补四大制度短板，做好长期制度设计和风险防范安排

殷 勇

殷勇
清华大学1987级自动控制和企业管理双学士、系统工程博士，哈佛大学公共管理硕士，现任中国人民银行副行长

我就当前金融领域风险防范的几个短板谈一点自己的看法。

中国的金融体系在过去几年取得了快速发展，当前我们全部金融资产占GDP比重已经达到4.2倍左右的水平，股票市场规模大概是全球第二，债券市场的规模全球第三，人民币也成为全球第六大的支付货币。这些都是过去多年金融深化不断发展的成果。同时我们也看到，在这个快速发展的过程当中，我们也面临金融风险易发多发高发的态势，金融风险防范日益成为比较紧迫的问题。

应该说，金融风险一方面是实体经济面临三期叠加这样一个严峻挑战的形势的反映，另一方面，金融体系积聚这么多风险，也的确是由于自身在建设和管理过程当中还存在明显的短板。

下面我就四个方面谈一下自己的看法。

第一个方面，监管套利方面存在的制度短板。

所谓的监管套利，也就是利用在监管制度上的不一致、不完备，来恶意逃避合理监管的行为。我们常说套利，套哪些利，我个人归纳起来，至少有六个方面：

第一是在期限方面套利，我们都知道短期资金成本低，长期投资收益高，但风险也高，所以过度借短买长，获取期限的溢价，这是一种常见的套利行为。

第二是信用套利，信用高的产品相对预期收益会低，因为它的安全性高，信用低的产品风险高，预期的收益也可能高。在投资活动当中，不顾自己的风险承受能力，过于追逐高风险的资产去获取信用溢价的这种行为就是信用套利。

第三是流动性套利，很多金融产品实际上需要有相当多的流动性的准备，流动性越高，相应来说损失的投资机会也会比较多，但是一些机构不顾可能的实际流动性需求，片面地追求非流动性资产，去获取流动性溢价，这也是一种套利的行为。

第四种是币种套利，过去人民币有升值压力

的情况下，很多机构进行负债的外币化、资产的本币化，现在又反过来操作，博取汇率利率之间的差异，进行币种套利。

第五种是资本套利，也就是我们经常说的以小博大，片面追求杠杆。

第六种是信息套利，利用信息的不对称性，“买的不如卖的精”，通过复杂的产品设计，恶意侵犯消费者的权益。

在这六个方面恶意的监管套利的行为规避了监管的制度和安排，利用了监管当中不完备的方面，结果会造成整个金融体系风险严重失控。在国际上类似恶意的监管套利行为也有很深刻的教训，比如美国的次贷危机，其中一个直接触发因素就是大量的投资银行、金融机构将次级的贷款进行证券化，销售给不具备风险承受能力的投资者，直接触发了美国次贷危机的爆发。

危机之后，国际社会也做了不少的风险防范工作以增强资本套利的成本，比如说增加透明度以减少信息套利等等一系列的政策安排。今后我们在风险防范的过程中，我认为防范监管套利方面有三个主要的内容：第一就是要加强监管的协调，第二就是要完善监管的制度，第三就是要加大检查处罚的力度。

第二个方面，因金融体系关联复杂而产生的制度短板。

现在机构之间你中有我、我中有你，风险牵一发而动全身，这样一种日益复杂的关联可以从四个维度去看。

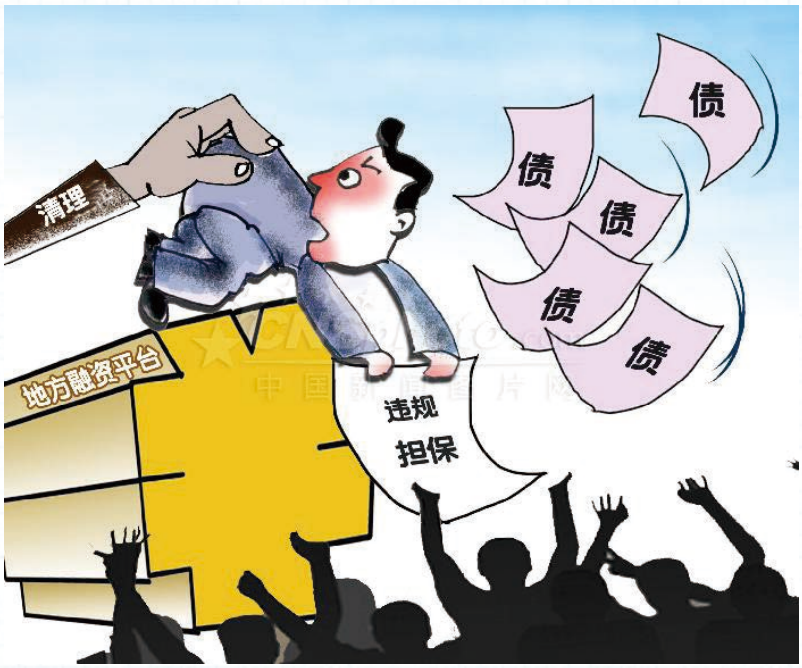
第一是股权结构，突出体现在交叉持股，以及利用特殊实体、壳等恶意规避金融监管的要求，形成了金融机构之间的混业以及实体与金融之间的混业，事实上造成了大量的金融控股公司追求金融全牌照闭环等行为。

第二是债务结构，从过去的以零售、存款为主的融资模式，快速转向批发性融资的模式，把融资的线条拉得很长，不仅是三角债，甚至四角债、五角债等等，通过债务把金融机构串联在一起。

第三是资产结构，投资行为由过去直接的信贷投资转向间接信贷投资，同时通过大量的担保、抵押、代持、证券化等方式，使得资产方变成你帮我管、他帮你管，造成底层资产的风险收益特征往上传递的过程当中，信息层层失真，一旦有问题就发生系统性的问题。

第四是交易平台，现在涌现不少新的交易平台，地方的金融交易所，各种管道、通道、互联网平台，各种市场，还有各种柜台（OTC）平台，这些平台日益交互连接，一个场所出问题也容易引起其他场所的共振。

这种复杂的关联结构加大了风险防范和处置的难度，因为追踪分析风险变得更加困难，处置时也容易造成系统性风险发生的概率加大。同时，在这个过程当中容易产生关联交易、内部人控制等各种各样的道德风险。



融资平台的问题

在国际上关联复杂也是造成危机升级的一个主要原因，在全球金融危机期间，一些产品，比如说ABCP（资产抵押的商业票据），比如利率掉期，大量的这些交易把各种各样的金融机构关联到一起，最后造成危机的形势迅速蔓延和扩展。

金融危机之后，国际社会也采取不少措施，来控制金融机构金融体系发展的复杂度，包括集中的交易平台，中央交易对手，集中的报告制度等等。

今后，我们应该从三个方面来处理关联复杂的情况。第一是明确规则和制度安排，明确什么样的投资人是合格的投资人。第二是完善信息披露，要把最终的受益人、控制人实行穿透式的披露。第三是降低耦合，关联复杂了以后，会使得我们整个风险管理的难度急剧上升。

第三个方面，在制度短板方面比较明显的是乱办金融。

金融的操作对象是货币，货币有它独特的地方，第一它是其他商品交易的媒介，包括劳动力、土地、设备等等。第二它是我们宏观经济调控的重要工具，第三也是老百姓重要的财富储藏形式。所以金融这个行业历来都是有管制的，但是过去几年我们也的确注意到，乱办金融的形势是比较严峻的，体现在四个方面。

第一是无照经营，没有取得相应的牌照就擅自开展金融活动，比如大量的跟互联网相关的一些活动。

第二是超越授权，有牌照但是超越授权进行经营，比如擅自扩大地域或交易的产品。

第三是开展非法的金融活动，这些金融活动本身就是法律禁止的，包括地下钱庄、各种金融骗局。

第四是恶意欺诈，虽然有牌照，也是在开展授权的经营活动，但是不当销售，恶意欺骗消费者，侵犯消费者正常的权益。

乱办金融的活动容易引起金融秩序的混乱，侵犯广大消费者的权益。很多金融机构把高风险的资产通过复杂的证券化的过程，卖给不具备风险承受能力和知识水平的投资者，造成大家的损失。

国际社会对这个方面惩罚力度非常大。据不完全统计，次贷危机以来，全球主要的大银行，在欺骗销售、操纵市场、反洗钱等这些不合规方面累计的罚款金额已经超过3200亿美元。下一阶段，在治理金融乱象方面，主要是要大力整顿金融秩序，把握好创新和合规之间的关系。

第四个方面，是制度短板里的刚性兑付。

所谓刚性兑付就是只能赚不能亏。一些投资者认为国有企业、地方政府、银行等这些都是国家的机构，不可能出现违约亏损，甚至参加一些乱集资等活动，出了问题也要求进行刚性兑付。

但风险和收益实际上是一个硬币的两方面，或者说是矛盾的两面。所谓的风险实际上是预期收益的不确定性，所以刚性兑付本身这个制度安排并不能消除这种不确定性的本质，它只能是问题的转移，而且刚性兑付还会助长人们的不理性行为，最后造成问题更加严峻、更加扩大。

国际社会对于“大而不能倒”这类刚性兑付问题，在危机之后引起了很大的关注，除了加强监管、加大控制以外，也制定了包括“生前遗嘱”等解体安排。

下一阶段，在我们国家金融监管体制完善的过程当中，刚性兑付问题应该是我们面临的一个重要的课题。我认为，还是要让市场机制发挥主导的作用，要让价格波动去提示我们的投资者和消费者投资有风险。同时我们要大力弘扬尊重契约和法律的精神，要践行卖者尽责、买者自负的制度安排。还要控制恶意逃债以及过度投机的道德风险。如果我们不能打破刚性兑付，那我们在金融监管上就应该更加严格。

按照党中央国务院的部署和安排，下一阶段我们一方面要抓紧做好化解金融风险的各方面工作，同时也要做好长期的制度设计和风险防范的安排。

（本文为作者在“中国财富管理50人论坛2017北京年会”上的发言）