

刘士达

liushd.15@sem.tsinghua.edu.cn

张明

zhangming@cass.org.cn

王喆

wangjiji0425@163.com

中国商业银行是如何规避金融监管的？

——基于理财产品和表内科目的分析

How Chinese Commercial Banks Circumvent the Financial Regulation?

--Analysis from Wealth Management Products and Balance Sheet Account

摘要：本文系统地梳理了中国银行业自 2009 年以来通过理财产品以及银行表内科目模式与监管部门进行博弈的脉络，并结合了 16 家上市银行的季度报告数据、理财产品数据，以及实际案例，对每个阶段的具体博弈模式进行了研究与分析。本文认为，理财产品和表内科目变化是商业银行与监管部门进行博弈的两种主要模式。这种博弈经历了两个主要阶段，在第一个阶段内，银行主要采用理财产品与金融同业合作模式实现了信贷资金的出表；2013 年银监会发布的 8 号文标志着博弈进入了第二个阶段，该阶段银行主要通过表内同业科目和自营科目来绕过监管提供信贷。

关键词：影子银行 理财产品 同业业务 表内科目 规避监管

Abstract: This paper systematically analyses the main modes of how the commercial banks in China avoid the financial supervision of China since 2009 through Wealth Management Products (WMPs) and the Balance Sheet accounts. Combined with the quarterly reported data, WMPs data and a few cases of the listed banks. We reach the result that issuing WMPs and removing the loan from balance sheet with the help of other nonbank financial companies is the first stage of how banks avoid the financial regulation; the second stage started with the introduction of Article 8 from the China Banking Regulatory Commission, the main methods of the shadow banking activities are shifting from loan account into the interbank account and the proprietary account.

Keywords: Shadow banking, wealth management products, balance sheet account, Inter-bank institutional financing, regulation circumvent

一、引言

中国金融系统是一个银行占据主导地位的金融系统。长期以来，中国存在存贷款利率管制，存款利率和贷款利率还处在根据存贷款基准利率进行浮动的一个管制过程中。由于存款和贷款利差较大，银行一直有冲动通过信贷活动来赚取利差收益，而监管机构则直接采用了存贷比限制的方式，来阻止银行从事过多信贷活动以避免因不良资产而带来的系统性风险。但是随着 2008 年美国金融危机爆发，全球经济受到冲击，为了稳定国内经济增速，中国在 2009 年初采用了四万亿财政刺激政策，货币政策也相应开闸放水。刺激之下，中国经济在危机后平稳增长，但随后而来出现了房价快速上涨、通胀抬头等现象，导致央行不得不开始收紧信贷政策。为了避免资金链断裂会产生的系统性风险，实体和金融中介在宏观政策收紧的情形下，被迫采用各种新的模式来进行投融资活动。而长期以来受存款利率上限抑制的居民部门则作为资金最终的来源方，参与到了诸如理财产品等目前学界认为的典型影子银行活动中。

从 2009 年开始，中国商业银行就不断地通过影子银行创新来频繁地与监管机构进行博弈，从最初的理财直接投资信贷，再到银信合作与银证合作，商业银行与监管机构反复地进行着创新与管制的互动。而随着 2013 年 3 月银监会发布的《中国银监会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[2013]8 号），银行表内科目变换开始成为新型的监管博弈模式。目前学界关注较多的有买入返售、拆出资金、同业存款等（如曹国强，2013；郑联盛等，2014；步艳红等，2014；肖崎等，2014；祝继高等，2016），而诸如应收款项类投资、应付债券等最新科目变换的监管博弈模式，已经成为业界目前关注的主流，但目前学界还没有对这些最新形式下银行与监管的博弈模式进行系统梳理和分析。

本文的研究表明，中国银行业的监管博弈经历了较为典型的两个阶段，其转折点则是 2013 年 8 号文。第一个阶段主要是银行通过理财资金和同业通道进行信贷资产出表来实现监管规避，而第二个阶段则是银行通过表内科目转换来实现对信贷监管的规避。

本文结构安排如下：第二部分对于国内外对于中国影子银行的研究进行系统梳理；第三部分基于理财产品的视角，对于银行信贷出表的监管博弈方式进行了梳理；第四部分则针对中国银行业采用表内科目变换与监管进行的第二阶段博弈进行梳理；第五部分是结论。

二、文献综述

关于中国影子银行的研究主要包括影子银行的定义、影子银行的内涵与特点以及影子银行的发展及影响等三个方面。

（一）影子银行的定义

目前国内外关于中国影子银行的讨论还处在一个不断发展的过程中。目前学界对中国影子银行的定义以及着眼点,是针对理财产品、银行同业业务和银行委托贷款等以银行为中心的、通过非贷款形式进行监管规避、并最终完成信贷活动的表内、表外复杂交易模式。

Dang 等(2014)指出,美国影子银行流行证券化模式,而中国影子银行则流行理财产品、委托贷款等模式;美国影子银行主要在资本市场活动,银行只是参与者,而中国影子银行则是以银行为中心的。巴曙松(2013)认为,最窄口径的影子银行只包括银行理财业务与信托公司两类,而如果将口径拓宽,诸如非银金融以及银行同业合作模式、民间借贷等都是中国的影子银行。黄益平等(2012)对影子银行的关注则着力在风险较大的理财产品、信托融资与委托融资。张明(2013)则认为,中国最值得关注的是银行理财和信托业务,因为这两类业务是中国金融市场上增长最快、规模最大且也最具有代表性的影子银行业务。Allen 等(2016)和 Chen 等(2016)对于中国影子银行的研究也着力于委托贷款,不过他们分别针对从事委托贷款的上市公司和充当委托贷款中介的银行进行了研究。Acharya 等(2016)则基于中国 25 家银行理财产品的数据,对于中国最大的影子银行——“理财产品”进行了研究。孙国锋与贾君怡(2015)认为,中国影子银行并没有国外影子银行复杂的金融产品结构,实际上是通过表内、表外构建复杂的交易结构以规避监管来进行运作的,本质上是以非贷款之名,行贷款之实。

（二）影子银行产生的根源

较多的学者认为,中国的金融抑制,特别是利率双轨制,是影子银行产生的根源(如黄益平等,2012;张明,2013;金萃等,2012; Hachem 等,2015; Acharya 等,2016; Wang 等,2016)。

黄益平等(2012)和金萃等(2012)指出,在 2009 年国家信贷刺激之后,各地都纷纷上项目推动经济发展,其中又以地方融资平台、地产项目和中小企业为主。但是随后房价迅速上涨、通胀反弹,使得政府宏观调控方向转移,央行货币政策收紧,这使得以地产为首的实体企业、地方融资平台与中小民营企业面临着资金链断裂的风险,不得不通过影子银行进行融资。

根据张明(2013)的研究,中国式影子银行之所以能够兴起,主要源于这种金融管制下,除了融资方有着上述需求之外,中国居民部门作为投资者也对于理财产品有着旺盛的投资需求。究其原因,也是由于存款利率过低,而理财产品收益率远超存款基准利率。

从金融中介的角度进行分析, Hachem 等(2015)认为,中国影子银行之所以能够蓬勃发展,实际上是由于大型商业银行和中小银行不对称竞争而产生的,这种竞争实际上是由国家流动性管制所导致的。Acharya 等(2016)则通过理财产品的微观数据,验证了上述观点。其实证分析表明,2009 年四万亿刺激之后,四大行为了响应政府信贷活动,进而开启了存款竞争,迫使中小银行通过理财来实现吸收资金并进行信贷扩张活动。

（三）影子银行的发展及其影响

蔡亮(2010)研究了早期影子银行中涉及理财产品的银信合作,并指出了银信合作被叫停会使得中国货币政策更加从紧,进而导致市场利率上升,不利于经济发展。李波等(2011)从影子银行的信用创造功能进行了分析,他们认为影子银行对货币政策、调控目标、调控工具都产生了影响。卢川(2012)与高海红等(2014)则梳理了银信合作的具体模式,以及银信合作被监管禁止后,银证信合作成为了规避监管的信贷资产出表新模式。这些学者的研究

都提到,银信合作、银证信合作实际上是通过理财产品来进行资金的募集,并最终通过信托、证券、资管公司作为通道,实现理财资金信贷出表。钱雪松等(2013)与 Allen 等(2016)的研究结果则都表明,委托贷款在中国主要是关联公司的信贷活动,委托贷款实际上解决了企业融资困难的问题,完善了中国信贷体系。而 Chen 等(2016)的研究结果则认为大银行和小银行面临着监管的不一致性,导致了小银行更有冲动来开展表外通道业务,规避相应监管。高蓓等(2016)与 Acharya 等(2016)的研究结果表明,以理财产品为主的影子银行模式对中国商业银行的经营稳定性产生了冲击,并且由于理财产品存在较为严重的期限错配风险,这也进一步导致了银行在流动性管理方面面临更大压力。Wang 等(2016)则从理论角度对于中国影子银行进行了分析,他们认为,中国影子银行实际上通过促进利率市场化,而使得整个金融系统得到了帕累托改进。

随着 2013 年银监会出台 8 号文,限制通过理财资金投资非标资产,银行通过理财产品和同业通道进行信贷资产出表的行为逐渐收缩,银行开始实施通过表内科目变化来规避监管的新模式。曹国强(2013)提出,2013 年 6 月的“钱荒”之所以爆发,同业业务是最大的诱因之一。随后郑联盛等(2014)重点分析了银行同业科目下拆出资金、存放同业和买入返售等业务的发展现状。步艳红等(2014)则定性地梳理了中国商业银行从银信合作到同业代付(过桥银行模式),再到收益权三方合作,再到各类应收款项投资和票据买入返售等同业合作模式。他们的研究结果均认为,尽管同业业务是金融管制下创新的结果,但是同业业务带来了银行业务的高杠杆化、市场整体流动性风险变大、信用风险未被准确计量和资本计提不到位等问题,此外,同业业务的发展还弱化了央行宏观调控的效果。肖崎等(2014)基于银行同业业务,分析了影子银行对货币政策和金融稳定的影响。其研究结果认为,基于同业业务的影子银行对于货币政策目标、调控工具以及政策传导机制都产生了影响,并且弱化了宏观调控的有效性,加剧了系统性风险。祝继高等(2016)利用商业银行年度数据,进行了对于“买入返售”指标的分析,其结果表明,从事此类同业业务的规模越大,相应的总资产收益率和经营稳定性都会下降。

三、银行与监管博弈的第一阶段：同业合作、信贷出表

笔者将以理财资金为来源,以同业为通道,并实质上在最终进行信贷活动的银行运营模式称为中国式影子银行的第一阶段。这一模式也可以简单称作同业合作、信贷出表模式。

究其原因,主要是因为理财资金最初通过银行募集后,并非由银行直接投资到有融资需求的实际融资方,而是通过投资到信托、券商、资管以及其他银行甚至过桥企业来实现资金输送的过程。但其本质都是通过理财产品募集资金,并由银行将资金借由同业通道进行资金输送。这一阶段主要流行于 2013 年 3 月前,也即 8 号文出台前。笔者首先基于时间顺序对中国理财产品的基本情况进行简要梳理,然后再通过银信合作与银证合作案例进行详细分析

(一) 理财产品

中国的第一支银行理财产品诞生于 2004 年。2004 年 11 月,光大银行发行了国内第一款理财产品“阳光理财 B 计划”。根据银监会 2005 年出台的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,理财产品可以被认为是针对客户提供的个性化的资产管理产品,具有个性化、组合化、综合化的特点,也即是根据客户个性化需求,通过不同金融工具针对不同投资产品进行组合投资。如图 1 所示,理财产品自 2009 年起经历了迅速的发展,当年理财产品余额增速高达 107%。

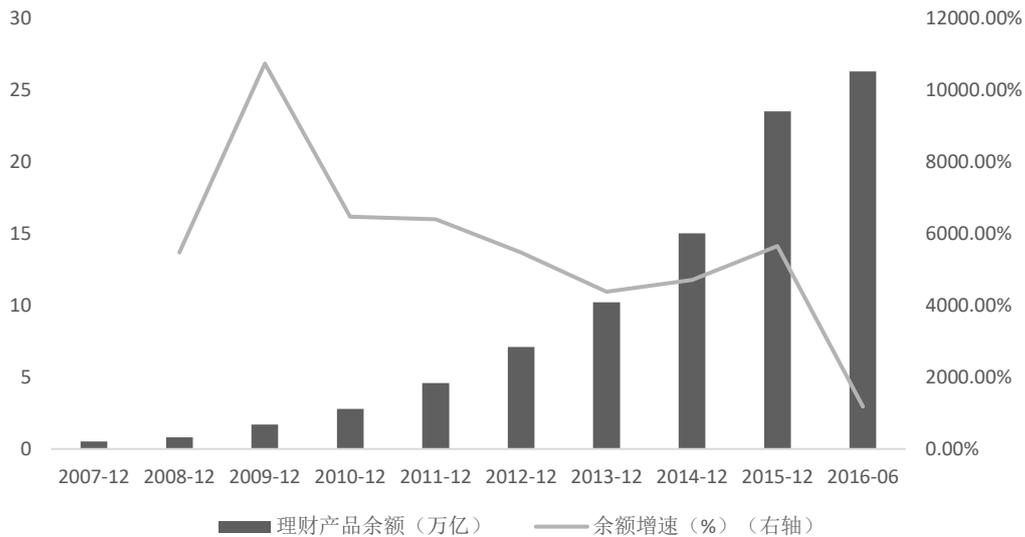


图 1 中国理财产品余额情况

数据来源：Wind，银监会，作者自行整理

理财产品之所以发展迅速，与中国长期存在的利率管制有着紧密的联系。根据目前执行的存贷款基准利率，一年期的存款基准利率为 1.5%，而一年期的贷款利率则为 4.35%。基准利率是一个参考值，真实值往往在这两个基准上进行上浮或下浮。但是，存款利率远低于贷款利率，存贷款利差较大是中国利率管制最典型的特征之一。

正因为存在巨大的利差，银行会有冲动将储蓄尽可能多地进行信贷活动来赚取利差，而央行制定的存贷比考核则直接限制了银行过多的信贷活动。但是在国家信贷刺激之下，为了满足存贷比要求和实体的融资需要，银行之间注定要在存款上产生更多竞争。2009 年四万亿刺激后，中小银行通过开展揽储送礼等服务，希望能够与四大国有银行在居民储蓄存款上进行竞争，而当银监会对存款送礼等行为明令禁止后，中小银行不得不通过以理财产品为主的方式来吸引资金。由于理财产品存在明显的期限错配问题，银行必须不断地对理财产品进行展期，因而导致最后理财产品发行规模暴涨（Acharya 等，2016）。

之所以说理财产品是中国影子银行的主要模式，是因为中国理财产品主要分为两类：保本型理财产品和浮动型收益理财产品。这两类理财产品最直接的区别，就是保本类产品被纳入银行资产负债表内进行管理，而浮动类理财产品则不受资产负债表束缚，不涉及存贷比考核。根据刘士达等（2017）¹的研究，四大行以外的其他银行是受到存贷比束缚较多的银行，这些银行在存贷比超过 75% 后，浮动型理财产品的发行规模会显著上升，其核心原因就是浮动型理财产品能够实现信贷出表，规避监管考核。笔者整理了 16 家上市银行从 2009 年到 2016 年理财产品的半年度发行规模。如图 2 所示，理财产品的主要形式是浮动型理财产品，保本型理财产品最多时也只占到了浮动型产品的一半。理财产品的存续期较短，不论是保本型还是浮动型产品，都以短期产品为主（92 天及以下），短期产品占

¹ 刘士达、张明、王喆（2017）：《商业银行与金融监管博弈分析——基于 16 家上市银行理财产品数据的实证研究》，IIS 工作论文，中国社会科学院世界经济与政治研究所，2017 年 3 月。

到了保本和浮动型产品各自的 60%以上。

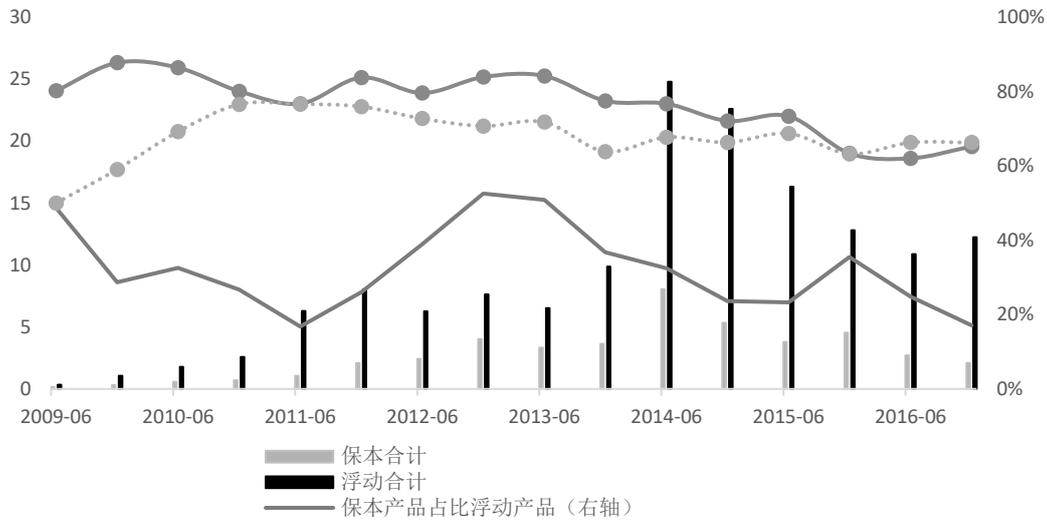


图 2 2009-2016 年 16 家上市银行理财产品情况

数据来源：社科院金融研究所财富研究中心理财产品数据，作者自行整理

（二）银信合作

1、银信合作发展历程

银信合作可以说是理财资金运营的最早模式。根据信托业协会的季度报告（图 3），在银信合作的全盛时期（2011 年前），无论信托贷款占到信托资金余额的比率还是银信合作占信托资金余额的比率，都达到了 60% 以上。如果考察银信合作全盛时期资金流向，60% 以上的资金主要流入了基础产业、房地产和工商企业，流入金融行业的资金相对较少（14% 左右），但是随着经济脱实向虚现象的出现，信托资金流入资本市场的比例逐渐上升，根据中国信托业协会披露的数据，信托资金流入基础产业、房地产和工商企业的比例在 2016 年 9 月已经下降到了 48%，而流入资本市场的比例则上升到了 37%²。

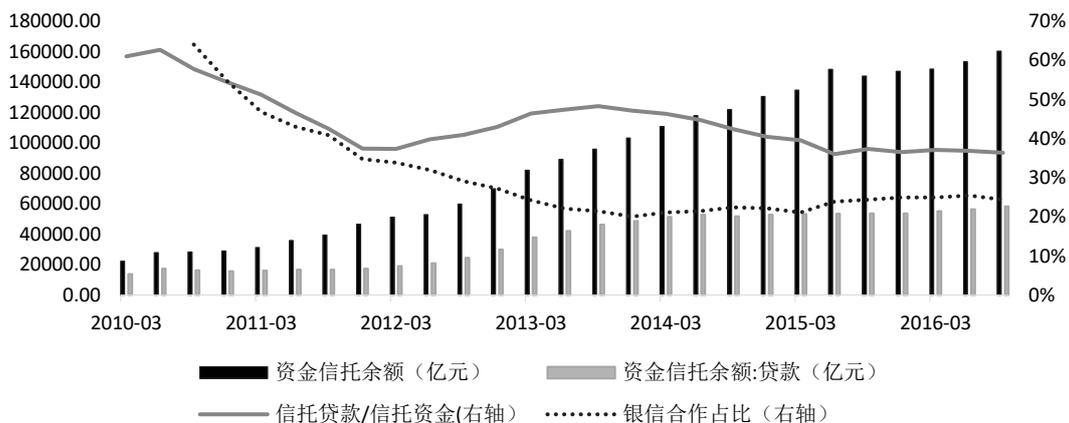


图 3 信托资金使用情况和银信合作占比信托活动情况

数据来源：wind，中国信托业协会，作者自行整理

² 数据来源为中国信托业协会，为节约篇幅，作者略去了关于信托资金投向的图表，如有需要可以联系作者。

2、银信合作的具体模式

最初的银信合作模式相对简单，具体而言，银行在向企业贷款后，将相应的贷款资产出售给监管相对宽松的信托公司，信托公司则通过相应的信贷资产发行信托计划；而银行则同时向投资者以理财形式募集资金，并利用相应理财资金购买相应的信托计划。由于这样的安排可以实现银行将信贷资产出表，从而让银行拥有更多的信贷额度，以便于银行业在中国利率管制、存贷比考核的大环境下进行盈利并实现监管规避，所以银行自身很有动力来从事这类业务。而对于作为通道的信托公司而言，一方面其自身受到监管不如银行严苛，另一方面可以赚取通道业务手续费。通过这样的银信合作模式，银行的信贷规模得到扩大，因而可以让更多有需求的实体机构获得资金，所以对于融资方而言，这种模式也非常有吸引力。下面通过银信合作被叫停前，中航地产案例来对银信合作模式进行阐述（图4）。

中航地产与江南信托以及兴业银行的信托贷款案例之所以受到关注，是因为2010年7月2日晚银监会电话通知信托公司，紧急叫停相关合作业务。而这一笔信托贷款实际上是7月1日银信合作被叫停前一天签订的合同，因而可以说这一案例实际是搭上了银信合作模式的末班车。早在2010年4月30日，江南信托即与兴业银行深圳分行签订了《江南信托天顺12号兴业银行单一资金信托合同》，由兴业银行委托江南信托向中航地产公司发放贷款，并且在同年7月1日，中航地产与江南信托签订了五份信托贷款合约，约定了这笔资金的具体投向和贷款利率。这笔信托贷款的贷款利率达到了8.3%，其中江南信托获取信托贷款收益0.3%。

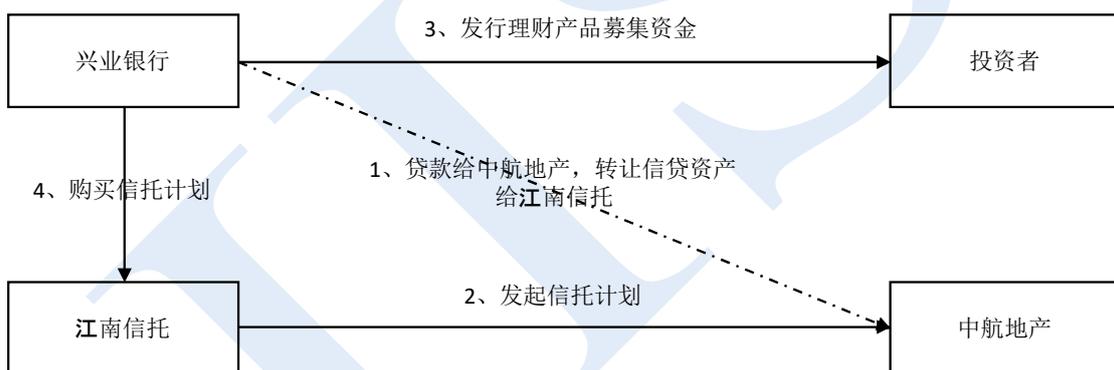


图4 中航地产与江南信托潜在模式

资料来源：中航地产上市公司公告，作者自行整理

假设银行通过理财向投资者募集此次资金，且理财资金成本为4%，那么根据中航地产披露信息，扣除江南信托0.3%的信托通道费用，兴业银行实际上可以获得4%的信贷利差，整笔贷款4.6亿元，则兴业银行可以拿到4600万的利息。笔者进一步假设兴业银行深圳分行是通过理财资金将本币贷款从资产负债表上移出的话，那么这笔信托贷款很有可能经历的过程是兴业银行先将资金贷给了中航地产，再将信贷资产打包出售给了江南信托，由江南信托将本笔信贷资产打包做成信托计划；与此同时，兴业银行向公众募集理财资金，再用这笔理财资金购买信托计划。通过这样的流程，兴业银行自身资产负债表上贷款总额并没有增加，不用考虑资本计提、存贷比限制等诸多指标；江南信托获得了通道手续费；中航地产获得了融资；而投资者则通过理财产品实现了大幅超越定期存款基准利率的收益。

可以说，这样一笔业务一举多得，但潜在的问题就是如果信贷出现违约，最终产生的各种风险还将由银行来承担。由于通过上述信贷资产出表的运营模式，使得监管机构难以对银行经营风险有所掌控，银监会在2009年7月出台了65号文，直接规定银信合作理财产品不得投资于信贷资产或者票据资产。随后，银行为了规避银监会监管，又在信托与银行之间加

入了过桥银行或过桥企业,但本质上还是通过银行与信托的合作来实现信贷资金出表。不过,银监会及时发现了这些模式,并于2010年先后出台了72号文和102号文,要求银信理财合作表外转表内,计算拨备,并最终明确了银行不得使用理财资金直接购买信贷资产。

(二) 银证合作

1、银证合作发展历程

尽管银信合作在监管政策下逐渐萎缩,但实体经济依然存在旺盛的融资需求,银行业需要寻求新的方式来实现资金融通。而在中国金融业分业监管的现状下,证监会监管之下的证券、基金和资管公司就成为信贷资产出表的新模式。

证监会在2011年开启了一法两则³的修订,鼓励证券公司开展资产管理业务创新。因此,在银信合作萎缩后,银行业通过银证合作以及银证信合作再次绕过监管,通过表外募集理财资金,同时将表内的票据、信用证、贷款等资产出售给券商,打包成资产管理计划,再用募集来的理财资金投向相应资产管理计划,实现银行自身资产出表,规避存贷比、资本充足率等监管指标。

笔者根据中国证券业协会披露的证券公司经营数据,整理从2011年到2016年每半年的资产管理业务受托资金余额数据。如图5所示,2012年上半年开始,资管业务资金规模出现较快增长,相比于2011年全年资管业务规模的2818亿,2012年上半年资管受托资金规模则达到了4802亿元,增速高达70.37%,2012年全年余额则达到了1.89万亿。截止2016年12月31日,受托资金总额则已经达到了17.82万亿元。

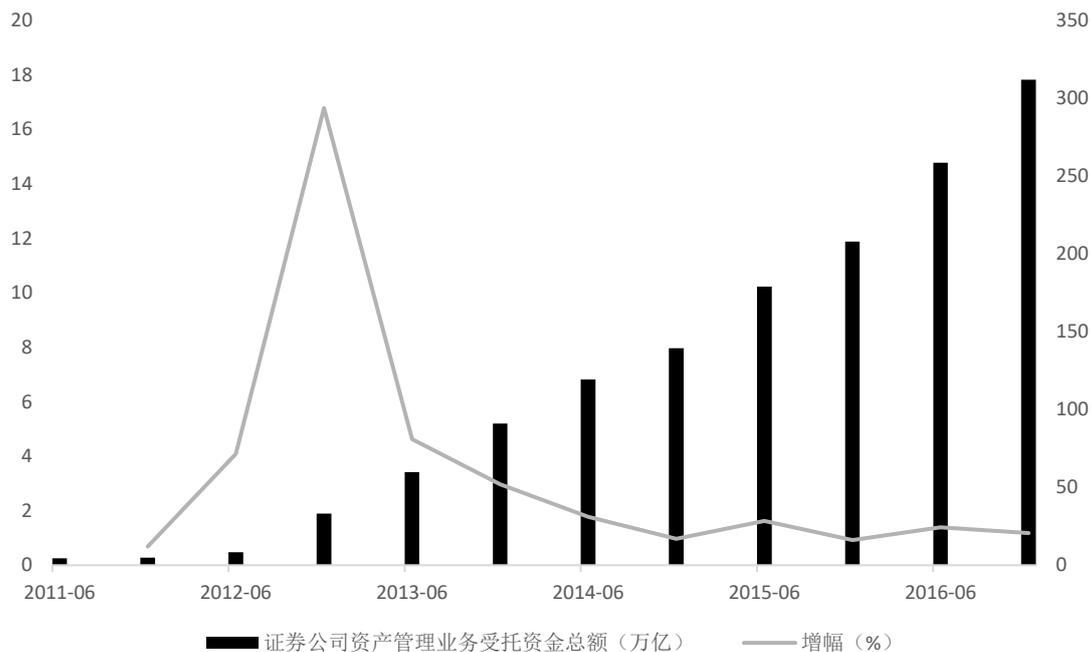


图 5 证券公司资产管理业务受托资金总额情况

数据来源：中国证券业协会，作者自行整理

2、银证合作具体模式

具体而言,银证合作的模式也有很多种,以理财资金委托投资管理模式为例,其委托方式就包括通过理财产品募集资金并最终投向证券公司定向资管计划、集合资管计划或是由证券公司为银行理财产品提供证券投顾服务。

³ 《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》《证券公司定向资产管理业务实施细则》

下面也通过上市公司绿庭股份与和合资管集合资产管理计划，来对银证信合作并将信贷资产出表进行说明。根据该资管公司网上信息披露，这一资管计划预期共募集资金 1 亿元，并且分别在 2016 年 10 月、11 月和 12 月完成了前三期的资金募集，分别募集了 2460 万、1940 万和 1790 万（共计 6190 万）。其资金最终用于向绿庭股份发放贷款，补充其营运资金。由于此次资金募集是绿庭集团首次采用资管计划进行，其关联公司还对本次贷款提供了担保。

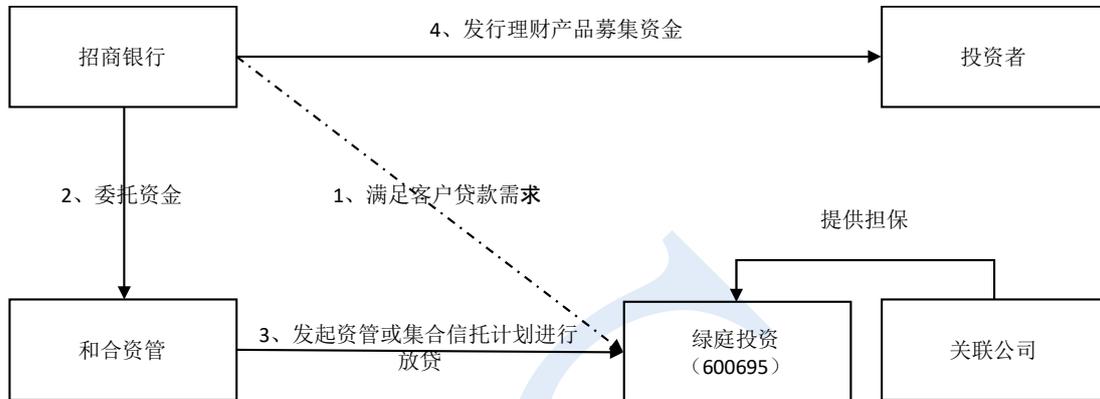


图 6 绿庭投资与和合资管潜在模式

资料来源：和合资管网上信息披露，作者自行整理

根据资管计划的信息披露，这一计划实际上是由招商银行商上海行分行进行委托设立的，所以很可能是由招商银行发行相应理财产品，并通过这些理财资金购买上述资管计划，再由和合资管公司通过这些资金直接或是再利用其他信托计划间接地向绿庭投资发放贷款。

笔者根据该资管计划整理并绘制了其可能的运作模式（图 6）。根据这一资管计划的信息披露，合格投资人的起投金额为 100 万元，投资收益为 7.5%；如果投资人投资金额大于 500 万，则投资收益可以达到 7.8%。这说明该产品投资收益较高，那么如果将银行的利差收益、资管计划的管理费和潜在信托计划的通道费用考虑在内，可以推测绿庭投资本笔贷款资金的资金成本可能在 10% 以上。所以，在银证信合作之下，银行再次完成了信贷资产的出表，但是融资链条的增加，一方面增加了企业的融资成本，另一方面也更容易面临流动性收紧的冲击。

这类的监管套利模式很快被监管机构发现，于是 2013 年 5 月，银监会发布《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），对非标准化债权资产进行明确界定，并要求：第一，理财资金投资非标资产的余额均以理财产品余额的 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；第二，每个理财产品实现与所投资的资产一一对应。随着 8 号文出台，银行通过理财产品投资此类非标准债权资产的行为逐渐萎缩，如图 7 所示，理财资金投资非标资产从 2013 年起已经不再是主流运作方式。8 号文标志着中国式影子银行第一阶段的结束，以及第二阶段的开始。

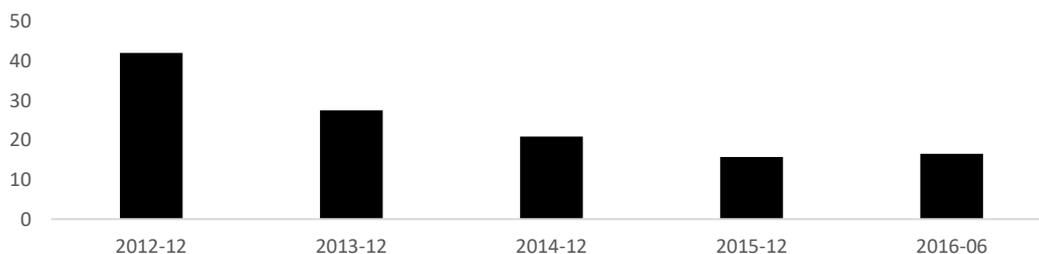


图 7 理财资金余额投资非标占比 (%)

数据来源：中国理财网，广发证券研究所⁴，作者自行整理

四、银行与监管博弈的第二阶段：表内科目变换

笔者将以银行表内同业及自营科目为通道，来从事信贷活动的银行运营模式称为中国式影子银行的第二阶段。这一模式也可以简单称作通过表内科目变换规避信贷监管模式。

肖崎等（2014）指出，中国银行业同业科目从 2010 年就进入了快速的发展，并呈现出以买入返售、同业存放为主，以中小商业银行为同业资金流入方等特征。而根据郑联盛等（2014）的研究，同业存放、拆入资金、买入返售等同业科目都与影子银行活动有关。祝继高等（2016）对买入返售业务进行了分析，其结果发现，随着买入返售规模的上升，银行的总资产收益率和经营稳定性都会下降。然而，目前学术界对于银行采用应收款项类投资科目和应付债券（同业存单）科目进行的新颖影子银行活动还讨论较少。

笔者认为，银行表内同业及自营科目的快速发展始自 2013 年 8 号文发布之后，其核心仍然是通过同业或是自营科目变相地为工商企业发放贷款，并规避存贷比、资本充足率等考核。下面我们主要从市场关注较多的买入返售、应收款项类投资和应付债券这三个科目对这一阶段的影子银行活动进行深入分析。

（一）买入返售

买入返售无疑是市场上予以较多关注的银行表内同业科目。具体而言，买入返售金融资产是指商业银行（逆回购方，即资金融出方）与金融机构（正回购方，即资金融入方）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。

买入返售覆盖的资产包括证券、票据、信托受益权、信贷资产、应收租赁款等，但从市场规模和受到的关注程度来看，票据和信托受益权无疑是买入返售的主要焦点。买入返售业务的实质是利用会计科目包装，将信贷资产变成同业资产，以减少监管成本，将资金最终引向实体。

一般而言，市场认为买入返售具体运作模式有抽屉协议暗保模式、两方协议模式、三方协议模式、假丙三方模式、配资模式和存单质押三方模式等六种形式（文韬，2013）。这些模式的主要好处在于能够规避存贷比限制，降低风险资本计提；此外，这些业务形成的同业负债也无需缴纳准备金。2013 年 8 号文颁布后，鉴于大量存量非标资产有待解决，信托受益权买入返售的两方协议模式首先兴起。下面我们将以这种模式为代表来进行说明。

如图 8 所示，A 银行通过发行理财产品进行资金募集，并将募集到的资金投资到非标信托产品上，再由信托公司将资金贷给融资主体。然后，A 银行将该信托受益权卖出给 B 银行，并同时与 B 银行签订该信托受益权的远期回购条款（这一条款成为抽屉协议，或暗条款）。在监管审查时，A 银行不会出具此回购条款，从而实现将非标债权出表。而 B 银行在面临监管时则会同时出具两份协议，以证明承担风险的主体实际是 A 银行。在这一模式下，B 银行将该笔信托受益权计入买入返售科目，规避了存贷比和风险计提等监管指标。

⁴ 沐华，屈俊，2016，《一文看懂银行非标投资》，<http://business.sohu.com/20160825/n465834469.shtml>。

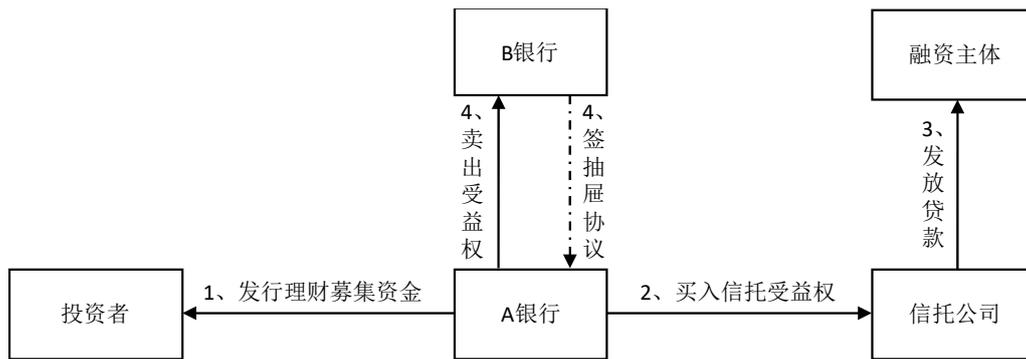
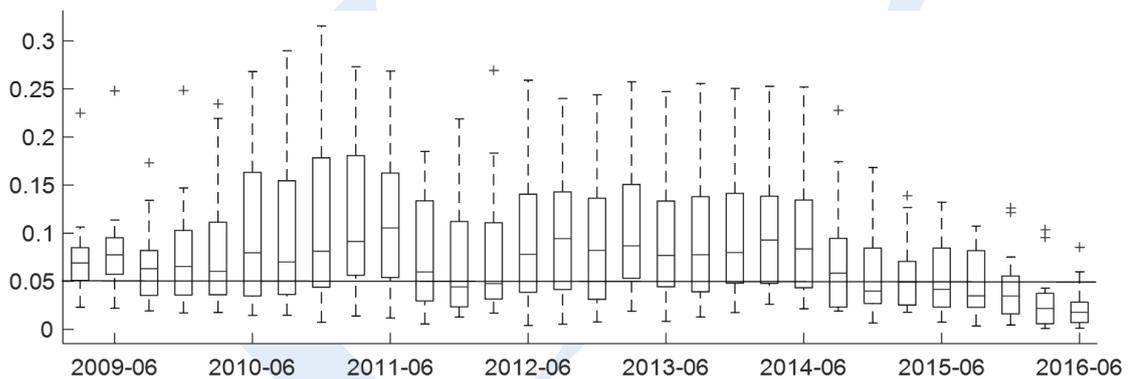


图 8 信托受益权买入返售两方协议模式

不过，由于此类买入返售模式涉及到抽屉协议（暗回购条款），积攒了较多的风险，也不利于金融监管，因此，一行三会及外管局在 2014 年 5 月联合发布了《关于规范金融机构同业业务的通知》（银发[2014]127 号），叫停了信托受益权等非标产品的买入返售模式。如图 9 所示，我们对 16 家上市银行买入返售占比资产情况进行了梳理，买入返售规模在 14 年后有明显收缩的趋势。但是，买入返售的收缩也只意味着银行采取了新的监管博弈模式，随后应收款项投资逐渐成为了银行资产端科目腾挪的新模式。

图 9 2009-2016 上半年 16 家上市银行买入返售占比资产变化情况 (%) ⁵

（二）应收款项类投资

应收款项投资是目前学界研究较少，也是时下发展最热的商业银行表内资产端科目。根据我们对中国上市银行年报进行的整理，应收款项类投资在商业银行报表中的定义为银行持有的非上市中国国家凭证式国债及其他债权投资，在境内或境外没有公开市价。基于目前各家商业银行年报中披露出来的应收款项类投资明细，我们进行了如下梳理，如表 1 所示，目前商业银行的应收款项类投资中主要包括标准债权、非标准债权和理财产品这三大块。

表 1 上市银行应收款项投资科目具体投资明细

应收款项类投资	标准债权	中国政府债券
		商业银行及其他金融机构债券
		企业及公司债券
		资产证券化资产支持证券

⁵ 该柱状图解读如下，每根柱图代表每个季度 16 家上市银行买入返售占比银行资产的分布，柱图的上影线顶点代表这一季度中 16 家银行该比例的最大值，下影线底点代表该季度中 16 家银行该比例的最小值；柱图矩形部分的上边代表该比例的 75% 分位，矩形中的横线代表该比例的均值，矩形的下边则代表该比例的 25% 分位。“+”号代表偏离该比例较大的个别值。后续柱状图与该图解读相同。

	非标准债权	其他债券
		信贷类
		信托受益权
		券商资管计划
		基金公司资管计划及其他
		非信贷类
		保险资产管理计划
		券商资产管理计划
		基金公司资管计划及其他
	理财产品	其他银行理财产品

资料来源：上市公司定期报告，作者自行整理

1、应收款项类投资发展历程

图 10 反映了 16 家上市商业银行应收款项投资整体变化情况。最早将信托计划等非标准债权列入应收款项投资的是兴业银行，而自 2013 年上市商业银行年报披露情况来看，诸如招商银行等股份制银行开始将理财产品、资金信托计划等内容计入应收款项类投资。从图 12 中可以看到，自 2014 年起，应收款项类投资占比商业银行资产的规模开始有了较大幅度的上升。2014 年前，16 家上市商业银行应收款项类投资/资产的均值还不足 5%，75%分位数还不到 10%；而 14 年后不仅该指标均值大幅变化，且其 75%分位数也远超 10%，一些较为突出的商业银行该指标早已突破 20% 甚至达到 35% 左右。实际上，工农中建四大行在应收款项类投资上相对保守，其投资占比资产规模截止 2016 年 6 月在均值上都不到 3%；如果，剔除四大行，则其他 12 家上市商业银行在应收款项类投资的变化情况将显示得更激进，这也进一步说明城商行与股份制银行是本轮采用应收款项类投资进行非标投资的主要商业银行⁶。尽管 2016 年 5 月银监会出台了《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[2016]82 号），希望对应收款项类投资下的“非标”投资情况进行规范化，实施“穿透”原则，将实质重于形式的监管原则进行推进，但实际通过 16 年半年报的应收款项类投资占比资产情况可以发现，82 号文的堵漏效果还未显现。

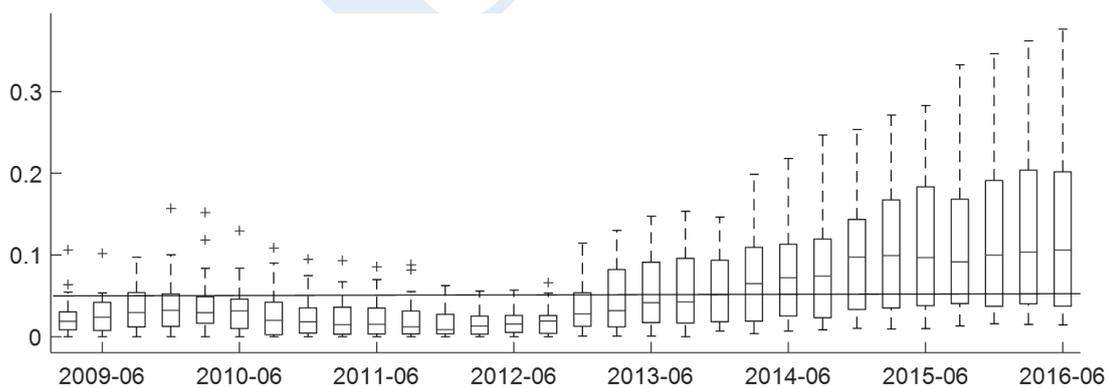


图 10 2009-2016 上半年 16 家上市银行应收款项类投资占比资产变化情况 (%)

数据来源：上市公司定期报告，作者自行整理

笔者进一步透过兴业银行这家典型商业银行来分析应收款项类投资是如何形成新的“影

⁶ 为节约篇幅，作者略去了单独针对四大行与其余十二家上市银行的相应图片，如有需要可以联系作者。

子银行”模式的。

兴业银行是最早将理财和信托计入应收款项类投资的上市商业银行。早在 2007 年的年报中，兴业银行就第一次披露将信托项目计入了应收款项类投资，金额为 47.18 亿元，并且披露了其中 45.33 亿元为向其他机构购买的理财产品，该理财产品的投资用途为信托贷款。2013 年年末，兴业银行计入应收款项类投资的“资金信托计划及其他”（主要投资方向主要为信托公司、资产管理公司或证券公司作为资金受托管理人运作的信托贷款或资产管理计划）从 807 亿陡增至 2971 亿。而截至 2016 年半年报披露情况，兴业银行应收款项投资占比资产情况已经达到了 37.66%，该科目下理财产品投资规模已经达到了 6092 亿元，信托及其他收益权投资规模则达到了 1.23 万亿元，这两项子科目占到了应收款项类投资科目资金的 85.73%。

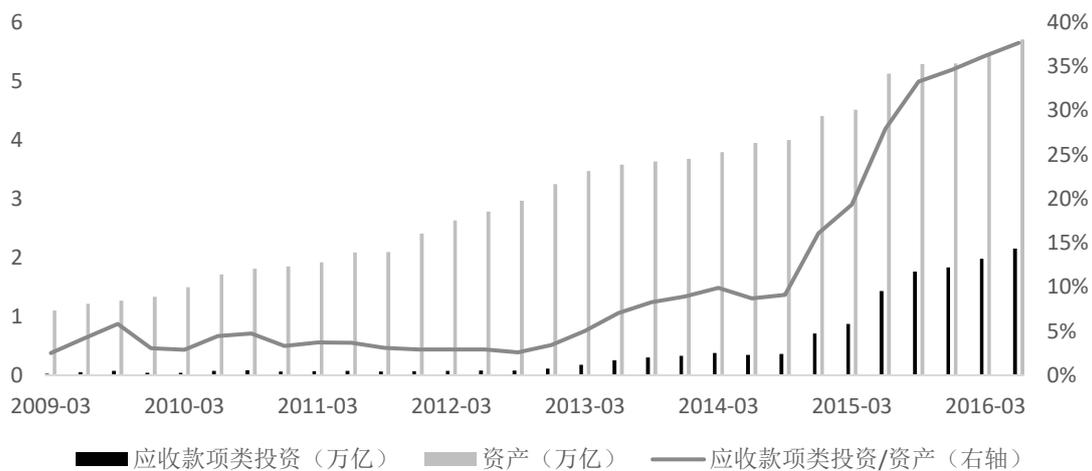


图 11 兴业银行应收款项类投资/资产变化情况

数据来源：上市公司定期报告，作者自行整理

因此，应收款项类投资这一科目的实质，逐渐变化成银行通过互买、腾挪等方式将“非标”资产转移至自营投资下。根据这 16 家上市银行 16 年三季度报告的数据来看，应收款项类投资总规模已经达到了 10.09 万亿，剔除四大行来看，剩余 12 家商业银行的应收款项类投资也达到了 8.15 万亿。

2、应收款项类投资监管特点。

我们希望通过探究应收款项类投资科目的监管特点，来解释为什么该科目能够在 127 号文之后发展如此迅速。我们可以从银行资本计提与拨备两个方面考察银行开展应收款项类投资的合规性成本。

应收款项类投资资本计提。 商业银行资本管理办法（试行）》中的规定，中国政府债券的风险权重为 0，商业银行债券的风险权重为 20%-25%，其他金融机构债券、其他债券以及各类信托、资管计划的风险权重均为 100%。根据前文对于商业银行交易非标资产的梳理，一些商业银行的非信贷类非标资产绝大多数为与商业银行同业的往来交易，预期资本计提应在 20%-25%。

应收款项类投资减值拨备。 对于应收款项类投资，有两种计提减值损失的方法，分别是个别评估和组合评估。个别评估就是指对公司认为资金规模较大的某笔投资单独进行评估，计提拨备；而组合评估则是指针对一些具有相似风险特征的多笔应收款项类投资以组合的方式进行评估，计提拨备。不过，在实际操作中，通过该科目投资非标的拨备率比通过信贷方式投资非标的拨备率要低。

所以,根据上述内容的分析,应收款项类投资只是监管之下银行业创新并继续为“非标”输血的新型影子银行模式。此外,尽管应收款项投资科目是银行投资科目并非同业科目,但其实质仍然是通过同业的方式进行资金的借贷。因此,可以说影子银行业务已经主要进入表内科目腾挪模式,并且不断的通过科目上的结构创新来规避监管。

3、 应收款项类投资实际案例。

应收款项类投资的一种比较典型的例子就是 2014 年之后火起来的 PPP 项目。2014 年国务院 43 号文明确提出取消地方城投公司政府融资职能后,财政部紧随其后发布了 351 号文,提到“通过 PPP 模式转化为企业债务的,不纳入政府债务”。在政策和项目开发的压力与需求下,PPP 模式被迅速推广。PPP 本意是降低政府部门杠杆,并且引入民间资本的融资能力与运营能力,但是中国由于存在利率双轨制问题,民营资本融资难融资贵,因而参与 PPP 意愿薄弱。此后,在 2015 年 5 月国务院常务会议后,PPP 模式被定义成中国特色的“政府与社会资本合作”,其中社会资本不仅包括私人资本,国有企业、地方城投公司也都顺理成章被纳入了社会资本。PPP 项目随后经历了爆发式增长。

对 PPP 项目而言,各路社会资本作为项目参与方,必须承担相应的出资责任,但由于 PPP 项目资金额度巨大,而各类项目的最低资本金根据国务院 2015 年 51 号文规定,又大多在 20% 以上。因此,社会资本往往希望从资本金出资过程就利用银行资金参与。但是,中国《商业银行法》规定,“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”⁷。因而,商业银行通过募集理财资金,通过应收款系类投资科目,以资管计划/信托计划为渠道,通过 PPP 基金对项目资本金进行投资,这成为了我国 PPP 运营的典型模式(如图 12)。值得注意的是,这类的“资管计划/信托计划”实际上就是 8 号文定义的“非标”资产。

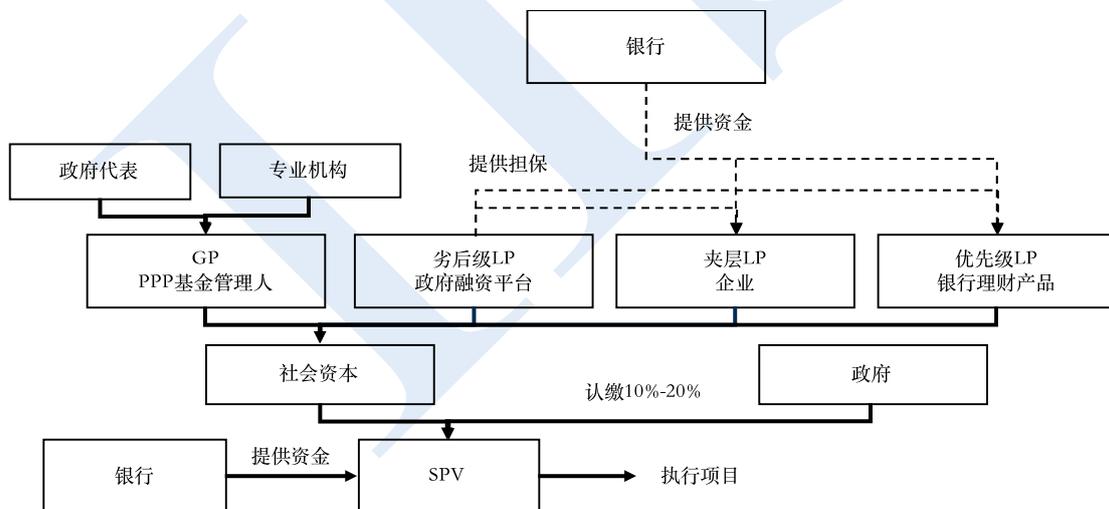


图 12 PPP 基金运作模式

资料来源：作者自行整理

笔者再以兴业银行参与的原酒股权基金为例来说明应收款项类投资科目的实际运用情况。2015 年 11 月底,四川泸州成立了一只原酒股权基金,该基金规模达到了 30.15 亿元,不过其中有 20 亿元由兴业银行成都分行提供,而剩余的出资方则分别是四川省国资下属企业和泸州市政府下属企业。该产业投资基金的模式实际上和 PPP 基金模式一样,银行资金必然作为优先级资金,而劣后资金则由政府下属企业提供。不过,这只原酒股权基金与一般

⁷ 中华人民共和国商业银行法(2015 版),第四十三条。

产业基金不一样之处在于，这只基金可以为原酒行业提供抵押贷款等服务。所以，如果以该产业基金的钱作为贷款向原酒行业进行输送，其实质就是兴业银行为相应融资方提供了贷款。然而这样的贷款并没有计入兴业银行的贷款科目，而是通过应收款项类投资科目规避掉了更为严苛的存贷比考核以及相应的风险计提标准。

（三）应付债券

实际上，前文的诸多描述都是针对银行资产端的分析，而在负债端也同样存在着影子银行类腾挪模式，而且这一基于应付债券的腾挪模式也是在 2013 年之后才逐渐兴起。

尽管银行最终的资金来源是吸收存款与发行理财资金，但在面临流动性紧张时，银行的金融市场部需要在银行间市场上进行头寸拆借，以满足银行的资金需求。而随着 2013 年年末同业存单（计入应付债券科目）作为利率市场化的推手被央行批准试行后，应付债券科目得到了迅速发展。

1、应付债券发展历程

我们整理了 16 家上市银行的季度同业负债科目，可以发现，银行同业负债资金主要成分还是同业存放，同业存放占比银行负债大致在 10%-20%。不过值得注意的是，随着 2013 年年末同业存单推出后，银行负债端同业存放科目开始呈现了下降趋势（图 13），而应付债券科目则出现了显著增长（图 14）。应付债券科目占银行负债的比率已经从不足 5% 的水平逐渐提升到了 10% 以上。而拆入资金和卖出回购⁸在银行负债端的占比之和基本上都在 5% 的水平上波动。此外，我们单独分析了四大行和其他上市银行的应付债券占比负债数据⁹，其结果显示 2013 年后四大行在应付债券科目上没有明显变化，该比例均值不超过 2%，最大值也不到 3%；而其他上市银行（九家股份支行和城商行）在应付债券占比负债上都呈现出了明显的上升趋势，因此，我们认为城商行和股份支行才是同业存单的发行主体。

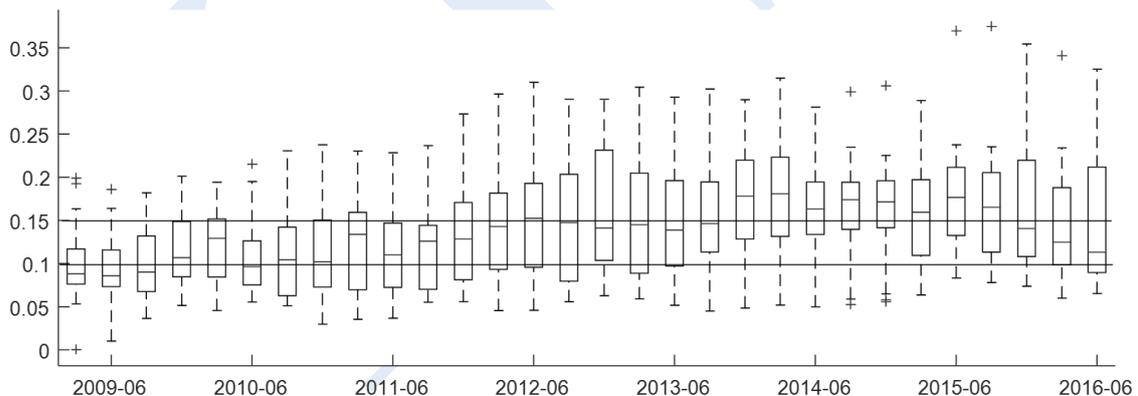


图 13 2008-2016 年 16 家上市银行同业存放占比负债变化情况 (%)

数据来源：上市公司定期报告，作者自行整理

⁸ 为节省空间，本文略去了拆入资金占比银行负债变化情况图和卖出回购占比银行负债变化情况图，如有需要可以联系作者获取。

⁹ 为节省空间，本文略去了单独分析四大行和其他银行应付债券占比银行负债变化情况图，如有需要可以联系作者获取。

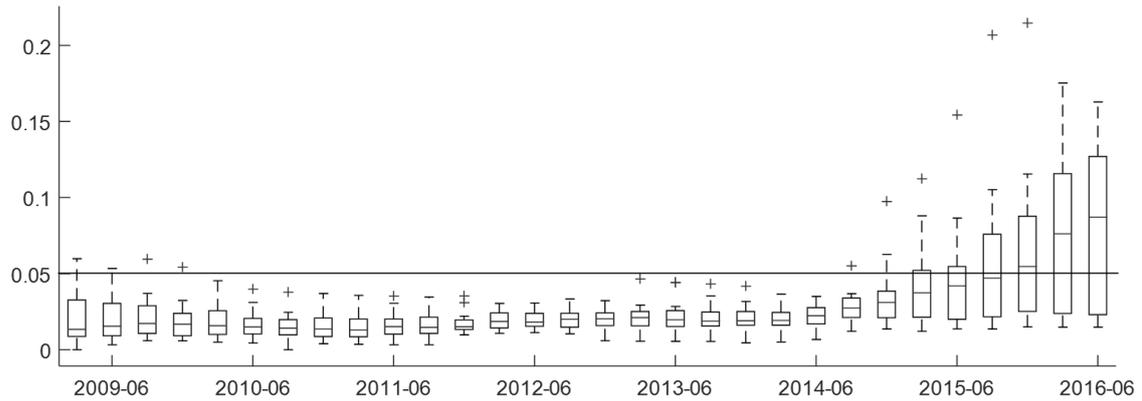


图 14 2008-2016 年 16 家上市银行应付债券占比负债变化情况 (%)

数据来源：上市公司定期报告，作者自行整理

同业存单自 2013 年 12 月推出以来，截止 2016 年 12 月底已经累计发行了 2.34 万支，目前存量规模已经达到了 6.28 万亿元，仅在 2016 年全年，同业存单发行规模就达到了 12.97 万亿元，较 2015 年增长了 145%。此外，我们通过上海清算所提供的月报数据分析了持有同业存单的投资机构，其结果表明，占主导地位的是商业银行（持有同业存单规模在 50% 左右），此外，诸如投资基金、社保基金、资管计划及信托计划等非法人机构也持有了三分之一左右的同业存单，政策性银行则持有了 10% 左右的同业存单，其余则主要是非银金融机构直接持有。

从市场需求来看，由于同业存单久期不长，相对于央票、利率债等货币工具，其收益率也偏高，加之同业存单的投资主体在 2016 年 6 月前只有银行间市场、基金等机构，其市场需求量自然也水涨船高。

2、 同业存单监管特点。

由于同业存单被计入应付债券科目，所以其并未被计入银行同业负债，因此，相比于同业负债科目产生了监管优势。具体而言，以 127 号文为例，其规定同业负债占银行负债总额不得超过三分之一，但由于同业存单不属于同业负债，因此同业存单发行带来的负债规模上升不受限制；再以 2016 年央行开始采用的宏观审慎评估体系（MPA）来进行分析，“同业负债”在“资产负债情况”项下占到二十五分，但是由于同业存单不属于同业负债，也因此其发行带来的负债规模上升也没有受到考核。由于具有这类监管优势，加之同业存单在性质是定期存款，还可以计入贷存比考核，因此，商业银行作为同业存单的仅有的发行主体自然对其情有独钟。

3、 同业存单套利模式。

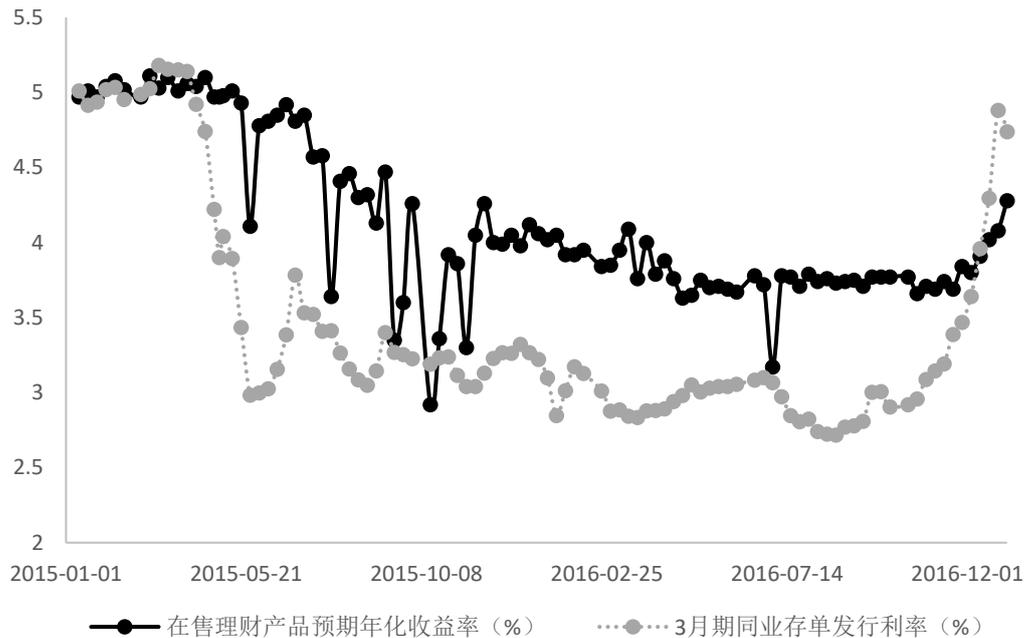


图 15 理财产品年化收益率和 3 月期同业存单发行利率

数据来源：Wind，作者自行整理

由于同业存单存在种种监管上的优势，其自然也衍生出了一些监管套利的模式。例如从同业存单到同业理财的投资过程，笔者整理了 2015 年起到 2016 年末期限为 3 个月同业存单（考虑到大部分理财产品期限不超过 3 个月，所以选取了期限相对匹配的同业存单）发行利率和在售理财产品年化收益率，如图 15 所示，可以很直观地发现两者存在利差，而且这一利差直到 2016 年年末才开始随着同业存单利率上涨而收窄。因此，这也给了商业银行通过发行同业存单去购买理财产品进行套利的动力。不过这必然会导致资金的空转，削弱银行向实体经济输血的能力。

实际上，通过同业存单也可以实现对“非标”资产投资的出表过程，这一过程的本质是商业银行通过发行同业存单获得同业资金，并将这部分资金作为自营资金进行投资，实现和应收款项类投资科目的对接。其具体模式如图 16 所示，实际出资银行 A 购买通道银行 B 发行的同业存单，并且 A 银行与 B 银行签订抽屉协议（暗协议），质押同业存单提取权，并委托 B 银行通过信托计划或资管计划向企业客户 C 进行投资。

A 银行明面上是以同业拆借将资金给了 B，增加同业资产，但同时将其向 B 银行委托投资的指令作为抽屉文件，并不体现在会计层面，因而不计提资本金、占用拨备；而对于 B 银行来说，其将 A 银行的委托投资视作会计处理依据，将该投资视为 A 银行存单质押下的投资，形成一笔低风险通道业务。从会计上来看，作为通道的 B 银行一方面利用同业存单获取资金，另一方面以自营方式通过应收款项类投资将资金过度至信托或资管计划，最终在传递到资金需求企业。

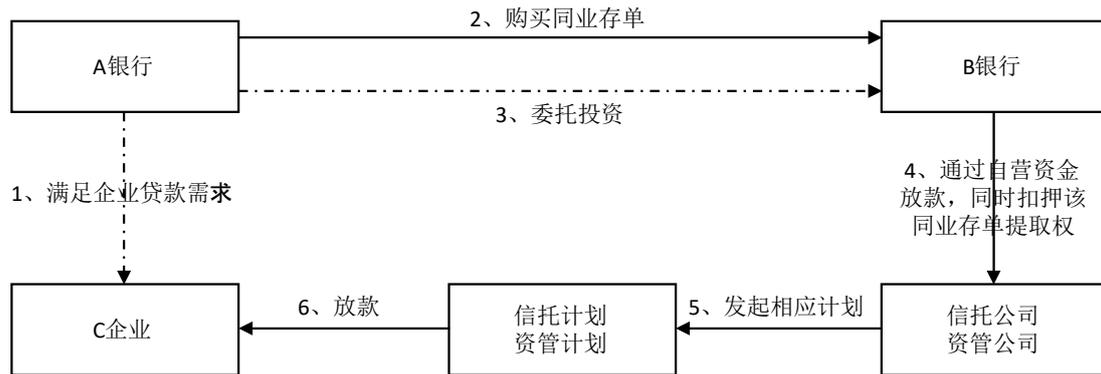


图 16 同业存单投资非标模式

资料来源：作者自行整理

五、总结

本文主要分析了基于理财产品和银行资产负债表内科目视角下中国影子银行的发展情况。迄今为止中国影子银行发展主要经历了两个阶段。第一个阶段是银行业通过理财产品与信托、证券公司进行合作实现信贷资产出表。第二个阶段是银行业通过表内科目转换来进一步规避监管。本文从案例出发，对银行、金融同业等具体投融资模式进行了梳理，并定性地分析了为什么银行业会在不同的阶段选择这些模式。

中国的影子银行体系实际上是利率双轨制下市场与监管进行重复博弈的过程。市场不断想出新的方案来规避监管，而监管者则是在一次次填补漏洞，而并没有采取疏通的方式去解决核心问题。笔者认为，中国影子银行演变的核心问题还是直指利率管制和信贷配给，只要存在利率管制和信贷配给，影子银行作为金融抑制下利率市场化以及信贷提供的方式就会一直存在，并且仍将与监管者进行不断的创新博弈。而在这一过程中，风险或许会因为模式的复杂化而不断地积聚，造成金融系统性风险持续攀升。

参考文献：

- 巴曙松（2013）：《应从金融结构演进角度客观评估影子银行》，《经济纵横》，第4期。
- 黄益平、常健、杨灵修（2012）：《中国的影子银行会成为另一个次债？》，《国际经济评论》，第2期。
- 张明（2013）：《中国影子银行：界定、成因、风险与对策》，《国际经济评论》，第3期。
- 孙国峰、贾君怡（2015）：《中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角》，《中国社会科学》第11期。
- 祝继高、胡诗阳、陆正飞（2016）：《商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金出方的实证研究》，《金融研究》，第1期。
- 钱雪松、袁梦婷、孔东民（2013）：《股权关联影响了企业间信贷价格吗——基于我国上市公司委托贷款数据的经验分析》，《金融研究》，第9期。
- 蔡亮（2010）：《叫停银信合作产品只是权宜之计》，《金融经济》，第15期。
- 李波、伍戈（2011）：《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》，第12期。
- 卢川（2012）：《中国影子银行运行模式研究——基于银信合作视角》，《金融发展评论》，第1期。
- 郑联盛、张明（2014）：《中国银行同业业务：现状、类型、风险和应对》，《金融市场研

究》，第 6 期。

高海红、高蓓（2014）：《中国影子银行与金融改革：以银证合作为例》，《国际经济评论》，第 2 期。

钱雪松、李晓阳（2013）：《委托贷款操作机理与金融风险防范：源自 2004~2013 年上市公司公告数据》，《改革》，第 10 期。

高蓓、张明、邹晓梅（2016）：《影子银行对中国商业银行经营稳定性的影响——以中国 14 家上市商业银行理财产品为例》，《经济管理》，第 6 期。

步艳红、赵晓敏、杨帆（2014）：《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》，第 2 期。

肖崎、阮健浓（2014）：《我国银行同业业务发展对货币政策和金融稳定的影响》，《国际金融研究》，第 3 期

曹国强（2013）：《银行同业业务模式的缺陷是本轮“钱荒”的症结所在》，《21 世纪经济报道》，2013.7.25

金萃、刘淳、周颖辉（2012）：《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》，中国金融国际年会工作论文

刘士达、张明、王喆（2017）：《商业银行与金融监管博弈分析——基于 16 家上市银行理财产品数据的实证研究》，IIS 工作论文，中国社会科学院世界经济与政治研究所，2017 年 3 月。

Acharya, V Viral, Jun Qian, and Zhishu Yang (2016): “In the shadow of banks: wealth management products and issuing banks’ risk in China”, working paper.

Allen, Franklin, Yiming Qian, Guoqian Tu, and Frank Yu (2016): “Entrusted loans: A close look at China’s shadow banking system”, working paper.

Chen, Kaiji, Jue Ren, and Tao Zha (2016): “What we learn from China’s rising shadow banking: exploring the nexus of monetary tightening and banks’ role in entrusted lending”, NBER working paper, No. 21890.

Hachem, Kinda, and Zheng Michael Song (2015): “The rise of China’s shadow banking system”, working paper.

Wang, Hao, Honglin Wang, Lisheng Wang, and Hao Zhou (2016): “Shadow banking: China’s dual-track interest rate liberalization”, working paper.

Dang, Tri Vi, Honglin Wang, and Aidan Yao (2014): “Chinese Shadow Banking: Bank- Centric Misperceptions”, HKIMR working paper, No.22/2014.

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、刘洁、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。