

作者：中国银保监会 政策研究局 统计信息与风险监测部 课题组

来源：《金融监管研究》2020年第11期

 金融监管研究

## 中国影子银行报告

### 摘要

党的十八大以来，习近平总书记反复强调全党要高度重视和切实防范化解各种重大风险。影子银行风险具有系统性风险特征。我国影子银行隐患一度非常严重，经过几年的努力，目前初步呈现根本性好转势头。受金融体系结构、金融深化程度以及监管政策取向等因素影响，我国影子银行呈现出与其他经济体不同的特点。本报告详细描述了影子银行的起源和发展演变，中国影子银行的判别标准、范围和规模，以及影子银行三年治理的背景、过程和成效等，并提出相应的监管建议。

影子银行是指常规银行体系以外的各种金融中介业务，通常以非银行金融机构为载体，对金融资产的信用、流动性和期限等风险因素进行转换，扮演着“类银行”的角色。影子银行游离于监管之外，风险隐蔽，交叉传染，被认为是2008年金融危机的“罪魁祸首”之一。加强对影子银行的监管已获得国际社会的广泛认同，成为第三版巴塞尔协议改革的主要内容，同时也已成为金融稳定理事会重点关注的政策问题。

中国影子银行在2008年后迅速发展，随着金融业务范围的拓展和跨行业、跨市场综合经营的扩张，影子银行每年以20%以上的速度增长。界定影子银行有4项主要标准：监管覆盖范围和强度、产品结构复杂性及杠杆水平、信息披露充分性与全面性以及集中兑付压力。据此，影子银行可以分为广义和狭义两种。广义影子银行包括同业理财及其他银行理财、银行

同业特定目的载体投资、委托贷款、资金信托、信托贷款、非股票公募基金、证券业资管、保险资管、资产证券化、非股权私募基金、网络借贷 P2P 机构、融资租赁公司、小额贷款公司提供的贷款，商业保理公司保理、融资担保公司在保业务、非持牌机构发放的消费贷款、地方交易所提供的债权融资计划和结构化融资产品。其中，同业特定目的载体投资和同业理财、理财投非标债权等部分银行理财、委托贷款、信托贷款、网络借贷 P2P 贷款和非股权私募基金等业务，影子银行特征明显，风险相对较高，属于狭义影子银行。

到 2016 年底，我国影子银行规模已经相当庞大，广义影子银行超过 90 万亿元，狭义影子银行亦高达 51 万亿元。影子银行已犹如脱缰的野马一路狂奔，不仅使金融风险不断积累和暴露，违法违规问题日益严重，而且也大大抬高了我国宏观杠杆水平，吹大资产泡沫，助长脱实向虚，严重影响了金融与经济的良性循环，极大扭曲了市场资源的正常有效配置，对我国经济金融向高质量转型发展构成重大威胁。一些国际组织也多次发出警示，认为中国影子银行已严重威胁金融体系安全和稳定，可能引发系统性风险和金融危机。

2016 年底，中央经济工作会议提出，要把防范化解金融风险放到更加重要的位置。2017 年初，中央财经领导小组第十五次会议强调，要及时弥补监管短板，坚决治理市场乱象。金融管理部门坚持稳中求进工作总基调，开始对影子银行进行精准拆弹，主要措施包括：坚决打击“无证驾驶”的非法金融集团和非法金融活动；严厉整治虚假注资、循环注资、股权代持和隐形股东；严肃查处大股东操纵和内部人控制；全力统一规范监管标准和监管流程；大力强化处罚问责；严密梳理制度漏洞；补齐制度短板，做到监管全覆盖。

经过三年专项治理，影子银行野蛮生长的态势得到有效遏制。截至 2019 年末，广义影子银行规模降至 84.80 万亿元，较 2017 年初 100.4 万亿元的历史峰值缩减近 16 万亿元。风险较高的狭义影子银行规模降至 39.14 万亿元，较历史峰值缩减了 12 万亿元。其中，复杂结构的交叉金融业务大幅压缩，同业理财从 6.8 万亿元降至 2019 年末的 0.84 万亿元，同业特定目

的载体投资从 23.05 万亿元降至 15.98 万亿元。影子银行不仅规模大幅压缩，更重要的是经营开始变得规范，结构更加简化，资本拨备开始计提，系统性风险隐患大为减弱，同时也为当前抗击疫情、复工复产的各项金融政策措施腾挪出空间，特别是为逆周期宏观调控创造了有利条件。

影子银行是金融体系的一部分，必须建立持续监管框架。在此基础上，推动影子银行健康规范发展，降低其风险水平，使之成为维护金融稳定的积极因素和支持服务实体经济发展的力量。

## 第一部分 影子银行的起源与演变一、影子银行的提出

影子银行这一概念是由美国经济学家保罗·麦卡利（Paul McCulley）于 2007 年首次提出。他认为美国当时存在大量承担信用中介的金融活动，虽然游离于常规金融体系以外，但实际功能与银行无异。由于“在阴影之下运行”（operate in shadow），故而成为金融体系中隐匿的系统性风险。

麦卡利曾于 1998 年提出“明斯基时刻”（minsky moments），预警俄罗斯金融危机。如同明斯基时刻一样，影子银行最初被提出时，只是描述了金融体系中的一种现象，并未获得应有的重视。

2008 年美国次贷危机爆发后，对危机诱因的反思使影子银行成为热点话题。国际货币基金组织在 2008 年 10 月发布的《全球金融稳定报告》中提出了“准银行”（near-bank）概念，指代那些通过发行资产支持证券、抵押贷款支持证券（MBS）、担保债务凭证（CDO）和资产支持商业票据（ABCP）调节常规银行信贷的特殊目的实体。同年，时任美国财政部长的盖特纳（Timothy Geithner）在一次演讲中表示，在常规银行体系以外存在着一个庞大的金融体系，并且主要投资于流动性差、风险高的资产，与常规银行体系构成了一个“平行银行体系”（parallel bank system）。

2010 年 10 月，时任美联储主席的伯南克（Ben Bernanke）在金融危机调查委员会总结报告中提出，影子银行是一类游离于银行监管范围之外

的金融机构，他们充当储蓄与投资之间的信用中介；证券化工具、资产支持票据、货币市场基金、投资银行、抵押公司以及其他诸多不同类型的机构，都具有影子银行特征。伯南克认为，很多影子银行业务已经存在了 50 多年，由于部分业务出现过度创新和快速扩张，才成为引爆危机的祸根。

原英国金融服务局主席特纳勋爵认为，影子银行的发展并未背离金融体系的发展规律。金融本质上是资金中介，银行贷款是最传统的中介模式，而创新型金融产品的发展速度惊人。1980 年，银行按揭资产有 80% 留在表内；2008 年，这一比例降至 35%，其余部分大多通过证券化方式出表，而这正是以基金为主的影子银行的重要来源。2011 年，金融稳定理事会提出，影子银行是“常规银行体系以外的信用中介机构和信用中介活动”，并初步估算，全球影子银行规模在 2002—2007 年间从 27 万亿美元扩张至 60 万亿美元。

可以看出，这一期间尽管没有给出影子银行的严谨定义，但已勾勒出其基本属性：影子银行是金融创新和发展的产物，在功能上承担金融中介特别是信用中介职能，在依托载体上以金融监管边界以外的非银行金融机构为主，在开展形式上高度依赖具有复合和结构化特点的创新金融工具。影子银行本身是常规银行体系的补充，但由于缺乏必要的监管，影子银行很容易成为系统性风险的重大隐患。

## 二、影子银行的主要特点

一是非银行金融机构是主要载体。这是影子银行最广泛的定义方式。只要常规银行以外的金融机构从事了相关业务，都可以被纳入影子银行范畴。金融稳定理事会在其对影子银行的定义中采用了“其他金融机构”（**other financial institutions**）的表述，从形式上对影子银行进行界定，优点是直观，缺点是过于宽泛，针对性不强，无法瞄准影子银行的问题根源。

二是功能上具有金融资产风险因素转换的作用。早期关注焦点主要在影子银行的金融中介职能类型，将是否具有信用中介职能作为区分影子银行的标准。较为典型的是国际货币基金组织提出的“非银行信用中介”

（**non-bank credit intermediation, NBCI**）的概念。但影子银行普遍结构复杂，且资金募集模式颇为个性化，难以直观判定其是否具有信用中介

作用。此后，国际货币基金组织和金融稳定理事会都提出，关注影子银行的目的在于揭示其产生风险的原因。金融资产的风险根源是信用与流动性状况劣变，而金融中介往往充当风险因素转换的角色，最终会成为风险承担人。因此，影子银行应当是具有信用、流动性和期限转换功能的主体，这也成为金融稳定理事会此后建立影子银行监测框架的基础。

三是构成系统性风险的重大隐患。一方面，影子银行具有常规银行信用中介职能，承担常规银行的各类风险。另一方面，由于影子银行主要向常规银行覆盖范围以外的实体提供融资，这些实体信用水平较差，违约概率和违约损失率相对较高，而且大部分业务跨市场、跨行业，透明度较低，容易成为系统性风险源头。例如，2008年的次贷产品就是由各类资产管理机构和基金发行，普遍采用资产打包分层的复杂结构，并采用信用违约互换等增信手段，导致风险隐藏、难于识别。正因为影子银行是系统性风险的重大隐患，第三版巴塞尔协议改革将其作为治理的重点对象。

四是游离于审慎监管、行为监管和救助体系之外。金融业具有高度负外部性，各国监管当局都已经建立了成熟的审慎监管和行为监管框架，并且都采用特许牌照的准入模式。金融体系普遍受到央行流动性支持、最后贷款人以及存款保险和投资人保护等制度的保障。影子银行通常不受任何监管或者只受到较低程度的监管，也没有被纳入外部救助保障体系，一旦出现重大风险，只能依靠自救。但由于普遍存在资本金和准备金储备的严重不足，其自救能力也仅是杯水车薪。

### 三、影子银行的构成及其演变

#### （一）影子银行定义的三种模式

各国监管当局对影子银行范围的界定各不相同，评级公司等市场机构也分别建立了自己的影子银行分析框架。目前，国际上主要有三种公认的定义模式，即资金来源模式、金融稳定理事会模式和非核心负债模式。

资金来源模式是以金融活动资金的来源为区分标准，将资金来自于非银行机构的活动均纳入影子银行范畴。这种方式的优点在于数据标准统一且数据历史较长，缺点是没有考虑业务活动的经济实质。金融稳定理事会模式则是确定宽、窄两种标准，宽口径范围与资金来源模式基本相同，而窄口径则主要基于经济功能判断，聚焦可能威胁金融稳定的信用中介。非核心负债模式是国际货币基金组织提出的，试图完全突破形式特征的局限，认为只要不同于常规银行存贷款业务模式的任何其他融资活动都可算作影

子银行。如银行表内投资和表外财富管理都可纳入影子银行。这对我国以银行影子为中心的影子银行体系颇具借鉴意义。

表 1：三种模式对比

	资金来源模式	金融稳定理事会模式	非核心负债模式
范围	非银行金融机构	非银行金融中介 (区分宽窄口径)	所有金融机构核心负债外的业务
机构类型 举例	货币市场基金 金融租赁 证券化通道 做市商	货币市场基金 贷款公司 证券化通道 做市商 投资基金	非居民存款 证券 贷款 货币市场基金 金融体系内部的证券
监管体系	不受监管	大部分不受监管	表外业务不受金融监管研究

## (二) 金融稳定理事会定义的影子银行

金融稳定理事会作为全球影子银行监测的组织者，其对影子银行的识别标准最具影响力。根据 2010 年二十国集团领导人首尔峰会要求，金融稳定理事会组建了专项工作组，并于 2011 年 10 月发布了《加强影子银行监测和监管的建议》，提出影子银行的定义、监测范围和计算标准，并采用“两步走方法”（two-step approach）：首先统计宽口径的影子银行，包括所有常规银行体系以外的信用中介活动；其次再通过聚焦风险特征，统计窄口径的影子银行，包括具有信用、流动性和期限转换功能和杠杆交易而可能引发系统性风险的活动。自 2015 年开始，金融稳定理事会进一步完善影子银行的定义和标准，引入了三层次和两步走相结合的方法。其中，第一层次为宽口径影子银行，包括所有非银行金融中介业务（monitoring universe of non-bank financial intermediation, MUNFI）。第二层次为其他金融中介（other financial intermediaries, OFIs），从宽口径中剔除保险公司、养老基金和金融辅助机构后得到。第三层次为窄口径的狭义影子银行（narrow measure），是影子银行监测的重点，按照风险特征

界分。为进一步甄别影子银行的风险因子和趋势，2016年起，金融稳定理事会引入经济功能（economic functions, EFs）的概念，将窄口径影子银行细分为5类。

表 2：金融稳定理事会狭义影子银行分类

	定义	主要内容
第一类（EF1）	易受挤兑影响的集合投资工具	货币市场基金、固定收益基金、对冲基金等
第二类（EF2）	依赖短期融资提供贷款的非银行金融实体	金融租赁公司、消费金融公司、汽车金融公司等
第三类（EF3）	依赖短期融资或客户资产抵押融资的交易中介服务机构	证券公司等证券经纪商
第四类（EF4）	为信用创造提供便利的实体	融资担保公司、信用保险公司或信用增级公司等
第五类（EF5）	基于证券化的信用工具	资产支持证券等

金融稳定理事会最新发布的年度报告显示，2018年底，全球金融总资产为378.9万亿美元，广义影子银行总量为183.7万亿美元，其中其他金融中介（OFIs）114.3万亿美元，狭义影子银行50.9万亿美元。目前，FSB已完成2019年数据的收集工作，正在进行统计分析，预计影子银行规模整体保持稳定。

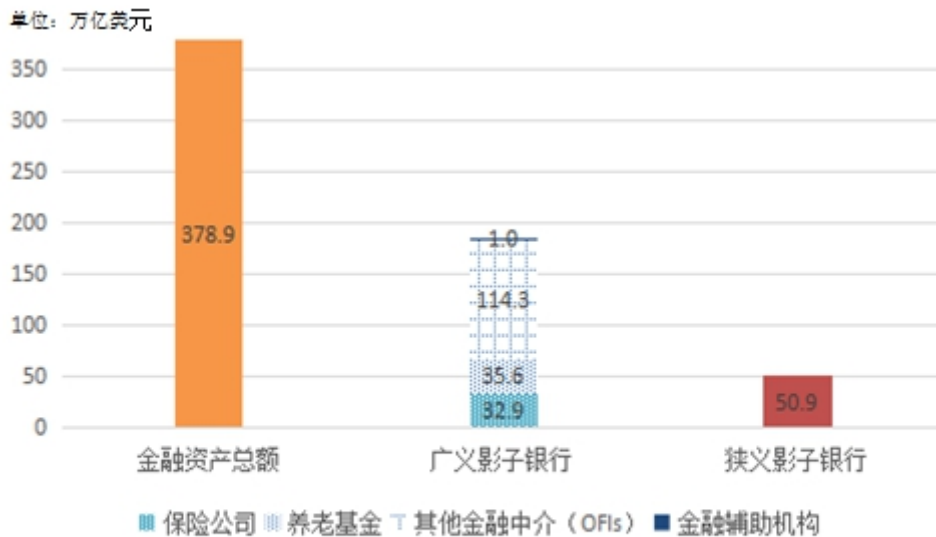


图 1：FSB 最新影子银行数据（2018 年底）

数据来源：金融稳定理事会

金融监管研究

### （三）危机后影子银行发展变化趋势

自 2012 年以来，金融稳定理事会每年组织开展数据收集和分析，至今已连续发布 8 期监测报告，揭示了 2008 年金融危机后全球影子银行发展的趋势变化。一是影子银行增速放缓。危机后，影子银行增速放缓；狭义影子银行尤其明显，2012—2017 年的年度平均增速为 8.5%，2018 年进一步降至 1.7%。二是高风险业务比重下降。以危机中暴露风险最为突出的结构性产品为例，近年来，欧洲和美国结构性融资特别是住房抵押证券（RMBS）和资产支持票据（ABCP）显著压缩。2016 年底，美国住房抵押证券从 2007 年 2.5 万亿美元的峰值下降至不到 1 万亿美元；资产支持票据也缩减了近 50%。第一类经济功能（EF1）影子银行极易引起流动性挤兑，2018 年后增速下滑明显。三是业务透明度增强。影子银行业务标准化成效显现，证券化产品结构简单，层层嵌套的产品向简单的标准化（vanilla）产品转变。危机后，美国有 10 万亿美元投资于复杂结构产品的基金转为标准化集合投资工具。第二类经济功能（EF2）中最不透明的“其他非银行信用中介”下降了近 7 万亿美元，交易方式也发生了很大的变化。危机前，



几乎所有影子银行都以场外双边协议的形式交易，危机后场内集中清算和中央交易对手标准实施后，集合投资工具交易所集中交易（exchange-traded）数量增长了 1 倍。值得注意的是，危机后，新兴经济体影子银行增速开始高于发达经济体。2019 年底，新兴经济体在全部影子银行规模中的占比已由危机前的 4% 上升至 15%。

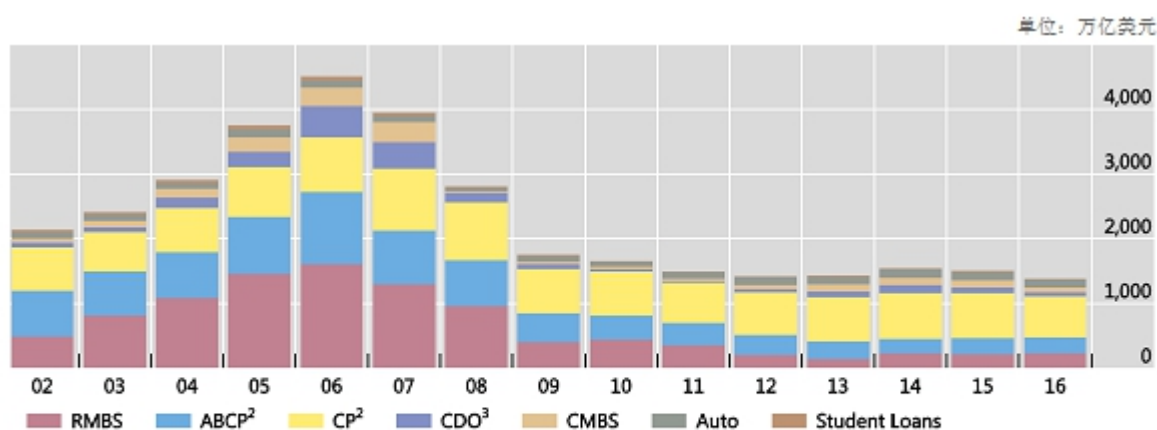


图 2：2002—2016 年欧洲和美国结构性融资变动趋势

数据来源：金融稳定理事会

金融监管研究

## 四、影子银行的功能和作用

影子银行业务由来已久，犹如硬币的两面，唯有辩证对待、因势利导、“抑恶扬善”，才能趋利避害，充分发挥影子银行的积极作用。

### （一）影子银行是金融中介体系的有机组成部分

影子银行之所以在金融体系中具有一席之地，是两重因素结合的产物。一方面，银行体系无法彻底解决信息不对称。金融中介是撮合资金需求与供给的桥梁，解决信息不对称是传统银行最专长和熟悉的。但由于信息不对称广泛存在，银行不可能全部覆盖。随着金融市场的发展，银行也不可能包揽全部金融中介。欧美国家在 20 世纪末普遍建立了完善的全能型金融体系，在许多国家形成了间接融资与直接融资并驾齐驱的双融资市场格局。美国 1999 年出台《金融服务现代化法》，取消了 1933 年《格拉斯—斯蒂

格尔法》对混业经营的限制；此后又出台《商品期货交易现代化法》，将场外交易置于监管体系之外。借助直接融资体系的便捷，影子银行业务快速增长。另一方面，影子银行满足了个性化的金融需求。部分金融消费者风险偏好较高，愿意承担较高的风险以换取较高的回报。而商业银行以传统的存贷款业务为主，审慎文化是立足的根本，远远无法满足这些多元化需求。

## （二）影子银行是套利行为驱使的产物，具有天使与魔鬼的两重性

套利具有两面性，金融中介作为解决信息不对称的手段，其经营本质就是寻找市场的价格差异，亦即是一种套利（arbitrage）行为，本无可厚非。然而，影子银行在发展过程中追求短期收益和绝对利润，演变成“为套利而套利”。例如，危机前出现的各种层层嵌套、结构复杂的产品让人眼花缭乱。各种资产抵押证券、担保债务凭证（CDO）和信用类衍生品的基础资产普遍不符合银行授信的最低标准，但却呈几何级数野蛮生长，充斥了信贷、债券和股票市场，成为引爆系统性风险的“定时炸弹”。影子银行是金融工具，介于天使与魔鬼之间，管理好了是天使，管理不好是魔鬼。

## 第二部分 中国影子银行的形成与发展

### 一、中国影子银行的发展历程

中国影子银行并不是新生事物，部分业务有较长的发展历史。上世纪80年代，信托公司、保险公司等非银行金融机构开始设立。1997年10月，

《证券投资基金管理暂行办法》出台，证券投资基金开始大规模增长。2002年起，商业银行陆续开展理财业务。在这一时期，各类机构主要还是围绕自身业务经营范围发展，产品之间的边界划分较为清晰，影子银行整体规模不大。

2008年以后，影子银行进入快速增长阶段。为应对国际金融危机的冲击，货币政策由趋紧转向适度宽松，并取消了对金融机构信贷规模的硬性约束。2009年全年新增人民币贷款9.6万亿元，M2和M1分别增长27.7%和32.4%，为90年代以来最高。但随着房地产价格快速上涨和地方政府融

资平台风险积累，货币政策开始收紧，同时加强对金融机构信贷投放总量、节奏和结构的管理，贷款增速和投向均受到严格约束。在这一背景下，为规避宏观调控和监管，银行将资产大量移到表外。各类跨市场、跨行业的影子银行因而迅速增长。尤其是，银行理财与信托公司的“银信合作”业务急剧膨胀。银行利用理财资金购买信托公司的信托计划，信托计划再以信托贷款方式投向房地产行业 and 地方政府融资平台。仅 2010 年上半年，银信合作业务就由年初的 1.4 万亿元猛增至 2.08 万亿元。证券资管、基金及其子公司资管将非标债权纳入投资范围，银证合作、银基合作、银证基合作快速发展。委托贷款也异化为贷款出表的重要通道，相当一部分是“假委托”。这一时期影子银行业务大多是银行主导，信托、基金、证券、保险主要是通道方，资金大部分投向非标债权。

2013 年，银行理财投资非标资产占全部理财的比例高达 27.49%。监管部门发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，对银行理财投资非标资产设置了比例限制。影子银行的重心开始转向表内同业业务，产生了同业三方回购、同业特定目的载体投资、信托受益权等新的合作方式。同业特定目的载体投资从 2012 年末的 3.6 万亿元，跃升至 2016 年末的 23.05 万亿元。买入返售资产一路攀升，2014 年中期达到 10.5 万亿元的历史峰值。资金信托规模从 2012 年末的 6.98 万亿元，快速扩张至 2016 年末的 17.46 万亿元。另外，互联网金融产品和网络借贷 P2P 贷款等新型业务模式也异军突起。市场统计，我国第三方互联网支付市场规模从 2013 年度的 16 万亿元猛增至 2017 年度的 143 万亿元。余额宝于 2013 年 6 月上线，到 2017 年末净资产已高达 1.58 万亿元。

## 二、中国影子银行的主要特点

受金融体系结构、金融深化程度以及监管政策取向等因素影响，我国影子银行经历快速发展的同时，也呈现出一些与其他经济体不同的特点。

第一，以银行为核心，表现为“银行的影子”。这是由我国以银行为主导的间接融资体系所决定的。我国银行业资产一直占金融业总资产的 90%

左右。正是因为银行业资产规模庞大，影子银行资产端和负债端均与银行密切相关。从负债端看，银行是非银行金融机构和影子银行资金的主要提供方。例如，基金公司私募资管业务一半资金来源于银行，资金信托 40% 以上的资金完全依赖于银行。从资产端看，影子银行的客户绝大部分是银行的客户，实质为通道业务。可见，中国的影子银行具有“银行中心化特征”。发达经济体的影子银行以共同基金、货币市场基金等非银行金融机构为核心，资金较少直接来源于银行体系。例如，美国共同基金 2019 年底受托管理资产规模为 17.7 万亿美元，与联邦存款保险公司所有参保银行 18.65 万亿元总资产规模基本相当。

第二，以监管套利为主要目的，违法违规现象较为普遍。各类机构利用监管制度不完善和监管标准不统一游离于监管边缘，在所谓的“灰色地带”大肆从事监管套利活动。另外，还存在大量“无证驾驶”，形成了“全民办金融”的小环境。例如，互联网金融平台本应只承担信息中介和支付中介功能，但事实上却从事贷款等资金信用活动，并长期处于监管真空地带。

第三，存在刚性兑付或具有刚性兑付预期。多数产品承诺保本或保最低收益。有的还与投资人签订“抽屉协议”，承诺刚性兑付。有的在产品销售过程中隐藏风险，夸大收益，不及时充分披露信息，造成“买者自负”难以真正落实。

第四，收取通道费用的盈利模式较为普遍。发达经济体影子银行主要是交易型模式，借助回购、卖空、做市等工具赚取利差收益。我国影子银行产品大多是认购持有到期，流动性低，以量取胜，拼市场份额。赚取通道管理费是盈利的主要来源。

第五，以类贷款为主，信用风险突出。发达经济体影子银行投资范围广泛，以标准化资产为主，信用违约风险较低。资金大多通过互相拆借、回购等市场手段获取，面临集中大额赎回的流动性风险。我国影子银行绝大部分是银行贷款的替代，但客户评级标准显著低于贷款客户，无论是融资来源还是资金投向都承担直接的信用风险，且风险大于银行贷款。

### 三、中国影子银行的判别标准、范围和分类

确定我国影子银行标准，必须兼顾影子银行国际标准的共性特征和我国影子银行的特点。在金融稳定理事会确定的信用转换、期限转换和流动性转换等基本属性的基础上，重点关注各种产品的风险传导、隐匿方式以及

诱发系统性金融风险的可能性，以此提出我国影子银行范围的判别标准，按照风险程度高低，区分广义和狭义影子银行，分别确定属于其范围的业务活动。

### （一）界定标准

影子银行界定标准主要包括四项：

一是金融信用中介活动处于银行监管体系之外，信贷发放标准显著低于银行授信。主要包括各类不受商业银行审慎监管标准约束的类信贷业务，又可以进一步分为两类：一是完全游离于金融监管体系以外却从事信用中介的机构和业务；二是虽然在监管覆盖范围内，但通过非洁净转移等各种方式规避商业银行审慎监管标准。例如，有些信用中介虽接受金融监管，但资本和拨备计提明显不足；有些非银行信用中介发放信贷标准显著低于银行授信标准，借款人现金流覆盖和信用缓释不足；部分贷款流向房地产、产能过剩领域甚至“僵尸企业”等银行贷款的限制性行业。

二是业务结构复杂、层层嵌套和杠杆过高。发行分级分层产品，区分优先级、中间级和劣后级，有的涉及账户分拆、多层嵌套。由于结构设计十分复杂，导致底层资产不清，风险难以识别，真实风险水平被掩盖。基金、理财、信托等可以作为交易对手直接进入同业拆借和回购市场，有的大量使用衍生产品，质押回购方式加杠杆。部分金融机构、互联网平台和地方资产交易所还将本应面向合格投资者发行的资管产品进一步拆分、转让，销售给风险承受能力较弱的一般个人客户。

三是信息披露不完整，透明度低。产品存续期间完全未披露基础资产信息，或披露不充分，投资者和市场第三方机构无法准确掌握产品规模、收益变现、投资比例、基础资产、交易结构等主要信息，也无从判断风险趋势和高低变化。由于跨机构、跨市场、跨行业频繁，各类风险相互交织，产品最终持有人难以穿透识别整体风险水平和风险环节。

四是集中兑付压力大，金融体系关联性和风险传染性高。各种以集合投资为主要经营模式的产品具有明显的期限转换作用，是影子银行的重要特征。当投资产品出现风险征兆时，从众心理将诱发“破窗效应”，极易造成挤兑冲击。此外，部分集合投资产品还集中投资于金融机构发行的产品，遭遇集中兑付后，风险会在金融体系内传染、叠加和共振。

### （二）影子银行的范围和分类

按照上述界定标准，我国影子银行可以分为广义和狭义两大类。其中，广义影子银行是基本符合四项界定标准的金融产品和活动，狭义影子银行则是其中影子银行特征更加显著、风险程度更为突出的产品和活动。

#### 1. 广义影子银行

主要包括：银行同业特定目的载体投资、委托贷款、资金信托、信托贷款、银行理财、非股票公募基金、证券业资管、保险资管、资产证券化、非股权私募基金、网络借贷 P2P 机构、融资租赁公司、小额贷款公司提供的贷款，商业保理公司保理、融资担保公司在保业务、非持牌机构发放的消费贷款、地方交易所提供的债权融资计划和结构化融资产品。由于没有非持牌机构发放的消费贷款、地方交易所提供的债权融资计划和结构化融资产品的统计数据，在计算中国影子银行规模时，暂不包括这几类产品。

同业特定目的载体投资。同业特定目的载体投资是表内业务，指银行购买他行理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险资产管理产品等特定目的载体（SPV）的投资行为。按照会计准则关于金融资产四分类标准，大多计为应收款项投资。这些业务透明底极低，表面看是购买各种资管产品，但基本上属“黑箱”操作，基础资产和交易结构十分复杂。经过穿透后大部分是类信贷资产，许多投向资金池产品。由于没有强制性的监管约束，银行将同业特定目的载体投资作为监管套利的重要方式。

委托贷款。传统的委托贷款属于银行表外业务，银行作为受托人，按照委托方确定的贷款对象和利率发放贷款，不承担信用风险，不需计提拨备和资本。但 2008 年之后，委托贷款异化为银行规避信贷标准的通道，业务完全由银行主导，委托方和贷款对象都由银行确定，银行出具隐性担保或抽屉协议，承担信用风险，实际上并不是真正的“委托”。2009 年初，委托贷款规模不到 3 万亿元，2010—2015 年连续 6 年增速超过 30%，多家股份制银行 2013 年增速超过 100%，2016 年底规模猛增至 13.97 万亿元。

资金信托。资金信托是信托公司的主要业务，属于私募资产管理产品，按投资者人数分为单一资金信托和集合资金信托，其中近三分之二由银行等金融机构持有。由于信托具有“跨界”的独特优势，资金信托具有严重的交叉金融风险。另外，信托产品设计灵活，普遍具有多层嵌套结构，容易成为投资者加杠杆、以小搏大的工具，风险传染性强，且容易隐藏和放大。

银行理财。在理财业务发展初期，银行以发行保本保收益理财产品为主，产品透明度较低，信息披露不充分。特别是封闭式产品存续期间，投资者不清楚收益和风险情况，偏离了“受人之托，代客理财”的业务本源。理财资金来源以普通个人投资者为主，比例基本在 60% 以上，2018 年曾达到

86.9%，集中兑付风险较大。非金融企业和金融同业直接持有理财产品比例也不少，集合投资特征明显。理财资金投资范围广泛，包括债券、存款、货币市场工具、资管产品、委托投资和非标资产等。资管新规出台前，理财投资非标资产的平均剩余期限为 784 天，而非保本理财产品的平均剩余期限为 129 天，期限错配严重。

非股票公募基金。公募基金向多个投资者募集资金，根据事先确定的投资策略将集合资金进行投资运作，具有类存款的特征。为满足投资者的流动性需求，部分公募基金提供“T+0”赎回提现服务。由于存在严重期限错配，当市场出现压力和波动性加剧时，公募基金特别是开放式公募基金，很容易出现份额大量赎回甚至“挤兑”，因此，金融稳定理事会也将货币市场基金、混合基金、债券基金等全部纳入影子银行范畴。

证券业资管。包括证券公司、基金管理公司、期货公司以及这些公司的子公司所发行的资产管理产品。这类资管产品以通道业务居多，2018 年基金子公司通道类业务规模占比高达 75.2%，资金超过 80%以上来源于银行。

保险资管。主要是债权投资计划、股权投资计划和组合类产品，通过非公开方式发行。截至 2019 年末，保险资管产品余额 2.76 万亿元。

资产证券化。主要包括信贷资产支持证券（信贷 ABS），交易所资产支持专项计划（企业 ABS）和资产支持票据（ABN）三类。资产证券化产品一般都设置优先与劣后的结构化方式，资金来源多为各类资管和理财产品，但是产品本身流动性严重不足。截至 2019 年末，市场存量为 3.83 万亿元。换手率不到 30%，远低于中央结算公司托管债券 200%以上的整体换手率。由于资产证券化信息披露不充分，基础资产良莠不齐，还有部分地方交易所发行大量类资产证券化产品，基础资产透明度更低，一旦基础资产劣变，极易产生集中兑付压力，风险隐患突出。

非股权私募基金。非股权私募基金是一种以非公开方式向合格投资者募集资金的投资基金。我国私募基金不设行政许可，只在证券投资基金业登记备案，由行业开展自律管理。近年来，私募基金重大风险个案时有发生，部分私募基金登记备案虚假不实、挪用侵占基金财产，与非法集资、P2P

等相互关联，出现较大兑付风险。因不受直接监管，部分基金成为影子银行加杠杆的通道。

网络借贷 P2P 贷款。网络借贷机构是专门从事网络借贷信息中介业务活动的平台，按工商企业登记注册。借款人与出借人通过平台直接对接，完成借贷。2013 年以来，部分网贷机构逐渐偏离信息中介、信贷撮合等服务定位，违规开展信贷和资金池运作，甚至呈现出庞氏骗局的典型特征。

融资租赁公司、小额贷款公司、典当行提供的融资，商业保理公司保理、融资担保公司在保业务。这类业务本质上是类融资或为融资活动提供担保，是典型的信用中介，但信贷标准显著低于银行贷款。例如，融资租赁业务中大部分为售后回租，其中部分售后回租业务租赁物虚化，名为融资租赁、实为变相发放贷款，其资金投向主要集中于政府基建项目、房地产等领域。

截至 2019 年底，中国广义影子银行规模为 84.80 万亿元，占 2019 年国内生产总值的 86%，相当于同期银行业总资产的 29%。



表 3：中国广义影子银行规模 单位：万亿元

序号	项目名称	2019 年末
1	同业 SPV 投资	--
2	银行理财	23.40
	其中：2.1 同业理财	0.84
	2.2 投向非标债权	1.41
	2.3 投向资管部分	9.16
	2.4 其他	11.99
3	委托贷款	11.44
4	资金信托	17.94
5	非股票公募基金	13.47
6	证券业资管	18.23
7	保险资管	2.76
8	非股权私募基金	4.0
9	资产证券化	3.83
10	融资担保公司在保余额	2.70
11	融资租赁公司租赁资产	2.18
12	小额贷款公司贷款余额	0.93
13	网络借贷 P2P 贷款	0.49
14	商业保理公司保理余额	0.10
15	典当行贷款	0.10
16	(减) 重复和嵌套部分	16.77
17	<b>合计 (剔除嵌套)</b>	<b>84.80</b>

数据来源：中国银保监会、中国人民银行、中国证券投资基金业协会、中国信托业协会、wind 数据、网贷之家

说明：考虑到同业特定目的载体投资所投公募基金、银行理财等各类产品基本已纳入广义影子银行统计，为避免重复计算，计算广义影子银行规模时 SPV 投资余额按零处理。同业 SPV 投资余额 2019 年末为 15.98 万亿元。

## 2. 狭义影子银行

在广义影子银行中，同业特定目的载体投资、同业理财和投向非标债权及资管的银行理财、委托贷款、信托贷款、网络借贷 P2P 贷款和非股权私募基金的影子银行特征更为明显，风险程度更突出，属于高风险的狭义影子银行范畴。截至 2019 年末，狭义影子银行规模为 39.14 万亿元，占广义影子银行的 46.2%，较历史峰值下降 11.87 万亿元。

表 4：中国狭义影子银行规模

单位：万亿元

序号	项目名称	2019 年末
1	同业 SPV 投资（不含公募和私募基金投资）	10.82
2	部分银行理财	11.41
	其中：2.1 同业理财	0.84
	2.2 投向非标债权	1.41
	2.3 投向资管产品	9.16
3	委托贷款	11.44
4	信托贷款	7.45
5	非股权私募基金	4.0
6	网络借贷 P2P 贷款	0.49
7	（减）重复和嵌套部分	6.48
8	合计（剔除嵌套）	39.14

数据来源：中国银保监会、中国人民银行、中国证券业协会、网贷之家

### 第三部分 三年治理（2017—2019 年）：攻坚克难，成效显著

#### 著

到 2016 年底，影子银行规模已经十分庞大，违法违规异常严重，濒临风险爆发的前夜。国际货币基金组织、国际清算银行等国际组织从 2014 年起多次对中国影子银行风险提出警示，认为同业投资、信托贷款和表外理财等已成为隐藏信贷增长和不良资产的温床，严重威胁到中国金融体系的安全与稳定。2016 年 7 月，英国《金融时报》撰文指出，中国的影子银行可能成为中国式“雷曼破产危机”的源头。影子银行犹如悬在我国金融体系之上的达摩克利斯之剑，若不及时强力“精准拆弹”，必将酿成全行业系统性风险甚至金融危机。

#### 一、风险居高不下


##### （一）规模庞大，野蛮扩张

到 2016 年底，商业银行表内各项投资共计 23 万亿元，理财产品 29 万亿元，委托贷款 13 万亿元，资金信托和证券化资管发行产品 51 万亿元。影子银行体量与同期银行信贷基本相当，且增速远超贷款增速。

影子银行已成为信贷资产非信贷化的通道。商业银行为了规避各类监管，将贷款转移至信托公司等机构，信托公司以这些资产发行受益权产品，银行再购买，并以“投资类资产”记录于资产负债表，从而实现监管套利。同业特定目的载体投资在 2012—2016 年间复合增长率超过 60%，到 2016 年底已高达 23.05 万亿元，部分股份制银行投资余额超过贷款 2 倍。信托公司事务管理类业务迅速膨胀，年增速一度超过 50%，其中一半以上是银行资金。

表 5：商业银行其他投资项目变化

时间	其他投资	
	余额（万亿元）	同比增速
2011 年	1.55	37.9%
2012 年	2.91	87.4%
2013 年	5.20	78.9%
2014 年	8.11	55.9%
2015 年	14.07	73.5%
2016 年	20.39	44.8%
2017 年	20.56	0.9%

数据来源：中国银保监会 

另外，影子银行也成为表内资产表外化的通道。2010 年以后，利率市场化改革加快，银行发行大量理财产品替代存款，2011—2015 年四年时间，理财规模年均复合增长率超过 50%，2016 年底，理财余额升至 29.06 万亿元。在理财产品中，同业理财是一种最简易的以转移出表为目标的影子银行业务。商业银行通过发行理财产品承接本行信贷资产，其他银行以同业理财形式购入，通常还会签署回购协议。参与者分别承担资产出表、发行理财、同业投资和担保回购等不同角色，资金空转特征非常突出。据统计，2016 年末同业理财占比超过 20%，两年内增长了 10 倍以上。

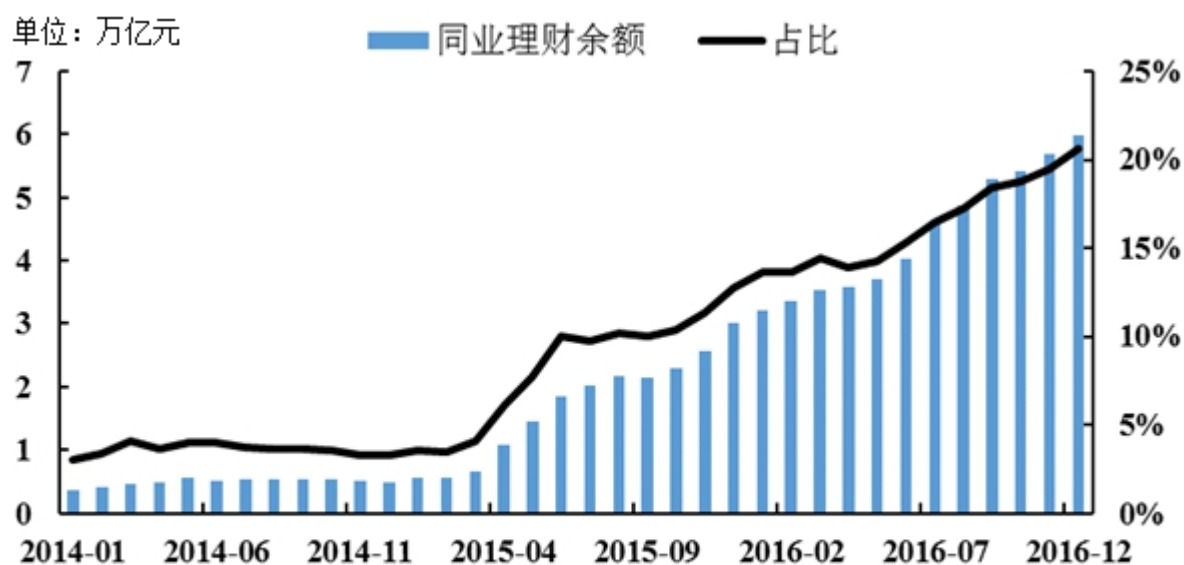


图 3：2014—2016 年同业理财余额及其占理财产品比例

数据来源：银行业理财登记托管中心

金融监管研究

## （二）结构复杂，风险交织

一是影子银行成为隐性和虚假担保的通道。以同业特定目的载体投资为例，通常的业务模式是 A 银行将本行贷款转移至通道机构，包装为通道机构发行的资管产品，B 银行认购资管产品的同时与 A 银行签署回购协议，一旦底层资产发生风险则由 A 银行回购。由于商业银行之间的同业债权风险权重显著低于一般贷款，银行资本占用较少；但 A 银行并没有将回购协议纳入表外担保计提资本，形成“抽屉协议”，滋生大量隐性回购和虚假担保。2013—2017 年，这类业务增长迅猛，银行持有的同业资产规模累计增长了 246%，但提供隐性担保的银行并没有将表外担保计算资本，少计的风险加权资产最高时一度达 6 万亿元，造成单家银行和银行业资本水平严重失实。此后业务模式更是由两家银行参与演变为多家银行合作，由于各自承担的责任关系复杂，信贷资产的发起、持有和风险承担出现割裂，风险相互交织、相互渗透，真实风险水平也变成一笔“糊涂账”。

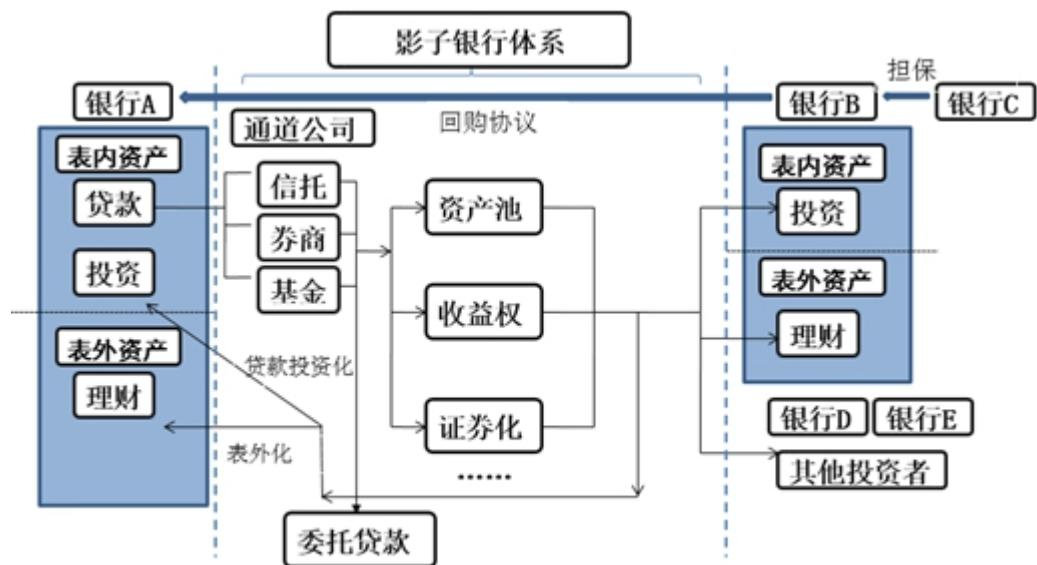


图 4：影子银行中涉及多方回购、担保

金融监管研究

二是通道产品结构化。结构化产品主要是将信贷资产以证券化组合形式打包分层，发售给不同的投资者。结构化产品历来是影子银行的重灾区，如金融危机中造成严重危害的次贷产品、信用违约互换以及担保债务凭证等。在中国影子银行体系中，以通道形式存在的特定目的载体（SPV）是业务模式的中心环节，而这种模式本身就是从证券化业务中发展出来的，自然也会快速助推影子银行与证券化的互相连接。2012年后，不同市场主体均加快了证券化推广，全部规模在2012—2016年间扩大了30多倍。

单位：亿元

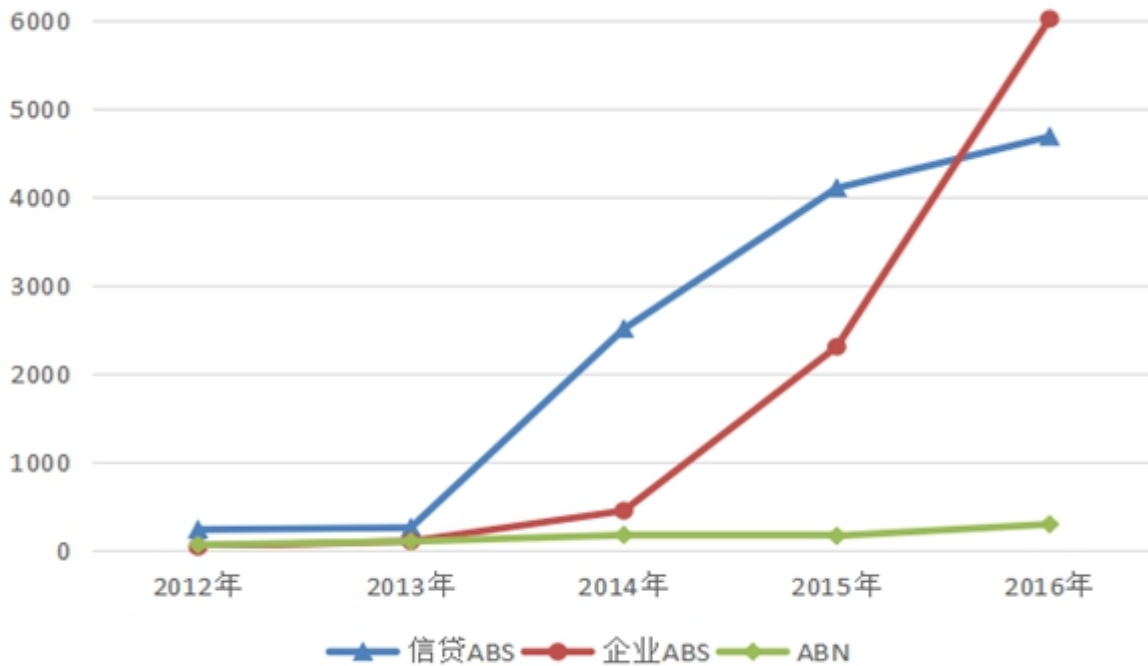


图 5：2012—2016 年各类市场资产证券化存量变化

数据来源：wind 数据

金融监管研究

这些证券化产品虽然发行场所不同，但在资产端都是由具有信用属性的资产打包组成，其中既有来自于银行体系的信贷资产，也有直接将各类信贷资产组合打包的方式。在资金来源方面，多以资管产品形式发行，最终资金主要来源于银行体系。大量银行资金投资认购证券化产品的优先级部分，优先级部分对应的风险权重仅为 20%，显著低于一般资产 100% 的要求，从而推动了结构化通道业务的快速发展。

表 6：巴塞尔III下资产证券化产品风险权重标准 (%)

长期信用评级	AAA 到 AA-	A+到 A-	BBB+到 BBB-	BB+到 BB-	B+及 B+以下或者未评级
资产证券化	20	50	100	350	
再资产证券化	40	100	225	650	

1250  
金融监管研究  
1250

非标准证券化产品在这一时期增长也十分迅速。将信贷资产作为基础资产，以信托计划或资管计划进行结构化分层，通过双边协议等场外交易模式发售分销。最普遍的是银行以表内资产持有优先级部分，以表外理财或非银行金融机构发售资管持有劣后级部分。在证券化基础上还出现了所谓“再证券化”，基础资产和打包转移情况十分不透明，多层嵌套相当普遍，风险被巧妙地粉饰和掩盖。

### （三）关联风险突出，相互传染和叠加

影子银行将横跨不同行业的金融机构捆绑，将单体风险转变为行业风险，将行业风险扩散成跨行业的系统性风险。以资管业务为例，2016 年以前疯狂扩张，几乎每年增速都在 50% 以上。

表 7：跨行业资管产品规模发展

单位：万亿元

机构类型	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
银行理财	2.80	4.60	7.10	10.21	15.03	23.50	29.05
信托资产	3.04	4.81	7.47	10.91	13.98	16.30	20.21
券商资管	0.19	0.28	1.89	5.21	7.95	11.89	17.58
基金公司	2.52	2.77	3.62	4.22	6.68	12.42	14.26
基金子公司				0.97	3.74	8.57	10.5
私募基金					1.49	4.16	7.89
保险资管					0.92	1.39	1.9
合计	8.55	12.46	20.08	31.52	49.76	78.23	101.39
增速	-	45.7%	61.2%	57.0%	58.0%	57.1%	57.1%

数据来源：中国银保监会、中国信托业协会、中国证券投资基金业协会

各类资管互相投资嵌套，形成大量资金池和资产池，负债与资产无法对应辨识，造成流动性错配严重。2016 年底，大部分资管产品发行期限都小于 3 个月，90% 以上不足 1 年，而对接的资产期限则普遍为 3—4 年以上。投资非标债权的久期与其负债久期错配有高达 5 倍，若后续资金不能及时募集，资金链会立即断裂，流动性风险在短时期就会像瘟疫一样在整个行业快速蔓延。

## 二、影子银行的问题与危害

一是不断推高杠杆水平。2008 年之后，中国债务水平持续升高。宏观杠杆率在 2013 年 6 月突破 200% 后，2016 年底达到 239%，期间只用了三年多的时间。影子银行发挥了“关键”作用，不仅大大加重了社会经济活动的债息负担，也降低了资金周转与使用的效率。

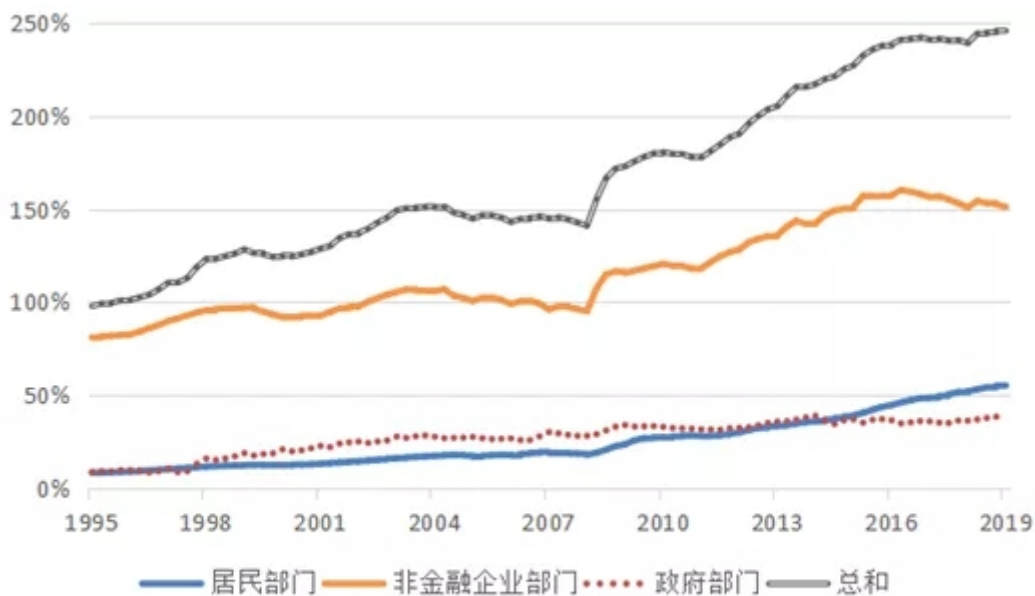


图 6：1995—2019 年宏观杠杆率趋势  
 数据来源：中国社科院资产负债表研究中心

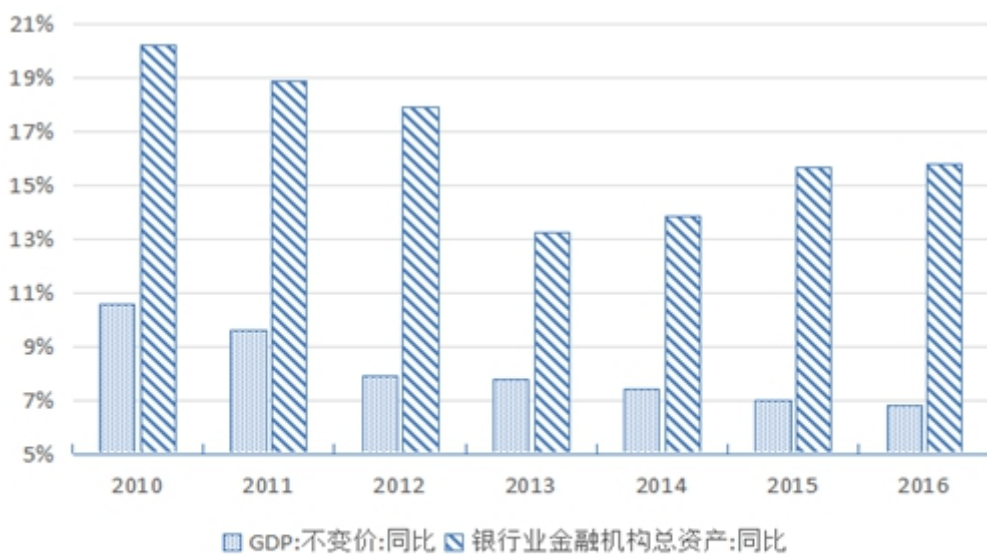


图 7：2011—2016 年银行资产增速与 GDP 增速对比  
 数据来源：中国银保监会和国家统计局

二是助长脱实向虚。各种完全空转、以套利为目的的影子银行经营模式不断涌现。2013 年 12 月，推出同业存单业务，其后同业存单迎来爆发式



增长，一些银行大量发行同业存单，甚至通过自发自购、同业存单互换等方式进行同业理财投资和委外投资，虚增资产负债，资金只是在金融体系内部“绕圈”，并未真正流向实体经济。即使部分资金最终流向了实体经济，但由于链条拉长，资金成本也大幅提高。一些信托公司通过嵌套其他公司发行的信托计划，形成大量“信托中信托”（TOT），资金并未离开金融体系。

三是严重掩饰资产质量真实性。无论是信贷资产非信贷化，还是表内资产表外化，基础资产的信用风险源头并没有发生变化。经过影子银行包装，商业银行在会计科目上把贷款转为投资，或者完全转移至表外，“成功”逃避贷款风险分类和拨备计提要求，造成资产质量不实，资本和拨备虚高。2016年4月，国际货币基金组织在其《全球金融稳定报告》中指出，收入不足以覆盖利息支付的中国企业贷款总额接近1.3万亿美元，占中国上市企业债务的14%，远高于公布的商业银行不良贷款率。

四是形成“劣币驱逐良币”的逆向激励。影子银行作为各种监管套利的通道曾经“盛极一时”。由于能够在短时期内通过加杠杆获得高额利润，各金融机构竞相效仿，希望在影子银行领域“大展拳脚”，极大地扭曲了市场行为。合法合规的金融业务增速缓慢甚至萎缩，高风险影子银行业务则野蛮生长，对前者形成巨大“挤出效应”。据统计，部分高风险影子银行在2010—2015年增长了50%，远超同期银行贷款增速。

五是危及社会稳定。由于监管不严、不足和监管空白，违法违规和“无照驾驶”金融活动大肆横行。金融业具有高度外部性，一些金融风险已外溢为社会风险。例如，在银行理财、信托、证券资管、私募基金等领域，

因产品无法按时兑付，投资人信访、聚集等事情不断发生。互联网金融、P2P 贷款等网络金融业务发展迅速，没有纳入监管，2016 年前后风险开始集中爆发，各种大规模聚集维权事件层出不穷，对社会稳定产生了严重威胁。

### 三、治理方略与措施

2016 年底，习近平总书记在中央经济工作会议上强调，要把防范化解金融风险放到更加重要的位置。2017 年 2 月，在中央财经领导小组第十五次会议上，习总书记特别指出要坚决治理市场乱象，坚决打击违法行为。在党中央、国务院统一领导和部署下，金融管理部门迅速行动，对影子银行重拳出击，努力消除系统性金融风险隐患。

#### （一）治理原则

在整个过程中，始终把握以下工作方法原则：

一是坚持稳中求进。稳中求进工作总基调是治国理政的重要原则，也是做好经济金融工作的方法论。稳是主基调，是大局，拆解影子银行始终做到力度和节奏的艺术把握，充分考虑机构和市场的承受能力，务求精准施策、对症下药，坚决防止出现“处置风险的风险”，将整治乱象对经济社会的冲击降至最低，确保国民经济平稳健康运行。

二是始终突出重点。坚持问题导向，优先处置最严重、最紧迫、最可能引发系统性风险的领域。经过反复研究与评估，将治理的重点放在银行同业、理财和表外。这三个领域是整个影子银行体系的“钱袋子”，乱象最突出、资金空转最严重、风险最隐蔽，且联通多个行业、市场和机构，已对金融整体稳定安全构成严重威胁。

三是做好统筹协调。在国务院金融稳定发展委员会靠前指挥下，各部门密切协作，打好组合拳。在重大政策出台前充分沟通协商，强化政策协同，确保形成合力，提升整治效果。

四是坚决平衡好防风险与稳增长的关系。做到动态调整、相机调整，不刻舟求剑。根据宏观经济形势和国内外经济环境变化，对各类影子银行分类处置，区别对待。既精准拆弹，又充分发挥金融对经济增长的支持作用。

五是时刻把握好既治标又治本的原则。既解决短期问题，压降突出风险和乱象，又立足长远，补短板，注重加强制度建设，建立健全风险防控长效机制。

## （二）主要监管措施

第一，严厉整治市场乱象。2017年起，集中开展“三违反”“三套利”“四不当”“十乱象”专项整治，重点整治乱加杠杆、脱实向虚、以钱炒钱的复杂结构化产品，严禁资产转让附回购协议、抽屉合同等虚假交易，治理私售理财“飞单”，虚假宣传、强制捆绑搭售、误导欺诈、私募产品变相进行公募等不规范行为。区分表内业务和表外业务，自营业务和代客业务，同业业务和信贷业务，筑牢风险防火墙。坚决清理和取缔未经批准从事金融业务的机构和业务活动，严厉打击非法集资，推动修订《防范和处置非法集资条例》。坚定开展互联网金融和网络借贷风险专项整治，清理整治网贷机构和借助互联网平台从事非法金融的各类违法违规活动。2017年银行业乱象专项治理发现问题6万余个，涉及金额18.5万亿元，形成了强大的监管震慑。

第二，规范对交叉金融监管。推动“类信贷”表外业务回表调整，按照信贷分类标准把非信贷资产纳入统一分类。将所有承担信用风险的影子银行业务实行统一授信管理，遵循相同的客户评级和大额风险暴露规定。重点压降结构复杂、层层嵌套、脱实向虚的高风险业务活动。对影子银行按业务实质进行一致性、穿透式监管，明确和落实资本占用与拨备计提的监管要求。细化完善统计监测，实现对资金规模、期限结构、底层资产投向的全覆盖。严查大股东操纵，侵吞、挪用公共资金以及把金融机构当成“提款机”的违法犯罪行为。严格产品销售行为管理，落实“双录”，坚持投资者适当性管理，确保产品和服务与客户风险承受能力相匹配。

第三，坚决拆解非法金融集团。加强非金融企业投资金融机构监管，有序处置由工商企业违规参股控股金融机构所形成的实质性金融集团。强化穿透监管，严格股东资质，严查股权代持，隐形股东以及虚假注资、循环注资。要求金融集团内部金融业务与非金融业务必须严格风险隔离。

第四，严肃追责任。坚持双线问责，既处罚机构也处罚责任人。坚持“上追两级”，既问责经办人也问责机构负责人。实行罚管挂钩，将处罚结果与市场准入、履职评价、监管评级相结合。加大处罚力度，情节严重的坚决顶格处罚，涉嫌违法犯罪的移送司法机关。公开处罚信息，开展典型处罚案例通报，提高监管透明度，发挥处罚的警示作用。加强职业操守教育，坚守合规诚信和道德底线，推动建立银行从业人员黑名单制度，实

施行业禁入。2017—2019年，对银行业保险业共计罚没70多亿元，超过原银监会和原保监会前十年行政处罚罚款总和，处罚机构9698家次，作出行政处罚决定17861件，处罚责任人员12043人次，以上处罚中相当部分与影子银行有关。

第五，全面弥补监管制度短板。金融管理部门研究发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），明确资产管理业务属性，统一产品标准，减少跨机构跨市场套利。根据“资管新规”原则，制定各项业务的具体实施细则，包括理财新规、理财子公司监管规定、证券业资管细则、保险资管细则、资金信托办法等。按照功能定位，规范委托贷款、银信合作和私募投资基金备案，厘清委托人和受托人，管理人和托管人职责，回归业务本源。对地方监管的小额贷款公司、融资担保公司、融资租赁公司、典当行、商业保理公司和地方资产管理公司，制定了专门规则，强化政策指导和专业协作。

## 四、治理成效

### （一）野蛮生长得到根本遏制

影子银行规模大幅压缩。自2017年初开始集中整治，影子银行规模从历史高位大幅下降。截至2019年末，广义影子规模降至84.80万亿元，较2017年初100.4万亿元的历史峰值缩减近16万亿元。影子银行占GDP的比例从2016年底的123%下降至2019年底的86%，降幅达37个百分点。狭义影子规模降至39.14万亿元，较2016年底缩减了11.87万亿元。

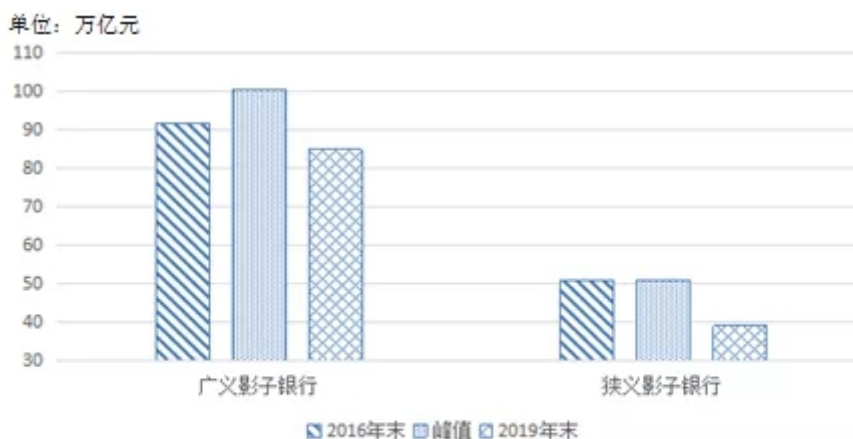


图 8：广义和狭义影子银行变化情况

数据来源：中国银保监会、中国人民银行、中国证券投资基金业协会、中国信托业协会、wind 数据、网贷之家

加通道、加杠杆和加嵌套的高风险业务得到重点清理。同业理财在 2017 年初曾达到 6.8 万亿元的历史峰值，2019 年末降至 8400 亿元。同业特定目的载体投资由 2016 年底的 23.05 万亿元降至 2019 年末的 15.98 万亿元。同期委托贷款和网络借贷 P2P 贷款分别由 13.2 万亿元、0.82 万亿元降至 11.44 万亿元和 0.49 万亿元。截至今年上半年末，同业理财、委托贷款和网络借贷 P2P 贷款分别进一步降至 6607 亿元、11.22 万亿元和 0.19 万亿元。

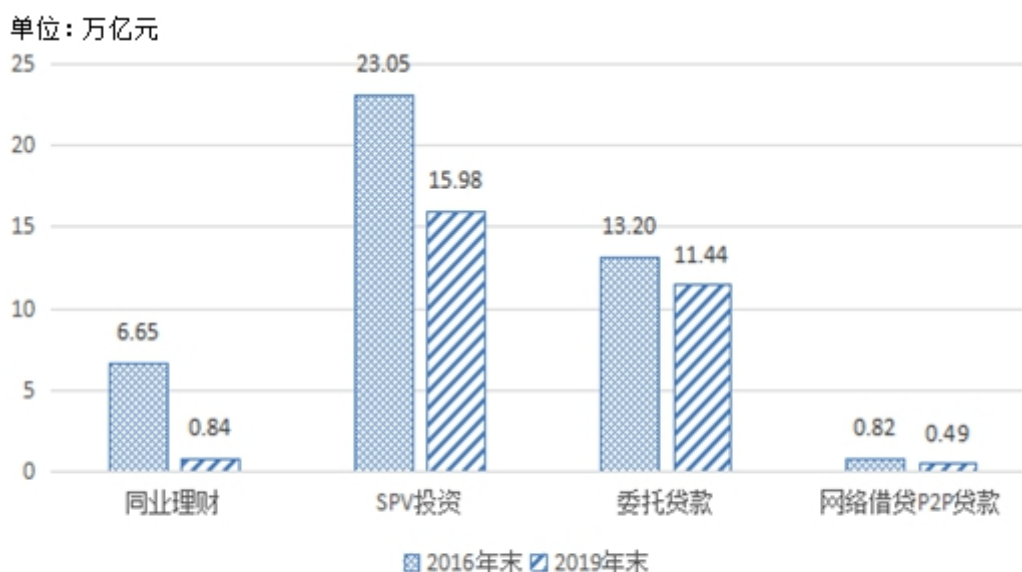


图 9：部分高风险业务变动情况

数据来源：中国银保监会、中国人民银行、网贷之家

金融监管研究

## （二）违法违规活动大幅下降，市场秩序得到修复

“无照驾驶”等非法金融活动受到严厉打击。2016—2019 年新发非法集资案件稳步回落，增速由过去三位数降至两位数。“e 租宝”“昆明泛亚”等互联网金融领域大案要案得到稳妥处置。利用影子银行跨行业跨机构腾挪资金、占用资金、窃取资金等违法违规行为减少，持牌经营、特许经营、合规经营的理念与文化得到恢复，市场秩序开始好转。

## （三）风险水平由发散转为收敛

一是摸清了风险底数。初步建立了我国影子银行统计监测体系和认定标准，厘清了影子银行的真实规模和业务分布。通过风险排查、现场检查与监管督查，穿透识别底层资产，基本确认了风险最终承担主体。

二是压降了存量风险，遏制了增量风险。脱实向虚、层层嵌套的交叉业务显著减少。2020 年上半年，信托金融同业通道业务较 2017 年的历史峰值下降 5.3 万亿元。同期证券业资管规模下降幅度超过 45%，基金子公司通道产品仅 2018 年一年就减少了 1.55 万亿元。影子银行集中加杠杆得到压缩，商业银行自营债券逆回购交易杠杆比率由 2017 年之前的 40% 以上降至 30% 以下。截至 2020 年上半年，实际运营的网络借贷 P2P 机构由高

峰时期约 5000 家压降至 29 家，目前已完全归零。借贷规模、参与人数连续下降，一些高风险机构被精准拆解。

三是提高了风险抵御能力。非信贷资产开始计提资本和拨备，计提水平逐年上升。减值准备与资产余额的比例由 2017 年初的 0.62% 提升至 2019 年底的 1.93%，与贷款拨备率 3.46% 的差距不断缩小。影子银行资本占用不足的问题也有所缓解，表内风险加权资产平均密度从 2017 年初的 52.07% 上升了 4 个百分点，2019 年末达到 56.07%。

#### （四）国际评价趋向积极正面

2017 年之前，国际组织和市场机构普遍认为中国影子银行是一颗“原子弹”，一旦引爆，将从根本上动摇整个金融体系的稳定。2017 年之后，国际评价出现了彻底转变，对中国影子银行治理取得的显著成效予以充分肯定，认为不仅确保了中国经济体系的稳定，也成为全球影子银行规模下降的主要推动力。

#### （五）为金融支持抗疫和复工复产赢得了先机，创造了有利条件

2020 年初发生的新冠肺炎疫情使中国经济社会遭受巨大冲击，世界经济也面临二战以来最严重的衰退。中国政府采取的一系列支持抗疫和复工复产的政策措施，取得了举世瞩目的成效。金融政策是其中重要一环，前期精准拆弹影子银行为金融政策的发力，特别是为逆周期调节措施出台创造了十分有利的条件。

第一，为信贷大幅增长预留了空间。清理了大量淤积在过度授信的大型企业和僵尸企业的资金，压降了滞留于金融体系的空转资金。今年上半年，新增人民币贷款达到 12.09 万亿元，有力支持了抗疫和复工复产，但并没有因为信贷扩张而引发通货膨胀和资产价格快速上涨，很大程度上归功于前期影子银行的“池子”得到了清空。

第二，避免了风险进一步积累，从根本上消除了风险集中爆发的隐患。通过整治影子银行，我国金融风险水平大幅下降，一批高风险机构和高风险业务得到有序处置。当前受疫情影响，金融资产违约压力加大，风险形势更加复杂，但金融体系整体运行仍然比较稳健，金融市场没有大起大落，各类具有急重特征的风险大幅减少。如果前几年没有努力压降影子银行，今天面临的金融风险将十分严重，不排除出现区域性和系统性风险的可能。

第三，有效避免了杠杆率的快速上升。我国宏观杠杆率在过去几年稳中微降，扭转了过去每年十几个百分点的增速。非金融企业、居民部门和地方政府杠杆率快速上升的势头也得到控制。为应对疫情采取的扩张政策并没有大幅推高宏观杠杆率，也没有加重部门债务负担。如果没有前几年严厉的结构去杠杆，我国的杠杆率绝不会是现在的水平，相关宏观对冲政策的实施会遭到严重掣肘，效果也将大打折扣。

## 第四部分 监管方向与重点

我国影子银行积累时间长，存量风险较大，相当多金融机构仍然存在规模情结，各类隐性担保和“刚性兑付”没有被真正打破，“卖者尽责，买者自负”尚未真正建立，部分高风险影子银行可能借不当创新卷土重来。但也应看到，影子银行不会消失，将和传统金融体系长期共存，不同类型的影子银行的作用和风险水平差异较大。因此，必须建立和完善对影子银行的持续监管体系。

第一，健全统计监测。影子银行具有监管套利的本质，其产品结构和组织形式始终在演变之中，各种创新手法层出不穷。影子银行横跨不同行业，数据不完整、口径不一致和重复计算等问题依然存在。因此，必须继续大力完善统计监测，及时动态掌握影子银行规模、种类，特别是风险演进路径和风险水平变化情况。

第二，严防反弹回潮。一是坚定不移地将整治影子银行作为打赢防范化解重大金融风险攻坚战的重要抓手，持之以恒拆解高风险影子银行业务。二是聚焦突出问题和风险点，对影子银行和交叉金融业务设立“禁区”，严禁多层嵌套投资、资金空转、脱实向虚，结构复杂产品和业务死灰复燃，以及假创新和伪创新行为等。三是坚持整改与转型相结合，按时合规完成业务整改，稳妥有序处置风险，同时积极调整业务模式，加快净值化转型。

第三，建立风险隔离。重点是厘清公募产品与私募产品、表内业务与表外业务、委托业务与自营业务的边界，建立相应的防火墙，严防风险相互传染、相互交织、相互掩饰。

第四，完善监管制度。一是确保监管全覆盖，不留监管空白和盲区，把所有影子银行活动纳入监管。二是统一同类机构和产品的监管标准，减少资金空转式的套利。三是完善影子银行的风险分类、风险权重、资本拨备计提等标准。

第五，慎重开展综合经营。商业银行以审慎经营为根本，保险要发挥风险分散与保障作用，证券资金要体现价值投资中介功能，信托、理财要回



归“受人之托、代人理财”职能定位。建立覆盖全面、分工合理、有序流动的金融体系。