

# 当前经济金融化的表现和机制 ——一个理解框架

报告人： 141292018 桑梓洲

指导教师：刘烨 副教授





# 目录

- 1.经济金融化的表现
  - 货币供应规模膨胀
  - 金融行业规模膨胀
  - 房产市场规模膨胀
- 2.经济金融化的机制——以M2为例
  - 中国经济信用创造体系2.0：影子央行
- 3.从影子央行看经济金融化风险
- 4.参考文献



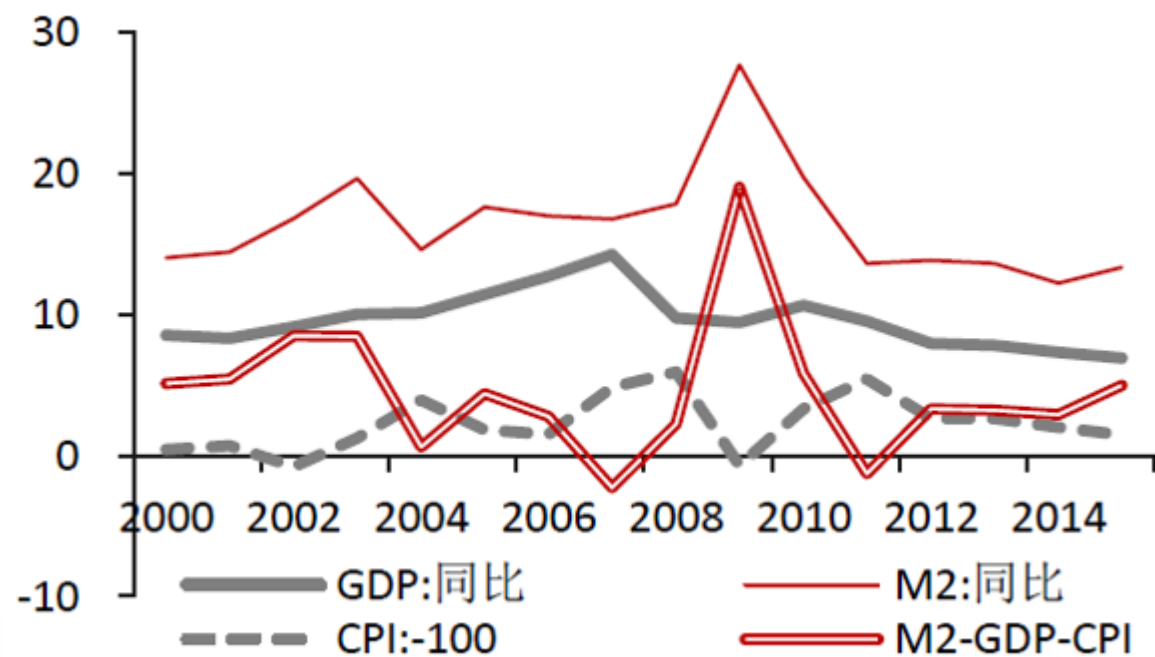
- “the increasing **dominance** of the **finance** industry in the sum total of economic activity, of financial controllers in the management of corporations, of financial assets among total assets, of **marketised securities** and particularly equities among financial assets, of the stock market as a market for corporate control in determining corporate strategies, and of fluctuations in the stock market as a determinant of business cycles.” (Dore, 2002).
- “the ascendancy of **shareholder value** as a mode of corporate governance, or the growing dominance of **capital market** financial systems over **bank**-based financial systems.” (Epstein, 2005)
- “pattern of accumulation in which **profit** making occurs increasingly through **financial channels** rather than through trade and commodity production.” (Krippner, 2005)



# 表现一：货币与经济运行背离

## ■ 货币增速较快，经济增长减速

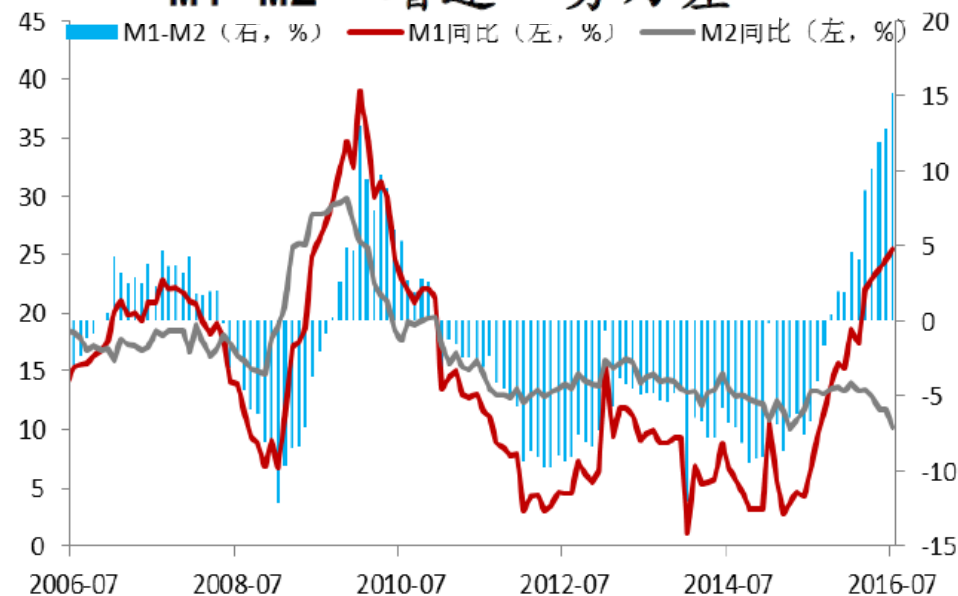
M2、GDP 与 CPI 增速 (%)



近年来M2增速较快，尤其是2009年以来上升更加迅速，达到27.7%，M2增速与GDP增速、CPI涨幅之差高达19%，2012年以来这一差值呈上升趋势。这也带动了M2/GDP的快速上升，2015年末达到203%，高于2005-2014年170%的均值，也要高于美国（69%）、日本（185%）、韩国（144%）。同时，单位社会融资增量带来的GDP由2002年的6下降至2015年的4.4。这表明货币信贷的快速增长并没有带来经济的同步增长。值得注意的是，2016年资金“脱实向虚”程度略有缓解，M2增速与GDP增速、CPI涨幅之差从2015年年末的5%下降至今年上半年的3%。

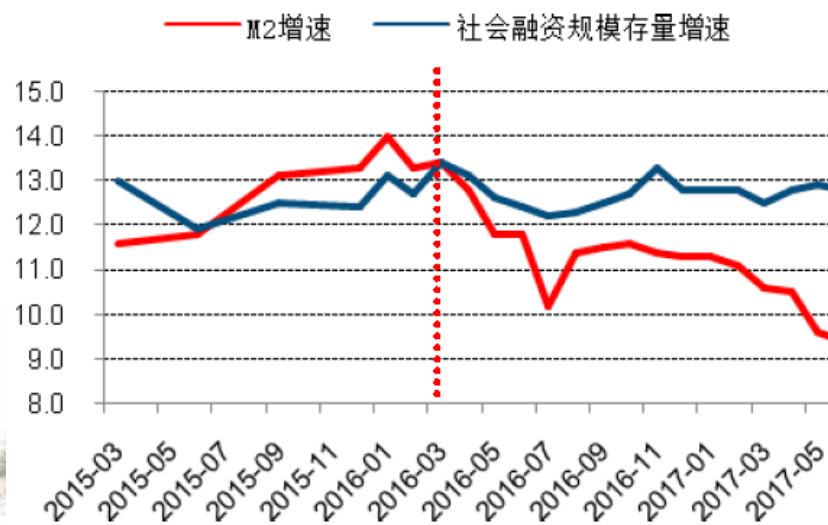
# M1, M2与社融

“M1-M2” 增速 “剪刀差”



M1与通胀的关系更加密切，因为M1代表的是货币交易性需求；M2与投资的关系更加密切，因为M2代表了居民把货币购买力以储蓄存款的形式让渡给企业进行投资。

房市不断升温，企业存款活期化、居民财富住房化导致M1增速远高于M2，蕴含着较大的经济金融风险。



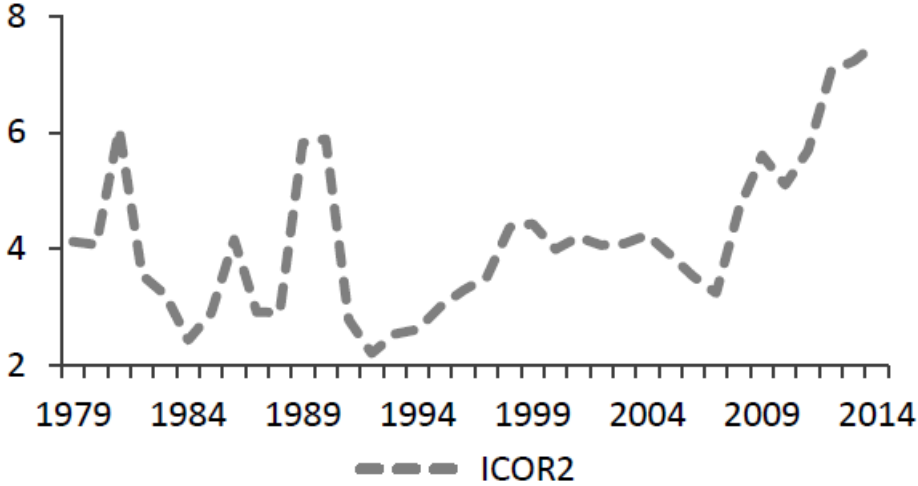
社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额。长期以来，在间接融资为主的融资模式下，商业银行贷款是M2最重要的派生渠道，债券投资、股权及其他投资的规模相对较少。近几年，随着金融市场的发展，金融机构债券投资、股权及其他投资科目快速增长，已成为M2的重要派生渠道。



# 表现二：金融增长与投资效率的背离

- 金融资产总量不断膨胀
- 实体投资效率不断下降

边际资本-产出比



注：ICOR= $dK/dY$ ，ICOR越大，即每单位产出增加需要的投资越多，投资效率越低。 $dK$ 为固定资本形成总额的增量， $dY$ 均为GDP的增量。

近年来我国金融市场快速发展。截至今年一季度，银行、证券、保险业总资产达到236万亿元，比2007年扩大了3.4倍，而同时期GDP才增加了1倍多。P2P、余额宝等[互联网金融](#)规模增长迅速。截至2015年末，P2P贷款余额达到8300亿元，同比增长3.3倍；余额宝规模也超过6200亿元。而投资效率不升反降，我国[边际资本-产出比](#)自2007年以来明显上升，每单位GDP需要的资本由2007年的4上升到2014年的7.5。同时，我国固定资产投资额自2005年以来与固定资本形成总额的差距不断加大，2014年前者约为后者的1.8倍，而美国这两者基本一致。这表明[金融市场的发展并没有带动资本形成及资本产出效率的提升](#)。



# 金融行业的规模增速

图2 各国金融行业增加值占 GDP 的比重 (%)

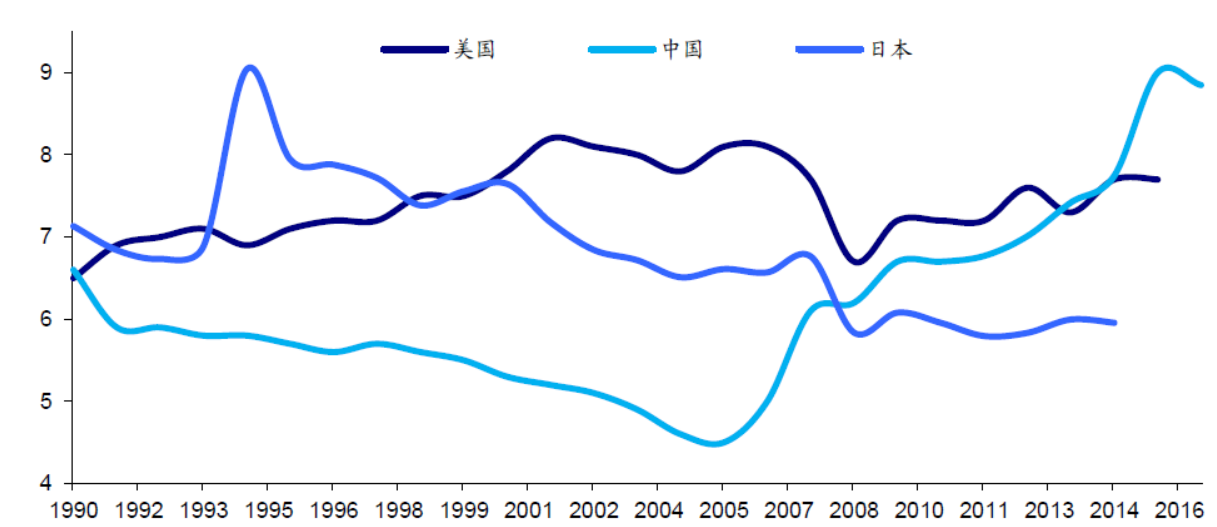
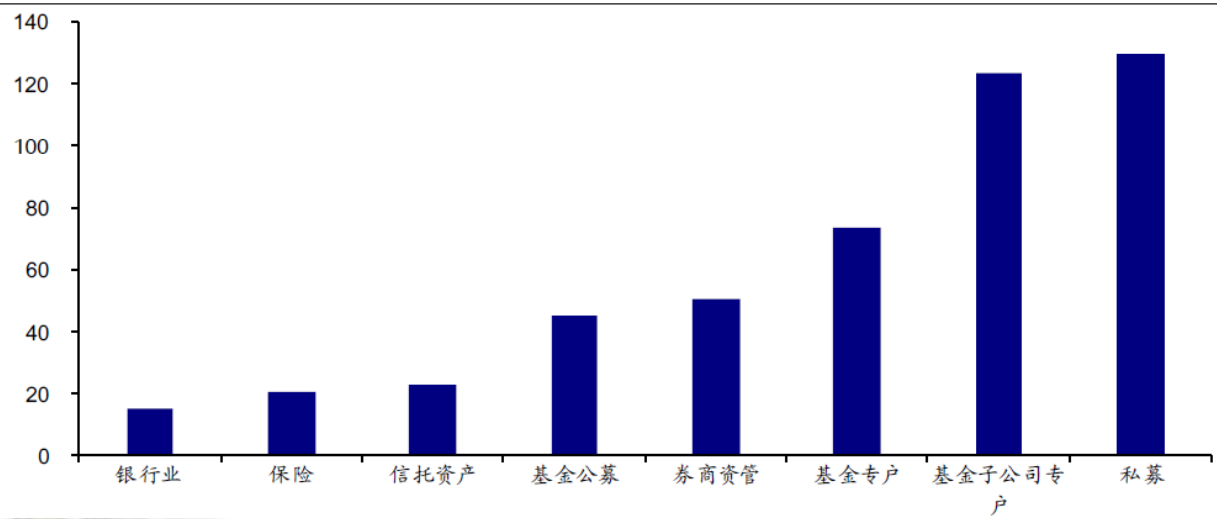
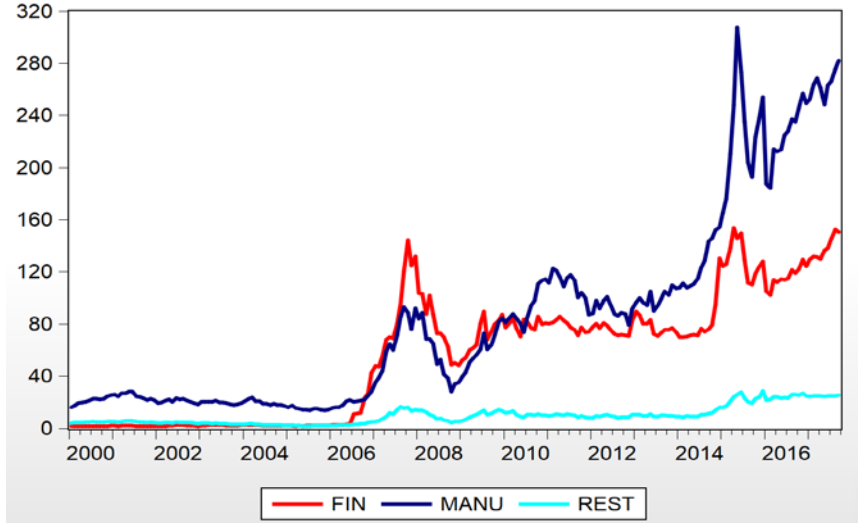


图1 金融子行业规模近三年年化增速 (%)



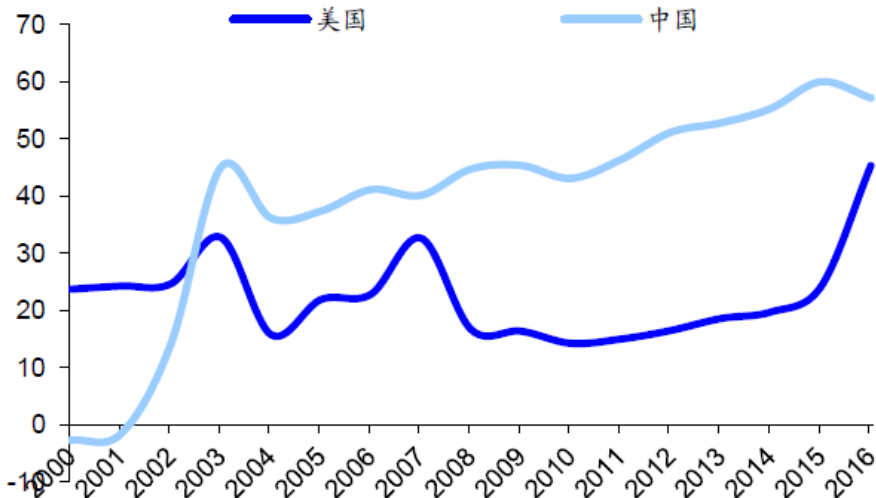
上市公司行业规模变化 (总股本加权后股价 × 总股本)



如果从近三年的年化增速来看，私募基金高达130%，基金子公司专户为123%，尽管银行业近三年年化资产增速仅15%，但基金子公司专户、基金专户、券商资管规模的高增长很大程度上是承接了与银行业相关的业务，反映的还是银行业的高增长。

# 金融行业的利润爆炸

图3 中美金融上市公司利润占比(%)



⚠ 值得注意的是，美国的金融机构服务的是**全球客户**，而我国的金融机构主要服务于**本土市场**。

经济下行日子不好过 2016年金融业将迎最惨一年

## 2016年金融行业利润

东财行业	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入净利率
金融	58002.76	15351.86	26.47%
房地产	16346.53	1453.63	8.89%
信息技术	10853.91	497.47	4.58%
家电	8386.03	551.35	6.57%
商贸零售	14648.87	275.93	1.88%
钢铁	10070.52	86.72	0.86%
机械设备	6240.58	100.83	1.62%

## 2016年最赚钱企业

序号	代码	名称	净利润(亿元)	东财行业
1	601398.SH	工商银行	2782.49	金融
2	601939.SH	建设银行	2314.60	金融
3	601288.SH	农业银行	1839.41	金融
4	601988.SH	中国银行	1645.78	金融
5	601328.SH	交通银行	672.10	金融
6	601318.SH	中国平安	623.94	金融
7	600036.SH	招商银行	620.81	金融
8	601166.SH	兴业银行	538.50	金融
9	600000.SH	浦发银行	530.99	金融
10	600016.SH	民生银行	478.43	金融

人民网北京9月12日电 中国企业联合会、中国企业家协会连续第16次“2017中国企业500强名单”10日发布。“中国最赚钱企业前十”榜单中，排名前六位的均是银行，包括工、建、农、中、交五大行以及国家开发银行。这6家银行以超过1万亿元的总利润，占500强总利润的超过36.6%。

相比之下，同样有着中国企业500强光环的其他**245家制造业企业总利润仅相当于6家银行利润的一半**。这245家制造业企业，共实现净利润5493.10亿元，占500强净利润总额的19.53%。就数据来看，中国目前金融业与实业之间形成了一定的“利润鸿沟”。

对比2017年中美股市上半年报告显示，中国A股25家银行合计实现净利润**7746亿元**，拔得头筹，远超其他行业。**非银金融**、**化工业**分别以实现净利润**1181亿元**、**728亿元**名列二三。

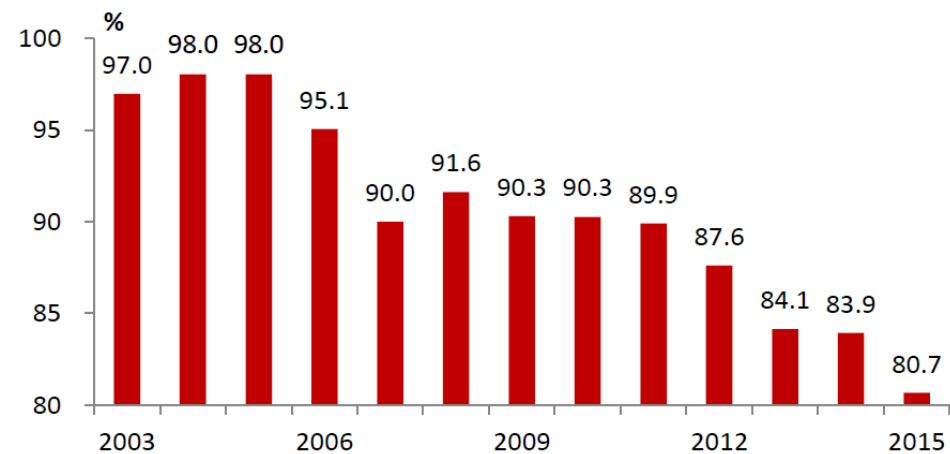
美股中，软件与服务、银行业、技术硬件与设备业以净利润**3617亿元**、**3439亿元**、**2721亿元**进入前三甲。综合金融业利润**2435亿元**，位列第四。





# 非金融行业的获利渠道金融化

全部 A 股上市非金融企业经营活动净收益/利润总额



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

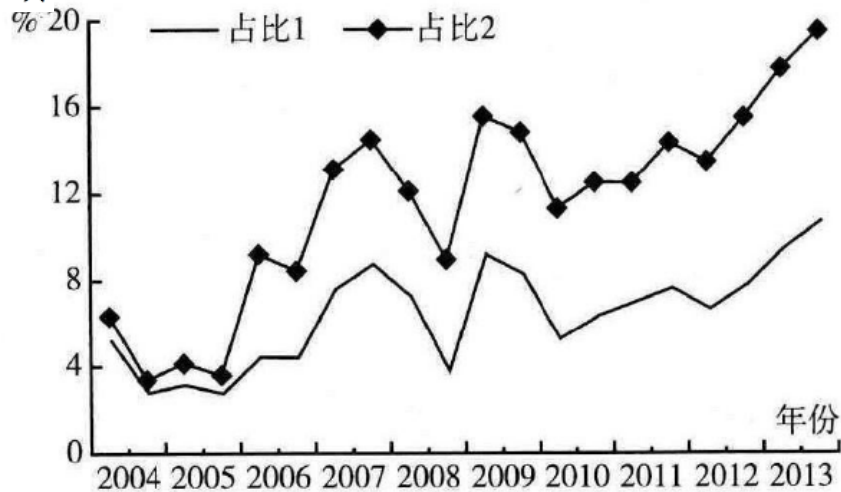


图 2 中国非 FIRE 上市公司(A 股)从金融渠道  
获利占当年净利润的比率

## 一些度量指标:

- 收益角度
- 投资角度
- 资产结构角度

## 一些解释:

- 挤出效应
- 股东价值
- 流动性偏好

■ 另有数据表明, 国资委下属的117 家央企中76%涉足金融业, 这些非金融央企实际已经**控制**了24 家信托公司、20 家证券公司、14 家财产保险公司以及23 家寿险公司, 分别占到受调查该种类金融机构的46.2%、41.0%、37.0%以及53.1%。

## 表现三：资产价格与商品价格的背离

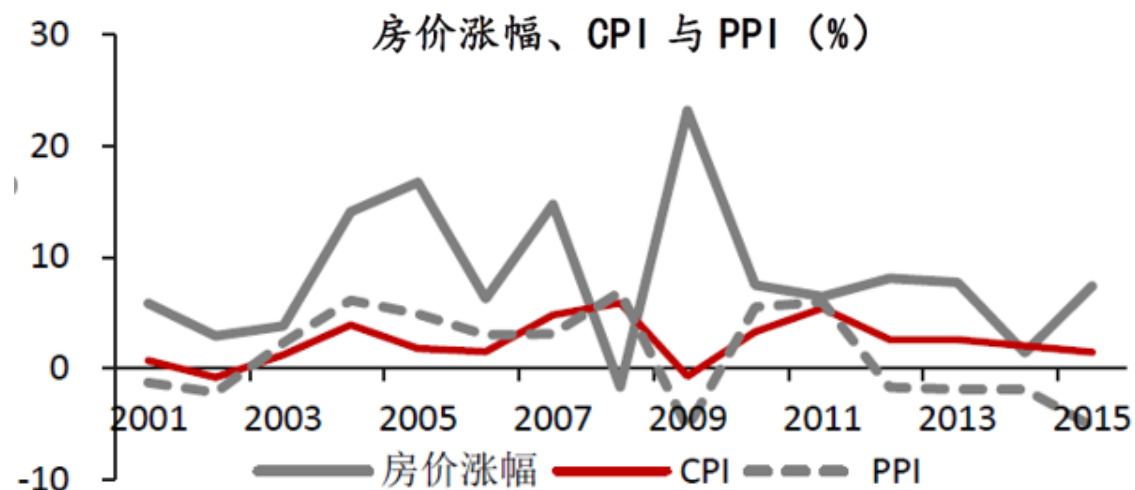
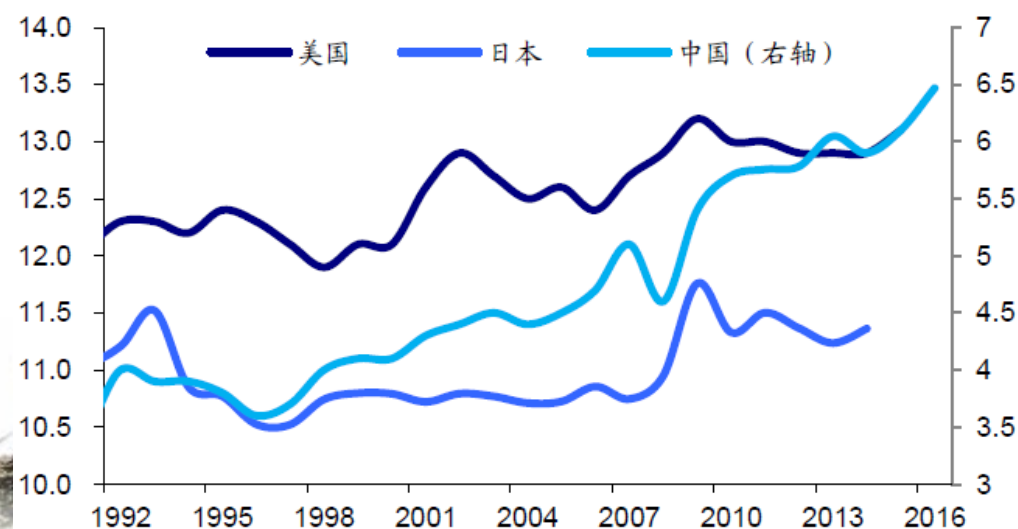


图5 各国房地产增加值占 GDP 比重 (%)

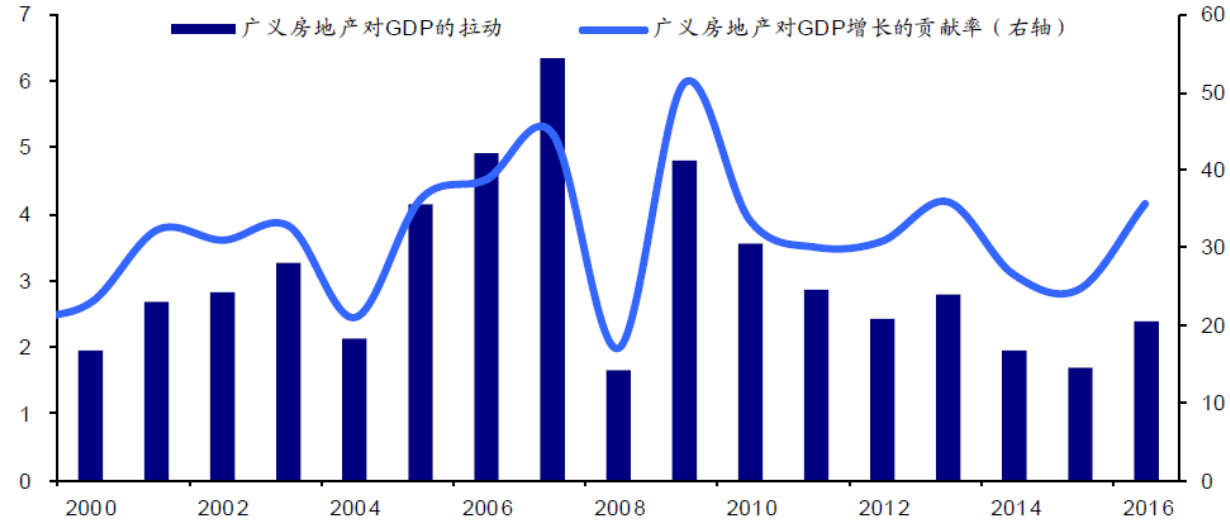


因为**发展阶段和统计口径的差异**，与其它国家相比，我国房地产增加值占GDP的直接比重并不高。房地产行业包括开发经营、物业管理、经纪与代理和居民自有住房四个部分。目前我国的房地产行业主要涉及开发经营活动，而在发达国家的成熟市场上，**物业管理、经纪与代理的占比**也较高。同时，我国在房屋租赁方面的统计存在**缺陷**，居民自有住房是按照原值的折旧额计算产出，存在一定**低估**。所以美国、日本房地产行业增加值占比都在10%以上，而我国则不足7%。这也解释了FIRE/GDP在美国网站数据上早年就达到20%，却被某些家伙强行解读成7%。



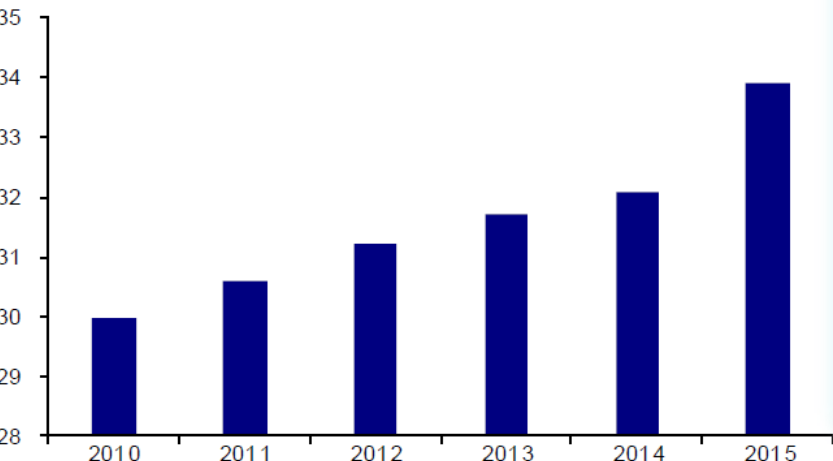
# 更为夸张的广义房地产

图7 房地产行业对我国 GDP 增长的贡献（%， %）



如果考虑到**间接效应**，房地产对我国经济的影响要大得多。我们将第三产业中的**房地产业**和第二产业中的**建筑业**定义为**广义的房地产行业**，在GDP中直接占比达到13%。通过2012年的投入产出表可以计算得到，广义房地产行业的GDP每增加1单位，将**带动其它行业**的GDP增加1.6单位，如果据此计算的话，我国1/3的经济与房地产有关。

图9 房地产相关行业、居民购房贷款占总贷款比重（%）



最后，“**影子银行**”体系中，地产相关行业的融资也很多。以信托业的情况为例，资金信托流入房地产、建筑业、采矿业资金占整个非金融行业的近30%。截至2016年底，证券公司定向资管计划高达14.7万亿，基金子公司专户产品规模达到10.5万亿，其中的绝大多数都投向了**非标融资**，而地方融资平台、房地产相关行业是获取非标融资的主力。



# 什么是影子银行

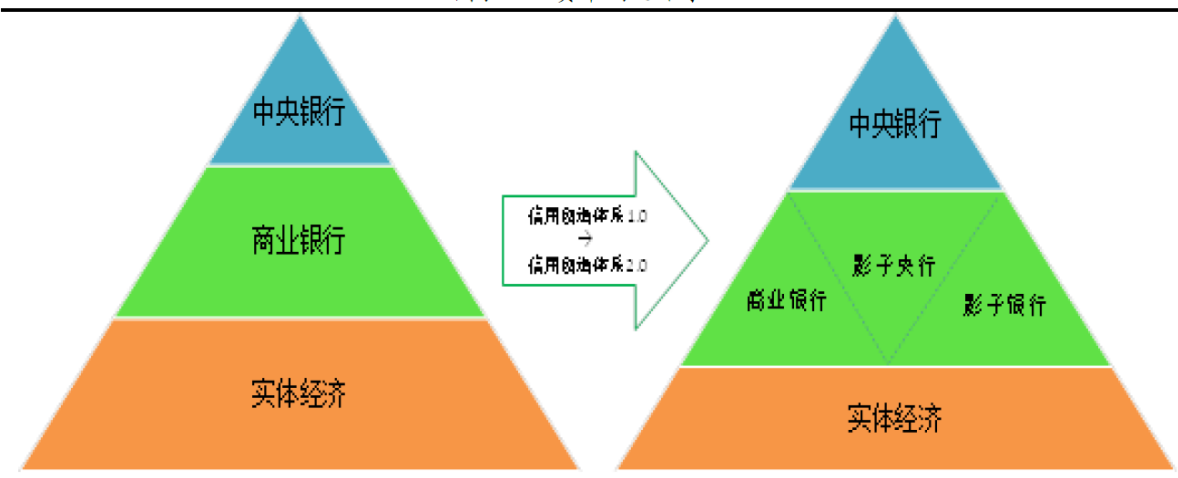
- 影子银行：从事金融中介活动，具有与传统银行类似的信用、期限或流动性转换功能，但**未受**《巴塞尔协议III》或等同**监管**程度的实体或准实体。(人民银行，2012)
- 与美国影子银行高度证券化、衍生化的业务模式不同，中国影子银行由**银行主导**，实质是变相放贷和银行的影子，是金融机构**创新、逐利与规避监管**交错共生的产物。(任泽平，2017)
- 广义影子银行业务主要包括**银行的非传统信贷业务、非银金融机构（证券、基金、信托、保险资管）的资产管理业务**，以及少部分的**其他融资**类业务（融资性担保公司、财务公司、金融租赁公司的融资类业务以及小额贷款公司、P2P网贷平台的借贷业务）





- 从2014年开始，在金融自由化和货币宽松的大背景下，中国经济中货币创造的过程正在变得更为复杂：一些规模较大的**商业银行**开始扮演类似于中央银行的职能，**向规模较小的商业银行“发行”基础货币**。对于那些规模较小的商业银行而言，其流动性来源不再单纯依赖于中央银行，而是开始依赖于大型商业银行。我们将大型商业银行和广义基金的这一职能称之为“影子中央银行”或“**影子央行**”。但这些“影子央行”并不创造新的基础货币，而只是基础货币的“**搬运工**”，将从中央银行或其他来源获得的流动性搬运给中小银行。

图表1：货币创造体系 2.0



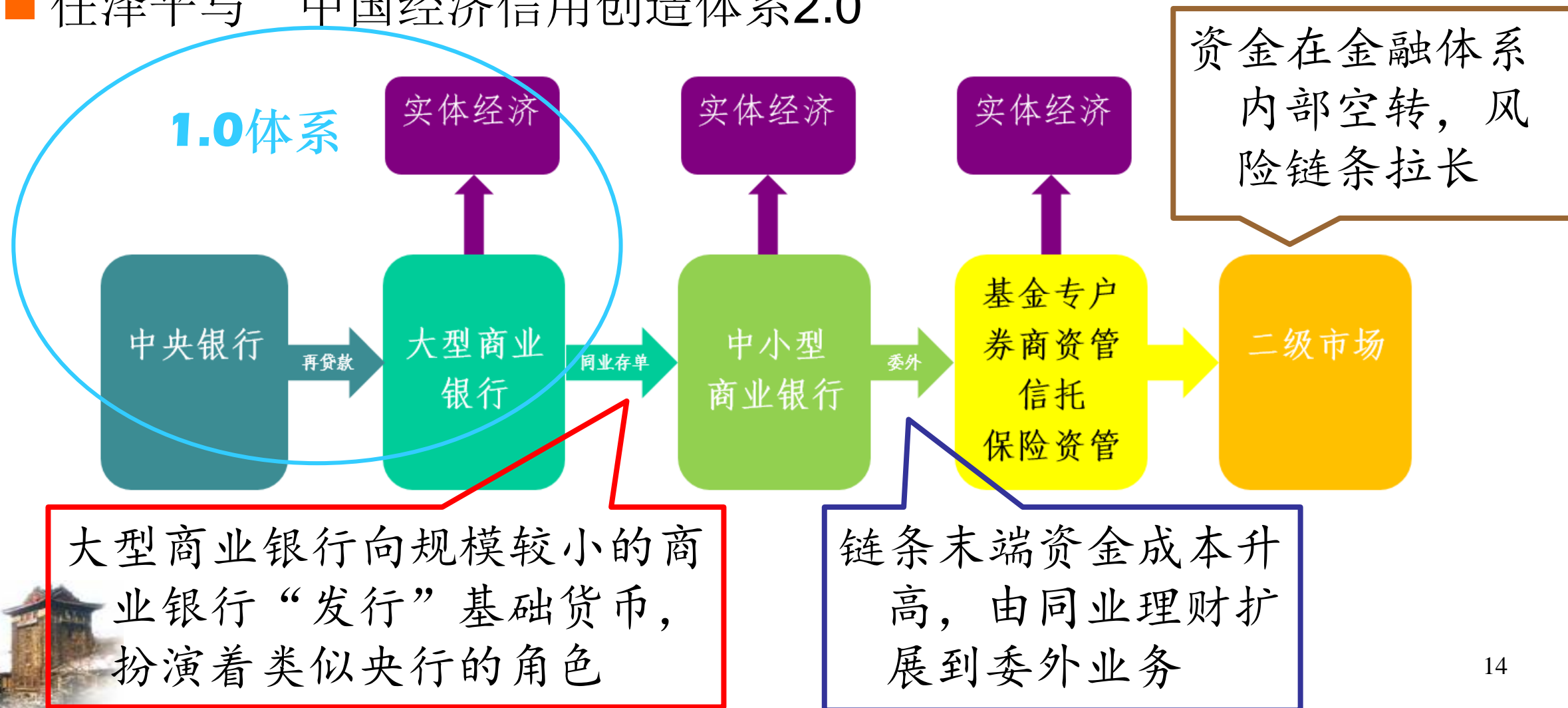
2013年之前的主流模式是“通道业务”——即商业银行资金通过银行信托合作、银行保险合作、买入返售等**通道**出表，投向非标资产；在监管的不断挤压之下，2014年之后转变为以“**同业+委外**”为主流模式，资金的流向也从非标资产更多地转移至**债券**等标准化产品。





# 影子央行与我国信用创造体系转型

## ■ 任泽平与“中国经济信用创造体系2.0”

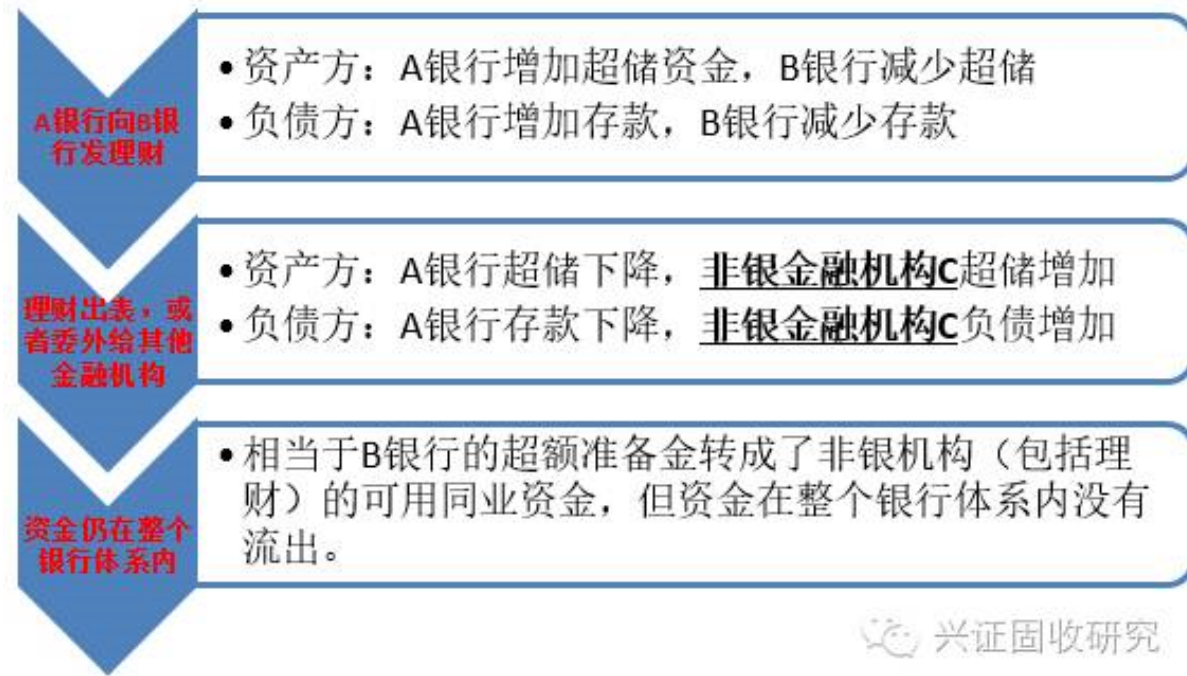


# 信用创造2.0体系产生的背景和原因

## ■ 背景一：经济金融化带来的诸多变革促进影子银行繁荣

- **利率市场化**大背景下存贷差收紧，银行业竞争加大。为了提高利润，银行将表内业务转移出表来**规避**资本充足率、存贷比、行业投向限制等**监管**。
- 存款**脱媒**促使资金流向影子银行。居民财富增长，对资产保值增值的**需求强烈**，存款脱媒的压力增大，**理财**类产品应运而生，为影子银行提供了重要的资金来源。
- 实体经济回报率下降，资金脱实向虚加剧影子银行泡沫。
- 中小企业融资难的刚需。

图：理财的扩张，可以看成是超额准备金的广义拆借在变多。



# 信用创造2.0体系产生的背景和原因

## ■ 背景二：外汇占款减小，央行创立新型货币工具增加流动性

- 外汇占款：由于人民币是非自由兑换货币，外资引入后需兑换成人民币才能使用，收购外汇资产而相应投放的本国货币为外汇占款。
- 2014年，随净出口相对规模缩小和资本流出，外汇占款渠道投放的基础货币减小；央行创立SLO、SLF、MLF、PSL等新型货币政策工具提高流动性。
- 央行处于自身资产负债表稳健性考虑，提供流动性要求相应抵押品。

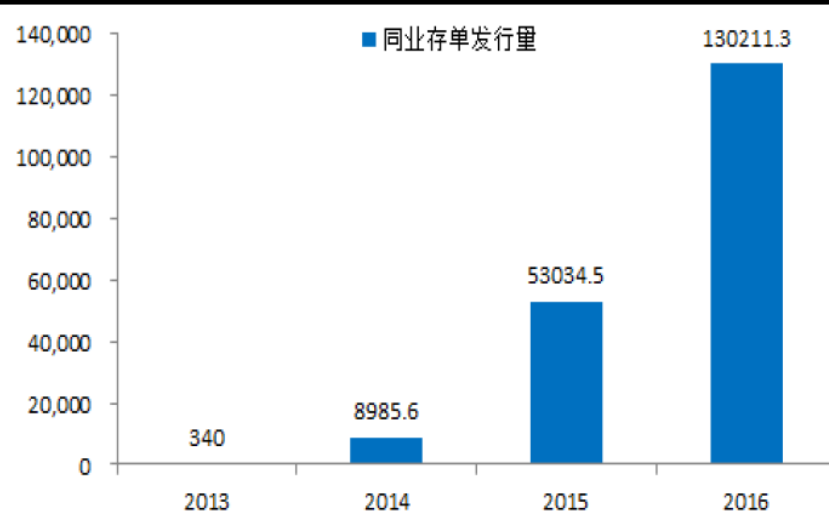
简称	全称	中文名称	推出时间	信息公开	参与方	操作方式	定价	期限	质押/抵押物	用途限定	主要目的	类似工具
slo	Short-term Liquidity Operations	短期流动性调节工具	2013年初	滞后一个月通过《公开市场业务交易公告》披露	部分政策性银行和全国性商业银行	央行主动操作超短期逆回购	利率招标	7d以内			基准利率引导；公开市场常规操作补充	常规公开市场正/逆回购，但常规操作为每周二、周四定期操作，且期限更长（以7天和14天为主），参与的交易商更多，且相关信息当日公布较为透明
slf	Standing Lending Facility	常设借贷便利	2013年初	不即时公开，每季度只公布一次前季度每月的余额。	部分政策性银行和全国性商业银行	金融机构发起，与央行一对一交易	央行综合决定	1-3m	高信用评级的债券类资产、优质信贷资产		短期利率引导	美联储Discount Window 欧央行Marginal Lending Facility 英格兰银行Operational Standing Facility 日本银行Complementary Lending Facility 加拿大央行Standing Liquidity Facility
psl	Pledged Supplementary Lending	抵押补充贷款	2014年7月	不公开	部分政策性银行和全国性商业银行	央行定向发放，以同业存款形式分批提取使用？	？	3m-5y	信贷资产	三农、小微贷款	中期利率引导；放水流动性	美联储TAF 英格兰银行FLS 再贷款，但再贷款一般为信用形式
mlf	Mid-term Lending Facility	中期借贷便利	2014年10月	？	部分政策性银行和全国性商业银行	央行定向发放？	？	3m，到期可能会重新约定利率并展期或续贷	利率债、信用债	三农、小微贷款	定向利率引导；放水流动性？	



# 信用创造2.0体系产生的背景和原因

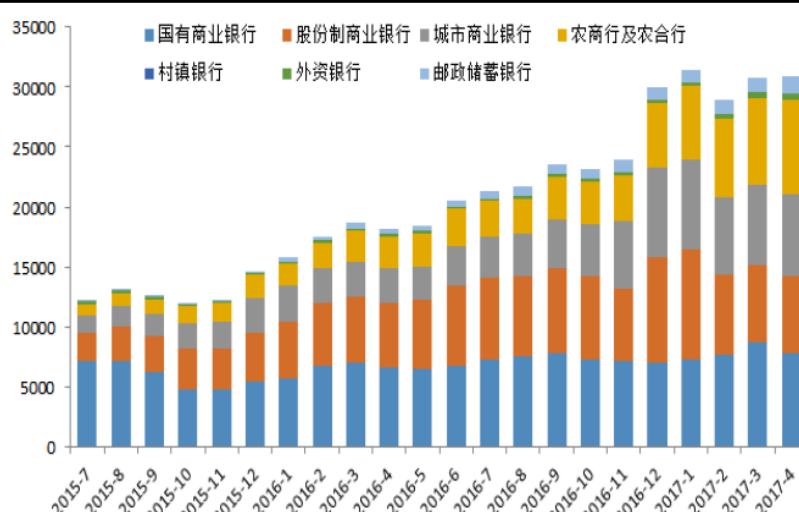
- 中小银行缺少合格抵押品，而大行先天具有储户网点等规模优势。央行再贷款的差异化政策进一步强化了大行与中小型银行间资金来源的差距。
- 另一方面，资金使用创新上中小行更有激励和活力。大小行在资产端和负债端上能力和激励的不对称的结构性矛盾，客观上促成了影子央行的形成：中央银行通过再贷款工具为大型商业银行提供流动性，而其中的一部分则由大型商业银行通过同业存单等工具“搬运”给中小商业银行。

图表 6：同业存单发行量暴增



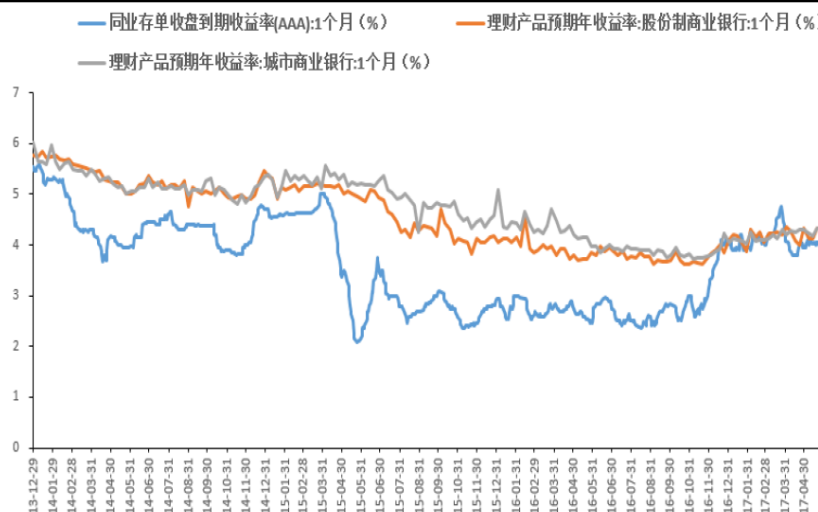
资料来源：Wind，方正证券

图表 9：商业银行中，国有商业银行是持有大户



资料来源：Wind，方正证券

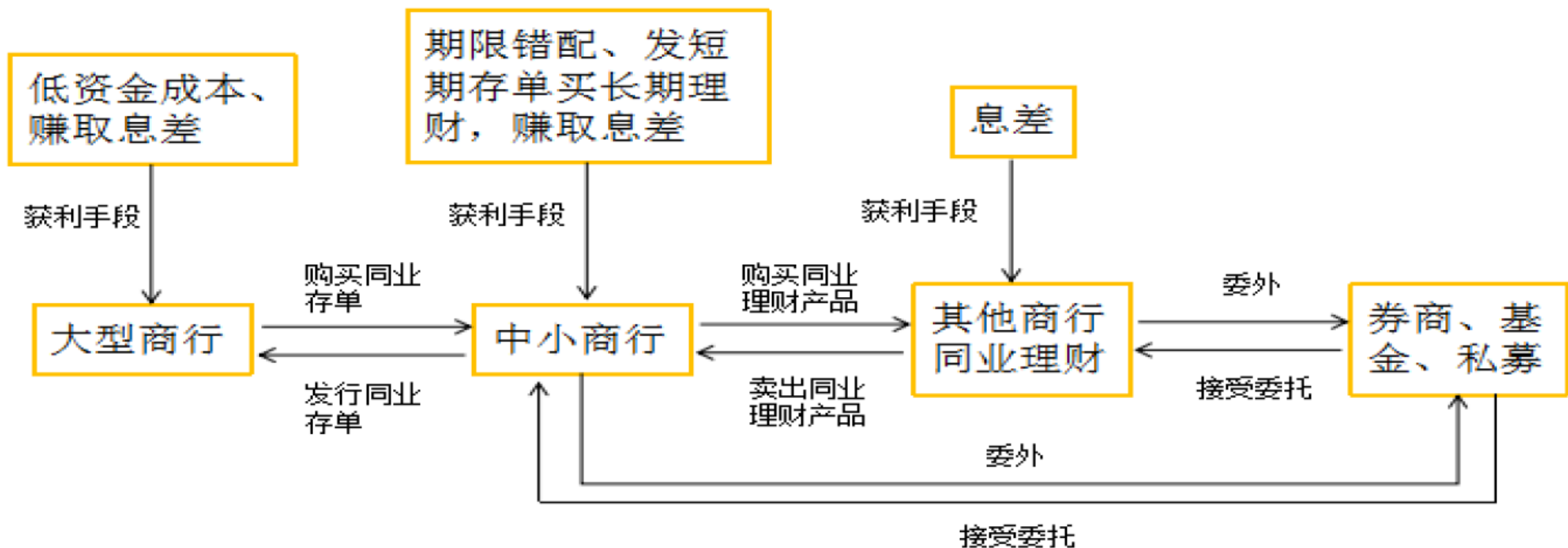
图表 16：同业理财收益率高于同期限同业存单



资料来源：Wind，方正证券

# 基于同业存单的运作模式

图表 11：同业存单套利链条



资料来源：方正证券

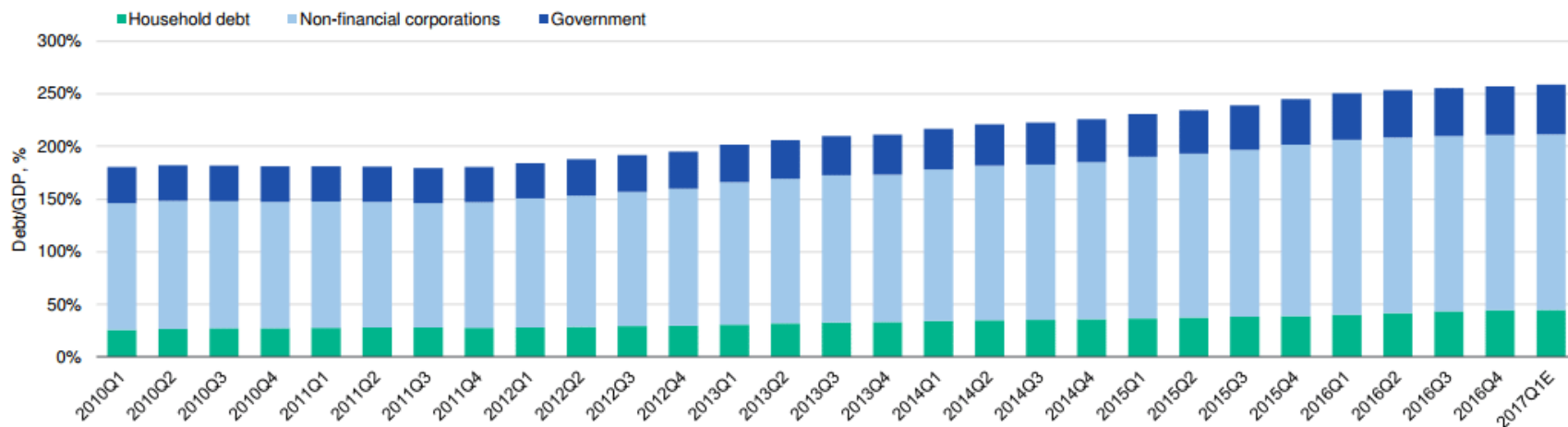




# 从影子央行看经济金融化风险

- 资金脱实向虚体系内空转，**实体**经济成本升高，不利于社会发展；
- 层层质押加**杠杆**，提升了整个金融系统的信用风险和流动性风险；
- 影子央行体系创造的货币流入债市股市，助长了资产价格**泡沫**；
- 信用创造更为复杂和隐蔽，加大了**监管**的难度与风险；

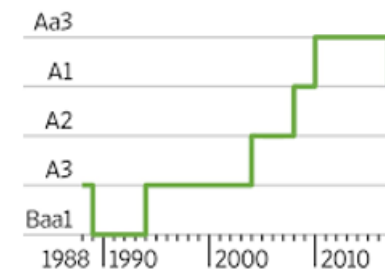
Exhibit 1  
Economy-wide leverage continues to increase



Note: Debt/GDP ratios for Q1 2017 are estimates  
Sources: Institute of International Finance, Moody's Investors Service

## Notching Down

History of Moody's rating action on Chinese government debt

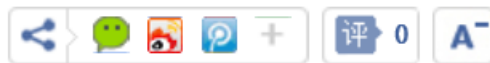


Source: Moody's Investors Service  
THE WALL STREET JOURNAL.

## ■ 宏观审慎评估体系(MPA, Macro Prudential Assessment)

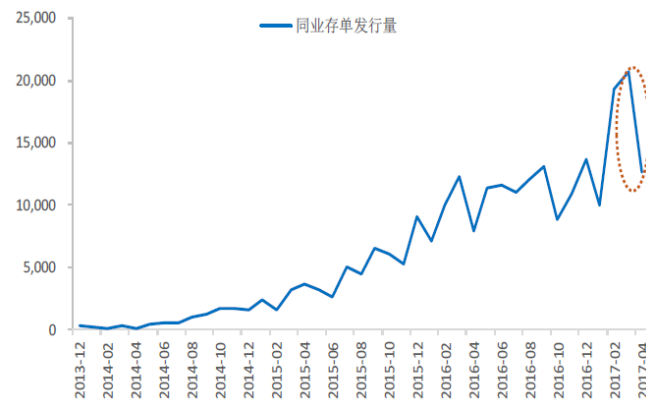
### 同业存单纳入MPA考核方案和时间表明确

2017-08-14 07:56:55 来源：经济参考报 作者：张莫 实习记者 向家莹



央行日前最新发布的《2017年第二季度中国货币政策执行报告》指出，为了更全面地反映金融机构对同业融资的依赖程度，引导金融机构做好流动性管理，拟于2018年一<sup>季度</sup>评估时起，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核。报告同时表示，央行对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求。

图表 27：4 月同业存单发行量大幅减少



## 银监会：资金空转持续减少 股份行同业资产下降45%

2017年09月16日07:00 21世纪经济报道



- 冯明, 任泽平. 影子央行和货币创造2.0: 理解当前金融杠杆本质和机制的一个基本框架, 方正证券, 2017
- 任泽平. 方正证券金融去杠杆之九: 同业存单的前世今生, 套利链条与监管影响, 方正证券, 2017
- 陈卫东等. 中国经济金融展望报告: 2016年第4季度, 中国银行国际金融研究所, 2016
- 姜超. 繁荣过度, 物极必反? ——金融、地产繁荣背后的隐忧, 海通证券, 2017
- 黄文涛. M2 与社融: 形似神离? 中信建投证券. 2017
- 任泽平. 中国影子银行报告: 银行的影子和监管博弈——金融去杠杆之十四, 方正证券, 2017
- 张成思, 张步昙. 再论金融与实体经济: 经济金融化视角[J]. 经济学动态, 2015(6):56-66.
- 张成思, 刘泽豪, 罗煜. 中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制[J]. 经济研究, 2014(1):140-154.
- 张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016(12).
- 张慕濒, 孙亚琼. 金融资源配置效率与经济金融化的成因——基于中国上市公司的经验分析[J]. 经济学家, 2014(4):81-90.



The END

谢谢大家！

