

作为中国影子银行问题凸显以来颁布的最高规格监管规定,《关于加强影子银行监管有关问题的通知(107号文)》引起广泛关注

四大问题待解 影子银行监管仍在迷雾中

107号文虽然对控制影子银行的效果有限,但它应该会让人民银行在维持银行间市场资金面平衡时更有底气。因此,一方面从银行间市场向实体经济的流动性投放不会明显减少,另一方面人民银行偏紧的态度又不会改变,所以未来银行间市场流动性估计仍然会偏紧,并可能在年关、季末等关键时点上再次大幅波动。

徐高

据媒体报道,国务院办公厅近日已下发了《关于加强影子银行监管有关问题的通知(107号文)》。这是中国影子银行问题浮出水面以来,颁布的最高规格相关监管规定,自然引发多方关注。

从媒体披露的文件细节来看,107号文反映出了监管当局对影子银行的认识仍然模糊,风险所在仍不清楚,监管思路仍不明确。作为一项旨在规范影子银行监管的文件,107号文理应清楚回答以下四个问题:影子银行是什么?影子银行风险在哪里?影子银行谁来管?影子银行怎么管?但这份文件对这四个问题都没有给出令人满意的答案。

107未解答四个根本问题

107号文并未厘清什么是影子银行。从逻辑学上来讲,一个定义包括内涵和外延两部分。所谓内涵,是指将一个事物与其他事件区分开来的所有特征。而外延则是这个定义所对应的全部实例。以这样的标准来审视107号文,可以发现文中并未给出影子银行的内涵。换言之,107号文并未给出判断一个金融机构或业务属于不属于影子银行的标准。107号文只是罗列了我国影子银行的三大类组成——没有金融牌照,没有或是缺乏监管的信用中介,以及有金融牌照的金融机构从事的监管不足或规避监管的业务。就算不探究这里罗列的类别在逻辑上并没有并列关系,仅就内容来看,这一划分的实际意义也不大。因为按照这一划分,所有缺乏监管的金融机构、金融业务都属于影子银行。但什么是缺乏监管,什么是不缺乏监管本身又是模糊的,要知道,就连传统的存贷款业务也可以说有监管不到位的情况。所以说,107号文并未给出影子银行的定义。要依据这一文件来清晰判断哪些机构或业务属于影子银行,是不可能的。

107号文并未清楚指明影子银行的风险在什么地方。107号文中专门有一节要求做好影子银行的风险防控。这部分要求要深入排查风险隐患,加强监督检查,并加大违法违规行为的查处力度。但是,影子银行的风险究竟在什么地方,文中却只字未提。

影子银行仍然是多头管理,监管模糊地带继续存在。107号文要求按照谁批设机构谁负责风险处置的原则,合理分工监管责任。在这一原则下,影子银行的监管部门将涵盖一行三会,并从中央政府延伸到地方政府。在这样复杂的多头管理格局之下,监管的重叠和漏洞在所难免,金融机构的监管套利空间仍然存在。除此之外,对诸如第三方理财、非金融机构资产证券化、网络金融等金融发展带来的新事物究竟由谁来监管,107号文做了模糊处理,只是要求由央行会同有关部门共同研究制定办法。

影子银行的管理思路仍然停留在行政监管的思路,有效性值得怀疑。



107号文用较多笔墨谈了完善监督制度和办法。对理财业务、信托公司业务、金融交叉产品等金融业务分门别类地给出了意见。整体来看,监管思路仍然是行政导向,要求金融机构应该做些什么,不能做些什么。但是中国影子银行迅猛发展的主要原因就是规避监管。更多的监管只是给了金融机构更强规避监管的动力。而在利率市场化改革的推进之中,金融产品极大丰富,也给了各家机构规避监管的空间。所以,107号文给出的各项监管措施只是将猫鼠游戏又向前推进了一步,并不能完全管住影子银行。

107号文内容还较为空泛,接下来各个部委的细化文件更值得关注。客观说,107号文是监管当局对防控影子银行风险做出的又一次尝试,但它距离建成科学、完善、成熟的影子银行监管体系还相当遥远。如果要像某些媒体那样将其比作影子银行的基本法,委实有些太过夸张。因此,各方更需要关注接下来各个部委各自推出的影子银行相关政策。

107不会明显收缩实体经济流动性

107号文对实体经济流动性投放影响不大。谈到影子银行监管,许多人的第一反应是流动性紧缩。但是出于3方面的原因,我们相信107号文并不会带来实体经济流动性的明显收缩。

行政性的监管措施对控制影子银行扩张作用有限。这方面,2013年3月25日出台的银监会8号文就是一个例子。当时,银监会对银行理财业务做出了比较严格的规定。但是,金融机构很快就找到方法规避了这些监管措施,而社会融资总量之中的表外部分(主要包含影子银行业务)也仍然保持了快速增长。以这个前例来看,107号

文能取得的实际效果应该不会太大。自2013年6月钱荒之后,影子银行的扩张已经因为银行间市场资金面的收紧而大受打压,107号文估计难以把这个已经压低的增速再进一步压低。从社会融资总量数据来看,表外融资的增速在2013年下半年以来已经明显走低,再进一步下降的空间应该有限。

从2013年6月钱荒以来,实体经济流动性已经重新以表内信贷为主,受107号文的影响应该不大。去年6月的钱荒让实体经济流动性投放从之前的“表内紧,表外松”,转变为了“内松外紧”。去年三季度经济增长的小幅加速,大部分就建立在表内信贷对基建投资的更大支持力度之上。这部分融资与107号文并没有太直接的相关性。

我们曾在2013年3月30日报告中对银监会8号文做出评论:银监会加强银行理财产品监管,尚不构成流动性投放的紧约束。银监会3月25日公布了《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(俗称8号文),要求银行理财产品与投资标的——对应,且理财产品投资于“非标准债权资产”除在银行间或交易所公开交易债券之外的其他债权类资产)的总额不得超过银行资产规模的4%,或理财产品余额的35%。但就具体内容来看,尚不会对表外流动性构成紧约束。一方面,2012年理财产品余额为7.1万亿,其中“非标”大概在2万亿左右,距离规定中给出的总量上限还有相当距离。另一方面,银行理财产品在表外流动性投放中所占的份额仍然较小,估计表外委托信托贷款总额中,通过理财产品渠道投放的不过1/5。不过,银监会近期的举措为影子银行、以及表外流动性的发展带来了更高的政策风险,令短期经济前景不确定性加大。

107号文对实体经济增长的影响

也应该有限。由于实体经济的流动性投放并不会因为107号文而明显紧缩,所以我们相信实体经济增长受到的影响也会很有限。当然,按照我们的预测,2013年四季度国内生产总值增速确实会慢于三季度,但这是稳增长政策力度减弱造成的,不应算在107号文的头上。

107号文出台后,银行间市场的流动性应该仍然会偏紧。我们相信,过去两年的经济运行已经让人民银行明白,要控制影子银行(或者说表外融资),行政性措施是低效甚至无效的,只有从银行间市场这个资金源头入手才能见效。这是人民银行态度在去年6月钱荒前后发生重大转变的主要原因,即从之前的保持银行间市场资金价格稳定,转变为之后严控银行间市场资金数量、放任资金价格波动。107号文虽然对控制影子银行的效果有限,但它毕竟表明了高层对影子银行的重视,应该会让人民银行在维持银行间市场资金面平衡时更有底气。因此,一方面从银行间市场向实体经济的流动性投放并不会明显减少,另一方面人民银行偏紧的态度又不会改变,所以未来银行间市场流动性估计仍然会偏紧,并可能在年关、季末等关键时点上再次大幅波动。

短期来看,现金为王,债市与股市仍需谨慎。107号文出台之后,实体经济流动性投放“内松外紧”,以及银行间市场资金面平衡的格局不会改变。这会继续对债券市场形成负面压力。而107号文对投资者情绪的打压,再结合近期经济增长短期向下的趋势,也不利于股市。随着107号文的出台,以及未来相关部委细化政策逐步推出的前景,金融机构至少在短期内会在金融创新业务方面采取观望态度。从而挤压金融机构的利润想象空间。在这样的背景下,再考虑到春节前银行间市场资金面所存在的巨大不确定性,持有现金可能是投资者最好的选择。

(作者系光大证券首席宏观分析师)

阳光照到影子银行

彭文生

107号文是监管影子银行活动的规范性文件。该文件按“是否持有金融牌照”和“有无监管或监管的充足情况”,具体划分了三大类影子银行。在肯定了影子银行服务实体经济、丰富投资渠道的正面作用后,107号文着重指出,要借鉴国际金融危机教训,将影子银行的风险和负面影响降到最低。

对于影子银行的监管和规范,107号文提出了一个大致的框架,有以下三方面值得注意。

首先,该文件对影子银行监管的权责做出了清晰的安排,有助于未来具体政策落实。新的监管框架提出一行三会“按谁批设机构谁负责”的原则,落实监管责任。同时,对于已明确地方政府监管的,实行统一规则下的地方政府负责制。对于跨行业、跨市场的交叉业务,要充分发挥金融监管协调部际联席会议制度。

其次,建立影子银行专项统计。文件提出要将与影子银行业务相关的业务总量、机构数量、风险状况“将纳入统计分析范围。这有助于摸清问题,有的放矢。

第三,提出具体的监管思路。根据媒

体报道,107号文主要从两个方面对影子银行的活动进行规范。明确限定业务范围(哪些不可以做)。从报道中可以看出,国办文件要求银行代客理财资金与自有资金分开,不得购买本行贷款、不得开展理财资金池业务;要求信托公司不得开展非标理财资金池业务;银行不得为债券和票据担保;小额贷款不得吸收存款等。类似这些“似是而非”的业务将被全部禁止。

107号文要求银行要按照实质重于形式的原则计提资本和拨备,以提高金融机构抗风险水平。我们认为,未来人民银行和银监会等具体监管机构还可能提高金融机构流动性管理要求。107号文是由国务院层面发的一个规范性文件,更多具体的监管措施还将体现在未来各有关部门出台的文件中。影子银行资产负债管理的一个重要问题,是期限错配严重。影子银行资金的主要来源是短期负债,而资产方投资期限相对长期。因此,从防控金融风险的角度,在规范和监管影子银行的落实过程中,可能提高对金融机构流动性管理的要求。

(作者系中金公司首席宏观分析师,本文系同名研报选摘)

制度扭曲造成影子银行体系扩张

“ 目前为止的制度和政策调整,并没有触及一些制度性根源。因此通过这些政策来疏导和清理影子银行体系,注定是缘木求鱼,扬汤止沸。这也意味着这些政策在短期内会压缩影子银行规模和社会信用供应,但假以时日,其他形式的金融扭曲和金融创新会很快发展起来,并形成和积累更隐蔽的金融风险。”

高善文

债务风险短期以捂为主

结合前期对债务问题的持续跟踪,以及近期公布的审计结果,我们认为,实体经济负债在总量层面上看仍然是比较安全的。在结构层面上突出的问题包括期限失配带来的流动性风险,抵押品单一带来的集中度风险,部分政府项目可能存在的清偿力问题,以及市场化的债务违约和重组机制不健全背景下的风险定价扭曲等。

未来如果出现一轮严重的通货膨胀,宏观当局将被迫持续收紧财政货币政策。紧缩政策一方面使得债务新增变得异常困难,另一方面带来实体经济和房地产市场下行压力,收入端和资产端的恶化也会增加债务负担,届时系统性债务危机爆发的风险明显上升。

短期之内,例如2014年,在金融体系非常边缘的地带出现个别违约事件的可能性是存在的,但一场系统性的债务危机可以避免。分析1990年代后期“广国投”破产的冲击影响,日本1998年的金融冲击以及其他东亚国家或地区危机处理的经验教训,我们认为政府从金融和社会稳定出发,有足够的意愿将问题捂住,更何况很多债务直接由政府增杠杆造成。在债务总量安全、通货膨胀不严重的条件下,当前政府也有能力将问题捂住。

影子银行监管加强

大量地方政府项目通过影子体系融资,全面清理和规范影子银行业务,与控制和化解地方政府债务存在紧密的联系。近期关于影子银行监管政策进一步明确对于金融风险谁批机构谁负责,

以及地方政府对地方金融稳定守土有责的精神,估计会有进一步的细则发布。

短期相对比较确定的是,随着监管的加强,影子体系融资规模将收缩,从而降低实体经济信用供应,给实体经济带来负面影响;未来随着相关政策落地,资金将部分回流银行间市场,可能使得债务收益率确立阶段性顶部。

考虑到监管加强对实体经济的冲击,财政和货币政策适当对冲的可能性是存在的。

制度扭曲促成影子体系扩张

基础货币供应低增长与实体经济相对旺盛的货币需求之间的矛盾,是过去几年影子体系大发展的基本原因。

更具体地看,货币比考核限制了商业银行通过表内渠道增加信贷供应的空间,迫使银行发展表外业务以绕过监管提升货币乘数,这构成了影子体系的资金来源;信贷产业政策,限制了房地产和基建项目的表内融资渠道,迫使他们转向其他渠道融资,这构成影子体系的资金需求来源。这两种制度层面的扭曲,是影子体系近年迅猛扩张的关键原因。

目前为止的制度和政策调整,并没有触及以上这些制度性根源,因此通过这些政策来疏导和清理影子银行体系,注定是缘木求鱼,扬汤止沸。

这也意味着这些政策在短期内会压缩影子银行规模和社会信用供应,但假以时日,其他形式的金融扭曲和金融创新会很快发展起来,并形成和积累更隐蔽的金融风险。

尽快调整和消除前述制度层面的扭曲,是理顺和化解影子银行体系风险的根本。迄今这些方面的政策讨论仍然很不充分。(作者系安信证券首席宏观分析师)