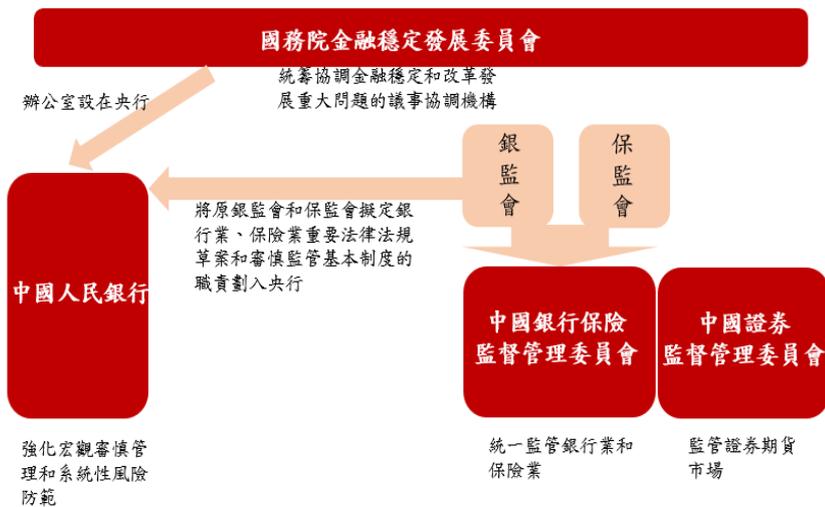


金融監管改革劍指何方？

金融監管改革塵埃落定。國務院機構改革方案整合原有銀監會和保監會的職能，組建國務院直屬的銀行保險監督委員會；同時將銀監會和保監會擬定銀行業和保險業重要法律法規草案和審慎監管基本制度的職責劃入央行。

圖1：金融監管改革後將形成“一委一行兩會”架構



資料來源：國務院機構改革方案、招銀國際研究

金融監管緣何而變？所謂“分久必合、合久必分”是一個過於簡單化的結論。由於事關重大，我們應當抽絲剝繭，深入地分析此次金融監管體制改革的因由，從而把握未來金融監管發展的方向。

❖ 改革因由：金融控股和混業經營

隨著中國經濟和金融行業的發展，金融監管體系（上層建築）與金融活動實踐（經濟基礎）之間的矛盾日益凸顯。原有監管架構乃基於分業經營的格局，但近年來金融子行業之間的壁壘逐漸消融，金融機構混業經營發展迅猛，金融產品日益多樣化複雜化，金融亂象和金融風險也由此滋長。金融監管改革已形成共識，如若坐視不理，行業“野蠻生長”所積累的系統性風險很有可能吞噬中國經濟發展來之不易的果實。去年10月的十九大報告中，“防範化解重大風險”被列為“三大攻堅戰”之首，金融監管改革成為“防風險”的必然要求。

但是，就“如何改”的問題此前各界仍然存在分歧。有觀點認為，繼續“分業經營”，築起嚴厲的監管壁壘是隔離和阻斷風險的良方。回過頭看，上世紀90年代中國金融業處於發展初期，朱鎔基總理當時所確立的“分業經營”、“分業監管”的模式無疑是正確的選擇。然而事易時移，無論從理論還是實踐來看，當前中國的“金融控股”“混業經營”趨勢事實上源於對“效率”的追求，是金融發展難以阻擋的內生趨勢。

從國際經驗看，重回“分業”“畫地為牢”，難以隔絕“風險”。1929-1933年“大蕭條”後，美國政府頒佈了《格拉斯-斯蒂格爾法》（Glass-Steagall Act），確立了美國金融業在其後半個世紀的分業監管格局。但是，這一法案不僅未能阻止金融危機的爆發，還抑制了美國金融機構的競爭力，使得上世紀七八十年代美國銀行業被蓬勃發展的日本銀行業所超越。九十年代末美國的“金融服務現代化法案”擯棄了嚴格的分業管制體系。事實上，允許金融業開展“混業經營”本質上是尊重市場的選擇。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

❖ 改革特點：普通要求與中國特色相結合

那麼，此次金融監管改革體現了哪些特點呢？首先，新監管框架適應了國際金融監管的最新理論發展與主流的監管實踐，既體現了“宏觀審慎”的普通特徵，又結合中國實際有針對性地解決原有體系的特定弊端。

次貸危機後，主要發達國家都對原有的金融監管框架進行了程度不一的修補和改革。其中主要強化了“宏觀審慎監管”（macro-prudential regulation），以之作為連接貨幣政策和“微觀審慎監管”（micro-prudential regulation）之間的橋樑。簡而言之，微觀審慎監管的假設是獨立性，即個體的安全意味著整體的安全，因此注重的是單個金融機構面臨的風險，特別是內部風險。這一假設已經被次貸危機的爆發所證偽，系統性風險這一命題獨立於微觀審慎之外，加強宏觀審慎監管成為當前各國央行在貨幣政策制定之外的另一項任務。這就是所謂“雙支柱”：貨幣政策與宏觀審慎。此次監管改革強化了央行的角色，將銀監會和保監會擬定銀行業、保險業重要法律法規草案和審慎監管基本制度的職責劃入央行。此外，次貸危機後主要經濟體的金融監管改革體現了“功能監管”的趨勢。相對於基於分業經營的“機構監管”，功能監管主要是適應金融機構混業經營，以求更好地解決監管空白和監管套利問題。中國金融監管改革合併銀監會與保監會就是為了適應功能監管的要求。

❖ 激進的“雙峰模式”仍有爭議

金融監管改革需要充分考慮到改革的成本。縱觀國際金融監管的發展歷程，不難發現不同國家的金融監管體系有著不同的演化路徑，很大程度上是由於“成本”方面的原因。簡單來說，好房子人人想住，但並不是誰都負擔得起。例如，美國金融監管體系呈現出“碎片化”和“多頭監管”的特徵，很大程度上是由於在聯邦和州分權的政治體系下，美國整合金融監管的“成本”過高，難以落實，因此採取了“打補丁”的修補方式。政治、經濟、文化都會形成對“制度”的“成本約束”。對中國而言，現階段的監管架構改革，相較於更為激進的方案（例如“雙峰模式”分離審慎監管與行為監管的模式）更具可操作性。雙峰模式需要將原有監管框架徹底拆散、顛覆與重構，不論是對政府部門還是對市場機構來說都意味著巨大的成本。面臨巨大的不確定性。去年第五次全國金融工作會議在“一行三會”之上設立的國務院“金融穩定發展委員會”是對原有金融監管協調機制的升級。此次整合銀監會和保監會的改革舉措，完美體現了“漸進式”改革的真諦。

萬眾期待的金融監管框架已然“落地”，中國的金融發展將擁有更為優越的制度環境。金融機構應當積極準備，擁抱變革。總體來看，此次金融監管體制改革，一方面吸收了國際金融監管理論和實踐最新進展的精華；另一方面充分考慮了中國金融行業的動態發展和金融監管的現有弊端。但是，金融行業是動態發展的，金融監管也應是動態發展的，雙峰監管模式雖然過於激進，但仍值得我們繼續研究。此次改革，或許並不意味著金融監管改革的完結。從這個角度看，目前的金融監管改革方案，隨著形勢的發展還有進一步深化和優化的空間。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。