

王喆

wangjiji0425@163.com

张明

zhangming@cass.org.cn

刘士达

liushd.15@sem.tsinghua.edu.cn

## 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。在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

---

\* 王喆为中国政法大学商学院硕士研究生，张明为中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员，刘士达为清华大学经管学院硕士研究生。

---

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

## 引言

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累。这一问题已经引起了监管层的关注。2016 年末的中央经济工作会议强调应把防范金融风险放在重要位置，这意味着“控风险、去杠杆”已经开始成为金融监管改革的重点。从 2017 年正式实施的宏观审慎评估体系（MPA）建立了广义信贷指标，将表外理财、同业负债等纳入监管范围。金融部门也采取一系列措施加强监管，主要措施包括：2016 年 7 月，银监会就《商业银行理财业务监督管理办法》进行内部意见征询，提出分类管理理财业务、禁止发行分级产品等要求；2016 年末，银监会发布 82 号文规范信贷资产转让行为；2017 年 2 月，银监会发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，对资产管理行业进行统一监管。全方位监管政策的出台将对当前的影子银行运作模式构成严峻挑战。

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，并为未来的模式预测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<sup>[1]</sup>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<sup>[2]</sup>

---

[1] 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。

[2] 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。

---

重点对银证合作进行分析，郑联盛和张明<sup>[1]</sup>、步艳红等<sup>[2]</sup>详细梳理了同业代付、买入返售等同业业务模式的兴起。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：第二部分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；第三部分对中国 2013 年前后的影子银行模式变迁进行梳理；第四部分则结合中国影子银行的发展特点分析其潜在风险；第五部分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。

---

[1] 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。

[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。

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 <sup>[1]</sup> ，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	相互竞争的平行关系 <sup>[2]</sup>
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

资料来源：作者整理。

裴平、印文（2014）<sup>[3]</sup>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三分之二，而民间金融类影子银行占比不断下降。苏昱冰<sup>[4]</sup>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。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

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

[2] 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。

[3] 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。

[4] 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。

展的重要动力（张明，2013）。以信贷、票据资产为主的非标资产具有较好的盈利性与安全性，因此在2013年之前，银行理财、同业和自有资金以多种方式绕开监管、投向非标资产。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。

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，银证合作、信托受益权方式兴起
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；理财业务套利空间缩小，表内的同业业务快速发展
2014年	《关于规范金融机构同业业务的通	禁止信托受益权买入返售业务，对同业

	知》（银发 127 号文）	投融资进行总量限制，约束同业资金投向非标资产。应收款项投资、同业理财等兴起
--	---------------	---------------------------------------

表 2 2016 年影子银行重要监管政策

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)。

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。

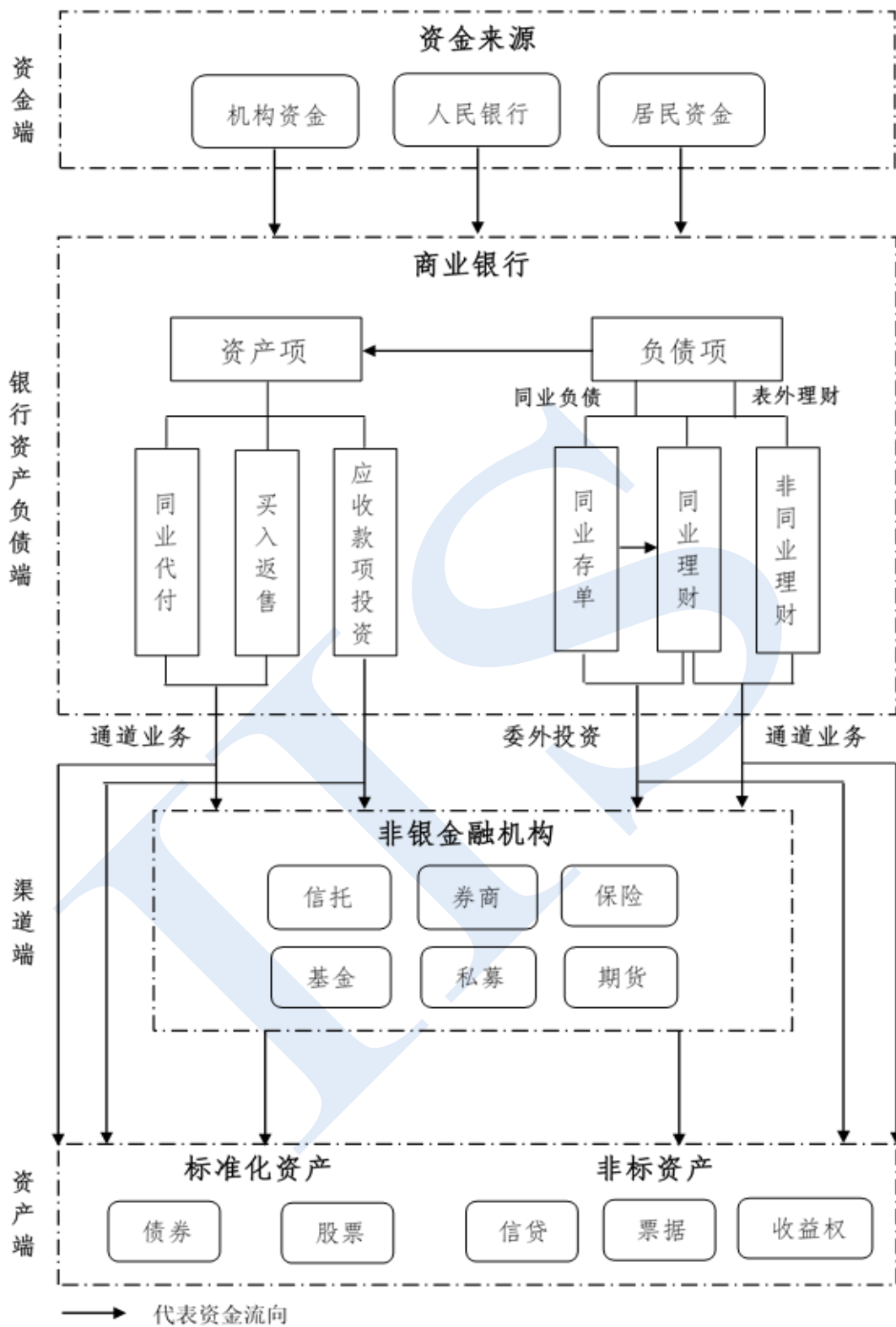


图 1 中国影子银行的运行逻辑

资料来源：作者绘制。

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。银行理财产品分为保本收益、保本浮动收益和非保本浮动收益三类，其中前两类保本型理财产品由于计入资产负债表而与传统的存贷业务类似，非保本型理财产品则属于表外业务，既能影响当期损益，又不受资本充足率等要求的约束，因此，通过发展表外理财业务来规避监管，是中国式影子银行的重要形式；二是同业业务。最初的同业业务是商业银行的短期流动性管理工具，具有调节银行间资金余缺的功能，且同业拆借是最主要的同业业务。然而，由于放贷资金在银行间转移，可以由存贷资金变为同业资金，从而躲过监管指标的限制，这导致同业代付、买入返售、同业存单等影子银行新形式逐渐兴起。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 年到 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 年到 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 年-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为高，因此成为存款的重要替代品。理财产品又可分为保本类理财产品和非保本类理财产品，保本类理财产品计入表内，而非保本理财产品在会计处理上一般不计入资产负债表，因此可以规避监管、实现有效的负债扩张。



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。之后，尽管理财产品余额增速呈现波动式下降，然而到2016年底，理财资金余额进一步上升至26.28万亿元(图2)。从理财产品的结构来看，个人理财产品规模占据主导地位。2013年末，个人理财产品数量占到全部理财产品存续总数的50.9%，资金余额则占到全部理财产品资金余额的64.2%。同业理财、私人银行理财产品等在这一时期的比重较小。<sup>[9]</sup>

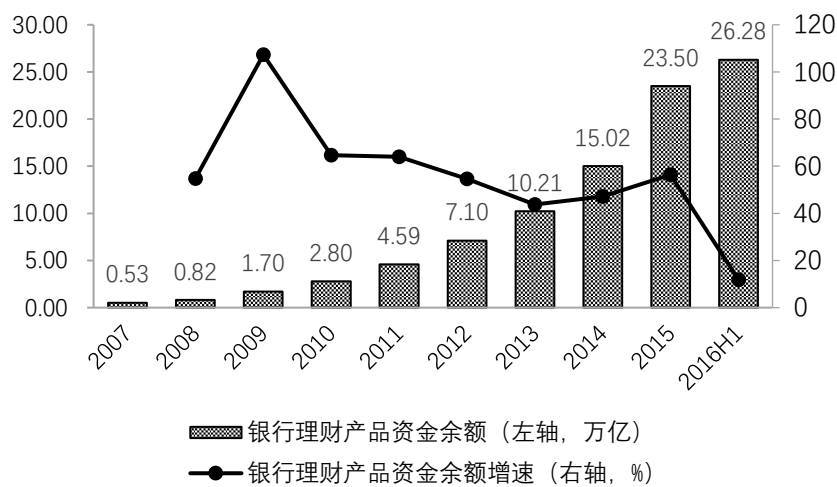


图2 理财产品资金余额规模和增速变化

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。这些金融机构成为通道平台，通过发行信托、资产管理计划，协助银行将资金从资产负债表内挪至表外。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。银信合作理财产品以信贷类产品为主，具体包括信贷资产转让和信托贷款两种模式。信贷资产转让模

[9] 数据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）》。

式是指由银行通过发行理财产品募集资金，委托信托公司投资于银行自身或他行的信贷资产，这种模式主要用于盘活银行信贷资产存量；而信托贷款模式则是理财资金通过信托计划变相贷款给融资企业，用于扩张信贷资产增量。

在 2007 年后，银信理财产品快速增长。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可以分为两个阶段：第一阶段是 2008 年至 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，禁止银信理财资金投资于银行自身的信贷资产，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，要求融资类业务<sup>[10]</sup>余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%，并要求银信合作表外资产转入表内，计算风险加权资产并计提拨备，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。之后商业银行开始拓展新的合作对象，表外融资向着与证券公司、保险公司等金融机构合作的模式发展。

## （2）银证合作

在 2010 年后，以证券公司的资产管理业务作为通道载体的银证合作模式逐渐兴起。2012 年，证监会出台了“一法两则”<sup>[11]</sup>，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。之后券商资产管理业务稳步发展，在 2013 年达到 5.2 万亿元，在 2016 年则进一步扩张至 17.82 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，由银行将理财资金委托给证券公司，设立定向资产管理

---

[10] 融资类银信理财合作业务包括但不限于信托贷款、受让信贷或票据资产、附加回购或回购选择权的投资、股票质押融资等类资产证券化业务。

[11] “一法两则”指《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》

计划，投资于银行指定的资产项目。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<sup>[12]</sup>。

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），规定券商分公司、营业部不得独立开展定向资产管理业务，并且银证合作定向业务不得开展资金池业务。银证合作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。2013 年以来，银证合作通道类业务增速缓慢。此后证券公司转为向提供主动管理类的资产管理业务发展，而银行理财也在寻找新的途径规避监管。

### （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。银基和银保合作的模式与银证合作类似，即通过保险公司和基金公司子公司的资产管理计划接受银行的委托，将理财资金投资于信贷、票据、受益权等资产。

### 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），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<sup>[13]</sup>。非标资产是金融系统为实体经济融资的主要方式。2013 年末，投向非标资产的理财资金约占理财资金余额的 27.5%，而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<sup>[14]</sup>。

从投资行业来看，在这一时期内，地方融资平台和房地产行业是非标资产的主要融资方。

---

[12] 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。

[13] 银监会[2012]8 号文《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》对“非标资产”的定义。

[14] 数据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）》。

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，大量资金流入地方融资平台和房地产行业（图 3）。

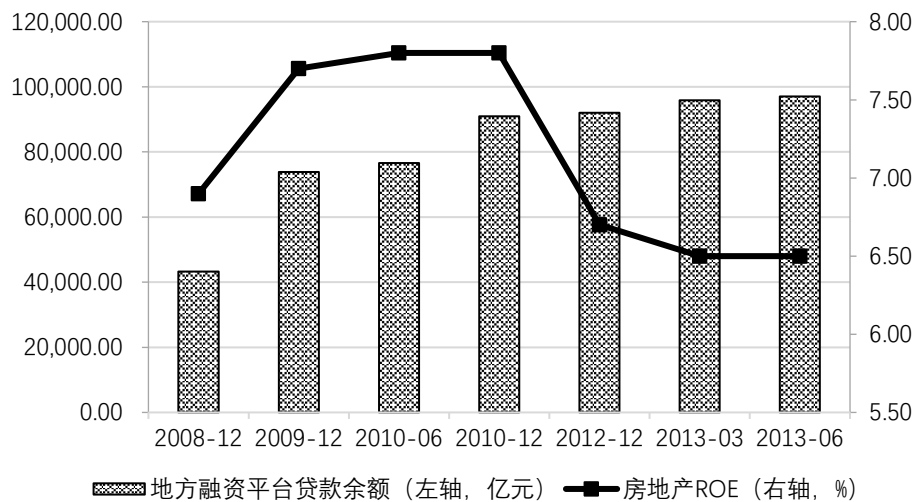


图 3 地方融资平台贷款余额和房地产 ROE 变化

数据来源：WIND 数据库。

根据审计署的统计，2010 年底，地方政府债务约为 10.72 万亿元，其中地方融资平台的债务余额为 4.97 万亿元；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，要求理财资金投资非标资产的余额要以理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度披露总资产的 4% 之间孰低者为上限，因此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）<sup>[15]</sup>。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（如下图）。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

[15] 数据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）》。

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。

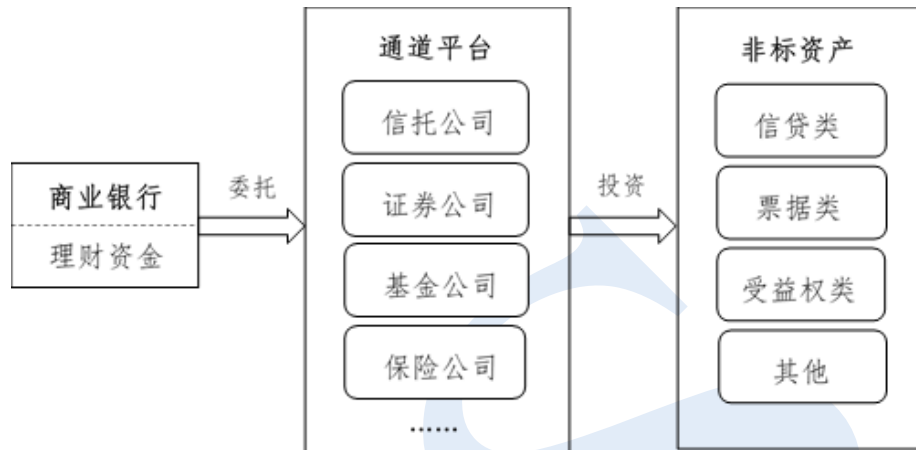


图4 “理财资金-通道业务-非标资产”模式

资料来源：作者绘制。

在影子银行的“通道”模式下，银行与承担通道业务的非银金融机构之间地位并不对等。银行在提供资金、提供担保、选择投资项目等方面均占据主导地位，达到绕过监管发放贷款或自身资产表外化的目的，并最终承担投资的风险和收益；而信托、券商等金融机构则根据银行的指令或建议投向指定资产，仅收取通道费用，只能利用规模效应来实现收益，而不能发挥主动的资产管理功能。随着监管渐严，通道业务的成本越高，商业银行开始寻找新的影子银行模式。

## （二）2013年-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<sup>[16]</sup>。同业业务的演进过程如图5所示。在同业资产方面，从2011年开始，同业代付、买入返售等业务相继兴起，成为银行变相投资信贷资产的新途径，而在2014年之后，应收款项类投资成为投资非标资产的主要形式。在同业负债方面，随着利率市场化带来的存贷利差收窄，银行开始积极拓展负债来源，2014年之后，同业

[16] 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。

存单业务快速发展、同业和理财业务相互交织，为银行尤其是中小银行提供了新的资金吸收渠道，并形成了通过同业-委外链条而投资于股票、债券等标准化资产的新兴模式。

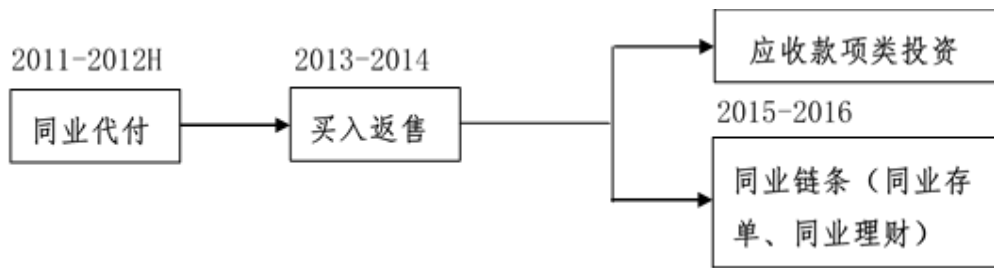


图5 同业业务演变历程

资料来源：作者绘制。

#### （1）2011年-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，由银行（委托行）根据客户申请，委托境内外统一机构或本行海外分支机构（代付行）为该客户的国内贸易或国际贸易结算提供的短期融资便利和支付服务<sup>[17]</sup>。其中，委托银行虽然作为客户的实际债权人，承担借款人信用风险，但该业务却属于表外业务；而代付银行仅作为支付机构承担同业授信风险，支出资金计入拆出资金（同业拆借）或应收款项科目。因此委托和受托银行均不受贷款规模的限制，具有会计处理的便利性和规避监管的灵活性。2011年以来，银监会对银信合作和票据业务的监管明显加强，票据信托被叫停，票据保证金存款纳入存款准备金缴存范围。因此，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<sup>[18]</sup>。

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》，要求同业代付业务应具有真实贸易背景，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年-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，

[17] 银监发[2012]237号《关于规范同业代付业务管理的通知》中对“同业代付”的定义。

[18] 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。

再按约定价格于到期日将该项金融资产返售（回购）的资金通行为<sup>[19]</sup>。买入返售（卖出回购）相关款项在买入返售（卖出回购）金融资产会计科目核算。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。

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。以典型的三方协议模式为例：银行 C 希望向授信企业提供贷款，由银行 A 作为委托方设立信托计划，为企业提供信托贷款；而银行 B 作为实际出资方，将受让银行 A 持有的信托受益权，最后银行 C 将向银行 B 承诺远期受让信托受益权，成为风险的真正承担者。随后又出现对三方协议模式的限制，从而发展出“假丙方”模式，即由真正的风险承担银行以信用增级的方式找到“假丙方”（银行 C 的角色）签订三方协议。

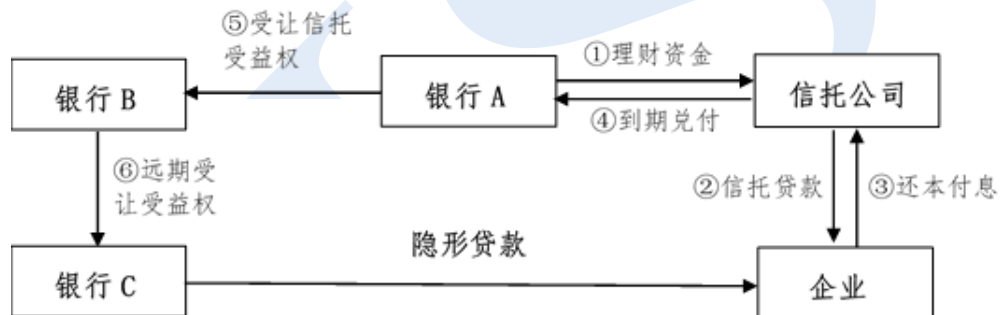


图 6 信托受益权买入返售的三方协议模式

资料来源：作者绘制。

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》，规定卖出回购方不得将金融资产从资产负债表中转出，并将买入返售（卖出回购）业务项下的金融资产限定为银行承兑汇票、债券、央票等标准化资产<sup>[20]</sup>。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 年-2016 年：应收款项类投资

[19] 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。

[20] 买入返售的金融资产为在银行间市场、证券交易所市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的金融资产。

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 号文对买入返售业务作出了严格限制，规定买入返售项下只能投资标准化资产，这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<sup>[21]</sup>。

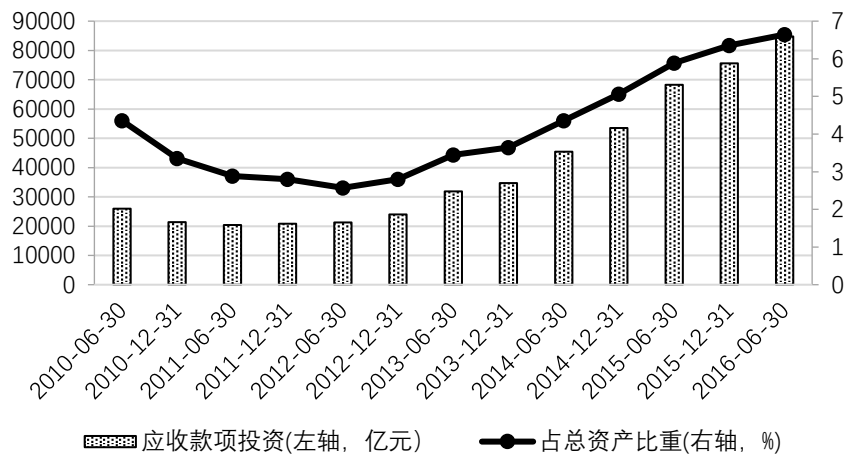


图 7 16 家上市银行应收款项类投资变化

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 6.64%（图 7）。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。不同类型银行的投资方向也存在差异，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 年-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

[21] 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%。



间市场上发行的记账式定期存款凭证<sup>[22]</sup>。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。若银行发行同业存单，在会计处理上属于同业负债，目前通常计入应付债券科目；若银行投资同业存单，多数银行计入投资类科目（如交易性金融资产、应收款项类投资等）。表3比较了传统的同业存款与同业存单的不同。

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）利率
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，到2016年末，同业存单的托管量达到6.28万亿元，累积发行数量24529个。2016年，同业存单总计发行量为13万亿元，较2015年增加145%（图8）。股份制银行和城商行是同业存单的发行主力军。2016年年底，城商行发行的未到期同业存单存量为3.2万亿，占比50%；股份制银行的存量为3.02万亿，占比48%；国有商业银行存量为765亿，占比仅为1.2%<sup>[23]</sup>。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。

[22] 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。

[23] 数据来源于张继强、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。

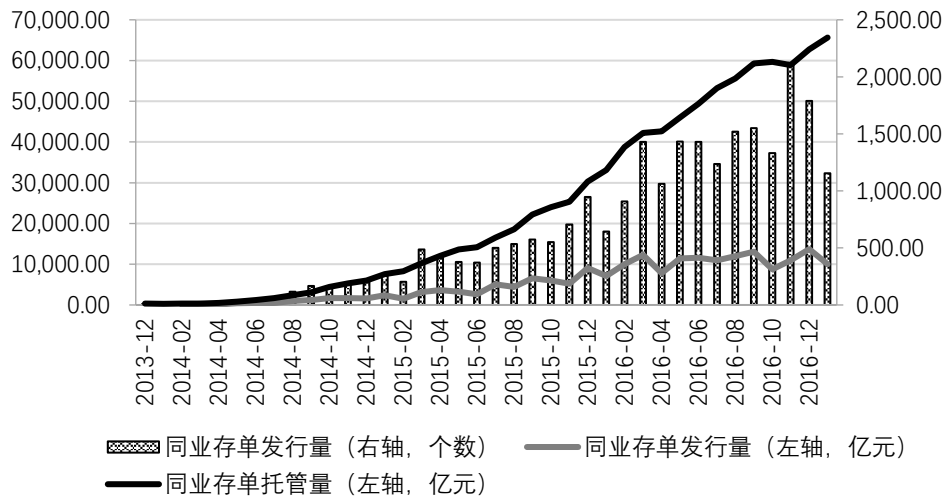


图8 2014年以来同业存单发展状况

数据来源：WIND 数据库。

**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。作为同业理财的发行方，会计处理与一般理财相同。若银行投资同业理财产品，表内资金根据理财产品类型的不同分别计入存放同业、交易性金融资产、应收款项类投资等科目，表外资金则在报表附注中披露。

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 9 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要军。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来募集源于大型商业银行的大量理财资金。

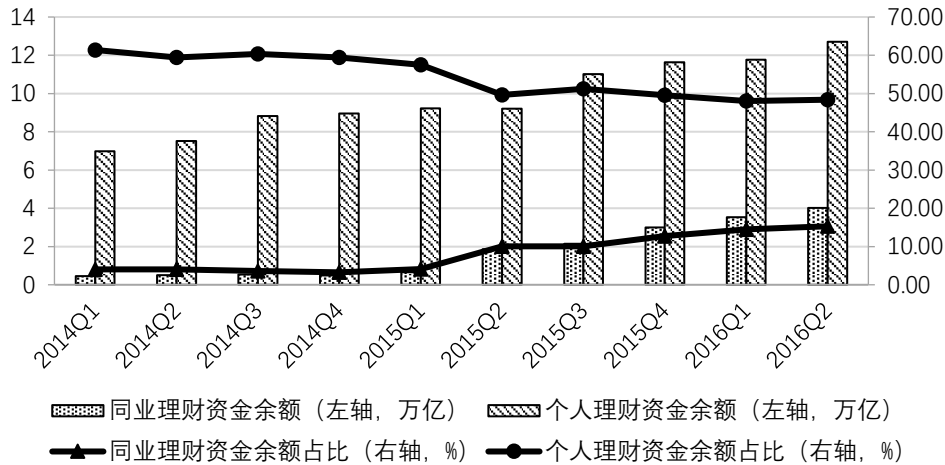


图9 2014年以来同业理财和个人理财发展对比

数据来源：WIND 数据库。

同业存单和同业理财之间存在套利机制。例如，同业存单有缴纳存款准备金的要求，若购买同业理财就可以变为同业资产，从而规避准备金缴纳。又如，同业存单的发行利率普遍低于理财产品的发行利率，因此，通过发行同业存单并将相应资金投资于同业理财，就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（简称委外业务）是指委托人（以银行为主）将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。银行的委外业务与 2013 年前流行的通道业务区别在于：1）委外业务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）在委外业务中，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）委外业务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。

银行的委外业务从 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，委外业务成为银行为了加杠杆、提高投资收益率而普遍采用的方式。银行委外业务的资金来源于理财（一般理财和同业理财）及自营资金，非银金融机构通过质押融资等手段不断加杠杆以提高收益率，吸收更多资金，并最终投资于债券市场进行价差套利。

关于委外业务的规模，目前没有直接的统计数据，根据申万宏源研究<sup>[24]</sup>，2015年，包括理财和自营资金的委外规模约为16.69万亿元。从银行类型来看，开展委外业务比重较高的是股份制上市银行，而城商行已经成为委外投资的新兴力量。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，从存款性公司对其他金融机构的债权和负债规模来看，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业务的规模增长（图10）。

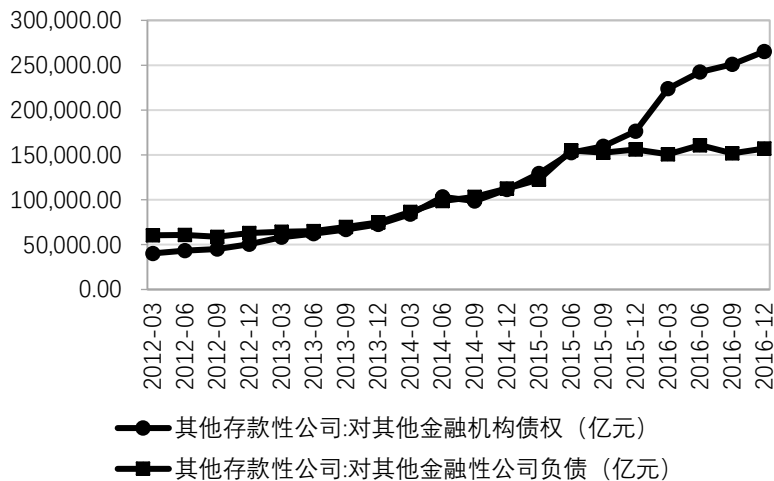


图10 银行对非银金融机构的债权债务变化

数据来源：WIND 数据库。

银行进行委外投资的过程，伴随着信用扩张以及金融加杠杆。2016年下半年，对委外投资的监管明显加强，引起资金回流银行系统，导致债券市场出现暴跌。委外投资的无序增长已经引起监管部门的关注，随着债市收益率的压缩以及监管政策的“去杠杆”取向，未来银行委外业务的规模和结构都将面临重大调整。

### 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。2010年至2011年期间，信贷类资产的收益率较高，贷款类信托产品的预期收益率在2011年末超过5%。之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。在这种背景下，银行资金根据资产价格的变化，向股票市场和债券市场逐渐转移。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。

[24] 资料来源于孟祥娟：“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。

伴随着资产收益率的变化，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 11）。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%，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。

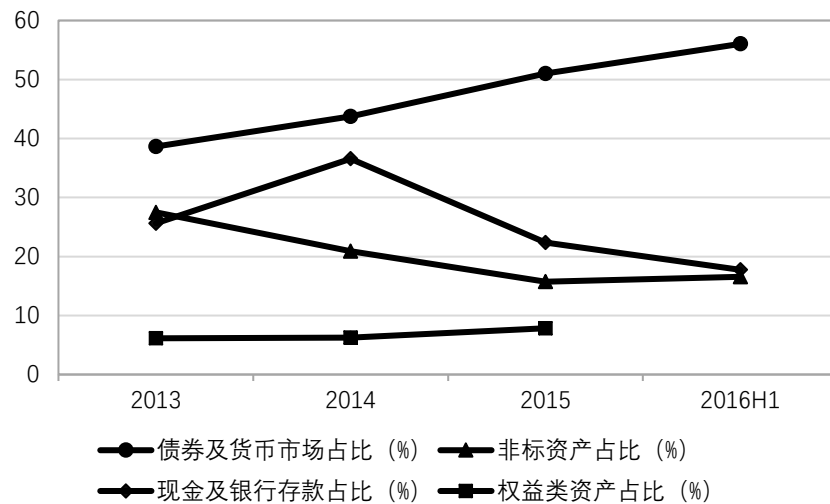


图 11 2013 年后理财资金投资资产分布

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 12）。

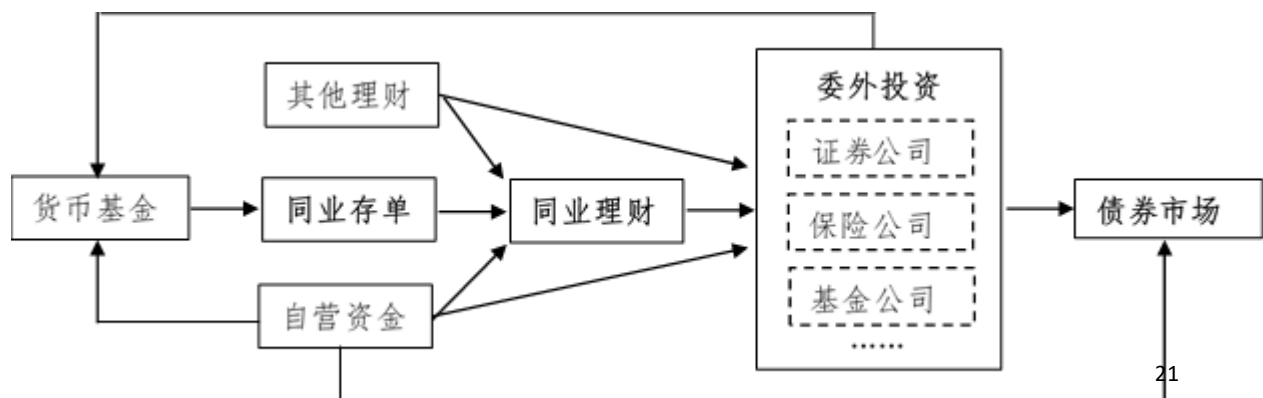


图 12 “同业链条-委外投资-债券市场”模式

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），其中优先级由银行理财等资金认购，劣后级则由风险偏好型客户认购，从而增加资金规模进行杠杆化的投资。由于经济下行和资产荒的出现，影子银行资金的直接投资收益率难达预期，因此只能通过加杠杆的方式获得高收益率。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，之后杠杆率出现波动上升，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。国有大型银行资金实力雄厚，具有稳定的客户群，在利率市场化和金融监管加强的过程中能发挥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存贷业务方面能够获得的收益有限，在利率市场化改革中又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。这一变化与同业理财的扩张密切相关。与个人理财相比，同业理财虽然在规模和成本上具有优势，但同时也具有更高的不稳定性。这是因为，同业理财形成了银行之间的链条关系，且资金来源单一，一旦爆发流动性收紧、监管政策趋严等风险事件时，银行间的风险传染可能加大，甚至引发系统性风险。

此外，股份制银行、城商行等中小银行是同业创新的主力（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

	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（张明，2013）。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，在很大程度上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套利空间。一旦宏观审慎评估（MPA）体系开始实



施，这会将表外理财、同业负债等同业业务都纳入监管范围。随着银监会非现场监管的 1104 报表发生更新，同业存单、同业理财等业务也均被列入专门统计。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》近期公布，这意味着对银行、证券、保险等资产管理业务实行统一监管。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。过去影子银行的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，影子银行的创新将向规范化、高级化方向发展。

第二，资产管理业务去杠杆，防嵌套趋势明显。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。监管风向一方面向统一监管发展，另一方面“去杠杆、防嵌套”也成为未来的监管重点。这有助于防范资金在金融系统空转，引导资金向实体经济流动。资产管理业务将改变原来重规模的发展模式，向规范化、精细化方向发展。

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，银监会近期发布了 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 年至 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。

随着宏观审慎评估体系（MPA）的实施以及一系列监管新规的落实，未来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。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。

## **From “Channel” to “Interbank” Business——The Evolution Course, Potential Risk and Development Direction of China's shadow banking system**

*Wang Zhe, Zhang Ming and Liu Shida*

China's shadow banking system is dominated by commercial bank, and mainly aimed at credit expansion via avoiding regulation. Since 2008, the evolution of China's shadow banking fully reflects the repeated game between financial innovation and financial regulation. Taking 2013 as the boundary, the mainstream mode of China's shadow banking changes from the “channel” to “interbank” business. Before 2013, the commercial bank invested in non-standard assets such as credit assets, successively through the cooperation between trust and banking, the cooperation between securities and banking, resale business and other investment channels. However, from 2014 onwards, as the acceleration of interbank business innovation, there has been a new form of investing in standardized products through the interbank business, outsourcing

investment chains. The rapid expansion of the shadow banking system has led to the accumulation of systemic risk in the financial sector, especially in small and medium banks, and in the future liquidity risk and credit risk should both be paid attention to. Since 2017, with a series of new regulations introduced, a new stage of comprehensive regulation of shadow banking system begins, which means the pattern of regulatory arbitrage through bank's subject maneuvers is difficult to maintain. In the future China's shadow banking system will continue its revolution towards standardization, securitization and advancement. Non-performing asset securitization, credit asset transfer and debt to equity swap are expected to become the new models of shadow banking.

**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、韩冰与王碧珺，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、刘浩、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。