

# 给银行理财独立身份



彭春霞/制图

邵宇

自 2009 年以来,银行理财业务至今已扩张到近 15 万亿规模。尽管中国式的银行理财可能只是利率市场化过程中的一个中间产物,但它确实改变了中国银行业的金融生态和居民的财富形态。

中国式理财天生又同中国式影子银行隐秘联系千丝万缕——在资产端,理财资金的不小部分都去向非标业务,结构复杂不透明,监管套利严重;在负债端,常常形成资金池,期限错配严重,庞氏特征隐现。更麻烦的是在客户端,始终存在隐性担保和刚性兑付。由于预期收益率型产品仍是理财产品的主流,银行和客户之间对风险和收益的理解有严重偏差,客户认为理财产品的预期收益即实际应得收益,银行负有保障义务。而银行认为客户应该“买者自负”。理论上貌似银行是正确的,但由于资金运用的模糊性,双方形成不正常的依附关系,严重扭曲市场的正常风险与收益结构。一旦风险发生,中国式维稳下,银行就非常被动,出钱摆平又会助长不良投资习惯和金融文化,几成死结。

银行理财产品对于拓展实体经济市场化融资渠道意义非凡,但同时抬高社会融资成本和加剧金融系统性风险。在各项制度建设尚不健全下极易诱发道德风险、逆向选择、监管套利、监管空位等问题,更易因监管缺失和理财资金投向的“非标”性质,成为道德风险爆发的突破口和催化剂。

## 监管“打补丁”

经过一年酝酿,2014 年 12 月银监

会交出答卷——《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》。对银行理财业务的定位、业务开展的原则、产品的分类、理财业务的运营管理、理财业务监管、法律责任等方面作了规定,这确实为校准银行理财提供了一些线索,体现在三个方面。

1.风险隔离。遵守“栅栏”原则,实现理财业务与信贷业务分离、自营业务与代客业务的分离、银行理财业务与银行代销的第三方机构理财产品相分离、银行理财产品之间相分离、理财业务操作与银行其他业务操作相分离。目前监管要求保本理财纳入表内存款化管理,非保本理财则按照基金净值化管理和项目化管理,要求商业银行应实现每个理财产品与所投资资产“标的物”的对应,做到每个产品单独管理、建账和核算。

2.破产隔离。从运作层面讲,最清晰的理财业务模式应该为每个理财产品设立一个具有法人资格的特殊目的机构(SPV),从而实现“真实出售”和“破产隔离”。但我国现行法律只承认包括股份有限公司和有限责任公司等实体是法人能够破产,其他类型的主体都不具备破产资格。这意味着,商业银行试图通过设立 SPV 的方式来将自身表内业务与理财业务从法律上完全划清界限,在现阶段其实还是有问题。

3.账户隔离。允许理财产品单独设立证券账户和资金账户,确立其独立核算地位。交易所的证券账户、银行间市场的乙类户,都是产品交易账户,资金账户则是划转资金用的主账户。先前银行理财产品不能独立开设资金账户,现在理财产品的法律地位得到明确,并允许独立开户。

“打补丁”的规制无非是想撇清财富管理业务和银行主营的存贷业务之间的

关联性,并赋予一定的“人造”独立性。但是这会受到现有法律框架的约束。实际操作中,银行只能为理财设立一个“资产池”,通过不同会计科目分别核算,通过这种“自律”来实现表内外业务的隔离。在“资产池”内借助会计科目为每只理财产品模拟的“单独建账、单独管理、市场估值、市场公允价值进出”,实现投资标的与募集资金的对应。即便如此,“自律”仍然面临着在缺乏第三方监督下如何才能具备足够外部公信力的挑战。一旦理财产品出现纠纷,这种“自律”还是无法在公堂之上有效对抗关于“关联交易”的诘问。

## 分拆理财为独立法人

金融投资、理财产品有收益则必然有风险。《管理办法》体现了监管当局引导银行理财业务回归代客资产管理本质的意图,体现了风险收益“可隔离、可计量、可承受”的原则,力图为银行理财未来的规范发展提供制度保证。笔者认为与其修修补补不如一劳永逸,再推进一步,从商业银行中分拆出理财部门成为独立的法人机构。这样就可以“改‘堵’为‘疏’”,将银行理财业务从银行资产负债表真正分离,同时把理财产品的风险与商业银行体系真正隔离——让商业银行成为专门经营信贷业务的机构,让理财部门成为专门代客理财的机构投资者。

这不仅是形式上的分离,对中国金融体系进化意义重大。银行理财从本质上说是类基金和信托业务,应将其纳入资本市场监管框架内,将理财业务分离出银行体系,交给资本市场,一方面可真正隔离理财产品与银行体系的风险,也

可有助资本市场的结构调整和健康发展,直接融资的崛起必然还有利于推动利率市场化 and 降低社会融资成本,提高资源配置效率。这特别体现在以下两方面。

1.培育真正的机构投资者。市场可能会担心没了银行直接撑腰,理财业务会不会变小或者边缘化,这完全是多虑。一方面,从欧美经验来看,资产管理机构管理的资产规模与银行业的资产规模不相上下;另一方面,去伪存真,有质量的需求才真正可持续。理财资金如果可以注重绝对收益、稳定收益、长期收益,未尝不是资本市场上的一个足够量级的新一代机构投资者和稳定器。

2.彻底打破隐性担保和刚性兑付。存款保险制度的建立已经在努力打破全民刚兑的传统金融思维定式来。连存款将来都不再全部保险,那么发展理财更应该是要大力破除这种陈规陋习。要让投资者养成好的风险习惯,培养正常的金融文化,打破一直存在的隐性担保和刚性兑付,再也不能用一个扭曲去抵制另一个扭曲。

这种独立分拆可以说是为中国金融系统的科学发展和长远发展奠定基础,笔者建议即刻着手研究修改包括商业银行法、证券投资法等上位法以推动其实现。为了金融体系的更大发展和转型升级,银行监管部门应该也不会介意分拆出来的十几万亿的银行资产交由直接金融监管部门来协助管理,毕竟发展直接金融是大势所趋。

这种分拆可以用美国 1933 年的例子来做不完全的类比。1933 年 6 月 16 日,格拉斯-斯蒂格尔法案由罗斯福签字生效。此后银行或从事存贷款业务,或从事证券买卖,但不能同时从事两者,摩根因此被拆分为摩根士丹利和 JP 摩根。

(作者是东方证券首席经济学家,陆家嘴沙龙理事会秘书长,本文仅代表本人观点)

■客官别急 | Easy Investment |

## 瑞士不愧是“成熟的金融国家”



证券时报记者 朱凯

本周四,瑞士央行意外取消了欧元兑瑞郎 1.20 的汇率下限,并将 3 个月期伦敦同业拆借利率(Libor)目标区间下调到-1.25%至-0.25%;将活期存款利率降至-0.75%。该消息引发瑞郎大幅升值,而欧元兑瑞郎一度暴跌 30%。对于瑞士对外贸易和投资可能产生的汇兑损失,笔者认为大可不必为此担心。对一个成熟的金融国家来讲,其对手手段是非常多的。据中国商务部数据,瑞士金融业占 GDP 比重为 10.3%,而美国为 6.6%,称其为“成熟的金融国家”并不为过。

上述新闻稿提到:瑞士央行之前采取的汇率下限这个特殊和临时的措施,避免了瑞士经济受到汇率高估的严重伤害,瑞士经济能够利用这个时期适应新的形势。而最近,各大主要货币地区的货币政策已发生严重分化,这一趋势已更加明显。在欧元兑美元大幅贬值的情况下,瑞士央行再维持欧元兑瑞郎的汇率下限已不具备合理性。瑞士央行将继续根据汇率情况制定货币政策,如果有必要,其将仍然活跃在外汇市场。

随后瑞士央行行长乔丹发表的讲话中提到:瑞士处于负通胀状态,油价下跌进一步抑制了通胀前景,而油价下跌将刺激经济增长,瑞郎汇率的变动也会影响通胀和经济形势。目前的负利率提高了瑞士央行的行动空间,如果通胀加速增长,央行将收紧货币政策。

瑞士央行在没有任何预兆的情况下突然取消汇率下限,可能存在于以下几个原因。

一、瑞士央行继续捍卫欧元兑瑞郎汇率下限,将引发国内严重不满,前不久的黄金公投就是例证。主动放弃这一下限,因民众再次公投被放弃更加明智。

二、如果瑞郎继续盯住欧元,随着欧元区新一轮量化宽松(QE)的开启,瑞郎兑美元汇率也将持续贬值,瑞郎将被严重低估。并且,瑞士进口贸易占国内

生产总值(GDP)超过 40%,瑞郎的对外购买力将大幅下降,瑞士央行有义务捍卫瑞郎的对外购买力。

三、瑞士央行行长谈到,油价下跌将刺激经济增长,并进一步抑制了通胀前景。因为瑞郎盯住欧元,而欧元近 1 年以来兑美元已经累计下跌了 20%左右,这使得瑞士进口石油的价格成本已对冲掉了很大一部分。

四、从历史来看,油价已经处于 10 年来的低点,继续下跌的空间或非常有限。一旦中东发生地缘政治危机,油价随时可能大幅反弹,而如果瑞士央行还是坚持盯住欧元,那么弱势的瑞郎,将因油价反弹而使瑞士陷入通胀风险中。强势的瑞郎则有利于瑞士“抄底”国际原油。

五、目前瑞士处于负通胀状态,据瑞士联邦政府网站消息,瑞士 2014 年 12 月消费者物价指数(CPI)环比下降 0.5 个百分点,较去年同期下降 0.3 个百分点。价格下降出现在能源、旅游、药品、服装等领域,价格上涨的主要是公共交通领域。瑞士 2014 年全年 CPI 平均增幅为零。其中,国内商品价格上涨 0.4%,进口产品价格下降 1.2%。

六、瑞士央行在取消了汇率下限的同时,将负利率进一步下调至-0.75%,此举一方面对冲了汇率下限取消后可能引发的货币紧缩。另一方面,如果未来油价反弹,瑞士央行则有足够的逆向操作空间。

七、瑞郎一次性升值,对瑞士进口利好,对出口有较大影响,将对经济造成一定打击。但瑞郎升值后享受的低油价,在某种程度上对冲了瑞郎升值对于经济的影响。并且,作为一个国际货币的发行央行,瑞士央行更有必要捍卫瑞郎的国际信用。所以在权衡利弊之后,瑞士央行做出了这个决定。

独立财经观察员彭瑞馨认为,瑞士的通胀是输入型的,国内货币超发对国内商品造成了一定的通胀压力。假如油价保持不变,欧元区持续宽松,欧元兑美元持续下挫,瑞士央行彼时捍卫汇率下限的成本,将变得非常昂贵。大量资金将涌入瑞士,瑞士将面临汇率贬值造成的输入型通胀和货币超发导致的资金通胀的双重压力。

如此一来,大量套利资金还将继续涌入瑞士,最后倒逼瑞士央行放弃汇率下限,最后的结果是套利资金获得通胀和汇兑收益,而瑞士央行货币政策陷入被动。瑞士央行在欧元 QE 之前主动取消汇率下限,客观结果就是瑞郎一次性升值 20%左右,此举引爆了套利资金的套利空间,也为瑞士央行赢得了货币政策主动调控的空间。

# 中国金融热实体冷,真的好吗?

曹阳

2014 年四季度,中国股市沪深 300 指数大涨 43%,市场有观点认为金融繁荣会反哺经济,比如股市上涨增加赚钱效应,从而刺激消费。但我认为,缺乏盈利支持的市场估值提升难以持久。此外,交易的高杠杆化既增加金融市场不稳定性,当股价逆转下行时也大幅挫伤消费信心,引发居民资产配置波动增加。在“金融热、实体冷”的背景下,预计 2015 年中国政府的政策宽松方式将发生很大改变。

在美国,资产价格上涨对消费有正面提振效果。从历史数据看,美国居民净资产增长率领先于消费增长 6—9 个月,净资产每增长 1%会带动消费增加 0.75 个百分点。这种财富效应在 1995—1999、2001—2005 年两个时段最为明显,股票楼市的财富效应拉高消费增长 3 个百分点以上。这两个时间段尽显美国股市和楼市繁荣,其中标普指数从 1993 年底的 466 点涨至 2000 年 1498 点,复合增长率

16%,标普一度令房价指数 2000—2007 年上涨 65%。我们理解股市拉动消费的传递机制,在于居民预期持久收入增加、养老金账户增值的跨期效应减少了即期储蓄等途径:一方面,美股在 1992 至 2000 年持续上涨 8 年,股票持续增值使居民将之视为永久收入提升,从而增加当期消费;另一方面,1990 年代美国养老金 401K 计划迅速发展,1996 年规模超 1 万亿美元。养老金在股票牛市中的升值通过跨期消费效应降低居民即期储蓄的必要,美国居民储蓄率从 9.5%下降至 4.5%。此外,期间美国实体经济与金融市场存在正向反馈。当时,美国经济出于“低通胀—高增长”的黄金组合,带动股市估值提升,标普市盈率从 1992 年的 16 倍最高提升至 1999 年的 29 倍。房地产升值带来的财富效应发生在互联网泡沫破裂后,美联储在 2000—2004 年底将基准利率从 6.5%下降至 1%。商业银行也放宽信贷条件,降低借款人的信用资质和收入要求,同时允许房价上涨时,借款人将房

价值部分得到的现金用以他用。信贷和房地产市场繁荣刺激消费增长,美国居民储蓄率在 2005 达到 1.9%的低点。随着美联储在 2006 年末持续加息至 5.25%,地产泡沫终于在 2007 年破裂。即使在地产繁荣期,标普指数估值也仅 18 倍左右,未有提升。

始自 2014 年四季度的中国股市大涨带来估值回升,有助直接融资扩张,也利于 ETF 期权等新的交易工具在接近平价水平推出,但财富效应有限,同时缺乏盈利驱动的上漲引发市场高波动不利于金融体系稳定,亦制约货币政策的放松。

首先,我们不认为中国股票市场有较强的赚钱效应。

本轮上涨有散户化、高换手和杠杆化特点。2014 年 12 月,最高单周开户达 89 万户,与 2007 年牛市水平接近。证券市场交易结算资金 12 月末达 1.1 万亿,相比 6 月增长 77.6%。换手方面,A 股单日成交金额 10 月后不断扩大,其中 12 月 9 日单日高达 1.4 万亿元;交易模式方面,高杠杆的信用交易大幅扩张,目前融资融券余额稳定在 1 万亿元以上,考

虑两融配资、伞形信托等市场杠杆率更高。我们不认为 A 股市场存在赚钱效应。从投资者信心指数看,2014 年 12 月达到 71.2,已超 2009 年 10 月高点,但是消费者信心却持续回落至 105.5 低点,2002 年至 2008 年间该指数平均值达 110。与美国不同,中国股市呈现的更多是高波动性,而非稳定、趋势性上涨,居民不会将波动中带来的盈利增加当期消费。此外,中国企业的养老金计划也不完善,即使股市上涨持续,居民增加的当期消费也有限。

其次,缺乏盈利回升的上涨会增加市场波动,也增加居民资产配置不稳定性。目前,股市中实体经济与股价、估值与盈利背离持续增加。以钢铁业看,螺纹钢价格从 2014 年初每吨 2600 元跌近 10%,但申万钢铁指数全年涨幅达 77%,铁矿石下跌、产能收缩在一定程度上改善行业现金流,但从改革预期到盈利提升难以一蹴而就。从草根调研看,新开账户以 80、90 后的年轻人居多,群体投资风险偏好较高,乐于进行杠杆交易,且资金配置多样、灵活。互联网金融发展更使私

人部门的资金在存款、货币基金、股票等转换成成本较低。一旦股市调整,价格下挫,导致的去杠杆和负反馈效应增加市场波动,容易导致居民财富缩水,对消费增长不利。

最后,资金“脱实入虚”增加实体经济融资成本,使央行货币政策陷入两难。2014 年的“宽货币”政策操作效果有限。价格方面,11 月央行降息后,7 天回购利率反升 120 个 BP,三季度企业一般贷款利率依然高达 7.26%;信贷投放方面,经济下行周期中银行风险偏好下降,信贷扩张有限。无论从资金价格、还是信贷数量看,中国金融条件偏紧。从原因来看,“金融脱媒”中存款资金理财化趋势未变、银行、资管和券商等资产行业竞争加剧,规模驱动、同业竞争影响使资产管理机构风险偏好上升,同时刚性兑付的存在使部分金融产品风险、收益不匹配。金融市场中高贝塔的股票资产资金成本下降,较低风险的国债、金融债等成本中枢却有所抬升,这种局面不被央行乐见,降低了短期全面推出诸如降准、降息等宽松政策的概率。

为改变“金融热、经济冷”局面,我们预计 2015 年中国政府的调控方式会出现很大改变。首先,随着股市估值回升,预计权益融资将接近 1 万亿。注册制会加速推出,以此扩宽不同生命周期阶段、尤其是成长期企业融资渠道。其次,央行调控方式或有变化:定向 PSL 规模将大幅增加,以达到宽信贷,促进资金流入市场经济的效果。比如扩大 PS� 覆盖范围,扩张至股份行、城商行等。此外,国开行的政策性银行职能会得到强化,以此为基建投资提供融资。这种调控可能减少降准必要,预计全年降准 2 次以内或不降准;在稳定短端利率方面,预计 MLF、SLO 等创新性工具仍将多次使用,同时央行可能重启逆回购,通过下调市场利率引导预期。目前维持 1 次降息判断,预计年内回购利率下调在 40 个基点。最后,“一行三会”的协调监管也有必要推进,因保险资产管理计划、银行理财资金与资本市场对接增加,货币、债券和股票市场的联动性增强。从金融稳定角度,功能性监管框架的完善将较为迫切。

(作者系浦发银行高级分析师)