

金融监管体系迭代的理论分析

尹振涛

回 顾金融监管的历史发展，很容易令人产生这样的印象，即金融发展的过程是“加强监管”与“放松监管”两者不断交替而构成的循环：每当金融与经济发展所伴生的风险威胁到金融乃至经济体系的稳定时，政策当局就会采取各种手段对金融活动加以控制；相反，一旦上述金融监管措施阻碍了金融创新，削弱了金融竞争力，构成经济增长的瓶颈，政策当局又会放松监管措施，为金融活动留出更大的空间。

这种普遍存在的观点不无道理。从某个角度来看，金融监管与金融创新之间，或者在更高的层面上，金融稳定与金融发展之间，的确存在着一定的权衡关系。推动经济增长的金融发展必然会伴随着一定的风险，进而威胁金融稳定，因此，政策当局必须要在发展与稳定之间保持适当的平衡。但是上述观点又存在着片面之处。首先，从长期来看，稳定与发展是高度一致的。累积的金融风险所导致的危机可能使得数十年的经济发展成果毁于一旦，甚至令整个社会失序。因此，失去了金融稳定这一前提，金融发展在长期上必然是不可持续的。其次，即使是在短期，金融监管的存在对于金融市场的正常运转也有着极为关键的意义。

金融是经济活动中信息不对称最为严重的领域之一，如果没有外部监管与信用体系作为支撑，“劣币驱除良币”就会成为普遍现象，导致金融市场的急剧退化甚至崩溃。在此方面，虽然“地下金融”的存在经常被作为批评过于严格的金融监管的论据，但其本身却不是否定金融监管必要性的理由。作为“地下金融”或“民间金融”信用基础的社会关系网络与私人救济很难推广到现代金融体系运行所要求的尺度范围，这也解释了为什么这类金融活动通常处于较为初级的发展形态。同时值得注意的一点是，“地下金融”经常依托于“正规金融”而存在，并以后者的合规经营所留下的套利空间作为自己的生存基础，其风险也在相当程度上被后者所分担了。

在理论层面上，监管当局的功能首先在于维护金融市场“元规则”的稳定性。这些“元规则”包括产权制度（自



由交易的权利)和契约(交易形式)等，它们构成了基本的金融交易正常进行以及更高层次制度创新的基础。在这方面，金融监管的重要性在于，尽管某些市场规则的形成和维持是自发的——如交易中的机会主义行为在一定程度上可以通过长期交易关系和声誉机制来加以约束，但大部分的经济制度却并非自我实施(self-enforce)的，它们需要外在的力量来加以保护。除此之外，金融监管的另一个重要功能是对市场失灵进行干预和提供公共物品。当递增报酬、垄断、不对称信息和外部性等因素导致金融市场的运作可能显著偏离社会最优状态时，监管当局就有必要介入。这种介入可能是直接的，即监管当局直接动用行政力量对资源的配置进行干预，也可能是间接的，即帮助金融市场建立起可以克服上述干扰因素的新制度。

由于市场失灵现象的存在和人们的有限理性，监管当局常常会对金融市场的制度创新加以约束，尽管这些创新并没有违反基本的产权和契约制度。例如绝大部分国家都对金融机构的资质有严格的要求，同时某些金融交易是被禁止的，因为它们可能对投资者的利益和整个金融体系的稳定造成损害。不过在另一方面，监管当局也可能成为金

融创新的积极推动者。监管当局作为信息中介和规则仲裁者的优势使得它能够帮助金融市场主体克服新制度创立时常常面临的协调问题，并且可以通过补贴的方式降低新制度建立时和运行初期的交易成本。对于中国这样正处于金融体系改革与金融市场培育过程中的经济体，监管当局在金融创新上的引导和保护作用就表现得更为显著。

意识到金融监管与金融发展的上述关系之后，如果用更为综合性的视角来反思金融监管体制的变迁，就会发现它更倾向于螺旋式的上升而非简单重复的“治一乱”循环，其背后也隐藏着诸多的影响因素。如经济与金融环境的变化、金融政策目标的不同、金融知识的积累、监管技术的进步等。举一个简单的例子，在监管当局对金融体系的运行机制认识不足也缺乏适当调控手段的情况下，其面对可能导致经济失序的金融创新的自然反应就是以“一刀切”的方式直接叫停，而在发现这种做法会导致金融发展停滞之后又只能再次无奈地全面放开。但是在监管当局有了更多经验和更为有效的调控工具之后，就能够实施选择性的操作，从而使上述政策性经济周期得以平滑。

理解上述观点的一个关键在于，从来就不存在完美的金融监管体系。在理想的情况下，金融监管体系的规模、结构、运行模式是公共选择的结果。但在更为一般和现实条件下，它则是行为人在更为基本的制度约束下相互博弈的产物，并且其结构和功能具有路径依赖的性质。同时非常重要的一点是，不管其产生的具体途径是哪一种，都很难保证金融监管体系结构的最优性。如果仅仅从绩效的角度出发，最优的金融监管体系规模和结构是在其功能与成本之间加以权衡的结果。最优的金融监管体系应当以尽可能低的成本来实现其目标，而这一能力则取决于四个基本因素：技术、信息、激励和资源。其中技术条件构成了监管机制的根本约束，信息和激励是决定监管体系组织效率的关键因素，而不同监管部门能够获得的资源数量则对其行政能力做出了最终限制。

上述分析只是一个静态的分析框架，通过它我们能够理解由于监管当局经验积累和监管技术进步而带来的监管政策变迁，但在现实当中，金融监管体制变迁的更重要原因常常在于，经济与金融实践的发展使得金融监管的目标与功能本身发生了转移。即便是金融监管的基本目标，不同环境下“系统性风险”的具体表现及其决定因素可能并不相同，监管当局在不同基本目标上的权重分配也会相应发生变化。在这种情况下，金融监管体系很可能就需要全

新的监管理念与机制来应对形势发展的挑战。

当前全球金融监管改革中宏观审慎管理的兴起就是其中的一个例子。随着现代金融体系的日益复杂化，各种金融产品的爆炸式增长，金融机构的行为模式及其经济效应也发生了很大的变化。在复杂的金融体系下，传统的微观审慎监管已经难以独立承担维护金融稳定的任务，不仅如此，它还产生了顺周期性等问题，从而使得自己本身成为了影响金融稳定的一个因素，美国次贷危机就是一个最好的例子。出现这一情况的根本原因在于，现代金融体系是一个复杂系统，它的总体运行状态不能简单地归结于其子系统运行状态的加总，因此要求单个金融机构保持传统意义上的“良好”经营状态并不足以保证整个金融体系的稳定，甚至可能由于“合成谬误”产生相反的效果。并且在现代经济体系中，金融监管也越来越不可能脱离货币政策等宏观因素而独立存在，相反，其实施效果极大地依赖于这些整体性的背景因素。因此，金融监管要走出传统围绕个体金融机构进行监管的框架，就必须从金融体系的总体层面出发，综合考虑各种因素对金融稳定状况进行评估，同时在总体层面上对监管指标与工具进行选择 and 运用，宏观审慎政策就是上述各种因素的一个共同产物。它实际上是在金融稳定的层面找到了宏观与微观之间的一个结合点，并因此大大拓展了中央银行的职责范围和可控选择的政策工具箱。

对于正面临经济增长方式调整和经济增速放缓的中国，通过宏观审慎管理来防范系统性金融风险和维护金融市场稳定就显得尤为重要。在宏观审慎政策的实施当中，主管机构的设置和权限划分非常关键。其中的要点在于，主管机构的设置与职权分配不仅取决于政策制定者的目标与具体的经济环境，而且具有路径依赖的特性，也就是受制于原有的金融监管结构。例如，我国实行的分业监管体制，其优势在于分工明确，各监管部门可以迅速在专业领域内积累起较高的技能与经验，但是这一模式的缺陷在于不同监管部门之间的信息与资源被分割，因而不利于金融形势的综合判断和跨域经营的监管，而这两种能力对于宏观审慎政策恰恰是至关重要的。因此，如何在现有监管体制基础上进行改革以适应宏观审慎政策的需要，是我国未来监管框架建设中的一个重要问题。（作者为中国社会科学院金融研究所法与金融室副主任）□