

## 影子银行和资本市场

**按：**近日，G30 发布了名为《影子银行和资本市场》的报告，评估了当前影子银行风险，认为影子银行规模较危机期已大幅减小，但由高杠杆和信贷转换方式创新导致的风险很可能已达到危机前的水平，整体稳定风险仍不容忽视。报告特别提到了中国的影子银行风险，认为中国杠杆率大幅上升可能导致宏观经济风险并成为中国政府的主要挑战，终结无法持续的信贷繁荣将不可避免的对中国乃至全球增长带来重大影响。报告还认为，证券化和资本市场的发展难以直接改善中小企业融资问题，解决中小企业外源融资应关注股本融资和私募发行。为培育可持续的证券化市场，监管当局应鼓励简单透明的证券结构和销售渠道，避免产生过于复杂的结构化产品和多层次不透明的分销渠道，因为这是上一轮危机的重要推动因素。

在 07-08 年轮金融危机之前，证券化信贷兴起，它将银行贷款转化成市场化证券并面向非银行投资者发售，普遍认为这比单纯依赖银行信贷中介更具优越性。但在“影子银行”体系下各种复杂活动使证券化信贷体系成为金融不稳定的根源。由于对正式银行体系监管趋严以及其他原因，新型非银行信贷活动蓬勃发展。本文探讨由此产生的**两个问题**：非银行信贷中介的兴起会否导致影子银行风险再现？能否发展出更稳定可持续的证券化形式，真正实现“贷款发起然后证券化（OTD）”模式的优点？（Originate to Distribute 模式指金融机构将贷

款出售给其他机构和投资者，而非自己持有到期。)

### 一、影子银行规模减小，但整体稳定风险不容小觑

在发达国家，与 07-08 金融危机关系密切的非银行信贷中介的规模已大幅降低，且在严格的银行监管之下未出现反弹迹象。但即使金融系统抗风险能力已经提高，实体经济杠杆过高也会导致宏观经济风险。某些信贷扩张的新形式正带来新风险，中国的影子银行正在重复发达经济体危机前的历程。总之，由于高杠杆和信贷转换方式创新导致的风险很可能已达到危机前的水平。

#### *上轮危机以来影子风险降低，出现良性进展*

本文使用金融稳定理事会（FSB）对影子银行的定义：从银行体系之外产生、或部分产生于银行体系之外的信贷活动，同时具有典型的银行特征，如使用杠杆以及进行流动性和期限转换。危机前涌现出大量复杂的结构性信贷证券，通过多层次、不透明的分销渠道进行售卖，隐含了大量的杠杆和期限转换，且难以被监管当局和市场参与者理解并管理。这些类型的影子银行规模目前已大幅降低，日渐发展的非银行信贷中介形式尚未引发与危机前影子银行活动相似的金融稳定风险，至少在发达国家如此。我们发现：

1、在美欧私人部门信贷供给中，银行的比例略有降低，尤其是跨境银行贷款大幅下降，2014 年比 2007 年的规模收缩了 84%。这反映了鼓励外资银行子行化的新监管规定。非银行信贷的扩张，大部分以单一主体直接发行的非金融企业债形式，其规模自 2007 年至 2015 年二季度增长了 5.1 万亿美元，成为发达国家大型企业的主要资金来源。

源。鉴于债券多为养老金、险资和最终投资人持有，这是较银行信贷更稳定、风险更低的信贷形式。

2、复杂的结构性信贷证券规模大幅下降。自 2007 年至 2014 年二季度，担保债务凭证（CDO）下降了 67%，资产支持商业票据下降了 70%，结构性投资工具下降了 100%。在 2011 至 2014 年间，属于影子银行范畴的证券化信贷融通持续下降。

3、银行与其他金融机构的关联水平自 2008 年起降低，这是好的迹象。

4、另类资产管理人发行的私人债务基金迅速发展，如对冲基金和私人股权基金，但在整个金融体系中占比仍然很低。只要基金管理人不使用高杠杆或进行高度的期限转换，此类基金的发展就是积极的。自 2009 年以来，最大型基金管理公司管理的信贷基金规模翻了一番，达到 4000 亿美元。

5、保险公司和养老基金直接对企业放贷的规模上升，但风险并未上升，因其简单透明且不包含期限转换。安联、安盛和英杰华等欧洲保险公司正在考虑与银行和其他金融机构合作，进入直接贷款领域。

6、由于银行在 2008 年后收缩了经纪活动，对冲基金的杠杆随之下降，但此后其杠杆率又逐步回到危机前水平。不过，对冲基金风险并未上升，其杠杆率为平均资产的 2.3 倍，杠杆最高的对冲基金为固定收益套利基金，其杠杆率为 4.7 倍资产，远低于危机前银行和证券公司的水平。对冲基金一般有能力对客户撤资设置“闸门”，不易引发

自我加强型的挤提和资产抛售恐慌。

7、虽然 P2P 信贷引起了担忧，且监管者需对 P2P 贷款信用分析不规范以及与商业银行的潜在关联保持警惕，但该业务目前规模尚小，全球贷款余额总量尚不足 300 亿美元，并无期限转换和杠杆使用，此刻尚不构成系统性风险。

上述情况表明危机前影子银行导致的风险已降低，且由于严格的监管未有反弹。鉴于金融体系永远在不断演化，不停创造出新的行为和风险，监管当局应持续监督市场进展，并对包括 P2P 在内的规模尚小但发展迅速的业务保持密切关注。但当前而言，发达国家金融体系若应对 2008 危机期间出现的自我加强型冲击，似已不那么脆弱了。

### ***整体稳定风险仍不容忽视***

虽然金融体系出现了很多良性趋势，但发达国家金融稳定风险仍不容忽视。尤其是全球杠杆率上升、某些国家和市场信贷扩张方式让人担忧、以及流动性较差的市场出现的新的扩张机制。

**目前实体经济杠杆率过高。**全球层面而言，自 2008 年起未发生去杠杆，相反全球债务率（债务占 GDP 比重）仍逐渐上升。虽然美国家庭部门经历了去杠杆，也被发达国家公共债务以及许多新兴经济体私人部门债务大规模上升所抵消。后者似与货币政策长期宽松有关，这虽使发达国家更易偿还现有债务，但也鼓励了新增债务的扩张。实体经济杠杆率上升导致宏观经济风险，更重要的是判断特定形式的债务以及信贷转化及管理方式是否会加剧风险。**三类趋势值得关注：**

一是新兴市场以美元等外币计价的公司债规模迅速增长，其规模

从 2007 年 6 万亿美元上升至 2015 年第二季度的 20 万亿美元。美元公司债占公司债总额比例最高的国家分别是以色列、智利、南非、巴西和墨西哥。其中大部分债券由大型、准国有公司发行，但并非所有发行者都拥有美元现金流。

在全球利率走低时期发行美元债券，借款人将面临利率上升风险，很多还面临货币错配风险。有些借款人是自然资源类公司，易受大宗商品价格下跌的影响。此外，预期美国将加息，外国投资者对持续购买新兴市场债券的兴趣有所降低。新兴市场公司债的膨胀，是否会对全球金融稳定构成重大风险尚不明确。若债券及贷款主要被高杠杆并进行期限转换的金融机构持有，则存在重大风险。若持有者不持有其他金融机构、实体经济公司或者居民的负债，是终端投资者，则不构成金融稳定风险。

因此，政策制定者应对此类债券持有人、其与金融系统其它部分的关联程度、及其对金融稳定的潜在风险进行清晰的评估。对该类债券加强研究应成为监管重点。

**二是流动性较差的信贷市场中资产管理人的角色。**原则上说，信贷投资市场的主体是资产管理人而非散户，这不会给金融系统带来新的风险。资产管理人虽然不承担资产负债表的风险，但非理性波动和羊群效应可能导致经济金融不稳定。某些资产管理行为可能放大市场中的羊群效应，若资金投向流动性欠佳的资产，同时资产管理人还向客户承诺可以快速变现并赎回资金，将导致期限转换风险。资产管理人若允许投资者随意赎回投资于流动性较差的长期资产的基金，就需

要借助银行的信用额度。当出现重大市场冲击时，大量管理人可能同时使用信用额度。因此监管者须对信用额度进行充分的压力测试，评估对资产负债表的风险。若投资者大规模赎回超过了基金公司的可用现金，会给金融体系带来传染效应，引发其他市场的不相关资产的抛售。

全球市场中专业资产管理人管理的头寸占比与 2007 年前类似。虽然管理资产规模占 GDP 之比并未提高，但是投向流动性欠佳、交易清淡市场（如新兴市场债）的规模增长较快。因此，资产管理人的角色演变值得引起监管注意。

**三是中国的影子银行风险。**中国的非金融债务比例（居民、政府和公司债务总计占 GDP 的比例）从 2007 年的 116% 上升至 2015 年的 240%，已与美国和其他发达国家相当，远超一般新兴市场经济体水平。非金融债务总量达 26 万亿美元，为 2007 年的四倍多。2015 年公司债已超过 GDP 的 130%，且去年一直在上升。杠杆率大幅上升、资金流向快速发展的地产和基础设施行业引发了宏观经济风险，并成为中国政府的主要挑战之一。

另外，大概 30% 的信贷由不受监管或监管不足的影子银行实体及其活动所提供，如信托基金、理财产品和委托贷款。某些结构和活动已与危机前在发达国家市场大行其道的影子银行活动类似，且被监管的银行和影子银行实体之间的关联并不透明，并隐含了提供信贷和流动性支持的承诺。

**杠杆和影子银行信贷能多大程度影响全球金融稳定尚未有定论。**

目前，中国大多数现存债务都是由境内国有银行对国企和地方政府融资平台发放的，海外投资者和金融机构所涉尚浅。中国中央政府债务水平在2015年仅为GDP的25%，且政府有能力为银行提供大量注资。不过，中国正处于资本账户自由化过程中，全球风险更容易传导至国内。即使可以避免重大金融危机，终结无法持续的信贷繁荣将不可避免的对中国乃至全球增长带来重大影响。

## 二、培育可持续的证券化与非银行融资

危机前，证券化信贷的增长曾获得积极评价，当时认为其不仅能带来更有效的风险管理，也能提升信贷供给的多元化水平。证券化的资本市场能在银行出现危机的时候保证信贷供给不至于枯竭。美国通过资本市场提供的贷款占私人部门信贷的68%（而欧洲该比例仅为32%），曾被视为明显的优势。

本报告探讨的第二个重要问题是：**能否发展出既避免影子银行风险又可持续的非银行信贷中介**。我们特别评估了以下观点：由于银行体系未能很好的为中小企业提供融资，证券化在中小企业融资上可以发挥更大的作用，特别在欧洲。

分析表明，有些普遍认同的观点是错误的，需对证券化的潜力进行更务实的评估，特别是为中小企业融资方面。主要是：

- 1、在所有经济体中证券化在企业融资中的作用都微不足道，美国也是如此。但美国和别国的差别主要在于：美国资本市场在企业融资中的作用，主要通过单一主体发行公司债实现；其他国家企业的融资来源中，政府规划、保险公司和其他非银行机构则占了相当比例。

2、在美国，证券化几乎是仅限于居民家庭部门的特定现象，它在美国住房抵押信贷上起重要作用，但在其他市场作用很小。美国住房抵押贷款证券化产品的蓬勃发展反映了政府支持型企业的巨大影响力，而非市场自由发展的结果。

3、在所有国家，证券化在中小企业融资中的作用都非常有限，且在欧洲的作用略大于美国。

4、单一主体发行公司债对中小企业融资作用也很有限，且没有证据表明美国的公司债市场比欧洲和其他国家的市场能更好的覆盖中小型企业。

5、债务资本市场在中小企业融资中作用有限，不管是发行公司债还是证券化贷款。解决中小企业外源融资问题应靠股权市场以及私募债务发行，改善融资的政策应重点关注这些方面，而非发展证券化资产相关市场。

因此，**资本市场的信贷渠道难以直接改善中小企业融资**。各经济体都依赖银行贷款来解决此问题。应支持资本市场在大公司融资方面发挥更大的作用，在除美国外的其他国家发展住房抵押证券化市场，使银行从该业务里脱身，更专注于中小企业融资。为培育可持续的证券化市场，**监管者应鼓励稳健、简单、透明的证券结构和销售渠道，避免产生过于复杂的结构化产品和多层次不透明的分销渠道**，因为这是上一轮危机的重要推动因素。

### 三、相关政策建议

本报告向投资者、金融市场参与者和宏观政策制定者提供了关于



金融系统风险及相关发展机会的概述。另外，我们也为关注金融稳定风险的监管者和希望培育可持续的资本市场信贷渠道政策制定者提出了若干建议。**建议分为四个方面：**

1、在金融体系不断演进的情况下，需**对风险进行监控**，鼓励更好的风险管理，改进数据可获得性，提高金融市场透明度。尤其要健全针对新兴市场经济体非银行机构的监测和监管框架，以覆盖其业务范围以及潜在的系统性风险。

**各国决策者和监管者**应持续监测市场的演进以及参与者的反应，识别新风险，包括受监管和未受监管部门之间的关联；扩大部门资产负债表和资金流量表统计，涵盖非银行信贷实体及有关的期限、流动性和赎回风险；监测对冲基金和信贷基金等投资基金的杠杆率；从金融稳定风险角度持续收集资产管理人、对冲基金和新兴市场债务的数据。

**针对资产管理人的风险**，市场监管者应持续监测行业发展，包括部分基金的杠杆水平、期限转换程度以及是否使用了加剧价格波动的交易技术；需特别关注新兴市场债、私募股权、高收益公司债以及某些对冲基金等流动性较差的资产类别；监测资产管理人和银行之间的联系，确保银行可以承受多个资产管理人同时使用信用额度带来的冲击，针对期限错配的风险进行压力测试。

**针对其他新型非银行平台**，如 P2P 和网络贷款，监管者应该监测平台及其参与者，以充分了解新市场的发展；监测银行和资产管理人与 P2P 平台等非银行中介的关联，确保银行部门之外的风险不会给银

行业带来破坏性的溢出效应；确保影子银行平台发展的透明度，使消费者保护机构等在必要的时候有能力加强监管；必要时对国家层面当局的职责和资源进行调整和升级，以对可能造成金融稳定风险的影子银行市场和业务进行监测和监管。

**2、以改革促进债务资本市场发展。**欧洲和新兴市场经济体应继续发展公司债券市场，促进信贷资源多元化，降低对银行的过度依赖。为发展债务市场结构，需加强法律和监管基础设施，包括交易后清算机制、破产法和独立信用评级机构；考虑监管调整，使保险和养老基金能够参与债券市场；为私募发行建立评级系统；发展多样化债券，包括社会活动投资债券、基础设施债券和抵押债券等。

**3、制定政策支持更安全、可持续的证券化方式，而非上轮危机前迅速增长的证券化类型。**继续推进招股说明书等监管文件标准化，为贷款数据报告等设定标准，促进贷款质量改善；对承销和证券化贷款质量制定国家规章，并在全球范围内协调，在国内切实执行；公布借款人信用评级以及证券化的具体细节，帮助投资者明确评估风险和收益，针对证券化风险进行投资者教育；将简单、透明和可比较的证券化标准适用于整个交易，而非个别环节。

**4、采取措施改善中小企业融资难问题。**各国的银行均在中小企业融资方面发挥了首要作用。美国和其他国家的主要差别在于股权融资和债务私募。因此，应为股权融资和私募发行市场的有效发展扫清障碍，而非发展中小企业信贷证券化市场。