

影子银行是怎样“炼”成的

林采宜 吴齐华

报告摘要：

1. 本报告定义的影子银行指的是传统银行体系之外的所有信用中介机构和业务。换一句话说，由于国内存在监管不足，各类信用中介组织以及主动进行监管规避与套利的业务活动构成了中国影子银行的全貌。
2. 中国式影子银行有着自身的特点，影子银行体系运行对金融市场交易机制依赖程度较低，信托、投资银行等非银机构在影子业务创新所起的作用较弱，市场运转核心由商业银行担任，影子银行业务发展具有较强的规避监管与套利目的性。这是由我国金融市场发育程度与完整性、商业银行为主导的金融结构、实行分业监管体制等因素所决定的。
3. 127号文被视作对影子银行机构、业务全面联合整顿和规范的开始，但正如2010-2013期间银监会强化银信合作监管的博弈结果那样，商业银行在利率市场化的压力下仍有足够的动力通过发展影子银行业务扩张负债端以保有业务发展的可持续性，向监管未完整覆盖区域（例如互联网金融、民间金融等）延伸尝试已经开始。

目录

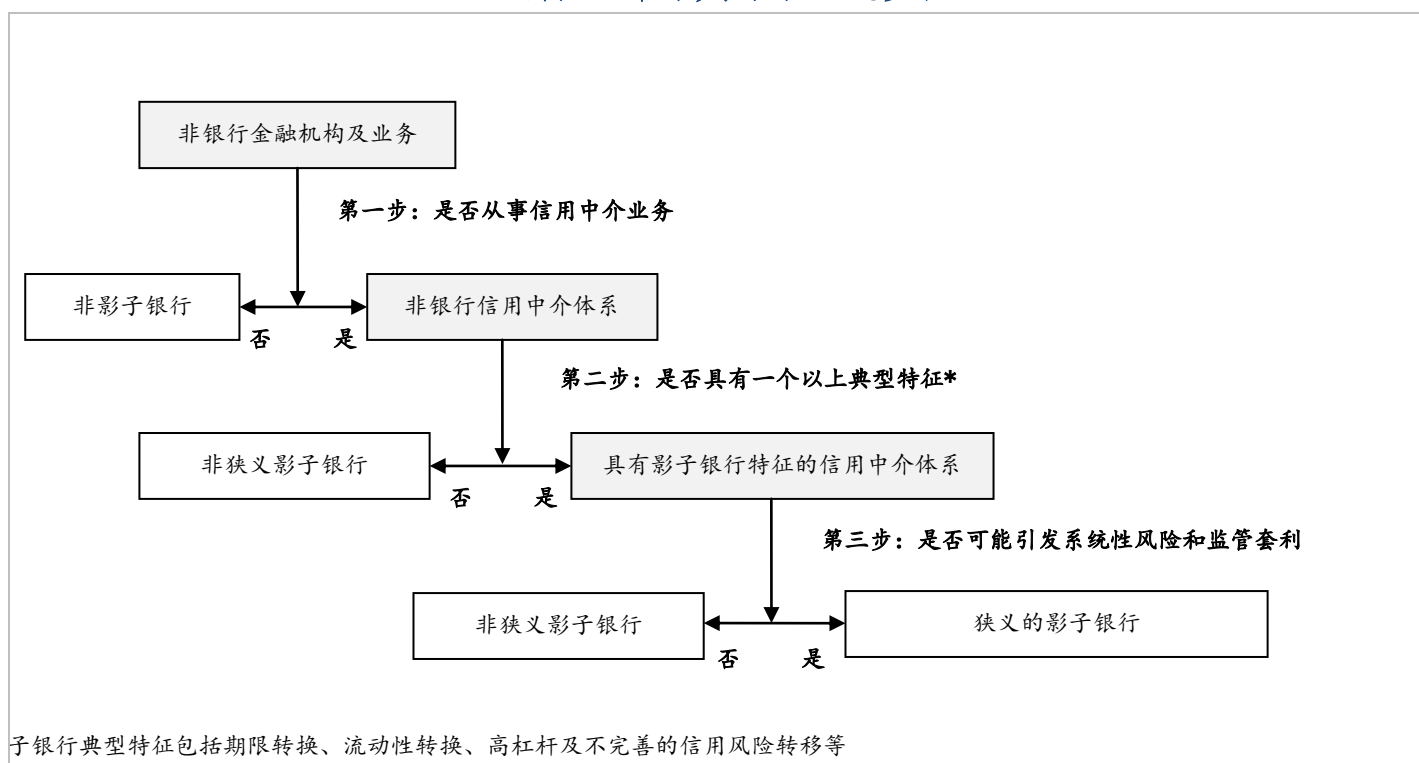
一. 识别中国式影子银行	3
二. 中国式影子银行是怎样炼成的	5
1. 影子银行推动社会融资结构发生深刻变化	5
2. 中国式影子银行的运行链条	6
3. 影子银行的“变形”轨迹	8
4. 影子银行下一站	11
三. 影子银行机构职能同质化及产业后果	12
1. 通道业务趋同	12
2. 职能同质化的产业后果	14
四. 中国式影子银行的未来挑战	15
1. 基础资产信用违约风险	15
2. 金融同业业务影响宏观金融稳定性	19

一. 识别中国式影子银行

根据金融稳定委员会（Financial Stability Board;FSB）的定义，“影子银行”是指游离于银行监管体系之外、可能引发系统性风险和监管套利等问题的信用中介体系（包括信用中介机构和业务）。FSB 同时指出：具体何种机构和业务属于影子银行，并没有国际通行口径，要视不同经济体的金融体系和监管体系情况而定。

阎庆民、李建华等结合非银金融机构的业务实质，在所著《中国影子银行监管研究》中给出了中国式影子银行机构的识别框架（图表 1）：

图表 1. 中国影子银行的认定步骤



资料来源：阎庆民《中国影子银行监管研究》

按此框架：

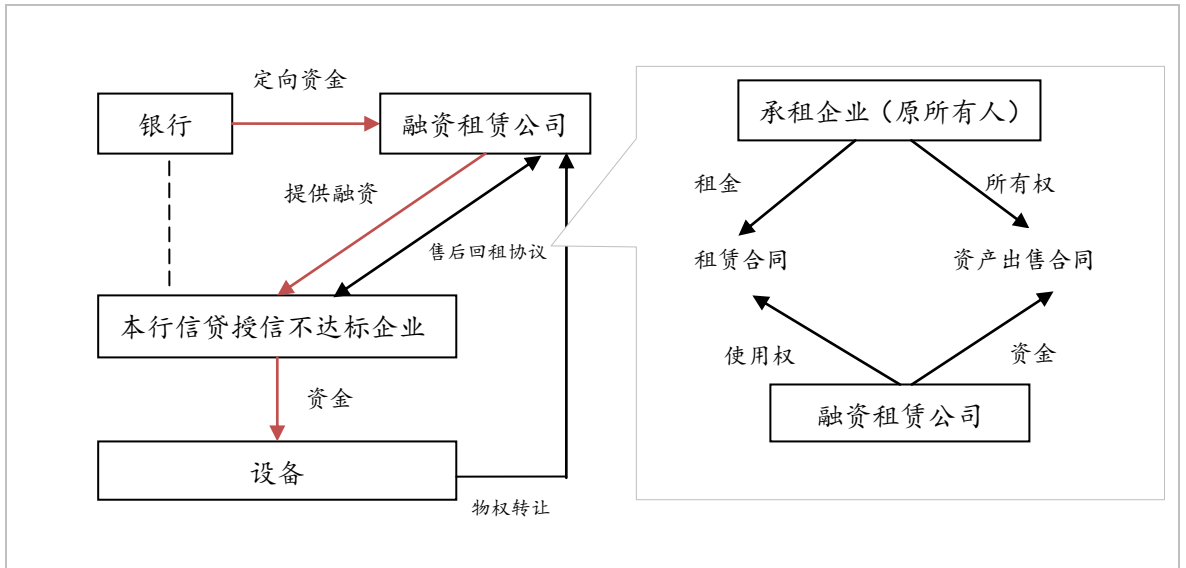
1. 目前主流非银机构中的信托、证券业、基金、保险通过资产管理公司（部门）开展的表外放贷业务即属于影子银行范畴，不仅从事创造信用的活动（类存款业务），也对接银行负债端协助表内信用扩张及监管套利。非银类理财产品在中国的监管环境下则充当了理想的影子银行工具，具备期限与流动性转换、信用风险转移等多重金融功能特征。

2. 其他非银金融机构，如担保、融资租赁（不含金租¹）、民间贷款公司和部分新兴的互联网金融

¹金租租赁目前由银监会负责设立审批及监管，融资租赁归口商务部管理。

业态则不完全在“一行三会”的监管视野内，其信用中介活动所受监管宽松甚至缺失，以业务创新为名从事变相贷款较为普遍。

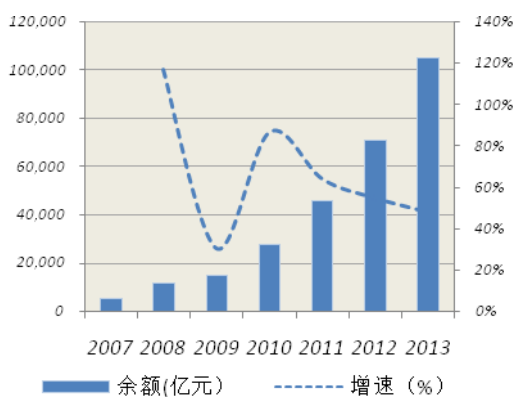
图表 2 以融资租赁为例一类贷款业务操作



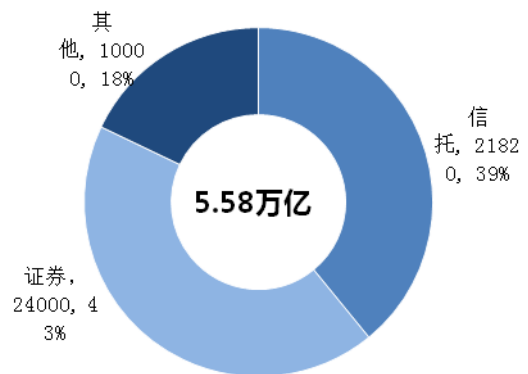
资料来源：国泰君安证券研究

3. 影子银行机构的概念并非局限于非银金融机构，那些“在银行资产负债表上不被统计为信贷的信用创造活动²”也应被纳入影子银行范畴，尽管商业银行上述非信贷的信用创造活动也已被纳入银监会同等严格的监管之下，但商业银行借助同业通道的规避监管活动从未停止，通过不断延长信用链条的方式向监管不足地带蔓延：典型如银行理财业务，在不断的监管博弈下已成为影子银行体系流动性的主要供给方。

图表 3. 银行理财产品历年余额及增速



图表 4. 同业通道业务量估计 (2013, 亿)



资料来源：万得咨询 行业协会 国泰君安证券研究

2014 年 1 月，国务院下发《关于加强影子银行监管有关问题的通知》(107 号文)从监管的角度诠释了“传统银行体系之外的信用中介机构和业务”即属

²中社科院金融研究所财富管理中心殷剑峰、王增武等称其为“银行的影子”

于影子银行，解决了长期以来各方对于影子银行概念的广泛争议——“我国影子银行主要包括三类：一是不持有金融牌照、完全无监管的信用中介机构，包括新型网络金融公司、第三方理财机构等。二是不持有金融牌照、存在监管不足的信用中介机构，包括融资性担保公司、小额贷款公司等。三是机构持有金融牌照、但存在监管不足或规避监管的业务，包括货币市场基金、资产证券化、部分理财业务等。”

以下矩阵可以涵盖中国式影子银行体系的大致面貌：

图表 5. 中国影子银行矩阵

系统风险诱因	机构	典型业务/产品		
监管不足 规避监管 监管套利	商业银行	银行理财	同业理财业务	资产证券化
	证券公司	定向资管	股权质押	资产证券化
	信托公司	银信合作	证信合作	政信合作
	基金公司	货币基金	定向资管	私募股权基金
	保险公司	保险理财	保单质押业务	
监管不足 监管套利 违规经营	融资租赁公司	售后回租		
	担保公司	融资担保		
	典当公司	房地产抵押融资	股权质押融资	
监管缺失 违法经营	互联网金融	互联网基金	P2P	众筹
	民间借贷机构	高息借贷		
	第三方理财	资金池业务		

资料来源：国泰君安证券研究

二. 中国式影子银行是怎样炼成的

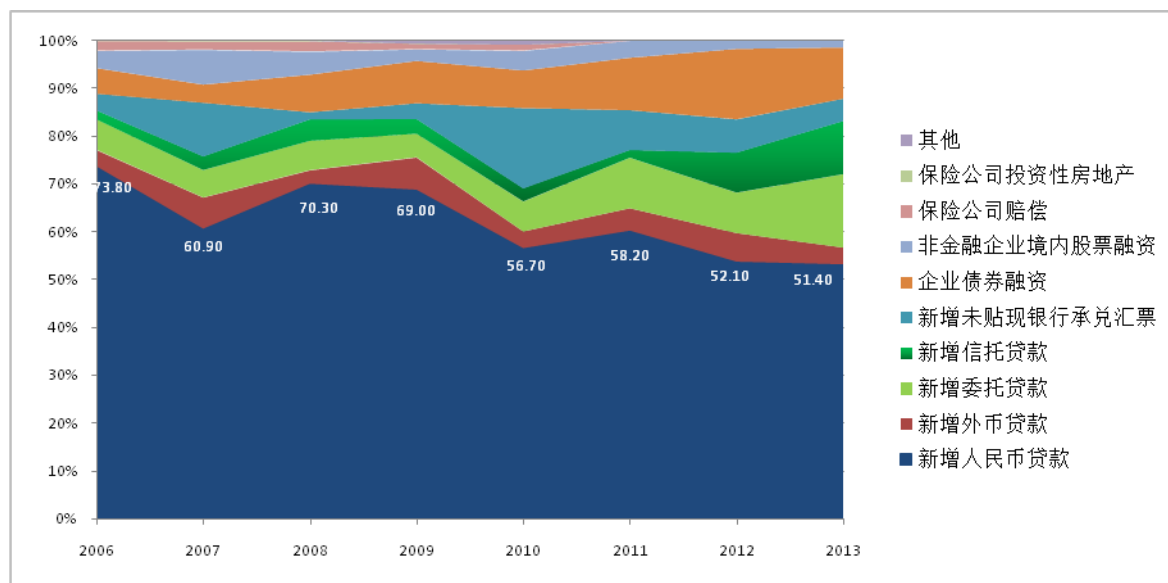
1. 影子银行推动社会融资结构发生深刻变化

周小川在十八大期间针对影子银行问题表示：“中国也像其他许多国家一样会有‘影子银行’，但中国的‘影子银行’和本次金融危机中发达国家所暴露出来的‘影子银行’相比，在规模和问

题上要小得多。”

如果以 2008 年金融危机发生为时间坐标，彼时中国影子银行体系尚介于萌芽期与成长期之间，非银融资规模（按信托贷款与委托贷款合计数）仅占到同期人民币贷款的 15%，银行理财产品与信托产品规模分别为 1.15 万亿和 1.22 万亿；而美国影子银行融资规模 2000 年前后超过了商业银行后，在 2007-2008 年达到了 13 万亿美元规模，约为同期银行融资总额的 1.2 倍，经次贷危机急剧收缩，影子银行目前融资规模约为银行融资的 65% 左右³——而中国影子银行受金融行业业务创新及资管业务限制不断宽松的刺激快速膨胀，至 2013 年末银行新增贷款占比已降至 51.40%，非银融资规模占人民币贷款规模的比例达到 49.38%，与美国同期比值差距已不大。

图表 7. 银行贷款占社会融资规模占比显著下降



资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究

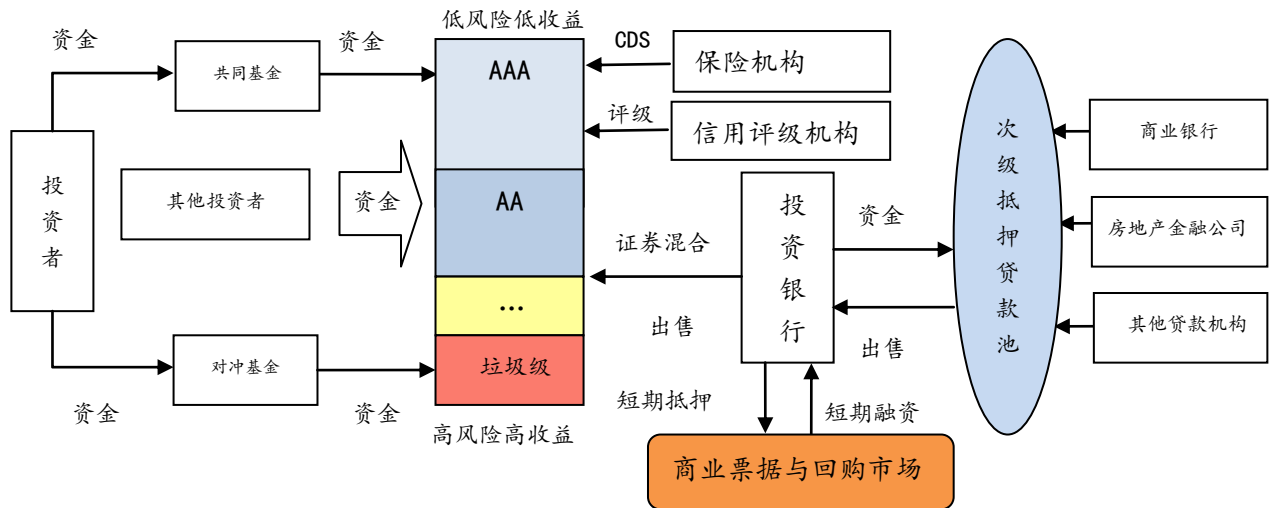
2. 中国式影子银行的运行链条

中国式影子银行有着自身的特点，这是由①我国金融市场发育程度与完整性、②商业银行为主导的金融结构、③实行分业监管体制等因素所决定的。2004 年以来中国银行理财产品已经成为影子银行体系流动性的主要提供者，在很大程度上替代了货币基金和对冲基金的影子存款身份，与海外现状区别较大（较为典型的如美国）。

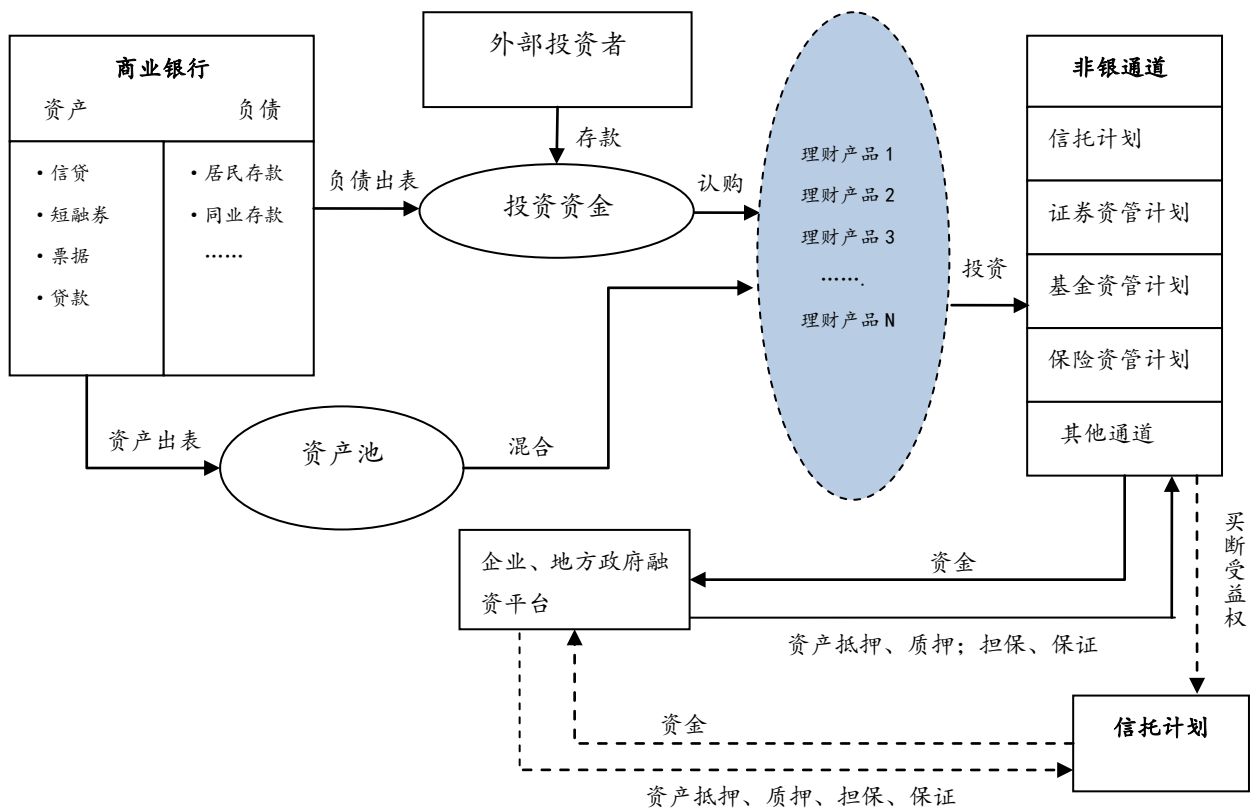
³按美联储的定义，影子银行融资主要包括商业票据和其他短期借贷（银行承兑），回购市场，净借出证券，资产支持证券机构发生的债券和货币市场共同基金资产——《美国金融危机调查报告》

图表 6. 中美影子银行运行链条对比

美国影子银行（次贷）运行链条：



中国影子银行（银行理财）运行链条：



资料来源：国泰君安证券研究

从影子银行运行链条的对比中可以较为清晰地看出：美国影子银行的运行更多依赖发达的金融市场交易机制，以投资银行为主体的非银机构在金融创新中起到了积极作用；而中国式影子银行在很大程度上由商业银行一手扶持，其主要动机为：① 吸存：金融脱媒造成的存款加速流失，银行需要投入更大精力揽存满足存贷比的监管要求，以及应对越来越激烈的同业竞争，强大自身资产负债表；② 绕开资金投向约束：银行理财资金的大部最终通过各种形式和管道流向了实体经济，而其中相当部分属于信贷限制行业（典型如房地产）、或不能满足银行信贷标准的企业，而这些企业所开出资金价格显著高于贷款，通道业务连年兴盛亦不难理解；③ 优化资产负债表：2013年银行同业资产规模已经扩张至 33.5 万亿，占到银行业金融机构总资产的 22.05%⁴。银行积极从事同业代付、信托受益权买入返售等业务，有着很强的规避监管和监管套利动机，一方面通过同业业务实现变相贷款，另一方面用来削减贷款规模，在资产表上留出更大的信贷空间。

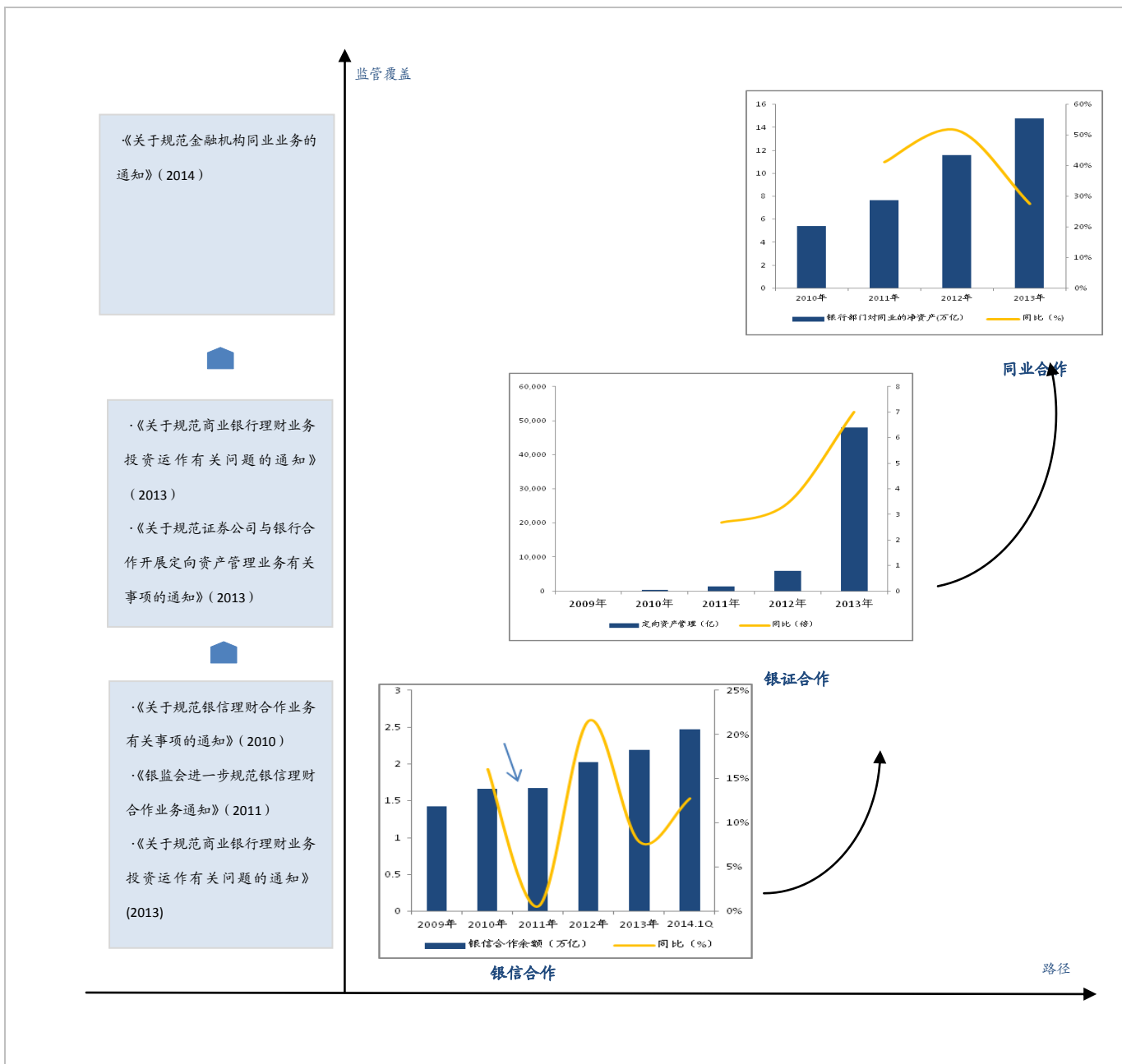
3. 影子银行的“变形”轨迹

影子银行在一定程度上是金融技术进步的产物，少受或不受监管，交易成本相对传统银行贷款业务更低；影子银行业务活动过程不受存贷比限制与投资约束、信用扩张乘数大（杠杆率高）、无需缴纳存款保证金、计提风险资本比率低（甚至不提取），对于受严格监管约束的商业银行无疑具有很强的吸引力，因而银行从提升中间收入及收益水平的目的出发竞相发展表外业务进行监管套利成为中国式影子银行发展背后的逻辑。

为防止影子银行业务期限错配、“金融空转”及信用风险转移过程中所潜藏的系统性风险爆发，近年监管机构对影子银行的监管力度不断增强，与此同时影子银行市场的监管博弈也不断升级，金融机构通过积极业务创新以及与非银机构的合作（体现为信用链条的延长）成功地规避了监管：

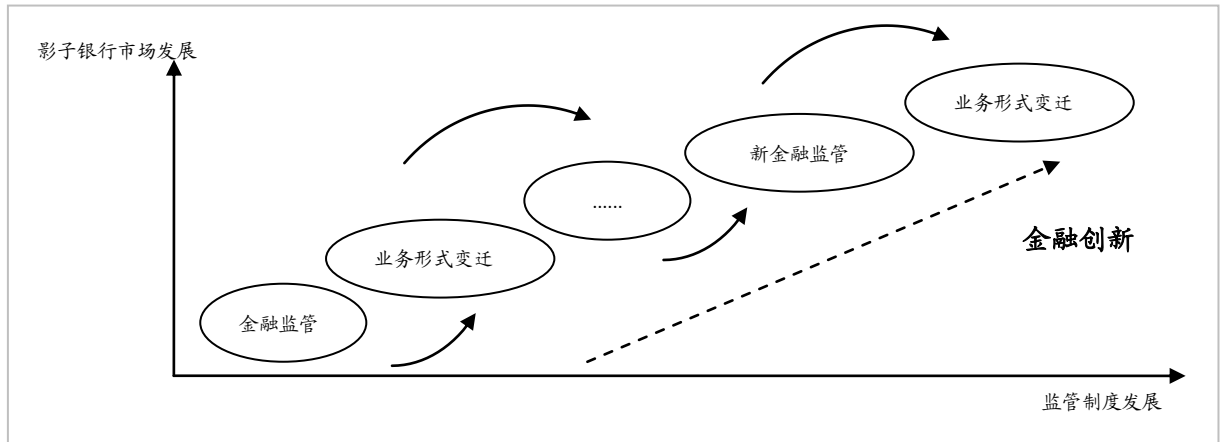
⁴详见系列一：《中国理财市场地图 2014》。

图表 7. 中国影子银行“变形”轨迹



资料来源：一行三会 行业协会 国泰君安证券研究

图表 8. 影子银行与监管的博弈仍将持续



资料来源：国泰君安证券研究

图表 9. 规范影子银行发展部分标志性文件规范提要

发布日期	规范性文件	主要内容
2010. 8	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》(72号文)	<ul style="list-style-type: none"> 自本通知发布之日起，对信托公司融资类银信理财合作业务实行余额比例管理，即融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%。 商业银行应严格按照要求将表外资金在今、明两年转入表内，并按照 150%的拨备覆盖率要求计提拨备，同时大型银行应按照 11.5%、中小银行按照 10%的资本充足率计提资本。
2010. 12	《银监会进一步规范银信理财合作业务通知》	<ul style="list-style-type: none"> 各商业银行应当按照《通知》要求在 2011 年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内.....原则上银信合作贷款余额应当按照每季至少 25%的比例予以压缩。 对商业银行未转入表内的银信合作信托贷款，各信托公司应当按照 10.5%的比例计提风险资本。
2013. 3	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(8号文)	<ul style="list-style-type: none"> 对于本通知印发之前已投资的达不到上述要求的非标准化债权资产，商业银行应比照自营贷款，按照《商业银行资本管理办法(试行)》要求，于 2013 年底前完成风险加权资产计量和资本计提。 商业银行应当合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额，理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的 35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%之间孰低者为上限。
2013. 7	《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》(中证协 124号文)	<ul style="list-style-type: none"> 证券公司开展银证合作定向业务不得存在以下情形：(一) 分公司、营业部独立开展定向资产管理业务，资产管理分公司除外；(二) 开展资金池业务..... 证券公司开展银证合作定向业务，合作银行应当符合：最近一年年末资产规模不低于 300 亿元，且资本充足率不低于 10%以下条件。 委托人(合作银行)应当承诺对证券公司根据投资指令从事的投资行为承担完全后果，自行承担投资风险，并处理相关纠纷。
2014. 5	《关于规范金融机构	<ul style="list-style-type: none"> 单家商业银行对单一金融机构法人的不含结算性同业存款的同业融出资

	<p>同业业务的通知》(127号文)</p>	<p>金,扣除风险权重为零的资产后的净额,不得超过该银行一级资本的50%。</p> <p>■ 同业存款业务是指金融机构之间开展的同业资金存入与存出业务,其中资金存入方仅为具有吸收存款资格的金融机构。</p> <p>■ 金融机构开展买入返售(卖出回购)和同业投资业务,不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保,国家另有规定的除外。</p> <p>■ 特定目的载体之间以及特定目的载体与金融机构之间的同业业务,参照本通知执行。</p>
--	------------------------	---

资料来源:银监会

4. 影子银行下一站

《关于规范金融机构同业业务的通知》(127号文)由人民银行、银监会、证监会、保监会、外管局五部委联合发布,对同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业投融资业务逐项进行界定与规范,可以视作对影子银行机构、业务全面联合整顿和规范的开始。

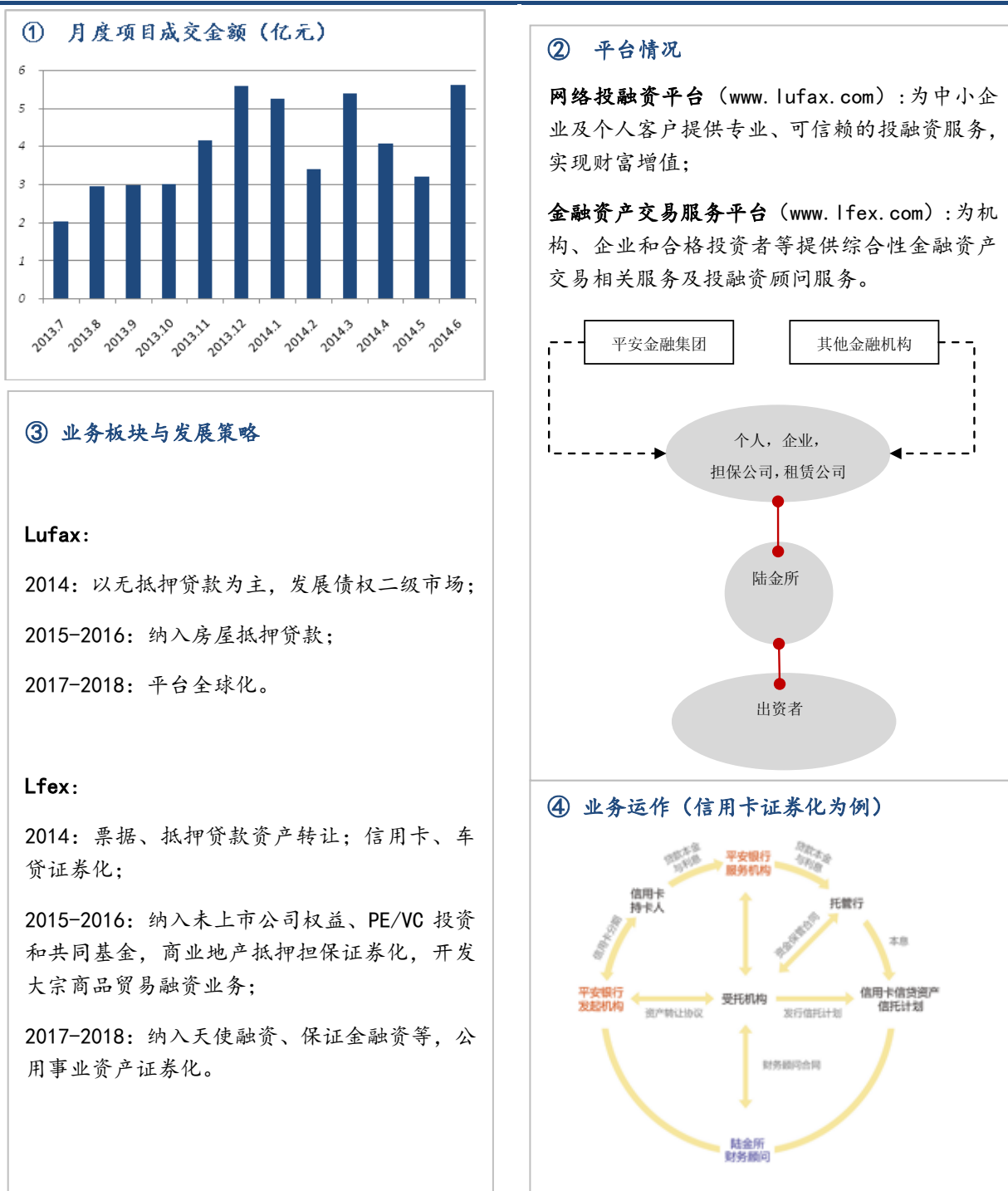
但正如2010-2013期间银监会强化银信合作监管的博弈结果那样,127号文也难以导致银行表外业务大规模回表,商业银行在利率市场化趋势下有足够的动力通过发行理财产品扩张负债端保有业务发展的可持续性,而“原先风格领先银行虽然同业自营资金配置非标增速会放缓,但是为了维护客户关系,原有的非标融资需求相当部分会通过理财资金或者综合经营体(银行系信托公司、基金子公司)予以满足,也可以部分抵消自营非标增速的放缓。”⁵事实上,包括商业银行在内的各类影子银行机构试图将影子银行业务向监管未覆盖区域(例如互联网金融)延伸的尝试已露端倪。

陆金所:平安旗下的陆家嘴国际金融资产交易市场股份有限公司(陆金所)在两年时间内已发展成为全球前三的P2P平台,项目与资金对接全程使用互联网平台。陆金所运作模式为各类机构出表提供了新的通路:平台在资产来源主要是金融机构(含平安银行自身)的非标资产,陆金所作为财务顾问进行私募资产证券化(值得注意的是,平安担保公司在部分P2P项目中充当增信的角色),从而与平台另一头民间资金实现直联(图表10)。

票据贷:阿里“招财宝”、新浪“金银猫”和深圳“票据宝”等均推出了票据理财产品,其认购门槛为一元,与货币基金一致。票据贷的业务模式为融资企业或者融资人以银行承兑汇票作为质押担保,通过互联网平台向投资者募集资金,到期后平台直接把承兑汇票折现,投资者拿回本金和收益。票据贷类产品使企业的票据融资直接绕开了银行。值得注意的是,目前票据贷类理财产品往往采用将不同票据收益权进行拆分和重新组合的方式构造多个理财产品,用较高的预期年化收益率(多数维持在6-7%的水平,高于银行票据直贴的贴现率)吸引投资者,理财产品创设上与银行的“资产池”模式类似,资金与资产难以做到一一对应,存在因期限错配可能引发的流动性风险。

⁵国泰君安证券银行组邱冠华等,《127号文解读的两大常见误区》

图表 10. 平安陆金所试水私募资产证券化



资料来源: 陆金所网站 21 世纪经济报道《陆金所的野心》 网贷之家

三. 影子银行机构职能同质化及产业后果

1. 通道业务趋同

在金融管制不断放松的趋势下，信托、证券、保险等金融同业的资管业务范围均大幅放开走向趋同，与银行合作的通道业务竞争的差异性主要体现在监管不对称所给出的不同套利空间——2013年证券公司更具成本优势的定向资管计划在一定程度上替代了信托以往的通道功能。

图表 11. 同业资产管理业务与监管比较

行业/业务	投资范围与限制	风险资本计提
信托	信托公司不得与商业银行开展各种形式的票据资产转让、受让业务；	<p>1. 非银信合作信托业务：</p> <p>单一信托： 投资类：0.3%~0.8% 融资类：0.8%~1.0%</p> <p>集合信托： 投资类：0.5%~1.5% 融资类：2.0%~3.0%</p> <p>2. 72号文后银信合作业务：</p> <p>投资类：0.5%~1.5% 融资类：2.0%~3.0%</p> <p>3. 附加风险资本、</p> <p>单一类资金投向关联企业的信托 3.0% 银信合作理财资金来自母公司的信托 3.0%</p> <p>■信托公司净资本不得低于各项风险资本之和的100%。</p>
证券资管业务	<p>小集合： 股票、债券、基金等权益类资产，固定收益类资产和现金类资产，商品期货，利率远期，利率互换、证券公司专项资管计划、商业理财计划、集合资金计划；</p> <p>定向资产管理计划： 投资范围由证券公司与客户通过合同约定，不得违反法律、行政法规和中国证监会的禁止规定。</p> <p>与银行合作开展的定向资产管理业务，不得投资与高污染、高能耗等国家禁止投资的行业。</p>	<p>按不同类别证券公司的不同资产管理业务规模实施不同风险资本准备计算比例（连续3年A类证券公司-D类）</p> <p>集合理财 1.2%~6.0%</p> <p>限额特定理财 0.8%-4.0%</p> <p>定向理财 0.8%-4.0%</p> <p>专项理财 1.6%-8.0%</p>
基金资管业务	<p>专项资产管理计划 (①+②)：</p> <p>①现金、银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、商品期货及其他金融衍生品；</p> <p>②未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利；</p> <p>③中国证监会认可的其他资产。</p>	<p>不计提业务风险资本，对净资本无相关法规要求</p>
期货资管业务	<p>①期货、期权及其他金融衍生品；</p> <p>②股票、债券、证券投资基金、集合资产管理计划、央行票据、短期融资券、资产支持证券等；</p> <p>③中国证监会认可的其他投资品种。</p>	<p>按不同类别期货公司的不同资产管理业务规模实施不同风险资本准备计算比例（A类-D类）</p> <p>定向资产管理业务： 2.4%-4.5%</p> <p>集合资产管理业务： 3.2%-6.0%</p>
保险资管业务	产品投资范围限于银行存款、股票、债券、证券投资基金	暂无相关规定

务	金、央行票据、非金融企业债务融资工具、信贷资产支持证券、基础设施投资计划、不动产投资计划、项目资产支持计划及中国保监会认可的其他资产。
----------	---

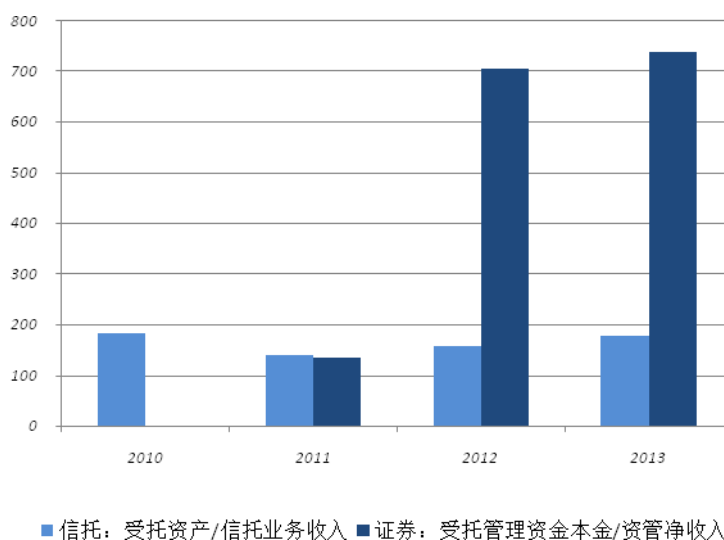
资料来源：行业监管部门

2. 职能同质化的产业后果

影子银行机构地位差别主要由所处产业规模、市场运转中所起的作用强弱以及分层次金融与资产市场成熟度等因素决定：中国式影子银行体系的主发起方由商业银行担当，截至 2014 年 1 月末，商业银行总资产 116.37 万亿⁶，占到金融领域各主要行业（保险 8.28 万亿，证券 2 万亿，信托 3863 亿⁷，公募基金 366.53 亿元⁸）的 90%；在国内金融深度与功能仍较为单一的市场环境下，非银金融对商业银行资产/负债两端的依赖性较强，因此无论在业务和市场地位上都处于被支配地位。

在银行强势的议价权面前，国内影子银行职能同质化的局面不仅影响了影子银行体系发挥实体经济服务能力与效率的作用，也抑制了成员间的业务学习与创新活力，信托、证券等为商业银行表外业务活动竞相提供通道服务成为业务模式简单化发展的最好注解，低层次的市场价格战将进一步削弱影子银行产业的发展基础：2011 年，信托业务与证券业的资产管理业务单位边际净收入基本一致，约 135 亿元管理资产可以带来一亿元净收入（管理资产规模/业务收入），到 2013 年末该值则分别为 178 亿元和 740 亿元；在通道业务竞争期间，信托通道收费（证券类信托）由 1-2% 降至 0.5% 的水平，而同类业务证券资管收费标准约为信托的一半（通道费率 0.3%，托管费率约 0.1%），定向通道业务券商平均费率仅 0.02-0.05%⁹。

图表 12. 信托与证券资管边际创收能力下滑¹⁰（2010-2013）



⁶银监会披露

⁷分业监管部门、行业协会披露，截至 2013 年 12 月末。

⁸万得资讯，截至 2012 年 12 月末。

⁹张明 高海红等：《中国影子银行体系研究报告》

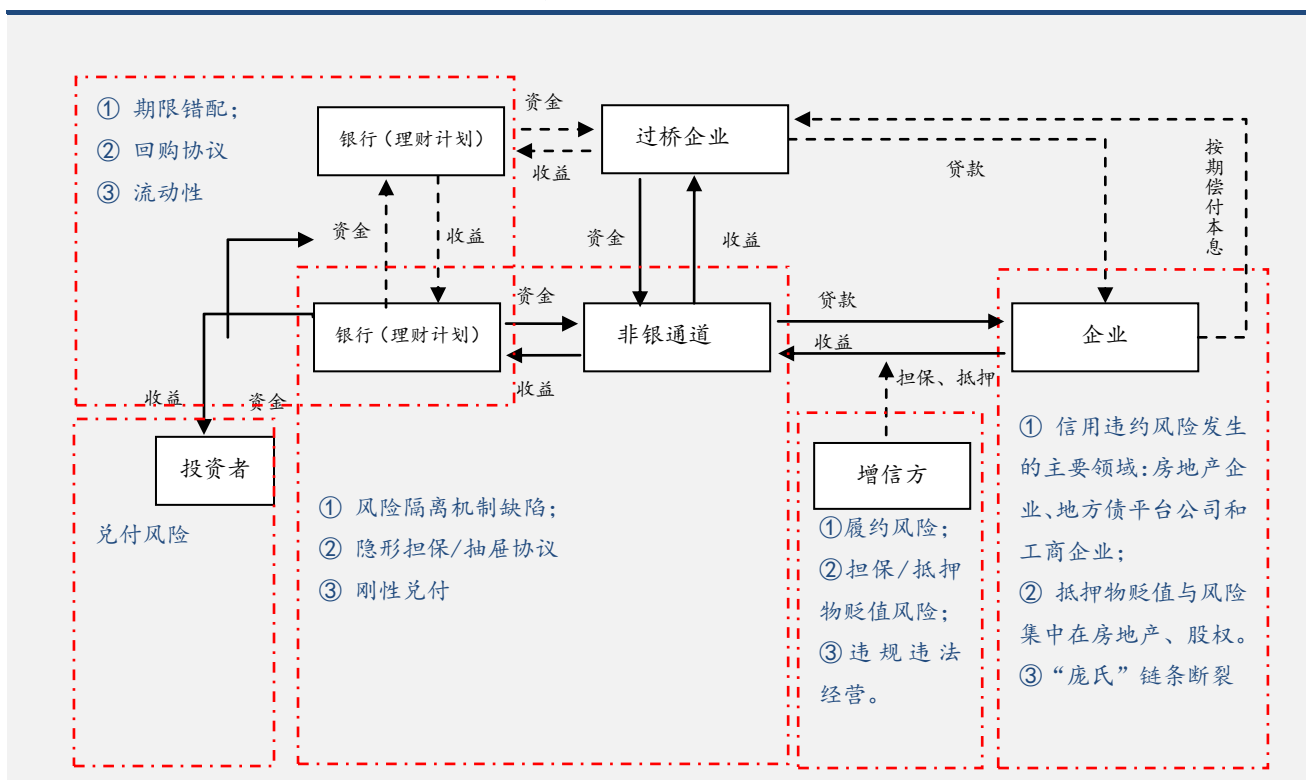
¹⁰证券业协会未披露 2010 年证券公司资管经营数据，图中空缺。

四. 中国式影子银行的未来挑战

IMF 在《全球金融稳定报告》中预测截至 2013 年 3Q 中国理财产品规模总量约 10 万亿，约占到住户部门金融资产¹¹80 万亿的 12.5%，金融资产结构占比相比全球水平并不高（22%，FSB=Global Shadow Banking Monitoring Report 2012）。国内各类影子银行产品也未高度复杂化和衍生化，对应的基础资产也不存在重复抵押或者重复销售的情况，整体杠杆率较低；由于非标资产证券化的产品形式，在市场上难以实现规模化的交易流转，因而市场风险扩散的能力相对有限，在未来出现类似美国次贷危机中金融机构与金融市场流动性风险集中爆发与交叉感染的情景概率较低。

从市场与交易结构的角度出发，我们用简图（图表 13）刻画中国式影子银行未来面临的潜在风险点：

图表 13. 中国式影子银行潜在风险点



资料来源：国泰君安证券研究

1. 基础资产信用违约风险

部分产能过剩、市场需求萎缩的行业盈利能力从 2010 年后出现较大幅度下滑（图表 14），全行业的财务状况也不容乐观：人民银行统计的全国 5000 户工业企业的资产负债率已持续攀升至 2007

¹¹按央行口径（《金融稳定报告 2014》），住户部门金融资产包括存款，银行理财，信托计划，证券公司受托管理资金，证券投资基金，基金资管计划与专户理财，个人投资者持有 A 股流通市值，合计 80 万亿。

年以来的新高（图表 15）。在市场信用风险上升和企业内部资金链紧绷的环境下，2009-2010 通过发行信托计划举债的工商企业违约风险逐步暴露，以矿产为代表。

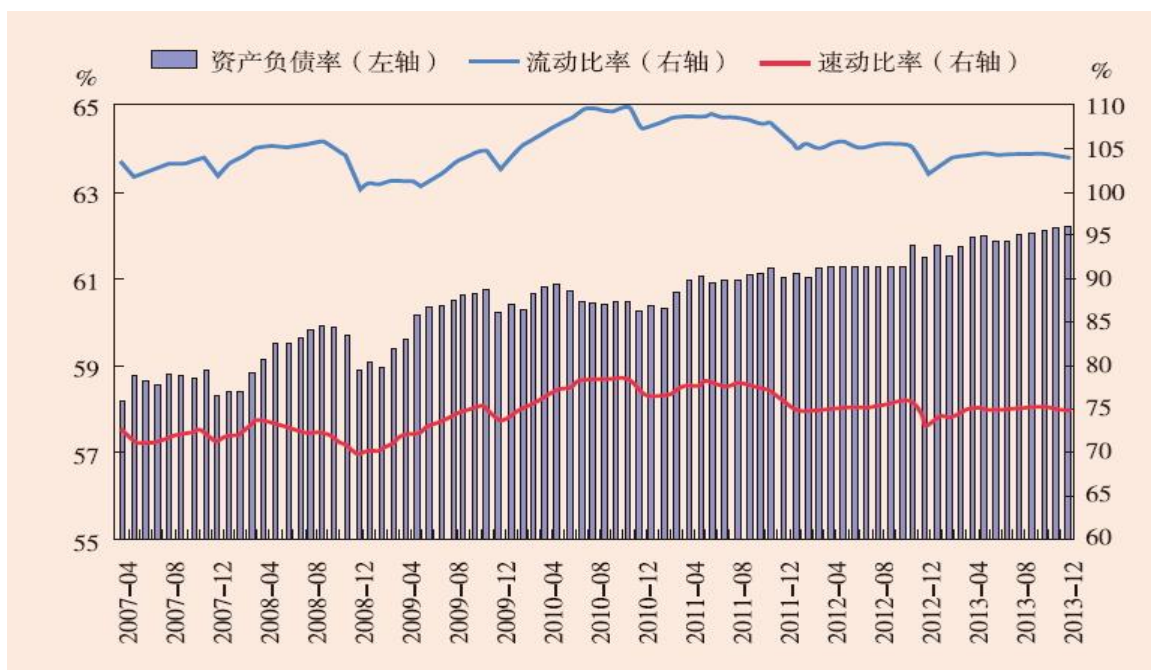
图表 14. 沪深 A 股非金融行业 ROE 整体下滑¹²（2007-2013）

行业	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SW 房地产	12.15	10.35	13.12	13.79	14.48	14.48	14.75
SW 有色金属	23.3	5.76	4.37	9.76	11.97	4.38	5.62
SW 采掘	21.01	17.09	13.64	16.84	15.66	12.68	11.35
SW 机械设备	17.75	13.66	14.88	16.15	14.77	8.89	6.99
SW 钢铁	16.41	6.45	2.95	6.75	3.75	-1.69	1.38
SW 电气设备	18.65	16.84	19.96	16.07	9.14	4.54	4.15
SW 国防军工	20.77	17.96	11.75	9.72	9.92	5.49	4.55
SW 交通运输	17.6	5.21	5.99	16.02	9.09	7.59	7.1
SW 化工	17.36	6.52	13.54	15.5	13.77	9.36	9.13
SW 汽车	16.71	8.25	17.97	22.84	17.6	12.19	14.42
SW 商业贸易	16.45	12.3	11.87	12.95	13.31	9.24	9.32
SW 计算机	16.44	14.24	15.39	13.58	11.37	10.08	11.23
SW 建筑装饰	15.94	10.12	14.21	13.38	13.99	11.37	13.51
SW 食品饮料	14.68	13.08	20.88	22.06	23.89	26.89	21.11
SW 建筑材料	14.53	11.22	12.42	15.9	17.44	8.39	11.04
SW 医药生物	14.18	15.65	18.78	16.41	13.65	12.02	12.17
SW 纺织服装	13.68	10.55	14.63	14.8	12.6	8.88	8.76
SW 公用事业	12.09	-0.38	8.6	9.25	7.43	10.57	13.53
SW 家用电器	11.75	11.92	17.08	19.64	17.95	16.58	18.15
SW 休闲服务	11.57	7.67	8.73	9.95	9.56	10.53	7.96
SW 轻工制造	11.54	6.96	9.4	9.28	6.91	6.19	4.98
SW 农林牧渔	11.32	7.88	9.76	9.51	10.29	6.02	5.26
SW 电子	10.1	4.74	6.71	8.88	8.82	5.52	7.71
SW 传媒	9.63	3.13	9.35	11.54	10.84	10.8	11.12
SW 通信	9	24.57	8.2	7.34	5.6	2.69	5.43
SW 综合	1.74	-2.19	0.42	6.51	7.13	7.99	4.48

资料来源：万得资讯

图表 15. 5000 家工业企业资产负债率升至新高（2007-2013）

¹²按申万行业分类。



资料来源：人民银行《金融稳定报告 2014》

历年发行中占比较大的地方融资信托（例如基建信托）和房地产信托将于 2015-2017 年进入兑付高峰期，可能成为影子银行市场从膨胀转为收缩的主要推动力，风险不容忽视：

地方债平台：地方政府融资平台是指由各级地方政府发起设立，通过注入土地、股权、规费、国债等资产所包装形成的具备融资资质的公司，平台贷、城投债以及发行影子银行产品是其主要的融资来源（图表 16），投资项目以市政建设、基础设施建设、能源、保障房建设等为主。截至 2012 年末，全国共有 10797 家地方融资平台公司，其中监测类平台公司 2061 家；监管类平台公司 8736 家¹³。

从到期时间分布来看，政府融资平台偿还债务高峰已经临近；而 2012 年开始放量的基础设施类信托按平均 21 个月的存续期限¹⁴计也进入了兑付的高峰期（图表 17），相当部分依赖土地财政收入的地方政府在房地产市场趋冷的环境下面临严峻的偿债压力，2010 年末负有偿还责任的地方政府债务余额中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额占比达到 23.8%¹⁵，在房地产市场不断降温的环境下，地方债务违约已经浮出水面：2013 年 6 月底至 2014 年 3 月底，9 个省本级为偿还到期债务筹措新债 579.31 亿元，但仍有 8.21 亿元逾期未还¹⁶。

齐鲁银行在 2013 年年报显示，济南市历城区城市建设综合开发公司出现 3507 万贷款本金违约，并欠息高达 613 万元：尽管历城城建并未被纳入融资平台机构，但该公司贷款中的 1500 万元则由列入银监会统计口径的地方平台公司济南城投提供连带责任担保——随着债务偿还高峰的临近，部分财力不足的政府及下属平台公司出现违约的概率正在加大，其风险暴露路径可能由隐性平台转向清单内的融资平台而展开。

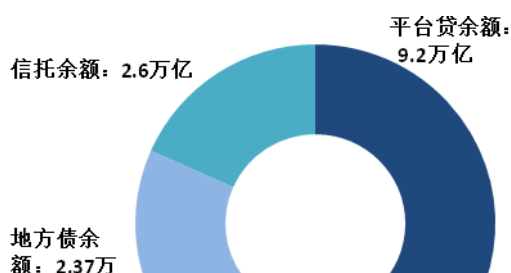
¹³银监会统计数据

¹⁴参考用益信托网基础产业类信托平均期限。

¹⁵审计署

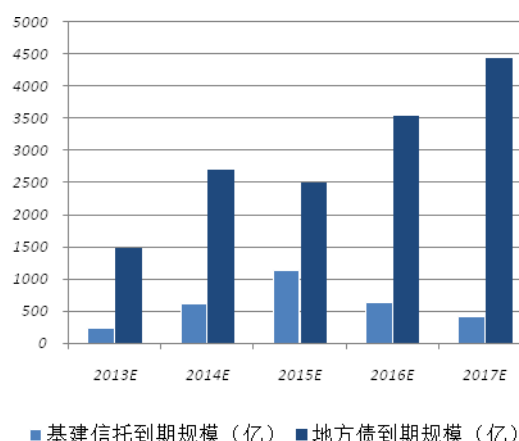
¹⁶审计署：《国务院关于 2013 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》

图表 16. 2013 年地方平台公司融资结构¹⁷



资料来源：万得资讯 银监会 信托业协会

图表 17. 地方平台公司迎 2015-2017 偿债高峰



资料来源：万得资讯 中债资信 国泰君安证券研究

2014 年 5 月，财政部下发《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》，自发自还地方债的试点地区包括上海、北京、广东、江苏等十省市，推进地方债发行改革、建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制，剥离融资平台公司政府融资职能的意图较为明显：截至 7 月 31 日，已有广东、山东、江苏三省成功发行合计 459 亿中长期地方债券，中标利率贴近同期限国债收益率，大幅低于平台债的融资成本。但是，自发自还型地方债券在短期内较难缓解地方政府的偿债压力，原因是：(1) 发行额度受控制，替代存量地方债务能力不足。从目前试点的开展情况来看，十省市 2014 年试点自发自还地方政府债券的总发债额度为 1,092 亿元，仅占 2013 年融资平台债券发行额的 13.18%；(2) 自发自还债券尚无法惠及地市级政府。截至 2013 年 6 月底，政府负有偿还责任的债务 108859 亿元中，市、县和乡镇政府债务分别为 48434.61 亿元、39573.60 亿元和 3070.12 亿元，合计规模达到省级政府债务规模的 5 倍¹⁸。在本次自发自还政府债券试点中，发债行政主体范围以省、自治区及直辖市为主（仅深圳、青岛为计划单列市），信息披露较为透明规范，募集资金投向明确，对减轻下辖县镇级政府偿债压力几无帮助。

房地产：房地产是本次金融危机后为数不多、受外部冲击影响较小的行业。在房地产价格不断攀升以及市场需求旺盛的带动下，房地产公司 ROE（图表 17）从 2007 年末的 12.15% 攀升至 2013 年末的 14.75%，相对其他行业能够承担较高的融资成本，是影子银行所青睐的优质基础资产来源；同时，行业受国家宏观调控影响，期间房地产信贷始终保持紧缩状态加速了房地产信托融资的增长，因而成为中国影子银行融资的重要一方。

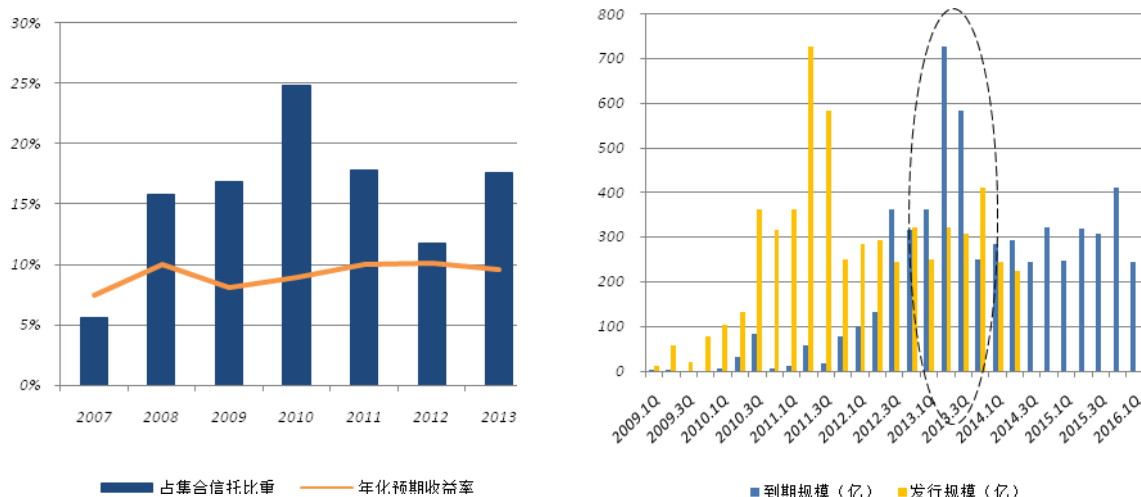
随着投资者对房地产价格预期的改变，房地产企业逐渐面临销量下滑、房地产价格回落等不利市场因素的影响，财务状况趋于恶化，而较多参与房地产信托等影子银行产品的中小开发商到期兑付的压力逐渐增大：从房地产集合信托的历年发行情况来看，2013 年房地产市场较为低迷，而房地

¹⁷平台贷款余额来自银监会；地方债务余额包括平台公司发行的企业债券，中期票据，短期融资券，非公开定向债务融资工具（PPN），中债资信《2013 年我国政府融资平台债券发行情况分析》；信托业协会披露的“信政合作”数据并不能全面反映地方政府信托融资规模，相当部分通过政府下属企业融资在实际操作被信托公司归入“基础产业”类别中，因此报告中采用“基础产业”信托余额的统计数据。

¹⁸审计署《全国政府性债无审计结果》（2013 年第 32 号公告）

产信托发行占比却异常放大，考虑到该类信托平均 22 个月的存续期限，存在开发商通过新发信托替换掉 2010-2011 年期间发行的老信托的可能性（图表 19）。房地产企业“借新还旧”方式仅能起到将风险暂时延后的短期作用，如果房地产价格在未来三年内向下波动幅度加大或销量持续萎缩，届时出现项目回款无法覆盖理财产品的本息偿还、用于质（抵）押的土地房屋价值缩水的状况，行业性信用违约风险则可能加速暴露。

图表 18. 房地产集合信托占比与预期收益率 图表 19. 房地产信托 2013 年迎兑付大潮



资料来源：万得资讯 用益信托网 国泰君安证券研究

2. 金融同业业务影响宏观金融稳定性

在国内影子银行体系中，银行同业业务最初仅起到银-银之间短期资金拆借的功能，在监管套利等因素的驱使下，商业银行将同业合作范围逐步扩展至信托、证券等非银金融机构，业务范围也从传统的同业存放、同业拆借等发展出同业代付、买入返售等创新型业务，横跨信贷市场、货币市场和资本市场，发展势头迅猛：根据央行数据，截止 2013 年底我国银行同业资产规模¹⁹达到 33.30 万亿元人民币，占到银行业金融机构总资产的 22.05%。

图表 20. 同业业务合作部门和具体形式

银-银	包括同业资金拆借，信贷资产转让，代理结算，代理银行汇票，互购债券，代理抵债资产处置，联合承销企业债券等
银-保	包括代理销售、出口信用保险融资，联名信用卡及银保专属产品等
银-证	包括第三方托管，资产证券化资金保管，证券公司客户资产托管，证券资金清算代理，债券买卖与回购，同业存放，资金拆借，证券抵押融资，券商集合理财托管等
银-基	包括代理销售、托管、合作发行理财产品，“一对多”专户理财
银-信	包括信托资金托管，信托融资，资产转让，理财产品、代理收付等
银行-财务公司	包括同业代理结算，票据转贴现，信贷资产转让，信贷资产受让，资金拆借，现金管理，代课外汇资金管理，超级网银，人民币债券结算代理，投资银行服务等

¹⁹由《其他存款性公司资产负债表》中“对其他存款性公司债权”及“对其他金融机构债权”加总而得。

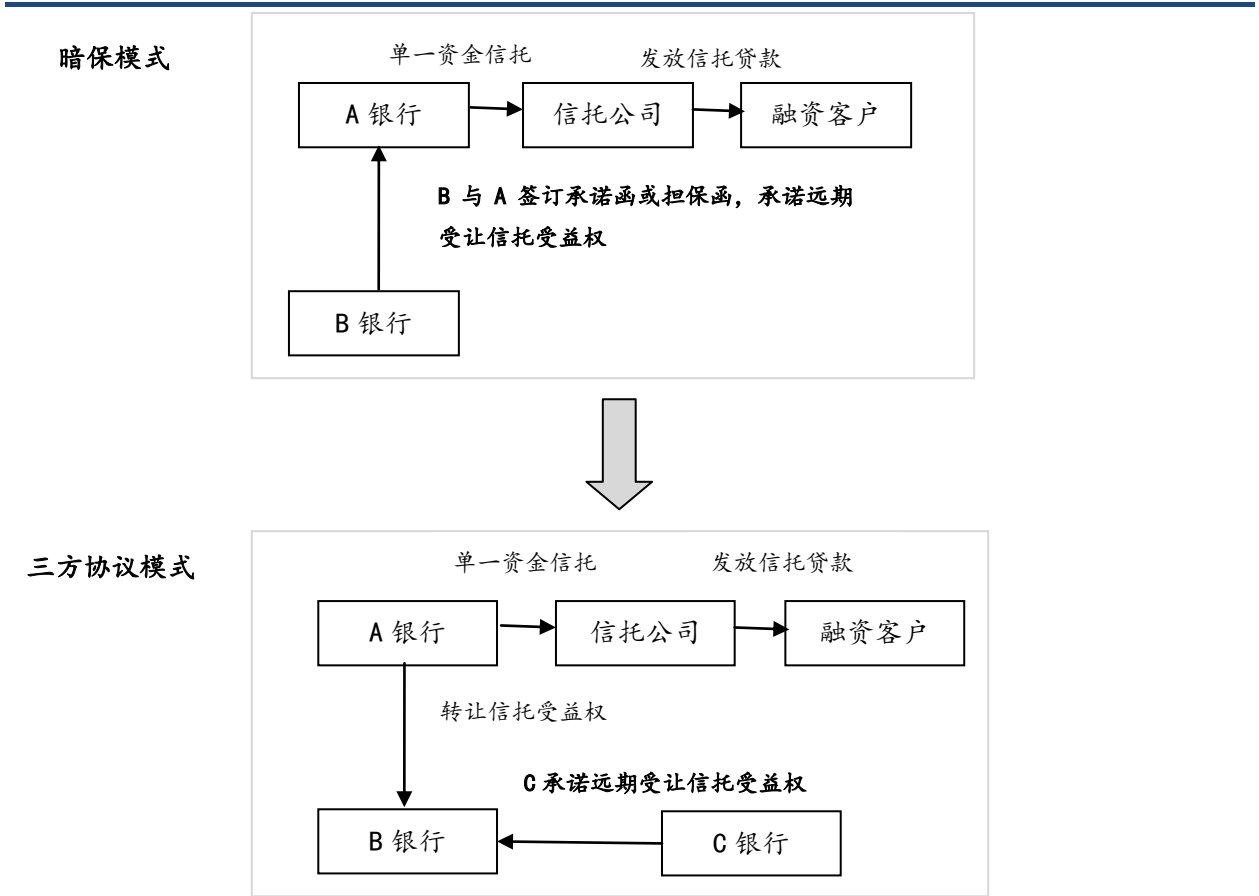
资料来源：吴霞《我国商业银行金融同业业务发展现状及其影响探析》

商业银行同业业务规模在短短3年左右的时间内急剧放大，已有失衡发展之虞，而业务综合与交叉程度不断加深对于宏观金融稳定性的考验也日益加大，主要体现在以下几个方面：

(1) 同业业务占比过高在对银行体系流动性的边际承受能力构成较大挑战，体系流动性风险程度放大。目前银行同业业务操作中，商业银行通过滚动拆入低成本的短期同业负债对接长期资产是较为普遍的现象，2013年6月发生的“钱荒”暴露了该种同业操作模式在资产负债期限匹配上的固有缺陷，短期资金违约的预期造成了上海银行间同业隔夜拆放利率史无前例地飙升至13.4440%，资金市场几乎失控，并进一步传导至资本市场，金融脆弱性得到充分体现。

(2) 传统银行在向影子银行转让信贷资产的过程中，若风险剥离不够彻底或存在隐性兜底协议，容易放大金融风险及增强风险的传导性。从国内银行同业操作模式来看，隐藏在复杂交易结构下的反担保措施（即所谓的“抽屉协议”）是以风险实际承担方的信用为基础的，而签订抽屉协议的部分银行分支机构并不具有法律责任的承担能力和风险承受能力，对总行抗风险能力构成严重威胁。2009年，银监会出于防范银行同业风险下发《关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》中明确规定“（信贷资产）转出方不得安排显性或隐性的回购条款：转让双方不得采取签订回购协议、即期买断加远期回购等方式规避监管”，但银行通过引入更多的交易方（例如“双买断”模式）后，在形式上规避了“转让双方不得签订回购协议”的监管规定，导致监管失效。在2012年以后盛行的买入返售业务三方协议模式中，第三方（即图表21中的C银行）提供的担保成为维持业务运转的信用基础：过桥银行A得到了卖出回购方的信用增强，成功降低了信托受益权资产的风险权重（100%→25%），实际是放大了信用风险敞口，而第三方C仅出具了担保函，但承受了主要的信用风险，而C在会计处理上不需要进行任何风险计提和拨备准备，其实际的风险敞口也进一步扩张了——127号文中第七条“金融机构开展买入返售（卖出回购）和同业投资业务，不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保”显然是针对银行买入返售非标资产风险的事后监管举措，并取得了立竿见影的成效——而正如以往历次监管博弈结果展示的那样，银行在释放信贷额度空间、追求高收益中间收入的利益动机下，寻求现有制度下新的“不违法”信用主体和操作模式进行监管套利的行为不会停止，对于宏观金融体系稳定性的考验仍将长期存在。

图表 21 “抽屉协议”：从双方演变为多方



资料来源：《解密银行同业业务的 6 种典型模式及操作要点》