

影中探光

剖析中国影子银行

作者

沈联涛 (Andrew Sheng)

艾宏德 (Christian Edelmann)

盛海诺 (Cliff Sheng)

胡文静 (Jodie Hu)

目录

简介	2
1 正确看待中国金融体系	4
2 中国影子银行背后的驱动因素	8
3 中国影子银行的性质和风险程度	10
4 监管方案建议	23
5 对金融企业的影响	25
附录	28

简介

中国以相对赢家的姿态渡过了全球金融危机。过去几年，中国的 GDP 在强有力的信贷扩张推动下持续高速增长，领跑大多数国家。人民币具有足够的流通性及长期升值的普遍预期，正迅速成为国际公认的交易货币。尽管自 2007 年以来股票市场萎靡不振，但是中国的金融或房地产行业未出现基本层面的重估。与美国和南欧市场相比，中国的房地产价格表现坚挺。

然而，当经济开始减速时，“中国模式”再次受到质疑。外界尤其担忧经济发展的可持续性及其对信贷“推手”的依赖。最近，有观点指出中国的“雷曼时刻”即将来临，中国的影子银行可能成为下一轮全球金融危机的催化剂。

我们的观点有所不同。毫无疑问，中国的金融系统亟需改革。对此我们已在早前《2020 亚洲金融展望》一文中作出论述¹。但另一方面，我们认为中国金融体系在总体上，尤其在影子银行这一领域备受误解。因此，本文旨在“影中探光”，对中国影子银行进行剖析。

第一部分旨在引导读者正确看待中国金融体系。在我们看来，当前影子银行的风险仍然可控，但应当给予密切关注，避免经济减速时相关风险的蔓延扩散。在扣除全部负债后，中国的主权资产负债表仍显示有 87 万亿人民币的净资产盈余（占 GDP 的 184%）。我们还发现，在大部分讨论中企业债务占 GDP 的比重被夸大，因为该比例并未考虑中国企业所持的巨量存款。最后，中国是世界其他国家的净债权国，任何出现的债务问题均属于国内范畴，不会直接产生全球系统性影响。

第二部分旨在分析中国影子银行背后的驱动因素。鉴于中国独特的银行监管制度，尤其是银行信贷限额监管及国内银行通过“滚动”短期贷款发展资产规模的普遍做法，影子银行在很大程度上成为银行提供表外信贷的主要手段。它的出现在一端满足了那些无法获得国有银行贷款的中小企业和个人消费者的信贷需求，在另一端通过财富管理产品的形式为投资者提供替代存款的投资产品。

1 奥纬咨询及经纶研究院：《2020 亚洲金融展望》（2013 年），详见：
<http://www.oliverwyman.com/insights/publications/2013/dec/asia-finance-2020.html#VMv--0go7Dc> 及
<http://www.funglobalinstitute.org/en/asia-finance-2020-framing-a-new-asian-financial-architecture/>

第三部分旨在根据中国国情界定影子银行并审视其潜在风险。首先，我们观察到传统的规模统计未能很好地解决双重甚至三重统计的问题。对此我们采取资金“来源”和“使用”的方法解决这些重复统计问题，从而确定中国影子银行总体规模为 31 万亿人民币。这一数字显著低于将各类影子银行相关产品简单汇总相加的计算结果，即大约 57 万亿人民币。其次，我们测试了多个情景下中国影子银行的不良贷款 (NPL) 比例。基于乐观和悲观情景，我们估算影子银行不良贷款率为 4% 至 16%。在比悲观情景更为糟糕的“灾难”情景中，我们估算影子银行不良贷款率会上升至 24%。即使在此类灾难情景下，这一数字“仅”为银行不良贷款估算总额的 6 倍。最后，基于不同产品与银行体系的联系，我们将影子银行分为三个层面，其风险向银行体系转移的比例各不相同。整体来看我们发现仅 22% 至 44% 的影子银行不良贷款会“转移”到正规银行体系。由此即使在“灾难”情景下，银行不良贷款率也仅上升大约 4.3%。

第四部分旨在探讨监管方案。我们研究了影子银行的监管方案，并向中国金融监管机构建议一个比较全面的短期行动方案，包括需要进一步提高透明度，需要加快实施存款保险制度（预计将于 2015 年实施），需要建立市场化的客户信用评级机构，并实施法律实体标识 (LEI) 制度。我们建议更为长期的举措包括需要重新设计和简化监管模式及降低对银行主导金融服务的依赖。最后，我们认为，中国需要解决的首要问题不是债务，而是股权：中国国有企业 (SOE) 以外的公司基本上缺乏股权融资，从而导致对债务的过度依赖。

第五部分旨在展示中国影子银行“信贷”和“风险”观点的另一面：革命性的数字化金融业务模式。中国是数字技术采用速度最快的市场，同时是一个快速增长的大型金融市场，拥有众多偏好新技术的年轻消费者。我们认为这一现象对中国现有金融机构及寻求在华增长机会的国际金融机构均具有战略意义；对后者而言，相对于将全球业务能力引入中国的传统模式，亦有机会将中国的创新业务输出至其本国市场。

关于影子银行，我们意识到这只是讨论的开始。我们希望通过本报告为政策制定者和金融机构决策者提供一个基本的参考。

1. 正确看待中国金融体系

要了解中国的影子银行，我们首先要将其放在整个中国经济和金融体系框架中。

2013年12月，中国社会科学院(CASS)首次发布了全面的《中国国家资产负债表2013》¹一书。过去，多数经济分析聚焦于流量，例如国民生产总值、贸易、投资或储蓄。相比之下，国家资产负债表能够显示某一时间点的存量。通过比较资金杠杆及其在国家资产负债表中的位置，我们可以对一个国家，尤其是其各行业经济的稳健或脆弱状态进行一个判断。

需要说明的是，编撰国家资产负债表本身具有难度，原因在于资产负债表在估值的时候应当使用账面数据、历史数据、还是市场数据值得商榷，同时在方法论、数据公布和覆盖面等方面也存在一系列问题。除了利用合理可靠的监管机构公布数据并对照其他数据（如金融机构的资产负债表和损益表）进行相互验证，大部分行业数据均基于样本调研。然而，相比具体数据，该报告揭示的整体趋势和相对比率更能揭示中国经济发展的背景、模式和关系。

采用这种方法，我们得出四个结论：

- 中国的国家资产负债表表明：扣除中央和地方政府全部负债后，政府部门净资产值仍为正值
- 中国家庭债务目前处于较低水平，不会发生大规模的房贷危机
- 对快速上升的企业债务占GDP比重的担忧被夸大，因为忽略了“存款抵押”这一中国的独特做法
- 中国是世界其他国家的净债权国，任何潜在的债务问题均属于国内范畴，不会直接产生全球系统性影响

首先，主权政府资产负债表仍然非常健康，净资产为87万亿人民币。其中33万亿人民币是对国有企业的净权益（李扬等，2013）²，这其中一大部分可用来帮助重组地方政府财政和国有企业债务。2011年，中国中央政府债务仅为GDP的16%（图1），远低于美国的80%和日本的226%（沈联涛，肖耿，2014）³。中国有充足的政策余地来进行债转股，以解决内部的债务问题。

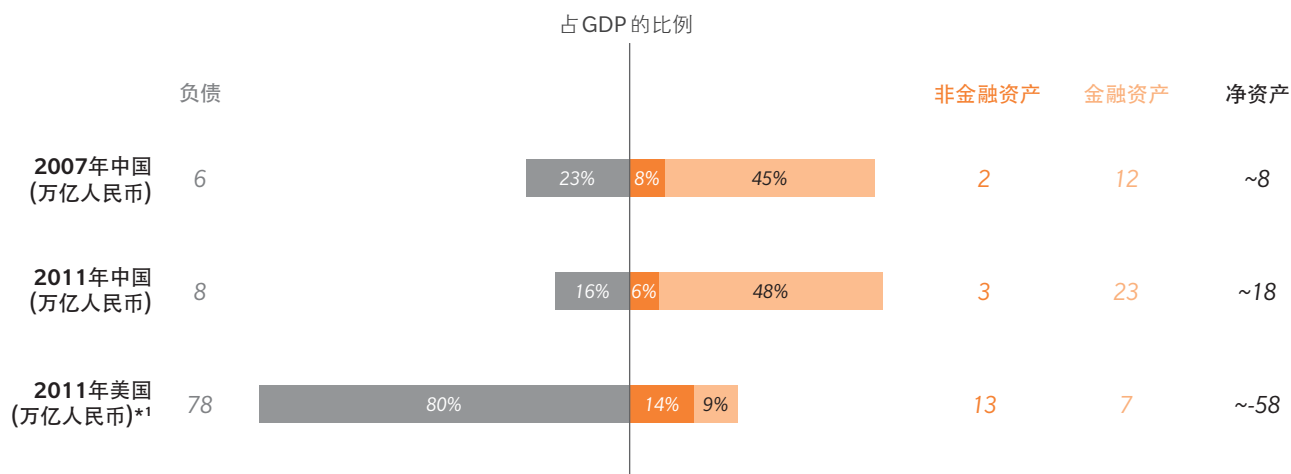
1 李扬等著，《中国国家资产负债表2013——理论、方法与风险评估》，中国社会科学出版社。其中主权资产负债表关于影子银行业务部分的英文版已由国际货币基金组织(IMF)出版。

2 李扬等著，“China's Sovereign Balance Sheet and Implications for Financial Stability”，中国通往金融稳定的道路：一些政策观点(IMF Press, 2013)。

3 《中国的次贷危机》，Project-Syndicate, 2014年7月28日。详见：<http://www.project-syndicate.org/commentary/andrew-shengand-geng-xiao-are-less-worried-about-the-volume-of-chinese-debt-than-they-are-about-the-allocation-of-credit/Chinese>

虽然过去几年地方政府债务显著上升，但其拥有的净资产仍占 GDP 的 129%。与其占 GDP 61% 的负债相比，地方政府拥有的总资产足以偿还快速增加的债务（图 2）。此外，中央政府最近通过立法增进中央与地方政府之间的收入共享，使地方政府能够发行市政债券。一些地方政府可能仍面临偿债问题，但总体偿付能力表明形势仍然稳定、可控。

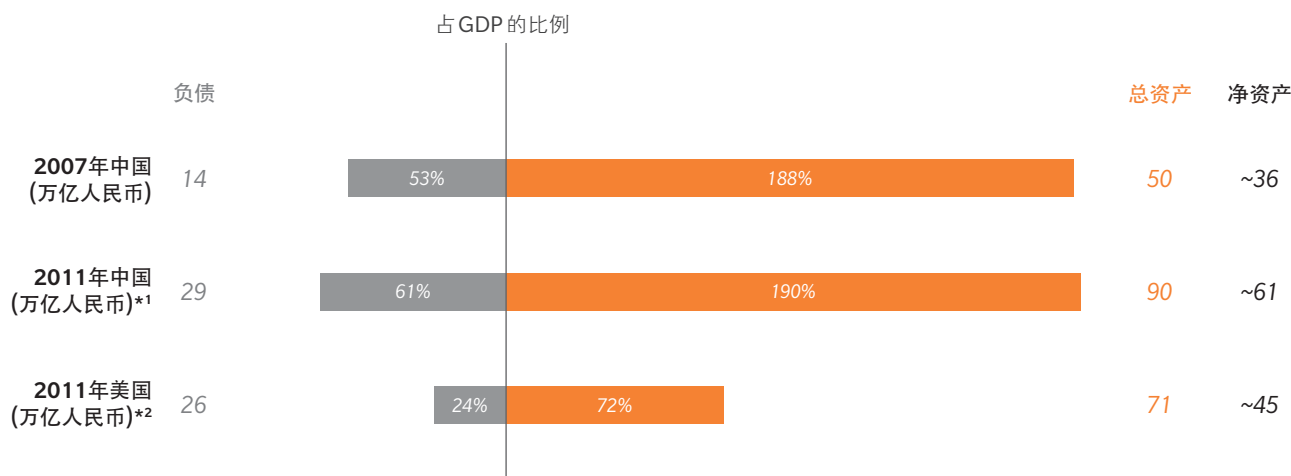
图 1: 中国——中央政府资产负债表



*1 经济学人智库 (Economist Intelligence Unit) 2011 年美元兑人民币汇率。

来源 中国社会科学院 (2013), 美联储 (2014), 经纶研究。

图 2: 中国——地方政府资产负债表



*1 包括或有隐性负债，占 GDP 的 21%。

*2 经济学人智库 (Economist Intelligence Unit) 2011 年美元兑人民币汇率。

来源 中国社会科学院 (2013), 美联储 (2014), 经纶研究。

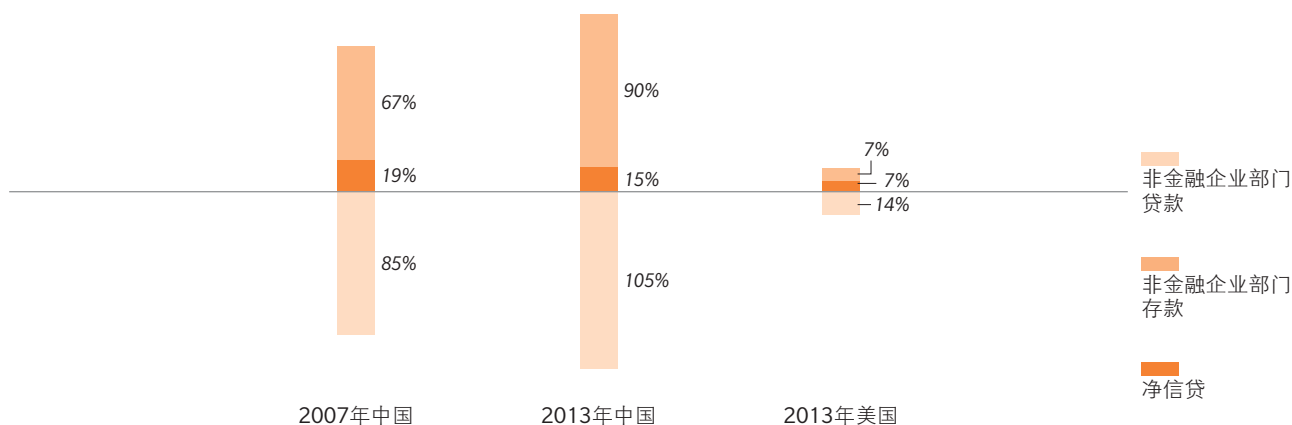
第二，我们观察到中国的家庭负债处于较低的水平。中国家庭总负债为 14 万亿人民币，占 GDP 的 29%，而美国为 13 万亿美元，占 GDP 的 87%。中国家庭负债在 149 万亿人民币净财富总额中占 9%，低于银行存款总额的一半。因此，与很多中等收入国家不同的是，中国家庭部门没有债务负担。

尤其值得指出，中国住房按揭贷款总量约 8 万亿人民币，相对于居民家庭住房自有产权估值 96 万亿人民币而言占比不足 10%。这是因为超过 80% 的城乡家庭已经有了自己的住宅，大部分为早期购买，购入价低于近年来上涨的房价 (Rothman 2014¹)。因此，即使个别家庭在房价剧烈下跌之际出现偿付问题，大规模不履约按揭贷款的风险还是非常小。在中国，次贷危机不是主要风险。

第三，我们发现中国企业持有大量存款。2013 年，存款总额为 51 万亿人民币，占 GDP 的 90%，相比之下，美国企业部门为 1 万亿美元，占 GDP 的 7% (图 3)。这一现象背后的部分原因是缺乏足够的可投资的金融产品，企业资产负债管理水平不高。同时也是由于国内银行基于企业存款放贷的特殊做法，即银行并非基于企业信用放贷，而是要求企业在取得贷款的同时立即进行存款。由于存款利率显著低于贷款利率，这种做法使银行能够扩大低成本存款的规模，从而挣到更高的利息。这种做法在银行放贷活动的同时扩大了存款基础，导致随着信贷扩张，资金供给以更快的速度增长。需要指出的是，监管机构已着手改变这种基于存款放贷的做法。

图 3: 中国——非金融企业贷款 / 存款占 GDP 比例

2007-2013



来源 中国人民银行 (PBOC)，美联储 (2014)，经纶研究。

1 Andy Rothman: 《理解中国的房地产市场》，发表于《Matthews Asia》，2014 年 9 月 9 日。详见：<http://matthewsasia.com/perspectives-on-asia/sinology/article-790/default.ts>

高存款率，加上对银行信贷的严格控制，迫使企业严重依赖于贸易信贷或企业间信贷。2011年，中国企业间负债为51万亿人民币，占GDP的109%（李扬等，2013¹），相比之下，短期和长期银行债务为39万亿人民币，占GDP的84%。对照美国，企业从银行系统借款8万亿美元，仅占GDP的52%，更多企业融资通过债券和市场票据等形式从资本市场直接获得。美国企业持有3万亿美元应付账款（企业间债务），相当于GDP的19%（美联储2014），约为中国的六分之一。

中国企业之所以依赖企业间信贷的主要原因有两个。首先，多数中国公司从制造业起家，而制造业传统依赖贸易融资提供短期无息贷款。其次，现金充裕的国有企业通常愿意借钱给客户，因为他们相信基于业务或供应链关系，他们对客户的信用风险有更好的了解。

第四，也是最后一点，我们必须指出中国是世界其他国家和地区的净债权国，债务问题均属于国内范畴，不会直接产生全球系统性影响，外国人受中国银行及影子银行负债影响甚微。2013年底，中国的国际投资头寸共计2万亿美元，占GDP的21%，外汇储备将近4万亿美元（国家外汇管理局2013）。相比之下，美国对世界其他国家和地区负债占其GDP的32%。尽管如此，佳兆业等最近发生的公司破产事件的确表明，中国金融体系并非与世隔绝，国内问题也会波及外国银行和投资者。

综上所述我们认为，虽然信贷规模快速增长，但中国经济总体并未过度负债。中国政府仍然有能力消化信贷风险，而且任何正在出现的债务问题仅仅是国内的。中国有充足的国内储蓄，以支撑中国企业通过债转股、重组以及增加资本市场股权融资等不具有系统负面影响的方式扩大股权基数（并降低其杠杆率）。

1 李扬等著，《中国国家资产负债表2013——理论、方法与风险评估》，中国社会科学出版社。

2. 中国影子银行背后的驱动因素

当前中国的金融体系存在诸多失衡，尤以三类失衡为甚：

- 融资方式失衡：过度依赖银行信贷
- 信贷投放失衡：中小企业 / 个人业务难以取得银行信贷
- 投资配置失衡：存款比重过大，缺少对股权市场的参与

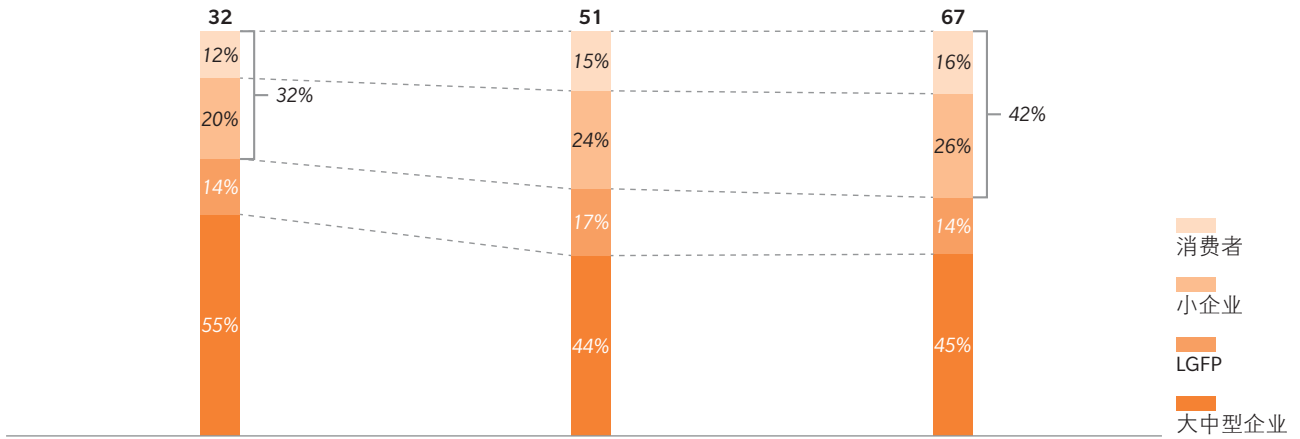
首先，我们需要提到奥纬发表过的《2020 亚洲金融展望》报告。我们在该报告中详细讨论了中国金融体系过度依赖银行信贷和资本市场不够发达的问题。由于大部分资金都在银行系统内部循环，导致金融体系内股权与债务出现结构性失衡。监管当局对银行信贷实行严格控制，包括年度信贷额度监管、资本充足率监管以及实行 75% 的存贷比以放缓信贷并控制内在风险。除这些规定外，考虑到资金成本，国内银行倾向于使用“滚动”短期贷款的做法发展资产规模。在这样的环境下，借款人由于无法得到或持续得到银行贷款，被推向非银行信贷市场。

其次，银行放贷明显倾向于国有企业 (SOE) 和大公司，而中小企业 (SME) 和个人业务很难获得银行信贷。在《2020 亚洲金融展望》中我们讨论了如下事实：99% 的中国公司属于中小企业，贡献了 70% 的就业、60% 的 GDP 及 50% 的税收，拥有 65% 的专利。然而，他们获得的银行贷款却不到 20%。

最新数据显示，截至 2012 年，平均而言，60% 的信贷发放给了大企业和地方政府融资平台 (LGFP)。虽然从 2007 年至 2012 年，发放给小企业的银行贷款增至三倍多，但这部分贷款仍仅占银行贷款总额约四分之一。

图 4: 中国——贷款余额细目

万亿人民币, 2008-2012



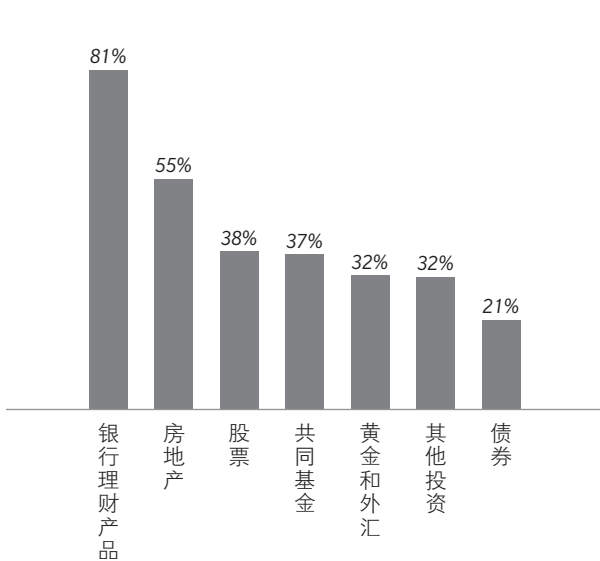
来源 摩根士丹利 2013 年 8 月 9 日发布的分析报告《中国去杠杆化——银行能否安然渡过金融风暴》，经纶研究，奥纬研究。

最后，中国的投资者资产配置严重受限，固定收益投资基本限于银行存款。存款受到监管（最近才刚开始初步的自由化），从而促使投资者寻求机会以实现实际投资为正值回报率。

图 5: 大众富裕投资者的类别和期限偏好

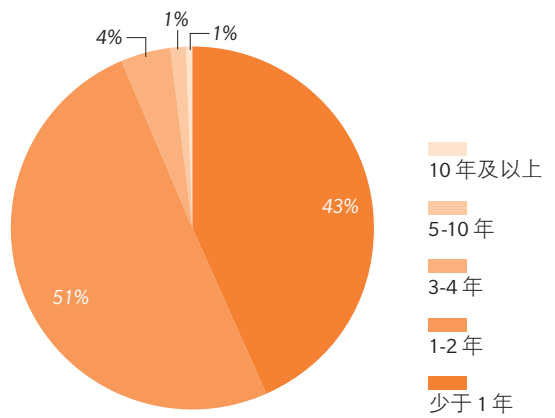
大众富裕阶层最喜欢的投资类别

2013年调查 (多选), %



首选投资期限

2013年调查, %



来源 福布斯，宜信，奥纬研究。

上述因素综合起来促成影子银行在融资端和投资端以替代的形式出现并发展。







随着经济减速的风险越来越大，中国政府和监管机构面临保持金融体系充足流动性的挑战，同时还要确保提供充足的信贷以维持经济增长。通过提高金融体系整体效率来降低前述各种失衡是解决这一难题的最有效途径。在此过程中，监管机构一直在不断调整对各类金融机构非银行信贷行为的监管，包括各种形式的影子银行。

3. 中国影子银行的性质和风险程度

在理解中国影子银行的风险之前，我们首先需要在中国国情下准确界定影子银行的性质与范围，并由此估算市场规模。

在 2013 年度报告中，金融稳定委员会 (FSB) 将影子银行界定为：“(完全或部分处于)正规银行体系之外的信贷中介实体和活动”。但我们观察到亚洲范围内不同监管机构对 FSB 的定义有不同的解释。

图 6: 部分亚洲司法管辖区采用的不同定义




国家 / 地区	关于影子银行定义的观点
澳大利亚 	OFI 不受审慎监管而进行信用中介活动
香港 	OFI 参与可造成严重的系统风险 (即这些机构主要进行期限 / 流动性转换, 且易遭挤兑), 而且这些风险无法通过监管或监督有效缓解的相关活动
中国 	在正规银行系统外参与信用中介活动并涉及流动性和信用转换, 可造成系统风险或监管套利的实体和活动
印度尼西亚 	OFI 参与期限转换、资金杠杆和信贷风险转移, 不受审慎监督和监管, 机构失职或陷入困境将造成系统风险的相关活动
菲律宾 	OFI 在正规银行系统之外提供信贷融通和融资, 因此不受银行同等水平的监管和监督要求的限制的相关活动
马来西亚 	OFI 转换期限和流动性, 造成杠杆过度, 导致监管套利风险上升的活动; 活动的性质、范围和规模与受监管金融机构存在关联

备注 OFI 指代其他金融机构。

来源 FSB “亚洲的影子银行”(2014 年 8 月), 奥纬研究。

这些解释可分为三种主要观点。

图 7: 关于影子银行的三种观点

观点	描述	司法管辖区示例
1 监管覆盖 ^{*1}	<ul style="list-style-type: none"> 影子银行的关键标准在于金融机构或产品是否已涵盖于传统监管系统中并得到良好监管 一种事后观点 	
2 信用中介	<ul style="list-style-type: none"> 影子银行被定义为所有银行以外的信用中介活动 影子银行最广义的范围 	
3 系统风险	<ul style="list-style-type: none"> 影子银行被定义为使银行部门面临系统风险的信用中介活动 一种基于风险本质的观点 影子银行的“系统风险”是指： <ul style="list-style-type: none"> 杠杆风险：过度杠杆可能放大顺周期性 期限和流动性错配：期限和流动性错配可能会使实体面临流动性和融资风险 监管套利：银行与非银行部门的关联导致信贷风险溢出 	

*1 虽然证监会 (CSRC) 在影子银行的定义上既提到“信用中介”又提到“系统风险”，但正式的 107 号文实际上采用了一种“监管覆盖面”观点，它按监管覆盖的不同程度定义影子银行。

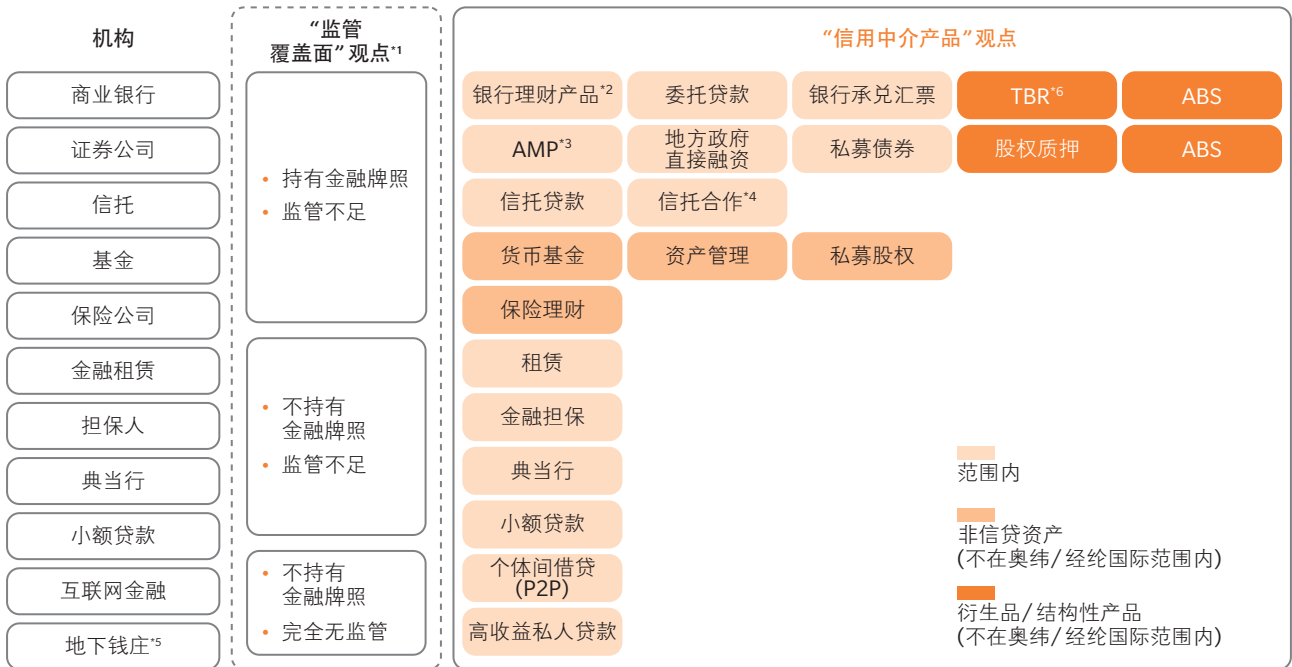
来源 FSB “亚洲的影子银行” (2014 年 8 月), “中国影子银行监管研究”, 国务院 107 号文, 奥纬研究。

基于中国实际情况，我们通过三个步骤对中国影子银行进行性质界定和规模估算：

- 第 1 步：产品界定
- 第 2 步：风险分层
- 第 3 步：重复剔除

对于厘定金融产品是否属于影子银行，我们认为最重要的标准是其是否涉及信贷中介，同时其信贷风险是否可能溢出并蔓延至银行。在我们的第一步中，对影子银行的定义仅包括图 8 中涉及信贷中介的产品。

图 8: 影子银行产品界定



*1 国务院 107 号文提出的“监管覆盖”观点。

*2 由非银机构发起，银行销售的理财产品。单纯由银行发起的财富管理产品不在影子银行范围内。

*3 资产管理产品。

*4 信托合作产品主要指事务管理。

*5 地下钱庄和第三方 WMP。

*6 TBR (信托收益权) 不在影子银行范围内，因为这种产品的基础资产与信托产品重复统计。

来源 各券商报告，国务院 107 号文，奥纬研究。

然后，按照产品业务模式与银行的关系，我们区分三个层次的影子银行。

图 9: 影子银行三个层次的定义

与银行的联系	层次	风险错配 ¹	说明
最高	1 银行表外融资 (OBSF) 层次		<ul style="list-style-type: none"> 由于受限于监管政策(如贷款额度限制、存贷比、资产充足要求、部分行业信贷投放控制), 银行通过“表外通道业务”方式满足信贷投放不足市场部分的信贷需求 主要风险来源于投资者的风险偏好与资产风险两者错配以及银行系统承担的“刚性兑付”(guaranteed return)² 责任
	2 增信层次		<ul style="list-style-type: none"> 增信机构为信用水平较低的客户 提供银行信用担保(间接参与), 或者为信用水平较低的客户发放贷款(直接参与), 从而帮助扩大放贷规模 第二个层次的潜在风险可能溢出并蔓延至银行系统, 因为借款人及增信机构同时违约时银行需承担损失
最低	3 非银行融资层次		<ul style="list-style-type: none"> 非银行机构通过直接或间接方式满足银行所不提供的信用需求缺口 从事影子银行业务的非银行机构包括金融租赁公司、典当行、小额贷款公司、P2P 等 第三个层次的影子银行活动的潜在风险很高, 但通常不会蔓延至银行体系, 对国家造成的系统性风险较小

○ 低风险错配
● 高风险错配

*1 资产负债间的期限错配和期望与实际信用风险间的错配。

*2 即使相应的借款人违约, 银行也须向投资者支付本金和利息。

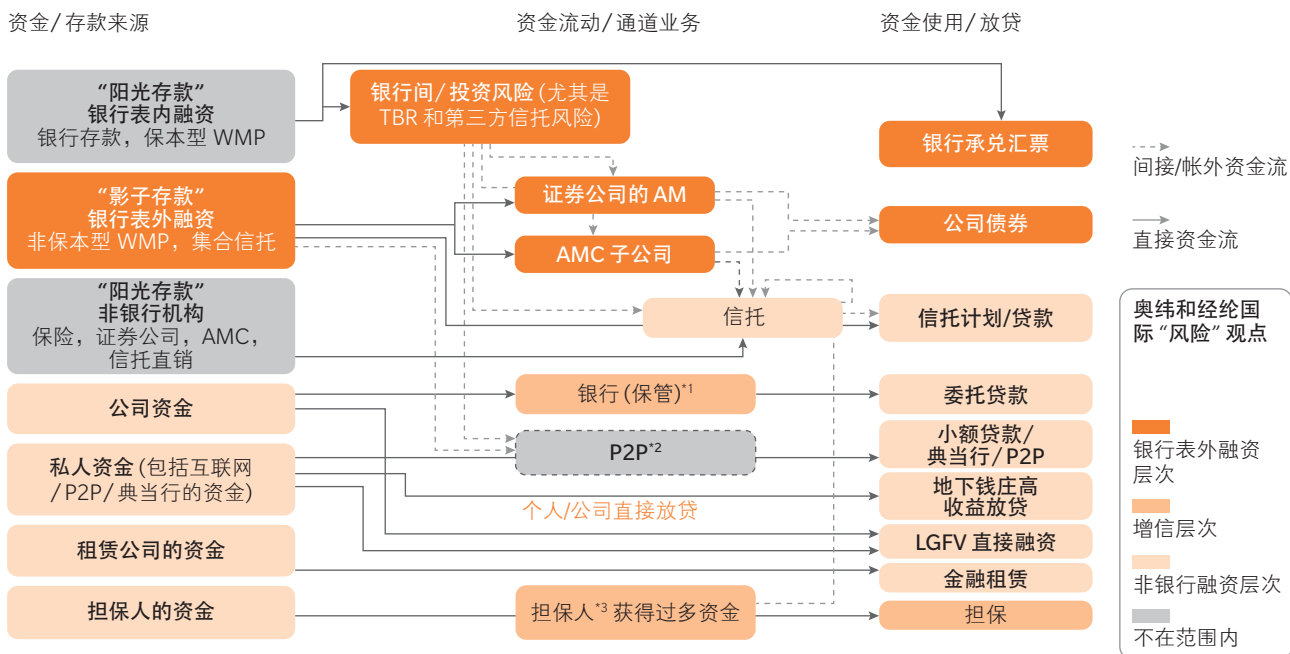
来源 专家访谈, 文献检索, 经纶研究, 奥纬研究。

下一步, 我们需要解决重复统计的问题。在确定影子银行市场规模时, 这一点通常被忽略。需要引起重视的是, 同一资金的“来源”和“使用”两个视角往往被重复统计。在某些情况下, 同一资金额外的“通道”或“流转”视角下形成的重复统计往往让事情变得更为复杂。

图 10 显示了来源、流通和使用这三个维度，同时按前述界定的三个风险层次进行归类。

我们剔除 7.9 万亿人民币 (图 11) 的重复计算部分后，估算 2013 年中国影子银行市场的规模约为 31 万亿人民币¹。

图 10: 中国影子银行系统资金流动图



*1 银行委托贷款产品实际上属于非银行放贷层次，因为银行不太可能“刚性兑付”。只有委托贷款作为 WMP 重新包装出售时，才能被视为类似于银行表外融资 (OBSF) 层次。但 2014 年银行有时也通过委托贷款产生新贷款，其导致的风险类似于银行表外融资 (OBSF) 层次的风险。

*2 P2P 竞争者作为银行向信贷要求未满足的 P2P 客户“输送”资金的新兴趋势。由于该业务仍处于起步阶段，奥纬和经纶国际尚未将 P2P 潜在的重复统计问题考虑在内 (即假定 P2P 的非重复统计率为 100%)。

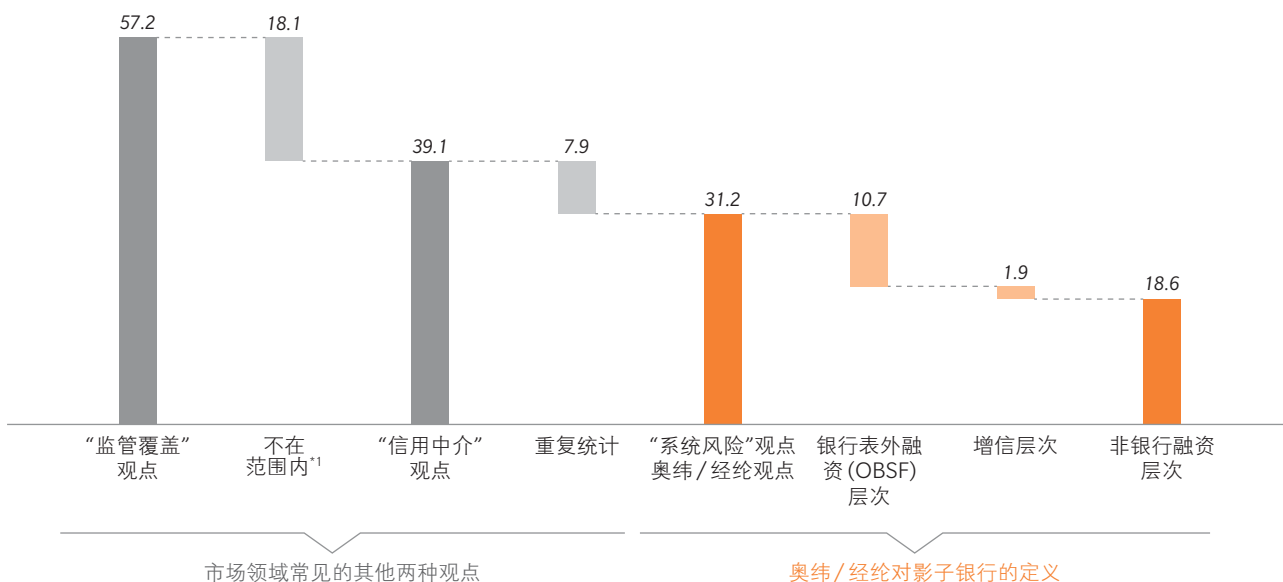
*3 根据《第一财经日报》文章 (2012 年 2 月 15 日)，北京 100 多家持有牌照的担保人，只有大约 20 家一直专注担保服务。其他担保人则更像是放贷人，将超额资金借给其他影子银行，如小额贷款/典当行/P2P、信托计划。

来源 专家访谈，Bernstein Research，新闻信息，奥纬研究。

1 详细的计算和方法论包含在附件和 FGI 将发布的一份关于影子银行的完整报告之中。

图 11: 2013 年影子银行资产规模

单位: 人民币万亿, 精确至0.1万亿



*1 非信用产品、衍生品及地下交易市场。“监管覆盖”观点不包括私募股权投资余额。

来源 中国经济数据库 (CEIC), 中国人民银行, 中国银监会 (CBRC), 中国商务部, 中国信托协会, 中国租赁协会, WIND, 全国审计署, 奥纬研究。

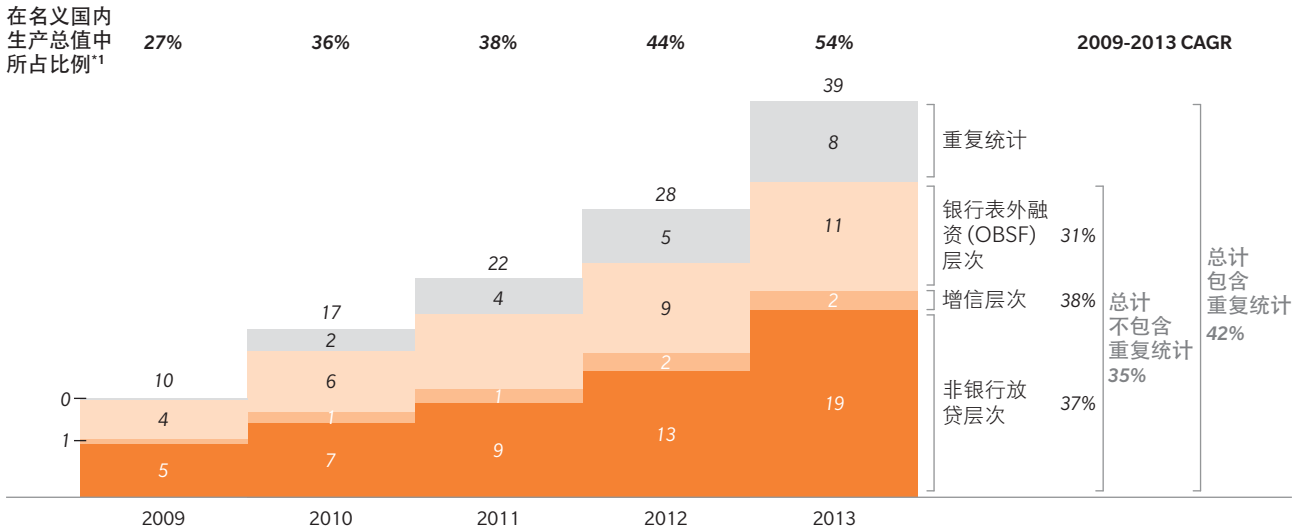
由此我们得出结论, 中国影子银行实际规模小于市场一般观点。在此结论之上, 我们进一步得出三个观点:

1. 虽然近年来影子银行在中国快速发展, 但与金融体系和 GDP 的总规模相比, 其总资产规模仍然处于中等水平
2. 影子银行对中国银行体系带来的不良贷款大体可控, 其给银行造成的直接或间接风险仍然相对较小
3. 虽然仍需进一步的行动, 中国监管机构已经逐步将影子银行纳入框架接受密切监控

我们将对上述观点逐一探讨。首先, 我们在图 12 中表明, 虽然近年中国影子银行快速增长, 但其总资产规模实际上仍然处于中等水平。

图 12: 经纶 / 奥纬定义下的中国影子银行

单位: 人民币万亿, 精确至 1 万亿



*1 由于缺乏数据, 2013 年之前年份的数字可能被低估。

来源 CEIC, 中国人民银行, 中国银监会 (CBRC), 中国商务部, 中国信托协会, 中国租赁协会, WIND, 分析师报告, 奥纬研究。

中国影子银行的快速增长可能已经拉响警报, 但其相对于 GDP 的规模仍然可控。尤其是与美国或英国等国家相比。据 FSB 估算, 这两个国家的影子银行分别占到 GDP 的 84% 和 177%。

第二，影子银行给中国银行体系造成的直接或间接风险仍然相对有限。最高的风险存在于银行表外融资 (OBSF) 层面。

图 13: 影子银行三个部分的风险评估

	银行表外融资 (OBSF) 层次	增信层次	非银行放贷层次
描述	<ul style="list-style-type: none"> 银行的表外贷款 (WMP、银行承兑汇票、证券公司的 AMP、信托公司) 	<ul style="list-style-type: none"> 旨在提供贷款的非银行增信 (担保) 	<ul style="list-style-type: none"> 非银行放贷
2013 年估算规模	~10.7 万亿人民币	~1.9 万亿人民币	~18.6 万亿人民币
主要风险	<ul style="list-style-type: none"> 以非标准信贷资产 (如信托贷款) 为投资目标的 WMP 和证券公司的 AMP 以银行承兑汇票为公司的支付和短期融资方式 	<ul style="list-style-type: none"> 不能直接通过传统银行放贷获得贷款的典型高风险公司/SME 	<ul style="list-style-type: none"> 不能直接通过传统银行放贷获得贷款的典型高风险 SME/ 小额贷款 (包括信托产品) 委托贷款: 有充足现金的公司向其他公司放贷
与银行的关联	<ul style="list-style-type: none"> WMP 风险——未计算在银行资产负债表之中 银行承兑汇票——或有负债在票据贴现前一直在银行资产负债表之外 市场上存在针对投资者的“隐性担保”，使银行处于风险，被迫承担部分损失 	<ul style="list-style-type: none"> 增信者 (如担保人) 未能代替违约公司还款时，银行就面临风险 	<ul style="list-style-type: none"> 通常风险不会蔓延至银行系统 只有当银行通过成立子公司或通道业务 (如成立 P2P 子公司、结构性产品，以便投资于典当行、购买小微企业债券) 间接牵涉其中时，银行才须承担“隐性担保”
潜在风险向银行转移程度 (产品信息不准确, 错配, 缺乏风险管理)	高	中	低
	<ul style="list-style-type: none"> 向 LGFV 和房地产开发商发放的高风险贷款伪装成低风险的 WMP 和 AMP 银行缺乏针对第一个层次的风险管理，因为风险在表外 	<ul style="list-style-type: none"> 此层次的风险主要受当地政府监管 担保人可能破产，导致风险蔓延至银行系统 	<ul style="list-style-type: none"> 虽然该行业具有高风险性质，但该行受 CSRC^{*1} 或 MOC^{*2} 监管。

*1 中国证券监督管理委员会。

*2 商务部。

来源 中国人民银行，专家访谈，奥纬研究，Bernstein Research。

为了分析影子银行的风险，我们估算了不同情境下影子银行的不良贷款率。我们采用的方法简单介绍如下：

- 我们在全球范围内将银行与影子银行的利率水平进行了比较，然后选取韩国这一与中国最具可比性的市场 (参见图 14) 进行对比研究
- 对比中韩银行及影子银行间利率差异及其与借款方信用等级的关系，我们“下调”了中国影子银行借款方相对银行同类客户的信用等级，籍此得出预期不良贷款率
- 我们设计了不同情景进行预测及估算

估算不良贷款是一项非常艰巨的任务。在某种程度上，我们使用的方法本质上是单纯“线性”的，因而可能会低估其在金融体系中的“蔓延”效应。但我们认为它对于讨论影子银行的风险是一个良好的起点。

中国影子银行主要产品词汇表

产品	定义	描述
银行理财产品 (WMP)	银行推出向其零售和机构客户出售的投资产品	<ul style="list-style-type: none"> • 往往聚合短期资金投资于较长期限资产 • 理论上说，银行是这些产品的管理人，风险由投资者承担 • 银行可能因声誉风险而刚性兑付
委托贷款	由代理行（受托人）组织的借款人与放款人（委托人）之间的贷款，放款人可以是政府部门、企事业单位或个人	<ul style="list-style-type: none"> • 中国企业间信贷的主要模式之一，因为中国禁止商业企业之间直接借贷 • 受托人不承担任何信贷风险，仅负责收取本金和利息并收取手续费 • 不包含在银行资产负债表中
银行承兑汇票 (BAN)	公司基于其在商业银行的存款开具、由商业银行担保的短期债务票据	<ul style="list-style-type: none"> • 银行客户基于其在银行的存款开具的一种短期信贷，以便在未来某一时间点支付 • 承兑后即为银行的无条件负债 • 在中国作为一种影子货币“被操作”，使得存款不足的银行得以购买存款，并推动向更高收益、高风险行业的投资 • 银行的主要风险，因其负责在出票人违约时为持票人承兑
定向资产管理产品	由证券公司向银行提供，是银行通过证券公司向借款人“输送资金”的一种渠道	<ul style="list-style-type: none"> • 银行资金委托给证券公司，继而重新包装成一种投资产品 • 这些资金可能用于购买银行被禁止直接购买的信托产品 • 在此情形下，银行本质上在发放表外贷款
信托贷款	信托公司通过不同的信托产品从投资者筹资，投于贷款或证券	<ul style="list-style-type: none"> • 信托融资的主要方式，期限通常为两年，在中国庞大的影子银行中所占份额最大 • 通常要求投资者是能够达到最低财富标准（数百万人民币资产）和最低投资规模（通常为 1 百万人民币）的高净值个人或公司 • 信托贷款对中国经济至关重要，经常被用于为基础设施项目或房地产开发提供资金，银行可通过这种通道将资产从资产负债表中移出
信托合作	信托公司可以从银行和证券公司筹集资金，形成资金“通道”业务，即“信托合作”	<ul style="list-style-type: none"> • 作为银信合作的一部分，银行将一系列贷款出售给另一家银行，该银行再出售给信托公司，然后信托公司将贷款打包后交由原始贷款银行出售打包贷款

来源 银监会，文献检索，奥纬咨询。

估算影子银行不良贷款规模的方法

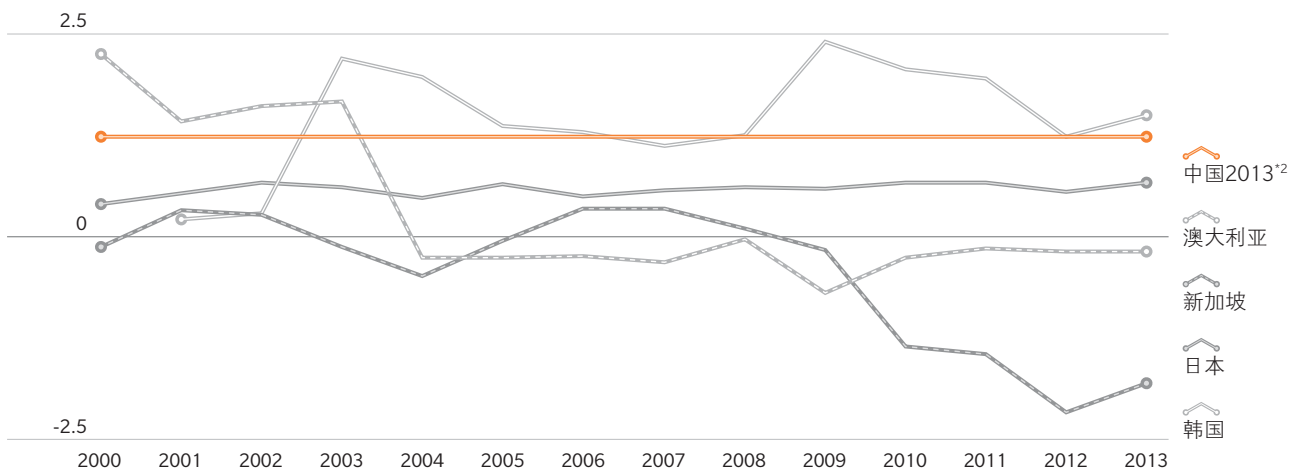
我们的估算方法具有四个特点：

- **以信用评级为指标。**我们使用信用评级作为信用资产质量的指标，从而估算不良贷款率。为了对影子银行资产/债权人进行信用评级，我们以影子银行之于中国的风险相对于其对其他亚洲国家的风险为基准。我们发现韩国与中国在这方面尤为相似，因为两国的银行和非银行（即影子银行）融资的利率差基本相同。韩国影子银行风险的信用评级比银行相关风险平均低三个等级。因此，假定在乐观情景下，与相关银行风险相比，影子银行信用评级应该“下调”三个等级
- **以行业为细分。**不同行业信用资产质量的差异导致各个行业风险不尽相同。我们按行业对影子银行资产进行细分，根据相应的不良贷款率和银行对该行业的信用评级估算影子银行的信用评级
- **基于不同情景。**按情景下调等级，并考量部分特殊行业的信贷资产质量快速恶化的可能性。我们设计了代表中国信贷市场不同风险前景的四种情景，针对每种情景相应下调信用评级，并计算每种情景下的平均不良贷款率。例如，在基准及灾难情景下，我们假定所有行业的信用评级会分别下降四个及五个等级
- **分层考虑风险向银行体系“转移”。**在我们的三个风险层次（参见图 16）中，每个层次都具有不同的向银行系统转移的可能性。由此我们得出影子银行不良贷款向银行体系转移的比例

图 14: 银行与影子银行之间的利率差异

信贷质量的差距

银行放贷与非银行放贷之间的利率差异^{*1}



*1 非银行放贷的平均利率根据非银行金融机构贷款利率的所有可用数据计算得出。由于各国基础金融结构和数据存在差异，非银行贷款不具有相似的财务概念。

*2 影子银行在中国还处于起步阶段，因此新闻搜索中只显示 2013 年数据。

来源 CEIC，各国中央银行和各统计协会，新闻报道，奥纬研究。

根据基于信用评级变化的方法，我们认为中国影子银行的整体不良贷款率处于 4% 到 24% 之间。

图 15: 不同情景下估算不良贷款 (NPL) 率

按行业 发放的贷款 ^{*1}	银行 不良贷款 (万亿 人民币)	银行不良 贷款率	银行贷款 信用评级	影子银行 资产 比重 ^{*1}	影子银行敏感度 (信用评级 / 违约概率%)——下降等级数			
					乐观情景 3 个等级	基准情景 4 个等级	悲观情景 4-5 个等级	灾难 5 个等级
制造业	215.0	1.79%	BB	20%	B/8.0%	B-/19.6%	CCC-C/48.4%	CCC-C/48.4%
批发零售业	170.0	2.16%	BB	25%	B/8.0%	B-/19.6%	B-/19.6%	CCC-C/48.4%
地方政府融资平台	0.79 ^{*2}	0.32%	BBB+	12%	BB+/1.1%	BB/1.5%	BB-/2.3%	BB-/2.3%
房地产业	21.4	0.48%	BBB+	18%	BB+/1.1%	BB/1.5%	BB-/2.3%	BB-/2.3%
采矿业	4.9	0.31%	BBB+	7%	BB+/1.1%	BB/1.5%	BB-/2.3%	BB-/2.3%
运输 / 仓储 / 邮政业	32.4	0.68%	BBB	2%	BB/1.5%	BB-/2.3%	BB-/2.3%	B+/3.9%
电力 / 天然气 / 水务行业	13.7	0.51%	BBB	2%	BB/1.5%	BB-/2.3%	BB-/2.3%	B+/3.9%
建筑业	12.9	0.50%	BBB	3%	BB/1.5%	BB-/2.3%	BB-/2.3%	B+/3.9%
租赁和商务行业	7.8	0.29%	A-	0%	BBB-/0.8%	BB+/1.1%	BB+/1.1%	BB/1.5%
公用事业	2.2	0.11%	A	0%	BBB-/0.5%	BBB-/0.8%	BBB-/0.8%	BB+/1.1%
农业, 林业畜牧业 和渔业	26.4	2.27%	BB	0.34%	B/8.0%	B-/19.6%	B-/19.6%	CCC-C/48.4%
其他行业	2.3	0.89%	BBB-	10%	BB-/2.3%	B+/3.9%	B+/3.9%	B/8.0%
总计				100%	4.4%	10.0%	16.1%	23.9%

■ 部分行业下调多一等级^{*3}

*1 特定行业影子银行总资产在影子银行总资产中的比例。

*2 LGFV 银行不良贷款规模是中国人民银行部分类别不良贷款的总和, 包括居民和其他服务、教育、医疗、社会保障和福利、文化、体育和娱乐、公共管理和社会组织; LGFV 银行贷款信用评级是根据 2013 年中国银行业整体不良贷款率水平 ~1% 反向推算得出。

*3 与其他行业相比, 产能过剩或受政策限制的行业的信贷质量恶化速度更快。

来源 摩根士丹利 2013 年 9 月 3 日分析报告: “中国去杠杆化: 浅 U 型、深 U 型, 还是 W 型?”, 中国人民银行, 经纶研究, 奥纬研究。

在分析风险的最后一步中, 我们估算 22% 到 44% 的影子银行不良贷款会“转移”到银行体系。这一数字是综合三个风险层次的平均水平, 详见图 16。我们的假设基于行业专家访谈及对各类可能的损失分布的分析:

- 银行表外融资 (OBSF) 层面, 我们假定银行会“刚性兑付”并承担最多高达 100% 的损失。多数情形下部分损失可以避免, 从而导致 60% 到 100% 的风险向银行转移
- 增信层面, 只有当借款人和金融担保公司同时违约, 银行才会遭受损失。我们估算这些损失中的 20% 到 60% 会转移到银行系统
- 非银行融资层面, 银行主要通过非银行放贷公司 / 平台的股权投资或者向其提供资金间接参与。在此情形下, 一旦借款人违约, 银行将受到很小部分的影响。损失总额中不到 10% 将会转移到银行系统

图 16: 影子银行不良贷款对正规银行系统的“可转移性”分析

	资产规模	可转移至银行体系的损失比重		可转移至银行体系的损失范围	
	万亿人民币	最低 %	最高 %	万亿人民币	万亿人民币
银行表外融资 (OBSF) 层次	10.7	60%	100%	6.4	10.7
增信层次	1.9	20%	60%	0.4	1.1
非银行放贷层次	18.6	0%	10%	-	1.9
总计	31.2			6.8	13.7
			加权平均值	~22%	~44%

来源 专家访谈，经纶研究，奥纬研究。

如果基于此框架计算不良贷款规模，并假定 44% 的影子银行不良贷款将被传递到银行体系，在最糟糕的灾难情景下中国银行不良贷款率将上升约 4.3%。图 17 展示了在不同情景下影子银行导致银行不良贷款率上升的幅度为 0.4% 至 4.3%。

图 17: 关于影子银行不良贷款对银行体系不良贷款率影响的情景分析

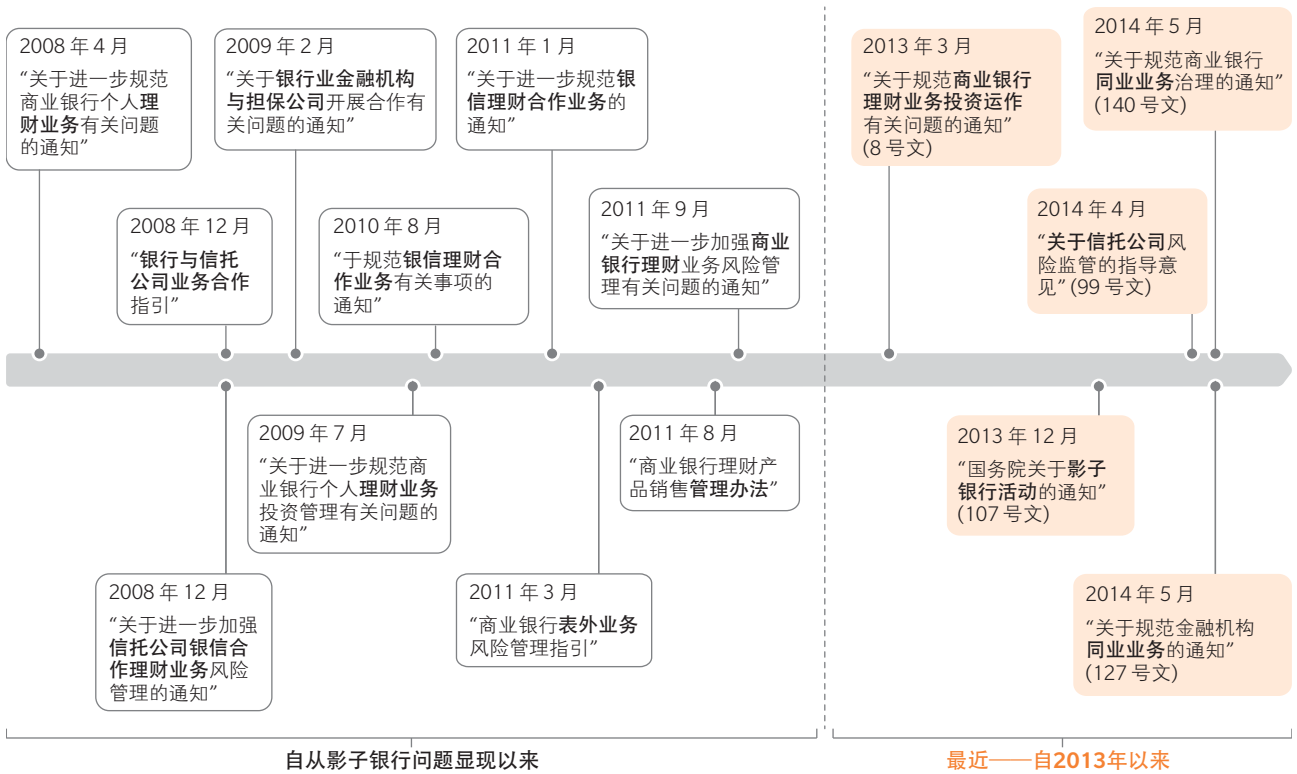
影子银行不良贷款率		影子银行不良贷款向银行体系的转移比例 ^{*1}		
		22.0%	33.0%	44.0%
乐观情景	4%	0.4%	0.6%	0.8%
基准情景	10%	0.9%	1.4%	1.8%
灾难情景	24%	2.2%	3.2%	4.3%

*1 (影子银行不良贷款总额 x 银行系统违约风险敞口) / 传统银行系统贷款总额。

来源 WIND, CEIC, 媒体报道, 奥纬研究。

针对中国影子银行风险，除估算不良贷款，我们还发现中国监管机构正在密切监控国内影子银行的发展。关于监管举措的概况详见图 18。

图 18: 近年部分主要影子银行法规摘要



来源 中国金融政策报告(2014), 中国人民银行, 中国银监会, 奥纬研究。

中国影子银行的三个风险层次分别有需要解决的显著问题和亟待缓解的风险, 包括银行表外融资(OBSF)层面投资者风险偏好与资产质量之间的严重风险错配、增信层面不同区域资本充足要求的差异性, 以及非银行融资层面全面监管框架的缺失。

因此毫无疑问, 大量监管相关的工作有待开展。这是下一节的焦点内容。

4. 监管方案建议

我们将本节分为三个部分：

- 监管影子银行的行动计划建议
- 更广泛的中国金融体系监管短期行动方案
- 关于长期监管议程的设想

针对影子银行的管理，我们力图从根本原因出发，根据所有三个层次的风险，制定相应的监管改革方案。

图 19: 主要问题 / 机会，以及监管影响

层面	主要问题	监管影响
银行表外融资 (OBSF) 层面	<ul style="list-style-type: none"> • 资金通道信息不透明，成为银行系统的“隐蔽雷区” • 大部分风险错配集中在银行表外融资 (OBSF) 层面 	<ul style="list-style-type: none"> • 重新构建监管体系，杜绝监管套利 <ul style="list-style-type: none"> - 防范风险错配和风险错标 - 将银行向影子银行的表外贷款“正规化” - 加强对银行相关影子银行产品的风险管理 • 在商业银行和非银行机构的影子业务之间设立信用“防火墙” <ul style="list-style-type: none"> - 禁止商业银行员工参与非银行影子银行业务 / 融资活动，防范执行风险 • 明晰风险责任，使银行系统免受因“刚性兑付”而遭受无限制溢出风险的蔓延
增信层面	<ul style="list-style-type: none"> • 由于其高风险属性而处于“违约前沿” • 对增信机构的监管相对宽松（受当地政府部门而非中国银监会监管） 	<ul style="list-style-type: none"> • 提升风险管理能力 <ul style="list-style-type: none"> - 如果增信机构参与放贷活动，对其资本金有相应的要求 - 对增信机构非法参与影子银行活动，提高监管和执行的力度 • 提高监管政策制定协调水平，最终促进行业整合
非银行融资层面	<ul style="list-style-type: none"> • 是对银行贷款的“健康”补充但是当前监督 / 管控非常有限 	<ul style="list-style-type: none"> • 增强非银行融资活动的信息透明度 <ul style="list-style-type: none"> - 着力建立完善的风险管理机制，促成信贷风险的合理定价 - 杜绝违规操作，降低道德风险 • 通过监管，优化完善非银行金融机构风险管理

来源 专家访谈，经纶研究，奥纬研究。

当我们以更广阔的视角审视中国金融体系时，短期监管行动方案应着眼于提高透明度和建立一个安全网。尤其是：

- 加快实施存款保险制度和银行重组 / 退出机制。这对消除影子银行不良贷款的潜在增势，以及有序解决影子银行破产问题是必要且紧迫的。同时这也有助于澄清公众对刚性兑付及隐性担保的误解，并降低国家需要“兜底”影子银行问题产品从而带来道德风险的可能性
- 实施 FSB 的法律实体标示 (LEI) 制度，明确“谁欠谁多少”，厘清影子银行与商业银行之间的风险责任。同时，建立财产登记制度将有助于明确产权
- 建立一个由非公经济参与、立足于市场的信用评级体系。推动金融消费者教育，加强中国的信用文化建设，使信用文化成为中国金融系统健康稳定的基石
- 继续有序推动金融自由化，减少监管套利现象

在此基础上，监管模式应重新设计并加以简化。我们尤其主张：

- 成立一个跨部门特别小组，梳理企业间借贷问题。加强信用问责，摒弃联合担保、联合信贷制度。这与解决实体经济长期投资项目融资的根本问题密切相关
- 通过立法等方式，明确监管当局的角色地位，加强跨部门合作，最大程度地缩小监管漏洞

更为长期的监管改革议程应重点关注：

- 培育资本 / 股市场、长期养老金和保险基金，减少长期融资需求对短期银行贷款的过度依赖。这将有助于解决期限错配和资本（债务 / 股权）结构性错配，并满足人口老龄化社会的保障需求
- 促进私募股权和股权基金的发展，向创新企业注入资本，减少其举债需求
- 加强对国有资产的管理，将国家的所有者角色与其促进竞争、提高效率的职能分离，以期带头创新，维持包容性持续增长
- 通过目前拟议的财政收入分享改革，借助长期地方政府债券市场的发展和次级抵押贷款市场的建立，控制并管理地方政府的房地产市场风险

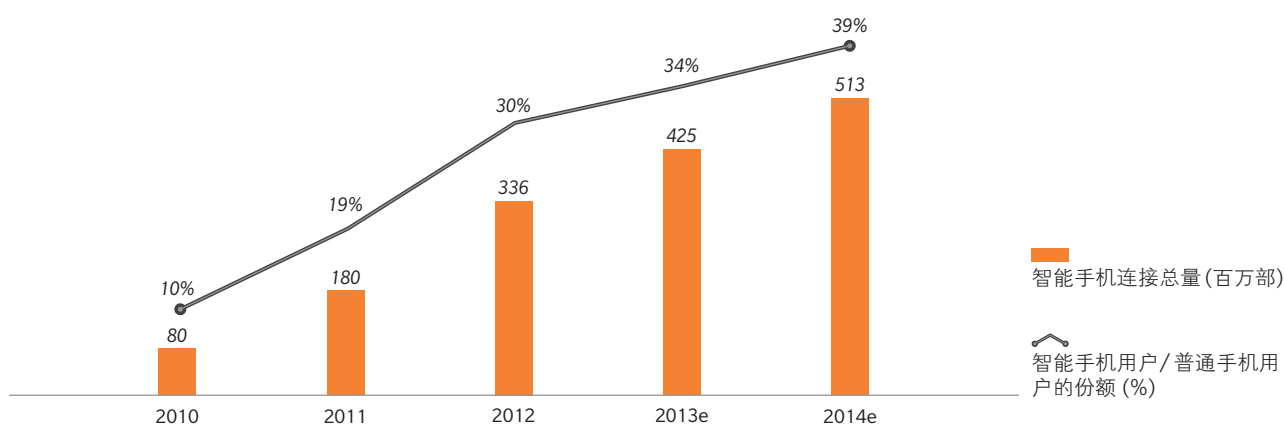
总之，中国影子银行问题仍然可控，但由于影子银行不良贷款问题升级具有传染效应，如何在其溢出前解决问题已凸现其紧迫性。当前的时机为解决中国经济和金融系统结构性失衡而寻找全面的制度和政策解决方案提供了机遇。中国经济正逐步进入面向中产的城市化生产消费模式。其特点是涉及面广、由技术推动、契合移动互联网，同时具有包容性和可持续生态发展性。新的政策制度解决方案将为金融系统满足不断变化的融资需求保驾护航。

5. 对金融企业的影响

本节，我们将讨论影子银行对金融企业（包括国内领先金融企业以及寻求在华增长的国外竞争者）的影响。可以看到，影子银行产品的分销渠道很大程度上通过新晋的数字化金融平台（如 P2P 或资产交易平台）提供。很多这样的平台盈利水平不佳，且管理团队经验不足。在很多情况下，我们看到的是相当松散的风险管理和控制。然而，我们看到并相信他们中的一些领先者存在潜力，有可能至少部分地颠覆传统银行的业务模式。这实际上是中国影子银行相对风险的“硬币另一面”。

作为分析数字化金融的背景，我们首先来了解中国客户的需求。在这一过程中我们首先观察到在移动互联基础设施方面，中国应用新技术的速度很快。

图 20: 智能手机在中国的使用

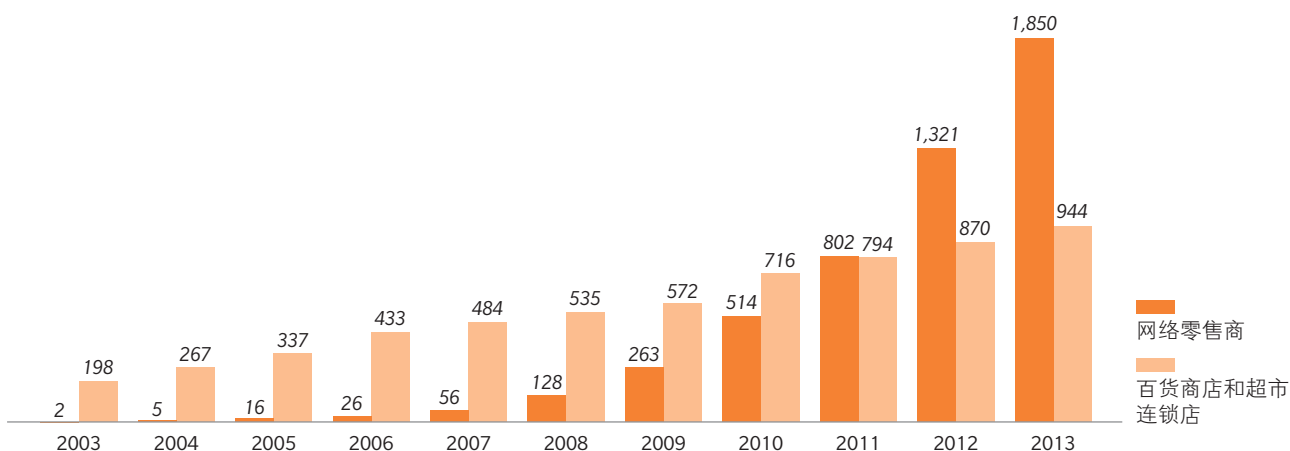


来源 Ovum, 奥纬研究。

其次，我们看到年轻、富裕、富有经验的个人投资者更青睐于便利、透明、信息量大的数字化投资/交易/融资平台。阿里巴巴、百度和腾讯等在线社交和电商菁英促成了个人投资者行为模式的发展。以电子商务销售额为例，仅仅不到十年中国电商销售规模已超过百货连锁店和连锁超市的总销量。

图 21: 在中国，网络零售销售额已超过百货连锁店和连锁超市

单位:十亿人民币



来源《中国贸易经济统计年鉴》，奥纬研究。

这一“互联网商业模式”的重要性不言而喻，一个明显的事实是许多领先的中国互联网企业的客户基础均已超过中国最大几家银行的客户数量。

这就意味着，鉴于客户对体验期待值的不断提高，与年轻、富有经验的城市人口打交道的金融服务提供者需要不断创新。

例如，除了互联网贷款平台，我们还看到网络金融资产交易平台的出现。这使得个人和机构投资者能够在更加透明更具流动性的市场上交易金融资产。受益于政府致力克服交易信息不对称的发展方向，以及当前中国各地区、客户群金融知识水平存在明显差异的事实，类似平台的发展速度很快，前景看好。

除产品/平台创新外，影子银行中正在涌现一批引领“大数据”技术潮流的竞争者。由于中国缺少高质量的中小企业及个人信用评级机构，如何在收集使用信息方面进行创新以支持商业目的显得尤为重要。我们曾对中国增长最快的一些 P2P 公司做过尽职调查，对其信用评分流程中的大规模创新感到震撼。

我们认为，这股创新潮流为当前中国金融机构以及正在中国市场寻求立足点的国际金融机构提供了明确的方向。

对于当前领先的金融企业，我们认为他们应当重点关注：

- 在更大程度上利用可获取的数据，以此加强信用文化建设
- 构建强大的存款产品设计及定价能力，顺应进一步利率自由化和资本账户开放
- 加强资产 / 负债管理能力，包括表内及表外要素
- 整合投资产品（横跨理财产品、开放式基金、经纪 / 资产交易、存款，并包括保险 / 养老金解决方案等各个部分）
- 针对中小企业 / 个人业务融资产品作出创新。当前国内所提供的产品大约仅占发达市场的所有产品的 10% 到 20%

上述能力建设很大程度上是一个“防御性”方案，前三点尤甚。但我们相信，这些能力将对成为中国金融行业未来的赢家具有决定性意义。

国际金融机构的关注重点则完全不同，主要因为他们中大多仍在致力于实现在华业务可持续盈利。以往，大部分外资银行均致力于批发银行业务，为其跨国企业提供服务。或发挥其全球产品专业技术，从事并购 (M&A) 银行业务和贸易金融。

展望未来，影子银行的出现为国际竞争者在快速增长的零售 / 中小企业信贷方面创造了机会。

有远见的企业已开始在新的环境下布局，如在银行外（如 P2P 平台、金融资产交易平台等）寻找投资机会。这些领域受到的股权投资监管同样较松，为外资实现更高的控股比例及管理影响力创造了机会。我们看到有些企业已做好准备，拟在中国（上海）自由贸易试验区 (SHFTZ) 成立机构，以帮助其全球投资客户将境外人民币注入具有更高收益的国内进行投资。在全球低收益环境中，这一业务模式将在投资服务机构中独树一帜。

更为重要的是，我们相信中国金融创新快速发展的形势将改变国际金融机构的思维定势：不仅要引入对中国重要的国际经验，还必须看到事情的另一面：如何将中国的创新业务模式输出至其本国市场。

附录

产品词汇表	
名称	定义 / 描述
银行理财产品	银行推出向其零售和机构客户出售的投资产品。
委托贷款	由代理行组织的借款人与放款人之间的贷款，放款人通常是企业或个人。
银行承兑汇票	公司开具、由商业银行担保的短期债务票据。
资产管理产品	证券公司向银行提供的“定向资产管理”产品，属于银行通过证券公司向借款人“输送资金”的一种形式。
地方政府直接融资	当地政府（或通过他们的融资工具 / 平台）直接向个人、公司和政府国债基金借款。
债券（中小企业）	中小企业私募债券，通常由证券公司发行。
信托贷款	信托公司通过出售各种信托产品向投资者筹资，这些资金然后被放贷给公司。
信托合作	信托公司从银行和证券公司筹集资金，构成被称为“信托合作”的资金“通道”业务。
租赁	承租人（用户）为使用某项资产而向出租人（所有人）付款。在中国，公司通常将资产出售给租赁公司，租赁公司向公司支付现金。然后租赁公司可以将资产返回租赁给公司。
金融担保	增信机构为信用水平较低的客户向银行借款提供担保（间接参与），从而带动银行放贷规模扩大。
典当行	以个人资产为担保，向个人 / SME 提供担保贷款的企业。
小额贷款	向个人 / SME 提供小规模贷款（大多为 300 万 - 500 万人民币或更低金额）。
互联网信贷（P2P）	网络直接融资，个人或公司不通过信贷中介金融机构从其他个人或公司借款。
高收益私人贷款	高收益贷款，通常直接发生于借款人与放款人之间，不涉及任何正规金融机构。

缩略词列表			
ABS	资产担保证券	MOC	商务部
AMP	资产管理产品	NBFI	非银行金融机构
CAR	资本充足要求	NPL	不良贷款
CBRC	中国银行业监督管理委员会	OBSF	表外融资
CSRC	中国证券监督管理委员会	OFI	其他金融机构
EAD	违约风险敞口	P2P	个体间借贷
FGI	经纶国际经济研究院	PBOC	中国人民银行
FSB	金融稳定委员会	PD	违约概率
LDR	存贷比	PE	私募股权
LEI	法律实体标识符	SHFTZ	中国（上海）自由贸易试验区
LGFP	地方政府融资平台	SME	中小企业
LGFV	地方政府融资工具	SOE	国有企业
MMF	货币市场基金	TBR	信托收益权
MNC	跨国公司	WMP	财富管理产品

影子银行规模细目		
业务 / 产品	规模单位：万亿人民币	
	2012 年底	2013 年底
委托贷款	5,806	8,786
银行承兑汇票	7,730	8,499
证券公司资产管理产品	144	587
地方政府直接融资 / 中小企业私募基金	1,161	1,264
信托产品 / 贷款	4,141	7,007
租赁	1,550	2,100
金融担保	2,170	2,532
典当行产品	71	87
小额贷款	592	819
互联网基金公司, P2P	6	12
民间借贷	416	750
表外银行理财产品	4,691	6,700
减：重复统计部分	5,377	7,920
总规模	23,100	31,222

奥纬咨询是全球领先的管理咨询公司，我们将深厚的行业知识与专业技能相结合，为客户提供战略、运营、风险管理和组织变革等课题领域的咨询服务。

更多信息，请发送电子邮件至info-FS@oliverwyman.com联系营销部门，或通过电话联系下列办事处：

中国	香港	亚太地区	欧洲、中东和非洲	美洲
+86 10 6533 4200	+852 2301 7500	+65 6510 9700	+44 20 7333 8333	+1 212 541 8100

www.oliverwyman.com

经纶国际经济研究院(FGI)是一家位于香港的独立智库；该研究院从亚洲视角就全球问题编撰并发布企业相关的研究。

更多信息，请发送电子邮件至fgicontact@fginstitute.org或致电+852 2300 2728联系FGI。

www.fungglobalinstitute.org

作者联系信息

沈联涛 (Andrew Sheng)

杰出研究员，经纶国际经济研究院

+852 2300 2728

andrewsheng@fginstitute.org

胡文静 (Jodie Hu)

研究分析师，经纶国际经济研究院

+852 2300 2754

jodiehu@fginstitute.org

艾宏德 (Christian Edelmann)

合伙人暨全球公司与机构银行业务部主管，奥纬咨询

+44 20 7333 8333

christian.edelmann@oliverwyman.com

盛海诺 (Cliff Sheng)

合伙人暨大中华区主管，奥纬咨询

+852 2301 7500

cliff.sheng@oliverwyman.com

版权所有 © 2015 奥纬咨询和经纶国际经济研究院保留所有权利。

未经奥纬咨询书面准许不得复制或发布本报告所有或部分内容，奥纬咨询对第三方的上述行为不承担任何责任。

本报告中的信息和观点均来自奥纬咨询。本报告不构成针对某家金融机构实施公司战略的定制化专业咨询意见。本报告并非投资建议，报告内容不应该作为相关专业投资意见的依据，也不应该将本报告作为专业会计、税务、法律或金融顾问意见的替代。奥纬咨询已尽力使用可靠的、最新的、完整的信息和分析，但奥纬咨询对所含信息不作任何明示或暗示的保证。奥纬咨询不承担更新报告中的信息或结论的责任。奥纬咨询对于因本报告内容、引用此处信息的任何报告或资料来源采取或放弃的任何行为而产生的损失，或者对任何后果性的、特殊的、相似的损害（即使得知该损害发生的可能性）不承担任何责任。未经奥纬咨询书面同意，不得出售本报告。