

金融监管结构是否影响 宏观杠杆率

□ 刘晓光 刘元春 王 健

中国人民大学 国家发展与战略研究院 北京 100872

近年来,随着金融风险的提高,加强金融监管成为各国普遍采取的重要应对举措。随着政策实践的推进,如何选择合意的金融监管结构正成为各国重点关切的理论命题,特别是对正在积极探索推进国家机构改革和经济去杠杆的中国更显重要。与现有研究重点关注给定金融监管结构下的监管政策绩效评估不同,本文从制度设计层面,为推进金融监管体制改革提供新的分析视角和经验证据。由于绝大部分金融风险的爆发本质上都是信贷泡沫的破裂,因此能否有效控制杠杆率过快上升是判断金融监管有效性的重要依据。

理论上,不同国家的最优金融监管结构可能并不相同。一体化的金融监管结构具有多重优势,包括能够通过全面的风险评估和高效的信息共享等有效措施监管金融机构,避免监管竞争和套利,降低监管成本,切实落实监管责任等,但也存在多重监管目标难以平衡、内部协调沟通困难、机构官僚化等问题。与一体化监管结构相对应,分业监管也同样存在其优势和不足。从现实情况看,不同国家金融监管结构的选择千差万别。目前全球主要监管结构可分为六类:一是分业监管,且监管机构均独立于央行;二是分业监管,但由央行负责银行业监管;三是部分混业监管,由一个监管机构负责银行、证券、保险中两个部门的监管,银行业监管机构独立于央行;四是部分混业监管,但由央行负责银行业的监管;五是混业监管,且监管机构独立于央行;六是由央行负责进行混业监管。

从历史经验看,能否有效监管杠杆率并避免其顺周期大幅波动,对金融稳定具有重要意义。2008年全球金融危机爆发以来,各国就金融监管体制改革和央行职能转变达成了一定共识。传统立足于金融机构个体稳健的微观审慎监管,无法有效防范现代金融市场上加速传染的系统性风险,央行的货币政策和审慎监管之间缺乏统筹协调。英国监管体制的失败表明,跨部门监管协调机制并不能有效应对

系统性金融风险。为此,英国对监管框架的失败进行反思,重新构建了双峰监管框架。

从理论上,金融监管结构可能通过两个渠道对宏观杠杆率产生影响:第一个是通过影响宏观审慎政策有效性,最终影响宏观杠杆率水平。2008年全球金融危机爆发以来,国际监管当局普遍意识到微观审慎监管难以有效应对系统性风险,仅保证单个机构的风险达到合意水平而忽视机构相关性产生的风险,可能引发合成谬误,导致风险不断累积并最终爆发。特别是银行业对宏观杠杆率具有直观而重大的影响,系统性风险在银行业发展过程中始终存在。由于微观审慎监管体系无法客观有效衡量系统性风险水平,使其很容易不断累积并最终爆发。因此,必须建立有效的宏观审慎政策框架,有效防范系统性风险。金融监管结构对宏观审慎政策有效性具有至关重要的作用。宏观审慎政策属于宏观调控和维护金融稳定的政策范畴,要求主管部门从宏观视角出发把握全局,协调相关部门并及时处置风险,有效确保金融稳定。这与央行职能存在内在关联,因此央行应成为宏观审慎管理的主体。同时,微观审慎监管是宏观审慎管理的重要基础。对分业监管模式而言,由于微观审慎监管和宏观审慎管理分属不同部门,可能导致央行缺乏必要的信息和统计数据。在这种情况下,开展宏观审慎评估和制定宏观审慎政策受到较大限制,金融机构顺周期特征明显,通过金融创新为各类资金需求主体加杠杆创造条件,最终导致宏观杠杆率持续大幅上升。第二个渠道是通过影响监管机构和金融机构的道德风险,进而影响宏观杠杆率水平。在分业监管模式下,金融监管部门和金融机构可能存在严重的道德风险。在金融机构风险尚未暴露时,监管部门更加重视促进行业快速发展,并将扩大行业资产规模作为主要目标,导致监管职能让位于发展职能;而在金融机构风险逐渐暴露并濒于爆发时,监管部门更多采取“捂盖子”、保机构等措施,允许陷入危机的机构继续运营,本质

上是对金融风险的漠视甚至是鼓励。金融机构在较高的风险偏好下快速扩张规模,导致行业集中度快速上升,最终造成“大到不能倒”。

构建完整有效的宏观审慎管理体制,是从宏观上防范系统性风险和维护金融稳定的出路。目前,国际清算银行(BIS)等国际组织和主要经济体均提倡建立以央行主导的货币政策、宏观审慎管理、微观审慎监管为基础的新型金融监管体制。例如,作为金融稳定监督委员会(FSOC)的重要成员,美国联邦储备系统主要负责审慎监管规则制定,并直接监管金融控股公司、系统重要性非银行金融机构及金融基础设施,同时拥有对金融控股公司子公司的检查权和后备监管权。英格兰银行则集货币政策、宏观审慎、微观审慎于一身,在央行内部实现货币政策和宏观审慎在各个层面的分工协调与有效执行。欧洲中央银行负责宏观审慎监管,直接监管系统重要性金融机构,还可以要求各成员国采取更为严格的宏观审慎政策。

在理论和经验研究上,一方面,央行在宏观审慎管理体制中居主导地位具有必然性。一是央行的“最后贷款人”职能,使其不可避免地承担宏观审慎管理责任,并具有危机关头稳定大局的超然能力。二是央行在流动性管理方面的能力使其可以从全局视角关注系统性风险,稳妥应对机构风险和市场风险。三是央行作为宏观管理部门,拥有的信息收集和分析判断能力使其具有较大的信息优势,从而在宏观审慎管理中处于主导地位。综上,以央行为主导的金融监管体系具有更强的风险防范功能。从宏观层面看,通过建立宏观审慎制度框架,加强逆周期流动性管理,可以为金融体系注入预防泡沫化和高杠杆的基因,降低危机发生的概率。而从微观层面看,央行拥有相对较为完备的经济金融数据,通过利率等基础性金融资产价格管理调节预期,能够实现对社会投融资行为的调控。此外,央行按照国际标准统一对系统重要性金融机构和金融基础设施进行监管,确保在危机发生时不会出现市场秩序混乱。

基于以上分析,本文整理了2000—2011年全球67个经济体(包括美国等33个高收入经济体和中国等34个中低收入经济体)的平衡面板数据,在理论机制分析的基础上,从监管机构和监管模式两个维度出发,深入考察了金融监管结构对杠杆率的影响,发现金融监管结构对宏观杠杆率有显著且多层次的影响。具体地,由央行负责银行业监管比由非央行部门负责更有利于去杠杆;央行负责混业监管的大一统模式对去杠杆的影响效果次之;非央行部门负责的混业监管模式效果再次之;非央行部门负责银行业监管的分业监管模式效果最差。上述影响与监管机构的独立性存在交互效应,即金融监管结

构的有效性取决于监管机构的独立性,央行独立性的提高可以显著增强其去杠杆的作用。上述影响对处于不同发展阶段的经济体存在异质性,表现为高收入经济体和低收入经济体在最优监管模式上存在差异。尽管二者的最优监管机构都由央行主导,但后者比前者更适用于采用混业监管模式,同时金融监管作用的发挥更容易受到央行独立性的影响。

本研究成果可以为中国正在推进的金融监管改革提供有益参考。我们发现,当前国际金融市场采用较多的独立于央行的混业监管结构,在去杠杆方面实际上不是最有效的金融监管结构,这可能也是导致近年来全球金融风险居高不下的重要制度性原因。基于本文的研究结论,分业监管且由央行负责银行业监管对控制杠杆率最为有效,其次是由央行负责混业监管;相比之下,防控效果较差的是非央行负责混业监管和分业监管且监管机构独立于央行。由此,可以理解挪威、丹麦、瑞典及英国在采取独立于央行的混业监管结构后,实际上降低了金融监管的有效性。针对目前讨论较多的双峰监管模式,虽然在学理上有合意性,且英国和澳大利亚等国选择了这一监管模式,但问题的关键在于宏观审慎和微观审慎的职能是否统一由央行履行。如果不能明确央行的监管职责,那么宏观审慎与微观审慎监管将会割裂,央行的监管优势不仅难以发挥,还会派生严重的道德风险,导致监管效果受到较大削弱。在监管权责不对等的情况下,央行作为最后贷款人为维护金融稳定而释放的流动性,反而可能会导致杠杆率急剧上升,最终推高危机爆发的概率。

对中国而言,根据当前经济和金融发展的实际情况推进金融监管改革,进一步提升金融监管的有效性,对实现当前供给侧结构性改革的重要目标之一,即积极稳妥地去杠杆,以及打好防范化解重大风险攻坚战具有重要的战略意义。目前,中国不断推进金融监管体制改革,但在央行层面仍需赋予其更大的监管职责,进一步提升监管结构的整合度,充分发挥央行在宏观和微观审慎监管方面的优势。而且,在现实执行层面,仅优化金融监管结构并非是提升监管有效性的充分条件,监管作用的发挥还受央行独立性和银行道德风险的双重影响。制定清晰的监管目标、保证监管机构的独立性并对金融风险切实负责、拥有充足的监管资源等因素,都会影响监管的有效性。因此,金融监管结构的调整只是未来金融监管改革的起点。随着金融稳定发展委员会的有效运转,进一步在明确监管目标、确保监管独立、加强监管协调和保障等方面下功夫,才能真正提升金融监管有效性,稳步实现去杠杆目标,将金融风险控制在合意水平。

■ 《世界经济》2019年第3期,约21000字