

中国影子银行的监管动向与业务发展方向

俞慧君 ☎: (86) 13911534993

(86) 1083574569

✉: yuhuijun@chinastock.com.cn

近两年，由于企业融资缺口扩大，利率市场化进程加快，商业银行在激烈的竞争中，开始主动和被动地寻找新的业务和新的利润增长点，在我国银行一支独大的金融体系中，常规的银行信贷融资增长受到规模和贷存比等约束，导致以银行表外理财、信托、银证合作、银信合作、政信合作等业务形式的“影子银行”融资规模出现爆发增长，而蕴藏在影子银行活动中的风险，以及已经发生的违约事件，受到了各大部委及监管机构的重视，随着监管力度的加强，影子银行相关的业务也将发生相应的转变，引起市场投资机构对此的关注。

一、 影子银行的功能属性与中国影子银行产生的根源分析

（一）影子银行的功能属性——融资功能

对“影子银行”的定义最早由美国太平洋投资管理公司（PIMCO）的 Paul McCulley¹于2007年提出。随后，PIMCO 的公司创始人、“债券大王” 格罗斯（Gross）在一篇文章中再次提及，“影子银行”名声大噪。之后，国际上不同的机构都对影子银行的范围进行了界定²，虽然口径定义的范围有宽有窄，但是对于影子银行的基本功能属性做了统一的限定——融资功能，尽管其没有正规银行吸收存款、发放贷款的执业牌照，但也能通过接收类似的存款类

¹ 指的是“有银行之实、无银行之名”的金融机构。

² 金融稳定委员会的定义：“非传统银行类信用中介”，包含直接从事信用发放、或通过银行表内外交易来发挥信用中介功能的机构和业务。欧盟委员会的定义根据机构类别区别影子银行范畴，包括期限/流动性转移业务的特殊机构（例如证券化工具）、存款性投资基金、提供信用杠杆的投资基金、提供信用担保或进行期限/流动性转移业务的金融机构、发行或为信用产品提供担保的保险公司及再保险公司等。

资金，通过机构杠杆，进行期限转换、流动性转换及信用风险转移，为实体经济提供融资替代功能，其业务也可能依赖于常规银行的融资业务（FSB 研究表明近年影子银行对常规银行融资业务的依赖性加大）。

（二）全球影子银行的规模与主要类型

根据金融稳定委员会 2012 年 11 月公布的统计数据，全球约 20 个最主要国家/地区的影子银行的总规模已经从 2000 年初 26 万亿增长到 2011 年末 67 万亿美元规模，增长速度仅在 2008 年危机后短暂回落至 58 亿规模、后又恢复缓步增长势头。相对规模上，目前影子规模占整个金融中介机构比重近 25%，相当于接近正规银行一半规模（如图 1 所示）。

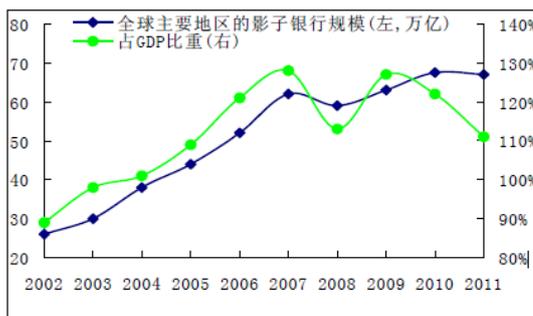


图 1 全球广义影子银行（非银行金融中介）规模增长

资料来源：申万研究

影子银行在金融体系中的地位，与各国金融体系的发展阶段、国情有着密切的关系，但主要分为三种类型（见表 1）。

金融体系模式	主要特征	代表国家
大银行模式	银行占主导，其他金融机构占比低于 20%，传统银行远超影子银行规模，融资依赖传统贷款模式	德国、日本、加拿大、法国、西班牙
影子银行模式	其他金融机构占比超过 20%，大于或等于银行占比。影子银行作为金融体系主要融资渠道。	美国、英国、荷兰
央行操控模式	公共金融机构或央行地位更重要（例如高额外汇储备或者主权财富基金），其他金融机构占比低	阿根廷、印尼、沙特阿拉伯、俄罗斯、以及中国等

资料来源：申万研究

（三）中国影子银行产生的根源分析

1、打破银行垄断，企业、非银行金融机构推动单一银行体系向多元化金融体系过渡的产物

中国的影子银行是金融机构体系由传统银行垄断向多元化过渡、从银行间接融资向通过标准化资本市场融资过渡的中间产物。因为历史的原因，我国的银行在企业信贷市场上长期拥有利率垄断、产品规模垄断和渠道垄断性。企业与银行的业务地位、非银行机构与银行的竞争地位、储户与银行的分配地位极不对等，银行凭其垄断优势获取与其所承受的风险不相匹配的高收益。正是鉴于此，部分企业不断尝试脱媒化，通过债券或信托等其他途径融资，部分非银行机构也试图利用各种途径与银行分享融资市场的中间收益。但是，值得注意的是，在这一进程中初级阶段，银行仍保持其相对优势，其他非银行机构和企业的融资仍表现出对银行拥有较强的依赖性，但是业务模式早已突破传统的信贷模式了，更多得表现在表外业务。

2、社会融资缺口与金融融资制度缺失是根本原因

近些年企业的融资资金缺口日益扩大，不仅与我国的经济环境有关，而且与我国现有的融资渠道、融资制度相关，从资金需求角度看：房地产、地方政府拉动经济增长等资金需求量大，四万亿投资后所形成的大量企业项目滚动形成再融资需求；而从资金供给角度看，作为间接融资渠道的传统银行信贷，受到资本充足率、信贷额度以及贷存比考核等监管约束。同时，作为直接融资渠道的股票/债券等标准化工具，融资分流的增量有限（虽然近两年债券市场增速也很快，但标准化融资工具仍会受到资本市场承接容量等客观条件限制）。从社会融资构成看，2009-2012年最终实现的年均社会融资总量约14万亿（12-16万亿区间），但银行信贷（人民币+外币）年均供应仅约9万亿，资本市场的标准化产品（股票+债券）年均提供融资金额不到1.9万亿。其间存在了约2.5-3.5万亿以上融资缺口。此外，还有包括尚未被央行统计包括的民间借贷的资金需求缺口。如此巨大的融资缺口需要影子银行来弥补，并按约3-5万亿/年的增长速度累积规模。此外，国内金融制度部分缺失长期导致中小企业/农村融资缺位，以及《信托法》信托借贷关系也产生失真变形，信托沦为银行变相放贷的通道。因此，当传统的银行信贷难以满足资金需求更快速度增长时，全社会融资的实际资金缺口日渐拉大，一部分企业也越来越倾向甚至被迫通过影子银行等非正规的融资渠道，以绕开信贷监管来补充市场资金缺口。

3、利率市场化是催化剂

利率市场化进程中，抓住客户，确保资金来源，是商业银行获得竞争优势的重中之重。

谁能更好地发现需求，满足需求，谁就能从中攫取利润。从客户为中心的角度说就是客户需求的满足过程，从产品导向的角度说就是产品创新的过程。2011-2012 年高通胀率导致存款负利率，理财产品收益率远超出同期银行存款利率，使得居民存款大量向表外转移，而影子银行正好顺应了居民对更高回报率的需求。与此同时，影子银行也获得了最主要的资金来源。而从银行的角度来看，为了获得规模扩张和利润的能力，不得不通过各种方式绕开监管，一方面是通过将资产腾挪到表外来做大表外业务，从而增加中间业务收入，另一方面通过银银同业、银信同业、银证同业等同业渠道来将信贷资产转移至同业资产项下，从而规避贷款额度、贷存比、资本充足率监管，甚至在拨备覆盖率、拨贷比，不良率等问题上也可以完全绕开监管，从而获得更高的杠杆率，从而提高 ROE 水平。

二、中国影子银行的业务运作模式与规模量化

1、中国影子银行的业务运作模式

我国影子银行的活动开展主要通过以下几个主要模块，银行理财、信托、券商资管、保险及基金等其他机构业务以及表外融资、民间融资等。

1) 银行理财业务。按银监会公开 2012 年三季度末银行表外理财产品余额在 6.73 万亿，相比 2011 年末 4.59 万亿元增长了近 47%，考虑到季末回表效应，日常理财存量高峰预计可达 8-9 万亿以上。理财资金来源主要体现从存款向表外转移，具体投向包括信托/信贷类资产、银行同业存款、买入返售票据、债券、新股、及货币工具等。2012 年以来银行理财在规模持续增长同时，理财收益率从 5% 以上不断下行至 4% 左右水平。

2) 信托业务。信托是国内影子银行信用的传统投放渠道之一，信托业协会统计截至 2012 年三季度末信托业资产总规模已达 6.58 万亿，并有望超出保险成为第二大金融机构。其中“银信合作”规模约 1.84 万亿（近年采用信托收益权方式更加隐蔽，银信实际规模存在被低估可能），“政信合作³”规模约 0.39 万亿。信托资金来源于理财资金委托及客户受托资金等，投向于债权、股权及收益权资产及同业/买入返售资产等，具体产业投向包括房地产、基础设施和工商业等领域。信托产品发行利率当前维持在 9-11% 附近，企业对信托资金实际融资成本高于这一水平。

³ 政信合作主要通过三种形式开展：1) 信托公司参与地方投融资平台下属项目的设立或增资扩股，由平台或平台国有股东承诺到期溢价回购股权；2) 信托公司向平台发放信托贷款，由地方政府或平台承诺到期偿还；3) 信托公司受让地方投融资平台的地方政府的应收账款债权，到期地方政府偿还平台公司，再偿还信托资金。

3) 券商资管业务。券商资产管理计划使其继信托后成为银行资金另一大通道业务, 2012 年底规模已膨胀至上万亿水平。产品的类别就是定向资产管理计划, 资金来源是银行将自有资金或通过理财产品筹措的资金, 投向于银行的票据类、信贷类资产等,

4) 保险及基金等其他机构业务。2012 年 10 月份保监会放开保险资金对银行理财产品、集合资金信托计划、券商转向资产管理计划、基础设施债权计划等金融产品投资范围。保险资金对于债权管理计划、PE、不动产投资等非标准化产品的投资占比将出现相对提升。险资的来源为受托管理保险资金, 养老金、企业年金以及公积金等, 债券计划投向基础设施融资、股权、不动产, 各类金融机构理财产品等, 基金资产管理可投金融市场之外的股权、债权、其他财产权利等。此外, 证监会也已允许基金通过设立子公司方式进一步放开了投资范围。

5) 其他表外融资业务, 包括委托贷款、银行承兑汇票业务和信用证业务等, 银行与表内的同业业务相结合, 进行银行资产腾挪, 达到变相放贷目的; 资金来源为企业和出票人等, 主要投向于贷款和银行承兑汇票。

6) 民间融资借贷业务, 包括地下钱庄、小额贷款公司和典当行等, 资金来源主要是民间个体, 高净值客户等群体, 市场投向为民营中小企业等, 收益率区间平均为 21%, 但如果超过银行贷款利率 4 倍为违法。

2、中国影子银行的规模量化

影子银行的规模量化, 取决于对讨论问题的视角, 是考量对流动性的影响, 还是对金融机构的影响呢? 统计口径是有所区别的。申万的观点值得借鉴, 如果从实体部门资金来源的角度统计全口径融资的存量, 需要在目前央行所给出的社会融资总量⁴概念上进行扩展, 应该考虑加上国外部门融资和政府行为对国内生产者资金来源的影响, 即考虑: 社会融资总量口径下各部分的累计存量, 未纳入社会融资总量统计但隐藏在银行资产负债表同业资产项下的实质信贷存量, 国外部门的累计资金流入(外汇占款的累计存量), 财政存款累计存量的负向影响。申万⁵提供了六种影子银行的算法口径:

全口径融资余额=人民币贷款+外币贷款+委托贷款+银行承兑汇票+企业债券净融资+股票市场融资+外汇占款+信托管理资产+银银同业⁶+银证同业⁷+小贷实收资本+信托贷款+财政

⁴ 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。

⁵ 本文主要参考了申万对影子银行的专题报告, 觉得申万的研究结果值得借鉴与分享。

⁶ 通过其他存款类资产负债表下的同业缺口轧差测算。

⁷ 通过证券公司定向资管产品余额估计

存款

口径 1: 全口径融资余额中的非信贷部分为影子银行 (全口径融资余额-人民币贷款-信托贷款)

口径 2: 口径 1 减去国外部门和政府行为 (口径 1-外汇占款-财政存款)

口径 3: 不考虑外部贷款等信贷类融资及股权融资 (口径 2-外币贷款-股票融资)

口径 4: 不考虑企业债券类直接融资, 不考虑信托管理资产, 只考虑狭义信托贷款 (口径 3-企业债券融资+信托贷款)

口径 5: 如果从不会带来货币派生、或者风险未集中在银行的角度考虑, 影子银行包括委托贷款, 票据、股权融资、小贷实收资本等。(如果企业债券融资是银行持有, 风险仍然集中在银行体系) (口径 4+企业债券融资+股票市场融资-银银同业-银证合作)

口径 6: 从可能被监管的角度来看, 主要是银银同业、银证同业、银信同业⁸。

三、中国影子银行的风险分析

1、资金应用方风险---投向风险

资金应用方的风险最重要的就是逆向选择。影子银行投向多为传统信贷约束领域, 要是高风险项目, 由于其它融资途径堵塞, 越是愿意通过提高融资成本来融资, 因而存在逆向选择。除此之外, 资金应用方风险在我国有两个特殊的表现, 一个是投向分布, 另一个是地方融资平台。目前看, 资金投向增长势头最快的是基础产业和工商企业, 分布先天不足。而地方融资平台, 通过“政信合作”, 潜藏的偿债风险很大, 一般来说, 地方基建项目的偿债来源是土地出让收入, 而 2011 年以来, 地方土地使用权出让收入增长持续回落。有人这样比喻, 如果把希腊看成是一个地方, 那么中国的地方融资平台, 就像希腊一样, 债务危机随时可以爆发, 关键的是, 中国将出现若干个希腊。(目前, 地方融资平台的债务风险已被财政部、银监会等政府机构重视, 陆续出台监管政策)

2、金融/信用中介机构的风险

对于金融/信用中介机构来说, 由于期限错配造成的资金链断裂风险, 流动性错配造成的流动性风险是值得关注的。对于银行理财业务来说, 不仅有资产池的运用风险, 而且表外

⁸ 通过信托资产规模剔除信托贷款估计

杠杆导致资金投向不明确，表内资产对表外业务的隐性担保，扩大了杠杆风险。而通道业务中，不管是信托、还是券商、或者未来其他可能通道，通道费率极低，但金融中介结构仍会承受直接与间接责任风险，收益与风险不匹配。

3、资金投资方风险

对于资金投资方来说，最主要的风险就在于投资者更高的预期回报与更低的项目回报之间的匹配矛盾。从国内的情况来看，近两年发行的类信托产品收益率一直维持在 9-11%高位，高于银行存款利率及债券利率，民间借贷利率更高。资金投资方的风险认识能力低会导致风险加剧。

四、中国影子银行监管分析与业务发展方向

1、已有监管政策

与影子银行的监管政策从 2009 年开始，陆续出台，：2009 年后银行资本充足率等监管约束强化；2010 年银信合作包装成信贷大幅扩张表外信用，此外采用同业代付/票据类业务变相授信；随后银监会出台 72 号文规范银信合作理财要求转表压缩规模和计提风险资本，同时还规范票据及同业代付业务等；2011 年银行开始争夺存款资源，特别是月末/季末发行的短期理财产品大幅扩张变相吸储；下半年银监会又叫停 1 个月内短期理财产品，制止变相高息揽储等监管套利行为；2012 年 1-3 个月理财产品逐渐成为主流。同时通过信托受益权方式绕道继续变相授信。此外，券商资管又沦为银行在信托外的新通道，短时间内规模迅速膨胀；2012 年底对影子银行的监管动向又趋紧，例如开始禁止承担公共租赁住房、公路等公益性项目地方融资平台通过信托/财务公司等来进行融资。证监会：《上市公司监管指引第 2 号---上市公司募集资金管理和使用的监管要求》。上海银监局拟将理财产品发行规模控制在存款的 20%，退出商业银行理财产品统一登记平台系统，实现举报专线。银监会 2013 年度工作会上关于《关于银行业金融机构代销业务风险排查的通知》，央行：《加强票据业务管理的若干规定》，银监会：《关于 2013 年非现场监管工作的意见》，《关于 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（截止发文正式稿已发）。

2、监督动向与业务发展方向

(1) 银行理财的监管动向与业务发展方向

当前监管层及市场对于银行理财风险关注点，主要集中在：理财产品的销售合规风险、监

管套利风险、风险向表内转移可能性、以及理财资金池运作带来流动性风险等。规范主要着眼于：1) 理财产品代销风波及监管整治；2) 推进理财产品分账经营和分类监管；3) 加大理财产品的信息披露；4) 规范资金池理财；5) 资金流向进行监控。

展望后期银行理财发展，银行理财的高速扩张时期将逐渐过去，在产品上，但资金池方式理财产品逐渐向一对一产品演变后，产品发行数量降低，单个产品变大，更加广泛采用期限错配，扬长避短。⁹

(2) 信托监管动向与业务发展方向

2012 年全年都是信托高速发展阶段，根据信托业协会公布的 2012 年四季度数据，信托资产规模达到 7.47 万亿后首次超过了保险业成为第二大机构，单季内增长在 1.15 万亿高位。行业结构上，由高端机构客户的“非银信合作单一资金信托”、低端银行理财客户驱动的“银信合作单一资金信托”及中端合格投资者驱动的“集合资金信托”共同呈现增长。

近期信托监管政策上，主要各部委联合针对地方以政信合作为基础设施建设融资出了较为严厉的清理规范政策。2012 年 12 月，财政部、发改委、人民银行和银监会联合下发《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（简称 463 号文），明确规定地方政府公益性质项目不得通过金融机构中的财务公司、信托公司、基金公司等直接或间接融资。目的在于制止地方政府及其融资平台违法违规融资，遏制地方政府性债务，进而防范财政金融风险。近日银监会正式下发《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发[2013]10 号文）。保留前期内部讨论稿的绝大部分内容；“正式稿”继续采用“讨论稿”中的地方平台负债“全口径负债监管体系”规定；但对今年另一创新提法“融资平台差异化管理”，正式稿相比讨论稿稍微有所放松，通过现金流覆盖情况和负债率条件增加具体执行针对性，避免一棍子打死所有区县级平台情况；另外在监管口径上，突出与之前“463 号文”监管方向的相互协调一致性。从 2013 年地方融资的整个监管体系看，银监会等部委先后出台“463 号文”、“8 号文”和“10 号文”，对平台贷、银行理财、信托融资以及债券资本市场融资各方面构建全面监管体系。后期地方融资平台将通过贷款、表外融资、债券市场来均衡分流融资压力、缓释存量贷款风险。

⁹ 目前银行理财产品相对公募基金产品等，优势在于：资金池模式下，银行理财可基本达到预期收益率，而即使达不到也可以采用内部收益转移方式，这一现象可能部分中小行会更加突出；资产池模式下，银行理财可以更广泛对接信贷、信托高收益资产；成本计价，无估值压力，单个产品运作期间也不会因此存在被动申购赎回方面的压力。但劣势在于：理财户在单个产品管理能力总体上不如公募基金等；理财户的资金杠杆运用整体要逊于公募基金等，不能或者较少采用质押式回购融资进行杠杆放大，少数通过代持等方式变相放杠杆，整体杠杆率上显著低于其他机构。

从业务发展上来看，在 463 号文新政压力下，部分信托由此中断与地方融资平台信托合作项目，而另有一部分原政信合作则可能通过某些变通措施继续进行，包括：部分非公益性项目，譬如园区建设等等，仍然可以通过信托融资。不排除信托公司通过其他变通方式，如将公益性项目和非公益性项目打包进行信托融资等方式来规避 463 号文。可以通过不在名单内的“地方融资平台”进行操作。463 号文所涉主体“地方融资平台”不包括已经退出银监会名单的数千家地方融资平台公司。例如，地方政府可以由地方融资平台与信托计划或资产管理计划设立合伙项目公司，通过内部协议来规避融资限制。银信政合作变为银证政合作，通道变通。463 号文由人民银行、银监会、财政部、发改委共同发布，但没有包含证监会，也就不能对券商资产管理公司及基金子公司进行规范。银信政合作可能变为银证政合作，转换通道。

(3) 券商监管动向与业务发展方向

2012 年也是券商资管跨越式发展的一年，2012 年末券商资管托管规模在达到 1.89 万亿，同比增长 570%，四季度单季增加就约 9000 亿。券商资管主要是以银证合作方式的通道业务增长，证监会披露 2012 年底通道业务约 1.5 万亿。但通道业务爆发式增长背后，其技术含量低、竞争加剧，通道费用越来越下滑至万五甚至万三低位。

由于券商通道业务虚增，更多券商后期面临着向主动管理和创新转型的压力，而监管制度创新也正在陆续落地，如 2012 年 10 月份证监会允许券商资管通过新的备案制方式发行集合资产管理计划，近期证监会就证券公司开展资产证券化业务规则发布征求意见稿：证券公司通过设立专项资产管理计划开展资产证券化¹⁰业务，“专项计划资产为信托财产”，确定了券商资产证券化的信托属性。3 月份初，证监会继续发布《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》，允许证券公司发行收益凭证，即“约定本金和收益的偿付与特定标的相关联的有价证券”，其特定标的包括但不限于货币利率，基础商品、证券价格，或指数等。

因为具备证券资产管理业务资格的证券公司基本都能展开资产证券化，业务门槛低。也就是说，券商资管的业务发展方向，资产证券化和结构化融资中介将成为创新业务的起点，券商资管可以针对各类收益性资产进行打包，形成投资标的，由客户认购买券商发行融资工具，开展资产证券化业务。券商资产证券化的全面开展有助于增强金融体系中信贷、应收账款、收益权等资产的市场流动性，市场机构可选择配置的产品也进一步增多，资管在监管创新助力下继

¹⁰作为基础资产的财产权利或者财产可以是企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业票据、债券及其衍生产品、股票及其衍生产品等有效证券，商业物业等不动产财产，各类财产或其收益权都纳入资产池。

续转型发展。

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) 83574569, 13911534993

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>