

市场透明度成监管重点

中国金融市场风险已经过渡到资本不足风险与市场透明度风险并重的局面，这也是未来金融监管的重点。金融监管改革，不能仅停留在防范系统性金融风险这一宽泛认识上，而是要深刻理解金融风险传导机制及其深处的风险源。

文 | 吴晓求

中国的金融资产结构正在发生趋势性变化，这种变化衍生出不同于传统的金融风险结构。随之而来的，就是中国金融监管结构和监管重点的改变。

那么，中国近 20 年乃至未来的金融结构正在或者已经发生着怎样的变化？

从宏观层面看，中国经济货币金融环境正在发生重大变化，货币化率从 2000 年的 1.3423 上升到 2016 年的 2.0831，金融化率从 2000 年的 2.0864 上升到 2016 年的 3.6302，均表现出平稳上升的趋势，经济证券化率虽表现出明显的不确定性，但 约可见缓慢上升的趋势。

从结构看，M2 增速大幅快于 GDP 增速，证券化金融资产呈现跳跃式扩张，银行信贷资产增速要慢于证券化金融资产。就比例看，证券化金融资产比例总体呈上升趋势，信贷资产占比呈下降趋势，这也反映出存量意义上，直接融资与间接融资之比正在发生变化。

从居民部门持有的金融资产看，居民部门持有的证券化金融资产的比例呈上升趋势，持非证券化金融资产的比列呈下降趋势。且从 2012 年开始，这种下降趋势有加速的迹象。

如此，中国的金融体系正进入结构变革的时期。

资本不足风险与透明度风险并重

中国金融结构所展现出的证券化金融资产或

具有财富管理功能的金融资产的占比呈不断上升的趋势，正在深刻地改变着中国金融风险的来源和特点，风险权重亦将发生重要变化。

人们一般将金融风险分为信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等类型，信用风险的核心是偿付能力，市场风险则直接来源于价格波动，流动性风险主要表现为现金偿债能力，操作风险则主要由交易系统缺陷、技术能力不足和管理失范引起。

这种对风险的划分，是一种微观视角。从宏观或从金融体系角度看，无论哪种类型的风险，如果没有出现风险溢出和外部感染，那么，这种风险就只是金融机构或投资人自身的一种损益。

当这种损益或损失越过了一定范围，损益的风险外部性才会表现出来。这种情况在商业银行经营活动中表现得十分明显。商业银行阻止风险外溢最基础、最核心的工具，就是资本充足率，衰减风险的工具主要是收缩货币创造功能的存款准备金制度。对商业银行来说，最基础的风险来源于资本不足。所以，资本不足风险，是一种基础型的金融风险。在传统金融体系中，这类风险是最重要的风险。

金融的脱媒催生并推动了金融市场特别是资本市场的发展，金融脱媒的结果是风险绕开资本，或者不再表现为资本不足风险。这时的金融产品表现的是一种信用集合，交易者或投资者的交易行为基于对信息的判断而进行，这时，信息是否

充分而透明,决定了风险存在和大小。这就是为什么透明度是资本市场存在和发展的基础原因。所以,与资本不足风险并存而产生的一种风险就是透明度风险。实质上,在现代金融体系中,资本不足风险与透明度风险是两种来源不同、性质各异的两类基础风险。随着金融结构也就是金融资产结构的变化,这两类基础风险的权重和结构会发生相应的变化。

随着金融市场化改革和金融的不断创新,作为金融市场主力的商业银行的资产结构正在发生重大变化。绕开资本监管,节约资本而发展非资本型业务是商业银行业务创新的重点,表外业务呈快速上升之势。资金由银行表内移至表外,流入股市、债市的过程,是一个基础风险逐步变化的过程,即由传统金融资本不足风险到现代金融市场透明度风险的转型过程。

对于新金融业态——互联网金融,主要包括三部分业务:第三方支付、网上融资、网上投资。互联网金融中第三方支付的技术风险更加敏感,脉冲式风险更加突出;网上贷款和与此对应的网上投资的信用风险同时加了透明度风险,或者说这种信用风险的生成源是透明度风险。敏感度很高的技术风险和作为风险生成源的透明度风险,可能是互联网金融中最值得关注的风险。

可以看出,互联网金融的风险源,除第三方支付中的技术风险、脉冲风险或流动性风险外,其最重要的风险源仍然来自于透明度风险。

可以看出,在中国金融体系中,资本不足风险虽然仍是两大基础性金融风险之一,但其风险权重正在下降。与此相对应,透明度风险的权重则在逐步上升,中国金融结构已经进入一个资本不足风险与透明度风险并重的时代。

透明度监管存漏

中国金融监管架构从1983年中国人民银行被正式明确定位于中国的中央银行起开始逐步形成,1992年中国证监会成立,1998年中国保监

会成立,2003年中国银监会成立,至此“一行三会”扁平化式的中国金融监管架构已经形成,并沿袭至今,遵循“分业经营、分业监管”的监管模式。

金融“脱媒”后,金融风险的特点发生了重大变化,由金融机构(以商业银行为代表)的“点对点”风险演变成“多对多”风险,信息的收集、处理和发布也由个体性转化成公共性,由此,透明度监管也成为资本市场监管的重点。

资本市场透明度监管主要包括上市公司信息披露监管和市场交易信息监管两部分,其中上市公司信息披露监管又是资本市场透明度监管的重中之重。

中国已建成资本市场信息披露和透明度法律和规则体系,但其有一个重要缺陷,就是规范调整的对象较为狭窄,主要限制在股票和上市公司发行的债券上,其他类型的证券发行和交易以及衍生品适用其他法律和规定,对于各类相近市场的接合部,各种新的类证券创新工具以及与资本市场相衔接的形式复杂、多样、多变的各类接口,尚无法律或规则加以规范。根据中国金融分业监管模式的功能设计,这类最终接口在资本市场(主要是股票市场)的形式繁杂的接合部,既缺乏规范,又无法法律监管,而这些既是金融创新的重点地带,也是巨大风险产生的源头。

资本市场上新的风险来源和“接合部”的监管真空,既是监管模式改革、监管功能再造的重要原因,也是设计新的监管架构思考的重点之一。坚持和扩展透明度监管是中国金融监管的核心要义。

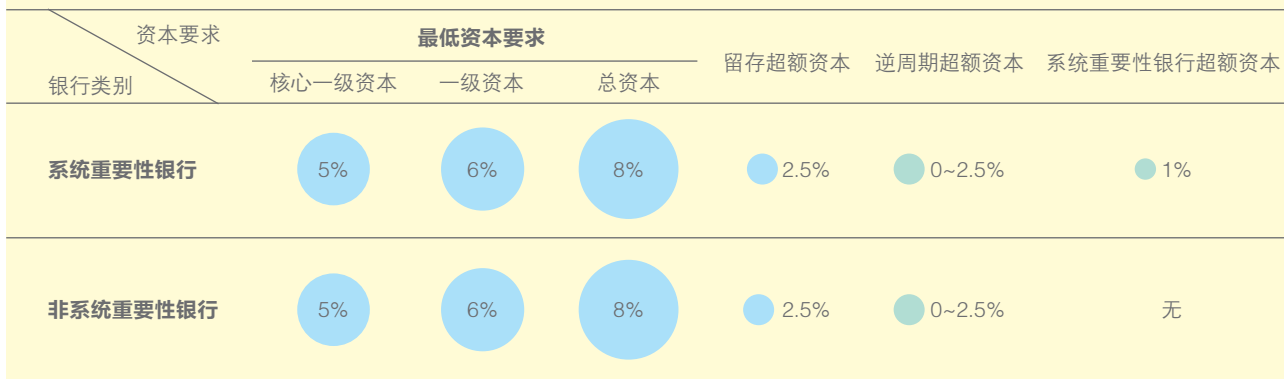
三个深刻问题

中国金融结构正在发生重大变化,金融证券化趋势虽波折起伏,但渐趋明朗。与此相适应,在金融风险中透明度风险的权重在提升,特别在新金融业态互联网金融快速发展之后,这种风险特征更加明显。

中国的大国经济决定了其追求大国金融的战

金融脱媒的结果是风险绕开资本,或者不再表现为资本不足风险。这时的金融产品表现的是一种信用集合,交易者或投资者的交易行为基于对信息的判断而进行,这时,信息是否充分而透明,决定了风险存在和大小。

中国银行业资本监管指标



资料来源：中国银监会，转引自巴曙松《巴塞尔协议Ⅲ在中国的实施：差别与优势》

略。基于国际经验和金融结构内在演进规律，中国所追求的大国金融应具有强大的资源配置、财富管理和分散风险功能的统一。如此，对中国金融监管的改革就不能仅仅停留在抽象的宽泛的类似于“防范系统性金融风险”等认识上，而必须对以下三个问题要有深刻而准确的理解。

一是，中国金融风险的结构化特征趋于明显，基础风险源正在发生重大的变化，中国金融的风险不仅来自于资本不足的风险，而且会越来越多地来自于透明度风险。

二是，由于产品的复合和市场的传递效应，中国金融风险开始具有层次性和复杂性，既有微观主体的个体性金融风险（主要是资本不足风险），也有产品或工具的透明度风险以及产品间风险的相互感染，还有基于杠杆的市场以及跨市场的风险传递和延伸。各种风险的交织、扩散和杠杆化，也就必然形成金融的系统性风险乃至危机。监管的主要目的就是要设计针对不同层面的风险的约束工具，要么隔离风险，要么收敛或衰

减风险的传递效应，这是维护金融体系安全的重要屏障。

在微观和市场风险的屏障机制阻隔或收敛风险的功能严重不足甚至失效情况下，金融的系统性风险随之出现，严重时亦会爆发金融危机。一般来说，无论是微观主体风险、产品与市场风险，还是宏观体系风险都有跨期特征。

三是，基于风险的分层特点和相互感染性，为了阻隔风险，防范风险外溢及出现严重的外部性和相互感染，必须在微观主体、产品和市场、宏观体系三个层面建立起相应的具有风险对冲、风险收敛、风险干预和逆周期的操作机制与操作工具。这就是微观审慎监管与宏观审慎策略在主体上要相对分立、金融风险监管与金融体系稳定相衔接的基本原则。

由宏观到微观的防线

现阶段中国金融监管所实行的“一行三会”的分业监管模式，有中国的时代特征。客观上看，

这种分业监管模式优缺点分明。优点是，分工明确、职责清晰，对中国金融体系和金融市场有待发展的部分如非银行金融机构、资本市场、金融产品和金融科技创新、证券化金融资产、新金融业态等具有保护和推动作用，对金融市场化改革、金融结构的调整、金融功能的改善、金融效率的提升和金融体系现代化的提高发挥了积极作用。但缺点也非常明显，最重要的是监管协调差、监管真空大、风险溢口多。随着金融创新的加快和金融结构的调整，监管真空所带来的风险溢出的外部性明显增强，爆发金融危机的概率在增大。2015年中国股市危机的爆发原因虽然复杂，但游离既定监管视野之外的真空地带的风险溢口增多，风险的外部性迅速扩张，显然是非常重要的因素，这也是中国这次讨论金融监管体制改革的重要背景和事诱因。

笔者认为，中国金融监管改革新模式主要有以下四个基本要点：

一是，在监管模式上，要实现微观审慎监管与宏观审慎策略功能上的相互协调与统一。微观审慎监管是新的中国金融监管模式的基石，宏观审慎策略则是新模式的灵魂。微观审慎监管侧重于准入监管、行为监管和市场风险监管，建立逆周期调节机制和指标，功能是阻隔风险、衰减风险、防范风险的外溢。宏观审慎策略的重点，在于阻隔跨市场风险的传递、衰减系统性风险的扩张和缓释系统性风险的恶化，防范系统性金融风险的爆发，以及在特定情况下对系统重要性金融机构的救助等。微观审慎监管指标体系与宏观审慎策略的指标体系要有功能上的衔接和可转换性。

是，监管架构上可采取“双峰”形态。一行三会是一峰，主要负责宏观审慎策略制订、实施和监控。新成立的金融稳定发展委员会是另一峰，负责微观审慎监管。作为宏观审慎策略的制订者和执行者，功能调整后的央行除原有职能外，必须加强跨市场的风险协调能力，

系统重要性金融机构风险的管控制，系统性金融风险预警和干预的策略实施力和包括信息系统、云数据平台等金融基础设施的建设。金融稳定发展委员会要保证市场之间、产品之间、产品与市场之间监管的无缝连接，建立起逆周期风险调节机制（工具和指标），不仅要关注风险，也要在制度和指标设计上为金融创新留下足够的空间，在金融创新中动态地调整和完善监管结构和指标。

三是，监管重点应从资本监管为主逐步转入资本监管与透明度监管并重。包括证券化金融资产在内的所有具有财富管理功能的金融产品，其基础风险均来自于透明度。金融创新的基本趋势表现于绕开资本监管，目的是节约资本，风险外置，追求更高的资本效率。这种风险源于透明度又不消耗资本的金融产品，显然是金融创新的重点，其规模、比例呈扩大和上升趋势。所以，透明度风险在整个金融风险的权重必然上升。在关注和动态调整资本监管的同时，重视和强化透明度监管，并建立起动态匹配机制，应是新金融监管体系特别是微观审慎监管的重点。

四是，监管方式应从传统监管走向智能监控与传统监管相结合并逐步以智能监管为主。传统监管以指标管理、窗口指导、策略干预等为特征，传统监管虽然也强调过程监管即动态监管，但由于信息能力不足，基本上仍是静态化的目标管理。这就是为什么有时风险已经来临，但却浑然不知的原因。新的监管模式将把金融的信息化能力和云数据平台作为最重要的金融基础设施来建设，以完成从传统的静态监管到智能化的动态监管。智能监管的基石是覆盖金融体系全市场的云数据平台和科学、完整、结构化的风险指标体系。这种智能化的信息系统和云数据平台建设，是监管功能提升的关键，是新的金融监管架构能否有效预警、防范、衰减和干预风险的重要技术保障。□

（作者系中国人民大学副校长、财政金融学院教授，金融与证券研究所所长，教育部长江学者特聘教授）

互联网金融的风险源，除第三方支付中的技术风险、脉冲风险或流动性风险外，其最重要的风险源仍然来自于透明度风险。