



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

宏观审慎政策： 新现象与新发展

主办单位：



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Financial & Development Research

协办单位：上海市黄浦区金融服务办公室

合作媒体：

第一财经
YICAI

第一财经
YICAI.COM



<http://www.nifd.cn/>



金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

国家金融与发展实验室

2017年6月21日

金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

曾刚

国家金融与发展实验室

银行研究中心主任

曾刚：

很高兴跟大家做一个交流，我讲的题目比较小一点，一个比较简单的问题，因为今天的主题是监管风暴，我就谈谈监管与影子银行问题。过去几年当中，影子银行快速发展，实际上也是现在大家热议的金融去杠杆的主要对象。影子银行的核心实际上是监管套利，与监管的变化密不可分，目前的监管强化，是否可以彻底消除监管套利，并达到金融去杠杆的目的，也是我们关心的内容。

讨论监管强化和金融去杠杆，需要回到一个最原始的问题，就是影子银行。有关影子银行的讨论，国内在2012年、2013年曾有过一轮研究热潮，许多结论当时就已经提出来，但可能在全社会的范围内没有形成共识，监管部门之间也没有因此建立起协调机制。以至于在2013年“钱荒”之后，影子银行并没有得到有效的遏制，反而继续高速增长，风险隐患也日渐突出。

影子银行的核心动机之一是监管套利，也就是目前银监会“三套利”整治最主要的对象。从中性的意义上讲，金融机构的监管套利实际上是金融创新的重要组成部分，从国际范围来看，重大的金融创新的潮流都是和监管套利有关系。当然，我们并不是说监管套利是值得鼓励的，而是说它是金融体系中不可避免的一个客观存在。从微观上讲，由于监管政策会抬升成本，机构需

要通过各种现有合理的方法去规避这样的监管，以降低净监管成本，直至套利空间消失，这与金融产品定价中的无套利均衡原理大体是一个意思。在这种状态下，机构的经济利益可以达到最大化。当然，这种微观上的最大化可能和宏观上的需求不相一致，这时候，监管当局可能会进一步加强套利行为的监管力度，再次抬高套利行为的监管成本，这反过来有可能催生金融机构再一轮的金融创新。

从整个金融业的发展历程我们也可以看到，上世纪 70、80 年代以来的几轮金融创新浪潮都是针对既定的监管规则而产生的，最早是针对利率上限（如“Q 条例”），之后是针对越来越复杂的巴塞尔协议，背后的动机都差不多。可以看到的是，随着监管规则的不断升级和完善，套利的活动的内容和模式也越来越复杂化。这是大概的背景。聊了背景以后，我想说的问题就是，在过去几年当中，监管套利不断升级，影子规模不断扩张，其背后的原因可能不是监管不够严格，反而是因为在监管架构不完善的情况下，监管标准过于严厉和复杂所致。

我们来简单梳理一下中国影子银行发展的过程。从数据上看，中国“影子银行”真正意义上大爆发始于 2010 年，这是因为 2009 年的信贷大投放之后，宏观政策在 2010 年开始收紧，对贷款额度的管控增强，并对部分领域（如地方政府和房地产）的投向进行了限制。但在资金需求端，已经开工的项目仍有强烈的融资需要，而金融市场的资金也较为充沛，这种背景下，第一轮针对贷款额度管理的“影子银行”开始快速增长，主要模式是通过表内资产的腾挪和借通道（最初是通过与信托的合作），资金来源方面则大量对接低成本的同业负债。这一轮快速发展，到 2013 年的“钱荒”出现了第一次的调整。

2013 年“钱荒”之后，影子银行并没有就此停止，只是监管套利的重心和业务模式有所变化。2013 年之后，实体经济开始下行，企业信贷需求逐步萎缩，贷款规模管理的约束开始变弱。但与此同时，资本监管开始强化，基于巴塞尔协议 3 的《商业银行资本管理办法（实行）》从 2013 年 1 月 1 日起开始实施，2018 年底要求完全达标。过渡期间，银行的资本充足率要求逐年提高。除了资本充足率的要求外，杠杆率、流动性监管指标的要求也相继开始进入实施阶段。

过渡期与资本监管大致相同。这意味着，从 2013 年到 2018 年间，商业银行的资本监管强度是在逐步提高的。这直接导致了监管套利重心的转移，资本套利成为主流，影子银行的模式，也从过去比较简单的寻找贷款路径，扩展到不同风险权重资产互转、通道代持等，结构越来越复杂。从银行发展战略的角度，这似乎也可以理解，资本约束强化大幅抬高了传统业务成本，通过发展不占资本的表外业务和风险权重低的金融市场业务，有助于提高资本收益率水平，而通过混业经营来多元化业务收入来源，也能更好低应对利率市场化对传统存贷款业务所带来的冲击。当然，在这种发展模式下，如果银行表外业务或风险权重较低资产与实际承担的风险不一致，就有可能存在银行资本充足率高估的情况，反过来讲，也就是银行的实际杠杆可能超过了监管实际允许的水平。过去一段时间，有些银行表外业务快速发展，甚至到了与表内规模相当的水平，由于刚兑广泛存在，客观上是有杠杆水平过高的风险。

到了 2016 年，央行出台了 MPA 考核。MPA 的目标，实际上是要控制银行的信用创造能力，但关注的点不局限于贷款，而将所有可以带来信用扩张的资产运用项目统一纳入，以广义信贷替代了原来的合意贷款规模管理。但由于 MPA 考核只关注银行表内的资产运用，结果进一步激发了银行发展表外业务的动力，导致影子银行规模进一步扩大。到 2017 年，央行对 MPA 进行了升级，将表外理财业务也纳入了广义信贷，这等于堵住了银行利用表外业务进行资本套利的空间，对银行的信用扩张能力形成了较强的约束。我们预计，由于 2016 年上半年基数低的原因，今年上半年 MPA 对银行的约束会相对较强，下半年会相对减弱。从长远看，MPA 对资本套利空间的压缩，可能会对银行的创新方向产生一定影响。新的创新点会在哪个领域出现，还需继续观察。

简单梳理一下监管套利和影子银行的发展路径，我们再来看看中国的监管与国际监管的对比情况。因为，很多人认为，中国的影子银行或金融杠杆问题是因为监管标准偏宽松，是金融自由化所致。但事实上我们可以看到，不管资本充足率要求，还是资本充足率过渡期的安排，中国的监管标准都比巴塞尔协议要求更高。在杠杆率指标、流动性指标方面，中国的监管标准也要更加严格，对银行的约束也更强。那为什么在更严格的监管下面，出现了影子银行的快速

发展？我觉得有两方面原因，一方面是因为在实体经济下滑、信用风险上升以及利率市场化的背景下，银行盈利能力受到较大冲击，以量补价成为银行一个重要的策略，但在资本监管强化的背景下，这种模式会面临越来越强的资本约束。考虑到银行（尤其是中小银行）资本补充渠道有限，业务发展转向具有“轻资本”特征的“影子银行”，进行监管资本套利，这个逻辑线条应该还是比较清晰的。而且，这个监管强度越大，监管规则越复杂，套利的范围就越广。所以，我们认为，经济下行周期叠加监管强化周期，事实上放大了监管的顺周期性，可能强化了监管套利的动机。另一方面当然是因为不同监管主体之间的协调不够，给跨部门的监管套利留下了空间。

总体上，我们认为，中国的监管标准并不低，而且，最近几年还有越来越强化的趋势。但是，层层叠加的监管并没有很好地遏制影子银行问题，值得思考。

关于当下基于宏观审慎目的的监管强化，还有一些问题需要讨论。第一个是金融结构与金融监管的问题，尤其 2013 年以后所有的监管叠加，都是基于资本的监管，是典型的对间接融资的一种监管模式，降低金融机构承担的风险范围，约束在自有的资本金范围之内。这个对间接融资主导的国家约束比较强，因为间接融资为主的国家是以金融机构与银行机构为主体的，整个国家的经济增长很多是依赖贷款，意味着要支持经济增长，对金融机构的资本消耗非常大。要么有可持续的资本补充机制，要么就需要整个国家金融结构的转换。这两个条件，目前好像都不具备。一方面，资本市场的融资能力不足以维持银行业资本补充的需要；另一方面，直接融资在短期内恐怕还难以达到主导地位。而且，中国直接融资的发展，有在很大程度上也依赖于银行机构的参与。这就形成了一个两难，经济增长，那怕是较低速度的“新常态”增长，也需要金融机构继续加杠杆。基于资本对金融机构的杠杆约束，会因为资本市场这个短板，最后会导致金融对实体经济融资支持的下降或成本提高。对于这个问题，我没有结论，我也是很迷惑。

第二个宏观审慎和微观审慎的关系问题。从微观审慎的角度来讲，我们现在对机构的杠杆率水平的监管在全球范围内都算比较严格的。但是宏观角度来

讲，可能认为目前信用创造已经过多，脱离了实体经济的需要。那么，接下来的一个问题就是，宏观审慎与微观审慎如何平衡？宏观审慎监管需要明确，目前的杠杠率是不是合意？如果偏高，那应该降到什么水平？金融去杠杠，是全面去杠杠还是局部去杠杠？如果是局部去杠杠，现有的政策是否与局部去杠杠的目标相吻合？不明确这些问题，宏观审慎政策可能无助于问题的解决，反倒会引发新的风险，而且，会在一定程度上损害金融体系应有的功能。

第三个需要讨论的问题监管强化和监管套利的问题。监管套利是不是用更强更有力的监管，更多更微观更细的监管制度就可以解决呢？我觉得这个恐怕是值得探讨的，因为本身很多的套利行为是和监管的规则细化有直接关联的，规则越细化，套利也会越复杂。有时候不一定要通过监管强化来应对监管套利的问题，监管的简化或优化可能效果会更好。越简化的监管，越有可能降低监管套利的动机，也能引导“影子银行”回归到更为透明的状态。监管强化和监管简化之间如何平衡，也是一个值得探讨的问题，目前的监管主要还是做加法，新的监管规则层层叠加，做减法的时候相对比较少。事实上，当我们关注对实体经济影响的时候，简化监管有助于降低监管成本，这对降低实体经济的融资成本是有好处的。

最后一个大的问题是利率市场化与金融创新的问题。在利率市场化的大背景下，金融市场加速发展，不同金融机构之间的界限日益模糊。背后的逻辑很简单，利率市场化下，银行的利率风险显著上升，在没有利率衍生产品的情况下，银行只能通过保持资产负债的灵活性来应对利率风险。在实践中，就是不断提高市场化负债和资产的占比，这意味着，主动负债产品（像存单和同业负债等）和证券化资产占比上升是必然的发展趋势。从业务范围上，银行也必然会从单一净息差，转向多元化收入结构，业务范围拓展也是其内在的诉求。所以，除非利率市场化环境被逆转，刚才彭博士讲的重回严格分业的建议，虽然很有道理，但在实践中可能已经做不到了。利率市场化和竞争加剧是金融业的长期趋势，这意味着，监管强化也还要考虑与长期趋势相适应的问题，否则无助于问题的解决，反倒可能激发出新的影子银行模式。