

王喆

wangjiji0425@163.com

张明

zhangming@cass.org.cn

刘士达

liushd.15@sem.tsinghua.edu.cn

中国影子银行的发展阶段、主要特征与潜在风险

王喆、张明、刘士达

近日，银监会发文要求开展对“监管套利、空转套利、关联套利”的专项整治工作，同业存单、同业理财等近两年兴起的影子银行新形式将成为主要监管对象。事实上，自 2016 年下半年以来，对商业银行理财业务、金融机构资产管理业务等影子银行活动的监管就在逐渐加强，2017 年开始实施的宏观审慎评估体系（MPA）更是将表外理财、同业负债等都纳入了监管范围。这一系列监管新规的出台，意味着对影子银行体系进行全面监管的时代已经到来，过去依靠规避监管进行信用扩张的传统运作模式面临着严峻挑战。

回顾中国影子银行的演进历程，以 2013 年为界，影子银行发展主要经历了两个阶段，并表现出不同的模式特征。

第一个阶段是 2008 年-2013 年：“理财产品-通道业务-非标资产”是影子银行的主要模式。从 2008 年起，商业银行理财业务出现快速扩张，理财产品通过高于存款的收益率吸引资金，并绕过监管在表外进行信贷投放，非银金融机构的“通道业务”成为资金流向标的资产的主要载体。在 2011 年前，银信合作是通道业务的主要形式，信贷资产转让、信托贷款等理财产品先后兴起。在 2012 年，随着对银信合作的监管渐严，银证合作成为替代形式并出现爆炸性增长。之后银行的合作对象逐渐走向多元化，银基合作、银保合作等都成为银行通道业务的载体。由于非银金融机构仅通过信托计划、资管计划开展通道业务，并没有发挥真正的资产管理功能。在这一时期，银行理财金的最终投资标的主要为非标准化债权资产（简称非标资产）。非标资产是金融系统为实体经济融资的主要方式，在 2009 年后“四万亿”催生的投资浪潮中，由于较高的回报率和政府隐形担保的存在，大量资金绕过银行的贷存比等监管限制，以通道理财的方式流入了地方融资平台和房地产行业。2013 年银监会发布的 8 号文，对理财资金通过通道业务投向非标资产进行了全面限制，套利空间的收窄导致影子银行更多地通过表内同业等同业科目腾挪的方式来规避监管、进行信贷投放。

第二个阶段是 2013 年-2016 年：同业创新成为重点，尤其在 2014 年后，“同业业务-委外投资-债券等标准化资产”成为主流模式。2013 年-2014 年，信托受益权、票据等买入返售业务成为投资非标资产的主要形式，在实践中逐渐发展出两方协议、三方协议以及假三方三方等模式。在 2014 年 127 号文出台后，通过买入返售业务投向非标资产的路径被打断，应收款项类投资作为替代途径得到快速发展，主要投资于理财产品、信托受益权、资产管理计划等非标资产。另外，同业业务进入创新高峰期，同业存单、同业理财的兴起促进了银行负债来源的多样化，银行和银行、银行和非银行机构形成了“同业存单-同业理财-委外投资”的同业链条。这一时期的最终标的以标准化资产为主。由于实体经济的增速放缓，以及对非标资产的严格监管，信贷类基础资产的收益率走低，银行理财、同业资金逐渐向股票和债券等标准化资产转移，在 2014 年下半年至 2015 年上半年，银行理财等资金通过各种伞形信托、结构化证券产品投向股市。之后股市暴跌，债券市场继而成为理财、同业等影子银行资金最主要的标的资产。根据《中国银行业理财市场年度报告》的统计，2016 年上半年仅理财资金投资债券类资产的比重就达到 40.4%。

从中国影子银行的发展演进可以看出以下几个特点：

第一，“银行中心化”是中国式影子银行的主要特征，银行资产负债表内外具有信用

中介功能的业务或产品构成影子银行的主体。中国式影子银行发展的基本逻辑为：商业银行绕过传统存贷业务，利用资产负债表内的其他项目进行业务创新，并通过与非银行金融机构开展合作来达到信用扩张的目的。银信、银证、银保合作等通道业务、买入返售、应收款项投资、同业存单、同业理财等先后成为影子银行运作的主要载体。

第二，利润驱动是影子银行进行金融创新的基本动因，资产收益率轮动决定了影子银行最终的资金投向。2009 年之后，房地产行业、地方融资平台以及广大中小企业的融资需求是当时影子银行发展的重要动力。2013 年之后，银行投资非标投资的成本上升而收益率下降，股票、债券市场等标准化资产收益率相继提高转而成为影子银行的投资重点。影子银行资金的流入进一步充裕市场流动性，甚至出现不断加杠杆、资金空转的泡沫化繁荣。

第三，规避监管是影子银行发展的直接动因，监管套利是中国影子银行产品创新的主要方式。影子银行的模式演变往往经历了兴起—扩张—收缩的过程：一种影子银行模式的兴起通常是根据现有监管政策进行的市场化选择，而随着业务规模不断扩大、金融风险逐渐积累，监管层通常会出台政策来规范现有模式，导致原有的套利空间消失。而出于寻求利润的动机，金融机构又会创造出新的影子银行模式。金融创新与金融监管的博弈贯穿于中国式影子银行发展的全过程。

影子银行演进过程中的风险积累不容忽视。商业银行往往会将高风险的信贷资产转移至影子银行，而影子银行在监管之外形成的通道、同业等资金链条会不断增加杠杆，导致资金在金融系统空转，金融业的系统性风险上升。由于中国的影子银行主要依靠传统商业银行开展表内外规避监管的业务和活动，影子银行系统内的风险对传统银行具有更强的传递效应。对于未来影子银行体系存在的潜在风险，应重点关注两个方面：

第一，就风险类型而言，在短期内因监管、货币政策变化而产生的流动性风险突出，2013 年和 2016 年两次“钱荒”的爆发，与影子银行的流动性突然收紧不无关系。而在中长期更应关注信用风险的集中爆发。由于刚性兑付和隐形担保的存在，影子银行产品的风险并未从银行系统真正转移出去，商业银行很可能成为最终的风险承担者。

第二，就银行类型而言，中小银行的影子银行创新比大型国有银行更为激进。由于不具备规模优势、客户优势以及所有权优势，在利率市场化的冲击下股份制银行、城商行等中小银行比大型国有银行具有更强的影子银行创新动机。在 2014 年后中小银行是同业创新的主力，理财规模急剧扩张且更倾向于发展同业理财业务，应收款项类投资、同业存单等同业资产和负债的规模都高于大型国有银行。虽然中小银行的影子银行发展较快，但也具有很强的不稳定性，一旦出现流动性收紧、监管政策趋严等情形，中小银行将首当其冲受到风险冲击，

可能通过同业链条引起整个银行系统的动荡。

2017 年以来，“去杠杆、控风险”成为金融监管的重中之重，一行三会出台的一系列监管政策将对影子银行体系的既有模式造成巨大挑战。全面监管时代的来临有望显著压缩套利空间，过度膨胀的理财和同业业务将受到控制；资产管理业务的去杠杆趋势逐渐明晰，改变过去层层嵌套、多重杠杆的资金空转现象，引导资金向实体经济流动。过去影子银行的活动处于依赖监管体系不完全而进行监管套利的阶段，创新成本低、可复制性高，且缺乏核心竞争力。全面监管时期的到来将使这种“粗放式”的影子银行发展模式难以维系，在未来，中国的影子银行体系将朝着规范化、证券化、高级化的方向继续演进，不良资产证券化、信贷资产转让、债转股等有望成为影子银行的新兴模式。

（王喆与刘士达分别为中国政法大学商学院与清华大学经管学院研究生，张明为中国社科院世经政所研究员、平安证券首席经济学家。本文为作者完成的学术论文《从“通道”到“同业”——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向》的评论版，论文全文请参见 http://www.iwep.org.cn/xscg/xscg_lwybg/201703/t20170329_3469380.shtml。）

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。