
中国的影子银行会成为另一个次债？

黄益平 常 健 杨灵修

最近几年中国的影子银行或信托融资业务快速发展，反映了利率市场化的实际表现，不过这些业务的潜在风险也引发了对中国经济增长硬着陆的担忧。向公众销售理财产品的信托融资和由金融机构作为中介的委托贷款两种融资方式具有较大的潜在风险。尽管个别违约可能会引发广泛的赎回，但中国的信托融资尚不致形成“资产价格下跌—不断恶化的资产负债表—被迫抛售资产”之间的恶性循环。中国的影子银行也还不会导致系统性金融风险，但完善影子银行业务的监管已经成为一项紧迫的任务。

关键词：影子银行 信托贷款 美国次级债 资产价格 系统性金融风险

信托贷款，或“影子银行”，及其相关的去杠杆化风险最近主导着对中国经济的担忧。中国人民银行的数据显示，2011年前三季度，资产负债表外的新增贷款达到2.14万亿，占社会融资总量（包括银行贷款和资本市场融资）9.8万亿的22%。而这种类型的融资在六年前占比还是比较小的。基于美国次级债的前车之鉴，国内信托贷款的快速增长及其潜在去杠杆化的风险引起了各界对中国经济金融前景的广泛担心。

这里我们主要讨论两种潜在风险较高的非银行金融机构的表外贷款：一是通过向公众销售理财产品的信托融资；二是由金融机构作为中介的委托贷款。2011年前三季度，委托贷款增加了1万亿（占表外贷款的50%）。同时，由于监管的加强，信托贷款从2010年的3900亿（10%的表外贷款）下降到848亿（4%的表外贷款）。

影子银行是金融创新的一种形式。我们认为这其实是对中国的金融抑制和紧缩的货币政策的反应。除了少数例外情况，我们相信这些交易会提高资本配置效率。因为它们为回报更高但潜在风险亦较高而难以获得银行信贷的经济活动提供资金。这其实也是一种“自下而上”的利率市场化的形式。但是很显然，这些交易也对经济构成重大风险，到目前为止它们还没有得到充分监管。它们较低的透明度，也意味着个别的违约事件可能会导致广泛的赎回。

人们对中国经济的担忧加剧可能是过去半年以来一系列事态发展的结果。这包括全国越

作者黄益平系北京大学中国宏观经济研究中心教授；常健和杨灵修分别系巴克莱资本中国经济学家和经济分析员。

来越多的中小企业破产；房价下降导致高杠杆的地方政府融资平台的财政困难。但是，大多数观察者认同，因为现行较高的法定存款准备金率，较低的公共债务/GDP 比率和巨大的外汇储备，中国政府仍然有足够的资源和政策的灵活性，来防止实际经济活动的崩溃。

但影子银行是一种新的风险，成为中国经济前景辩论的焦点问题。值得一提的是，直到最近，这一话题甚至没有出现在宏观经济讨论中。然而，当局的一系列步骤，已逐步让各界关注这一金融领域的最新发展。这包括：

第一，2010 年 12 月，中国人民银行引入了“社会融资总量”的概念，包括银行表内外以及股市债市的融资；第二，2011 年 8 月，中国人民银行决定将一些表外资产包括到法定存款准备金的计提中；第三，2011 年 10 月，银监会要求所有金融机构详细报告表外交易活动。

显然，决策者们担心这些交易的风险，因为它们在过去五年增长迅速但还没有被纳入适当的监管体系中。例如，发行理财产品（WMPs）的总数从 2005 年的大约 600 个增加 2010 年底的约 12000 个。2010 年开始，银监会对银信合作实施了一系列监管，2010 年和 2011 年相继颁布了《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》和《中国银监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知》，对有关业务做了严格的规定。

而当这些信息被公之于众时，立刻为世界关注。这或许由于投资者对美国次级债市场崩盘记忆犹新。在新世纪的头几年，美国的次级债市场迅速扩大，很长一段时间，这个市场的表现相当不错，慷慨地回报投资者。然而，随着美国房价从 2007 年初开始回落，次级抵押贷款市场的风险开始显现出来，最终导致几十年来最大的金融危机，而资产价格下降的恶性循环，资产负债表的恶化和去杠杆化加剧了整个危机。

为什么“影子银行”会存在？

有些令人费解的是影子银行出现在一个“金融过剩”的国家。毕竟，中国的广义货币供应量 M2，已经是世界上最大的。更重要的是，银行信贷是国内生产总值的约 120%（2010 年底），这可能是在世界上也是最高的。这些数字至少表明全国有大量的流动资金或银行信贷。普遍看法是，资本在中国是太便宜了。那么，为什么信托融资或影子银行近年来还蓬勃发展？

简短的回答是，一些潜在的借款人不能通过正规渠道进行融资。更深入的分析包含很多方面，究其核心是金融抑制。尽管经历了 30 年的金融市场改革，然而中国金融体系至今距自由市场机制还相差甚远：大部分金融机构仍更像是政府机关；基准利率仍由中国人民银行监管；政府仍然对资金分配施加影响。与此同时，资本市场仍然很不发达。

这些因素导致了银行系统以外旺盛的资金需求和供给。其核心问题是正规的银行体系的利率被压制了。由于实际贷款利率偏低，所以导致对信贷的过度需求。而这又为国家影响银行信贷的分配创造了空间：这通常有利于国有企业、政府下属的实体（如铁道部和地方政

府的融资平台)和其他大型企业。当然,即使没有政府的影响,金融机构可能也会表现出同样的偏好。因为国有企业更稳定,有较长的盈利记录和更好的可以作为贷款抵押的资产。

这个故事的另一面是,其他企业有可能被排除在贷款决策过程之外。其中一个就是中小型企业。根据一项北京大学和阿里巴巴在浙江省的调查,只有约 15%的受访中小企业获得过银行贷款,20%左右的中小企业从来没有借过钱,其余 60%~65%的中小企业不得不通过其他渠道融资,如银行部门以外的资金。其中一个例子是新兴科技企业,它们通常有潜在的高回报,但也存在非常高的风险,所以通常不能从商业银行获得融资。另一个典型的例子是房地产开发商。

实际存款利率相比就更低了,事实上近年来再次变负。这意味着,储户在银行存钱实际上是蒙受损失。过去的几年表外融资的快速增长期正好与 2007 年股市的崩溃和 2007—2008 年中国部分地区的房地产行业的疲软期吻合,这并非偶然。在之后一个时期(2009 年左右),住房价格反弹,但政府迅速采取行动,住房市场降温。2010 年,大蒜、豆类、棉花、苹果和其他农产品不断被炒作,但政府试图打击这些投机活动。

这些现象表明,公众正是在尝试用不同手段来减少高通货膨胀的不利影响和绕过利率管制。每年居民储蓄相当于 GDP 的 20%,如果家庭不能投资于股市或住房市场,并且实际存款利率又为负,他们必须寻找其他手段替代保值。非正式的贷款和理财产品自然成为被青睐的手段。

信托融资的发展历史和广东国投的破产

严格地说,信托业在中国不是全新行业。1979 年,当经济改革刚刚起步时,国务院发出通知鼓励发展信托业务。中国国际信托投资公司成立于 1979 年 10 月。在随后的几年中,许多中央政府部门和地方政府成立了大量的信托投资公司。然而,大部分的信托投资公司实际从事存款和贷款活动。它们不仅与商业银行争夺资金,也常常利用短期资金投资长期项目。

在此后的 30 年里,政府实施了六轮对信托业的清理整顿。第一轮发生在 1982 年。国务院规定除国务院批准和授权的信托投资公司以外,各地区、部门均不得办理信托投资业务,已办理的限期清理。然而政策在 1983 年改变,政府再次鼓励发展信托,因为有利于引进外国资本、促进技术进步和经济发展。这一政策再次引发了大规模固定资产投资增长,造成经济过热和货币供应量失控。1985 年,政府开始第二轮的清理整顿,要求银行停止信托贷款和其他信托业务。1988 年和 1993 年,当经济出现过热迹象时,政府又进行了第三和第四轮清理整顿。第五轮的清理整顿是在 1998 年,主要针对信托公司财务状况恶化,政府要求银行和信托业务分离并实施严格的监管。最后一轮整顿发生在 2007 年,政府推出一个独立的信托监管体系,并要求信托公司申请新的牌照。

总体而言,信托业的发展经历了很多起伏。它们在为投资项目提供资金补充和支持经济增长的同时,也助长了经济过热的问题,导致货币供应量失控,并增加了金融风险。在 20

世纪 90 年代下半叶，当经济增长显著放缓和资产价格下降，特别是楼市崩盘时，许多信托都陷入财务困难或无力偿债，大的信托公司在这些年中大量破产。1995 年，中国人民银行宣布接管中银信托投资公司，一年后由广东发展银行收购。1997—2000 年，中国农村发展信托投资公司、中国新技术创业投资公司、广东国际信托投资公司、中国教育科技信托投资有限公司四家大型投资公司被中国人民银行关闭。

广东国际信托投资有限责任公司的兴衰史提供了一个很好的案例研究。广东国投公司原名为广东省信托投资公司，经广东省人民政府批准在广州市工商行政管理局注册成立。1983 年，中国人民银行批准其作为非银行金融机构进行外汇业务。1984 年，经广东省工商行政管理局注册登记更改名称为广东国际信托投资公司，注册资金为 12 亿元。

在 1992—1997 年期间，广东国投积极扩展各种业务，涉及房地产、金融、贸易、交通、能源、电信、纺织、电子等。这段时期内，它的运作积聚了各种问题，如高息揽储、表外交易和不合理的投资决策。这些问题最终导致其破产，并于 1998 年被中国人民银行关闭。在破产期间，监管部门发现，广东国投的总资产为 215 亿元，负债为人民币 363 亿元，负债/资产比率达 168%。

在破产期间，有 320 位债权人主张对 388 亿元的债务权。其中，167 个外国债权人主张 320 亿元的债务额。在破产前期阶段，广东国投归还了个人欠款的本金（无利息），在破产清算期间，在扣除应付职工工资、社会保障福利和税收后，广东国投总共偿付了 25 亿元人民币，或承认债务的 12.5%。换句话说，机构债权人（大多是外国债权人）失去了约 87.5% 的贷款。

现在看来，至少有三种类型的商业活动使广东国投最后破产：首先是向外向型企业提供无抵押贷款和担保。这些企业在亚洲金融危机爆发时受到打击，无法偿还其债务。例如，广东国投为“梅州丽丝纺织有限公司”提供担保，后者受亚洲金融危机冲击而破产，损失了 1.8 亿元。其次是其在国内和香港的房地产投资。例如，香港的楼市泡沫破裂时，广东国投在“粤信大厦”项目损失 2 亿元港币。最后是广东国投的海外分行还非法为海外公司提供担保，并没有尽职调查。广东国投在“纽约—广东财务有限公司”的约 2700 万美元的股权投资由于后者的运营混乱而遭受巨大损失。

与次级债务的比较

令人吃惊的是，尽管经历了全国范围的六轮整合，影子银行在最近几年还是成倍增长，在绝对规模和相对重要性上达到它从来没有实现的地位。这可能意味着，对金融抑制政策的改革确已成为一项迫在眉睫的任务。而在短期内，问题是，目前的信托业是否会面临广东国投或美国次级债这样的崩盘，从而给投资者造成重大损失？

这里我们主要讨论两种类型的影子银行业务：委托贷款和信托贷款。一个典型的委托贷款，是公司将其在银行存款向指定的公司或项目公司提供贷款。存款公司和借款公司可能互

不相关。金融机构（如商业银行）是存款和借款公司之间的中介，但不提供自己的资金。从本质上讲，是一个公司向另一家公司的贷款。利率往往在市场利率基础上谈判确定（图 1）。金融机构的主要职能是管理贷款，并收集利息和偿还本金。

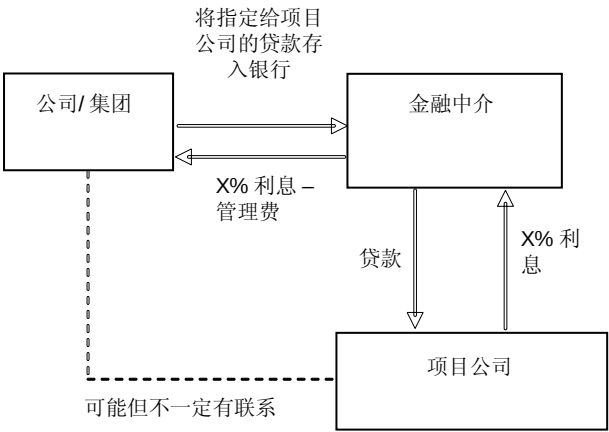


图 1 一个典型的委托贷款计划

数据来源：巴克莱资本。

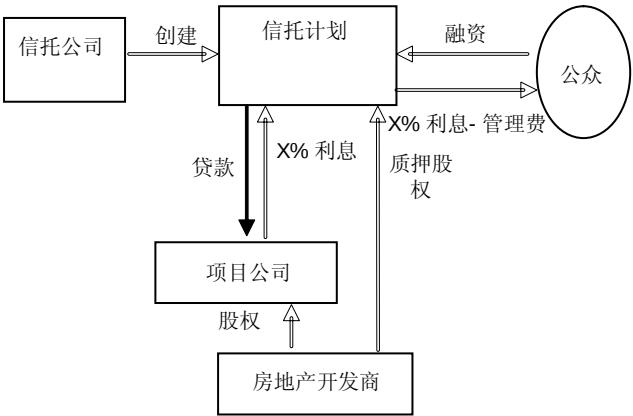


图 2 一个典型的信托计划（房地产商）

数据来源：巴克莱资本。

信托贷款是通过信托公司向公众销售财富管理产品而将融得的资金向一个项目公司提供贷款。在此情况下，商业银行的参与是较低的——有时只是作为这些理财产品的分销渠道。这些信托融资的具体形式有所不同。一种形式是信托公司建立一个信托计划，向公众融得资金并在市场利率基础上贷款给项目公司（图 2）。另一种形式是信托公司创建一个不同档次的信托——优先档为债务和普通档为股权。成立的项目公司往往取得较低档的股权，同时保证较高档的债务有个最低回报（如果项目失败）。理财产品的投资者，往往是公众，通常在取得最低回报的同时，再加上一些利润分享（图 3）。

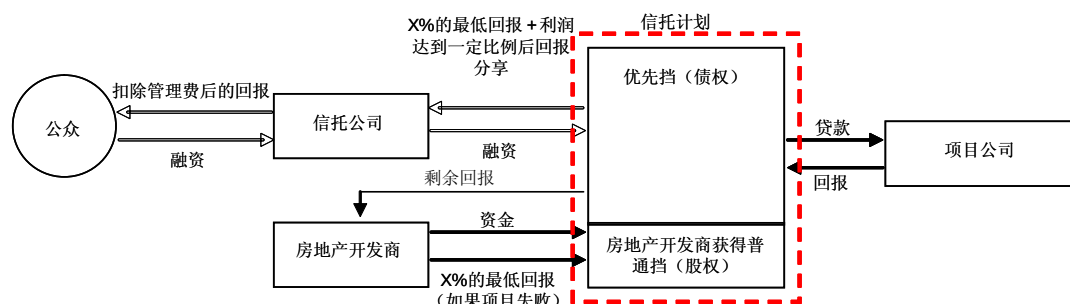


图 3 一个典型的分档的信托计划（房地产商）

数据来源：巴克莱资本。

这些资金的活动，特别是第二种形式的信托融资，可能会让我们想起美国次级债。美国次级债务，是金融机构设立特殊目的载体（SPV）购买次级抵押贷款和重新包装，然后分批出售不同档的金融产品（优先档为债权，低档为股权）。这种融资运作了好几年，为住房市场输送了大量的资金。然而，当住房价格开始下降时，偿还次级抵押贷款也有所下降，从而导致次级债违约。这是 2007 年次贷危机的开始。

在 2011 年的前三个季度，中国的表外贷款总共达 2.14 万亿，或社会融资总额的 22%。委托贷款的比重从 2010 年的 7.9% 上升到社会融资总额的 10.9%，而信托贷款从 2010 年的 2.7% 下降到 0.9%。毕马威会计师事务所最近的调查表明，信托融资主要投向有：基础设施（32%），工业及商业项目（18%）和房地产（16%）。

中国的信托融资和美国的次级债之间既相似又有差异。这两种金融产品的投资者都被潜在的高回报率/高风险的投资机会吸引。然而，投资者都对相关标的资产的实际情况认识有限。这个问题在信托融资的情况下更严重，因为个人投资者几乎不可能进行尽职调查。评级机构在这次次级债危机中由于对风险信息披露不够准确而受到批评。这在中国大概亦是如此。

但我们认为有必要指出这两个金融产品之间的三个重要差异。首先，除个别情况外，美国次级债市场的投资者主要是金融机构。相比之下，中国理财产品的投资者主要是个人。如果投资产品的价值下降，两种情况投资者都会蒙受严重损失，并且有可能导致广泛的赎回。但第二轮的去杠杆化是完全不同的。次贷危机时，金融机构在财务上受到损失，被迫变卖资产，以弥补资产负债的损失。然而，这使资产价格进一步下降，引起恶性循环。相比之下，中国的家庭并不存在高杠杆率，投资理财产品使用的是储蓄。因此，第二轮抛售或去杠杆化的可能性较小。

其次，次级债内在的风险远高于信托融资。许多取得次级抵押贷款的家庭，通常不符合这一级别的贷款的要求。因此，理论上，只要住房价格停止迅速上涨，次级债务可能就是不

良贷款。因此，这类资产价格崩盘只是一个时间问题。相比之下，信托融资的风险也高，但风险主要在于资产价格显著下降（房产或其他）。这些风险主要是受市场变化影响，如出口崩溃；或由政策驱动，如政府住房限购。

最后，美国的次级抵押贷款市场的崩溃造成了金融系统失灵，反映了资产负债表的恶化和交易对手风险上升。如果中国的信托融资崩溃，家庭可能会遭受巨大的损失。这将是一个严重的社会和政治不稳定问题。广东国投破产后个人投资者得到本金的返还，而机构投资者则损失惨重。但是，中国的金融机构和银行体系应该不会受到信托融资崩溃的直接影响。当然，间接影响是显著的，因为许多公司接受信托融资也通过银行和理财产品出售给银行的客户（因此银行也面临声誉风险）。

影子银行业务究竟会如何发展？

由于各种不确定因素的影响，因此很难预测影子银行业务究竟会如何发展。但根据目前的进展，政策可能转变。借鉴过去类似的金融产品和市场的经验，我们建议重点监测和关注以下几个方面。

首先，虽然影子银行可能会提高效率和经济增长，但本质上它是一个高风险的业务。现在，它已成为宏观经济中一个重要的现象，因此我们很可能（并已经）看到一些相应的政策变化：

一是在短期内，监管机构可能会引入更多的监管/法规对参与信托融资的企业和公司类型加以限制。举例来说，那些贷款给资金有限并用于可疑用途的项目可能被禁止。房地产开发也可能在新规中被单独规范。

二是更根本的政策方法是构建出一个清晰的监管框架来管理这项特定的业务。这很重要。首先个人通常不可能进行适当的尽职调查。其次这有助于监管者对符合标准的机构就集资、财务状况和决议的条款等设置明确的标准。

三是在我们看来，更深层次金融体系的转型，包括利率市场化，也是很有必要的。这种变化将使信贷受限制的企业可以从银行或资本市场融资。

其次，一些信托计划在未来几年很可能会违约。在信托融资涉及的三个主要行业中，最容易出现违约的是房地产领域。鉴于其对信托融资的依赖和房地产市场价格和销售持续走软，这些开发商处境危险。工业和商业部门在经济“硬着陆”或出口崩溃的情况下也会存在较大风险。相比之下，基础设施项目应相对较为稳定，因为这些项目大部分都是直接或间接得到政府支持的。

房屋价格已经在过去几个月回落。这在很大程度上是政策调整特别是限购的结果。中央政府最近一再重申楼市调控不放松，要让房价回归合理水平。一些中央政府官员也表示一些房地产开发商倒闭是正常的。如果是这样的话，我们可能会看到许多房地产相关的信托公司面临困境。当然，如果楼价下跌出现系统性风险的迹象，政府可能会迅速调整放松政策。

最坏的情况是，在未来的一年里很有可能会发生赎回潮。虽然很多由影子银行资助的项目可能财务状况尚好，但是即使是单独的违约事件也可能导致广泛的赎回，因为个人投资者对于他们投资的项目的财务状况缺乏了解。这也意味着，在短期内，信托贷款金额可能会下降，而更多的钱可能会以存款的形式流回银行体系。

最后，这种发展会不会导致系统性的经济和金融风险？在目前这个阶段，我们认为看起来不太可能。商业银行对信托和委托贷款的直接风险敞口有限。银行对信托贷款的直接参与比较低，而“银信合作产品”已经受到严格的监管，因为个人一般很少会借钱去投资理财产品。银行在委托贷款业务中担当中介角色。但资金是来自指定企业的银行存款，而不是银行自己的存款。如果这类贷款拖欠，那么相关个人和企业将产生重大的财务损失，但这不会直接增加商业银行的不良贷款。个人投资者的损失可能导致严重的社会和政治紧张局势。不过，这最终可能需要监管机构甚至政府的干预。

当然，商业银行和其他金融机构不能完全绝缘于这些事态的发展。例如，虽然房地产开发商所借的信托贷款违约将不会导致不良贷款的增加（房地产开发商的银行借款已占银行信贷总额的约 8%），但如果房地产开发商面临着来自投资者的赎回，那么，他们对银行贷款的偿还能力将受到严重影响。受房地产行业影响的上下游企业的银行贷款应该更高，并且大部分银行贷款都使用房产作为抵押物。同样，中小企业也有大量银行贷款，占未偿还贷款总额的约 22%。所以第二轮效应应会增加银行的不良贷款。

因此，在住房价格下降和经济增长放缓的背景下，影子银行本身所内在的风险确实很高。一些项目的违约可能会导致广泛的赎回。投资者，包括个人和企业，将有可能遭受重大财务损失。金融机构的风险也随之上升，而这会间接导致信托融资条件的恶化。然而，在短期内，这些并不代表系统性金融风险。因为在中国我们可能不会看到由资产价格下跌引发的资产负债表恶化和资产被迫抛售的恶性循环。与此相反，社会和政治紧张局势可能是一个更大的担忧。当然，如果信托融资持续恶化，尤其是如果它是伴随着经济硬着陆和住房价格的深度调整，则金融风险必然会转向系统性。