

# 金融体系的安全基石

袁增霆



这是全球金融体系的动荡时代。近些年的形势主线开始于美联储货币政策的预期变化和调整节奏。2013年6月份的“消减恐慌”是这一时期开始的标志。当时因预期美联储消减购债计划而引起的动荡几乎重演了2007年之前国际金融危机的历史宿命，即一些新兴市场出现大幅的货币贬值和资产价格下跌，全球投资者避险情绪升温，国际资本快速向发达国家回流。此后每一波动荡的间隔几乎都不超过两个季度。外部金融风险已经深刻影响到国内的经济和金融环境。外部需求萎缩、美元走强以及国际大宗商品市场价格暴跌是国内能源、材料以及制造业财务和信用风险的重要外部根源。2013年中期的“钱荒”和2015年中期的“股灾”及其后抬头的人民币贬值压力，则反映出国内金融体系的内在脆弱性。

这样的压力环境或许有助于推进建设强健的国内金融体系。周而复始的金融动荡与风险传染，已经让常见的逻辑解释变得乏善可陈。无法摆脱金融不稳定的压力困境，在很大程度上不是人们看不懂历史经验、理论逻辑以及中外体制比较特征，而是在真正提高金融发展质量的轨道上前进缓慢。近年来，为了稳定国内投资和经济增长而推动的社会融资规模增长，带来了以金融相关比率为代表的金融发展数量指标的上升，却没有很好地对应表现为有效资本形成、生产率改善等质量指标。政策当局在金融危机中才顾及投资者的风险偏好及选择，往往为时已晚。

金融动荡通常会激发投资者的避险情绪，使得资本分配大幅向安全资产倾斜。因此，国际货币基金组织在2012年4月份发布的《全球金融稳定报告》中，就以醒目的专题名称提出“安全资产是国际金融体系的基石”。在经济学文献中，安全资产主要是指无风险资产或对坏消息不敏感的债权工具。它们兼具风险规避与价值储藏功能，是经济主体实现跨期消费与投资平衡决策的必要选择，也是资产定价的参照基准。缺乏安全资产通常会导致经济增长的动态无效性，滋生资产市场泡沫甚至发生金融危机等严重后果。一般观点认为，在国际资本市场上，这些所谓的安全资产隐含主权信用风险，对货币贬值风险较为敏感。因此，安全资产的前提条件是本土价值稳定或升值。换言之，在开放环境中，安全资产需要具备国际竞争力。

国内的安全资产还具有特殊性，即它们的回报期长、收益

率大幅低于社会资本平均回报水平。这种情况带来了理论与实践中都同时存在的两种不利影响：一是金融机构卖出安全资产，购买风险资产，通过有限债务责任或代理关系实现风险转移并推高风险资产价格；二是滋生了刚性兑付条件下的伪安全资产创造。对于存在刚性兑付假设或隐含政府信用支持的私人债权工具，要么在微观层面上不具有真正的安全性，要么最终将侵蚀主权信用。近年来，随着影子银行监管与地方政府债务重组工作的推进，安全资产的“去伪化”趋势表现明显。但是，安全资产回报率或利率的市场化则进展缓慢。

因此，构筑国内金融体系的安全基石，便是要有效供应安全资产。从这种意义上，国债、金融债以及其他安全债权不仅仅是相关经济主体的融资工具，也承担着金融体系中应有的安全资产功能。安全资产回报应当能够体现跨周期的利率平滑特征。现实中银行业的顺周期特征愈发显著，并导致无风险利率也追涨杀跌。这种状况严重悖离了传统银行模型中的资产收益跨期平滑、风险分担、流动性保险等功能要求。这里安全资产的真正缺失表现得尤为醒目。相比融资成本的节约或补贴，安全资产利率的正常化及其在抵御风险侵蚀方面的社会收益可能更加重要。当前社会资本平均回报率下行、借贷利差缩小的市场条件也开始有利于矫正这种扭转状况。既然我们对未来中国经济的长期发展以及人民币币值稳定充满信心，就应当有前瞻性、有效供应以人民币计价的安全资产。在开放环境中，保持人民币安全资产的国际竞争力也将是推进供给侧改革与“一带一路”战略的必然诉求。强健的金融体系及安全基石不仅可以避免恐慌性的跨境资本流出，也可以反过来为国际资本提供安全港和锚，从而在吸引国际资本流入方面增加深度和广度。

站在金融体系安全基石的角度上的逆向思维也有助于重新审视经济增长与金融发展的质量要求。维护人民币及其计价资产市场的稳定及竞争力，需要锚定有效的安全资产。后者的供给来源则取决于经济与金融领域结构性改革的目标，即在源头上究竟要为创造什么样的资产而进行投融资？在最后创造的环节上又究竟需要什么样的金融机构与金融工具？

作者单位：中国社会科学院金融研究所

(责任编辑 纪 巍)