

# 社会融资结构、影子银行与货币政策<sup>\*</sup>

中国人民大学经济学院 黄隽

2011年4月中国人民银行首次发布社会融资规模数据，引起社会各界广泛的关注。

数据显示，2010年企业债和非金融企业股票筹资分别达1.2万亿元和5787亿元，分别是2002年的36.8倍和9.5倍。2010年证券、保险类金融机构对实体经济的资金运用合计约1.68万亿元，是2002年的8倍。2010年实体经济通过银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款从金融体系融资分别达2.33万亿元、1.13万亿元和3865亿元，而在2002年这些金融工具的融资量还非常小<sup>1</sup>。

2001年底中国加入WTO，中央银行外汇占款持续攀升，由此带来的基础货币高居不下，中央银行已通过提高存款准备金率、发行央行票据等手段，回收了80%左右由此带来的基础货币<sup>2</sup>。虽然中央银行的基础货币并没有增长太快，但整个社会的流动性增长却十分迅速。这说明除了中央银行货币发行常规的信贷渠道外，产生和创造于为投资而融资和资本资产头寸融资的过程之中信用的影响力越来越大，影子银行的作用很明显。中国是典型的间接融资的银行主导型金融体系，经过改革开放30多年的发展，融资格局已经发生了深刻的变化，今天直接融资和创新性的金融业务已占据社会融资规模的近半壁江山。追求利润最大化下的金融创新与规避信贷规模管制的冲动所带来的风险和监管问题，已经远远超出了传统的货币和监管政策的视野，使得原有货币调控望尘莫及。因此，分析中国社会融资结构的变化以及对货币政策的冲击具有重要的现实意义。

本文关注目前社会融资结构和影子银行产品的变化和特点，探讨直接融资比重的加大以及创新产品的出现对货币发行和货币政策的传导可能造成的影响。第一部分介绍社会融资规模的主要构成部分的变化和特点，第二部分分析影子银行的情况，第三部分探讨社会融资规模、影子银行对货币政策的影响以及政策建议。

<sup>\*</sup> 本研究得到中国人民大学科学研究基金（中央高校基本科研业务费专项资金资助）项目（批准号为：10XNJ014）的支持。

<sup>1</sup> 数据来源：中国人民银行网站。

<sup>2</sup> 《易纲：80%外汇占款投放的基础货币已回收》，新浪网，2011年5月5日。

## 一、 社会融资规模结构的变化

社会融资规模是指一定时期内实体经济从整个金融体系获得的全部资金总额。主要包括三个方面：第一，金融机构通过资金运用对非金融实体经济提供的资金支持，主要包括人民币贷款、外币贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券、保险公司的赔偿和投资性房地产等。第二，实体经济利用规范的金融工具、在正规金融市场、通过金融机构服务所获得的直接融资，主要包括非金融企业股票筹资、银行承兑汇票及企业债的净发行等。第三，其他融资，主要包括小额贷款公司贷款、民间信贷、融资性担保公司信贷、产业投资基金、典当行融资和海外上市等。

### 1、 信贷市场

流通中的货币主要是通过信贷渠道发放出去的。信贷市场是中央银行进行宏观调控，贯彻货币政策意图的主要场所，信贷规模一直是货币政策重要的中介目标之一。

近些年来，虽然信贷规模由央行间接控制，但受到众多因素的影响，往往出现实际信贷规模高于预定目标的情况。2008年9月，美国次贷危机爆发，中国及时地调整了宏观经济政策，取消了自2007年底开始恢复的“信贷规模控制”，商业银行的贷款能力完全取决于其对风险、收益的判断和可贷资金总量的约束。由于4万亿的经济刺激和保“八”的要求，2009年信贷增幅和增速达到天量（见图1），信贷规模的快速膨胀导致流动性泛滥。2010年末，随着通货膨胀压力的增大，货币政策由宽松转为稳健，2010年新增人民币贷款比2009年有所减少，但是与次贷危机前相比，仍然处于较高的水平，反映了中国经济高速增长（尤其是投资）所具有的惯性。

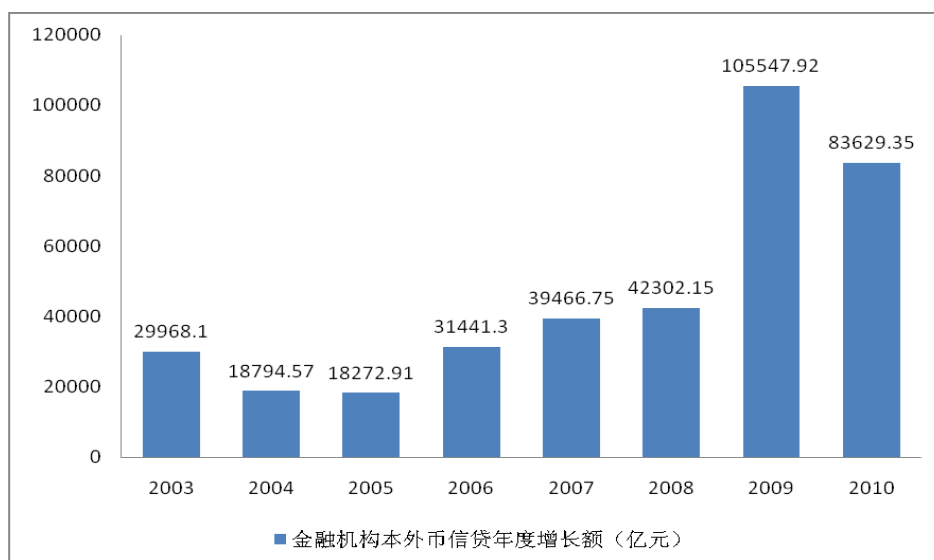


图 1 金融机构本外币年度信贷增长额（亿元）

表 1 金融机构本外币信贷情况

时间	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
金融机构本外币信贷额（亿元）	169771	188565.57	206838.48	238279.78	277746.53	320048.68	425596.6	509225.95
增长率（%）	21.44	11.07	9.69	15.20	16.56	15.23	32.98	19.65

注：图 1 和表 1 的统计数据口径包括中国人民银行、政策性银行、国有独资商业银行、其他商业银行、城市商业银行、城市信用社、农村信用社、农村商业银行、信托投资公司、财务公司、租赁公司、邮政储蓄机构、外资金融机构。数据来源：中国人民银行网站

从表 2 可以看出，从 2005 年开始，商业银行的中长期贷款开始超过短期贷款。短期流动资金贷款在中长期贷款占比的持续走低，说明信贷对经济的支持中中长期投资的地位的持续提升，相当部分贷款满足了房地产或城市的基础项目的建设，而企业正常生产的流动资金的份额在下降。信贷占比的变化说明商业银行更倾向于大型新建项目，而满足企业正常生产流动性需要的动力下降。委托及信托贷款、票据融资等也处于快速增长的通道中。

表 2 金融机构本外币信贷结构（亿元）

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
短期贷款	76822.41	87397.88	90808.27	91157.45	101698.22	118898.03	128571.47	151352.98	171236.64
中长期贷款	51731.61	67251.74	81010.14	92940.53	113009.78	138580.97	164160.42	235578.64	305127.55
委托及信托贷款	2397.41	2473	1926.05	3208.08	2581.11	2397.04	3034.96	5336.99	6354.78
票据融资	5805.31	9233.59	11618.35	16319.16	17333.36	12884.38	19314.15	23878.67	14844.75
其它类贷款	3046.16	3414.79	3202.76	3213.26	3657.31	4986.11	4967.68	9449.32	11662.22

注：统计数据口径包括中国人民银行、政策性银行、国有独资商业银行、其他商业银行、城市商业银行、城市信用社、农村信用社、农村商业银行、信托投资公司、财务公司、租赁公司、邮政储蓄机构、外资金融机构。数据来源：中国人民银行网站

次贷危机后，信贷的供给在很大程度上来自以政府为主体的大项目。按照规划，4 万亿元的投资计划中中央资金仅占 30%，地方及银行贷款占 70%。从固定资产投资看，很多地方是“政府搭台，银行唱戏”。地方政府将资金缺口通过政府的融资平台，将落实项目资金的重任推向了商业银行。

商业银行天量信贷是流动性过剩的直接原因。同时，双顺差积累的外汇占款在近十年投放的基础货币量占比远远大于 100%<sup>1</sup>。这些共同形成了巨额的货币供给存量 M2，导致流动性泛滥和通货膨胀的巨大压力。

## 2、债券市场

近 10 年来，中国企业债市场有了长足的发展，成为超过股市融资、仅次于

<sup>1</sup> 《易纲：80% 外汇占款投放的基础货币已回收》，新浪网，2011 年 5 月 5 日。

信贷融资的第二大融资渠道。2002年我国企业债发行额仅为325亿元，2005年我国企业债发行额突飞猛进，一跃超过2000亿，2009年在经济强刺激的情况下，企业债一举跨上15000亿的规模。其中中期票据和短期融资债发展速度非常快。

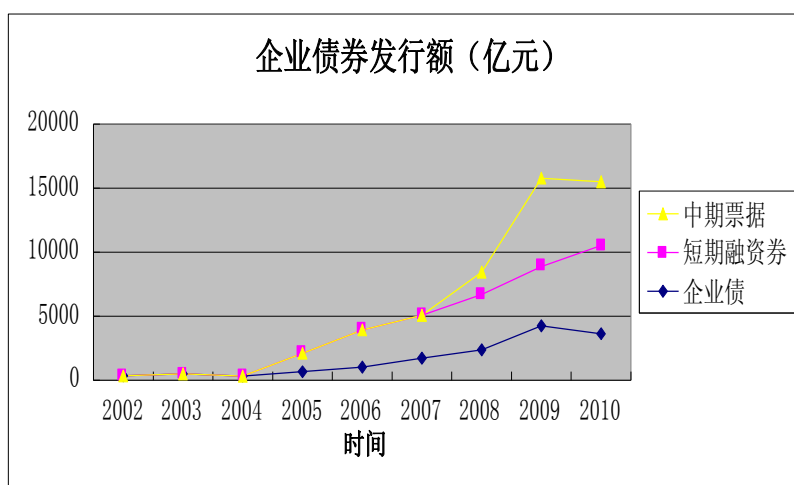


图2 企业债券年发行额 (亿元)

数据来源: Wind数据库

从结构上来看,次贷危机后,大规模基础设施建设资金需求带动债券市场升温,企业债券发行节奏明显加快,期数和规模均创历史新高。地方政府投融资平台公司举债规模占据了主导地位。

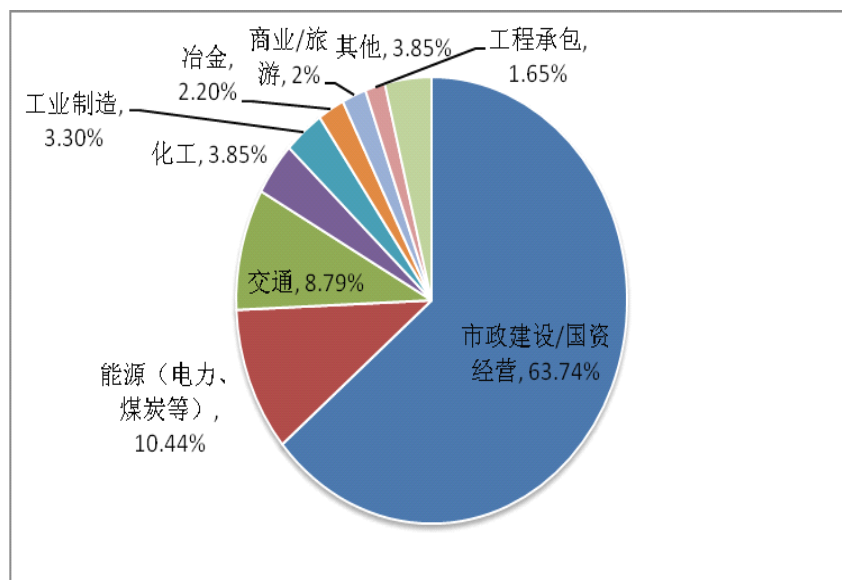


图3 2010年企业债券发行期数行业分布的情况

数据来源: 联合资信评估有限公司研究报告,《2010年度企业债市场分析》,2011年1月14日。

在从紧的信贷政策下,企业债券对于信贷规模的收缩有一定的抵消作用,企业债的发行将一部分存款和金融机构的资金转化为投资,加大了对实体经济的注

资，在一定程度上会影响从紧的信贷政策的效果。

### 3、股票融资

2006 年以前股票融资规模比较小，增幅也比较缓慢。2006 年和 2007 年股票市场的大牛市使股票融资规模出现爆炸性增长。而到了 2008 年，由于全球金融危机的影响，企业预期悲观，投资动力不足，股市大跌后一直在低位徘徊，整个 2008 年股票市场融资规模显著减少，与 2007 年相比下降 55.6%。随着 2009 年全球经济的复苏，中央一系列启动刺激政策的实行，国内经济继续保持较快的增长，股市也在稳步恢复中，到 2010 年，股市融资额又出现爆炸性的增长。总的来说，股票筹资规模与股票市场的繁荣呈正相关关系。

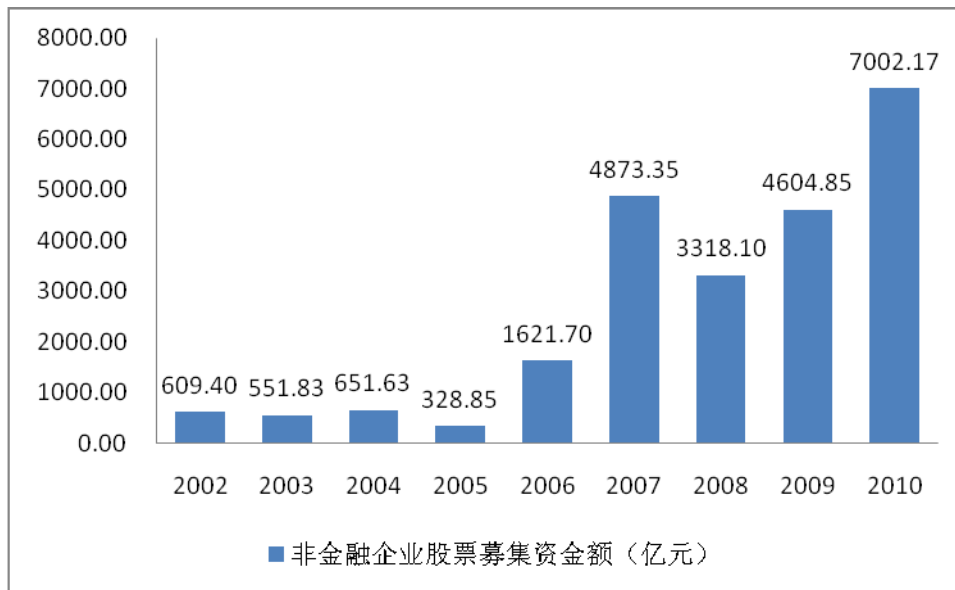


图 4 非金融机构股票年筹资额（亿元）

注：根据 wind 数据库计算得到。非金融机构股票筹资额为当年全部新上市 IPO、增发和配股之和减去金融机构筹资部分。

2010 年政府开始给过热的经济降温，新增人民币贷款和广义货币供应量都有所下降。但是，2010 年股票市场融资却增长了近 92%，由此看来央行控制了货币供应量和信贷，但是企业可以转向资本市场融资，通过上市发行股票或是股票增发的形式筹集资金。一边是间接融资截流，一边是直接融资放水，松紧相抵，央行的货币政策很难达到预期的效果。

### 4、保险

社会融资总量中的保险资金，主要指保险公司赔偿和保险公司投资性房地产以及其他用于投资实体经济的资金。

#### (1) 保险公司赔偿

中央银行的统计数据表明，从 2002 年到 2010 年，我国社会融资总量由 2 万亿元扩大到 14.27 万亿元，其中，保险公司赔偿已经占到同期社会融资总量的

1.3%<sup>1</sup>。

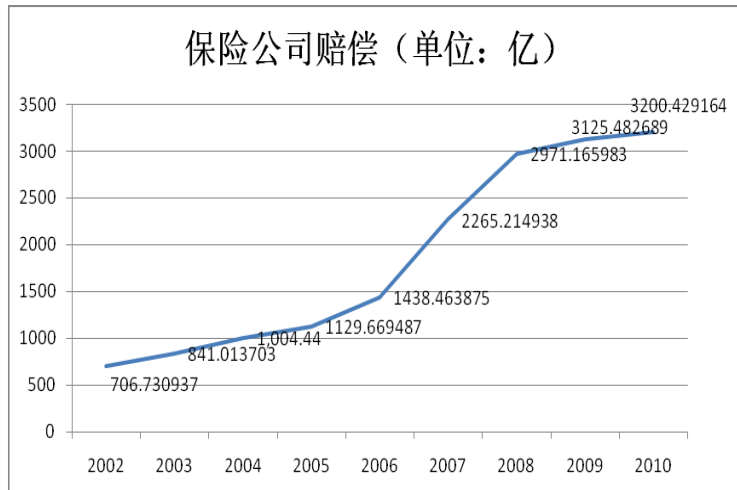


图5 保险公司赔偿情况 (亿元)

数据来源: 中国保监会网站

对于是否应该将保险公司赔偿资金计入社会融资总量, 存在着不同的看法。有观点认为, 保险公司赔偿金额有一部分进入居民手中, 并没有全部进入企业; 而且不属于企业主动筹集的资金。也有不同的看法, 认为保险赔偿资金实际上相当于向实体部门和住户部门进行了间接借款融资。目前中央银行将保险赔偿额纳入对实体经济的社会融资规模的范畴之中。

## (2) 保险公司投资性房地产

从国际上来看, 不动产是保险公司资金运用的重要渠道之一, 其收益的长期性和稳定性非常适合并有利于保险公司资产负债的匹配。多数国家为保险资金投资不动产设置了一定的上限, 一般来说不动产直接投资的比例在 1%-5% 之间, 不动产间接投资的比例从 1% 到 20% 不等。近些年, 在国际上不动产直接投资占比呈下降趋势, 更多的是通过不动产间接投资, 主要渠道是证券化产品和投资基金。具体方法是合格机构发行不动产投资计划, 然后由保险公司购买该计划。

保险资金的投资范围不断扩大, 大量资金涌入实体经济各个部门。保险业进入不动产领域, 这将成为房地产企业一个新的融资渠道, 将会降低房地产企业对银行的依赖性。大规模的保险资金进入股市、楼市等, 对于政府控制房价、抑制通胀会产生很大影响。而中央银行对于这部分资金难以控制, 保险公司赔偿和保险公司投资性房地产基本上独立于中央银行的货币政策。

## 5、社会融资结构分布

<sup>1</sup>数据来源: 中国人民银行网站。

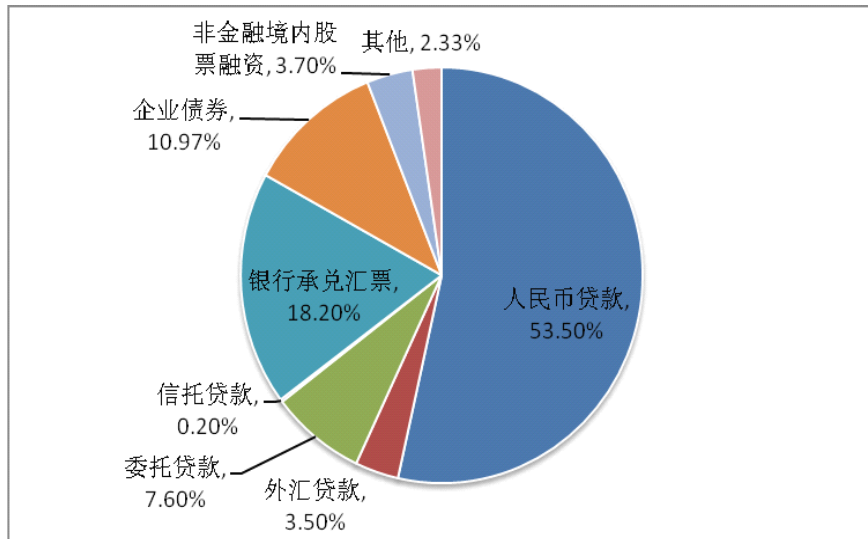


图6 2011年1季度社会融资占比

数据来源：中国人民银行网站

从图6中我们可以目前社会融资市场结构的具有以下特点：（1）市场份额从高到低的排序为人民币信贷、银行承兑汇票、企业债券、委托贷款、股票。人们过去往往容易忽视的银行承兑汇票融资市场份额值得关注。（2）非贷款融资部分占据了约一半的市场份额。（3）虽然中国股市市值占全球市场的跃居世界第二，但是二级市场的庞大的市值与直接流向实体经济的IPO规模差距加大。股票融资占整个社会融资的份额并不高。

伴随着金融结构多元化趋势明显，金融市场向广度和深度发展，以股票、债券为代表等多种新型融资工具和渠道的直接融资比例明显提高，同时商业银行表外业务也对贷款表现出较大的替代作用。货币政策重点监测、分析和调控中间目标一直是M2和新增人民币贷款，这些指标已无法准确反映实体经济的融资规模。

## 二、影子银行的发展

影子银行，是指行使商业银行功能却基本不受监管或较少受监管的非银行金融机构，也就是说这些机构没有银行之名，但有银行之实。我国影子银行体系的风险主要体现在银行表外业务、民间信贷、典当行、融资性担保公司、产业股权投资、银信合作和信贷资产转让等业务等金融形式上，这些新兴的金融产品金融监管方面基本处于灰色地带。

### 1、影子银行的主要形式

#### （1）银行表外业务

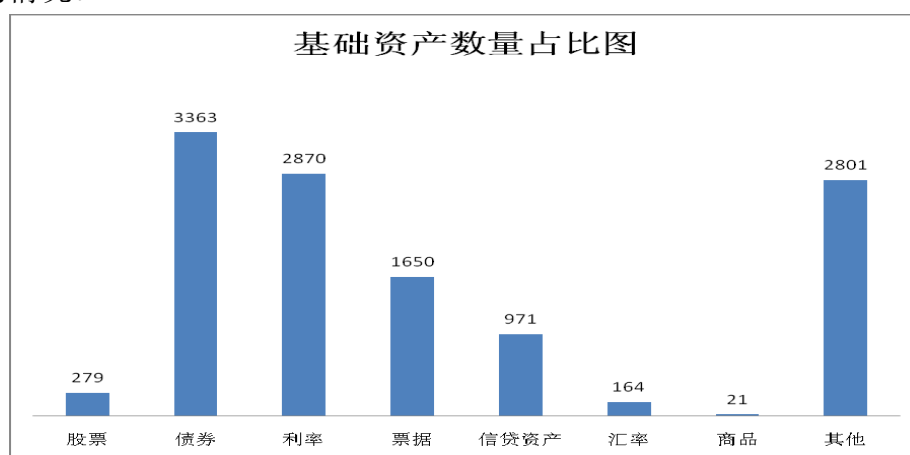
近年来，商业银行的理财业务发展得如火如荼，许多理财业务属于表外业务。其中信托贷款、受让信贷或票据资产、股票质押融资、附加回购或回购选择权的投资等融资类银信理财合作业务占据了较大的份额。

“银信合作”是指银行通过信托理财产品的方式“隐性”地为企业提供贷款。通过银信合作，银行可以不采用存款向外发放贷款，而通过发行信托理财产品募集资金并向企业贷款。由于信托理财产品属于银行的表外资产而非表内资产，可以少受甚至不受银监部门信贷规模和资本金的监管。信贷类理财产品还可以通过购买银行自身的存量信贷资产，使得商业银行腾挪出更多的资金用于发放贷款。

在从紧货币政策下，尽管银行信贷规模受到央行的控制，但部分企业可以通过银行信托理财产品渠道获得资金。例如，伴随着楼市调控深入，房地产贷款、房地产企业直接融资和再融资相继的抽紧，于是开发商将地产信托作为主要融资渠道，房地产信托项目数量大增。2011年前4个月，信托公司共计发行集合类房地产信托项目222个，募集资金722亿元，发行数量同比增长67%，募集资金规模同比增长115%<sup>1</sup>。而且信托公司的一些产品，例如“资金集合信托”、“股权投资集合信托”、“特定资产收益信托”等还不在上述统计范围内。如果加上这些产品，房地产信托资金量恐怕还要再翻倍。为了能顺利从信托公司融资，房产公司给出的回报率普遍在20%以上，利润被削薄，在严厉的房地产调控背景下，风险则被进一步放大。

2011年1-5个月，银行理财产品规模高达5万多亿元<sup>2</sup>。商业银行的表外和表内业务相互转化，影子银行与传统银行体系的业务界限日益模糊，风险容易交叉传染。商业银行采用将信贷资产打包成理财产品转出表外的方式，使得传统信贷量较紧，委托信托贷款以及票据融资规模却增加了。这在客观上动摇了中国人民银行作为央行行使利率、存款准备金率等常规的抑制通胀手段的效果。

同时，一些影子银行的理财产品也非常繁荣，图7说明了2010年各种理财产品的情况。



<sup>1</sup> 王大贤，《管不住信托就管不住社会融资总量》，《上海证券报》，2011年5月19日。

<sup>2</sup> 银行理财的规模远远超过基金2.4万亿的管理规模。蔡宗琦，《银行理财超5万亿围剿券业 券商基金或被边缘化》，《中国证券报》，2011年6月13日。



图7 2010年商业银行以各基础资产发行理财产品的期数

注：数据来源：Wind 数据库。由于同一产品可能属于多个不同的基础资产类别，此处的合计值可能大于该时间段内实际发行的产品数量。

### (2) 私募产业股权基金

由于创业版的推出，私募产业风险投资基金有了合法的退出变现的渠道，近年来，各种私募产业股权基金爆发性增长，规模较大。产业股权基金直接进入实体经济的企业中，构成社会融资规模的一部分。

### (3) 民间借贷

根据中国人民银行问卷调查测算，2008年3月末我国民间借贷<sup>1</sup>余额在2万亿-2.5万亿元，占同期金融机构本外币贷款余额的6.8%-8.5%。截至2010年6月末，小额贷款公司机构数量达到1940家，贷款余额1248.9 亿元<sup>2</sup>。同时，典当行业也在快速扩张，据商务部公开统计数据显示，2010年上半年，典当行业累计发放当金103万笔，典当总额847 亿元<sup>3</sup>。

从民间借贷市场贷款的客户多为中小企业和房地产企业。在“银根紧缩”的背景下，民间信贷异常活跃，同时吸引大量民间游资加入其中，规模越来越大，贷款利率持续攀升，中小企业压力越来越大，苦不堪言。中国人民银行温州中心支行监测口径显示，2011年1-3月份，温州民间借贷综合年利率分别为23.01%、24.14%和24.81%，较2010年最高点已经上涨了685个基点<sup>4</sup>。

大多数民间信贷、私募基金之间的信用主要基于个人的信誉度和私人关系，存在很多法律的漏洞和盲区，潜在的风险较大。民间金融方式大多都是高利贷，借款企业或个人财务负担沉重，还本付息的风险很大，很可能影响社会稳定。一些互助组织如民间和会、基金会等组织缺乏相关法律的制约，投资人利益难以保障和维护。

同时需要关注的是，与民间金融的出现类似，许多企业在国内贷款收紧的情况下，纷纷转向海外金融，主要渠道是海外上市、境外风投，而这些渠道游离于监管体系之外。

## 2、理财等非利息收入对商业银行风险的影响

近些年，商业银行的非利息收入无论是产品还是收入均以较快的速度增长。非利息收入扩展了银行的收入渠道，增加了银行金融创新的动力，但是，也给银行带来了新的风险。

目前，以理财为主的表外业务在商业银行非利息收入中所占比重越来越大。

<sup>1</sup> 主要包括私人之间拆借、企业之间不以商业票据为基础的拆借、互助基金组织、和会等组织，也包括非政府小额信贷和典当行等准金融机构。

<sup>2</sup> 数据来源：中国人民银行网站。

<sup>3</sup> 数据来源：中国商务部网站。

<sup>4</sup> 李宇欣，《民间借贷利率大幅飙升》，《大众证券报》，2011年6月10日。

借鉴Stiroh(2004)的思想,我们对商业银行净利息收入和非利息收入对银行总收入的波动性进行计量。

根据投资组合理论,用方差或标准差计量的波动是衡量金融产品风险的主要方法之一。我们假定银行两种资产分别为净利息收入和非利息资产。那么有两种风险资产组成的风险组合的收益率方差可以表示为:

$$\sigma_{d\ln OPREV}^2 = \alpha^2 \cdot \sigma_{d\ln NON}^2 + (1-\alpha)^2 \cdot \sigma_{d\ln NET}^2 + 2 \cdot \alpha \cdot (1-\alpha) \cdot Cov(d\ln NON, d\ln NET)$$

其中,将净营业收入(OPREV)定义为净利息收入(NET)和非利息收入(NON)之和,  $\alpha = NON / (NET + NON)$  为非利息收入占银行营业总收入的份额,  $d\ln X$  是X的增长率,每一个部分对营业收入波动性的贡献是其方差的加权值,即  $\alpha^2 \cdot \sigma_{d\ln NON}^2$  表示的是非利息收入方差对银行营业收入波动的贡献程度,由于只有两种资产,所以  $(1-\alpha)^2 \cdot \sigma_{d\ln NET}^2$  则为净利息收入对营业收入波动的贡献程度。

投资组合理论认为,如果非利息收入的波动超过净利息收入,那么营业收入方差的提高是主要是由非利息收入造成的。负向的非利息收入增长和净利息收入增长的协方差将直接使总体的方差降低。如果非利息收入比净利息收入更具有波动性,那么银行营业收入的方差会随着非利息收入份额的增加而增加。如果非利息收入增长率和净利息收入增长率之间的协方差很小,或为负值,即负相关或不相关,那么两者收入之间的方差相互抵消的可能性就会比较大,这样可以降低总体营业收入增长率的波动性。

本文选取16家上市银行就对银行业2007年--2010年的营业收入、净利息收入和非利息收入的波动性进行了实证分析,数据来源于Wind数据库。由于五大商业银行(即中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国农业银行和交通银行)与其他上市银行在规模和经营方面存在较大的差距,因此我们将16家上市银行分成两组来分析。根据上式计量结果如下表3和表4:

表3 5大银行营业收入波动的分解

	平均占比	方差/协方差	贡献度
营业收入		0.0236	
利息收入	0.8082	0.0241	0.0157
非利息收入	0.1918	2.2967	0.0845
协方差		-0.0240	-0.0074

注:平均占比是指净利息收入或非利息收入在净营业收入中的占比。由于不同时期净利息收入和非利息收入占比处于变化中,所以贡献度并不是净利息收入和非利息收入贡献度两者相加的精确值。

从表3中可以看出，五大银行非利息收入增长率的方差明显高于利息收入的增长率的方差，即五大银行的非利息收入的波动（2.297）普遍高于利息收入（0.024）。有不少文献研究表明，大银行所涉及的非利息收入和创新金融产品的广度和深度远远高于中小银行，在美国这类产品主要与资本市场相关联（Rogers, 1999; DeYoung等, 2004）；非利息收入在拓展银行收入渠道的同时，会给银行带来更大的风险（Stiroh, 2004; 黄隽, 章艳红, 2010）。两种收入增长率的协方差-0.024, 表明两种收入之间存在此消彼长的关系。虽然非利息收入占比（19%）比利息收入占比（81%）低很多，但是非利息收入乘以权重后对营业收入波动贡献度远远高于利息收入加权的贡献度。也就是说，营业收入的波动主要来自于非利息收入。

表4 11家中小上市商业银行营业收入波动的分解

	平均占比	方差/协方差	贡献度
营业收入		0.0463	
利息收入	0.8553	0.0449	0.0328
非利息收入	0.1447	42.4172	0.8882
协方差		0.0095	0.0023

由表4中可以看出，非利息收入增长率的方差大于利息收入增长率的方差，风险较大。从表3和表4的对比中可以看出，中小上市银行非利息收入的占比的平均水平（0.14）低于5大银行（0.19）约5个百分点，这也证实了DeYoung等（2004）的研究结论。中小上市银行与5大银行显示出了同样的结果，即非利息收入的波动或风险均高于利息收入。

2011年，日益红火的银行理财业务既导致了股市、债市以及基金等业务的缺血，也造成了银行储蓄和存款的增幅的下降。同时全面推高了商业银行的资金成本，导致银行的经营风险加大。

从宏观上来说，只控制信贷，而股票、债券、理财、保险投资放开，在国家整体控制经济过热的情况下，交叉效应对冲，会导致宏观调控失效。伴随着货币供给层次越来越模糊，控制货币 M2 的增长率的难度加大。而且规模越来越大的影子银行业务游离于监管之外加大了整个金融体系的风险。

### 三、融资结构的变化对货币政策的影响

#### 1、融资结构的变化迫使货币政策中间目标改变

中央银行本身并不能直接控制和实现经济增长、稳定物价等货币政策目标，从货币政策工具的运用到货币政策目标的实现中间有一个相当长的作用过程，这

就需要通过对中介指标的调节来影响最终实现政策目标。因此，中介指标的选择十分重要，它需要符合可控性、可测性、相关性等标准。

较长时期以来，我国货币政策重点监测、分析的指标和调控中间目标是M2、新增人民币贷款<sup>1</sup>。由于近年来我国社会融资结构的变化，新增人民币贷款已不能准确反映实体经济的融资规模。2011年初中国人民银行提出的社会融资规模将商业银行表外业务、非银行金融机构提供的资金和直接融资都纳入统计范畴，社会融资规模的概念较为完整和全面地反映了整体社会融资真实状况。因此将社会融资规模替代信贷指标作为中间目标适应了我国融资结构的变化趋势。中央银行监测和分析的范围从间接融资扩大到直接融资以及影子银行系统，货币政策视野和范围的扩大，将对货币政策产生深远的影响。

## 2、信贷融资对货币发行的影响最大

虽然作为社会融资总额重要构成部分的信贷、股票、债券、保险投资等均形成了对实体经济的融资，但是他们对货币发行的贡献是不一样的。在所有的融资渠道中，由于商业银行和货币发行单位中央银行的特殊和直接关系，使信贷融资在货币发行中起着最重要和关键的作用。

(1) 股票、企业债融资和保险投资本身没有增加货币发行，只是改变了货币供给存量的结构

股票和债券的购买者是公众和企业，并不产生增加货币供给的效应。因为企业取得货币后，流通中的货币数量虽然减少，但企业将所获货币再用于支出，这些货币又会回到流通中。具体的过程是公众用现金或银行存款、企业通过转账支付，这可能会使商业银行的存款减少，但是发行股票或债券的企业的存款账户会等额地增加，对流通中的货币没有影响。

但是企业和个人的购买使货币供给余额的结构发生变化。如果个人将现金存入证券公司的资金账户上去购买，或企业用活期存款购买，意味着M1的相应缩减。当形成了筹资企业的银行存款后，如果作为结算户存款的活期存款，则结构没有变化。如果用储蓄或定期存款购买，这意味着M2中准货币的减少。因此，当筹资企业支出形成M1时，虽然按M2计的货币供给总规模不变，但M1的规模变大了。这会改变货币的流通速度。

直接融资为社会提供了信用，但是没有触动货币供应，这是直接融资与信贷非常重要的区别。在不改变货币存量的情况下，增加社会的信用供给和对实体经济的支持，这是央行调控为什么显得那么被动，为什么微观审慎政策作用减弱的原因，因为它早已超出了传统的货币政策和监管政策的思维和视野。

(2) 货币主要是通过商业银行的信贷渠道发行出去的

<sup>1</sup>由于我国利率没有完全市场化，无法真实地反映资金的市场供求关系，所以没有像一些成熟的市场经济国家那样将利率作为重要的中介指标之一。

商业银行的资金来源主要是来自流通中的存款。其次，来自中央银行基础货币，这部分主要有三个来源，第一是再贷款和再贴现。第二是将债券卖给中央银行。第三是将外汇卖给中央银行，近些年这部分资金来源较大。与直接融资等其他非银行金融机构所不同的是，商业银行具有乘数作用，通过商业银行体系的转存转贷，可以贷出超过原始存款数倍的派生存款。因此，信贷过程对货币发行的作用远比直接融资大很多。

概括来说，信贷过程直接刺激了货币发行，而股票、债券、保险等直接融资只是改变了货币供给层次的结构，一般情况下，不会直接改变货币发行量。

### （3）直接融资等金融市场产品对货币发行产生间接影响

第一、资本市场对货币政策传导机制会产生间接的影响。托宾的  $q$  理论认为，资产价格将沟通货币和金融机构一方与实体经济一方的联系在一起。资产价格会影响企业的投资行为，表现在如果托宾  $q$  值（即企业市场价值与资本重置成本之比）高，意味着企业市场价值高于资本的重置成本，厂商会愿意更多地投资，反之，企业则不愿意投资。因此  $q$  值是决定新投资的主要因素，通过货币需求的变化影响货币供给。

第二、银行接受优质的金融市场产品作为抵押或质押产品，从而使信贷扩张。杠杆率是指资产与资本金的比例，即用借来的钱形成资产。以较小的资本控制着庞大的资产规模，杠杆效应或资本市场泡沫背后的支撑一般均来自银行信贷。资本市场发展较为深入的国家，例如美国，优质的股票、债券、对冲基金均可以作为信贷抵押的工具取得银行贷款，形成高杠杆和加大银行信贷需求的压力，从而形成了新的货币发行。

### 3、银行理财业务使货币政策的影响效力下降

银行目前推出的理财产品主要以信贷类为主。如前所述，信贷融资对货币发行的影响远远大于其他类型的融资。但是银信合作的信托贷款不属于一般意义上银行信贷的范畴，使得通常统计和观察到的信贷数量远远小于实际进入经济的资金。从流动性来看，规模越来越大的银行理财产品没有被记入货币范畴，货币层次划分难度明显加大。信托类理财产品使储蓄存款转化为企业存款，不仅存在融资行为，而且还创造派生存款的乘数作用。由于商业银行通过信托类信贷理财产品进行的贷款投放多为表外业务，不在信贷规模控制范围之内。商业银行巨额规模成为影子银行的一部分，货币供应量数据的偏差将不可避免地反映到货币政策的调控过程和实际效果中，这使货币政策很难地制定政策目标并精准地执行。

其次，理财类产品成为宏观调控的避风港，既掩盖银行信贷真实投向，也使均使国家宏观调控大打折扣。信贷类理财产品实际是存款的搬家，但表外业务和非银行金融机构的存款并不需要向央行交纳法定存款准备金，这实际上缩小了法

定存款准备金的范围，在目前法定存款准备金高达21.5%的高压下，理财产品成为商业银行规避法定存款准备金的一个有效的渠道。同时房地产信托的“暗度陈仓”的融资，既对冲了货币政策工具的效应，也规避了央行对信贷规模的窗口指导。同时金融创新也会降低货币供应量与宏观经济变量之间的相关性，刺激货币的流动性过剩，从而增加货币政策制定执行的难度。

第三，各家银行理财产品利率相互攀比，一方面加大了储户存款的搬家和替代性，使货币供给层次结构和流通速度均发生变化，另一方面加快了利率市场化步伐，这将对货币政策的价格工具利率产生重要的影响。

#### 4、新兴的融资方式加快了货币流通速度

货币供给存量的变化会引起货币流通速度的变化。货币流通速度直接影响到货币政策的有效性。货币流通速度一个很小的变动，如果政策制定者未能预料到或在估算时出现偏差或忽视，都可能对货币政策效果受到影响，严重时有可能使原本正确的政策发生扭曲。例如，如果货币流通速度加快，而中央银行没有监测和预测到，新增货币的发行将可能成为助长通货膨胀的推手。

相对于传统的信贷来说，资本市场、影子银行产品流动性普遍好于信贷产品，货币流通速度和转换程度均高于信贷部分（DeYoung等, 2001）。由于金融市场变得越来越复杂，各个市场的关联性、传染性也越来越强，对于一个相对有效的市场来说，任何信息的变化都可能改变货币流通速度，有时监管部分很难监控，这也限制了货币政策的有效性。

#### 5、政策建议

面对新情况的出现，中央银行与中国证监会、中国银监会和中国保监会要保持信息的及时交流与沟通，保证政策的协调性。中央银行在制定货币政策时应该把股票、债券、保险等融资规模纳入考虑范围。央行通过控制信贷来抑制通胀，银监会等通常是鼓励金融创新的，这其中存在着政策的不协调，在将理财产品纳入社会融资规模后，政策调控更需要不同部门之间的协调配合。一行三会需要密切关注社会融资规模的变化，采用一致行动，努力精准地推进各种应对措施。

### 参考文献

黄隽，章艳红，《商业银行的风险：规模和非利息收入—以美国为例》，《金融研究》，2010年第6期。

DeYoung, R., and Karin P. R., 2001, "Product Mix and Earnings Volatility at Commercial Banks: Evidence from a Degree of Total Leverage Model", *Journal of Financial Intermediation*, Vol.10: 54-84.

DeYoung, R., Hunter, W., and Udell, G., "The Past, Present, and Probable Future for Community

Banks," *Journal of Financial Services Research*, vol. 25(2): 85-133,2004

Rogers K.; Sinkey J.F., "An Analysis of Nontraditional Activities at U.S. Commercial Banks - Evidence of Market Discipline", *Review of Financial Economics*, vol. 8: 25-39, 1999

Stiroh, K.J., 2004, "Diversification in Banking: Is Non-interest Income the Answer?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 36(5), 853-882