

中国影子银行的发展现状及券商的参与模式

刘世欣 ☎: (86) 83571401

(86) 15210112901

✉: liushixin@chinastock.com.cn

2008年美国次贷危机后，“影子银行”开始频繁进入国人的视野，它被称为美国次贷危机的始作俑者。2012年9月18日达沃斯论坛上，中国银行董事长肖钢被问到中国金融未来五年最大的风险时表示，“最大的风险是中国式的影子银行体系”。10月12日肖钢又在China Daily上发表英文文章呼吁加强对影子银行的监管，认为影子银行“从某种程度上来讲就是一个庞氏骗局。在一定的条件下，一旦投资者失去信心并减少他们的购买或退出理财产品，这样的击鼓传花便会停止。”肖钢的观点引发中国金融界的广泛关注却发生在十八大以后，他成为新一届中央委员，这意味着他很可能不久后成为央行、银监会、证监会三者居其一的新任掌门人，是未来中国金融界举足轻重的人物。而2012年12月3日在上海，由于华夏银行员工私售理财产品，一款1.19亿元的理财产品无法到期兑付，投资者大闹银行维权的事件震动全国，引发了更多投资者的担忧，进一步引发国人对影子银行的关注。

“影子银行体系”（Shadow Banking System）一词是美国太平洋资产管理公司（PIMCO）前执行董事 Paul McCulley 的创新，他在2007年8月 Jackson Hole 举行的美联储堪萨斯城经济学研讨会上提出影子银行体系是“一系列杠杆化的非银行的投资渠道、工具和结构性产品”¹。他认为影子银行的产生与上世纪七十年代以来美国货币市场基金的发展有关，货币市场基金功能与银行存款类似，然而货币市场基金的监管与银行收到监管不同。影子银行与之类似，游离

¹ Paul McCulley, Teton Reflections, *PIMCO Global Central Bank Focus*, Aug/Sept. 2007

于传统银行体系之外，从事的金融业务功能与银行类似，但基本不受监管。²后来，美国太平洋资产管理公司创始人 Bill Gross 撰文采用这一概念³，使之迅速传播。美国金融危机调查委员会 (FCIC) 将影子银行体系定义为：由在常规银行体系之外的实体及其活动组成的一个信贷中介体系，就是吸纳储蓄者等资本供给者的资本，并向资本需求者提供贷款融资服务。影子银行体系的特点在于（如表 1）：虽然名字中含有银行，但通常并不从事储蓄业务，而是提供资本借贷中介业务，但不受银行业监管，所以通常具有体系性风险隐患和监管套利隐患。此外，影子银行体系还包括那些仅为了信用转换⁴、期限转换⁵、流动性转换⁶和杠杆交易提供便利的实体。⁷因此投资银行、金融控股公司、货币市场基金、对冲基金、债券保险公司、结构性投资载体、资产支持票据通道、养老金、政府支持企业等金融实体都算作美国影子银行的有机组成部分。根据美国金融稳定监督委员会 (Financial Stability Board) 统计，目前 G20 国家中影子银行体系占到金融体系比重达到 25%—30%，并且发展迅速。⁸2002 年全球影子银行体系业务规模仅 27 万亿美元，全球金融危机时曾有过收缩，但 2008 年后迅速恢复增长，2011 年就攀升至 66.6 万亿美元，是全球同期 GDP 的 111%，占金融中介总资产的四分之一，约为商业银行总规模的 35%。⁹

表 1 影子银行体系的特点

影子银行体系的特点	
与传统银行相关	影子银行通常与银行或银控公司联系，形成中介链条，经营以来传统银行的合法参与
高杠杆	2003 年，世界 10 大投行平均杠杆率不到 23 倍，而 2007 年 10 大投行平均杠杆率为 30.6 倍。而在金融危机爆发前，美国银控公司杠杆率约 10—20 之间，投行杠杆率 30—40 倍之间
期限转换	影子银行体系资金来源主要是短期货币市场，一旦市场出现逆

² Paul McCulley, After the Crisis: Planning a New Financial Structure Learning from the Bank of Dad, PIMCO Global Central Bank Focus, May. 2010

³ Bill Gross, Beware Our Shadow Banking System, Fortune, 2007(11)

⁴ 信用转换就是，影子银行将对货币市场投资者的信用转换成对资本市场长期筹资者的信用，将个人信用转换成影子银行的信用，使得信用增强

⁵ 期限转换就是引资银行通过短期批发市场获得融资，形成期限较短的负债，然后投资于期限较长的资产

⁶ 流动性转换就是，影子银行把短期负债的高流动性转化为中长期投资或贷款的低流动性

⁷ Financial Stability Board, Shadow Banking: Scoping the Issues, April 12, 2011a

⁸ Financial Stability Board, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation

⁹ Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012 Accompanying Data, Nov 2012

	<p>转，就会发生类似商业银行挤兑的情况，长期资产不能变现很快就会发生流动性危机。影子银行内金融机构为了自保快速去杠杆化的过程会很快波及其他金融机构，不可避免的带来系统流动性危机</p>
对资产价格敏感	<p>影子银行大部分资产建立在市场交易基础上，市场非理性波动和短期流动性变化都会带来资产价格较大波动，从而使影子银行的资产更多暴露在市场风险下</p>
游离在监管之外	<p>(1) 影子银行不受审慎监管标准的约束，没有资本、流动性、杠杆率、报告和信息披露的要求；</p> <p>(2) 影子银行不受审慎监管过程的约束，监管部门不会定期获取影子银行财务和审慎监管信息，也无法进行日常风险监测和评估；</p> <p>(3) 影子银行不在存款保险范围内，在正常情况下也不会获得央行流动性支持或政府担保。</p>
容易引发系统性风险	<p>(1) 影子银行提供的“类存款”资金（如短期资产支持商业票据、短期回购协议、结构投资工具等）一旦发生“挤兑”，会带来巨大系统风险</p> <p>(2) 影子银行积累的杠杆会放大“亲周期效应”</p> <p>(3) 影子银行与传统银行之间高度关联，也容易引发系统性风险</p>

然而影子银行在中国也有了特色，发展成为一个更为宽泛的概念，与国外影子银行有很大程度的差异。尽管还没有统一，中国影子银行更多采用央行课题组的定义，“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 III 或等同监督程度的实体或准实体。符合该定义的影子银行主要包括：商业银行表外理财、证券公司集合理财、基金公司专户理财、证券投资基金、投连险中的投资账户、产业投资基金、创业投资基金、私募股权基金、企业年金、住房公积金、小额贷款公司、非银行系融资租赁公司、专业保理公司、

金融控股公司、典当行、担保公司、票据公司、具有储值和预付机制的第三方支付公司、有组织的民间借贷等融资性机构”。¹⁰

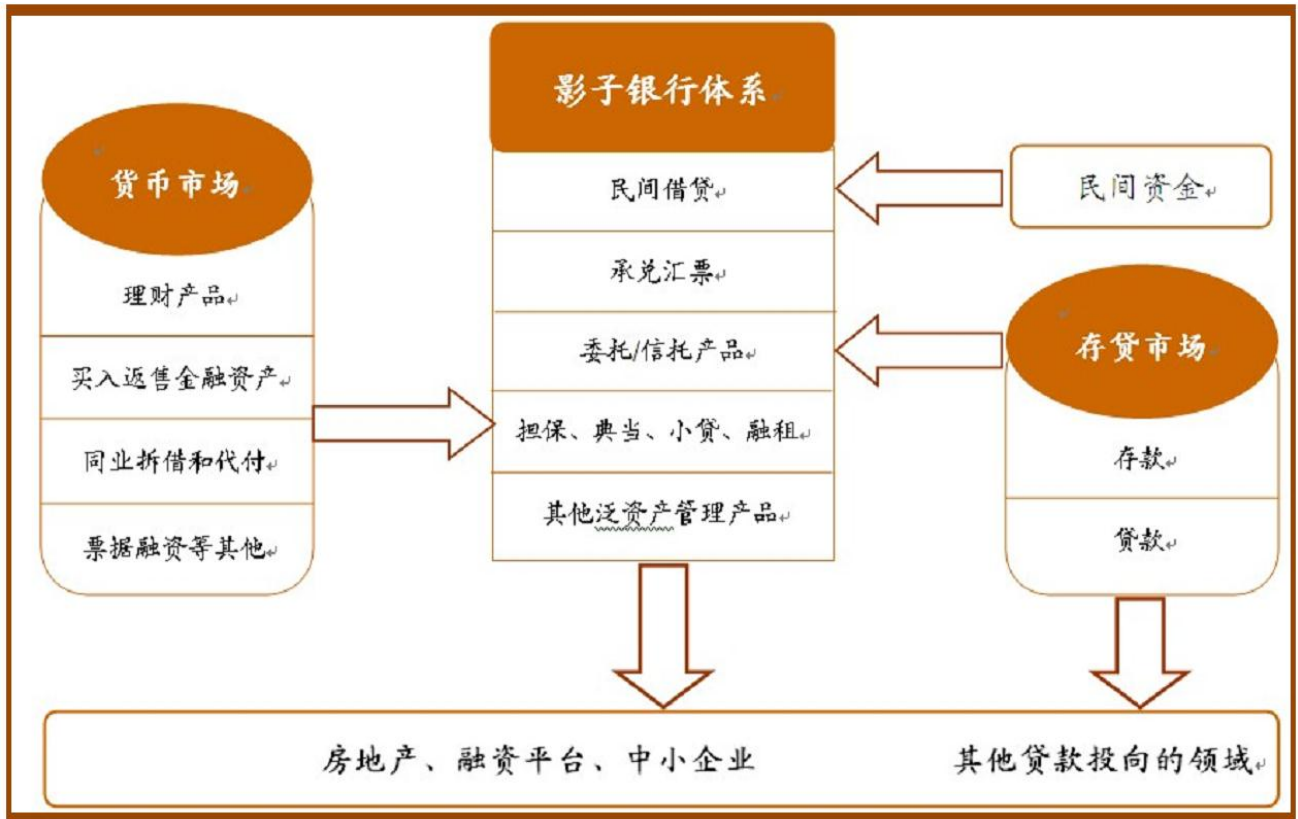
中国影子银行也和国外影子银行有很大不同：第一，中国影子银行更加独立。相对外国通过证券化相互联系的完整信用链条，影子银行成为一个整体存在，而中国影子银行则更为零散和独立，难以形成完整信用链；第二，中国影子银行仅实现融资功能，是传统银行的补充。国外资产证券化程度较高，证券化、再证券化产品将影子银行体系的机构联系起来，影子银行帮助传统银行信贷进行表外转移，传统银行持有影子银行的产品并为影子银行提供信用违约担保，而在中国资产证券化程度较低，中国影子银行仅能在一定程度替代和补充传统银行融资，与传统银行关系更为简单。第三，中国影子银行融资模式还是以零售为主。国外影子银行通过发行资产支持票据、资产支持证券等金融工具可以进行批发式融资，面向货币市场基金、养老金等大型金融机构，而中国影子银行目前与传统银行类似，主要还是通过面向企业和个人募集资本。所以，我们看到中国影子银行不同于发达国家通过叠加金融衍生品不断放大杠杆的影子银行体系，依然主要服务于实体经济的信用扩张体系，比发达国家的信用扩张工具原始的多。

影子银行作为金融中介，其产生和发展满足了中国利率非市场化条件下资金供求双方的需要。从资金需求方面看，中国银行体系信贷歧视导致大量中小企业向影子银行寻求贷款渠道。信贷歧视在中国现行的央行信贷额度管制下尤为严重，大型国有企业和外资企业融资便捷，而中小企业融资难的问题长期存在，信贷资源非常稀缺。当然，这种政策本身在某些情况下就是央行宏观调控的一部分，试图限制某些行业的野蛮生长(如控制房地产行业)和进行风险控制，但为了实现利益最大化，这些融资难的经济实体必然通过其他的非银行渠道，以更高的成本来进行融资，这些非银行渠道就包括信托、民间融资、委托贷款、银行承兑汇票、同业代付、PE、典当行等。从资金供给方面看，存款利率管制和通货膨胀推动了中国影子银行发展。中国长期以来以间接融资方式为主，居民投资方式以存款为主，是典型的高储蓄率国家。然而中国利率非市场化，存款利率受到管制，人为压低的市场利率自然导致供不应求，中国金融体系的资本市场畸形发展。在缺乏投资渠道的高通胀年代中国储户不得不忍受实际负利率，而中国经济快速增长带来居民收入不断提高，理财意识不断增强，一旦出现了理财产品、财富管理、民间投资、信托这些高收益的投资渠道时，从机会成本角度中国储户也会配置一部分资金进入，而且

¹⁰ 中国人民银行调查统计司与成都分行调查统计处联合课题组，《影子银行体系的内涵与外延》，《金融发展评论》，2012年第8期

很多储户在小规模尝试后都在理财产品上配置更多的资金,加速资金流入中国影子银行。同时,各大金融机构也不断进行产品创新,尤其是眼花缭乱的理财产品来满足不同投资者的需要。中国影子银行的功能如图 1 所示:

图 1 中国影子银行的中介职能

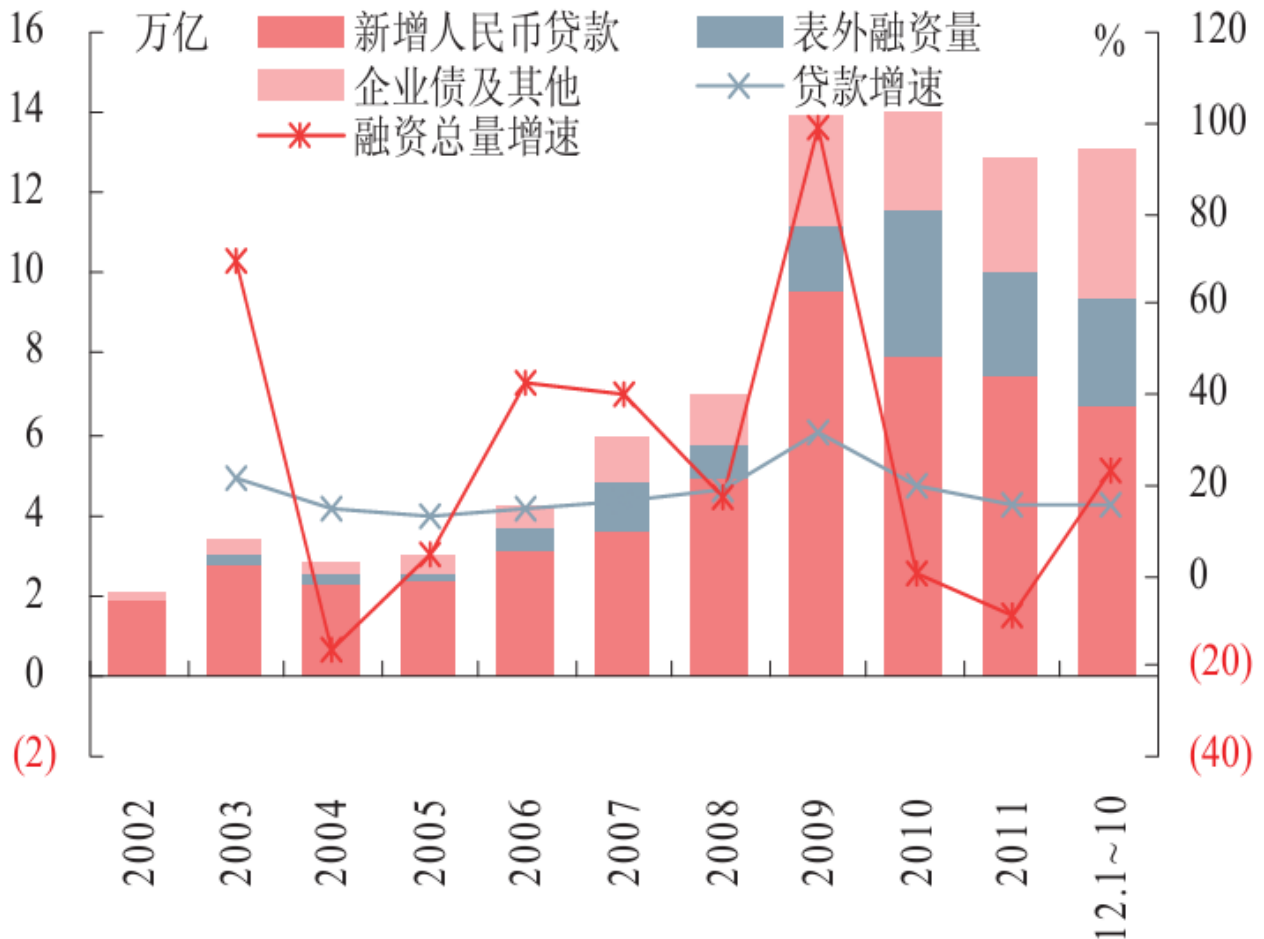


资料来源：招商证券研报

中国影子银行规模不断扩张且难以准确估计,大多机构测算在 20-30 万亿元间。2010 年时任银监会首席顾问的沈联涛先生就估计影子银行规模达到 20 万亿。左晓蕾认为中国影子银行的规模是一本不断膨胀的糊涂账,并根据央行数据估计中国影子银行规模在 17-19 万亿,占 GDP 的三分之一。¹¹从图 2 可以看出,过去的十年里社会融资总量中新增人民币贷款比重逐渐下降,社会融资总量中表外融资业务比重扩张迅速,都从侧面凸显了中国影子银行的规模不断扩大。

¹¹ 左晓蕾,《影子银行风险渐行渐近》,中国银河证券研究部内部研报,2013 年 1 月 15 日

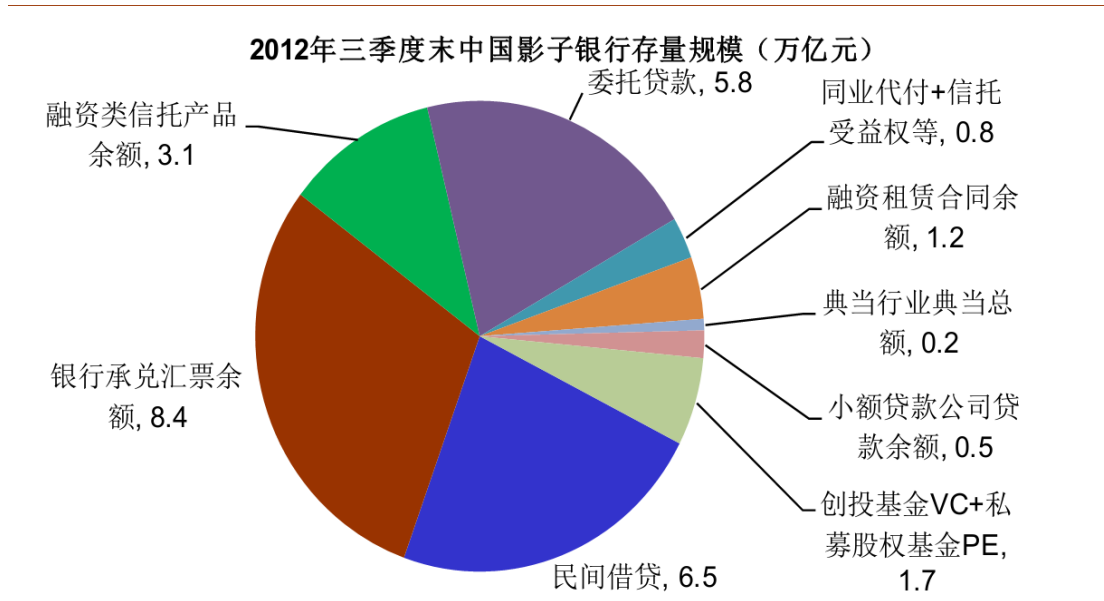
图2 表外融资业务占社会融资总量比重上升迅速



数据来源：中国人民银行

招商证券估计 2012 年前三季度，中国影子银行规模达到 28.25 万亿元。（如图 3 所示）。其中占比重最高的分别是银行承兑汇票 8.4 万亿（占 30%），民间借贷余额 6.5 万亿（占 23%），委托贷款 5.8 万亿（占 21%），融资类信托产品 3.1 万亿（占 11%）。中信证券把中国影子银行划为三大类：银行的表外业务，非银行金融机构（和民间借贷体系，并估算中国影子银行规模在 23.8-25.8 万亿之间（如表 2 所示）。从增量水平来看，2012 年前三季度中国影子银行共增加 2.88 万亿元，其中银行承兑汇票新增 1.7 万亿元，委托贷款新增 0.86 万亿元、融资类信托产品新增 0.62 万亿元，而民间融资则减少了 0.3 万亿元。

图3 招商证券估计2012年三季度末中国影子银行存量规模



数据来源：招商证券研报

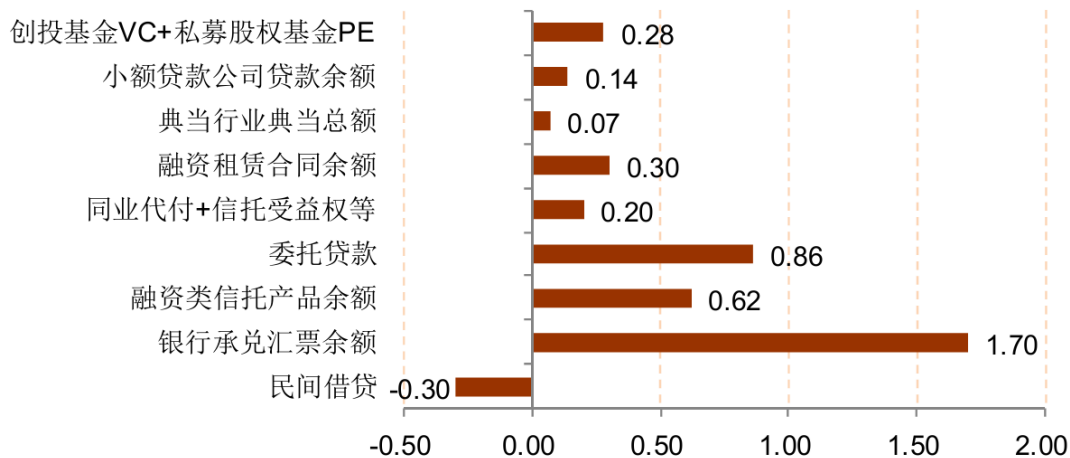
表2 中信证券对中国影子银行规模估计

影子银行规模	金额 (万亿元)
银行的表外业务	10.3
委托贷款	5.4
银行理财产品	6.7
扣减银证合作	(-1.8)
非银行金融机构	10.5
资金信托	6.3
担保公司	0.6
典当余额	1.5
小额贷款	0.5
融资租赁	1.3
PE	0.2

REITs	0.04
民间融资网络	3-5
合计	23.8-25.8

资料来源：中信证券研报

图 4 2012 年前三季度中国影子银行增量规模（万亿元）



数据来源：人民银行、信托业协会，转引自招商证券研报

券商参与中国影子银行主要是采取资产管理业务的方式。券商的资产管理业务分为——定向资产管理、集合资产管理和专项资产管理三大类，其中影子银行主要涉及定向资产管理中的银证合作。各大券商银证合作业务发展参差不齐，截止 2012 年 9 月末证券业资产管理规模达到 9296 亿元，银证合作占资管业务比重约 70%。资管业务发展较好的宏源证券，银证合作占资管业务比重达到约 90%，而有些券商则刚刚起步。根据万得统计数据，9 月末券商集合理财规模在 1600-1700 亿元左右，非银证合作的定向资产管理略低于集合资产管理，规模估计在千亿上下，所以银证合作规模约 6000-6500 亿元，其中传统银证合作规模约 2800-3000 亿元，新型银证合作规模约 3000-3500 亿元。并且随着银证合作规模不断扩大，行业竞争也加剧，券商管理费率也不断下降，新增业务多在万五到千一，个别券商甚至达到万二，并且下降趋势不变。

传统的银证合作又分为两种——银证信和银证保。银证信模式就是把银行表内资产转为表外资产来满足银行资本充足率要求，即便银行信贷额度已满时继续为客户发放贷款。银证信模

式是银证合作中常见的一种，在票据模式出现之前，该模式占银证合作比重达到 80%。银证信也分两种，一种针对新增贷款，一种针对存量信贷资产（如图 5 所示）。由于银监会对信托的监管，该模式资金很难流入房地产和地方融资平台。银证保模式就是银行把理财资金、同业资金转换成一般性存款，以满足存贷比监管标准，协议存款利率通常在 6% 以下（如图 6 所示）。当前，还有部分券商开展了新型的银证合作业务（如图 7 所示）：第一种与针对银行信贷资产的传统银证信业务类似，单笔业务规模巨大，常常是一单达到几十亿元，这类业务规模发展迅速，可能已经超过传统银证信模式的总规模。第二种，与传统针对融资方的银证信模式类似，但是该模式下资金最终流向大多是地方政府融资品太，风险相对较大，市场上仅有少数激进券商开展该业务。

不论上述是哪种业务模式，资金迅速流转，一天内流转完成，然而对券商来说风险很小。实际上，目前仅有《证券公司客户资产管理业务管理办法》对券商进行监管，而且不论那种模式，证券公司与银行、信托公司、保险公司签订合同时都会有免责条款，证券公司不承担资金损失。新型业务模式第二种，购买应收账款收益权模式风险最大，证监会也规定即使证券公司与银行签订免责条款，也要尽到尽职调查责任，但实际上可能未必会认真执行。从上面可以看出，银证合作业务对券商来说，资金风险实际上几乎不存在。

图 5 银证信模式

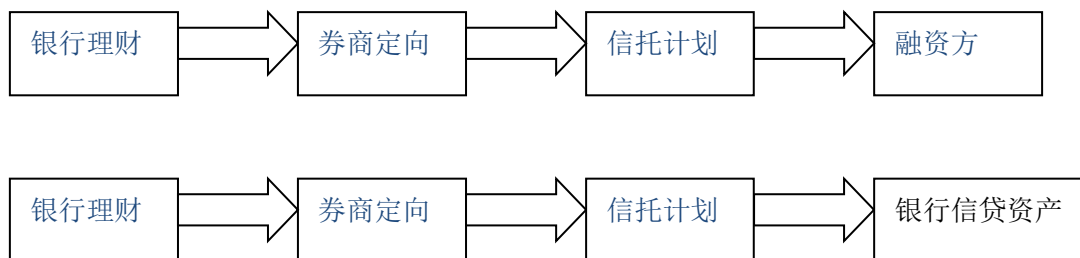


图 6 银证保业务模式

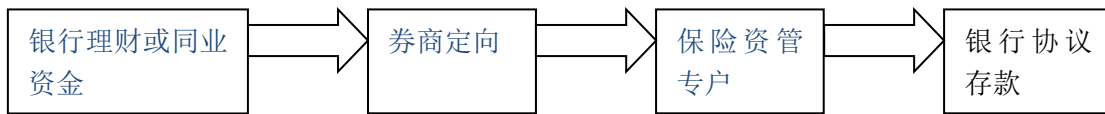
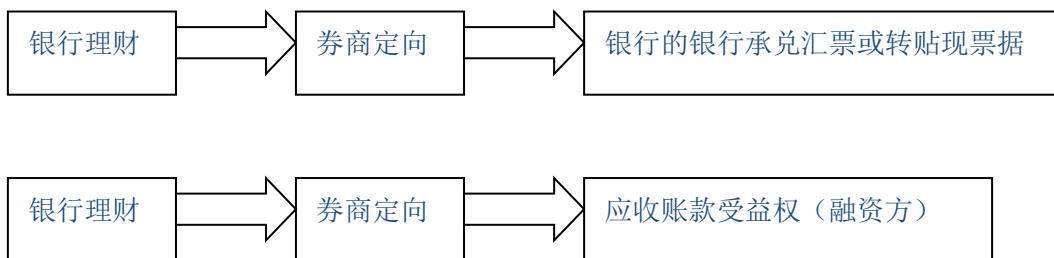


图7 新型业务模式



笔者认为中国影子银行确实存在一定风险，而且有关中国影子银行的文献大都对此进行了详细描述，本文不再赘述。但笔者还认为其风险可能与中国影子银行过于宽泛的定义有关。比如有净资本约束的信托公司等是不同于影子银行，银行正常的表外业务已受到监管，在巴塞尔框架下通过风险转换同样受资本约束，不能等同影子银行。由于中国资产证券化程度很低，而且中国影子银行本身并非像发达国家那样高杠杆并且游离于监管之外，目前通常被视为中国影子银行的产品和机构多不具备可引发系统性风险的高杠杆和期限错配特征，同时其规模和风险也尚未对系统性风险产生巨大的影响。中国影子银行的产生和发展有其必然性，本质上这就是在现行金融制度约束下，资本供求双方的必然选择，从一定程度上说也算金融创新的一部分，符合监管部门鼓励金融创新的大方向，对中国证券业的发展，对利率市场化和中小企业融资存在积极的影响，监管部门应将阳光照进影子，积极推进影子银行的阳光化，才会更好引导整个行业的发展。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 83571401, 15210112901

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>