

防控系统性金融风险： 新内涵、新机制和新对策*

王国刚

[摘要]2008年国际金融危机揭示了一种新的系统性金融风险。这种系统性金融风险主要是指建立在高杠杆和脱实向虚基础上的金融交易,通过资产-债务联动机制和扩散传染机制,在金融市场持续下行条件下所引发的有毒资产多米诺骨牌效应和金融危机。这种系统性金融风险以资产-负债联动机制为触发条件,但它要转化为必然性,还需要三个依次递进的条件发生:金融资产价格持续大幅下跌、系统重要性金融机构资产负债表衰退、资产-负债联动机制传递中的持续扩散效应。近年来,在金融机构、类金融机构和非金融机构的既彼此合作又相互竞争中,资产-负债的联动机制已将中国金融的“条”和“块”编织成了一张庞大的金融运作蛛网。这张蛛网的各条线均已显示绷紧的趋势,脆弱性正在逐渐提高。毫无疑问,防控系统性金融风险已是金融运行和国民经济运行的当务之急,理应放在更加突出的位置。要充分有效地防控系统性金融风险,需要建立和完善六个机制:建立金融数据和金融信息的精准性统计机制,强化对系统重要性金融机构的流动性监管,强化对金融市场运行态势的监控,强化“去杠杆”,增强实体企业的盈利能力,完善和改革金融监管框架。

关键词:系统性金融风险 新内涵 新机制 新对策

JEL 分类号:G01 G18 G28

防控系统性风险是中国经济金融运行中一个至关重要的政策取向,也是十八大以来中央始终关注的重大经济金融问题。2012年12月,中央经济工作会议强调:“要高度重视财政金融领域存在的风险隐患,坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。”2013年12月,在布局2014年经济工作中,中央经济工作会议强调指出:要着力防控债务风险,要把控制和化解地方政府债务风险作为经济工作的重要任务,把短期应对措施和长期制度建设结合起来,做好化解地方政府债务风险各项工作。2014年12月,在“准确把握经济发展新常态”背景下,中央经济工作会议明确指出:从经济风险积累和化解看,伴随着经济增速下调,各类隐性风险逐步显性化,风险总体可控,但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间,必须标本兼治、对症下药,建立健全化解各类风险的体制机制。2015年12月,在落实“三去一降一补”的供给侧结构性改革中,中央经济工作会议强调指出:要防范化解金融风险。对信用违约要依法处置。要有效化解地方政府债务风险,做好地方政府存量债务置换工作,完善全口径政府债务管理,改进地方政府债券发行办法。要加强全方位监管,规范各类融资行为,抓紧开展金融风险专项整治,坚决遏制非法集资蔓延势头,加强风险监测预警,妥善处理风险案件,坚决守住不发生系统性和区域性风险的底线。2016年12

* 王国刚,中国社会科学院金融研究所所长,研究员,博士生导师,经济学博士。

月,在落实“稳中求进”工作主基调的背景中,中央经济工作会议再次强调,要把防控金融风险放到更加重要的位置,下决心处置一批风险点,着力防控资产泡沫,提高和改进监管能力,确保不发生系统性金融风险。

可以看出,2012年以后的5年来,在推进经济“稳中求进”过程中,中国采取了一系列积极举措防控和化解金融风险,取得了一些积极重要的成果,守住了不发生系统性金融风险的底线。但防控系统性金融风险的情势依然严峻,丝毫不能掉以轻心。要深刻理解和把握“把防控金融风险放到更加重要的位置”,就需要深入探讨系统性金融风险的新内涵、新特点和新机制等,在此基础上,选择新的政策举措予以应对。

一、系统性金融风险的新内涵

在金融学说发展史上,“系统性风险”概念最初由美国学者威廉·夏普在《投资组合分析的简化模型》一书中提出。20世纪60年代,他在推进哈里·马科维茨资产选择理论深化、创立资本资产定价模型的过程中,把马科维茨资产选择理论中的资产风险分解为资产的“系统性风险”(又称“市场风险”)和“非系统性风险”。其中,系统性风险是指由证券市场总体价格变动所引致的某种特定金融资产的价格变动;非系统性风险则是指仅引致某种特定金融资产价格变动的特殊因素。他的研究强调,在金融投资中,资产组合至多只能消解组合范畴内的金融产品的非系统性风险,不可能消解这些金融产品的系统性风险,即投资对任何一种或若干种金融产品而言,投资者都必须承担系统性风险。此后几十年间,系统性风险和非系统性风险成为金融理论和实务中的重要范畴。

各个学者从不同角度对系统性风险和非系统性风险做出了大致相同的界定。美国学者米什金认为:“非系统性风险是一项资产特有的风险”,系统性风险则是各项资产都有的风险,因此,“非系统性风险对资产组合总的风险不起作用。换句话说,充分多样化资产组合的风险完全来自该资产组合中资产的系统性风险”(米什金,1998)。美国学者弗兰克·J·法博齐和弗朗哥·莫迪利亚尼认为:“系统性风险是资产的收益率变动中可以归因于某一共同因素的部分,也叫作不能分散的风险或市场风险。系统性风险是通过挑选大量资产达到分散化的证券组合所能获得的最低限度的风险。由此可见,系统性风险是源于不能够分散掉的一般的市场和经济情况”;“资产的收益率变动中能够被分散掉的部分称为非系统性风险,也叫作可分散风险,剩余风险或公司特有风险”(法博齐和莫迪利亚尼,1998)。《中华金融辞库》的作者陈元认为:系统风险是指“最终无法消除的风险。一般由外部因素变化引起,而无法控制。系统风险对所有企业、所有投资产生相似的影响。系统风险包括下列几种类型:利率风险,购买力风险,经济周期风险”;与此对应,非系统风险是指“最终可被消除的风险。一般只与个别企业和个别投资项目相联系,由企业投资项目本身的种种不确定性引起,而无法控制,不对所有企业或所有投资项目产生普遍影响。非系统风险包括经营风险和财务风险”(陈元,1998)。黄达等(2012)所著《金融学(第三版)》认为:“资产组合的风险分为两类:系统性风险和非系统性风险。所谓非系统性风险,是指那种通过增加持有资产的种类数量就可以相互抵消的风险。……系统性风险则是无法通过增加持有资产的种类数量而消除的风险”(黄达,2012)。

从这些定义中可以看出,系统性风险是相对于非系统性风险而言的概念,它具有五个方面的特点:第一,从金融行为看,它指的是金融投资领域,相对于资产组合(或证券组合,下同)而言。在这一领域中,凡是影响到各种金融资产交易价格波动的因素属于系统性风险范畴,凡是仅影响单一金融资产交易价格的因素属于非系统性风险范畴。第二,从金融主体看,它指的是介入金融投资的各

类主体,即进行资产组合的主体。凡是影响到各类金融投资主体的金融投资行为的因素属于系统性风险,凡是只影响到单个金融投资主体的金融投资行为的因素属于非系统性风险。第三,从金融机制看,它指的是金融产品的交易价格波动从而金融投资的收益率变动。凡是影响到各种金融资产交易价格波动从而金融投资收益率变动的因素属于系统性风险,凡是只影响到单一金融资产交易价格波动从而金融投资收益率变动的因素属于非系统风险。第四,从金融主体的行为结果看,它指的是金融投资者调整资产组合以防范风险的可能程度。凡是金融投资者不可能通过资产组合等机制予以分散化解的风险属于系统性风险,凡是金融投资者可以通过资产组合等机制予以分散化解的风险属于非系统性风险。第五,从风险的承受者看,它指的是在金融市场中展开金融投资的微观主体。不论是系统性风险还是非系统性风险都是面对从事金融投资的具体公司或个人而言的,并不直接指向宏观经济运行或宏观金融运行所面临的风险问题。正因为系统性风险具有这些特点,所以,一些人更直接地把经济金融运行中由宏观因素所引致的风险称为系统性风险,如制度风险、政策风险、体制机制风险、流动性风险、价格风险、利率风险、汇率风险以及经济周期风险等等。

在金融理论中,风险通常被定义为金融资产(或金融机构)在未来运作中所面对的不确定性。这种不确定性越高则风险越大,反之则反是。在这一场合,风险通常与收益相对称。但在经济金融运行的现实中,风险更多地被界定为金融资产(或金融机构)在未来运作中面对的资产价值(或资产收益)损失的可能性。风险越大则资产价值(或资产收益)面对的损失可能性越大,反之则反是。

在宏观层面上,金融风险首先与经济金融运行秩序的稳定、金融危机等相关联,即金融风险越大,引致经济金融运行大幅波动的可能性越大,引致金融危机的可能性越大,反之则反是。与此对应,防控系统性金融风险成为维护经济金融的可持续(或健康)运行发展、防范金融危机爆发的一个关键机制。其次,在宏观面上强调防控系统性金融风险时,与其对应的概念,通常不是“非系统性风险”,而是区域性金融风险或局部性金融风险。再次,在宏观面上强调防控系统性金融风险时,常常与一国(或地区)的经济金融安全相连接,尤其是强调要防控由国际因素引致的经济金融运行秩序动荡和金融危机。显然,从这些角度研讨的系统性金融风险已经超出了上述关于系统性风险和非系统性风险的范畴;换句话说,这些类型的系统性金融风险已不是用上述投资组合理论中的系统性风险所能解释的。

2007-2008年间美国从次贷危机到国际金融危机的演化,给世界各国和地区上演了一出惊心动魄的全景惨剧。这次金融危机由系统性金融风险所引发,同时,带有二十一世纪金融运行的特色。第一,金融市场交易脱实向虚埋下了系统性金融风险的隐患。进入二十一世纪以后,在新经济效能减退的背景下,美国经济开始显露衰退迹象。为了稳定经济增长,美国出台了包括超低利率、放松贷款抵押条件等一系列措施来刺激次级住房抵押贷款市场发展。众多金融机构为了谋取高额利润,通过证券化机制,持续将次级住房抵押贷款证券化,并通过信用增级等机制创立了多级的CDO(包括CDO平方和CDO立方等)将低级证券资产以较高的利率水平售出,在“金融创新”名义的掩盖下掀起了一轮金融交易的热潮。但是,不论是资产证券化还是证券化中的信用增级都只是金融机制中的技术手段,它们本身并无消解金融产品风险的功能(次级住房抵押贷款的违约风险达到优级住房贷款的7倍左右),更不用说,资产证券化过程中从产品设计、销售到交易都还要付出相当数量的成本(这些成本也将转化为相关金融机构的经营风险)。在证券化产品交易火爆的年份里,美国的金融活动日益脱离实体经济部门,直至系统性风险爆发引发了金融危机,才在惨痛教训面前认识到“金融应服务于实体经济”(王国刚,2009)。第二,系统性风险从而金融危机主要由金融机构等微观主体引发。从2007年3月美国抵押贷款公司——新世纪金融公司宣布破产到

2007年7月美国第五大投资银行贝尔斯登公司宣布破产,次贷危机主要是由作为微观主体的金融机构陷入财务困境引致的;从2008年9月15日美国第四大投资银行雷曼兄弟公司陷入严重财务危机并宣布申请破产保护到美国财政部以巨额资金出手救助众多大型金融机构,次贷危机向金融危机的转变依然主要由作为微观主体的金融机构财务危机所引致。在次贷危机爆发之前,美国的主要宏观经济政策和金融政策并没有发生实质性变化,价格、利率和汇率也没有发生大幅波动,因此,此轮危机是由微观主体自身因素引发的。正因为如此,在危机中提出了“系统重要性金融机构”的概念和范畴,在危机缓解过程中“系统重要性金融机构”成为各国和地区重点关注的对象。第三,有毒资产成为传染和扩散危机的重要机制。2007年8月9日,美联储向金融体系注入240亿美元资金。在随后一年多时间内,美国和其他西方国家沿着解决流动性紧张的思路展开危机救助,美联储和相关国家的央行多次向金融市场注入大量资金,同时,大幅降低利率(联邦基金利率降低到近乎于0的水平),试图缓解危机引致的经济金融动荡,但未能奏效,最终在2008年9月爆发了金融危机。在此之后,美国财政部和美联储将重心转向治理有毒资产。一方面,美国财政部以优先股名义向花旗银行、国际集团公司(AIG)等系统重要性金融机构投入巨额资金,以增强它们抵御有毒资产冲击的能力;另一方面,美联储实施了多轮的量化宽松政策,大量购买有毒资产,减轻有毒资产对金融市场走势的严重冲击。仅在2009年3月18日,美联储就动用了上万亿美元购买国债和抵押贷款相关债券(其中,购买房产抵押债券及机构债券共计8500亿美元,在此后的6个月内购买长期国债3000亿美元)。在这个过程中,与有毒资产的传染扩散密切相关的金融加速器理论、金融危机传染理论等引起了各方的关注。第四,资产负债表衰退既是有毒资产的成因又是有毒资产的结果。在治理金融危机的过程中,美国和其他西方国家都提出了“去杠杆”、抑制金融泡沫的政策主张。它们认为,过度负债引致了金融机构运作中资产负债表的衰退;在金融市场价格快速下落的背景下,证券类资产陷入严重亏损境地,由此,有毒资产形成;有毒资产既使得陷入困境的金融机构资产负债表进一步恶化,又将其他金融机构拖入困境,由此,引发了全面的金融危机。要修复金融机构的资产负债表,就必须降低它们的杠杆率,抑制有毒资产交易形成的金融泡沫。

恩格斯早在1890年就曾指出:归根到底,生产活动具有决定性意义,金融一旦与生产活动相分离,就有了自己的发展规律。在这种条件下,“金融市场也会有自己的危机,工业中的直接紊乱对这种危机只起从属作用”^①。由美国次级住房抵押贷款证券化所引致的次贷危机和金融危机实际上是金融市场运行和金融交易严重脱实向虚的必然恶果。从危机的形成和扩散的进程中可以看出,这种系统性金融风险主要是建立在高杠杆和脱实向虚基础上,金融交易通过资产-债务联动机制和扩散传染机制在金融市场价格持续下行条件下所引发的有毒资产多米诺骨牌效应和金融危机。这一界定有着五方面有机关联的含义。第一,条件。这种系统性金融风险发生的基本条件有二:一是金融交易和金融活动发生了较为严重的“脱实向虚”现象,从而,出现了较为严重的金融为自己服务和金融泡沫的现象;二是金融交易和金融活动在规模上和交易频率上严重依赖于市场参与者的借债数额,从而,高杠杆成为支撑金融繁荣的基础性条件。第二,机制。在金融交易和金融活动中,如果市场参与者运作的资金大量来自于借款,那么,市场参与者和那些不直接参与市场交易但为市场参与者提供了债务资金的主体之间就形成了资产-债务链条的联动机制。这一机制既然有着将资金聚入金融市场的功能,也就有着将风险扩散传染到金融市场之外的功能,由此,使得市场参与者和债务资金供给者形成为一个庞大的利益共同体和联动体系。第三,触发点。在金融市场交易价格上行的区间,由于价差较大且为正,金融投资有着较为合意(甚至高额

^① 引自《马克思恩格斯全集》第37卷,中译本,第485页,人民出版社1971年版。

丰厚)的收益,所以,由债务性资金介入的金融交易活动不容易暴露出系统性风险。但在交易价格持续下行的区间,价差缩小甚至为负,金融投资的收益大幅降低甚至亏损,同时,受债务资金的成本和期限制约,众多投资者(相关金融机构和个人,下同)就可能争先恐后地集中抛售。这不仅将在预期恐慌中引致市场秩序的混乱,而且将引致投资者持有相关金融资产的意愿大大降低,由此,又将加剧集中抛售的程度。第四,对象。金融资产原先是投资者交易的对象,买入方通过持有它们后再卖出而获利,卖出方通过交易调整证券组合降低风险。但在价格持续下落过程中,这些金融资产失去了获利空间,转变为价值亏损的载体,由此,成为眼下的有毒资产和投资者争相抛售的对象。第五,效应。通过资产-债务链条的联动机制,每个投资者的金融交易行为都链接着其他经济主体经营活动和经济利益,众多投资者在有毒资产上的亏损将通过众多的链条以多米诺骨牌效应的方式向其他经济主体扩散,由此,使得系统性金融风险凸现,严重的话将引发金融危机。不难看出,这种系统性金融风险不是由外部因素所引致,它是在金融市场之中产生的,可称为内生型系统性金融风险。

二、系统性金融风险的新机制

金融运行总是存在风险,其中既有从实体经济部门转移来的风险也有金融运行自身形成的风险,因此,防控风险是金融运作永恒的主题。但另一方面,在各种经济机制安排中,金融机制以识别风险、评价风险、分散(或组合)风险和管理风险而立足,并依此而发展。从这一功能的逻辑关系上看,又似乎不太可能发生系统性金融风险。要破解这一谜团,弄清其中的机理,就必须弄清金融的基本内涵、机制和功能。

金融是在资产权益基础上以获得这些权力的未来收益为标的而进行的交易过程和这些交易关系的总和。这一界定包含了四个方面的含义:

第一,金融以“资产权益”为基础。资产权益是指依附于资产上的各种权力和对应的收益。当这些资产的权益还只依附于资产之上从而尚未分离出来成为相对独立的交易对象时,与其对应的金融活动是不存在的。只有当资产权益从资产中分离出来并以交易对象的方式形成了一个独立的运行过程时,对应的金融活动才可能存在和发展。尽管金融现象林林总总、纷繁复杂甚至扑朔迷离,但寻源追本,总可以找到它们与资产权益的种种内在联系。这些资产最初依附于实物之上,属于实体经济部门范畴。在金融机构作为法人机构出现后,资产权益也相应地拓展到了金融部门。

在金融领域中,虽然金融产品种类繁多,常常令人眼花缭乱,但从资产权益的性质上看,它们可归于股权类、债权(或债务)类和信托类。诸如股权证书、股票属于股权类,存款、贷款、债券、租赁、保险、担保等属于债权(债务)类,信托计划、资产管理计划等属于信托类。在这些基本类型基础上,通过将性质、权限、期限和条件等的组合形成了证券类金融衍生产品和交易类金融衍生产品。诸如优先股、投资基金、可转换债和资产证券化证券等属于证券类衍生产品,诸如互换、远期、期货和期权等属于交易类衍生产品。

不论是在历史的演化中还是在现实的运行中,金融领域中的各种权益和金融产品都以实体经济部门(尤其是实体企业)的资产权益为根基。所谓金融机制具有防范和化解风险的功能,首先是指通过资产权益的交易、组合(配置)和管理,金融成为实体经济部门防范和化解各种风险的主要机制。因此,一旦偏离了实体经济部门对资产权益交易、组合(配置)和管理的需求,金融就将成为无源之水。

第二,“以获得这些权力的未来收益为标的”,是指金融交易的目的。各种金融交易的目的不

在于简单地获得对应的资产权力,更重要的还在于获得对应资产的收益。由于这些资产的未来收益受到诸多不确定因素的影响,同时,确定这些未来收益直接关系到交易是否贯彻等价交换原则和交易各方的利益得失,所以,时间(即对“未来”的界定)和风险(即对“不确定性”的衡量)就成为衡量资产价值(从而,资产定价)的主要因素。

毋庸赘述,在经济活动中价值由实体企业创造,金融活动、金融交易等本身并不创造价值,这决定了无论何种资产权益就其自身而言均不创造价值。资产权益中的未来收益实际上是从实体企业创造的价值中以让渡方式转移过来的。由此,实体企业未来创造的价值从而利润越多,转移给资产权益的未来收益可能也就越多,反之亦然。不仅如此,这些转移给资产权益的未来收益在金融交易中通过收益对比还决定了资产权益的价值。从这个意义上说,资产权益的价值高低是由它们的未来收益多少决定的,因此,资产定价说到底是由实体企业转移的未来收益界定的。

专业性金融机构作为独立法人,它们的经营成本、税收和利润及其他开支也是从实体企业创造并以让渡方式转移的价值中支付的。这些价值的转移通常通过金融产品的交易而实现。这决定了实体企业的经营运作状况从而创造的价值多少从根本上决定了金融机构的经营运作展开和发展前景。

第三,“交易过程”,由从资产权益买卖各方的交易意向表示到实现交易的各种活动、程序、手续和结果等构成。不同类型的资产权益交易在交易内容、交易程序、交易手续和交易结果等方面差异甚大,这决定了它们有着不同的交易过程。

从金融产品设计、发行到交易、登记、结算等,金融交易均需花费一定数额的成本。金融交易的链条越长,则交易成本可能越高。对具体的金融机构来说,这些成本主要通过交易价格来承担。在交易价格高于“买入价+经营成本”的条件下,金融机构将获得由差价所提供的经营利润,反之亦然。不难看出,金融产品交易价格的涨跌对金融机构的经营状况有着至关重要的意义。对金融机构而言,所谓的市场风险也主要指金融产品交易价格变化所引致的盈亏可能性。

第四,“这些交易关系的总和”,由资产权益交易过程中的各种机构、规则、机制、行为等构成。不同类型的资产权益交易,参与的机构类型不同、遵循着不同的规则、运用着不同的机制、有着不同的行为特点,这决定了它们彼此间的交易关系不尽相同。

金融风险既由市场交易而引发又取决于金融制度的安排和金融监管的力度。在金融制度安排有效、金融监管强有力的条件下,即便金融市场运行中存在某些风险也不至于酿成系统性风险;反之,金融机构经营运作中所面临的风险在传递扩散就可能发展成为系统性风险,2007-2008年间美国次贷危机到金融危机的演化过程就是一个实例。因此,制度安排、体制机制格局、金融监管强度等对防控系统性金融风险有决定性意义。

从美国金融危机爆发的内在机理看,内生型系统性金融风险并非由宏观经济因素所引致,而是由经营性金融机构在金融市场中的金融交易行为引发的。引致这种系统性金融风险的内在因素主要有三:资金、资本和负债。其中,资金在性质上,或者属于资本性资金,或者属于债务性资金。在金融市场运作中,这两种不同性质的资金有着不同的作用机理。

第一,从资金角度看,在市场经济中,所有与供求关系相关的价格变化总与资金相关联。资金作为货币资产,既有着货币功能又有着金融功能。从货币功能看,在金融市场中,资金数量代表着对金融产品的需求量。资金数量越大则需求越旺盛,在需求大于供给的条件下,金融产品的价格上行可能性越大,反之则反是。在金融市场运行中,流动性主要有两层含义,即资金数量和金融产品的变现能力;二者中资金数量占居关键地位。正因如此,在系统性金融风险发生的初期,相关国家或地区总是以加大央行投放资金为主要应对之策;在防控系统性金融风险中,相关国家或地区也屡屡将央行的货币政策松紧作为一个主要关注之点。

但对市场交易中具体的投资者(包括金融机构,下同)而言,资金和流动性却有着为逐利性所

决定的另外一层含义,即资金不仅代表着需求能力(或购买力)而且应当符合投资者的预期获利要求。这体现了资金的金融属性。为这一属性所决定,资金只有在投资者感到预期获利要求有可能得到满足(或实现)时,才可能接受金融产品的市场价格(即买入相关金融产品);如果这些金融产品的价格走势与其预期大致符合,那么,在持有一段时间后,它们将卖出这些金融产品,收回投资本金并以价差方式获得盈利。这意味着,在金融产品交易价格上行区间,投资者乐于将手中掌握的资金投入到购买金融产品之中去(因此,在相当多场合,究竟是资金多了引致金融产品交易价格上行,还是金融产品交易价格上行吸引了大量资金入市,其中的因果关系是一个不容易说清的问题,实际上,它们更多是持续互动的过程)。一旦投资者感到交易价格已达到或超过预期获利要求的水平,它们就将减少乃至暂停对金融产品的买入,宁愿持币待购。当较多投资者做出这种选择时,交易价格就将下落。在交易价格下落过程中,对那些曾经以较高价位购入金融产品的投资者来说,可选择的解决方案有二:或者以较低的市场价格卖出手中产品(即“割肉出货”),或者继续持有这些产品等待交易价格的回升。但如果他们投入交易中的资金是借入的且有着即将到期的制约,那么,选择方案就仅剩“割肉出货”了。在交易价格持续下行区间,大批投资者为了回避投资风险宁愿持有资金而不愿买入金融产品,由此,即便央行放松流动性,向市场注入更多的资金,也可能难以改变金融市场中资金紧缺的格局。2007年8月以后美联储出手救市,不断向金融市场和金融机构投入巨额资金,但依然无法改变次贷危机和金融危机演化扩散的走势,使美国陷入了流动性困境,就是一个明证。

对具体的投资者而言,将手中持有的金融产品卖出意味着与这些金融产品对应的风险消解了。不同的是,在卖出价高于买入价的条件下,这些风险以投资获利的结果结清了;在卖出价低于买入价的条件下,这些风险以投资亏损的结果结清了。另一方面,对金融市场而言,交易价格越高则风险越大,交易价格越低则风险相对较低,因此,随着交易价格下落,市场风险也在降低。在这个过程中,西方金融理论中的风险-收益对称性是不适用的。

第二,从资本角度看,资本性资金是投资者的自有资金,它具有三个特点:一是非借贷性。对任何投资者而言,资本只能是自有的,不能从他人那里借入。这决定了,资本性资金在数量上的增加只能通过盈利转入来实现。二是非付利性。资本性资金既然是投资者自有的资金,也就不存在向他人支付资金利息的问题,因此,与借贷资金相比,它的资金成本可以视为0(但从机会成本角度看,那又是另外一个问题)。三是无期限性。资本性资金作为自有资金,不存在像借贷资金那样受偿付期限限制,因此,是投资者可以长期(或无限期)稳定使用的资金。

受这些特点制约,对单个投资者而言,在金融产品交易价格上行区间,他能够投入市场运作的资本性资金是有限的,对交易价格进一步上涨的作用也是有限的;在金融产品交易价格下行区间,他能够通过卖出金融产品从而退出市场交易的资本性资金也是有限的,对交易价格下跌的作用依然有限。在这种条件下,金融交易中资金增加主要依靠新的投资者入市,交易价格的上行程度也严重依赖于新入市的投资者所带入的资金数量。另一方面,在交易价格下行中,投资者的预期起着关键作用。如果多数投资者预期交易价格还将反弹,则惜售引致交易量缩减,交易价格下降将出现迟缓趋势;如果多数投资者预期交易价格下落不可避免从而加速出货,则交易价格会有较快下行的趋势。

由于资本性资金是投资者自有的,所以,在金融产品交易中的投资损失风险,由投资者自己承担,即便血本无归也不具有放大扩散效应,一般不会拖累到其他的经济主体。因此,资本性资金的金融投资不具有引致系统性金融风险进而金融危机的效应。

第三,从债务角度看,债务性资金是投资者从其他经济主体手中借入的,它的特点有三:一是它可突然放大投资者手中可投资运作的资金数额,放大的程度取决于借入的债务性资金数量与资本

性资金数量之比。如果投资者手中自有资金数额为1万元,再借入1万元的债务性资金,则可投资的资金数额就增加到了2万元,与自有资金相比,放大了1倍。二是付利性。债务性资金通常有着明确的利率规定,投资收益率只有在高于这一利率水平条件下,投资者的市场运作才能获利,由此,资金成本决定了需要实现的最低投资收益率水平。三是期限。债务性资金通常有着明确的期限界定。投资运作的风险越大,资金借出方规定的借贷期限可能越短,这限制了投资者运用这笔资金入市投资的可操作时间。

受这些特点制约,对单个投资者而言,在交易价格上涨区间,运用的资金数量可以放大,由此,对交易价格进一步上涨的作用随之扩大;在交易价格下行区间,通过卖出金融产品从而退出市场交易的资金也是倍加的,对交易价格下跌的作用也有着放大效应。在这种条件下,金融交易中资金增加可以不依靠新入市的投资者提供,只需要已有投资者加大借债规模就可实现,由此,交易价格的上行程度与投资者投入交易中的债务性资金数量成一定比例。另一方面,在交易价格下行中,如果多数投资者预期交易价格短期内还将反弹,则惜售引致交易量缩减,交易价格下降将出现迟缓趋势;但如果预期交易价格的反弹时间长于借款期限,则投资者依然可能加速出货,由此,将加剧交易价格的下跌幅度。在前一场合,借贷资金入市很容易引致金融产品交易中的价格泡沫;在后一场合,借贷资金突然大量离市,严重加大了金融市场运行的下跌波动风险,很容易引致市场动荡。

由于债务性资金是投资者借入的,它既有期限规定又有利率规定,所以,在金融产品交易中,投资者对价格下行的敏感程度将远超过资本性资金投资的场合。内在机理是,如果交易价格下跌幅度较大,他不仅可能损失资本性资金,而且可能承担负资产的结果。这决定了,在交易价格下行中可能发生“踩踏性恐慌抛售”风险。同时,由于借入的资金是其他经济主体的,一旦难以偿付到期本息,投资者的市场操作结果就可能拖累到放款的债权人。因此,债务性资金的金融投资具有放大金融风险、引致系统性金融风险从而金融危机的可能性。

第四,从资产角度看,投资者操作的资产=资本+负债。在没有借款的条件下,资产=资本,他投资于金融市场的操作效应就是资本性资金的运作的市场效应;在借入资金的条件下,他投资于金融市场的操作效应就是债务性资金介入运作中的市场效应。但如果将视野扩展到资产负债关系中的资金借出者,则情形就将发生实质性变化。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》作者博尔丁指出:资产和负债的概念非常重要,“它是复杂市场发展和利润导向型经济发展的先决条件,也是对信息系统的一大改进”;“资产和负债还对理解经济系统的描述和动态分析作了重大贡献。每一单位负债是或应当是另一资产平衡表的资产,因为每一单位债务既是贷方的资产,又是借方的负债。把社会的所有资产平衡表加总,就可得出总的资产平衡表它仅仅由一边的实质资产和另一边的社会资本净值构成。……银行存款当然是持有者的资产,也是银行的负债,所以如果把所有资产,包括银行,全部加起来,存款就会消失^①”。

在资产=资本的条件下,任何一个投资者在金融市场中的投资损失都仅涉及他自己的资本数额减少。即便是投资的资本性资金全部损失殆尽(这种情形在金融投资中几乎是不存在的),也不会直接影响到其他投资者的资产损失,因此,不会引致系统性金融风险。不难看出,资本本身不具有传递金融风险的功能,是防范金融风险的内在防火墙机制。

在资产-负债机制中,任何一个投资者的债务性资金都来自于另一个(或另几个经济主体)的资产,即A的负债是B资产的构成部分;如果B的资产中也有负债,那么,这些债务性资金又是C的资产构成部分,如此等等。由此,在资产-债务基础上形成了“资产-债务(资产)-债务(资产)-

① 博尔丁、肯尼恩(1992):《资产与负债》,载《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(中译本),第140-141页,经济科学出版社。

债务(资产)…”的链条。在经济金融运行中,通过资产-负债链条,各类主体形成了经济权益联动的庞大网络体系。这个网络体系大致沿着几条线索展开:其一,居民部门将消费剩余资金以存款方式存入商业银行等金融机构,形成了后者的负债;其二,商业银行等金融机构以贷款等方式将吸收的存款贷放给工商企业和非银行金融机构等,租赁公司向工商企业和其他机构提供租赁设备、房产和其他资产,形成了后者的负债;其三,政府财政部门通过发行国债或地方政府债券等方式,从居民部门、实体企业和商业银行等金融机构手中获得债务性资金,形成政府财政的负债;其四,实体企业和各类金融机构通过发行公司债券、理财产品和保险凭证等债务性证券,从居民部门和其他经济主体手中获得债务性资金,形成各自的债务;其五,各类金融机构建立在信用关系或金融产品基础上以资金拆借、债券回购、同业存借款等方式展开的彼此间相互借款,形成相互间的债务;其六,商业银行等金融机构以按揭贷款、消费贷款等方式向居民部门投放的各类贷款,形成居民部门的债务。此外,工商企业彼此间通过商业交易在相互赊账的基础上以预付款、定金、后付货款、多次交易一次结算等方式形成了大量的债权债务关系,在借款等背景下形成的担保关系也形成众多的债权债务链条。这一庞大的资产-债务网络覆盖了介入经济金融运作的所有个人(家庭)、实体企业、金融机构、社会中介机构和政府财政部门。在这一网络,每一个主体的债务能否按时偿付和如数偿付都直接影响着债权方的正常经济金融活动,影响着后者的资产价值变化,因此,彼此间存在着密切的联动效应。

第五,从相关理论角度看,西方金融学家提出的金融脆弱性、金融加速器和危机传染等理论认识均建立在资产-负债联动机制的基础上。

1982年,美国经济学家海曼·P·明斯基在《“它”会再次发生吗?》一文中提出了“金融不稳定假说”,开辟了金融脆弱性理论的研究。它强调,不稳定性是现代金融体系的基本特征。这一方面是由商业银行等信用创造机构的高负债经营特点所决定的,另一方面是由银行信贷选择中遵守所谓的摩根规则(即商业银行等金融机构的放贷主要依据借款人已有的信用记录,而对它们未来经营状况的预期并不特别重视)所决定的。在信用机制中信贷资金使用与偿还在时间上的分离,决定了以商业银行为代表的信用创造机构和借款人之间的存在着由资产-债务联动的内在不稳定性,由此,商业银行的经营活动自身也就有了突出的脆弱性。从历史角度看,尽管金融危机很大程度上是由经济周期性波动引致的,但金融体系的内在不稳定性也是引致金融危机的一个主要成因(Minsky,1982)。

1989年,伯南克和格特勒发表的《代理成本、净值与经济波动》一文标志着金融加速器理论的诞生。这一理论认为,对实体企业而言,外部融资的代理成本高于内部融资形成了外部融资的额外费用。这一费用主要由两个因素引致:一是在信息不完全的条件下,银行要获得相关企业投资项目的信息有着较高的成本;二是资本市场的不完全信息,引致了借贷市场中资金分配缺乏效率和项目投资难以达到最优。外部融资的较高代理成本决定了投资严重依赖于企业资产负债表,即企业较高的现金流量和净资产对投资规模有着直接或间接的正面效应。在经济金融运行中,当实体企业受到市场的正向冲击或负向冲击从而资产净值升高或降低时,信贷市场会将这些冲击对经济金融的效应加速放大。这可称为金融加速器效应。从系统性金融风险角度看,在金融加速器理论中有三个要点值得特别关注:一是代理成本具有逆经济周期特点,即在经济繁荣扩张时期,它有着下降趋势;在经济衰退萧条时期,它有着上升趋势。二是资产负债表状况是制约实体企业投资的一个决定性因素,它对实体企业投资的制约力度在经济衰退萧条时期比繁荣扩张要大。三是代理成本对中小企业的影晌要大于对大型企业,因此,金融传导机制对中小企业的影晌力度更加明显(Bernanke and Gertler,1989)。

金融危机传染理论与资产-负债机制密切相连。它认为,金融危机的传染渠道主要包括贸易、

流动性不足、共同贷款人、金融资产和财富效应等五个方面。其中,流动性不足渠道是指,在投资者大量举债条件下,为了偿付到期债务,投资者只得低价出售资产所引致的金融市场价格持续走低和金融投资恐慌状况。共同贷款人渠道是指,跨国银行在出现信贷资产(或其他金融资产)严重损失条件下,不得不大量收缩对他国的信贷规模所引致的本国金融危机传导到他国的情形。金融资产渠道是指,在信息不对称条件下,当金融资产价格下跌时,众多缺乏充分信息的投资者将以羊群效应方式追随有着信息优势的投资者,纷纷出售资产,由此加剧了资产价格的下跌;在金融资产价格下跌中,拥有信息优势的投资者受到资金借贷的紧缩性约束,只能减少投资,这又进一步抑制资产价格下跌趋势的加剧。财富效应渠道是指,在金融资产价格下行过程中,如果出现收入效应大于替代效应的情形,投资者就将通过大幅变现方式来减少金融资产头寸的风险,由此将引致金融市场流动性不足和交易价格下跌趋势加剧。不难看出,资产-负债联动机制是金融危机在一国国内传染乃至在国际间传染的一个主要机制。

第六,从资产-负债联动机制引致系统性金融风险的触发条件看,在经济金融运行中,资产-债务联动机制是客观存在的,但它并不时时刻刻引发系统性金融风险;另一方面,在经济金融运行的不同层面、不同时间也时常发生(有时甚至频发)债务违约事件,但也没有屡屡引致系统性金融风险的爆发。从这个意义上说,资产-负债联动机制只是决定了发生系统性金融风险的潜在可能性。它转化为必然性需要三个依次递进的条件发生:

其一,金融资产价格持续大幅下跌。在金融市场运行中,金融产品交易价格的涨跌波动属正常现象。众多投资者正是看到了交易价格的涨跌波动才介入市场交易,同时,在交易价格波动中必然发生一部分投资者盈利另一部分投资者亏损的情形,因此,在通常情况下,交易价格的涨跌波动不至于引发系统性金融风险。但如果交易价格持续下跌的幅度超出了一般投资者资产所能承受的限度,金融资产成为有毒资产,使得他们的资产负债表恶化乃至衰退,那么,投资者的亏损转化为不能偿付到期债务,由此,资产-负债的联动机制就将使得投资者的亏损风险向其他经济主体(包括没有进入金融市场交易的主体)扩散。在这种条件下,爆发系统性金融风险的危险性就大大增加了。

其二,系统重要性金融机构资产负债表衰退。在投资者结构中,系统重要性金融机构起着“四梁八柱”的稳定器作用,是抵御系统性金融风险爆发的一个主要机制。一方面系统重要性金融机构的市场操作对其他投资者有着示范效应,常常是羊群效应的发起者;另一方面,系统重要性金融机构的体量较大,它们投资的取向、规模和结构等对市场走势变化有着至关重要的影响。在交易价格持续大幅下行走势中,如果系统重要性金融机构能够在合意的低位持续买入金融产品,不仅有利于抑制交易价格下行的趋势,而且可能逆转市场走势并获得满意的投资收益。但如果在交易价格持续下行过程中,系统重要性金融机构的投资损失超出了资产负债表所能承受的程度(即资产负债表出现了严重恶化乃至衰退),有毒资产大规模形成,为了避免更加严重的损失,它们就可能大量抛售金融资产,那么,市场行情的加剧下跌一旦失去了作为稳定器的系统重要性金融机构反向对冲,不仅资产-负债的联动机制将加速运转,而且系统性金融风险转化为金融震荡乃至金融危机的可能性将大大提高。

其三,资产-负债联动机制传递中的持续扩散效应。在系统重要性金融机构失去稳定器功能的背景下,如果央行等宏观调控部门继续维持流动性思维,则资产-负债联动机制传递中的扩散效应将借助金融脆弱性而加速发挥作用,那么,系统性金融风险转化为金融危机将成为现实。反之,如果央行等宏观调控部门能够急速出手,买入有毒资产,切断资产-负债联动机制的在各经济主体间的传递,同时,有效支持系统重要性金融机构的资产负债表修复,则系统性金融风险转化为金融危机的机率将大为降低。

综上所述,经济金融运行中系统性金融风险的形成已不再局限于作为宏观调控因素的函数范畴。在资产-负债联动机制已将各个经济主体(甚至一国或地区之外)的权益链接为一张庞大的网络系统的条件下,金融市场的价格持续大幅下跌,将使微观主体的金融投资操作中的脆弱性凸显和资产负债表衰退,作为投资者争先恐后抛售的直接结果是,系统性金融风险转化为金融大动荡乃至金融危机。

三、系统性金融风险的新动态

间接金融是中国金融体系的一个主要特征。通过“存款→贷款→派生存款…”的货币乘数机制,在不断创造资金的同时,也在持续不断地创造着债权债务关系和延伸并加重着资产-债务链条。从表1中可见:(1)中国经济金融运行中的资金主要是由商业银行等存贷款金融机构创造的。到2016年底,M2余额为1550066.67亿元。其中,中国人民银行(以下简称“人行”)发行的流通中货币(M0)仅为68303.87亿元,剩余的1481762.8亿元均由商业银行等存贷款金融机构创造,占M2比重高达95.59%。这些资金通过存贷款机制进入经济金融运行,均属债务性资金。(2)中国经济金融运行中债务性资金增长快速。1999-2016的17年间,M0增长了4.08倍,M2却增长了12.18倍(这一增长率也远高于同期GDP增长率)。(3)2008年以后,债务性资金总额不仅没有减少反而加快了增长的速度。与2007年底相比,2016年底的M0增长了1.25倍,但同期的M2则增长了2.84倍,这是引致M2/M0的倍数从13.30倍上升到22.69倍的主因。由于M2减去M0的剩

表1 各层次货币供应量(1999-2016) (单位:亿元)

年份	M0	M1	M2	M2 - M0	M2/M0
1999	13455.5	45837.30	117638.10	104182.6	8.74
2000	14652.65	53147.15	132487.52	117834.87	9.05
2001	15688.80	59871.59	152888.50	137199.7	9.75
2002	17278.43	70882.19	183246.94	165968.51	10.61
2003	19746.23	84118.81	219226.81	199480.58	11.10
2004	21468.49	95971.01	250802.79	229334.3	11.68
2005	24032.82	107279.91	296040.13	272007.31	12.32
2006	27072.62	126028.05	345577.91	318505.29	12.77
2007	30334.32	152519.17	403401.30	373066.98	13.30
2008	34218.96	166217.13	475166.60	440947.64	13.89
2009	38246.97	221445.81	610224.52	571977.55	15.96
2010	44628.17	266621.5	725851.79	681223.62	16.26
2011	50748.46	289847.70	851590.90	800842.44	16.78
2012	54659.77	308664.23	974148.80	919489.03	17.82
2013	58574.44	337291.05	1106524.98	1047950.54	18.89
2014	60295.53	348056.41	1228374.81	1168079.28	20.37
2015	63216.58	400953.44	1392278.11	1329061.53	22.02
2016	68303.87	486557.24	1550066.67	1481762.8	22.69

资料来源:中国人民银行网站。

余部分为“各类存款”,因此,中国货币供应量中的主要部分由各类经济主体在商业银行等存贷款金融机构中“存款”性资产构成。

中国人民银行从2010年开始了“社会融资规模”指标的统计工作,2012年正式对外公布,2014年将统计数据分为“社会融资存量规模”和“社会融资增量规模”。从表2中可见:(1)2014-2016年间的社会融资存量规模与表1中M2余额的数字基本一致。如果说表1中M2的数字反映的是经济金融运行中资金来源的话,那么,社会融资存量规模则在较大程度上反映了这些资金的使用情况。由此,表1中M2的资金来源通过表2中的“人民币贷款”、“外币贷款”等科目具体地落实到了经济金融运行的各个环节。(2)在社会融资存量规模中债务性资金占居高位。在2016年的155.99万亿元社会融资存量规模中,“非金融企业境内股票”融资仅为5.77万亿元,占比3.69%,其余的部分资金均通过债务性金融产品路径投入到了经济金融运行的各个方面。这决定了,中国经济金融发展是在高债务资金供给的条件下展开的。(3)通过表1的资金来源和表2的资金使用,商业银行等金融机构以资金为载体将城乡居民、实体企业、金融机构和政府财政连接成了一个庞大的利益相关网络,其中,每一方获得的债务性资金同时就是对手方的资产构成部分,因此,资产-负债联动机制发挥着至关重要的作用。

表2 社会融资存量规模 (单位:万亿元)

年份	社会融资 规模存量	人民币贷款	外币贷 (折合人民币)	委托贷款	信托贷款	未贴现银行 承兑汇票	企业债券	非金融企业 境内股票
2014	122.86	81.43	3.47	9.33	5.35	6.76	11.69	3.80
2015	138.28	92.75	3.02	11.01	5.45	5.85	14.63	4.53
2016	155.99	105.19	2.63	13.20	6.31	3.90	17.92	5.77

资料来源:中国人民银行网站。

然而,表1和表2所显示的资金来源和资金使用只是中国金融体系中资产-负债联动机制的一部分。从表3看,银行业金融机构的资产和负债总额明显大于表1中M2和表2中社会融资存量规模的同期数额。以2016年为例,表3中的资产总额大于表1中同期M2的数额为682465.33亿元、负债总额大于数为598161.33亿元。毫无疑问,银行业金融机构的一部分资产是它们经营活动中的自用资产(如办公楼、营业门店、设备等等)和投入子公司经营运作等,但差额如此之大,不是自用资产和对子公司投资所能解释的。一个可解释的理由是,银行业金融机构通过放贷等路径向非银行业机构投放的贷款等资金超过了“社会融资存量规模”,因此,中国经济金融运行中的资产-负债联动机制所覆盖的债务总额大于“社会融资存量规模”。不仅如此,如果将缺乏官方权威性连续统计的其他活动所涉及的资产或负债计算在内,则资产-负债联动机制所覆盖的资产总额可能数倍于“社会融资存量规模”。其中包括:(1)与财富管理相关联的各类理财。根据中国银行业协会于2016年8月发布的《中国资产托管行业发展报告(2016)》披露,2016年6月末中国银行业资产托管规模达到了103.5万亿元,同比增长53.6%。该报告强调指出:“近6年托管规模平均增长率达52.89%,业务范围囊括了基金、保险、信托、银行理财、养老金、跨境投资、社会公益、交易支付等多个领域,并不断向创新型投融资领域延伸。”假定进入财富管理的资金均托管于银行业,那么,表4中反映的财富管理规模与银行业资产托管规模也就大体一致。这些进入财富管理范畴的资产,虽然有些是以股权投资名义展开运作的,但其中相当大的部分是以债务性资产运作的,因此,对相关主体而言,它们也属资产-债务联动机制覆盖范畴。(2)A股市场中的两融。中国股市中融资

融券以融资为多,每个交易日的融资余额通常在1万亿元左右,2015年6月18日高达22666.35亿元。(3)各种形式的一卡通。全国各地高校、企事业单位、公交地铁、高速公路等使用的一卡通实际上是一种债务性资金。它们虽然彼此分散,但加总在一起的金额巨大惊人,也应属资产-债务联动机制覆盖范畴。(4)网络购物平台中的预付款和第三方支付中的沉淀资金也是不容小视的大额资金。此外,各种购物卡、航空里程积累、手机积分、消费预付款和最近兴起的共享单车定金等也都属于资产-负债联动机制的范畴。

表3 银行业金融机构资产-负债总额 (单位:亿元、%)

年份	资产总额	资产增长率	负债总额	负债增长率
2004	315989.8	14.0	303252.5	13.8
2005	374696.6	18.6	358070.4	18.1
2006	439499.7	17.3	417105.9	16.5
2007	525982.5	19.7	495675.4	18.8
2008	623912.9	18.6	586015.6	18.2
2009	797690.5	26.3	743348.6	26.8
2010	942584.6	19.7	884379.8	19.0
2011	1132873	18.9	1060779	18.6
2012	1336224	17.95	1249515	17.79
2013	1513547	13.27	1411830	12.99
2014	1723355	13.87	1600222	13.35
2015	1993454	15.67	1841401	15.07
2016	2232532	15.80	2148228	16.40

资料来源:中国银监会网站。

表4 中国财富管理市场规模 (单位:万亿元)

年份	银行理财	私人银行	信托市场	券商资管	公募基金	期货资管	私募产品	保险资金运用	合计
2007	0.9	—	0.71	0.08	2.23			2.67	6.59
2008	1.4	0.29	1.2	0.09	2.57			3.05	8.60
2009	1.7	0.82	1.98	0.14	2.45			3.74	10.83
2010	2.8	1.10	3.04	0.18	2.42			4.60	14.14
2011	4.6	1.88	4.81	0.28	2.19			5.52	19.28
2012	7.1	2.63	7.47	1.89	2.87			6.85	28.81
2013	10.2	3.60	10.91	5.2	3	—	—	8.28	41.19
2014	15	4.66	13.98	7.95	4.54	0.013	2.13	9.30	57.57
2015	23.5	6.32	16.3	11.89	8.4	0.10	5.07	11.18	82.76
2016.9	26.28	6.32	17.29	15.77	8.83	0.27	6.66	12.83	94.25

资料来源:王国刚主编《中国金融发展报告(2017)》,第130-131页,社科文献出版社,2017年。

由上可见,中国经济金融运行中的资产-负债联动机制覆盖了各类经济主体数百万亿元的资产或负债。尽管如此,只要触发条件不形成,发生系统性金融风险几率依然停留于潜在可能性的范围内。

在实行金融分业经营的体制下,银行业、证券业、信托业和保险业等金融产业受制于制度规定和行政规范,经营运作集中于主业范畴内展开,形成了各家金融机构的“条条”经营和各个金融市场的“块块”运行格局,与此对应,金融风险的传递在较大几率上集中于“条”内或“块”内。实践中的实例表现在1998年的期货市场整顿和证券市场整顿、1999年的保险业整顿、1999年银行业剥离了13000亿元的不良资产、2004年的证券公司重组调整、2005年以后股权分置改革中的A股市场调整、2007年之前信托公司的多次整顿等等。这些金融产业整顿中,即便某个“条”或“块”出现了问题,相关金融风险也主要局限于对应的“条”或“块”,不至于直接穿透和传递扩散到其他“条块”的金融运作,给其他金融产业的发展走向带来实质性影响。

近年来,随着金融创新延展和金融改革深化,在金融混业经营背景下,中国金融体系发生了一系列重要变化:第一,金融产品复杂化。在积极推进金融创新的背景下,涌现了一大批由多种金融性质和金融机制复合而成的新型金融产品。其中,既有标准化的证券(如资产证券化债券)也有各种非标产品(如信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受益权、带回购条款的股权性融资等),既有明股实债的非规范产品也有“期货加保险”的准期权产品,既有通过风险分级(或增信)所形成的结构化产品也有通过资产组合所形成的资产包(或资产池)产品。这些新型金融产品在扩展金融市场规模、活跃金融交易的同时,也增加了金融产品运作的环节,拉长了金融服务链条,提高了金融产品运行的成本和风险。第二,金融各业的合作愈加突出。不仅银证合作、银保合作、银信合作、银基合作等更加活跃,而且新增加了证保合作、证信合作、证基合作等等。在此基础上,推出了一系列跨机构、跨市场和跨行业的金融运作方式和金融产品,使得金融机制、金融运作更加复杂化,同时,也使得金融运作的链条更加延长。第三,各种类金融机构和非金融机构纷纷介入金融活动。所谓类金融机构,是指以从事金融活动为主营业务同时又不持有金融机构牌照的法人机构。主要类型有四:一是在美欧等发达国家中被界定为金融机构(从而纳入金融监管范畴)但在中国却不在金融机构范畴内的法人机构,如投资公司、投资管理公司、投资顾问公司、私募基金管理公司等;二是曾经列入金融机构但因体制调整又不再列入金融机构的法人机构,如中资融资租赁公司、外资融资租赁公司、典当公司等;三是由地方政府批准设立的各种金融服务公司,如各种财富管理公司等;四是网商、电商利用互联网优势所设立的专门从事金融活动的机构,如第三方支付机构、P2P机构等。非金融机构主要指上市公司等实体企业将本应投入经营运作的资金转为金融交易或其他金融活动。从WIND提供的数据来看,上市公司营业收入中来自于经营活动收益比重,在2006年为近80%,到2015年已降低到65%左右,金融活动已成为一些上市公司的重要收入来源。

在金融机构、类金融机构和非金融机构的既彼此合作又相互竞争的关系中,资产-负债的联动机制已将金融的“条”和“块”编织成了一张庞大的金融运作蛛网,几乎所有的居民、企业、社会中介、金融机构和政府部门都进入了这张网中。如果这张金融运作蛛网有着足够的张弛力度和弹性,那么,它抗风险的能力还是比较强的,潜在的系统性风险还不至于转变为现实。但近年来,这张蛛网的各条线均已显示绷紧的趋势,脆弱性正在逐渐提高。几个突出的实例是:

1. 2013年的“钱荒”事件。进入2013年以后,商业银行的流动性紧张状况就开始显现。6月20日银行间市场同业隔夜拆借利率突然飙升了578.4个基点,达到13.4440%的历史高点,由此,引致了一场“钱荒”风波。紧接着24日和25日A股市场股价以每天-5%的程度连续暴跌;债券市场价格大幅下挫,收益率急剧攀升。25日,中国人民银行紧急发布公告,一方面强调市场流动性

总体充裕,另一方面,向满足宏观审慎要求的金融机构提供流动性救助,由此,金融市场中投资者恐慌情绪才得到缓解。这次事件初显了中国货币市场、股票市场和债券市场等金融市场价格走势的内在联动机制。

2. 2015年股市暴跌事件。2014年11月22日,中国人民银行降低了存贷款基准利率,A股市场拉起了一轮上涨行情,到2015年6月12日,上海综合指数从2400点上涨到5178点,涨幅高达115%,一些股票价格的涨幅甚至超过了5倍。此后,股市走势急转直下,到9月30日,上证指数跌到3052.8点(跌幅-40.9%)、中小板指数跌到6779.7点(跌幅-43.5%)、创业板指数跌到2082.7点(跌幅-46.6%)。引致此轮股市断崖式暴跌的一个主要成因是,在股市上行期间,场外巨额信用资金通过各种配资平台涌入股市交易,其中既有通过证券公司、信托公司等资产管理通道进入股市的银行理财资金,也有以证券公司、信托公司和保险公司等金融机构资产管理业务名义进入股市的,还有以互联网金融通道进入股市的。配资的比例大多为本金的3倍左右(最高的可达10倍)、配资成本大约为15%-20%。这实际上意味着通过信用资金投资于股市,中国金融各业(乃至非金融机构)的资金运作(从而资产运作)防火墙的已被打通并形成了一个联动网络,由此,股市暴跌也就直接冲击了中国整个金融体系。面对股市暴跌可能引致的系统性金融风险爆发,中国政府果断处置。进入7月份以后,中国人民银行、财政部、国资委、公安部、证监会、银监会、保监会等部门联手出击,采取了一系列措施(包括非常举措)防控了股市暴跌可能引致的金融动荡。对此,习近平总书记在访美期间,9月22日于西雅图说到:前段时间,中国股市出现了异常波动;中国政府采取了一些稳定市场的措施,遏制了股市的恐慌情绪,避免了一次系统性风险^①。

3. 金融运作的脱实向虚。在中国各层次货币供应量中, $M1 = M0 +$ 工商企业等单位活期存款。从表1中可见,2012年的M1数额为308664.23亿元,2016年达到了486557.24亿元,4年间M1的数额增长了57.63%,远高于同期GDP的增长幅度;尤其是,2015-2016的两年间M1从348056.41亿元增加到486557.24亿元,增长了39.79%,每年增加的绝对额高达5万亿元-8万亿元,超过了2002年的余额。据此,实体企业应当不缺短期流动性资金。但2016年的实际情况却形成了一个矛盾反差,在实体企业疾呼严重缺乏资金、融资难问题更加突出的同时,金融机构、类金融机构等却苦于“资产荒”的困境,运作中的资金难以寻找到质量和收益均符合投资意图的资产展开交易,各类商业银行委外投资的资金数额持续扩大(一些商业银行投资类资产的比重已超过资产总额的50%^②),金融运作链条不断延长。其中,有三个情势值得特别关注:其一,2015-2016两年中M1的快速增加,在很大程度上,并非因工商企业的流动性资金增加所引致,它实际上是金融机构和类金融机构中拟用于金融交易的资金所构成。其二,金融机构、类金融机构的交易性资金大幅增加,突出反映了资金面上脱实向虚的情形加重,是金融泡沫的一种表现方式。其三,金融机构和类金融机构的金融交易资金大幅增加的一个直接后果是实体企业的资金成本处于加重趋势,金融效率进一步降低。这些现象表明,由金融机构、类金融机构彼此之间资产-债务链条所形成的联动机制正向实体经济部门渗透。在这种渗透中,一些有实力的实体企业也利用金融杠杆积极介入到金融交易活动中,展开了脱实向虚的跨产业“发展”;通过金融交易,与金融机构、类金融机构等形成了依金融市场价格波动而利益联动的关系。

4. 同业负债扩展。同业业务原本指存贷款金融机构之间以资金融通为基础的各项业务往来,具体内容包括同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等等。但在金融创新的背景下,近年来,此项业务扩展到了非银行金融机构,由此,引致了三个相互关联的现象发生:

① 引自中国新闻网2015年9月23日。

② 参见王国刚主编《中国金融发展报告(2017)》,第37页-38页,社科文献出版社,2017年版。

第一,同业存款和同业放款联动成为货币创造的重要机制。同业存款和同业放款是银行间创造货币的一个重要机制。它原先主要存在于银行间资金拆借范畴,资金借贷的期限较短(很少有超过一个月的)。但在非银行金融机构加入到这一业务范畴后,由于非银行金融机构属于资金需求者,不仅有着融入资金的强烈要求,而且有着较长期限和较大规模的融入资金需求,由此,利用同业存贷款的创造货币功能,持续大规模地创造期限较长、规模较大资金的问题就凸显出来了。第二,以投资为目的的融资凸显。随着非银行金融机构(尤其是证券公司、资产管理公司和信托公司等)介入同业业务,同业业务重心很快从以融资为主要取向转换成了以投资为主要取向,在监管套利、空转套利、关联套利(即“三套利”)的不当激励下,投资规模持续扩大。2013年底推出同业存单以后,这一产品成为激发“三套利”的重要载体。2014-2016的3年间,同业存单的月发行量分别为0.16万亿元、0.91万亿元和1.4万亿元,年底余额规模分别为0.6万亿元、3万亿元和6.3万亿元^①,增长速度之快令人瞠目。第三,依托于主动负债的资金支持,金融为自己服务的比重持续提高。同业存贷款、同业存单和票据贴现等是存贷款金融机构的主动负债,负债资金中的相当大比重转为金融投资。这种同业投融资中有着多重操作链条,在“三套利”的驱动之下,这些链条的数量和长度都在增加,由此,强化了资产-负债联动机制的延伸,既加重了实体企业获得资金的成本,抬高了资金流入实体企业的门槛,也大大加重了金融泡沫,同时,还给相关金融机构和金融市场运行带来新的风险。

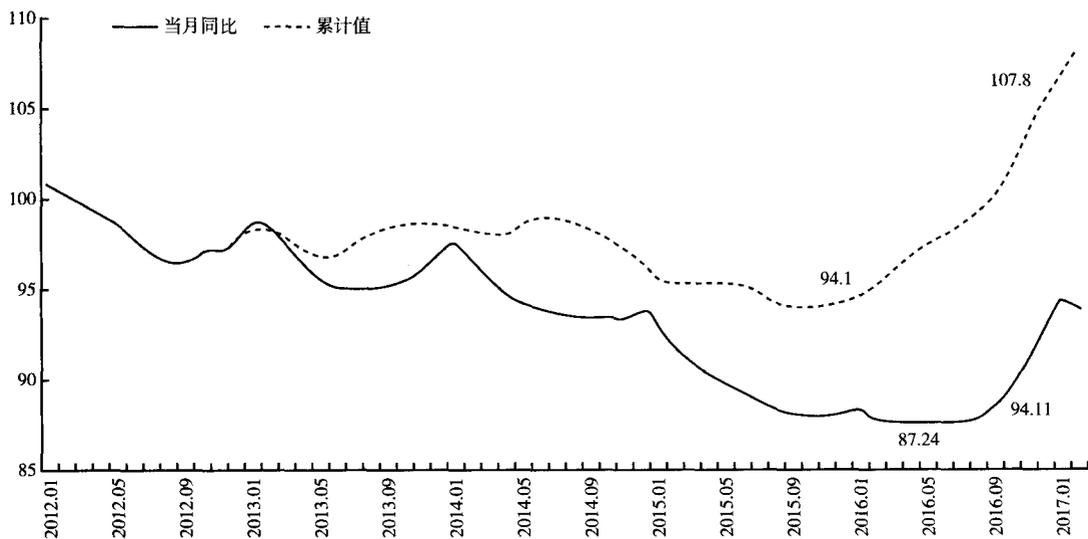


图1 PPI走势图(2012.1-2017.2)

数据来源:国家统计局。

5. 实体企业盈利水平降低。实体企业是创造价值的主体。2012年3月以后,工业品出厂价格指数(PPI)增长率持续54个月的下跌。从图1中可见,此轮PPI增长率下行的累计值在2016年3月达到最低点的0.8724,虽然从2016年9月以后PPI增长率同比转为正值且有着加速的趋势(2017年2月达到7.8%),但累计值依然处于负数(即0.9411)。在经营成本不变的条件下,工业品出厂价格的下落意味着工业企业的利润减少,由此,尽管2014年以后政府出台了包括降低税费、

^① 参见中信建投(2017):《同业负债杠杆出清 有利于降低资金运用风险》,《上海证券报》,5月4日。

降低贷款基准利率、降低社保缴费等一系列措施,但工业企业的利润增长率在2015年依然呈现负增长(最低值为2015年2月的-4.2%)。在价格结构中,利润是实体企业(乃至金融机构)防范市场风险的第一道防火墙。实体企业的利润增长率下行,不仅引致了它们抵御市场风险和经营风险的能力降低,而且引致了金融交易的收益率水平降低(这又引致了各类金融活动主体防范金融市场下行风险的能力降低),金融资产买卖交易中的价差期望值已从2015年的几十个基点降低到了2016年的十几个基点(甚至几个基点),收益率越来越薄且还在延续。这使得金融体系的脆弱性更加严重,给潜在的系统性金融风险浮上水面增添了机率。一旦发生金融市场交易价格持续下跌,就可能通过金融加速器机制和传染效应引致金融市场和金融体系的大动荡。

金融市场的大动荡,不仅将严重扰乱正常的经济金融运行秩序,给经济社会生活带来一系列严重后果,也将使30多年来改革开放所取得的经济金融成就遭受严重损失(相当多的成就可能毁于一旦),而且将严重阻碍供给侧结构性改革的深化,严重影响到中国改革开放的进一步深化和经济金融的进一步发展。毫无疑问,防控系统性金融风险已是金融运行和国民经济运行的当务之急,理应放在更加突出的位置。

四、防控系统性金融风险的新对策

防控系统性金融风险是一项复杂艰巨的系统工程。2015年以后,国务院和金融监管部门等密集出台了一系列防控系统性金融风险的政策举措,其中包括:2015年02月17日,国务院公布的《存款保险条例》;2015年6月22日,国务院办公厅转发的《银监会关于促进民营银行发展指导意见的通知》;2015年7月18日,中国人民银行等十部门发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》;2015年8月7日,国务院出台的《关于促进融资担保行业加快发展的意见》;2015年9月1日,国务院办公厅出台的《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》和《关于加快融资租赁业发展的指导意见》;2015年10月19日,国务院出台的《关于进一步做好防范和处置非法集资工作的意见》;2016年4月12日,国务院办公厅出台的《关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》;2016年8月22日,国务院发出的《关于印发降低实体经济成本工作方案的通知》;2016年9月20日,国务院出台的《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》;2016年10月10日,国务院出台的《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》;2017年1月4日,中国保监会出台了《保险公司合规管理办法》,以促进保险公司的合规经营和防范风险;1月10日,中国证监会出台了《证券公司风险控制指标管理办法(2016年修订)》和《上市公司重大资产重组管理办法(2016年修订)》;1月24日,中国保监会出台了《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》;3月29日,中国银监会办公厅出台了《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》;4月6日,中国银监会出台了《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》;4月7日,中国银监会出台了《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》;4月10日,中国银监会出台了《关于银行业风险防控工作的指导意见》;4月12日,银监会又出台了《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》;4月18日,中国证监会出台了《期货公司风险监管指标管理办法》;5月3日,中国证监会出台了《区域性股权市场监督管理试行办法》;5月5日,中国保监会出台了《关于保险资金投资政府和社会资本合作项目有关事项的通知》等等。

这些举措的落实将大大降低系统性金融风险发生的可能性,因此,是积极的和必要的,但仅靠这些举措还不足以充分有效地防控系统性金融风险。要充分有效地防控系统性金融风险,还需要建立和完善六个机制:

第一,建立金融数据和金融信息的精准性统计机制。要有效防控系统性金融风险,就要对各种金融数据做到心中有数。但从表1-表4看,中国究竟有多少金融资产并无清晰完整的统计数据。如果将证券业、保险业、信托业、租赁业和基金业等的金融资产考虑在内,则中国经济金融运行中的金融资产(从而与金融产品对应的负债)数额更是一个谁都说不清道不明的数额。在这种条件下,不仅金融资产的存量、流量和增量等的动态难以把握,而且根据金融资产的存量变化、流向变化和增量变化等选择有效对应的防控风险举措(包括预警举措、消解举措等)也难以做到。金融监管部门的诸多举措在很大程度上不是防范于未然而陷入持续应对“救火”的事务性监管工作中。要改变这种状况,形成系统完整及时的金融统计数据,在体制机制方面,应打破目前金融数据统计由“一行三会”等各家监管部门分而治之的格局,建立全国统一的金融数据统计机制,将各类金融活动产生的信息和数据汇总到1家金融数据统计中心进行统计、管理和公开披露;在内容上,不仅应包含各类金融市场(包括证券交易所、期货交易所、银行间市场、柜台市场、产权交易市场和股权交易市场等)中的各类数据,也不仅应包括金融交易和金融活动中的资产、负债等各种总量数据,而且应按照资产-负债联动机制的流程,统计各个环节和主体各自的资产-负债数据,以弄清各个节点上的金融风险状况;只要不涉及泄密,就应尽可能及时完整地公开披露相关金融统计数据,保障经济金融运行中的各方面主体能够充分利用这些数据展开分析和研讨,尽早发现金融交易和金融活动中的风险漏洞,采取可选择的应对之策。

第二,强化对系统重要性金融机构的流动性监管。流动性风险是引致系统性金融风险转化为金融大动荡的一个主要成因。在资产-负债联动机制展开过程中,系统重要性金融机构起着抵御风险扩散作用和稳定金融运作秩序的作用,它们的资产流动性状况直接影响着金融风险的传递速度和程度。金融市场的竞争贯彻着优胜劣汰的规则,一些中小微金融机构在市场竞争中可能被淘汰出局,这时常引致金融运行中的波动和资产-负债联动扩散中的涟漪扩展。在系统重要性金融机构金融运作比较稳定的条件下,这些小微涟漪传递比较容易被系统重要性金融机构的应对性操作所化解或阻止,不至于在进一步传递扩散中形成大的风浪。但在系统重要性金融机构的资产流动性紧张的条件,它们缺乏足够的化解能力,金融风险就可能冲破系统重要性金融机构的防线,同时,加重金融市场运作中各方的恐慌心理,在金融加速机制的作用下微小涟漪就有可能通过“蝴蝶效应”形成较大的系统性金融风险。目前,中国的系统重要性金融机构主要由工、农、中、建、交等国有控股商业银行构成,它们是经济金融运行中的资金拆出方(与此对应,其他金融机构主要是资金拆入方)。强化对国有控股商业银行的流动性监管,可选择的机制有三:其一,全面加强资产流动性的监控,既包括对这些系统重要性金融机构的资产负债率、资本充足率、存贷比和流动性资产结构等的监控,也包括对它们拆出资金的流向、流量和流速的监控。其二,增强公开市场操作。在实时监控这些系统重要性金融机构的基础上,根据它们经营运作中对资金的需求状况,人行以它们为交易对手方,通过公开市场操作,及时调控流动性。其三,增强再贷款和再贴现。一旦这些系统重要性金融机构出现流动性紧张,人行应及时出手予以救助,以支持它们在金融体系中稳定功能发挥。通过这些流动性监控,大致上可以把握金融机构之间的资产-负债联动链条长短、涉及的金融资产规模和相关资产走向,从而,为有效防控由这些链条断裂引致的系统性金融风险提供预警信号。

第三,强化对金融市场运行态势的监控。金融市场的运行秩序属于公共品范畴,直接关系到市场参与者各方的利益和操作选择。在通常情况下,金融监管部门不对金融市场的价格走势给予太多的关注和干预,以维护市场机制在调节供求关系和配置金融资源中的决定性作用。但这并不意味着金融监管部门不需要重视金融市场的价格走势动态和供求关系动态。在信息技术高度发展的今天,利用现代电子技术适时监控金融市场的动态走势并非难事。关键在于,金融市场的异动常

常由非常态成因引致,一旦价格持续下落的时间较长,就可能严重恶化市场参与者的资产负债表,使得处于交易中的金融资产转化为有毒资产,触发潜在的系统性金融风险浮出水面。要避免此类现象发生和进一步恶化,金融监管部门就需要密切注视金融市场的价格走势,分析异动的成因,了解参与者的交易行为变化,及时选择适当的政策举措,防止异动现象的延续。强化金融市场动态监控,需要落实三个机制:其一,利用现代电子技术和信息传输技术,实时监控金融市场走势动态。其二,及时把握金融市场的资金流向、流量和流速,防范巨额信用资金、境内热钱和配资平台资金等在短期内频繁进出金融市场炒作所引致的交易价格异常波动。其三,强化对银行间市场、证券交易所市场、期货市场和其他金融市场之间联动效应和跷跷板效应的追踪分析,一旦发现异常,及时出手,阻断金融风险在各类市场中扩散传染。

第四,强化“去杠杆”。2008年国际金融危机之后,高杠杆的负面效应就引起了世界各国和地区的广泛关注,由此,以降低杠杆率为主要内容的“去杠杆”也就成为防控系统性金融风险的一项主要机制。资产-负债联动机制扩散传递的主要通道在于负债链条的持续延伸,与此对应,缩短金融负债链条就成为有效防控系统性金融风险的一个重要举措。强化“去杠杆”,需要落实五个机制:其一,增加实体企业内源性融资能力,鼓励它们将经营运作的税后利润转为直接投资,提高它们的资本(或净资产)在资产总额中比重。其二,限制上市公司等实体企业将外源融入的资本性资金转为金融市场的短期炒作资金,鼓励它们专心从事主营业务操作,抑制脱实向虚的势头。其三,加快发展长期公司债券,增加实体企业和金融机构的准资本性资金,改善它们的负债期限结构,减弱短期资金偿付引致的财务风险。其四,缩减金融机构服务于实体企业的债务链条,降低金融运作成本和实体企业债务成本。其五,强化股权投资的规范运作,严禁明股实债,防控潜在的债务风险。

第五,增强实体企业的盈利能力。实体企业是国民财富的创造者、价值和利润的创造者。实体企业运行状况和盈利能力高低对金融体系的健康发展有着根本性意义。近年来,中国经济金融运行中发生的脱实向虚倾向和金融机构为自己服务(从而金融泡沫)增强的倾向,与图1所显示的实体企业主营收入从而利润降低有着密切关系。在深化供给侧结构性改革过程中,增强实体企业的盈利能力,不仅对提高经济金融运行的质量和效率举足轻重,而且对防控系统性金融风险也至关重要。一个显而易见的事实是,在实体企业有着较高盈利水平期间,资产-负债联动机制中的各方资产负债表相对较好,金融风险爆发的可能性极低;反之,随着资产负债表恶化,金融风险爆发的机率逐渐提高。2017年3月,中国人民银行等5部门出台了《关于金融支持制造强国建设的指导意见》,强调要高度重视和持续改进对制造强国建设的金融支持和服务,积极发展和完善支持制造强国建设的多元化金融组织体系,创新发展符合制造业特点的信贷管理体制和金融产品体系(包括股权融资、债券融资和资产证券化等)。增强实体企业的盈利能力,需要落实三个机制:其一,鼓励技术创新、组织创新、产品创新和营销创新,建立支持创新所需的各项机制。其二,深化体制机制改革。以最大限度地发挥生产力和创造新的生产力为生产关系改革的基本取向,充分调动科技人员、管理人员和第一线劳动者的积极性和创造性。其三,尊重经济规律的内在要求,建立符合市场经济规则的激励机制和制约机制,鼓励竞争,奖优罚劣,落实淘汰机制和破产制度。

第六,完善和改革金融监管框架。中国现存的金融监管框架以机构监管为主,监管重心集中于金融机构的业务行为。这意味着类金融机构和非金融机构的金融活动游离于金融监管之外,难以做到金融风险的监管全覆盖。《十三五规划纲要》中指出:要“健全符合我国国情和国际标准的监管规则,建立针对各类投融资行为的功能监管和切实保护金融消费者合法权益的行为监管框架,实现金融风险监管全覆盖。”为此,金融监管框架改革的基本取向不应停留于“一行三会”彼此间

监管职能调整之中,而应以实现机构监管为主向以行为监管(或功能监管)为主的转变为重心。金融监管向行为监管为主的转变,需要解决好三个基础性问题:其一,科学合理地划分金融行为类型。金融功能划分是实现功能监管的基础。按照金融产品的特性和金融交易的特性,金融行为可分为货币(包括汇率)、支付清算、标准化证券、存贷款和各种非标准的债务凭证(如商业票据、银行票据等)、信托、保险、股权投资和金融统计等类型。其二,根据金融行为类型划分,科学合理地界定各家金融监管部门的职能和监管边界,将金融机构、类金融机构和非金融机构的金融行为均纳入监管对象的范畴,既避免金融监管的“真空”、“缺失”或“盲区”的存在,又避免各家金融监管部门彼此间的掣肘或行为不协调,实现金融监管对各种金融行为(从而金融风险)的全覆盖。其三,根据金融产品和金融行为的复合特性(包括金融衍生品),实施金融监管部门的联合监管,实现对每个金融活动的程序、条线和节点的复合监管,避免因某个节点崩溃可能引致的整个金融蛛网的崩散。

参考文献

- 博尔丁、肯尼恩(1992):《资产与负债》,载《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(中译本),第140-141页,经济科学出版社。
- 昌忠泽(2017):《美国金融危机的成因和教训研究》,中国财政经济出版社。
- 陈元(1998):《金融监管》,载于戴相龙、黄达主编《中华金融辞库》(第三卷),中国金融出版社。
- 邓创、滕立威、徐曼(2016):《中国金融状况的波动特征及其宏观经济效应分析》,《国际金融研究》,第3期。
- 法博齐、弗兰克、莫迪利亚尼、弗朗哥(1998):《资本市场:机构与工具》(中译本),经济科学出版社。
- 荀文均、袁鹰、漆鑫(2016):《债务杠杆与系统性风险传染机制》,《金融研究》,第3期。
- 黄达编著(2012):《金融学(第三版)》,中国人民大学出版社。
- 李扬、张晓晶、常欣等著(2015):《中国国家资产负债表2015》,中国社会科学出版社。
- 马建堂、董小君、时红秀(2016):《中国的杠杆率与系统性金融风险防范》,《财贸经济》,第1期。
- 马克思、恩格斯(1971):《马克思恩格斯全集》(中译本),人民出版社1971年版。
- 米什金(1998):《货币金融学》(中译本),中国人民大学出版社。
- 王国刚(2009):《止损机制缺失:美国次贷危机生成机理的金融分析》,《经济学动态》,第4期。
- 王国刚(2011):《简论货币、金融与资金的相互关系及政策内涵》,《金融评论》,第2期。
- 王国刚主编(2017):《中国金融发展报告(2017)》,社科文献出版社。
- 中信建投(2017):《同业负债杠杆出清 有利于降低资金运用风险》,《上海证券报》,5月4日。
- Bernanke, B., and M. Gertler (1989): "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 79, 14-31.
- Minsky, H. (1982): *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*. Armonk, N. Y., M. E. Sharpe.

(责任编辑:周莉萍)