

# 融资结构变异下的中国流动性

分报告执笔人： 罗航、郝嘉吉

## 一、引言

## 二、我国融资结构变异的主要表现

2.1 非金融企业直接融资比重增加

2.2 银行表外融资业务大幅增加

2.3 民间借贷体系迅速发展

## 三、融资结构变异对流动性的影响

3.1 当前我国流动性状况

3.2 融资结构变异对流动性的影响

3.2.1 融资结构变异增加中小企业流动性

3.2.2 表外融资业务增加银行流动性风险

3.2.3 民间借贷监管不力影响区域金融稳定

## 四、融资结构变异对我国经济增长影响程度评估

## 参考文献

## 一、引言

我国融资市场的发展一直十分缓慢。改革开放以前，我国实行的是计划经济体制，金融机构只有中国人民银行，企业发展资金的来源主要是依靠财政拨款，银行信贷只能作为补充。简言之，计划经济时期我国体现的是财政主导的融资格局。

改革开放后，随着我国金融体制改革的推进，融资格局完成了从财政主导型向银行主导型的转变。从1980年起，财政不再向银行增拨信贷资金。此后，中央银行与商业银行分离，股份制商业银行陆续诞生，银行贷款成为企业融资的主要途径。

80年代初，我国开始陆续发行国债、企业债和金融债，多种融资工具的出现丰富了融资市场。1990年，我国允许有条件的大城市建立证券交易所，上交所和深交所分别于1990年年底和1991年年初成立，证券市场得到快速发展，直接融资市场的成长正式开始。

但是，在2005年之前，我国融资市场的发展相对缓慢，间接融资占全社会融资的80%左右。2005年开始，随着我国股权分置改革的推进，企业债、公司债、中期票据、短期融资券等信用债的大量发行，我国直接融资市场得到了快速发展，直接融资占融资总额的比重大大增加，加之银行融资类理财产品层出不穷、民间借贷资本井喷式增长等因素，我国的融资结构发生了明显改变。

2005年以来，我国资本市场的规模不断扩大，资本市场的融资和资源配置功能得到充分发挥。2005年5月，深交所开立中小板，2010年1月，再开立创业板，为中小企业融资提供了新的途径。截止到2010年，国内非金融企业通过发行股票和债券融资总计2.76万亿元；各类企业和金融机构在境内外股票市场上通过发行、增发、配股以及行权方式累计融资1.13万亿元，创历史最高水平。直接融资比重的不断提高，使得银行贷款在社会融资总量中的比重有所下降。

在直接融资市场快速发展的同时，商业银行表外融资业务也大量增加。2010年实体经济通过银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款等表外融资途径分别从银行体系融资2.33万亿元、1.13万亿元和0.39万亿元，合计占全社会融资总量的26.9%，而在2005年之前这些表外融资工具的数量还非常小。银行表外融资的增加甚至使M2衡量市场流动性的能力大大下降。央行调查统计司司长盛松成在今年2月提出，只有将商

业银行表外融资、非银行金融机构提供的资金和直接融资都纳入统计范畴，才能完整、全面的监测全社会融资状况<sup>1</sup>。可见，银行表外融资业务的增加，已经极大程度的改变了市场的融资结构。

最近爆出的民间借贷问题也对我国融资结构产生了较大影响，根据凤凰网的报道，央行公布上半年社会融资7.76万亿元，预估民间借贷规模可能达到10万亿元。我们以温州为例，按民间借贷占银行贷款的比例进行推算，估算的全国民间借贷规模大约在4~5万亿左右，没有市场预期的那么严重。但是民间借贷仍然是金融系统风险管理中的死角，目前我国民间借贷法律极不健全，监管严重缺失，对我国民间借贷风险难以掌控，给我国经济造成了不良影响。

由于上述这些原因，使得我国融资结构发生了一定程度的变异，融资结构变异对市场流动性产生了较大影响。一方面，直接融资及表外融资缓解了我国企业特别是生产企业融资难的问题，刺激了经济的发展；另一方面，融资结构变异增加了金融体系中的流动性风险。如何衡量我国融资结构变异给我国金融体系带来的影响，以及在融资结构发生变异的情况下，我国经济是否能稳健发展是本文亟待解决的问题。

## 二、我国融资结构变异的主要表现

2005年以来，我国融资结构发生变异，主要表现在非金融企业直接融资、银行表外融资类业务和民间借贷资本的大幅度增加。融资结构的变化使得融资工具更加丰富，融资体系更加合理，但是市场监管的不足和法律制度的缺失也是我们面临的主要问题。

### 2.1 非金融企业直接融资比重增加

2010年国内非金融机构部门新增融资额共计11.11万亿元，其中贷款、国债、企业债和股票融资的比值为75.2：5.5：8.8：10.5。总体来看，国内非金融机构部门贷

---

<sup>1</sup> 按央行给出的框架，社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他。这一指标为一定时期（每月、每季或每年）的新增量。

款融资比例不断下降。

表1 2001-2010年国内非金融机构部门融资情况简表（单位：亿元）

	非金融机构 融资总量	贷款	股票	国债	企业债
2001	16555	12558	1252	2598	147
2002	23976	19228	962	3461	325
2003	35154	29936	1357	3525	336
2004	29023	24066	1504	3126	327
2005	30677	24617	1053	2997	2010
2006	39874	32687	2246	2675	2266
2007	49817	39205	6532	1790	2290
2008	60486	49854	3527	1027	6078
2009	129678	105225	3904	8182	12367
2010	111136	83572	6116	9735	11713

注释：2007年国债融资不包括1.55万亿特别国债；贷款融资为本外币贷款融资；股票融资包括可转债融资，不包括金融机构上市融资额。国债包含了财政部代理发行的地方政府债。企业债包括企业债、公司债、可分离债、集合票据、短期融资券和中期票据。

数据来源：央行《中国货币政策执行报告》相关部分

自2005年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》发布以来，A股市场经历了股权分置改革，企业直接融资速度明显加快。2005年，企业在A股市场融资总额仅为339亿元，到了2010年，企业在A股市场的融资总额达到10275亿元，融资规模突破万亿元大关。上市公司数量比2005年底增加682家，新增融资额达到6116亿元，占国内非金融机构融资总额的5.5%。

与此同时，我国债券市场规模也不断扩大，债券融资的比重从2005年开始超过股票融资，2010年有近500家企业在银行间市场发行了包括短期融资券、中期票据、中小企业集合票据在内的债券，债券融资规模为股票的3.5倍，占直接融资的77.8%。截至2010年末，债券市场债券托管总额达20.17万亿元，占GDP的52%。

我国债券市场中，信用类债券发展十分迅猛。2010年信用类债券的余额为4.3万亿元，占GDP的10.9%。2010年全年累计发行的1167只债券中，信用类债券的发行

只数为847只，占发行总只数的72.58%。债券融资已经成为我国直接融资的主渠道之一，不仅给企业融资提供了更加多元的筹资渠道，对于国民经济稳定增长也发挥了重要作用。

直接融资比重的增加适应了我国发展的需要，其中债权融资比重的增加是融资市场结构趋于合理的必然结果，美国等西方发达国家都主要通过债权融资方式扩大直接融资。以美国为例，美国2010年债券融资总量达到1.9万亿，而股票融资仅为0.26万亿，二者比例达到7.3:1，相比较而言，我国的债权融资占比仍有待提高。

表2 美国债权与股权融资总量（单位：十亿美元）

	市政债	国债	抵押债	公司债	联邦机构债	资产支持债	债券总计	股票融资总计
1996	185.2	612.4	493.3	343.7	277.9	168.4	2,080.9	152.0
1997	220.7	540.0	611.4	466.0	323.1	223.1	2,384.3	153.5
1998	286.8	438.4	1,151.0	610.7	596.4	286.6	3,369.8	152.8
1999	227.5	364.6	1,020.0	629.2	548.0	287.1	3,076.5	191.8
2000	200.8	312.4	687.7	587.5	446.6	281.5	2,516.5	204.5
2001	287.7	380.7	1,668.9	776.1	941.0	326.2	4,380.6	169.7
2002	357.5	571.6	2,316.9	636.7	1,041.5	373.9	5,298.1	154.0
2003	382.7	745.2	3,184.6	775.8	1,267.5	461.5	6,817.3	156.3
2004	359.8	853.3	1,911.1	780.7	881.8 <sup>(4)</sup>	651.5	4,556.4	202.8
2005	408.2	746.2	2,242.7	752.8	669.0	753.5	5,572.4	190.4
2006	386.5	788.5	2,149.5	1,058.9	747.3	753.9	5,884.6	190.6
2007	429.3	752.3	2,237.5	1,127.5	941.8	509.7	5,998.1	247.5
2008	389.5	1,037.3	1,384.5	707.2	984.5	139.5	4,642.5	242.6
2009	409.8	2,185.5	2,032.8	901.8	1,117.0	150.9	6,797.8	264.2
2010	0.0	0.0	1,925.4	0.0	0.0	0.0	1,925.4	261.6

资料来源：SIFMA官网及美联储

债权融资与股权融资相比，显然债权融资对于企业发展更加有利，债权融资企业承担的只是还本付息的责任，企业的财务成本只是债券利息，而股权融资相当于将企业的部分权益让渡给股东，企业的所有权变得分散，管理受到股东制约，不利于企业管理策略的一致、连续。另外，债权融资期间内企业财务状况相对保持平稳，企业拥有更多的自主权，而股权融资则给企业带来分红派息、增资扩股及管理权让渡的多重压力，相比债权融资不利于企业发展。

## 2.2 银行表外融资业务大幅增加

商业银行表外融资业务是指不列入其资产负债表，但能影响其当期损益的融资业务。目前我国商业银行的表外融资业务主要是银行承兑汇票、银行保函、信用证和融资类理财产品等。2010年，银行承兑汇票、委托贷款和信托存款达到3.85万亿，占社会融资总量的26.9%，占同期表内人民币贷款的48.4%，可见，商业银行表外融资业务已经成为企业重要的融资渠道之一。

表3 银行表外融资业务融资额及占比

年份	银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款（万亿）	占社会融资总量比重	占同期表内人民币贷款比重
2008	0.85	12.4%	17.3%
2009	1.58	11.2%	16.5%
2010	3.85	26.9%	48.4%
2011上半年	2.12	27.4%	50.9%

另外，经过2005年之后一段时间的摸索，银行人民币理财业务自2009年以来也进入了爆发期。商业银行频繁推出人民币融资类理财产品，银行理财产品的设立和发行主要通过银信合作的方式。

2009年以来，一些商业银行为了绕开信贷额度控制，通过与信托公司进行理财合作，将本应在表内放贷的项目，通过表外的银信理财合作实现放贷。银信合作的信贷类理财产品可具体可分为信贷资产转让类和信托贷款类两种。信贷资产转让类的具体操作是银行通过发售理财产品募集资金以信托方式交付信托公司，信托公司以此资金购买该银行自主发放且未到期的信贷资产，如短期或中长期贷款。信托贷款类理财产品，则是银行通过发售理财产品募集资金以信托方式交付信托公司，信托公司以此资金自主发放信托贷款。

银行表外融资业务的快速发展增加了银行的系统性风险，尽管银行表外融资业务多是一种承诺或约定，不发生实际的货币收付，但根据承诺或约定，已形成了银行潜在的债权或债务。有鉴于此，2010年8月，银监会下发《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》，2011年1月再次下发《进一步规范银信理财合作业务通知》，两个通知对银信合作业务提出了较为严格的要求，对抑制银信合作业务产生了较大

影响。

除了银信类理财产品，银行还通过委托贷款类理财产品来进行表外融资。委托贷款类理财产品是借委托贷款渠道将信贷投放到市场上的理财产品。具体操作有两类，一是引入其他银行作为委托贷款的中介也就是受托人，银行理财产品的资金通过该受托人向企业发放委托贷款。另一是由委托贷款的原始债权人将该笔委托贷款的债权转让给银行的理财产品，通常称作为委托贷款债权型理财产品。随着委托贷款类理财产品的兴起，委托贷款融资规模也快速扩大。2010年新增委托贷款1.13万亿元，比上年多增4536亿元，2011年上半年增加7028亿元，同比多增3829亿元。

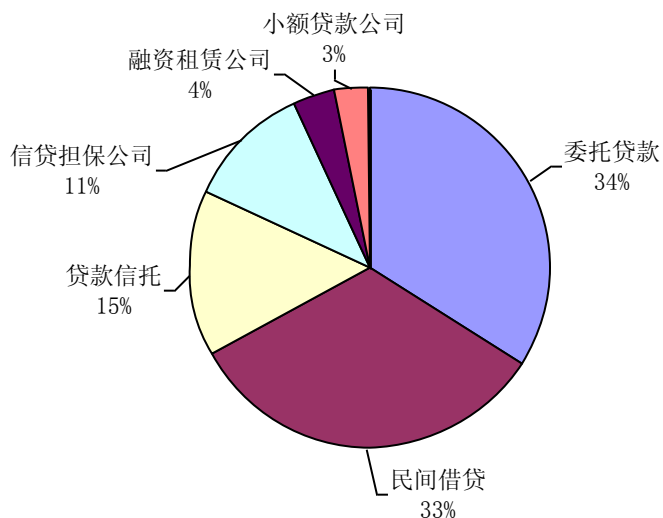
在利益的驱使下，商业银行不断推出表外融资。一是表外业务也表外融资可以给银行带来巨大收益，二是理财和承兑汇票业务可形成大量存款沉淀。在理财产品募集期或到期后，理财资金会在银行形成部分存款，而银行承兑汇票的签发需要企业在银行存入一定比例的保证金存款。

表外融资使社会融资总量快速增长，对经济增长起到一定的促进作用，增加了市场中的流动性，但由于表外融资业务的复杂性，也增加了法律监管的难度。

### **2.3 民间借贷体系发展迅速**

随着近期温州和鄂尔多斯等地出现的民间借贷危机，民间借贷、影子银行等词汇频繁的进入人们的视野。影子银行指各类具有商业银行放贷功能的小型金融企业或个人，其中问题较为突出的是民间借贷，民间借贷由于缺乏正规的监管机构进行有效监管，市场混乱，容易对金融体系造成流动性风险。市场估计，民间借贷总量在各类影子银行贷款中，占比约为33%。

图1 各类影子银行贷款占比



数据来源：中国人民银行、银监会、中国信托业协会、中金公司

民间借贷是相对于官方融资而言的，指未经登记或政府批准、处于监管体制之外的民间个体之间的资金借贷活动。民间借贷活动主要包括四类：一般社会主体之间的普通借贷、公开市场短期周转为主的借贷、隐蔽市场短期垫资为主的借贷和融资性中介向社会借入的借贷。

市场对民间借贷规模的观点各不相同，我们以温州为例，计算当地的民间借贷规模，进而估算全国的民间信贷规模。温州民间借贷是全国民间信贷的发源地，民营企业的资金需求促进了温州民间融资的快速发展。根据央行温州市中心支行的调查，温州民间借贷规模约为1100亿元，占银行贷款的20%。

通过央行温州中心支行的监测调查发现，1100 亿元温州民间借贷资金主要是用于一般生产经营、投资和游走于民间借贷市场中。

表4 温州中心支行调研的1100亿温州民间借贷资金走向

资金流向	金额（亿元）	占比	资金来源
一般生产经营	380	35%	一般社会主体直接借出和小额贷款公司放贷的资金
投资房地产、集资炒房	220	20%	多家融资中介联手，在社会上筹集资金
借给民间中介	220	20%	个人出借，中介用于放贷



民间中介借出	220	20%	中介出借,用于借款人换贷垫款、票据保证金垫款、验资垫款等短期周转
其他投资	60	5%	其他投资、投机及不明用途

数据来源:中国人民银行温州中心支行调查组

2010年金融机构本外币贷款余额为50.9万亿,假设全国民间借贷率均按照20%的比例计算,全国民间借贷规模为10万亿左右。由于温州是全国民间借贷比率最高的地区,根据中国人民大学经管院教授的实际调研,我们估计全国民间借贷比率不超过10%,因此预计民间借贷规模约5万亿左右。

中金公司<sup>2</sup>则以央行公布的2010年1季度末全国民间借贷余额2.4万亿为基数,增速按照央行浙江省分行公布的民间借贷规模增速推算,得出2011年全国民间借贷余额约为3.8万亿。综合以上两种方法计算结果,我们预计我国民间借贷总额在4~5万亿左右,没有市场此前预计的10万亿那么严重。

民间借贷的出现不是偶然的,在市场经济的发展初期,我国一直面临中小企业融资难的问题,中小企业的资金大部分从民间借贷市场筹集,因此,民间借贷为我国经济发展起到了积极的作用,客观上推动了经济的快速发展,无论是中小企业的发展、房地产行业发展,还是个人财富的增长,都离不开民间借贷的因素。

但是,民间借贷存在的问题也是显而易见的。民间借贷本身管理不规范,既缺乏金融机构的监管,又缺乏法律体系的支撑,因此对国家金融稳定和宏观调控产生一定的负面作用。

### 三、融资结构变异对流动性的影响

融资结构变异对我国流动性影响是两方面的,一方面,它增加了企业及整个金融市场的流动性,另一方面,它增加了企业的财务成本,也给金融体系带来了风险,对区域内的金融稳定造成一定影响。

<sup>2</sup> 摘自中金公司研究部 2011 年 10 月 8 日的报告《中国民间借贷分析》

### 3.1 当前我国流动性状况

流动性一词最早出现在美国经济学家凯恩斯的著作《就业、利息与货币通论》一书，通常指一种资产通过买卖转换成另一种资产的难易程度。在宏观层面上，流动性通常指货币信贷总量，如流通中的现金M0、狭义货币供应量M1、广义货币供应量M2等。流动性过剩指的是在银行部门所持有的流动性资产占比过大，或是非银行部门所持有的货币过多的情况。

流动性的测度方法主要有价值缺口法、货币缺口法、马歇尔K值，其中马歇尔K值用的最多，通常被作为测度流动性的指标。在我国，比较有代表性的马歇尔K值指标是M2/GDP，但是，随着我国金融市场的快速发展，表外融资、监管套利等行为使得M2/GDP的衡量效果大大降低。

这里我们选用价格缺口作为描述流动性的变量，理论方法是基于P-Star模型。P-Star模型是以传统的货币数量论为基础，最早是由Hallman和Porter and small提出。传统货币交易方程式为： $mv = py$ ，对该式两边取自然对数，得： $m+v = p+y$ 移项可得  $p = m+v-y$ ，在此基础上，他们首先对短期和长期的价格水平定义如下：

$$p_t = m_t + v_t - y_t \quad (3-1)$$

$$p_t^* = m_t + v_t^{\text{长期趋势}} - y_t^{\text{潜在产出}} \quad (3-2)$$

其中， $p_t^*$ 代表长期(均衡)价格水平的自然对数， $p_t$ 代表实际的价格水平的自然对数， $m_t$ 代表实际货币供应的自然对数， $v_t$ 代表实际货币流通速度的自然对数， $y_t$ 表示实际产出的自然对数，价格缺口就是  $p_t^*$  与  $p_t$  的差。实际价格水平偏离长期价格水平的程度表述为： $p_t - p_t^* = (v_t - v_t^{\text{长期趋势}}) + (y_t^{\text{潜在产出}} - y_t)$  (3-3)

本文应用(3-3)式对我国1991-2010年间的流动性程度的变动做一测度。应用该模型对我国的流动性程度进行分析，必须首先估计出模型中的长期均衡价格。我们使用HP滤波分析法对上述变量进行估计。

HP滤波是在宏观经济学分析中用来得到经济时间序列的长期趋势而广泛使用的一种方法。HP滤波是经常使用的经济变量趋势分解方法，利用HP滤波可以将经济变量序列中的长期增长趋势和短期波动成份分离出来，经过HP滤波处理得到的数

据为平稳序列。假设  $\{Y_t\}$  是包含趋势成分和波动成分的时间序列， $\{Y_t^T\}$  是其中含有的趋势成分， $\{Y_t^C\}$  是其中含有的波动成分。则  $Y_t = Y_t^T + Y_t^C$ 。HP滤波就是从  $\{Y_t\}$  中把  $\{Y_t^T\}$  中分离出来。一般地，时间序列  $\{Y_t\}$  中的可观测部分趋势  $\{Y_t^T\}$  常被定义为下面

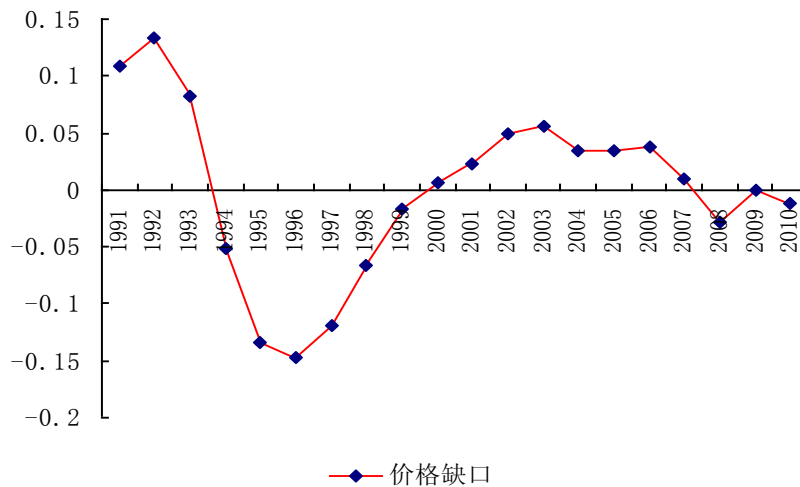
最小化问题的解：
$$\min \sum_{i=1}^T \left\{ (Y_i - Y_i^T)^2 + \lambda [c(L)Y_i^T]^2 \right\}$$
 其中， $c(L)$  是延迟算子多项式

$c(L) = (L^{-1} - 1) - (1 - L)$ 。则 HP 滤波的问题就是使下面损失函数最小，即

$$\min \sum_{i=1}^T \left\{ (Y_i - Y_i^T)^2 + \lambda \sum_{i=1}^T [(Y_{i+1}^T - Y_i^T) - (Y_i^T - Y_{i-1}^T)]^2 \right\}.$$

一般地，年度数据的入取值100，季度数据取值为1600，月度数据取值为14400。

图2 近20年我国价格缺口表现



数据来源：中国统计年鉴2010、中国金融年鉴2010

根据测算价格缺口，1991-2010年间我国的流动性程度是呈现出一种波动的状态，20年中有8年的流动性是面临着过剩的情况，并且在1995年和1996年流动性过剩的情况最为严重，有11年的流动性面临着不足的情况，并且其最大值为1992年。近两年来，我国的流动性则相对较为过剩，并有扩大趋势。

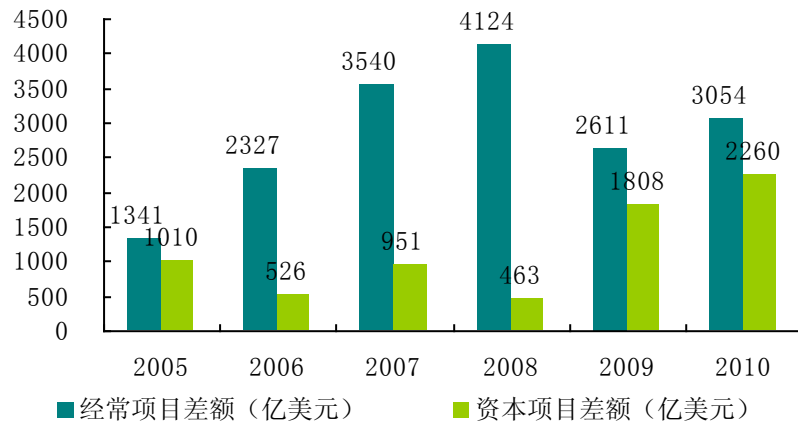
分析流动性过剩的原因，我们认为主要是以下二点增加了基础货币的发行量，使得流动性供应过量：

第一，外汇占款的增加。我国持续的贸易、资本项目双顺差使得我国外汇储备大幅增加，为了稳定汇率，央行必需通过发行本币来对冲过多的外汇储备，最终使

得基础货币供应量增加。

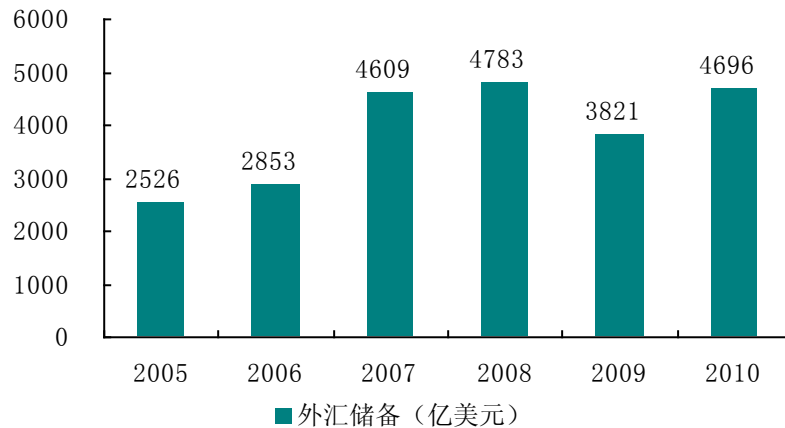
如图3所示，2005~2010年我国国际收支经常项目和资本与金融项目持续双顺差。2005年，经常项目差额仅为1341亿美元，资本与金融项目差额仅为1010亿美元，在次债危机爆发的2008年，我国经常项目差额达到历史高点4124亿美元。到了2010年，我国经常项目差额为3054亿美元，资本项目差额为2260亿美元，比2005年增长了2倍多。

图3 2005~2010年我国经常项目与资本项目差额变化



贸易、资本项目的双顺差直接影响我国的外汇储备的快速增加，2005年以后，我国外汇储备增长十分迅猛，自2007年外汇年增加额达到4609亿美元的历史高点后，外汇储备年增加额始终保持在4000亿美元的水平。

图4 2005~2010年我国外汇储备年增加额



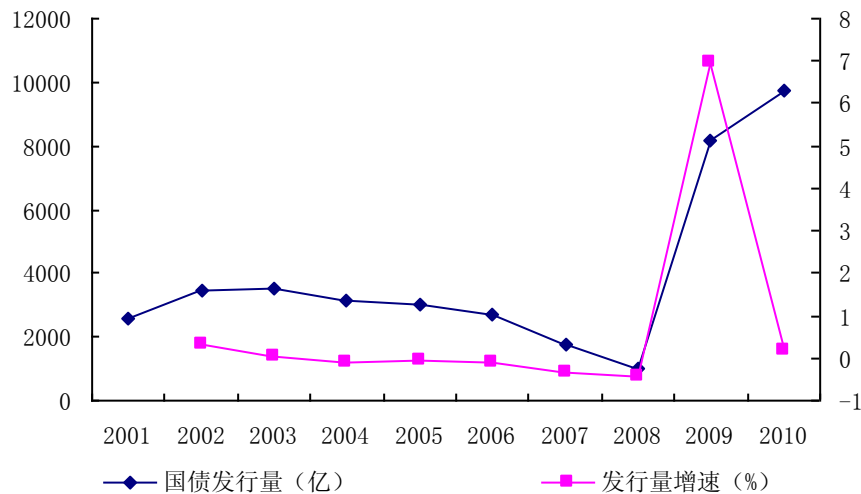
2006年年底，我国外汇储备余额就已经达到10663亿美元，不仅是世界外汇储备第一，也是全球首个外汇储备破万亿美元的国家。2010年，我国外汇储备余额达到

2.85万亿。外汇储备增长是中国内外经济失衡的表现，反映了国内需求不足和对外过量输出。外汇增加的直接影响是使得基础货币增加，也是我国流动性过剩的主要原因。

由于央行的资产构成是对金融机构贷款、国外净资产和有价证券，这也是央行发行基础货币的依据，其中国外净资产是国外资产减去国外负债之后的净值，其主体部分就是外汇储备和黄金储备。商品和服务的进出口、国内外资金的流动，都会改变一国货币当局的资产负债结构，进而影响到基础货币的投放量，对社会货币供应总量造成影响。由于我国外汇持续高速增长，为对冲外汇占款，央行被动地投入大量基础货币，这是我国流动性过剩问题的根源所在。

还有就是国债的发行，国债包括金融政策债发行意味着政府向银行透支，自然会导致脱离实际经济发展的超额货币发行量。2010年，我国发行国债9735亿，比2005年的2997亿增加了3.2倍。

图5 近十年我国国债发行量及其增速



### 3.2 融资结构变异对流动性的影响

#### 3.2.1 融资结构变异增加中小企业流动性

近些年我国融资结构中间接融资比例有所下降、企业债融资逐步放开、民间借贷的快速发展使得企业特别是中小企业的融资途径变得较为多元。中小企业由于自身信用等级普遍较低，多数不能从银行中获得资金支持，而直接融资市场和民间借

贷无疑为中小企业提供了出路，增强了中小企业的流动性。

企业由于扩大再生产或资金周转的需要，通常需要大量的资金运作，这就需要通过间接或直接融资的方式获得资金。间接融资往往会增加企业的负债率，同时也增加了银行系统的流动性风险，而通过直接融资，企业可以大大减少融资成本，对与银行来讲，则是将债务外化。因此，融资结构的改变也分散银行的系统性风险，对于银行的流动性的提高也是大有益处。

但是，我们要注意的，与西方金融制度相对完善的国家相比，我国中小企业面临的融资困境要比西方国家的中小企业更加复杂。美国鼓励中小企业发展，建立相应的完善的配套措施。美国联邦政府为扶持中小企业的发展制定了法规，用立法的形式规范中小企业的融资服务体系，包括：《中小企业法》、《中小企业投资法》、《中小企业经济政策法》、《中小企业技术革新促进法》、《小企业投资奖励法》、《小企业开发中心法》等。

我国建设直接融资市场，也需要建设一整套完备的法律进行监管约束，直接融资市场是把双刃剑，用的好，则可以减少金融系统风险，增强企业和银行系统内的流动性，如果在监管不足、法律缺失下滥发滥用，则会给整个金融系统带来巨大风险，2008年美国次贷危机就是例子。

### **3.2.2 表外融资业务增加银行流动性风险**

表外融资业务存在一定的信用风险，近两年爆发式增长的融资理财产品本质是复杂的金融衍生品，它利用银行和信托的相互操作，将原有的风险隐藏，结构的复杂性限制了银行的有效管理和监督机构控制风险的能力，同时由于衍生金融工具的高杠杆性，一旦失误将给银行甚至整个金融系统带来难以估量的损失。

另外，另一种被市场关注的表外融资业务商业银行承兑汇票的风险在于银行承兑汇票到期持票人申请承兑付款时，银行需凭票向持票人无条件支付票据，而无论承兑申请人当日是否足额交存票款。银行支付票款后，根据承兑契约规定，可对承兑申请人执行扣款，一旦承兑申请人财务状况恶化、现金流量不足，则银行面临该款项难以全额收回的风险。银行保函、信用证的风险与之类似。

表外资产业务对客户的信用有较高要求，否则会使银行承担过高的风险。目前

我国社会信用意识仍较为淡薄，信用机制尚不健全，银行与企业之间债务拖欠容易给银行带来资金风险。由于银行表外业务不能在财务报表上得到真实反映，现有的会计信息很难全面反映表外业务的规模与质量，使得监管机构难以评价其经营成果，难以对商业银行的表外业务活动进行有效的监督与管理。另外，银行担保类表外业务的风险较为突出。担保类表外业务虽然在出具之时不确立债权与债务关系，但一旦客户发生信用风险，其风险带来的损失与贷款风险无异。

**表5 商业银行表外融资业务及流动性风险**

名称	内容	实质	潜在风险
银行承兑汇票	银行承兑， 到期付款	先付款，后向承 兑申请人扣款	如果承兑申请人财务状况 不佳，款项不能如期回收
银行保函	保函申请人无法还 款时，银行承担付款	银行担保业务	担保风险，申请人财务状 况不佳，银行承担还款义务
信用证	银行承兑，核对单据 付款	先付款，后向开证人 收款	如果开证申请人不能还贷，银 行将承受损失
融资类理财产品	银信合作，将表内资 产表外化	复杂的金融衍生品	将信用级别调高，隐藏风险

今年以来，银监会连续多次发布通知，加强了对银行理财业务和票据业务的监管。8月底，央行要求将保证金存款纳入存款准备金缴存范围，保证金存款范围包含银行承兑汇票、信用证、银行保函三部分。银监会与央行针对表外业务和表外融资的抑制措施，主要是为了减少金融体系的系统性风险。

### 3.2.3 民间借贷监管不力影响区域金融稳定

民间借贷对区域经济的影响是多重的。不可否认的是，民间借贷发展对经济增长的确有促进作用，民间借贷既可以缓解企业生产经营中出现的资金不足的压力，又可以缓解居民储蓄投资的现实需要。央行在其发布的《2004年中国区域金融运行报告》中首次对民间融资给予了积极评价，称民间融资具有一定的优化资源配置功能，减轻了中小民营企业对银行的信贷压力，转移和分散了银行的信贷风险。在2008年《货币政策执行报告》中，央行进一步肯定了民间借贷的作用，称其为正规金融有益和必要的补充。

但是我们必须看到我国目前的民间借贷市场尚不规范的现状，市场缺乏对民间借贷市场监管指导。民间借贷资金扩张，甚至形成民间借贷产业链，大量资金积聚于借贷中介，并没有投资到实体经济中去，造成了资金配置的失效。

民间中介机构的高杠杆性，使得当中介机构的资金链发生断裂时，民间借贷的风险被迅速放大，严重影响借款企业的流动性，给借款企业造成重创，给整个地区的经济带来巨大损失。高利贷和超高利贷严重损害借款人利益，使得区域内的消费能力大大下降。温州和鄂尔多斯事件的爆发是给我们深深的警示，如何发展民间借贷是需要学者进一步思考的问题。

民间借贷补足企业流动性往往是以企业的超高财务成本为代价的，企业在利润高企、行业膨胀时候，充足的利润掩盖了现金流不足、帐面亏空的问题，但是在信贷萎缩、市场回归理性时候，现金流急速下滑，企业高利润支撑高利率循环体系崩塌，企业会陷入借高利息还高利息的现金流窘境当中。民间借贷危机将通过企业-行业-银行的传导方式将风险带入金融体系之中，严重威胁区域内金融安全。

对于民间借贷的问题，西方等发达国家比如美国比较成熟的民间借贷方式是成立小额贷款组织、储蓄贷款协会和信用社等机构，同时建立一整套相当完备的法律。西方发达国家中，美国有关信用社的立法比较完善。美国信用社发展过程中，十分重视相关法律的建设，在《美国联邦信用社法案》中以法律形式明确规定对信用社发展采取优惠扶持政策，明确规定了信用社的市场准入、退出的标准和程序并对经营管理提出具体要求。

民间借贷有弊有利，只有建立健全的制度和配套的法律，才能更好的规范民间借贷市场，更好的发展民间借贷市场。



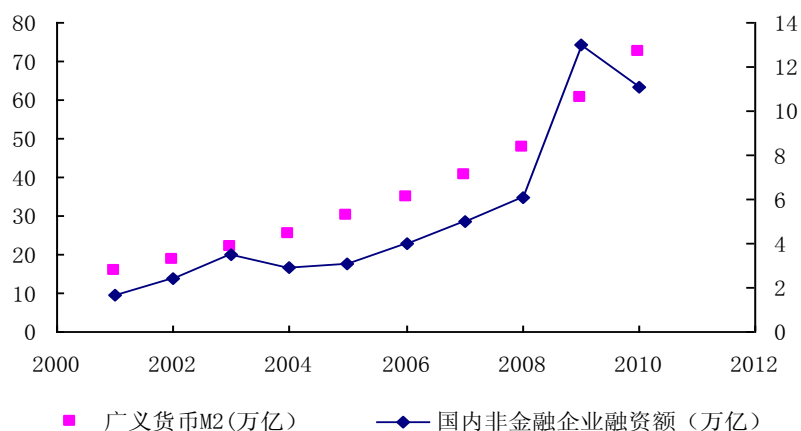
#### 四、融资结构变异对我国经济增长影响程度评估

通过以上的分析我们认为，我国目前仍处于流动性过剩的局面，融资结构变异增加了市场上的流动性，也给市场带来流动性风险，但是由于我国融资结构并未发生实质性改变，以银行体系为主的融资格局并未发生根本变化，企业主要融资渠道还是靠银行贷款及银行的表外融资业务，资本市场上的融资还只占1/4。银行体系相对健全、稳健，在我国融资结构并未发生实质性改变的大前提下，我们认为金融体系没有发生流动性问题，不会对经济发展造成不良影响。

民间借贷市场最近问题较多，对企业流动性造成影响，但是规模尚小，我们预计不足5万亿。如此小的规模已经引起了监管机构和国家领导的高度关注，对金融体系稳定和国民经济发展的影响力将变得更小。因此，我们认为，民间借贷问题不会对我国主要金融机构造成流动性风险，并未影响区域内的金融稳定。

目前我国经济增长由于出口增速下滑、通货膨胀等因素的影响，可能会出现一定程度的回落。我们通过计算流动性M2和经济增长的相关性发现，M2与经济增长的相关性较高，M2的增长对经济刺激作用明显。在我国融资变异结构下，我国融资总量与M2保持了较高的一致性。在融资总量稳步增长的状况下，融资市场结构变异未对我国经济增长造成实质影响。

图6 国内非金融企业融资与M2相关图



数据来源：央行、证监会网站

我们认为，现阶段我国以间接融资为主的融资结构仍然要坚持，在此基础上，

适量发展资本市场，建立健全的法律制度和监管体系，不能盲目冒进，在对复杂的机制进行深入剖析之前，不应当快速开放资本市场创新。很多金融机构及投资企业利用监管套利获利，已经加速了我国泡沫经济的产生。

对于银行表外融资要控制，近些年银行表外业务大量开展，融资性理财产品停了又开，银行和信托相互帮衬，给金融系统带来了巨大的金融风险。由于表外融资的风险具有隐蔽性，加大了监管的难度，使得原本清晰透明的账目变得较为复杂。我们认为，银行表外业务应当逐步实现表内化，进入监管的视线，这样既能有效减少银行系统性风险，也有利于信息披露和市场监管。

总体来看，我国融资变异下的市场流动性依然充足，尽管存在一定风险，但市场仍处于风险可控阶段，融资结构未给我国金融市场带来实质影响，金融体系仍将保持快速、稳健发展。

## 参考文献

- [1]Celine Rochon<sup>1</sup> Rochon, Herakles Polemarchakis. Debt, liquidity and dynamics[J]. *Economic Theory*, 2006, (27): 179-211.
- [2]David Kelly, Stephen LeRoy. Liquidity and Liquidation[J]. *Economic Theory*, 2007,(31), 553-572.
- [3]Sauer, Stephan. Liquidity Risk and Monetary Policy[R]. University of Munich, 2007.
- [4]Kewei Hou. Liquidity Risk and Asset Pricing[R]. the Ohio State University, 2006
- [5]Thersten Polleit. Measures of Exeess Liquidity[R]. Business School of Finance and Management, 2005.
- [6]Tobias Adrian. Liquidity, Monetary Policy and Financial Cyele[R]. *Current Issues in Eeonomics and Finanee*, 2007
- [7]Junfeng Qiu. Bank money, aggregate liquidity, and asset prices[J]. *Annals of Economics and Finance*, 2011, (12), 295-346.
- [8]Magnus Saxegaard. Excess Liquidity and the Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa[J]. *IMF Working Papers*, 2006.
- [9]Gary Gorton, Andrew Metrick. Regulating the Shadow Banking System[R]. Brookings

Papers on Economic Activity, 2010, (41), 261-312.

[10]Jeffrey J. Hallman, Richard D. Porter, David H. Small. M2 per unit of potential GNP as an anchor for the price level[R]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 1989.

[11]Goyenko, Holden. Do liquidity measures measure liquidity?[R]. Journal of Financial Economics, 2009, (92), 153-181.

[12]陆韩鸣. 商业银行表外金融工具会计处理信息披露和风险控制研究[R]. 会计研究, 2011, (3): 18-27.

[13]孙莹. 关于我国民间借贷发展问题研究[R]. 中共中央党校, 2008.

[14]吴国联. 温州金融生态透析[M]. 上海三联出版社, 2006.

[15]吴国联. 对当前温州民间借贷市场的调查[R]. 货币时论, 2011.

[16]中国人民银行温州市中心支行课题组. 温州民间借贷利率变动影响因素及其监测体系重构研究[J]. 浙江金融, 2011, (1).

[17]陈胜. 1978—2009年间我国流动性变动及其对经济金融的影响[D]. 暨南大学硕士学位论文, 2010

[18]陈炳才. 国际流动性过剩的原因及对我国的影响和对策[R]. 金融论坛, 2008, (1), 4~8.

[19]张明. 流动性过剩的测量、根源和风险涵义[J]. 世界经济, 2007, (11), 44~55.

[20]姜旭朝. 中国民间金融研究[M]. 山东人民出版社, 1996.

[21]易钢、吴有昌. 货币银行学[M]. 上海人民出版社, 1999.

[22]杨丽. 1998年以来我国货币政策有效性评析[J]. 金融研究, 2004, (11), 98~103.