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 *

王 喆 张 明 刘士达

中国式影子银行以商业银行为主导，以规避监管进行信用扩张为主要目的。2008年以来中国式影子银行的演进充分体现了金融创新与金融监管之间的反复博弈。以2013年为界，中国影子银行主流模式发生了从“通道”到“同业”的转变。2013年之前，银行先后通过银信合作、银保合作、买入返售等途径投向信贷等非标资产。而从2014年起，同业创新加快，出现了通过同业、委外链条投资于标准化产品的新形式。影子银行的快速扩张导致系统性风险在金融领域积累，中小银行可能面临更大的风险冲击，未来的流动性风险与信用风险都应予以关注。2017年以来，随着一系列监管新规的出台，影子银行进入全面监管强化的新阶段，通过科目腾挪进行监管套利的原有模式难以维系。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。

关键词：影子银行 模式演进 金融风险 金融监管改革

近年来，随着金融市场化的不断推进，金融业产出占GDP的比重呈现持续上升趋势。事实上，金融体系的扩张与影子银行的快速发展密不可分。影子银行通过理财、同业业务显著地扩张了商业银行的资产负债表，延长了金融机构之间的信用链条。然而，随着金融持续加杠杆，影子银行风险也在金融系统内部快速积

王喆系中国政法大学商学院研究生；张明系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；刘士达系清华大学经管学院研究生。

* 作者感谢匿名审稿人提出的宝贵修改意见，作者文责自负。

累，如何防范金融风险已经成为亟待解决的问题。2016年末，中央经济工作会议将防范金融风险放在未来监管工作的重要位置；2017年4月25日，习近平总书记强调维护金融安全对于国家安全的重要性，并提出深化金融改革、加强金融监管等6项任务。“控风险、去杠杆”已经成为了当前金融监管的核心。2017年以来，宏观审慎评估体系（MPA）正式实施将表外理财、同业负债等纳入监管范围。一行三会相继出台一系列监管文件，剑指金融监管的薄弱领域，重点治理银行理财、同业等业务中存在的市场乱象。央行在第一季度主动收缩资产负债表，减少对银行系统的资金融出；银监会密集发文，要求商业银行对“三违反，三套利，四不当”等业务活动开展自查[1]，依靠杠杆叠加、结构嵌套进行监管、空转套利行为的同业存单、同业理财以及委外投资等影子银行业务成为主要监管对象；此外，证监会、保监会也着力规范资产管理业务，重点关注通道类、资金池类的证券、基金、保险等资产管理产品。全方位监管政策的出台预示着未来金融监管的格局、对象和机制将迎来重大变革，当前单纯依靠监管套利的影子银行运作模式面临着严峻挑战。

对迄今为止的影子银行发展历程的回顾有助于发现影子银行演进的规律和特征，并为未来的发展模式和风险防范提出有益建议。现有文献对中国影子银行的模式演进进行了一些研究，例如，张明主要探讨了银行理财和银信合作为代表的影子银行模式，高海红和高蓓重点对银证合作进行分析，郑联盛和张明、步艳红等详细梳理了同业代付、买入返售等同业业务模式的兴起。[2]然而，现有文献仅侧重对影子银行某一模式的分析，对于2008年以来影子银行的整体发展脉络则研究较少，尤其是对2015年以来出现的同业存单、同业理财等影子银行新形式还鲜有研究。

本文致力于分析中国影子银行体系的发展动因和演进逻辑，全面梳理2008年以来的影子银行模式演变，对2013年前后不同阶段的发展变化进行比较，重

[1] 3月29日，银监会发布《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》（银监办发〔2017〕45号）；同日发布《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》（银监办发〔2017〕46号）；4月6日下发《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》（银监办发〔2017〕53号文）。

[2] 张明：“中国影子银行：界定、成因、风险与对策”，《国际经济评论》，2013年第3期，第81~92页；高海红、高蓓：“中国影子银行与金融改革：以银证合作为例”，《国际经济评论》，2014年第2期，第118~132页；郑联盛、张明：“中国银行同业业务：现状、类型、风险和应对”，《金融市场研究》，2014年第6期，第43~52页；步艳红、赵晓敏、杨帆：“我国商业银行同业业务高杠杆化的模式、影响和监管研究”，《金融监管研究》，2014年第2期，第33~46页。

点研究2013年以来出现的同业链条、委外投资等新形式，并从不同角度来评估影子银行体系的潜在风险。

本文剩余部分的结构安排如下：首先在界定中国式影子银行的基础上，对影子银行的演进逻辑进行理论分析；其次对中国2013年前后的影子银行模式变迁进行梳理；再次则结合中国影子银行的发展特点分析其潜在风险；最后预测监管新规下的影子银行的发展方向。

中国式影子银行的界定及演进逻辑

（一）中国式影子银行的界定

2007年，美国太平洋资产管理公司的执行董事麦考利（McCulley）最早提出了影子银行的概念。之后许多机构和学者对影子银行的内涵进行了各种阐释。达成的基本共识是，影子银行应具备以下三个要素：一是位于传统银行的业务或体系之外（实体特征）；二是发挥信用中介功能（本质特征）；三是进行监管套利（风险特征）。

由于影子银行的发展历史、市场环境以及监管制度不同，中国的影子银行具有与发达国家影子银行不同的特点。中美影子银行的主要区别如表1所示。

表1 中美影子银行差异对比

	中国	美国
发展程度	在2008年金融危机后快速发展，仍处于初级阶段	经历过完整的发展周期，已建立起较为成熟的影子银行体系
体系结构	以商业银行为核心，具有“银行中心化”的特征	以非银行金融机构为运转核心*，主要发生在资本市场上
银行和非银行机构关系	合作关系，非银机构往往作为银行规避监管的途径	更多地表现为平行的竞争关系**
产品模式	产品结构较简单，以在银行存贷业务之外扩张信贷资产为主要形式，包括银行理财、同业业务等多种活动形式	产品和业务结构复杂，通过资产证券化和金融衍生工具创造流动性，包括住房抵押贷款证券化、资产支持商业票据等

*：Dang T V，“Chinese Shadow Banking：Bank-Centric Misperceptions”，Working Papers，2014.

**：陈继勇、甄臻：“后危机时代中美影子银行形成机制、风险特征比较及对策研究”，《武汉大学学报（哲学社会科学版）》，2013年第6期，第90~96页。

资料来源：作者整理。

裴平、印文指出，中国影子银行的信用创造规模自2003年以来持续增长，到2012年已达到26.9万亿元，其中金融机构类影子银行的信用创造规模占比接近2/3，而民间金融类影子银行占比不断下降。[1]苏昱冰基于2013年国务院107号文对影子银行的分类的测算表明，2014年6月不持有金融牌照、完全没有监管的民间借贷、网络公司等影子银行规模占比约为13%左右。[2]鉴于以商业银行为主导的金融机构系统影子银行占据主导地位，而民间金融占比较小且较难观测，本文将以金融系统的影子银行活动作为研究对象，梳理2008年后中国式影子银行的演进逻辑、发展脉络和潜在风险。

（二）中国影子银行的演进逻辑

利润驱动和规避监管是中国影子银行演进的两大原动力。

利润驱动是影子银行发展的基本动因，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，实体经济进入下行通道，非标投资的监管也日趋严格，导致银行投资非标投资的成本上升而收益率下降；但是股票、债券市场等标准化资产收益率相继提高，以至于标准化资产转而成为影子银行的投资重点。

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。一方面，商业银行的信贷投放受到存贷比、风险资本计提、资本充足率等一系列监管指标的限制，当居民投资需求增加以及货币政策较为宽松时，充足的资金供给使得银行有动力绕过监管、从其他渠道发放贷款；另一方面，长期以来，商业银行面临利率管制，依靠固定的存贷利差获得规模收益，而随着利率市场化的推进，存贷利差不再是稳定的收入来源，银行具有更强的动机去通过发展中间、表外业务以提高收益。

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。从迄今为止重要监管政策的演变过程中，可以看到金融监管对影子银行金融创新的影响（表2）。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往往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

[1] 裴平、印文：“中国影子银行的信用创造及其规模测算”，《经济管理》，2014年第3期，第98~107页。

[2] 苏昱冰：“基于金融监管角度的影子银行全面测算和影响研究”，《经济问题》，2015年第12期，第62~67页。

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。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。

表2 影子银行重要监管政策梳理

时间	文件名称	主要影响
2008年	《银行与信托公司业务合作指引》(银监发83号文)	规范银信合作,禁止银行提供担保
2009年	《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》(银监发111号文)	禁止银信合作中投向银行的信贷资产转让产品,之后信托贷款占据主导
2010年	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》(银监发72号文)	银信合作转入表内,限制融资类业务,银信合作套利空间减少
2012年	《关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》(银监发70号)	叫停票据信托业务,银信合作禁止票据资产转让产品
2012年	《关于规范同业代付业务管理的通知》(银监发237号文)	同业代付业务入表,要求真实贸易背景;之后买入返售业务兴起
2013年	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(银监发8号文)	对理财资金投资非标资产进行总量控制,禁止资金池业务
2014年	《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发127号文)	禁止信托受益权买入返售业务,约束同业资金投向非标资产
2016年	《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》(银监办发82号文)	要求信贷资产收益权转让全额计提资本,限制银行通过理财业务出表隐匿不良资产的监管套利行为
2016年	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》	限制理财资金投资方向,提出第三方托管和计提风险准备等要求
2017年	银监会对商业银行业开展“三违反,三套利,四不当”的自查治理工作	打击市场乱象,对同业存单、委外投资等套利行为进行严厉监管
2017年	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》(银监发4号文)	提高银行系统对实体经济服务的能力和水平,避免资金空转

注：鉴于中国的影子银行产品创新多发生在银监会监管范围内，笔者以银监会为主线梳理影子银行监管政策，证监会、保监会也出台多项监管政策对资产管理的通道业务等进行规范，此处未详细列出。

资料来源：作者整理。

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，利用资产负债表内外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。我们可以从资金端、负债端、渠道端与资产端这四个层面来梳

理中国式影子银行的运行逻辑（图1）。

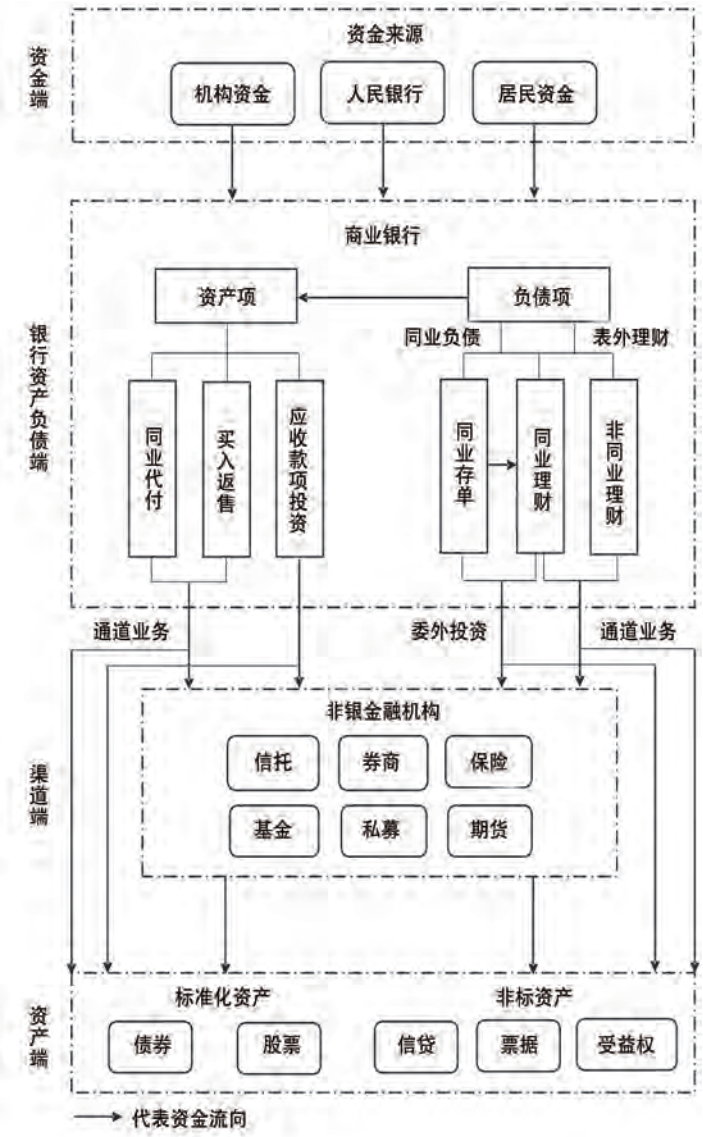


图1 中国影子银行的运行逻辑

资料来源：作者绘制。

从资金端来看，影子银行的资金来源于居民、机构存款以及央行的货币投放。

从负债端来看，商业银行开展影子银行的主要途径有两个：一是理财业务，二是同业业务。此外，同业业务可以和理财业务相互交织，事实上，同业理财在2015年后已经成为影子银行链条中的核心业务。

从渠道端来看，信托、券商、基金等非银金融机构成为了商业银行和标的资产之间的桥梁，被动或主动地发挥着资产管理功能，通过结构化、加杠杆等方式提高了最终的投资收益率。

从资产端来看，非标资产和标准化资产是理财和同业资金的最终投资资产，在不同时期内，资产收益率的差异以及监管强度的差异，引导着资金在非标资产和标准化资产之间流动。

中国式影子银行的发展历程和模式演进

迄今为止，中国式影子银行的发展经历了两个阶段：第一个阶段是2008－2013年，影子银行处于新兴阶段，以“理财产品—通道业务—非标资产”的模式为主；第二个阶段是2013－2016年，影子银行的发展不断深化，尤其在2014年后，表现出“同业业务—委外投资—标准化资产”的主流模式。我们将从银行的资产负债端、非银金融机构渠道端以及最终标的资产端三个维度，来对影子银行的模式演进展开分析。

（一）2008－2013年：“理财产品—通道业务—非标资产”模式

1. 银行资产负债端：理财业务兴起，成为影子银行资金募集的主要方式

银行理财业务是指商业银行接受客户委托，按照与客户事先约定的投资计划和收益风险承担方式，为客户提供的资产管理服务。由于理财产品的收益率与银行存款利率相比较高，因此成为存款的重要替代品。

2005年，银监会发布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》，标志着银行理财业务正式开启。2008年之后，银行理财业务进入快速扩张阶段。2008年底的理财资金余额仅为8200亿元，2013年底，银行理财产品资金余额攀升至10.21万亿元。到2016年底，理财资金余额进一步上升至29.05万亿元（图2）。[1]

[1] 以下理财数据未特殊说明均来源于中央国债登记结算公司“全国银行业理财信息登记系统”：《中国银行业理财市场年度报告（2013–2016）》。

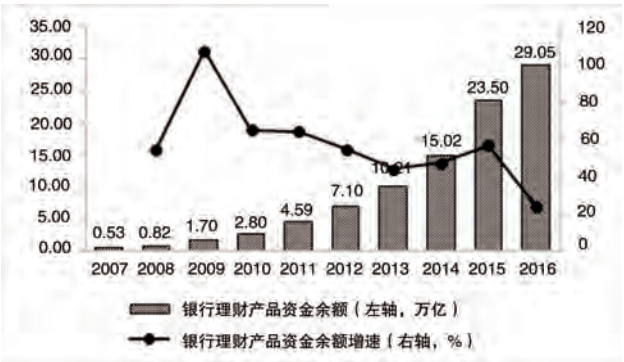


图2 银行理财产品资金余额规模和增速

数据来源：WIND数据库；2008年数据来源于银监会。

2. 非银金融机构渠道端：银信、银证等通道类业务占主导

银行理财产品在吸收客户资金后，为规避监管需要，通过信托公司、证券公司及保险公司等金融机构的信托、资产管理计划将资金投向信贷、票据等资产。随着监管政策重点的变化，银行与其他金融机构的合作先后经历了银信、银证以及银基、银保等主要合作形式。

（1）银信合作

在2008－2011年间，银信合作是理财资金规避监管进行表外融资的主要通道。根据普益财富和西南财经大学信托与理财研究所的统计，2007年银信合作的发行数量为634只，规模为0.18万亿，到2009年，银信合作的发行数量达到24565只，规模达到2.46万亿。

银信理财合作的发展又分为两个阶段。第一阶段是2008－2009年，信贷资产转让类银信合作理财产品快速增长，发行数量占银信理财产品的比重一度超过50%。但是由于2009年银监会发布了111号文件，信贷资产转让模式受到很大限制；第二阶段是2010年，信托贷款类银信合作理财产品迎来爆炸性增长。

然而，2010年7月，银监会口头通知信托公司停止银信合作业务。8月，银监会又出台了《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》的72号文件，对银信合作进行全面的规范，随后陆续出台多项配合文件。

监管套利空间的消失对信贷类银信合作模式产生很大冲击，银信合作的通道业务在2010年后风光不再。

（2）银证合作

2012年，证监会出台了“一法两则”，即《证券公司客户资产管理业务管理

办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》，鼓励券商发展资产管理业务，监管环境的放松带来了券商资管业务的全面发展。根据中国证券业协会（以下简称“中证协”）的数据，2011年底，证券公司受托管理资金本金为2818.68亿元，到2012年底，资金已增至1.89万亿元。

证券公司的资产管理业务可分为定向资产管理、集合资产管理和专项资产管理，定向资产管理业务是银证合作的主要载体。根据投资标的不同，银证合作的通道类业务可分为不同模式，其中票据类、特定受益权类、委托贷款类和信托产品类占据着主要地位。[1]

银证合作在2012年的突飞猛进引起了监管层的注意。2013年，中证协发布《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》（124号文件），规范银证合作行为。监管约束的逐渐加强，证券公司同质化竞争的日益激烈，使得单纯通过券商资管通道业务进行银证合作的动机大幅削弱。

（3）其他通道类业务

随着银信合作、银证合作相继受到越来越多的监管约束，银行的合作对象逐渐走向多元化。2012年，证监会发布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》等法规。2013年，保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》。这些政策法规的出台拓宽了基金公司和保险公司开展资产管理业务的业务范围，使得银基合作、银保合作等成为银行通道业务的新模式。

3. 最终标的资产端：非标准化资产为主要投资目标

这一时期内，银行理财资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）[2]，非标资产是金融系统为实体经济融资的主要方式。2013年末，通过投资债券及非标准化债权类资产为实体企业提供融资的规模，占到理财资金投资实体经济规模的80%以上。

从投资行业来看，在这一时期内，由于较高的回报率和政府隐形担保的存在，地方融资平台和房地产行业是非标资产的主要融资方。

---

[1] 高海红、高蓓：“中国影子银行与金融改革：以银证合作为例”，《国际经济评论》，2014年第2期，第118~132页。

[2] 根据银监会[2012]8号文的定义，非标资产即未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。

根据审计署的统计，2013年6月底，地方政府债务达到17.89万亿元，其中地方融资平台的债务余额为6.97万亿元。在地方政府债务余额中，银行贷款的比重从2010年的79.01%下降到2013年6月的56.56%，这意味着银行贷款之外的其他资金的比重增加。

2013年银监会发布的8号文，从资产端对理财资金通过通道业务的投资进行了全面限制，从总量上控制了理财资金投资非标资产的规模。2013年末，银行理财资金投资于非标资产的规模占到银行理财产品余额的27.49%，投资于地方融资平台和房地产业的理财资金分别下降了13.17%（364.99亿元）和1.44%（13.07亿元）。此后，通过理财资金投向非标资产受到了更加严格的限制，以至于通过同业科目腾挪资金来规避监管的方式成为2013年后的中国影子银行的主流模式。

阶段总结：这一时期的最大特征为，以各类通道业务为中介，将理财资金投资于信贷等非标资产（图3）。总体而言，银信、银证、银基、银保等合作模式均具有“通道”性质，即由非银行金融机构基于其设立的产品——信托或资产管理计划，作为吸收理财资金并投向标的资产的通道载体，具体的通道主体根据监管政策变化不断演变。另外通道业务还发展为不同金融机构相互组合、不同产品相互嵌套的创新模式，如银证信合作、银信基合作等，结构不断复杂化还伴有杠杆操作。

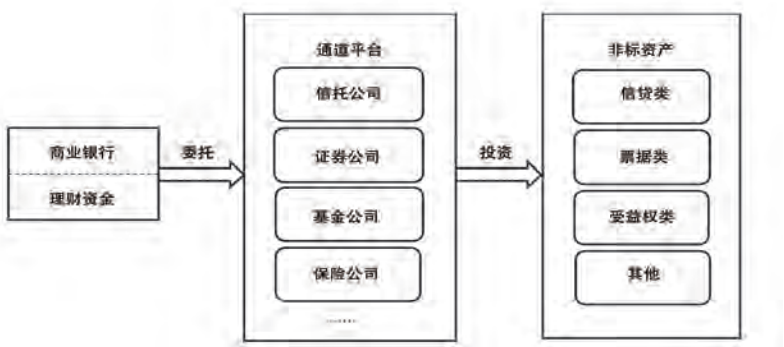


图3 “理财资金—通道业务—非标资产”模式

资料来源：作者绘制。

（二）2013－2016年：“同业业务—委外投资—标准化资产”模式

1. 银行资产负债端：同业业务创新为主导，同业与理财业务相互交织

从8号文开始，“理财资金—通道业务—非标资产”的模式面临严格监管，

通过理财业务实现表外融资的途径难以实现，影子银行的金融创新重点不得不回归表内，使得同业业务成为2013年后影子银行发展的主要形式。[1]同业业务的演进过程如图4所示。



图4 同业业务演变历程

资料来源：作者绘制。

（1）2011－2012年上半年：同业代付业务

在2013年以前，同业代付业务是最主要的同业影子银行模式。同业代付业务最初是贸易融资的手段，2011年以来，银监会对银信合作和票据业务的监管明显加强，作为票据业务重要替代品的同业代付业务，开始脱离真实贸易背景，成为变相放贷的重要途径。据估计，2011年中国同业代付增长了约5000亿元，规模达到1万亿元。[2]

2012年8月，银监会发布第237号文件《关于规范同业代付业务管理的通知》，要求委托银行应将同业代付记入贷款科目下，委托和代付银行之一要全额计提风险资本、占用拨备。随着同业代付的套利空间收窄，该业务在2012年下半年之后的规模逐渐萎缩。

（2）2013－2014年：买入返售业务

买入返售（卖出回购）是指两家金融机构之间按照协议约定先买入（卖出）金融资产，再按约定价格于到期日将该项金融资产返售（回购）的资金融通行为。[3]买入返售业务的设计往往涉及多方主体，结构链条复杂，通过各种承诺暗保、会计科目腾挪以及信托、券商等通道作用，将同业资金转化为信贷资金进行投放，从而达到规避监管的目的。

[1] 本文的同业业务采用狭义定义，仅指商业银行之间进行资金融通的各项业务。

[2] 步艳红、赵晓敏、杨帆：“我国商业银行同业业务高杠杆化的模式、影响和监管研究”，《金融监管研究》，2014年第2期，第33~46页。

[3] 银发[2014]127号 《关于规范金融机构同业业务的通知》中对“买入返售/卖出回购”的定义。

信托受益权是买入返售业务的主要标的资产，最初兴起于解决8号文颁布后所产生的非标资产存量问题，随后在实践中逐渐发展出两方协议、三方协议以及不断创新的假丙方三方等模式。

商业银行的买入返售资产规模在2012年之后开始增加，在2013年8号文发布后，买入返售资产业务得到广泛应用，在同业资产中的比重不断提高，2014年6月，16家上市银行的买入返售资产达到6.45万亿元的峰值，比2013年末增长20%，占到同业资产的53.8%。

2014年5月，人民银行、银监会等五部委发布第127号文《关于规范金融机构同业业务的通知》。此后，除票据以外的信托受益权等买入返售业务被叫停，通过买入返售业务投资非标资产的途径受到限制，这导致买入返售资产规模不断收缩，银行不得不继续开辟新的同业渠道。

（3）2014－2016年：应收款项类投资

应收款项类投资是指银行利用自有资金持有的具有固定或可确定偿付金额、但没有公开市场报价的债权投资形式，标的资产既包括标准化资产，也包括非标准化资产。2014年颁布的127号文导致通过买入返售业务投向非标资产的路径被打断，非标资产之后主要记在应收款项投资科目下。[1]

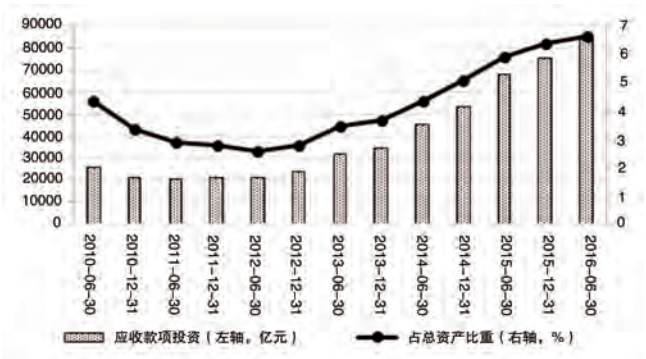


图5 16家上市银行应收款项类投资

数据来源：WIND数据库。

因此在2014年之后，应收款项投资作为买入返售业务投资非标的替代途径得到快速发展，占总资产的比重从2014年末的3.64%不断上升到2016年末的

[1] 127号文对应收账款的投资也受到一定限制，要求同业投资不得接受或提供任何第三方担保，另外非标类资产应计提的风险权重从买入返售项下的20%~25%上升至应收款项类投资的100%。

6.64%（图5）。2014年以来，兴起的应收款项类投资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，这些资产也被127号文定义为同业投资。大型国有银行的应收款项类投资主要投资于标准化资产，而其他股份制银行和城商行则以理财产品、信托受益权等非标资产为主。

（4）2014－2016年：同业存单、同业理财构成的同业链条

在2014年之后，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、银行和非银行机构之间通过同业业务相互关联，形成的同业链条不断延长，并通过委外投资最终投资于标准化资产。在这一时期内，最为关键的业务和产品是同业存单和同业理财。

同业存单（NCD）作为一种货币市场工具，是由银行业存款类金融机构法人在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证。[1]2013年12月，中国人民银行发布《同业存单管理暂行办法》，标志着同业领域中的大额可转让定期存单重启。同业存单具有电子化、流动性强、透明度高、安全性高等优势，是同业存放的线上“标准化”形式。表3比较了传统的同业存款与同业存单的异同。

表3 同业存款和同业存单对比

	同业存款	同业存单
发行场所	银行协商	银行间市场
发行主体	各类银行机构	全国银行间同业拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品
发行方式	合同文本	电子化发行，公开报价或招标发行
发行期限	期限协商确定，一般较长（持有人为保险公司的需缴纳准备金）	固定利率存单以3个月和6个月为主；浮动利率存单在1年以上
发行利率	协商确定，往往偏离市场利率，存在违规交易、利益输送等风险	市场化定价方式，参考同期限上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）
流动性	分为清算类和非清算类存放同业，不可流通转让	实行做市商制度，可在银行间市场流通转让，流动性较好

资料来源：作者绘制。

自2014年下半年开始，同业存单规模快速增长。2016年，同业存单总计发行量为13万亿元，较2015年增加145%。股份制银行和城商行是同业存单的发行

[1] 根据中国人民银行公告〔2013〕第20号《同业存单管理暂行办法》中的规定。

主力军，2016年年底，城商行和股份制银行发行的未到期同业存单存量为6.22万亿，占比达到98%。[1]同业存单的出现，一方面作为货币市场的投资标的，有利于银行等金融机构调节流动性，进行多元化资产配置；另一方面作为银行主动负债管理的新型工具，有利于银行根据自身需求优化资产负债表结构。

同业理财是这一时期同业链条中的核心业务。同业理财的资金来源主要是银行自营资金，在现实中还存在银行理财资金购买他行理财产品的情形，但是理财资金的相互持有容易造成理财资金在银行系统的空转。

2013年之前，银行理财业务长期以个人理财为主，之后随着同业业务的兴起，理财与同业业务相互交织的同业理财形式快速发展，从2015年以来出现爆炸性增长。根据《中国银行业理财市场年度报告》（2014－2015）的统计，同业理财资金余额从2014年末的0.49万亿元猛增至2015年末的3万亿元，增长幅度达到512.2%。如图6所示，截至2016年6月底，同业理财的资金余额达到4.02万亿元，占理财资金总额的比重从2014年初的4.1%上升至15.3%；与之相对应的是，个人理财占比则从61.4%下降至48.4%。与同业存单一样，股份制银行、城商行等中小银行是同业理财快速增长的主力军。由于同业理财具有批发性质，通常发行规模大且对价格敏感，中小银行往往通过提供隐形担保的方式募集源于大型商业银行的大量理财资金。

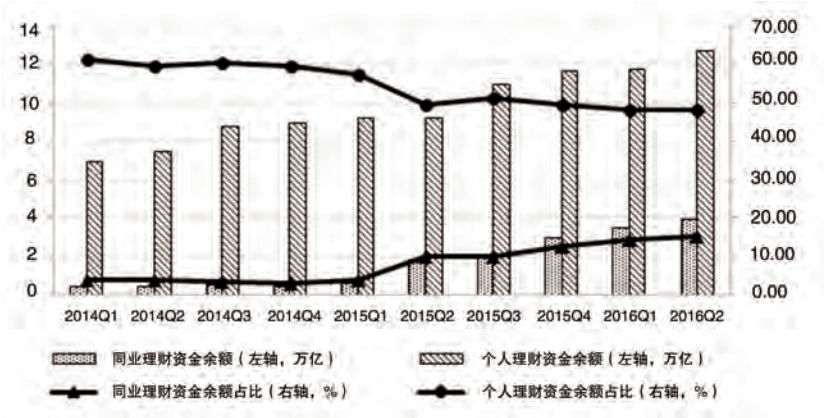


图6 2014年以来同业理财和个人理财发展对比

数据来源：WIND数据库。

[1] 张继强、陈健恒等：“同业存单潜在影响？牵一发动全身”，中金固定收益研究报告，2017年1月。

同业存单和同业理财之间存在套利机制。同业存单的发行利率普遍低于理财产品的发行利率，通过发行同业存单并将相应资金投资于同业理财，既能规避准备金缴纳，又能获得稳定的利差收益。因此，同业存单、同业理财形成的同业链条在2015年以来获得快速发展。

2. 非银金融机构渠道端：对非银行机构的委外投资的兴起

委托投资业务（简称委外投资）是指委托人（以银行为主）将理财和自营资金委托给外部机构管理人，由外部机构管理人按照约定的范围进行主动管理的投资业务模式。银行的委外投资与2013年前流行的通道业务区别在于：1）委外投资由银行直接将资金委托给非银金融机构管理，而不是设立资管类产品作为通道；2）在委外投资中，非银金融机构对银行资金进行主动管理，而非通道业务中只能接受银行指令或投资建议；3）委外投资本质上是银行的投资业务，资金主要流向股票、债券等市场，而通道业务的主要目的是对企业的融资业务，资金主要流向信贷等非标资产。

银行的委外投资从2015年开始出现快速扩张，最初是由于许多中小银行不具备资产管理能力，只能将资金委托外部专业机构进行管理。随着债券市场的兴起，委外投资成为银行为了加杠杆、提高投资收益率而普遍采用的方式。

根据申万宏源研究，2015年，包括理财和自营资金的委外规模约为16.69万亿元。[1]从银行类型来看，开展委外投资比重较高的是股份制上市银行和城商行。从委外机构来看，证券公司的资产管理计划是银行主要的合作对象，其次为基金及子公司专户。此外，2015年下半年以来，存款性公司对其他金融机构的债权规模急剧上升，这也从侧面反映了委外投资的规模增长。

3. 最终标的资产端：资金由非标资产向债券等标准化资产流动

在不同时期内，不同资产的收益率之间存在轮动。2013年后，中国经济增速放缓，导致信贷类基础资产的收益率逐渐走低。此外，对于银行体系资金投向非标资产的监管也日趋严格。在2014年下半年至2015年上半年，股票市场迎来牛市，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。之后的股市震荡又导致银行资金向债券市场转移。

理财资金投向债券及货币市场类资产的比重在2013年后直线上升，而非标资产投资则呈现出明显下降的趋势（图7）。2016年，仅理财资金投资债券类资

[1] 孟祥娟：“委外规模测算及去杠杆影响分析”，申万宏源研究报告，2016年4月。

产的比重就达到43.76%，债券市场成为理财、同业等影子银行资金最主要的标的资产。

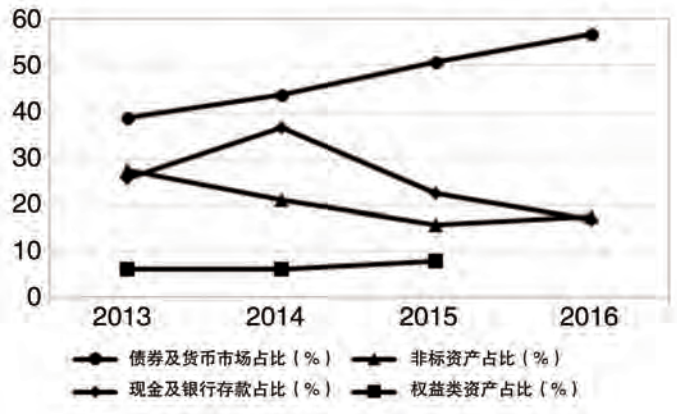


图7 2013年后理财资金投资资产分布

数据来源：中央国债登记结算公司“全国银行业理财信息登记系统”：《中国银行业理财市场年度报告（2013－2016）》。

阶段总结：同业业务创新是这一时期影子银行发展的最大特征。在2014年之前，仍通过同业代付、买入返售等方式将银行资金投向非标资产，达到变相信贷投放的目的。随着非标基础资产收益率下降和全面监管同业业务的127号文件出台，2014年之后，银行主要通过应收款项类投资非标资产，然而这已不是主要的资金流向。同业存单、同业理财的兴起形成的“同业链条—委外投资—标准化资产（债券）”模式成为2014年之后的主导型模式（图8）。

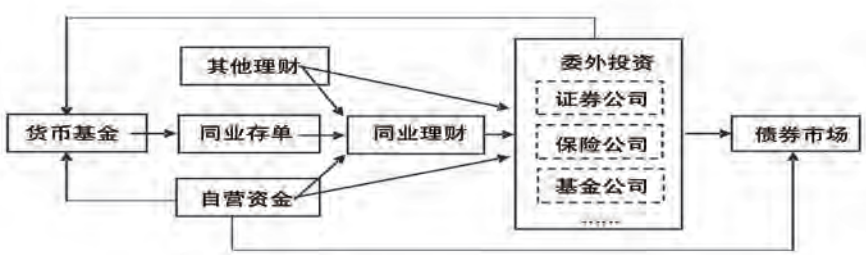


图8 “同业链条—委外投资—债券市场”模式

资料来源：作者绘制。

当前中国影子银行体系的潜在风险

自2008年以来，以商业银行为主导的中国影子银行系统蓬勃发展。影子银行从最初的理财业务以及与银信、银证、银保等通道对接，向同业链条与委外投资的模式转变；资金从投向信贷等非标资产实现变相融资，再到加杠杆投资标准化资产。在这一过程中，影子银行的规模持续扩张，金融产品向结构化、复杂化发展，在促进金融市场发展的同时，相关金融风险也在不断积累，成为当前影响中国银行业健康发展的重要风险来源。具体而言，当前中国影子银行体系面临如下潜在风险。

（一）金融系统的整体风险上升

影子银行的快速扩张造成了脱实向虚的风险。金融业增加值规模占GDP的比重从2008年的5.7%持续上升至2016年的8.4%。此外，金融业同比增速在2014－2015年期间最高达到16%，明显快于GDP同比增长。出现这一现象的原因，在于近年来实体经济增速下降，而金融业市场化改革加快，这造成银行的风险偏好显著增强，而通过同业—委外链条的影子银行创新提升了金融业的收益率，进一步吸引资金在金融系统内部的空转，脱实向虚的风险突出。

此外，金融链条的加杠杆加剧了潜在风险。影子银行的演进过程是不断加杠杆的过程，2013年前加杠杆的方式主要通过通道业务；在2013年后银行通过延长同业链条，进行委外投资的方式来增加杠杆，而非银金融机构则创新出一系列结构化产品（如分级基金、伞形信托等），从而增加资金规模进行杠杆化的投资。考虑到影子银行体系与传统银行之间关系密切，因此影子银行系统内的风险很容易向传统银行传递。

我们可以用待购回债券余额/（超额准备金+库存现金）来刻画债券市场的杠杆率。2014年底，债券市场的杠杆率仅为1.09，在2016年底达到2.66，到2017年2月底更是攀升至3.49。在杠杆率高企的背景下，一旦流动性收紧，就可能爆发系统性风险。

（二）与大型国有银行相比，中小银行面临的风险更大

在规避监管进行金融创新的动机上，不同类型的银行之间存在显著差异。国有大型银行具有规模优势和所有权优势，风险承受能力较强。而股份制银行和城商行等中小银行在利率市场化改革中承受了更大的风险冲击，因此需要积极开拓

资金来源和运用渠道，通过中间业务来获取收益。因此在影子银行方面，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创新动机。

中小银行的银行理财规模在2015年后急剧扩张，且更倾向于发展同业理财业务。大型国有银行则倾向于发挥客户优势，以个人理财为主。2015年以前，大型国有银行的理财资金余额一直占据主导地位。2015年底，股份制银行的理财资金余额达到9.91万亿元，较2014年增长74.78%，超过国有大型银行的8.67万亿元而一举成为最主要的发行机构。

此外，股份制银行、城商行等中小银行也是同业创新的主力（表4）。2015年底，城商行同业资产占总资产的比重最高为16.66%，其次股份制银行为10.21%，而大型国有银行占比仅为7.22%。同业负债占总负债的比重以股份制银行最高，达到25.44%，其次为城商行的23.55%，大型国有银行占比仅为13.13%。总体而言，中小银行的同业资产和负债规模都高于大型国有银行。此外，在2015年后快速发展的应收款项类投资，也以股份制银行占比最高，同业存单（主要反映在应付债券科目）则主要以规模更小的城商行发行最多。

表4 2015年不同银行同业资产和负债情况（单位：%）

	大型国有银行	股份制银行	城商行
同业资产占比	7.22	10.21	16.66
同业负债占比	13.13	25.44	23.55
应收款项类投资占比	2.69	14.9	12.08
应付债券占比	2.05	6.53	12.86

数据来源：WIND数据库；作者的计算。

2015年之后，中小银行热衷的“同业存单—同业理财—委外投资”的链条最终将资金投向债券市场。但由于同业存单发行利率与债券收益率存在倒挂，这意味着必须通过加杠杆来实现最终盈利。而在2016年底的债市大调整之后，同业存单发行利率和债券收益率之间的价差进一步拉大，一旦同业存单的高成本不能被覆盖，那么首当其冲的中小银行就更容易遭受资金链条断裂的冲击。

（三）短期内流动性风险突出，中长期内信用风险凸显

流动性风险是中国影子银行在短期内需要面对的重要挑战。流动性风险主要

是由期限错配所导致的。影子银行的资金端为理财、同业等短期资金，而对接的是非标等长期资产，因此影子银行需要依靠持续滚动来应对由期限错配导致的周期性流动性压力。2013年和2016年两次“钱荒”的爆发，与影子银行的流动性问题不无关系。钱荒的直接原因往往是货币政策和监管政策的突然收紧导致资金成本上升，进而引发流动性风险。例如，2016年下半年，监管机构开展一系列去杠杆政策，导致同业链条收缩，造成资金由非银机构向银行系统回流、由小银行向大银行回流，进而导致债券市场大跌，最终带来新一轮钱荒。

信用风险主要指影子银行产品不能到期兑付的风险，需在中长期内加以警惕。这一风险的产生主要源自实体经济的波动性。影子银行通过规避监管最终主要投资于信贷、票据等基础资产，这些资产的利润率则由实体经济的运行状况决定。从行业看，影子银行资金主要流向工商企业、房地产和地方融资平台等能承受较高融资成本的领域，而制造业的去产能改革、房地产业的宏观调控以及地方债务的高企都增加了未来信贷资产能否兑付的风险。

迄今为止信用风险还不明显，原因则是刚性兑付的存在。近年来，理财、同业业务的快速发展，在很大程度与银行的刚性兑付和隐形担保有关。实际上，影子银行产品的风险并未从银行系统真正转移出去，从而商业银行很可能最终依然是真正的风险承担者。2012年华夏银行上海分行的理财产品“兑付门”、2014年中诚信托30亿兑付危机等事件，表明信用风险已经开始逐渐暴露。刚性兑付的格局在未来可能被打破，进而造成信用风险显著上升。

监管新规下影子银行的发展方向

2016年下半年以来，为应对影子银行的潜在风险，一行三会出台了一系列监管政策，这将对影子银行体系的既有模式造成巨大挑战。在监管新规下，影子银行可能出现以下发展趋势。

第一，监管的全面加强有望显著压缩银行套利空间。目前去杠杆已经成为金融监管的显性趋势。一系列监管政策的出台，意味着今后影子银行将进入全面监管的新时期，过度膨胀的理财和同业业务将受到控制。2017年以来同业存单利率飙升，委外规模收缩已经表明资金成本的上升，影子银行业务可获利空间收缩。过去以商业银行为主的影子银行活动仍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，影子银行的创新有望向规范化、高级化方向发展。

第二，统一监管格局下资产管理业务去杠杆、促转型趋势明显。在影子银行的发展历程中，非银金融机构的地位不断上升，从与银行合作中充当被动的通道，到委外投资中具有了主动管理功能。然而，2015年以来，资产管理规模的过快发展也隐含着风险，资产管理业务仍面临层层嵌套、加杠杆等问题，资金池业务、结构化产品不断出现。2016年以来，“一行三会”分别对保险、期货、券商、基金等公司的资产管理业务出台监管政策，随着不同监管机构的协调配合加强，统一监管与“大资管”趋势逐渐显现。资产管理行业进行“去杠杆、防嵌套”的调整，在化解金融风险和引导资金脱虚入实的同时，也意味着竞争策略和发展模式面临转型。过去非银金融机构的资产管理业务主要依赖银行通道进行规模竞争，未来的市场竞争将依靠产品质量的创新以及管理能力的提升，规范化、精细化将是资产管理业务的发展方向。

第三，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发展的新形式。2016年2月，不良资产证券化重启，在工行、中行等6家大型银行试点。根据联合资信的统计，2016年不良资产证券化产品的发行规模达到156.1亿元。2017年的试点范围可能进一步扩大至股份制银行和城商行。此外，2016年4月银监会发布了82号文，意在规范银行信贷资产受益权的转让行为。债转股、地方债置换的推行也将成为处理不良资产、缓和影子银行资产端风险的重要途径。换言之，证券化将是缓解银行资产质量压力，盘活存量资产的重要手段，也有望成为未来影子银行产品创新的重要手段。

结　论

自2008年以来，中国影子银行体系取得蓬勃发展，成为金融市场上不可忽视的力量。“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。利润驱动是影子银行发展的基本动因，而监管规避则是直接动因。中国影子银行的发展是金融创新和金融监管相互博弈的螺旋式上升过程。基本的演进逻辑在于银行绕过传统存贷业务，利用资产负债表内外的其他科目进行业务创新，通过与非银行金融机构合作达到规避监管信用扩张的目的。

中国影子银行的演进历程以2013年为界，呈现出不同的模式特征。在2008年至2013年期间，影子银行主要表现为“理财产品—通道业务—非标资产”的模式，这一时期的主要特点在于非银金融机构仅通过信托、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2013－2016年期间，同业业务创新成为重点，买入返售、应收款项类投资随着监管政策变化相继成为投资非标资产的主要方式；同业存单、同业理财的兴起拓展了银行的负债来源，并形成“同业业务—委外投资—债券等标准化资产”的模式。

影子银行在监管之外进行信用创造，形成的资金链条不断增加杠杆，资金在金融系统空转，金融业的系统性风险上升。中小银行的影子银行创新比大型国有银行更为激进，也更易受到风险冲击。短期内因监管、货币政策变化而产生的流动性风险突出，在中长期更应关注信用风险的集中爆发。

2017年后，随着MPA的实施以及一系列监管新规的落实，影子银行的发展将进入全面监管阶段。监管套利空间将被逐渐压缩。资产管理业务则会被进一步规范化。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。