

·经济与管理研究·

# 中国式庞氏融资的成因及治理研究

孙国茂

(济南大学经济学院,山东 济南 250032)

[摘要] 正在迅速蔓延的民间借贷已经演变成中国式庞氏融资,按照海曼·明斯基的金融不稳定理论,庞氏融资将增加金融体系的脆弱性,给金融体系和经济运行造成极大危害。对中国而言,庞氏融资将吞噬实体经济的经营成果,加大通货膨胀并提高失业率。现实说明,中国进行金融监管改革已是刻不容缓,而金融监管改革的条件是金融监管体制的改革。

[关键词] 民间借贷; 中国式庞氏融资; 金融监管

[中图分类号] F832.5 [文献标识码] A [文章编号] 1003-4145 [2012]02-0134-06

## 一、引言

民间借贷是民间金融的主要表现形式。国内对民间金融的研究始于上世纪90年代,这与国外对民间金融的研究几乎同时起步,不同的是,国外学者将民间金融定义为非正规金融(informal finance),是指没有被规制和制度化的任金融机构从事或参与的金融活动,包括货币借贷(money lending)、轮转基金(ROSCA)、储蓄和信用合作社(SCCs或ASCAs)、钱庄(money house)、典当(pawn brokers)等。国外学者在对一些发展中国家的金融体系研究后发现,民间金融在资金募集和资源配置方面发挥着重要的作用。民间金融之所以能够普遍而长期地存在,是因为正规金融体系在优化资源配置和推动经济增长的某些方面所表现出的低效率。<sup>①</sup>国内学者虽然对民间借贷进行了大量研究,而且取得了很多有价值的研究成果,但由于这些研究成果一直伴随着来自体制内的争议和怀疑,因而既没有转化为金融监管的具体实践,也没产生制度方面的积极效应,致使民间借贷在强大的市场需求作用下迅速蔓延,逐渐异化为对金融体系和经济运行具有冲击性和破坏性的庞氏融资。

## 二、庞氏融资的概念与特征描述

### (一) 金融脆弱性理论中的庞氏融资

金融脆弱性理论形成独立的研究领域始于上世纪的70年代。这一时期,美国等主要资本主义国家面临滞涨的经济形势,金融危机频繁发生,导致全社会巨大的财富损失,所以经济学家开始对金融本质属性——金融脆弱性进行研究,以期寻找金融危机的原因和规律。金融脆弱性理论分为两个流派,其中得到普遍认可和主要的流派是金融不稳定假说及其理论发展,而另一个流派则是基于DD模型为代表的“太阳黑子”金融脆弱理论,这一理论强调脆弱性由预期等因素产生,将金融危机的自我实现理论模型化,最终得到博弈的挤兑均衡结果。

金融不稳定理论最早由美国经济学家海曼·明斯基(Hyman P. Minsky)提出。明斯基是现代金融理论最重要的开创者之一,国际金融危机爆发后,明斯基被公认为是当代研究和解释金融危机最权威的经济学家。事实上,早在上世纪50年代,明斯基就提出了“金融不稳定假说”(Financial Instability Hypothesis),并预见了一整一代人都无法理解的经济转型和金融危机。如今,金融不稳定理论已成为金融经济学领域的经典

收稿日期:2011-12-10

作者简介:孙国茂,男,经济学博士,济南大学经济学院教授,博士生导师。

①孙阳《民间金融微观基础的经济学分析》,《经济评论》2009年第2期。

理论,并被人们不断讨论和完善,成为政府加强金融监管和实行金融管制的理论依据。

明斯基从经济周期波动的角度,通过分析微观经济主体的财务杠杆与经济周期之间相互影响来说明金融的脆弱性,提出金融不稳定假说。明斯基强调金融在经济运行中的核心作用并突出了投资在金融活动中的作用,认为经济的不稳定集中体现在金融的不稳定上。明斯基从微观经济层面描述金融与投资的关系,资本主义经济的资本扩张伴随着金融活动——未来的货币与现在货币的交换活动。现在的货币可以用来投资和生产,而未来的货币就是利润,利润可以增加资本资产。对投资项目的融资所产生的负债是在确定日期支付货币的承诺,商业银行在这一支付承诺中处于核心地位。对未来收入的预期决定着融资的数量和价格,而这种预期的正确程度则决定着能否偿还债务。

基于这样的分析,明斯基得出,为投资而进行融资活动是经济运行中不稳定性的重要来源。明斯基进一步对债务人的类型结构进行分析,并根据收入——债务关系,将市场中的融资行为分为三种类型:(1)对冲性融资(hedge finance),即债务人预期从融资合同中所获得的现金流能够覆盖利息和本金,这是最安全的融资行为;(2)投机性融资(speculative finance),即债务人预期从融资合同中所获得的现金流只能覆盖利息,这是一种利用短期资金为长期头寸进行融资的行为;(3)庞氏融资(ponzi finance),即债务人的现金流既不能覆盖本金,也不能覆盖利息,债务人只能靠出售资产或者再进行新的融资来履行支付承诺。

简单地说就是,在第一种融资行为中,债务人稳健保守,因为负担少量债务,所以由融资所产生的现金流足够偿还债务本金和利息;在第二种融资行为中,债务人的不确定性开始增强,由融资所产生的现金流仅仅能够偿还债务利息,而债务的本金还要继续滚动下去;在第三种融资行为中,债务人只能靠融资所形成的资产升值,变现后带来财富的增加来维持自己对银行的承诺,如果资产不能升值那么只能增加债务才能维持下去,这势必呈现出很高的财务风险,一旦资金链断裂,不仅债务无法偿还,而且融资所形成的资产价格也会出现暴跌,从而引发金融动荡和危机。现实中,美国的次贷危机就是庞氏融资的一个典型案例。次贷危机发生前,人们依靠银行的信贷购进了房产并以此作为抵押,如果房地产价格节节上升,抵押品就越来越值钱,银行的业务就会越做越大,信贷就会放松;一旦地产价格急转直下,抵押品价值严重缩水,众多的购买者丧失了分期付款的能力,即使银行收回了房产,也无法抵偿银行贷款,危机由此产生。

金融不稳定理论还认为,金融市场的脆弱性与投机性投资泡沫内生于金融市场。在经济景气时期,人们承担风险的偏好加大,高收益使投资者在承担风险方面变得越来越不谨慎,公司和个人融资所产生的现金流增加并超过偿还债务部分,自然就会产生投机的陶醉感。但是,由于市场是波动的,任何投资收益都存在不确定性,当债务超过了债务人收入所能偿还的金额时,投机性融资和庞氏融资所制造的借贷泡沫随之破裂。此时,银行和债权人必然会收紧信用借贷,作为结果,金融危机同样会殃及到那些能够负担借款的公司,于是,经济全面紧缩。

有必要说明的是,庞氏融资是明斯基在金融不稳定理论中经过严格定义的专门术语,它和人们通常所说的庞氏骗局(ponzi scheme)并不是一回事。庞氏骗局必定是一种欺诈融资行为,而庞氏融资却不一定包含欺诈行为。在《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》中,明斯基对庞氏融资做了进一步界定:庞氏融资通常与边缘性和欺诈性的融资活动联系在一起,虽然其最初的意图并不一定是要进行欺诈。<sup>①</sup>

## (二) 中国民间借贷已经具有明显的庞氏融资特征

研究表明,不论是在中国还是在海外,民间借贷或民间融资行为都是长期存在的。通常,民间借贷活动中的资金和资金供给方都是来自民间,但进一步分析发现,在民间借贷活动中的资金需求方分两种情况,即企业和个人。本研究只关注企业参与的民间借贷行为。

根据罗丹阳(2009)的研究,在我国东部民营经济发达地区,民间借贷在过去的20多年里一直非常活跃。<sup>②</sup>民营企业或中小企业参与民间借贷既是现行金融制度条件下的无奈之举,也是非正规金融市场自然选择的结果。来自浙江温州地区民间借贷的统计数字显示,在2001—2007年的时间里温州地区民间借贷利率与银行贷款利率之比一直小于3倍。这样的民间融资行为属于典型的对冲性融资,它是对正规金融活动的补充,尽管没有得到金融监管当局的鼓励,但是却受法律保护。<sup>③</sup>然而,随着2008年以后国家采取“从紧

<sup>①</sup>海曼·明斯基《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》,北京:清华大学出版社2010年版。

<sup>②</sup>罗丹阳《中小企业民间融资》,北京:中国金融出版社2009年版。

<sup>③</sup>诸葛隼《民间金融创新:温州的实践》,《上海经济研究》2009年第4期。

的货币政策”这种情况发生了变化。2011年以来,研究人员和专业财经媒体对国内民间借贷市场做了大量的研究和调查,公布的调查结果和研究数据令人触目惊心。根据调查统计,2011年上半年民间借贷利率已普遍涨至月息6%到8%,即年息高达72%—96%,有的民间借贷公司年息甚至上升到120%。目前银行一年期贷款利率为6.56%,而广州地区民间借贷利率已达到银行贷款利率的18倍。

2011年8月,招商证券出版了金融行业深度研究报告《流动性不平均下的民间融资盛宴》。报告估计,全国民间融资规模为6—7万亿元,约占人民币存款总额的8%,几乎等于新增年度信贷规模!而此前,野村国际(香港)也曾对中国内地的“影子银行”作过调研,按照其公布的数据,2010年中国内地“影子银行”的贷款余额为8.5万亿元,相当于全年GDP的21%。中国人民银行的统计显示,截止2011年第三季度末,全国共有小额贷款公司3791家,其中的1200家是今年新开业的;分布在全国各地的各类担保公司、典当公司数量则高达上万家;在我国东南沿海和江浙一带,各种钱庄、合会和标会更是如雨后春笋般地蓬勃发展。问题是,为什么会有这么多的各类机构参与民间金融活动?为什么大量的资金没有进入银行体系而是选择了民间借贷市场?答案只有一个——追求高额利息!也就是说,目前的民间借贷市场已经发展成了一个名副其实的高利贷市场!

以往,人们普遍认为高利贷是旧中国的社会毒瘤。事实上,在任何经济社会里人们都不难找到高利贷这种经济鸦片的踪迹,最近媒体披露的一些民营企业因逃避巨额债务而出逃或自杀的消息就验证了这一点。如果仅仅从定义上理解,高利贷包括了投机性融资和庞氏融资两种情况,但如果从大量的调查报告和研究报告所显示的融资成本数据上看,目前中国民间借贷市场上的绝大多数融资行为已经演变成成为典型的庞氏融资。耐人寻味的是,明斯基的金融不稳定理论包括了三层含义:庞氏融资、金融不稳定性和资本主义经济危机。按照这样的逻辑,中国式庞氏融资的结果是什么呢?对此,明斯基指出,投机性融资和庞氏融资所占的比重越大,经济中总的安全边际就越低,同时融资结构的脆弱性就越严重。

### 三、庞氏融资对社会经济的影响

如果明斯基的金融不稳定理论是对的,那么,大量的庞氏融资存在极有可能会给社会经济带来灾难性后果,就像资本主义的金融危机一样,这种灾难性后果还将长期持续影响宏观经济运行。对于大多数人来说,可能更关注庞氏融资当前所造成的社会影响,本文从经济学角度来分析庞氏融资的危害。

#### (一) 加剧通货膨胀

马克思主义经济学和西方古典经济学都认为,工资、地租和利息是构成商品价格的三大基本要素。因此,在全社会的经济活动中,当工资总额和地租总额不能明显下降时,资金成本上升的直接结果就是全社会商品价格的上升。根据中国人民银行公布的统计数字,2011年前三季度我国平均银行信贷规模约为50万亿元,我们假设2011年全年的银行信贷规模为50万亿元,目前尽管金融监管部门规定一年期银行贷款利率为6.56%,但考虑到超过一年期的存量贷款余额,银行信贷部分的年平均利息超过8%。同时,我们假设民间借贷市场全年的融资规模为6万亿元,年平均利息为40%,那么,全社会的平均融资成本可以估算为:

$$R = 8\% \times 50 / (50 + 6) + 40\% \times 6 / (50 + 6) = 11.43\%$$

这个数字已经接近一年期银行贷款利率的两倍。尽管在规范研究的条件下,我们无法准确计算全社会平均资金成本,但我们有理由相信,这样的估算可以部分的说明问题。事实上,这是一个非常保守的估算。在这样的平均资金成本条件下,想消除和降低通货膨胀都是不可能的!换句话说,管理层任凭庞氏融资泛滥,却承诺把CPI控制在某一水平,不是缘木求鱼就是自欺欺人。而对于社会公众和一般投资者来说,罔顾民间借贷愈演愈烈却一味地关注物价指数的每月变动,则实在是一种盲目和幼稚。

#### (二) 吞噬实体经济的经营成果

即使按照上述保守的估算,我们仍可以得出全年民间借贷资金成本超过2万亿元!即:

$$K = 40\% \times 6 = 2.40 \text{ 万亿元}$$

由于绝大多数的民间借贷属于非法金融活动,所以按照现行的会计制度和相关税法,民间借贷资金成本只能从企业的税后利润中进行计提。统计表明,垄断整个国家经济命脉的全部中央企业2010年的净利润仅有1.13万亿元,而代表中国经济精英成分的2176家上市公司,2010年尽管营业收入占GDP的44%,但净利润也只有1.58万亿元。经过这样的比较,我们不难想象,大量的、充斥整个社会的庞氏融资可能会吞噬全社会实体经济的经营成果!

民间借贷和庞氏融资持续存在的必然结果是:要么,大量从事实体经济的中小企业在“食利效应”的作

用下转而从事实体经济;要么,大量中小企业在高资金成本的压力下陷入财务困境、经营难以为继,企业最终走向破产或关闭。

### (三) 增加失业率

其实,对于当下的中国来说,最严重的和最亟待解决的社会问题既不是物价,也不是房价,而是失业问题! 国家统计局公布的2010年全国城镇登记失业率为4.1%,登记失业人数为905万人,但是这个指标不包括农村劳动力,所以不能真实地反映我国失业问题的严重程度。国家每年能提供的新增就业岗位大约为1000万个,远不能满足新增就业人口的需要。人大十一届四次会议的《政府工作报告》提出,2011年我国城镇新增就业900万人以上,城镇登记失业率控制在4.6%以内。资料显示,目前我国中小企业有1000万家,提供了大约80%的就业岗位。而来自工商管理部门的数字则表明,目前我国4300万家民营企业提供了全部7.79亿个就业岗位中的91.8%的就业岗位(郑宇民,2011)。不管怎样理解,这两组数字都能说明中小企业为社会承担了绝大多数的就业岗位。这意味着,哪怕只有1%的中小企业出现破产或关闭,那么政府为解决就业所做的全部努力也会功亏一篑!更何况,从就业结构来看,中小企业中的就业者大多是社会底层的低收入者,有的甚至没有被社会保障体系所覆盖,这样的人群一旦失业就意味着失去了所有的生存条件,必然会给社会带来严重后果。

另外,从大量的媒体调查得知,民间借贷市场的资金来源主要有两部分,一部分是银行体系信贷资金的“漏损”;另一部分是大量民间小额资金的“汇集”。民间资金的汇集事实上是一个“逆向传销”过程。在这个过程中,处在最低端的人是资金的原始提供者,处在最顶端的则是贷款机构或个人,即高利贷者。其中,个人高利贷者也被俗称为“爪王”。在原始资金提供者和“爪王”之间还有很多层次的食利者——“放爪人”。原始资金提供者为了避免“负利率”给自己带来的损失,把资金交给“放爪人”,“放爪人”起着汇集资金的作用,但他们也在层层加息——这就是为什么民间借贷的资金成本会高得惊人。一旦融资企业或个人出现财务困难,无法偿还借款,“爪王”和“放爪人”就会逃之夭夭,此时,最悲惨的就是那些原始的资金提供者,他们会在瞬间沦为中国社会从未有过的破产者,结局往往比失业还要悲惨。

## 四、中国式庞氏融资的成因分析

造成民间借贷泛滥,产生中国式庞氏融资的原因有很多,本文认为主要原因有三:一是长期的金融压抑;二是行政壁垒下的分业监管;三是信贷资源分配中的所有制歧视。

### (一) 金融压抑的结果

上世纪70年代,罗纳德·I·麦金农(Ronald I. McKinnon)和爱德华·肖(Edward S. Shaw)分别提出了金融深化理论。<sup>①</sup>金融深化理论认为,经济发展的前提是金融不能受到压抑,政府对金融的干预将阻止或妨碍经济的发展。麦金农和肖所说的金融压抑是指市场机制作用没有得到充分发挥的发展中国家所存在的金融管制过多、利率限制、信贷配额以及金融资产单调等现象。具体表现为利率管制、实行选择性信贷政策以及对金融机构进行严格监管等等。陆峰、姚洋(2003)的研究结果也证明,金融压抑的后果是造成金融资源的实际成本和名义成本之间出现差距,由此激励经济体和个人参与一些不合法但却有利于推动社会生产的活动,结果,加强法治未必有助于金融的发展。<sup>②</sup>在中国,金融部门存在着“漏损效应”,即金融资源从享有特权的国有部门流向受到信贷歧视的私人部门的过程。

民间金融的存在和发展是金融深化的结果还是金融压抑的结果,对此,国内外学术界和理论界争议很大。有学者把日本、韩国和我国台湾地区的民间金融规范化的过程理解为金融深化的一部分。从制度经济学角度来理解,这样的逻辑是正确的。在中国的经济的发展过程中,随着经济规模的不断扩大,一部分金融活动溢出体制外是必然的,问题在于应当及时的将体制外的金融活动规范化并实施一定程度的金融监管。但是,由于长期的金融压抑不仅将大量金融资源集中在国有金融部门,而且从制度上排斥了国有金融部门以外的金融活动,这就使国有金融部门以外与金融活动有关的制度几乎成为空白。从某种意义上说,金融制度缺失是近年来民间借贷由萌芽到泛滥并发生异化的重要原因。

### (二) 微观审慎监管理念下金融分业监管失效的结果

<sup>①</sup>参见罗纳德·麦金农《经济发展中的货币与资本》,上海三联书店1998年版;爱德华·肖《经济发展中的金融深化》,上海三联书店1998年版。

<sup>②</sup>陆峰、姚洋《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》北京大学中国经济研究中心2003年8月。

长期以来,中国实行分业经营、分业监管的金融监管模式,金融分业监管体现了微观审慎监管的理念,把防范单一金融机构风险和防止金融风险蔓延作为监管重点和监管目标。分业监管模式最早是借鉴美国的金融监管模式,在美国,分业监管制度从金融机构的成立、经营管理、公司治理、投资原则以及信息披露等各个方面都做了非常严格的规定,基本上可以保证金融机构没有问题,这在上个世纪相当长的一个时期内被证明是有效的。需要说明的是,尽管上个世纪美国采用了分业监管模式,但是美国的社会制度和国家精神始终鼓励创新,所以美国的金融创新并没有因为分业监管而受到制约。然而,在我国的政治体制下,分业监管不仅严重制约了金融创新,而且还在金融行业内形成了以追求“部门政绩”和保护部门利益为目的的、难以逾越的行政壁垒,这样的行政壁垒极易演化为监管寻租。事实上,保护部门利益本身就是一种集体寻租,更不用说国有金融部门普遍存在的“漏损效应”了。

发生在美国的金融危机是美国金融业过度创新并伴随着“影子银行”快速发展的结果。但是金融危机也促使美国政府痛下决心,全面实行金融监管改革——从过去的微观审慎监管转向宏观审慎监管。长期的金融分业监管也使中国产生了大量的“影子银行”,不幸的是,中国的“影子银行”虽然繁殖能力很强,但却因为缺乏创新能力和创新动力,只能从事最低级的金融活动——高利贷,即中国式庞氏融资。

金融现实说明,行政壁垒不仅极大消蚀了分业监管的效力,造成监管失效和形成监管真空,而且还会加大政策疲劳,使得很多与金融监管配套的调控政策难以持续。

### (三) 所有制歧视的结果

来自中国人民银行的数据显示,我国反映银行信贷规模占社会融资总量的比重逐年下降,在过去的10年里下降了将近50%。金融部门在金融资源配置过程中的选择性行为长期以来一直存在,而且随着经济的发展和金融资产总量的扩大,这种现象几乎没有改变——这在其他发展中国家并不多见。由于存在准备金约束和风险管理约束,中国商业银行信贷行为中普遍存在着信贷歧视现象。陆正飞(2009)等人认为,我国商业银行的信贷歧视现象在银根紧缩的背景下表现得尤为明显,而金融监管部门在银根紧缩期间出台的商业银行贷款政策和信贷纪律则进一步加重和鼓励了信贷歧视。<sup>①</sup>统计显示,在过去的十几年里,我国非国有部门对中国GDP的贡献超过70%,但非国有部门通过正常渠道获得的银行贷款却不到20%。从2008年以来,我国持续实行“从紧的货币政策”,这一方面导致商业银行信贷歧视逐步加剧,另一方面,由于在宏观调控过程中频繁使用数量型货币工具,却很少使用价格型货币工具,导致金融脱媒现象逐步加剧(去年以来存款负增长的情况多次出现)。在此情况下,大量中小企业,尤其是民营企业只能选择民间借贷市场来满足融资需求——这是民间借贷泛滥最合理的解释。因为存在越来越大的资金需求,资金平均成本也越来越高,所以民间借贷逐步发展成庞氏融资。

2011年10月,国务院出台了9条财政金融政策措施,支持小微企业,以缓解中小企业融资困难。但是,这些政策措施带有明显的临时性特征,因而不具有持续性的制度效应。如果不能从根本上消除信贷歧视,中小企业就无法摆脱对民间借贷市场的依赖。从本质上说,信贷歧视所反映出的正是所有制歧视。

## 五、结论与建议

民间借贷的泛滥需要具备两个基本条件,一是在银行体系资金成本缺乏弹性的情况下,经济运行中存在着大量的从银行体系“漏损”出来的信贷资金和以对冲“负利率”为目的的社会闲置资金;二是存在着大量的以逐利为目的的“影子银行”。人们不禁要问,为什么银行体系的信贷资金会发生“漏损”?为什么“影子银行”会野蛮生长?我们的金融监管部门哪里去了?金融监管究竟效率何在?

### (一) 金融监管改革迫在眉睫

2010年7月,在奥巴马政府的极力推动下,美国国会最终批准了金融监管改革法案(Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)。该法案的通过对全世界的金融监管改革产生了巨大影响。当时,国内很多专家学者对中国金融监管改革也提出了建议和观点,但是,随着时间的推移,这些要求金融监管改革的呼声已经渐渐弱化。今天,当我们重新回顾和审视时就会发现,当时的很多观点和建议大多基于对美国金融监管实践的“路径依赖”,而非立足于中国的金融现实。中国和美国在监管理念、监管体制、金融市场结构和金融市场发育程度等很多方面存在巨大差异,这意味着,造成金融危机的风险因素也会有很大差异,而眼前正在发生的中国式庞氏融资就恰恰说明了这一点。

<sup>①</sup>陆正飞《银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》,《金融研究》2009年第8期

大量的民间借贷已经引发了很多社会问题,它可能产生的各种风险也已引起政府、金融监管部门以及社会各界越来越多的关注。在无法解决资金供给,满足中小企业资金需求的情况下,要想消除民间借贷和庞氏融资是不可能的。短期来看,尽快完善相关制度,以过渡性的制度安排来弥补监管真空,规范民间借贷市场,不仅必要而且有效,可以达到控制风险,防止风险蔓延的效果。但从长远看,如果不进行金融监管改革,提高金融监管效力,庞氏融资还会大量产生并长期存在。因为只要大量的“影子银行”继续游离于金融监管之外,它们就会利用分业监管的行政壁垒,绕开监管从事风险业务。愈演愈烈的庞氏融资告诉我们,进行金融监管改革已是迫在眉睫,刻不容缓。

## (二) 宏观审慎监管是金融监管改革的明智选择

2010年11月,在韩国首尔召开的G20峰会正式审定通过了巴塞尔委员会制定的第三版巴塞尔资本协议,即巴塞尔协议Ⅲ。巴塞尔协议Ⅲ所增加的最重要的内容就是对系统重要性金融机构的附加资本要求等一系列具备鲜明宏观审慎特征的新规定,体现了宏观审慎监管的金融监管理念。包括中国在内的与会国家承诺将执行这个协议,并实行金融监管改革。2011年5月,中国银监会正式发布《中国银行业实施新监管标准指导意见》,提出将宏观审慎监管与微观审慎监管相结合的监管改革思路,并在巴塞尔协议Ⅲ的基础上规定了中国银行业资本充足率、杠杆率、流动性和贷款损失准备等监管标准。对此,周小川(2011)主张,中国是G20重要的成员国,发挥着重要的核心作用,对于G20形成的共识,中国要在实践中落实和推进。<sup>①</sup>从现实情况看,我国金融行业有必要、也有条件尽快采纳和运用宏观审慎性政策框架。事实是,中共十七届五中全会决议和国家“十二五”发展规划都已经明确提出要“构建逆周期的金融宏观审慎性政策框架”。

所谓的宏观审慎监管,就是通过对系统重要性金融机构的监管和风险相关性的分析,来防范和化解系统性风险,确保整个金融体系安全运行,避免金融危机发生的一种监管模式。与微观审慎监管相比,宏观审慎监管在监管的中间目标和最终目标上都有明显的区别。在中间目标上,宏观审慎监管关注防范金融体系的整体失败,而微观审慎监管则重在防止单一金融机构的破产;而在最终目标上,宏观审慎监管意在避免或降低因金融不稳定而引致的宏观经济成本,而微观审慎监管则旨在保护金融消费者的利益。宏观审慎监管其实是那些经历过金融危机国家在总结失败教训并经过深刻反思后的必然选择。因为庞氏融资的大量存在,中国的金融现实令人担忧,要避免“影子银行”酿成系统性风险,宏观审慎监管是金融监管改革的明智选择。

## (三) 监管体制改革是实施宏观审慎监管的必要条件

尽管宏观审慎监管已经成为中央政府和金融监管部门的共同选择,但对如何实施宏观审慎监管却缺乏统一认识,各方观点莫衷一是。李扬(2011)认为,实施宏观审慎监管的关键是建立协调机制,一是监管当局的协调,重点是功能监管体制的建立及监管规则的统一;二是监管当局和货币当局的协调。货币政策主要是宏观的总量的政策,而金融监管是微观的结构的政策,所以重要的是总量政策和结构政策协调;三是监管部门、货币部门、财政部门和国家发改委的协调;夏斌(2010)认为,基于目前中国“一行三会”的监管格局,有必要在此基础上,成立一个宏观审慎管理小组或机构,汇总搜集相关数据,研究制定具体的相机抉择目标和政策指标,参与在宏观审慎管理上的国际合作等,统一向国务院决策负责。

本文认为,现有的金融监管体制无法保证实施宏观审慎监管的有效性。一个典型的例子是2004年6月由中国银监会、中国证监会和中国保监会三家金融监管部门共同建立的“监管联席会议机制”。监管联席会议成员由三家监管部门的主席组成,每季度召开一次例会,讨论和协调有关金融监管的重要事项、已出台政策的市场反映和效果评估以及其它需要协商、通报和交流的事项。2004年6月,三家金融监管部门对外公布了监管联席会议的工作制度——《在金融监管方面分工合作的备忘录》。但此后,监管联席会议就再也没有结果了。要确保宏观审慎监管的有效性,就必须对现有监管体制进行改革。只有打破金融监管中的行政壁垒才能全面实施宏观审慎监管。在2011年出版的《制度、模式与中国投资银行发展》一书中,笔者曾提出未来中国金融监管模式应是带有功能性监管特征的统一监管,金融监管体制是成立国务院金融监管委员会与中国人民银行共同履行监管职能。事实上,钱小安(2006)、吴晓求(2011)和曹凤岐(2011)等学者也提出相类似的观点,即中国金融监管改革的目标应是建立“一行一会”的金融监管体制,并实行统一监管。

(责任编辑:栾晓平 E-mail:luanxiaoping@163.com)

<sup>①</sup>周小川《金融政策对金融危机的影响:宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑和主要内容》,《金融研究》2011年第1期。