

中国阴影之下的银行业

——中国影子银行的规模统计及风险测算

**The Banking System in the Shadow of Sun: To Measure
the Scale and the Risk of the Shadow Banking System in
China**

作者信息:

金荦 (Luo Jin), 博士, 中国人民银行反洗钱局局长

刘淳 (Chun Liu), 博士, 清华大学经济管理学院副教授, 邮箱:
liuch@sem.tsinghua.edu.cn, 通信地址: 北京清华大学经济管理学院, 邮编: 100084。

周颖辉 (Yinghui Zhou), 硕士, 工银瑞信基金公司, 邮箱:
zhou.yinghui@icbccs.com.cn。

致谢: 本研究感谢国家自然科学基金项目 (项目号 71232003 的资助)

中国阴影之下的银行业

——中国影子银行的规模统计及风险测算

摘要

自 2008 年金融危机以来，中国金融系统经历了重大的变革，越来越多的学者和监管者将注意力投到了中国金融市场阴影之下一个若隐若现的庞然大物——影子银行。影子银行在中国到底是一个什么状况？对中国的经济增长和金融稳定有多大的影响？这都是非常重要的问题。本文在对中国影子银行全面分析的基础上，首次绘制了中国影子银行运营的结构图谱，全面描述了中国影子银行的组成和各部分的功能。在此基础之上，通过实际数据收集和推算，我们计算得到截止 2013 年底，中国影子银行规模约为 46.4 万亿，远高于银行 8.9 万亿的信贷规模。本文还结合商业银行的监管和要求，对影子银行隐含的风险进行了分析。

关键字：影子银行；资本充足率；风险测算

JEL 分类号：E21，G15

一、 引言

自 2008 年全球金融危机以来，世界金融系统经历了重大的变革，各国监管层和学术界都更清晰的看到了影子银行系统对经济推动和经济破坏的双重影响。由于金融监管机构和银行的博弈，影子银行与银行系统如影随形，一直相伴着银行系统的发展而发展。按照金融稳定委员会的统计：截止 2011 年底，全球影子银行总资产占到了商业银行资产总额的 52%。而且在最近十年中，影子银行的发展速度远远快于传统的商业银行，其资产规模的庞大和信用链条的复杂程度远远超出了人们的想象。本世纪以来，由于国际各大投行在金融危机之前大量涉足影子银行业务且以高杠杆率运营产生了极大的风险。在金融危机中，雷曼、贝尔斯登由于在影子银行业务中杠杆率极高且极度激进最终导致覆灭的结局，而高盛、摩根斯坦利最终在美联储的救助之下，成为了银行控股公司。虽然在金融危机之后，各国加强了对影子银行的监管和限制使其规模有所下滑，但影子银行依然是影响国际金融稳定的一个“定时炸弹”。影子银行系统由于其自身所蕴含的机遇和风险，吸引了越来越多的关注和研究。本文试图从纷繁复杂的中国影子银行体系中整理出其运行轨迹的主要脉络，并对其风险大小和规模大小进行估计，从而为业界所热议的影子银行风险问题提供学术证据。

尽管受到广泛的关注，但迄今为止国际上并没有对影子银行有一个全面而又权威的定义。“影子银行系统”概念最先由太平洋投资管理公司（PIMCO）的迈考利提出，特指那些脱离于监管体系外的，与传统商业银行系统相对应的一系列金融机构。2008 年美国时任财长盖特纳将影子银行定义为传统银行之外的那些运行融资活动的“非银行”机构，这些机构通过短期资金支撑风险高、流动性低的长期盈利资产，亦名曰“平行银行系统”（Parallel Banking System）。国际货币基金组织 IMF 随后发明了“近似银行”（near-bank）的概念。在美联储的一份报告中，Poszar 等人（2010）¹提出影子银行是指不能进行央行贴现操作且执行信用转换、期限转换和流动性转换的中介机构。在 2010 年金融危机调查委员会认为影子银行是那些很少受到监管但又从事与商业银行相似业务的机构，这些机构的业务活动是吸取储蓄者和投资人的资金并将其供给最终的需要资金的机构。

与影子银行的国际定义不一样，因为国内的资产证券化欠发达，中国的影子银行有着自身的国情代表性，我国影子银行系统实质上是中国特色经济与金融体系的产物，连接储蓄者和贷款需求者以及货币市场的中介。它与一般商业银行的信用中介是相互补充促进的。由于没有给出官方的定义，各界对影子银行的范围和定义有很大的分歧。而各个部门由于自身关注的角度不同，所以造成其定义也

千差万别。政府部门关心的是影子银行活动是否受到监管；而市场投资者认定的影子银行范围包括一切未通过商业银行信贷的信用供给和资金提供机制。在投资者看来，忽视这些机制会造成传统的货币和信用统计口径严重低估社会的实际货币和信用提供量。现在社会上比较赞同的影子银行的定义源于中国人民银行统计司的学术论文（李波，2010）²：中国影子银行中包含商业银行理财业务（表外）、券商资管业务、基金专户理财、公募基金、保险公司投连险的投资部分、私募股权投资基金（包括创投和产业投资基金）、企业年金、住房公积金、小额贷款公司、票据经营公司、第三方支付、民间小额借贷等机构。

影子银行在沟通最终贷款者和资金提供者的中介时扮演着期限转换，流动性转换和信用转换的角色。其中信用转换指的是通过对债务抵押物所有权的控制来提升债务的信用水平。期限转换指的是银行用短期存款去支持长期贷款，银行在通过长拆短盈利的同时为储蓄者创造了流动性，但却将金融中介暴露在借新还旧风险和久期风险之下。而流动性转换指的是借助一系列的流动性工具来提高非流动性资产的流动性。例如，由评级机构提供的流动性证明能降低储蓄者和借款者间的信息不对称，从而使得带有该证明的贷款池组合的交易价高于类似的一个流动性差的贷款池组合。

影子银行在国内高速发展始于 2008 年。在政府的四万亿刺激之后，各地项目如火如荼地开展，而随着 2011 年通胀迅速反弹，中央银行的货币政策急剧紧缩。伴随政府调控房地产市场，货币政策和政府非市场行为的双重效应使得正常的信贷渠道资金被收紧压缩，实体企业，特别是房地产企业经营现金流面临断裂风险，企业不得不寻求影子银行进行融资，催生了影子银行爆发式的发展。与此同时，高通胀和不断深化的利率市场化也推动了储蓄存款脱离银行以追求高收益率，从供给端也为影子银行的发展推波助澜。影子银行为市场提供了流动性，促进了金融创新，在金融市场上有重要的作用。但由于其所受监管较小的特性也决定了其自身所包含的巨大风险。2013 年 6 月份发生在我国银行间市场的“钱荒”以及其后四季度产生的国债收益率大幅上行的现象，很多人将原因归结为是影子银行的发展的信用需求远大于传统商业银行体系的信用供给。特别是在中国，即使在宏观调控试图支持实体经济的情况下，很多实体经济的融资因为利率的上升，从而被财政软约束不强的房地产企业和地方融资平台所挤出，而影子银行系统为这些无财政软约束的部门提供了无穷尽的融资来源，造成了宏观调控的失效。与此同时，资金在金融系统的空转现象也是影子银行系统被人所诟病的原因之一。

本文在对中国影子银行全面分析的基础上，首次绘制了中国影子银行运营的结构图谱。在此基础之上，通过广泛的数据收集和推算，对中国影子银行的风险

大小进行了估计和测算。通过结合商业银行风险资本的概念对影子银行到底缺少多大的风险资本计提规模给出了估算，并计算出如果影子银行转回表内能带来商业银行体系多大的利润减少和资本充足率的下降。此外，本文还系统性地归纳整理了中国商业银行同业非标业务如何规避监管的方法，具有非常强的时效性，有效地填补了影子银行研究“只见森林，不见树木”一对细节问题和对具体机构运营模式的不了解的研究方面不足。

本文剩下部分的安排如下：第二部分为文献综述。第三部分对中国的影子银行进行了界定并分析了其特点。第四部分测算了中国影子银行规模。第五部分计算了其隐含的风险。最后一部分总结。

二、 文献综述

虽然影子银行的概念提出不到短短 10 年，但其存在已有数百年的历史，Pozsar 等（2010）³将美国的影子银行可划分为四个阶段：70 年代之前的传统信托阶段；货币市场基金和商业票据兴起的金融脱媒阶段；发行分销流行的资产证券化阶段；衍生交易兴起后的混业经营阶段。

影子银行完成的是影子信用中介的作用。Pozsar 等对影子银行做出了定义和区分，将整个影子银行系统分为“内部”，“外部”，和“受政府支持”三个部分。内部影子银行系统包含了在银行控股公司内的影子银行，包括银行控股集团（Financial Holding Companies）下属的包括证券公司、保险公司、经纪商和资产管理等机构，他们很多是因为进行政策套利而催生的结果。外部影子银行系统是指在非银行金融机构中运营的影子银行，如非银行的附属经纪商，保险公司等。独立影子银行系统指独立于主要金融机构的专门进行影子银行活动所设立的实体或机构，此类机构不进行其他的活动且具有极强的排它性。而政府支持的影子银行系统是由政府信用提供隐性担保的机构，他们通常进行与银行类似的信用活动，但本身却没有银行牌照，如美国的两房（Fannie Mae and Freddie Mac）。

由于货币当局提供了正式的流动性和信用担保，商业银行的表内活动是不包含在影子银行范围之类，但商业银行却能通过其他方式充当影子银行的功能。例如，他们为影子银行实体提供通道，成为其信用支持证券的发行人，或为结构化投资工具提供信用和流动性支持。许多商业银行基本都是被大型的银行控股集团所控股。Mandel 等（2012）⁴具体分析了商业银行对影子银行活动的支持。许多影子银行活动都是在银行控股公司的支持下进行的，如银行控股公司中的货币基金被认为是公司内部体系中的“影子银行”，而通过银行控股公司附属的经纪商进行的三方回购融资也是影子银行业务。

Copeland (2012)⁵发现银行控股公司的影子银行活动在近年来一直增长且在公司的总收入中占有非常重要的份额。Cetorelli and Peristiani (2012)⁶调查了银行控股公司在资产证券化的角色，他们发现在资产支持证券（ABS）市场，银行控股公司在承销，发行和服务中的份额在 35%到 75%之间，而在信托服务达到了近乎 100%。而在住房按揭证券（MBS）的发行、承销和服务上，银行控股集团的市场份额也在 60%以上。

Bord and Santos (2014)⁷研究发现美国银行在定期贷款的市场占比率经历了从 90 年代中期的超过 75%下滑到了 2010 年的 30%左右，而影子银行在定期贷款的市场份额从 1993 年的少于 10%上升至 2007 年的多于 30%。而 Cetorelli (2012)⁸的发现，截至 2011 年，银行控股公司控制了 38%的最大的保险公司的资产，41%的货币市场基金以及 93%的大型经纪商。除此之外，只有很少的证券出借和与之相关的抵押品再投资业务活动没有主要托管银行参与。

由上可以看出，国外对于影子银行研究主要集中于以资产证券化为核心整个影子银行系统的脉络和运行机理，但这些研究与中国的影子银行截然不同。而国内还没有任何学术研究系统的归纳梳理和分析中国整个影子银行的运营体制。本文试图填补这项空白。

三、 中国影子银行的图景和特点

(一)中国影子银行的图景

在对影子银行分析的基础上，如图 1 所示，我们把中国影子银行系统按照资金流向的过程分为五个部分：贷款人，资金池，通道中介机构，影子银行通道渠道和借款人。资金在从借款人到达贷款人的过程中，影子银行各个系统起到了不同的作用。

- 资金流动第一步骤：资金从借款人（ultimate lender）到达资金池（cash pool）。借款人是资金的原始出借方，指的是拥有资金的居民。银行通过传统储蓄渠道和银行理财产品直接获取资金，或者从货币基金（包括债券资金）的同业存款来间接获取资金，从而建立资金池。这个过程主要通过银行来完成。该过程起到了期限转换，信用转换功能。

- 资金流动第二步骤：资金从资金池到达通道中介机构（shadow banking intermediation）。由于监管等方面的限制，银行一般不会直接将资金池中的资金贷给最终贷款人，他们通过影子银行中的通道中介机构来完成。最典型的通道中介机构是信托公司，券商资管和基金子公司。另外，公募基金、阳光私募和保险

公司也属于此类中介结构。该步骤起到了期限转换，信用转换，流动性转换功能。

- 资金流动第三步：中介机构根据市场需求，设计和开发了很多金融产品满足监管要求和最终贷款人的需求，我们称之为影子银行通道工具（shadow banking conduits）。信托贷款和券商资管计划是最典型的形式。另外，银行自营部门的同业代付和未贴现票据融资也属于其中。该步骤发挥了流动性转换，期限转换作用。

- 资金流动第四步：资金通过影子银行通道到达最终贷款人（ultimate borrowers）。最终贷款人主要是实体企业（如房地产企业，基础产业和工商企业等）和政府融资平台。该步骤发挥的是信用转换和流动性转换的功能。

从图中可以看出，我国的影子银行系统以银行为主要依赖，通过诸如信托贷款（单一信托），票据买入返售，信托受益权，开立信用证，银证合作等一系列的方式为实体企业和地方融资平台提供资金。在影子银行系统中，居民可以不通过银行而投资实体经济的途径主要有以下几种。首先，居民可以投资集合类的信托产品，这些信托产品可以投资信托贷款，票据，债券，外汇，期货和股票资产；其次，居民可以直接购买保险，而保险公司内部由保险资管管理，并通过存款，股票和债券进行投资。近年来，随着保险资管投资政策的放开，保险公司可以投资信托受益权，买入返售票据等非标资产，也可以通过投资保险公司债权投资计划参与基础设施投资。第三，居民可以投资公募基金或是阳光私募，或是投资证券公司的资产管理产品间接投资股票和债券市场。这三种途径中前两类是属于影子银行的范畴。此外，居民可以通过 P2P 网贷和小额贷款公司影子银行渠道将资金投入到最后借款人当中。而对企业来说，企业可以通过委托贷款的模式借助银行渠道将资金提供给政府融资平台和实体企业。

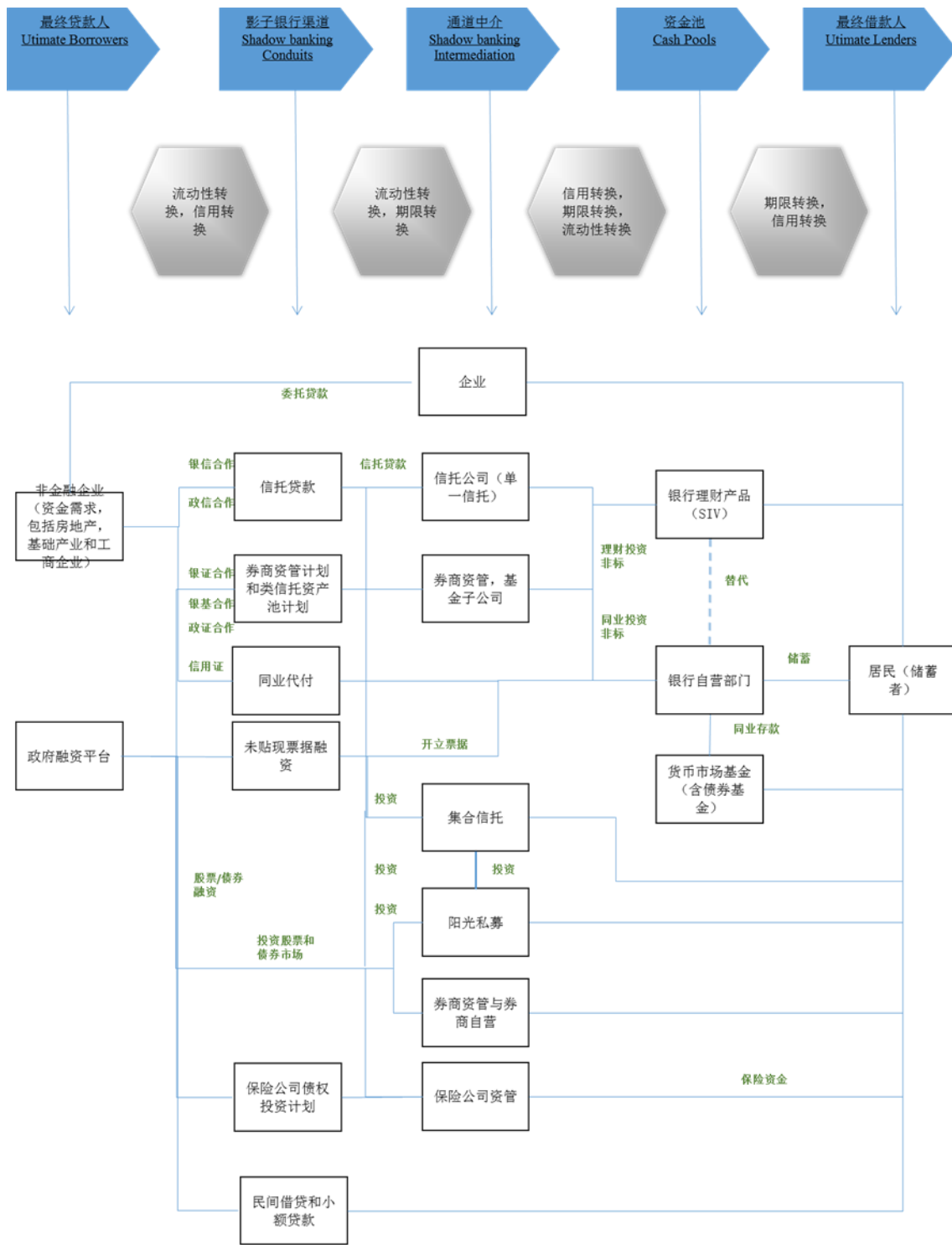


图1 中国影子银行完全图景

(二)中国影子银行的特点

中国影子银行由于中国国情，有如下的特点：

1. 过度依赖商业银行母体

欧美的影子银行系统借助于资产证券化，抵押债券等一系列方式将最终的融资方和投资方联通。通过成熟的交易市场和体系最终由一系列货币基金，债券基金等投资者为影子银行体系提供源源不断的资金支持。而我国的影子银行大多是一种规避贷款比和资本充足率等监管要求的监管套利行为，其主要目的是借道影子银行对企业进行放贷。这促成了我国的影子银行主要是依附于商业银行的基本机构，对商业银行的项目资源，资金资源和隐形担保以及流动性需求决定了我国影子银行不能脱离商业银行而独自运营。

而其他的诸如金融租赁，实体企业财务公司，小额贷款（包括民间贷款），属于传统银行业务的补足。企业的资金也是直接或间接地来源于商业银行派生的贷款，特别是很多上市公司通过委托贷款，简单的充当了银行和资信较低企业的信用中介。可以这样说，银行的储蓄资金为整个影子银行系统提供润滑剂，这与欧美主要依靠居民投资各种证券产品的资金作为影子银行系统的资金来源有所不同。

在我国目前的监管的框架下，我国的商业银行通过各种方式参股或控股其他类型的金融机构和企业，将自身变成全牌照和全产业链的金融控股公司，这相当于美国银行控股公司的状态，这一情况与上世纪 80、90 年代的美国类似。银行控股公司对整个影子银行系统的地位和作用逐步发展到大而不能倒的局面。

2. 杠杆低，链条短

影子银行在我国是新鲜事物虽然经历过爆发式发展，但体系仍不成熟。与美国相比我国还处于 1960-1970 年左右的“金融脱媒化”的阶段。我国影子银行缺少资产证券化结构同时缺少交易性的衍生工具产品，加上主要是银行进行监管套利的作用，所以一般杠杆率较低。严厉的监管对金融部门杠杆率进行限制，而不像美国影子银行体系拥有较长的步骤和链条。国内的影子银行一般关联的机构较少，影子银行从借款人到贷款人的中间步骤较为简单。

3. 无资产证券化企图，意欲资产出表化

国外影子银行体系核心是资产证券化，但就现在我国的状况此条路似乎陷入停滞。但商业银行却想到了借助理财产品将表内贷款转移出去，同时通过中间业务收入确保自身的利润水平，实质上理财产品被认为是资产证券化的工具载体。但距离美国那种真正资产证券化的相距甚远。其产生的主要目的还是表内资产出表转表外。

4. 规避监管，套利创新

影子银行属于国内金融创新和金融机构规避监管下的合作产物，虽然监管部

门多次加强监管，但影子银行巨大的监管套利诱惑使得影子银行各部门会想方设法绕过监管。如 2013 年的八号文出台后，银行同业部门便想出了通过借助自营资金投资信托受益权（图 2.1）和借助标准债权的方式（图 2.2）来解决理财资金对接非标的方法。中国影子银行在强大的监管套利利益驱使下创新动力十足。



图 2.1 自营资金投资信托受益权模式（规避八号文手段之一）

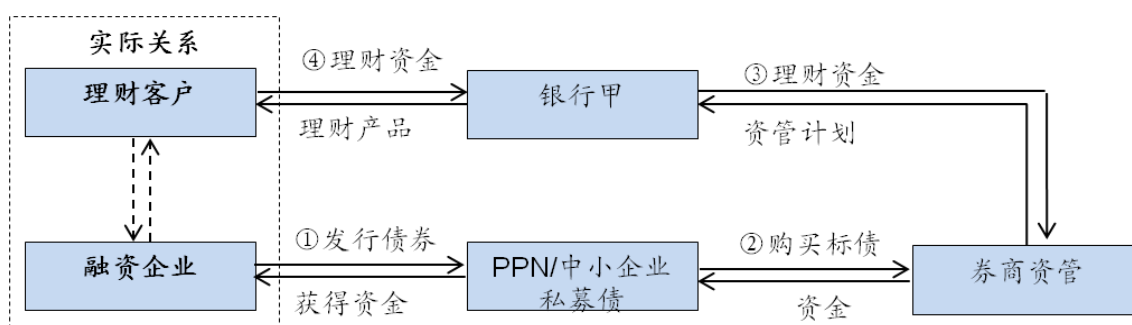


图 2.2 借道标准债权模式（规避八号文手段之二）

四、 中国影子银行的分类

我国的影子银行活动发展较晚，资产证券化程度较低，而且没有专门的从事影子银行活动的机构，所以对影子银行的分类不能采用美联储的内部影子银行体系、外部银行体系和政府支持影子银行体系三大类分类划分。我们基于 Poszar（2010）的建议，将影子银行体系的分类按照其资金的最终投向划分成以下三个部分：

- 第一部分指的是直接可以为实体经济融资的影子银行系统。这部分影子银行主要以银行为主导，他们是影子银行向实体经济提供融资的主要方式，也是构成社会融资中除贷款外的主要部分。在我们的完全图景中属于“影子银行渠道”

这一部分，它下游承接的是实体经济的融资需求，上游对应的是通道中介或是资金池（如银行理财，非贷信托，企业资金等）。主要包括委托贷款、商业银行承兑汇票、同业代付、小额贷款公司、信托贷款及租赁、融资租赁。

- 第二部分指的是市场交易型的机构业务体系，这部分机构在我们的完全图中属于通道中介和资金池一类，下游承接的是影子银行的第一部分（影子银行渠道），这部分机构业务体系大多可在市场直接交易，包括了银行理财产品，买入返售票据和受益权，非贷款类信托，私募投资基金，保险资管业务和券商资管和自营业务。这部分跟市场结合更加紧密。

- 第三部分是指衍生品体系下提供流动性的工具，这一部分相对在中国发展较慢，包括各类外汇的衍生工具，利率互换等利率衍生工具，以及信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation）。这些工具可以用于市场放大交易杠杆。

而对于影子银行的每一类存在形式，我们将从其产生原因，运营机制，规模大小和风险与监管等方面一一进行研究，进而具体测算中国影子银行体系的实际风险大小规模。

（一）中国影子银行的第一部分

影子银行第一部分是向实体经济提供融资的主要方式，也是构成社会融资总额的主要部分，其中主要有信托贷款发放，委托贷款发放，未贴现的商业银行承兑汇票，小贷公司，融资租赁业务，私人民间信贷。

信托贷款：在这种模式中，银行占据了主导权，而信托公司只是作为通道使用，并不承担实际的风险。信托公司的业务受限非常小，同时其投资领域很广，操作灵活性很大。它通过发行信托计划募集资金，然后将资金投入金融或非金融资产。信托贷款规模的快速增长主要来自于“银信合作”业务，银行通过理财产品和与信托合作的方式将表内资产转移出表外，这也是我国影子银行业务的典型模式。

银信合作主要分为融资类和投资类两大类：融资类银信合作主要包括信托贷款和受让信贷或票据资产，投资类银信合作主要是信托公司把银行理财资金投入债券、货币等金融工具中。融资类信托通过实现银行表内信贷资产表外化，脱离监管所以成为监管当局不断监管打击的对象，虽然其后衍生出多种形式以逃避监管，但近年来其发展降速。

银信合作是典型的影子银行活动，随着监管的加强其形式也逐渐改变和复杂。最初的模式是理财产品直接投资信托贷款和相关信托计划。但银监会通过一系列办法要求规定其业务必须并入表内，使得银信合作业务对信托公司造成资本占用，

使投资于此类产品的规模不断下滑。而后随着金融创新和银行同业创新的兴起，银行发明了借道信托受益权模式并将其深化：如下图 3.1 所示，银行乙是资金的实际提供方，为了规避银监 2010 年 72 号文关于理财资金不能委托给信托公司的要求，银行乙通过过桥银行和过桥企业将理财资金转移给银行甲，银行甲再委托信托公司向实际融资企业发放贷款。而银行甲通过信托收益权转让使得银行乙成为资金实际收益方。

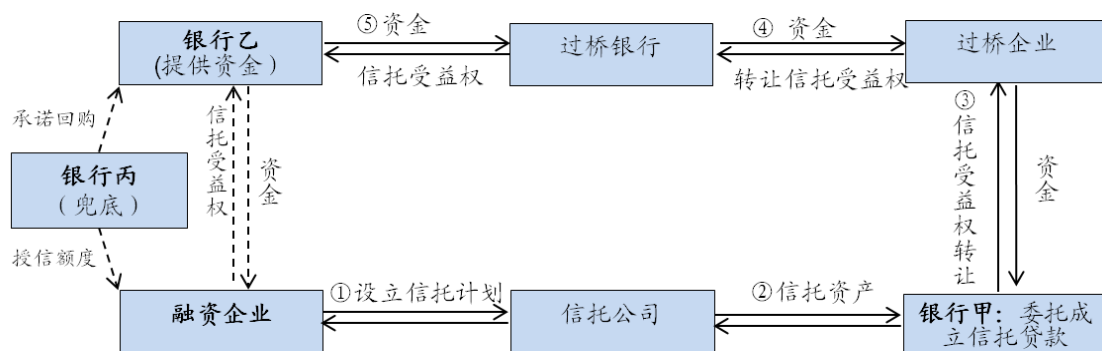


图 3.1 借道信托受益权模式

而银监会要求银信合作中银行理财产品作为受益人的信托业务不管任何形式，均按照银信合作业务进行记账的硬性规定，大大增加了信托公司风险资本的消耗。与之应对，银行和信托公司发明了信托受益权转让的三方模式。如下图 3.2 所示，虽然理财计划仍然是资金的实际来源方，但由于引入了过桥企业，在信托公司的内部账目上显示企业第三方是受益人而非银行理财计划，从而不需要信托公司进行风险资本的拨备。

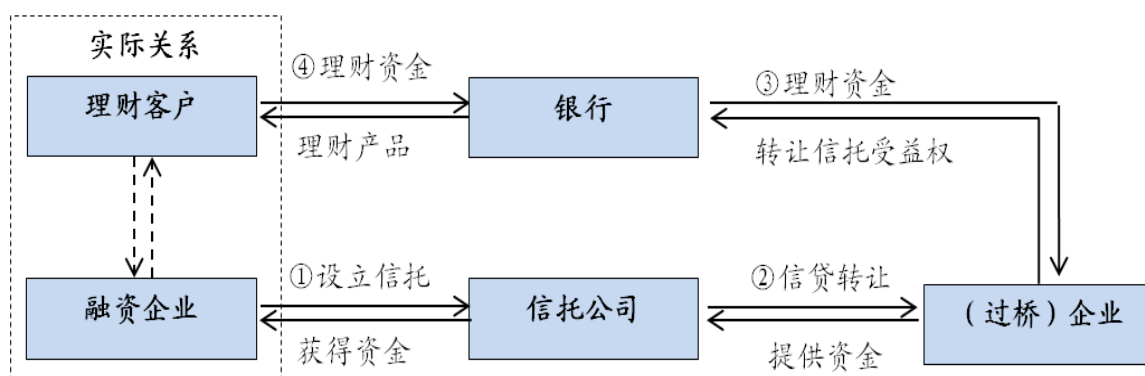


图 3.2 信托受益权转让的三方：解决风险资本耗用

委托贷款：因为企业之间的直接借贷的限制，许多企业放贷行为只能通过银行贷款的形式进行，委托贷款是指银行作为受托人的名义发放贷款。银行在这个过程中不承担借款人未还款的风险，只是作为委托人的代理工具。而随着银根紧缩导致的资金价格上升，委托贷款的规模快速增长，其 2013 年底规模增长到 11467 亿元。

商业银行承兑汇票：商业银行承兑汇票是企业间、银企间的重要融资工具和结算手段。而由于承兑汇票是一种担保工具，所以属于银行的表外业务。未贴现的银行承兑汇票在实体经济中仅起到了结算和支付的功能，在没有贴现之前，银行承兑汇票的融资功能受到很大限制，但仍在短期内起到了企业间的信用转换和流动性转换的作用。而其存量额度由 2009 年年初的 1.13 万亿上升到 2013 年底的 6.83 万亿元，占融资总量余额之比由 2.61% 上升至 5.96%。

同业代付：同业代付指的是“委托行”委托“代付行”进行结算，从而使“代付行”为“委托行”提供的一种短时间融资的行为。委托行能够将其记入表外业务而不计入贷存比，不用计提风险资本。而代付行将其记录同业科目下也不会影响贷存比。但自 2012 年来银监会颁布一系列规范同业代付行为的条例要求同业代付业务入表记账处理。这意味着依靠同业代付规避存贷比要求限制和降低风险拨备的办法不再可行，此项业务受到了极大限制。

(二)中国影子银行的第二部分

影子银行的第二部分指的是市场交易型的机构业务体系，其中包括了银行理财产品，买入返售票据和受益权，非贷款类信托，私募投资基金保险资管业务和券商资管和自营业务。

银行理财产品：银行理财业务为一系列的影子银行活动提供了资金。通过银信合作，银证合作延伸影子银行活动的业务条线。通过对非标准化的债权和企业债券进行投资进而间接投资于实体经济，它是将影子银行第一部分和第二部分串联起来的重要通道。银行理财产品承担了流动性转换，期限转换，信用转换三项影子银行的基本职能，将短期的居民存款类资金转换成投入长期项目所需要的资金，而同时借助了信托，券商或者基金子公司的渠道，以及银行销售的渠道，从而为项目提供了隐性担保期权 (Credit Put)，提供了产品的信用增级。而不流动的项目资金也由于理财产品的滚动募资从而提升了流动性。如下图 4 所示，在利率市场化逐步放开的特殊转型时期下，银行理财产品得以飞速发展。2014 年 6 月银行理财余额达到了创纪录的 10.21 亿元，并显示出不断增长的趋势，其在商业银行的总资产的地位中也越发重要。

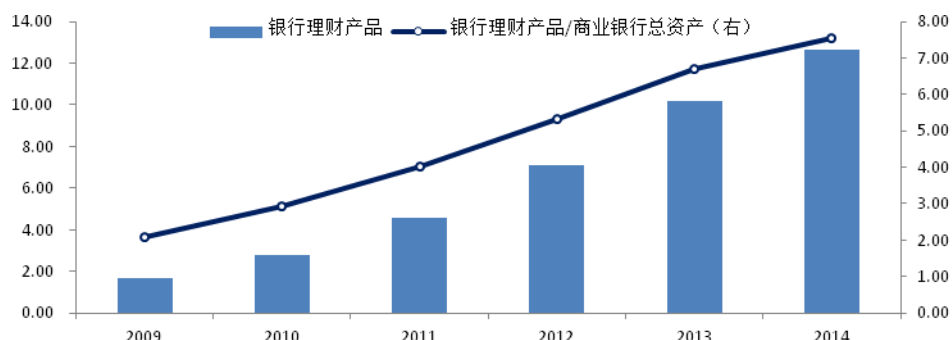


图 4 银行理财及与银行总资产余额之比 (2009-2012)

银行理财产品按照投资资产的不同进行划分，主要分成二级市场投资类和信贷支持类。二级市场投资类的标的包括债券，货币，证券和票据资产，复杂的产品包括结构性或者是组合投资类产品。银行理财计划借助银行渠道，形式上具备了银行业务的主要特征，完成了期限转换和信用转换以及提供了流动性支持。但不计入商业银行资产负债表决定了银行理财是我国监管体制下商业银行一种特殊的套利活动。

理财资金一般是通过集合类信托的管理模式进行运营。管理方不仅需要保证资金池的一定收益性，同时也要确保有足够流动性的资产确保应对流动性压力。其配置的资产中有一定比例（大概在 10%-70%之间）是信贷类资产，而这些资产支撑和保证了资产池的收益率在一定水平。与此同时债券、票据、同业存款以及各类收益权和上市股权和信托计划都为资金池提供收益。银监会曾于 2010 年以来限制入池资产的种类如信贷资产和票据，但依然阻挡不了各种同业创新模式绕开这些监管措施以设法确保维持资金池的高收益率。

非贷款类信托：非贷款类信托主要指信托公司投资的交易性资产、长期股权投资、买入返售票据或受益权，持有至到期的资产等。下图 5 是非贷款类信托占信托资金总量的比例。非贷款类信托承担的主要是期限转换和流动性转换的角色。由于非贷款类信托并没有银行的隐性担保，而投资者基本是风险自担的角色，所以并不存在信用转换的功能。



图 5 非贷款类信托各项占信托资金总量之比

买入返售：所谓买入返售业务，是指银行与金融机构按照协议约定先买入金融资产，再按约定价格于到期日返售给该金融机构的资金融通行为。典型做法是当某 A 银行想向其大客户放贷，但由于授信额度或其他原因受限而放不出去，此时银行找到信托公司，成立一个单一信托向企业放贷。同时，A 银行找到另外一家 B 银行，让其买下这个信托。而 A 银行则向 B 银行出具一份兜底函，信托到期后溢价买回信托收益权。在中国，买入返售是银行间同业市场发明的一种新的逃避监管的方式。如图 6 所示，这种方式近年来发展较快。此方式的好处在于可以改善贷存比和风险暴露两个指标，进行买入返售业务的两家银行同时获得了监管缓释，并将贷款项的科目转移到投资项的项目中。此步骤并没有实质上进行流动性转换和期限转换，甚至是信用转换，仅仅是一种逃避监管，进行监管套利的创新方式。而承诺回购甚至使得谁是最最终的担保人这个问题变得更加模糊不清。

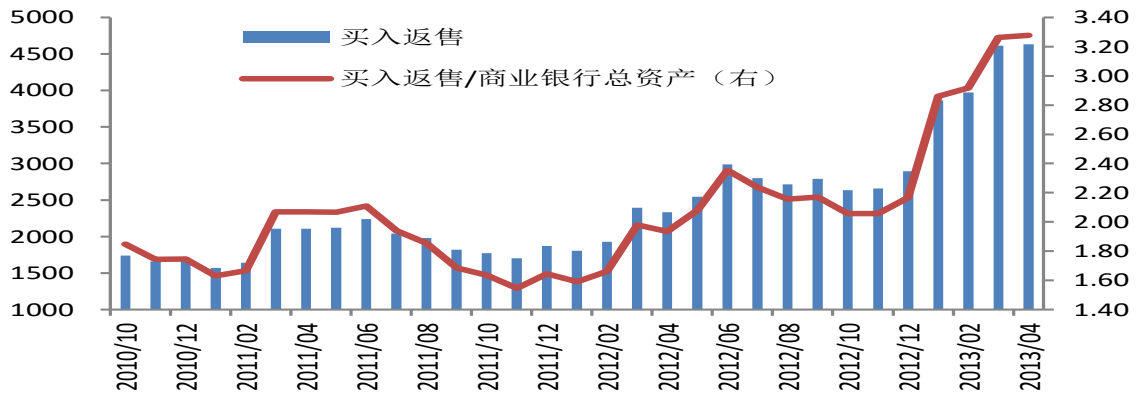


图 6 买入返售资产与银行总资产余额之比

下图 7 是中国近年来上市公司买入返售内部结构构成，可以看出，从买入返售的投资项目上看，现在票据和信托受益权两分天下。尤其明显的是股份制银行。2013 年半年报数据反映票据和信托受益权占比达到了 59.07%，而国有四大行主要持有的还是债券资产。

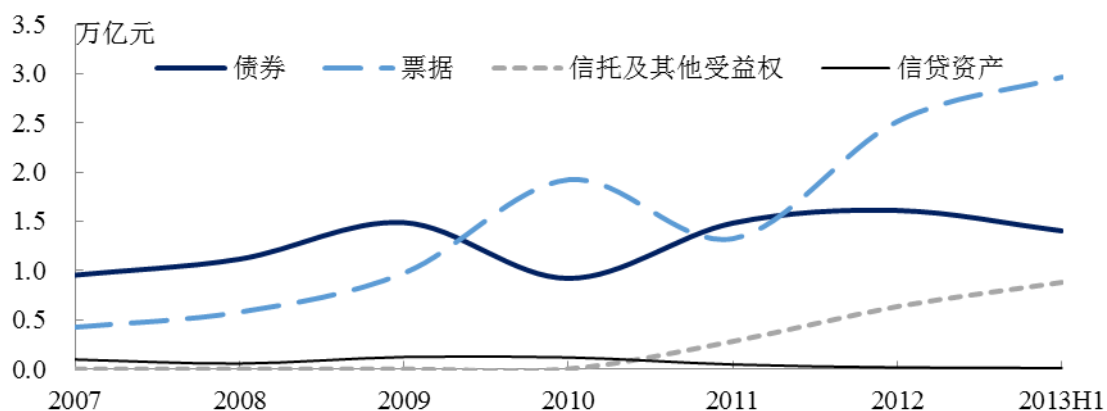


图 7 上市公司买入返售内部结构构成

(三) 影子银行的第三部分

影子银行第三部分主要是通过衍生品交易进行杠杆放大，主要包括利率互换市场，外汇交易市场，远期交易市场和商业银行的信用风险缓释。相比于美国丰富的场外衍生品交易市场，我国的衍生品交易尚处于初级阶段。不像美国的场外市场所提供的信用违约互换和资产抵押证券那样可以为公司债券直接提供保险或是担保，我国的衍生品市场更多的是基于基准利率或是商业银行本身的信用进行定价和交易，其功能和作用相对单一化，而交易方面也没有那么活跃。

五、 中国影子银行的规模测算

在对影子银行各部分进行分类之后，我们对影子银行的规模进行测量和计算，数据来源主要为中国人民银行每月公布的社会融资规模数据，Wind 提供的金融数据以及各行业协会公布的数据。具体来说，委托贷款、信托贷款、票据数据来自于中国人民银行每月公布的社会融资规模数据中委托贷款，信托贷款，未贴现的银行承兑汇票各项。融资租赁数据来源于中国人民银行公布的金融机构信贷收支表中境内贷款中的融资租赁一项。小额贷款公司的贷款规模数据来源于央行每季度公布的小额贷款公司数据统计报告中贷款规模一项。银行理财的数据来源于 Wind 数据库中银行理财规模的数据。保险管理资产及其市场存量规模来源于保监会网站。

此外，由于同业代付和买入返售的数据无法直接获取，我们通过如下方法估算得到：使用其他存款性公司资产负债表中的“对其他存款性公司的资产”与“对其他存款性公司的负债”之差再扣除他们持有的政策性银行债和商业银行债，这个数额主要包含了同业代付和买入返售业务。而在 2012 年之前，依靠公司年报计算出买入返售和同业代付的量来确定同业代付业务占比大概 50%附近，我们按照 50%的权重进行估算。考虑到 2012 年银监会的《关于规范同业代付业务管理的通知》的影响，2012 年将同业代付的权重调整为 40%，而 2013 年一系列对影子银行通道的打击和规范同业代付业务的影响，我们进一步下调其权重至 35%。相对应的，我们估算买入返售业务的权重在 2012 年和 2013 年分别为 60%和 65%。^①

特别需要说明的是，在估算时需要考虑各机构之间交叉持有的情形，我们特别扣除了非贷款类信托被银行理财产品购买的数量。此比例我们依靠银行理财产品 2012 年的投资结构的分类进行计算。其投资货币市场、债券、股票和商品、汇率、票据等的资产为 53%，故银行理财产品投资非贷款类信托的比例为 47%，约 3.35 万亿。

我们计算可得影子银行的规模如表 1 所示，截止 2013 年底，影子银行第一部分的规模合为 23.85 万亿。委托贷款仍然是最大项，达到 8.3 万亿，约占总规模的 1/3。而票据和信托贷款的规模也比较大，分别为 6.68 万亿和 4.72 万亿。在影子银行的第二部分，我们可以清晰地看出银行理财通过这几年的迅速发展，在 2012 年和 2013 年末分别已经达到 7.1 万亿和 10.21 万亿，占总规模的 4 成左右。而集合信托(含事务管理类信托)这几年数量上也完成了飞跃，达到 3.11 万亿。保险资管受益于保费收入年年递增的影响达到 7.69 万亿，占总规模的 30%。而 2012 年底和 2013 年底我们得出影子银行第二部分的规模大小分别为 16.42 和 22.53 万亿元。将影子银行第一部分和第二部分的数额加总，我们测算得到截止 2013 年底，中国影子银行规模约为 46.4 万亿，远高于银行 8.9 万亿的信贷规模。

表 1 中国影子银行规模（亿元）

	2012 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
影子银行第一部分				
委托贷款	57517	30.90%	82983	34.80%

^① 另外一种估算方式是通过上市银行报表公布的买入返售业务的规模计算出主要上市银行买入返售业务的规模。由于我国主要商业银行均完成了上市计划，这项数据相对而言虽有误差，但也能反映银行买入返售的规模大小。此种方法估算 2013 年 1 季度和 3 季度的买入返售总规模分别为 6.09 万亿和 5.03 万亿。与第一种方法估计的结果相差并不是很大。

信托贷款	28781	15.50%	47185	19.80%
票据	59042	31.70%	66797	28.00%
同业代付	28660	15.40%	25666	10.80%
融资租赁	6082	3.30%	7661	3.20%
小额贷款公司	5921	3.20%	8191	3.40%
总计*	186003	100.00%	238483	100.00%
影子银行第二部分				
银行理财	71000	43.24%	102100	45.32%
集合/事务管理类信托	23683	14.42%	31141	13.82%
保险管理资产	60000	36.54%	76873	34.12%
券商资管	2047	1.25%	5763	2.56%
券商自营	5358	3.26%	6731	2.99%
阳光私募	2100	1.28%	2700	1.20%
总计*	164188	100.00%	225308	100.00%
影子银行规模	350191		463791	

*注：影子银行总计为扣除交叉部分的合计数。

六、 影子银行的风险测算

商业银行的风险控制主要是通过提取风险准备金的方式，影子银行承担了与传统银行相类似的功能，同时由于中国银行业的隐形刚性兑付的行业惯例，风险水平也与传统的银行业类似。但由于中国的影子银行更多的是基于监管套利的驱动产生的，其所受的金融监管较少，本身蕴含了巨大的风险。为了保持金融系统的稳定性，避免系统性风险的产生，对影子银行系统进行与商业银行系统类似的监管和要求是非常必要的。在本节中，我们将计算为了如果将影子银行和商业银行处于同样的监管要求之下，影子银行系统所需的风险准备金的数量。

具体来说，我们借助商业银行资本充足率的计算方法，计算国内影子银行渠道中所计提的风险资本储备。然后假设所有的影子银行回归到传统银行的表内，通过计算应计提的风险资本是多少，从而度量影子银行系统中风险。考虑到影子银行第二部分大多是不依赖于银行的非银金融机构，这些金融机构出现流动性风险对金融系统稳定性的影响也小的多，而且将其全部纳入到银行系统表内不大现实，所以我们认为将影子银行第一部分纳入表内，从而计算其风险计算更具有现实意义，因此我们这部分也主要关注影子银行的第一部分。

我们计算依据主要有：2012年银监会发布的《商业银行资本管理办法》、2010年发布的《信托公司资本管理办法》以及2014年证监会公布的《关于证券公司风

险资本准备计算标准的规定》，并分别确定影子银行第一部分中各部分的计提比例。我们将计算的结果记入下表 2。

表 2 影子银行第一部分风险资本测算总表 单位：（亿元）

	同业代 付	委托贷 款	信托贷 款	票据	融资租 赁	小额贷 款公司	影子银行 I
资产规模	25666	82983	47185	66797	7661	8191	238483
影子银行资本 计提比例%	2.20	11.20	4.31	2.75	11.00	11.00	
影子银行资本 计提数	567	9294	2034	1837	843	901	15475
转入表内应计 提比例%	11.50	12.65	11.50	11.50	11.50	11.50	
转入表内应计 提数	2875	10224	5285	7481	858	917	27640
少计提风险资 本	2169	929	3251	5644	15	16	12165

同业代付：通过 2013 年商业银行的年报项下同业科目数据我们知道所有商业银行的同业业务约为 9.92 万亿规模。其中五大行的同业业务数额约为 4.9 万亿，约占到 50%的比例。根据巴塞尔最新协议，我国五大商业银行的资本充足率要求为 11.5%，而其他银行银行的要求为 10.5%。银行对同业代付计提 20%的风险权重(同业代付主要通过信用证进行，而银行对信用证的风险计提比例为 20%)，通过风险资本的加权计提，故我们可以得出中国同业业务要求的资本充足率数额为 11%与 20%的乘积，等于 2.2%。由于同业代付的规模为 2.57 万亿，目前银行实际计提的风险资本约为 567 亿。

从之前的分析我们知道，同业业务从性质上与银行的贷款业务非常类似，理论上应该适用银行贷款的资本充足率要求。按照我国商业银行中五大行的资本充足率要求，若将同业代付转入表内，应计提的风险权重为 11.5%。因此，同业代付应该计提的风险资本为 2875 亿。该数值与实际计提风险资本的差额为 2169 亿，即将影子银行业务转入表内应该补提的风险资本数额。

委托贷款：按照 2013 年年末统计，五大行和股份制银行的贷款规模大小分别为 38.2 万亿和 19.6 万亿元，两者的比例约为 2:1，我们对两者的资本充足率取加

权平均得到最后的规模加权资本充足率要求为 11.2%。由于委托贷款记入贷款项，所以委托贷款的基础计提比例和一般贷款一样是 11.2%。

若将委托贷款由表外转入表内，由于委托贷款本身的信用资质相对较差，我们需要根据企业信用等级不同对风险权重进行调整。商业银行对于贷款计提风险资本的比例分为 100%，140%，250%和 300%，我们估算大部分委托贷款的资质处于良好级别，其加权平均风险权重比例按 110%计算，而应计提的风险权重为 $110\% \times 11.5\% = 12.65\%$ 。基于 8.30 万亿的委托贷款规模，我们可以得出将委托贷款转入表内应该补提的风险资本数额为 929 亿。

信托贷款：信托贷款的计提比例包含银行和信托公司两部分：在信托公司，房地产信托和非房地产信托的计提比例分别是 2%和 1.5%。我们使用 2013 年三季度末的所有存续的信托数据的总和进行统计，可知融资类的信托贷款共计约为 7.46 万亿，其中房地产信托约为 0.89 万亿，占比 11.99%左右，其它信托通道业务占比为 88.01%。所以经过计算后，对于信托公司其加权计提比例为 1.56%。

在银行中，信托贷款常常以信托收益权和买入返售业务形式存在，根据 2012 年出台的《商业银行资本管理办法》，银行为买入返售项下非标资产计提 25%的风险资本，银行同业业务投资的非标资产，由于属于同业资产，按照规定仅需计提 20%(3 个月内)或 25%(3 个月外)的风险权重。这里我们取相对较高的 25%为限。因此，按照之前计算的同业业务要求的资本充足率数额 11%为基准，照同业投资非标资产业务计算风险资本为 25%乘以 11%等于 2.75%。信托贷款的计提比例包含银行和信托公司两部分，由上面计算得到两者合计为 4.31%。

若将其转入表内，按照贷款计提的风险权重标准为 11.5%。基于 4.72 万亿的信托贷款的规模，可以计算出应该补提风险资本 3251 亿。

票据业务：票据业务在银行被视为同业投资非标资产业务，按照与同业业务投资的非标资产（同业资产）计提，应参照前述信托贷款的银行部分所计提的 $25\% \times 11\%$ 的风险权重。若将其转入表内后，同样应计提 11.5%的风险权重。

融资租赁和小额贷款：融资租赁和小额贷款本质上都是一类贷款业务，其风险资本计提比例参照银行贷款为 11%，若转入表内后，按照较严的风险权重计提标准，应计提 11.5%的风险权重。

而通过我们对各个部分的加总，得到影子银行的风险资本的大小为 1.55 万亿，而如将其转入银行体系内，其风险资本的大小为 2.76 万亿。相比而言，影子银行少计提了 1.22 万亿的风险资本，相对减少了 44.0%。

我们接下来考虑补足风险资本对商业银行体系的具体影响。由于少计提的风险资本也是整个商业银行体系需要补足的风险资本，按照我们之前的计算，整个

商业银行体系需要补足的资本金为 1.22 万亿元，而按照 2013 年底商业银行资本充足率的相关数据，整个上市银行合计核心资本净额和资本净额分别为 6.06 万亿元和 7.59 万亿元。而核心资本充足率和资本充足率分别为 9.72%和 12.17%。如果考虑到影子银行少计提的资本金后，其核心资本充足率和资本充足率将下降为 8.15%和 10.20%。分别下降了 157 个基点和 197 个基点。对商业银行形成了一定的资本压力，但并不会造成商业银行惜贷甚至是产生信用危机的风险。

表 3 影子银行转表内后资本充足率测算

	核心资本	总资本
未考虑影子银行资本净额(万亿元)	6.06	7.59
未考虑影子银行充足率	9.72%	12.17%
考虑影子银行应多计提的资本净额(万亿元)	1.03	1.03
考虑影子银行充足率	8.15%	10.20%
变化幅度	1.57%	1.97%

七、 结论

本文通过对中国影子银行运营模式的分析，勾画出整个国内影子银行系统的图谱。将我国影子银行体系分为实体支持类的第一部分，资金交易类的第二部分和在衍生品体系下提供流动性的工具的第三部分。通过对中国银行各部分进行具体的分析，我们估计中国 2013 年影子银行的规模在 46.4 万亿左右，远高于银行 8.9 万亿的信贷规模。此外，本文通过对影子银行风险资本的计算和对影子银行表内化后银行应减少的利润和计提的资本金来衡量影子银行的监管和治理对整个银行系统的影响，我们发现如果将影子银行纳入监管之后，中国银行系统的核心资本充足率和资本充足率将下降为 8.15%和 10.20%。分别下降了 157 个基点和 197 个基点。这将对商业银行形成了一定的资本压力，但并不会造成中国金融市场的系统性风险。

参考文献

1. Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft AB, Boesky H. 2010. Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 458.

2. 李波, 伍戈: 《影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战》, 《金融研究》2011年第12期。
3. Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft AB, Boesky H. 2010. Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 458.
4. Mandel B, Morgan D, Wei C. 2012. The Role of Bank Credit Enhancements in Securitization. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 18(2), pp. 35-46.
5. Copeland A. 2012. Evolution and Heterogeneity among Larger Bank Holding Companies: 1994 to 2010. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 18(2), pp. 83-93.
6. Cetorelli N, Peristiani S. 2012. The Role of Banks in Asset Securitization. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 18(2):47-64.
7. BORD, V. M. and J. SANTOS. (2014), Banks' Liquidity and the Cost of Liquidity to Corporations. Journal of Money, Credit and Banking, 46: 13-45
8. Cetorelli N. 2012. A Principle for Forward-Looking Monitoring of Financial Intermediation: Follow the Banks! Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics Blog, July 23, 2012.

The Banking System in the Shadow of Sun: To Measure the Scale and the Risk of the Shadow Banking System in China

Abstract

Since the financial crisis in 2008, the effect of the shadow banking on the economic growth and financial stability is increasing. It's a important issue to evaluate the effect of shadow banking system. Based on the comprehensive research on the Chinese financial system, we draw a whole picture of the shadow banking system of China. According to our definition, the credit from the shadow banking is about 46.4 trillion, much more than 8.9 trillion from the traditional commercial bank system in 2013. We then measure the risk inherited in the shadow banking system based on Basel III.

Keywords: Shadow Banking; Capital Adequacy Ratio; Risk Measure