点,即对整个金融系统造成的重大冲击(孙树强 2020)^[18]。在这一背景下,金融稳定理事会(Financial Stability Board,FSB)于 2019 年给出了系统性金融风险的定义,即“系统性金融风险是指由经济周期、宏观经济政策的变动、外部金融冲击等风险因素引发的一国金融体系激烈动荡的可能性,且这种风险对国际金融体系和全球实体经济都会产生巨大的负外部性。”

从 FSB 给出的定义中可以看出成为系统性金融风险的两个基本条件:一是影响面广,必须涵盖整个金融系统。二是冲击力强,必须使金融系统发生激烈的动荡,并进而冲击实体经济。单纯影响整个金融系统,但不足以对其造成实质性破坏的金融风险,如证券价格在一定幅度内的波动,或者虽然有一定的冲击力,但不足以覆盖或传导到整个金融系统的风险,如某些不具有系统重要性特征的金融机构的破产倒闭事件,都不属于系统性金融风险。风险的影响面不但取决于风险本身的覆盖面,更取决于风险的传导;风险的冲击力既源于其在时间上的能量累积,也源于其传导过程中基于金融系统内部的多重关联而导致的能量增强。因此,对系统性金融风险形成过程的考察应着眼于风险的纵向累积和横向传导两个方面。

三、金融系统运行与系统性金融风险的形成机理——基于现象的分析

从现象上看,金融系统的运行过程就是各类金融机构功能的发挥过程。在这一过程中,各类金融业务机构出于增加收益、降低风险及规避监管等目的而实施的创新活动,常常使其功能以过度的互补、替代、协同和竞争的方式发挥,这正是系统性金融风险的形成机理在现象上的表现。

(一) 金融系统运行与系统性金融风险的纵向累积

系统性金融风险的纵向累积是指在经济周期的波动演化中,金融系统运行的顺周期性因金融机构和实体经济之间在融资杠杆渠道、信贷渠道等方面的关联性和互动性不断增强而持续强化的过程(范云朋,2020)^[19],突出表现为杠杆率的攀升和资产价格泡沫的“堆砌”。

1. 金融系统运行中的功能互补与系统性金融风险的纵向累积。金融活动中的功能互补是指不同金融业务在功能上的依存关系,即某一项业务功能的实现必须与另一项业务的功能相配合。一般情况下,金融系统运行过程中不同机构之间的功能互补有助于发挥各自的比较优势,提高服务效率和效益,提升金融消费者的效用。但是,出于监管套利动机的功能互补往往会成为削弱甚至抵消逆周期调控效果的重要“推手”,具体表现为金融机构出于经济利益的诉求和对市场前景的乐观预期,在逆周期调控阶段,常常通过功能互补,突破监管束缚和规避调控要求,延续自身的顺周期行为。通常,对金融运行实施逆周期调控的内容包括总量调控和结构调控。在总量调控上,常规性货币政策工具是主要手段;在结构调控上,通常有内在机制和外在干预两条实施途径。内在机制途径表现为利用资本充足率等指标约束或引导金融机构的资产扩张行为;外在干预途径表现为直接限制金融机构把资金投向某些产业和领域。结构性逆周期调控的主要目的是遏制资产

价格泡沫的积累和结构性降杠杆,但金融机构为了继续自身的顺周期行为,往往利用信托或类信托机构在监管上的差异,借助其“全牌照”功能优势,将自身的业务“嫁接”到信托或类信托产品上,使表内业务表外化,以此突破资本充足率等指标的束缚和资金投向的限制,从而削弱逆周期调控的效果。金融机构(尤其是商业银行)的这一举措在对房地产行业实施逆周期调控和遏制地方政府债务增长方面,表现得尤为突出(如图1所示)。前几年,由于监管滞后于金融创新,随着基金子公司、私募机构等类信托机构以及券商资管和保险资管等类信托业务的产生和发展,加上信托公司业务空间不断拓展,金融机构之间功能互补的空间不断扩大,以致结构性逆周期调控的效果被削弱,宏观杠杆率攀升和以房地产为代表的资产价格泡沫持续增加,信用风险和市场风险不断累积。

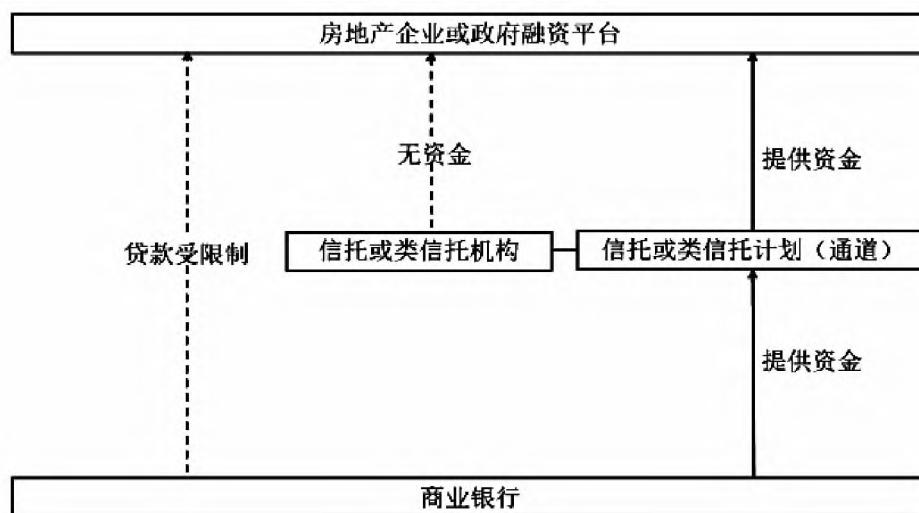


图1 金融机构功能互补图

2. 金融系统运行中的功能替代与系统性金融风险的纵向累积。为遏制某些领域资产价格泡沫的过快增长和降低某些行业过高的杠杆率,防止市场风险和信用风险在这些领域和行业内的累积,限制资金流入这些领域和行业是必要之举。而在银行主导型的金融系统中,调节和控制银行资金的流向,则是限制资金流入这些领域和行业的首要选择。但影子银行对银行功能的替代常常使监管部门为调控银行资金流向而作出的努力,在效果上大打折扣。影子银行是指常规银行体系之外的各种金融中介业务,通常由非银行金融机构为载体,对金融资产的信用、流动性、期限等风险因素进行转换,扮演着“类银行”的角色。从狭义的角度看,影子银行主要包括同业特定目的载体投资、同业理财、投资非标债权的银行理财、委托贷款、信托贷款、P2P网络借贷和非股权私募基金等业务^①。其中,前三类影子银行主要通过与常规银行的功能互补,助推系统性金融风险的纵向累积,体现了其作为“银行的影子”的特性。而通过替代银行功能削弱监管部门对银行资金流向的调控效果,进而助推系统性金融风险纵向累积的主要是委托贷款、信托贷款和非股权私募基金等业务。由于这类影子银行的活动处于银行监管体系之外,信贷标准也显著低于银行授信,在银行资金流向受到严格调控时,常常能代替银行满足受限领域和行业的流动性需求,为资产价格泡沫的“堆砌”和杠杆率的攀升提供动力。加之影子银行在交易结构设计上的灵活性,即使监管部门调整监管思路,使其在资金投向上受到与常规银行同样的限制(陈伟光等,2021)^[20],影子银行仍能借助于资金需求方多元化经营的条件,将资金迂回投放到受限制的产业或领域中(如图2所示),从而进一步彰显其累积系统性金融风险的作用。

(二) 金融系统运行与系统性金融风险的横向传导

系统性金融风险的横向传导表现为金融风险跨行业、跨市场、跨区域的传染,其基本特点是金融机构之间关联性增强和系统重要性提升(范云朋,2020)^[19]。

^① 参见银保监会于2020年12月发布的《中国影子银行报告》。

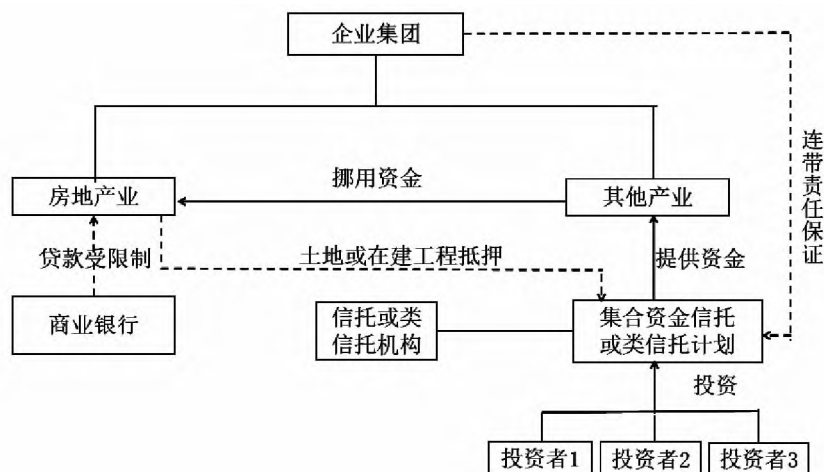


图2 金融机构功能替代图

1. 金融系统运行中的功能协同与系统性金融风险的横向传导。金融系统运行中的功能协同是指金融机构之间通过功能的对接,寻求“1+1>2”的效果,从而使双方都获得更大的效用和收益。功能协同与功能互补的区别在于,前者是在双方的功能都能独立发挥的前提下,为使双方获得更大的收益和效用而进行的功能对接;后者是在双方功能无法独立发挥的情况下通过业务“嫁接”的方式使功能得以发挥。

金融系统运行过程中的功能协同既存在于同类金融机构之间,如银行间的同业存放款、转贴现、回购和互换等业务;也广泛出现在不同类金融机构之间,其中较为典型的表现形式是银行理财计划与信托或类信托计划的对接。通常,如果银行的理财计划不对接信托或类信托计划,就只能在银行自身的业务范围内运作,其盈利能力将受到限制,而且风险无法转移。如果对接信托计划或其他资管计划,则既可通过信托机构或其他资管机构的“通道”,突破业务范围的限制,实现更大的盈利,还可通过对资管计划的结构化设计,以优先级投资者的身份获得相对固定的收益,在一定程度上把风险转移给劣后级投资者。对于信托或类信托机构而言,把信托或类信托计划对接银行理财计划,不但能募集到更多的资金,实现投资的规模效应,还可以通过结构化设计,产生杠杆效应,获得更大的收益。而且,为了在更高层次和更大的范围内实现不同类金融机构之间的功能协同,还可通过多层嵌套的结构化设计,以收获更大的杠杆效应和风险匹配效应(如图3所示)。

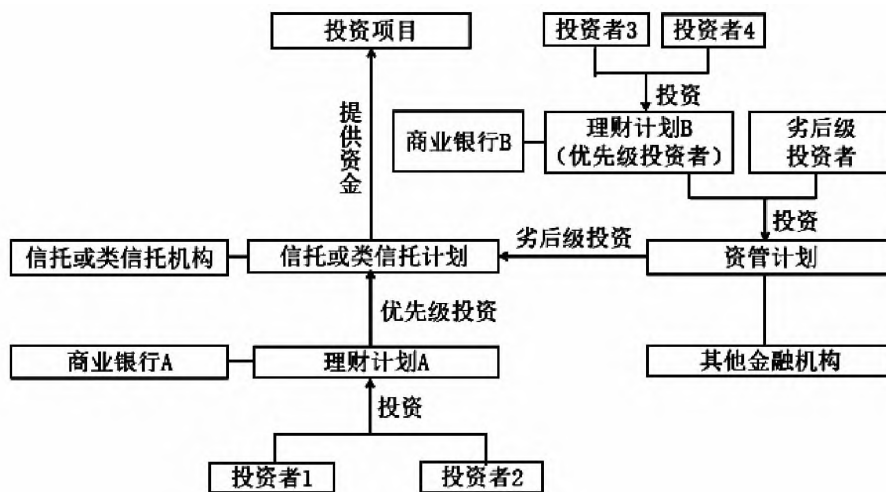


图3 两层嵌套的金融机构功能协同图

无论是同类金融机构之间以同业往来方式,还是不同类金融机构之间以资管协作方式实施的功能协同,都是实现“共赢”的有效选择,这决定了在金融系统运行过程中,各类金融机构都会在不同程度上产生寻求功能协同的冲动和行动。同时,由于分业经营导致的市场分割以及不同市场在报酬结构上存在的差异,金融

机构以资管协作方式实现功能协同的冲动更强烈,行动也更积极。在这种情况下,不同金融机构之间以及同类金融机构内部不同主体之间,必然会基于债务和业务上的联系而形成极强的关联性。而且,这种关联性会因同业往来形式的多样性和资管协作采取多层嵌套和层层加杠杆的做法而变得错综复杂,呈现出双向性、交叉性和非对称性的特点,导致金融系统呈现“一荣未必俱荣,一损极易俱损”的运行格局,从而使金融风险在系统内传导时产生非线性放大效应,一旦长期累积的市场风险或信用风险在某个重要关联节点上集中释放,对整个系统的冲击力将呈指数增长。

2. 金融系统运行中的功能竞争与系统性金融风险的横向传导。金融系统运行中的功能竞争是指各金融机构在平等条件下通过发挥各自的功能对经济利益展开争夺。功能竞争与功能替代的区别在于,前者是在各自功能完好的前提下平等地开展利益争夺;后者则是在一方功能丧失或受阻的前提下,由另一方来代替或部分代替其发挥功能,反映了金融机构间的利益转移。

在业务范围不受限制的情况下,金融机构间的功能竞争可以直接进行;而在业务范围受到限制的情况下,受限方通常需借助于信托或类信托通道(即通过功能互补)间接地进行。对系统性金融风险产生重大影响的功能竞争主要表现在资产配置上,无论是直接竞争还是间接竞争,都会造成金融机构间资产配置的同质性(如图4所示)。这不但加大了资产价格泡沫,助推了系统性风险的纵向累积,而且强化了金融系统内部的关联性,任一金融机构的资产抛售行为引起的资产价格波动都会对系统内持有相同资产的金融机构产生影响,并引起“共振”。因此,在资产配置同质化状态下的资产价格波动对整个金融系统的影响可能远大于对单个或部分金融机构的影响。而且,与基于金融系统内部债权债务关系渠道的直接传染方式不同,这种基于持有共同资产的间接风险传染可以在没有债权债务关系的条件下以较为隐蔽的方式进行,事先很难引起人们的警觉。更为严重的是,这种间接且隐蔽的传染渠道一旦与基于债权债务关系的直接传染渠道同时发挥作用,双方必然处于一个持续的相互强化过程中,使风险在传导过程中呈现指数化增强的态势。

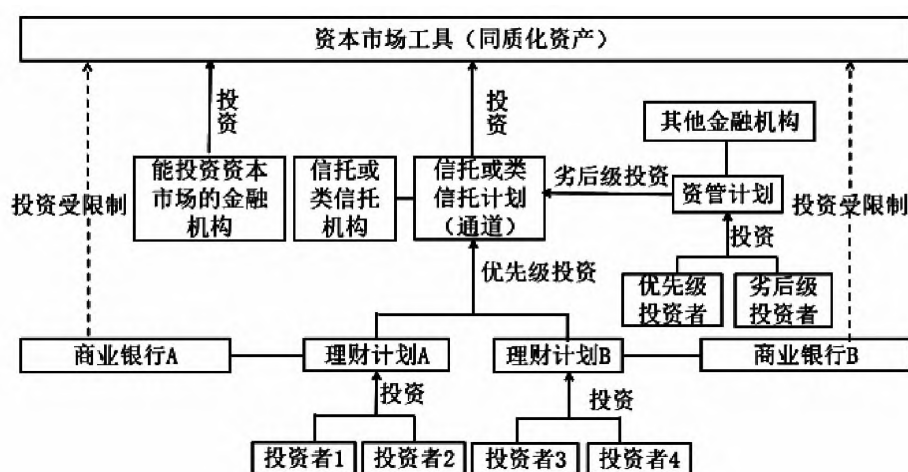


图4 金融机构功能竞争图

四、金融系统运行与系统性金融风险的形成机理——基于原因的分析

金融系统运行过程中各类金融业务机构在功能上过度的互补、替代、协同和竞争,在现象层面上反映了系统性金融风险的形成机理。为了在更深的层次上分析统性金融风险的形成机理,以便采取更具针对性的防控措施,还必须揭示这种过度互补、替代、协同和竞争现象的深层次原因。

(一) 金融与实体经济在报酬结构上的失衡刺激了金融机构功能的过度替代和竞争

2019年,我国金融业增加值占GDP的比重虽较上年略有下降,但仍高达7.73%^①,明显高于英、日、德、

^① 数据来源于国家统计局网站(www.stats.gov.cn)。

法国;金融类与非金融类上市公司净资产收益率的差距虽有所缩小,但仍高出4个百分点;金融类上市公司净利润在上市公司净利润总额中的占比仍高达51.6%^①。与此同时,各类要素特别是资本和人力资源在高利润的带动下向金融行业大规模转移(朱鸿鸣 2020)^[21]。这些现象表明,我国金融与实体经济在报酬结构上的失衡依然是一个毋庸置疑的事实。

金融与实体经济在报酬结构上的失衡使两者之间出现了套利机会,从而导致资金“脱实向虚”,造成金融规模膨胀和实体经济的空心化,这又会反过来扩大套利空间,进一步加剧资本“脱实向虚”的态势。这些“脱实向虚”的资本以放弃实体经济中的收益为代价,试图通过在金融市场空转拉升资产价格或投入到某些受限制或调控的领域(如房地产领域)而获得高额的收益。但是,在以银行为导向的金融系统中,常规金融机构以与实体经济分割利润为主的盈利模式显然难以满足这些“脱实向虚”资金的收益要求,再加上业务范围、监管要求和社会责任的限制,在经营行为上也难以充分迎合其顺周期要求。在这种情况下,“脱实向虚”的资金必然要在常规金融体系之外另行寻找运行载体,以便利用监管制度不完善和标准不统一带来的套利机会,借助“灰色通道”开展业务活动。这种状况导致影子银行野蛮生长,尤其是披着资管“外衣”的信托计划、券商和保险资管计划、非股权私募投资基金、委托贷款等信托和类信托业务大规模发展,并通过多层嵌套和加杠杆对常规金融系统的功能构成了过度的替代和竞争,由此造成宏观杠杆率攀升、资产价格泡沫累积以及金融系统内部错综复杂的关联关系。

(二) 分业经营制度约束下的混业诉求推动了金融机构功能的过度互补和协同

在分业经营的制度框架下,金融机构在既定业务范围内的持续运作将不可避免地遭遇边际效用递减现象。刚开始时,递减的边际效用可以通过金融创新得以弥补,但随着竞争的逐步加剧,当既定业务范围内的创新不足以弥补边际效用递减对总效用所造成的影响时,金融机构必然把创新的目光投向业务范围以外,即通过创新,突破分业经营的制度约束,以便在既定业务范围之外,寻求提升总效用的机会。随着金融创新的不断发展,分业经营的制度约束不断被突破。到了20世纪90年代,从整个世界范围看,银行业已进入了较高层次的混业经营阶段。在这一背景下,美国于1999年通过了《金融服务现代化法案》,在法律层面上承认了混业经营的合法性。

我国金融系统运行模式的变化与国际范围内的总体变化过程有所不同。在1995年以前,处于初级的混业经营阶段,但自1995年起,随着《商业银行法》《证券法》等一系列法律法规的实施,我国金融系统的运行进入了严格分业经营的阶段。在这一阶段,我国的金融机构尤其是商业银行,同样无法避免“边际效用递减和既定业务范围内的金融创新不足以弥补边际效用递减对总效用所造成的影响”这一现象,从而激发了突破既定的业务领域,实行混业经营的冲动,而在分业经营的制度约束下,把这种冲动转化为行动的可行途径只能是寻求不同机构之间在功能上的互补和协同。因此,进入21世纪以来,我国的主流金融机构尤其是商业银行,纷纷以资产管理的名义,通过与具有“全牌照”优势的信托机构的合作,突破了既定业务领域的限制,开辟了进入受限业务领域的通道,使我国金融系统的运行在事实上进入了变相且有限的混业经营阶段。在我国以银行为导向的金融系统中,这一过程的基本推动力量无疑来自商业银行,作为“通道”的信托和类信托机构只是商业银行用以突破业务范围束缚的工具和载体,因而这些机构也就兼具了“影子银行”和“银行影子”的双重特征。而且,为了在更大规模和更高层次上进入受限制的业务领域,商业银行在借道信托和类信托机构的过程中,在产品和交易结构的设计上常常采用多层嵌套和加杠杆的手段,从而使得这些“银行的影子”也常常以“多重叠加”的形式出现。

西方国家在法律框架下的混业经营是各类金融机构独立运行的结果,不存在机构间的功能互补和协同现象,因而对系统性金融风险的影响仅仅表现为通过不同业务之间的关联性强化了风险的横向传导,对风险的纵向累积影响不明显。我国建立在金融创新和监管套利基础上的混业经营则不同,由于以不同机构之间的功能互补和协同为条件,且“银行的影子”多重叠加于整个过程,不但强化了不同业务之间的关联性,还导

^① 数据来源于 Wind 数据库(www.wind.com.cn)。

致了不同机构之间错综复杂的关联关系,因而对金融风险的横向传导具有双重强化作用。同时,功能互补还能在一定程度上削弱逆周期调控效果,延续金融机构的顺周期行为,因而金融机构寻求混业经营的冲动和行动还会助推系统性金融风险的纵向累积。由此可见,就对系统性风险的影响而言,在分业经营制度约束下产生的混业经营冲动和行动,比法律许可下的混业经营,具有更强的风险累积和传导作用。

(三) 耐心资本缺乏和金融市场上过强的投机性强化了金融系统运行的顺周期性

广义的耐心资本是指投资在一种“关系”上的超长期资本(林毅夫和王燕,2018)^[22],而缺乏耐心的资本则具有运行方式“交易化”和运行行为“短期化”特点。在我国以银行为导向,且未建立起类似于德国的“三支柱”银行体系^①的融资系统中,由于银行业大多未与客户建立战略互动型的长期关系,银企之间信息不对称,互信基础薄弱,融资行为更多地表现为短期导向的“交易型”,而非长期导向的“关系型”(朱鸿鸣,2020)^[21]。这种缺乏耐心资本的现状强化了金融系统运行的顺周期性,突出表现为在经济上行阶段争相提供资金,并在通过功能的互补和替代“对抗”逆周期调控、提升宏观杠杆率和资产价格泡沫、积累系统性金融风险的同时,通过功能的协同和竞争,强化资产配置的同质性和机构及业务的关联性,“编织”系统性金融风险的传导途径;在经济出现下行态势时,又通过一致性的“雨天收伞”行为,造成“杠杆”断裂和资产价格缩水,从而催生系统性金融风险。

本来,发展多层次资本市场,提高直接融资的比重,是培育耐心资本、弱化金融顺周期行为的有效选择。但因存在过强的投机性,我国的资本市场也是缺乏耐心的。阎敏和黄红军(2005)^[23]以及胡聪慧等(2016)^[24]的研究都表明我国股票市场存在显著的投机性。此外,叶甜甜(2019)^[25]利用主成分分析法构造的投机性综合指标也证明了我国股市在大部分时间处于较高投机状态。在投机动机驱使下,无论是股票市场还是创投基金往往都注重于短期的回报与退出(黄益平,2018)^[26],顺周期行为非常明显。这种顺周期行为突出表现为在市场上行阶段,各类金融机构通过功能互补和协同,开展多层嵌套和加杠杆的配资活动,导致资金大量进入资本市场空转,从而积累资产价格泡沫,并强化机构之间的关联性,与此同时,还通过功能竞争和替代,扩大同质资产的配置比例,提高业务之间的关联性;而在预期发生逆转或市场下行阶段,则会实施“联动性”的资产抛售行为,导致资产价格泡沫破裂,并基于在市场上行阶段形成的业务和机构的关联性,给整个金融系统造成严重的冲击。

五、分析结论与对策建议

(一) 分析结论

从现象上看,系统性金融风险源于金融系统运行过程中各类金融机构在功能上过度的互补、替代、协同和竞争所导致的风险纵向累积和横向传导;从原因上看,这种过度的互补、替代、协同和竞争又源于金融与实体经济在报酬结构上的失衡、分业经营制度约束下的混业诉求以及耐心资本的缺乏和资本市场上过强的投机性。为防范和化解系统性金融风险,守住不发生系统性金融风险的底线,一方面,应针对现象采取“治标”措施,既削弱风险纵向累积的基础,又减少风险横向传导的途径;另一方面,应针对原因采取“治本”措施,铲除滋生系统性金融风险的“土壤”。

(二) 对策建议

近年来,我国采取了一系列旨在防范和化解系统性金融风险的措施,在推出包括《资管新规》在内的一系列强监管措施的同时,强化人民银行的宏观审慎管理和系统性风险防范职责,从而使得金融乱象在一定程度上得到控制,金融机构之间过度的功能互补、替代、协同和竞争现象受到了遏制。但是,就效果而言,这些措施都带有明显的“治标”色彩。首先,包括《资管新规》在内的一系列强监管措施体现了对金融机构行为的限制,这种限制能否兼顾保持金融系统的活力和维护金融稳定的双重要求?是否在一定程度上反映了监管机构的短期行为?有没有跳出“一放就乱,一管就死”的怪圈?会不会被新的金融创新突破?这些问题都需

① “三支柱”银行体系由以利润最大化为目标的商业银行和不以利润最大化为目标的储蓄银行和信用社构成。

留待时间来回答。其次,赋予人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责,使人民银行集货币政策目标和金融稳定目标于一身,易导致行为冲突。根据“丁伯根法则”,要实现多项政策目标,至少需要与其数量相等的政策工具。目前虽然在名义上已有诸如“流动性覆盖率”“拨备覆盖率”“净稳定融资比率”等宏观审慎管理工具,但实际上,这些仅仅是评价宏观审慎管理效果的中介指标而已,中国人民银行并没有真正掌握可以自主操作的政策工具。宏观审慎管理在工具发掘上的成就依然非常有限。这将迫使人民银行将其实现货币政策目标的工具箱扩展到宏观审慎政策范围内(程炼,2018)^[27],使货币政策目标和金融稳定目标互为约束条件,当两者发生冲突时,人民银行的取舍和权衡将直接影响到政策效果。因此,为了守住不发生系统性金融风险的底线,必须在采取治理金融乱象、强化宏观审慎监管等“治标”措施的基础上,从优化金融系统运行环境入手,采取“治本”措施。

1. 平衡金融与实体经济的报酬结构。平衡金融与实体经济的报酬结构是防止资本和其他生产要素“脱实向虚”、弱化金融机构之间过度的功能替代和功能竞争、防止资本在金融市场上空转、遏制系统性金融风险累积和传导的必要选择。基于经济增长的要求,金融与实体经济之间合理的报酬结构应是实体经济相对占优,以便激励要素资源更多地投向实体经济。但是,鉴于收益与风险匹配的要求以及金融自由化浪潮下金融扩张所带来的规模经济效应,金融业的回报率高于实体经济在大多数国家已成为一种趋势和常态。在这种情况下,金融与实体经济在报酬结构意义上平衡的标准应是:风险拨备已充分计提,金融的跨周期稳定能得到保障,且不会引起资本、技术和人才等要素大规模“脱实向虚”的合理的收益差异。为了打造这种平衡关系,必须真正打破刚性兑付和隐性担保,提升收益与风险匹配度;进一步推进利率市场化,用“看不见的手”来调节金融活动的收益水平;加强对具有“影子银行”色彩的金融机构和业务的监管,压缩监管套利空间,减少金融活动中的“灰色收入”;扩大监管覆盖面,明确私募机构的资本要求,限制其杠杆率,防止其业务规模盲目扩张,确保其合规经营,引导其健康发展;利用差异化的税收政策,调节金融和实体经济的收益水平。通过这一系列措施,营造金融与实体经济的“无套利均衡”状态,既保持金融系统的活力,又避免金融系统在资本、技术和人才方面对实体经济的“挤出”,真正形成习近平总书记提出的“金融活,经济活;金融稳,经济稳;经济兴,金融兴;经济强,金融强”的良性互动格局。

2. 稳慎地推进混业经营。在对系统性金融风险的影响上,分业经营制度约束下产生的混业经营冲动和行动比法律许可下的混业经营,具有更强的风险累积和传导作用。因此,就防范系统性金融风险而言,相较于严格的分业经营,稳慎地推进混业经营应是一种更好的选择。虽然现有的研究大多认为混业经营更容易引发系统性风险,但这是基于“业务关联性因混业经营而增强,机构关联性没有因混业经营而减弱”这一认识得出的结论。实际上,适当的混业经营活动被制度所允许时,虽然不同金融机构之间在业务上的关联性会有所上升,但由于影子银行的通道作用被削弱,若再对多层嵌套和加杠杆的交易结构加以必要的限制,则机构之间的关联性将大幅度下降。只要业务关联性的上升幅度小于机构关联性的下降幅度,这种混业经营就能对降低系统性风险发挥正向作用,这正是稳慎推进混业经营所期望的结果。为此,应本着“区别对待、小步慢走、分类推进、规模控制”的原则,根据监管评级和风险承受能力,实行动态“白名单”管理,在严控“嵌套”和“杠杆”以及真正打破刚性兑付的前提下,从商业银行的受托理财业务开始,逐步放开跨市场运作的限制,并在总结经验的基础上,谨慎地推广到自营业务上。与此同时,借鉴美国在金融危机后的做法,通过规制约束过度投机行为,将不利于降低总体关联性的业务继续严格限制在分业经营框架内。

3. 培育耐心资本,弱化金融机构和投资者的顺周期行为。耐心资本的缺失会强化金融机构的顺周期行为,导致系统性风险的累积和传导。因此,培育耐心资本是防范和化解系统性金融风险的必要举措。我国现行的融资体系以银行为导向,同时正在大力倡导发展多层次的资本市场体系,提升直接融资的比重,因而培育耐心资本必须从信贷市场和资本市场同时入手。

在信贷市场上,应大力支持实体经济发展,增强其内源性融资能力,弱化金融企业融资约束。同时,参考德国的“三支柱”银行体系模式,推动银行类金融机构多元化和差异化发展,构建利润导向与社会责任相统一的银行体系;在规范企业行为、改善银企信息不对称状况的基础上,结合我国实际,探索核心银行制度,推

动银企之间开展基于互信的有约束力的关系型融资活动,构建银企命运共同体;根据实体经济的运行状况,完善融资展期机制,优化信贷期限结构,增强银行融资支持的持续性,培育信贷型耐心资本。

在资本市场上,应把培育一级市场的投资耐心和遏制二级市场的过度投机相结合。为此,应在一级市场上大力倡导战略投资理念,积极发展有耐心的私募股权投资基金,并优化合格投资者的遴选标准,设置科学的投资耐心测评指标,把“有耐心”纳入投资者准入和投资基金成立的条件,弱化“以退出为根本目的,以上市为首要目标”的投资理念,推动一级市场的投资格局从“以财务投资为主”向“以战略投资为主”转化。在二级市场上,应在加强投资者教育的同时,优化投资者结构,大力发展机构投资者,并加强机构投资者的行为监管,严控其短线炒作行为,有效发挥其稳定市场的作用。此外,还应规范上市公司的分红行为,利用分红政策遏制投机行为。

参考文献:

- [1]Esenberg L. ,Noe T. H. Systemic Risk in Financial Systems[J]. Management Science 2001(2) :236 - 249.
- [2]刘冲,盘宇章. 银行间市场与金融稳定——理论与证据[J]. 金融研究 2013(12) :72 - 86.
- [3]隋聪,邓爽玲,王宗尧. 银行资产负债结构对金融风险传染的影响[J]. 系统工程理论与实践 2017(8) :1973 - 1981.
- [4]王虎,李守伟. 系统性金融风险多层网络传染与控制研究[J]. 大连理工大学学报(社会科学版) 2020(5) :29 - 41.
- [5]李政,梁琪,方意. 中国金融部门间系统性风险溢出的监测预警研究——基于下行和上行 Δ CoES 指标的实现与优化[J]. 金融研究 2019(2) :40 - 58.
- [6]Elliott M. ,Golub B. ,Jackson M. O. Financial Networks and Contagion[J]. American Economic Review 2014(10) :3115 - 3153.
- [7]梁琪,常姝雅. 我国金融混业经营与系统性金融风险——基于高维风险关联网络的研究[J]. 财贸经济, 2020(11) :67 - 82.
- [8]Allen F. ,Gale D. Financial Contagion[J]. Journal of Political Economy 2000(1) :1 - 33.
- [9]Greenwood R. ,Landier A. ,Thesmar D. Vulnerable Banks[J]. Electronic Journal 2015(3) :471 - 485.
- [10]Giglio S. ,Kelly B. ,Pruitt S. Systemic Risk and the Macroeconomy: An Empirical Evaluation[J]. Journal of Financial Economics 2016(3) :457 - 471.
- [11]杨子晖,周颖刚. 全球系统性金融风险溢出与外部冲击[J]. 中国社会科学 2018(12) :69 - 90 + 200 - 201.
- [12]Minsky H. P. Financial Factors in the Economics of Capitalism[J]. Journal of Financial Services Research , 1995(9) :197 - 208.
- [13]Bandt O. D. ,Hartman P. Systemic Risk: A Survey[R]. European Central Bank Working Paper 2000.
- [14]Bernanke B. A Letter to Sen. Bob Corke[N]. The Wall Street Journal 2009 - 11 - 18.
- [15]张晓朴. 系统性金融风险研究: 演进、成因和监管[J]. 国际金融研究 2010(7) :58 - 67.
- [16]Zigrand J. P. Systems and Systemic Risk in Finance and Economics[R]. LSE Systemic Risk Special Paper. 2014.
- [17]Benoit S. ,Colliard J. E. ,Hurlin C. Where the Risks Lie: A Survey on Systemic Risk[J]. Review of Finance , 2017(1) :109 - 152.
- [18]孙树强. 系统性金融风险测度、发展和演变: 一个综述[J]. 金融市场研究 2020(10) :13 - 28.
- [19]范云朋. 我国系统性金融风险监测与度量研究——基于 ESRB - CISS 研究方法[J]. 经济问题探索 2020(11) :157 - 171.
- [20]陈伟光,潘凤,蔡伟宏. 流动性监管对银行竞争的影响研究[J]. 金融教育研究 2021(4) :3 - 16.

- [21] 朱鸿鸣. 提升金融体系对经济转型升级的适应性[J]. 新金融评论 2020(3): 38-56.
- [22] 林毅夫, 王燕. 以耐心资本作为比较优势审视发展融资[J]. 金融博苑 2018(8): 30-32.
- [23] 阎敏, 黄红军. 中国股市投机性分析[J]. 经济经纬 2005(5): 142-144.
- [24] 胡聪慧, 张勇, 高明. 价格时滞、投机性需求与股票收益[J]. 管理世界 2016(1): 44-53+187.
- [25] 叶甜甜. 基于 MS-VAR 模型的股市波动率与市场投机性关系研究[D]. 成都: 西南财经大学 2019.
- [26] 黄益平. 金融创新最大挑战是培育资本的耐心[N]. 经济参考报 2018-5-9(7).
- [27] 程炼. 对宏观审慎政策的再思考[J]. 银行家 2018(10): 44-45.

The Formation Mechanism of Financial System Operation and Systemic Financial Risk

WU Longlong

(School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing, Jiangsu 211815, China)

Abstract: Systemic financial risk comes from the vertical accumulation and transverse conduction of risk caused by excessive complementation, substitution, coordination and competition in functions of different financial institutions in the process of financial system operation. This kind of excessive complementation, substitution, coordination and competition is due to the imbalance in the reward structure between finance and substantial economy, the financial institutions' demand of universal operation under the restriction of fragmented banking system, the lack of patient capital and the strong speculation in the capital market. In order to keep the bottom line of no systemic financial risk, we must strengthen financial supervision and govern financial chaos, at the same time, optimize the environment of the financial system operation by balancing the reward structure between finance and substantial economy, cautiously promoting universal financial operation pattern and cultivating patient capital.

Key words: Financial system; Systemic financial risk; Function of financial institutions

(责任编辑: 罗序斌)