

首席研究员：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

导读：从 2012 年开始的金融自由化，到 2016 年开始的金融去杠杆，近年金融监管可谓大开大合，影子银行大起大落，对货币创造和经济金融形势影响巨大。影子银行创造货币的机制是什么？到底创造了多少货币？2017 年以来表外融资大幅萎缩，影子银行受到严监管，是宽货币到宽信用传导不畅的原因吗？

摘要：

目前中国货币创造渠道包括三个层次：1) 央行投放基础货币；2) 商业银行传统表内贷款/外汇/债券货币创造；3) 影子银行货币创造。银行把受监管较多、资本消耗较高的贷款资产转变为受监管较少、资本消耗较低的资产或表外资产，进行货币创造，形成影子银行，信用创造功能强大。影子银行作为传统银行的替代和补充，在运行机制上具备信用创造的功能，但资金来源和运用也受限较多。

影子银行资金主要来源于银行同业负债、表外理财、权益资金，运用于房地产、地方融资平台、民企和小微企业等。中国是间接融资体系为主的国家，这就导致影子银行是信贷主导模式，成为传统金融的补充。受金融抑制和监管影响，资金主要投向房地产、地方融资平台、民企和小微企业、“两高一剩”等领域。影子银行规模与流动性、监管政策密切相关，当流动性宽松、表内信贷收紧时，则该类平台积极寻求影子银行支持，若影子银行监管同时收紧，则该类平台大多面临融资难融资贵问题。

影子银行规模波动向上，2017 年为关键转折点，理财产品对接的银行表外、非银投资为主流模式。自上而下看，参考央行孙国峰法，2018 年底中国影子银行规模约 37 万亿元，较 2016 年峰值 43 万亿元大幅下滑；自下而上来看，监管重点变化，影子银行信用创造渠道也在不断变化。根据穆迪测算，2018 年底中国影子银行 61.3 万亿元，较 2017 年下降 4.3 万亿元，但由于分项加总存在交叉重叠，故规模存在高估。其中，理财资金对接的银行表外、非银投资和委托贷款为当前影子银行信用创造的主流模式。

影子银行货币创造机制与传统银行相似，主要通过银银同业、非银同业、非银投资和表外理财四种渠道，目前银行同业和非银投资是核心。银银同业渠道将本应记于贷款的科目记在同业资产科目下，实现信用创造；非银同业渠道将计入同业科目的资金通过非银机构投向实体部门；非银投资渠道借助银信/证/基/保/资通道，将投资资产项下资金投向实体部门；表外理财并不会创造存款使表内货币增加，但资产出表会释放准备金，为货币创造提供新的空间。

客观看待影子银行发展的利弊。影子银行削弱了货币政策效果、拉长了信用中介链条，降低了货币供应量的可控性。但是也要看到，影子银行发展客观上缓解了中小微企业融资难贵问题，完善了信贷市场发展。未来，在守住金融系统风险时，加强监管和制度约束，引导影子银行向合规、健康、可持续的方向发展。

风险提示：影子银行萎缩超预期。

目录

1	重新认识货币创造渠道	4
1.1	传统渠道：央行与商业银行	4
1.2	新型渠道：影子银行	6
2	影子银行的定义与体系	6
2.1	美国影子银行	6
2.2	中国影子银行	7
3	中国影子银行资金来源与资金运用	8
3.1	资金来源：同业负债、表外理财、权益资金	8
3.2	资金运用：房地产、地方融资平台、两高一剩	9
4	中国影子银行信用创造规模	12
5	中国影子银行信用创造机制	15
5.1	非银投资渠道	15
5.2	银银同业渠道	16
5.3	非银同业渠道	16
5.4	银行理财渠道	17
6	总结：客观看待影子银行的信用创造	18

图表目录

图表 1: 中国货币创造的渠道	4
图表 2: 基础货币投放渠道发生了重要变化	5
图表 3: 货币创造渠道分解	5
图表 4: 中美影子银行对比	6
图表 5: 美国影子银行运行机制	7
图表 6: 中国影子银行运行机制	7
图表 7: 金融抑制和监管套利催生影子银行	8
图表 8: 中国影子银行分层	9
图表 9: 同业负债规模	9
图表 10: 银信合作规模及占比	10
图表 11: 银行理财投资非标业务占比	10
图表 12: 同业负债影子银行运行机制	11
图表 13: 2010-2018 年通道业务规模	11
图表 14: 理财产品对接资产	12
图表 15: 资金信托余额投向	12
图表 16: 负债核算法下影子银行总规模及占比	13
图表 17: 穆迪测算中国影子银行规模	14
图表 18: 穆迪测算中国影子银行分项结构	14
图表 19: 非银投资渠道下的货币创造机制	15
图表 20: 银银同业渠道下的货币创造机制	16
图表 21: 银行 A 通过非银同业渠道实现信用创造	17
图表 22: 非银金融机构 B 通过同业渠道实现信用创造	17
图表 23: 居民购买保本型理财产品下的货币创造机制	17
图表 24: 居民购买非保本型理财产品不创造新的货币	18
图表 25: 影子银行与流动性和监管政策密切相关	19

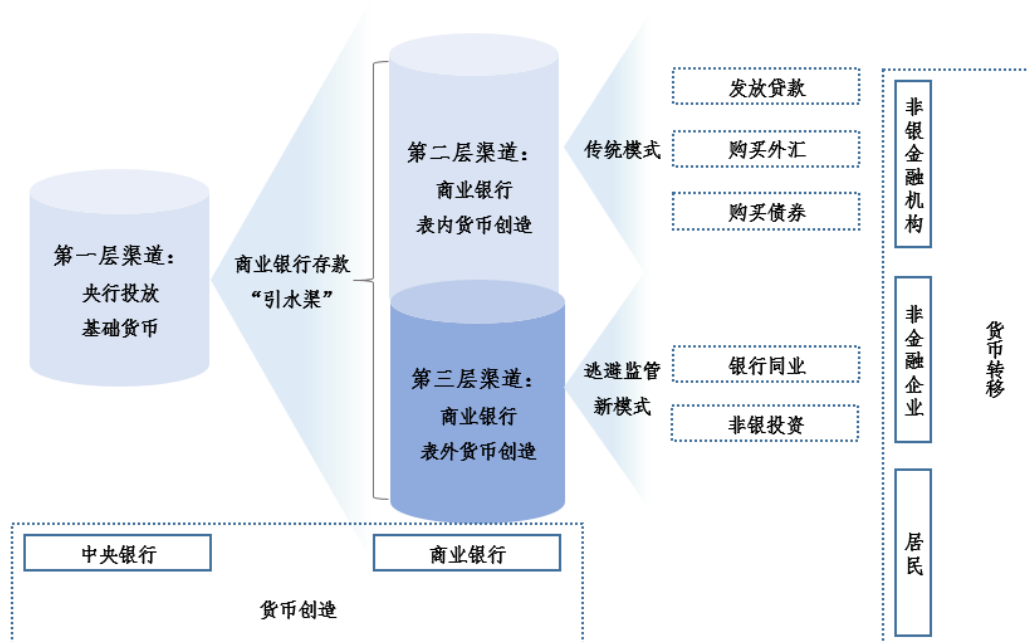
1 重新认识货币创造渠道

货币创造理论中，当货币由金属铸币阶段进入信用货币阶段后，货币数量就不再受到贵金属数量的限制，此时货币就由银行体系来创造。但是，货币创造并不是中央银行的特权，而是发生在商业银行的每笔贷款业务和其他购买外汇、购买债券、同业业务、投资业务中。

1.1 传统渠道：央行与商业银行

目前中国货币创造的完整渠道包括三个层次：第一层是央行投放的基础货币；第二层是商业银行传统表内贷款、购买外汇和购买债券的货币创造；第三层是影子银行的货币创造。央行掌握着货币创造的总闸门，商业银存款是“引水渠”，通过客户存款的增加进行货币信用创造，而非银金融机构、非金融企业和居民部门之间的货币往来都是存款的转移，并不会创造新的货币，只是实现了货币转移。

图表1：中国货币创造的渠道



资料来源：恒大研究院

第一层渠道：中央银行基础货币投放。央行基础货币也叫储备货币或高能货币，主要包括货币发行和存款准备金，基础货币 $\times$ 货币乘数=广义货币总量 M2，故基础货币能够创造数倍于自身的货币余额。近年来，我国基础货币投放渠道发生了重要变化：

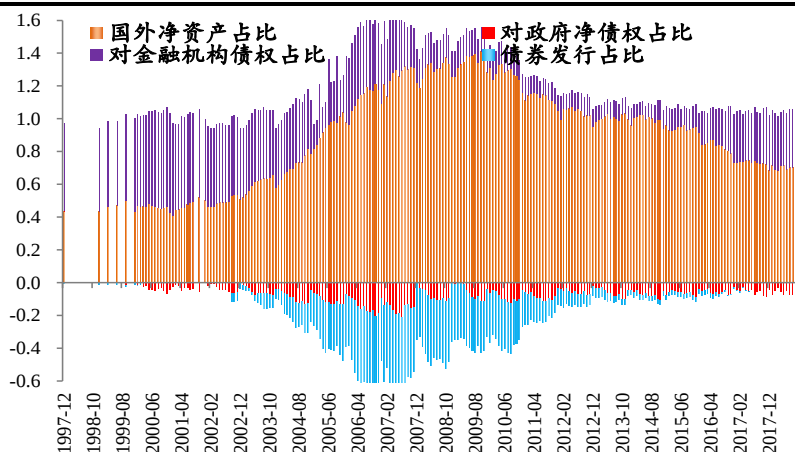
1) 国外净资产是基础货币投放的主要渠道，但随着稳定性的提高，重要性有所下降。国外净资产的主要组成是外汇占款，过去由于中国的双顺差，外汇占款在央行资产负债表中比重较高，导致国外净资产投放的基础货币不断上升，最高在2009年10月占比141%。后随着中国贸易结构的改善，由国外净资产投放的基础货币目前稳定占比70%。

2) 对金融机构债权是基础货币投放的重要渠道，央行基础货币投放灵活性、主动性增强。为了对冲外汇占款的下滑对基础货币投放的冲击，对金融机构债权的占比由2014年3月的7.72%上升到2018年9月的

36.26%。对金融机构债权的投放渠道主要是央行的公开市场操作，所以随着其占比的上升，公开市场操作常态化，央行可以主动管理货币投放。

3) 债券发行已退出历史舞台。债券发行的主要组成部分是央票，是为了对冲外汇占款的影响，回笼基础货币资金使用的工具。随着外汇占款占比的稳定、公开市场操作的发展，债券发行由最高占比的-51.48%下降到目前的0。

图表2：基础货币投放渠道发生了重要变化

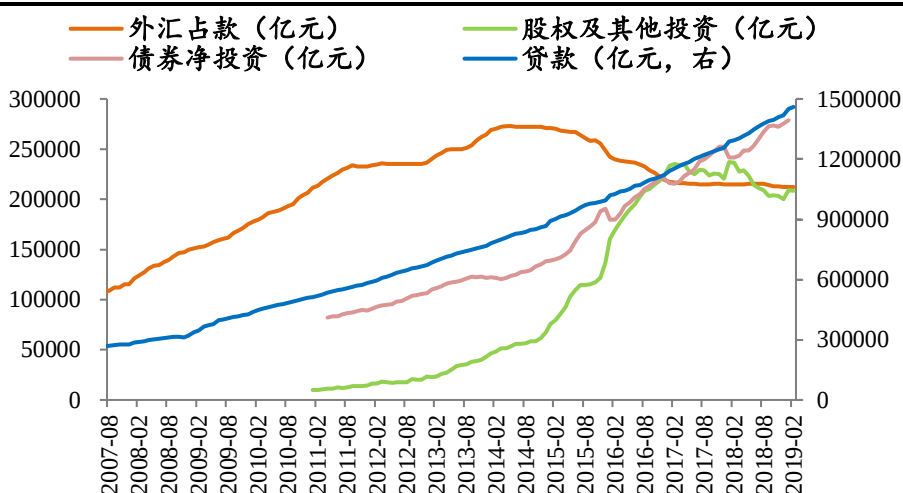


资料来源：Wind，恒大研究院

第二层渠道：商业银行贷款/购汇/购债。传统的货币创造渠道主要是贷款、购买外汇和购买债券，由于我国间接融资体系，商业银行成为我国货币创造的主要渠道。

从存量上来看，发放贷款是商业银行货币创造的主要渠道，这与我国以间接融资为主的模式相关，目前稳定增长。随着我国经济的快速发展，贷款成为经济增长的主要资金支撑渠道。目前发放贷款所创造的货币处于一个稳定增长的阶段。

图表3：货币创造渠道分解



资料来源：Wind，恒大研究院

2016 年之前，购买外汇是货币创造的第二大渠道，目前基本保持稳定金额。中国加入 WTO 之后，由于“双顺差”，购买外汇创造的货币快速增长。2008 年金融危机之后，我国国际收支趋于平衡，外汇占款增速放

缓。2014 年到达顶峰之后，2015 年外汇占款绝对量出现趋势性下降。到 2016 年才逐步稳定下来，目前绝对金额保持在 21.5 万亿元左右波动。

2017 年 4 月之后，购买债券成为货币创造的第二大渠道，目前处于稳定增长阶段。货币供给新常态的一大变化就是债券净投资增速保持增长，成为第二大货币创造渠道。

1.2 新型渠道：影子银行

第三层渠道，影子银行货币创造，是新型货币创造渠道。中国影子银行是从事金融中介活动、具有与传统银行类似的信用、期限或流动性转换功能，但未受巴塞尔Ⅲ或同等监管约束的实体或准实体。我国是间接融资体系为主的国家，但是商业银行货币创造规模受法定存款准备金率限制，实际中还会受到资本充足率、拨备覆盖率等监管政策以及信贷政策约束。同时，由于贷款风险权重较高，信贷投放房地产行业、地方融资平台以及“两高一剩”行业方向也受到限制，这样就影响到银行的资产扩张大小，即货币创造规模，也会影响到银行的利润。因此，银行有动力把受监管较多资本消耗较高的贷款资产项目转变为受监管较少资本消耗较低的同业往来、信托收益权等资产或表外资产，同时负债项目存款不受影响，这样满足了企业的贷款需求也使自身不受众多监管约束。影子银行的货币创造渠道由此产生。

2 影子银行的定义与体系

图表4：中美影子银行对比

项目	美国影子银行	中国影子银行
产生原因	金融自由化、金融创新，监管套利	金融抑制、金融创新，监管套利
参与主体	投资银行、共同基金、对冲基金、房地美、房利美	商业银行、信托公司、证券公司、小贷公司
资金来源	货币市场基金	银行信贷、同业负债、权益资金
运作模式	资产证券化为主导的衍生品交易，以短期批发融资为主，庞大的二级市场	信贷中介为主导，零售融资和批发融资为主，少有二级市场
特点	高杠杆、场外交易、低透明度，独立于银行之外	杠杆相对较低，信息披露不健全，与银行紧密联系
功能	交易中介，脱离实体经济，重点是分散风险和杠杆扩张	信用中介，银行存款贷款类产品替代，与实体紧密联系，是传统金融体系的补充
危机形式	回购市场挤兑（负债端）	投资亏损（资产端）
风险和监管	风险水平较高，依靠资本市场调节、机构自身约束，脱离监管	风险相对较低，使用各个监管主体不同监管措施，监管碎片化，缺乏统一监管

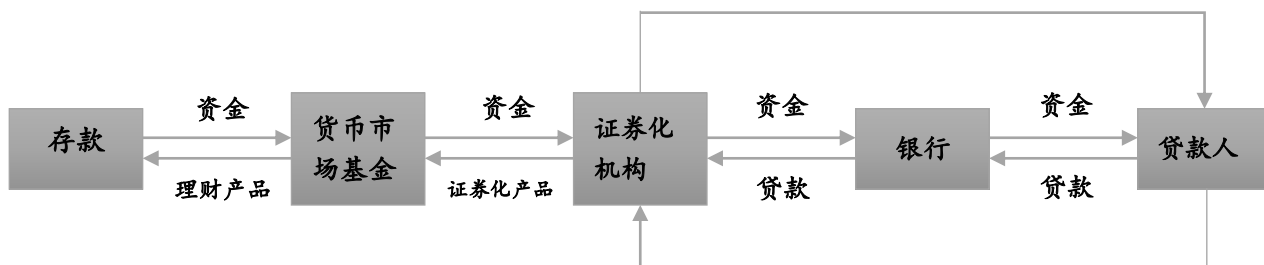
资料来源：《影子银行对货币政策传导机制影响研究》，《影子银行体系的外延与内涵》，恒大研究院

2.1 美国影子银行

国际上普遍认为，影子银行是在银行系统之外进行资产证券化活动，尤其是从事或促进杠杆和转换类活动的金融中介，它们不受监管，不能得到公共部门直接的流动性支持。

美国影子银行在 1970 年混业经营中逐步发展起来，资产证券化模式为主。20 世纪 70 年代，美国市场利率上升，但联邦储备委员会颁布 Q 条例，对活期存款、储蓄存款和定期存款实行利率管制，这就导致大规模的资金受限于银行存款承保上限，活期存款无法满足机构投资者的投资需求，因此转而寻求影子银行支持。此外，银行业开始着力设计新型金融工具，通过资产证券化的模式开展大量的表外业务，扩展资金来源。

图表5：美国影子银行运行机制



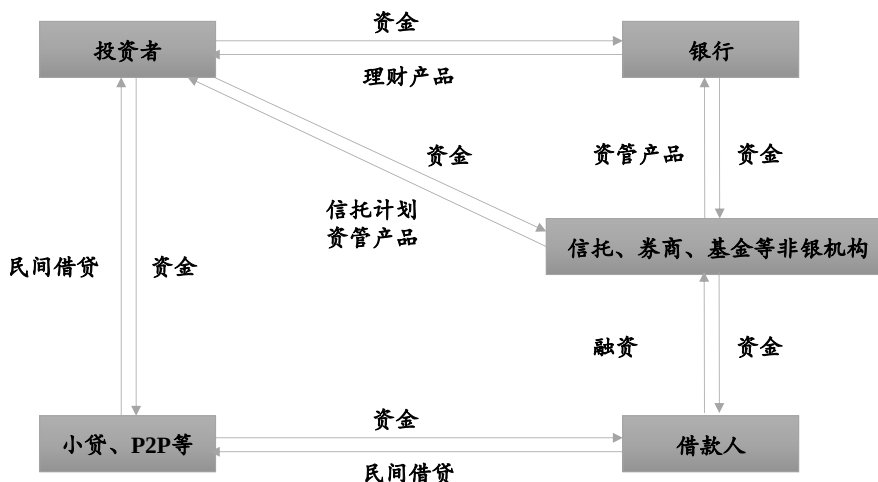
资料来源：《影子银行信用创造及对货币政策的影响》，恒大研究院

美国影子银行资金主要来源于货币市场基金，独立于银行体系外，脱离监管。在美国，影子银行业务围绕证券化模式展开，涉及众多复杂的金融衍生品，影子银行资金主要来源于共同基金，投行、对冲基金等在货币市场上向共同基金融入资金，购买各类贷款，对贷款进行资产证券化，然后销售给各类机构投资者，与商业银行并行存在，形成竞争关系。美国影子银行脱离监管，依靠资本市场调节和机构自身约束，风险水平较高，一旦回购市场挤兑，就容易出现危机。

2.2 中国影子银行

中国影子银行是信贷主导的中介模式，获取监管套利，是传统金融的补充。中国影子银行以非银行金融机构为主，主流过程是银行发行理财产品或通过同业负债募集资金，借助信托、券商、基金等非银机构通道，将资金以信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票等方式发放给微观主体。资金主要来源于银行信贷、同业负债和权益资金，以零售融资和批发融资为主，少有二级市场。

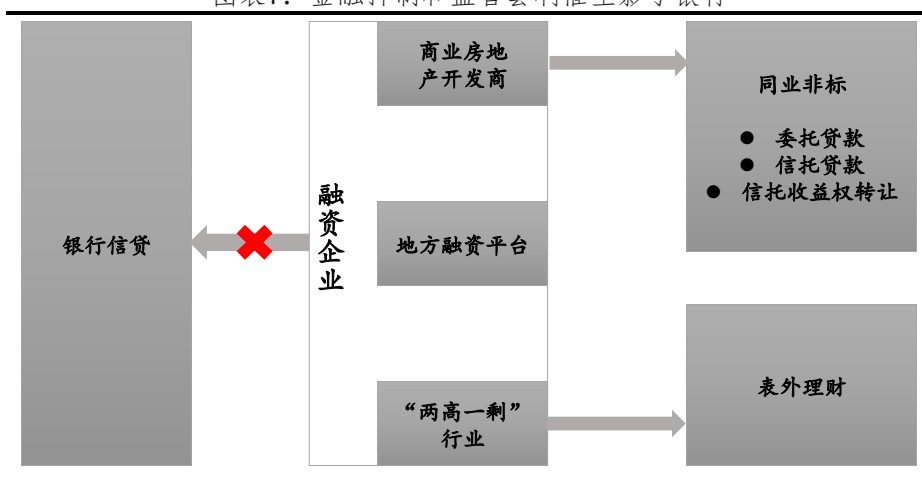
图表6：中国影子银行运行机制



资料来源：恒大研究院

金融抑制和监管套利是中国影子银行发展的主要原因。其一，从制度角度，银行收益与授信风险不对称，增加了套利空间，催生了影子银行业务；其二，从商业银行角度，监管机构为降低商业银行金融风险，对商业银行的资本充足率、存贷比都有明确的限制，并设置贷款限额等监管指标，商业银行为绕开监管并提高收益，探索创新金融工具业务模式，开展信托贷款、委托贷款等影子银行业务；其三，从监管与实体经济角度，一方面，信贷规模监管趋严，2011 年央行开始实施合意贷款约束机制，控制投放贷款节奏和规模，银监会主导开始控制“月度信贷规模”，导致部分银行信贷额度紧张，另一方面，信贷投向监管趋严，2010 年国务院 19 号文要求提高融资平台公司贷款的风险权重，银监会 39 号文严控新增平台贷款，“国十一条”要求银行加强房地产信贷风险管理，严禁对不符合信贷政策规定的房地产开发企业或开发项目发放房地产开发贷款，至此，地方融资平台和房地产领域的贷款受到严监管，民企、中小企业融资难度加大，不得不从商业银行之外的途径来满足日益强烈的融资需求。

图表7：金融抑制和监管套利催生影子银行



资料来源：恒大研究院

3 中国影子银行资金来源与资金运用

3.1 资金来源：同业负债、表外理财、权益资金

影子银行的核心功能是从事常规信贷以外的信贷发放活动。中国影子银行并不存在信贷收支表和资产负债表，我们可以从资金来源和资

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12328

