

金融系统性风险与宏观审慎监管

●杜朝运 毕柳

[内容提要] 系统性风险是整体性和全局性的金融风险,其来源日益多样化和复杂化。监管当局应加强宏观审慎监管,尽量降低系统性风险爆发引起系统性危机的可能性,以维护金融体系乃至整个宏观经济稳定。

[关键词] 金融 系统性风险 宏观审慎监管

中图分类号:F830.4

文献标识码:A

文章编号:1003-0670(2013)07-0064-4

现代金融体系纷繁复杂,金融风险的表现形式也愈加多样化,常常是信用风险、市场风险、操作风险等风险相互交错和综合,由此产生了更加复杂、不易察觉、难以防范的系统性风险,但系统性风险又不是这些风险的简单相加。国际清算银行定义系统性风险为系统的一个参与者不能履约引起其他参与者违约,由此引发的链式反应导致广泛的金融困难的可能性。欧洲中央银行将系统性风险定义为具有这样特征的风险,即金融不稳定大范围发生,危及到金融体系的运行,以至于经济增长和福利将遭受巨大损失。可见,系统性风险在时间上是连续的,在空间上是广泛的,同时深入地影响到系统的每个层面,潜在威胁整个金融体系的稳定,导致诱发金融系统性危机的可能性。本文将探讨金融系统性风险的来源,并在此基础上有针对性地提出加强宏观审慎监管的举措。

一、金融系统性风险的来源

传统的系统性风险认识理论认为系统风险主要由银行而非其他金融机构引发的。银行作为特殊的金融机构,活跃于整个社会的经济活动当中,发挥着不可替代的重要作用。通常情况下,银行只需要持有小部分的流动性以满足日常客户的存款提取,其余大部分资金则通过中长期贷款的形式发放出去。因此,一旦出现异常的大规模的存款提取,而发放的贷款又不能立即收回,就会导致暂时的流动性危机。如若不能

快速地处理好这暂时的流动性危机,一旦引起社会恐慌,将会导致其他银行也受到牵连,爆发普遍的挤兑风潮,造成不可估量的严重后果,并通过一系列连锁反应波及整个社会。随着金融全球化和自由化的发展,系统性风险的生成也日趋复杂化。

(一) 过度金融创新加剧了金融体系的波动

金融创新是一把双刃剑。一方面,金融创新是金融发展的不竭动力,但另一方面,其本身也是高风险的来源。特别是呈爆炸态势增长的衍生金融交易产品,使金融资源在得以更加有效配置的同时,也潜在地威胁金融稳定。金融创新层出不穷,并没有降低风险,而仅仅是风险的转移,且随着衍生化和结构化程度的提高,风险在分散的同时也变得越来越隐蔽,越来越难以察觉。当金融创新远远超出金融监管能力时,金融风险在金融体系内不断传递和膨胀,最终以危机的形式爆发,使整个金融体系乃至实体经济都受到破坏。

金融创新伴随着巨额信用风险暴露和杠杆效应,使得创新产品交易对信息和资产价格十分敏感,一次风险诱发的混乱可能引起对流动性的突然需求和巨额需求。金融创新将金融体系内不同类型的金融机构紧密地联系在一起,商业银行、投资公司、保险公司、评级公司、对冲基金等都拴在一条信用链上,利益攸关。信用链上个别机构的违约可能会威胁到其

他机构的安全,引发投资者对市场条件认知的变化,进而冲击整个金融体系。此外,金融创新的日趋复杂化也使交易对手信息不对称的问题更加显著,从而导致道德风险、逆向选择、委托代理问题比传统的金融交易所引起的后果更为严重。可见,金融创新加大了风险敞口,在一定条件下会使市场变得更加脆弱,更容易传导至实体经济,放大风险。

过度的金融创新是引发次贷危机的重要诱因。房地产市场的繁荣促使房地产金融机构逐渐放松抵押贷款标准,开始发放低信用的次级抵押贷款,由此美国次级抵押贷款市场发展迅速,从2001年约1200亿美元规模迅速膨胀至2006年底约为15000亿美元。一旦利率上升、房价下跌,这些次级抵押贷款产品的信用风险必将大范围爆发,同时以这些次级债为基础的金融衍生产品如资产支持证券(ABS)、抵押贷款支持证券(MBS)、担保债务凭证(CDO)等将风险的影响扩散至金融体系的各个角落,最终成为引发金融危机的罪魁祸首。事实也证明,从2004年6月到2006年6月,美国先后17次加息,联邦基金利率上调幅度达4.25%,房地产市场的持续繁荣也止步于此,房地产价格的下跌导致贷款人违约事件逐渐增多,并使美国次级抵押贷款市场在2007年3月出现危机征兆,2007年4月全美第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融申请破产保护标志着次贷危机的爆发。

(二) 同质性倾向成为系统性风险的潜在来源

一个经典的投资理念是“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”。但就金融体系而言,金融机构日渐严重的同质化倾向造成拥挤交易(Crowded Trade)是一个不可忽略的事实,主要表现在金融机构在资产运用(如银行贷款)上过于集中于某个行业或产品。如果大多数金融机构都无意识地将贷款或投资在某个特定行业或产品,导致持有相似的风险敞口。一旦外部冲击影响到该特定的风险敞口,这些机构必然又不可避免地同时采取相同行动(如收回贷款或暂停投资),导致损失进一步扩大。

羊群效应导致经济主体倾向于采取相同的行为,同时又不需要对此产生的外部性(如对其他金融机构和宏观经济的溢出效应以及由此产生的反馈效应)负责,因此金融机构在风

险管理时不会考虑对整个金融系统性风险的影响。这就是经济领域中存在的“合成谬误”问题,即在一个系统中,尽管每个个体都达到了最优的状态,但经过加总之后的整体却不一定能保持最优状态。因为没有考虑金融机构之间的风险相关性,造成单个金融机构出于审慎的行为可能导致金融系统的不稳定,埋下了系统性风险的隐患。

在次贷危机中,投资者过分追捧所表现出的羊群效应在客观上催生了泡沫的膨胀。当次贷及其衍生品在市场上普遍流行时,个人和机构投资者并不关心这些产品的实质内容,不考虑可能出现的潜在风险,盲目跟风大量购买,初期的获利又吸引更多资金的进一步流入,表现出极大的非理性,泡沫越来越大。而当危机爆发后,投资者又大量去杠杆化、抛售资产,羊群效应扩大,引发金融市场恐慌,愈加恶化危机形势。

(三) 金融环境的变化加剧了系统性风险的传递

随着金融全球化和自由化的不断推进,资本流动日趋活跃,金融交易日趋复杂,金融机构的联系日趋紧密,金融体系日趋开放,国与国之间的金融界限亦十分模糊。这导致任何一个看似微小的波动都可能带来极为严重的蝴蝶效应的后果,整个金融系统变得十分敏感和脆弱,发生金融危机的机率增大。

在开放的经济环境下,目前迅速成长的全球金融体系比以往任何时候都更紧密地相互联系在一起,这也使得危机的影响和传染变得更加容易。一国发生金融动荡,极易对其他国家或地区(或是与动荡国存在密切联系,或是自身严重依赖外资流入)产生溢出效应,即使是非常稳健的国家或地区也很难保证能够独善其身。在当今社会,一国的系统性风险很容易跨越国界,演变成全球的系统性危机。而且,由于金融体系与宏观经济的关系更加密切,更广泛的经济主体不断地参与到金融体系的活动中来,因此,金融体系的冲击更加容易传递至实体经济层面,损害的波及面更加广泛。

以上可见,金融体系始终面临着系统性风险,且随着金融业的不断发展,“太大而不能倒”以及“太关联而不能倒”导致风险的进一步积聚和更容易传染,为最终更严重的爆发埋下隐患。在当前的监管体系中,监管当局偏重于对单个金融机

构的风险控制,缺乏对整个金融体系风险的全面判断。很多风险被机构间的相互联系和相互依存所掩盖,没有受到重视甚至脱离监管。因此,加强宏观审慎监管是必要且迫切的。

二、加强宏观审慎监管防范系统性风险

系统性风险是大多数危机的罪魁祸首。系统性风险难以被察觉,更加抽象和复杂,因此对系统性风险加强监管也更具挑战。针对系统性风险的集中和跨机构分布,关键问题是如何管理金融机构面临的共同风险敞口,加强对具有系统重要性影响的金融产品、工具、机构的监管,尽量降低系统性风险爆发引起系统性危机的可能,维护金融体系乃至整个宏观经济稳定。目前应扩大监管范围,尽可能涵盖金融产品、机构和市场,创新工具对系统性风险进行量化,确定单个机构对金融体系的系统性风险的贡献度,对系统重要性的金融机构、产品和工具实施更为严格的监管措施,同时提高系统性风险的检测水平,通过一系列有力措施将系统性风险控制在可控范围内,避免风险扩散转化成系统性危机。以下详述之。

(一) 针对“太关联而不能倒”,扩大监管覆盖面

次贷危机爆发的现实表明,系统性风险无处不在,不仅仅存在于金融机构之中,也潜伏在金融市场当中,同时隐藏在金融机构和市场的相互依存中。过去实践的微观审慎监管理念缺乏对宏观系统性风险的关注和监测,在保证整个金融体系稳健运行方面存在不足,远不能实现有效防范系统性金融风险。因此扩大监管措施的适用范围,拓宽金融监管视野是当务之急。

首先要将信用评级机构、投资银行、保险公司、对冲基金、特殊目的实体等纳入监管范围。作为当前金融体系中重要的参与主体,这些之前游离在监管体系之外的影子银行体系(The Shadow Banking System)在危机中起着推波助澜的负面作用,通过高杠杆操作、跨业务界限、不透明信息、过度衍生化等方式获取高利润,刺激整个金融系统的过度信用扩张和过度风险承担行为,一方面带来金融市场的繁荣,另一方面也给整个金融体系带来了巨大的脆弱性。次贷危机就是最好的例证。因此对影子银行体系的信息披露和适度的资本要求将是未来改革的重要内容。金融稳定委员会(FSB)提出要求影子

银行体系执行更高的资产减记标准、对货币市场基金以及其它具有期限转换功能的投资基金(工具)设立流动性要求、限制抵押融资和再抵押、对银行向非结构性融资投资基金(工具)提供的隐形支持设置资本要求等。

其次要将衍生产品尤其是场外交易的衍生产品纳入监管范围。源源不断的金融创新很大原因是为了逃避金融监管的需要,但事实又表明金融监管跟不上金融创新的步伐必然会造成监管漏洞,威胁金融稳定。近几年来随着金融创新的不断发展、金融衍生化和结构化的不断深入,过于复杂且不透明的金融产品创新在提高金融效率的同时也带来了诸多潜在风险。因此,要重视金融创新的高风险,加快监管步伐,确保金融创新不脱离为实体经济发展需要而服务。

再次要加强对金融机构、市场之间关联性的评估,注意防范跨市场、跨领域的系统性风险。随着金融市场的不断壮大,不同金融机构和市场之间的联系愈加紧密,相互影响也愈加显著,牵一发而动全身。即使单个金融机构都符合监管要求,但由于“合成谬误”的存在,导致众多单个金融机构的集体行动可能会导致系统性风险的爆发。因此要关注金融体系的结构,有效防范跨机构、跨市场风险的传递和蔓延。

强调全面覆盖的监管理念,前提是不影响金融效率。若金融监管过于严格,必然会限制金融机构和金融创新的主动性和积极性,传导至实体经济层面,导致虽然成功地控制了风险但也打击了整个社会的创造力。因此,必须在切实有效控制风险的基础上,同时在不影响金融发展的前提下,将原先处于监管盲点下的金融产品、机构和市场置于公开监管的框架之内。

(二) 针对“太大而不能倒”,加强对系统重要性机构(SIFIs)的监管

过去的监管政策潜在地奉行“太大而不能倒”的思维,这带来的最大问题便是大型金融机构的道德风险。正是有了政府的隐性担保,金融机构更倾向盲目追求规模的扩张,从事高风险的冒险投资行为,因为即便最后出现危机,也无需担心,会有政府买单。在次贷危机中,雷曼兄弟、美国国际集团、北岩银行等大型金融机构纷纷出现问题,加剧了危机的恶化和

蔓延。因此,必须解决太大而不能倒的问题,首先要对大型机构即系统重要性机构实施更为严格的监管要求,在监管资源上有所倾斜,在源头上控制风险的发生。

如何界定系统重要性机构,应持谨慎态度。G20认为,如果一家机构的失败或无法正常运营通过直接影响或传染导致广泛的经济或金融困境,则该机构就可被认为是系统重要性机构。目前IMF、BIS、FSB联合提出了衡量金融机构系统重要性的三个主要指标,即规模、不可替代性和相互关联度。具体实践中需要将三个指标相结合做权衡,不仅应看机构的规模,还应看其相互联系程度以及其业务模式可能带来的过高杠杆率或过高风险融资结构导致金融体系的脆弱性等。比如一些金融机构可能规模不大,但是由于其高杠杆、跨市场操作等和其他一些金融机构关系紧密,因此也须是关注的重点。

要真正解决系统性风险,IMF还提出监管机构需要被赋予与其使命明确关联的其他工具来监督系统性风险。也就是说,仅靠监管机构的结构调整还不够,因为相比其他受监管机构,监管当局仍会对那些具有系统重要性的机构采取更为宽松的态度,以防止这些机构一旦倒闭给金融体系造成的严重破坏,监管当局不愿意看到连锁倒闭的情况发生。因此,IMF提出引入一项“系统性风险资本附加费”,根据机构引致的系统性风险大小来收取费用。

(三) 明确宏观审慎监管主体,监测金融系统性风险

此次国际金融危机未得以有效防范的一个重要原因是没有一个专门的机构负责监测和防范系统性风险。监管体制的落后,监管权力的分散,监管合作的缺乏,都导致系统性风险成为漏网之鱼。因此,建立统一、权威的系统性风险防范机构,加强监管部门间的分工与合作,就显得尤为迫切。

系统性风险防范机构需要能够监控和评估宏观经济和金融体系整体发展中可能出现的任何潜在系统性威胁,能够提出早期预警并在必要时提出处置这些风险的建议。根据目前各国的金融监管改革方案,美国决定成立金融稳定监督委员会(Financial Stability Oversight Council),负责检测和处理威胁

国家金融稳定的系统性风险。欧盟设立欧洲系统性风险委员会(European Systemic Risk Board,ESRB),主要负责监控和评估在宏观经济发展以及整个金融体系发展过程中出现的威胁金融稳定的各种风险。英国则是新设立金融稳定委员会(the Council for Financial Stability,CFS),由英格兰银行、英国金融服务局和财政部共同组成,分析和检查英国经济金融稳定中出现的风险,协调三方做出适当反应。

虽然规定由监管当局来监控和防范系统性风险,但无法保证监管者不会犯错。因此,便出现了“监管者由谁来监管”、“外部监管是否优于市场”的难题。事实上,金融监管的有效性并不取决于“由谁监管(Who regulate)”,而是“如何监管(How to regulate)”。就目前的现状而言,外部的监管干预对于防范危机以及应对危机必不可少,需要一个明确的监管主体来负责监管活动的执行。因此,赋予监管机构一定程度的独立性,建立有效、规范的问责制,提高监管的透明度,这对于实现良好的宏观审慎监管十分必要。当前的重点应是寻求必要的监管约束与充分的市场竞争之间的有效平衡,提高监管水平。

总之,试图消除所有系统性风险不仅是不可能的,而且也将减缓经济增长和限制创造力。20世纪90年代以来,金融系统性危机的发生频率显著提升,且造成的破坏性愈发严重,其不仅发生在新兴经济体和发展中国家,甚至金融发达的欧美国家也未能幸免。因此,系统性风险的防范必须得到充分重视。目前的挑战有:第一,缺乏一套完整并且科学的系统性风险测量方法。监管当局应时刻关注系统性风险的变化,及时全面地获取金融市场动态信息,设计并完善系统性风险评估模型。第二,系统性风险是不断变化的,不同的金融体系有各自不同的系统性风险特征。因此对系统性风险的监管应当针对各国金融结构的特点来实施,并且采用的政策工具也应当具备灵活性和针对性。

[作者单位:厦门大学金融系]

(责任编辑:杨婷)