

我国影子银行的发展及其对房地产价格影响的实证研究

赵颖岚

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 本文统计了我国影子银行各产品规模。我国影子银行规模从 2002 年开始发展, 在金融危机后有所下降, 但近两年又迅速增加。其中以银行理财产品和信托产品为主, 信托产品、私募基金产品和券商集合理财产品增长较快, 其他影子银行产品与美国相比规模较小。应对单只银行理财产品的规模加强监管, 对信托等产品重点监管。一步通过 SVAR 模型验证了修正银行信贷在短期和长期推动了房地产价格的上涨。应该准确统计影子银行规模, 加强控制修正银行信贷的增加。

关键词: 影子银行 房地产价格 门限模型 滚动回归 SVAR 模型

引言

影子银行(Shadow Banking)由美国太平洋投资管理公司执行董事麦卡利首次提出并被广泛采用, 又称为平行银行系统(Parallel Banking System)。概括而言, 影子银行就是把银行贷款证券化, 通过证券市场获得信贷资金、实现信贷扩张的一种融资方式(易宪容, 2009)。而影子银行体系是对游离于传统银行体系之外和从事类似于传统银行业务的非银行机构的总称。它在美国包括非存款银行和投资银行、对冲基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资工具等非银行金融机构。

近年来我国金融产品创新较快, 特别在 2009 年下半年银行信贷增长放缓以来, 影子银行产品得以快速发展。中国人民银行盛松成指出, 近年来我国人民币贷款以外的社会融资总量快速增长。2002 年新增人民币贷款以外融资 1614 亿元, 为同期新增人民币贷款的 8.7%; 而到了 2010 年, 新增人民币贷款以外融资 6.33 万亿元, 为同期新增人民币贷款的 79.7%。而据笔者计算, 社会融资量中很大部分来自于影子银行系统。2010 年影子银行产品融资增加 21774.62 亿元, 占银行贷款以外融资的 34%和新增人民币贷款的 27.4%。2011 年 1-4 月, 影子银行产品融资 6226.6 亿元, 占银行信贷规模 22941.6 亿元的比率仍高达 27.1%。影子银行的规模已经不可忽视。2010 年全年, 我国金融机构房地产贷款新增 2.02 万亿元, 为同期新增银行贷款的 24.2%。2011 年 1 季度, 房地产贷款新增 5095 亿元, 为同期新增银行贷款的 21.3%。银行信贷的重要部分投入到房地产行业, 而影子银行资金也大量投入到其中。因此, 结合影子银行的修正银行信贷应该比传统银行信贷对房地产价格有着更明显的影响。本文在其基础上验证修正银行信贷比传统银行信贷更有明确的实践意义和政策含义。

本文的研究有利于金融政策制定部门、监管部门、金融机构、研究人员详细了解我国影子银行产品的发展现状和影子银行作用于我国房地产价格的机制; 对监管部门如何监管我国影子银行产品提供一定的决策参考价值; 同时, 对政府和中央银行如何调控我国房地产市场健康发展、如何制定货币信贷政策有重要的启示。

一、“影子银行”文献综述

金融危机以来, 众多国内外学者开始研究影子银行体系, 取得了丰硕的成果。现有的文献主要是从以下五个方面进行论述的, 具体而言:

第一、影子银行体系的定义和特征。McCulley(2007)最早提出影子银行体系这个概念, 即杠杆化的非银行的投资渠道、工具和结构。Pozsar(2008)把影子银行的类型划分为三个类型: 政府资助的影子银行, 比如房利美和房地美; “内部”影子银行体系, 比如美国传统银行体系; “外部”影子银行体系, 主要是一些金融控股公司。Gorton(2009)对影子银行主要经营的产品, 包括货币市场共同基金, 证券化产品以及回购协议做过详细介绍。

第二、影子银行与金融危机的关系。很多学者认为本次危机的爆发, 正是由于影子银行

体系的内在特征。Geithner (2008) 认为, 影子银行体系不仅低估了市场的风险水平, 还极大地增强了全球市场的关联度。Roubini (2009) 认为, 金融海啸使整个结构投资工具市场、资金渠道体系和货币市场等遭遇灾难性垮塌, 影子银行体系实际上遭遇了类似银行的“挤兑”, 影子银行将最终瓦解。Gorton 和 Metrick (2010), Gorton (2010) 已经证明过金融危机的核心问题是“挤兑回购协议”, 而回购协议正是影子银行经营的主要业务之一。

第三、影子银行的监管。更多的学者意识到了本次危机中对影子银行体系的监管缺失及不足, 提出了应对措施。Adrian和Shin(2009)以及Gorton (2009)都对影子银行的监管提出过建议, 并认为只要通过有效监管, 影子银行仍将是发达金融体系的标准功能。Gross (2009) 认为, 影子银行体系可能继续遭遇萎缩的困境, 但是该体系仍然是美国金融体系的主要组成部分。美国政府出台的问题资产纾困计划 (TARP) 救助的对象也包括了影子银行及其持有的“有毒资产”, 这相当于是对影子银行体系提供了价格保障, 有利于影子银行重新启动信贷活动, 进而盘活整个信贷市场。

第四、影子银行在我国的发展。部分学者对我国影子银行产品有一定的研究。袁增霆 (2011) 认为当前国内最有代表性的影子银行机构是理财业务相关部门, 具备国外影子银行体系和活动中的诸多典型特征。这对我国货币政策和金融监管构成了巨大的挑战。王增武 (2010) 提出影子银行体系的存在对我国货币供应量有一定的影响, 并通过银行理财产品市场为例考察影子银行投放的信贷规模。刘文雯等 (2010) 比较了我国信托公司与影子银行体系在经营理念、运作方式、风险管理等方面的异同。

第五、影子银行与资产价格的联系。目前国内外对其研究主要集中在对美国次贷危机的理论探讨上。Roubini (2009) 认为2004年通货膨胀压力使美国步入加息周期, 至2006年6 月基准利率已上调425个基点, 货币市场流动性的逐步萎缩, 住房抵押贷款违约开始出现, 房地产价格下跌, 影子银行体系对资产价格的敏感性逐渐显现。葛爽 (2010) 认为美国影子银行系统通过房屋次级贷款赚取了大量利润, 将资产泡沫越吹越大。

二、我国影子银行发展情况

影子银行的产生和发展是金融创新的结果, 虽然与具有成熟国家金融市场相比, 我国金融市场不算发达, 金融创新也不算活跃, 但是随着我国金融市场的逐步对外开放, 其他国家金融创新不断引入我国, 我国的金融创新随之更加活跃, 这都在很大程度上促进我国影子银行的发展。

(一) 我国的影子银行产品分类

我们在王增武的分类法的基础上考虑数据的可得性进行调整补充, 将我国影子银行产品概括为银行理财产品、信托产品、私募基金产品、资产支持证券产品、货币市场基金产品和券商集合理财产品等品种。银行理财活动是商业银行为个人客户提供的财务分析、财务规划、投资顾问、资产管理等专业化服务活动。银行理财产品指其中的综合理财服务。其中的信贷类银行理财产品指银行将募集来的客户资金投资于信托投资公司的信托计划用以贷款。信托理财产品是指由信托公司担任受托人, 按委托人意愿, 为受益人的利益, 将委托人交付的资金汇集成立资金信托计划, 进行管理、运用或者处分。私募基金包括民间私募基金和阳光私募基金。由于民间私募基金没有统计数据, 本文的私募基金产品主要指阳光私募基金产品。私募基金是资产管理公司通过信托机构, 向特定投资人发行证券投资集合资金信托计划, 由信托公司作为受托人, 银行作为托管人, 资产管理公司作为投资顾问, 进行证券投资活动。资产证券化指行业金融机构作为发起机构, 将信贷资产信托给受托机构, 由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券, 以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。而货币市场基金是指投资于货币市场上短期货币工具如国库券、商业票据、银行定期存单、政府短期债券、企业债券等短期有价证券的投资基金。券商

集合理财也称为集合资产管理业务，指的是由证券公司发行的、集合高端客户的资产，由证券公司进行管理和投资的理财业务。其中银行理财产品、信托产品和券商集合理财产品是我国影子银行特有的表现形式。私募基金产品、资产支持证券产品和货币市场基金产品在美国都找得到对应的影子银行产品。

（二）我国影子银行产品规模

1、银行理财产品。

自 2004 年以来，银行理财产品的样式、种类、发行款数与资金规模都开始急剧膨胀。本文主要考察的信贷类银行理财产品从 2006 年 9 月开始进入了快速增长期，到 2008 年 12 月产品数量达到第一个高峰，当月累计正在运行的产品数量为 1844 只。2009 年 6 月为一个低谷。由于 2009 年下半年银行信贷规模控制比较严格，银行与信托公司加强合作发行信贷和资产类理财产品，通过表外业务来发放贷款。2010 年银行理财产品新增规模为 19473 亿元，远小于王增武文中统计的 2010 年前 10 个月 2.38-4.26 万亿元的规模。而全年银行信贷新增 79510 亿元，银行理财产品的相对规模还是相当大的，我们必须考虑影子银行体系对银行信贷的影响。规模和产品数量增长速度的不匹配主要是由于产品平均规模扩大的原因。在 2011 年 4 月理财产品的平均规模已经达到 16.7 亿元，而 2010 年 6 月理财产品平均规模仅仅 9.78 亿元。这主要是为了规避 2010 年 7 月以来监管部门对银信合作信贷类银行理财产品的监管。可见监管效果并不非常理想，还要进一步加强对银行理财产品的管理，不只是对产品发行数量控制，更要对单只发行产品的规模进行控制。

2、信托产品。

从 2002 年 7 月 18 日上海爱建信托公司推出的“上海外环隧道项目建设信托计划”开始，运行产品数量和规模整体呈现单边平稳增长的趋势。2007 年 1 月 23 日，银监会颁布了《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》，信托业稳步发展。从 2003 年 10 月到 2009 年 1 月规模月平均增长率为 4.2%。在 2009 年 2 月稍微调整，随后进入快速增长期。在 2009 年初，监管部门下发了多个信托新规，对信托公司证券投资业务、贷款业务、异地展业和创新业务进行松绑及规范，信托业发展得到极大助力。到 2011 年 4 月区间规模的月平均增长率为 5.8%。2011 年 4 月，运行产品数量和总规模分别达到 3062 只和 5638 亿元的历史最高峰。2010 年共发行信托产品 2417 只，发行产品数量是 2009 年的 1.74 倍。2011 年 1 月至 4 月累计发行信托产品 1165 只，是 2010 年同期的 2.1 倍，运行规模是 2010 年同期的 2 倍，达到 2002 年重新登记以来的最高峰值。运行产品平均规模从 2009 年 2 月的 1.2 亿元增加到 2011 年 4 月的 1.84 亿元。

3、货币市场基金产品

货币市场共同基金是美国 20 世纪 70 年代以来出现的投资理财工具。我国首只货币市场基金——“景顺长城货币 A”在 2003 年 10 月 24 日上市。2004 年 8 月 16 日，证监会和人民银行颁布了《货币市场基金管理暂行规定》，货币市场基金发行进入稳定发展期。到 2007 年 7 月，产品数量迅速增加到 51 只，并且保持到 2009 年 1 月，然后有开始稳步增长。截止 2011 年 4 月，货币市场基金产品数量为 76 只。由于收益率较低和央票发行品种减少，我国货币市场基金面临巨量赎回，尽管运行数量增加，运行规模却在低位徘徊。第三个波谷为 2010 年 7 月，仅为 1313.5 亿元。随后运行规模恢复增长，截止 2011 年 4 月，达到 1968.6 亿元。目前由于货币市场基金的较低收益率，其单个产品的规模相对高峰期较小。从图 4 可以看出，美国货币市场基金走势和我国的类似，在 2008 年达到最大的 31751 亿美元，当金融危机爆发后，规模迅速下降到 2 万亿美元左右。总的来说，我国货币市场基金发展仍然处在初级阶段，规模仍然较小，2010 年 4 月仅占基金运行规模（26695 亿元）的 7.4%。相比美国的 35.5% 和欧洲的 20% 的比例还非常小。

4、资产支持证券

2005 年 12 月, 信贷资产证券化试点已经进入资产支持证券的发行阶段, 中国建设银行在银行间市场发行了建元个人住房抵押贷款证券化系列资产支持证券, 总规模为 29.24 亿元。随后在 2006 年 9 月产品数量达到 41 只的高峰, 调整后在 2007 年 9 月开始加快上升, 在 2008 年 11 月达到 69 只的历史最高峰, 然后持续下降, 在 2011 年 4 月只有 29 只产品在运行。从 2005 年末, 资产支持证券发行规模迅速上升, 2006 年 5 月达到 342 亿元, 月平均增长率高达 27.2%。到 2007 年 9 月, 规模始终在 300 亿元上下波动。2007 年 7 月, 央行继续推进信贷资产支持证券试点, 积极发展信用衍生产品。我国对资产证券化加强了监管, 没有再发行新的资产支持证券产品。随着部分产品到期, 资产支持证券产品运行数量和运行规模逐渐下降。从 2009 年 5 月开始, 规模进入单边下降通道, 到 2011 年 4 月仅为 246.5 亿元, 月平均下降率为 4.3%。图 5 中, 美国资产支持证券的走势也和我国的类似, 2006 年达到 7539 亿美元, 次贷危机爆发后规模迅速减少, 目前仅为千亿美元左右。

5、私募基金产品

从 2003 年 3 月我国发行第一只私募基金产品开始, 到 2007 年 2 月的四年期间, 私募基金运行产品总规模都不大, 始终在 100 亿元以下, 处于酝酿准备阶段。2007 年股市上涨过程中的“2.27”和“5.30”大跌后, 吸引了大批私募建仓。从 2007 年 3 月起私募基金产品进入第一次快速增长期。2007 年 10 月股市开始下跌, 但是私募基金收益大多跑赢了大盘。其规模仍然上升, 到 2008 年 5 月达到 706 亿元的高峰, 运行产品数量也达到 587 只。在这期间规模月平均增长率为 12%。但随着股市的进一步大跌, 私募基金大多巨亏, 遭遇赎回潮, 产品数量和规模都在调整。2009 年股市止跌回升, 私募基金的业绩大多超过了公募基金。经过近一年的调整, 从 5 月开始, 私募基金产品再次持续快速增长。在这期间规模月平均增长率为 5.4%。到 2011 年 4 月其运行产品数量和运行产品规模均为历史最高的 1546 只和 1703 亿元。图 6 中, 美国私募基金从 2004 年到 2007 年快速增长, 次贷危机后增长速度减缓, 2009 年规模为 35000 亿美元左右。

6、券商集合理财产品

从 2005 年 3 月发行第一只券商集合理财产品“广发集合资产管理计划(2号)”开始, 运行产品数量平稳增长, 到 2008 年 12 月运行产品数量为 30 只, 然后运行产品数量加速增长, 到 2011 年 4 月运行产品数量为历史最高的 195 只。在 2007 年 2 月以前, 产品运行规模不大, 在 200 亿元以下。随着股市的上涨, 券商形象的转好, 人们理财观念的增强和政策的支持, 券商集合理财产品规模迅速扩大, 2007 年 4 月猛增到 394 亿元。但随后股市开始下跌, 投资者资金的撤离, 券商集合理财产品规模并没有随产品数量增长, 在 400 亿元上下波动。2009 年, 随着股市行情的好转, 监管当局对券商集合理财产品的鼓励和加快审批, 同时其具有稳定的收益, 从 4 月其规模开始加速增长, 到 2011 年 4 月, 达到历史最高的 1396 亿元。在这期间月平均增长率为 4.5%。

三、影子银行对我国房地产价格影响的实证研究

(一) 主要影子银行产品对房地产价格的影响机制

信贷类银行理财产品对房地产行业的影响过程是, 商业银行把资产池中的信贷资产通过信托公司以理财产品发售给投资者, 并将募集资金交付给信托公司, 信托公司以受托人身份向银行购买信贷资产, 用于代替商业银行本身的贷款而向房地产企业和购房者发放贷款。这样银行通过把表内业务转化为表外业务, 规避了对信贷的控制和银行自身资本充足率的限制, 增加了贷款规模。其中相当大的部分信贷进入到房地产行业, 推动房地产价格上涨。信托产品对房地产行业的影响过程是, 信托公司为房地产开发企业的开发项目设立信托投资计划, 将从资金委托人募集到的信托资金贷给房地产开发企业进行资金融通; 或者购买房地产开发企业的股权, 把这部分资金投资于房地产开发项目, 项目完成后信托公司把股权以溢价

方式再卖给房地产企业收回资金。信托产品在银行信贷以外提供给房地产行业资金，也会推动房地产价格上涨。在美国比较常见的房地产抵押贷款证券化对房地产行业的影响过程是，金融机构把流动性较差的房地产抵押贷款重组为房地产抵押贷款资产组合，出售给证券化机构，经过担保和信用评级，再出售给投资者以进行融资。这一方面解决了房地产企业的流动性问题，另一方面提供给银行资金来源，有利于个人获得银行按揭，也会推动房地产价格上涨。

1、房地产价格模型构建

Benito (2006), Iacoviello和Minetti (2008), 周京奎 (2005) 等大量的研究都表明银行信贷对房地产价格有较大的影响。因此，只有把影子银行信贷和银行信贷结合为修正银行信贷才能有效地考察货币政策通过信贷渠道对房地产价格的作用。

综合前人的理论研究和我国实际情况，引入修正银行信贷，设定以下形式的计量模型：

$$Hprice_t = \alpha + \beta_1 MDbkload_t + \beta_2 IDvalue_t + \beta_3 Pincome_t + \beta_4 Hcost_t + \beta_5 Ehprice_t + \beta_6 RR_t + \beta_7 REER_t + \varepsilon_t$$

$$Hprice_t = \alpha + \beta_1 BKload_t + \beta_2 IDvalue_t + \beta_3 Pincome_t + \beta_4 Hcost_t + \beta_5 Ehprice_t + \beta_6 RR_t + \beta_7 REER_t + \varepsilon_t$$

$Hprice_t$ 为房价增长率。 $MDbkload_t$ 为修正银行信贷增长率， $BKload_t$ 为银行信贷增长率，银行贷出的资金会通过解决房地产开发资金增加房地产供给和给购房者提供按揭增加房地产需求形成较高的均衡价格。 $IDvalue_t$ 为工业增加值增长率，经济增长，房地产供给和需求都增加，房价上升。 $Pincome_t$ 为人均收入增长率，居民收入越高，购买力越大，房地产市场需求量越大，房价越高。 $Hcost_t$ 为房屋造价增长率，建造房屋成本的提高会使房价提高。 $Ehprice_t$ 为房价预期，用t+1期房价的增长率表示，预期房价上升购房者会提前购房或投机购房囤房，促使房价进一步上升。 RR_t 为实际利率，利率上升会增加开发商的资金成本和购房者的贷款成本，减少房地产开发量和市场需求量，房价会下降。 $REER_t$ 为实际有效汇率变动率，汇率升值会使热钱流入，部分进入房地产市场，会使房价上升。 α 为常数项， ε_t 为扰动项。

(二) 实证结果

1、数据单位根检验

由于很多经济变量是非平稳数据，在建模过程中要检验经济时间序列的平稳性。本文采用常用的ADF (Augmented Dickey-Fuller) 检验和PP (Philips-Perron) 检验方法检验各变量的平稳性。检验结果如表1所示，所有变量均为平稳变量，因此可以进行OLS线性回归。

表1 单位根检验结果

变量	ADF 检验统计量	PP 检验统计量	滞后长度
Hprice	-5.486***	-10.898***	3
MDbkload	-2.062**	-3.942***	2

Bkload	-2.183**	-3.808***	2
IDvalue	-3.614***	-15***	3
Pincome	-5.053***	-22.13***	3
Hcost	-4.381***	-9.908***	3
RR	-2.665**	-1.908*	5
Ehprice	-4.493***	-9.935***	3
REER	-8.308***	-8.258***	0

注释：*、**、***分别代表在 10%、5%、1%的程度上显著。

2、门限回归模型计量方法

Hansen(2000)首先提出门限回归模型。以两体制的门限回归模型为例，具体的形式为：

$$\begin{aligned} y_t &= x_t' \beta_1 + \varepsilon_t, q_t \leq \gamma \\ y_t &= x_t' \beta_2 + \varepsilon_t, q_t > \gamma \end{aligned}$$

其中 x_t 为 $p \times 1$ 阶解释变量， q_t 为门限变量， γ 为待估计的门限值。模型中不同体制 (Regime) 就是通过 q_t 大于或小于 γ 来表示。

定义哑变量 $d_t(\gamma) = (q_t \leq \gamma)$ 。其中 $(\cdot)$ 为示性函数，如果括号中表达式为真，取值 1，否则为 0。这样方程组可以合并为：

$$y_t = x_t' \beta_1 \cdot d(q_t \leq \gamma) + x_t' \beta_2 \cdot d(q_t > \gamma) + \varepsilon_t$$

给定门限值 γ ，对以上方程 OLS 估计得到 β_1 和 β_2 估计值和残差平方和 $SSR(\gamma)$ 。最优门限值 $\hat{\gamma}$ 应该使 $SSR(\gamma)$ 在所有残差平方和中最小，即 $\hat{\gamma} = \arg \min SSR(\gamma)$ 。当门限估计值确定之后，那么就能确定参数值 $\hat{\beta}_1(\hat{\gamma})$ 和 $\hat{\beta}_2(\hat{\gamma})$ 。

接下来检验模型中是否真的存在“门限效应”。可构造 LM (Lagrange multiplier) 统计量检验原假设 $H_0: \beta_1 = \beta_2$ 。其 p 值可以用 bootstrap 方法实现。本文反复抽样 1000 次。

如果存在门限效应，进一步检验 $H_0: \gamma = \gamma_0$

$$LR_n(\gamma) = n \frac{SSR_n(\gamma) - SSR_n(\hat{\gamma})}{SSR_n(\hat{\gamma})}$$

$SSR_n(\gamma)$ 为存在门限值的残差项平方和加总。可以利用 $LR_n(\gamma)$ 计算 γ 的置信区间。

3、从房地产价格影响因素的角度比较传统银行信贷和修正银行信贷作为银行信贷的指标的有效性

(1) 门限回归模型估计结果的比较

表2 门限效应检验及估计结果

模型一				模型二			
门限变量		修正银行信贷		门限变量		银行信贷	
		小于	大于			小于	大于
门限值	OLS	220740.6 亿元	220740.6 亿元	门限值	OLS	217762.4 亿元	217762.4 亿元
Mdbkload	0.635*** (0.2)	0.609*** (0.216)	1.085*** (0.231)	BKload	0.605*** (0.188)	0.521** (0.241)	0.95*** (0.175)
IDvalue	-0.025 (0.046)	-0.068 (0.053)	0.127** (0.055)	IDvalue	-0.004 (0.051)	-0.039 (0.054)	0.144** (0.067)
Pincome	0.124** (0.059)	0.166** (0.048)	-0.056 (0.14)	Pincome	0.129** (0.061)	0.178** * (0.048)	-0.05 (0.144)
Hcost	-0.15* (0.092)	0.221** (0.1)	-0.384** (0.06)	Hcost	-0.157* (0.093)	0.215** (0.108)	-0.38*** (0.059)
RR	0.0006 (0.0008)	-0.001 (0.0009)	0.0004 (0.0008)	RR	0.0004 (0.0008)	-0.001 (0.001)	0.0006 (0.0009)
Ehprice	0.044 (0.155)	0.145 (0.138)	-0.136 (0.185)	Ehprice	0.025 (0.158)	0.146 (0.14)	-0.2 (0.195)
REER	0.037 (0.124)	0.418** (0.158)	-0.191 (0.122)	REER	0.034 (0.123)	0.408** (0.161)	-0.236** (0.118)
C	-0.001 (0.003)	-0.0009 (0.003)	-0.006 (0.004)	C	-0.0008 (0.003)	-0.0005 (0.003)	-0.002 (0.004)
LM 统计量		19.73		LM 统计量		19.817	
Bootstra p p 值		0.008		Bootstra p p 值		0.004	
是否有门 限		有		是否有门 限		有	
R ²	0.264	0.427	0.593	R ²	0.259	0.4	0.591

注释：括号里的数字为标准误差；*、**、***分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著。

分别以修正银行信贷水平值和银行信贷水平值为门限变量检验两个模型。表2的门限效应检验的LM估计量在1%的水平上拒绝原假设，显示存在门限效应。当LR=0时可求出门限值。每个模型中分别存在一个门限值：220740.6亿元和217762.4亿元。对应的日期都是2007年4月。这和下文滚动回归中2007年中期前后银行信贷作用机制变化显著的结论是一致的。门限值把修正银行信贷分成两个不同的状态，分别记为低修正银行信贷状态(Mdbkload= $\leq$ 220740.6亿元)和高修正银行信贷状态(Mdbkload $>$ 220740.6亿元)，同样银行信贷也可以分为低银行信贷状态和高银行信贷状态。BP(Breusch and Pagan)检验表明OLS回归没有异方差，Ljung-Box Q检验表明OLS回归没有自相关。由于模型可能存在内生性问题，引入修正银行信贷、银行信贷、工业增加值、人均收入、房屋造价的滞后值，使用二阶段最小二乘法(2SLS)估计，Hausman检验不拒绝“所有解释变量均为外生”。因此，模型具有稳健性。

模型估计结果见表2。模型一中，在低修正银行信贷状态下修正银行信贷、人均收入、房屋造价、实际有效汇率的系数显著。它们都是该阶段我国房价上升的主要原因。而实际利率、预期房价不是房价上升的原因。修正银行信贷增长率每增加1%，会使房地产价格增长率

增加0.609%，通过银行和影子银行机构发放的贷款的增加促使房价快速上升。人均收入的提高，居民改善居住条件，也拉动房价上升。房屋建造成本的上升，也是房价上升的重要原因。人民币升值，大量热钱流入，部分进入房地产市场，进一步推高房价。工业增加值对房价影响不显著。实际利率系数不显著，这与况伟大(2010)的结论也是一致的。房价预期的系数也不显著，这是由于本文主要从国家层面考察，而只是部分城市由于预期房价上升投机需求增加推动房价上升。可见我国早期的房价上升的原因是多方面的。在高修正银行信贷状态下修正银行信贷、工业增加值、房屋造价的系数显著。它们都是该时期我国房价上升的主要原因。而人均收入、实际利率、预期房价和实际汇率不是房价上升的原因。修正银行信贷增长率每增加1%，会使房地产价格增长率增加1.085%。在金融危机以来，货币政策趋于宽松，从银行和影子银行渠道发放的贷款激增，大量资金流入房地产市场，这是房价上升的最主要原因。工业增加值上升，即经济增长也推动房价上升。我国房价泡沫也有经济发展的合理的成因。房屋造价增加反而会使房价下降，说明我国近期房价泡沫不是成本推动型。实际利率和房价预期不影响房价。实际汇率与房价的联系也减弱。同样，从国家层面看，投机不是房价上升的主要原因。可见近几年我国房价泡沫主要是宽松的货币政策和经济逆势快速增长造成的。无论是哪个时期，修正银行信贷都是房地产价格变动的主要原因。

(2) 滚动回归估计结果的比较

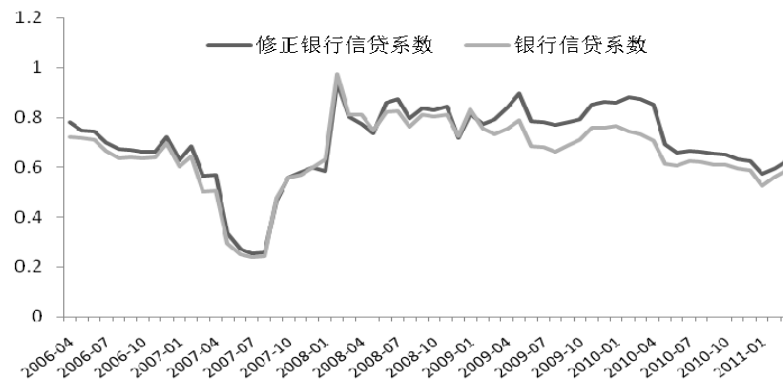


图 1 滚动回归修正银行信贷和信贷系数

传统的计量模型一般有系统参数为固定值的重要假设。事实上，经济环境处于不断的变动中，这些参数可能随着经济系统的演变而呈现明显的动态过程。滚动回归分析方法是获得这些经济系统动态演化过程的有用技术，通过给定每次回归模型的窗宽，可以得到等价意义下不同时期内系统参数的变化。在前面计量模型的基础上，本文运用滚动回归分析方法得到随时间变化的银行信贷和修正银行信贷变量影响房地产价格的系数。如图11所示，滚动回归样本长度取51个月，从2006年4月到2011年3月共有60个修正银行信贷系数和银行信贷系数。可以看出，修正银行信贷的系数在2007年2月到12月期间有一个回落，在2008年到2010年初保持在较高水平。从2008年中期开始，修正银行信贷系数逐渐大于银行信贷系数，两者的差距越来越明显。修正银行信贷系数从2010年以来逐渐下降，进入2011年2月后又开始上升。2007年货币政策逐步从“稳健”转为“从紧”。同时为了抑制房价上涨，有关部门严格规定了房地产开发企业信贷条件，对不符合条件的房地产开发企业不得发放贷款，同时对住房消费贷款人的首付款比例进行了严格界定。为了规避监管，影子银行业务开始发展。但由于影子银行规模较小，调控政策取得了明显效果。虽然银行信贷仍然快速增加，但是银行信贷与房地产价格之间的联系明显减弱，房价得到了一定控制。2008年随着美国次贷危机蔓延并逐渐演变为国际金融危机，我国货币政策逐步从“从紧”转为“适度宽松”，取消了对金融机构信贷的限制。银行信贷对房地产价格的影响迅速增大。2009年，政府为了保证经济增长达到8%的目标，继续实施适度宽松的货币政策，放开银行信贷，同时放松对房地产的控制，如

降低地产商拿地条件、降低购房者首付比例、交易税费减免等。在2009年上半年,新增银行信贷7.37万亿元,处于历史最高水平。影子银行业务规模有所下降,每月新增影子银行信贷为负。银行信贷对房地产价格的影响仍然保持在较高水平。房价也进入了快速上升的通道。2009年三、四季度人民银行十分重视信贷平稳可持续增长,新增银行信贷增长明显放缓,分别为1.30万亿元和0.93万亿元。银行房地产贷款比较困难。银行信贷对房地产价格的影响有所减小。但是2009年下半年银行信贷类理财产品和信托产品等影子银行业务蓬勃发展,三、四季度新增修正银行信贷为1.77万亿元和1.59万亿元,高于新增银行信贷。从图11可以看出,在这期间修正银行信贷对房地产价格的影响明显大于银行信贷,仍然处于历史高位。可见影子银行明显影响到信贷作用房地产价格的机制,大大削弱了房地产信贷监管的效果。这也是房地产价格没有得到有效控制的重要原因。2010年银行贷款增速相比2009年进一步下降。年初人民银行和银监会加大对金融机构房地产贷款业务的监管,防止信贷资金违规进入房地产市场。影子银行的作用受到限制。2010年下半年,主要影子银行产品银信合作理财产品全面暂停。修正银行信贷对房地产价格的影响迅速减小,逐渐接近银行信贷影响的大小。房地产价格上涨得到初步遏制。2011年我国执行稳健的货币政策。但是2011年2月修正银行信贷对房地产价格的影响又开始恢复,仍大于银行信贷的影响,表明通过影子银行进入房地产行业的资金又增加,修正银行信贷与房地产价格的联系加大。房地产价格仍然有上涨的压力。要控制房地产价格的继续上涨,就要严格控制房地产行业从银行和影子银行渠道贷出的资金。同样,实证结果表明引入影子银行的修正银行信贷比传统银行信贷更能体现银行信贷对房地产价格的影响。

四、总结和讨论

本文系统地统计了我国各种影子银行产品规模。统计方法和统计规模的大小与前人的研究有所不同。我国影子银行产品早在2002年就开始出现。其中银行理财和信托产品规模较大,其他影子银行产品规模相对较小。银行理财产品数量在2010年下半年以来持续下降,但规模却有一定程度的增加。近年来,信托产品、私募基金产品和券商集合理财产品增长较快。而在美国影子银行体系中扮演重要角色的货币市场基金、资产支持证券和私募基金产品,在我国其规模在金融危机期间达到最高峰,近两年来规模持续下降而且较小。总的来说,我国影子银行在美国金融危机前发展比较快。由于美国金融危机的影响,影子银行总规模有所下降。在2009年下半年银行信贷受限后其又快速增长。在银监会对银信合作理财产品加强监管后,2010年10月影子银行总规模稍微减少,随后仍然持续增长,监管并没有取得明显的效果。可见,对影子银行的监管不仅仅要监管产品的发行数量,更要着重于控制产品的规模。把银行理财产品纳入到传统的银行监管体系中,关键是对个体规模进行监管,对发展较快的信托产品等影子银行产品要重点加强监管,对其他的一些创新的、规模较小的和具有合理融资功能的影子银行产品可以适当鼓励发展,以丰富我国的金融产品体系。

本文在统计影子银行规模的基础上修正银行信贷规模,建立房地产价格模型,讨论了线性回归模型、门限回归模型和滚动回归模型。实证结果表明,线性回归模型下影子银行的作用不明显,但在门限回归模型下影子银行的作用显著。把影子银行纳入到银行信贷中后,修正银行信贷对房地产价格的作用明显增大。影子银行对传统的银行信贷作用房价的机制是有明显影响的。影子银行也是影响我国房地产价格上涨的重要因素。在前期我国房价上升原因较多:银行信贷增加、人均收入上升、房屋造价上升、实际有效汇率升值;后期我国房价泡沫的原因主要是从银行和影子银行渠道发放的贷款和我国经济的逆势快速增长。实际利率对房价影响不明显。我国货币政策作用房地产价格主要通过信贷渠道而不是利率渠道。滚动回归模型实证结果表明,2007年货币政策紧缩,有关部门严格房地产信贷,影子银行有一定的发展但规模较小,调控政策效果明显。金融危机后,货币政策宽松,放开房地产信贷。2009

年上半年,银行信贷处于历史高点,影子银行规模下降,银行信贷与房地产价格之间的联系加大。房价快速上升。2009年下半年,银行信贷增长明显放缓,银行信贷对房地产价格的影响有所减小。影子银行业务迅速发展。影子银行对房地产价格的影响是当时房地产价格没有受到控制的重要原因。2010年监管当局加大房地产信贷的监管,影子银行信贷受限,修正银行信贷对房地产价格的影响迅速减小,逐渐接近银行信贷影响的大小。房地产价格快速上涨得到初步控制。2011年2月修正银行信贷对房地产价格的影响又逐渐上升,影子银行对房地产价格的影响又增大。可见,影子银行与房地产价格的联系和货币政策、房地产信贷政策紧密相连。当货币政策特别是房地产信贷政策紧缩时,影子银行都会快速发展。进入2011年以来,银监会控制银信理财合作产品发行节奏。但相关银行理财产品的规模并没有得到有效控制。影子银行产品总规模在4月再攀新高。而且从修正银行信贷系数来看,影子银行对房地产的影响在3月再次凸显。房地产价格有上涨压力。因此,进一步加强控制房地产信贷中的“影子银行”风险成为我国房地产行业 and 国民经济健康发展的重要保障。我们应该审慎监管信贷类银行理财产品,继续将其纳入到银行信贷统计口径内,严格控制资金通过信托产品进入房地产行业,把其他影子银行产品纳入到日常监管中。

实证结果表明引入影子银行的修正银行信贷比传统的银行信贷更能体现银行信贷对房地产价格的作用机制,修正银行信贷有一定的实践意义和政策含义。在其基础上,本文进一步运用了SVAR模型检验了修正银行信贷对房地产价格的影响,验证了修正银行信贷在短期内显著地推动房地产价格上升,对房地产价格的累积影响逐渐增大,在长期中保持在一个正的水平。

总之,我们要高度重视我国影子银行的重要性,准确统计其规模以获得充分信息,并且纳入到监管体系中。在社会融资规模还没有完全代替银行信贷成为我国货币政策的操作目标的情况下,修正银行信贷是我国货币政策操作目标有益的补充。控制包含影子银行在内的修正银行信贷的增加也能有助于控制房地产价格的上涨。

尽管本文力求准确度量影子银行规模,但是由于部分影子银行产品,如民间借贷等没有详细的统计数据,故没有将其包括到规模统计当中来。同时,由于没有影子银行投向的微观数据,无法对影子银行哪些部分进入房地产行业进行深入研究,而是考察了影子银行总体规模对房地产价格的影响。这都有待于未来研究的展开。

参考文献:

- [1]巴曙松,2009,《加强对影子银行系统的监管》,《中国金融》第14期24-25页。
- [2]何德旭和郑联盛,2009,《影子银行体系与金融体系稳定性》,《经济管理》第11期20-25页。
- [3]葛奇,2008,《次贷危机的成因、影响及对金融监管的启示》,《国际金融研究》第11期12-17页。
- [4]葛爽,2010,《金融危机中影子银行的作用机制及风险防范》,《金融与经济》第7期22-25页。
- [5]龚明华、张晓朴和文竹,2011,《影子银行的风险与监管》,《中国金融》第3期41-44页。
- [6]况伟大,2010,《利率对房价的影响》,《世界经济》第4期134-145页。
- [7]刘文雯和高平,2010,《“影子银行体系”的崩塌对中国信托业发展的启示》,《上海金融》第7期55-59页。
- [8]申建文,2010,《银行信贷类理财产品对金融宏观调控效果影响分析》,《海南金融》第3期12-14页。
- [9]Adrian Tobias and Shin Hyun Song, 2009, “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 382.
- [10]Adrian Tobias and Shin Hyun Song, 2010, “The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009,” Federal Reserve Bank of New York Staff Report, no. 439.
- [11]Benito A., 2006, “The Down- Payment Constraint and UK Housing Market: Does the Theory Fit

the Facts?,” Journal of Housing Economics, 15, pp.1 – 20.

[12]Brunnermeier, Markus and Pedersen Lasse H., 2009, “Market Liquidity and Funding Liquidity,” Review of Financial Studies, 22, pp. 2201-2238.

[13]Gorton Gary, 2009, “Slapped by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007,” Oxford University Press.

[14]Gorton Gary, 2010, “Questions And Answers About The Financial Crisis,” NBER Working Paper, No. 15787.

[15]Gorton Gary and Nicholas S. Souleles, 2006, “Special Purpose Vehicles and Securitization,” NBER Working Paper, No. c9619.

The Development of Chinese Shadow Banking and
Empirical Analysis of Shadow Banking’ Influence to Real Estate Prices
Zhao Yinglan
(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: This paper analyses the scale of shadow banking products in China: Shadow banking develop from 2002, decrease after financial crisis, and turn rapid growth in recent two years; the most share are banking financial and trust products. This paper builds real estate price model and uses threshold and rolling regression. The result shows: threshold effect of amended banking credit exists; the affect of amended banking credit to real estate prices is bigger than banking credit’s; increases in real estate price is because the load from banks and shadow banks; the relationship between amended banking credit and real estate prices is correlated with monetary policy.

Key Words: Shadow Banking; Real Estate Prices; SVAR Model;

收稿时间: 2012-07-12

作者简介: 赵颖岚, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 国际金融理论与政策