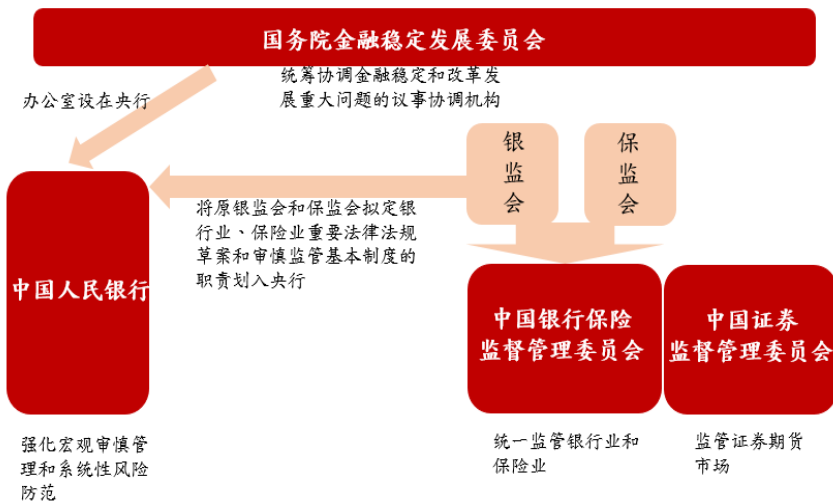


金融监管改革剑指何方？

金融监管改革尘埃落定。国务院机构改革方案整合原有银监会和保监会的职能，组建国务院直属的银行保险监督管理委员会；同时将银监会和保监会拟定银行业和保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行。

图1：金融监管改革后将形成“一委一行两会”架构



资料来源：国务院机构改革方案、招银国际研究

金融监管缘何而变？所谓“分久必合、合久必分”是一个过于简单化的结论。由于事关重大，我们应当抽丝剥茧，深入地分析此次金融监管体制改革的因由，从而把握未来金融监管发展的方向。

❖ 改革因由：金融控股和混业经营

随着中国经济和金融行业的发展，金融监管体系（上层建筑）与金融活动实践（经济基础）之间的矛盾日益凸显。原有监管架构乃基于分业经营的格局，但近年来金融子行业之间的壁垒逐渐消融，金融机构混业经营发展迅猛，金融产品日益多样化复杂化，金融乱象和金融风险也由此滋长。金融监管改革已形成共识，如若坐视不理，行业“野蛮生长”所积累的系统性风险很有可能吞噬中国经济发展来之不易的果实。去年10月的十九大报告中，“防范化解重大风险”被列为“三大攻坚战”之首，金融监管改革成为“防风险”的必然要求。

但是，就“如何改”的问题此前各界仍然存在分歧。有观点认为，继续“分业经营”，筑起严厉的监管壁垒是隔离和阻断风险的良方。回过头看，上世纪90年代中国金融业处于发展初期，朱镕基总理当时所确立的“分业经营”、“分业监管”的模式无疑是正确的选择。然而事易时移，无论从理论还是实践来看，当前中国的“金融控股”“混业经营”趋势事实上源于对“效率”的追求，是金融发展难以阻挡的内生趋势。

从国际经验看，重回“分业”“画地为牢”，难以隔绝“风险”。1929-1933年“大萧条”后，美国政府颁布了《格拉斯-斯蒂格尔法》（Glass-Steagall Act），确立了美国金融业在其后半个世纪的分业监管格局。但是，这一法案不仅未能阻止金融危机的爆发，还抑制了美国金融机构的竞争力，使得上世纪七八十年代美国银行业被蓬勃发展的日本银行业所超越。九十年代末美国的“金融服务现代化法案”摈弃了严格的分业管制体系。事实上，允许金融业开展“混业经营”本质上是尊重市场的选择。

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

❖ 改革特点：普适要求与中国特色相结合

那么，此次金融监管改革体现了哪些特点呢？首先，新监管框架适应了国际金融监管的最新理论发展与主流的监管实践，既体现了“宏观审慎”的普适特征，又结合中国实际有针对性地解决原有体系的特定弊端。

次贷危机后，主要发达国家都对原有的金融监管框架进行了程度不一的修补和改革。其中主要强化了“宏观审慎监管”（macro-prudential regulation），以之作为连接货币政策和“微观审慎监管”（micro-prudential regulation）之间的桥梁。简而言之，微观审慎监管的假设是独立性，即个体的安全意味着整体的安全，因此注重的是单个金融机构面临的风险，特别是内部风险。这一假设已经被次贷危机的爆发所证伪，系统性风险这一命题独立于微观审慎之外，加强宏观审慎监管成为当前各国央行在货币政策制定之外的另一项任务。这就是所谓“双支柱”：货币政策与宏观审慎。此次监管改革强化了央行的角色，将银监会和保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行。此外，次贷危机后主要经济体的金融监管改革体现了“功能监管”的趋势。相对于基于分业经营的“机构监管”，功能监管主要是适应金融机构混业经营，以求更好地解决监管空白和监管套利问题。中国金融监管改革合并银监会与保监会就是为了适应功能监管的要求。

❖ 激进的“双峰模式”仍有争议

金融监管改革需要充分考虑到改革的成本。纵观国际金融监管的发展历程，不难发现不同国家的金融监管体系有着不同的演化路径，很大程度上是由于“成本”方面的原因。简单来说，好房子人人想住，但并不是谁都负担得起。例如，美国金融监管体系呈现出“碎片化”和“多头监管”的特征，很大程度上是由于在联邦和州分权的政治体系下，美国整合金融监管的“成本”过高，难以落实，因此采取了“打补丁”的修补方式。政治、经济、文化都会形成对“制度”的“成本约束”。对中国而言，现阶段的监管架构改革，相较于更为激进的方案（例如“双峰模式”分离审慎监管与行为监管的模式）更具可操作性。双峰模式需要将原有监管框架彻底拆散、颠覆与重构，不论是对政府部门还是对市场机构来说都意味着巨大的成本。面临巨大的不确定性。去年第五次全国金融工作会议在“一行三会”之上设立的国务院“金融稳定发展委员会”是对原有金融监管协调机制的升级。此次整合银监会和保监会的改革举措，完美体现了“渐进式”改革的真谛。

万众期待的金融监管框架已然“落地”，中国的金融发展将拥有更为优越的制度环境。金融机构应当积极准备，拥抱变革。总体来看，此次金融监管体制改革，一方面吸收了国际金融监管理论和实践最新进展的精华；另一方面充分考虑了中国金融行业的动态发展和金融监管的现有弊端。但是，金融行业是动态发展的，金融监管也应是动态发展的，双峰监管模式虽然过于激进，但仍值得我们继续研究。此次改革，或许并不意味着金融监管改革的完结。从这个角度看，目前的金融监管改革方案，随着形势的发展还有进一步深化和优化的空间。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。