

# 非银金融和货币政策

## IMF 金融稳定报告解读

行业评级

中性

前次评级

报告日期

2016-11-27

### ● 非银金融的兴起和货币政策效率的增强

自从上个世纪 80 年代以来，全球金融市场的结构发生了变化。直接融资发展十分迅速，伴随着的是非银行金融机构（证券、基金、保险、资管等）的市场地位得到快速提升，尤其是在欧洲和一些新兴经济体之中。

此外，在 IMF 的实证分析中，在 1980-1999 年和 2000-2016 年两段时期中，所研究的大部分国家的后一个时期的货币政策效率明显高于前一时期。为了研究非银金融对货币政策传导的影响，IMF 从理论和实证两方面进行研究。

### ● 理论机制——信用渠道和风险承担渠道

在传统的传导机制中，金融机构作用不大或者银行和非银金融机构的作用区别不大。因此 IMF 着重对与金融机构息息相关的信用渠道和风险承担渠道进行阐述。分析了金融机构的作用以及银行和非银金融机构在此之中的区别，认为非银行金融机构不会减弱甚至可能加强了货币政策的传导效率。

### ● 实证研究——非银金融对货币政策影响

IMF 经过实证研究，发现非银行金融机构不会减弱甚至加强了货币政策的传导效率。

非银金融部门规模越大的国家的货币政策传导效果越高；非银金融机构对货币政策的反映也大于银行；规模较大、进入批发融资市场比较容易的金融机构受货币政策的影响较小。

### ● 非银金融与金融稳定

随着非银行金融机构在金融市场重要性的增加，金融监管部门需要关注货币政策变动对金融稳定的影响。由于风险承担渠道是金融中介机构响应货币政策的重要机制，货币政策对金融稳定的影响也增强。这不意味着货币政策会增加金融稳定性，而是表明央行应该更加警惕，要更深入地研究货币政策对不同金融机构风险承担的影响。

### ● 政策建议

随着非银行金融机构发挥作用的增强，货币政策需要根据传导机制进行调整。例如，当相关风险承担渠道发挥作用增强时，货币政策对实体经济的影响会更快更明显。此外，有关非银行金融机构的相关监管制度也会影响货币政策的传导。央行要对主要金融中介机构的资产负债表的规模以及组成进行监督，以发现金融机构风险偏好的变化；央行要关注货币政策变动对金融稳定的影响。对非银行金融机构数据的搜集工作需要加强，尤其对发展中国家。

分析师：向啸天



16210680266



16210680266@fudan.edu.cn

分析师：罗威



16210680242



16210680242@fudan.edu.cn

分析师：丁潇



16210680204



16210680204@fudan.edu.cn

分析师：苏雯雯



16210680253



16210680253@fudan.edu.cn

分析师：曹惟勤



16210680197



16210680253@fudan.edu.cn

### 参考资料：

全球金融稳定报告 (2016 年 10 月)	IMF
金融体系过度依赖批发 融资的风险和反思	刘春航、刘 丽娜
“财富效应”打造非银 时代	邓婷、周红 军

---

## 目录索引

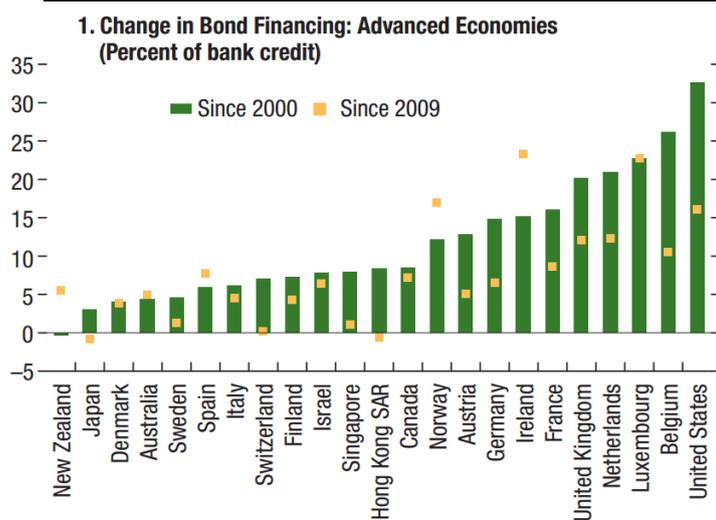
一、非银金融的兴起和货币政策效率的增强.....	3
1.1 非银金融的兴起.....	3
1.2 货币政策传导效果的增强.....	4
1.3 以上两个现象间的初步分析.....	5
二、货币政策传导机制的理论分析.....	5
2.1 与金融机构相关的货币政策传导机制.....	5
2.2 信用渠道.....	6
2.3 风险承担渠道.....	7
三、货币政策传导的实证分析.....	8
3.1 非银金融部门规模与货币政策传导效果.....	8
3.2 各国的不同金融部门对货币政策的反应.....	9
3.3 不同金融机构对货币政策的反应程度.....	9
3.4 金融机构的规模和进入批发融资市场难易程度对其行为的影响.....	10
3.5 金融监管与银行和金融公司替代.....	11
3.6 共同基金对货币宽松政策的反应.....	11
3.7 直接融资和间接融资.....	12
3.8 债券融资对货币政策传导的影响.....	13
四、结论和政策建议.....	14
4.1 非银行金融机构的增加对货币政策实施的影响.....	14
4.2 货币政策对金融稳定的影响.....	14
4.3 总结和 policy 建议.....	15

# 一、非银金融的兴起和货币政策效率的增强

## 1.1 非银金融的兴起

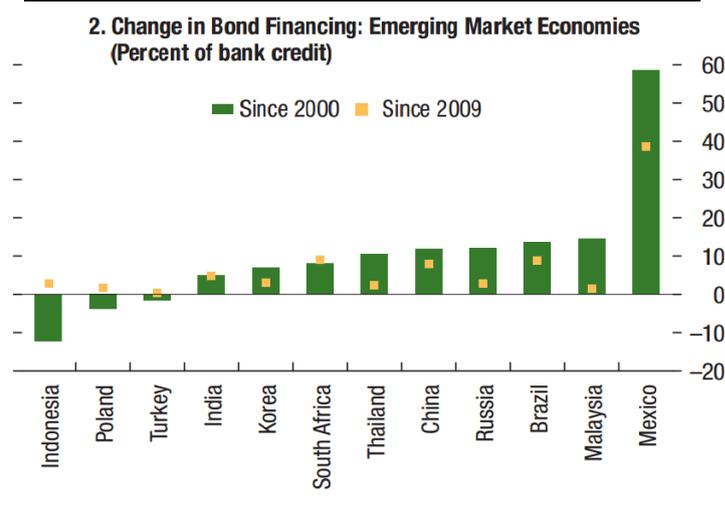
自从上个世纪80年代以来，全球金融市场的结构发生了变化。快节奏的金融创新、金融危机所导致的疲弱的银行资产负债表、商业模式的变化和银行监管的加强等因素都在推动金融市场发生巨大转变——从“银行借贷”（间接融资）到“债券发行”（直接融资）。

图1：发达经济体债券融资占银行信贷比重的变化



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

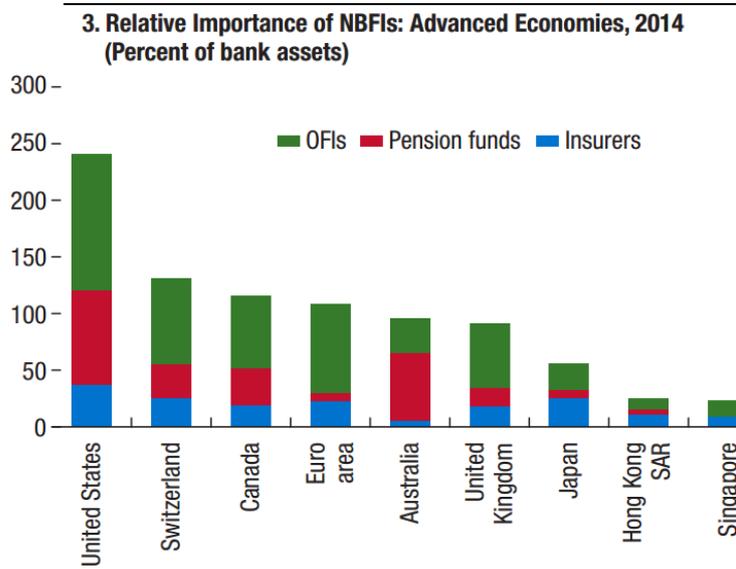
图2：新兴经济体债券融资占银行信贷比重的变化



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

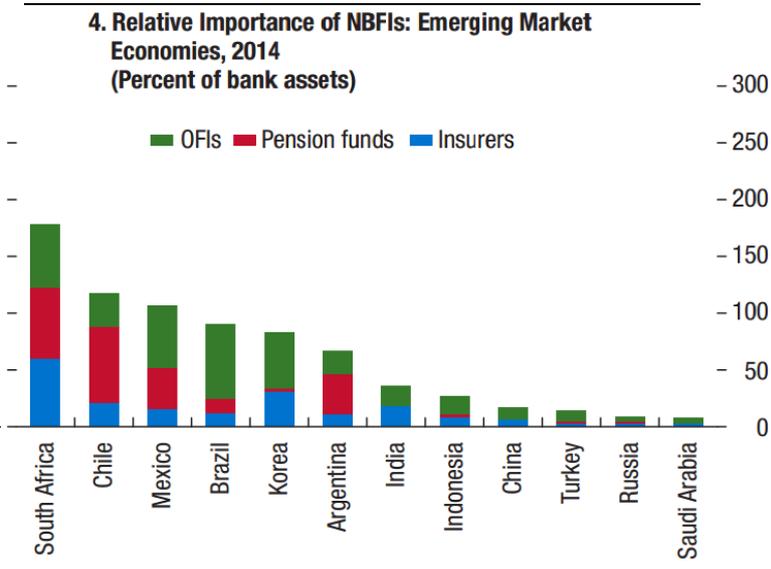
从上图可以看出，发达经济体的债券融资量在2000年之后普遍增加且幅度很大，很多国家在2009年之后的增加尤为明显；相比之下，大部分新兴经济体的债券融资量在2000年之后有所增加，但是增加幅度并不明显。这种“金融脱媒”的现象使得非银行金融机构（证券、基金、保险、资管等）的市场地位得到快速提升，非银行金融得到了快速发展，尤其是在欧洲和一些新兴经济体之中。具体情况如下图所示：

图3：发达经济体非银金融机构资产占比



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

图4：新兴经济体非银金融机构资产占比



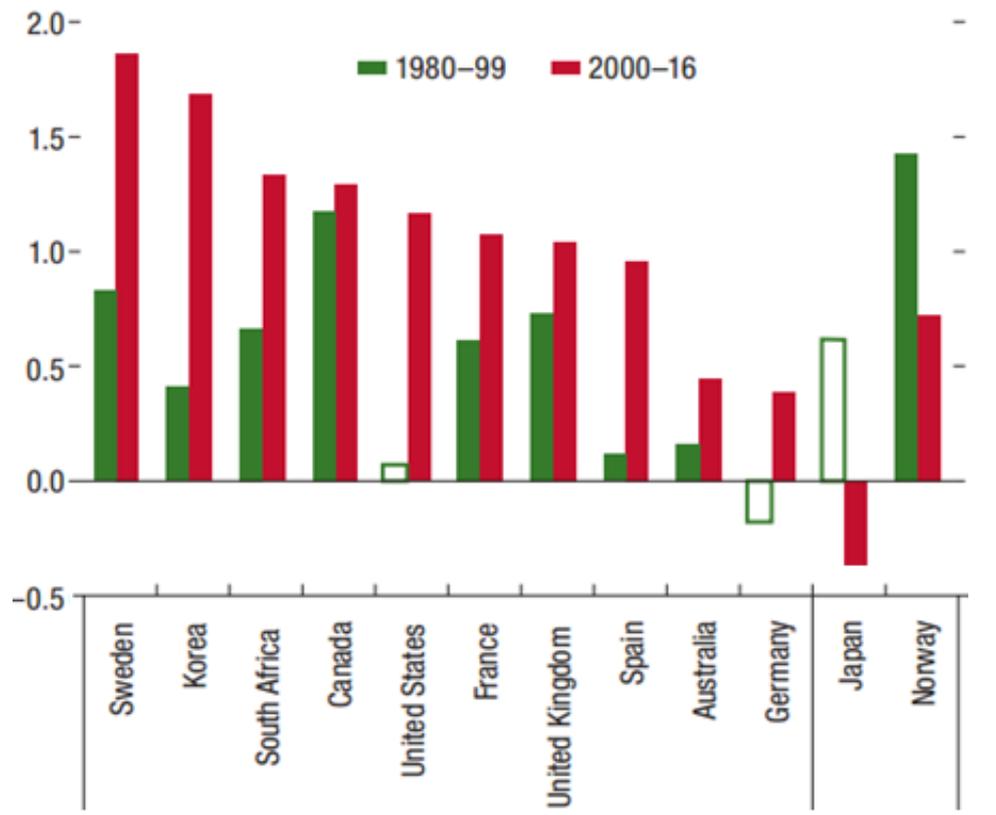
数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

## 1.2 货币政策传导效果的增强

IMF通过实证检验，说明了上世纪80年代以来货币政策效果的变化。具体实证方法如下。

对4个对数化指标（实际GDP、GDP平减指数、名义有效汇率和名义利率）进行向量自回归（滞后期为4），来检验实际GDP对货币政策的反应程度，得到了以下结果：

图5：各国货币政策传导效果（实际GDP变动率）的变化



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

注释：此图表示每1%的利率变动带来的实际GDP的百分比变化的大小；实心柱表示在68%置信度显著

可以看出，在1980-1999年和2000-2016年两段时期中，有12个国家在第二时期的实际GDP对货币政策的反应程度(即货币政策宽松对GDP促进作用更强)明显高于第一时期；其他国家也有增强迹象，但在两个时期没有表现出明显差异。

IMF认为货币政策传导效果的变化总的来说来自于金融市场结构的变化和货币政策实施方式的变化，以下是3种来自学界的解释：

### ➤ 货币政策实施方式的转变

1980s后，货币政策转向预期管理和政策可信度建设，抑制了货币政策的传导。当中央银行根据GDP相对于潜在产出的背离和通胀率相对于目标通胀的背离来调整货币政策时，货币政策存在名义锚，政策的可预见性增强，实体经济对于货币政策反应将更平缓，货币政策效力减弱。

然而，这个理论可解释1980-1999期间货币政策效力的减弱，却不能解释2000年后效力的增强。

## ➤ 全球经济和金融一体化

理论上，经济越开放、国际间金融联系越紧密，执行货币政策时发生渗漏的概率越大，货币政策的效果会因此受到削弱，例如发端于美国的货币冲击通过全球金融市场传导到了世界各地。然而很多实证不支持这种理论。

## ➤ 金融市场运作的变化

金融监管变化、资产证券化发展、借贷渠道优化、资产管理兴起等因素重塑了金融市场，这些可能对货币政策效力造成影响。

### 1.3 以上两个现象间的初步分析

通过上面的数据我们发现，货币政策效果的增强和非银金融的兴起这两个现象在同时发生，这两者之间是否存在关联呢？

在传统的金融理论中，银行的在货币政策的传导机制中起到了关键作用。如今银行的地位有所下降，相应的是非银金融机构的崛起，这对货币政策的效果有没有造成影响呢？

这个问题在理论上不能简单地得出结论，因为非银金融对货币政策的效果的作用既可能是正向的，也可能是负面的。一方面，由于非银金融机构的监管压力和风险偏好与银行存在很大差别，因此他们对货币政策的反应很可能比银行弱，会削弱货币政策的效应。另一方面，如果非银金融机构对利率变化比银行更加敏感，那么非银金融机构的存在会加强货币政策的效应。

为了解决这个问题，IMF从理论和实证两方面分析了非银金融对货币政策传导的影响。

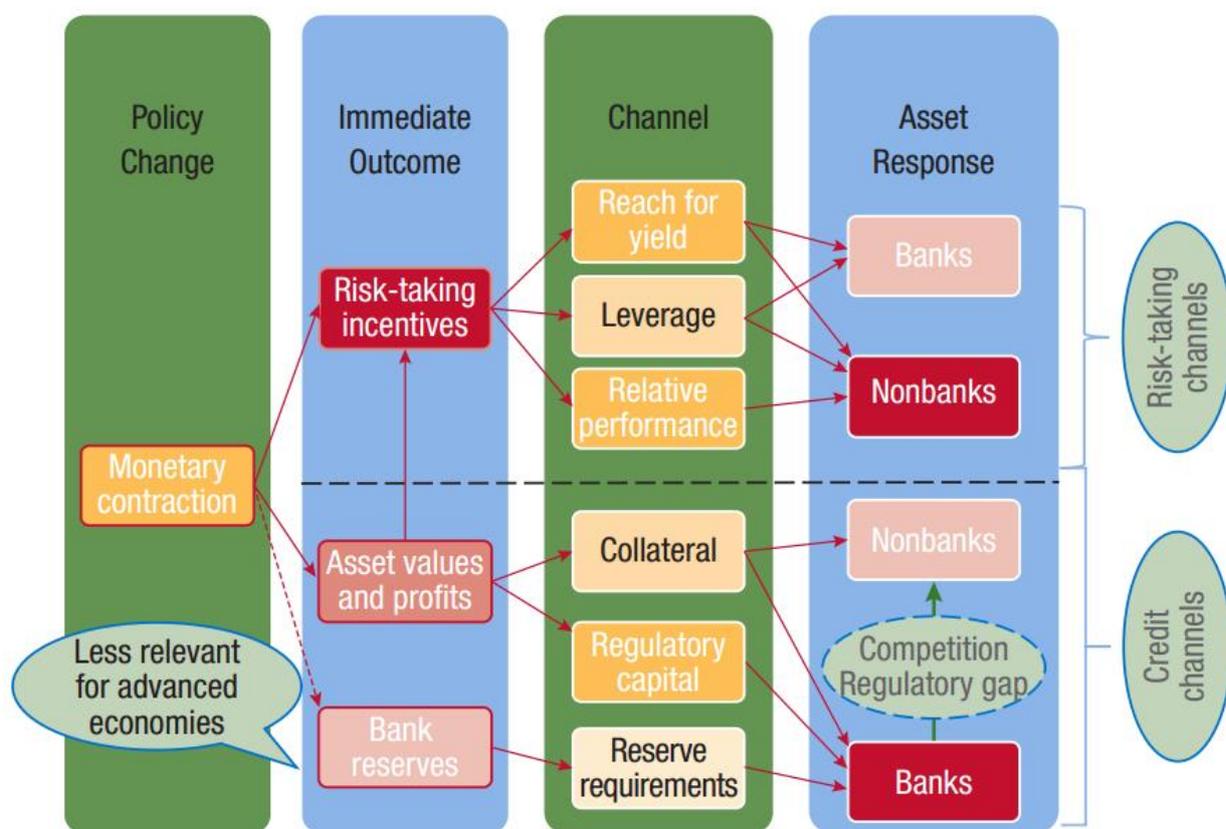
## 二、货币政策传导机制的理论分析

### 2.1 与金融机构相关的货币政策传导机制

在传统的以利率为中心的货币政策传导机制（利率直接对消费、投资产生影响）和货币政策的财富效应中，金融机构作用不大或者银行和非银金融机构的作用区别不大，无益于我们进行货币政策和非银金融之间关联的研究，因而在此不予详细讨论。

显然，与金融机构息息相关的货币政策传导机制无疑是信贷渠道（货币宽松→信贷规模增加→可用资金增加→消费和投资增加→总需求增加）和风险承担渠道（货币宽松→金融机构风险承担意愿增强→风险溢价降低→资金成本降低→总需求增加）。具体如下：

图6：与金融机构紧密相关的货币政策传导机制



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

## 2.2 信用渠道

### ➤ 借款人资产负债表渠道

借款人的信用状况是金融机构选择否将资金借给借款人的依据，通常情况下金融机构会根据借款人的资产负债表来判断借款人的信用状况。货币政策通过影响借款人的资产负债表来影响借款人的信用。传导途径包括（以紧缩型货币政策为例）：

1. 货币供给减少→资产价格下降→资产负债表恶化→公司信用减少
2. 货币供给减少→利率上升→债务成本增加→资产负债表恶化→公司信用减少
3. 货币供给减少→公司现金流恶化→公司净值减少→公司信用减少

因此，货币政策紧缩时，借款人的资产负债表情况恶化，公司的净资产会减少。而金融机构往往通过借款人的净资产作抵押，净资产一旦降低，银行和非银机构会减少向其提供贷款，即借款人的信用减少。

这种渠道往往对非银金融机构更为明显：当借款人的资产负债表情况恶化时，非银金融机构会迅速减少会收回贷款；而银行为了和贷款客户维持长期关系，往往不会立即收回贷款或者减少贷款。

### ➤ 贷款人资产负债表渠道

货币政策通过影响贷款人的资产负债表影响信用供给。当货币政策紧缩时，对于金融机构来说，其自身资产负债表也将恶化，导致其获得资金的能力下降，从而限制其发放信贷的能力。这种情况下，高杠杆越高的金融机构，他们的净资产的变化幅<sup>4</sup>也就越大，其信贷规模的变动也越大。另外，当出现资金紧张时，与资本市场联系紧密的金融机构（如银行）可以通过其他渠道获取资金，以削减货币紧缩带来的影响。因此，那些风险承受能力差的、资金来源单一的、与国际市场关联不紧密的、高杠杆的金融机构，在紧缩的货币政策下的信贷紧缩力度也更大。而通常情况下很多小规模、偏私人性质的非银金融机构往往会出现这样的情况，非银机构规模增长时，货币政策的效力会增强。

### ➤ 监管差异-资本充足率对银行放贷的抑制

当货币政策宽松时，银行倾向于增加信贷，但由于受到资本充足率的管制，资本较少的银行在增加的信贷的同时必须增加资本，否则就达不到资本充足率的要求。由于增加资本的成本通常比较昂贵或者受限，银行增加信贷的动力会大大减小，短期内会抑制货币政策效果。

而非银机构作为银行借款的替代渠道，目前基本游离在监管视线之外，在银行借款受制于监管要求无法正常扩张时，非银金融可以为借贷人提供替代融资。比如：个人可以通过向保险公司、共同基金发债获得资金，投行的存在也促进了直接融资。如果对银行和非银机构的监管持续存在差异，那么通过银行借款传导的货币政策机制效力将减弱，而规模日益壮大的非银机构将对货币政策传导发挥积极作用。

## 3.3 风险承担渠道

宽松的货币政策能够增加金融机构的风险承受能力（如降低利率）。因此宽松的货币政策能够鼓励中介承担更多的风险从而降低风险溢价，通过这个机制，短期利率的降低会使长期利率降低很大的影响，而长期利率走低可以更好的刺激经济，现在央行对长期利率的控制往往是通过这个渠道完成的。

### ➤ 货币政策通过影响金融机构的杠杆放大了货币政策的传导

因为很多金融机构从事期限转换，当短期利率降低时收益会增加。高收益会提高他们承担更多债务的能力，并且扩张资产负债表。金融机构借款的增加和资产购买会提高资产价格并且降低风险溢价，从而促进了货币政策的传导。

### ➤ 金融机构对目标收益的追求放大了货币政策的传导

对于那些承诺固定收益的金融机构，利率降低时，他们的金融中介机构购买更高收益率但是风险更大的资产，导致风险资产的价格上涨，风险溢价下降，降低借款成本。

### ➤ 资管行业的羊群效应同样能放大货币政策的传导

基金公司的收益基于其和同行的业绩比较，这种奖励机制导致了资产管理者对短期利率的变化和其他资产管理者的行为尤其敏感，从而引起了显著的资产价

格变化。另外，投资者可能得到先行动者的好处，当他们对由于利率变化导致的基金业绩变化做出回应时，因为没有人想要最后一个赎回。这两种效应叠加使得紧缩的货币政策在资产价格上的表现被放大。因此，当资产管理行业的规模不断扩大时，货币政策对于资产价格的影响也会放大，对信用和经济活动的影响也会通过资产负债表渠道放大。

### ➤ 金融机构使用的风险管理模型放大货币政策的传导

利率降低使金融机构对资产的估值增加，这将会使风险管理模型（基于VaR）中资产价格的波动率下降，这使得风险管理模型所评估的资产风险下降，反过头来会鼓励各种银行和非银机构承担风险，降低风险溢价。这些模型在非银金融机构中的广泛使用会很大程度上放大货币政策的传导。

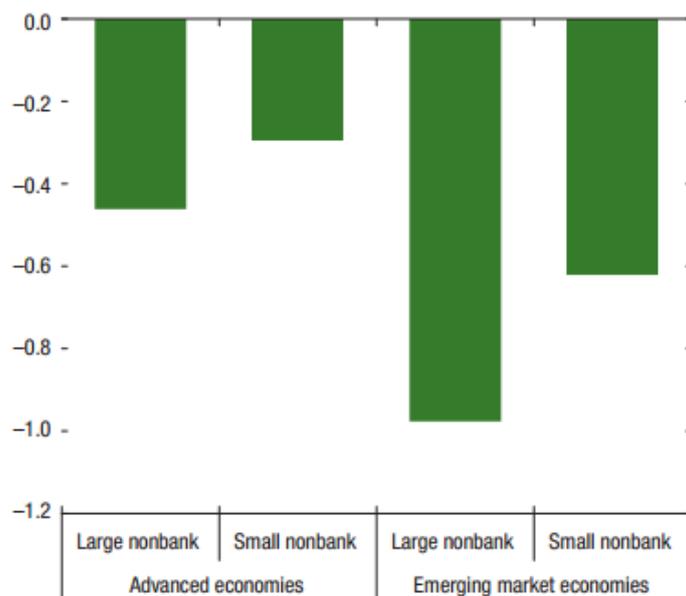
## 三、货币政策传导的实证分析

由于之前对于非银金融对货币政策传导影响的实证分析大部分都是只对美国的数据进行研究或者只对某些非银金融部门进行小范围研究，IMF在此份报告里对此进行了大量的实证分析。

### 3.1 非银金融部门规模与货币政策传导效果

下图是发达国家和新兴市场国家的非银金融部门规模与货币政策效率之间关系的实证研究，可以粗略地看出，那些有着庞大非银金融机构的国家对货币政策的变化反应强烈。但是由于不同国家的金融系统组成和非银机构的特点有着显著地不同，使得这份实证研究的可信度降低。为了更好的分析货币政策的传导效果，IMF从金融机构资产规模、宏观经济数据、直接融资对间接融资的替代等角度来对货币政策的传导进行实证检验。

图7：非银金融部门规模与货币政策传导效果

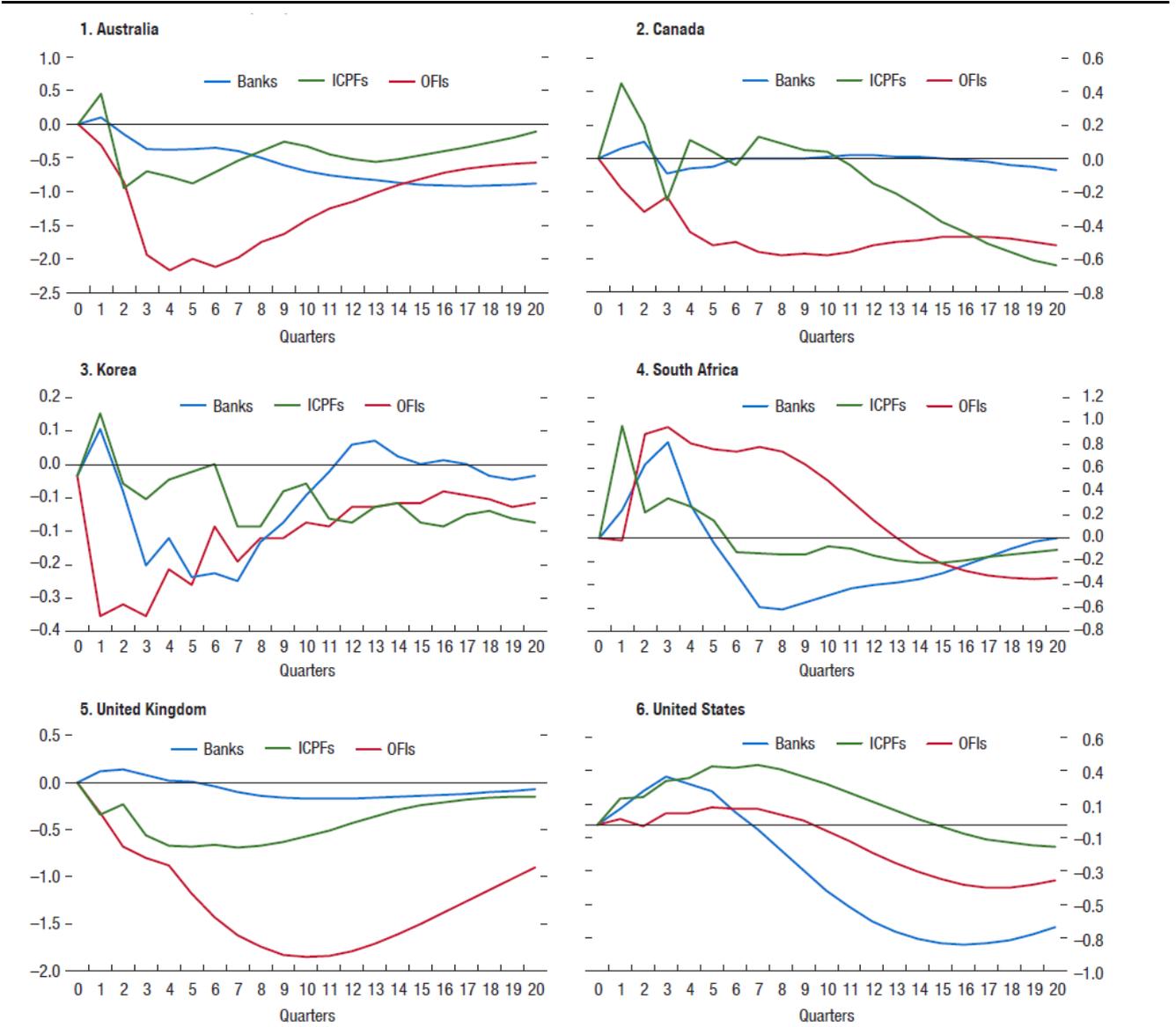


数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

### 3.2 各国的不同金融部门对货币政策的反应

可以看出，一般而言相比银行、保险公司和养老基金，其他金融机构对货币政策的反映更加强烈。

图8：各个国家的不同金融部门对货币政策的反应



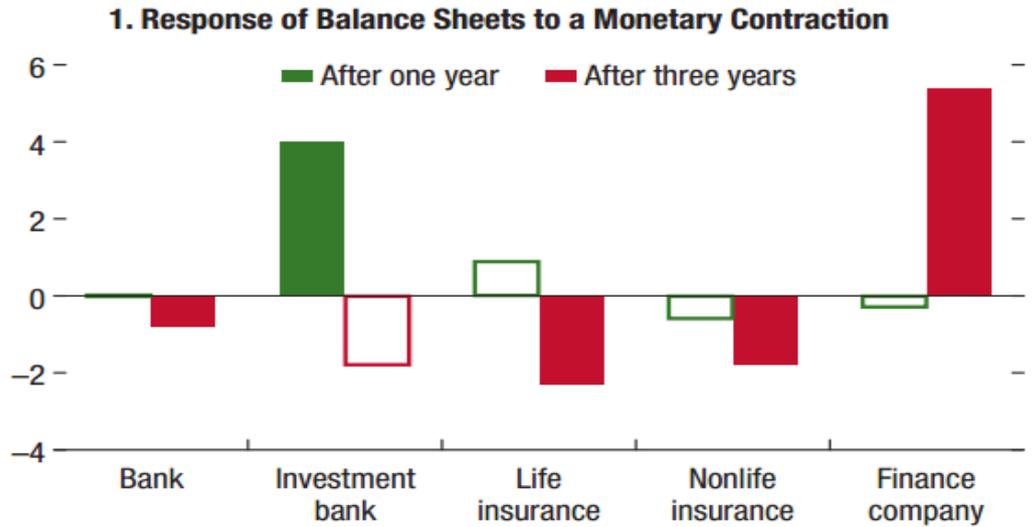
数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

### 3.3 不同金融机构对货币政策的反应程度

实证结果如下图所示，可以看出。除了金融公司，银行和非银行金融机构都在利率升高的三年后削减了他们的资产负债表。特别的，对利率变化的反应强度的波峰出现在政策发布的三年后，并且基本对所有的金融中介都统计上显著。

投行和保险公司与银行的反应方向相同，并且反应力度更强。金融公司的反应方向不一样，这一定程度上支持了他们能替代银行，减弱货币政策传导机制的结论。但这种替代性在整个金融系统中很可能不明显，因为金融公司通常只占据了金融系统中的一小部分。

图9：不同金融机构对货币政策的反应程度



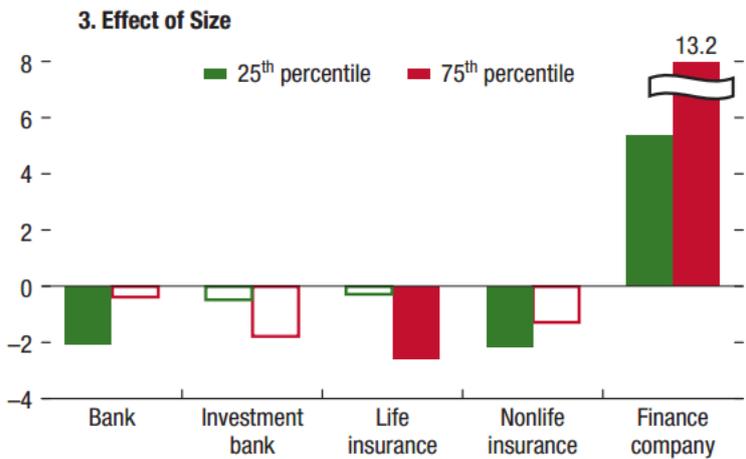
数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

### 3.4 金融机构的规模和进入批发融资市场难易程度对其行为的影响

实证结果如下图所示，可以看出，银行和非银金融对货币政策的回应依赖于他们的杠杆，规模和批发融资的途径。（注释：数据是货币政策发布三年后，公司按照“规模”、“获取批发贷款难易程度”从小到大、从难到易排列，取25%分位数为绿色，75%分位数为红色构建，纵轴表示资产负债表变动的百分比，实心柱表示在68%置信度上显著。）

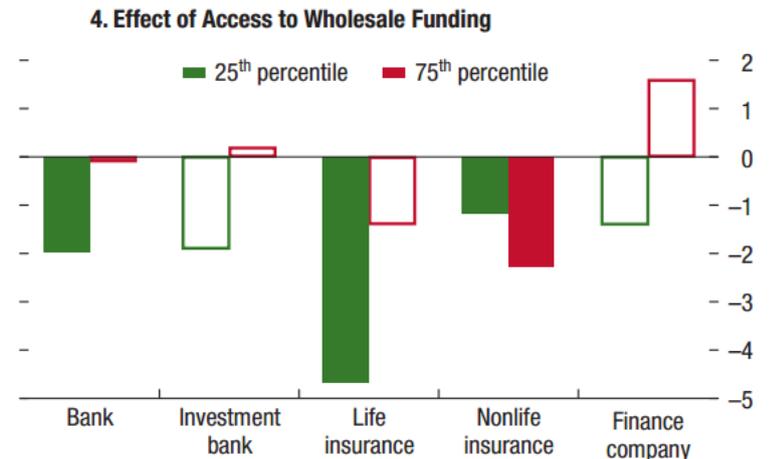
小银行对货币政策的反应更激烈，但反应和规模没有一致的连续性。因为不同的规模的银行可能有不同的商业模式。更依赖于批发融资的银行和人寿保险公司似乎削弱了对货币政策的反应。因为能轻易进入批发市场的金融机构收到货币政策的约束更少。

图10：规模大小对金融机构行为的影响



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

图11：进入批发融资市场难易对金融机构行为的影响

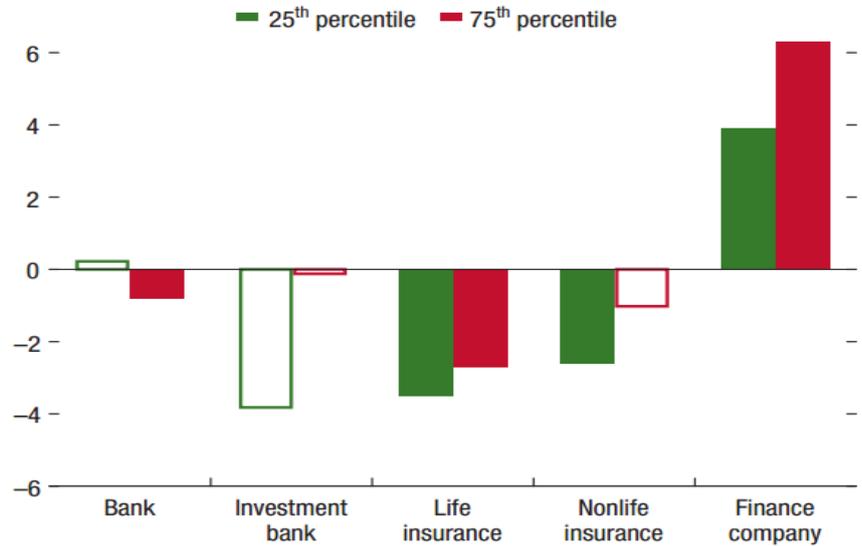


数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

### 3.5 金融监管与银行和金融公司替代

实证结果如下图所示，可以看出，银行和金融公司的替代性在有更严格金融监管的地区更强，在那些有严格的银行资本监管的国家，货币一收紧，银行比监管不太严的地地区的银行收紧得更多。同时金融公司会放松他们的货币供应。（注释：数据是货币政策发布三年后，按监管强度排序取分位数，其他与前同。）

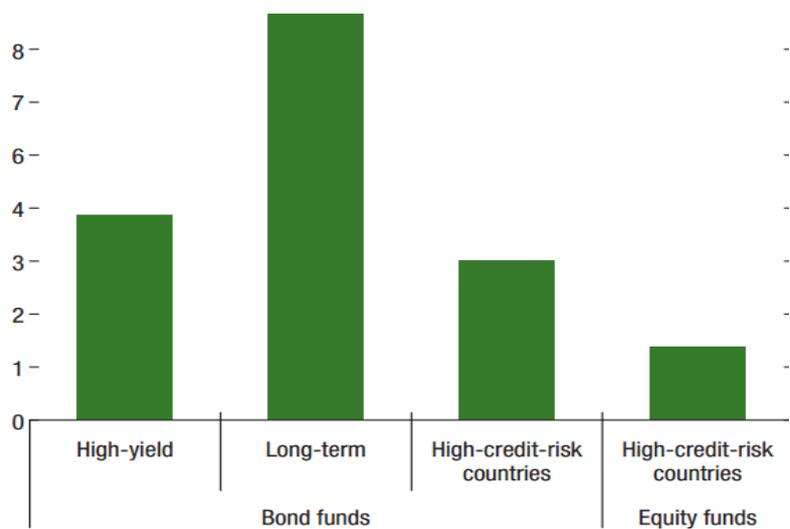
图12：金融监管对银行和非银金融替代的影响



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

### 3.6 共同基金对货币宽松政策的反应

图13：货币政策放松后共同基金总资产中占比变动百分比



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

实证结果如上图所示，可以看出，共同基金对货币政策的反应是连续的，这主要是因为它的风险控制。当货币政策放松时，基金经理会配置更多的风险资产。具体来说，当货币政策放松时，债券基金极大地提高了他们资产组合中长期的高收益率的债券的比例，同时股票基金提高了他们在有较高信用风险的投机级

国家的投资。

### 3.7 直接融资和间接融资

实证结果如下图所示。可以看出，一般来说，公司是否更多使用债券融资依赖于金融市场的发达程度，发达市场更倾向于债券融资。其他许多因素也一起影响公司的在银行贷款和债券融资上的决策。一，发行债券需要的大量发现费用；二，在资金紧张的情况下，债券可能更难展期；三，银行比公众甚至是机构更容易获取公司的信息。

图14：各国的银行融资占比

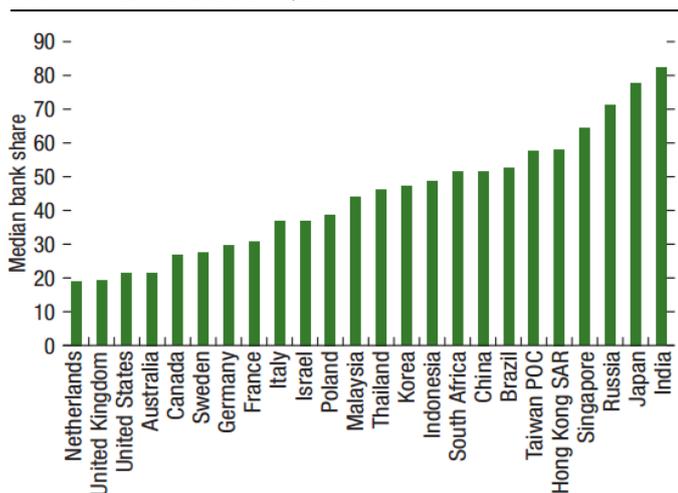
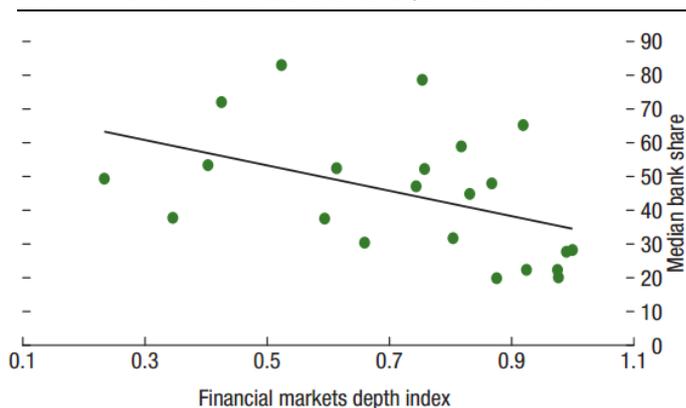


图15：金融深化程度与银行融资呈负相关



Larger firms rely more on bond financing in advanced economies.

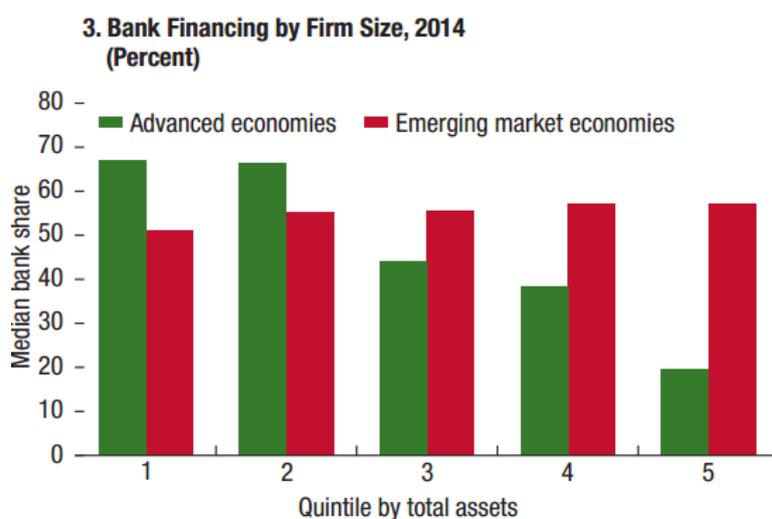
Bond financing increased in most countries after the crisis.

数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

另外，公司规模大小也对公司的融资方式产生了影响，在发达经济体当中大公司更偏向于债券融资。

图16：发达经济中公司规模越大越倾向于债务融资

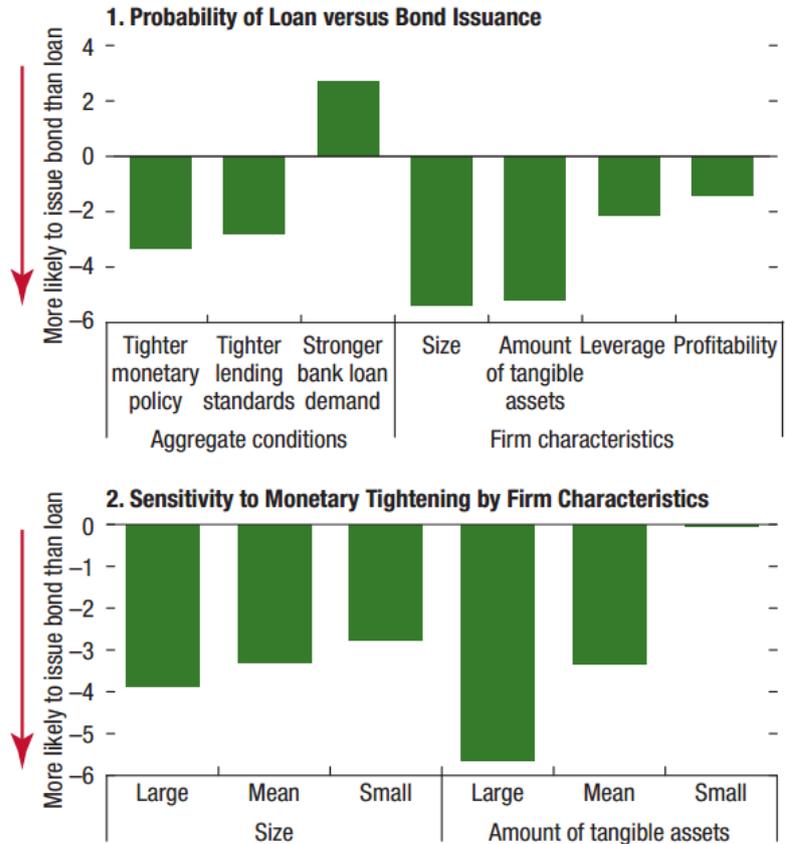


数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

注释：从1到5公司规模越来越大

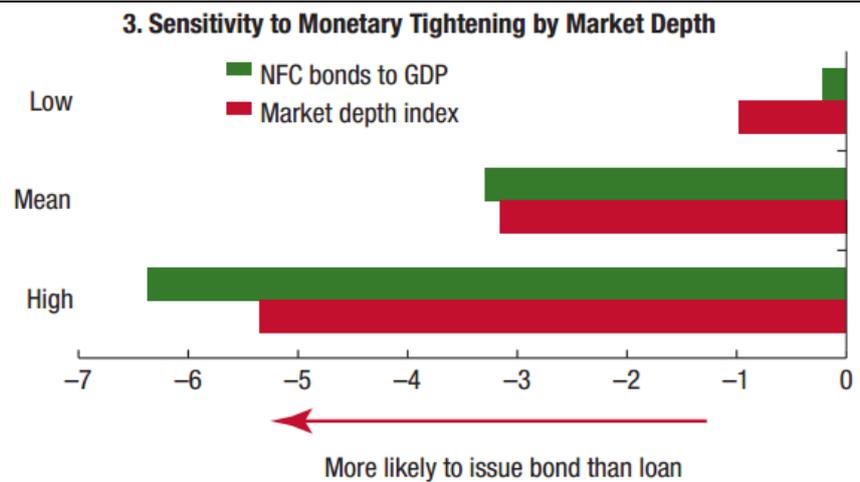
### 3.8 债券融资对货币政策传导的影响

图17：债券融资对货币政策传导的影响1



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

图18：债券融资对货币政策传导的影响2



数据来源：IMF《全球金融稳定报告》（2016.10）

IMF从两方面论述了债券融资对货币政策传导的影响。

货币收紧导致的银行借款和债券发行之间的替代效应，从公司层面来说，规模较大或具有大量有形资产的公司替代效应更强，从市场层面来说，在金融深化更强的国家替代效应更强。

## 一、不同特点公司的替代效应

从规模来说，大公司与小公司相比存在更强的替代效应，从有形资产数量的角度来说，拥有大量有形资产的公司替代效应更强。

## 二、不同金融深化程度的替代效应

图18表示了不同金融深化程度的市场对百分之一的货币收紧的反应，金融深化程度越高的国家及地区，更倾向于用发现债券来代替银行借款。

# 四、结论和政策建议

## 4.1 非银行金融机构的增加对货币政策实施的影响

随着金融市场的发展，非银行金融机构的数量以及规模也越来越大，在金融市场发挥的作用也越来越大。有人认为非银行金融机构的发展不利于货币政策的传导，因为非银行金融机构与央行没有直接的联系（不像银行有法定准备金）。但是事实上，非银行金融机构不会减弱甚至加强了货币政策的传导效率。原因有三点：

1. 随着非银行金融机构的发展，通过其的风险承担渠道越来越大，这意味着货币政策的传输滞后越来越短；
2. 对非银行金融机构监管措施的改进（努力向银行监管靠近）会增强货币政策对非银行金融机构的影响；
3. 实际表明，非银行金融机构似乎对货币政策的反应更大，货币政策需要根据市场重要金融机构的组成的变动不断调整。

非银行金融机构占金融市场分量的增加还会对货币政策的制定过程产生影响。为了更好地制定货币政策，央行需要从市场上主要金融机构的资产负债表当中提取信息，特别关注两点：金融机构杠杠水平及其增长，短期融资市场贷款水平及其增长。因此，随着非银行金融部门的发展，央行需要关注非银行金融机构资产负债表。此外，金融机构之间的借贷以及基金公司的绩效评估会增加短期利率的变动对资产价格的影响。因此，央行还需要加强对投资基金的监管，因为它是风险溢价急剧波动的重要影响因素。

然而，目前不好的现象是央行搜集到的非银行金融机构的数据不全面不准确，尤其在发展中国家更为严重。非银行金融中介相关数据的缺失会导致借贷水平及其增长率的低估，这对货币政策以及监管政策的制定都不利。

## 4.2 货币政策对金融稳定的影响

随着非银行金融机构在金融市场重要性的增加，金融监管部门需要关注货币政策变动对金融稳定的影响。由于风险承担渠道是金融中介机构响应货币政策的重要机制，货币政策对金融稳定的影响也增强。这不意味着货币政策会增加金融稳定性，而是表明央行应该更加警惕，要更深入地研究货币政策对不同金融机构风险承担的影响。

---

## 4.3 总结和政策建议

### ➤ 总结

1. 过去15年，许多国家的货币政策传导效果都有所增强。非银行金融机构规模较大的国家政策传导效果略强于非银行金融机构规模较小的国家。
2. 除了金融公司，银行和非银行金融机构在货币政策紧缩时也收缩了其资产负债表。多数情况下，非银行金融机构对货币政策的反应更大，虽然国与国之间存在差异。因此，当货币政策紧缩时，一种金融中介机构放贷数量的减少会减少整个经济体的贷款供给。那些容易获得资金的金融机构收缩了其资产负债表，抑制了货币政策的传导效果。
3. 银行贷款供给的变动对实体经济的影响很大。因为货币政策收紧时，即使是大型非金融公司通过发行债券来代替银行贷款来融资的能力也是非常有限的。
4. 通过资产配置的变化，风险承担渠道在解释货币政策传导效果增强上发挥了重要作用。资产配置的变化也说明了国际货币溢出的可能性。

### ➤ 政策建议

1. 随着非银行金融机构发挥作用的增强，货币政策需要根据传导机制进行调整。例如，当相关风险承担渠道发挥作用增强时，货币政策对实体经济的影响会更快更明显。此外，有关非银行金融机构的相关监管制度也会影响货币政策的传导。
2. 央行要对主要金融中介机构的资产负债表的规模以及组成进行监督，以发现金融机构风险偏好的变化；
3. 央行要关注货币政策变动对金融稳定的影响。
4. 对非银行金融机构数据的搜集工作需要加强，尤其对发展中国家。