



103 年度自提研究計畫

大陸影子銀行問題對台灣銀行業之影響
【結案報告】

補助單位：中華民國銀行商業同業公會全國聯合會

計畫主持人：王儷容

共同主持人：沈中華

協同主持人：林士傑

研究員：戴郁文

研究助理：蘇秋惠、黃瀨儀、劉祐瑄

中華民國一〇三年十二月

財團法人台灣金融研訓院自提研究計畫

大陸影子銀行問題對台灣銀行業之影響

補助單位：中華民國銀行商業同業公會全國聯合會

本報告內容純係研究團隊之觀點，

不應引申為補助單位中華民國銀行商業同業公會全國聯合會之意見。

計畫主持人：王儷容

共同主持人：沈中華

協同主持人：林士傑

研究員：戴郁文

研究助理：蘇秋惠、黃瀞儀、劉祐瑄

中華民國一〇三年十二月

目錄

| | |
|---------------------------|-----|
| 第一章 研究背景、目的與大綱 | 1 |
| 第一節 研究背景 | 1 |
| 第二節 研究目的 | 2 |
| 第三節 研究方法與預期研究成果 | 3 |
| 第二章 全球影子銀行發展進程與監理 | 5 |
| 第一節 影子銀行發展進程 | 5 |
| 第二節 影子銀行監理與管控 | 22 |
| 第三章 大陸影子銀行現況及風險 | 37 |
| 第一節 大陸影子銀行起因 | 37 |
| 第二節 銀行影子 vs. 影子銀行 | 40 |
| 第三節 影子銀行監理與管控 | 75 |
| 第四節 中西影子銀行比較 | 92 |
| 第四章 銀行影子之衝擊 | 97 |
| 第一節 銀行影子背景與 CAMELS | 97 |
| 第二節 銀行影子與資本適足率：理論模型 | 99 |
| 第三節 銀行影子與資本 | 102 |
| 第五章 大陸影子銀行對台灣銀行業之影響 | 107 |
| 第一節 對台灣在大陸銀行業之影響 | 107 |
| 第二節 對台灣整體金融與經濟之影響 | 120 |
| 第三節 可能因應與對策 | 122 |
| 第六章 結論與建議 | 127 |
| 第一節 結論 | 127 |
| 第二節 建議 | 134 |
| 參考文獻 | 137 |
| 附錄一 專家座談會會議紀錄 | 140 |

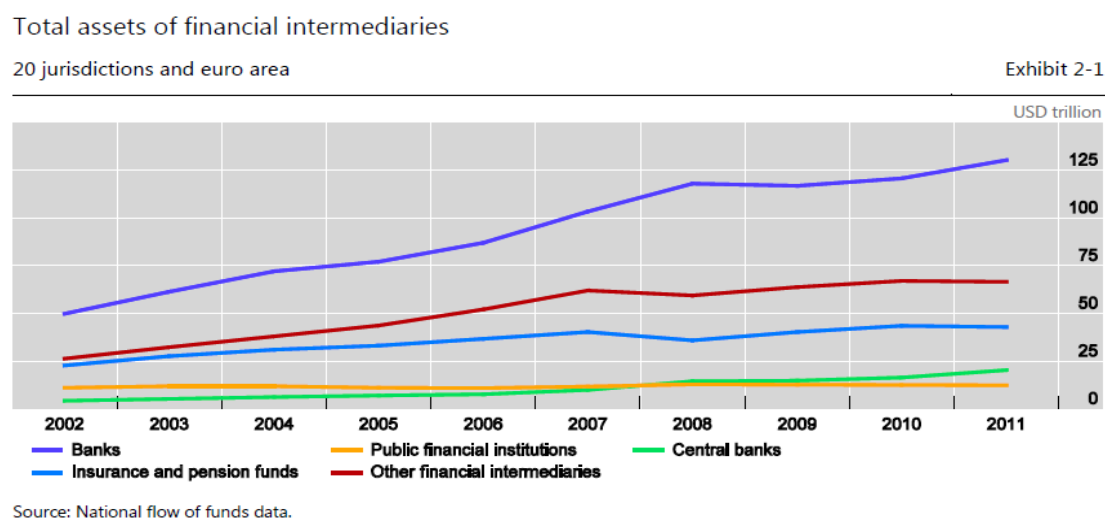
第一章 研究背景、目的與大綱

第一節 研究背景

大陸與國際組織對影子銀行的定義有所不同。根據IMF與全球金融穩定委員會(FSB)的定義，影子銀行分為廣義和狹義，廣義的概念指包括正規銀行監管體系之外的所有提供信用活動的機構。狹義概念則指帶有系統風險和監管套利¹等問題的信用仲介體系（包括各類相關機構和業務活動）。

就全球而言，廣義之影子銀行體系資產在次貸金融危機前即已增長迅速，從2002的26兆美元上升到2007的62兆，雖在2008年小幅下降至59兆美元，但其後增加快速，在2011年達到67兆美元（圖1-1-1）。

圖1-1-1、全球金融機構規模



資料來源：張文玲、陳宗文（2013）

就大陸而言，2007~2008年全球金融危機爆發後，中國大陸官方推出四兆人民幣的大規模投資政策，雖順利提振經濟回暖，但也造成實質面出現產能過剩，金融面出現流動性氾濫、資產泡沫和影子銀行膨脹的副作用。然而在此同時，銀行放貸受到大陸中央嚴格管控，囿於存貸比、信貸額度、投放對象等諸多管制，難以滿足龐大的融資需求；另一方面，由於官方維持存款利率於偏低水準，但因大陸通膨高漲，故出現實質存款負利

¹ 例如券商透過定向資產管理計劃認購銀行信貸資產和票據資產，幫助銀行將資產負債表內的資產轉移到表外。

率之現象，驅使民眾將資金由銀行存款轉向理財產品或民間借貸等影子銀行，以投向房地產或地方融資平臺等報酬率更高的領域。麻煩的是，在此種情況下，存款之流失也進一步限縮大陸銀行正規的放貸能力，不得不更加倚賴表外融資。大陸影子銀行問題越演越烈。

依據中國人民銀行調查統計司對民間融資的調查，2006年大陸民間融資規模為9,500億元，占GDP的6.96%，而實際規模可能更高。在2012年前三季新增13兆元的社會融資，其中影子銀行的規模增加3.87兆元，其比例為29.2%。至2012年第三季末，2012年底大陸銀行表外理財產品餘額約7.4兆，信託產品規模也超過7兆，大陸影子銀行的存量規模達28.25兆元，約占大陸該年GDP的50%。

在大陸利率管制及銀行資金無法有效配置的大環境下，加上中國人賭性堅強、追求高利潤，影響大陸經濟增長的各項「複雜因素」，很可能會透過金融與投資相關之資金鏈，以系統關聯之方式，很大程度地影響未來一、二年之大陸經濟增長，乃至於引爆金融危機之風險。

譬如，若大宗商品價格持續走低，將迫使融資貿易商拋售現貨，以償還銀行貸款，這將進一步打壓期貨價格，形成惡性循環，假若出現連鎖性的信用危機，通貨緊縮將如滾雪球般引發更多信用危機，從而引爆風險貼水下之利率反轉向上。一旦大陸發生大規模的利率反轉，無孔不在之房地產抵押融資或套利，即將引爆大規模的房地產賣壓。房地產利空將嚴重波及地方政府。因為土地收入占大陸地政府六至七成的財政預算，接著，要注意的是，因地方政府的財政實力可視為城投債還本付息的最後保障，一旦地方政府債信出現問題，城投債可能出現大規模贖回。更麻煩的是，大陸銀行業大規模投資城投債。預料影子銀行問題將不時引爆，除了減慢金改步調，還會拖累經濟，如果後續地方政府以及一行三會嚴格執行已發布的相關細則，亦將衝擊大陸金融機構相關業務發展。

第二節 研究目的

有鑒於雷曼兄弟倒閉引爆金融危機的前例，市場擔大陸近期爆發的違約事件會引發骨牌效應。尤其是，今年大陸正式啟動全面深化改革，經濟增速放緩和產業結構轉型都會加快淘汰體質不佳的企業，尤其煤炭、鋼鐵等產能過剩行業的信用風險恐將升溫。

誠如以上所述，基於對大陸影子銀行盛行所可能引發之風險疑慮，本研究將針對中國大陸與西方國家在影子銀行相關之許多面向，包括起因、監管、及影響途徑與層面(如對信貸、貨幣政策、及金融風險等之影響)，做出比較與分析，以釐清其異同，並提出相關風險評估及因應建議，以供我金融業者及監管單位等參考。

第三節 研究方法與預期研究成果

一、研究方法

本研究主要將採取以下方法進行研究：

(一)分析比較法

蒐集歐美國家及大陸影子銀行相關文獻，以及相關統計資料，進行綜合歸納、分析與比較。

(二)舉行座談會

針對本研究重要內容與問題，透過邀請涵蓋產官學各界人士之座談會，進行腦力激盪與驗證。必要時，提出建議或配套措施。

(三)深入訪談

研究團隊將派員至中國大陸，針對包括大陸及台灣之金融業者，進行實際訪談。

二、預期研究成果

本研究計畫之預期成果臚列如下：

1. 了解歐美主要先進國家影子銀行發展經驗，並加以比較。
2. 掌握中國大陸影子銀行現況與未來發展方向，
3. 分析可能影響，同時提出相關建議，提供我金融主管與業者參考，以防範即將面臨之問題於未然。

第二章 全球影子銀行發展進程與監理

第一節 影子銀行發展進程

欲探討影子銀行的發展進程，必須先瞭解影子銀行概念的提出及界定範圍，再進一步探討影子銀行的演進過程。

一、影子銀行的概念提出及發展

(一)影子銀行概念的範疇

以下將先介紹影子銀行概念的興起，及如何界定影子銀行，以利研究範圍的釐清，並有助於實務應用與分析時的參考依據。

影子銀行（Shadow Bank）是一個很新但影響很廣的金融概念，伴隨著本輪全球金融危機的蔓延被創造和推廣開來。這個概念最早由美國太平洋投資管理公司（PIMCO）的執行董事麥卡利在2007年的美聯儲年度會議上提出，意指遊離於監管體系之外的、與傳統接受中央銀行監管的商業銀行系統相對應的金融機構。因此影子銀行概念的核心是：充當儲蓄與投資之間的融資仲介的職能，卻在傳統銀行體系之外，這一概念出現後，被廣泛地引用和闡發，以下將影子銀行的定義整理成表2-1-1。

然而，由於對“信用仲介”一詞的內涵及口徑不同，至今仍缺乏全面和權威的精確定義，因此對於影子銀行的定義有許多種說法與版本。目前，主要是基於廣義和狹義之分，除此之外，影子銀行概念其實包含多種層面，即機構層面、業務活動層面、工具層面，由此可見，若無法對影子銀行的範圍做出明確的界定，即會造成影子銀行概念的混淆與不一致。

表2-1-1、影子銀行定義整理

| 時間 | 來源 | 定義 |
|------|---------------------------|---|
| 2007 | 美國太平洋投資管理公司(PIMCO)執行董事麥卡利 | 指遊離於監管體系之外的、與傳統接受中央銀行監管的商業銀行系統相對應的金融機構。 |
| 2008 | 時任紐聯儲總裁蓋特納 | 傳統銀行系統之外存在“非銀行”營運的融資安排，他稱之為“平行銀行系統”(Parallel Banking System)，該系統中的非銀行機構利用短期融資資金購買大量高風險、低流動性 |

| | | |
|------|----------------------|---|
| | | 的長期資產。此後，”平行銀行”常常被作為影子銀行的別稱。 |
| 2008 | IMF 全球金融穩定報告 | 推出了”准銀行”(near-bank)的概念，這與影子銀行體系、平行銀行系統是類似的概念 |
| 2010 | 美聯儲紐約分行 Pozsar 等 | 影子銀行是指未進入中央銀行再貼現窗口，並執行期限、信用和流動性轉換的金融仲介 |
| 2010 | 英格蘭銀行 | 影子銀行是向企業、居民和其他金融機構提供流動性、期限配合和提高槓桿率等服務，從而在不同程度上替代商業銀行核心功能的信用工具、結構、企業或市場。 |
| 2010 | 金融危機調查委員會 | 傳統的商業銀行體系之外從事商業銀行類似的業務活動並很少或不受監管的金融機構，影子銀行的業務活動從儲戶和投資者手中融入資金並最終提供給資金的需求方 |
| 2010 | 哈佛大學法學院 Morgan Ricks | 影子銀行是只提供流動性轉換，即以短期負債支持長期資產，並以非商業銀行期約的方式進行。其構成主要包括但不限於：回購交易商、融資融券、結構投資工具、ABCP 管道、信用對沖基金、貨幣市場基金 |
| 2011 | 金融穩定委員會(FSB) | 全部或部分在傳統銀行監管體系之外涉及信用仲介的活動和機構 |
| 2012 | 美聯儲主席 柏南克 | 影子銀行通常定義為能夠執行商業銀行職能但在傳統的存款保險體系之外，影子銀行體系的主要組成部分包括：證券化工具、ABCP 管道、貨幣市場基金、回購協議、投資銀行和住房抵押貸款機構 |

資料來源:本研究整理、東方證券研究所

就狹義及廣義的影子銀行概念而言，商業銀行從事的是債權型融資而非股權型融資，所以，狹義上的影子銀行指從事債權類業務的一類非銀行金融機構。如果將股權投資也算上的話，那麼像PE、VC、投資基金等機構可將納入廣義的影子銀行範疇，但自從金融自由化改革以來，歐美國家股權融資及債權融資的邊界日益模糊，對沖基金、投資銀行、結構化投資工具等都同時參與到股權與債權活動中，甚至商業銀行也開始了混業經營。如果商業銀行這一概念自身都難以界定清楚的話，那麼影子銀行就更難界定了。

就影子銀行的三個層面—機構、業務與工具而言，機構、業務和工具三者是密不可分而又相互區別的，但並非只有影子銀行機構才從事影子銀行活動，在傳統的商業銀行內部，也往往具有從事影子銀行業務的部門。事實上，從國際和大陸的情況來看，很多影子銀行業務都是由商業銀行發起、主導或提供信用及流動性支援。其次，也並非某些所謂的影子銀行機構從事的都是影子銀行業務，比如投資銀行從事的證券經紀業務、股票承

銷業務，均不是一般意義上的影子銀行業務。事實上，純粹意義上的影子銀行機構是非常少的。另外，也並不是只有影子銀行才使用MBS、CDS等金融工具，商業銀行自身也大量使用。

例如柏南克先前對影子銀行的定義即從機構層面出發，但需指出的是，這類金融實體不僅表現為獨立機構，也可以是機構的某個業務部門；工具層面是指將影子銀行定義為某類金融工具或產品，比如MBS、CDS等；業務活動層面是指將影子銀行定義為一種金融活動或融資安排，依照此一層面定義影子銀行，邊界最為清晰，也最能把握實質。

(二)國際機構對影子銀行體系的定義

按照國際貨幣基金(IMF)的定義，影子銀行指的是在正常的銀行體系以外參與信貸的金融仲介組織和活動，而金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)則進一步定義影子銀行是指游離於銀行監管體系之外、可能引發系統性風險和監管套利等問題的信用中介體系(包括各類相關機構和業務活動)。其中影子銀行引發系統性風險的因素主要包括四個方面：期限錯配、流動性轉換、信用轉換和高槓桿。

進一步觀察分析來看，依據2011年金融穩定委員會定義，影子銀行體系較中性的意涵係指「在銀行體系以外扮演金融中介功能，具備信用創造與轉移的機構或活動」，而如果以產生的效應來看，則可進一步定義為「游離於傳統銀行體系監管之外，可能引發系統性風險和監管套利的信用中介體系」，惟型態可能依各國金融體系之發展及監理情形而有所差異，金融穩定委員會提出了2個步驟的實務評估方法，建議各國依此界定影子銀行體系範圍。

首先，將所有非銀行信用中介機構納入資料蒐集與監控之網絡，以確保影子銀行相關風險均已涵蓋在金融體系監理範疇內。其次監理機關應將政策重心聚焦於非銀行信用中介機構，可能(i)增加系統性風險(特別是期限/流動性轉換、不完全信用風險移轉及槓桿等)；或(ii)進行監理套利之業務的子機構，建議各國可依此界定其所需回應及處理的影子銀行體系範圍。

關於影子銀行的定義國際上並無統一界定，監管當局和金融機構對此認識尚不一致。大多數研究對影子銀行的具體定義亦各執一詞，對影子銀行整體規模的估算也不盡一致。因此本計畫在分析上參照國際貨幣基金(IMF)採原則性定義，即凡是透過非銀行系統產生的信貸關係均屬於影子銀行的範疇。

(三)影子銀行的發展

儘管影子銀行的概念出現僅僅7年，影子銀行的存在卻已經有上百年的歷史，甚至可以說，影子銀行的歷史與商業銀行一樣長。影子銀行在西方出現時間較早，且發展較為成熟，以美國為例，美國影子銀行體系主要由以下5個大類組成

圖2-1-1、美國影子銀行體系的組成



資料來源：本研究整理

因此，針對以上範圍分析，可以將美國影子銀行體系的發展可以劃分為四個階段。

表2-1-2、美國影子銀行體系的發展

| 時間 | 情況 |
|-------------|---|
| 1970年以前 | 影子銀行形態主要是傳統的信託公司，規模較小，業務活動也相對簡單。 |
| 1970-1980年間 | 特徵是金融脫媒。伴隨著放鬆利率管制和金融市場的發展，金融脫媒逐步興起，金融公司、貨幣市場共同基金及證券化的貸款迅速增加，商業票據、歐洲債券以及垃圾債券迅速發展，在這個時期，影子銀行得到一定的發展，但商業銀行、保險公司仍然佔據了美國金融市場的主導地位。 |
| 1980-2000年間 | 特徵是資產證券化。這個時期，金融部門核心的工作就是將非市場化的資產轉換為市場化的證券。住房抵押貸款及以後的自助貸款和信用卡應收賬款，被證券化之後在二級市場上買賣。銀行和存貸機構提供系列服務，比如發行、服務、持有以及貸 |

| | |
|---------|---|
| | 款分配，其貸款被分銷給不同的影子銀行機構和大眾所持有，影子銀行滲入到金融體系的各層面。 |
| 2000年之後 | 特徵是高度證券化基礎上的交易衍生化。標誌是1999年美國頒佈《金融服務現代化法》，分業經營退出歷史舞臺，投資銀行、商業銀行、保險公司、共同基金的邊界徹底被打破，紛紛經營起形形色色的影子業務。更重要的是，隨著金融自由化和全球化，大量衍生工具如CDS、CDO被瘋狂創造並賣到全世界投資者手中，交易呈幾何數量暴增，對沖基金、結構化投資實體等影子銀行大行其道。到金融危機以前，影子銀行在金融體系中的比重已經超越了傳統商業銀行。根據克魯格曼的統計，2007年初，在金融工具方面，資產支援商業票據、結構化投資工具、拍賣利率證券、可選擇償還債券和活期可變利率票據等的資產規模高達2.2兆美元，通過協力廠商回購隔夜融資資產為2.5兆美元，對沖基金持有的資產高達1.8兆美元，五大投資銀行的資產負債表規模達到了4兆美元，整個影子銀行系統的資產規模高達10.5兆美元。而與此同時，美國五大銀行控股公司的資產總額剛剛超過6兆美元，整個銀行體系的資產約為10兆美元。 |

資料來源:本研究整理、東方證券研究所

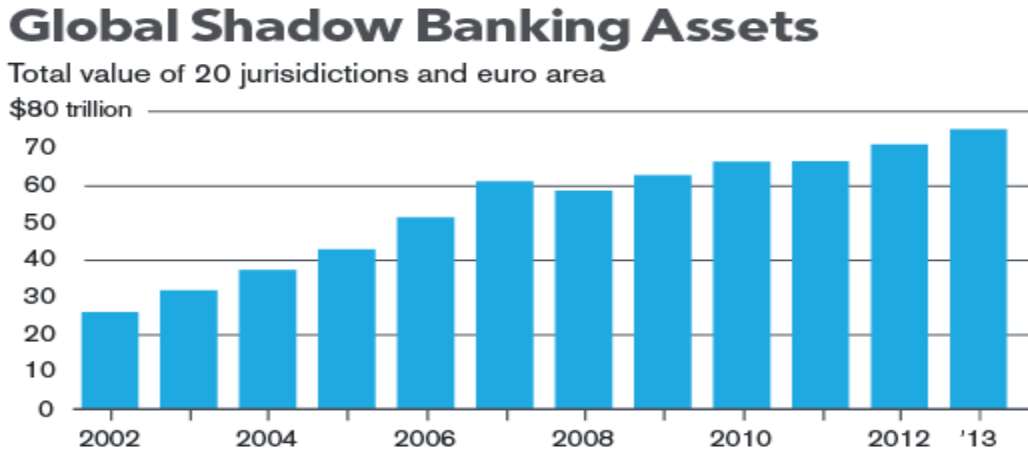
縱觀美國第二次世界大戰以後金融機構總資產的變化情況，上世紀80年代以來，非銀行金融機構資產擴張迅速，1990年保險公司和養老基金的總資產首次超過了商業銀行，1994年影子銀行的總資產超過了商業銀行，繼而又於1999年超過了保險公司和養老基金，由於學術界對沖基金、貨幣基金、結構性投資工具等機構是否屬於影子銀行有爭議，投資銀行和商業銀行會將部分業務透過影子銀行的方式操作，但一般並不被歸入影子銀行的範疇，目前「影子銀行」一般定義上有三種最主要存在形式：銀行理財產品、非銀行金融機構貸款產品和民間借貸。從2000年開始，全世界影子銀行的資產劇增，2007年次貸危機後影子銀行的總資產規模下降，直到2008金融危機發生，美國金融穩定委員會（Financial Stability Board）估計2007年世界影子銀行總資產約為61.2兆美元，前11大國影子銀行總資產約為50兆美元，其中美國的影子銀行總資產約為25兆美元，至2012年9月，美國影子銀行總資產為20.59兆美元，遠高於保險公司和養老基金的17.51兆美元和商業銀行的15.11兆美元。

1. 影子銀行的規模

根據美國金融穩定委員會(Financial Stability Board,FSB)發布的《Global Shadow Banking Monitoring Report 2014》及《National flow of fund data》公佈的資料，對20個國家（阿根廷、澳大利亞、巴西、加拿大、智利、中

國、香港、印度、印尼、日本、韓國、墨西哥、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、新加坡、瑞士、土耳其、英國、美國) 和歐元區的影子銀行體系進行了初步統計，樣本國家和地區GDP占全球的80%，金融市場資產占全球的90%，其影子銀行的總規模如圖2-1-2及表2-1-2。

圖 2-1-2、全球影子銀行資產



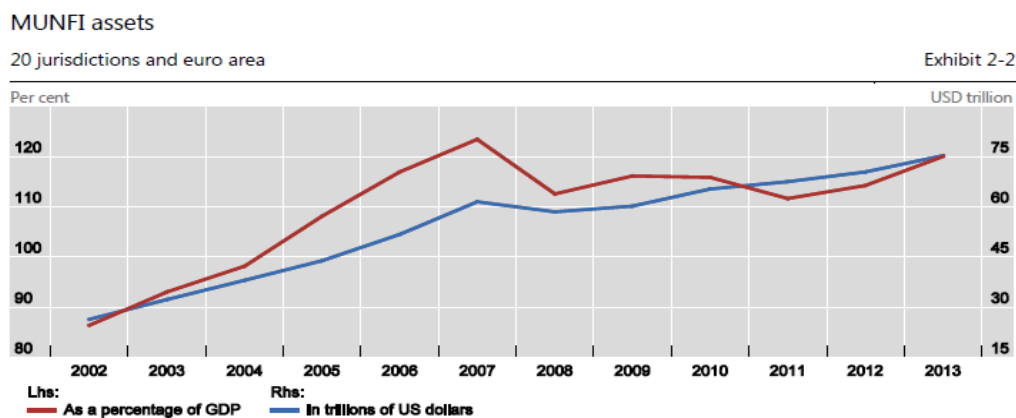
資料來源: Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, FSB; National flow of fund data

表 2-1-3、全球影子銀行規模

| 年 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------|------|------|------|------|------|------|
| 規模(兆美元) | 26.1 | 31.9 | 37.5 | 42.9 | 51.5 | 61.2 |
| 佔 GDP 比例 | 87% | 93% | 98% | 107% | 118% | 124% |
| 年 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 規模(兆美元) | 58.7 | 62.9 | 66.5 | 66.6 | 71.2 | 75.2 |
| 佔 GDP 比例 | 114% | 123% | 120% | 112% | 117% | 120% |

資料來源: Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, FSB; National flow of fund data

圖 2-1-3、全球影子銀行規模及其佔 GDP 的比重



資料來源: Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, FSB

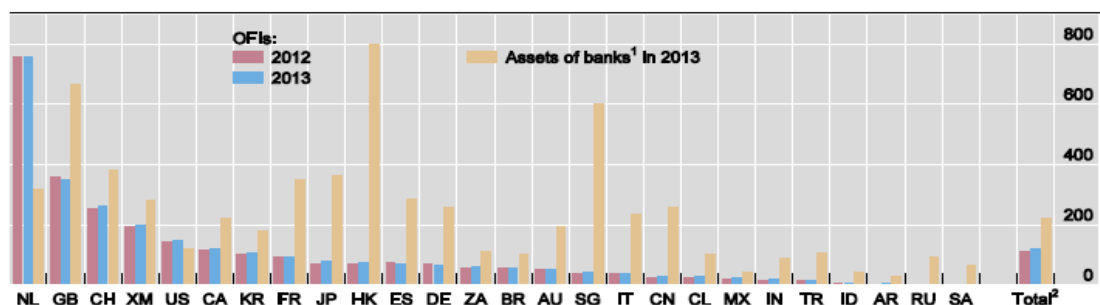
分析以上資料，2013全世界影子銀行規模達到75.2兆美元，較2012年增加4兆美元。整體來說，2013年在歐盟及主要20個國家總計下，影子銀行的規模相當於GDP的120%，相較於2012年上升3個百分點，但依然較2007年最高峰的124%來的低。就單一國家或地區而言，在2013年，歐盟影子銀行規模已超過美國影子銀行之規模，達26兆美元，美國為25兆美元，英國9兆美元，日本3兆美元。相較2007年，美國影子銀行規模占全世界影子銀行規模的比率從41%下降至2013年的33%。

圖 2-1-4、2012、2013 年各國影子銀行規模佔 GDP 比率

Size of non-bank financial intermediaries

As a percentage of GDP, by jurisdiction

Exhibit 3-1



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brazil; CA = Canada; CH = Switzerland; CN = China; CL = Chile; DE = Germany; ES = Spain; FR = France; GB = United Kingdom; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; IT = Italy; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexico; NL = Netherlands; RU = Russia; SA = Saudi Arabia; SG = Singapore; TR = Turkey; US = United States; XM = Euro Area; ZA = South Africa.

¹ Note that 'banks' refer to the broader category of 'deposit-taking institutions'. ² 20 jurisdictions and euro area.

Please refer to the country case studies in the current and past publications of the Global Shadow Banking Monitoring Report for a detailed description of shadow banking in Canada, India, the Netherlands, Switzerland, South Africa, the United Kingdom, and the US.

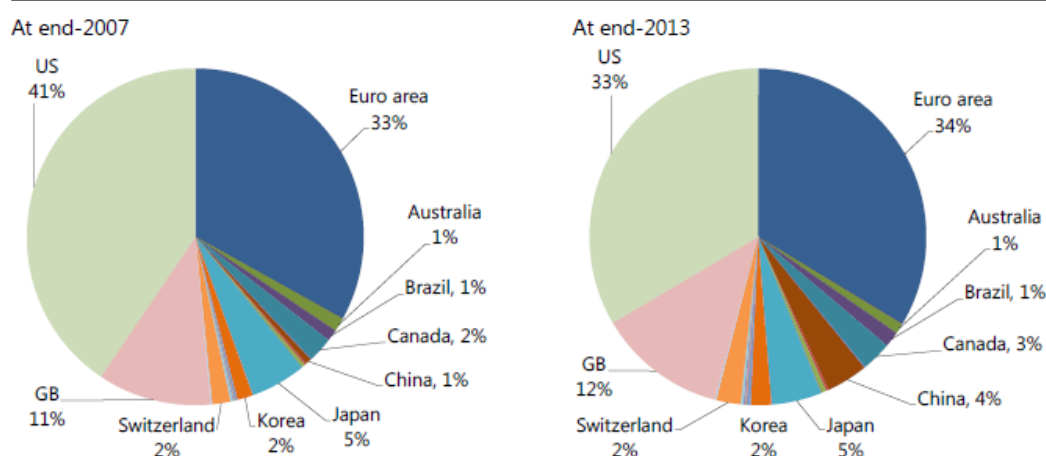
資料來源：Global Shadow Banking Monitoring Report 2014，FSB

圖 2-1-5、2007、2013 年各國影子銀行規模佔比

Share of MUNFI assets

20 jurisdictions and euro area

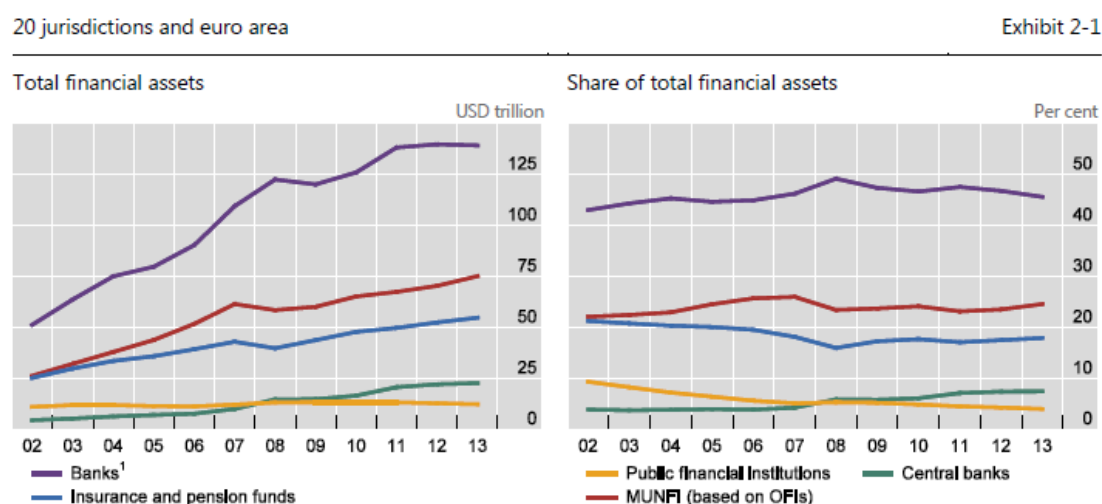
Exhibit 2-3



資料來源：Global Shadow Banking Monitoring Report 2014，FSB

若與其他金融機構規模相比較，可以發現在2013年，影子銀行(Other Financial Intermediaries)的資產規模相當於銀行體系資產規模的一半。2013年影子銀行規模增長的起因於全球金融市場的資產價格上升，探究其原因是導因於在央行的控管下，金融市場的極端風險銳減，促使金融市場參與者的風險偏好上升，資金因而流入信用市場，推升資產價格。

圖 2-1-6、各金融機構金融資產規模及比重
Assets of financial intermediaries



資料來源: Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, FSB; National flow of fund data

表 2-1-4、各金融仲介機構資產規模(單位:兆美元)

| | 中央銀行 | 銀行 | 保險公司與養老基金 | 公共金融機構 | 其他金融機構 |
|------|------|-------|-----------|--------|--------|
| 2002 | 4.7 | 49.9 | 23.4 | 11.2 | 26.1 |
| 2003 | 5.5 | 62.2 | 28.5 | 12 | 31.9 |
| 2004 | 6.4 | 73.1 | 32.1 | 12.1 | 37.5 |
| 2005 | 7.2 | 77.8 | 34.6 | 11.6 | 42.9 |
| 2006 | 7.9 | 87.8 | 38.6 | 11.5 | 51.5 |
| 2007 | 10.2 | 104.6 | 42.1 | 12.3 | 61.2 |
| 2008 | 14.8 | 119.6 | 36.7 | 13.4 | 58.7 |
| 2009 | 15.1 | 118.9 | 41.6 | 13.5 | 62.9 |
| 2010 | 16.8 | 123.3 | 45 | 13.5 | 66.59 |
| 2011 | 20.7 | 133.6 | 45.9 | 13.4 | 66.6 |
| 2012 | 22.3 | 135.8 | 48.4 | 13.1 | 71.2 |

資料來源: Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, FSB; National flow of fund data

註: 依據 FSB 報告中, 20 個國家資料自算而得

表 2-1-5、各金融仲介機構資產規模佔比(單位:%)

| 年份 | 中央銀行 | 銀行 | 保險公司與養老基金 | 公共金融機構 | 其他金融機構 |
|------|------|-------|-----------|--------|--------|
| 2002 | 4% | 43.2% | 20.3% | 9.7% | 22.6% |
| 2003 | 3.9% | 44.3% | 20.3% | 8.6% | 22.7% |
| 2004 | 4% | 45.3% | 19.9% | 7.5% | 23.3% |
| 2005 | 4.1% | 44.7% | 19.9% | 6.7% | 24.6% |
| 2006 | 4% | 44.5% | 19.6% | 5.8% | 26.1% |
| 2007 | 4.4% | 45.3% | 18.3% | 5.4% | 26.5% |
| 2008 | 6.1% | 49.1% | 15.1% | 5.5% | 24.1% |
| 2009 | 6% | 47.1% | 16.5% | 5.3% | 24.9% |
| 2010 | 6.3% | 46.5% | 17% | 5.1% | 25.1% |
| 2011 | 7.4% | 47.6% | 16.4% | 4.8% | 23.8% |
| 2012 | 7.7% | 46.7% | 16.6% | 4.5% | 24.5% |

資料來源: Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, FSB; National flow of fund data

2. 影子銀行的發展特色

FSB於2013年11月14日發佈的《全球影子銀行監測報告2013》中，對20個國家（阿根廷、澳大利亞、巴西、加拿大、智利、中國、中國香港、印度、印尼、日本、韓國、墨西哥、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、新加坡、瑞士、土耳其、英國、美國）和歐元區影子銀行體系進行了初步的統計，其中使用其他金融機構資產作為影子銀行資產估計的保守代理指標，將全部金融機構去掉中央銀行、商業銀行、保險公司、養老基金、國有金融機構即為其他金融機構。以美國為例，影子銀行體系主要包括：共同基金、封閉式基金、GSE（聯邦住房貸款銀行、房利美、房地美、Farmer Mac、金融公司、學生貸款協會等）、GSE住房抵押貸款資產池（房利美、房地美、Farmer Mac等）、房地產投資信託（REITs）、證券經紀和交易商、投資公司（對子公司投資、證券借貸再投資擔保的保管帳戶、聯邦儲備貸款設施、私人或公共投資項目基金）、金融控股公司。

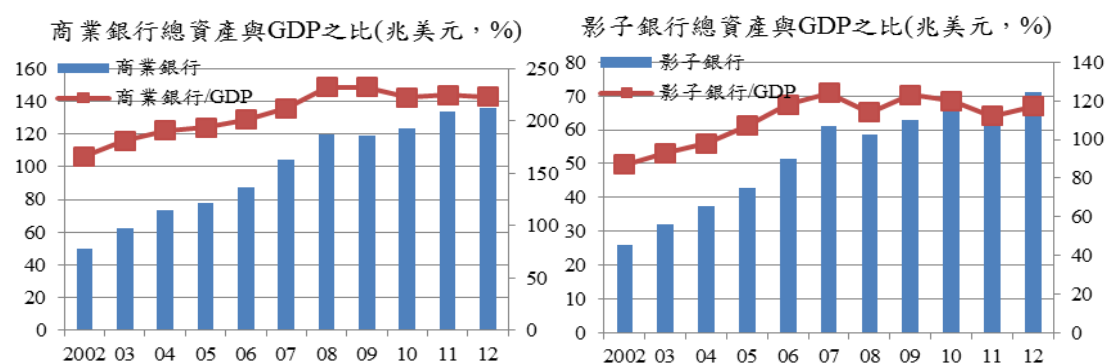
邵宇、王鵬、陳剛(2012)指出在全球範圍內，影子銀行體系主要展現出以下幾個特點：

(1) 商業銀行規模位居霸主地位

若按照金融機構進行劃分，商業銀行在全球金融機構中仍然是霸主，至2012年底，商業銀行總資產135.80兆美元，占GDP的223.15%，是影子銀

行總資產的1.91倍。從2002-2012年商業銀行和影子銀行總量對比來看，全球大多數國家和地區仍然是以商業銀行為主體的間接融資體系，信用貨幣的擴張遠超出實體經濟的增長，2002年以來商業銀行與GDP之比逐年上升，儘管2010年和2011年有所回落，但目前資產總量擴張趨勢並未改變。

圖 2-1-7、商業銀行與影子銀行總資產規模與佔 GDP 之比

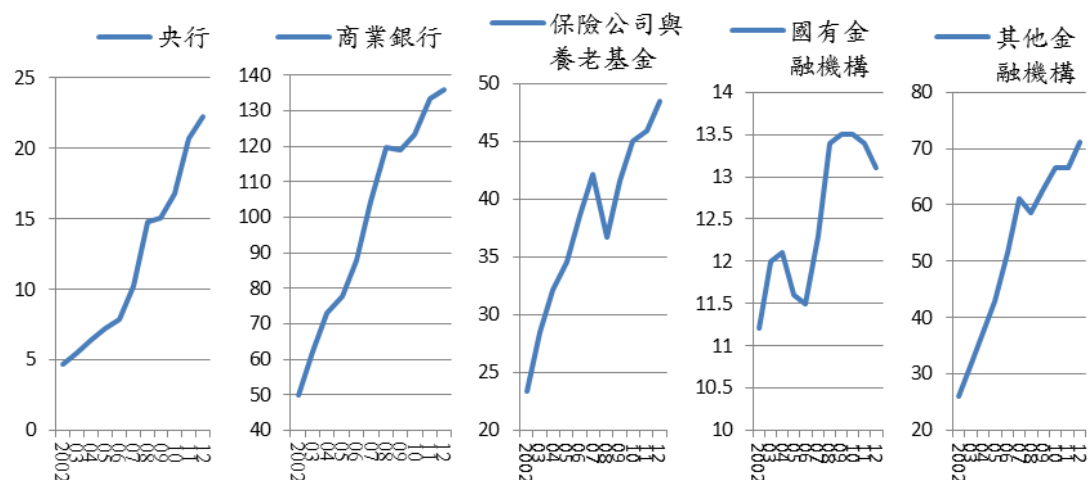


資料來源：Global Shadow Banking Monitoring Report 2013， FSB、本研究整理

(2) 影子銀行增長速度趨緩

若將全部金融機構的資產都考慮在內，按照FBS的分類方法，全部金融機構可以分為中央銀行、商業銀行、保險公司與養老基金、國有金融機構和其他金融機構(即影子銀行)，從總資產存量來看，至2012年底央行、商業銀行、保險公司與養老基金、國有金融機構、影子銀行的總資產分別為22.30兆美元、135.8兆美元、48.4兆美元、13.1兆美元、71.2兆美元，如下圖2-1-8。

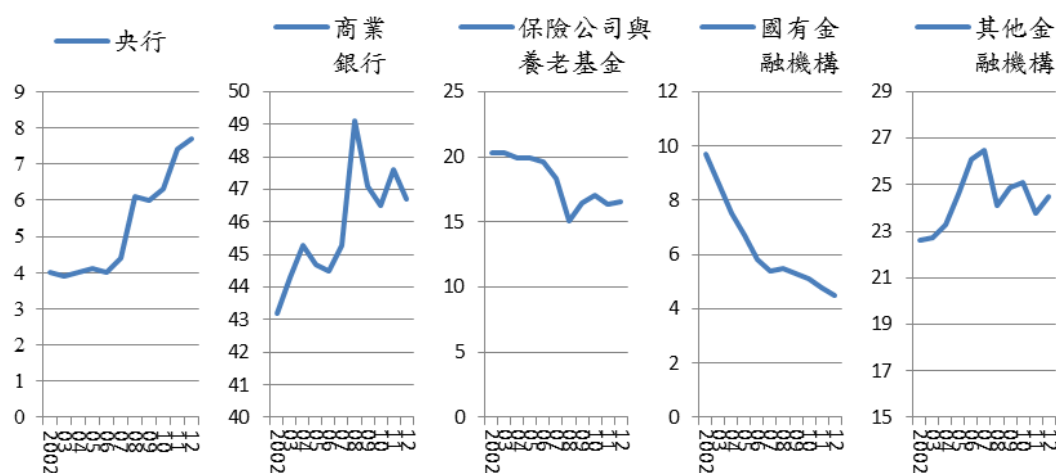
圖 2-1-8、各金融機構資產規模(單位：兆美元)



資料來源：本研究整理、Global Shadow Banking Monitoring Report 2013， FSB

而從各金融機構總資產占比來看，見圖2-1-9，至2012年分別為7.7%、46.7%、16.6%、4.5%、24.5%。從2002年以來資產總量的變化趨勢來看，十年中各金融機構資產總量保持了擴張趨勢。而就各金融機構總資產占比的變化趨勢而言，保險公司與養老基金、國有金融機構均出現了下滑的趨勢；商業銀行占比在2008年達到高峰，佔49.08%，2009-2010年略有回落，2012年反彈至46.7%；影子銀行體系2007年達到峰值27.73%，繼而逐漸下滑至2012年的24.5%。

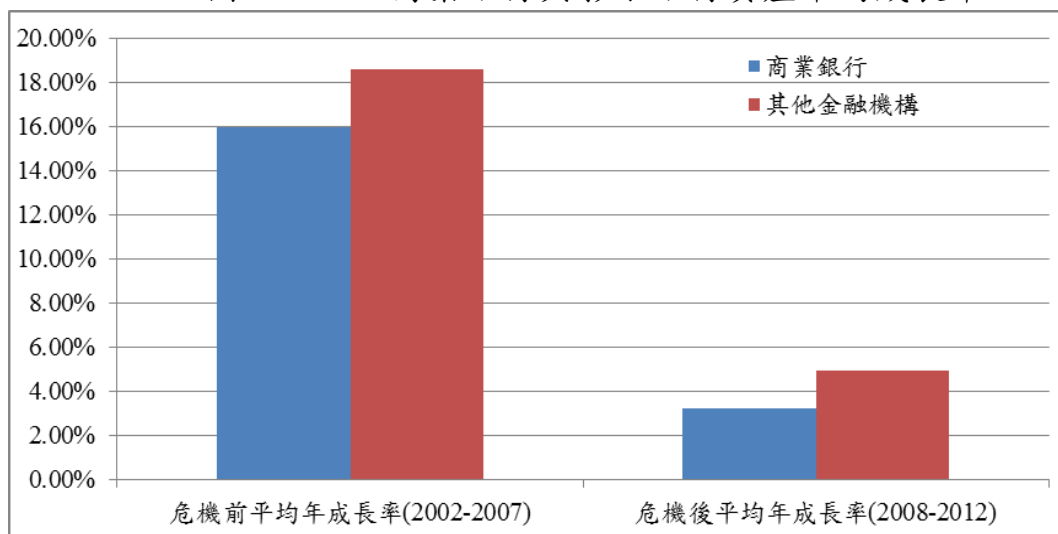
圖 2-1-9、各金融機構資產規模占比(單位：%)



資料來源：本研究整理、Global Shadow Banking Monitoring Report 2013，FSB

以2007年為界，大致可分為美國次貸危機前與危機後時期，對比影子銀行與商業銀行資產年均複合增長率，儘管兩者在危機後的增速均有大幅下降，影子銀行成長速度低於商業銀行，但危機前(2002-2007年)影子銀行平均年成長率為18.58%，優於商業銀行的15.95%的增速；危機後(2008-2012年)影子銀行年均複合增長率為4.94%，仍高於商業銀行3.23%的增速。

圖 2-1-10、商業銀行與影子銀行資產平均成長率

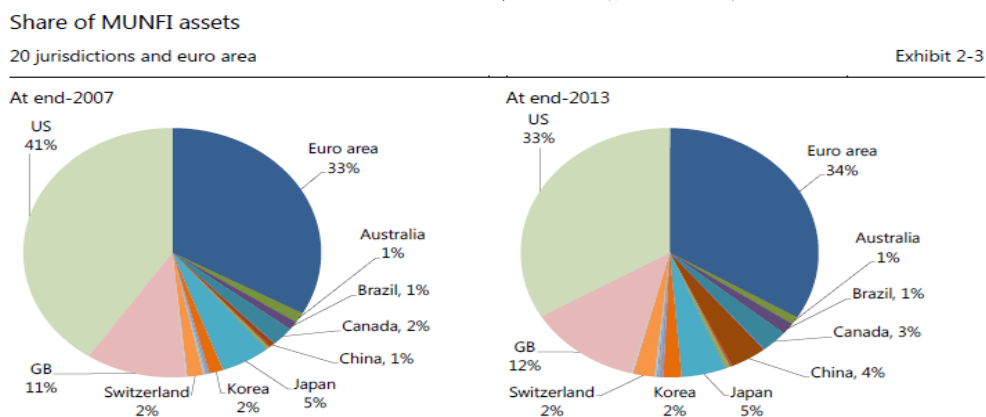


資料來源：本研究整理、Global Shadow Banking Monitoring Report 2013，FSB

(3) 影子銀行版圖四分天下，中國影子銀行規模大幅提升

對於各國影子銀行總資產占比，歐元區、美國、英國和日本在全球範圍內仍具有絕對優勢，至2013年底，歐盟影子銀行總資產占21個國家和地區全部影子銀行資產的34%，較2007年的上升1%；美國影子銀行總資產占21個國家和地區全部影子銀行資產的33%，但較2007年的41%下降8個百分點；英國占比12%，較2007年的上升1個百分點；日本占比5%，與2007年占比相同。這四個國家和地區占比從2007年的90%下降為2013年的85%，總體而言，在全球範圍內的影子銀行遊戲中仍是絕對主力。另一方面，新興市場影子銀行發展迅速，尤其中國大陸影子銀行占比由2007年1%上升至2013年的4%，加拿大也從2007年2%上升至2013年的3%。其中關於中國大陸影子銀行體系規模還可能有低估的現象，待之後章節探討。

圖 2-1-11、2007、2013 年各國影子銀行規模佔比



資料來源：Global Shadow Banking Monitoring Report 2014，FSB

3. 美國影子銀行的發展型態

根據Claessens, Pozsar, Ratnovski and Singh (2012) 及Pozsar, Adrian, Ashcraft and Boesky (2010) 認為影子銀行體系可分為三種不同的形態：政府資助的影子銀行體系、內部影子銀行體系和外部銀行體系。以下分別加以說明。

(1). 政府資助的影子銀行體系

政府資助的影子銀行體系（GSEs）主要包括聯邦住房貸款銀行（FHLBs，成立於1932年）、房利美（Fannie Mac，成立於1938年）、房地美（Freddie Mac）。GSEs極大改變了商業銀行以貸款為主的融資方式：FHLBs提供貸款組合，房利美和房地美將其轉化為證券化資產。

與商業銀行體系類似，GSEs通過期限錯配投資於貸款和證券，與商業銀行體系不同的是，GSEs不吸收存款，而是在資本市場上，通過向貨幣市場投資者發行短期和長期的機構債務證券籌資，這些投資者有MMFs、現金投資者（如固定收益共同基金）等，顯然，GSEs的資金來源和運用方式均是批發融資的市場模式。

以下，簡短說明資產證券化的全過程：首先，由FHLBs購買商業銀行和非銀行金融公司提供的長期抵押貸款，建立貸款池；之後由房利美和房地美通過信用保險轉移或者轉換信用風險，再證券化銀行的貸款並發行，最後由半官方的SIVs通過GSEs保留的投資組合實現期限轉換。過去的30餘年裡，此4項技術在銀行和非銀行的信貸仲介和融資實踐中被廣泛採用，並在全球範圍內以各種方式在更廣泛的貸款中運用，從根本上將以銀行為基礎的“發放—持有”的信用仲介過程，變為以證券化為基礎的“發放—分銷”的信用仲介過程。

政府主辦的影子銀行體系並不直接參與貸款發放，只參與證券化貸款和融資。這些機構通過證券化參與了銀行貸款資產的信用、期限和流動性的轉化，但在統計上並未歸為銀行之列，同時亦不受存款保險制度的保護，因此被歸類為影子銀行。

(2). 內部影子銀行體系

內部影子銀行體系是指由所有在金融控股公司（FHCs）控制下的銀行、金融公司、經紀交易商和資產管理公司及其表內表外業務結合成的全球化網路信用仲介體系

大型銀行營運模式的改變是影子銀行體系發展的主要驅動力。大型銀

行從上世紀80年代初的“發放一持有”的低ROE模式，轉化成為“發放一分銷”的高ROE模式，或者通過表外資產管理載體持有證券化的貸款。銀行從信用風險集中、資金主要來源於吸收存款、以存貸利差為主要收入來源，變成了市場風險集中、以批發資金為來源、收取傭金以獲得收入。大型銀行通過收購經紀商和資產管理公司就可以將傳統持有到期、賺取利差的模式，轉換成更有利可圖的創造並發行證券、收取傭金的模式。

內部影子銀行體系按不同功能將傳統銀行發放貸款的過程分解為不同步驟，按不同風險和期限將貸款池分檔，由FHCs表內或表外的附屬機構以最少的資本加以完成。由於大部分的FHCs是全球性的，這些業務一般都在法律管轄較少的地區進行，例如：貸款的集中、倉儲和證券化一般都在紐約進行，而最終產品的資金來源則來自倫敦或其他離岸金融中心。通過表外證券化和資產管理技術的一系列應用，擁有金融控股附屬公司的銀行就能以更少的資本發放更多的貸款，大大提高了銀行的ROE。

內部影子銀行體系的運作過程主要包括：附屬銀行發放貸款；附屬經紀和交易商設立的表外管道進行貸款倉儲、積累管道從貨幣市場和銀行獲得流動性資金；附屬經紀和交易商將貸款從表外管道轉移到破產隔離的SPV，對貸款進行證券化；從貨幣市場和銀行，為FHCs資產管理子公司設立的、發行資產支持證券的表外仲介（如SIV）中最安全的結構化信用資產融資。

由FHCs的銀行、證券經紀和交易商、資產管理公司以及各附屬機構下設的表外結構或實體等組成的網路，不再只是銀行可以向實體經濟貸款，提供不間斷的流動性，也能在全球貨幣市場和資本市場上進行融資。銀行附屬機構直接參與FHCs的貸款發放，而其間接參與的業務範圍更廣。當參與貸款倉儲、加工以及結構化信用證券的分配與融資的附屬機構及其表外影子銀行，在批發資金市場上融資出現困難時，銀行附屬機構充當著FHCs內部影子銀行體系的“最後貸款人”。儘管事實上FHCs的信用仲介過程除銀行以外至少還需要4個實體，但除了附屬的商業銀行，其他附屬機構及其下設的表外載體都沒有進入中央銀行的貼現視窗和政府的存款負債保險保護制度。銀行、經紀交易商、資產管理公司和影子銀行機構之間形成的共生關係，使借貸成為貸款發放者、SIV和ABS投資者的一種資本高效、收費可觀和高股權收益率的業務。在此過程中的資本充足性嚴重依賴全球批發資金市場和債券資本市場上的流動性，任何市場流動性的癱瘓都可能在一夜之間使資本充足變為資本不足，從而引發系統性危機。

(3). 外部影子銀行體系

外部影子銀行體系是由多元化經營的經紀交易商（DBDs，超大型投資銀行）以及獨立的金融公司、有限目的金融公司（LPFCs）及資產管理公司在內的獨立、專業化的非銀行仲介機構結成的全球化網路信用仲介體系。

與內部影子銀行體系相似，外部影子銀行體系也是一個全球性的資產負債網路，貸款的發放、倉儲和證券化主要在美國進行，結構化信用資產的期限轉化和資金來源一般來自英國、歐洲和其他離岸金融中心。與內部影子銀行體系監管套利的產品不同，外部影子銀行體系更多的是縱向整合產品，從專業化中獲取收益。在過去十多年中，為有效複製金融控股公司基於市場的貸款模式，致力於縱向整合證券化業務（從貸款發放到融資）的DBDs 收購了金融公司和資產管理公司。由於沒有槓桿限制，危機前美國的5大DBDs 集團以比FHCs 高出很多倍的槓桿開展此業務，同時也獲得了遠高於一般商業銀行的ROE。

DBDs 與 FHCs 的運作過程基本相似，主要有以下幾點不同

- I. 由於沒有附屬的商業銀行，DBDs 發放的貸款來自附屬的行業貸款公司（ILC）和聯邦儲蓄銀行（FSB）及其附屬金融公司
- II. 由於貸款倉儲需要大量資金，DBDs 通常將貸款倉儲功能外包給具有大量存款基礎的 FHCs 和歐洲商業銀行
- III. 在信用鏈條的末端，DBDs 沒有證券套利管道和結構化投資載體，但有內部的信用對沖基金、交易帳簿和 Repo 管道，因此，DBDs 比 FHCs 更依賴 Repo 市場，FHCs 相對平均地以 CP、ABCP、MTNs 和 Repo 方式融資，而 DBDs 對 Repo 市場的過分依賴，起因於他們通過交易帳簿為貸款池、結構化信用資產、ABS 和 ABS CDO 的證券化管道融資；
- IV. DBDs 不發放信用卡貸款（FHCs 的專屬領域），也很少發放合格抵押貸款、FFELP 學生貸款和 SBA 貸款，更多地發行次級和不合格抵押貸款、商業抵押貸款和槓桿貸款。

以上描述的是最簡單、最短的信用仲介鏈條形式下GSEs、FHCs 和 DBDs 的運作過程。實踐中，這些過程往往會因為對未售完/不可出售的ABS進行倉儲、加工和分配成為資產支持證券擔保債務（ABS CDOs）涉及更多步驟而被延長。

由此，我們可以根據各部門間的資金流動的方向和規模對直接融資體

系和間接融資體系作進一步比較，中央銀行、金融機構、政府部門、企業部門、居民部門、國外部門通過資金流連接成一個巨大並且相互聯繫的網路，無論哪種融資體系，央行總是流動性的源頭，通過商業銀行體系或影子銀行體系層層信用創造鏈條，最終傳導至企業部門和居民部門。

以下將就全球影子銀行的發展過程作分析，瞭解影子銀行在發展時產生哪些現象，規納出影子銀行演進過程中產生的特性。

4. 影子銀行業務的一般特點

影子銀行體系將傳統商業銀行存款（資金來源）-貸款（持有到期）的模式轉換為金融市場融資-證券化貸款過程，從轉換過程來看，其將中長期、低流動性、高風險的貸款變成了短期、高流動性、低風險的貨幣市場基金份額，重要的是貨幣市場基金擁有更加穩定的資產淨值（NAV）。

因為此一轉換過程，影子銀行具備了“銀行”及“影子”的雙重特性，這一特性從表面上看是不能接受存款，更深層的含義則是不接受官方的監管，因此也無法享受官方的保護。綜合而言，影子銀行有以下5項特點：“三高”特點、較少監管、透明度低、批發運作、風險傳染

(1) 典型“三高”

影子銀行業務具有典型的“三高”特點：高風險偏好、高槓桿率、高期限錯配。高風險偏好是指影子銀行由於不受節制的盈利衝動，往往偏好于高信用風險、低流動性的長期金融資產，這類資產往往是傳統商業銀行不願意或不能涉足的，比如次級抵押債券，垃圾債券，CDO等。高槓桿率有兩種含義，一是資本的槓桿率高，即大量利用財務槓桿舉債經營，其總資產與淨資本的比率很高，貝爾斯登、雷曼兄弟的資本槓桿率在破產前的峰值分別達到了33.5倍和30.7倍，其他投行也在30倍以上，而商業銀行一般在10倍左右。二是大量利用衍生產品進行高槓桿交易，比如購買CDS，CDO等高槓桿產品。以CDS為例，據國際清算銀行統計，截至2007年底，CDS 全球市值最少為45兆美元，最多可能為62兆，是其基礎資產的幾十甚至上百倍。美國國際集團（AIG）作為全球最大保險公司，就是在CDS 上投資出現巨虧，不得不實行國有化。高期限錯配，即借短投長，是影子銀行的核心盈利模式之一，使得流動性風險成為其內生性風險。

(2) 較少監管

影子銀行從事高風險、高槓桿、高錯配的金融業務，但卻受到較少的監管，獲得與銀行相當的收益卻不承擔銀行的成本，這是典型的監管套

利，導致金融體系風險積累。

需要指出的是，影子銀行並非完全不受監管，除了金融危機之前的對沖基金以外，投資銀行、金融公司、共同基金這些影子銀行機構都是受到監管的，只是沒受到監管當局對於銀行業那樣嚴格的監管。這意味著影子銀行無需滿足巴塞爾協議的資本要求，無需繳納存款準備金和存款保險費，也無需計提貸款撥備，無需進行大量的資訊披露，從而使得其經營成本降到最低，利潤最大化。但這只是硬幣的一面，規避監管的同時也意味著影子銀行處於國家金融安全網保護之外，無法受到央行最後貸款人或貼現視窗的流動性支援，投資人無法享受存款保險的保護。正因為如此，加強對影子銀行的監管已經成為危機之後各方共識。

(3) 透明度低

影子銀行的產品結構設計非常複雜，而且鮮有公開的、可以披露的資訊，透明度很低。這些金融衍生品交易大都通過場外交易進行，資訊披露制度很不完善。這對監管當局和投資人都形成了資訊“黑箱”，也助長了其冒險的激進行為。

(4) 批發運作

影子銀行打破了傳統商業銀行零售的服務模式，採取了類似打包、捆綁、組合的批發銷售模式。影子銀行不能像傳統的商業銀行吸收公眾存款以獲得融資，因此通過向貨幣市場投資者發行票據、ABCP等貨幣市場工具或進行回購交易以獲得融資，有時也向證券借貸公司、養老金及保險公司等中長期投資者發行中期票據及債券，使用的工具大多為批發性融資工具。同時，影子銀行的投資一般通過證券市場或者場外衍生產品市場進行，交易的市場化程度高於商業銀行。

(5) 風險傳染

與傳統的商業銀行相比，影子銀行的業務鏈顯得更為複雜。傳統銀行的仲介業務一般在一家銀行內部進行，但影子銀行往往透過多家非銀行金融機構，採用複雜的業務流程來進行融資活動，將有風險的諸如次級抵押貸款的長期債務，轉化為看似無風險的、短期的貨幣市場工具。複雜流程將各類影子銀行編織成了一個網路，一旦出現問題，風險迅速傳染，不僅影響到影子銀行自身，而且影響到正規銀行體系。

第二節 影子銀行監理與管控

美國在經歷20世紀30年代的大蕭條之後，已經從中吸取教訓，建立了一套完善和嚴密的金融監管體系，為什麼還會爆發如此嚴重的金融危機？美國經濟學家克魯格曼解開了謎底：從未受到過監管的機構—影子銀行是這場危機的核心。²不受監管的影子銀行體系個體性風險加上其迅速膨脹的規模，成為引發美國整個金融系統風險的重要因素。

一、對影子銀行監管的重要性-與次貸危機的關係

2007年次貸危機爆發後，美國國會設立的金融危機調查委員會（Financial Crisis Inquiry Commission），專門針對2008年金融危機的成因進行調查，最終認定：對影子銀行監管的失誤，成為此次危機爆發的重要原因³。分析其原因，在於2007年次貸危機爆發後，導致影子銀行系統的流動性出現問題，並進一步觸發了影子銀行自我強化的資產拋售迴圈，最終導致大規模的銀行擠兌，造成影子銀行系統形成類似於20世紀30年代傳統銀行系統的崩潰。影子銀行體系中，最具影響力的華爾街五大投資銀行，三家（貝爾斯登、雷曼兄弟和美林證券）破產或被收購，兩家（高盛和摩根士丹利）由投資銀行回歸傳統銀行控股公司，而被置於美聯儲的嚴密監管之下。此外，大量的對沖基金、私募股權基金等影子銀行機構紛紛倒閉，包括拍賣利率證券和資產支援商業票據等影子銀行的創新工具和產品元氣大傷，甚至從市場上消失。次貸危機對影子銀行體系產生了巨大衝擊，而影子銀行體系的特殊性又加劇了危機的惡化，並波及到傳統銀行體系。最終，一場全面的金融危機在美國乃至全球蔓延開來。

危機爆發後，一個長期潛伏在金融體系內的龐大體系-影子銀行，開始成為國際社會關注的焦點。游離於監管體系之外的影子銀行不僅存在於美國，同時也存在於諸多其他國家。加強對影子銀行的監管，成為後危機時代國際金融監管法制變革的重要方面。

二、影子銀行防範之要點

金融穩定理事會(FSB)於2011年4月發佈的一項報告認為，影子銀行所帶來的系統性風險和監管套利是最大、最需要予以關注的威脅。⁴

² 保羅·克魯格曼：《蕭條經濟學的回歸和2008年經濟危機》，劉波譯，中信出版社2009年版，第153頁

³ FCIC, Financial Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, January, 2011, P.27

⁴ FSB, 《Shadow Banking: Scoping the Issue》, April, 2011, P.3

(一)、 系統性風險

影子銀行的系統性風險與其運作方式密不可分。影子銀行採取借短貸長的方式進行運作，從證券市場上獲取短期資金，投資于高風險、流動性低的長期資產。這種運作方式使其承擔著市場風險、信用風險以及流動性風險。此外，由於運行在監管體系之外，因而影子銀行無法獲得法律設置的安全網（如存款保險制度和中央銀行最後貸款人制度）的保護，這使得它們在面對擠兌時不堪一擊。此外，影子銀行因未受到如同傳統銀行一樣的審慎性監管，這使得它們可以採取高槓桿操作經營。高槓桿率在經濟繁榮之時會給影子銀行帶來高額收益，但是在經濟不景氣時會擴大損失。尤其是，信貸市場的崩潰將使得影子銀行迅速去槓桿化，這意味著它們需要出售長期資產以支付債務，而出售資產將導致資產價值進一步降低，以及被迫出售更多的資產，從而形成一個惡性循環。

作為金融市場的參與者，影子銀行本身是懼怕風險的，它採取各種措施對風險進行防控，將自身的風險通過技術手段（例如證券化）轉移到整個金融體系之中，最終經過累積形成系統性風險。例如，影子銀行與傳統銀行之間的關係，傳統銀行通常是影子銀行業務鏈上的一環，或者為影子銀行進行期限、流動性轉換提供支持，或者成為影子銀行的交易對手，購買影子銀行發行的產品，這使得影子銀行的風險可能被迅速傳導至傳統銀行，進一步加劇整個金融體系的風險。

(二)、 監管套利

監管套利是指在其他條件相同的情況下，金融機構利用不同監管機構在監管規則和標準上的不同，選擇監管環境最寬鬆的市場進行經營活動，從而獲得因降低監管成本、規避管制而獲取的超額收益。⁵影子銀行從事與傳統銀行類似的信貸仲介活動，但是卻並未如同傳統銀行一樣受到法律監管的約束，容易成為監管套利的工具。這種監管套利包括兩種方式：主體身份轉換、業務形式轉換。⁶主體身份轉換，即從原先受審慎性監管的機構轉換成監管豁免或者少受監管的主體；業務形式轉換，則為設計不受法律監管的業務形式從事原本受到法律限制的業務。

FSB在其2011年4月發佈的報告中對影子銀行引發的監管套利進行了分析：如果影子銀行體系的運作無需將其風險的真實成本內部化，那麼這

⁵時辰宙：《監管套利：現代金融監管體系的挑戰》，《新金融》2009年第7期。

⁶《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》，《法學研究》第三十四卷第二期2012年，3月

種相對於傳統銀行的優勢（監管立法通常要求銀行消化其真實成本）可能會帶來監管套利。⁷事實上，影子銀行之所以能夠在激烈的金融市場競爭中立足並不斷發展壯大，在某種程度上正是監管套利的結果。因為在監管體系外運行，影子銀行不受監管部門發佈的種種規定的限制，尤其是不需要按規定詳細披露財務狀況，不需要考慮資本充足率，在槓桿、衍生品等方面也沒有嚴格限制，這使其在金融市場中具有明顯的競爭優勢。這一特性使得影子銀行成為了監管套利的重災區，流入影子銀行體系的資金規模不斷擴大。

監管套利帶來的消極影響是顯而易見的。傳統銀行可以將風險轉移到影子銀行，利用影子銀行從事高風險的活動，規避監管法律對其自身施加的資本或流動性要求，這無疑使得相關監管法律無法達到其防範風險和危機的目的，同時又給整個金融體系增加了額外的風險。

三、影子銀行監管

（一）、法制變革

經歷2008年金融危機後，國際社會進行了各種反思，提出了改革金融監管的相關建議，影子銀行體系的監管受到前所未有的重視，如何建構影子銀行監管的法律制度，填補監管漏洞，成為後危機時代金融監管法制變革中的重要話題。

美歐監管的變革

2008年金融危機發端於美國，對美歐等發達金融體的衝擊最大，因此美歐改革對影子銀行監管法律體制的行動最為迅速，力度也最大。

表 2-2-1、美國對影子銀行之重視與監管

| 時間 | 機構/法條 | 內容 |
|---------|----------------------------|--|
| 2009/07 | 紐約聯邦儲備銀行發佈《影子銀行體系：金融監管的啟示》 | 對美國影子銀行體系的發展狀況進行了簡要介紹，並建議在後危機時代加強監管 ⁸ |
| 2009/年尾 | 金融危機調查委員會（FCIC） | 歷時一年半的調查過程中，專門就影子銀行的議題舉行聽證會並對證人進行訪談 |
| 2010/05 | 金融危機調查委員會（FCIC） | 就影子銀行和金融危機的關係發佈了一份初步報告 ⁹ ，認定影子銀行是美國金融危機的起 |

⁷ FSB, 《Shadow Banking: Scoping the Issue》, April, 2011, P.5

⁸ 《The Shadow Banking System : Implications for Financial Regulation》, Staff Report No.382(Federal Reserve Bank of New York Staff Reports), Tobias Adrian and Hyun Song Shin, , July, 2009

⁹ 《Preliminary Staff Report : Shadow Banking and the Financial Crisis》, (May, 2010)

| | | |
|---------|---|---|
| | | 因之一，並對美國影子銀行的內涵與外延、特點、發展概況及其在金融危機中的崩潰過程進行了全面的闡述。 |
| 2010/07 | Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act | 該法案沒有明確提出監管影子銀行體系，但卻在多個條款中涉及對影子銀行機構和活動的監管改革，設立金融穩定監督委員(FSOC) |
| 2011/01 | 金融危機調查委員會 (FCIC) | 發布金融危機成因的最終調查報告 ¹⁰ ，單列一個章節對影子銀行的發展、監管狀況和對金融危機的影響進行闡述 |

資料來源：袁達松(2012)，《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》、本研究整理

在歐洲，尤其在英國，影子銀行的監管也受到前所未有的重視。早在2009年3月，英國金融服務監管局 (FSA) 就發佈了一份報告¹¹，將迅速崛起但游離於銀行業監管體系之外的影子銀行歸結為金融危機的起源之一，並建議在未來應根據經濟實質而非法律形式來對影子銀行進行監管，監管者應當有權識別影子銀行，並且在必要情況下對影子銀行進行審慎性監管，限制影子銀行對受監管實體的影響。危機發生後，在歐盟層面，諸多法案紛紛出臺，以強化對影子銀行的監管。

(1). 監管機構之設立

從美歐關於影子銀行監管的具體立法情況來看，儘管二者之間存在一定的差異，但是總體而言，立法的思路和方向大同小異，即圍繞系統性風險和監管套利的防範，來設計相關的監管法律制度。一方面，在總體層面成立相關的政府機構，系統性地審視和評估影子銀行體系，識別和監控影子銀行的系統性風險，並作出相應處置。

表 2-2-2、歐美之監理機構

| | 美國 | 歐洲 |
|------|---|--|
| 機構 | 金融穩定監督委員 (FSOC) | 歐洲系統性風險委員(ESRB) |
| 監管方式 | 認為若某家非銀行金融機構的實質性金融風險或其性質、規模、集中度、關聯度或其金融活動的混同程度，可能對美國金融系統的穩定構成威脅，則可認定其為“系統性重要金 | 總體性地監控整個歐盟金融市場可能出現的系統性風險，並在重大風險出現時及時發出預警，在必要情況下提出包含應對措施的建議 |

¹⁰ 《Financial Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States》，January, 2011

¹¹ 《The Turner Review : A Regulatory Response to the Global Banking Crisis》，(March, 2009)

| | | |
|--|--|--|
| | 融機構”(Systemically Important Financial Institutions) 從而被納入美聯儲的監管範疇， | |
|--|--|--|

資料來源：袁達松(2012)，《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》、本研究整理

美國根據《杜德－富蘭克法》設立了一個由多方參與的金融穩定監督委員 (FSOC)。FSOC 的主要職責是識別、監測和處理危及美國金融穩定的系統性風險。如果 FSOC 認為某家非銀行金融機構的實質性金融風險或其性質、規模、集中度、關聯度或其金融活動的混同程度可能對美國金融系統的穩定構成威脅，則可認定其為“系統性重要金融機構”(Systemically Important Financial Institutions) 從而被納入美聯儲的監管範疇，這使得影子銀行受到類似銀行的嚴格監管，美聯儲有權對這些機構實施更嚴格的資本、槓桿流動性、風險管理及其它規定。

在歐盟，也成立了一個類似的機構—歐洲系統性風險委員會(ESRB)。ESRB 的職能為總體性地監控整個歐盟金融市場可能出現的系統性風險，並在重大風險出現時及時發出預警，在必要情況下提出包含應對措施的建議。影子銀行體系作為潛在的系統性風險來源，受到 ESRB 的監控。

(2). 擴大監管對象範圍

在個體層面，通過對影子銀行機構、活動及其與傳統銀行關聯的規制填補影子銀行監管的漏洞，防範監管套利並控制影子銀行的風險。

在美國，《杜德－富蘭克法》加強對原先不受監管或者少受監管的影子銀行實體的監管，將大型的對沖基金、私募股權基金及其他投資顧問機構納入監管體系，要求其在美國證券交易委員會(SEC)註冊登記，披露交易資訊並接受定期檢查。對於其他影子銀行機構，根據其是否具有系統重要性，將其納入美聯儲的監管之下。

在歐盟，歐洲議會於 2010 年 11 月通過了《另類投資基金經理人指令》(Directive on Alternative Investment Fund Managers)，對包括對沖基金、私募股權基金、房地產基金、商品基金，以及其他沒有歸於原歐盟《可交易集合投資證券指令》監管下的各類基金進行監管。影子銀行體系中的重要機構，幾乎都被納入監管體系。

表 2-2-3、歐美擴大監管影子銀行實體

| | 美國 | 歐洲 |
|------|--|--|
| 法源依據 | Dodd-Frank Act | Directive on Alternative Investment Fund Managers |
| 內容 | 將大型的對沖基金、私募股權基金、其他投資顧問機構及具有系統重要性其他影子銀行機構納入監管 | 將對沖基金、私募股權基金、房地產基金、商品基金，以及其他沒有歸於原歐盟《可交易集合投資證券指令》監管下的各類基金進行監管 |

資料來源：袁達松(2012)，《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》、本研究整理

(3). 金融衍生性商品監管

影子銀行的主要業務是各種游離於監管體系之外的複雜的金融衍生品（如 CDO、CDS、ABS、ABCP 等），這些讓人眼花繚亂的衍生品在危機之後紛紛被納入監管。美國《杜德—富蘭克法》首次針對場外衍生品市場的交易行為及市場參與者頒佈了監管規定，重點包括：將大部分場外衍生品移入交易所和清算中心進行交易和監管，按照客戶要求定製的 SWAP 交易仍可在場外交易，但必須向中央資料庫報告，並且監管者可以對這種不需集中清算的 SWAP 交易提出保證金要求；對註冊從事衍生品交易的金融機構及受聯邦銀行監管者監管的主要衍生品市場參與者，其審慎監管者要制定資本、保證金、報告、交易紀錄和商業行為等方面新的監管規定，對於其他衍生品交易商由負責制定資本和保證金要求。

同樣地，歐盟也試圖將衍生品交易納入監管範圍。下表列示歐盟涉及金融衍生品交易監管指令或法案。

表 2-2-4、歐盟涉及金融衍生品交易監管指令或法案

| 發布或生效日期 | 指令或法案 |
|---------|-----------------------------------|
| 2009/09 | 歐盟金融業資本要求指令 II |
| 2010/09 | 歐洲議會及歐洲理事會關於場外衍生品、CCP 及交易報告庫的監管草案 |
| 2010/11 | 另類投資基金經理指令(AIFMD) |
| 2010/12 | 歐盟金融業資本要求指令 III |
| 2011/07 | 歐盟金融業資本要求指令 IV |
| 2011/10 | 歐洲議會及歐洲理事會關於內部交易和市場操縱條例草案 |

| | |
|---------|---|
| 2011/10 | 金融工具市場指令建議立法修改(MiFID) |
| 2012/03 | 歐洲市場基礎設施監管規則(EMIR) |
| 2014/05 | 啟動金融工具市場指令 (MiFID II) 和法規 (MiFIR) 的咨詢程序 |

資料來源：袁達松(2012)，《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》、本研究整理

2010年9月，歐盟委員會公布了《歐洲議會及歐洲理事會關於場外衍生品、CCP及交易報告庫的監管草案》(也被稱為《歐洲市場基礎設施監管規則》)，該草案將所有類型的場外衍生品交易納入其中，以提高交易透明度、減少營運風險和交易對手風險為核心內容，全面加強對此前游離於監管體系之外的場外衍生品交易的監管。2012年3月，歐洲議會批准了《歐洲市場基礎設施監管規則》(EMIR)的最終版本，為監管場外金融衍生品交易鋪平道路。為了增強交易透明性，要求歐盟的金融機構和非金融機構要把場外衍生品交易合約的詳細信息報告給交易登記機構和監管當局。另外，該規則要求交易登記機構按照衍生品的類別公布總部位。為降低交易對手信用風險，引入了嚴格的規章制度，以確保中央結算對手方能夠按照行業標準謹慎操作。該規則對於符合條件的衍生品合約採用中央結算對手方清算，而對於沒有採用中央結算對手方清算的衍生品交易則加強風險管理技術。此外，對非金融機構的清算和報告要求提供了一些有限的免除條款。《歐洲市場基礎設施監管規則》則由歐洲證券與市場管理局付諸實施。

金融工具市場指令 MiFID 修訂對金融衍生品監管改革之立法建議，歐盟委員會於 2011 年春開始修訂歐盟 MiFID。2011 年 10 月，歐盟委員會發布了 MiFID 的修訂立法建議，修訂後的 MiFID 主要包括指令(即 MiFID II)和法規(即 MiFIR)兩部分，預計於 2016 年實施，¹²其對金融衍生品監管改革主要體現在：

a. 對交易透明度的規定。

修改後的 MiFID 將關於交易透明度的相關規放在 MiFIR 中，這就意味著可以在歐盟成員國內直接使用。此外，嚴格豁免規定——新 MiFID 修改建議規定，交易所只有向監管當局提出“暗池”交易申請，並獲得歐洲證券和市場管理局的批准後才可豁免。

b. 對交易報告的規定

¹² 中信期貨(2014, 4月)

MiFID 修訂立法建議擴大金融工具的報告範圍。此外，為避免金融機構向成員國不同監管當局報告造成的信息協調問題，指令進一步建議在歐盟層面建立直接的交易報告機制。

c. 加強投資者保護的規定。

修訂後的 MiFID 修改了個人投資者能夠從事的非複雜交易工具的範疇，並對複雜金融衍生品交易設定了更高的監管要求。

(4). 強化對傳統銀行的監管

強化對傳統銀行監管的目的是在於減少傳統銀行與影子銀行的關聯，以防止風險傳染。美國《杜德—富蘭克法》引入了“伏爾克規則”，限制傳統銀行的自營交易，規定傳統銀行投資對沖基金和私募股權基金的規模不得超過基金資本和銀行一級資本的 3%，另類投資總規模不能超過銀行有形股權的 3%；在衍生品交易方面，要求銀行將 CDS、農產品 SWAP、能源 SWAP 等高風險衍生品交易業務拆分到特定的子公司，自身只保留利率 SWAP、外匯 SWAP 以及金銀 SWAP 等業務。

在歐盟，歐盟委員會對其 2006 年出臺的《資本金要求指令》（Capital Requirement Directive）進行多次修改，強化對傳統銀行的混合資本工具、資產再證券化和複雜證券投資業務的風險約束，進一步分隔傳統銀行與影子銀行之間的聯繫。

表 2-2-5、歐美強化傳統銀行監管

| | 美國 | 歐洲 |
|------|--|-------------------------------------|
| 法源依據 | Dodd-Frank Act | Capital Requirement Directive |
| 內容 | 對沖基金和私募股權基金≤一級資本的 3%，另類投資總規模≤有形股權的 3%，高風險衍生品交易業務拆分到特定子公司 | 強化對傳統銀行的混合資本工具、資產再證券化和複雜證券投資業務的風險約束 |

資料來源：袁達松(2012)，《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》、本研究整理

1. 美歐影子銀行監管特色

(1) 美國部分

¹³美國影子銀行監管秉承“原則性監管”框架，兼顧了金融體系的穩定與繁榮。從 2010 年年底通過的美國金融監管法案及其後的監管實踐看，美

¹³ 《美國影子銀行監管改革：從宏觀到微觀》，鄭聯盛，《銀行家》2014 年第 4 期(4 月)

國對影子銀行的監管主要是秉承“原則性監管”，總體審慎為核心，個體監管為重點，相結合的方式。美國希望通過“原則性監管”維繫以資本市場為主導的金融體系繁榮。以下整理出美國對於影子銀行監管特色。

表 2-2-6、美國影子銀行監管特色與主要內容

| 監管特色 | 主要內容 |
|---------------|---|
| 監管制度的頂層設計 | 美國以系統性風險防範的《杜德—富蘭克法案》，建立了以系統性風險委員會為主導、以美聯儲作為超級監管人和最後貸款人的宏觀審慎框架。 |
| 遵循全面監管原則 | 將影子銀行機構、金融市場和金融工具納入到監管的範疇，以降低系統性風險和“大而不倒”效應。 |
| 分類監管原則 | 例如對於證券化產品的監管與再回購協定的差異；在自營業務方面，商業銀行或銀行控股公司與投資銀行等也有區別。 |
| 監管政策和工具需要不斷更新 | 監管需要動態跟進，防範出現重大的監管漏洞，將影子銀行機構、產品、市場和金融基礎設施等都置於監管範疇之中。 |
| 個體審慎監管 | 總體審慎管理建構於個體的機構監管、產品監管、運營監管和市場監管等。資本金要求、槓桿率限制及動態撥備制度是制約影子銀行順週期效應、強化影子銀行個體審慎監管並約束影子銀行過度冒險的有效監管工具。 |

資料來源：本研究整理、《美國影子銀行監管改革：從宏觀到微觀》，鄭聯盛(2014，4月)

美國為加強影子銀行體系的總體審慎管理，首要是監管制度的頂層設計。美國金融監管體系中並沒有明確針對影子銀行及其業務推出監管舉措，甚至美國金融法律還為影子銀行的業務提供“法律基礎”。美國對影子銀行監管一直是“善意忽視”，這帶來了金融體系的繁榮，也引致了系統性風險的不斷累積。從制度頂層設計著手，完善監管制度，美國系統性風險防範的《杜德—富蘭克法案》，建立了以系統性風險委員會為主導、以美聯儲作為超級監管人和最後貸款人的總體審慎框架，這是美國宏觀審慎管理改革的首要及核心成果。

美國影子銀行體系總體審慎最為務實的措施是“填補漏洞”，遵循全面監管原則，一方面將影子銀行機構納入到監管的範疇中來，另一方面是所有的金融市場和金融工具都受到了監管。除此之外，影子銀行監管需要堅持分類監管原則。比如對於證券化產品的監管與再回購協定的差異就很大，即使在證券化產品中，資產抵押支援債券與住房抵押支持債券也存在巨大的差異，即基礎資產是不一樣的，這將導致產品價格和風險定價的差異。另外，在自營業務方面，商業銀行或銀行控股公司與投資銀行等也是

有區別的，投資銀行自營業務的占比相對更高。在投資風格上，對沖基金和私募股權基金的風險暴露性更加明顯。

2008年危機之後，美國將影子銀行機構、業務及其相關的市場都納入到系統性風險和系統重要性的監管範疇中，美聯儲在系統性風險委員會的授權下，可以拆分大型金融機構及其相關業務，以降低系統性風險和“大而不倒”效應。再者，影子銀行體系的監管政策和工具需要不斷更新，即是一個動態的過程。因為影子銀行的興起和發展主要基於金融創新，包括產品、市場和監管套利的創新，影子銀行規避監管的能力會不斷提高，從而不斷出現監管套利，為此，美國監管當局認為監管需要動態跟進，防範出現重大的監管漏洞。

總體審慎管理最終的舉措都需要落實到個體的指標，對個體的主體實行更加審慎的監管。為此，總體審慎管理最後的落腳點基本都是個體的機構監管、產品監管、運營監管和市場監管等。資本金要求是強化影子銀行個體審慎監管的第一舉措。提高影子銀行的資本金要求，降低影子銀行的槓桿率，從而降低整個影子銀行體系和金融體系的脆弱性。“伏爾克規則”要求提高從事再證券化業務的資本要求，再證券化產品必須符合更高的資本要求，並應該根據部位水準相應調整資本金水準。同時，從事資產證券化業務的金融機構至少保留5%的證券化資產，以增強金融機構的審慎義務，保護投資者利益。

槓桿率限制是約束影子銀行過度冒險的有效監管工具。相對於資本金要求，槓桿率指標更加關注的是風險資產。美國監管當局指出，目前影子銀行的資產負債表的槓桿率並沒有明確顯示資產的風險分佈，更沒有明確金融衍生品和表外業務的金融風險，而且影子銀行沒有根據槓桿率和核心資本充足率來配置管理流動性。為此，在增加影子銀行的資本金水準的同時，更應該將影子銀行的槓桿率設置在一個較低的水準，保證影子銀行將資本的風險限制在一個絕對水準之內，防止影子銀行過度擴張其資產規模、過度持有風險部位。

動態撥備制度是制約影子銀行順週期效應的重要保障。對於商業銀行的動態撥備制度，在西班牙的實施中表現出良好的風險防範和危機應對彈性，美國監管機構建議影子銀行實行動態撥備機制，在保障最低撥備水準的同時，應該在經濟向好時期提高撥備水準，相應地建立一個不斷累積的緩衝機制，以便金融風險顯現時可以更好地應對，保障金融機構和金融體系的安全性。當然，由於動態撥備機制是建議性政策，對影子銀行機構不

具有法律約束力。

在美國監管的改革上，總體審慎原則是最為核心的要素，形成以總體審慎為核心、個體監管為重點的金字塔分層的監管格局。在總體審慎上，制度性改革是最為基礎的改革，《華爾街改革與消費者保護法案》成為了美國金融體系新的監管法律基礎，系統性風險管理成為最核心的總體審慎管理目標，全面監管、分類監管、動態監管也成為總體審慎監管框架的核心內容。在個體監管上，資本金、槓桿率和撥備等是最為核心的個體監管指標。

(2) 歐洲部分

歐洲通過“限制性監管”，保障以銀行主導的金融體系的穩定。比如對於對沖基金，美國僅要求其在聯邦監管機構進行註冊並履行披露資訊的義務，而歐盟除了監管範圍和透明度要求之外，還對對沖基金的投資額、槓桿率和做空機制等進行限制。

歐盟委員會將銀行強制性資本規則適用範圍擴大至更多金融機構，以防範影子銀行引發的風險。歐洲議會提出了識別和降低影子銀行系統性風險的方法建議，包括子銀行、限制金融產品的複雜程度、考慮將與普通銀行有業務往來的影子銀行納入銀行資產負債表等，其中，提出了貨幣市場基金新規則，以期讓貨幣市場基金能在市場條件惡化時通過增強流動性和穩定性，以更好地承受贖回壓力。目前，貨幣市場基金已經成為金融機構、公司和政府獲得短期融資的重要來源。在歐洲，公司和政府發行的短期債務證券中，約有 22% 都是由貨幣市場基金持有，銀行部門發行的短期債務中，約有 38% 是由貨幣市場基金持有。由此可見，貨幣市場基金與銀行部門以及公司和政府融資形成了系統性關聯，貨幣市場基金就成為歐盟對影子銀行進行監管的關鍵。

另外，在英國，對影子銀行的監管主要從兩方面出發，一是保護商業銀行不被影子銀行風險所感染；二是強調影子銀行是相對獨立的，但具有極不穩定性。歐洲銀行體系與美國銀行體系在業務往來上相互交織，導致許多歐洲銀行均參與到美國影子銀行體系中。例如，英國住房抵押貸款的資金來源在很大程度上依賴于居民住房抵押貸款支持證券（RMBS），而美國貨幣市場則是該債券的主要融資場所。

英國金融監管對影子銀行採取既保護銀行不受影子銀行風險的感染，又要防範影子銀行對金融穩定造成衝擊的風險。因此，金融服務局原主席

特納對英國影子銀行的監管改革提出了兩方面的建議：一是重視信貸風險評估，因為對商業銀行來說，不良信貸是主要風險之一；二是容易產生風險的機構必須受到嚴格監管。雖然非銀行信貸供給在總體上有助於降低系統性風險，但若放任其發展，將導致不受金融監管的金融活動出現準銀行類危機，這將成為金融穩定的重大威脅。

綜合而言，從美國金融監管的改革看，其對影子銀行堅持的是“原則性”監管，這種原則性監管的基本涵義在於其還是鼓勵影子銀行發展，只是將影子銀行納入到監管的範疇中。而歐洲則是採取“限制性”監管。歐美在影子銀行監管的差異上，使得歐美在金融危機後經濟和金融體系的復甦產生差異：美國金融體系的彈性逐步顯現，2012年年底，美國金融機構的盈利水準基本恢復至金融危機之前的水準。

(二)、國際層面的監管變革

對於影子銀行的國際監管也成為國際社會關注的焦點。以下整理出國際上對於影子銀行的態度與監管變革。

表 2-2-7、影子銀行國際監管趨勢

| 時間 | 機構 | 內容 |
|---------|--------------------------------|---|
| 2009/02 | 國際貨幣組織 | 提出了影子銀行監管問題的解決方案，包括擴大監管範圍以將影子銀行體系納入，影子銀行應當承擔資訊披露義務以及受到審慎性規則（可能涵蓋資本、流動性、有序清算以及早期干預）的約束，監管標準以及執行監管規定的過程應予以強化，並且為了減少監管套利，應根據活動的風險而非機構的類型，來確定不同的監管標準及其執行過程，為了應對金融體系的不斷變化應當確立彈性監管範圍等 ¹⁴ |
| 2010/01 | 巴塞爾委員會、國際證監會組織和國際保險監督官協會組成聯合論壇 | 主要內容涉及銀行和保險以及證券行業間的監管差異、加強對金融集團的監管、提高抵押貸款承銷標準的一致性、擴大對沖基金監管的範圍、強化對信貸風險轉移產品的監管 ¹⁵ ，強調平衡因分業監管所帶來的監管法律制度差異，這對填補影子銀行的監管漏洞，防範監管套利威脅，具指導意義 |

¹⁴ 《Initial Lessons of the Crisis》，IMF，(February，2009)

¹⁵ 《Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation》，The Joint Forum，(January，2010)

| | | |
|---------|-----------|---|
| 2010/11 | G20 首爾高峰會 | 要求 FSB “與其他國際標準建立組織合作，在 2011 年年中之前形成關於加強對影子銀行監管的建議 ¹⁶ |
| 2011/04 | FSB | 提出四項方針對影子銀行進行監管 1. 銀行與影子銀行機構之間的關聯（間接監管） 2. 對影子銀行機構進行監管（直接監管） 3. 對影子銀行業務活動進行監管 4. 總體審慎監管措施，致力於化解影子銀行體系的系統性風險，而不是關注單一風險 ¹⁷ |
| 2011/10 | FSB | 建議對整個影子銀行體系進行系統性地掃描和勾畫、對影子銀行體系可能會引發系統性風險或監管套利擔憂的部分進行識別，及對系統性風險和監管套利進行詳細評估，將整個非銀行信貸仲介納入監測範圍，同時強調關注影子銀行中引發系統性風險或監管套利擔憂的部分，建立風險導向型的監測制度。 ¹⁸ |

資料來源：袁達松(2012)，《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》、本研究整理

早在 2009 年 2 月 6 日，國際貨幣基金組織（IMF）即發佈了《危機的初步教訓》的報告。該報告總結 2008 年金融危機的基礎之上指出：影子銀行一直以來都只受到諸多監管機構的輕度監管，並且通常並不受審慎性監管，因此，金融創新可以通過影子銀行規避市場約束，監管的有效性也喪失了，而影子銀行迅速膨脹的規模，意味著危機將不可避免。除 IMF 之外，其他國際組織亦從不同的側面，對影子銀行監管盲區的填補提出了建設性的意見。2010 年 1 月，巴塞爾委員會（BCBS）、國際證監會組織（IOSCO）和國際保險監督官協會（IAIS）組成的聯合論壇發佈了一份報告。報告分析了不同性質的金融監管產生的問題和監管範圍缺口，著重討論未受監管或者監管不足的機構和業務，強調平衡因分業監管所帶來的監管法律制度差異，對填補影子銀行的監管漏洞，防範監管套利威脅，具有指導意義。

國際層面上致力於解決影子銀行監管漏洞的主要機構屬 20 國集團（G20）及其設立的金融穩定委員會（FSB）。倫敦峰會決定加強全球金融監管體系的監管和協調，在原有金融穩定論壇的基礎之上成立 FSB，並賦予 FSB 更廣泛的職能，以承擔全球金融監管體系改革的重任。由此，FSB 肩負重任，成為國際社會上關於影子銀行監管改革的主要推動者。

FSB 經歷一年多才逐步確定影子銀行體系的基本含義、範疇、監管框架和強化監管的實驗性措施，而近期發行之《Global Shadow Banking

¹⁶ 《The Seoul Summit Document》，(November, 2010)

¹⁷ 《Shadow Banking: Scoping the Issue》，(April, 2011)

¹⁸ 《Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation》，(October, 2010)

Monitoring Report》成為關注與監管全球影子規模與趨勢不可或缺的重要資料，反映了國際社會對於監管影子銀行的努力和共識。與巴塞爾協議相同，FSB 對於影子銀行體系的監管建議不具有法律強制意義，意在增加國際金融監管組織在相關國家的金融話語權。但是，FSB 的監管框架和建議無疑對於全球化背景下的國際金融體系具有導向性影響，對影子銀行監管的國際金融法制變革產生推動作用。¹⁹

¹⁹ 周莉萍：《論影子銀行體系國際監管的進展、不足、出路》，《國際金融研究》2012 年第 1 期。

第三章 大陸影子銀行現況及風險

第一節 大陸影子銀行起因

大陸影子銀行與歐美影子銀行體系有著很不一樣的特徵，歸究其原因，大陸影子銀行形成的原因即不同於歐美影子銀行，以下就其形成因素，加以彙整說明。

(一) 利率尚未完全市場化

王儷容(2014)認為，中國大陸出現影子銀行最大原因在於，大陸利率不自由(如存款利率仍有上限、貸款利率定位之運作未上軌道)。利率為資金之價格，最簡單之經濟學原理告訴我們，一旦價格不能自由訂定，資金錯置自然應運而生，資金將自找出口，正如台灣早年利率尚未完全自由化時地下金融盛行，大陸溫州民間借貸倒閉事件驚動溫前總理一年之內連訪兩次等例子。利率市場化的不完善產生了一些金融現象，例如銀行通過發展影子銀行部門業務得到了吸收存款和發放貸款以外更具收益的發展方式。

在資金供給方面，2012 年大陸利率市場化進程的加快，事實上為影子銀行體系發展產生推波助瀾之效應，雖然 6 月和 7 月人行兩次降息並調整存貸款利率浮動空間，但在信貸收緊情況下，銀行體系無法滿足市場對信貸的需求，這在大陸當前的體制下，通常有利於經營穩定、有較長盈利記錄和更多貸款抵押資產的國有企業，但對於沒有足夠抵押物的中小型企業、新興科技創業企業、受到宏觀調控的房地產企業等，則較不利，即大多被排除在獲取低利率貸款的融資活動之外。這些未獲滿足部門對於資金之需求，遂造成諸如信託信貸類資產、銀行同業存款、債券和新股等新金融商品之超高報酬率。也因此，非銀行管道提供的報酬率高於銀行的存款報酬率，前者之年報酬率往往可達 10% 左右，特別是房地產信託產品可達 20% 或更高。

另外，因有存款利率上限，實質存款利率偏低，而 2011 年的高通脹導致實質利率在一段時間內甚至轉成負數。公眾需要更多的管道來減少實際利率為負帶來的不利影響。亦即，每年相當於 GDP20% 的居民儲蓄需要尋找其他手段實現保值增值，非正式的貸款和理財產品自然成為被追捧的對象。

(二) 規避存貸比 75% 的法規限制及各種監管套利

沈中華、吳孟紋、周秀霞等(2013)認為存貸比限制更是造成影子銀行的主因之一。存貸款比率是商業銀行用來衡量銀行流動性風險的指標之一。2003年12月27日頒布實施的《中華人民共和國商業銀行法》明確指出，商業銀行貸款餘額與存款餘額的比例不得超過75%。由於銀行的存款成長速度低於貸款成長速度，使商業銀行的存貸比接近75%的上限。為規避此規定，銀行進行資產負債的“雙重表外化”。亦即存款出逃到理財產品，而貸款透過各類銀信合作產品轉移至表外。透過銀監會2011年第三季報顯示，上市銀行的平均存貸比約為70%，而股份制銀行存貸比則較高，普遍達到75%的監管上限。總之，間接融資比直接融資盛行，銀行資金來源不足，大陸政府的信貸配給制度及金融機構的制度未盡完善，及金融服務效率較低，皆導致民間借貸和地下金融等影子銀行相關業務的快速發展。

圖 3-1-1、2012 年前三季度廣義信用提供量(兆人民幣)



資料來源：中國人民銀行、招商證券

除了規避存貸比之法規限制外，其他林林總總的監管套利，也成為大陸影子銀行體系發展的一個動機，針對監管與影子銀行體系成長的關係，許多學者如 Gorton 都普遍認同影子銀行體系是在監管框架下應運而生的，透過產生金融脫媒，再因金融脫媒帶來的效應使得影子銀行迅速發展，與傳統銀行體系對立，成為金融體系中重要的參與主體。

更有甚者，大陸某一重量級金融智庫認為，大陸影子銀行之最大問題其實是出自監管單位歷年來各據山頭所致，也因此，許多業者美其名以金融創新擴充業務，實則僅是在進行監管套利罷了。事實上，大陸證監會對銀監會之若干監理早已產生微詞。由於銀監會監管之銀行業與信託業獨

大(信託業於 2012 年超越保險，成為大陸僅次於銀行之第二大量體金融部門)，為了為其旗下所監管之金融機構謀求更多生路，證監會與保監會被迫放寬相關規定；譬如，保險公司可以做「基礎設施債權投資計畫」，即為一例。

(三) 大陸社會存在著很難打破之剛性兌付

中國人賭性堅強，再加上大陸社會存在著很難打破之剛性兌付現象，在此情勢下，風險意識無法正確建立，人人對於報酬率較高之理財、信託商品趨之若鶩，毫不手軟。其次則因金融機構揭示風險作為不足，其中，政府之態度為關鍵所在。以溫州事件(中小企業倒閉浪潮)為例，針對相關倒帳政府先行買單，若查無惡性詐欺行為，則可免除其罪，這些做法固然在於減小事件之傷害層面，也為了吸引肇事逃避者回鄉面對並處理問題，但也因此成為大陸一般投資人有恃無恐、無法建立風險意識之主因。

2005 年，大陸訂定理財為委託代理關係，且區分為保本及非保本金融商品。但實際上，大陸各銀行或金融機構為吸引客戶源源不斷上門，大多全數吸收所有風險(稱為”兜底”)，以防客戶轉至其他同業。更有甚者，監理單位針對金融機構與客戶間之糾紛，多年來也是要求金融機構先行全數賠償，之後再進行釐清真相，確認相關責任之歸屬。因此，在以上氛圍下，導致對於建立大陸一般投資人風險意識之期許，成為空談。這也成為影子銀行之成因，以及為解決影子銀行潛在問題與風險之最大阻礙。

(四) 貨幣政策目標與金融政策進程的不一致性

就中國大陸而言，貨幣政策必須兼顧通貨膨脹和就業兩個目標，但往往產生矛盾。2011 年以來，國際經濟形勢複雜嚴峻，中國經濟開始出現下行壓力，進入 2012 年後，前三個季度的 GDP 同比增長依次為 8.1%、7.6%、和 7.4%。中央政府提出“穩增長”，但 2009 年信貸大規模投放推動經濟增長同時所引發的通脹令政策制定者心有餘悸，因此，一方面大陸政府希望保持經濟增長，督促銀行提供足夠信貸資金以支援實體經濟之發展，而另一方面，貨幣政策始終未敢進一步放鬆，央行更樂意於使用逆回購穩定銀行體系流動性，而保持著較高的存款準備金率，並使用差別準備金動態調整機制來限制銀行貸款衝動，同時監管部門對房地產、政府融資平臺、產能過剩行業等領域信用風險實施了嚴格監管，並設定了存貸比監管指標。這兩者之間的矛盾衝突恰恰為大陸影子銀行的發展創造了空間。當銀行信貸擴張空間受限時，銀行將不得不為規避監管而將貸款轉移到表外，為信貸增長騰挪空間，在中國信貸資產證券化仍受到政策限制之時，

開始產生信託、理財等影子銀行信用仲介活動。

(五) 直接金融之發展孕育影子銀行之增長

中國大陸實行計劃經濟體制，適應發展工業化的戰略，建立了以銀行間接融資為主的金融結構，通過利率管制促進儲蓄轉化為投資。1979年改革開放以後，中國從計劃經濟體制向市場經濟體制轉軌，國有企業開始改革，私人部門經濟持續活躍，與之相應的金融體系市場化改革持續深入，多層次的金融市場逐步建立，直接融資占社會融資規模比重開始不斷上升：從“十五”期間的年平均 5.03%，提高到“十一五”期間的 11.08%，在中國金融業發展和改革“十二五”規劃中，這一比重將進一步提高到 15%。在政府部門之支持與推動下，大陸直接融資的增加意味著諸如基金、投行、信託、擔保公司等非銀行金融機構獲得長足發展，因此，除現金、銀行存款等基礎性金融資產外，以股票、債券、基金、票據、保單、理財、信託等形態存在的金融資產大量湧現，這些皆為影子銀行體系發展提供了巨大的空間。

(六) 金融創新

金融創新是影子銀行體系形成的另一重要因素。金融創新與影子銀行體系相輔相成，互相促進。

綜合上述，大陸影子銀行最大起因在於大陸利率不自由，如存款利率仍有上限、市場基準利率尚未完備，導致大眾將存款轉移至其他理財工具，帶動對非銀行金融服務或影子銀行業務之資金供給；其次，大陸經濟暢旺，但除大型企業、國企外，其他企業融資相當困難，加上時有宏觀調控，企業動輒遭致銀行收傘，苦不堪言，造成對非銀行金融服務或影子銀行業務之資金需求。以上大陸人民及企業對影子銀行資金供給與需求兩方面之合體，遂造就大陸影子銀行業務之飛速進展。

第二節 銀行影子 vs. 影子銀行

就金融機構對大陸實體經濟的資金供給來說，從 2002 年 1 月至 2013 年 11 月社會融資總量存量各項占比無疑出現了十分明顯的趨勢性變化：本外幣貸款占比下降明顯，由 2012 年初的 89.23% 降至 2013 年 2 月的 69.21%；委託貸款、信託貸款、未承兌銀行匯票、企業債券占比顯著上升，而股市融資功能經十餘年發展居然低於融資總量的平均增速，占比由 2012

年初的 4.39% 降至 2013 年 11 月的 3.07%，是在融資總量中除銀行本外幣貸款外，唯一占比下降的組成部分。總體而言，非銀行貸款融資方式的快速增長必然導致銀子銀行體系的逐漸發展。影子銀行是向企業、居民和其他金融機構提供流動性、期限配合和提高杠杆率等服務，從而在不同程度上替代商業銀行核心功能的信用工具、結構、企業或市場。而金融工具本身正是影子銀行發展的鏡像。

一、大陸影子銀行體系分類

目前大陸基本沒有純粹的影子銀行機構，但很多機構都涉足了影子銀行業務活動，成為鏈條中的一個環節。因此在對大陸影子銀行體系進行分類的時候，並不能簡單套用 FED 的三分法：政府資助的影子銀行體系、內部影子銀行體系和外部銀行體系，美國劃分方法是依據高度發達的資產證券化市場，而大陸國內目前並不具備這些條件。根據邵宇、陳剛 (2013) 一文對大陸影子銀行分類，以影子銀行體系提供資金的最終投向為標準，結合實體經濟和資本市場的劃分，可將影子銀行體系劃分為三個部分：

1. 影子銀行 I（實體支持類）

此模式對實體經濟的影響最為直接，是社會融資總量的重要組成部分。包括服務於實體經濟或者向實體經濟提供融資服務的業務體系包括信託貸款、未貼現的商業銀行承兌匯票、同業代付、非金融企業股票融資、小額貸款公司、融資租賃。

特別就信託貸款而言，可分為貸款、交易性金融資產投資、可供出售及持有至到期投資、長期股權投資、租賃、買入返售、存放同業及其他，其中貸款和租賃是信託公司向實體經濟提供的融資支援的方式，也是影子銀行 I 的重要組成部分。

2. 影子銀行 II（金融交易類）

專門服務資本市場中二級市場交易的傳統業務體系，又稱為非貸款類信託，主要包括交易性金融資產投資、可供出售及持有至到期投資、長期股權投資、買入返售、存放同業及其他。

3. 影子銀行 III（槓桿放大類）

包括衍生品體系所承載的流動性（利率衍生品、外匯衍生品、信用風險緩釋工具）；由於其分類細項例如銀行理財產品持有信託類產品和證券公司資管類產品等，存在著交叉持有的問題，故在計算中應予以剔除。

表 3-2-1 大陸影子銀行體系分類

| 類別 | 構成 | 行為特徵 |
|----------|--|---------------|
| 影子銀行 I | 信託貸款及租賃、委託貸款、非金融企業債券(包括實體經濟發行的企業債、公司債、中票、短融等)、未貼現的商業銀行承兌匯票、同業代付、非金融企業(擔保公司、典當行)、股票融資、小額貸款公司、融資租賃 | 投資實體 獲取利差 |
| 影子銀行 II | 非貸款類信託、銀行理財產品、買入返售、公募基金、社保基金、保險資管、證券公司資產管理 | 金融交易 價差及利差 |
| 影子銀行 III | 利率衍生品、外匯衍生品、信用風險緩釋工具 | 放大交易槓桿 |

資料來源:沈中華、吳孟紋、周秀霞等(2013)

以下針對邵宇、陳剛 (2013)一文對大陸影子銀行分類大陸影子銀行類別中的組成機構做介紹與分析。

(一) 影子銀行 I

1. 信託貸款

信託公司是大陸金融機構中的“全牌照”，投資範圍最廣，方式最靈活，包含貨幣市場、債券市場、股票市場、信貸市場、實業投資皆可操作，見下表 3-2-2。其發行的信託計畫是一種準“證券化”或者叫“份額化”的金融產品（但不能公募發行，數量不能超過 200 份，且缺乏流動性），再投向各類金融或非金融資產，也是大陸最接近於影子銀行定義的金融機構。

表 3-2-2、中國各金融機構可投資範圍

| | 信託公司 | 證券銀行 | 基金公司 | 保險公司 | 銀行 |
|------|------|------|------|------|----|
| 貨幣市場 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 債券市場 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| 股票市場 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 信貸市場 | ✓ | | | | ✓ |
| 實業投資 | ✓ | ✓ | | ✓ | |

資料來源：本研究整理、東方證券研究所

信託類銀行主要為銀行主導型類銀行業務以及採用傳統銀行模式的類銀行業務。其中銀行主導型類銀行業務表現形式為：銀信合作、信託受益權；非銀行主導型信託業務則包括了其他一些信託項目。信託與理財產品

往往為一體兩面，成為大陸影子銀行業務的典型形式。亦即信託成為銀行透過理財產品方式將表內資產轉移出去的一個管道。另外，銀行和證券公司的合作主要也有兩種類型：第一種類型是銀證合作，第二種合作類型是銀證信之間的三方合作，以下將對銀信合作、銀證合作及銀證信合作逐一說明。

(1) 銀信合作

銀信合作主要有兩大類：融資類銀信合作及投資類銀信合作，這類信託一般都是單一資金信託。融資類銀信理財合作主要包括信託貸款、受讓信貸或票據資產、附加回購或回購選擇權的投資、股票質押融資等。投資類銀信合作是指通過信託公司平臺，將銀行理財資金投向債券、貨幣等金融市場的合作模式。融資類銀信合作往往成為規避信貸規模的方式，所以成為監管當局不斷限制的物件（比如融資類業務餘額占銀信理財合作業務餘額的比例不得高於 30%），銀信合作理財產品的發行量近年來顯著降低。

而銀信合作信託規模從 2010 年初的 1.89 兆元，至 2011 年 1 季度調整至谷底後緩慢回升到 2012 年第 3 季度之 1.84 兆元，相當於私募合作基金 0.22 兆元的 8.41 倍，在信託業特色業務中佔據鰲頭。

(2) 銀證合作

這種類型有三種模式：

a. 券商以資產管理產品的方式，投資銀行的“票據受益權”

在此模式下，證券公司向理財投資者募集資金，代理投資者購買銀行持有的尚未到期的票據收益權，獲利部分歸投資者所有，券商獲得管理費及業績報酬。因此，證券公司投資的資產管理產品只是銀行票據資產的受益權，並非買斷票據資產的所有權，所以銀行無法將貼現票據資產轉移出表，票據依然屬於銀行信貸額度的一部分。

b. 券商以資產管理產品的方式，買斷銀行的票據資產或信用證

在此模式下，A 銀行透過發行理財產品募集資金（表外資金），然後委託證券公司資產管理部門，管理其部分理財資金，資金仍託管在 A 銀行；在簽署定向理財協議之後，要求證券公司資產管理部門用這筆理財資金，直接買斷 A 銀行已貼現的票據（表內資產），從而達到票據資產轉移到表外的目的，同時票據資產仍委託給 A 銀行進行管理，A 銀行收取一定的託管費用。作為回報，銀行向券商支付一定的財務費用，但相較於銀

行透過合作隱性擴大信貸資產規模所獲得的收益，銀證合作定向理財具有豐厚的回報。

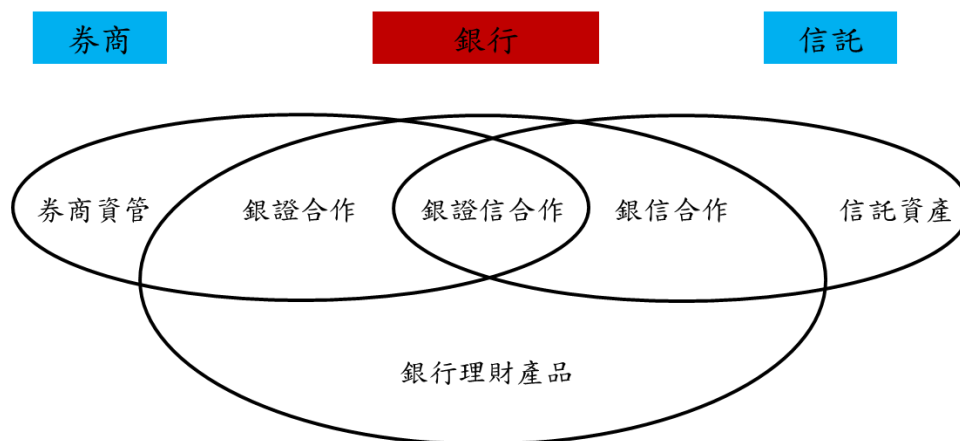
c. 券商主動管理資金賺取差價模式

在此模式下，銀行透過與券商的資產管理，簽下定向理財協議，資產管理部門可以在指定的範圍內主動配置資產，一般對銀行提供的預期收益率在 5% 左右。透過將大額資金投資於信託產品或城投債，券商可以賺取實際收益率與提供收益率的價差。

(3) 銀證信合作

銀行、證券、信託的合作，主要表現在證券公司募資並投資於銀行制定的信託產品。銀行理財產品的發行權限大多在總行，但是分行可以透過代理發行券商的產品，與券商協定，將募集的資金投資於銀行與信託公司制定的信託產品，再由信託產品將資金放給需要融資的企業。這種業務合作主要針對省級分行及以下的銀行，協助銀行將信貸類資產轉移至表外。

圖 3-2-1、交叉持有示意圖



資料來源：東方證券研究所

作為一種典型的影子銀行活動，融資類銀信合作是研究的重點。這種合作主要經過了兩個階段：

a. 第一階段：理財產品直接投資信託貸款或相關信託計畫

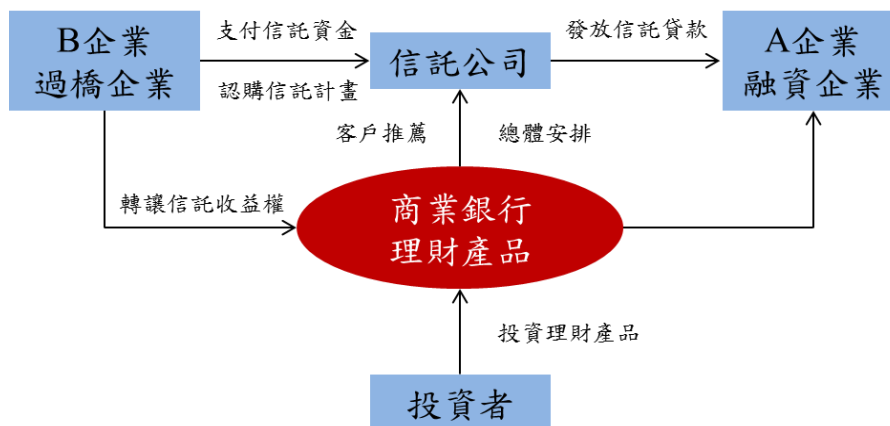
但隨著 2010 年 8 月銀監會下發《關於規範銀信理財合作業務有關事項的通知》和《信託公司淨資本管理辦法》，要求銀信合作業務進表，佔用信託公司資本，直接投資信託計畫和信託貸款的成本提高，銀行理財逐

漸退出此類模式，業務逐步收縮。

b. 第二階段：信託受益權轉讓模式(由協力廠商“過橋”的銀信合作模式)

這種模式引入協力廠商（通常為大型企業或國企財務公司）與信託公司合作發放信託貸款，而後將其信託受益權“過橋”轉讓給理財產品，從而間接實現銀行理財產品對企業的融資，規避對“銀信合作”監管。以下舉例說明：假定 A 企業需要融資，B 企業作為“過橋”的協力廠商（可以是央企的財務公司、資產管理公司、金融機構等），以單一信託方式投資一個信託計畫，這個信託計畫給 A 企業發放一筆貸款（或其他投資方式提供一筆融資）。B 企業再將自己手中的信託收益權轉讓給銀行理財計畫。這樣，A 企業獲得貸款，資金的提供者是銀行理財，B 企業只是拿出一筆錢墊一下（甚至僅僅是過帳，連墊資都不用），獲取一筆通道費（圖 3-2-2）。在實際操作過程中，B 企業投資信託計畫和轉讓信託受益權兩個合同可以在同一天簽署，這樣，銀行先按合同給 B 企業劃款，到賬後，B 企業再給信託公司，信託公司再給 A 企業，整個流程只需一兩個小時。

圖 3-2-2、協力廠商“過橋”模式的銀信合作



資料來源：iFund 網站

2011 年 6 月，銀監會規定信託公司銀行理財資金作為受益人的信託業務，包括銀行理財資金直接交付給信託公司管理的信託業務和銀行理財資金間接受讓信託受益權業務，一律視為銀信合作業務，應接受相應監管，在計算風險資本時也應按照銀信合作業務計算。銀行和信託公司的應對策略是：B 企業雖然將信託受益權轉讓給銀行理財計畫，但不在信託公司進行受益權轉讓登記。這樣，在信託公司的“帳本”上，受益人一直是 B 企業

而不是銀行理財計畫，銀監會無從統計。

無論是哪種銀信合作融資方式，銀行都處於主導地位，信託公司主要起投資通道的作用，分得很少的收益（最早為 0.3% 乃至更低，後有所提高），而信託公司亦不承擔相應的兌付風險，稱為通道類業務。

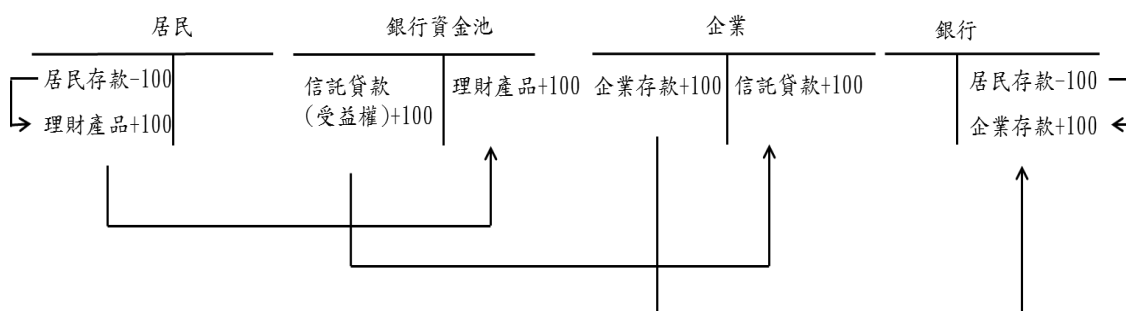
表3-2-3、對民間借貸機構的分類與規模預估

| 分類 | 業務名稱與模式 | 規模預估 |
|-----------|---------|----------------|
| 銀行主導型類銀行 | 銀信合作 | 1.8 兆 |
| 銀行主導型類銀行 | 銀證信合作 | 3000 億 |
| 銀行主導型類銀行 | 信託受益權 | 1 兆*0.5=5000 億 |
| 小計 | --- | 2.6 兆 |
| 非銀行主導型類銀行 | 其他信託業務 | 3.7 兆 |
| 合計 | --- | 約 6.3 兆 |

資料來源:WIND，中信建投證券研究發展部

信用轉換導致的流動性轉換和期限轉換必然伴隨著各部門資產負債表的調整，從最終的調整結果來看，居民部門和銀行部門總資產和總負債並未發生改變，只是分別在其資產方和負債方進行了結構性調整，企業部門和銀行資金池的總資產擴張，擴張總量保持一致（圖 3-2-3）。若我們假設企業最終通過信託貸款得到 100 元，影子銀行體系則通過信用鏈條的拉長成倍地創造了信用總量：理財產品 100 元、信託受益權 100 元、信託貸款 100 元，因此簡單加總金融工具總量或金融機構資產會高估影子銀行體系的總量。換言之，信託貸款的融資行為另一個重要特點就是其並未引起貨幣供給總量的增加，即 M2 沒有增加。

圖 3-2-3、信託貸款導致各部門資產負債表變化情況



資料來源：東方證券研究所

2. 委託貸款

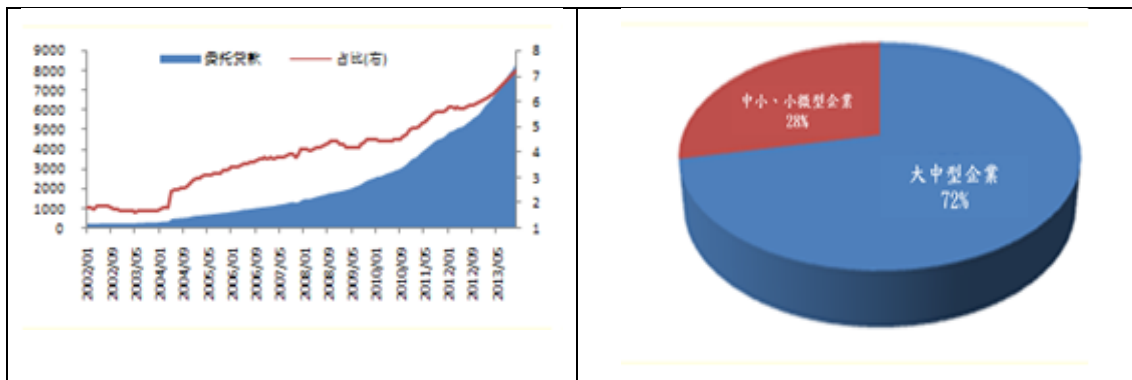
目前大陸的法律不支援企業之間直接借貸活動，不過企業可以通過銀行向指定借款人發放委託貸款。貸款利率由委託方決定，因此委託貸款是指由委託人提供合法來源的資金，委託業務銀行根據委託人確定的貸款物件、用途、金額、期限、利率等代為發放、監督使用並協助收回的貸款業務。委託人包括政府部門、企事業單位及個人等。委託貸款的期限，由委託人根據借款人的貸款用途、償還能力或根據委託貸款的具體情況來確定；在委託貸款中，所涉及的委託貸款利率是由委託雙方自行商定，但是最高不能超過人民銀行規定的同期貸款利率和上浮幅度。因借款人的原因造成貸款到期不能償還的，銀行不承擔借款人償還貸款本息的責任，銀行充當仲介人的角色，收取委託貸款手續費，但不承擔任何信貸風險。

自 2004 年起，商業銀行貸款利率浮動區間擴大到了 (0.9,1.7)，即商業銀行對客戶的貸款利率的下限為基準利率乘以下限係數 0.9，上限為基準利率乘以上限係數 1.7，金融機構可以根據中國人民銀行的有關規定在人行規定的範圍內自行確定浮動利率。

根據人行公佈的資料顯示，委託貸款在過去 10 年間快速膨脹。從 2002 年起，有統計的委託貸款餘額從區區 175 億元持續擴張，至 2010 年以來，隨著銀根緊縮，資金價格高企，供需兩旺，委託貸款快速增長，2010-2012 年分別為 8,749 億元、12,964 億元和 12,838 億元，委託貸款餘額占社會融資總量存量之比也由 2002 年初的 1.83% 上升至 2013 年 11 月的 7.22%。

大陸中小企業缺乏融資管道，2013 年一季度新增貸款中，中小、小微企業僅占比 28% (圖 3-2-4)，而一般國有大中型企業則獲得商業銀行貸款或通過債券融資等較為容易，因此不少資金寬鬆的大型企業都藉著參與到委託貸款，成為資金的供給方，有些利率高達 20% 以上，以獲取高額收益。

圖 3-2-4、委託貸款餘額及佔融資總量之比(月、十億元，%)、大
 中型企業和中小及微型企業貸款佔比(季，%)



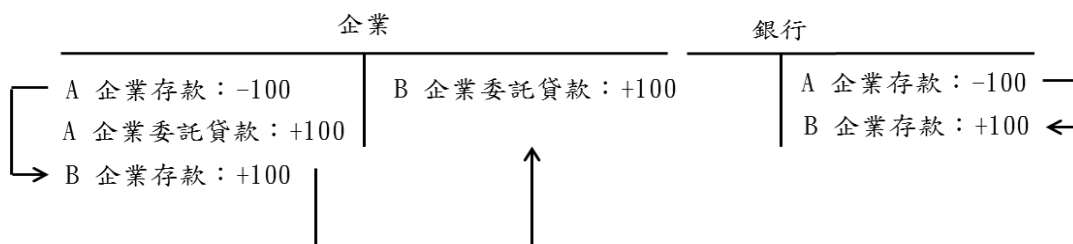
資料來源：CEIC、東方證券研究所

至於其風險，主要體現於企業在外部通過委託貸款獲得資金的活動中。由於受託的金融機構在整個委託貸款的業務中只負責代為發放、監管使用、協助收回，不會對任何的形式的貸款風險承擔責任。因此，委託貸款中，借款人到期能不能如約償付借款的風險就直接落到了委託人身上。而往往委託業務的風險承擔者對風險的認識不足。委託貸款與銀行貸款的審批不同，從貸款的投向到審批沒有一套科學、系統、嚴謹的程式，也相對缺少統一、規範的標準。因此在無形之中加大了委貸可能存在的風險。

其次，在委託貸款中銀行根據委託人確定的委託物件、用途、金額期限、利率來代為發放貸款，在整個委託貸款的過程中，銀行一直處於被動地位。加之銀行從中收取的手續費只是按照貸款額的固定比率收取，同時銀行不必對此貸款承擔風險。因此在該業務中，銀行缺少一定的積極性，在監督貸款的投放和收回上缺少動力，導致了在委託貸款的監管上出現漏洞。而最終的風險壓力還是加在了委託人身上。

另外，更有經濟學家分析，委託貸款的錢主要流向三個方面，一個是中小製造業企業，其本身獲利空間就非常低。第二是房地產，由於調控政策，房價下跌的機率非常高。第三是礦產等等，這些產業一旦進入下跌空間，就意味著這些信貸資金極有可能會形成爛帳。分析委託貸款所引起各部門資產負債表的變化，企業總資產出現了擴張，擴張程度等於委託貸款額，銀行的負債方進行了結構性調整，貨幣供給總量即 M2 沒有增加(圖 3-2-5)。

圖 3-2-5、委託貸款導致各部門資產負債表變化情形



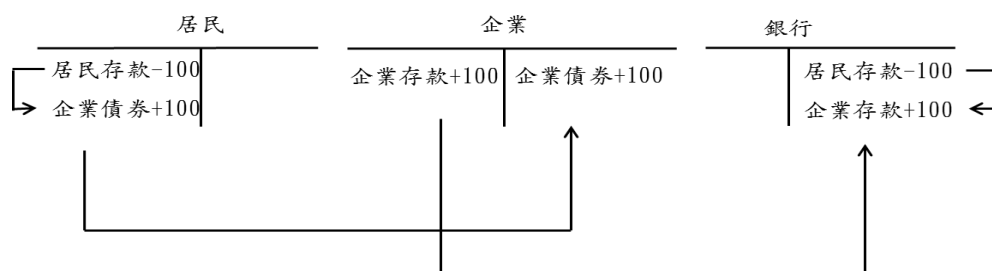
資料來源：東方證券研究所

3. 企業債券

此處的企業債券是廣義的概念，包括非金融企業發行的企業債券、公司債券、中期票據、短期融資券。企業債券存量自 2008 年以來增長迅速。並且從企業債券淨融資的發展趨勢來看，其增速遠高於社會融資總量的增速，2012 年以來表現的尤為明顯，預計未來企業債發行仍將持續保持高速增長態勢。

企業債券融資對各部門資產負債表的調整和貨幣供給總量的影響，應分兩種不同的情況：一是若居民部門購入企業債券，此種情況相對簡單，居民部門和銀行總資產和總負債沒有發生變化，居民資產方和銀行負債方分別進行了結構性調整，即由居民存款轉為企業存款；企業部門資產和負債同時擴張，貨幣供給總量未發生變化（圖 3-2-6）企業部門本身、非銀行金融機構或政府部門購買企業債券導致的各部門資產負債表的變化和對貨幣供給總量的影響，與上述分析相同。

圖 3-2-6、企業債券融資(居民購買)導致各部門資產負債表變化情況

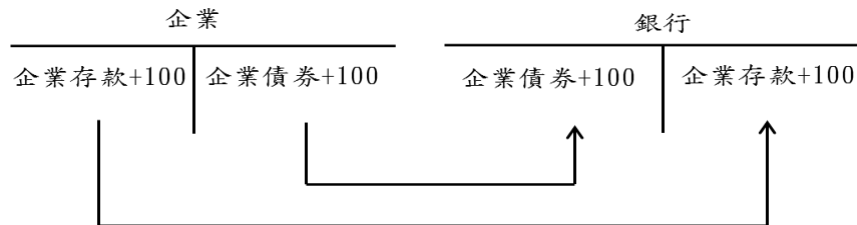


資料來源：東方證券研究所

另一種情況則是銀行從一級市場購入企業債券，其對各部門的資產負債表的影響與銀行發放貸款類似，企業部門資產方和負債方同時擴張，銀行的資產方和負債方也相應擴張，企業部門的負債增長對應銀行的資

產增長，銀行的負債增長對應企業的資產增長（圖 3-2-7）。銀行購入企業債券導致銀行負債方存款增加，因此貨幣供給總量即 M2 相應擴張。

圖 3-2-7、企業債券融資(銀行購買)導致各部門資產負債表變化情況



資料來源：東方證券研究所

4. 商業銀行承兌匯票

票據市場是發達金融體系中的重要支柱，早在 20 世紀 80 年代，美國的票據交易量已相當於其股票市場的交易量，占貨幣市場總量的 60%。目前大陸的商業銀行形成了“三票一卡”即支票、本票、匯票和信用卡為主體的結算制度。銀行承兌匯票是由收款人或承兌申請人簽發，並由承兌申請人向開戶銀行申請，經銀行審查同意承兌的票據，銀行承兌匯票是承兌行的擔保行為，屬於表外業務，無論是敞口銀行承兌匯票，還是全額保證金銀行承兌匯票，到期承兌行都必須承擔無條件付款責任。銀行承兌匯票以其資金安全性高，流通性強的特點，成為企業間、銀企間的重要融資和結算手段，這使商業銀行的銀行承兌匯票業務呈現出快速發展的態勢。銀行承兌票據貼現可以分為三種，分別是貼現、轉貼現和再貼現。

表 3-2-4、銀行承兌票據貼現方式

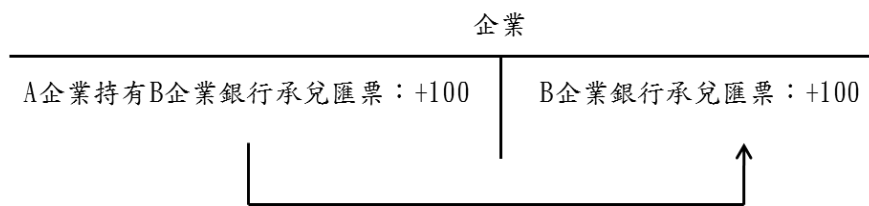
| 形式 | 對象 | 方式 |
|-----|--------|--|
| 貼現 | 持票人與銀行 | 客戶（持票人）將沒有到期的票據出賣給貼現銀行，以便提前取得現款 |
| 轉貼現 | 銀行與銀行 | 銀行將沒有到期的票據向其他商業銀行所作的票據轉讓，轉貼現一般是商業銀行間相互拆借資金的一種方式 |
| 再貼現 | 銀行與央行 | 再貼現是指貼現銀行持未到期的已貼現匯票向人民銀行的貼現，通過轉讓匯票取得人民銀行再貸款的行為，一為央行的貨幣政策工具 |

資料來源：本研究整理

未貼現的銀行承兌匯票在實體經濟中僅起到了結算和支付的功能，在沒有貼現之前，銀行承兌匯票的融資功能受到很大限制，但在短期內達到企業間的信用轉換功能，銀行則為擔保。從趨勢來看，未貼現銀行承兌匯票餘額 2009 以來增長迅猛。

未貼現的銀行承兌匯票僅引起企業部門資產負債表的變化，對商業銀行而言屬於表外業務，並未計入資產負債表，因此商業銀行資產負債表不變。企業部門總資產和總負債擴張，M2 不發生變化（圖 3-2-8）。

圖 3-2-8、未貼現銀行承兌匯票導致各部門資產負債表變化情況



資料來源：東方證券研究所

在具體的操作中，融資性票據是一種常見的方式。融資性票據是指票據持有人通過非貿易的方式取得商業匯票，並以該票據向銀行申請貼現套取資金，實現融資目的。融資性票據的目的可能是出票人，也可以是持票人，但通常都是關聯公司。通常都是貼現後資金回流到原來的出票人。

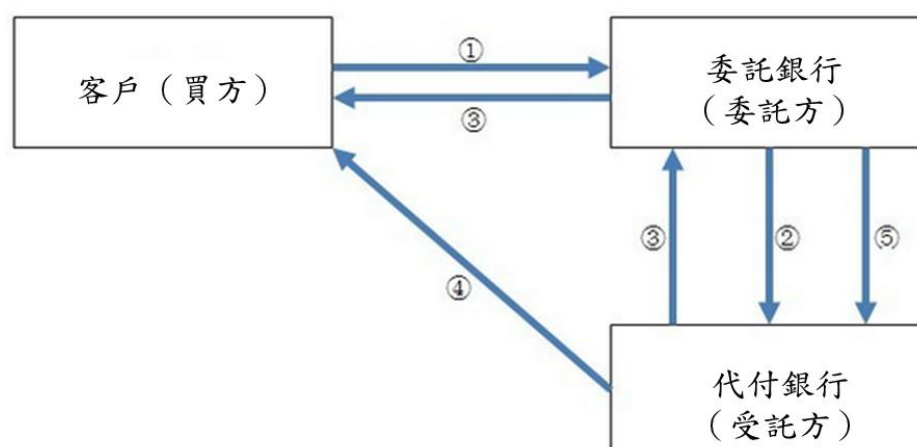
一份因真實貿易而產生的票據，即使在之後某個轉讓環節中成為無貿易的融資性交易（如用於償債），銀行為持票人辦理了貼現，也不會對承兌銀行構成風險或擴大貨幣投放。因為此票據是基於真實貿易而產生，通過商品的流通具有自償性；同時票據前手與持票人雖屬融資性交易，但如由前手向銀行貼現（更符合貼現政策，因前手與再前手具有貿易交易）後將資金劃轉給持票人，與持票人向銀行貼現取得資金，從貨幣投放的角度看，兩者是完全等效的。當然以下情況例外，出票人與收款人為關聯企業，為借貸交易而簽發融資性票據，收款人遂將票據轉讓與其有關聯交易的子公司，子公司作為持票人並提供合法但與該票據實際並無關聯的發票與合同，向銀行辦理了貼現，再將貼現款劃轉與前手。此類融資性票據看似轉讓後產生，其實仍在出票環節生成，只是借助於轉讓環節，實現貼現融資目的。由於銀行承兌匯票貼現後會計入商業銀行的

資產方的貸款中的票據融資項下，其對各部門資產負債表的影響和對 M2 的影響與貸款類似。

5. 同業代付

同業代付業務，是指銀行根據客戶申請，通過境內外同業機構或本行海外分支機構，為該客戶的國內貿易或國際貿易結算提供的短期融資便利和支付服務，分為境內同業代付和海外代付。其中，接受客戶申請、從同業機構融通資金，並委託同業機構將款項支付給該客戶交易對手的同業代付業務發起行稱為“委託行”，為委託行提供資金來源和代付服務的境內外同業機構或委託行海外分支機構稱“代付行”（圖 3-2-9）。同業代付業務始於 2009 年，迫於信貸規模受限，銀信合作、票據貼現被嚴格控制，從 2011 年以來，通過同業代付獲取放貸資金的做法，被商業銀行尤其是中小銀行廣泛使用。

圖 3-2-9、一般同業代付操作流程



第一步：(1)客戶提出申請。
第二步：(2)以自身名義委託他行提供融資。
第三步：(3)受託行在規定的對外付款日根據委託行的指示將款項劃轉至委託行帳戶上。
(或) (4)受託行直接付款給委託行客戶。

資料來源：中國資本聯盟

同業代付業務的主要形式有國內信用證代付、國內採購代付、保理代付等 3 種方式。

表 3-2-5、同業代付具體業務主要形式

| 形式 | 說明 |
|---------|--|
| 國內信用證代付 | 國內貿易中常見的支付結算方式，是開證銀行向受益人作出的保證付款的承諾，使收益人收款有保證 |
| 國內採購代付 | 企業向國內供應商採購原材料，向銀行提出融資申請，由銀行委託他行向供應商代為付款。此舉既回避了銀行無信貸資源的困境，同時解決了企業採購原材料的資金短缺問題，滿足銀企雙方各自所需，互利共贏。 |
| 保理代付 | 保理商(一般為銀行)基於買賣雙方均在中國大陸境內所形成的應收帳款，在賣方轉讓其應收帳款的前提下，為融資方提供融資服務，發放融資款時，不占用自己的資金，而是由協議代付行支付融資款。收到買方還款後，再向代付行支付本金利息 |

資料來源：本研究整理

各類代付業務在企業徵信系統中均無記錄，大陸銀行通過銀行間同業代付為企業融資，是海外代付在境內的創新運用，由於有銀行信用擔保，屬於低風險資產。在同業代付時，代付行的會計分錄為現金及準備金存款減少，同業存款增加；委託行則記在表外。對於委託行而言，它屬於表外業務，資產負債表規模不變，原本應計入貸款項下科目內的計入了投資項下；對於代付行而言，由於有委託行的擔保，它增加了一筆同業資產，也不計入貸款項下，不計提風險撥備，可以歸避監管部門的信貸規模管理要求。同時企業開立國內信用證時，銀行一般都收取 0.15% 左右的開證手續費，代付過程中銀行還加收 0.4-1% 不等的融資安排費等，從而可以有效增厚中間業務收入，並通過為他行代付，也獲取了相當於基準貸款的收益，實現了“曲線放貸”。

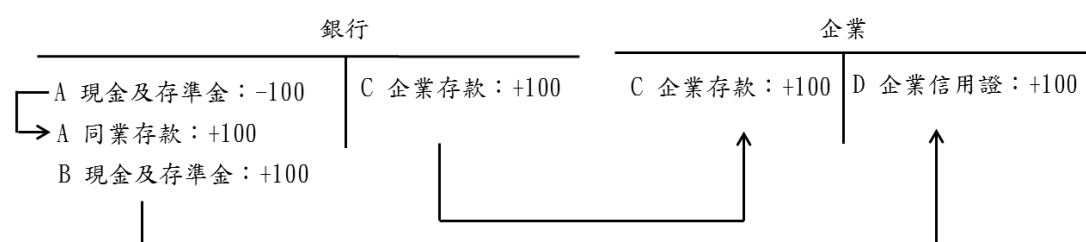
2012 年 8 月銀監會正式發佈了《關於規範同業代付業務管理的通知》(通稱為 9 號文)，要求：銀行開展同業代付業務應具有真實貿易背景，在會計處理時，當代付行是境內外銀行同業機構時，委託行應當將委託同業代付的款項直接確認為向客戶提供的貿易融資，並在表內進行相關會計處理與核算；代付行應當將代付款項直接確認為對委託行的拆出資金，並在表內進行相關會計處理與核算。同業代付回表意味著佔用商業銀行的信貸額度，該業務收到很大壓制，並且表內、表外兩種不同的處理方法對銀行和企業的資產負債表會造成不容的影響，對貨幣供給的影響也不盡相同。

同業代付餘額從總量來看 2012 年上邊年增長迅猛，與貸款之比基本與總量波動幅度一致，說明同業代付提供融資的節奏基本與貸款保持一

致，並未出現明顯的互補性，並且從規模來看，其對實體經濟的影響有限。值得注意的是近期銀行同業業務中的同業代付和買入返售均下降較快，預計與銀監會9號文出臺有直接關係。買入返售是同業代付中重要組成部分，但由於交易標的一般為票據和債券，而不是直接為實體經濟提供資金，因此將其歸類為影子銀行II，在下一部分中進行詳細分析。

最後，分析同業代付對各部門資產負債表變動的影響。此處假設A為代付行、B為委託行、C為賣方、D為買方，從銀行和企業資產負債表的變動來看，企業總資產和總負債擴張，表面上來看似乎是D企業對C企業提供了融資，若和銀行對應的資產和負債建立勾稽關係，這筆信用的源頭依然是銀行，銀行的總資產和總負債也相應擴張，其傳導機制與貸款相似（圖3-2-10），但並未納入監管部門的貸款範疇，無需計提撥備。並且此操作過程並未引起基礎貨幣的變化，從貨幣創生的角度來講，此種融資方式的貨幣乘數與傳統的貸款形成的貨幣乘數一致。

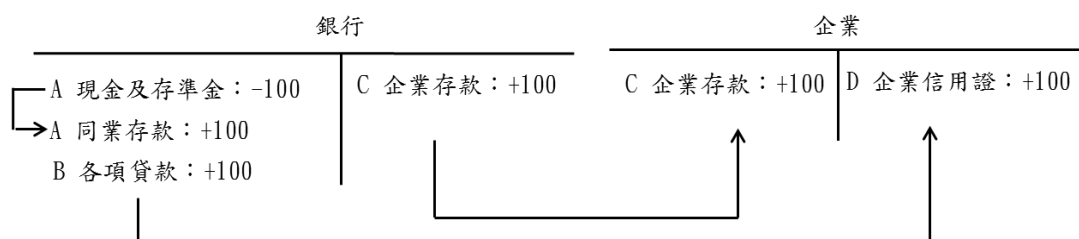
圖 3-2-10、同業代付(2013 年以前)導致各部門資產負債表變化情況



資料來源：東方證券研究所

2013年以來的情況較為簡單，將銀行資產方直接計入B的貸款，計提撥備，納入貸款監管範疇（圖3-2-11），並且銀監會將嚴格執行相關信貸審批程式，在客戶貿易融資授信額度內合理確定同業代付的金額和期限，加強貸款三查，嚴格信用風險管控。同時要求代付行應對同業代付業務的合作銀行採取名單制管理，將代付同業款項全額納入對同業機構的統一授信管理，並將代付同業款項與無指定用途的一般性同業拆借區別管理，加強相關信用風險控制。因此，這在很大程度上壓縮了同業代付未來增長的空間，不過，新的創新方法如上文中指出的票據對敲等有效規避監管，因此種創新會使信用鏈條拉長並多以非標債權為交易標的，並不直接為實體經濟提供融資，故屬於影子銀行II的範疇。

圖 3-2-11、同業代付(2013 年以後)導致各部門資產負債表變化情況



資料來源：東方證券研究所

6. 擔保公司

有關擔保公司之業務模式如下：個人或企業在向銀行借款的時候，銀行為了降低風險，不直接放款給個人，而是要求借款人找到協力廠商（擔保公司或資質好的個人）為其做信用擔保。擔保公司會根據銀行的要求，讓借款人出具相關的資質證明進行審核，之後將審核好的資料交到銀行，銀行覆核後放款，擔保公司收取相應的服務費用。

大陸擔保公司以前歸類為準金融類機構，現在屬於非金融機構，而銀行是屬於純金融行業，兩者形式上類似，功能上都能夠為企業融資，但還是有本質的區別。擔保公司不是以自有資金放貸，而是為企業信譽做擔保，由銀行放貸。也就是說企業在銀行資信度不夠達到貸款標準，可以找擔保公司擔保，那麼擔保公司做的就是銀行不願意做的那部分業務，風險由擔保公司來承擔。擔保公司的優勢就是門檻低，辦事效率高，放款速度快，接受各種形式的抵質押物做為反擔保措施，比如房產、車輛、商標、股權等等抵質押物。

因此，擔保公司如果從定義上來說，不應該算作是中國式類銀行（如果按照美國的定義，應算作影子銀行）。根據規定，擔保公司主要是在其合作銀行與貸款客戶之間提供擔保服務並收取擔保費。但是，擔保業務貢獻的利潤並不大，並且從事銀行貸款擔保業務，不僅對擔保公司的銀行資源有要求，還對擔保公司的資本規模、公司治理水準及風險控制能力等有較高要求。因此，不少擔保公司放棄主業，直接從市場吸收資金，發放貸款，變相從事放貸業務。

7. 小額貸款公司

大陸自上世紀90 年代中旬，已經開始探索為小微企業提供融資的服

務主體。小額貸款公司是由自然人、企業法人與其社會組織投資設立，不吸收公眾存款，經營小額貸款業務的有限責任公司或股份有限公司，其主要服務則為提供“三農”貸款、扶持小微企業，

1994 年，大陸開始開展農村小額貸款信貸業務試點工作，在促進農民增收與發展農村經濟方面，發揮其他信貸方式無法替代的作用，此時其形式主要為“掛靠政府的民間組織”。2000年後，大陸的小額信貸以農村信用社小額農貸的模式開始大規模推廣，在其國內有不少非政府組織的小額信貸機構出現。2005 年5 月，中國人民銀行和中國銀行業監督管理委員會會同財政部、農業部、商務部、工商總局等正式決定在民間融資活躍的四川、貴州、內蒙、陝西、山西等五省進行民間小額貸款試點，組建“只貸不存”的小額貸款公司，嘗試以商業化、市場化的模式發展小額信貸業務。但是由於人民銀行沒有批准金融機構執照的許可權，由其推動的小額貸款公司沒有合法地位。2008年5月4日，中國人民銀行會同中國銀行監督委員會聯合發佈了《關於小額貸款公司試點的指導意見》，給予小額貸款公司合法的地位。

小額貸款公司與農村信用社、村鎮銀行一起，構成了提供農村地區、小微企業金融服務的一個金融體系層次，彌補了大型商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行在服務廣大基層與農村地區的不足。近來溫州市金融綜合改革中提到的村鎮銀行與小額貸款公司，存在諸多方面的不同(表 3-2-6)，也正是因為這些區別，造成了二者轉制相關話題的不斷升溫。

表 3-2-6、小額貸款公司與村鎮銀行主要區別

| | 村鎮銀行 | 小額貸款公司 |
|------|-------------------------------------|---|
| 發起人 | 銀行業金融機構 | 自然人、企業法人及其他社會組織 |
| 企業性質 | 金融機構 | 股份制企業，不吸收公眾存款 |
| 審批部門 | 銀監會 | 地方政府金融辦 |
| 監管部門 | 銀監會 | 多部門協同管理 |
| 業務範圍 | 各類銀行業務 | 小額貸款 |
| 利率 | 參照農信社，在國家公布的基準利率的基礎上允許上浮不超過 40% 的幅度 | 不高於人民銀行公布的基準利率的 4 倍，下限不得低於貸款基準利率 0.9 倍，具體利率的浮動幅度、貸款期限，由借貸雙方依法協商確定 |
| 經營 | 在主發起銀行完全控制下經營 | 所有權和經營權分離經營 |
| 信用 | 法人信用 | 自然人信用+法人信用 |

資料來源:協會網站，中信建投研究所

(二) 影子銀行Ⅱ

根據我們之前對影子銀行的界定，影子銀行Ⅱ（金融交易類）是服務於資本市場，專門用於次級市場交易的傳統業務體系，主要包括：非貸款類信託、銀行理財產品、買入返售、公募基金、私募基金、社保基金、保險資管、證券公司資管、證券公司自營。

1. 非貸款類信託

非貸款類信託主要包括交易性金融資產投資、可供出售及持有至到期投資、長期股權投資、買入返售、存放同業及其他。從各項構成的占比來看，2010年以來交易性金融資產投資、可供出售及持有至到期投資上升較快；長期股權投資有所下降；買入返售基本保持不變；存放同業和其他波動幅度較大。

2. 銀行理財產品

大陸銀行理財產品的發展歷史很短，從2004年開始到現在僅有不到8年的時間，但是理財產品在此期間取得了長足的進步。這八年發展歷程大概可以劃分為三段，分別是理財產品的初創成長期、理財產品的快速發展期和理財產品的政策規範期，對應的時間段分別為04-05年、06-10年以及11年到現在。近年來，大陸銀行理財產品規模發展快速，從2010年初，每月發行量不足800只，到2012年9月份的2500只，短短兩年間翻了3倍。理財產品爆發式增長的原因可以歸納為以下兩點

- (1) 地產調控和股市低迷降低了相關基礎資產的吸引力，而基金、券商理財和陽光私募產品發行緩慢；
- (2) 得益於銀行絕對的管道和客戶資源優勢，銀行加大了對理財產品的發行推廣力度。

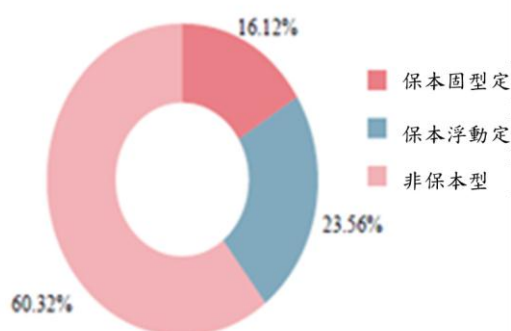
2012年上半年，銀行體系發行的理財產品規模總計達到6兆元，隨著理財產品收益率的下降，銀行的發行規模開始下降。截止3季度末，中信銀行理財產品的總規模達到2000億元，而工行的理財產品規模則為9900億元。這樣龐大的資產規模在增加銀行中間業務收入的同時，也在為銀行補充了相應的存款來源。

目前，大陸市場上銀行理財產品種類繁多，銀行一般根據理財資金運

用的預期收益，扣減相關費用（如手續費、銷售費用等），並結合利潤要求，確定理財產品預期收益率。理財資金主要投資於債券、票據、信託等產品，其收益一般隨著市場情況的變動而變動，因此，在銀行發行的理財產品中，一直以浮動型理財產品為主，浮動型理財產品數量占比一直高達80%。由於固定型理財產品在會計處理上記入存款，可應對貸存比考核，所以在2011年6月銀監會推出月度貸存比考核後，固定型理財產品占比又從低點回到20%的穩定水準。

與其他投資一樣，投資者購買銀行理財產品是要承擔一定投資風險的，而且不同理財產品具有不同的風險收益特徵。有的產品是保本型理財，屬銀行自營業務，投資者承擔的風險相對較小，屬於表內理財產品。有的產品是非保本型理財，屬銀行代客經營的中間業務，銀行收取手續費，投資風險由投資者自行承擔，屬於表外理財產品。國外的銀行和大陸的外資銀行發行的理財產品主要以結構性產品為主，通過衍生交易使收益與利率、匯率等金融指標掛鉤動，並隨之浮動，波動較大。中資銀行自2004年後推出理財產品業務，最初也以發行這類結構性產品為主，但目前占比已經很小，2012年總共發行了僅801款，占比為1.08%。目前，中資銀行主流的理財產品真實投資於某類資產，依靠資產收益獲取產品收益，保本或者非保本都有，收益名義上一般都是浮動的，但實際上幾乎所有銀行都按照預期收益率支付，事實上是保本保收益，所以一般都被投資人看作存款的替代物。

圖3-2-12、2012年以來表內和表外理財產品佔比

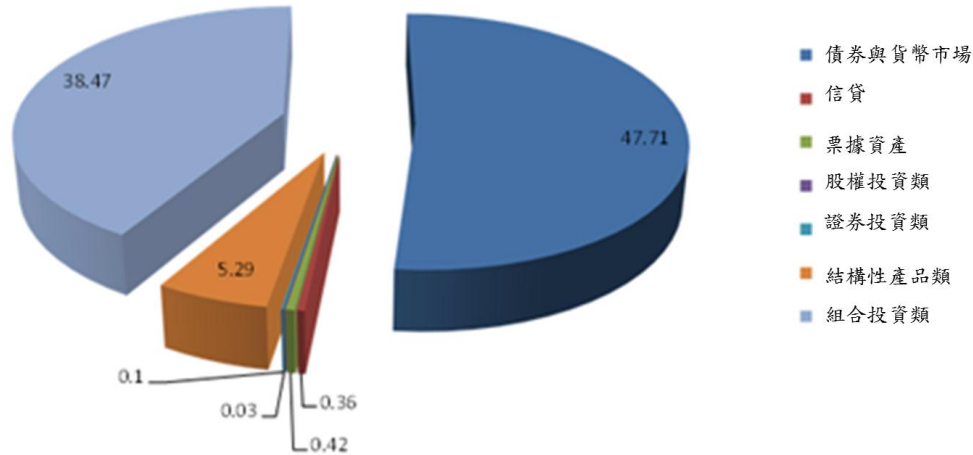


資料來源：WIND、中信建設證券研究發展部

按照投資標的不同，可以將其分為債券與貨幣市場類、信貸類、票據資產類、股權投資類、證券投資類、結構性產品、組合投資類及其他類產品。2012年的各類產品的分佈如下，債券和貨幣市場類占比接近一半，其

餘是組合投資類，占比超過三分之一，而單純的信貸類產品則大幅縮減，數量只占0.36%（圖3-2-13）。

圖 3-2-13、2012 年銀行理財產品各類型產品投資分布

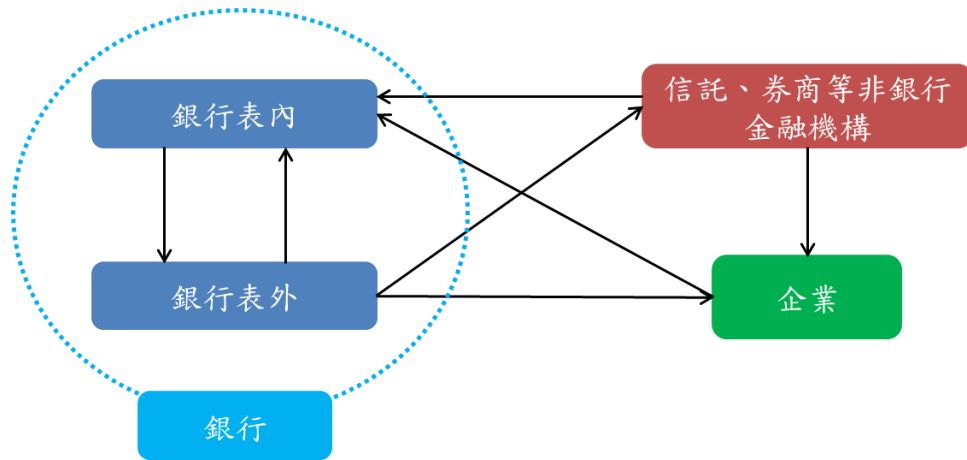


資料來源：《中國理財市場發展報告2012-2013》

在金融脫媒的背景下，面對銀行存款吸引力下降，自然會選擇通過發行理財產品的的方式使得存款仍然留在銀行系統內。銀行理財產品是銀行體系內核心的影子銀行形式，通過理財產品這一工具，在內部與投資銀行等新興業務相結合，在外部通過銀信合作等方式構成影子銀行的業務鏈條，由於依託於商業銀行，在金融體系中的能量巨大，往往是連接影子銀行 I 和影子銀行 II 的重要通道，由於其並不直接投向於實體經濟，而是投資於非標債權或企業債券，因此將其歸類為影子銀行 II。近幾年由於銀行理財產品的飛速發展和其在融資體系中的特殊地位，甚至達到影響市場的流動性和整個信貸政策、貨幣政策的程度。

在運作模式上，中資銀行的理財業務一般不是一個獨立有形的部門，它是縱貫銀行內部諸多子部門的一條產品線。通常金融市場部、投資銀行部等交易部門負責產品設計與管理，公司金融部和個人金融部負責產品銷售與客戶關係，其他一些部門也會參與。此外，在資金運作等環節，銀行通常會與外部機構合作，主要是信托公司，也包括券商、基金公司、資產管理公司等。在多數的合作中，銀行負責實際的投資運作工作，外部機構按照銀行的指令操作，實際上承擔通道的職能（圖3-2-14）。QDII等極少數理財產品，由外部機構作為投資管理人負責投資運作。

圖 3-2-14、銀行理財產品運作示意圖

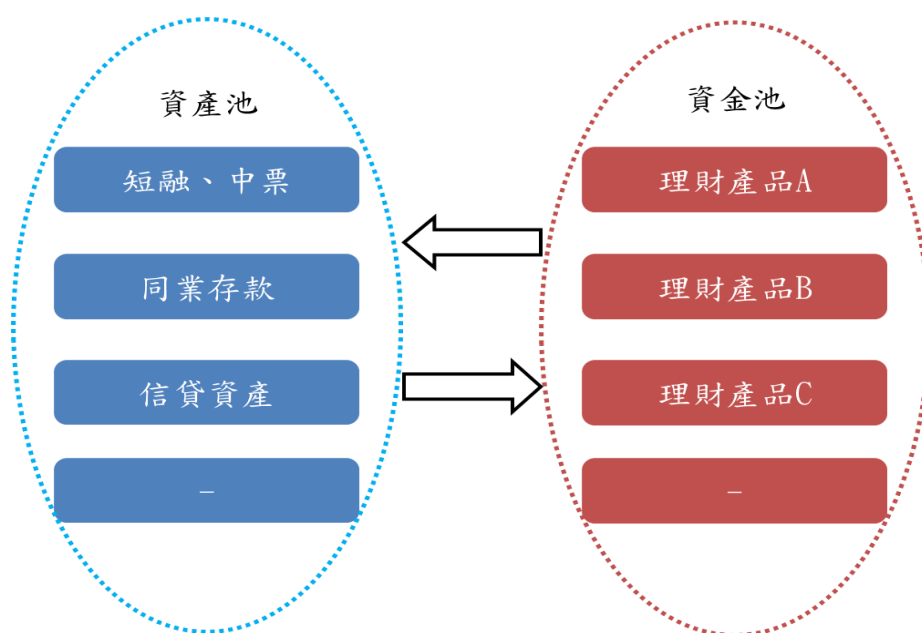


資料來源：東方證券研究所

在經歷了最初的熱銷以及銀信合作監管套利的野蠻發展後，大陸理財產品的發行增速出現了小幅回落，各種監管套利行為也在監管層的壓力下有所收斂，銀行理財產品逐步從監管套利向資產管理的方向轉變，近幾年以來“資產池”模式成為中資銀行進行理財產品運作普遍採取的一種方式，運作模式的核心是：“短錢長投”和“滾動發售”。通過多個理財產品資金的集中管理，利用資金的期限錯配來實現利差，形成資金規模效應。該模式最初由具備理財規模優勢的國有大行所發起，後被中小商業銀行所效仿。目前，國有大行的資產池規模幾乎相當於一個大型城市商業銀行的總量，在流動性轉換中具有十分重要的作用。

在“資產池”模式下，採取集合管理再通過信託形式進行運作，以滾動發行產品或投資人贖回申購的方式來籌集短期資金池，資產池中的資產則是長期的，通過進行適當的期限錯配來獲取收益。具體來說，“資金池”通過滾動發行理財產品，保證穩定的資金來源，“資產池”集合投資進行資產配置，理財管理部門的主要職責即包括管理產品發行和到期時間，保證“資金池”內的最低流動性，以防出現流動性風險（圖3-2-15）。

圖 3-2-15、資產池和資金池”多對多”示意圖



資料來源：東方證券研究所

實際上，絕大多數“資產池”內會配置一定的信貸類資產，從10%到70%不等，是支撐資產池整體高收益的主力。除此之外還配置了債券、票據、同業存款，有些甚至可以投於各種收益權、未上市股權、信託計畫、公募及私募基金等各類的金融資產，範圍非常寬泛。需要指出的是，2010年末以來，銀監會不斷對入池資產進行限制，明令信貸資產和票據不得新裝入資產池，但有些銀行通過規避監管的方法仍然在運作這類資產。

銀行理財產品計畫募集公眾短期資金，投資於包括信貸資產在內的各種長期資產，具備了銀行業務的主要特徵：期限及信用風險轉換、流動性保障、支付固定收益。同時，這些在業務又發生在表外，不用受到監管部門對銀行業務的監管。大陸的銀行理財產品是一種非常具有影子銀行特點的金融活動，甚至很容易在國外找到其原型：例如，一些開放式的貨幣型產品非常類似於貨幣市場存款帳戶，掛鉤型產品相當於結構化融資工具，信貸類產品則相當於簡易型的信貸資產支援票據，其他一些產品則具有私募基金的性質。其中最為典型的是資產池類理財產品，非常類似於西方的結構化投資工具 SIV (Structured Investment Vehicle)。

SIV也是採取借短投長的運作模式，一般由銀行等金融機構設立，運作方式在商業票據市場發行資產支援商業票據 (ABCP) 來獲取資金購買較長期的高回報資產。該資產可以是抵押貸款證券或企業貸款、貿易應收

款、投資級別的結構性證券等。SIV用這些資產的利息來支付其所發行的票據利息，其利潤所得主要來自短期票據和長期債券之間的利差。1988年花旗銀行創建了第一隻SIV，20世紀90年代後期，SIV模式紛紛被銀行、對沖基金和其他金融機構所效仿。

流動性的風險內生於SIV的運作方式。一旦商業票據市場收縮或凍結，影子銀行就無法通過新票據的發行來償還已到期的舊票據，以致其資金鏈斷裂。雖然SIV是獨立特設的機構，它的資產負債不併入商業銀行表內，但銀行往往要為其提供流動性支援以及信用增強。當這些表外實體出現巨額虧損時，銀行往往就要為自己旗下SIV承擔責任。金融危機期間，貝爾斯登、花旗、滙豐、BNP等金融機構都因其旗下的SIV遭受巨額損失，大量SIV遭到清盤或關閉。

表 3-2-7、大陸理財資產池與 SIV 的主要區別

| | 理財資金池 | SIV |
|------|--------|--------|
| 資金來源 | 發行理財產品 | 發行商業票據 |
| 機構型態 | 非獨立法人 | 法人 |

資料來源：本研究整理、《流動性經濟學之三：影子銀行國際圖景及我國形態（上）》、《流動性經濟學之四：影子銀行國際圖景及我國形態（下）》

大陸銀行理財的總規模至2012年底為7.10兆元，2009年至2012年年均複合增長率61.04%，與貸款餘額之比由4.25%上升至11.27%，與商業銀行總資產之比由2.10%上升至5.31%。銀行理財產品是影子銀行構成中增長速度最快的部分，也是打通影子銀行I和影子銀行II之間聯繫的橋樑。

3. 買入返售

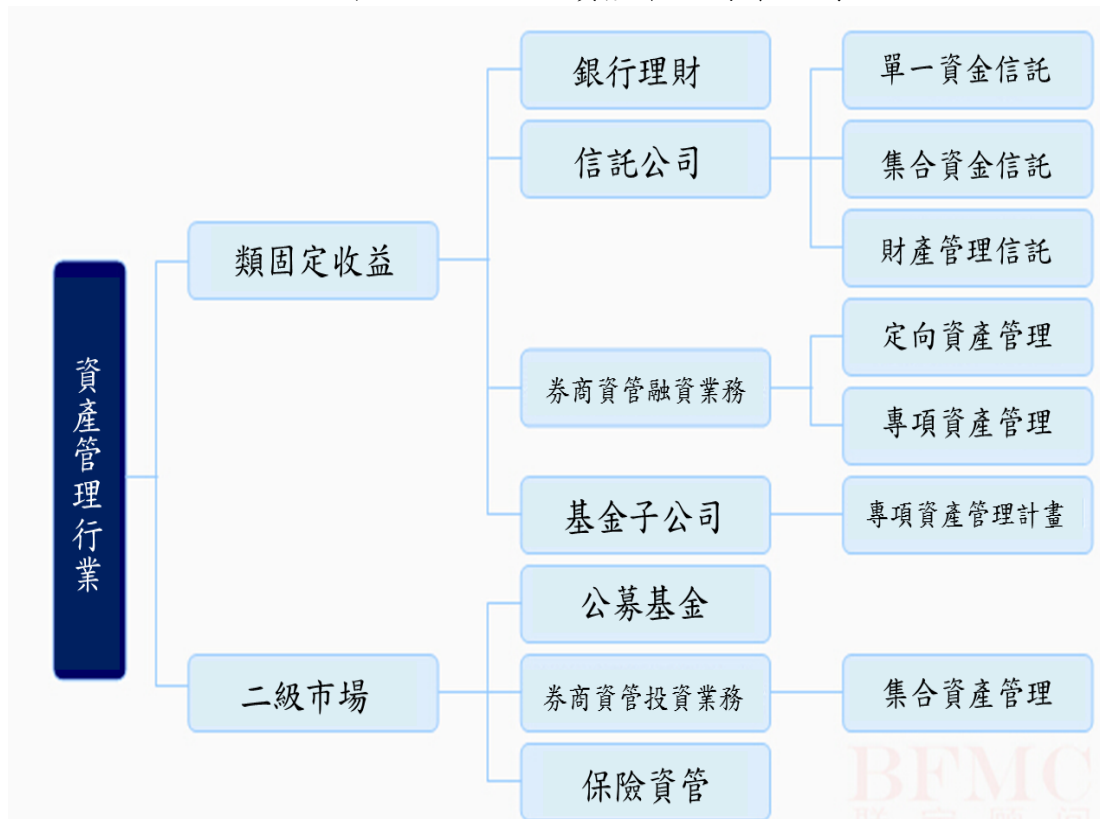
銀行間的票據相對委託是一種典型的通過買入返售規避監管的方式，即A銀行買入B銀行的票據，B銀行承諾在一定期限後回購，買入時A銀行會計分錄為現金及準備金存款減少，買入返售證券增加；與此同時，B銀行買入A銀行相同金額的票據，同時A銀行承諾相同期限後回購，這是A銀行會計分錄為現金及準備金存款增加，票據減少，最終結果表現為票據減少，買入返售證券增加，由於票據貼現計入貸存比計算的分子，同時經風險暴露也須計提資本，在經過雙向買斷後，兩個監管指標都得到改善。B銀行的資產負債表結構變化與A銀行一樣，它也從對敲操作中獲得監管緩釋的益處。實際上，上述操作類似於互換協議，但經過操作後本來位於貸款

項下的科目卻轉入投資項下。至2013年4月銀行間買入返售餘額為4.18兆元，近期均有所下滑。

4. 證券資產管理

大陸影子銀行資金來源中，近期值得注意的是資產管理業務，尤其是證券資產管理業務近期的蓬勃發展，為大陸影子銀行注入成長的動力。

圖 3-2-16、大陸資產管理行業結構



資料來源：中國資產管理行業發展報告(2013)

(1) 券商資產管理之興起

經紀、自營、投行是券商三大傳統業務，此前經紀業務和自營業務對券商業績貢獻最大，但是，隨著經紀業務競爭的日趨激烈，以及自營業務受行情影響較大，券商難逃靠“天”吃飯的困境。在鼓勵券商創新的背景下，融資融券、資產管理等創新業務成為券商新的利潤增長點，而資產管理業務由於其低風險的穩定盈利能力受到普遍青睞。

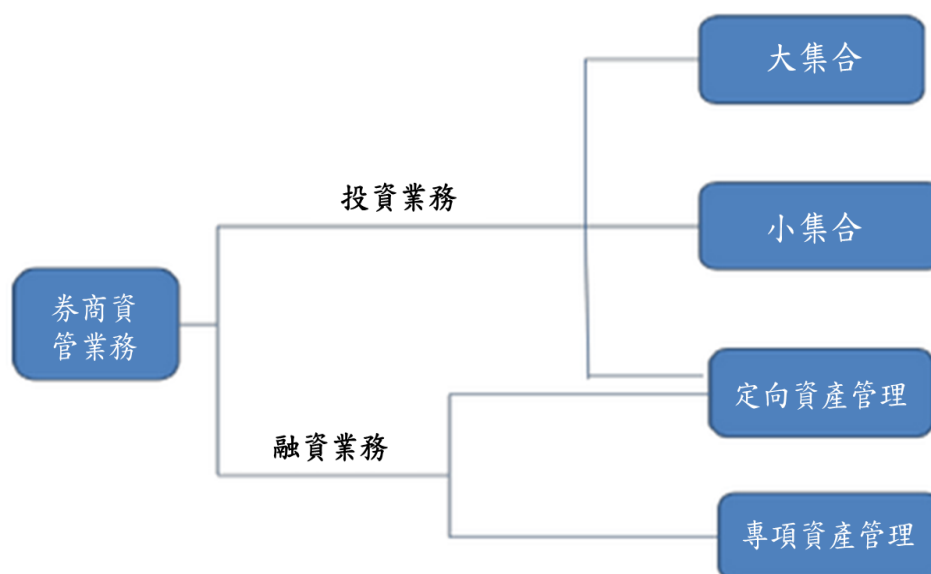
券商資管業務規模急劇膨脹，既是券商大力創新的產物，也是各券商為了自身的利益搶佔市場份額的必然結果。但是，在券商不遺餘力地擴張

資管業務規模的同時，必須規範運作，切不可因為冒進或為了利益而陷入風險的泥潭之中。由於風險意識淡薄，券商付出巨大代價的例子並不少見。例如，大陸曾歷經整頓券商行業的情況，主要原因在於諸多券商內控機構缺失，風險意識差，在市場競爭與生存的雙重壓力下不惜鋌而走險，最終釀成無法挽回的結局，像華夏、南方等三大老牌券商無一倖免。而目前隨著券商資管規模的越來越大，意味著隱藏的風險也就越大，如果券商運作不慎，就有可能產生嚴重的後果，並對整個券商資管業務的發展產生較大的影響。

(2) 券商資產管理之型態

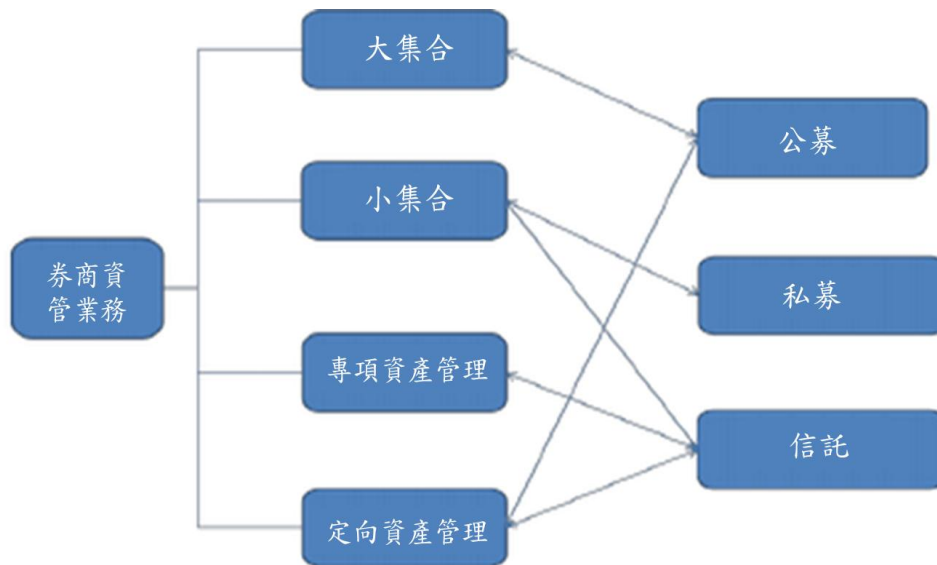
證券公司（券商）的資產管理業務由集合資產管理、定向資產管理、專項資產管理三部分構成，其中，集合資產管理又分為大集合和小集合，大集合於2013年6月以後停發，券商資管子公司（部門）可申請公募牌照，發行公募基金產品。未來，券商資管將一手是基金牌照，另一手是信託牌照；一邊對接投資需求，另一邊對接融資需求，發展空間將不可限量。

圖 3-2-17、券商資產管理業務結構



資料來源:中國資產管理行業發展報告(2014)

圖 3-2-18、券商資產管理業務面臨之行業外競爭



資料來源:中國資產管理行業發展報告(2014)

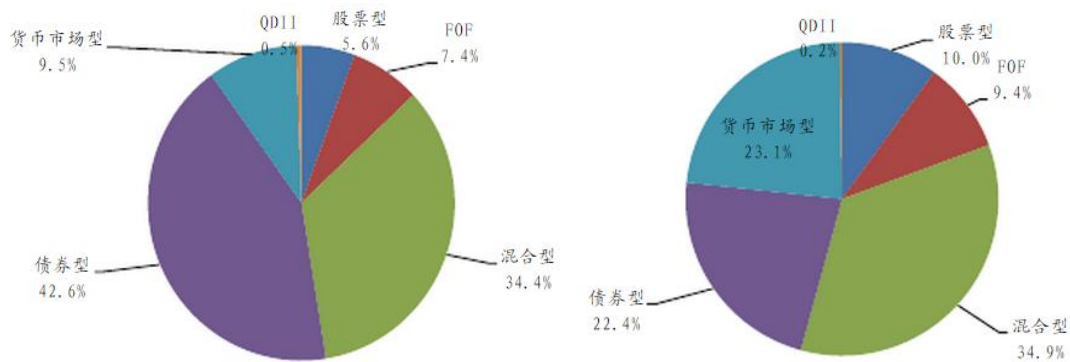
● 集合資產管理計劃

集合資產管理計劃屬於券商資管的投資業務，主要投資於二級市場的有價證券。集合資產管理業務規模從2009年的978億人民幣提升到了2013年底的5652億人民幣，僅僅用了4年的時間就增加了478%。截至2014年3月底，存續的集合資產管理計劃共計1381只，資產規模達3786億人民幣。存續的集合資產管理計劃主要投向債券、協議存款或定期存款、股票、信託計劃等領域，投資規模分別為1075億人民幣、676億人民幣、592億人民幣、467億人民幣，分別占投資總規模的31%、20%、17%、14%。2013年集合資產管理計劃發行量呈現先高後低的局面。在經過上半年的快速增長後，2013年6月伴隨著新《基金法》的推出，券商資管大、小集合的劃分被取消，而大量券商的公募基金資格尚在申請過程中，這使得集合類業務受到重挫，集合產品發行量出現明顯下跌。2013年6月當月從1~5月的月均400餘只，回落到100多只的水準。

從2013年券商集合資產管理產品類型分析，券商為了彌補股票市場低迷帶來的影響，大量推出債券型、貨幣類產品，並獲得市場認可，而在產品分級、投向拓展等方面的優勢將有助於券商在這一市場進一步擴大市場份額。在產品創新方面，各券商也各出奇招，主要創新方向包括：運作形式創新的分級產品、投資標的創新的信託類投資產品，以及功能定位創新的現金管理類產品。

長期來看，隨著券商公募基金資格的陸續獲批和新產品的推出，憑借在二級市場投資的豐富經驗，券商集合資產管理計劃，或者公募基金產品都將大有作為。

圖 3-2-19、券商集合資產管理計畫產品數量(左圖)/產品份額(右圖)分布



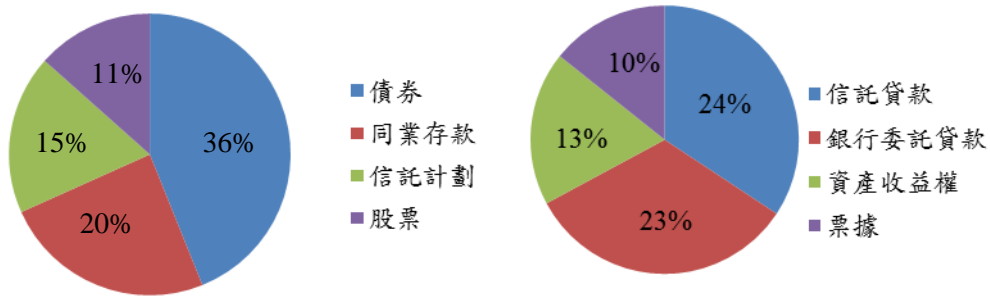
資料來源:中國資產管理行業發展報告(2014)

● 定向資產管理計劃

券商的定向資產管理業務本質上是銀信合作通道業務的變種，它通過壓低傭金費用，搶占部分原本屬於信託的業務，快速做大規模。截至2014年3月底，券商定向資產管理業務資產規模達5.69萬億人民幣，占總規模的93.6%，其中，主動管理定向資產規模為5110億人民幣；被動管理定向資產規模為5.17萬億人民幣，占資產管理業務總規模的85%。從增量看，截至2014年3月，券商新簽訂定向資產管理合約666份，其中主動管理51份、被動管理615份，受託規模分別為40億人民幣和2995億人民幣。不管是增量還是存量，被動管理產品都占據定向資產管理業務的主流，主動管理產品的市場規模十分有限。

從投資方向上看，在截至2013年3月底的存量中，主動管理定向資產管理業務主要投向債券、同業存款、信託計劃及股票，投資規模分別為2047億人民幣、1111億人民幣、828億人民幣、599億人民幣，分別占總投資規模的36%、20%、15%、11%。被動管理定向資產管理業務主要投向信託貸款、銀行委託貸款、資產收益權及票據，交易規模分別為1.24萬億人民幣、1.2萬億人民幣、6701億人民幣、5407億人民幣，分別占總交易規模的24%、23%、13%、10%。

圖 3-2-20、券商資產管理之型態佔比

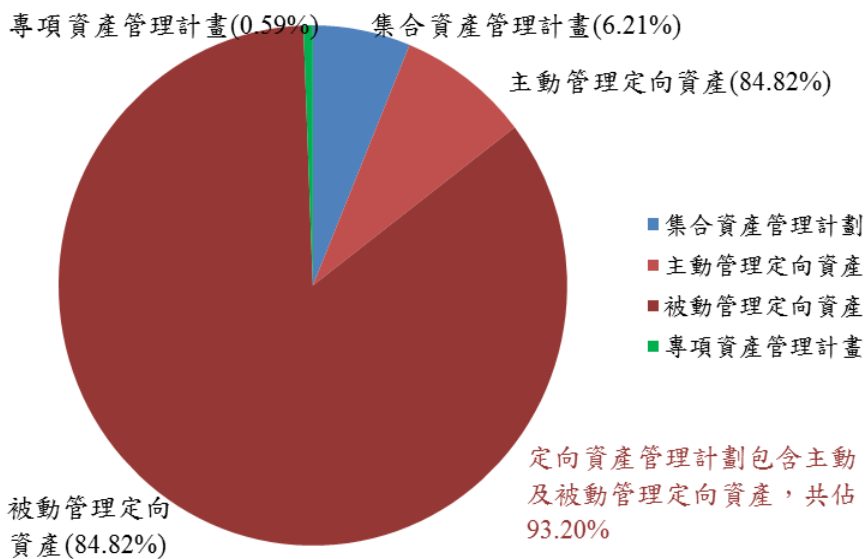


資料來源:中國資產管理行業發展報告(2014)、本研究整理

● 專項資產管理計劃

專項資產管理計劃是指客戶將其指定資產委託給券商發行資產證券化產品並進行管理的業務，專項資產管理計劃長期以來規模增長乏力，也是目前監管層對專項資產管理計劃監管較嚴的正常反應。到 2013 年底，專項資產管理計劃累計發行規模約為 360 億元，尚處在存續期的有 100 多億人民幣。

圖 3-2-21、券商資產管理之型態佔比



資料來源:本研究整理

(3) 券商資產管理近況

● 發行產品數量

分析歷年券商集合資管產品的發行情況可以發現，2007~2011 年，券商

集合資管產品基本處在萌芽期，狹窄的投資範圍和審批制的存在使定位高淨值客戶的券商資管產品缺乏競爭力，業務拓展緩慢。2012年資管新政實施之後，中國證監會對券商資管業務的投資範圍進行了極大的放開，允許資管計劃投資包括銀行、信託公司等金融機構發行的產品，券商資管產品發行量隨後也出現了爆發式增長。2012年新發數量236只，比2011年增長了超過100%。2013年的新發產品數量又增加了超過7倍，達1929只。

● 發行產品規模

從2011年底的2818.68億人民幣到2012年底的1.89萬億人民幣，再到2013年底的5.2萬億人民幣，最後到2014年第一季度突破6萬億人民幣，券商資產管理業務呈爆發式增長的勢頭。截至2014年3月底，券商資產管理業務資產規模約為6.08萬億人民幣，其中，集合資產管理業務資產規模為3786億人民幣，占總規模的6.2%；定向資產管理業務資產規模約為5.69萬億人民幣，占總規模的93.6%；專項資產管理業務資產規模為135億人民幣，占總規模的0.2%。

表 3-2-8、券商受託管理資本金額規模(億人民幣)

| 時間 | 規模 |
|---------|--------|
| 2011/12 | 2,819 |
| 2012/06 | 4,802 |
| 2012/12 | 13,000 |
| 2013/06 | 34,200 |
| 2013/12 | 52,000 |
| 2014/07 | 70,000 |

資料來源:經濟日報、中國資產管理行業發展報告(2014)

短短兩年時間內，資管業務規模增長超過17倍，該項業務也實現了超乎常規之發展。

● 機構排名

從發行數量看，2013年，一共有87家券商和資產管理公司總計發行2000只左右產品，其中，排名第一的為海通證券，共發行了127只產品；華融證券以124只排名第二；2012年發行產品數量最多的國泰君安證券在2013年排名第三。從發行份額來看，排在前三名的分別是海通證券、國泰君安證券和廣發證券。

從已披露年報的 10 家券商資產管理業務手續費淨收入情況看，中信證券以 13.6 億元排名第一，相較於 2012 年增長 484.24%；宏源證券、光大證券分別位於第二和第三，淨收入分別為 3.63 億元和 2.24 億元。增長率最高的為國金證券，從 2012 年的 6.42 萬元增長到 2013 年的 0.5 億元，增長了 777.8 倍。

表 3-2-9、大陸券商機構前三大排名

| 名次 | 發行數量 | 發行份額 | 管理業務手續費淨收入 |
|----|--------|--------|------------|
| 1 | 海通證券 | 海通證券 | 中信證券 |
| 2 | 華融證券 | 國泰君安證券 | 宏源證券 |
| 3 | 國泰君安證券 | 廣發證券 | 光大證券 |

資料來源:中國資產管理行業發展報告(2014)、本研究整理

總體來看，2012 年券商創新大幕開啟以來，券商資管在大陸資產管理行業中的競爭力大大增強。主要表現在以下三個方面：

1. 產品的發行審核制度由核準制改為備案制，產品審批流程大為簡化
2. 集合資產管理引入份額分級機制，為券商依據不同的資產現金流類型對應設計相應產品，資管產品的風險匹配與產品適應性得以大幅度提升
3. 券商資管的投資範圍延伸到銀行理財、集合資金信託等，較大的投資範圍拓寬了券商資管計劃的投資譜系。

(三) 影子銀行Ⅲ

目前大陸衍生品交易主要集中在銀行間市場，主要包括：人民幣外匯遠期、外匯掉期、貨幣掉期、外匯期權、債券遠期、利率互換、遠期利率協議及信用風險緩釋工具，以利率衍生品和外匯衍生品為主主要的交易媒介包括中國外匯交易中心和貨幣經紀公司（包括上海國際、上海國利、平安利順、中誠寶捷思、天津信唐）。中國外匯交易中心是大陸 OTC 衍生品最主要的電子交易平臺。

1. 利率衍生品

利率互換是銀行間市場較為活躍的衍生品，其市場規模從 2006 年推出至今保持了較快的增長速度。2012 年，人民幣利率互換市場交易 2.87 兆元，同比增長 8.4%；從期限結構看，1 年及 1 年期以下的交易最活躍，名目本金金額為 2.23 兆元，占總量的 77.55%；從參考利率看，人民幣利率互換交易的浮動端參考利率主要包括 7 天回購定盤利率和 Shibor。相比之下，債券遠期和遠期利率協定市場交易清淡（表 3-2-10）。

表 3-2-10、利率衍生產品交易情況

單位：筆、億元

| 年份 | 債券遠期 | | 利率交換 | | 遠期利率協議 | |
|------|-------|---------|--------|----------|--------|-------|
| | 筆數 | 金額 | 筆數 | 金額 | 筆數 | 金額 |
| 2006 | 398 | 664.5 | 103 | 355.7 | - | - |
| 2007 | 1,238 | 2,518.1 | 1,978 | 2,186.9 | 14 | 10.5 |
| 2008 | 1,327 | 5,005.5 | 4,040 | 4,121.5 | 137 | 113.6 |
| 2009 | 1,599 | 6,556.4 | 4,044 | 4,616.4 | 27 | 60.0 |
| 2010 | 967 | 3,183.4 | 11,643 | 15,003.4 | 20 | 33.5 |
| 2011 | 436 | 1,030.1 | 20,210 | 26,784.9 | 3 | 3.0 |
| 2012 | 56 | 166.1 | 20,945 | 29,021.4 | 3 | 2.0 |
| 2013 | 1 | 1.0 | 24,409 | 27,277.8 | 1 | 1.0 |

資料來源：全國銀行間同業拆借中心，2013 年中國人民銀行年報。

2. 外匯衍生品

自 2006 年推出人民幣外匯交換產品後，外匯衍生品市場交易逐漸活躍，尤其是外匯交換交易規模增長快速。2010 年 6 月，中國人民銀行重啟人民幣匯率形成機制改革後，人民幣外匯交換交易增速放緩，特別是外匯管理局對銀行按照收付實現制原則計算的部位餘額進行下限管理，人民幣外匯衍生品市場出現了結構性變化。2011 年人民幣外匯交換交易累計成交額折合 17710 億美元同比增長 38.0% 其中隔夜美元交換成交 10220 億美元，占交換總成交額的 57.7%；人民幣外匯遠期市場累計成交 2146 億美元，同比增長 556.8%。

3. 信用風險緩釋工具

信用風險緩釋工具（CRM），也稱中國版的 CDS，是中國首種信用衍生品。2010 年下半年，大陸銀行間市場交易商協會發佈了《銀行間市場 CRM 試點業務指引》。2010 年 11 月，兩款信用緩釋工具核心產品，信用風險緩釋合約（簡稱 CRMA）和信用風險緩釋憑證（簡稱 CRMW）正式

在全國銀行間市場推出。與國際 CDS 相比，中國的 CRM 具有交易結構簡單、配置風險合理、市場透明度高、嚴格控制槓桿等特點。CRM 的推出，順應了大陸金融市場的發展趨勢，有利於豐富投資者的信用風險管理手段，完善債券市場信用風險分擔機制，發展直接融資，推進利率市場化。因此可謂，CRM 作為一項重大的金融創新，其對推動中國金融市場深化、維護金融體系穩定，具有重要的現實意義。

二、大陸影子銀行規模

(一) 影子銀行 I 總量估算

綜合以上對大陸影子銀行體系的分析及範圍界定，可以得出大陸影子銀行 I 的存量餘額，至 2013 年底為 17.98 兆元，其中委託貸款 2.55 兆元、信託貸款 1.84 兆元、未貼現銀行承兌匯票 0.76 兆元、非金融企業債券 1.80 兆元、同業代付約 0.6 兆元、非金融股票融資 0.22 兆元、融資租賃 9.37 兆元、小額貸款公司貸款 0.82 兆元。

表 3-2-11、大陸影子銀行 I 各項結構餘額(億元人民幣)

| 年 | 委託貸款 | 信託貸款 | 未貼現銀行承兌匯票 | 非金融企業債券 | 非金融企業股票融資 | 同業代付 | 融資租賃 | 小額貸款公司 | 影子銀行 I |
|------|----------|----------|-----------|----------|-----------|---------|----------|---------|----------|
| 2002 | 175.00 | - | -695.00 | 367.00 | 628.00 | - | - | - | 475 |
| 2003 | 601.00 | - | 2010.00 | 499.00 | 559.00 | - | - | - | 3669 |
| 2004 | 3118.00 | - | -290.00 | 467.00 | 673.00 | - | - | - | 3968 |
| 2005 | 1961.00 | - | 24.00 | 2010.00 | 339.00 | - | - | - | 4334 |
| 2006 | 2695.00 | 825.00 | 1500.00 | 2310.00 | 1536.00 | - | - | - | 8866 |
| 2007 | 3371.00 | 1702.00 | 6701.00 | 2284.00 | 4333.00 | - | - | - | 18391 |
| 2008 | 4262.00 | 3144.00 | 1064.00 | 5523.00 | 3324.00 | - | - | - | 17317 |
| 2009 | 6780.00 | 4364.00 | 4606.00 | 12367.00 | 3350.00 | - | - | - | 31467 |
| 2010 | 8748.00 | 3865.00 | 23346.00 | 11063.00 | 5786.00 | 1697.74 | 73002.39 | 1975.05 | 129483.2 |
| 2011 | 12962.00 | 2034.00 | 10271.00 | 13658.00 | 4377.00 | 1872.44 | 76829.69 | 3914.74 | 125918.9 |
| 2012 | 12837.74 | 12888.36 | 10497.71 | 22498.19 | 2507.76 | 2893.59 | 90883.98 | 5921.38 | 160928.7 |
| 2013 | 25465.00 | 18448.00 | 7750.00 | 18022.00 | 2219.00 | 27,900 | 93687.56 | 8191.27 | 179782.8 |

資料來源：中國人民銀行、中國社科院金融研究所金融統計數據庫、網易財經、銀行家

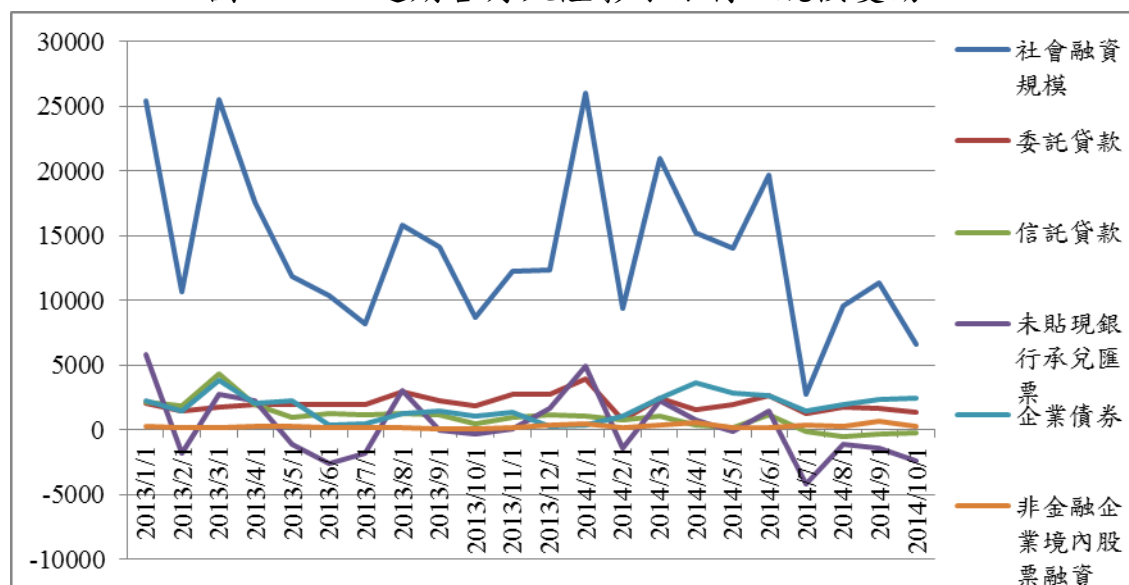
下表 3-2-12，更顯示近期大陸影子銀行各月的變動情況。值得注意的是，在 2014 年年初的時候，大陸影子銀行的增幅較大。惟到了 2014 年 7 月之後，因相關監管措施出台，包括信託貸款與委託貸款等影子銀行業務，皆已出現大幅回落現象。

表、3-2-12、近期大陸影子銀行 I 各月變動情況 (億元人民幣)

| | 社會融資規模 | 委託貸款 | 信託貸款 | 未貼現銀行承兌匯票 | 企業債券 | 非金融企業境內股票融資 |
|---------|--------|------|------|-----------|------|-------------|
| 2013/01 | 25446 | 2061 | 2108 | 5798 | 2249 | 244 |
| 2013/02 | 10705 | 1426 | 1825 | -1823 | 1454 | 165 |
| 2013/03 | 25503 | 1748 | 4312 | 2731 | 3870 | 208 |
| 2013/04 | 17629 | 1926 | 1942 | 2218 | 2039 | 274 |
| 2013/05 | 11871 | 1967 | 971 | -1141 | 2230 | 231 |
| 2013/06 | 10375 | 1990 | 1208 | -2615 | 323 | 126 |
| 2013/07 | 8191 | 1927 | 1151 | -1777 | 476 | 128 |
| 2013/08 | 15840 | 2938 | 1209 | 3049 | 1238 | 136 |
| 2013/09 | 14113 | 2217 | 1130 | -79 | 1437 | 113 |
| 2013/10 | 8640 | 1834 | 431 | -345 | 1072 | 78 |
| 2013/11 | 12269 | 2704 | 1006 | 60 | 1383 | 147 |
| 2013/12 | 12322 | 2727 | 1155 | 1674 | 251 | 369 |
| 2014/01 | 26004 | 3971 | 1059 | 4902 | 375 | 454 |
| 2014/02 | 9370 | 799 | 747 | -1419 | 1026 | 169 |
| 2014/03 | 20934 | 2413 | 1071 | 2252 | 2464 | 352 |
| 2014/04 | 15259 | 1505 | 398 | 789 | 3664 | 582 |
| 2014/05 | 14013 | 1987 | 125 | -94 | 2797 | 162 |
| 2014/06 | 19673 | 2616 | 1200 | 1445 | 2626 | 154 |
| 2014/07 | 2737 | 1219 | -158 | -4157 | 1435 | 332 |
| 2014/08 | 9577 | 1751 | -515 | -1116 | 1934 | 217 |
| 2014/09 | 11355 | 1610 | -326 | -1410 | 2338 | 612 |
| 2014/10 | 6627 | 1377 | -215 | -2413 | 2417 | 279 |

資料來源：中國人民銀行、中國社科院金融研究所金融統計數據庫

圖 3-2-22 近期各月大陸影子銀行 I 規模變動



資料來源：中國人民銀行、中國社科院金融研究所金融統計數據庫

表 3-2-13、大陸影子銀行 I 較本外幣貸款及商業銀行總資產規模比例

| 年 | 影子銀行 I/本外幣貸款餘額(%) | 影子銀行 I/商業銀行總資產(%) |
|------|-------------------|-------------------|
| 2002 | 11.29 | - |
| 2003 | 11.46 | - |
| 2004 | 12.42 | - |
| 2005 | 13.42 | 7.41 |
| 2006 | 17.61 | 9.51 |
| 2007 | 22.14 | 11.36 |
| 2008 | 25.19 | 12.57 |
| 2009 | 26.08 | 13.70 |
| 2010 | 35.15 | 18.61 |
| 2011 | 39.13 | 20.01 |
| 2012 | 45.03 | 22.66 |

數據來源：中國社科院金融研究所金融統計數據庫、中國人民銀行

考慮到近期大陸對非標債權²⁰的規範，若將影子銀行相應影子銀行 I 中的股權融資和標準債權融資予以剔除，可以得出影子銀行 I 中各項非標債權的總量，至 2013 年底，非標債權融資餘額為 15.35 兆元，占影子銀行 I 總規模的 88.35%。

表 3-2-14、大陸影子銀行 I 各項非標債權構成存量餘額(億元人民幣)

| 年 | 委託貸款 | 信託貸款 | 未貼現銀行承兌匯票 | 同業代付 | 融資租賃 | 小額貸款公司 | 影子銀行 I (非標) |
|------|----------|----------|-----------|---------|----------|---------|------------------|
| 2002 | 175.00 | - | -695.00 | - | - | - | 475 |
| 2003 | 601.00 | - | 2010.00 | - | - | - | 2611 |
| 2004 | 3118.00 | - | -290.00 | - | - | - | 2828 |
| 2005 | 1961.00 | - | 24.00 | - | - | - | 1985 |
| 2006 | 2695.00 | 825.00 | 1500.00 | - | - | - | 5020 |
| 2007 | 3371.00 | 1702.00 | 6701.00 | - | - | - | 11774 |
| 2008 | 4262.00 | 3144.00 | 1064.00 | - | - | - | 8470 |
| 2009 | 6780.00 | 4364.00 | 4606.00 | - | - | - | 15750 |
| 2010 | 8748.00 | 3865.00 | 23346.00 | 1697.74 | 73002.39 | 1975.05 | 112634.18 |
| 2011 | 12962.00 | 2034.00 | 10271.00 | 1872.44 | 76829.69 | 3914.74 | 107883.87 |
| 2012 | 12837.74 | 12888.36 | 10497.71 | 2893.59 | 90883.98 | 5921.38 | 135922.76 |
| 2013 | 25465.00 | 18448.00 | 7750.00 | - | 93687.56 | 8191.27 | 153541.83 |

數據來源：中國社科院金融研究所金融統計數據庫、中國人民銀行

非標債權融資方式快速發展一方面極大推動了利率市場化進程，特別

²⁰ 根據銀監會 8 號文的定義：非標準化債權資產是指未在銀行間市場及證券交易所市場交易的債權性資產，包括但不限於信貸資產、信託貸款、委託債權、承兌匯票、信用證、應收賬款、各類受（收）益權、附帶回購條款的股權性融資等。非標本質就是需要融資的公司，通過券商或者信託或者有資質的其他機構，把融資需求包裝成一種產品，通過產品的銷售募集資金。而產品中可能是某種收益權質押，可以是信貸資產，也可以是應收賬款等資產

是在金融抑制環境下並以間接融資為主的金融體系中，以市場定價為主的非標債權，同時滿足融資需求，並促進了資金價格在市場中的有效運作；另一方面由於非標債權自身資訊披露不充分、流動性差等特點，也帶來了一定的系統性風險，由於利率較高，在經濟處於低谷的時期，融資主體若不能有效控制風險，極易於形成從投資性融資到投機性融資，甚至龐氏融資轉換²¹。

目前監管當局也注意到了這種有可能引發的系統性風險，自 2012 年底以來，財政部、發改委、銀監會出臺了一些列檔規範非標債權²²，最近的融資總量中非標債權也出現明顯下降，因此，未來一段時間非標債權必然向企業債券和股票融資轉換，同時資產證券化也是轉換的一條重要路徑。

(二) 影子銀行 II 總量估算

對影子銀行 II 總量的估算較為複雜，主要是由於其中各個組成部分存在著交叉持有的現象，如保險資管、券商資管、券商自營持有的公募基金；銀行理財持有的非貸款類信託等，在計算中應提出交叉持有部分。

表 3-2-15、大陸影子銀行 II 各項構成存量餘額(億人民幣)

| 年 | 銀行理財 | 非貸款類信託 | 買入返售 | 公募基金 | 社保基金 | 保險資管 | 券商資管 | 券商自營 |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 2012 | 71,000 | 39,717 | 28,936 | 31,558 | 9,500 | 60,000 | 18,900 | 3,713 |

數據來源：東方證券研究所(2013，6 月)

根據邵宇、陳剛(2013)一文，按表 3-2-14 所示，若將影子銀行 II 各項

²¹ 繁榮時期的融資可分為三個階段，期間金融的結構性風險逐級增大

- i. 對沖性融資階段：收入現金流能夠滿足融資資金的還本付息要求
- ii. 投機性融資階段，收入現金流能夠滿足利息支付，但無法滿足還本要求，這時債務需要持續再融資
- iii. 龐氏融資階段：收入現金流既無法滿足利息支付也無法滿足償還本金的要求，借款人依靠資產的增值來償還債務。

²² 2013 年 3 月 25 日，銀監會下發了《中國銀監會關於規範商業銀行理財業務投資運作有關問題的通知》（銀監發【2013】8 號，稱 8 號文），規範商業銀行理財間接投資於“非標準化債權資產”業務（簡稱“非標債權業務”）。8 號文對資產管理提出了三個單獨原則——單獨管理、單獨建賬、單獨核算原則；其次是對資訊披露做了較大修改，確立了發行資訊與運行資訊並重原則；最後對商業銀行的風險控制，重申了與自營業務等同的原則，並要求理財資金投資非標準化債權資產餘額在任何時點不得超過理財產品餘額的 35% 或上一審計年度披露總資產的 4%。監管範圍從“融資性銀信合作”拓寬到“非標準化債權資產”，不僅在合作機構上做了拓寬——將通過基金公司子公司、證券公司的資產管理計畫做的債權性理財產品都納入，而且在資產的資金運用方式上也做了明確規範，將以前銀行通過受益權規避監管的業務明確納入監管範圍，而且將通過 OTC 市場交易債權的業務也納入監管。

相加總量為 26.33 兆元，顯然高估了影子銀行Ⅱ的總量。因此以下我們對各項構成進行交叉持有的加權處理：2012 年銀行理財按資金用途扣除股票、債券、利率（50%）、票據、信貸資產、匯率、商品後占比為 47.27%，即用於配置非貸款類信託的存量，為 3.36 兆元，可見非貸款類信託的主要資金來源就是銀行理財；2012 年公募基金投資者持有比例大致為機構投資者 20%、個人投資者 80%，機構投資者基本上是保險資管、券商資管、券商自營和社保基金，總量為 0.63 兆元。此兩項予以扣除後，至 2012 年底影子銀行Ⅱ的總規模為 22.34 兆元。

第三節 影子銀行監理與管控

回顧過往，大陸對於各種影子銀行業務，隨著時間、相關業務之發展與產生之問題，作出不同程度與層次之之監管規定。以下分述之。

一、基礎規範性階段

在大陸銀行理財的初創成長期（2004~2006）和快速增長期（2006~2010），銀監會對銀行理財產品的監管處於基礎規範性階段，集中在對理財產品的定義、分類、風險提示等規範性檔的頒佈。

表 3-3-1、基礎規範性階段的監管要求

| 時間 | 文件 | 內容 |
|------------|-----------------------|--|
| 2005 年 9 月 | 商業銀行個人理財業務管理暫行辦法 | 將理財規劃分為保證收益和非保證收益型，非保證收益型分為保本浮動和非保本浮動，並做了相應定義 |
| 2005 年 9 月 | 商業銀行個人理財業務風險管理指引 | 規範商業銀行的銷售和宣傳行為，設置理財計畫銷售起點為人民幣 5 萬、外幣 5 千美元，提出應當將銀行自營與客戶資產分開管理 |
| 2006 年 6 月 | 商業銀行開展代客境外理財業務有關問題的通知 | 商業銀行通過理財顧問服務方式開展代客境外理財業務時，應核實客戶確實具備相應的投資資格，商業銀行通過綜合理財服務方式開展代客境外理財業務時，不得直接投資於股票及其結構性產品、商品類衍生產品，以及 BBB 級以下債券 |

資料來源:WIND，中信建投證券研究發展部

二、政策規範期階段

到了2011年，伴隨著理財產品的空前繁榮，監管層對銀行理財給予了前所未有的關注，針對理財產品的監管政策不斷出臺，理財產品進入了政策規範期。監管層希望通過政策，引導理財從監管套利向真正的資產管理方向發展，實現理財“受人之託，代為理財”的應有之意。監管層對理財的關注集中於三個風險點上，即信貸監管套利、存款監管套利以及資產池模式的弊端，另外對於銀證合作與銀證信合作、表外關聯業務亦有相關政策。

(一)、信貸監管套利部份

首當其衝的是對信貸監管套利的監管，在融資類銀行理財產品大行其道後，銀監會發文對銀信合作業務進行規範，定義融資類業務包括但不限於信託貸款、受讓信貸或票據資產、附加回購或回購選擇權的投資、股票質押融資等業務，對融資類業務進行餘額管理，規定融資類業務餘額占銀信合作業務餘額的比例不得高於30%。同時從商業銀行和信託兩方面擠壓銀信合作中融資類業務餘額，不僅商業銀行需計提資本和撥備，對未能轉表的銀信合作信託貸款，信託公司也必須按10.5%的比例計提風險資本，並且規定銀行理財資金不能直接用於購買信貸資產。到2011年9月，更進一步規定理財產品中的貸款和票據資產在進行監管指標如存貸比的計算時，須等同於自有信貸資產計算，銀行理財信貸監管套利的空間已大幅縮小。

表 3-3-2、信貸監管整理

| 時間 | 文件 | 內容 |
|----------|------------------------------|--|
| 2009年7月 | 關於進一步規範商業銀行個人理財業務投資管理有關問題的通知 | 理財資金用於投資單一借款人及其關聯企業銀行貸款或信託貸款的總額不得超過發售銀行資本淨額的10%；理財資金不得投資於境內二級市場公開交易的股票或與其相關的證券投資基金，不得投資於未上市企業股權和上市公司非公開發行或交易的股份(風險承受能力強的高資產淨值客戶通過私人銀行業務投資除外) |
| 2009年12月 | 中國銀監會關於進一步規範銀信合作有關事項的通知 | 在銀信合作售讓銀行信貸資產、票據資產以及發放信託貸款等融資類業務中，信託公司不得將資產管理職能委託給資產出讓方或理財產品發行銀行；銀信合作理財產品不得投資於理財產品發行銀行自身的信貸資產或票據資產 |
| 2010年8月 | 中國銀監會關於規範銀信理財合作業務有關事項通知 | 明確了銀信合作的定義、範圍，要求融資類業務餘額佔銀信理財合作業務餘額的比例不得高於30%，商業銀行要將表外資產在 |

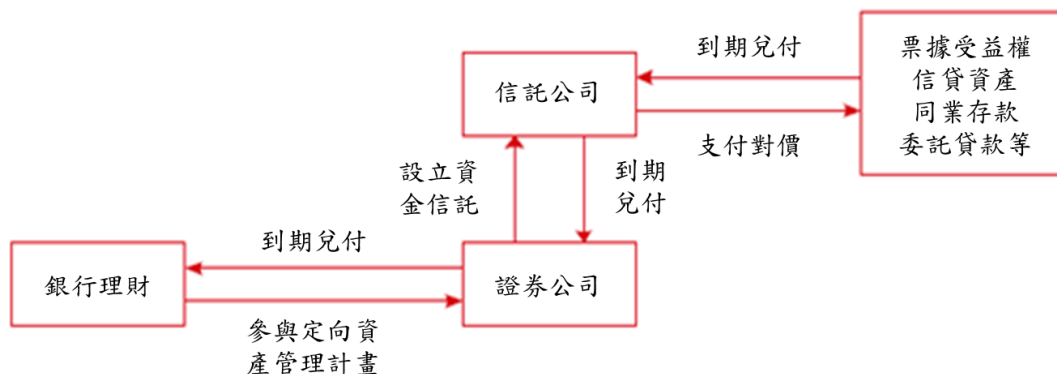
| | | |
|-------------|--------------------------------|--|
| | | 2010、2011 兩年度轉入表內，並按照 150% 的準備覆蓋率要求計提準備。同時大型銀行應按照 11.5%、中小企業按 10% 的資本充足率要求計提資本 |
| 2010 年 12 月 | 中國銀監會關於進一步規範銀行業金融機構信貸資產轉讓業務的通知 | 銀行業金融機構應當嚴格遵守信貸資產轉讓和銀信理財合作業務的各項規定，不得使用理財資金直接購買信貸資產 |
| 2011 年 1 月 | 關於進一步規範銀信理財合作業務的通知 | 要求在 2011 年底以前將銀信理財合作業務表外資產轉入表內，原則上銀信合作貸款餘額應當按照每季至少 25% 的比例予以壓縮；對商業銀行未轉入表內的銀信合作信託放款，個信託公司應當按照 10.5% 的比例計提風險資本，並對信託公司上年度分紅做了限制性規定。 |
| 2011 年 5 月 | 關於規範銀信理財合作業務轉表規範及方式的通知 | 明確了轉表範圍:銀信理財合作業務中的信託貸款、受讓信貸資產和票據資產，督促銀行計提準備並記入風險資產，對於 2012 年以及以後到期的從 2011 年起按每季度 25% 計入風險資產和計提準備。 |
| 2011 年 6 月 | 理財業務監管座談會會議紀要 | 由於委託貸款的風險實際上仍然由銀行承擔，叫停使用理財產品募集資金發放委託貸款的行為；叫停通過投資於信託受益權來規避銀信理財監管的行為，重申投資於票據資產的銀行理財產品歸屬於信貸資產類銀信理財合作產品，適用之前的監管規定；叫停理財戶委託信託公司設立單一資金信託，投資於銀行資產存量信貸資產的行為，叫停信託公司發行集合信託產品，將募集資金運用於購買銀行信貸資產，同時委託該行代銷信貸資產的行為 |
| 2011 年 9 月 | 關於進一步加強商業銀行理財業務風險管理有關問題的通知 | 就理財資金投資標的和比例的披露、收益清算和帳務處理等做出具體規定，約束銀行通過表內收益進行移轉補貼的做法；要求商業銀行應嚴格按照企業會計準則的相關規定，對本行資金所投資的理財產品中包含的貸款和票據融資納入表內核算，並按照自有信貸資產的會計核算制度進行管理，計算相應的存貨比等監管指標，按相應的權重計算風險資產，計提必要的準備。 |

資料來源:WIND，中信建投證券研究發展部

從規避監管的方式上看，信貸資產最初只需通過銀信合作即可進入理

財產品資產池內，後來為規避監管，演化為通過購買信託受益權進入理財產品資產池內。票據資產由於信託公司缺乏票據貼現資格，也需要繞道第三方才能進入理財產品資產池內。

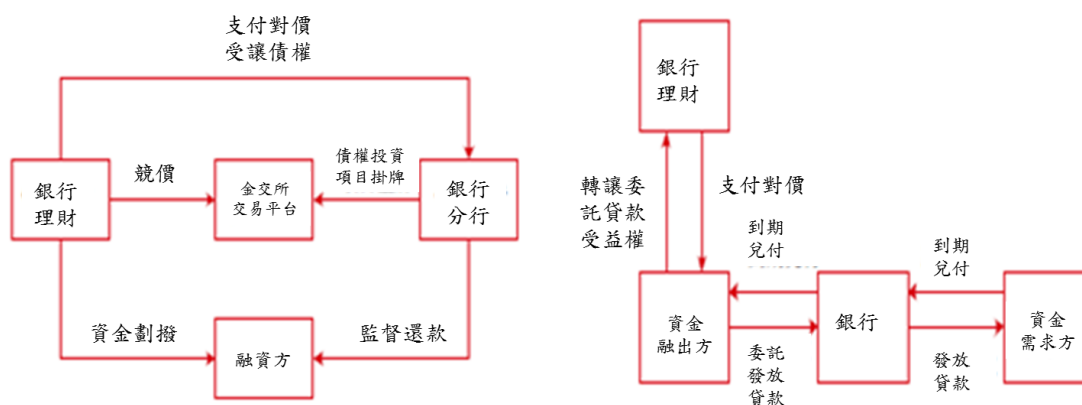
圖3-3-1、理財戶繞道券商定向資產管理計畫裝入資產



資料來源:WIND，中信建投證券研究發展部

在信託受益權被叫停，信託管道收緊後，各類替代管道湧現。銀證合作就是其中比較重要的管道之一，通過券商定向資產管理計畫對接信託計畫，銀行理財產品可以曲線實現對信貸資產、信託貸款等資產的投資。由於定向資產管理產品使用報備制，審批速度較快，並且管理費用也明顯低於信託，隨著銀信合作業務監管的趨嚴，券商定向資產管理業務作為替代通道地位正在逐漸上升。

圖3-3-2、理財戶透過與金交所合作/委託貸款受益權裝入信貸資產



資料來源:WIND，中信建投證券研究發展部

銀行理財與金交所的合作也是替代管道之一，通過購買企業在金交所掛牌交易的債權投資產品，此類委託債權類理財產品可以實現對信貸資產

的投資。金交所的費率僅有千分之一，相對信託和券商千分之三左右的管理費，具有很大的成本優勢。由於與金交所合作的產品在資產負債表中記入返售金融資產科目，因此可以規避對融資類銀行理財產品的監管，不必為委託債權投資理財產品計提資本和撥備。此外，理財戶還可以通過購買委託貸款受益權來裝入信貸資產，實現對監管的規避。

然而，隨著債券市場的擴容，部分優質企業的累計債券餘額已經達到或接近淨資產40%的紅線。大陸《證券法》規定：“公司公開發行債券，應當符合：累計債券餘額不超過淨資產的百分之四十”。該法律規定設計的初衷可能在於保護投資者利益，降低發行人的償付風險。但隨著債券市場的快速發展，這一規定已越來越不適應企業融資的現實需求。為此，相關債券主管部門及時研究推出了超短期融資券、非公開定向債務融資工具、私募債券等新品種，這些品種可以不受“40%淨資產”的額度約束。進一步地，為了擴大受益群體，放開銀行間債券市場債券發行額度限制，交易商協會於2012年6月中下旬通知銀行間債券市場各主承銷商，凡公開市場評級在A A (含)以上的發行人，將不區分企業性質，允許其短期融資券、中期票據發行額度互不佔用。這項新業務規定的執行，意味著銀行間債券市場的規模在未來將有一個較大的增長。

(二)、存款監管套利部份

由於存貸比考核的存在以及銀行分支行激勵機制中對存款規模的重視，商業銀行有在季末通過理財產品沖高存款規模的衝動。通常，商業銀行傾向於將募集日和到期日集中設置在月末，特別是季末，利用募集期和起息日之間的時間差以及到期日和清算日之間的時間差，達到在月末、季末、半年末、年末等關鍵時點增加存款餘額的目的。隨著月末理財產品集中到期和發行，理財產品從表外回流進儲蓄帳戶，可以沉澱頗為可觀的儲蓄存款。商業銀行的攬儲行為，分流了活期存款，造成新增存款的季節性波動，在季末時點存款規模往往呈現沖高回落態勢。

伴隨著攬儲大戰的升級，部分銀行甚至通過表內補收益貼理財產品收益的方式，發行高收益的超短期理財產品，進行變相的高息攬儲，引發了存款市場上的惡性競爭。有鑑於此，監管層最終叫停了一個以下短期理財產品的發行。

表3-3-3、針對存款監管套利的監管要求

| 時間 | 文件 | 內容 |
|----------|-------------------------------------|--|
| 2011年6月 | 理財業務監管座談會 會議紀要 | 針對高息攬儲和違規轉移內部收益問題，停發超短期理財產品，規定不得用表內業務收入對理財業務進行補貼 |
| 2011年9月 | 關於進一步加強商業銀行理財業務風險管理有關問題的通知 | 商業銀行不得通過發行短期和超短期、高收益的理財商品變相高息攬儲，加強對其現在一個月以內的財產的信息披露和合規管理 |
| 2011年11月 | 關於2011年第四季 股重點風險防範和改 革發展工作的通知 | 商業銀行原則上不允許發行一個月及其以下期限的理財產品 |

資料來源:WIND，中信建投證券研究發展部

監管要求停發1個月以內短期理財產品後，商業銀行期限在一個月以內的理財產品數量明顯減少。2011年四季度銀行共發行期限在一個月內的理財產品1270只，占比下滑18個百分點。作為應對，一方面銀行開始發行期限稍長於30天的短期理財產品，另一方面銀行開始發行無固定期限理財產品，由於可以隨時申購贖回，這部分產品會對貨幣基金等現金管理產品構成一定的衝擊，也會考驗銀行流動性管理能力，使銀行加大對現金類資產的配置。

(三)、資產池模式的弊端份

銀信合作模式被監管收緊和整頓後，隨著理財產品的發展和對高收益率的追求，資產池模式成為銀行理財的主流配置模式。資產池模式具有“滾動發售、集合運作、期限錯配、分離定價”的特點，通過將滾動發售的理財產品的資金彙集，統一配置到各類資產上來完成理財產品的投資。通常資產池內會配置一部分高收益、低流動性的資產，比如信貸類資產，運用發短投長的手段獲取期限利差，放大產品收益，但需要採取一定的措施保障資產池有足夠的流動性用於兌付到期產品。資產池的運作方式使得理財產品和資產不能一一對應，不能實現獨立的成本收益核算和風險測算。因此，理財產品的兌付並不依賴于資產池運作情況，而主要與預期收益率有關。為了保證資產或專案的還本付息，部分理財產品的結構中包含備用授信等隱性擔保措施，為此銀行承擔了一部分的信用風險；資產池的期限錯

配行為使銀行面臨流動性風險；理財產品收益率不能實現單獨核算使得銀行面臨資產實際收益率不及預期收益率的市場風險；資產池這種不規範的操作行為可能使銀行面臨聲譽風險，“多對多”也因此飽受詬病。正是由於資產池的產品運作方式蘊含著諸多風險，監管針多次發文對這一行為進行規範。

表 3-3-4、針對資產池的監管要求

| 時間 | 事件 | 內容 |
|---------|----------------------------|---|
| 2011年6月 | 商業銀行理財業務監管座談會 | 遵守之前《商業銀行個人理財業務管理暫行辦法》、《中國銀行業監督管理委員會辦公廳關於商業銀行開展個人理財業務風險提示的通知》中單個產品要進行專戶託管、獨立測算成本收益，實現成本可算、風險可控的要求 |
| 2011年6月 | 商業銀行理財產品銷售管理辦法 | 銀行理財產品結束或終止時的資訊披露內容應當包括但不限於實際投資資產種類、投資品種、投資比例、銷售費、託管費、投資管理費和客戶收益等。理財產品未達到預期收益的，應當詳細披露相關資訊 |
| 2011年9月 | 關於進一步加強商業銀行理財業務風險管理有關問題的通知 | 要求商業銀行提高理財產品資訊披露透明度、做好每個理財計畫的單獨核算和規範管理，禁止監管套利等違規行為。堅決叫停理財與存款資金混合使用、運用理財資金發放委託貸款等違規業務。 |

資料來源:WIND，中信建投證券研究發展部

但由於銀行理財產品是在銀行內部體系內進行封閉運作，缺乏有效的協力廠商託管和監管，因此資產池模式仍然被廣泛採用。理財產品對於客戶來說就像一個黑箱，由於沒有資訊披露、缺乏有效監督，投資者對於其實際運行情況知之甚少，也正是由於這一點，銀行實際上承擔了隱性的擔保。

另外，根據沈中華、吳孟紋、周秀霞等(2013)，關於以上監管政策，大致可以分為兩類，

(1) 直接限制銀行的理財資金不得進行某些業務

比如本行的理財產品不能投資或直接購買本行的信貸資產，此外，各種可能移出資產負債表外的銀行信貸資產(例如信託貸款、信託收益權)亦皆納回表內之非標準化債券資產，商業銀行應比照自營貸款管理流程，對非標準化債權資產投資進行投資前調查、風險審查和投資後風險管理。亦即，理財產品需像表內資產計提撥備，此將使銀信合作更難操作

(2) 直接規定銀行資產中，融資類銀信合作的比例，要求銀信合作的項目應計入資產負債表內。

由於商業銀行對此難以規避，銀信合作業務發展受到真正的限制與規範。以下將討論銀證合作與銀證信合作

(四)、銀證合作與銀證信合作

透過銀證合作是繼銀信合作之後，銀行發展的影子銀行通道業務。2012年上半年，銀證合作的定向理財規模較年初增加近2000億元，增幅為70%。定向理財的快速成長，已引起監管部門的重視。銀證合作業務一般是由銀行提供資金和項目，券商只提供通道。部分券商為使通道業務順利進行，故集中將資金投資某一項業務，有些則是組建單一信託，再投資於票據。然而，為減少上述情況，根據《關於加強證券公司資產管理業務監管的通知》，集合資產管理計劃的投資範圍應符合《證券公司集合資產管理業務實施細則》的規定，未經許可不得投資票據等規定投資範圍以外的投資品種，不得以委託定向資產管理或設立單一資金信託等方式，變相擴大集合資產管理計劃投資範圍，因此將大幅縮減銀證合作的業務。

關於銀證合作的監管，分為二個進程：

1. 2012年7月中國人民銀行發布之《加強票據業務管理的若干規定》：規定“紙質商業匯票貼現後，持票銀行只能將票據轉讓給其他銀行、財務公司或中國人民銀行”，並於2013年1月1日起實施。這意味著證券公司和信託公司均不得成為票據資產的受讓主體。

2. 2013年7月中國證券業協會發布之《關於規範證券公司與銀行合作開展定向資產管理業務有關事項的通知》：

(1) 證券公司發展銀證合作定向業務時，其分公司、營業部等不具備資產管理業務資格的主體，不得變相獨立開展定向資產管理業務；不得開展資金池業務；不得進行利益輸送；不得將委託資金投資於高污染、高耗能等國家禁止投資的行業。

(2) 就參與銀證合作業務的條件而言，參與合作的銀行最近一年年末資產規模不得低於300億元，且資本充足率不低於10%。

(3) 在銀證合作中，委託人(銀行)應當明確委託資產的來

源和用途，不得將自有資金和募集資金混合操作；而證券公司不得向委託人擔保其委託資產的本金安全或保證委託資產的收益，亦不得以承諾回購、提供擔保等方式變相的向委託人保本保收益。證券公司應當要求託管機構對定向資產管理帳戶進項專項託管，不得將多個帳戶混合操作。

然而，銀行業者認為(以平安銀行的觀點為例) 銀證合作的合作銀行並不會受到總資產規模及資本充足率的太多限制，因此所受壓力不像 8 號文那麼明顯。但受到表外去槓桿化政策的壓力，若資金利率上移，則銀行可能向實體經濟轉移成本壓力、從而推升實體融資利率。

(五)、表外關聯業務

近年來，銀行的新興業務及表外業務發展快速且具有高風險，特別是理財、代付和各類通道跨業合作業務(如上述之通道業務合作問題)等。根據巴曙松(2013)所述，2012 年銀行盛行運作“理財資金池”模式，將不同的理財產品資金投入一個混合的資金池進行統一投資調度，但此可能產生無法分帳經營，產品期限錯配，對每一產品組合的資訊披露不足，以新還舊，資金甚至可能投向房地產、平臺貸款等高風險領域。針對此問題，目前以銀行理財產品為代表的銀行表外業務系統，已受到監管部門嚴格監管，例如 2013 年銀監會發布《關於規範商業銀行理財業務投資運作有關問題的通知》(俗稱 8 號文)，其中部分相關規定如下：

1. 商業銀行之理財資金投資非標債權資產²³餘額的上限為 $\min [35\% \times \text{理財產品餘額}, 4\% \times \text{上年度審計報告披露總資產}]$ 。
2. 對於該通知印發之前已投資的達不到上述要求的非標準化債權資產，商業銀行應比照自營貸款，按照《商業銀行資本管理辦法(試行)》要求，於 2013 年底前完成風險加權資產計量和資本計提。
3. 為規避銀行表外活動(理財)，意在表內(買入返售)，該規定要求商業銀行不得為非標準化債權資產或股權性資產融資提供任何直接或間接、顯性或隱性的擔保或回購承諾。

要求商業銀行應實現每個理財產品與所投資資產(標的物)的對應，做到每個產品單獨管理、建帳和核算。銀監會還表示，如果銀行不能達到這個要求，將不再允許其新增非標債券資產業務。

²³ 非標準化債權資產是指未在銀行間市場及證券交易所市場交易的債權性資產，包括但不限於信貸資產、信託貸款、委託債權、承兌匯票、信用證、應收賬款、各類受(收)益權、帶回購條款的股權性融資等。

總括上述之分析，沈中華(2014)應用管制辯證法(regulation dialectic)²⁴，說明中國大陸第一、二及三代中國大陸影子銀行的更迭：第一代為銀信合作，模式表現在表內信貸資產表外化；第二代為改良式銀信合作，即是引入過橋銀行與過橋企業。第三代為銀銀合作，主要體現在雙買斷、同業代付和買入返售。

1. 第一代銀行影子：銀信合作模式：表內信貸資產表外化

以下舉3種銀行和信託公司的實際合作模式，但不管多麼複雜的模式，市場參與者都是固定的，包括：企業、投資者、信託公司、銀行。

1.1 模式A：信託貸款類理財產品：信託公司去做貸款，然後賣給銀行。

進行如下：銀行和信託公司共同選定放貸企業，由信託公司成立信託受益權計劃，銀行則用銷售理財產品的資金購買信託計劃繞過信貸規模管制。從銀行的角度來看，貸存比未動。理財產品資金投向對應的資產或被計入表外（非保本型理財產品），或被記為同業資產（保本型理財產品），這從本質上降低了銀行的信貸規模，規避了監管。

1.2 模式B：信貸資產類理財產品：銀行去做貸款，賣給信託公司。

進行如下：為最基本的銀行貸款業務，但此時，佔用了銀行的資產（資產負債表中的貸款科目），銀行將“貸款”轉給信託公司，信託公司打包“貸款”形成信託產品。銀行的貸款出表。

2. 第二代銀行影子：改良式銀信合作

銀行透過與其他銀行或企業的合作，實現對企業的貸款。這可分為兩部分。第一部分是上述銀信合作的改良，即是引入過橋銀行與過橋企業。

2.1 模式A：改良式的銀信合作：引進過橋企業規避監管¹²⁵

面對針對銀信合作理財第一類監管政策，由於銀監會禁止銀行理財資金直接投向「信託轉讓資產」的規定，中國大陸銀行規避此監管的典型方式就是引入過

24 管制辯證法(regulation dialectic)是管制-漏洞-創新的循環過程。首先，政府關於加強對銀行活動的一些管制，然後，銀行發現該管制有漏洞，故進行金融創新以規避管制。政府於是加強新的管制而銀行又進行新的創新。這就是，管制-漏洞-創新一新管制...的循環過程。

²⁵監管政策大致可以分為兩類(沈中華，2014)：

監管1：

本行理財錢不得投資本行產品。比如A銀行發行的「理財產品」不能直接投資於A銀行發行的「信貸資產」及「票據資產」等。此類監管較易規避，方法是引入其它銀行或者公司，分別稱之為過橋銀行及過橋公司。

監管2：

控制融資類銀信合作的比例，要求「銀信合作」項目要納入資產負債表。規定融資類銀信合作的比例不得高於30%，但納入資產負債表的範圍僅限於三類，即銀行理財資金通過信託發放信託貸款，受讓信貸資產和票據資產。

橋企業，以改變銀行理財資金投向標的，從銀監會禁止的「信託貸款、信貸資產、票據資產」變為監管漏洞之下的「信託受益權」，使銀行能對待融資企業進行貸放。收取相關的手續費，使得待融資企業A 實質上依然是通過銀行管道得到了所需的資金，“過橋”企業B和信託公司僅具仲介功能，收取相關的手續費。

2.2 模式B：介於銀信合作與銀銀合作模式之間：引進過橋銀行規避監管1

此模式介於銀信合作與銀銀合作模式之間，可說銀銀合作的前行運用自有資金向過橋銀行購買「信託受益權」（以投資同業資產的形式），自有資金並非2011年規範的銀信合作理財資金，因此不受監管。

2.3 模式C：改良式的銀信合作：銀行購買信託受益權規避監管2²⁶

監管2對銀信合作有限制 但由於銀監會未規定銀行理財資金不能直接投資信託受益權，亦未規定理財投資信託受益權需要入表，因此銀行可從事下述兩件事：實現變向授信，將理財計畫投資「信託受益權」；或是購買信貸資產，這並非直接發放信託貸款。規避監管2較難。方法是採取委託貸款的方式。此過程中，銀行不與信託公司合作，可規避監管。

進行如下：銀行募集到錢後，購買信託公司的信託產品。銀行用募集的錢給企業，獲得的是企業的信託受益權。企業通過信託帳戶支付利息，銀行支付利息給投資者，該過程類似銀行最基本的存貸款業務，卻通過產品“信託受益權”，使原始的“貸款”出表。

3. 第三代銀行影子：銀銀合作，表內貸款偽裝成表內非貸款資產

第三代銀行影子不再談信託公司，也不引入過橋銀行和過橋企業，而專注於透過「銀行同業拆放」，由於「銀行同業貸款」不屬於銀行會計帳的貸款科目，此避開貸存比率的限制。其中，「銀銀合作」分為三種方式：「買入返售金融資產」、「可供出售金融資產」和「應收款項類投資」。

第三代的銀銀合作主要是將信託受益權資產(如同業代付，買入返售金融資產)視為同業放款，但實際上卻是風險較高的企業放款，將影響評估資本適足性所需的風險加權性資產，也影響流動性和非流動性資產的流動性權重，對銀行資本適足性和流動性表現產生衝擊，進而影響以CAMELPG對中國銀行進行安全和健全(safety and soundness)排名結果。且低估程度也危及中國大陸金融穩定。

三、近期規範現況

²⁶ 同註 26。

銀監會分別於2005、2012年發佈，實施《商業銀行個人理財業務管理暫行辦法》和《商業銀行理財產品銷售管理辦法》。目前，商業銀行發行的理財產品情況需要定期報送監管部門，並納入監管統計口徑。另一方面，正對相關非銀行業金融機構建立審慎監管制度。銀監會參照商業銀行監管要求，逐步推行信託公司在信貸業務審慎監管標準（撥備率、撥貸比、資本充足率等）的趨同化，例如《信託公司淨資本管理辦法》要求淨資本必須大於風險資本；相繼出臺《非銀行金融機構行政許可事項實施辦法》、《企業集團財務公司管理辦法》、《企業集團財務公司風險監管指標考核暫行辦法》、《消費金融公司試點管理辦法》和《汽車金融公司管理辦法》等規章制度。

大陸影子銀行體系的監理與控管，對槓桿率做出明確限制。大陸在槓桿率管理上採取較為謹慎做法，高杠桿率的金融衍生產品和資產證券化還處於試點探索階段，證券化的金融工具及產品的槓桿程度遠低於歐美發達國家；信託公司不得向包括銀行貸款在內的負債經營，且擁有較為充足的資本準備，不具備槓桿經營條件；小額貸款公司的銀行貸款不能超過資本金的50%，其槓桿率測算不會超過1.5倍（張麗軍，2012）；融資租賃公司的資產規模不能超過資本金10倍；商業銀行不得為私募股權基金發放並購貸款。上述機構的槓桿率水平均低於商業銀行12.5倍的規定，信用擴張能力受到嚴格審慎的限制。

自從習李上任後，決意讓經濟增速放緩以利結構轉型，採取加強監管與積極改革同步進行的策略，並配合偏緊的貨幣政策以擠掉影子銀行的泡沫，大陸總理李克強已於今年政府工作報告中明確指出，將建立存保制度、擴大金融機構利率自主定價權，繼續推動利率市場化；並加快發展多層次資本市場，推動股票發行註冊制改革，並規範發展債市，可望拓展直接融資管道；還將推動由民間資本設立中小銀行，補充大陸現有金融機構不足的情況，均有利於加強銀行放款及資本市場正規融資管道的功能。²⁷2014年1月初國務院發布被市場稱為影子銀行基本法之107號文、5月份的127號文。²⁸

(一)107號文

²⁷資料來源:亞匯網

²⁸ http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/20140212/152618188013.shtml
<http://www.baikewiki.com/wiki/107%E5%8F%B7%E6%96%87>

一份規範影子銀行的國辦107號文——《國務院辦公廳關於加強影子銀行監管有關問題的通知》文件於2013年12月中旬向一行三會(央行、銀監會、證監會、保監會)、各部委以及省級地方政府下發。這份文件對影子銀行的規範只是原則性的“頂層設計”，例如釐清各部委對影子銀行的爭議，按照目前‘分業經營、分業監管’的職責，強調“嚴格監管超範圍經營和監管套利行為”，對風險定性為“總體可控”缺乏具體的操作細則，但在責任分工上較無創新，維持銀行業機構的理財業務由銀監會負責監管；證券期貨機構的理財業務及各類私募投資基金由證監會負責監管；保險機構的理財業務由保監會負責監管；金融機構跨市場理財業務和第三方業務由央行負責監管協調，未打破現有分業監管的格局，延續了原來的“一行三會”的分業監管模式，只是對影子銀行涵蓋的監管部門，從中央政府延伸到地方政府。另外，並認定大陸的影子銀行範圍，如下：

- (1) 不持有金融牌照、完全無監管的信用中介機構，包括新型網路金融公司、第三方理財機構等
- (2) 不持有金融牌照，存在監管不足的信用中介機構，包括融資性擔保公司、小額貸款公司等
- (3) 機構持有金融牌照，但存在監管不足或規避監管的業務，包括貨幣市場基金、資產證券化、部分理財業務等。

此次107號文界定的影子銀行範圍比前述央行界定的影子銀行的範圍略窄，沒有納入私募股權基金，但首次把銀行理財和信託理財中沒有做到一一對應的資金池業務納入影子銀行的範疇，存在監管不足的非金融機構包括擔保公司、典當行、融資租賃公司等信用中介機構也納入影子銀行的範圍。

以下為107號文主要規範內容之整理。

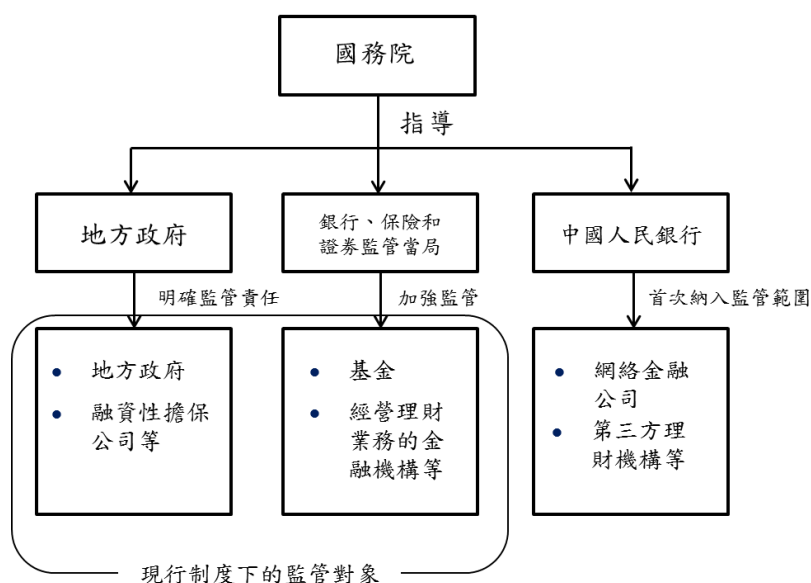
表3-3-5、107號文主要規範內容整理

| 107號文規範類型 | 主要內容 |
|------------|--------------------------------------|
| 金融機構理財業務 | 商業銀行代客理財資金與自有資金分開；券商加強淨資本管理，加強償付能力管理 |
| 信託公司業務轉型 | 信託公司不得開展非標準化理財資金池等具有影子銀行特徵的業務 |
| 跨售金融產品業務合作 | 須以簽契約明確風險承擔者和通路功能者 |
| 管理民間融資業務 | 小額貸款公司不得吸收存款、放高利貸，融資租賃公司不得轉借銀行貸款 |
| 融資性擔保業務 | 明確融資擔保公司擔保餘額和淨資產比例上限，防止 |

| | |
|---------------------|----------------------------------|
| | 違規放大槓桿倍數、超額擔保 |
| 非融資性擔保公司不得從事融資性擔保業務 | 銀行業金融機構不得為各類券票據發行擔保 |
| 網路金融活動 | 網路支付、融資、信用平台等機構不得利用互聯網技術違規從事金融業務 |
| 私募投資基金業務 | 嚴禁私募股權投資基金開展債權類融資業務 |

資料來源：路透社(2014，1月)

圖3-3-3、中國大陸對於影子銀行監管架構



資料來源:日經中文網

根據銀監會此前的課題報告，目前影子銀行既有積極作用，又存在一定問題。存在問題包括三個方面：

- (1) 監管套利
- (2) 沒有一個恰當的監測工具監測這些金融創新產品
- (3) 影子銀行的潛在風險是否會引發系統風險

表3-3-6、風險防範整理

| 行業 | 內容 | |
|-----|------|---|
| 銀行業 | 理財業務 | 建立單獨的機構組織體系和業務管理體系，與銀行資金嚴格分開，不購買本行貸款，不開展資金池業務，切實做好資金來源與運用一一對應 |
| | 信託業務 | 回歸信託主業，運用淨資本管理約束信貸類業務，不開展非標資金池業務，及時披露產品信息 |

| | |
|---------|--|
| 小額貸款公司 | 會同有關部門制定全國統一的監管制度和經營管理規則，由省級人民政府負責具體實施監督管理 |
| 融資性擔保公司 | 明確界定擔保責任餘額與淨資產比例上限，防止違規放大槓桿倍數，建立風險防火牆 |

資料來源：中國銀監會(2014)，《中國銀行業監督管理委員會 2013 年報》

(二) 127號文

2012 年以來，銀行表內非標業務擴張迅速，尤其是買入返售類的非標業務增加明顯，導致貨幣和信用的擴張脫離監管。因此，一行三會和外匯局在 2014 年 5 月聯合發佈了《關於規範金融機構同業業務的通知》，此前市場傳的沸沸洋洋的“9 號文”終以“127 號文”的面目出台，金融機構的同業業務被進一步規範，而 127 號文的主要目的是在於約束同業類型的非標業務，此 127 號文將重創影子銀行，以下整理 127 號文主要內容及影響：

表 3-3-7、127 號文規範內容與影響整理

| 127 號文 規範類型 | 主要內容與影響 |
|-------------------------|--|
| 規範同業業務規模、類型、期限 | <ul style="list-style-type: none"> ● 三方或以上交易對手之間的類似交易不得納入買入返售或賣出回購業務管理和核算 ● 單一商銀非結算性同業融出資金不得超過該銀行一級資本的 50%，同業融入資金不得超過總負債 1/3 ● 銀行不得透過同業代付的管道變相向企業融資 ● 同業存款僅接受能吸收存款的金融機構，同業業務最長融資年限為 3 年，其它最長為 1 年，不得延展 ● 影響 同業存款劃分為結算與非結算性同業存款，非銀行對銀行的非結算性同業存款可能需要繳法定存款準備金，以防同業資金展期為長期貸款 可能為日後對非銀行對銀行金融機構的同業存款繳納法定存款準備金奠定了一定的基礎，即非銀對銀行的非結算性同業存款未來有可能被納入繳法定存款準備金的範圍。但繳法定存款準備後，這些同業存款也可能可以算入存貸比中，從而緩解銀行的貸存比壓力。 |
| 加強約束買入賣回等同業投資的風險管理和資本約束 | <ul style="list-style-type: none"> ● 買入賣回、賣出回購的金融資產應為銀行承兌匯票、債券、央票等具公允價值、流動性高的資產，且賣出回購方不得將業務下的金融資產從資產負債表轉出 ● 買入賣回、賣出回購和同業投資業不得接受和提供任何直接或間接、顯性或隱性的第三方金融機構信用擔保 ● 同業投資要根據投資的資產計算風險，計提相應資本與準備 ● 影響 限制了以往非標準標的的信託受益權業務 缺少顯性或隱性的銀行擔保，非標準業務難擴張 加大銀行風險資產和降低資本通足率 |

資料來源：《127 號文與影子銀行和表外業務監管》，汪軍、International Business (2014，5 月)

127 號文明顯約束了非標業務的擴張，因為非標業務大部分依賴於銀行的信用支撐，如果不能進行顯性或者隱形的擔保，沒有銀行信用的明顯支撐，非標業務本身也難以大規模擴張。雖然 127 號文對銀行同業資金存出規模也進行了約束，不過根據約束比例及內容，約束還不算很嚴厲。

從數據來看，4 月份股份制銀行買入返售業務已經出現萎縮，為負增長，未來該類型業務可能只能隨着到期逐步消化，難以新增，4 月份股份制銀行的“股權及其他投資”項下的非標也明顯壓縮，雖然股權及其他投資項下的非標仍可以繼續做，但這類型非標佔用 100% 的風險權重，消耗資本金較快，在銀行尚未大規模補充資本金的情況下，增量也會受到約束。由於非標本身具有季節性，一般是上半年多於下半年，預計未來幾個月銀行表內非標規模將隨着同業類非標的到期而下降，這些到期的非標可能有相當一部分會轉向債券類融資，未來交易商協會如果會進一步放鬆企業發行超短融的標準，那麼將有更多的企業能夠轉向債券融資而不受 40% 淨資產約束的限制。目前，短融和中票收益率相對於貸款利率的打折幅度回到歷史均值附近，相對較低的融資成本會推動企業積極發行信用債來降低融資成本，非標債權轉為標準債權將成為今年的大趨勢。

表 3-3-8、127 號文延伸議題

| | |
|----------------|---|
| 對銀行流動性和資本充足率影響 | <ul style="list-style-type: none"> ● 揭露潛在信用風險 ● 防止期限錯配 ● 禁止非標準同業買入賣回，降低流動性風險 ● 降低系統性風險 ● 降低金融同業規模與利潤 ● 使高估的利潤與資本充足率回歸真實 |
| 銀行應對措施 | <ul style="list-style-type: none"> ● 中短期:同業業務規模大者，加強業務規模及期限風險管理，控制增量，再來設定總體存貸款和同業業務的預警上限，逐步控制縮減同業業務規模 ● 走差異化競爭，著重發展特色中間業務，可避免實體規模過大造成營運效率下降及減少資本消耗 |
| 監管建議 | <p>差異化監管</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 對各級公有制銀行的表外融資業務實施更加嚴格的監管。 ● 新成立的民營銀行，全部是民間私有資本發起，因此監管機構可以適當放鬆控制，鼓勵其金融創新。 |

資料來源：《127 號文與影子銀行和表外業務監管》——威科金融服務高級監管分析師，汪軍

(三) 140 號文

實際上，127 號文之後，有銀行設法鑽研政策漏洞，研究了一些‘創新性’產品，比如‘T+D 模式’²⁹、買入轉售、存單質押(抽屜協定模式)、委託定向投資、信用掛勾收益交換(TRS)和借助境外融資租賃公司作為通道等，也讓 127 號文出臺之後難以落實，因此，央行“178 號文”提出“同業投資非標的許可權上收總行”的思路，對商業銀行同業銀行結算帳戶的開立以及日常管理做出嚴格規定，並要求各銀行建立同業銀行結算帳戶專項管理制度，同時，對存量同業銀行結算帳戶進行清理核實。而在 2014 年 5 月 16 日，銀監會辦公廳更發布《關於規範商業銀行同業業務治理的通知》(簡稱“140 號文”)，作為人民銀行發布《關於規範金融機構同業業務的通知》(127 號文)的配套性政策。140 號文主要有以下兩大重點。

1. 專營部門的三大規定

1. 要求商業銀行法人總部建立或指定專營部門負責經營同業業務，專營部門以外的其他部門和分支機構不得經營同業業務，已開展的同業業務到期結清；不得在金融交易市場單獨立戶，已開立帳戶的不得續做業務，並在存量業務到期後立即銷戶。
2. 商業銀行同業業務專營部門對不能通過電子化交易的同業業務，可以委託其他部門或分支機構代理部分操作性事項，但是同業業務專營部門需對交易對手、金額、期限、定價、合同進行逐筆審批，並集中進行會計處理，全權承擔風險責任。
3. 對於商業銀行作為管理人的特殊目的載體與該商業銀行開展的同業業務，應按照代客與自營業務相分離的原則，在系統、人員、制度等方面嚴格保持獨立性，避免利益輸送等違規內部交易。³⁰

於 2014 年 9 月底前實現全部同業業務的專營部門制，並將改革方案和實施進展情況報送銀監會及其派出機構。

2. 加強法人總部風險控管

法人總部須對同業業務進行統一管理，將同業業務納入全面風險管理前中後台分設的內部控制機制，並健全同業業務授權管理、授信管理、交易對手准入機制，由法人總部對同業業務專營部門進行集中統一授權、對表內外同業業務進行集中統一授信、對交易對手進行集中統一的名單制管理，業務專營部門不得進行轉授權、不得進行多頭授信，並應定期評估交易對手信用風險，動態調整交易對手名單，要求各銀行業金融機構要對照同業新規逐項進行全面自查清理，按要求對同業業務進行逐筆對賬，自查

²⁹

³⁰ 2014/05 華爾街見聞

發現的問題要立即改正，違規問題要嚴肅進行內部問責，並於2014年10月24日前提交自查報告。

具體而言，銀監會要求銀行從制度設計、業務操作、會計核算、內部控制、資本的撥備計提、監管指標這六大方面落實127號文，從同業治理結構調整情況、同業業務專營兩大方面落實140號文。另外，銀行間同業業務也被迫停止，比如買入返售、雙買斷等業務。今年銀行業的同業業務規模應該會大幅縮減，銀行資金在金融體系內套利的現象將得到一定遏制。

3. 影響

以‘影子銀行’為特徵的同業業務的規模最高超過了10萬億人民幣，主要投向房地產、‘地方融資平臺’、‘兩高一剩³¹’等監管限制的行業。2014年相關政策法規出臺後，舊模式下的同業業務規模明顯下降，各行同業業務的利潤貢獻也明顯收縮。

央行金融統計資料表明，今年前8個月，信託貸款僅增加了3928億元，截至今年8月末，信託貸款較去年同比減少了10797億元。今年以來的信用萎縮，主要是最近兩年繁榮起來的影子產品，比如信託、委託、票據等，透過約束銀行承作監管套利業務，可將這些風險資產揭露出來，通過計提資本和撥備，資本金約束得到增強，未來銀行的資產擴張速度也將受限。但是，銀行也將走向依靠風險定價能力和主動資產管理能力來實現競爭。

第四節 中西影子銀行比較

影子銀行體系在現代金融體系已扮演是舉足輕重的腳色，然而，並非每個地區、國家的影子銀行體系皆有相同的模式，也並非全球商業銀行皆有著相似的業務內容。因此，探討影子銀行體系的差異，將有助於了解不同金融體系運作模式的差異，其中，中西方影子銀行體系的比較，中國大陸及歐美的影子銀行體系的比較與分析最具代表性。一般而言，中西影子銀行的相異點包含：特質、規模大小及槓桿率的差異。

一、中西影子銀行相同處³²

³² 尼古拉斯·博爾斯特(2013)，《中美影子銀行:比較與啟示》
李東衛(2012)，《中美兩國影子銀行系統比較與建議》

尼古拉斯·博爾斯特(2013)認為，中美影子銀行具有以下若干相同之處：

(一) 不受政府擔保

(二) 缺乏存款保險體制

(三) 產生原因皆為規避存款低利率較低而尋求較高的報酬

(四) 監管模式類似

大陸對投資銀行的監管模式與美國一樣，都是集中型監管模式。即政府制定專門的監管法律，並設立全國性的監管機構。

(五) 監管機構設置狀況類似

在證券方面，美國監管機構包括美國國會和證券交易委員會，日常監管工作由證券交易委員會負責；大陸監管機構包括國務院和證監會，日常監管工作由證監會負責。兩國都設有證券業自律組織。

(六) 都制定了投資銀行保險制度

美國制定了《證券投資保護法》，設立證券投資者保護協會來保護投資者的利益；大陸制定了《證券投資者保護基金管理辦法》。

二、中西影子銀行相異點

(一) 本質的不同

陳鴻祥(2013)指出，中西影子銀行體系有著本質上的重要區別³³：歐美發達國家“影子銀行”典型特徵，是以資產證券化為核心的產品創新，是創新氾濫的必然結果；大陸“影子銀行”典型特徵是以套利性融資為核心的市場創新，是金融抑制的博弈產物。由於大量中小企業融資需求無法從正規金融管道滿足，資金市場量價失調，從而催生大量灰色機構和市場安排以繞開金融監管規定，誘發以金融創新為特徵的大陸“影子銀行”體系超常規發展，並在現有金融制度框架下，部分突破利率市場化和融資管道多元化的改革目標。

(二) 規模大小不同

宋鴻兵(2014)指出，中美影子銀行之間的差別在於，美國的影子貨幣創造規模是大陸的 5.7 倍~10.2 倍，而大陸傳統貨幣創造規模是美國的 1.6

³³陳鴻祥(2013)，《中國“影子銀行”體系的形成機理與監管邏輯》

倍³⁴。周小川亦表示³⁵，大陸影子銀行的性質和規模要比本次金融危機中，發達國家暴露出來的影子銀行的規模要小的多。

(三) 證券化程度、槓桿率不同

宋位林(2013)認為，中國大陸影子銀行體系的運行與發達國家截然不同³⁶。大陸的影子銀行由於參與主體多，普遍規模較小，集中度較低，且證券化程度低，產品鏈條短，品種較為單一，整體的槓桿率不高，但是大陸對影子銀行信貸需求非常龐大。

正因為中國大陸影子銀行之整體槓桿率不高，張文玲、陳宗文(2013)³⁷認為，在大陸金融風險方面，不具備顯著的自身脆弱性；其認為，由於大陸“影子銀行”體系與歐美發達國家存在較大差別，基於複雜衍生品、結構化證券交易的信用創造機制尚未建立，只是在流動性轉換和信用風險環節需要加強管理、控制，而不具備大規模期限錯配特徵。在大陸影子銀行業務中，信託業務通常設定固定期限，投資期間資金實施封閉式運行，投資期限與專案期限基本一致，不具備因期限錯配而導致之流動性匱乏。不過，理財產品是典型“短負債長資產”期限錯配模式，期限錯配程度與傳統商業銀行業務相當。

(四) 信用傳遞鏈的差異

在大陸影子銀行業務中，信用傳遞鏈條較短，不具備複雜信用風險交叉傳染：大陸影子銀行體系基本是以單個實體或準實體並行的運作模式，相互之間沒有錯綜複雜的風險滲透，也不具備風險傳導放大效應，不過，存在投資主體多為商業銀行交叉持有，存在隱性擔保等問題，信貸風險沒有實質性剝離出商業銀行。以下，引用大陸傳媒觀點，總結中西影子銀行之相異點。

³⁴宋鴻兵(2014)，《貨幣戰爭5》

³⁵中國評論新聞網(2012,11月)

<http://hk.crntt.com/doc/1023/0/0/4/102300485.html?coluid=7&kindid=0&docid=102300485>

³⁶宋位林(2013)，《從風險視角探討影子銀行及其在中國的發展現狀》

³⁷張文玲、陳宗文(2013)，《2012年全球影子銀行監控報告》

表 3-4-1、中西影子銀行相異點

| 項目 | 中國大陸影子銀行 | 西方影子銀行 |
|---------------|--|---|
| 形成原因 | 是在規避管制並滿足客觀需求的過程中發展起來的，它對傳統的商業銀行有很強的依賴性，更有“銀行的影子”的特質 | 興起和發展主要基於金融創新，包括產品、市場和監管套利的創新，影子銀行規避監管的能力會不斷提高 |
| 規模大小 | 約占銀行總資產 23% | 與傳統商業銀行規模相當 |
| 影子存款 | 理財商品 | 貨幣市場共同基金 |
| 投資標的 | 包含高風險資產:房地產、基礎設施、股票及長期債券等 | 風險較低資產，如商業票據、短期債券、銀行借貸、回購協議等 |
| 流動性 | 相對貨幣基金來的小 | 較大 |
| 監管法律完善度 | 只有《證券法》和《證券投資基金法》，還需要相關的法律來填補投資銀行的監管盲區 | 以《證券法》、《證券交易法》、《投資顧問法》、《信託契約法》等專門法律來規範投資銀行 |
| 影子銀行跟商業銀行的類似度 | 投資銀行、股票基金等金融機構在資產證券化的發展過程中所起的作用很有限 | 美國的投資銀行、對沖基金等非銀行金融機構所發揮的融資仲介作用跟一般意義上的銀行極為類似，只是監管要求不同 |
| 投資銀行的經營風險和槓桿 | 投資銀行目前的收益大部分來自股票承銷發行以及仲介費用，槓桿率遠低於美國投行 | 投行的利息和股息收入都占總收入的 50% 以上，交易性損益約占 10% 左右，槓桿率多超過 30 倍 |
| 影子銀行體系監管 | 沒有提出類似於美國的規定 | 通過對融資管道狹窄銀行開放中央銀行的貼現視窗來解決流動性問題；提出建立類似於存款保險制度的投資銀行保險制度，來解救危機時期投資銀行的流動性困境 |
| 資產證券化率 | 信貸資產證券化始於 2005 年，截至 2009 年底大陸信貸資產證券化的總規模有 667.83 億元 | 美國僅抵押債務憑證(CDO)的證券總價值就已經超過了 9 兆美元 |
| 監管現況 | 基本在監管範圍內 | 缺乏有效監管 |
| 期限錯配狀況 | 零售融資為主 | 在回購與資產證券化作用下，以短期批發融資為主，期限錯配現象較為嚴重 |
| 關聯性大小 | 與傳統商業銀行業務風險基本隔離 | 透過股權投資和業務往來與傳統商業銀行風險高度關聯 |
| 風險特徵 | 業務定位不清晰，法律風險不明確等剛性兌付下的道德風險 | 有較高的關聯性和傳染性，易引發系統性風險 |
| 承擔功能 | 提供直接融資，服務實體經濟融資需求 | 與實體經濟脫節，以風險分散和槓桿擴張等為重點功能，達到金融價格破末的自我實現 |
| 監管目標 | 防範系統性風險的同時促進金融結構改善和經濟結構轉型 | 吸取金融危機教訓，防範系統風險 |

資料來源：本研究整理、中國經濟新聞網 2013 年 3 月。

第四章 銀行影子之衝擊

自 1980 年代起隨著金融自由化之進展，各項金融管制逐一解除，金融機構需同時面對利率風險、匯率風險、市場風險、信用風險及流動性風險等各式風險交錯之管理難題，結果造成銀行倒閉案例激增，迫使金融監理局摒棄過去僅側重糾正銀行既存缺失之作法，以重視影響金融機構未來營運之風險評估，進而發展出風險導向之持續監理模式，而於監理實務上進行數項革新，例如：風險程度高低有效地配置監理資源、運用實地檢查與場外監控進行持續性監理等，尤其著重場外監控之實施，發展報表稽該制度，(UBPR)，構建金融預警系統，採行統一金融機構評等系統(CAMELS rating system)等。

第一節 銀行影子背景與 CAMELS

在 1979 年，美國銀行業開始訂定金融機構統一評等制度(Uniform Financial Institutions Rating System，UFIRS)，此評等制度演變為後來俗稱的 CAMEL 評等制度(CAMELS rating system)。1980 年代起，聯邦存款保險公司(FDIC)也陸續發展了二套金融預警系統，分別是卡爾模型(CAEL)與較近晚的思可模型(SCOR)。在 1995 年，美國聯邦儲備銀行體系與美國貨幣監理署(Office of Comptroller of Currency，OCC)在原先的 CAMEL 評等制度下，多加了”S”，進而演變為後來的 CAMELS 評等制度。

一、CAEL 評等制度

CAEL 評等制度(CAEL Rating)即評估Capital、Asset Quality、Earnings 與Liquidity四大項，故簡稱CAEL，是美國聯邦存款保險公司(FDIC)用來輔助實地檢查之一項綜合性電腦化場外監控工具，該系統被設計為辨識金融機構自從前次檢查後，其財務狀況是否有顯著變化。該模型主要功能為標識自上次檢查以來已經顯著惡化之銀行，並予以進行場外監控分析。

美國聯邦存款保險公司首先依CAEL的四個屬性(資本適足性、資產品質、獲利能力及流動性)分類，以求出每個因子的主要比率(Primary Ratio)與調整比率(Adjust Ratio)，其評估程序即仰賴這些財務指標，及每一銀行在其同群組(Peer Group)中之排序。

二、CAMELS 評等制度

美國聯邦金融機構檢查委員會（Federal Financial Institution Examination Council，FFIEC）建議美國金檢單位對一般商業銀行採行的金融機構評等制度（Uniform Financial Institution Rating System，UFIRS），稱為 CAMELS Rating System。CAMELS 分別為六個英文字的首字所組成，代表 Capital Adequacy(資本適足性)、Asset Quality(資產品質)、Management (經營品質)、Earnings (獲利率)、Liquidity (流動性)、Sensitivity to Market Risk (市場敏感性)。一開始的評估只包含了「CAMEL」五個面向，然而在 1989 年美國儲貸機構倒閉危機的發生，導因於負債和資產的利率風險，因此便加入市場利率敏感性（Sensitivity to Market Risk）的評估。另外，由於怕評估結果公開後，造成評估差的銀行發生擠兌危機，因此，此評估的結果只供主管單位參考，不對外公開。

CAMELS Rating System 採五等第的評分方式，依據每個屬性的表現來評估銀行的營運績效，每一個評估項目表現的優劣程度介於一至五等級，如被評為一、二級表示體質健全，經營品質良善；若被評為三級表示表現尚可，略低於平均值；若列在四、五級表示表現明顯低於平均值，為問題金融機構，主管機關可能會介入處理。

求得 CAMELS 六項屬性各評估指標得分，經加計後得出一總分，再根據預先擬定的等級配分區間，賦予受評等的銀行一個綜合評等等級，此綜合評等分數共分為五級。第一級代表整體營運績效甚為穩健；第二級表示營運績效尚稱穩健；第三級代表該銀行僅能應付某些商情轉劣之影響，且營運狀況有開始惡化的跡象；第四級銀行之資產已大量惡化可能影響正常營運，必須密切注意與監督；第五級銀行倒閉機率大，必須立即增資或給予緊急財務支援。列為第四、五級的銀行屬於問題金融機構，由監理機關進一步追蹤考核或採取其他監理措施。

三、CAMELS 場外評等系統—SCOR 模型

SCOR（Statistical CAMELS Offsite Rating，SCOR）系統是美國聯邦存款保險公司於 1998 年新建立之場外評等工具，以代替原有的 CAEL 場外評等系統，其目的在於更有效監控銀行與儲蓄機構之風險，該應用系統由其監理處（Division of Supervision）及研究統計處（Division of Research and Statistics）共同建構而成，其相當近似於 CAEL 系統，並利用通知報表（Call Report）的申報資料，經由系統運作來辨識金融機構在下次實地檢查是否將遭降等之可能性。

SCOR 系統是 FDIC 利用數理統計技巧中之 Logistic 模型去預測金融機

構之綜合評等，此統計模型類似美國聯邦準備理事會之統計評估檢查等系統，而根據1986年到1996年之資料實證比較結果顯示，SCOR系統預測綜合評等之準確性較CAEL系統為高。

此系統基本上是利用最近一次檢查評等結果，經比較評估分析其與檢查前接近期間申報資料之關聯性，並使用檢查後最近一年的同期申報資料以比較其間變化情形，而推估下次檢查之可能評等結果。本項系統模型所採行之評估指標共有13項，各項比率分別為下列資料項目對資產總額之比率，各項目整理如表2-1所示。

表 4-1-1、SCOR 系統評估指標

| | |
|----------|---|
| 資產 品質 | 30 天以上，90 天以下之逾期放款 (Past Due Loans 30 Days) 90 天以上之逾期放款 (Past Due Loans 90 Days) 其他不動產 (Other Real Estate Owned) 沖銷呆帳淨額 (最近四季之合計數) (Net Charge-Offs) 應予評估放款 (Non-Accrual Loans) 提列備抵呆帳之費用 (最近四季之合計數) (Provision for Loan Losses) 放款損失準備 (Loan Loss Reserve) |
| 獲利 能力 | 稅前及非常提列前收益 (Net Income) 發放之現金股利 (最近四季之合計數) (Cash Dividends Declared) |
| 流動 性 | 波動性負債 (Volatile Liabilities) 流動性資產 (Liquid Assets) 放款與長期有價證券 (Loans and Long-Term Securities) |
| 資本 | 權益資本總額 (Total Equity Capital) |

第二節 銀行影子與資本適足率：理論模型

由於中央存款保險公司與各金融監理機關對銀行的財務、業務指標之來源皆以CAMELS評等為基礎，加上許多研究文獻指出CAMELS為能有效判別出問題金融機構之指標，因此，目前國內外學者專家研究銀行經營績效的相關文獻所採用的指標，幾乎皆以CAMELS六大面向為主要，或簡化或延伸（如Sinkey, 1975；West, 1985；陳曉蓉，1997；沈中華，2002；許振明、劉完淳及謝淑齡，2003；劉正歲，2004；彭美玲，2005）。上述研究中，在資本適足性方面，常見的指標包括放款/(資產+保留盈餘)、股東權益/資產、資本/風險性資產等。常見的資產品質指標包括備抵呆帳/資產、逾期放款比率等。常見的獲利能力指標包括資產報酬率、股東權益報酬

率、稅前純益率等。以下，本節詳述銀行經營績效各分項排名的指標說明以及計算方法。

1. 資本適足性(Capital)指標：

C1.修正後總資本充足率(adjCAR)

總資本充足率(CAR)於 1988 年由國際清算銀行(Bank for International Settlements, 簡稱 BIS)制定的巴賽爾協定(Basel Accord I)提出,旨在衡量銀行對抗虧損實力的指標。後於 2002 年修正為 Basel Accord II,此次修訂除了考慮信用風險及市場風險,還考慮了作業風險及信用評等,如今,總資本充足率已成為各國銀行業的資本充足性所遵循的法定標準。

不過,吾人若以考量影子銀行此一因素,則得出修正後總資本充足率(adjCAR),adjCAR 是針對大陸銀行業特有情況,對國際規範的總資本充足率的分母進行修正的總資本充足率。近年大陸銀行業為了規避存貸比 75%的限制,紛紛進行所謂的影子銀行業務,以從事更多業務及賺取利潤,還可以因為進行資本耗用少的同業業務,以提高 ROE。

其中,銀行的影子業務大部分為信託資產及理財產品。這些產品列於三項資產項內,分別為買入返售金融資產、可供出售金融資產、及應收款項類投資。上述三項資產項目是名為投資實為放款的高風險資產。

為避免現行公式可能低估上述三項資產的風險,因此本計畫的風險性資產再加計這三項資產。至於這三項資產的風險權重,由於銀行皆未揭露,且官方未予以定義,因此本計畫自訂這三項資產的風險權重為 50%。修正後總資本充足率越高表示銀行資本越充足。

consider SB 資本充足率=

$$\frac{\text{合格自有資本}}{\text{風險加權資產}+k\times(\text{買入返售金融資產}+\text{可供出售金融資產}+\text{應收款項類投資})}\times 100\%$$

其中,k 是銀行影子資產與放款間差距之權重,我們給予之 k 值為 50%。

C2. 修正後一級資本充足率(adjTier 1 CAR)

又稱為修正後核心資本(Core Capital)適足率,核心資本包括股本、非累積特別股、資本公積(特別盈餘公積、法定公積)及保留盈餘,此類資本的特徵是:在清算時對資產的請求權列在最後順位。

如同修正後總資本充足率(adjCAR),為避免現行公式可能低估這三項資產的風險,修正後一級資本充足率(adjTier 1 CAR)的分母亦考慮買入返

售金融資產、可供出售金融資產、及應收款項類投資等三項，並給予風險權重 50%。

國際清算銀行提出，核心資本不能低於風險資產的 4%，此比率越高表示銀行資本提列越充足。

Considering **SB** 一級資本充足率=

$$\frac{\text{合格一級自有資本}}{\text{風險加權資產}+k \times (\text{買入返售金融資產}+\text{可供出售金融資產}+\text{應收款項類投資})} \times 100\%$$

C3. 槓桿率(Leverage Ratio, LR)

由於 Basel II 僅注重風險性資產，致使部分銀行可進行監管套利，例如以資產證券化方式，提高資本充足率，但資產的風險程度未因此降低。過去銀行可能為了達成資本充足率的規定，而過於重視信評機構給予的評等，藉由貸放或投資於高信評資產，來降低加權風險性資產。然而，貸放或投資高信評資產仍可能無法避免在系統性風險的危機。自 1980 年代早期開始，加拿大及美國皆採用槓桿率作為衡量資本充足性的指標之一，近年來瑞士當局亦要求瑞士兩家主要銀行，UBS 及 Credit Suisse，採用槓桿率。此比率越高表示銀行資本充足性較好，達到 Basel III 槓桿率 6% 的銀行，即為所謂的資本良好(well-capitalized)銀行。

$$\text{槓桿率} = \frac{\text{一級資本}}{\text{調整後表內資產額} + \text{調整後表外資產額} - \text{一級資本扣減項}} \times 100\%$$

C4. 資本比率差(Capital Adequacy Difference, 簡稱 CAD)

雖然 Basel III 提出資本充足性與槓桿率應為互補，但仍獨立計算及看待這兩個指標。因此，本計畫從差異性的角度，提出資本比率差(Capital Adequacy Difference)。此比率高代表銀行的總資本充足率較高，可能是因為該銀行使用較多的次級資本(Tier 2 Capital)，或投資較低風險的貸放，或是因為進行監管套利而使 RWA 較低，而非銀行資本充足，故此比率越低越佳。

$$\text{資本比率差} = \text{總資本充足率} - \text{槓桿率}$$

第三節 銀行影子與資本

我們的實證結果如下所示。每一個表格，我們討論有與沒有考慮影子銀行對資本適足率的影響。

表4-3-1為五家最大國有資本適足率變化排名之結果。由表中可得知，不考慮影子銀行之影響的資本適足率較考慮影子銀行的資本適足率為低。例如在2011年，當沒考慮影子銀行的情況下，工商銀行的資本適足率為12.74%，而考慮影子銀行則為11.35%；在2012年，A農業銀行為12.22%，而不考慮影子銀行則為10.57%。由實證結果證實這兩者變數之間的差距仍算相當大。

表 4-3-1、國有銀行資本適足率變化排名

| Rank | 2011 年 | | | | 2012 年 | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 銀行名 | 影子前 | 影子後 | 差距 | 銀行名 | 影子前 | 影子後 | 差距 |
| 1 | 工商銀行 | 12.74 | 11.35 | -1.39 | 農業銀行 | 12.22 | 10.57 | -1.64 |
| 2 | 農業銀行 | 11.51 | 10.14 | -1.37 | 工商銀行 | 13.27 | 12.05 | -1.21 |
| 3 | 建設銀行 | 13.02 | 11.81 | -1.21 | 建設銀行 | 13.83 | 12.74 | -1.09 |
| 4 | 中國銀行 | 12.54 | 11.56 | -0.98 | 中國銀行 | 13.24 | 12.30 | -0.93 |
| 5 | 交通銀行 | 12.34 | 11.47 | -0.87 | 交通銀行 | 13.24 | 12.39 | -0.86 |

表4-3-2為五間國有銀行一級資本適足率變化排名之結果。由表中可得知，在不考慮影子銀行之影響的一級資本適足率相於較考慮影子銀行為高。如2011年，農業銀行在未考慮影子銀行之影響時，其一級資本適足率為9.29%，而考慮影子之影響時，銀行其值為在7.93%。如2012年，農業銀行在未考慮影子銀行，其一級資本適足率為9.632%，而考慮影子銀行其值為在8.33%。

表 4-3-2、國有銀行一級資本適足率變化排名

| Rank | 2011 年 | | | | 2012 年 | | | |
|------|--------|-------|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 銀行名 | 影子前 | 影子後 | 差距 | 影子前 | 影子後 | 差距 | 影子前 |
| 1 | 農業銀行 | 9.29 | 7.93 | -1.36 | 農業銀行 | 9.63 | 8.33 | -1.30 |
| 2 | 工商銀行 | 10.01 | 8.92 | -1.09 | 工商銀行 | 10.33 | 9.38 | -0.95 |
| 3 | 建設銀行 | 10.50 | 9.53 | -0.97 | 建設銀行 | 11.05 | 10.18 | -0.87 |
| 4 | 中國銀行 | 9.91 | 9.13 | -0.78 | 中國銀行 | 10.31 | 9.58 | -0.73 |
| 5 | 交通銀行 | 9.12 | 8.48 | -0.64 | 交通銀行 | 10.27 | 9.61 | -0.66 |

表4-3-3為股份制銀行資本適足率變化排名，由表中可得知，在不考慮影子銀行之影響時的資本適足率相於較考慮影子銀行之影響為高。如2011年，渤海銀行在未考慮影子銀行，其資本適足率為11.18%，而考慮影子銀行其值為在8.30%；如2012年，渤海銀行在未考慮影子銀行，其一級資本適足率為11.56%，而考慮影子銀行其值為在7.83%。

表 4-3-3、股份制銀行資本適足率變化排名

| Rank | 2011 年 | | | | 2012 年 | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 銀行名 | 影子前 | 影子後 | 差距 | 銀行名 | 影子前 | 影子後 | 差距 |
| 1 | 渤海銀行 | 11.18 | 8.30 | -2.89 | 渤海銀行 | 11.56 | 7.83 | -3.73 |
| 2 | 恒豐銀行 | 11.40 | 9.00 | -2.40 | 恒豐銀行 | 11.34 | 7.76 | -3.58 |
| 3 | 興業銀行 | 11.05 | 8.65 | -2.40 | 興業銀行 | 11.58 | 8.91 | -2.67 |
| 4 | 華夏銀行 | 11.07 | 9.20 | -1.87 | 華夏銀行 | 11.08 | 9.39 | -1.69 |
| 5 | 浦發銀行 | 12.08 | 10.49 | -1.59 | 浦發銀行 | 12.46 | 10.77 | -1.69 |
| 6 | 浙商銀行 | 13.96 | 12.47 | -1.49 | 浙商銀行 | 13.48 | 11.89 | -1.58 |
| 7 | 招商銀行 | 11.33 | 9.98 | -1.35 | 光大銀行 | 10.86 | 9.32 | -1.54 |
| 8 | 廣發銀行 | 10.72 | 9.51 | -1.21 | 平安銀行 | 11.22 | 9.74 | -1.48 |
| 9 | 光大銀行 | 10.69 | 9.51 | -1.18 | 廣發銀行 | 11.17 | 9.84 | -1.34 |
| 10 | 平安銀行 | 10.63 | 9.55 | -1.09 | 民生銀行 | 10.74 | 9.46 | -1.28 |
| 11 | 中信銀行 | 11.60 | 10.55 | -1.05 | 招商銀行 | 11.83 | 10.64 | -1.19 |
| 12 | 民生銀行 | 10.72 | 10.05 | -0.67 | 中信銀行 | 12.70 | 11.68 | -1.02 |

表4-3-4為股份制銀行一級資本適足率變化排名，由表中可得知，在不考慮影子銀行之影響時的一級資本適足率相於較考慮影子銀行之影響為高。如2011年，渤海銀行在未考慮影子銀行，其資本適足率為8.65%，而考慮影子銀行其值為在6.41%；如2012年，恒海銀行在未考慮影子銀行，其一級資本適足率為9.64%，而考慮影子銀行其值為在6.59%。

表 4-3-4、股份制銀行一級資本適足率變化排名

| Rank | 2011 年 | | | | 2012 年 | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-------|
| | 銀行名 | 影子前 | 影子後 | 差距 | 銀行名 | 影子前 | 影子後 | 差距 |
| 1 | 渤海銀行 | 8.65 | 6.41 | -2.23 | 恒豐銀行 | 9.64 | 6.59 | -3.05 |
| 2 | 恒豐銀行 | 9.64 | 7.61 | -2.04 | 渤海銀行 | 9.31 | 6.31 | -3.01 |
| 3 | 興業銀行 | 8.35 | 6.54 | -1.81 | 興業銀行 | 8.85 | 6.81 | -2.04 |
| 4 | 華夏銀行 | 7.72 | 6.43 | -1.29 | 浙商銀行 | 10.76 | 9.49 | -1.26 |
| 5 | 浙商銀行 | 11.28 | 10.08 | -1.20 | 浦發銀行 | 9.11 | 7.88 | -1.24 |

| | | | | | | | | |
|----|------|------|------|-------|------|------|------|-------|
| 6 | 浦發銀行 | 8.87 | 7.69 | -1.18 | 華夏銀行 | 8.11 | 6.88 | -1.23 |
| 7 | 招商銀行 | 7.90 | 6.96 | -0.93 | 光大銀行 | 7.99 | 6.86 | -1.13 |
| 8 | 廣發銀行 | 7.73 | 6.86 | -0.87 | 平安銀行 | 8.30 | 7.20 | -1.10 |
| 9 | 光大銀行 | 7.80 | 6.94 | -0.86 | 廣發銀行 | 8.25 | 7.26 | -0.99 |
| 10 | 中信銀行 | 9.30 | 8.46 | -0.84 | 民生銀行 | 8.03 | 7.07 | -0.96 |
| 11 | 平安銀行 | 7.52 | 6.76 | -0.76 | 招商銀行 | 8.33 | 7.49 | -0.84 |
| 12 | 民生銀行 | 8.11 | 7.61 | -0.51 | 中信銀行 | 9.66 | 8.88 | -0.77 |

爾後，我們衡量影子銀行對資本適足率的影響，我們對每家銀行資本適足率做成績排名，我們的排名標準如下：1. 資本適足率(CAR)為40%、2. 第一級資本適足率為40%、3. 槓桿比率為30%。我們的實證結果為表4-3-5全體銀行資本適足性排名分數。其分數如下：

在 2011年，調整影子銀行對的影響之後，五大國有銀行的排名基本是調升，中國銀行由31升到23，**建設銀行**由**18**升到**13**，交通銀行由24升到17，但工商銀行由21略降到23，農業銀行由23略降到25，興業銀行由32略降到36，影子銀行對資本適足率以及排名均有相當大之影響。

表 4-3-5、全體銀行資本適足性排名分數

| Rank | 2011 年 | | | | 2012 年 | | | |
|------|-------------|------|-------------|------|--------|------|--------|------|
| | 影子前 | | 影子後 | | 影子前 | | 影子後 | |
| 1 | 攀枝花市商行 | 8.6 | 攀枝花市商行 | 17.6 | 攀枝花市商行 | 14.5 | 成都銀行 | 26.9 |
| 2 | 張家口市商行 | 25.7 | 成都銀行 | 33.3 | 張家口市商行 | 25.6 | 寧波銀行 | 39.7 |
| 3 | 長沙銀行 | 28.1 | 漢口銀行 | 36.1 | 成都銀行 | 27.2 | 交通銀行 | 40.2 |
| 4 | 重慶三峽銀行 | 29.4 | 東莞銀行 | 36.8 | 重慶三峽銀行 | 31.6 | 東營銀行 | 40.8 |
| 5 | 成都銀行 | 34.2 | 東營銀行 | 39.4 | 寧波銀行 | 31.9 | 建設銀行 | 41.2 |
| 6 | 寧波銀行 | 37.6 | 中信銀行 | 41.2 | 貴陽銀行 | 35.4 | 工商銀行 | 41.9 |
| 7 | 盛京銀行 | 39.8 | 萊商銀行 | 41.4 | 南京銀行 | 41.1 | 江蘇銀行 | 43.9 |
| 8 | 萊商銀行 | 41.1 | 寧波銀行 | 44.2 | 九江銀行 | 41.2 | 萊商銀行 | 43.9 |
| 9 | 貴陽銀行 | 41.2 | 貴陽銀行 | 45.4 | 萊商銀行 | 41.5 | 中國銀行 | 44.4 |
| 10 | 九江銀行 | 41.5 | 泰隆商行 | 45.6 | 福建海峽銀行 | 42.7 | 盛京銀行 | 46.4 |
| 11 | 樂山市商行 | 41.8 | 浙商銀行 | 45.7 | 盛京銀行 | 43.7 | 鞍山銀行 | 46.9 |
| 12 | 東莞銀行 | 42.2 | 江蘇銀行 | 46.7 | 工商銀行 | 44 | 福建海峽銀行 | 47.5 |
| 13 | 北京銀行 | 42.4 | 建設銀行 | 46.8 | 建設銀行 | 45.4 | 浙商銀行 | 48.4 |
| 14 | 重慶銀行 | 42.4 | 九江銀行 | 47.5 | 浙商銀行 | 45.4 | 農業銀行 | 50.6 |
| 15 | 南京銀行 | 43.9 | 鞍山銀行 | 48.4 | 渤海銀行 | 45.5 | 重慶銀行 | 51.4 |
| 16 | 浙商銀行 | 47.2 | 樂山市商行 | 48.7 | 重慶銀行 | 46 | 威海市商行 | 52 |
| 17 | 大連銀行 | 48.4 | 交通銀行 | 48.8 | 北京銀行 | 46.4 | 北京銀行 | 53 |
| 18 | 建設銀行 | 48.9 | 北京銀行 | 49 | 恒豐銀行 | 46.6 | 浦發銀行 | 54.5 |

| | | | | | | | | |
|----|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|
| 19 | 東營銀行 | 49 | 重慶銀行 | 49 | 東營銀行 | 47.7 | 大連銀行 | 55 |
| 20 | 恒豐銀行 | 50.3 | 杭州銀行 | 50.9 | 農業銀行 | 49.1 | 華夏銀行 | 55.9 |
| 21 | 工商銀行 | 50.4 | 大連銀行 | 51.1 | 交通銀行 | 49.2 | 中信銀行 | 56.5 |
| 22 | 渤海銀行 | 53 | 日照銀行 | 51.3 | 天津銀行 | 49.9 | 南京銀行 | 56.7 |
| 23 | 農業銀行 | 53.9 | 中國銀行 | 52 | 威海市商行 | 49.9 | 日照銀行 | 57.6 |
| 24 | 交通銀行 | 53.9 | 工商銀行 | 53.4 | 中國銀行 | 51 | 泰隆商行 | 58.2 |
| 25 | 漢口銀行 | 54.1 | 農業銀行 | 54.2 | 大連銀行 | 51.1 | 廣發銀行 | 59.2 |
| 26 | 江蘇銀行 | 54.5 | 南京銀行 | 55.9 | 江蘇銀行 | 51.7 | 平安銀行 | 59.6 |
| 27 | 天津銀行 | 54.8 | 浦發銀行 | 56.8 | 杭州銀行 | 52.3 | 渤海銀行 | 59.6 |
| 28 | 浦發銀行 | 55.3 | 華夏銀行 | 59.8 | 浦發銀行 | 52.4 | 招商銀行 | 61.3 |
| 29 | 日照銀行 | 55.8 | 天津銀行 | 59.9 | 漢口銀行 | 53.8 | 溫州銀行 | 61.5 |
| 30 | 華夏銀行 | 56.2 | 威海市商行 | 60.2 | 興業銀行 | 54.2 | 恒豐銀行 | 61.6 |
| 31 | 中國銀行 | 56.8 | 溫州銀行 | 60.3 | 中信銀行 | 56.5 | 興業銀行 | 62.6 |
| 32 | 興業銀行 | 57.7 | 恒豐銀行 | 60.8 | 鞍山銀行 | 57.4 | 中國光大銀行 | 63.2 |
| 33 | 鞍山銀行 | 58 | 渤海銀行 | 63.2 | 華夏銀行 | 58 | 中國民生銀行 | 63.5 |
| 34 | 威海市商行 | 58.4 | 平安銀行 | 63.7 | 日照銀行 | 59.4 | 攀枝花市商行 | 65.2 |
| 35 | 杭州銀行 | 59 | 吉林銀行 | 64.5 | 平安銀行 | 62.3 | 重慶三峽銀行 | 66.1 |
| 36 | 泰隆商行 | 63.6 | 興業銀行 | 64.6 | 廣發銀行 | 64 | 漢口銀行 | 67.3 |
| 37 | 吉林銀行 | 66.3 | 廣發銀行 | 65.5 | 中國光大銀行 | 66.2 | 九江銀行 | 缺 |
| 38 | 中信銀行 | 66.4 | 招商銀行 | 66.7 | 招商銀行 | 66.7 | 天津銀行 | 缺 |
| 39 | 廣發銀行 | 66.4 | 中國光大銀行 | 67 | 溫州銀行 | 69 | 吉林銀行 | 缺 |
| 40 | 招商銀行 | 66.7 | 中國民生銀行 | 69.1 | 中國民生銀行 | 69.8 | 杭州銀行 | 缺 |
| 41 | 平安銀行 | 66.7 | 重慶三峽銀行 | 72.3 | 泰隆商行 | 72 | 東莞銀行 | 缺 |
| 42 | 中國光大銀行 | 68.8 | 盛京銀行 | 缺 | 吉林銀行 | 缺 | 長沙銀行 | 缺 |
| 43 | 溫州銀行 | 69 | 福建海峽銀行 | 缺 | 東莞銀行 | 缺 | 張家口市商行 | 缺 |
| 44 | 中國民生銀行 | 75.1 | 長沙銀行 | 缺 | 長沙銀行 | 缺 | 貴陽銀行 | 缺 |
| 45 | 福建海峽銀行 | 缺 | 張家口市商行 | 缺 | 樂山市商行 | 缺 | 樂山市商行 | 缺 |

註：計算影子後資本充足率和一級資本充足率需要風險加權資產的數據，但是部分銀行在風險加權資產的資料有缺漏，導致無法計算，以「缺」表示。

最後，以下表4-3-6，總結本評比模型與傳統文獻之比較。

表 4-3-6、本評比模型與傳統文獻之比較

| 項目 | 傳統 | 本計畫 |
|------------|---------------------|---|
| Capital | CAR, Tier 1 capital | 同左，多重視 RWA |
| Assets | 資產品質、備抵呆帳 | 同左，加入信託利潤占總利潤比例以考慮影子銀行經濟 |
| Management | 未明確定義 | 銀行人員之貢獻、超額準備率 |
| Earning | ROA、ROE、NII、EPS | 同左 |
| Liquidity | 流動性比率，如流動比率、速動比率等 | 流動性創造(Liquidity creation)，也考慮了 Basel III 最新的 NSFR，並且納入投資受益權信託 |
| Strategy | 未考慮 | 使用 BCG 矩陣模型衡量銀行的策略績效 |
| Governance | 不明 | 考慮監察人席位、獨立董事比重、外資持股比率以及最大股東現金流量權等 |
| Growth | 不明 | 考慮銀行的存放款以及資產的成長性 |

第五章 大陸影子銀行對台灣銀行業之影響

第一節 對台灣在大陸銀行業之影響

一、絕大部分台資銀行尚未涉足影子銀行業務

迄今為止，台資銀行在大陸並不被允許做影子銀行業務，因為既沒門路、亦無規模。規模做不大之原因是由於制約太多，如台資銀行取得資金迄今僅能吸收100萬元以上之存款、原先可自台灣母行借入人民幣之中長期外債管道迄今仍未獲外管局核准。也因此，台資銀行目前在大陸之整體風險也不大。

上述制約可分成資金來源及資金用途。資金來源之制約包括打仗之子彈(即人民幣)不足：由於台資銀行大多仍為分行模式，迄今據點仍少，且被限制僅能收取100萬以上人民幣之存款，再加上台商客戶有限，故人民幣資金亦不多，故貸款或投資規模自亦受限。至於向母行借款衝刺一途，亦被嚴格之外債限制侷限住。大陸金融機構之短債係由人行外管局審批，僅能以美元外幣進行；中長債則需由發改委審批，且因係資本項目，故需報送外管局備案，方可借入人民幣。不過實際執行情形因地而異，福建華南等地外資銀行較少，獲准之案例較多；上海地區銀行太多，金融流量亦多，外管局擔心一開放會吸引過多境外人民幣外債進入，造成壓力，故較少批准。

另外一項制約在於資金用途相當有限：大陸當局審批速度很慢，包括執照申請、分支機構申請。舉例而言，台銀、兆豐銀、即中信銀之人民幣執照皆尚未批准。此部分有賴政策性放寬，甚至於我監管單位與對岸展開諮商爭取，才能加速進行。在分支機構申請方面，舉例而言，福建部分會先批，其他地方則緩慢。在申請執照方面，舉例而言，我銀要進行代理境外理財業務，需要申請理財執照，但在此之前要先拿到衍生性商品執照；後者須被審核內控、系統設備、及人員。

二、大陸執行影子銀行相關監管措施之影響

正如以尚章節所述，目前，因大陸經濟下行且銀行屬順週期行業，再加上許多監管措施出台，故社會融資中之信託貸款及委託貸款也已然萎縮

不少。譬如，為了處理影子銀行業務中同業往來相關問題，大陸監管當局執行127號文相關措施，其中，淨值調查很難(尤其是涉及非標產品者)，董監事名冊之關係企業也不容易查到，但銀監會要求各銀行自查，要求將投向以下目標之資金列出：理財餘額及非標比例，且須提高透明度，應是玩真的。不過，各地執法者力度不同，有的鬆有的緊。其中，最大重點在於：資金鍊條實在太長，因此不好查，或是銀行不願查，一般銀行頂多往前再查兩階。

即使銀行願意深入資金鍊而加以審查追蹤，但目前大陸之徵信系統仍存在許多缺失。譬如，迄今大陸徵信仍是缺乏上位法源及個資法之支持，亦缺乏跨部門(如稅務、公安等)之協調，致審查較難有所收穫。另針對大陸人行徵信系統，金融機構要經審批、有一定業務量/客戶量才能申請進入，以至於目前參加行仍以中資銀行為主。外資銀行或者因徵信資料為英文內容，較難融入，或是因件數少(即使授信量很大)，沒意願進入，也因此外資銀目前沒被強制要進入(雖說人行鼓勵其進入)。除此之外，目前基層金融如村鎮銀行亦尚不能進入徵信中心；對於信託之業務紀錄，也尚未進入人行徵信中心。其中，企業徵信查詢功能可以查信用報告，但有些不及時/不正確；另外亦有關聯企業風險提示(分成五級：正常/關切/逾期等)。不過，人行徵信系統僅有違約紀錄，沒有評分機制。在大陸徵信，有些銀行係自客戶之水表/電表/薪資表著手，進行評估。

針對上述之淨值調查，有的業者則認為，幾號文都是假的，根本不可能真正抓到底。由於2008年至今已成常態，各種資金鍊已經形成環環相扣局面。由於影子銀行的透明度低，目前只能微幅控制影子銀行之成長，不能真正制止影子銀行之進行，否則融資體系之資金流動會產生困難，資金鍊會斷掉，而產生更大之問題。

大陸之金融同業問題到底大不大，一般而言，大陸因價差夠大，故同業問題應不大；另外，幾乎大多銀行高層皆認為，比起一般小微企業，與大陸金融同業往來還是較為安全。基本上，由於一行三會相當保守，1~2年內還是必須保護銀行；不論是金融同業之實力，還是大陸中央對金融同業之支持力道，都應遠大於小微企業。不過，2~3年內，當大陸許可銀行合併後，或許就會有些變化。目前而言，銀行之ROE仍大於10%，也有穩定之資金流動比例，若有問題，只要吐出2.5%的撥備餘額，再加上資本適足率夠高，銀行還是有因應危機之調適時間。展望未來，大陸同業放款問題若非嚴重到連國家也罩不住，就是可因即將推出之存款保險機制而化解。

事實上，大陸存款保險相關技術準備已達可推出水準，惟之前因監管權限問題(人行v.s.銀監會)而卡住，近來似已解決，即將推出(以下分析)。至於保險費部分，原先則因大行及城商行較具信譽優勢，而缺乏加入之動機，故遭致抗拒。未來，則將採差別費率，立基於投保單位之撥備覆蓋率等水準，給予差別性收費。

2014年11月30日，國務院法制辦公室公佈了由人行起草的《存款保險條例(徵求意見稿)》，向社會公開徵求意見。從存款人角度看，存款保險制度推出將改變其“政府隱性擔保、存款無風險”的固有意識，亦即多少可處理剛性兌付問題，可使存款人更加關注存款性金融機構的經營情況和風險狀況，選擇較為安全的金融機構存入資金。從金融機構的角度看，存款保險制度推出將強化其風險意識促使其理性攬存、理性經營。從金融穩定的角度看，存款保險制度推出有利於厘清政府與市場的邊界，是完善大陸金融安全網的重要舉措，有利於防範化解系統性、區域性金融風險。從銀行業的市場格局看，顯性存款保險制度的建立，有利於增強存款人對中小金融機構、特別是民營銀行的信心。從深化改革的角度看，存款保險制度推出一方面將打破商業銀行存款無風險、難以破產退出的現狀，另一方面也有利於緩解金融機構的道德風險，使其真正成為自我約束的市場主體，為加速乃至最終完成利率市場化改革創造條件。

有關推出存款保險的可能影響，大陸交通銀行認為：對銀行業金融機構來說，由於保險費率等具體細則未出，尚無法詳細測算對銀行的影響，惟從國際經驗來看，保險費率在可能大體在0.015%-0.02%之間，故因上交保險費而造成的銀行利潤減少尚屬有限。對存款人來說，由於存款從之前的無風險資產變為有風險資產，為防止存款流失，預計銀行、特別是中小銀行會進一步提高存款利率，或通過發行高收益理財產品來吸收存款資金，這在短期內對存款人有利。對企業來說，之前曾有觀點分析認為企業存款不在被保險範圍之內，惟此次徵求意願稿明確被保險存款包括人民幣存款和外幣存款，當有利於企業存款的穩定。展望未來，必需注意以下幾項變化：(1)在有限賠付制度下存款資金跨機構流動的態勢，換言之，未來可能發生存款資金從中小型機構流向大型金融機構之態勢；(2)同業存款不在被保險範圍之內，亦即不用交納保費，這可能會導致銀行加大對低成本同業存款的吸收力度，加大同業市場競爭；(3)存款保險制度推出後，利率市場化改革可能加快推進，存款利率上浮區間在明年可能進一步擴大，若其他情況不便，銀行將面臨存款利率持續上升的壓力。

針對同業往來問題，一般而言，我銀承做內保外貸業務時，基本上只收五大行之案子；惟對於從事直接投資之投行業者，若其案件涉及金融同業者，較會擔心大陸一般金融同業產生風險。

最後要注意的是，大陸金融監理高管日前在公開論壇發言中，針對“非標業務亦要計提資本”課題，提出討論；不論此一舉動是否僅是在試水溫，基本上，政策似有往“實質重於形式”之原則落實。

三、影子銀行和銀行業務之間的關係：競爭、互補又合作

有關影子銀行和銀行業務之間的關係，首先，在互補關係上，影子銀行可補大陸小微融資之不足，有其貢獻；以互聯網金融為例，其在一定程度上滿足中小企業、個體工商戶、自然人及創新創業者之投融资需求，將「開放、分享、協同、互動」之特性融入金融交易活動中，使得金融交易更為靈活、便利、透明及大眾化，成為普惠金融之載體。其次，對於銀行而言，影子銀行之好處之一是可與之共享資源及客戶，亦屬有益之補充，此自銀信合作及銀信證合作等前例來看，即相當清楚。不過，由於有風險，對於不同規模之銀行，互補性有所差別：一般而言，大陸較大之銀行涉入影子銀行業務較少；然而對於中小銀行而言，影子銀行業務乃銀行營業重要之來源，如浦東發展、興業、民生銀行，皆承做許多非標業務，也帶來相當之收益。招商銀行原先較少涉入，但2014年換主管後，作風轉為較激進，才介入較多影子銀行業務。

另一方面，在競爭關係上，由於中國大陸金融業長期處於保護及管制下，其創新動力及能力均有限，僅滿足於傳統經營方式，較難以跳脫既有框架進行思考及創新。換言之，互聯網金融打破長期依賴行政力量維繫之平衡，打開厚重、保守之傳統金融領域，雖是引發銀行業之危機感，但亦成為推動金融體系加快變革之新生力量。而且，儘管互聯網金融市場定位是在小額度及便利性，可填補傳統金融體系之不足，但有學者認為互聯網金融並不滿足於承作小微金融，最終會與銀行形成正面競爭³⁸。近來，為了降低來自互聯網金融之競爭，銀行業已開始加速與後者間之合作關係(以下分析)。

儘管互聯網金融發展時間短，但已形成數種常見之運作模式³⁹，其中P2P

³⁸ 轉述摘錄自中歐陸家嘴國際金融研究院劉勝軍副院長。

³⁹ 根據人行於2014年4月所發佈之《中國金融穩定報告(2014)》，將其區分為第三方支付平台、金融理財產品網路銷售、P2P網路信貸、眾籌融資、大數據(Big Data)及信息化金融等。

網路借款平台在發展初期，以信用貸款及擔保貸款比重較高，亦即先從個人信貸業務開始，隨著貸款額度擴大及對風險管理要求之提高，借款人從個人轉為企業，開始出現大量企業抵押或擔保債權，其後再發展為對特定抵押物之債權。由於互聯網金融發展所引發之風險及監管問題，不僅受到大陸國務院及相關部門高度重視，人行更於2013年8月牽頭組成「互聯網金融發展與監管研究小組」，先從上海的P2P借貸企業開始集中調研，其後再對陸家嘴國際金融資產交易市場（陸金所）之業務模式、擔保機制、風險控管制度及資金管理等方面進行實地考察。

四、影子銀行帶來之利益與風險：以互聯網金融為例

互聯網金融帶來之利益大致如下：其一，物流、金流及資訊流之結合促進了電子商務及網路信貸之發展，而在金流環節對支付便捷性之需求，衍生出第三方支付平台。銀行可透過與第三方支付平台之合作，一方面為買賣雙方整合銀行卡支付方式，另一方面，第三方支付企業為銀行整合零售電子商務、小額信貸之結算業務，因而得以降低銀行營銷成本。其二，中國人民銀行近期已完成《關於促進互聯網金融健康發展的指導意見》之政策制定，預計於2014年底正式發佈，惟前述意見係僅就互聯網金融產業給予框架性指導，亦不就互聯網金融之運作模式進行定義；換言之，因其尚在發展初期，監管力道較低，故可為業者帶來若干迅速發展之商機。譬如，P2P網路貸款企業係由大陸銀監會制訂其監管細則，該監管方向將不進行營業執照監管而採取備案制，惟仍確立P2P網路貸款企業之最低註冊資本額，且平台不得提供擔保、資金須進行獨立託管，以及須定期向監管部門揭露逾期資料等。截至2014年9月底，中國大陸已有第三方支付機構269家，前三季支付金額達人民幣24.1兆元，至於P2P網路借貸平台，大概達到1,400家、融資餘額超過人民幣1,100億元，活躍的股權眾籌平台在大陸也超過20餘家。

互聯網雖在很短時間內崛起，並帶來上述之好處，然而其負面效果及風險亦已顯現：一是P2P網路借貸平台在設立初期，係以金融欺詐、集資後捲款潛逃為目的；二是經營者本身不具備金融業務之經營管理能力，在一陣風潮中倉促成立且又盲目擴張，導致經營難以為繼，最後走向龐氏騙局（Ponzi Scheme）；三是違規操作觸犯現行金融法規，包括以高息保證吸引投資客戶、網路平台提供擔保、過度宣傳及公募資金等不法行為。因此，必須建立互聯網金融之行業自律組織、設立自律規範，包括互聯網金融交易流程、交易標準、經營指標、統計機制、退場機制及內部兼併重組等，

形成汰弱留強之市場機制，以達到健康有序發展及金融秩序穩定之目標。

當前互聯網金融最大之風險問題，即是有關部門尚未出台互聯網金融監管法律法規，使得風險控制難度較大。倘若准入門檻低及缺乏法律制度約束，容易成為從事非法集資、詐騙及洗錢等犯罪活動之平台媒介，且互聯網金融亦尚缺乏專責管理機構及行業規範，與傳統銀行業相比，其不具備風險控管、合規經營及清償程序等機制，可能使各類風險問題發生頻率較高。應注意者，國務院辦公廳於2013年12月印發《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(107號文)⁴⁰，重申互聯網金融業務之合規合法性為不可逾越之底線。以P2P網路借貸所蘊含之風險為例，由於借方信用風險較大，且被視為「類信貸業務」，其似應歸屬中國銀監會監管，而相關部門亦開始研擬起草相關監管規定。以下茲就互聯網金融之可能潛在風險分述如下：

(一) 訊息不對稱風險

2013年間互聯網金融從無到有，如今備受矚目，儘管互聯網金融標榜消除資訊不對稱問題，但由於缺少監管架構及法律規範，風險控制及監管問題已成為互聯網金融發展過程中之難題，不少互聯網金融公司存在經營不透明之情況，無論在交易資料或資金流向均不透明，亦即失去社會監督之監管力量，蘊藏一定程度之風險問題。以P2P網路借貸為例，其與傳統商業銀行借貸不同，網路借貸是借貸雙方間直接進行，但網路借貸企業或個人無法透過第三方取得借款人之信用歷史資料，儘管網路借貸平台採取手機綁定、身分驗證或收入證明等方法，但更為關鍵之借款人徵信紀錄、財務狀況、借款用途等無法充分掌握，較難以建構客觀之信用評級體系，再加上各網路借貸平台間資訊相互隔絕之條件下，亦無法順利得知該用戶是否已在其他網路借貸平台申請貸款。總言之，互聯網金融業務及服務提供者具有高度虛擬性特徵，在交易者身分確認及信用評價等方面均會產生明顯之訊息不對稱問題。

(二) 信用風險

互聯網金融之基本理念即是實現普惠金融，將具有融資需求但由於缺少收入證明、抵押擔保等各方因素，而無法在商業銀行及資本市場取得資金之小微企業或一般民眾。以電商小貸為例，其有獨立電商金融及電商與商業銀行合作之供應鏈金融等兩種模式，由於電商小貸之資金需求一

⁴⁰ 國務院辦公廳 2013 年 12 月 20 日國辦發[2013]107 號。

般以短期、小額為主，互聯網企業依託交易量龐大之電商平台，借助Big Data技術之數據收集及分析功能，對借款人之物流、金流及資訊流等交易訊息進行實質監控，以有效降低交易成本及提高資金周轉速度。惟在如何避免虛假交易或虛假信用仍需持續完善，加以中國大陸個人徵信系統尚未完備，難以實現有效合理之資訊共享，易造成不同平台或不同體系下之套利行為。應注意者，Big Data技術須透過事前進行大量之資訊收集工作，最早進入該領域者即具有競爭優勢，如阿里巴巴電商集團。

（三）作業風險

巴塞爾銀行監管委員會將作業風險定義為是由不完善或有問題之內部作業過程、人員、系統或外部事件而導致直接或間接損失之風險，並將其納入整體資本適足率之計算。在隨著資訊技術持續進步之際，亦對互聯網金融之風險控制產生影響，包括資訊系統之安全性及穩定性，或是否因系統發生故障而導致客戶資料遺失、交易失敗及客戶財產損失等。事實上，作業風險涵蓋內容廣泛，以第三方支付為例，中國大陸電子商務交易發展快速，促進第三方支付業務興起，提供商戶及用戶便捷、簡易之支付交易功能，與此同時，第三方支付業務亦衍生諸多風險問題。中國銀監會於2009年3月在《關於支付寶業務的風險提示》明確提出第三方支付機構信用風險、網路駭客盜用資金風險、信用卡非法套現風險、發生洗錢犯罪行為風險及法律風險等五大風險，其中網路駭客盜用資金及信用卡非法套現均屬作業風險範疇，主要涉及技術安全及資訊真實性。再以P2P網路借貸為例，其發展初期之客戶族群多屬小微企業及一般個人用戶，客戶體質較為薄弱且信貸審核機制較鬆散，因此受到作業風險之傷害大於商業銀行。

（四）流動性風險

互聯網金融為資金供需雙方提供排除時間及地區限制之媒合機會，但目前中國大陸互聯網金融之參與者仍以一般投資人居多，其與機構投資人之投資思維有所不同，具有重視投資本金安全性及風險偏好低之特性。以第三方支付平台之投資商品為例，其投資標的過於集中在商業銀行之協議存款，雖該協議存款具有較低之信用風險、良好之流動性及收益率，但如監管部門考量第三方支付財富管理規模龐大，基於金融穩定而取消協議存款提前支取不罰息之優惠，或協議存款單位因資金壓力而延遲支付利息，將造成貨幣型基金大量贖回之資產變現壓力。當然流動性風險不僅是第三方支付之現金管理或財富管理所面臨的問題，P2P網路

借貸、電商小貸均會面臨外部事件衝擊之影響。目前中國大陸P2P網路借貸除線上模式運作外，實務上亦衍生出擔保本金償付、信貸資產證券化、債權轉讓模式等，由於P2P借貸平台本身不獨立於資金供需鏈，當經濟面臨下行風險而造成整理違約率升高，或是由於作業風險而引發投資者對P2P平台風險控管之疑慮等，使得缺少風險緩衝及援助機制之P2P借貸平台，在抵禦流動性風險之應變能力較低，特別是目前對互聯網金融模式尚未有具體監管機制或措施。應注意者，依據中國銀監會辦公廳《關於人人貸有關風險提示的通知》所表達之監管精神，P2P借貸平台之貸款流向應符合國家宏觀調控政策，在房地產、高汙染、高耗能及產能過剩產業調控趨緊之背景下，P2P借貸平台應減少放貸資金流入該限制性產業。

五、影子銀行問題可能引發系統性風險

影子銀行對銀行業的影響存在複雜關係。雖說絕大多數受訪人士(包括大陸產、官、學、研，及我大陸金融業者)不認為有立即性系統性風險，但大多咸認問題不少，仍須持續關注。2008年金融風暴由歐美次貸市場啟動，再加上證券化風行，並殃及股市，才會那麼嚴重。但大陸迄今還未發展至這一塊，創新層次不高，再加上其對外關聯性遠低於歐美次貸業者，故即使未來有風暴，也應不會像次貸風暴那麼嚴重地波及全球。此外，因大陸中央出台許多影子銀行監理措施，近來大陸社會融資中的信託貸款與委託貸款已然下降；另因出台127號文及相關措施，故同業通道亦已遭到限制。

影子銀行對台灣銀行業的影響，目前看起來也還好。至少目前大陸銀行業流動性還夠，預期銀行之triple R要往下調。不過，由於有存款利率、匯率自由化的問題，故要解決大陸的影子銀行問題是一個大工程。尤其是當系統風險或外溢效果產生時。最重要的是，大陸政府必須解決房地產及。其中，大陸房市是主要資金匯集及來源處，很多人判斷影子銀行金融商品之報酬率之所以可以飆至20%以上，即因其最終去處係轉至房地產相關產品，此確為許多人所擔心者。下一章節中，本文即針對房地產與影子銀行業務之錯綜複雜關係，進行分析，以瞭解未來房地產問題引發大陸金融系統性風險之可能性大小。

有些業者認為，大陸經濟循環終究會回來，若有問題應該挺得過，不必太擔心。一線城市之房價影響較小，量價皆未跌、反而漲；但有些地方則因廠商外移，導致房地產價格下跌。有沒有系統風險很難說。有人認為，大陸房地產崩跌之問題會因城鎮化之進行而化解，因為後者將創造城鎮化

人口對於房地產之需求。不過也有人認為，中國都市人口成長計算方法是用重劃，不是人口清點，故上述說法過於樂觀。例如，若認為上海不夠大就往外劃，看似上海都會區變大、人口有成長，而認定這些被劃入都會區之居民可能較有錢、較會消費，故斷定內需會因此上升；但實際上，原來在外圍而被劃入者都是鄉村人口，其中20%以上的人根本就不會遷到都會區，即實際上這些20%的人不會多消費，故造成上述消費或房地產需求增長的假象。

一旦預期不動產價格下降時，一手房供給面不斷成長，但需求面卻是虛的，還有二手房會釋放出來，在景氣循環不佳時就容易產生跳樓大拍賣，因此當景氣不佳時會加速經濟下行。

整體而言，銀行的乘數效果約為20~30%，但影子銀行之槓桿沒有限制，使得經濟看起來比實際好。當景氣不好、不動產出現泡沫，即使沒有硬著陸，影子銀行業務的重創也將無法避免。

受到經濟成長趨緩和部分行業調整等因素影響，大陸銀行業整體信用風險壓力增大，風險逐步暴露，處理不良貸款力度也已有所加大。大陸官方於2014/11下旬公布10個省市的10家獲准試點「壞帳銀行」名單，允許從事不良資產批量轉讓工作，以「盤活存量」，推動金改。以往，大陸處理不良資產的市場目前由華融、信達、東方和長城四家資產管理公司主導。目前，針對前述大陸銀監會分兩批公布之10省市獲准試點「壞帳銀行」，則包含浙江省、江蘇省、安徽省、廣東省、上海市、北京市、天津市、重慶市、福建省及遼寧省。上述10個省市基本上屬於不良貸款分布較多的區域，地方政府推動處置不良資產的意願較強。而各地申請成立地方型「壞帳銀行」，可結合經濟轉型和產業結構升級相應政策措施，提高當地金融體系內存量資金的使用效率。

至於融資平台問題，因大陸中央已規定地方政府可自直接金融市場發債，故各地方政府對融資平台之需要性已降低許多。幾年前，大陸很注意融資平台問題，但事實上真的發生問題者並不多。近來大陸中央已推出地方政府管理機制問題，使其可發債、可借新還舊，換言之，已經提出某些緩衝機制，防止地方融資平台問題繼續惡化下去。

六、房地產與影子銀行問題

銀監會於2014年年初召開的2014年全國銀行業監管工作會議提出以下措施：嚴控房地產貸款風險、高度關注重點企業、繼續強化“名單制”管理、

以及防範個別企業資金鏈斷裂可能產生的風險傳染。

對於房地產企業融資管道而言，最普遍的一種就是通過銀行貸款。據央行統計，截至2013年末，銀行房地產貸款餘額為14.6萬億元，佔所有人民幣貸款總量的20.3%，其中開發貸款4.6萬億，佔總貸款6.4%。事實上，銀行對房地產行業的信貸政策也已較2013年有所收緊，尤其是對三四線城市住宅和一二線城市商業地產。其中，一線房企的貸款利率基本上是在基準利率的基礎上上浮10%，有的可能上浮15%。如果銀行實施了總量和增量控制，那麼未來房地產企業開發資金中銀行貸款的比例還將繼續縮減，優質房地產商將更容易獲得銀行貸款，而小型房地產商則被逐步“排擠”需要通過非信貸管道獲得融資，並且將承擔高成本。在監管層控制銀行表外融資的大背景下，這些小型房地產商的資金鏈問題很可能也會慢慢凸顯。⁴¹

至於房地產與影子銀行業務間錯綜複雜之關係，以下分析。資金進入大陸境內房地產市場有多種管道和手段，較為普遍的方式是個人以消費方式購買多套住宅投資，投資機構也以購樓或者股權收購的方式向境內開發企業提供過橋貸款，然後以回購的方式獲得固定回報。這些方式都可以以個人或者其他企業名義操作，超越境內房地產市場相關法規、統計和管理許可權，更為重要的是，外資進入房地產市場增長迅速，且常於低潮期收購。

近年來，房地產相關的貸款對銀行來說依然是比較好的業務品種，開發貸款是各家銀行爭搶的業務，因為這些房貸業務可以帶動銀行中間業務和個人業務的增長。不過，隨著近年銀行內部調整貸款結構、降低信貸集中度，對房地產開發貸進行了壓縮，因此，房地產開發商避開銀行選擇和協力廠商機構接觸獲得融資，比如信託、券商機構，開展了資管計劃、衍生理財和自有資金對接業務品種，這尤其體現在房地產供應鏈的融資過程中。

即便房地產企業融資不再單純依靠銀行貸款，但信託、理財等業務在很大程度上卻與銀行體系銜接在一起。2013年銀行業新增房地產夾層融資規模約為1000億至2000億，佔房地產開發投資的1%~2%，這種融資方式帶有股權融資性質，操作上是以前理財資金在中間環節成立有限合夥公司，再提供資金給開發商，來規避監管政策。另外，所有金融機構通過集合信託、房地產PE基金等提供的資金大概佔房地產開發投資的10%至20%。這兩年

⁴¹ 經濟參考報 2014，2月

中，商業銀行為了擴張自身資產規模，就通過買入返售業務做大同業業務，獲得高利潤，相應的實體企業就需要承擔高昂的融資成本。然而，大量的買入返售背後是信託受益權，銀行借此規避監管層對其表內貸款額度的控制。目前，股份制商業銀行操作的買入返售資產大多都圍繞房地產領域，從表面上根本看不到投向標的，但實際卻是銀行互保的鏈條，很可能造成系統風險。⁴²

在房地產業有融資需求，銀行也有創利的衝動的情況下，影子銀行的介入順勢解決了以上的問題。2013年銀行業房地產夾層融資的新增規模在1000億~2000億間，佔整個房地產開發投資的1%~2%，顯示夾層融資目前已被很多銀行採用。

以歷來以房地產及地方政府相關融資著稱之興業銀行為例，2006年杭州房價大幅下跌後3天，興業銀行總行通知全行暫停辦理房地產夾層融資和房地產供應鏈金融業務，而興業銀行暫停的業務為狹義口徑的房地產供應鏈金融業務(鋼鐵、水泥和施工)、夾層融資業務以及房地產開發貸款，不包括土地儲備貸款和按揭貸款。業者表示一些不滿足“四三二”規定，即四證齊全、30%的自有資金投入和國家二級資質的資質較差的地產商經常採取這種模式。這種模式是先向項目公司收購股權(一般80%以上)，到期後項目公司再回購股權的“假股權、真債權”模式。

1. 首先，隨著房價的上漲，房地產調控如期而至，監管層開始對房地產貸款進行窗口指導。當然，只要把房地產貸款“變臉”，便可以規避視窗指導。供應鏈金融就是其中一種好方法。供應鏈融資，就是產業上下游替代融資行為，針對房地產業來說，主要指的是上游施工企業、原材料供應商來替房地產企業融資，而融資的錢可能轉給開發商，甚至給開發商買地，也可能用於墊資施工，雖然供應鏈金融可不受房地產貸款的視窗指導，但風險仍集中在開發企業。
2. 其次，商業銀行信貸業務受 75%存貸比限制。2008 年，興業銀行的存貸比已經達到 70.82%，2009 年興業銀行的存貸比達到 71.9%，而夾層融資就是一種繞過存貸比限制的業務創新，其好處顯而易見。根據政策規定，房地產企業必須以自有資金拿地，不得使用銀行貸款，但沒人規定銀行持股的公司不能拿地。對於銀行來說，上述融資模式不僅不受銀行存貸比限制，也可繞過監管層對於房地產貸款的窗口指

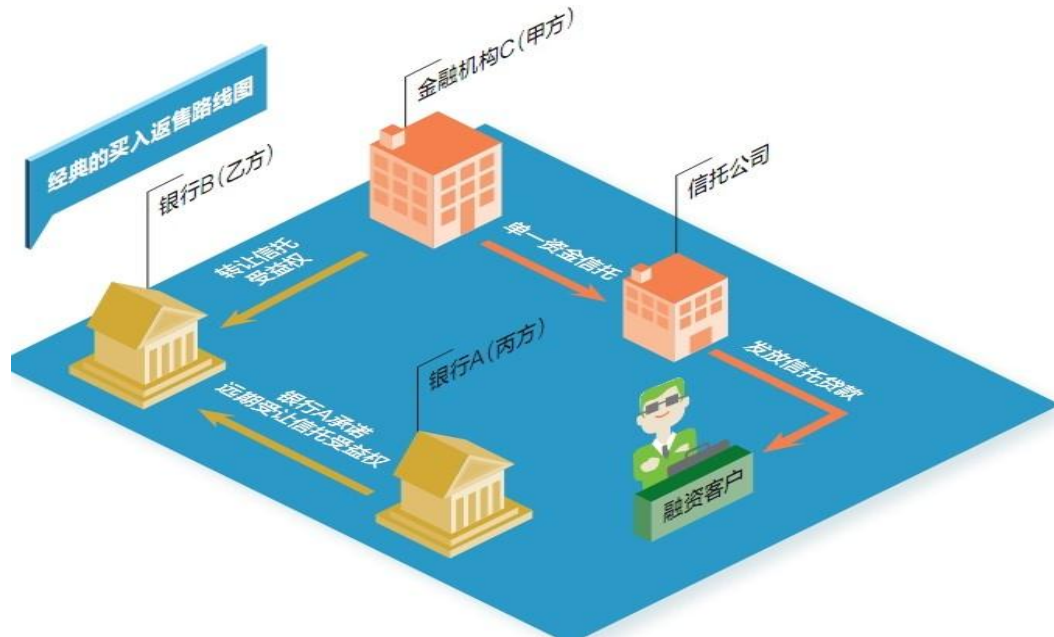
⁴²中金公司調查研究，2013 年

導。在實際操作過程中，銀行多用表外非標資產來為開發商提供夾層融資，更令此項業務游離于監管之外。

3. 2011 年，興業銀行收購福建聯華信託，後更名為興業信託，而聯華信託更是大陸境內夾層融資模式的發明者，截至 2013 年上半年，雖然上述兩項業務只佔整個興業銀行房地產融資的 5%-10%，但那些信貸之外的 2000 億房地產融資主絕大多數被打造成信託受益權，藏匿在興業銀行同業資產和表外非標資產中。⁴³另外，興業銀行也通過“銀銀平臺”的打造，贏得了“同業之王”的美譽。
4. 對於銀行來說，將開發貸款打扮成信託收益權還有特別的好處，儘管資產規模增加了，但對流行性影響不大。根據規定，傳統信貸的風險權重為 100%，而屬於計在同業資產項下的信託受益權，風險權重僅為 25%。2008 年，興業銀行表內的信託受益權資產僅 18.43 億元，2013 年上半年，該項資產規模卻達到 7136.46 億元，佔總資產的近 20%，這還並不包括銀行利用表外理財資金承接的信託受益權。單就表內而言，信託受益權資產被計入以下三類資產項下——銀行打算持有到期的信託受益權計入應收款項類投資、打算出售的信託受益權計入可供出售金融資產、另外最主要的一塊則計入買入返售金融資產；而操作信託受益權的買入返售，正是“同業之王”興業銀行開發的創新業務。
5. 原本，銀行做買入返售的標的主要是債券、票據等金融資產，但自 2010 年，興業銀行開始涉獵買入返售信託受益權。買入返售信託受益權的經典模式如下：銀行 A 有客戶，但不想為其辦理貸款，便找了一家信託公司打造了一個信託受益權。這時，銀行 B 買下這個信託受益權，而銀行 A 則擔保在信託受益權到期前，按照約定價格回購信託受益權。

⁴³ 中金公司統計資料(2013)

圖 5-1-1 買入返售示意圖



資料來源：中國企業家(2014)

6. 通過操作買入返售，逆回購方的信貸資產轉化為同業資產，不受存貸比限制，風險資本佔用較少，而正回購方的擔保業務可不入表。由於表外擔保業務同樣佔用資本，通過將擔保協議地下化，即達成所謂的“抽屜協議”，正因為操作模式多樣化，在買入返售項下做信託受益權，可實現資產負債在銀行表內表外騰挪。
7. 連續的財務報表顯示，2010年，興業銀行買入返售信託受益權餘額為14.5億元，僅佔買入返售金融資產的0.39%；但2011年，該項資產增加為2831.2億元，佔買入返售金融資產的53.73%。興業銀行做大信託受益權的買入返售，與它收購興業信託的步調一致。直至2013年上半年，興業銀行買入返售信託受益權的規模不斷加大，並一直保持在買入返售金融資產的一半左右。買入返售的錢還雖來自銀行內部，但實際上，興業銀行是拿同業拆借的錢去放貸。由於這種操作一般是拆短借長，因此該銀行可能飽受期限錯配之風險影響。
8. 另外，興業銀行的非標資產亦成長快速。在2013年6月末，該行應收款項類投資的信託受益權，由上年末的807.4億元激增到了2231.17億元，可供出售金融資產中的信託受益權，由上年末的559.14億元增加到了674.23億元。

第二節 對台灣整體金融與經濟之影響

一、大陸影子銀行金融商品銷售國人問題

據熟悉兩岸金融操作之業者表示，台灣地下金融有在賣影子銀行相關之金融商品。影子銀行業務之報酬誘人：大陸銀行存款利率大概為3%，影子銀行業務大約6%以上，地下融資體系則為20%以上，都是靠不斷的槓桿做借貸。以工行金融商品為例，報酬率約為4~5%。陸金所p2p產品報酬率則為7~8%。不論如何，光是大陸傳統金融最陽春之存款利率即幾達台灣本地之存款利率之一倍，更遑論其他連大陸人皆趨之若鶩之影子銀行商品。再加上大陸金融剛性兌付觀念深植人心，及兩岸人民及經貿往來密切，華人賭性堅強，故我地下金融賣影子銀行相關金融商品，國人涉入之可能性也不會低。

國內除了地下金融有在賣影子銀行相關之金融商品外，事實上亦有金融機構私下向客戶進行推介；由於相關風險可能上升，故提醒我業者切莫草率加以推介，而須注重風險之提醒或警示。

影子銀行的槓桿倍數幾無限制，加上不用準備金，產生系統風險之可能性原本較大；而且價格波動大。以大陸影子銀行資金鏈之千絲萬縷關聯性，隨著大陸經濟下行，以及大陸龐大之企業負債⁴⁴，任一行業之爆發債務違約，皆有可能引發資金鏈之陸續斷裂。換言之，以後會發生問題之機率甚高，也勢必影響購買影子銀行金融商品之國人。至於是否經由此一途徑影響台灣整體金融，則可能性應不高。

二、我國銀行開拓互聯網金融之兩岸合作商機

為因應網路金融需求之盛行，我國行政院已於2014年9月通過金管會所擬具之「電子支付機構管理條例」草案，該條例賦予非金融機構以網路虛擬帳戶方式辦理儲值及資金移轉業務適當之法源。其中從事代理收付實質交易款項、收受儲值款項、電子支付帳戶間款項移轉，或其他經主管機關核定等業務，如經主管機關核准，得與境外機構共同合作或協助。如元大銀行與中國大陸快錢公司於2014年10月合作推出「元大e付通」，辦理跨境

⁴⁴根據標準普爾 2014 年 6 月發布的報告，截至 2013 年 12 月底，中國企業的負債已居全球之冠，高達 14.2 兆美元，超越美國的 13.1 兆美元。

收付交易款項之業務，提供中國大陸當地個人及企業得直接使用人民幣支付購買元大銀行電子商務平台上，包括食品伴手禮、美容保健、3C數位等台灣特色商品。

此前，合作金庫銀行亦於同年3月與支付寶公司簽訂合作協議，進行支付金流之合作，而玉山銀行則早於2012年3月與支付寶公司共同宣布推出「兩岸支付通」，整合金流、物流、資訊流及行銷服務，並於2013年結合中國大陸騰訊公司旗下之「財付通」，推出QRcode行動付款，將「兩岸支付通」交易平台從電腦載具延伸至智慧型手機。所謂「兩岸支付通」是由玉山銀行挑選具代表性且優質商家，協助其建置電子商務平台，將台灣商家貨品銷往中國大陸，直接收取新台幣貨款，以解決跨境交易匯兌之問題（詳見下圖1）。簡言之，中國大陸消費者透過支付通合作廠商消費後，僅需在支付寶以人民幣扣款成功，台灣商家即可出貨，再經由玉山銀行跨境金流服務，台灣商家收到貨款為新台幣。此外，第一銀行亦於2013年10月即與財付通公司合作推出「跨境第e支付」，解決台灣企業缺乏在金流帳款之交易、物流管理及配送機制之問題。

圖 5-2-1、玉山銀行「兩岸支付通」支付流程



資料來源：引用自聯合理財網，玉山銀+支付寶 把台廠商機變大，2012年3月14日，最後瀏覽日：2014年12月2日。<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN4/6960371.shtml>

三、我銀拓展大陸商機將隨大陸銀行獲利下滑而下降

大陸銀行坐收高利潤的時代恐將一去不復返。根據中國銀行國際金融

研究所2014年年底發布的《全球銀行業展望報告》中預計，2015年大陸上市銀行獲利將面臨壓力，其整體淨利潤增速預計僅在9%左右，與法人預估今年大陸銀行業獲利增速約為9%至10%之間相較，明年陸銀的處境恐將更為艱難。

事實上，受到大陸利率市場化改革、宏觀經濟增速放緩的影響，最近幾年大陸銀行業的獲利已處於逐年下滑的窘境。根據統計，2011年大陸上市銀行的淨利增速高達29%，至2014年已經不到10%，下滑速度十分驚人。

根中行國際金融研究所的預估，預計2014年全年上市銀行業績增速將保持在9.6%左右，但由於2015年成本控制、息差提升對獲利的貢獻將有所下降，加上總體經濟增速放緩等因素，預料明年大陸上市銀行的淨利增速將進一步下修至9%。不過，報告中也指出，2015年隨著融資計畫實施，大陸上市銀行的資本適足率將保持在12%以上的水準，風險抵禦能力仍然很強。

此外，報告指出，2015年大陸銀行的業績分化可能更加明顯。其中，戰略清晰、能夠抓住機遇的銀行將因競爭優勢而迅速成長，反之將處於競爭劣勢面臨困境，這方面的變化值得我大陸之金融業者加以留意。

目前大陸出口情況不好，政府投資邊際效應也比以前小，公共消費也因為打貪而有所影響，民間消費也無法顯著提升，不良率NPL比例等都已非常可觀，民間成本也一直往上升，因此台資銀行不要一味追求大陸利差高，要注意風險。

第三節 可能因應與對策

一、針對影子銀行業務部份

對於有意嚐試影子銀行業務者，提出以下若干提醒：

1. 大陸主要的影子銀行就是信託部分。但有些信託公司表示，其銀信合作業務目前做的很辛苦：銀行作為大本營，讓信託把銀行的錢轉出去，例如信託資金流向某家公司，付的利息分給信託、銀行、且以高於3%給儲戶，利潤沒有想像中好，故想要轉型；不過，其目前報酬率相較於台灣銀行業還是為佳。信託原本為資產管理概念，卻轉變成放款，故有問題，

影子銀行只是協助把資金轉移至他處。

2. 大陸銀行進行委託貸款，收取管理費；假如出問題，會對銀行名譽有損。
3. 村鎮銀行不能跨區經營，融資租賃則沒有區的限制，但後者因沒有存款，需依賴同業或發債籌資。
4. 正如本文上述章節提及者，因存貸比及撥備覆蓋率2.5%之規定，迫使銀行透過各種管道將業務移到表外。若能拿掉存貸比，或許許多問題即可解決。目前，上海自貿區已允許在該區設點之銀行，不必受到存貸比之限制；未來若實施成效良好，或是未造成大問題，則料此一鬆綁措施即將適用至更多試點處。
5. 大陸互聯網金融發展蓬勃，原因包括：沒有個資批露之保護，以及其所推出之可退貨機制。銀行業務被搶走，原因很多：金融業被要求必須有很多執照，但P2P卻不用；在其他成本上，其核心系統、及高速處理係集中控管，不須實體網點，網路傳輸及雲存儲技術使其不須投資許多IT設備。除了人人貸與P2P風險較大外，第三方支付還好。人行對互聯網實施監管。
6. 互聯網僅是一銷售管道，以此思維做金融。許多大賣場(如果美等)亦被互聯網打敗。短期之內，因銀行也在與互聯網進行合作，故銀行還不必太擔心。面對阿里等大巨人，小的電商必須聯合起來，做數據分享，才有生意做。不過，也有業者認為，互聯網沒有先發優勢，不必急著進去經營。
7. 中國人民銀行副行長潘功勝於2014年十一月下旬表示，網路金融在提高金融服務效率、降低交易成本、滿足多元化的投、融資需求，提升微型金融、農村金融的普及性上，發揮了很大的作用。潘副行長指出：
 - (1) 大陸的網路金融有廣闊的發展前景，鼓勵大陸網路金融的創新和發展，營造良好的政策環境，是金融管理部門的基本立場。其並表示，人行正在帶頭制定「促進互聯網金融健康發展的指導意見」，目標是維持為網路金融行業保留一定空間，並同時希望業界能夠自律，以維持效率與風險的平衡。相關監管將在「適度監管、分類監管、協同監管、創新監管」的原則下進行。
 - (2) 不過，金融業不同於其他行業，風險性較高，而且其風險有很強的隱蔽性、突發性、傳染性、外溢性和廣泛性，相比其他行業，國際上對

這個行業的監管也比較嚴格。

(3) 金管部門也需要時間去觀察、認知支付市場及網路金融在大陸的發展過程，官方在鼓勵創新發展的同時，同時也必須保證網路金融的健康，防止市場上「劣幣驅逐良幣」。而且，市場要正確理解監管和行業自律的關係，一旦潛在風險過度累積和暴露，將會迫使監管部門降低容忍度，採取更為嚴格監管的措施，從而抑制了行業的發展。

(4) 無論金融機構還是網路企業，只要做相同的業務，監管的政策取向、業務規則和標準就要大體一致，不會因為雙方應對的是不同的市場，官方的監管標準就會不一。同時，人行會發揮金融監管部際協調的作用，加強監管協調。

二、針對大陸之其他銀行業務部份

1. 有些銀行對於是否設立子行，開始產生疑慮，原因在於：有存貸比限制、客戶不穩、舉債有限制、承作消金(客戶大多為小眾)之風險較高，尤其是流動性風險。從事子行需作長期投資，要建立規模(因有大數法則)，要進行人的投資，才有辦法經營。
2. 有些銀行篩選客戶係挑選：正確產業(如非汙染、或政府支持者)、走出去之業者、外銷導向之業者、道德風險較低者。或是台商關係鏈中之陸企。少數台資銀行在大陸設有風險小組，因特別重視風險，故挑選客戶之重點則在於：政府支持度高、有擔保品之客戶、內保外貸、貿易融資、實體經濟、產品有自償性之客戶、受託支付(將資金貸給真正有在從事本業之廠商、而不管其中間商如何)之客戶。
3. 目前，大陸當局從既有架構去創新，來滿足其經濟發展上之需求。譬如：大陸對於租賃業管制很鬆，希望業者儘量從事微型企業業務。台灣的銀行貸放給中小企業之模式是否能滿足大陸的需求?金融、銀行業的商品是否也能滿足他們的需求?若能契合需求，則台灣的銀行進入大陸市場就能駕輕就手，並保有優勢。
4. 由大陸錢荒事件中可看出，大陸很多人在利用剛性兌付，或是人行之信譽及信用。換言之，大陸政府之信用遭到濫用。由於仍存在剛性兌付，故大陸雖法令上並無表明信託要保本保息，但哪家銀行賣出之商品出現問題時，就要由同一家銀行買回。未來銀行業關注重點為看人行如何監

管大陸影子銀行，尤其是對於違約風險之處理。目前大陸影子銀行是沒有部門監管的即由人行監管。

5. 目前，臺灣銀行業對大陸相關認識與瞭解還不太夠。有些在大陸之台資銀行高層表示，應該針對我銀派駐大陸之員工，給予更多訓練，使其更為了解大陸之人與事，尤其在法遵部分之主管，更應晉用大陸人，方較易進入狀況。
6. 大陸銀監會正在推動信貸資產證券化，我業者可密切觀察。由於乃是創新業務，且銀監會現階段只在乎系統性風險，在相關監理上因會較為寬鬆，因此目前業者在此領域之發展空間應較大些。
7. 最後必須提及的是，中國鋼鐵違約一案令我業者開始注意大陸政府對國營企業之支持力道是否有變。由於在大陸銀行貸款餘額中，國企占約六成，故上述中央對國企支持力度若是真的有改變，將來若有問題時，將導致外資金融機構開始收回資金，恐將造成系統性風險。目前看來，大陸除了要求各個國企央企進行優化升級，以及關乎民生(如用水、用電、燃煤等)之公用事業，仍由副部級國企掌控，且在資金層面仍是採支持態度外，對於較有競爭性之產業，咸認大陸之國家力量應會慢慢退出。譬如，在金融方面，大陸已於十二五規劃喊出近來，深化改革、打破壟斷，亦即允許民營銀行之申設；此外，如中石化之混和所有制即在試點中。在國企央企之開放市場部分，將轉變為雙向之開放，亦即除了推動”走出去”外，也將讓錢進來，其管道可能是從直接金融，也可能透過整合購併。

經過30多年的改革，大陸混合所有制經濟發展取得了很大成就，但國企母公司及二級以上公司層面的混合所有制改革，總體上成效還不顯著，絕大部分還是國有獨資。之所以如此，除了民營企業自身發展實力不夠、法律體系和市場環境不完善等原因外，對國企的使命存在“認識誤區”和國企領導人存在“身份障礙”是兩個主要原因。

第六章 結論與建議

第一節 結論

一、影子銀行定義與層面

影子銀行（Shadow Bank）是一個很新但影響很廣的金融概念，伴隨著本輪全球金融危機的蔓延被創造和推廣開來。這個概念最早由美國太平洋投資管理公司（PIMCO）的執行董事麥卡利在2007年的美聯儲年度會議上提出，意指遊離於監管體系之外的、與傳統接受中央銀行監管的商業銀行系統相對應的金融機構，但由於對“信用仲介”一詞的內涵及口徑不同，至今仍缺乏全面和權威的精確定義，因此對於影子銀行的定義有許多種說法與版本，目前，主要是基於廣義和狹義之分，除此之外，影子銀行概念其實包含多種層面，即機構層面、業務活動層面、工具層面。由於對於影子銀行的界定上並無統一標準，因此，在計算影子銀行規模、發展時，各研究機構所提供的數據可能有所差異。

二、全球影子銀行規模及四種趨勢

根據FSB的研究報告，2013年全球影子銀行規模為75.2兆美元，佔GDP比例為120%，值得注意的是，美國影子銀行規模有下降趨勢，取而代之的是中國大陸及加拿大影子銀行規模的成長，尤其是大陸影子銀行規模的增速更為驚人。中國大陸影子銀行佔全球之比例由2007年1%上升至2013年的4%。有關全球影子銀行的發展，大致有以下四種趨勢及現象—商業銀行規模約為影子銀行規模之兩倍、影子銀行增長速度趨緩、影子銀行規模占比較大的國家依次是歐盟、美國、英國及日本，以及近期中國大陸影子銀行規模大幅提升。

三、國際組織對於影子銀行體系的觀察

國際貨幣基金(IMF)在2014年10月最新發布的《全球金融穩定報告》中指出，不受主管機關嚴格規範的影子銀行，將對金融體系的穩定性構成威脅，相較於歐元區和英國，美國金融穩定性受到影子銀行的影響更大，而在新興國家經濟體，影子銀行的成長速度更持續超過傳統銀行，也就是說

按照國際貨幣基金的定義，目前全球兩個最大經濟體美國和中國大陸，儘管兩國影子銀行的形式和性質有所不同，但所面臨的影子銀行的風險同樣最為嚴峻，如不解決影子銀行的風險，將很有可能危及全球金融穩定。

IMF分析了先進國家經濟體中的300家銀行，發現佔300家銀行總資產近4成的銀行並沒有強大到可以提供足夠的信用以支持經濟復甦。因此IMF認為，不受主管機關嚴格規範的影子銀行在許多銀行不夠強大時還持續提供信貸，這也使得日漸升高的市場及流動性風險轉移至影子銀行，若不解決這個問題，將很有可能危及全球金融穩定。IMF也建議，各國政府應該加強對銀行系統以外的其他金融機構進行嚴格的監督。

四、中西方影子銀行業務之差異

歐美與中國影子銀行存在著許多相異點。以歐美為例，美國影子銀行體系主要由經紀人和造市者、投資銀行、房利美和房地美、結構化投資工具等新金融商品組成，發展型態分成政府資助的影子銀行體系、內部影子銀行體系和外部銀行體系三大類；若就中國影子銀行而言，中國影子銀行起因為利率尚未完全市場化、規避存貸比75%的法規限制及各種監管套利、大陸社會存在著很難打破之剛性兌付、貨幣政策目標與金融政策進程的不一致性、直接金融之發展孕育影子銀行之增長以及金融創新，相較歐美影子銀行，大陸影子銀行規模較小、證券化程度低、槓桿率較低、信用傳遞鏈短、流動性低、監管法律不足等狀況。

此外，中西方影子銀行差異尚包括：國外的影子銀行是「平行銀行體系」，是一套與銀行存貸款業務平行的信用中介體系，涵蓋了投資銀行、對沖基金、私募股權基金、結構性投資載體、保險公司、貨幣市場基金等非銀行金融機構。這套體系以金融市場為基礎，以資產證券化為主要內容，資金來源主要依賴貨幣市場，投資資產主要是證券化資產，而資產管理的主體則是各種類型的基金。而中國影子銀行的特點是它高度受商業銀行主導。換句話說，中國的影子銀行很大程度上是商業銀行為了規避監管，主動將手中的資源轉出傳統存貸業務所造就。這與美國主要由資產證券化所組成的影子銀行有很大不同。這種局面之所以會產生，主要是因為商業銀行在中國金融體系中獨大，在分支機構、客戶資源方面具有絕對優勢。因此，中國的影子銀行與正規銀行之間的聯系更加緊密，甚至一定程度上分享了商業銀行的部分信用。而由於在中國影子銀行體系中，銀行仍然是核心，整個體系的資金來源和信用支撐主要靠銀行，因此中國影子銀行

體系更精準來說是「銀行的影子體系」。

五、大陸影子銀行之監管演化

目前中國大陸對影子銀行的界定還沒有達成共識。基本上研究機構就參與主體區分將其劃分為三類，即銀行、非銀行金融機構與非金融機構，而就商品區分目前中國大陸影子銀行有三種最主要存在形式：銀行理財產品、非銀行金融機構貸款產品和民間借貸。而中國大陸銀監會發佈2012年報，則首次明確定義影子銀行的業務範圍：「銀監會所監管的六類非銀行金融機構（包括信託公司、企業集團財務公司、金融租賃公司、貨幣經紀公司、汽車金融公司和消費金融公司）及其業務、商業銀行理財等表外業務不屬於影子銀行。」就中國大陸官方定義及看法，絕大部分的信用仲介機構都已納入監管體系，並受到嚴格監管。

在影子銀行體系當中，其中銀信合作類影子銀行業務發展最快，潛在的系統性金融風險也最大；而「內保外貸」則是指境內銀行在預先獲准的對外擔保額度內，為境內企業在境外註冊的全資附屬企業或參股企業(或稱境外投資企業)提供擔保，由境外銀行給境外投資企業發放貸款。該業務境內銀行開出保證函為境內企業的境外投資企業提供融資擔保，在對外擔保額度內時無須逐筆審批，因此和其他的融資型擔保相比，「內保外貸」業務大幅縮短業務流程，中國大陸企業透過此業務進行利差、匯差套利，亦屬影子銀行相關議題範疇。

由於影子銀行的特點包含高風險偏好、高槓桿、高期限錯配、較少監管、透明度低、批發運作及風險傳染等，因此對於影子銀行之監管，不外乎是針對系統性風險及監管套利此兩大方向著墨，具體內容包含監管機構之設立、擴大監管對象之範圍、金融衍生性商品之監管、強化對傳統銀行之監管。而在中國大陸方面，對於影子銀行之監理與管控更實行了三個階段的控管，從基礎規範性階段、政策規範性階段至近期陸續提出更為具體的法條作為監理影子銀行的依據，內容包含信貸監管套利、存款監管套利、資產池模式的弊端監管、銀證與銀證信合作及表外關連業務之監管，近期更推出107號文、127號文，為我國銀行業欲進入大陸市場發展應密切關注的重點。

六、中國影子銀行風險

從本研究計畫分析來看，中國的影子銀行的問題事實上如正規銀行業務一樣，借短貸長的期限錯配(mismatch)其實是影子銀行存在的基礎，但中國影子銀行風險是否真的很大事實上還有討論的空間，基本上由於中國的影子銀行主要由商業銀行主導，事實上分享了商業銀行所享受的隱性存款擔保，因此被擠兌的風險目前來看不大。

中國目前雖然還沒有明確的存款保險制度，但有隱性的存款保險：中國的儲戶們相信銀行存款背後有國家信用背書，是安全的，因此很自然的延伸到了包括銀行理財在內的與商業銀行密切聯系的影子銀行產品身上，基本上消除了影子銀行被擠兌的風險，但是並不代表中國的影子銀行沒有風險。分析中國影子銀行的風險在以下三點：

(一)影子銀行的政府政策風險。由於影子銀行一邊從事著風險更高的業務，一邊又避開了正規銀行監管所帶來的成本，同時還享受著政府提供的隱性存款擔保，自然可以獲得更高的利潤分配給資金供給者，整體的風險卻轉嫁到政府身上。亦即影子銀行一旦發生問題，必然將會是系統性危機，留下的黑洞必然需要政府來買單，並最終落到納稅人的身上。

(二)影子銀行的金融市場價格風險。由於影子銀行享受著隱性存款擔保，提供的收益率在儲戶看來沒有風險。這樣，在金融市場上就引入了越來越多收益高，風險低的產品，對資金產生強大吸引力，風險被隱性的轉移給了政府。這樣，那些低風險、低收益的資產反而可能因為無法給出較高的「無風險收益率」，吸引不到資金，這種價格體系紊亂帶來的資源的錯配將產生無效率。

(三)影子銀行的法令風險。由於規避監管，影子銀行在規範性、透明度、監管度上都遠遠低於正規銀行。相對正規銀行已經相當成熟的審貸流程來說，影子銀行的資金運用並沒有完整而嚴格的制度可循，在操作過程中將可能因為人為原因而引入更多的法令風險。

七、中國影子銀行之各種分類

2014年年初，大陸國務院辦公廳下發的《關於加強影子銀行業務若干問題的通知》(簡稱「107號文」)首次從官方角度界定影子銀行的範圍，並按照「是否持有金融牌照」和「監管是否充足」，將中國大陸的影子銀行分為三類。第一是不持有金融牌照、完全無監管的信用仲介機構，包括新型網路金融公司、協力廠商理財機構等；二也是不持有金融牌照、存在監管

不足的信用仲介機構，包括融資性擔保公司、小額貸款公司和典當行等；三是機構持有金融牌照，但存在監管不足或規避監管的業務，包括貨幣市場基金、資產證券化、部分理財業務。

大陸的中國社會科學院則將上影子銀行整合並重新分成「體系外」與「體系內」二個類別。其中「體系外影子銀行」對應到國際上定義的影子銀行，指的是衍生性金融商品主要由非銀行的信用仲介所發行；相對的，「體系內影子銀行」指的是銀行未受監管的信用仲介活動，例如傳統商業銀行的信託及資產負債表外業務。由於體系內影子銀行是由銀行衍生出來的，也因為期只發生在中國大陸，故吾人可稱之為「中國式影子銀行」，或「銀行的影子(bank's shadow)」。

另外，沈中華(2014) 則將大陸式的影子銀行(銀行的影子) 可分三代:第一代為銀信合作，模式表現在表內信貸資產表外化；第二代為改良式銀信合作，即是引入過橋銀行與過橋企業。第三代為銀銀合作，主要體現在雙買斷、同業代付和買入返售。其中，第三代的銀銀合作主要是將信託受益權資產(如同業代付，買入返售金融資產)視為同業放款，但實際上卻是風險較高的企業放款，將影響評估資本適足性所需的風險加權性資產，也影響流動性和非流動性資產的流動性權重，對銀行資本適足性和流動性表現產生衝擊。

八、考慮影子銀行因素調整中國大陸銀行排名：

正如上述，銀行影子顯著低估了資本適足和流動性，進而影響以CAMELPG對中國銀行進行安全和健全(safety and soundness)排名結果，而且，其低估程度也將危及中國大陸金融穩定。

由於眾人可能誤將資本適足性低的銀行視為資本適足性高的銀行，由於此將影響其擔保能力，故台灣銀行業與中國銀行業進行內保外貸時，對其開出的擔保信用狀即必須小心審視。大陸銀行業有太多銀行的影子業務者，因為影子銀行會影響銀行的風險、資本充足率和獲利能力，故對其信用評分必須再予打折。本研究考慮影子銀行因素後，將中國大陸銀行排名進行調整；相關詳細內容請見本文第四章。

九、絕大部分台資銀行尚未涉足影子銀行業務

迄今為止，台資銀行在大陸並不被允許做影子銀行業務，因為既沒門

路、亦無規模。規模做不大之原因是由於制約太多，如台資銀行取得資金迄今僅能吸收100萬元以上之存款、原先可自台灣母行借入人民幣之中長期外債管道迄今仍未獲外管局核准。也因此，台資銀行目前在大陸之整體風險也不大。

十、影子銀行與銀行存在競爭及互補之關係

在互補關係上，影子銀行可補大陸小微融資之不足，有其貢獻；以互聯網金融為例，其在一定程度上滿足中小企業、個體工商戶、自然人及創新創業者之投融資需求，成為普惠金融之載體。其次，對於銀行而言，影子銀行之好處之一是可與之共享資源及客戶，亦屬有益之補充，此自銀信合作及銀信證合作等前例來看，即相當清楚。不過，由於有風險，對於不同規模之銀行，互補性有所差別：一般而言，大陸較大之銀行涉入影子銀行業務較少；然而對於中小銀行而言，影子銀行業務乃銀行營業重要之來源。

另一方面，在競爭關係上，以互聯網金融為例，其打破長期依賴行政力量維繫之平衡，打開保守之傳統金融領域，雖引發銀行業之危機感，但亦成為推動金融體系加快變革之力量。而且，儘管互聯網金融市場定位是在小額度及便利性，可填補傳統金融體系之不足，但有學者認為互聯網金融並不滿足於承作小微金融，最終會與銀行形成正面競爭。

十一、影子銀行帶來之利益與風險：以互聯網金融為例

互聯網金融帶來之利益大致如下：其一，物流、金流及資訊流之結合促進了電子商務及網路信貸之發展，而在金流環節對支付便捷性之需求，衍生出第三方支付平台。銀行可透過與第三方支付平台之合作，一方面為買賣雙方整合銀行卡支付方式，另一方面，第三方支付企業為銀行整合零售電子商務、小額信貸之結算業務，因而得以降低銀行營銷成本。其二，人行近期已完成《關於促進互聯網金融健康發展的指導意見》之政策制定，預計於2014年底正式發佈，惟前述意見僅屬框架性指導，亦不就互聯網金融之運作模式進行定義；換言之，因其尚在發展初期，監管力道較低，故可為業者帶來若干迅速發展之商機。

十二、影子銀行問題可能引發系統性風險

影子銀行對銀行業的影響存在複雜關係。雖說絕大多數受訪人士(包括大陸產、官、學、研，及我大陸金融業者)不認為有立即性系統性風險，但大多咸認問題不少，仍須持續關注。2008年金融風暴由歐美次貸市場啟動，再加上證券化風行，並殃及股市，才會那麼嚴重。但大陸迄今還未發展至這一塊，創新層次不高，再加上其對外關聯性遠低於歐美次貸業者，故即使未來有風暴，也應不會像次貸風暴那麼嚴重地波及全球。此外，因大陸中央出台許多影子銀行監理措施，近來大陸社會融資中的信託貸款與委託貸款已然下降；另因出台127號文及相關措施，故同業通道亦已遭到限制。

影子銀行對台灣銀行業的影響，目前看起來也還好。至少目前大陸銀行業流動性還夠，預期銀行之triple R要往下調。不過，由於有存款利率、匯率自由化的問題，故要解決大陸的影子銀行問題是一個大工程。尤其是當系統風險或外溢效果產生時。最重要的是，大陸政府必須解決房地產及。其中，大陸房市是主要資金匯集及來源處，很多人判斷影子銀行金融商品之報酬率之所以可以飆至20%以上，即因其最終去處係轉至房地產相關產品，此確為許多人所擔心者。

有些業者認為，大陸經濟循環終究會回來，若有問題應該挺得過，不必太擔心。一線城市之房價影響較小，量價皆未跌、反而漲；但有些地方則因廠商外移，導致房地產價格下跌。有沒有系統風險很難說。有人認為，大陸房地產崩跌之問題會因城鎮化之進行而化解，因為後者將創造城鎮化人口對於房地產之需求。不過也有人認為，中國都市人口成長計算方法是用重劃，不是人口清點，故上述說法過於樂觀。一旦預期不動產價格下降時，一手房供給面不斷成長，但需求面卻是虛的，還有二手房會釋放出來，在景氣循環不佳時就容易產生跳樓大拍賣，因此當景氣不佳時會加速經濟下行。

整體而言，銀行的乘數效果約為20~30%，但影子銀行之槓桿沒有限制，使得經濟看起來比實際好。當景氣不好、不動產出現泡沫，即使沒有硬著陸，影子銀行業務的重創也將無法避免。

至於融資平台問題，近來大陸中央已推出地方政府管理機制問題，使其可發債、可借新還舊，換言之，已經提出某些緩衝機制，防止地方融資平台問題繼續惡化下去。

十三、影子銀行對台灣在大陸銀行業之影響

影子銀行對台灣銀行業的影響，目前看起來還好，至少目前大陸銀行業流動性還夠。而針對同業往來問題，一般而言，我銀承做內保外貸業務時，基本上只收五大行之案子；惟對於從事直接投資之投行業者，若其案件涉及金融同業者，較會擔心大陸一般金融同業產生風險。

不過，幾乎大多銀行高層皆認為，比起一般小微企業，與大陸金融同業往來還是較為安全。不論是金融同業之實力，還是大陸中央對金融同業之支持力道，都應遠大於小微企業。

第二節 建議

一、台資銀行不要一味追求大陸高利差，要注意風險

大陸銀行坐收高利潤的時代恐將一去不復返。受到大陸利率市場化改革、宏觀經濟增速放緩的影響，最近幾年大陸銀行業的獲利已處於逐年下滑的窘境。根據統計，2011年大陸上市銀行的淨利增速高達29%，至2014年已經不到10%，下滑速度十分驚人。明年陸銀的處境恐將更為艱難。

此外，2015年大陸銀行的業績分化可能更加明顯。其中，戰略清晰、能夠抓住機遇的銀行將因競爭優勢而迅速成長，反之將處於競爭劣勢面臨困境，這方面的變化值得我大陸之金融業者加以留意。

目前大陸出口情況不好，政府投資邊際效應也比以前小，公共消費也因為打貪而有所影響，民間消費也無法顯著提升，不良率NPL比例等都已经非常可觀，民間成本也一直往上升，因此提醒台資銀行，不要一味追求大陸利差高，要注意風險。

二、大陸相關監管規定未來觀察重點

本研究認為，針對影子銀行議題之未來觀察重點是，中國大陸監管政策將朝降低影子銀行業務和正規銀行體系之間的關係來發展，俾以降低系統性風險。

1. 目前，中國大陸政府考慮提出新規定，試圖讓更多影子銀行系統中的資金投入到實體經濟，而非從事投機活動。例如中國銀監會針對證券公司、信託公司涉及委託貸款、理財產品查核，不過本研究認為，中國大

陸雖然對影子銀行體系已作適度規範，但中國大陸政府的態度是並不想完全遏制影子銀行生長，因為影子銀行對急需資金的產業領域的正面助益是存在的。

2. 舉例而言，人行正在帶頭制定「促進互聯網金融健康發展的指導意見」，目標是維持為網路金融行業保留一定空間，並同時希望業界能夠自律，以維持效率與風險的平衡。相關監管將在「適度監管、分類監管、協同監管、創新監管」的原則下進行。不過，無論金融機構還是網路企業，只要做相同的業務，監管的政策取向、業務規則和標準就要大體一致，不會因為雙方應對的是不同的市場，官方的監管標準就會不一。
3. 由於大陸監管當局注意到影子銀行可能引發系統性風險，自2012年底以來，財政部、發改委、銀監會出臺了一些列檔規範非標債權，最近的融資總量中非標債權也出現明顯下降，因此，未來一段時間非標債權必然向企業債券和股票融資轉換，同時資產證券化也是轉換的一條重要路徑。
4. 基於金融創新與影子銀行體系造成之傳導效果，大陸相關監管當局研訂法規，未來將要求銀行對影子銀行體系增提緩衝資本、監理壓力測試、強化影子銀行公開揭露、授權主管機關對影子銀行有較大之調查權、定期評估資產價值，或設立至少3%的資本緩衝以吸收可能的虧損，以及設置流動性資產的最低準備金等作為，這些皆是未來觀察中國大陸對影子銀行監理強度的重點。
5. 最後必須提及的是，因存貸比及撥備覆蓋率2.5%之規定，迫使銀行透過各種管道將業務移到表外。若能拿掉存貸比，許多問題或許即可解決。目前，上海自貿區已允許在該區設點之銀行，不必受到存貸比之限制；未來若實施成效良好，或是未造成大問題，則預估此一鬆綁措施即將適用至更多試點處。

三、對於有意嚐試影子銀行業務者之若干提醒

1. 大陸主要的影子銀行就是信託部分。但有些信託公司表示，其銀信合作業務目前做的很辛苦：銀行作為大本營，讓信託把銀行的錢轉出去，例如信託資金流向某家公司，付的利息分給信託、銀行、且以高於3%給儲戶，利潤沒有想像中好，故想要轉型；不過，其目前報酬率相較於台灣銀行業還是為佳。

2. 大陸銀行進行委託貸款，收取管理費；假如出問題，會對銀行名譽有損。
3. 村鎮銀行不能跨區經營，融資租賃則沒有區的限制，但後者因沒有存款，需依賴同業或發債籌資。
4. 互聯網僅是一銷售管道，以此思維做金融。許多大賣場(如果美等)亦被互聯網打敗。短期之內，因銀行也在與互聯網進行合作，故銀行還不必太擔心。面對阿里等大巨人，小的電商必須聯合起來，做數據分享，才有生意做。不過，也有業者認為，互聯網沒有先發優勢，不必急著進去經營。

四、對於我監管單位之之若干建議

1. 金管會針對影子銀行議題或控管台灣在大陸的曝險相當關切，建議政府除了支持相關研究之持續進行外，另於兩岸金融監理平台上，針對影子銀行之系統性風險演變、不易取得之台灣透過網路去大陸做理財之資料等，建議納入主管機關在兩岸監理對談時之項目，以加強意見交流、以及有利我方之資訊取得。

2. 另外，針對台資銀行接觸大陸影子銀行業務時，可考慮訂出遊戲規則，或要求某種程度之揭露資訊。對此，可就分級分時管理方向做思考。

3. 基於大陸整體經濟下行及銀行不良率攀升之風險，建請監理單位提醒我相關業者透過 RQFII、QFII至大陸投資時，必須多加注意風險控管。

五、未來研究方向建議

1. 基於本研究時間(僅半年)及經費限制，若干議題無法深入探討，如FSB對影子銀行如何作監理有一個相當完整的內容，共可彙總為3個步驟及11項審查建議，未來或可就中國大陸目前對影子銀行陸續不斷推出的監管新措施與G20監管措施，進行其間差異之比較。尤其是，由於大陸金融監理方向與相關措施變動甚快，對此必須保持注意。建議相關單位針對上述議題，能夠進行長期研究與追蹤。

2. 基於兩岸經貿與金融之密切相關，對於大陸金融系統性風險之發生可能性，強烈建議仍須持續進行研究與關注。

參考文獻

1. 王儷容(2014) 《陸利率不自由 影子銀行橫行》，名家觀點，經濟日報 3 月 4 日
2. 王儷容與李紹瑋(2012) 《大陸利率市場化之發展及其對我金融業之影響》，台灣金融研訓院，2012 年 12 月
3. 中信建投證券(2012)，《激辯：中國“影子銀行與金融改革—憑湖觀瀾，2013 年金融創新與改革系列之(一)”》2012 年 12 月
4. 中國銀監會(2014)，《中國銀行業監督管理委員會 2013 年報》，2014 年 5 月
5. 尼古拉斯·博爾斯特(2013)，《中美影子銀行：比較與啟示》，《中國金融四十人論壇》，2013 年 6 月
6. 余海洋、崔繼培(2014)，《中國資產管理行業發展報告(2014)》，2014 年 7 月，智信資產管理研究院
7. 沈中華(2014)，「管制辯證：第一、二及三代中國式影子銀行」，《兩岸金融關鍵議題研討會論文集》，台灣金融研訓院
8. 沈中華、吳孟紋、周秀霞(2013)等，《本國銀行大陸分支機構營運環境風險評估：從大陸銀行業經營風險切入》，2013 年 11 月
9. 沈中華、吳孟紋、陳庭萱(2013)，《中國銀行業經營績效評比》，2013 年 11 月
10. 李東衛(2012)，《中美兩國影子銀行系統比較與建議》，《貴州農村金融》2012 年第 2 期
11. 汪軍(2014)，《127 號文與影子銀行和表外業務監管》，2014 年
12. 宋鴻兵(2014)，《貨幣戰爭 5》，2014 年 1 月
13. 宋位林(2013)，《從風險視角探討影子銀行及其在中國的發展現狀》，2013 年 11 月
14. 邵宇、王鵬、陳剛(2012)，《影子銀行：國際圖景及中國型態(上)—流動性經濟學之三》，東方證券(研究所)，2012 年 1 月
15. 邵宇、陳剛(2013)，《影子銀行：國際圖景及中國型態(下)—流動性經濟學之四》，東方證券(研究所)，2013 年 6 月
16. 周莉萍(2012)，《論影子銀行體系國際監管的進展、不足、出路》，國際

金融研究，2012 年第 1 期

17. 保羅·克魯格曼(2009)：《蕭條經濟學的回歸和 2008 年經濟危機》，劉波譯，中信出版社 2009 年版，第 153 頁
18. 時辰宙(2009)，《監管套利：現代金融監管體系的挑戰》，新金融，2009 年第 7 期。
19. 袁達松(2012)，《對影子銀行加強監管的國際金融法制改革》，法學研究，第三十四卷第二期，2012 年 3 月
20. 陳鴻祥(2013)，《中國“影子銀行”體系的形成機理與監管邏輯》，2013 年 12 月
21. 張文玲、陳宗文(2013)，《2012 年全球影子銀行監控報告》，2013 年 9 月
22. 鄭聯盛(2014)，《美國影子銀行監管改革：從宏觀到微觀》，銀行家 2014 年 4 月
23. 閻慶民、李建華(2014)，《中國影子銀行監管研究》，2014 年 4 月
24. 中信期貨新聞，2014 年 4 月
25. 中國評論新聞網，2012 年 11 月
26. 中國經濟新聞網，2013 年 3 月、9 月
27. 亞匯網新聞，2014 年 2 月
28. 新浪財經新聞網，2014 年 2 月
29. 路透社新聞，2014 年 1 月
30. 經濟日報，2014 年 2 月
31. International Business 新聞，2014 年 5 月
32. David Jones. 2000. Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues. *Journal of Banking & Finance* 24 (2000) 35-58
33. Financial Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. 2011. P.27. FCIC.
34. Global Shadow Banking Monitoring Report. 2013. Financial Stability Board.
35. Global Shadow Banking Monitoring Report. 2012. Financial Stability Board.
36. Initial Lessons of the Crisis. 2009. IMF.

37. National flow of fund data. 2013.
38. Preliminary Staff Report : Shadow Banking and the Financial Crisis. 2010. FCIC.
39. Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. 2010. The Joint Forum.
40. Shadow Banking: Scoping the Issue. 2011. P.3-P.5. FSB.
41. Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation. 2010. FSB
42. Stijn Claessens, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski, and Manmohan Singh 2012. Shadow Banking: Economics and Policy. IMF STAFF DISCUSSION NOTE.
43. Tobias Adrian and Hyun Song Shin. 2009. The Shadow Banking System : Implications for Financial Regulation. Staff Report No.382. Federal Reserve Bank of New York.
44. The Financial Crisis Inquiry Report. 2011. Financial Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States.
45. The Seoul Summit Document. 2010. G20 Seoul Summit
46. The Turner Review : A Regulatory Response to the Global Banking Crisis. 2009. FSA
47. Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky. 2010. Shadow Banking. Staff Reports No. 458. Federal Reserve Bank of New York.

附錄一 專家座談會會議紀錄

「中國大陸影子銀行問題對台灣銀行業之影響」

專家座談會會議紀錄

時 間：2014年11月17日(星期一) 10:00-12:00

地 點：金融研究所 11F 大會議室

主持人：王院務委員儷容

出席人員：陳副總經理松興、徐處長千婷、黃教授介良、林副所長士傑、
蘇研究助理秋惠

紀錄：劉研究助理祐瑄

會議內容：

陳副總經理松興

1. 中西方sb差異大，西方為過度槓桿造成，中國的SB需要被重視，大陸銀行放款有triple R，限制銀行的流動性與過度槓桿，銀行的乘數效果20~30%，但SB槓桿沒有限制，使得經濟看起來比實際好，在乘數效果上有顯著差異
2. 銀行近幾年total lending成長但total deposit沒有成長，都去買信託，銀行存款利率大概3%，SB大約6%以上，地下融資體系20%以上，都是靠不斷的槓桿。台灣地下金融有在賣這種金融商品，SB的槓桿加上不用準備金，會有系統風險且風險波動大。
3. 銀行希望賣信託作為替代性儲蓄型帳戶，因為賺得比較快，銀行自己喜歡做放款，2008年之後SB，若以社會融資總量減掉銀行放款和企業equity和debt，到2014 Q4佔GDP212%，光這部分的SB就至少50%，規模不小，小結論為幾號文都是假的，根本不能抓，08年至今，影子銀行已成常態，因為環環相扣，但SB的透明度低，目前只能微幅控制SB成長，不能真的抓SB，否則融資體系資金流動會有困難。

4. 大陸SB為體系問題，主要的SB就是信託部分，有沒有系統風險很難說，當銀行體系的放款一直增長存款沒有上升，代表放款沒有回流，只能從影子銀行籌促，且SB沒有乘數效果的限制，一般銀行業務有20% triple R，但SB沒有，當景氣不好、不動產泡沫，即使沒有硬著落，影子銀行業務的重創將無法避免。
5. 10月份人行預測不動產需求面有灌水的嫌疑，如果和工業化國家比較，中國SB佔GDP比重不高，但重點是橘子不能和蘋果相比。另外，中國都市人口成長計算方法是用重劃，不是人口清點，例如認為上海不夠大就往外劃，但在外圍都是鄉村，鄉村的人20%以上不會遷到都會區，看起來都會區人口有成長，造成需求有增長的假象，而認為不會有泡沫危機，但實際上這些20%是不會買的，一旦預期不動產價格下降時，一手房供給面不斷成長但需求面卻是虛的，還有二手房會釋放出來，在景氣循環不佳時就易有跳樓大拍賣，因此當景氣不佳時會加速經濟不好。
6. 認為台灣不該認為租賃適合西進，因為大陸規模大，無法跟大陸比拚，不認為有立即性系統性風，問題不少但不會有大風險，影子銀行對銀行業的影響，有複雜關係，SB對銀行的。
7. 目前大陸出口情況不好，政府投資財政彈性也沒有以前那麼大，投資邊際效應也比以前小，公共消費也因為打貪而有所影響，民間消費也無法顯著提升，NPL比例等都已經非常可觀，民間成本也一直往上升，因此台資銀行不要一味追求大陸利率高，台灣銀行沒有總經問題，全球總經目前歐日皆不太好，大陸風險多大也不是那麼了解。

黃教授介良

1. 歐美影子銀行為房貸市場造成，2008年為次貸市場造成，殃及股市，但大陸還未發展至這一塊，即使未來有風暴，應不會像美國這樣嚴重，但大陸房市也是主要資金匯集及來源處，為大家所擔心的地方，大陸房貸市場資料的分析與蒐集可以多一點篇幅來作了解與整理。另一關鍵點為，建商開、發商的資金來源是否能作個案討論，可以更清晰了解。
2. 2008年對銀行業的衝擊是對風險的影響，更進一步探討創造好的風險指標並蒐集反映事前與事後的指標資料。
3. 大陸的發展與其他國家發展來看，目前是在利率自由化的過程，為資金

需求的過程，反映負債與資產變動，無法滿足貸放的需求，就會發展種種方式來滿足貸放需求，因此才會產生影子銀行。目前大陸從既有架構去創新來如何滿足這些需求，如大陸的租賃業管制很鬆，做的是微型企業，台灣的中小企業是否一樣可像租賃業這樣走向大陸滿足大陸的需求，金融、銀行業的商品是否也能滿足他們的需求，若能契合需求，我們這樣進入大陸市場就能駕輕就手，並有優勢。

徐處長千婷

1. 台灣央行論文有對大陸SB作探討，對SB這詞並沒有貶義，影子銀行補足大陸小微融資，影子銀行從信託開始慢慢轉移。例如山東某信託公司表示銀信合作業務目前做的辛苦，銀行是大本營，讓信託轉出去，例如信託資金流向某家公司，付的利息給信託、銀行、且高於3%給儲戶，利潤可能沒這想像中好，但相較台灣銀行業還是不錯，目前有想要轉型。信託原本為資產管理概念轉變成放款即有問題，影子銀行只是協助把資金轉移至他處。
2. 對台灣銀行業的影響，目前看起來是還好，最後還是由銀行業解救信託，目前大陸銀行業流動性還夠，預期triple R要往下調，存款利率、匯率自由化的問題，要解決大陸的影子銀行問題是一個大工程。
3. 雖然現在多剛性對付，法令上並無表明信託要保本保息，應該對大陸房地產業做研究(金研院明年就有相關研究報告)，未來銀行業關注重點為看人行如何監管大陸影子銀行，目前是沒有部門監管的即由人行監管，目前臺灣銀行業對大陸相關認識與瞭解還不太夠。
4. 網路銀行中P2P無法蒐集到和那些人同時借款，還在蒐集當中，非常危險
5. 近期國際組織都有一些SB資料，例如FSB、IMF都有。