

聚焦 FOCUS 影子银行问题与中国政策选择

影子银行问题：中国式次贷危机？

编者按：资产泡沫与信用体系崩溃的合力导致了2008年美国的次贷危机，而且这种危机首先是在影子银行体系内爆发出来。

目前在中国，是不是有着类似的情景正在重演？影子银行问题将对目前实施的宏观调控政策造成什么样的影响？

带着这些问题，证券时报记者昨日采访了中国社科院金融研究所副所长殷剑峰、中国政法大学教授刘纪鹏、广东金融学院代院长陆磊、招商证券副总裁兼首席经济学家丁安华，以期全方位解读在影子银行问题下中国的政策选择方向。

风险可控

影子银行是金融创新最主要的形式之一，有好处也有坏处，政府应该将影子银行纳入到监管体系当中，而不是一棍子打死。

证券时报记者：中国目前的影子银行问题会不会演变成类似于美国的次贷危机？

殷剑峰：目前中国影子银行的问题与美国次贷危机时有点类似，但规模还没有美国那么大，美国当时资产证券化的规模甚至超过了银行的总贷款规模。

目前中国影子银行体系中占主导地位的是银行理财产品，虽然近年来这些产品的发行规模很大，但总体的存量规模并不大。根据统计，截至今年8月份，商业银行结构性存款的规模只有5000多亿元，相对应的理财产品存量规模也不会很大，这与国内商业银行总资产比较起来可谓“九牛一毛”。

我们目前所讲的影子银行体系，是指银行理财产品之外的所有非商业银行系统内的资金流动，既可以包括从信托、担保公司、小贷公司、典当行、融资租赁公司、拍卖行等准金融部门出去的贷款，也可以包括实体企业之间、居民之间的纯粹意义上的民间借贷。据我们估算，目前国内整个影子银行体系有3万多亿元的规模，但与70多万亿元的银行存款余额相比还是比较小的。

换一个角度来讲，影子银行是金融创新最主要的形式之一，有好处也有坏处，政府应该将影子银行纳入到监管体系当中，而不是一棍子打死。

加强监管不是将其取缔

影子银行会伴随着宏观经济的波动而产生，因此很难说这是某种体制下的产物，这并不是中国的特殊情况。

证券时报记者：从全球视野来看，如何看待影子银行问题？目前其他国家存在类似的问题吗？

殷剑峰：从上世纪90年代开始，影子银行在全球范围内发展速度都很快，比较典型的就是遍布欧美的对冲基金的崛起，这是金融自由化、全球化的结果，资金在全球范围内低成本且快速流动，为影子银行体系的形成提供了一个宽松的环境。

在美国的次贷危机中，影子银行责无旁贷，大量的信贷违约掉期产品(CDS)、担保债务凭证(CDO)等影子银行体系内的创新产品脱离了监管，最终酿成了整个商业信用体系的崩溃。但美国后来出台的多德-弗兰克法案(Dodd-Frank Law)，也是为了加强监管，令影子银行体系阳光化、规范化，而不是将影子银行体系彻底扼杀。

刘纪鹏：欧美国家中小银行体系非常发达，不存在高利贷的问题，非商业银行的融资行为也非常普遍。不过，危机也正在于此，商业银行通过

刘纪鹏：中国目前的影子银行问题是宏观政策紧缩所导致的，与美国的次贷危机不是一回事。2008年11月的经济刺激计划，导致了后来商业银行的信贷只能向基建、地方融资平台过度倾斜，中小企业却出现了资金紧张、破产、老板跑路等后遗症。同时，这也导致了地方融资平台风险的潜伏以及民间借贷市场问题的爆发。

目前中国民间借贷市场的问题主要是高利贷问题，中小企业融资难以及房地产泡沫导致了高利贷的泛滥。不过，高利贷明显不合法，因此必须以打击。如果把高利贷剔除，影子银行体系内的风险总体而言不算太大。

丁安华：美国次贷危机产生的原因有很多讨论，学术界有一定的共识。其中影子银行特别是投资银行起到一定的作用，但根本的原因还是长期低利率环境下，房地产价格上涨，以及家庭户杠杆率过高所引起的。

直观地看，中国当下的问题与美国次贷危机是不同的。一是中国的房地产价格虽高，但家庭户杠杆率偏低；二是中国的证券机构是没有任何杠杆的。但中国也不是没有问题，只是目前所面临的是完全不同于美国的另一组问题。中国的影子银行主要是信托公司和民间借贷，其风险主要是表现在房地产开发商和中小企业的杠杆率之上。

陆磊：存在这种可能性，但不是必然性。我国所面对的问题并不是主要由影子银行所导致的。温州的民间借贷问题虽然存在，但商业银行体系的隐患也很大程度上涉足到了可能爆发的金融危机。更大的问题也许是来自于地方融资平台大量负债和基础设施投资的问题，而不是民间借贷问题。

大量的投行业务进行盲目的金融创新，催生了大量的资产泡沫。

美国的实践证明，这些影子银行体系催生的资产泡沫可以让它自生自灭，不会影响太大。真正的危机在于，由于大量发债导致美国的财政负债率过高，这就大大削弱了美国的财政信用，当美国试图用财政信用化解危机时，就会发现效果并不理想。

中国目前的财政负债率还很低，外汇储备丰富，政府的财力十分雄厚，因此即使影子银行出现了很大的问题，也能有效地通过财政信用进行担保和救助。

丁安华：要了解什么是“影子银行”，需从“传统银行”的定义入手。传统银行是指一个在有效监管下的吸收存款的金融机构。影子银行也是一个金融机构，但它们不能吸收公众存款，也不受有效的银行监管。影子银行虽然概念是新的，但在历史上一直存在。为什么会引起关注？根据美联储的一份研究报告，2008年美国影子银行的负债规模约20万亿美元，已超过传统银行的负债规模，成为美国金融体系中的重要力量。

陆磊：从全球来看，这个问题永远存在。影子银行会伴随着宏观经济的波动而产生，因此很难说这是某种体制下的产物，这并不是中国的特殊情况。



殷剑峰



陆磊

不会冲击银行体系

证券时报记者：影子银行体系的风险向商业银行传递的路径是什么？影响有多大？

殷剑峰：就美国的教训而言，商业银行通过资产证券化的手段做了很多影子银行做的事情，大量高风险的理财产品存在于银行的表外资产，风险没有爆发时所有人都认为这么干没有问题。但当风险爆发时，银行不得不将这些高风险理财产品纳入表内，同时也会发现大量的呆坏账由此形成。

因此，当影子银行问题爆发时，银行风险的高低就在于银行表外资产与银行总体资产的比例。就中国现状而言，银信理财产品由于规模较小，不会冲击到整个商业银行体系。

刘纪鹏：商业银行真正的风险在于地方融资平台贷款所隐藏的风险，这个风险有可能在某个时点集中爆发。相比而言，影子银行风险对商业银行的影响，远不如地方融资平台那么大。丁安华：目前，信托公司从事的影子银行业务，实际上是商业银行的表外业务。虽然银行建立了防火墙，但这类信托理财产品的客户还是银行的客户，一旦出问题，客户还是会找到银行，这当中就存在一定的风险。

陆磊：目前没有清晰的证据能够证明，影子银行与正规金融体系之间的关联度有多高。目前商业银行的表外经营、银信合作，包括一些金融创新业务

规模难测

证券时报记者：影子银行去监管化的问题比较严重，有没有办法能够大致估计出影子银行体系的规模？

殷剑峰：在目前分业监管的情况下，很难估算出我国影子银行实际的规模。刘纪鹏：在目前分业监管的情况下，影子银行的规模甚至超过了银行的贷款规模，同时美国监管当局对于影子银行的规模和风险完全失去了控制，这才是最可怕的。

就目前中国而言，政策制定者较早前就开始关注影子银行问题，并已经在各地进行摸底和调研，从目前调研的结果来看，影子银行的规模不太可能超出



刘纪鹏



丁安华

资料图

解决问题须区别对待

证券时报记者：面对类似温州民间借贷危机，政府应当救还是不救？中国是否应未雨绸缪成立一个救助基金，专司解决影子银行问题？

殷剑峰：我们先来观察温州的民间借贷风波，政府应不应该救呢？我认为不救该。

因为在这场风波中，温州许多老板制造了泡沫。这些老板经常组团到全国各地炒房，是纯粹的投机性，因此他们这部分财富在这场危机中被消灭掉是合情合理的。但如果危机波及到很多的中低收入家庭，那么政府就应该去救，以保障稳定的社会秩序。

目前中国建立救助基金的办法不可行，这只会促使更多的泡沫制造者出现，并会引发一系列的道德风险和逆向选择。事实上，如果影子银行的问题真的很严重，政府可以采取财政资金注资、央行再贷款等方式予以解决，历史上商业银行每次出问题基本上都是这些办法在解决。

那么，中国的影子银行问题在什么

对宏观调控有积极影响

证券时报记者：影子银行问题将对目前实施的宏观调控政策造成什么样的影响？

殷剑峰：接下来宏观政策会出现一些调整，但不会是因为影子银行问题而调整，而是为了应对目前的实际负利率、中小企业融资困境而调整。

个人认为，中国宏观经济政策应向“松银根，提利率”方向转变，预计接下来央行可能会下调法定存款准备金率，以应对社会融资总额下降的问题，以及解决流动性紧张的问题。

刘纪鹏：影子银行问题的出现将对宏观经济政策未来的调整形成积极的影响。个人认为，未来宏观政策应向“适

对房地产市场影响有限

如果说我们的正规金融体系跟影子银行之间存在一个风险隔离墙的安排，或者我们的正规银行没有完全涉足影子银行的操作，那么影子银行的崩溃只会使少数人受损。

证券时报记者：中国经济是否存在泡沫？影子银行体系资金链一旦断裂，将会对房地产市场造成怎样的影响？对实体经济的影响又会怎样？

殷剑峰：从总体上看，中国经济增长率呈现出逐渐回落的态势，但目前房地产市场中的泡沫仍然存在，但房地产市场不会出现类似于美国的崩溃式危机。

这是因为：第一，中国的居民储蓄率较高，而2008年美国的居民储蓄率基本上为零；第二，中国目前的居民房地产长期按揭贷款占银行总贷款规模的比例只有13%，但当时美国居民房地产长期按揭贷款占比已经达到了55%，这么高的比例等于是房地产市场完全绑架了美国经济；第三，中国房地产市场的基本面和美国不一样，中国有着极强的刚性需求以及投资、投机性需求，房地产市场目前仍是资金的主要投资渠道，加之目前国际热钱仍在快速流向中国，因此中国的房地产市场不可能出现雪崩。

不过，国内房地产市场的风险与危机在于，大量的二三线城市的供给增长过快，很多地区如湖南需要很长一段时间来消化房地产库存，这些地区房地产价格一旦出现调整，调整的幅度可能超

样的情况下会演变成类似于美国的次贷危机呢？个人认为，如果居民家庭负债率很高、银行大范围参与到影子银行体系以及监管当局不了解确切情况这三个因素同时发生，那么就会非常危险。

丁安华：不是影子银行危机就是坏账的危机。从民间融资的风险看，假定不存在诈骗行为，那么风险就集中在利率过高之上。在边际上存在一批如果获得正常利率而能生存下去的企业，由于高利贷而破产。这对社会的整体福利和经济运行是有害的。化解的办法不外乎是，对贷款的利率和还款条件重新定价。这需要一个有效的协商机制，建立机制方面政府可以有作为。我不赞成成立救助基金，不应该用纳税人的钱救助影子银行或那些陷入支付危机的企业。这会产生“道德风险”。

陆磊：目前商业银行和监管当局应该做的是检查正规金融体系与影子银行体系之间的防火墙。而从实体经济层面来说，只要资金的供给是充分的，影子银行就不会有太多的影响。

度宽松”方向转变，向实体经济注入流动性，解决中小企业融资难的问题，同时也能起到削弱影子银行规模的作用。

陆磊：影子银行的生产受宏观经济调控波动的影响。同时，它也能够反过来作用于宏观经济政策的调整。这是一个“反馈”与“反反馈”的问题。具体来说，宏观面偏紧，资产的预期回报收益还在，由此刺激了影子银行的生产。反过来，如果资产价格在影子银行的影响下出现崩溃，这就会影响正规金融体系内抵押品的价值，进而影响正规银行的拨备率是否充足、不良率是否会上升等一系列问题，并可能导致出现通货紧缩的危机，美国的次贷危机可以反映出这一点。

出预期。但这种现象在北京、上海等一线城市不是很明显，这些地区的需求要远大于供给，房价要想调整必须依靠宏观政策来慢慢调。

虽然目前很多民间借贷资金流向了房地产市场，但包括民间借贷在内的影子银行规模只有3万多亿，对房地产市场的影响还是有限。影子银行资金链条断裂最直接的受害者就是中小企业，这些企业的融资环境将会变得更加恶劣。

丁安华：这要看中国影子银行的资金来源是什么？从信托公司来看，主要是与商业银行联手，从事的是商业银行的表外业务。目前信托公司的理财产品主要是向开发商提供贷款，通过银行的渠道作为理财产品销售。这种产品的投向是专门的，存在坏账的风险。而民间借贷的资金来源要更多元化，也更复杂一些。但所谓影子银行资金链断裂，除非政府行政干预，否则主要还是由于贷款成为不良资产，而贷款之所以成为不良资产，是因为利率太高，企业还不起钱。民间借贷资金链断裂的前提是产生坏账。

陆磊：从国内外的经验来看，影子银行的生产一定是伴随着某一种或者某几种资产的泡沫，而这种泡沫一定会破裂。因为一旦预期收益出现变化，影子银行的体系很容易崩溃。但这对房地产和实体经济的影响并不会非常大。如果说我们的正规金融体系跟影子银行之间存在一个风险隔离墙的安排，或者说我们的正规银行没有完全涉足到影子银行的操作，那么影子银行的崩溃只会使少数人受损。但如果我们的正规金融机构跟影子银行有账外经营的关系，或利益联系的话，影子银行的问题就会比较严重。

(本版文章由杨冬、邱晨撰写)

