

## 影子银行是直接融资的构成部分

吴晓灵

影子银行规模占 GDP40% 因企业贷不到款

影子银行是直接融资的构成部分

首届清华五道口全球金融论坛，于 2014 年 5 月 10 日——5 月 12 日在清华大学举办。论坛由清华大学主办，清华大学五道口金融学院和清华大学国家金融研究院共同承办，搜狐财经做为活动首席合作媒体，全程参与报道。

清华大学国家研究院院长、中欧陆家嘴国际金融研究院院长吴晓灵在演讲中表示，中国的影子银行有其特定产生发展的原因和背景。客观上讲，影子银行是对正规金融体系有益的补充，是发展直接融资的有序渠道。

她表示，在法律关系清楚的情况下，非银行金融机构融资的特点是投资人自担风险，而不是由中介机构来承担风险，因而非银行金融机构的活动都可以说是直接融资的构成部分。

另外，她还表示，中国影子银行规模已经超过了 GDP 的 40%，这引起了监管部门、理论界和金融界对其风险的担心。但是就影子银行在中国经济融通资金中所发挥的现实作用来看，影子银行可以理解为某种程度上的直接金融，相对于银行信贷起到了补充的作用。

以下为吴晓灵发言实录：

吴晓灵：女士们，先生们，大家早上好。今天我代表清华大学五道口金融学院和陆家嘴金融研究院来发布《中国金融政策报告 2014》。这个报告是 2011 年中国加入世贸组织十周年的时候首次发布，当时中国经济和金融改革取得了举世瞩目成就，为了服务于国内国际关注中国金融的不同读者，我们开始由中欧陆家嘴国际金融研究院和中国社会科学院金融研究中心，联合组织编写《年度中国金融政策报告》，以系统精要的介绍中国金融政策的重点、现状以及进展。

“一行三会”各个监管当局每一年都有各种各样的年报，但是这些年报都局限于各自的领域，因而对于中国整个金融政策缺少全面简要的归纳。因而在 2010 年的时候，当时还没有国家金融研究院，我们在中欧陆家嘴国际金融研究院的基础上和中国社会科学院金融研究中心一起创办了《中国金融政策研究报告》。

《中国金融政策报告》作为年度研究报告通常由两部分组成，主题报告和动态报告，主题报告部分主要是对每一年内中国金融的热点焦点问题，相关金融政策问题，以及未来的发展趋势进行讨论分析。动态报告则从宏观调控，主要金融市场发展和金融监管三个层次分别对每一年度中国各领域内的政策颁布和实施情况进行相应的总结和评价展望。

这个报告集中了经验丰富，涵盖中外的专家顾问团队，还有在上海的“一行三会”的一些研究部门的同志，还有社科院的研究同志，再加上今天到场的哈佛大学的 Richard N. COOPER 先生。还有来自学界、业界和监管部门的专业作者队伍。再有面向读者，我们的报告既面向专业的读者，也服务于普通大众，我们并不想作为一个专业的理论探讨，而是希望让普通的大众都能了解中国金融政策的进展。本报告是用双语撰写，介绍中国，沟通世界，从第一本开始就是在中英文撰写，因而我们这个报告在哈佛商学院得到了很好的评价，国外的很多研究中国问题的同事们他们也认为有这样一个简明的报告让他们了解中国金融改革

和政策的概况对他们是有有所帮助的。最后，我们的报告既聚焦年度重点主题，也传递全面的政策动态。

这个报告今年是第四本了，2011年作为第一本报告，回顾了30多年中国金融改革之后，主题报告聚集于后危机时代的金融监管改革，对宏观深深监管政策进行了探索和研究，并详细分析了中国金融监管的改革实践。

2012年的报告，对国际金融危机背景下的中国主要金融风险 and 应对的政策改革进行了分析，房地产泡沫和地方政府的过度负债问题正在成为当前中国的主要金融风险，并伴随着中国城市化的进程，在不断的积累。而这两个问题的背后又都存在着经济增长方式缺陷与经济结构失衡等共同性的深层次的问题。

2013年，主题报告聚焦于发展中国的多层次资本市场问题与对策，我们认为中国多层次资本市场应当建立在一个宽大坚实的塔基场外市场的基础之上，并且形成合理的金字塔的结构。

2014年的政策报告，主题报告是《影子银行与中国金融结构》。中国社会科学院金融所的一项研究指出，中国影子银行规模已经超过了GDP的40%，这引起了监管部门、理论界和金融界对其风险的担心。但是就影子银行在中国经济融通资金中所发挥的现实作用来看，它可以理解为某种程度上的直接金融，相对于银行信贷起到了补充的作用，这也契合了中国近年来积极发展多层次资本市场的努力。所以，我们认为对中国影子银行的评价应从中性、客观立场出发，中国影子银行的发展与中国金融结构，特别是社会融资结构有着密切的关系，这决定了中国影子银行的特点。

中国影子银行的状况与发展的逻辑是怎样的呢？影子银行是本次金融危机之后在国外提出来的概念。在国外提出影子银行这个概念最主要的还是针对于场外的金融产品的交易，因为他们没有明确的统计，而且他们的交易对手方是分散的，因而到底在场外市场上集中了多少风险，监管当局是不知道的。大量的在场外进行交易的CDO、CDS，以及在此基础上衍生出来的产品，为各个金融机构之间积累了很多的风险。因而，当一个金融机构倒下的时候，它的交易对手方涉及到了很多其他的金融机构。因而，在这次金融危机当中他们起到了不太好的作用，引起了各国监管当局的重视。但是，中国没有那么多复杂的场外衍生产品，而中国在我们所谈到的影子银行应该说大部分是非银行金融机构的各种金融活动。因而，中国政府相关部门将影子银行分为三类：一是无牌照、无监管的信用中介机构；二是无牌照、监管不足的信用中介机构；三是有牌照监管不足或规避监管的业务。

我们认为中国影子银行大体可以归为两类：第一类是体系内的影子银行；第二类是体系外的影子银行。前者包括了信托在内的有牌照监管不足的机构与业务，这是中国影子银行的主体。我们的报告是在这样一个框架下来分析影子银行的。

这是中国社会融资规模及影子银行列表，大家从这当中可以看出我国影子银行发展的数字情况。

从上面我们可以看出影子银行是从2006年才开始迅猛发展起来的，2006年正式美国次贷危机爆发的时间，由于外需缺乏，中国大量公司面临资金紧张和裁员。同时，这些企业又难以从体系内银行获得贷款，于是转向了影子银行，从未贴现银行承兑汇票、委托贷款及信托贷款，在2006年、2007年大幅度上升可以看出来。我们也可以从大量的委托理财产品的发展和信托计划的发展、资管计划的发展当中也可以看到这些非银行金融机构活动发展的状况。

中国以商业银行为主导的金融体系的机构问题是影子银行发展的内在原因，因而，应对国际金融危机冲击的中国金融刺激政策提供了外部的条件。内部的条件是因为外需不足，需要再扩大内需，在国内经济的发展当中，企业的困难要求我们创造更多的融资的方式。我们融资方式的短缺使得不能获得融资需求的那些人寻求在银行之外开辟融资的方式。

我们在应对金融危机的时候，刺激政策信贷大量投放，使社会有了更多的资金，更多资金在社会上游荡的时候他们需要找到投资的方向，这也是影子银行发展的一个客观的原因。

怎么样来看待中国的影子银行？中国的影子银行有其特定产生发展的原因和背景。客观地看发展了对正规金融体系有益的补充，是发展直接融资的有序渠道，因为影子银行体系本身都是由非银行金融机构来代理的，如果在法律关系清楚的情况下，非银行金融机构它的融资的特点都是投资人自担风险，而不是由中介机构来承担风险。如果中介机构承担资金的风险，它的这种方式其实就是一种存款的方式。因而，它不是非银行金融机构吸收资金的方式和做业务的方式。非银行金融机构最大的特点就是它的投资方要承担自己的风险，因而非银行金融机构的活动都可以说是一个直接融资的构成部分。

但是，这种非银行金融机构的这些活动也确实存在着四个方面的问题：1、法律关系模糊；2、市场运作混乱；3、刚性兑付严重；4、有效监管缺乏。我们刚才讲到了，在非银行金融机构的活动中，投资者要获取收益，承担风险，法律关系应该是明示的，但是我们的影子银行业务当中最大的缺陷就是没有民事法律关系。正因为法律关系不明确，责任不明确，因而在运作当轴是混乱的，规则是不清的。在兑付的时候责任也是不清的，当有了收益的时候投资人愿意享受收益，但是有了风险的时候，因为法律关系不清，风险责任不清，投资者不愿意承担风险，卖出产品的机构为了维护自己的声誉，它也就不得不采取各种各样的办法实行隐性的刚性兑付或者是显性的刚性兑付，这个其实就使得市场的秩序难以正常的维护。

由于对影子银行业务不同的认识，到底该谁来监管，怎么监管，也不是说的特别清楚。所以，既存在着过度的监管，也存在着监管的空白。

关于中国影子银行的监管与展望，中国政府及金融监管部门出台了不止影子银行监管政策，已经开始显现出不断规范、透明的发展趋势。规范的影子银行业务将促进中国金融结构的我们调整，促进直接金融比重的上升。我们列举了近几年以来各个监管当局对影子银行业务进行规范一系列的政策文件，而且对这些政策文件的实施项目做了点评。中国影子银行应置于中国金融发展与改革，包括金融监管改革的长远发展来分析，其中一项重要任务就是不断完善与中国金融体制改革相适应的法律体系和监管构架。

我刚才讲到了，影子银行其实最广义的来说是银行体系之外的各种金融的活动、信用的活动，这是最广义的定义，最狭义的定义是银行之外的各种融资活动和信用活动，如果它不受监管的话，那它就属于影子银行。

我们在发展金融改革的过程当中，我们应该客观地来划分监管的边界，并不是说所有的信用活动都是需要严格监管的。如果我们能够对所有的金融活动，第一要明确产品功能的性质，第二要明确它的法律关系，第三我们要明确收益和风险承担的责任，第四我们应该看一看到底金融活动是涉及少数人的利益，还是涉及到多数人的利益，如果是少数的可承受风险人的利益，那我们可以适度的监管，如果涉及到众多的小投资人的利益，由于有从众的心理，由于有搭便车的现象，因而，我们应对此类金融产品和金融活动进行严格的监管。如果我们对银行体系，以及银行体系之外的这些金融活动和信用活动能够做出上述四个方面的严格的划分，我想我们现在所称的影子银行的发展应该有助于中国直接金融的发展，有利于中国金融结构从过重的间接金融结构发展为直接金融和间接金融相均衡发展的这样的一个结构，应该说是对中国金融结构改变有益的探索。

这就是我们 2014 年的主要报告。

我们的目标是建立和完善一个现代开放大国的金融政策框架与体系，我们一如既往地期盼着各种批评和建议。谢谢大家。

（2014 年 05 月 11 日 搜狐财经）

