



穿越迷雾：看清影子银行对流动性的影响

——从流动性变量看债之基础篇

作为流动性看债基础系列的补充，本篇报告将把目光从商业银行的传统业务向外延伸，着重向大家介绍以影子银行为代表的新型信用派生路径，希望能够为读者梳理出较为清晰的体系。本文将聚焦四个核心问题：除传统信用派生渠道以外，以影子银行为代表的新型渠道是如何派生信用货币的？在发展过程中，影子银行问题的核心是什么，会被如何解决？未来影子银行的发展会呈现什么态势？影子银行的变化会如何影响流动性和债券市场？

■ **扩展对货币信用创造渠道的认识：从传统到新型。**除贷款以外，银行还可以通过其他传统渠道（购买外汇、购买债券）和新型渠道（同业业务、影子银行）来创造信用货币。

■ **影子银行的症结。**按照信用行为机制不同来划分，可以将影子银行划分为“依附于银行开展的‘类贷款’业务”和“传统影子银行”。影子银行有助于填补企业融资缺口，但在发展的过程中也出现诸多问题，一方面，“类贷款”业务具备信用派生的能力，却游离在监管之外，宏观上影响货币政策调控、货币当局的监管；另一方面，银行表外理财业务的资金池模式增加了银行的微观风险，刚兑问题放大了系统性风险。

■ **影子银行的未来。**伴随着资管行业规范的纲领性文件出台，即资管新规及系列文件，影子银行的发展将被长期规范。对此，我们认为监管的政策逻辑主线是打破刚兑、堵监管套利，并且会长期坚持。监管治理影子银行背后是疏导和规范，只要合法经营，影子银行就能成为金融市场的有效部分。中短期来看，随着业务按照监管规定逐步调整，影子银行规模会有序压缩。在此过程中，监管边际上的放松只会体现在实际业务操作的细节上和时间限度上，这主要是考虑到宏观环境的变化，避免业务的调整和经济下行发生共振，对市场产生剧烈冲击。

■ **理解影子银行对流动性和债市的影响。**对于流动性的影响主要体现为，在银行间，影子银行快速扩张或加杠杆行为，一方面会加大银行间利率的波动，另一方面，央行如果无法准确掌握资金需求，就容易出现供给不足的情况，非银机构出现流动性风险的概率会大幅升高。在全社会，影子银行快速发展使得货币总量增加，并且难以被完全掌控，同时导致统计指标 M2 指导意义下降，和社融增速出现背离。对于债市的影响主要体现为（1）非标资产压缩，利好利率债；（2）信用利差分化态势或延续较长时间。

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所主管

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com



目录

1. 扩展对货币信用创造渠道的认识：从传统到新型	1
1.1 传统渠道：银行贷款、银行购买外汇和购买债券.....	1
1.2 新型渠道：同业业务和影子银行.....	2
2. 影子银行的症结与未来	5
2.1 区别影子银行中的“依附于银行开展的‘类贷款’业务”和“传统影子银行”.....	5
2.2 划分影子银行体系.....	5
2.3 影子银行的起源：填补企业融资缺口.....	6
2.4 影子银行问题的核心是什么？.....	6
2.5 监管补位，影子银行长期发展方向走向哪里？.....	8
3. 理解影子银行对流动性和债市的影响	9
3.1 对银行间流动性：加大资金利率的波动.....	9
3.2 对全社会流动性：M2 和社融的背离与同步.....	10
3.3. 对债券市场的影响：债券需求发生结构变化.....	12



图目录

图 1: 银行购买外汇时, 资产负债表扩张.....	1
图 2: 银行购买信用债时, 资产负债表扩张.....	2
图 3: 例: 银行同业代付业务中, 资产负债表的变化.....	2
图 4: 例: 银行买入返售业务中, 资产负债表的变化.....	2
图 5: 银行向非银融出资金时, 资产负债表扩张.....	3
图 6: 银行投资信托受益权时, 资产负债表扩张.....	3
图 7: 表内负债和资产出表时, 资产负债表的变化.....	4
图 8: 原理演示: 表内负债和资产转出表外能为银行进一步的资产扩张和创造信用货币腾挪空间 (注: 只做原理展示, 应区别于实际业务操作)	5
图 9: 影子银行的业务范围界定 (参考国办发【2013】107 号文)	6
图 10: 银行间交易对手分类.....	10
图 11: 从资产端看社会融资规模与 M2 的对照关系.....	12
图 12: M2 增速和社融增速的背离和合一	11

回顾第一篇从流动性变量看债基础系列报告（详情请见《如何理解流动性的“水”和“渠”》），我们曾梳理在现代信用货币体系下，中央银行和商业银行分别是如何创造基础货币和广义货币的。在创造广义货币环节，上一篇报告仅阐述了商业银行最主要的信用派生方式——银行贷款。实际上，除贷款以外，银行还可以通过其他传统渠道（购买外汇、购买债券）和新型渠道（同业业务、影子银行）来创造信用货币。以往，贷款和外汇占款是货币创造的两大主要渠道，运用这两个因素便可较为准确地预测货币增速，但近年来，商业银行同业业务和影子银行业务的快速增长，对货币供给产生了明显影响。因此，作为流动性看债基础系列的补充，本篇报告将把目光从商业银行的传统业务向外延伸，着重向大家介绍以影子银行为代表的新型信用派生路径，希望能够为读者梳理出较为清晰的体系。

本文将聚焦四个核心问题：除传统信用派生渠道以外，以影子银行为代表的新型渠道是如何派生信用货币的？在发展过程中，影子银行问题的核心是什么，会被如何解决？未来影子银行的发展会呈现什么态势？影子银行的变化会如何影响流动性和债券市场？

1. 扩展对货币信用创造渠道的认识：从传统到新型

1.1 传统渠道：银行贷款、银行购买外汇和购买债券

传统信用派生渠道包括银行贷款、购买外汇和购买债券，银行贷款的方式已于上一篇报告做过介绍，下文不再重复，具体来看其它两种方式：

（1）银行购买外汇

银行通过购买外汇的形式可以创造信用货币。例如，当银行购买外汇 100 元时，同时产生 100 元的存款货币，银行资产负债表扩张。

图 1：银行购买外汇时，资产负债表扩张

资产		负债	
现金100	向中央银行借款100	现金90	向中央银行借款100
总资产100	总负债100	存款准备金10	居民（企业）存款100
		外汇资产100	总负债200
		总资产200	

资料来源：Wind，招商银行研究院

（注：若假设法定存款准备金为 10%，则银行需要缴纳法定存款准备金 10 元（ $100 \times 10\%$ ），银行持有基础货币由 100 元减少至 90 元）

（2）银行购买债券

银行通过购买债券也能实现货币派生。例：当银行购买信用债 100 元时，同时产生负债方企业存款 100 元，银行资产负债表扩张。

图 2：银行购买信用债时，资产负债表扩张

资产		负债	
现金100		向中央银行借款100	
总资产100		总负债100	

➔

资产		负债	
现金90		向中央银行借款100	
存款准备金10			
信用债100		企业存款100	
总资产200		总负债200	

资料来源：Wind，招商银行研究院

（注：若假设法定存款准备金为 10%，则银行需要缴纳法定存款准备金 10 元（100*10%），银行持有基础货币由 100 元减少至 90 元）

1.2 新型渠道：同业业务和影子银行

新型渠道可以划分为同业渠道和影子银行，具体来看：

（1）同业渠道之银行与银行

在此过程中，银行与另一家银行合作，通过对方银行向企业提供资金，将本应记于贷款科目下的资产记在同业资产下，其中常见的三种操作方式是“买入返售银行承兑汇票”、“同业代付”、“买入返售信托收益权”。

图 3：例：银行同业代付业务中，资产负债表的变化

银行A		银行B	
资产	负债	资产	负债
同业拆出+100	企业存款+100	无变化	无变化
总资产+100	总负债+100		

资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：例：银行买入返售业务中，资产负债表的变化

银行A		银行B	
资产	负债	资产	负债
买入返售+100	企业存款+100	无变化	无变化
总资产+100	总负债+100		

资料来源：Wind，招商银行研究院

（2）同业渠道之银行和非银

银行通过“同业拆借”、“同业存放”和“买入返售”中的任何一种，向非银机构融出资金，同时，负债端会产生等额同业存放，银行资产负债表扩张。之后，非银机构再通过委托贷款等方式将这笔资金给到企业，满足企业信用扩张需求，最后同业存款转化为企业存款。

图 5：银行向非银融出资金时，资产负债表扩张

资产		负债	
现金90	法定存款准备金10	一般存款100	
总资产100		总负债100	



资产		负债	
现金90	法定存款准备金10	一般存款100	同业存放20
拆放同业20			
总资产120		总负债120	

资料来源：Wind，招商银行研究院

（3）影子银行之向非银机构提供类似贷款的融资

银行通过与非银机构合作，将本应记于贷款科目下的资产记入投资资产下，常见的模式是银信、银证、银基、银保和银资合作等。但这一类业务的本质是银行借助非银机构通道，以自有资金向实体部门发放贷款。

图 6：银行投资信托受益权时，资产负债表扩张

资产		负债	
信托受益权+100		企业存款+100	
总资产+100		总负债+100	

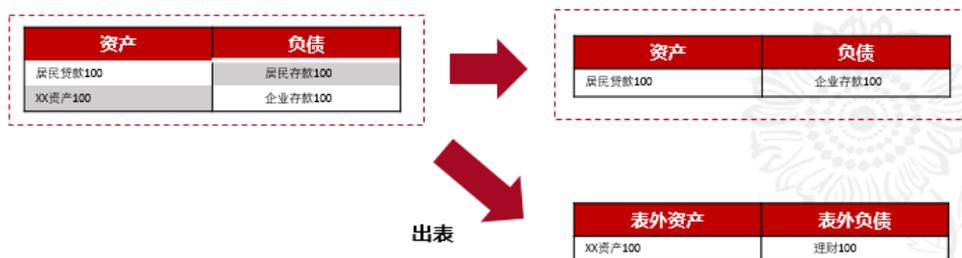
资料来源：Wind，招商银行研究院

（4）影子银行之银行表外理财：表内负债和资产转出表外

此前部分观点认为，投资者购买表外理财的资金会用于投资企业的金融资产，资金的流向是由理财产品投资者向融资企业转移。这一观点出现的问题是认为理财担任了信用中介的功能，但实际情况是表外理财产品并没有起到信用中介的作用。

银行负债端增加的企业存款源于资产方增加的“XX 资产”（多为债券和非标资产），企业的存款来源于银行的信用创造而非理财资金的转移。当投资者购买理财后，表内存款转移到表外，此时为了平衡资产负债表，等额的资产方“XX 资产”（多为债券和非标资产）也会被转移到表外，双方的连接通常以表外理财购买表内资产的方式来完成，表现出同步的关系，但实质上两者并不具备一一对应关系，资金的流向也不是由理财产品投资者转移到融资企业。

图 7：表内负债和资产出表时，资产负债表的变化



资料来源：Wind，招商银行研究院

需要明确的是，这一过程所涉及的信用创造可以分成两个部分，一是银行投资“XX 资产”时银行资产负债表的扩张，信用货币增加；二是表内负债和资产转出表外能够释放准备金，为银行再次创造信用货币腾挪了空间。最终的结果是表外融资增多，表内资产规模维持不变，总货币量增加。

如何理解表内资产规模可以维持不变的结果？因为当存款转移到表外以后，表内资产负债表缩小，表内存款变少，存款准备金少缴，超额存款准备金多增。但实际上，银行会马上再次进行信用创造，消耗多余的超额存款准备金，银行资产负债规模会先下降再上升，最后持平于前期水平。

例：为演示该原理，假设全社会只有一家银行，存款准备金率为 10%，负债端有基础货币 100 元，100 元居民存款和 100 元企业存款，总计 300 元；资产端有现金 80 元，法定存款准备金 20 元，个人贷款 100 元和信用债 100 元，总计 300 元。若个人存款中的 50 元买入表外理财，信用债被卖出 50 元至表外，由理财接入，则存款准备金下降 5 元，现金（超额存款准备金）增多 5 元，表内资产回落至 250 元，表外资产增加 50 元，总资产（表内+表外）共计 300 元。

由于现金增多，银行可以继续消耗多余超额存款准备金进行信用创造，在上述例子中，若银行仅消耗多增加的 5 元基础货币，则个人贷款多增 50 元至 150 元，存款多增 50 元至 150 元，总资产负债规模多增 50 元至 300 元，与前期保持一致，总资产（表内+表外）共计 350 元。

同理，如果在信用派生达到极限情况下，上述例子中的银行最多可放贷款规模为 900 元，派生出存款 900 元，表内资产负债规模共计 1100 元。当 50 元存款被转出成为表外理财，50 元信用债转出表外之后，可以释放 5 元基础货币，此时银行再次进行信用创造，最后个人贷款从 900 元变为 950 元，个人存款由 850 元变为 900 元，表内资产负债规模维持 1100 元不变，表外融资多出 50 元，表内加表外总规模为 1150 元。

图 8：原理演示：表内负债和资产转出表外能为银行进一步的资产扩张和创造信用货币腾挪空间（注：只做原理展示，应区别于实际业务操作）

1. 初始阶段		信用创造最大限度情况下	
资产	负债	资产	负债
现金80	向中央银行借款100	法定存款准备金100	向中央银行借款100
法定存款准备金20		个人存款900	个人存款900
个人贷款100	个人存款100	信用债100	企业存款100
信用债100	企业存款100		
总资产300	总负债300	总资产1100	总负债1100

2. 超额准备金增多，可派生更贷款		表外资产		表外负债	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
现金85	向中央银行借款100	信用债50	理财50	信用债50	理财50
法定存款准备金15		总资产50	总资产50	总资产50	总资产50
个人贷款100	个人存款50				
信用债50	企业存款100				
总资产250	总负债250				

资料来源：Wind，招商银行研究院

2. 影子银行的症结与未来

2.1 区别影子银行中的“依附于银行开展的‘类贷款’业务”和“传统影子银行”

对于影子银行的定义，由于理解角度不同，学者和机构的界定方式不同。按照最早期的定义（由 Paul McCulley 提出），影子银行是相对于传统银行而言的，本质上是指那些游离于传统商业银行体系之外的，从事与银行相类似的信用中介活动却不受监管或几乎不受监管的金融实体和金融活动。

按照信用行为机制不同来划分，可以将影子银行划分为“依附于银行开展的‘类贷款’业务”和“传统影子银行”。

依附于银行开展的“类贷款”业务是指非银机构担任银行的通道，把银行创造出的货币提供给企业，本质上是银行的“类贷款”业务，其货币创造机理与贷款相同。银行信用的扩张意味着货币的增加，可以影响金融总量。主

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_13451

