

# 债券系列专题报告：银行理财市场系列报告（四）

## 阳光下的影子——中国影子银行分析

分析师：徐寒飞 S0260512030001



021-60750620



xhf@gf.com.cn

### 核心观点：

#### ● 广角影子银行剪影

影子银行目前较为认可的定义是“从事信用中介的非银行机构”。FSB于今年11月发布的《2012年全球影子银行监测报告》中统计，截止2011年全球影子银行体系资产规模增至67万亿美元。社会融资总量口径下的影子银行相关项目并未全部覆盖银行理财、信托公司、券商资管等其他非银主体所提供的信用，如果将“信用中介”的内涵也扩展到针对同业机构的信用行为，中国的影子银行规模在30万亿的水平。

#### ● 探究影子银行本质和风险所在

影子银行事实上是市场化融资的代名词——非银行机构利用金融市场获取资金进而行使信用中介职能。从海外国绕影子银行的焦点问题来看，很大部分是对其所依赖的批发金融市场融资（同业市场）不稳定性的担心。同业负债的脆弱性会加大体系流动性风险，而由于其非连续突发和非线性传染的特点，对流动性风险的管理很难单纯依靠计提资本等传统方式来完成。

#### ● 国内影子银行阴霾渐进？

影子银行问题逐渐进入公众视野与银行理财、券商资管和信托业近年来的飞速扩张有关，各类机构创新业务的开展几乎都以跑马圈地式的野蛮生长为特征，粗放经营和逃避监管约束的本质也因此而饱受诟病。国内外影子银行其实存在较大区别，海外影子银行融资高度依赖同业市场，并且高杠杆特点突出。国内类影子银行机构最根本的负债来源是储蓄资金，并且杠杆程度非常轻。但两者间依然存在着共同的问题——负债的稳定性状况堪忧。

具备影子银行相似风险点的其实是银行表内同业往来业务，但“表内”二字障目使得市场忽略了真正的风险，这一监管盲区比影子阴影更应令人担忧。

#### ● 影子银行去向何方

因为银行理财采用了借新还旧式期限错配的操作模式而将其归为“庞氏骗局”范畴有失公平。期限错配的运作模式本身无可厚非，核心问题聚集在流动性管理层面。银行理财资产池内确有真实资产，预期收益率也未明显高估。影子银行真实风险当低于市场普遍担心，但舆论压力和群体恐慌可能倒逼监管在政策力度上大幅加码。

监管对影子银行问题的关注已经进行了一段时间。影子银行的管理问题“宜疏不宜堵”——体系得以发展至今与利率市场化的进程休戚与共。从截止目前央行和银监会的举措来看，也基本延续了这样的调控思路，对比担心影子银行收缩更应为投资者所高度重视的，当是央行为此可能采取的长时间收紧流动性决策带来的负面影响。

### 相关研究：

银行理财系列报告（三）：理财产品的宏观效应	2012-08-23
银行理财系列报告（二）：理财产品对债市微观影响	2012-08-22
银行理财系列报告（一）：理财市场概览	2012-08-22

## 目录索引

一、广角影子银行剪影 .....	4
1. 全球影子银行生存现状 .....	4
2. 广义信用定义下国内影子银行规模 30 万亿 .....	5
二、探究影子银行本质和风险所在 .....	6
1. 影子银行与市场化融资密不可分 .....	6
2. 同业负债的脆弱性加大体系流动性风险 .....	7
三、国内影子银行阴霾渐进? .....	8
1. 2012——泛资产管理时代元年开启 .....	8
2. 以资金来源划分属性——国内外影子银行有不同 .....	10
3. 盲区比阴影更令人担忧 .....	11
四、影子银行去向何方 .....	12
1. 比风险更可怕的是对风险的恐惧 .....	12
2. 阳光下的影子 .....	16
3. 打错方向，错犹不及 .....	16
4. 不忘初心，方得始终 .....	18

## 图表索引

图 1: FSB 统计全球金融机构资产分类占比 .....	4
图 2: 11 年底全球影子银行规模达到 67 万亿美元 .....	4
图 3: 同业间资金往来仅是超额备付的再分配, 但扩张了银行体系资产负债表 .....	7
图 4: 2012 年前 3 季度理财发行量逐季增长 .....	8
图 5: 综合类产品占比已经达到 75% .....	8
图 6: 2012 年 3 季末信托资产规模超过 6 万亿 .....	9
图 7: 资金信托投资债券占比上升明显 .....	9
图 8: 12 年 3 季末券商资管总规模超过 9000 亿 .....	10
图 9: 集合资管计划规模 1800 亿左右, 10 月发行加速 .....	10
图 10: 银行理财与券商资管和信托合作模式 (以投资债券为例) .....	11
图 11: 其他存款性公司对同业债权占比持续攀升 .....	12
图 12: 全国性中小银行同业负债占一般存款 1/4 .....	12
图 13: 1-3 个月期限理财占比在 60% 左右 .....	13
图 14: 期限错配是银行表内盈利的主要方式 .....	13
图 15: 12 年以来理财产品收益率中枢下移 .....	14
图 16: 居民定期存款占比持续高位 .....	14
图 17: 理财资产池和产品成本间应还有 1 个百分点左右利差空间 .....	14
图 18: 银行表内拨备覆盖程度较充分, 不良贷款率控制在 1% 左右 .....	15
图 19: 金融机构备金率维持高位, 超储率逐步降低 .....	17
图 20: 三季度四大行同业负债下降 .....	17
表 1: 影子银行和传统银行特征对比 .....	5
表 2: 围绕影子银行的一系列重点问题 .....	6
表 3: 理财实际收益和预期收益对比 .....	15

# 一、 广角影子银行剪影

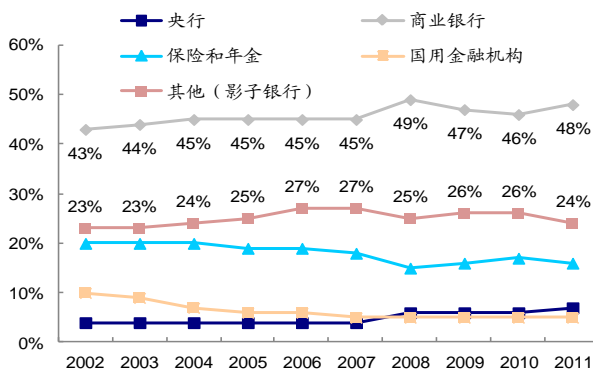
## 1. 全球影子银行生存现状

影子银行的本质是表外融资。长期以来“影子银行”都缺乏权威和统一的定义，“影子”一词的由来相对更久，往往特指SPV。07年后和“银行”一起开始合并出现在各种场合，但无论名称怎样改变，“表外”这一对影子银行的核心本质的认定始终没有发生变化。

影子银行目前较为认可的定义是“从事信用中介的非银行机构”。监管部门一定程度扩大了影子银行的概念范围，美联储曾定义其为“无法获得央行流动性支持和公共部门信用承诺，对期限、信用和流动性加以转换的金融中介”，这一概念范围包括了其他非SPV的金融机构，例如金融公司、SIV、杠杆套利机构、对冲基金、货币基金等等，经历各类监管机构的修正演进后出现了一个较为通用的定义——“从事类似银行业务的非银行机构”，FSB（金融稳定委员会）则将这一范围缩小至“从事信用中介的非银行机构”（这里的信用中介指从储蓄到投资的循环往复过程）。

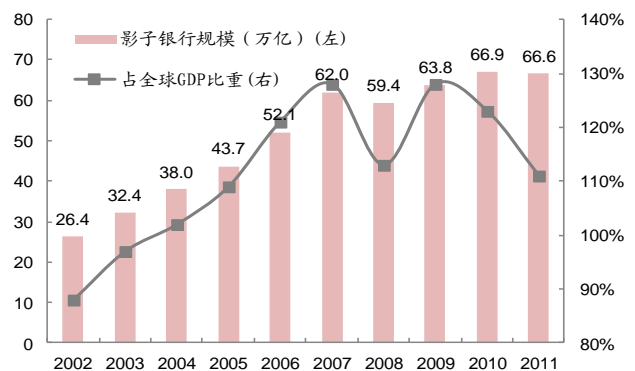
2012年全球影子银行规模接近67万亿美元。FSB于今年11月发布的《2012年全球影子银行监测报告》中，以美国，中国，英国等20个具有代表性的国家为对象，以宏观追踪的方式估计影子银行的规模：截止2011年，全球影子银行体系资产规模增至67万亿美元，已经超过美国金融危机时期62万亿美元的总量。报告指出：以中国为代表的新兴市场在金融危机之后影子银行体系资产增加较快，2011年中国的非银行信用中介总资产增加0.4万亿美元，是增长最多的国家之一（FSB强调中国影子银行数据由于披露极少因此采集并不完整）。2007-2011年，中国的民营金融公司资产和货币基金资产增速达到33%，位列全球第一。

图1：FSB统计全球金融机构资产分类占比



数据来源：广发证券发展研究中心

图2：11年底全球影子银行规模达到67万亿美元



数据来源：广发证券发展研究中心

影子银行的负债结构，盈利来源以及ROE等等都与传统银行有显著差别。从影子银行对比传统银行体系的特征来看，影子银行的结构更为复杂，融资来源并非一般存款而多依赖同业市场，持有资产的目的也主要为出售套利而非持有到期。证券化是美国影子银行存在的重要基础，脱离了银行资产负债表后，影子银行面临的主

要是市场风险而非信用风险，收入类型也从传统息差收入转为费用收入。传统银行往往ROE较低，而影子银行大多为高ROE的非银行机构。

表 1: 影子银行和传统银行特征对比

特征	传统银行	影子银行
结构	简单	复杂
融资方式	存款	批发市场工具（同业市场）
持有资产目的	持有到期	出售
存在基础	资产负债表内	证券化
主要风险	信用风险	市场风险
收入类型	息差	管理费
中介特征	低ROE的银行	高ROE的非银行机构

数据来源：广发证券发展研究中心

## 2. 广义信用定义下国内影子银行规模 30 万亿

按照FSB的定义，广义概念下我国非银行信用中介当包括了银行表外活动的大多数、部分信用债券融资以及民间融资等。央行公布的社会融资总量中可以被划入影子银行范围的包括表外融资（委托贷款、信托贷款、未贴现承兑汇票）和直接融资中的非银行机构持有的信用债部分，从增量的角度来统计，2011年全年，新增委托贷款1.3万亿，信托贷款2000亿，未贴现承兑汇票1万亿，企业债券融资1.4万亿（非银行机构持有部分在1.1万亿左右），四者合计增量达到3.6万亿（远高于FSB利用资金流量表估算的0.4万亿美元），占11年全社会融资总量30%左右。社会融资总量口径下的影子银行相关项目并未全部覆盖银行理财、信托公司、券商资管等其他非传统银行主体所提供的信用，例如理财资金直接投资的贷款、票据类资产等，如果将“信用中介”的内涵也扩展到针对同业机构的信用行为，那么银行理财配置的同业存款、买入返售金融资产等也均应包含在内，若进一步考虑上述机构通过延伸信用链条间接对实体进行的融资活动，那么银行理财投资的多数信托产品/受益权、券商定向资产管理计划（银证信合作票据/受益权等）以及信托公司借投资类之名所隐藏的融资性项目等等，均应当纳入对影子银行的统计当中。

广义信用中介角度来测算中国的影子银行规模在30万亿。如此，从资产方的角度，上述主要非银机构资产投向的很大部分都直接或间接地涉及到了“信用中介”的概念内核，几类机构的往来资金在名目众多的科目腾挪掩盖下难以对应轧差。我们从汇总而非合并的角度来粗略统计，按照银行理财7万亿存量规模、券商资管1万亿、资金信托扣除贷款和股权后的总资产3万亿，非银行机构信用债持有量4万亿、委托贷款余额5.4万亿、信托贷款2.4万亿、未贴现承兑汇票5.7万亿汇总估算，则上述项目合计规模在28万亿左右，如果考虑3-4万亿的民间融资（央行11年5月调研统计的民间融资规模在3.38万亿），我国从广义信用中介角度定义的影子银行总规模应当在30万亿左右的水平。

## 二、探究影子银行本质和风险所在

### 1. 影子银行与市场化融资密不可分

从海外影子银行的发展经验来看，影子银行事实上是市场化融资的代名词——非银行机构利用金融市场获取资金进而行使信用中介职能。影子银行存在的关键有两点：一是存在活跃的证券市场以对资产定价，二是可以依靠机构间的批发金融市场（以回购市场为代表）进行融资。

影子银行将信用资质、期限和流动性进行一系列转换操作，以直接或间接地提供信用，这一过程中广泛使用杠杆，监管机构则普遍认为影子银行比传统银行有更高的系统性风险。集中于影子银行的几个主要风险关注点包括影子银行规模增长过快、监管缺失和监管套利、影子银行间以及和传统银行体系之间联系过于错综复杂、运作缺乏透明度、融资成本定价偏低，以及过度杠杆操作和因此导致的放大周期波动的作用等。

表 2: 围绕影子银行的一系列重点问题

编号	问题	内容
1	规模	向实体提供信用，规模开始与传统银行相匹敌，系统重要性上升
2	监管缺失	或多或少都存在监管缺位或偏松的问题，容易催生过度杠杆操作，引致其他风险并拖累传统银行体系
3	监管套利	影子银行可能便利了传统银行体系的监管套利行为，出现调控和监管失效的问题
4	代理人问题	建立在证券化基础上的信用中介脱离了资产负债表，会导致低质贷款和结构化证券的膨胀，威胁到整个市场的稳定性
5	机构联系	同业市场导致影子银行和传统银行的联系加深，便利了系统性风险的传导。传统银行对影子银行业务或多或少的参与（比如向影子银行提供信用或接受信用），意味着影子银行的相关问题也会渗透至传统银行，从而深化危机的影响。
6	复杂性	影子银行的信用链条越长，越多的机构就会牵涉其中。基础信贷资产的资质越低，为增信使其可出售所需的链条就越长，终端投资者的范围就更广，这一过程中的风险累积也就越深。
7	透明度	复杂结构导致了透明度的降低，监管和投资者都可能因此无法及时发现藏匿其中的风险，隐形累积的风险一旦曝光，市场参与者容易陷入极度恐慌而出现过激行为。
8	风险定价	影子银行融资所依赖的批发金融市场（同业市场）造成可以无限制获得低成本资金的假象，通过高风险、复杂结构的长期资产获得低息资金，并没有给予应有的风险补偿，低成本融资便利极大催生了资产泡沫。
9	杠杆	抵押融资的便利使得购买资产——抵押融资——购买资产的过程可以循环往复，容易导致机构过度加杠杆。
10	顺周期性	影子银行依赖证券化融资，当资产价格和经济景气处于上行通道时，质押比例较高增加杠杆也更为便利，而当风险事件突然冲击市场信心，出现资产贬值和质押比率下降，则会引发加速去杠杆的行为。顺周期的特性由于影子银行和传统银行之间的联系而快速传导，产生更严重的系统性问题。

数据来源：广发证券发展研究中心

这一系列焦点问题当中，很大部分是对影子银行所依赖的批发金融市场融资（同业市场）不稳定性的担心。以回购为代表的同业负债可以看做由传统银行所提供的存款，由于此类负债对比一般存款在监管的细度、安全标准等方面都更为宽松，并且机构现金头寸波动大、对比一般负债来说欠缺稳定性，因此同业负债往往不被认为是优质的资金来源。

正如ICMA (International Capital Market Association) 在今年2月发布的报告中提到的那样, 07-09年的金融市场危机很大程度可以认为是一场回购挤兑事件, 回购作为负债方式有其内在的不稳定性。

## 2. 同业负债的脆弱性加大体系流动性风险

由于美国影子银行的融资质押标的多为结构化证券, 围绕上述回购问题的很多焦点也集中在了关于抵押债券最高质押比例的讨论上, 但即使是从回购融资方式本身来看, 同业间的资金往来对比传统负债方式的确存在三个方面的问题:

**第一**, 以抵押融资为例, 抵押资产依然停留在金融机构的资产负债表上, 但以此为基础发生的买卖双方资金往来, 扩张了金融机构的整体资产负债规模。

非抵押方式进行的其他同业间往来资金业务, 例如拆借、存放等, 都相当于超额备付金在同业间的转移再分配, 但同样的, 这一过程也扩大了参与主体的整体资产规模。

图3: 同业间资金往来仅是超额备付的再分配, 但扩张了银行体系资产负债表

A:	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">资产</th> <th colspan="2">负债</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>法备</td> <td>40</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>超备</td> <td>60</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>债券</td> <td>100</td> <td>存款</td> <td>200</td> </tr> </tbody> </table>	资产		负债		法备	40			超备	60			债券	100	存款	200		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">资产</th> <th colspan="2">负债</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>法备</td> <td>40</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>超备</td> <td>40</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>债券</td> <td>100</td> <td>存款</td> <td>200</td> </tr> <tr> <td>买入返售证券</td> <td>20</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	资产		负债		法备	40			超备	40			债券	100	存款	200	买入返售证券	20										
资产		负债																																													
法备	40																																														
超备	60																																														
债券	100	存款	200																																												
资产		负债																																													
法备	40																																														
超备	40																																														
债券	100	存款	200																																												
买入返售证券	20																																														
		B向A质押融资																																													
B:	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">资产</th> <th colspan="2">负债</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>法备</td> <td>40</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>超备</td> <td>60</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>债券</td> <td>100</td> <td>存款</td> <td>200</td> </tr> </tbody> </table>	资产		负债		法备	40			超备	60			债券	100	存款	200		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">资产</th> <th colspan="2">负债</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>法备</td> <td>40</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>超备</td> <td>80</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>债券</td> <td>100</td> <td>存款</td> <td>200</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>卖出回购证券</td> <td>20</td> </tr> </tbody> </table>	资产		负债		法备	40			超备	80			债券	100	存款	200			卖出回购证券	20								
资产		负债																																													
法备	40																																														
超备	60																																														
债券	100	存款	200																																												
资产		负债																																													
法备	40																																														
超备	80																																														
债券	100	存款	200																																												
		卖出回购证券	20																																												
体系整体:	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">资产</th> <th colspan="2">负债</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>法备</td> <td>80</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>超备</td> <td>120</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>债券</td> <td>200</td> <td>存款</td> <td>400</td> </tr> <tr> <td>总资产</td> <td>400</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	资产		负债		法备	80			超备	120			债券	200	存款	400	总资产	400			体系扩表	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">资产</th> <th colspan="2">负债</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>法备</td> <td>80</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>超备</td> <td>120</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>债券</td> <td>200</td> <td>存款</td> <td>400</td> </tr> <tr> <td>买入返售证券</td> <td>20</td> <td>卖出回购证券</td> <td>20</td> </tr> <tr> <td>总资产</td> <td>420</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	资产		负债		法备	80			超备	120			债券	200	存款	400	买入返售证券	20	卖出回购证券	20	总资产	420		
资产		负债																																													
法备	80																																														
超备	120																																														
债券	200	存款	400																																												
总资产	400																																														
资产		负债																																													
法备	80																																														
超备	120																																														
债券	200	存款	400																																												
买入返售证券	20	卖出回购证券	20																																												
总资产	420																																														

数据来源: 广发证券发展研究中心

**第二**, 抵押融资方式使得一些低资质的主体也可以获取低成本资金, 并提供了无限放大杠杆的可能。以高于主体信用资质的资产标的做抵押, 使原本无法获得授信的主体也可以因此获取信用, 资金出让方也因此忽视了交易对手的信用风险, 并没有对融资的一方要求合理的风险补偿。

事实上, 即使是最优质的资产做抵押, 也不能构成无限制融资的理由——任何抵押品都不可能完全无风险, 对回购出借方来说, 面临的首要信用风险永远来自于资金借入方而非抵押品——抵押的功能不应是使低资质的新交易对手可以因此获

得信用，而仅是为了让已确定的融资更为便利。

第三，传统银行体系往往担任了影子银行的资金来源方。资金出借方对对手的累积风险更为关注，如果传统银行对大量使用杠杆导致的过度借贷效应已经上升到较为敏感的程度，那么一旦遇到风险事件冲击都有可能导致信心的坍塌，从而发生竞相退出的群体行为，带来系统性的流动性危机。

我们从次贷危机爆发时的机构行为可以看出：流动性风险往往表现为一种结果，任何突发事件引发的信心缺失都可能导致集体的非理性，并最终流动性风险的形式加以宣泄——流动性风险的非连续突发和非线性传染等特点，导致对流动性风险的管理很难单纯依靠计提资本等传统方式来完成。因此影子银行问题爆发后，提高同业间信用行为门槛、控制同业往来规模和机构杠杆水平，开始成为次贷危机后对影子银行监管的几个主要着眼点。

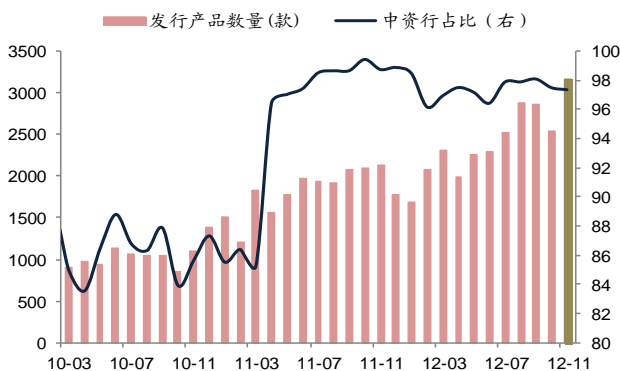
### 三、国内影子银行阴霾渐进？

#### 1. 2012——泛资产管理时代元年开启

影子银行问题逐渐进入公众视野与银行理财、券商资管和信托业近年来的飞速扩张有关，各类机构创新业务的开展几乎都以跑马圈地式的野蛮生长为特征，粗放经营和逃避监管约束的本质也因此而饱受诟病。然而客观地说，创新和监管从来相伴而生，看似矛盾，实则相辅相成。金融创新往往发起于对冲监管的初衷，从这个角度来讲，监管规避应该是一个中性词，是金融市场有效性的重要表现。

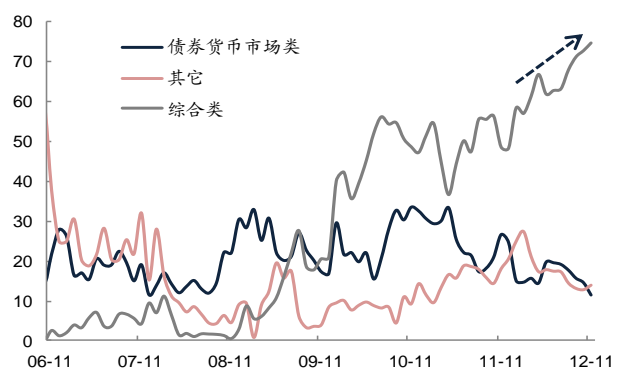
银行理财：2011年国内银行理财产品发行突飞猛进，中资银行成为市场主导，与日均贷存比考核压力下存款稀缺的现实有关。12年以来，理财市场整体保持了较为稳健的扩张节奏，总规模中枢抬升，月度新增幅度逐步缓和。对比11年发行量几乎逐月上行的扩张频率，12年以来基本保持了季末月份冲高，季度初首月回落，次月回升，至季末月再次上冲的节奏。从产品投向来看，综合类理财产品占比至11月已经持续攀升至75%的高位，资金池对应资产池的运作方式以其集约化运作的便利性和经济性优势，成为中资银行资产管理模式的首选。

图4：2012年前3季度理财发行量逐季增长



数据来源：广发证券发展研究中心

图5：综合类产品占比已经达到75%

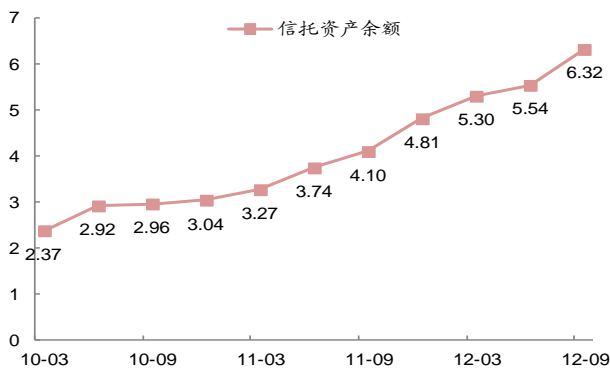


数据来源：广发证券发展研究中心



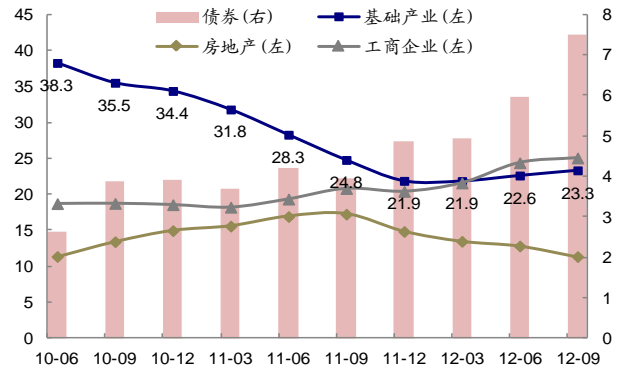
**信托：**2009年后，信贷政策从紧极大刺激了银行表内资产转出的冲动，而信托由于业务经营的灵活性开始迅速成为银行理财包装资产、转移出表的主要通道。信托总资产规模逐季扩张，至2012年3季末达到6.32万亿，其中4.26万亿为单一资金信托，占比超过67%，份额较年中继续增长。银信合作信托余额1.84万亿，由于银信合作多以单一信托的方式开展，扣除银信合作后的单一信托（以高端机构大客户为主的非银信合作项目）余额2.42万亿，占比较年中继续提升，客户结构相对有所优化。

图6：2012年3季末信托资产规模超过6万亿



数据来源：广发证券发展研究中心

图7：资金信托投资债券占比上升明显



数据来源：广发证券发展研究中心

**券商资管：**信托规模的迅速扩张也引致了监管部门从资本约束到业务经营的一系列规范措施，尤其是银信合作的通道类业务，开始从银行和信托两端以落实转表、提高资本占用等方式进行双向监管。11年年中以后，银信合作的票据类、同业类等业务也开始频频受制于监管的窗口指导，而此时券商资管业务领域的管制开始放松，为其逐渐取代信托行使通道功能提供了便利，券商资管与银行理财的合作自此不断加深。

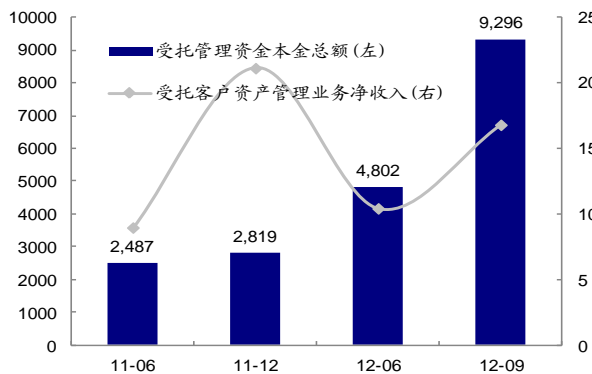
2012年3季度，券商受托管理资金本金总额从年中的4802亿，几近翻倍增至近9296亿。市场估计12月初券商资管总规模可能已经达到1.2万亿，而公开数据统计的集合资产管理计划总资产净值目前在1800亿左右，可见定向资产管理计划贡献了券商资管规模的绝大部分，并且多为挂钩银行理财的通道类业务。

12年上半年资管规模扩张多以银证票据类业务的方式开展，一般模式是银行理财购买券商发行的定向资产管理计划，定向计划再间接投资票据/受益权类资产。10月中旬证监会正式发布修订后的《证券公司客户资产管理业务管理办法》和两个配套细则，从四个角度为券商发行资管产品提供便利，其中，集合计划发行由行政审批改为事后备案和扩大资管投资范围两点最为突出，管制的放松导致券商定向资产管理计划在投资范围上与单一资金信托已无太大区别，券商发行定向计划抢占信托市场份额的通道几乎得以完全打开。

目前券商资管经营范围已经渗透到了包括票据、应收账款、资产证券化和资金池等各类型银证合作业务，集合资产管理计划的发行数量10月以来明显增多，年底

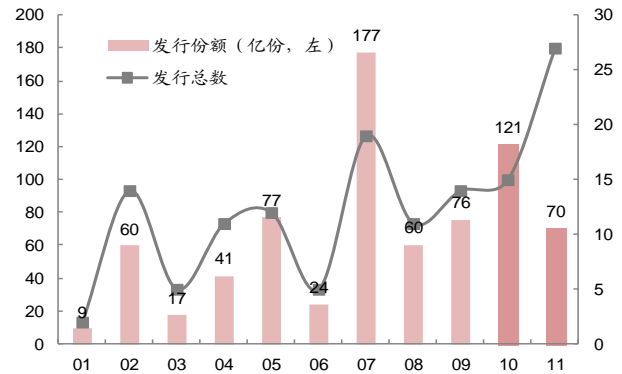
冲规模效应驱使下市场普遍预期券商资管整体规模有望突破1.5万亿。

图8：12年3季末券商资管总规模超过9000亿



数据来源：广发证券发展研究中心

图9：集合资管计划规模1800亿左右，10月发行加速



数据来源：广发证券发展研究中心

**公募基金：11年4季度起监管叫停1个月以内短期银行理财产品发行，公募基金借此扩张在短期理财市场的份额取而代之。**12年以来在股市表现差强人意、债券和现金类资产的收益相对稳定的背景之下，货币、债券类基金发行提速，这其中借助“理财”概念的短期理财型基金成为各家竞争的重要创新业务点。

理财基金总份额目前已经超过1400亿，从证监会披露的基金募集申请受理审核情况来看，排队等待审批发行的理财基金依然数量众多。从产品的设计结构来看，理财基金管理费率平均在0.27%，低于普通货基0.33%的水平，而托管费率则平均降至0.08%，同样低于普通货基0.1%的收费标准，准通知存款性质的理财基金对投资者的吸引力较高，销售发行的难度较低，对公募基金扩充整体资产管理规模的作用相对突出，尽管产品管理方面可能面临流动性安排的诸多困难，但出于同业竞争的考虑公募基金对此类产品发行的热情依然高涨。

11月1日起，新的《基金管理公司特定客户资产管理业务办法》和《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》正式实施，基金专户投资范围全面放开，注册设立业务经营更广泛的子公司也成为可能。

## 2. 以资金来源划分属性——国内外影子银行有不同

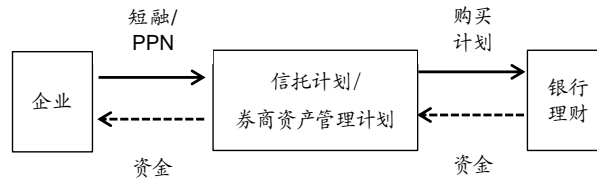
**国内外影子银行存在较大区别。**从海外影子银行的特点总结可以看出，海外以对冲基金等为代表的影子银行具备两个鲜明的特征，一是融资高度依赖金融同业市场，二是高杠杆操作特点突出。如果我们以此作为着眼点，考察国内类影子银行机构的资金来源属性和杠杆水平，可以看到两者间存在很大不同。

**银行理财多采用资金池对应资产池的操作，分流的银行存款是其最主要的资金来源。**银行理财募集期间所吸收资金按一般存款记账，大多给客户活期存款的收益，资金进入运作以后多以不同方式回流银行体系：融资类投向的产品多以企业存款方式回流，并未改变银行一般存款整体规模；投资类产品则以同业存款的方式回流；购买银行表内资产的部分则会导致表内资产负债同时下降。由于目前各家银行理财

业务均处于成长壮大阶段，对规模和存款贡献的考核要求高于收益贡献，理财账户利用杠杆博取回报放大效果的动力并不充足，

发行定向资产管理计划/单一资金信托方式吸收银行理财资金、开展通道业务的券商资管/信托公司，相关业务的资金来源基本为银行理财资金，运作模式包括了理财直接购买产品，或者借助第三方以受益权方式间接购买等。并且产品期限和投资标的的存续时间的错配程度一般较低。

图10：银行理财与券商资管和信托合作模式（以投资债券为例）



数据来源：广发证券发展研究中心

国内的公募基金，很多由保险机构持有，公募基金没有固定存续期限的开放式特点使得其较容易被机构所“挤兑”——2011年3季度的债券市场大跌就与风险事件爆发后保险赎回基金、基金被动减持进而演变成全面的市场下跌有关。

从以上的归纳可以看出，国内的一类影子银行管理机构最根本的负债来源依然是居民储蓄资金，并且杠杆的使用程度非常轻，与海外影子银行依靠机构间同业市场大量融资来维持资产运作有很大区别。

但两者间依然存在着共同的问题，那就是负债的稳定状况堪忧——海外影子银行是由于同业负债的内在脆弱性，而国内的一类影子银行则是源于负债期限相对资产的错配问题，产品以短滚长运作，所投资资产的流动性甚低。

如果暂且放下对期限错配的讨论，重新审视中国的金融体系是否也存在着海外影子银行的脆弱负债的潜在风险，那么答案或许会出人意料：银行体系表内的风险点其实更为突出，并且由于记入表内而幸运地逃离了市场争议，投资者普遍没有对其给予足够的警觉。

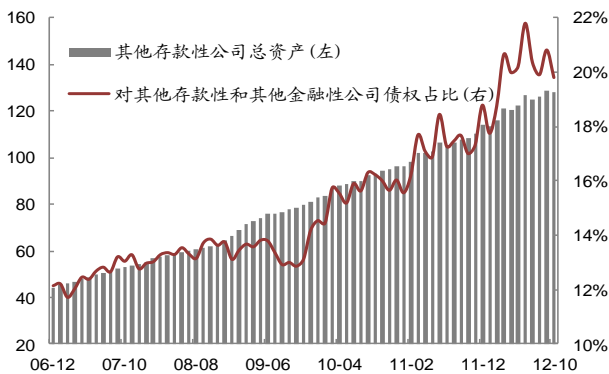
### 3. 盲区比阴影更令人担忧

我们从央行公布的系列报表中其他存款性公司资产负债表（汇总表非合并表，未对表内机构间往来进行轧差）来看，其他存款性公司（包括了五大行、政策性银行、股份制、城商行以及信用社等主要机构）09年以来经历了一轮高速扩张的过程，截止12年10月，其他存款性公司总资产已经达到128万亿，这其中，对其他存款性公司和其他金融机构的债权分别达到21万亿和4万亿，合计占总资产比例在20%左右的水平。

对金融同业的债权占比在09年以后明显提升，从前期的不足15%增至20%，同业债权的扩张与09年后股份制、城商行和信用社等机构的迅速成长有关。上述中小金融机构负债基础薄弱、依靠大行融入资金进行负债和资产业务规模扩张成为重要

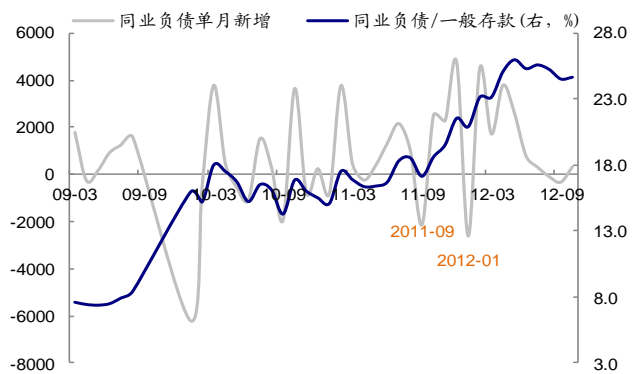
的运作方式。可以看到，截止2012年3季末，中资中小型银行同业负债余额已经接近5万亿，而一般存款余额不到20万亿，导致同业负债占一般存款的比例超过四分之一，该比例09年起即处于趋势抬升的状态，11年以来更是出现累计10个百分点左右的上升。分月度来看，2011年后仅在2011年4月、9月和2012年1月出现了单月负增长的情况，其余各月同业存款余额均呈现逐月上升的态势，其中11年4月和12年1月的下降属于上月同业存款大幅上冲后的回落调整，11年9月的同业存款负增长则可能跟投资同业资产的理财产品到期有关。

图11: 其他存款性公司对同业债权占比持续攀升



数据来源: 广发证券发展研究中心

图12: 全国性中小银行同业负债占一般存款1/4



数据来源: 广发证券发展研究中心

与海外影子银行借助回购市场融资的弊端一样，同业间相互资金往来会使得体系资产负债表虚高，并且一方出现流动性问题导致违约后会发生连锁反应：同业往来加深使得体系内资金波动加剧，牵一发而动全身的特点极易造成局部性、结构性失衡向系统性的流动性紧张转化。银行间同业业务规模占比持续攀升，但由于其在表内给予了确认，往往被认为是业务结构优化的表现，“表内”二字障目市场容易忽略真正的风险，盲区也许比阴影更应令人担忧。

## 四、影子银行去向何方

### 1. 比风险更可怕的是对风险的恐惧

围绕影子银行的主要争议目前集中在三点：1. 以银行理财为代表，产品和投资标的期限错配可能出现的流动性风险问题；2. “资产池”模式下滚动发行产品导致的“庞氏骗局”嫌疑；3. 所投资资产的安全性问题。

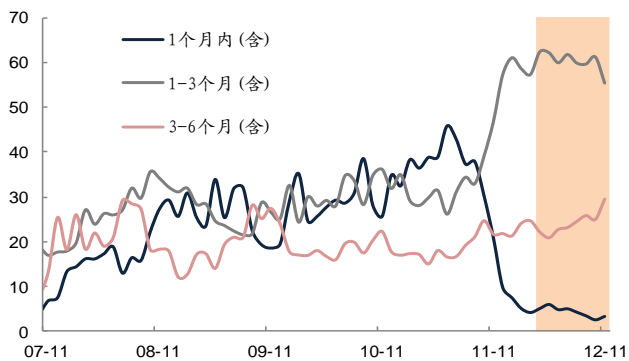
银行理财产品的短期限特征突出，发行产品的期限占比上，1-3个月的产品占据发行总数的60%左右，而对应的资产标的期限普遍较长：监管部门披露截止年中银行理财产品投向中，债券、货币市场工具、同业存款占比超过60%，债权项目融资类（信托贷款、委托贷款、票据资产、银信合作等）占比25%左右，高收益型权益类资产占比10%左右。

但是，期限错配的盈利模式本身其实无可厚非，事实上，期限错配正是银行表

**内经营最主要利润来源：**商业银行一般存款中活期占比在30%以上，超过1年的定期存款占比也始终较低，而贷款结构中中长期比例整体在50%以上，存款利率上限管理和贷款利率下限管理的背景下，活期存款和中长期贷款之间的稳定利差成为银行净息差贡献的主力。

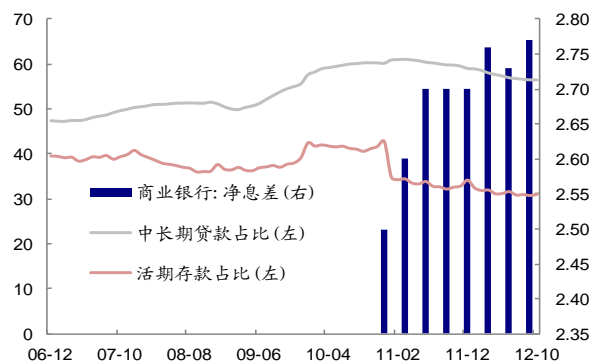
可以看出，期限错配并非影子银行的特有风险，问题的本质停留在如何有效进行流动性安排，而这是与银行表内资产负债管理同一层面的内容。与公募基金等其他资产管理机构杠杆操作以短滚长套利时需要做好现金头寸留存等流动性管理一样，提高理财账户的全盘现金流摆布规划能力才是解决问题的关键。银行理财可以将表内资产负债管理当中的现金流缺口分析、比例监测管理等手段运用其中，并且在理财业务依然处于成长和完善阶段的今天，即使偶尔需要依靠表内的流动性支持，其临时周转的余地也远比其他资产管理机构充分。

图13: 1-3个月期限理财占比在60%左右



数据来源：广发证券发展研究中心

图14: 期限错配是银行表内盈利的主要方式

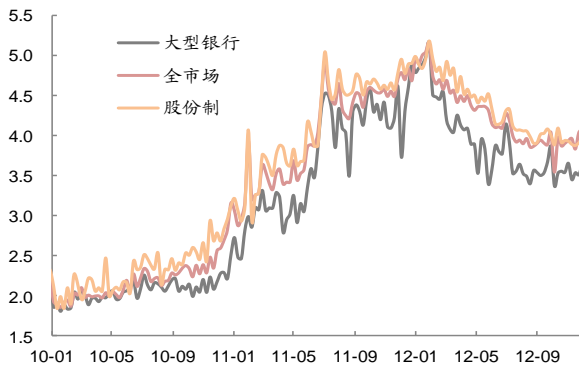


数据来源：广发证券发展研究中心

换一个角度来看，来自于居民储蓄的银行理财资金实际上比同业负债更为稳定。今年以来由于存量信贷资产到期和同业市场资金利率中枢回落的原因，银行理财预期收益率均值水平不断下移，但产品的销售依然表现出逐季增多的强劲势头，显示居民对稳定收益的安全资产需求仍高；从供给一方的角度，资产池综合收益对比产品预期收益率仍然存在一定利差，理财账户为匹配表内存款需求，通过调整产品预期收益和期限等方式灵活控制资金募集规模的方式依然有效。

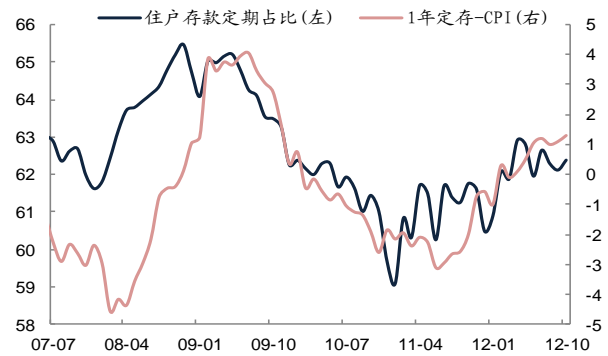
在其他大类资产收益没有产生足够有吸引力的“财富效应”的大背景下，居民储蓄撤离理财产品、流向股票等权益资产的可能性较低。并且，当前居民定期存款占比在实际利率依然偏高的情况下持续高位，理财产品预期收益对比定存仍有优势，储蓄理财化趋势仍有理由持续较长时间。

图15: 12年以来理财产品收益率中枢下移



数据来源: 广发证券发展研究中心

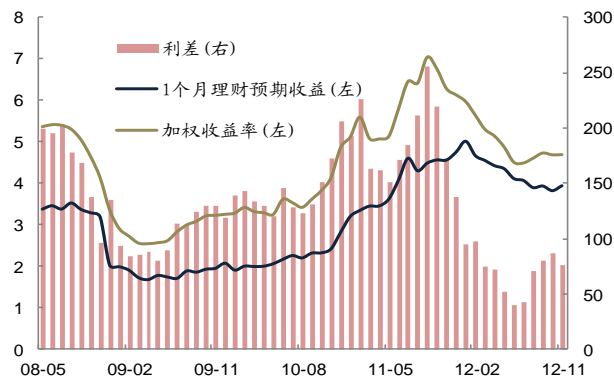
图16: 居民定期存款占比持续高位



数据来源: 广发证券发展研究中心

如果仅仅因为银行理财采用了借新还旧式期限错配的操作模式, 就认为其属于“庞氏骗局”的范畴, 显然有失公平。理财是否属于庞氏骗局, 标准应该取决于两点: 资产池是否有真实的优质资产和产品预期收益率是否明显高估。我们根据银监会对媒体披露的理财配置资产占比, 用AA+短融和中票收益率、SHIBOR3M、票据直贴利率、1年期贷款利率进行加权, 模拟出的综合收益率与全市场1个月期理财产品收益走势基本相符, 并且收益和成本的利差尽管从去年年中以来高位回落, 但截至目前依然有1个百分点左右的获利空间, 不属于资产回报无法覆盖产品要求收益的情形。

图17: 理财资产池和产品成本间应还有1个百分点左右利差空间



数据来源: 广发证券发展研究中心

并且, 理财产品的设计上, 存在募集期只有活期收益、到期清算往往采用T+N形式(此期间不付息)的问题, 导致真实的产品收益率相比名义的预期收益存在一定差距, 实际收益水平对比存款并未明显高估。我们以大型银行发行的1个月期预期收益4%的产品为例, 经发售期和清算规则调整后的实际收益水平在3%附近(如果设计为保本型产品纳入表内以存款核算, 那么要求的投资收益率在3.3%以上, 加上托管和销售费率, 资产收益应当在3.5%上下水平——含同业存款、信用债和贷款性质标的的理财资产池综合收益完全可以满足), 已经低于3.25%的大行一年定存牌价利率。

表 3: 理财实际收益和预期收益对比

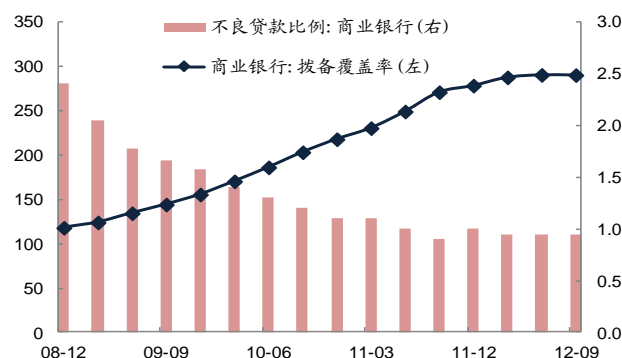
	大行			中小行		
产品存续期	90 天	60 天	30 天	90 天	60 天	30 天
产品预期收益率	5.0%	4.5%	4.0%	5.5%	5.0%	4.5%
计息规则	act/365	act/365	act/365	act/365	act/365	act/365
清算规则	T+4	T+4	T+4	T+4	T+4	T+4
产品发售期(天)	7 天	7 天	7 天	7 天	7 天	7 天
发售期资金利率	活期	活期	活期	活期	活期	活期
	0.35%	0.35%	0.35%	0.385%	0.385%	0.385%
法定存款准备金率	20%	20%	20%	18%	18%	18%
实际收益率	4.48%	3.84%	2.99%	4.93%	4.26%	3.36%
计入存款的要求收益	5.19%	4.39%	3.33%	5.65%	4.84%	3.74%
	大行			中小行		
存款利率	活期	3 个月	1 年	活期	3 个月	1 年
	0.35%	2.85%	3.25%	0.385%	2.86%	3.30%

数据来源: 广发证券发展研究中心

资产池直接/间接持有的各类资产的安全性也是市场担忧的主要问题之一, 由于资产池采用集合作, 单个产品无法追踪具体投向, 一旦资金最终流入了高风险区域, 例如一些媒体报道理财资金通过信托进入房地产和地方政府融资平台等, 高风险收益的资产若出现违约, 造成理财产品亏损事件发生, 可能引发储户恐慌性赎回的问题, 产品无法滚动续作将带来全面的流动性危机。

上述担忧不无其合理性, 资产池扩容和高收益标的的增长无疑会提高整体的违约风险, 但难以忽略的事实是: 银行理财业务的真正扩张其实仅有2年左右的时间, 即使是在监管未禁止直接投资信贷资产的时期, 对投资对象的要求也是在银行表内优质客户资源的范畴。换一个角度来说, 截止目前各家银行自行发行的理财产品都未出现真正的违约事件, 而表内贷款则均存在一定程度的呆坏账记录, 问题资产留存表内以拨备覆盖等方式逐步化解处理显然要比暴露于理财资产池更为经济, 在市场尚无违约发生的环境下, 产品出现兑付问题所带来的声誉损失和可能的监管惩罚对任何一家银行来说都将难以承受。

图 18: 银行表内拨备覆盖程度较充分, 不良贷款率控制在1%左右



数据来源: 广发证券发展研究中心

因此短期来看，银行理财的真实风险当低于市场的普遍担心，但是舆论压力和群体恐慌一旦泛滥，则可能倒逼监管在政策力度上大幅加码——**市场恐惧可能招致政策干预，将潜在的信用风险问题转化为真实的政策风险**。从近年来对银行理财、银信合作类信托业务的规范方式来看，前期的监管缺位往往催生业务规模的急速扩大，体量膨胀后舆论压力纷至沓来，监管于是给予窗口指导等一系列限制措施，一定程度上带来**短期矫枉过正的问题**——体现在金融市场上，则表现为**阶段性的估值冲击**（尤其是今年如火如荼的信用债市场）。

## 2. 阳光下的影子

监管部门对影子银行问题的关注其实已经进行了一段时间。2011年年初央行就曾召集各家商业银行，针对影子银行问题导致的统计数据失真等进行商讨，并在2010年金融统计制度的基础上对部分统计指标进行了调整和修订，确立了新的中资金融机构金融统计制度，**意图在一行三会统一配合的基础上，从摸清口径开始，逐步规范金融体系的表内外运作**。商业银行表外理财、证券公司集合理财、基金公司专户理财、投连险投资账户、私募股权基金、小额贷款公司、典当行以及预付机制的第三方支付公司和民间借贷等都在计划的监测范围以内。

银监会则从09年开始，对银行理财销售、银信合作等相关环节逐步给予规范，对对银行的单向管制转为依靠资本管理等多种手段进行多向监管。对银行理财规模和投向的统计也已逐步建立，专设了相关的创新和理财工作处，涉及到销售和信息披露等环节的规章制度也都在陆续完善当中。从近期监管面对舆论压力相对平和的态度来看，银监会对理财的规模、投向和业务运作情况的知悉程度可能高于市场预期，开始从业务发展初期事后被动规范的角色转换为主动管理和引导业务发展的位置。

12年12月11日，中国银行业协会理财业务专业委员会正式成立——从一行三会到行业自律组织已经在陆续投入资源试图合理引导资产管理业务的走向，未来多方共同努力之下，一个可以共享信息、相互合作的多头监管体系的最终成立或将为时不远。

## 3. 打错方向，错犹不及

中国式影子银行的出现有着深刻的时代背景：**首先**，中国特有的“贷存比”监测在前期国际收支顺差持续、外汇占款快速增长的背景下，对约束银行体系资产盲目扩张起到过重要作用，但在经济增速放缓、外汇流入下跌的环境中，某种程度已经成为银行表内资产增长的桎梏，刺激了银行以资产管理的中间业务方式转移表内资产的冲动；**其次**，银行理财业务发展至今，已经逐步脱离了最初的监管规避的阴影，开始向真正的财富管理运作模式演变，在存款利率上限管制未放开、利率人为压抑的环境下，储蓄资金寻求高收益资产存在必然性；**第三**，长期以来国内实体经济对贷款的依赖度较高，融资工具相对匮乏的情况下企业获取资金的门槛偏高，而



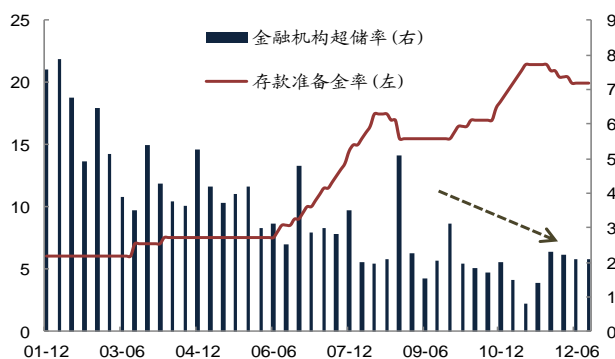
非银机构参与到资金融通市场的渠道相对有限，11年以来债券市场尤其是信用债券市场迅速扩容，在制度管制逐步放开的配合下，非银机构依靠产品设计和创新广泛参与其中，成为信用债券市场上主要的需求方，也在客观上为中小企业获取资金、弥补传统融资渠道不足贡献了力量。

因此，影子银行的管理和规范问题“宜疏不宜堵”——体系得以发展至今与利率市场化的进程休戚与共，监管应当始终围绕着透明化、市场化和规范化的方向进行引导，贸然要求影子银行规模压缩、乃至强行纳入表内管理等要求，很可能造成过犹不及的后果。

系统稳定性的形成只有发乎其内，才可能获得超乎其外的效果。我们在之前讨论影子银行本质和风险的内容中，强调影子银行的本质风险是同业负债的脆弱性问题。如果反观央行和银监近年来的一系列操作，或许可以理解为何监管机构对影子银行的处理上对比公众预期显得更为从容和自信：

2010年到2011年年中，央行12次提高存款准备金率，11年下半年之后经历3次降准，12年5月后一直是采取了逆回购的措施来调节市场短期流动性——持续上调准备金率直接考验银行体系流动性管理水平，对银行体系大幅提升同业杠杆形成压力——12年3季度商业银行对同业资金的吸收和运作明显趋于谨慎，同业负债余额下降，流动性管理短板迫使银行三季度经历了去杠杆的过程。

图19: 金融机构准备金率维持高位，超储率逐步降低



数据来源：广发证券发展研究中心

图20: 三季度四大行同业负债下降



数据来源：广发证券发展研究中心

银监会方面，2013年起实施的资本新规，将同业风险权重由现行原始期限4个月以内0%，4个月以上20%，调整为3个月以内20%，3个月以上25%，权重提升使得商业银行进行同业存出、资金拆借和买入返售票据业务等原有的资本节约优势下降，同业业务的整体成本抬升。

以上两类操作，不管央行和监管的直接目的如何，客观上都起到了未雨绸缪、检验影子银行风险程度高低的效应，尤其是在市场存在盲点，对影子银行风险本质缺乏足够认识的情况下。对影子银行最根本的担忧当来源于同业市场传导的流动性风险，那么针对同业市场的上述两项举措显然是抓住了问题的关键所在：央行收紧银行间市场流动性水平，对全系统进行“压力测试”；银监实施资本新规，提高同业业务风险权重，抬高银行同业运作成本——两者分别从价格角度和资本管理角度

对银行间同业市场进行干预，这比纠结于影子银行定性和被动窗口指导显然更为有效。可以预见的是，只要卡紧流动性的闸门，影子银行的风险防御就能在压力的环境下找到自身查缺补漏的途径，从结果而非过程上给予信号指示，是对影子银行风险排查最有效的举措——从这个角度来说，如果央行要倒逼影子银行，一定从摸清口径和收紧流动性开始——**只要影子银行依然保持快速扩张的节奏，央行的宽松操作就难以期待，银行间市场流动性紧平衡的局面也将持续更长的时间。**可以说，流动性管理将因此成为未来很长一段时间中国金融机构管理运作的核心问题。

#### 4. 不忘初心，方得始终

影子银行并非假象中的“洪水猛兽”，数年前中国商业银行倚重存贷款等传统业务，其他金融机构在银行一头独大的限制下业务创新进展缓慢之时，关于商业银行经营转型和体系创新的呼声层出不穷。而如今，银行表外资产管理业务逐渐成长、以债券为代表的直接融资市场开始步入快速发展通道，如果一味强化表外风险，夸大影子银行扩张的后果，很有可能导致金融机构的经营重新倒退回过去的方式。

我们认为，在影子银行的监管问题上，价格工具同样比数量工具更为有效，无论表内还是表外监管，都应逐步过渡到加强对利率体系的监测和引导，逐步放弃总量控制和“一刀切”式管理作风的层面上。

**值得债券市场投资者欣慰的是，从截止目前央行和银监会的举措来看，也基本延续了上述的调控思路，**未来理性的管理措施应当是从进一步规范理财产品的销售、逐步明确理财产品可投资标的资质标准、对银信合作和银证信合作等提高业务经营成本、甚至进一步要求资产池仿照表内经营进行资产准备计提等，不大可能出现强制要求业务规模收缩的情形。在影子银行对应的投资标的选择上，债券类资产依然是监管较为认可和鼓励的品种，**广义基金项下的银行理财、信托产品等仍将成为支撑信用债走势的关键主体。**而比起影子银行收缩更应为投资者所高度重视的，当是央行为此可能采取的长时间收紧流动性的决策带来的负面影响。

尽管创新与监管之间的磨合从来难以调解，但如果在批评商业银行经营依赖传统业务的同时，又对一切蓬勃生长的新生力量横加藩篱，中国商业银行未来发展路径的选择将不得不处于左右为难的尴尬境地。面对舆论压力和未知挑战的时候，监管和银行一起，都需要摸着石头过河的勇气。然而无论最终的规范举措如何尘埃落定，都不应偏离了最初的目标和愿景。重拳之前务必再三思量为什么走到了今天，也许监管比银行更应该懂得：不忘初心，方得始终。

## 广发固定收益研究小组

- 徐寒飞：首席分析师，复旦大学管理学博士，2009~2011 年获新财富最佳债券研究团队第一名，2011 年《The Asset》亚太区本币债券研究中国区第四名（个人），第五名（个人），2012 年进入广发证券发展研究中心。
- 徐芸：债券研究员，西安交大金融学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心，联系方式：xy18@gf.com.cn, 0755-23942150。
- 刘阳：联系人，北京大学经济学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心，联系方式：gfliuy@gf.com.cn, 021-60750654。
- 刘鹏：联系人，复旦大学理学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心，联系方式：liup@gf.com.cn, 021-60750653。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。