

对于交叉风险,监管的目标是要优化现有的监管架构,在推动利率市场化改革继续深入的同时,守住不发生区域性、系统性风险的底线

# 交叉金融创新与风险管控

曾 刚

随着金融市场化改革进程加快,金融市场竞争日趋激烈,不同机构间的交叉、融合不断加深,业务、产品创新不断涌现。这种交叉、融合的趋势,有效地打破了金融市场的分割,成为推动我国利率市场化的重要力量。不过,在提高金融效率、创造新盈利空间的同时,金融风险的交叉和传递也变得日益复杂,2013年的“钱荒”和2015年的“股灾”,都算是这类风险的体现。从趋势来看,金融业务交叉、融合的趋势在未来一段时间仍将继续,利率市场化迈入新阶段后,如何更好地认识和管理跨市场金融风险,也成为金融监管改革的难点和重点。

## 交叉金融活动的含义及现状

所谓“交叉”或“跨市场”,指的是金融机构(或经济主体)在不同金融市场之间的金融活动,是金融机构为了应对金融市场化环境突破分业经营约束、提高效率,通过各种交叉性金融工具或变换经营的组织形式,在多个金融子市场中进行各种金融活动。而交叉金融风险,也就是上述这些交叉金融所导致的不确定性。从上面这个角度理解,“交叉”或“跨市场”金融活动近似于广义的综合化(或混业)经营的概念。

具体来讲,可以将交叉金融活动划分为两个层次:一是金融机构以业务和产品为载体,跨越货币、资本等多个金融市场的子市场;二是金融机构通过获取多种金融牌照,同时从事银行业、证券

业和保险业,通过跨市场的机构主体来打通资本、货币市场以及保险市场。这两种类型的交叉金融活动,对应到综合化经营的层面,常常也被称为内部综合化和外部综合化。过去几年中,两类交叉金融活动都得到了迅速发展。特别地,由于跨市场牌照获取的难度相对较大,中小型金融机构往往难以介入,因此,利用业务、产品创新来实现跨市场交易是目前的主流模式,也是交叉风险所应关注的主要方面。

### 业务产品层面的金融交叉

产品层面交叉主要集中在所谓的“大资管”业务领域。过去几年中,随着利率市场化的不断深入和金融监管放松,各类机构都加大了资管业务的发展力度,相关产品规模迅速扩张。不同类型的金融机构在资产管理领域既有竞争也有合作,在资金来源、使用方面的融合程度迅速加深。一方面,不同类型机构的资管产品本质属性近似,在目标客户、资金来源以及资金投向上诸多交叠;另一方面,由于各类机构所受监管不同,加之自身专业优势各异,实践中,各类机构在资管业务链上的合作也在不断加深。比如,2014年以来随着股市上涨而迅速发展的配资业务,就是商业银行、信托公司以及证券公司利用资管产品进行的一种创新。除此之外,在股权激励、杠杆收购以及定向增发等证券市场交易中,也大量存在银行理财资金的身影。不同类型机构资管产品之间的交易,成为了沟通银行资金和资本市场的重要桥梁。

### 机构层面的交叉

机构层面的交叉实际是狭义层面的综合化经营。虽然“分业经营、分业监管”是我国金融体系运行的基本规则,实践中,监管部门根据金融改革进程以及市场需求变化,逐步放松了对金融机构跨业经营的限制,逐步允许银行与保险、基金等非银行金融机构(证券公司除外)在股权投资方面的融合。以银行业为例,截至目前,16家A股上市银行均已通过不同形式实现了程度不一的综合化布局,尤其是大型银行,其涉及的牌照范围已涉足证券、保险、基金、租赁、信托等主要金融业态,部分银行还介入了期货和消费金融等新兴领域。

## 交叉交易迅速扩张的原因与风险特征

交叉金融业务的迅速发展,有其客观背景。

一是市场需求的改变对金融服务提出了更全面的要求。受到利率市场化的影响,金融脱媒趋势日益明显。大企业减少了对银行信贷的需求,更多的金融服务需求转向资本市场,商业银行的信贷客户定位被迫下沉,并且开始探索投资银行业务。个人金融方面,随着经济生活的改善,个人的投资意识和消费意识觉醒,对财富管理和消费信贷等金融服务亦产生要求。只提供简单的传统金融产品,而不进行创新和服务升级,将难以粘住客户。面对资金来源和资金负债的加速脱媒,传统金融机构不得不加快转型步伐,从传统的信用中介业务积极

向“轻资产”的信息中介业务拓展，并不断加大对金融市场的参与，由此导致不同金融业态和金融市场的交叉融合程度迅速提高。

二是跨业发展可以优化金融机构收入结构。随着利率市场化改革深入和竞争加剧，不同金融机构之间泾渭分明的业务界限日益模糊，传统业务受到来自其他金融机构以及互联网金融越来越直接的挑战，不得不寻求新的利润空间，交叉业务成为必然的选择。

三是有助于抵御周期性风险。传统金融业务受经济周期影响较大。为了平抑信贷收入大幅波动对银行产生的不利影响，银行必须拓展其他非信贷类业务，在综合化经营方面加快建设。通过综合化经营，银行还可以为客户提供更加广泛和丰富的产品，满足他们不同时期和不同方面的金融服务需求，提高客户对公司产品和服务的黏着性，降低经济萧条期的客户流失风险。

四是综合化经营可以发挥规模效应。金融机构通过内部子公司之间或者部门之间的相互协作，可以充分发挥公司或集团的规模经济、范围经济和竞争优势。子公司或部门之间关系越紧密，公司的技术、经验和资源越容易分享，协同效应就越好，可以大大降低客户信息的搜集成本和销售成本。

应该说，交叉业务的迅速扩张有其客观必然性，推动了我国利率市场化改革的深入，提高了金融体系资金配置的效率。但也必须看到的是，在监管体系不完备的情况下，交叉业务的过度发展，会给金融体系带来一些潜在风险。

一是容易导致局部市场的泡沫和剧烈波动。交叉业务消除了不同市场的分割，有助于提高资金的配置效率，但这也降低了某些金融市场（尤其是高风险的权益市场）的准入门槛。在流动性充裕的情况下，交叉金融业务的过度发展，极有可能使巨额资金在局部市场上快速集聚，加剧其泡沫化程度，并形成巨大的危害。2015年，我国股市的剧烈

表1 政策层面逐步放开对金融跨业的限制

时间	机构	事件	要点
1999年	人民银行	《证券公司进入银行间同业市场管理规定》《基金管理公司进入银行间同业市场管理规定》	符合条件的券商和基金管理公司获准进入银行间同业市场,从事同业拆借和债券回购业务
1999年	证监会、保监会	《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》	同意保险资金投资证券投资基金间接进入股市
2000年	人民银行、证监会	《证券公司股票质押贷款管理办法》	符合条件的证券公司获准以自营的股票和证券投资基金券作为抵押,向商业银行借款
2001年	人民银行	《商业银行中间业务暂行规定》	商业银行在经过人民银行批准以后,可开办代理证券业务、金融衍生业务、投资基金托管、财务顾问等投资银行业务以及代理保险业务
2004年	证监会、保监会	《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》	允许保险机构进入股票市场
2005年	人民银行、证监会、银监会	《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》	允许商业银行直接设立基金管理公司
2006年	银监会	《商业银行投资设立基金管理公司风险管理指引(征求意见稿)》	规范银行代理保险业务
2007年	银监会	《金融租赁公司管理办法》	允许符合条件的银行设立或者参股金融租赁公司
2008年	银监会、保监会	《中国银监会与中国保监会关于加强银保深层次合作和跨业监管合作谅解备忘录》	同意银行投资入股保险公司,试点范围为三至四家银行
2009年	银监会	《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》	允许银行“一对一”选择现有保险公司
2012年	人民银行、银监会、证监会及国家外汇管理局	《金融业发展和改革“十二五”规划》	引导具备条件的金融机构在明确综合经营战略、有效防范风险的前提下,积极稳妥开展综合经营试点,提高综合金融服务能力与水平
2014年 2015年	国务院、银监会	《关于规范金融机构同业业务的通知》《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》	要求商业银行在理财业务、同业业务方面建立专营部门,符合条件的银行,可以探索部分业务条线成立专业性子公司

波动与跨市场资管产品的繁荣有着很大的关系。

二是加大了系统性风险。本质上说交叉风险是一种传导风险。各种金融机构在追求规模经济和范围经济、不断突破分业经营限制而相互融合的过程中，很容易将某个市场或行业的风险传导到其他市场和行业。这种风险的影响不仅局限在某一市场或行业中，而是通过股权控制、资金交易等纽带，将单个行业、单个市场的风险渗透到金融市场的各个子市场。与传统的金融风险，如信用风险、操作风险以及市场风险不同，对交叉业务风险的关注更多地在于其加速了上述这些金融风险外溢的速度，并扩大了金融风险外溢的范围，这些都意味着系统性风险的上升。

三是流动性风险更加突出。作为推动利率市场化的重要力量，交叉业务发展在本质上是基于金融市场的业务创新。而

且，为确保一定的收益水平，跨市场产品或多或少的都具有“资金池”的特征，资金来源与使用间存在期限错配。在规模较小时，这种期限错配可能不是严重的问题；但当产品规模积累到一定程度，错配所造成的资金缺口一旦不能在金融市场上得到满足，就会引发流动性风险。

四是削弱了微观审慎监管的效力。交叉业务中，有一部分是与金融机构的监管套利有关。比如，早期为了规避存贷比和合意贷款规模限制，银行先后与信托、证券以及基金子公司进行通道合作，形成了一轮交叉业务发展的浪潮。最近两年以来，随着内外部环境变化，利用与其他金融机构的交叉产品来提高资本充足率、降低不良资产率以及拓展银行资金运用范围（如借道其他金融机构进入股市）等，成为新的发展方向。不管形式如何，分业监管体系下，不同监管主体对相似业务的监管标准的不

同,为监管套利类的交叉业务发展提供了长期的动力;反过来讲,这些业务的发展也削弱了微观审慎监管,尤其是对银行业微观审慎监管的有效性,相当数量的风险未被合理计算并纳入监管。

### 对交叉风险的监管建议

对于交叉风险,监管的目标不是要限制交叉业务和产品创新,而是要适应交叉风险的发展趋势及其风险特征,优化现有的监管架构,在推动利率市场化改革继续深入的同时,守住不爆发区域性、系统性风险的底线。从根本上来讲,针对金融市场化改革不断推进、不同金融领域交叉明显加大的情况,应适时调整和优化现有的分业监管架构。长期内,或可考虑“混业经营、混业监管”的改革方向,形成统一的监管体系。在短期内,则可考虑如下的优化措施。

**强化监管协调。**尽快建立由具体部门牵头的统计体系,以及时、全面了解跨市场交易的规模以及资金流向。此外,应强化不同监管部门之间的协调机制,在信息共享、定期沟通之外,应赋予协调机制一定的决策权,可以在异常情况下适时进行干预,阻止风险的升级和扩散。

**统一监管规则。**目前来看,在各类机构均大力发展的资产管理行业,不同类型资管机构的监管环境存在较大差异,这也是引发监管套利的重要原因。在“分业经营”规则不变的情况下,建议银监会加快推动商业银行资管部门成立专业化子公司,以便与保险公司和证券公司的改革进程保持一致。与其他组织架构相比,成立资产管理业务子公司具

有多方面优势:一是把与资本市场关联度较高的资产管理业务与金融机构传统业务独立开来,有助于实现风险隔离,破除刚性兑付风险;二是解决业务独立主体资格问题,成立资产管理子公司有助于获得更多的业务资格,扩大业务边界,拓展投资方向;三是有助于建立更为灵活的经营机制和激励约束机制,不断提升市场竞争力。在此基础上,可以考虑将各类资管公司的监管统一到同一个监管机构,或制定基本相同的监管规则。

**加大对重点业务的监管力度。**在众多交叉业务中,尤其需要关注的是银行资金与资本市场的交叉。这主要是因为银行风险具有较大的外部性,一旦被资本市场的波动所传染,容易引发系统性危机。也正是基于这种逻辑,大萧条之后,美国在1933年通过的《格拉斯—斯蒂格尔法案》禁止商业银行从事投资银行业务;2008年国际金融危机之后,沃尔克规则再次提出要限制商业银行的权益类投资业务。在我国,政策对银行资金进入股市一直都有着严格的限制。但

在实践中,尤其是在资本市场上涨时期,银行资金利用各种渠道进入股市的情况并不少见。尽管目前看,资本市场波动未对银行经营造成实质性的影响,但是这类业务继续发展以及规模失控可能造成的巨大潜在风险却不能忽视。建议相关部门加强在此类产品监管上的协调、配合,共同制定相关政策、法规,共同监督执行。其中,银行监管部门侧重资金“源头”的监管,严控与资本市场相关的产品和业务规模,更严格地把握信贷资金的发放标准和流向监管,降低挪用信贷资金的可能性。证券市场监管部门则应侧重于“流向”的监管,对资金总量的异常变化及其流向,应进行全面监控,并及时向相关部门进行通报。

**加强对宏观审慎的关注,维护金融稳定。**交叉业务的风险传染导致系统性风险明显上升,对此,有必要加强宏观审慎管理以维护金融体系的稳定。在目前分业监管的体制下,应进一步明确宏观审慎管理职能的边界和归属,赋予宏观审慎管理部门在跨市场、交叉性金融风险的监管职责与手段,同时可以考虑赋予其对金融控股公司监管职责。这样一来,可以形成在统一系统性风险监管下各专业监管当局在各自专业领域实施微观审慎监管的“伞形”架构,有效避免因交叉业务发展造成的监管真空、监管不足及监管套利问题,也能促进金融监管合作,减少重复监管。

另外值得强调的是,由于高度依赖金融市场,交叉风险的一大特征是流动性的急剧上升。因此,在宏观审慎管理中,流动性管理变得至关重要。有关部门有必要进一步完善流动性风险的监测体系,及时优化流动性管理工具,扩大流动性管理工具覆盖的对象等,为更好维护金融体系稳定创造基础条件。

作者单位:中国社会科学院金融研究所  
(责任编辑 纪 巍)

