

浅析中国的“影子银行”

姚泽力 ☎: (86) 18600575728

✉: zeliyao@126.com

引言

国际上把影子银行定义为常规银行体系以外的信用中介实体及其活动，金融危机爆发后，全球影子银行在结构调整的同时，规模上也实现了一定幅度的增长。本文对中国影子银行的定义、规模、风险及未来演绎做系统梳理，详细分析了理财产品等争议较大的影子银行实体，并认为随着影子银行系统不断膨胀，政府必然会加大对其规范和整治，进而会对社会资金链产生影响。

一、中国的“影子银行”

“影子银行”的说法最早是由 PIMCO 投资经理 Paul McCulley 在 2007 年的美联储年度研讨会上提出的，他定义影子银行为游离于传统商业银行体系之外的，从事与银行相类似的金融活动却不受监管或几乎不受监管的金融实体。

不受监管的影子银行使用未经保险的短期资金为它们的运作融资，这些短期资金并不能保证一定能得到真实银行流动性支持。这些杠杆率较高的中介机构在阴影里运行，在发生流动性困难时得不到美联储贴现贷款窗口及 FDIC 存款保险的救援。根据这一定义，政府支持企业（房利美）、经纪交易商（投资银行）、金融公司、对冲基金、货币市场共同基金，各种管道等均属于影子银行，而存款类机构、保险公司、养老金等金融实体从事的一部分业务（表外业务）也属于影子银行业务范畴。

具体到国内，我们知道由于资产证券化欠发达，中国影子银行体系必然是走中国特色的道路。目前对影子银行的鉴定争议较大：政府部门关注的重点是这类信贷体系之外的融资活动是否有明确的监管，认为只有在监管之外的活动，才能计入影子银行范畴；但另一种观点则认为

只要是非银行信贷渠道的资金或信用提供，都应计入影子银行范围，否则货币体系统计的整体信用供给会被严重低估。当前较为流行的定义来自央行统计司的一份报告：中国影子银行体系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、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。

我们认为，由于利率管制尚未完全消除，因此中国金融体系里货币市场与存贷款市场是一个相互割裂的市场。由于利率双轨制和信贷资源的稀缺性，影子银行实质上是承担了一个连接两个市场的中介运作体系，是对传统银行信用扩张渠道的变相替代或补充，从这个意义上讲，它仍然是一种服务于实体经济的相对原始的信用扩张机制，不同于欧美国等通过叠加型金融衍生品无限放大杠杆的影子银行体系。

二、我国影子银行体系的基本情况和特征

根据相关的研究报告表明，我国的影子银行体系划分为三个层面，分别是以银行理财产品为代表的银行表外业务系统、非存款类金融但具有信用创造能力的系统、广泛的民间金融系统，整体预计我国影子银行整体规模约为 23~25 万亿。

近年来，影子银行的发展使得全社会流动性宽松，社融总量与经济增长落差，带来以房地产为代表的资产泡沫压力加大。我们预计 2013 年的货币政策仍然需要保持中性，2013 年社会融资总量贷款应维持“量增而率减”的节奏，通过规范影子银行发展来防止社会总信用过快增长；另一个方面，应以利率市场化为金融改革核心，加速推进其进程，构建更加市场化的收益率曲线，货币政策中介目标逐步向价格调控过渡。

1、我国影子银行体系的范围

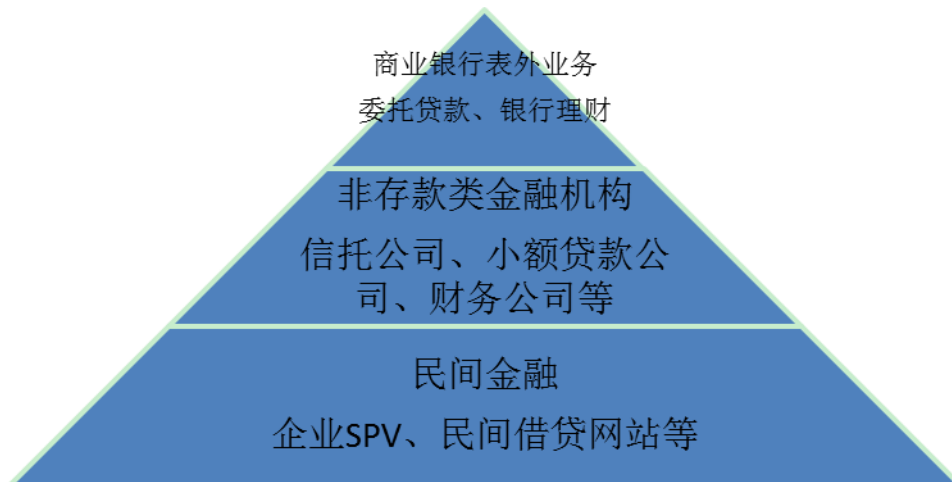
根据影子银行的定义，影子银行是游离于传统商业银行体系以外的，从事与银行业类似的金融活动，但却不受或者几乎不受监管的金融实体。我国的信托公司、财务公司、汽车金融公司、消费金融公司、金融租赁公司、小额贷款公司、民间信用、农村资金互助社、典当行、地下钱庄等均不同程度地开展了影子银行业务，具有影子银行的特征。

虽然银监会认为，以上部分非银行金融机构已纳入了监管，严格意义上不属于影子银行的范畴。但在我们对我国的影子银行分类的体系框架下，更多的是基于提供信用和监管套利的角度。我们将我国影子银行体系分为三个层面，分别是：以银行理财产品为代表的银行表外业务系统、非存款类金融机构但具有信用创造能力的系统、广泛的民间金融系统，各子系统分部包括：第

一类是银行的表外业务，包括银行理财产品、委托贷款。对于银行已承兑未贴现的汇票，由于已计提风险资产，不再纳入影子银行范畴。第二类，非银行类金融机构，包括信托公司、小贷公司、担保公司、融资租赁公司和典当行等。对于已纳入央行信贷口径统计的财务公司、银行系金融租赁公司、汽车金融公司数据扣除。第三类是广泛的民间借贷网络体系。包括商会、合会、互助基金、以及新兴的 P2P 网络信贷。

最近几年来，我国影子银行体系蓬勃发展，主要是因为：第一，信贷作为配给资源的长期存在，资本市场仍不发达，银行体系的利率被压制，实际贷款利率偏低，导致信贷过度需求，不同贷款需求主体转而谋求非银行贷款；第二，公众试图对抗高通货膨胀的不利影响和绕过利率管制，非正式的贷款和理财产品需求大增。

2、我国影子银行体系的层级划分



资料来源：WIND

三、我国影子银行体系或将加速推进利率市场化进程

我国影子银行体系的信用扩张效应。我国国内影子银行作为传统银行替代者在机构运作上具备信用创造条件，但是国内融资市场以银行为主导，加上资本市场发展并不成熟，资产证券化机制不成熟，影子银行信用创造功能并不强大，信用扩张效应大致如下：第一，银行表外业务系统：存款类机构的理财产外产品，扩张了银行的可贷资金；第二，非银行金融机构系统：增信类机构（担保、保险经纪）直接增加了银行系统的信贷扩张；抵押类机构（小贷、典当等）直接扩张非银行信贷；直接信用（PE、VC）扩大创业类企业的投资；第三，民间信用的派生金

融系统：有组织信用转移机制（商会、俱乐部）推进了信用的派生创造；信贷组织与信贷经纪人润滑了民间信用，扩大了规模；网络借贷电子平台、传媒通道解决了小型经济活动主体的融资搜索难题；工商企业钱庄化的融资模式，直接扩大了信用基础的投资与消费规模；传统民间合作（合会、互助基金）虽然规模收缩，但也在社会融资中发挥支持弱势经济活动主体的融资功能。

四、怎样看待影子银行风险

影子银行的出现及快速扩张，它在一定程度上成为银行融资渠道的一种补充，提高了社会整体资金使用效率。然而，一些影子银行实体由于操作流程不透明、资金期限错配失衡、资金流向难以有效监控等问题，其在快速膨胀过程中可能存在流动性风险并易引发连锁反应，导致局部性危机。更进一步，如果未来一些影子银行实体出现资金链断裂，暴露的风险究竟有多大？最终会造成多大程度的损失呢？对这一问题的判断需要抓住两个比较重要的问题：一是这些影子银行实体的最终资金流向；二是这些影子银行在业务开展中是否存在信用方法机制？

本文将从这两方面出发，在此剖析一些影子银行的实体风险：

1、银行理财产品

2013年12月1日，媒体对华夏银行员工私自出售投资理财产品到期无法兑付事件的报道，将银行理财产品兑付风险、资金池甚至是销售环节风险等问题再次推到聚光灯下。其实，存款理财化是利率市场化过程中一个必然现象，而理财产品的投资标的来看，风险较低的利率产品和债券等占比达60%，在下图显示的其他项中大部分资金也是运用于同业拆借等货币市场，因此，只要设计发行、投资流程合规，风险控制到位，这些理财产品本身的风险并不大。

从银行理财资金的投向来看，理财产品的风险整体较低。对于保本型的理财产品，大部分资金将被配置于债券、银行间同业市场等低风险资产，小部分投资于信托、股票、期货等高风险金融产品换取较高的收益；而对于非保本型理财产品，大部分将被投资于股市、基金、外汇、信托、票据等领域，投资者将面临相应的市场波动风险。但在银行较为稳健的设计、合规的销售流程下，银行本身对于非保本理财产品承担的风险应极少。

从理财产品资金池与资产池的匹配来看，若不规范操作确实隐藏着较大的风险。多个理财产品的资金形成一个大的资金池，然后对接到由债券、票据、信托计划等共同组成的资产池，将导致单一的短期理财产品难以明确应对到相应的长期投资标的，无法明确核算盈亏。若投资标的较大的向下风险，在品牌声誉等压力下，可能上演庞氏骗局。

2、高收益信托产品

2011 年银行贷款收紧以来，信托行业资产规模快速扩张，无论是房地产信托还是政信合作信托，都维持了零违约记录。城投债在 2012 年则成功上演逆袭，成为市场投资者竞相追捧的宠儿。支撑这两个领域火爆的重要资金来源则是理财产品的资金池。这些高收益率的资金狂欢都是建立在房地产和土地信用继续向上的基础上，虽然近期房地产出现价量齐升现象，但是这一领域的风险却可能加速。

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) 15101608106

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>