

# 影子银行短期内无系统风险

汪涛 胡志鹏

最近,中国的影子银行问题再次引发人们的关注。国际货币基金组织(IMF)也在其《全球金融稳定报告》中表达了对中国影子银行问题的担忧。中国影子银行体系的规模到底有多大?是什么推动了它的快速增长?我们又应该关注哪些方面的问题呢?

在不同的定义下,影子银行有着不同的估算规模。根据金融稳定委员会(FSB)的说法,影子银行可以被“广义地界定为由部分或完全在正规银行体系之外的实体及业务活动所构成的信用中介”。基于这个广义的概念,银行的表外活动如信托和委托贷款、银行承兑汇票以及包括债券在内的信用类金融产品交易都可纳入影子银行的范围,温州等地的民间借贷活动也应包含在内。中国人民银行所监测的社会融资规模涵盖了主要的影子银行活动,但并没有包括大量的信托资产、民间借贷,也未覆盖部分理财产品。

根据不同的口径,我们估算影子银行规模在13.7万亿-24.4万亿之间。据IMF估算,中国的理财产品规模约为8万亿-9万亿,但我们没有将它计算在内,因为其主要投资对象是商业票据、

信托产品、货币市场或混合型产品。

自2009-2010年信贷井喷后,中国的信贷条件开始收紧,影子银行随后迅速发展并引起了广泛关注。影子银行的快速发展往往表现为一种或几种新型融资活动在短时间内激增。为什么近几年影子银行发展如此之快呢?除了金融创新和监管套利等常规因素外,我们认为还存在一些当前中国金融体系和货币政策模式下所特有的因素。

对银行来说,很高的存款准备金率(现为20%)是一种负担,这也使得银行更愿意将存款转移到表外业务中(比如理财产品)。贷款额度和资产比上限制约了银行直接进行信贷扩张的空间,这促使银行将贷款证券化或者将其转移到表外。虽然过去两年政府控制了贷款额度,但实际利率一直较低,中央政府还不时敦促地方政府和公司保持投资增长,即便是在经济困难时期,这导致了较为旺盛的信贷需求,而影子银行的信贷活动则可以满足这些需求。银行对地方政府融资平台和其他被认定为高风险行业的贷款受到了严格管制,但政府又经常催促银行增加对实体经济信贷投放,并鼓励它们购买这些借款人所发行的债券和其他证券化产品。人为地将银行存款利率限制在较低水平促使居民和

企业储户转而寻求高收益率产品。同时,一方面中国的银行的存款保障是隐性的,另一方面影子银行和正规银行及政府部门之间则有着紧密的联系,这样两者的风险差异可能被模糊了。比如,人们可能认为银行销售的理财产品和信托产品的风险并不比银行存款高多少,因为他们普遍认为银行和政府将负起所有责任。最后一点,监管改革尤其是银行间债券市场的监管改革推动了企业类债券和商业票据市场的发展,其中包括地方政府融资平台发行的债券。

说到底,影子银行快速发展的关键原因之一是各项政策目标以及各种政策工具之间的错配和冲突。政府希望保持经济较快发展,这就要求银行提供足够信贷,但与此同时,政府又为了控制宏观风险而设定了贷款额度,为了控制信用风险而实施了各种银行业监管条例,这两者并存就为影子银行的发展开创了空间。

我们应该对影子银行的风险感到担心吗?FSB和IMF承认,影子银行能够为经济提供广泛的服务。FSB建议政府部门仅仅加强对那些“增加或促进杠杆”以及“改变期限/流动性、造成有缺陷的信用风险转移、产生重大风险”的影子银行活动的监管和风险控制。不过,由于影子信贷活动和常规信贷活动之间存在紧密联系,这可能导致一方出现问题后引发超预期的信贷紧缩。例如,2011年夏季对银行表外活动的管制不仅缩小了这一类业务,也令民间借贷产生了严重的流动性问题,并在部分经济领域引发了连锁反应。另外,由于一直以来政府都仅关注狭义人民币贷款,影子银行的发展可能会让监控变得不准确。据瑞银银行业研究团队估算,近期银行同业票据回购和同业代付活动已将约1万亿元贷款转移到了表外。虽然央行一直在关注并发布社会融资规模数据,但后者并未包括影子银行

体系的一些重要组成部分,反而涵盖了通常不会发生什么问题的股票融资。

银行业表内信贷占国内生产总值(GDP)的百分比在2009年跳升25个百分点之后,近几年基本持平。不过,如果把表外信贷活动包括在内,银行业信贷总额占GDP的百分比呈现出持续增长的趋势,四年来占GDP比重累计上升了44个百分点。此外,如果考虑到非银行金融媒介,比如信托和非银行部门持有的企业债券,过去两年经济杠杆水平的增长幅度就更大。很多人只关注狭义的人民币贷款,因而仍相信货币和信贷条件目前依然紧张。

虽然监管部门不断追踪各类非常规信贷活动,但我们预计影子银行活动不会减弱。预防风险的关键是明确宏观经济目标和监管的优先顺序、改革目前货币政策的管理方式、理顺时有矛盾的多重政策目标。举例来说,如果中央政府确实担心地方政府债务和银行资产质量,那就应该更多地通过财政政策来促进经济增长,而不是鼓励信贷扩张。如果政府仍希望依靠信贷扩张来促进增长,那就应该直接提高信贷额度,而不是迫使银行去规避监管。此外,央行应降低存款准备金率并通过更多市场工具管理流动性,从而减少高存款准备金率对银行体系行为的扭曲。

短期内,鉴于大多数影子银行活动(如信托和票据)仍在证监会的监管之下,再加上这类活动出现不久且规模不大,我们认为不会出现重大的系统性问题。但如果上述基本面问题和扭曲得不到解决,同时金融监管继续放松、非银行金融媒介变得更加成熟,我们预计宏观风险将会上升。

(作者为瑞银证券经济学家)



## 谁是下一个苹果

不久前,三星公布了2012年第三季度财报。在电子行业持续低迷的今天,三星确实是一个例外,与苹果共同把持了手机产业超过90%的利润。其他诸如西门子、诺基亚等公司,似乎早已淡出公众视野。移动互联网的大发展,将传统的通信业和信息业融为一体,有哪些大公司会倒下,又有哪些名不见经传的公司会崛起?在昨日播出的甘肃卫视《新财富夜谈》节目中,财经评论员叶檀、国金证券通讯行业首席分析师陈运红、前华为公司战略部部长刘南杰、浙商创投合伙人刘冬秋等一同来聊了聊谁会成为下一个苹果。

**叶檀:**在通讯行业里,苹果跟三星两家当中哪家更该看好?

**陈运红:**在智能手机时代,我认为苹果还会引领市场三年左右,因为它是标准的制定者,包括内容、硬件、软件、一体化体验。三年之内很难会出现跟苹果平起平坐的公司。而三星仍然是出货量很大的公司,它的优势还体现在芯片存储和屏幕上,但要想颠覆或者是说超越苹果,三星这方面还是稍微差一点。

**刘冬秋:**三星的创新我们可以把它理解成一些应用性的微创新。苹果带来更多的是一个革命性的创新,它整合了几个不同的产业到一个终端上,这个不是哪个制造企业能够轻易掌握得了的优势。放长一点来讲,虽然说苹果的红利会逐步在创新的过程中降低,但是应该可以维持一个相对长的时间。

**叶檀:**中国在这个新一代的产业链里边占据了什么样的角色,是比以前更惨呢,还是稍微好一点呢?有没有企业会成为下一个苹果呢?

**陈运红:**从芯片来看的话,苹果A4、A6的芯片ARM(处理器)操作系统是自己集成的。另外一块就是外壳、连接器等一些配件,主要在中国制造的比较多,因为中国的成本比较低。事实上苹果是个大的集成商,中国在苹果利益链上只占百分之二点几,基本上和以前一样悲惨。

**刘南杰:**操作系统和CPU,中国现在没有一家做得好的。三星是自己做CPU、存储、电池、屏幕。中国人把这些组件集成手机,不外乎就是拼凑了一个终端。如果人口红利不存在的话,是不是还能再持续下去?我们看看现在全球最大的电子商城或者网上游戏,盈利最多的那些应用APP都放在哪?都放在苹果商城上了,我相信没有任何一个做手机的公司,可以做得跟苹果一模一样。现在中国的山寨机看似跟苹果一模一样,但是价值不一样,就是“云”。苹果有一个很大的移动互联网,或者移动应用的一个“云”,而“云”可以是苹果自己造的,也可以很多人就跑到平台上来“开店”。财富总量那是几万亿的美金。

目前的通讯行业言必称“云”,不然就跟不上时代。而身为通讯设备巨头的中兴和华为自然也不甘落后,一反之前低调代工的定位,开始高调叫卖手机,争相布局中高端智能机领域。此外还各自兴建了自己的云数据中心和云计算产业基地,积极往上下游发展。但是和扩张形成对比

《新财富夜谈》是一档由深圳证券信息有限公司制作、每周日晚23:17在甘肃卫视播出的高端财经直播访谈节目,由著名财经评论员叶檀女士担任嘉宾主持。本版每周一回顾该节目主要内容,敬请关注。

### 联系我们

本版文章如无特别声明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发邮件至pp118@126.com。

## 增加个人缴费补养老金缺口完全是开错了药方

余丰慧

前段时间关于延迟退休年龄来补充养老金缺口讨论如火如荼。在各方争论不休、莫衷一是之际,有人又抛出增加个人缴费来补充养老金缺口的观点。日前,人社部社会保障研究所所长何平说,弥补养老金的缺口一是增加个人缴费,把个人账户做实;另一个是增加战略储备金。在笔者看来,无论是延迟退休年龄或是增加个人缴费来补充养老金缺口都是开错了药方。

最为关键的问题是,要分析清楚造成养老金缺口的真正原因。是个人缴费比例过低吗?是个人缴费时间过短吗?是雇主缴费少吗?还是财政资金巨额欠账造成了养老金缺口呢?

我们首先分析我国个人养老金缴费比例是否低于其他国家。中国基本养老金企业缴费率20%,个人8%,合计为28%,远远超出了世界平均水平。世界平均水平是10%,而国际警戒线是20%。发达国家的美国个人(雇员)缴费比例为7.65%,法国为9.9%,韩国为7.79%,社保体系最健全、世界上第一个高福利国家的瑞典个人(雇员)缴费比例也只有7%。从金砖国家看,俄罗斯个人零缴费,巴西个人缴费只有8%。我国社保缴费比例全球居前,个人缴费水平也处于偏高水平。

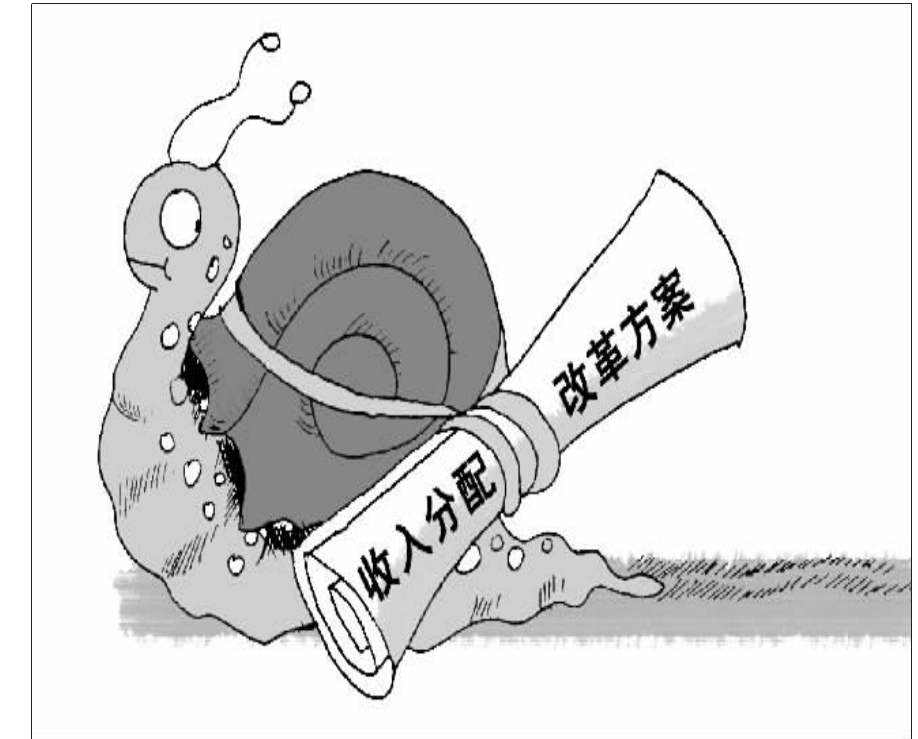
而我国的个人收入水平都远远低于上100个国家,在全球各国中处在100位左右,个人工薪收入是美国的1/15。

收入这么低,缴费却这么高,有什么理由再增加个人缴费水平呢?从经济转型大计划看,启动国内消费已成为解决中国经济结构失衡的关键。启动消费的一大忌讳就是增加国内居民各种税费包括增加社保个人缴费。因此,可以说增加个人缴费来补充养老金缺口完全是开错了药方。

中国个人缴费不但不低而且偏高,缴费时间也不短,企业(雇主)缴费比例也不低,社保总缴费率在全世界排名第13位。那为何社保资金缺口还是这么大呢?问题就出在政府财政历年在养老金上欠账太多。

2011年,我国社会保障支出仅占国内生产总值(GDP)总量的2.4%,而美国社保支出占GDP比重在16.8%左右,瑞典和芬兰甚至分别达到了35%和38%。我国财政性社保支出占国家财政支出的比重亦不到15%,远低于发达国家30%至50%的比例。因此,补充养老金缺口双管应该紧盯财政资金欠账这一块,而不是紧盯普通百姓,又要延长退休年龄又要增加个人缴费比例。

如果我国财政资金30%用于社会保障资金,那么,每年至少可以增加社保资金2万亿元以上。可以说解决了社会保障资金的大头。国企包括金融企业每年净利润在4万亿元以上,按照20%比例上缴红利,就可以每年至少充实社保资金1万亿元左右。如果能把这些资金切实变成社保来源,多渠道筹措,再加上改善投资收益,我国社保资金缺口完全能够解决。



收入分配两极化,改革好比蜗牛爬。普通民众呼声急,权贵集团阻力大。垄断藩篱应拆除,灰色收入要清查。市场机制多运用,利国利民莫拖沓。

ICLONG/漫画 孙勇/诗

## 经济见底回升格局已基本清晰

宣宇

国家统计局18日公布的三季度经济数据显示,前期“稳增长”已显现成效。随着各项措施步入实施,稳增长力量将逐步加大,我们认为,三季度已是经济的阶段性底部,四季度经济有望触底回升。

9月份工业生产大幅提升。9月规模以上工业增加值同比增长9.2%,比8月提高0.3个百分点,环比增长0.79%,三季度呈现加速趋势;同时先行指标采购经理人指数(PMI)9月份小幅回升,扭转4个月持续回落的趋势,虽然PMI库存指标表明工业企业仍处去库存阶段,但去库存速度已明显减弱,同时PMI生产指数和新订单指数改善明显,这表明工业生产活力明显增强;9月份货运量增长11.8%,回升了2.2个百分点,这在9月工业生产数据中得到相互印证。

9月份外贸和社会零售额数据都好于预期。9月份社会消费品零售总额同比名义增长14.2%,比8月回升1个百

分点,9月份出口增长9.9%,比8月高出7.2个百分点。9月外贸超预期,一方面是因为9月是欧美的采购旺季,以及去年的低基数效应一起带动的季节性回升;此外,前期“稳外贸”政策也有助于出口的恢复性增长。当前美国经济数据短期利好较多,但欧洲经济改善不大,同时新兴市场开始普遍实行宽松货币政策,一方面有利于恢复经济从而有利于中国出口,但同时人民币面临更多升值压力不利于出口,我们对四季度外贸出口保持谨慎乐观。消费数据是否持续改善也需要继续观察,这与居民收入、消费环境及对未来预期能否持续改善有关。虽然稳外贸和促进国内消费对三季度经济筑底具有重要作用,但判断经济已见底的最主要依据还是投资数据。我们认为,短期来看,中国经济“稳增长”的着力点还是在于“稳投资”,投资在当前经济增长中具有决定性意义。

前三季度,固定资产投资同比名义增长20.5%,比上半年加快0.1个百分点,比前8个月提高0.3个百分点。前三季度,新开工项目计划总投资同比增

长25.7%,比上半年加快2.5个百分点,比前8个月加快0.8个百分点,这表明项目审批已明显加快;同时资金来源构成方面也表现出积极迹象,前三季度到位资金同比增长18.2%,其中国内贷款增长8.8%,分别比前8个月提高0.6和1.7个百分点,结合9月份社会融资规模大幅增加1.65万亿元,进一步表明此前困扰项目的资金问题得到显著改善。我们预计,四季度央行将继续将银行间同业拆借利率保持低位,以保持银行间流动性的宽松,为项目提供相对充裕的资金环境,保证投资对经济增长的支持作用。

近期,国家发改委先后审批核准了25个轨道交通和铁路干线项目、13处公路工程项目和7处港口工程项目,预计总投资超过1万亿元;此外,“十二五”期间本来安排的2万亿农田水利治理也有望提前实施,这些项目涉及基础设施和民生工程,不会导致重复建设,对经济的长期增长提供基础保障,将有力支撑未来经济企稳回升。

一个疑问是,楼市调控让地方政府收入锐减,投资的钱哪里来?后续投资所需

要的投入如何保证?确实,现在政府部门资金无法满足项目需要。但这样形成的倒逼机制,给民间资本提供了广阔空间。“新36条”及其细则正式公布,国内长期受到“弹簧门”和“玻璃门”限制的民间资本真正在“危机”中迎来了“机遇”。前三季度,民间固定资产投资总额占全社会固定资产投资总额的占比已上升到62%。

我们认为,当前“稳增长”的政策空间仍然很大,三季度在政策面上“稳”有余而“进”不足。对此,我们有三点判断:一、四季度宏观政策会在“进”的方面有进一步调整(结构性政策);二、随着各项措施步入实施,四季度稳增长力量将逐步加大,经济将企稳回升;三、楼市调控不会放松,当前房价仍未达到预期目标,仍处在调控的关键期,没必要也不会通过放松房地产来稳增长。

随着各项措施步入实施,投资力度加大,民间资本对投资的支持力度增强,我们认为,三季度已是经济的阶段性底部,四季度经济有望触底回升,预计2012年全年经济增长将回升至7.8%左右。

(作者为宏观经济研究员,经济学博士)