

台北外匯市場發展基金會

中國大陸影子銀行之研究

結案報告

計畫主持人：葉銀華

交通大學財務金融所 教授

計畫助理：沈宥安

交通大學資訊管理與財務金融學系 計畫助理

Aug., 2015

目錄

第一章	概述.....	1
一、	「影子銀行」的由來.....	1
二、	影子銀行的定義.....	2
	(一) FSB 影子銀行定義	2
	(二) 大陸國務院影子銀行的定義.....	3
三、	為什麼要研究大陸影子銀行.....	6
第二章	美國影子銀行.....	9
一、	美國影子銀行的興起.....	9
	(一) 1970 年以前：經濟大蕭條衝擊後的金融管制時期.....	9
	(二) 1970 年代中至 1980 年代初：動盪不安的金融環境.....	9
	(三) 1990 年代起：金融反中介化.....	10
	(四) 2008 金融海嘯：影子銀行的崩壞.....	11
二、	美國影子銀行運作模式.....	12
	(一) 信用批次分割(tranching).....	13
	(二) 影子銀行交易鏈中的資金流動.....	13
	(三) 影子銀行主要參與者.....	13
	(四) 美國影子銀行工具.....	14
三、	全球影子銀行規模.....	14
第三章	大陸影子銀行.....	17
一、	大陸影子銀行的興起.....	17
二、	大陸影子銀行特性.....	21
三、	大陸影子銀行業務運作模式與現況.....	24
	(一) 依資金流向分類的影子銀行.....	24

(二) 其他影子銀行型態.....	31
第四章 影子銀行對大陸的影響.....	44
一、 對總體流動性的影響.....	44
二、 大陸影子銀行的風險.....	46
(一) 金融機構期限錯配.....	46
(二) 保險業影子銀行投資規模大增.....	48
(三) 資產管理公司推升影子銀行風險.....	48
(四) 信用違約風險.....	49
(五) 企業投資供過於求.....	49
三、 大陸影子銀行之監理與規範.....	50
(一) 《關於規範金融機構同業業務的通知》(127 號文).....	50
(二) 《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(107 號文).....	52
四、 綜合評述.....	53
(一) 大陸經濟發展.....	53
(二) 大陸貨幣政策.....	56
(三) 地方政府融資平台.....	58
(四) 房地產市場.....	64
(五) 影子銀行與金融股指數.....	68
(六) 影子銀行與地產股指數.....	71
第五章 結論.....	72
一、 企業債違約事件的評析.....	72
二、 影子銀行風險綜和評述.....	73
附錄 全球相關監理與規範.....	79
一、 金融穩定委員會(FSB)簡介與其監管內容.....	79
二、 美國影子銀行監管規範.....	84

第一章 概述

一、「影子銀行」的由來

目前最常見資金籌措的管道包含：(1)非金融中介(直接金融)、(2)透過傳統銀行信用中介以及(3)透過影子銀行中介。所謂「直接金融」是指資金需求者直接向資金提供者融通；而傳統銀行信用中介則是銀行吸收客戶存款後，再將資金貸放給消費者及企業；影子銀行體系則是指傳統商業銀行體系外之市場基礎的信貸中介機構及活動。

1970 年代以前，傳統銀行擔任可貸資金來源與資金需求者之間的主要中介，進行期限轉換(Maturity Transformation)、流動性轉換(Liquidity Transformation)以及信用轉換(Credit Transformation)等重要活動。直到 1970 年代中期，金融創新和技術進步的影響產生了影子銀行體系。與傳統銀行信用中介相同，影子銀行可進行期限轉換、流動性轉換以及信用轉換等活動；不同的是，傳統銀行信用中介有存款保險及中央銀行作為後盾，影子銀行體系卻沒有政府部門提供明確的信用保證或流動性支援。

「影子銀行」此專有名詞是在美國次貸危機開始爆發後，2007 年 8 月前美國太平洋資產管理公司投資經理 Paul McCulley 於聯準會年度研討會正式提出此金融學概念。在 2008 年全球金融危機之前，投資銀行用表外業務的方式將次級貸款證券化，並用信用違約互換(credit default swap)來對沖風險。但最後風險積累爆發，投行損失慘重，雷曼兄弟也因此破產，造成了全球性金融危機，影子銀行問題才開始被正視，並引起關注。2011 年 4 月金融穩定理事會(FSB)明確將影子銀行定義為：「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」(含各類相關機構和業務活動)。另一方面，根據大陸人民銀行對「影子銀行」之定義則為：「在傳統金融體系外從事信貸、資金融通之業務」。

二、 影子銀行的定義

(一) FSB 影子銀行定義

全球金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)自 2011 年開始發布《全球影子銀行監控報告》，最新一份報告為 2014 年 10 月底公佈的《Global Shadow Banking Monitoring Report 2014》，其中 FSB 對「影子銀行」的定義可分為廣義及狹義。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之機構¹」，亦即「影子銀行」是指「行使著銀行功能，卻不受監管或少受監管的非銀行金融機構」，其中包含機構、工具以及產品，如：投資銀行(investment bank)、對沖基金(hedge fund)、私募股權基金(PE)、特殊目的機構(SPV)、信用違約交換(CDS)等；廣義影子銀行規模的估算被稱為 Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation (MUNFI)，是根據不包括保險公司、養老基金及公共金融機構的其他金融中介機構(Other Financial Intermediaries, OFIs)之資產來計算。FSB 每年會對影子銀行的狹義定義進行修正，以利於對影子銀行體系的監控更完善和準確，2014 年的狹義定義認為影子銀行是廣義影子銀行扣除(1)和信用中介沒有直接關聯的機構(例如：股權投資基金等)、(2)已經併入銀行集團的非銀行金融活動、(3)金融活動未展現出與影子銀行有關的風險(包括但不限於流動性轉換、期限轉換、槓桿等)之機構。

大陸與美國影子銀行的發展過程立基於不同的運行機制。歐美地區已開發國家的「影子銀行」之典型特徵是以資產證券化為核心的產品創新；但大陸的金融發展與金融市場成熟程度與美國存在大幅的差距，資產證券化規模微乎其微，金融衍生性商品也還處於初步發展階段。大陸式的「影子銀行」是以套利性融資為

¹ As in previous exercises, the primary focus of the monitoring is a “macro-mapping” based on balance sheet data of national financial accounts (hereafter Flow of Funds), that looks at all non-bank financial intermediation. This conservative estimate, referred to as the Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation (MUNFI), ensures that data gathering and surveillance cover the areas where shadow banking-related risks to the financial system might potentially arise.

核心的市場創新，大部分是在充當補充傳統銀行融資的角色，多屬於融資型金融機構。由於大陸有大量的中小企業，其融資需求無法從傳統金融管道滿足，使資金市場供需無法有效率對接，從而催生大量非傳統銀行機構及市場安排以規避金融法規限制，乃至於促使大陸「影子銀行」體系之獨特發展。²

(二) 大陸國務院影子銀行的定義

大陸人民銀行自 2011 年下半年開始公布「社會融資規模統計數據報告」。社會融資規模是全面反映金融與經濟關係，以及金融對實體經濟資金支持的總量指標，指一定期間內實體經濟從金融體系獲得的資金總額，主要包括人民幣貸款、外幣貸款、委託貸款、信託貸款、未貼現的銀行承兌匯票、非金融企業債券、非金融企業境內股票融資、保險公司賠償、投資性房地產和其他金融工具融資等十項指標。

而根據大陸國務院的定義，影子銀行為在傳統金融體系外從事信貸、資金融通之業務。2013 年 12 月大陸國務院公布《關於加強影子銀行業務有關問題的通知》(107 號文)，首次明確定義大陸「影子銀行」的概念、範圍以及監管責任分工。在 107 號文中，將大陸的影子銀行分為三類：(1)不持有金融牌照、完全無監督的信用中介機構，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。此將使影子銀行更為透明化，有利於監管機關對於影子銀行規模的計算，亦有助於其掌握整個金融體系之風險。³

由於大陸資產證券化市場發展程度不夠完全，若以資金流向來將大陸的影子銀行進行區分，可將影子銀行分為三類：(1)投資實體經濟類：影子銀行資金用

² 資料來源：王儷容，「影子銀行之過往與未來」，銀行公會會訊 83 期－影子銀行。

³ 2013 年 12 月，《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(107 號文)，大陸國務院。

於放貸予融資方，並投資於實體經濟；其運作方式大多倚賴金融機構所發行的影子銀行商品來完成借貸；(2)金融交易類：影子銀行資金用於資本市場的次級市場交易，許多金融機構透過此類影子銀行管道來規避監理機關的監管、改善監管指標及擴張信用；(3)槓桿放大類：影子銀行資金用於放大交易槓桿，商品包含利率衍生性商品、外匯衍生性商品、信用風險緩式工具等。

此三類影子銀行工具經常被交叉使用，造成影子銀行規模計算上的困難，而投資於實體經濟的第一類影子銀行是構成社會融資總量的重要項目，用以計算大陸影子銀行規模，較不易因交叉持有影子銀行工具產生重複計算問題，因此在本研究中，將把委託貸款、信託貸款、未貼現的銀行承兌匯票、非金融企業債券等四項納入影子銀行規模的計算。

下圖 1-1 呈現出大陸社會融資總量及本研究定義之影子銀行規模占社會融資總量之比，從 2011 年底至 2015 年 5 月底，大陸整體影子銀行規模逐年擴張，到 2015 年 5 月底占社會融資總量約 27.3%；特別注意的是，探究影子銀行各細項占比趨勢，可發現委託貸款、信託貸款及非金融企業債券所占比例皆有成長，未貼現銀行承兌匯票所占比例則從 6.62% 微降至 5.26%相對地，傳統銀行體系的人民幣與外幣貸款占社會融資總量的比例逐年縮減，從 2011 年年底占約 74.4% 降至 2015 年 5 月底的 70%。圖 1-2 則是本研究所定義之影子銀行自 2011 年年底以來的存量規模，自約 17 兆元人民幣成長至 2015 年 5 月底的 36.3 兆元人民幣。

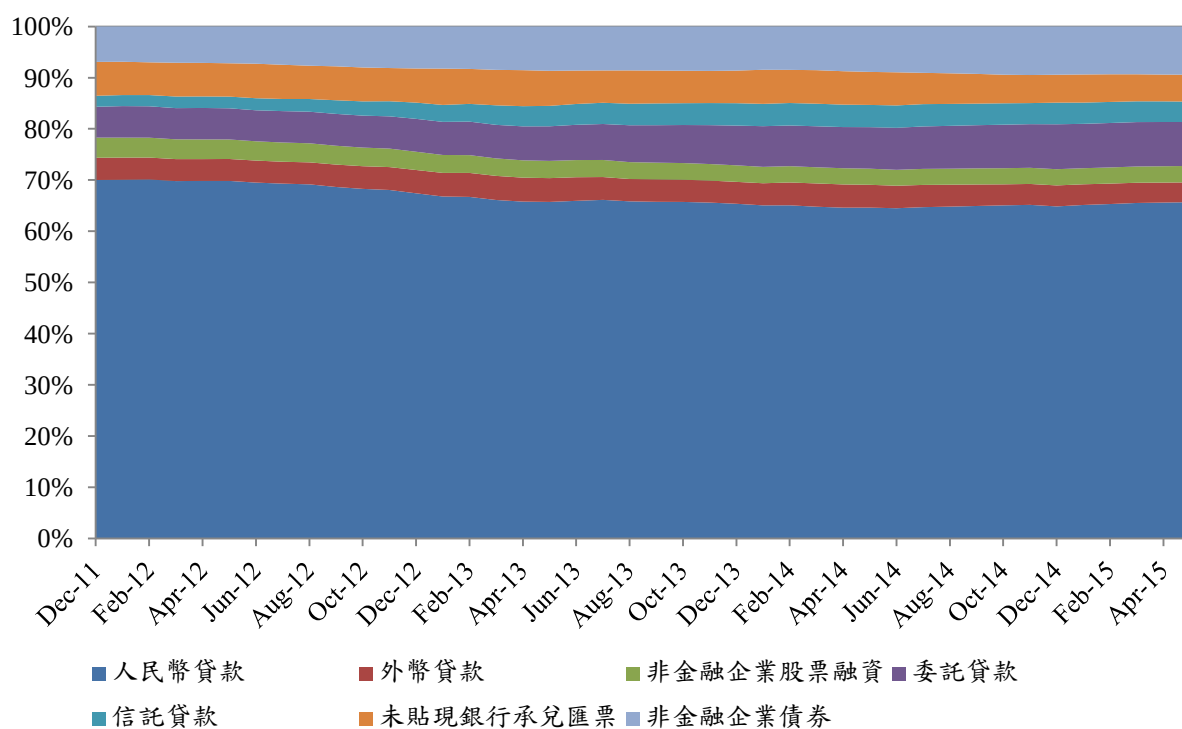


圖 1-1：大陸社會融資總量各項組成存量佔比

資料來源：大陸人民銀行

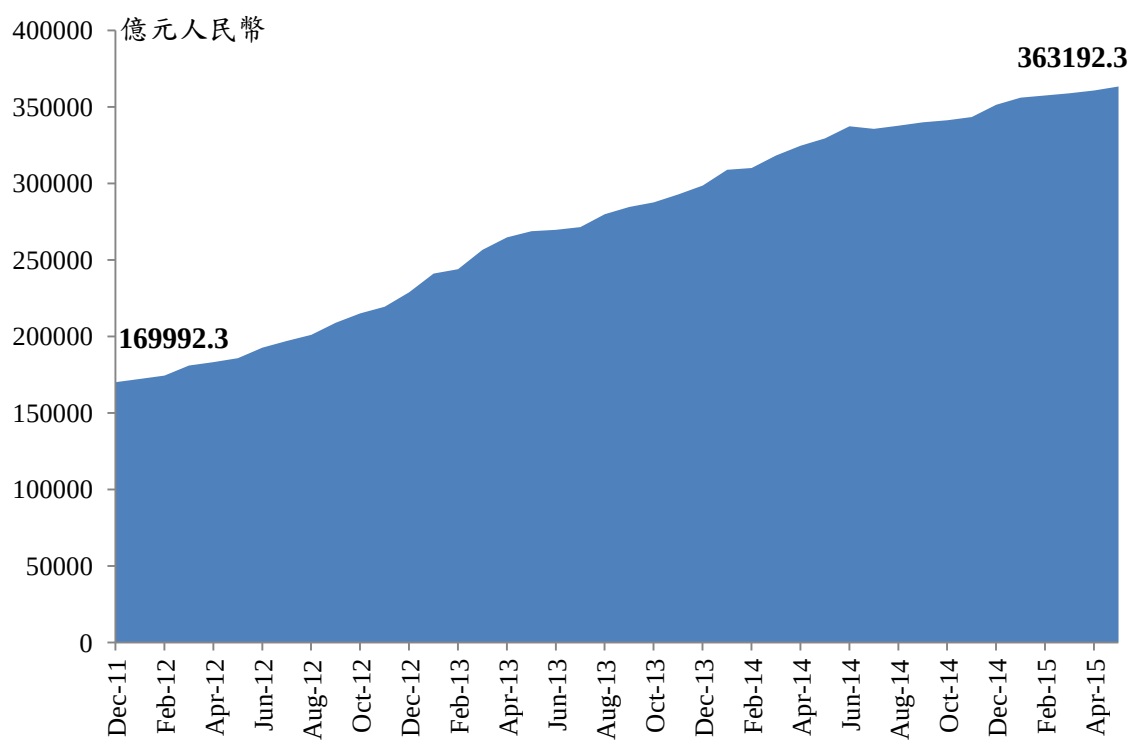


圖 1-2：大陸影子銀行規模

資料來源：大陸人民銀行

若從 M2 與非金融機構債務增速來看大陸影子銀行的規模，在 2003 至 2008 年大陸債務的擴張和 GDP 的增長基本上幅度相仿，而其境內非金融機構總債務與 GDP 比值略有下降。然而在 2015 年初，大陸的總債務規模自 2008 年金融危機後暴增四倍，占其 GDP 的 282%，明顯高於美國、德國、加拿大及澳洲等已開發國家；而大陸債務主要來自於非金融機構(主要為房地產商)，2015 年初其境內非金融機構總債務與 GDP 比例上升為 125%，為全球最高，且自 2010 年以來非金融機構負債的快速增加，並未引起 M2 的等速增加，這正是影子銀行快速崛起的結果⁴。

三、 為什麼要研究大陸影子銀行

在大陸經濟體封閉且法規制度也較為嚴格的情況下，其影子銀行的發展較不受美國影子銀行發展之影響，而是依據大陸本身制度所衍生的經濟問題，發展出一套大陸式的影子銀行，而影子銀行之金融運作迅速成長，正逐漸改變其金融系統結構。從以下數據比例可看出影子銀行在大陸金融體系的地位日益重要：首先，在 2013 年影子銀行規模已占社會融資總額的 27% 左右，而在十年前這一比例幾乎為零；其次，2004 年銀行放貸餘額幾乎等於市場總信貸餘額，從 2010 年開始兩者差距越來越大，表示銀行貸款已經不再是間接融資中的唯一方式；再者，2013 年總信貸餘額占 GDP 的 170%，銀行貸款餘額占 GDP 的 130%，而影子銀行已經占 GDP 的約 40~50%⁵。表 1-1 將標準普爾、中國社會科學研究院、金融時報、FSB 以及本研究對影子銀行所作的估計進行整理；從表中可看出，FSB 對於大陸影子銀行規模的評估相較於其他機構之統計是偏低的，由於 FSB 對於影子銀行的統計是從資產端入手，統計方法較嚴謹、統計範圍較小，但其定義較符合西方已開發國家的金融市場，其統計能否全面涵蓋中國的影子銀行體系難以評估。

⁴ 參考梁世煌，2015 年 2 月 6 日，「超美 中國債務占 GDP 比達 282%」，中時電子報。

⁵ 參考 Tri Vi Dang、王紅林、姚遠，2014 年 9 月 26 日，「中美「影子銀行」發展的經濟學分析」，第十二屆大陸經濟研討會：近距離觀察中國「影子銀行」與金融創新。

表 1-1：大陸影子銀行概況

統計機構	(人民幣元)	2012 年底	2013 年底	2014 年底
標準普爾	總額	22.9 兆	30.0 兆	-
	佔 GDP 比重	44%	52%	-
中國社科院	總額	20.5 兆	27.0 兆	-
	佔 GDP 比重	40%	47%	-
穆迪	總額	28.8 兆	37.7 兆	41 兆
	佔 GDP 比重	53.8%	64.3%	64.7%
金融時報 ^{註 1}	總額	-	-	46.3 兆 (2014 年 6 月底)
	佔 GDP 比重	-	-	72.7%
惠譽 ^{註 2}	總額	-	-	74.15 兆
	佔 GDP 比重	-	-	116.5%
FSB ^{註 3}	總額	2.14 兆美元	3 兆美元	-
	佔 GDP 比重	32%	40%	-
本研究自行估計 ^{註 4}	總額	22.9 兆	29.8 兆	35.1 兆
	佔 GDP 比重	42.8%	50.8%	55.4%

註 1：金融時報影子銀行規模計算包括 Banker's acceptance bills、Entrusted loans、Private lending、Financing trusts、Trust beneficiaries、Private equity and venture capital、Financial leasing、Micro-credit lending、Letters of credit and factoring loans。

註 2：惠譽影子銀行規模計算包括 Renminbi loans、Foreign currency loans、Entrusted loans、Trust loans、Acceptances & bills、Bonds、Equities、Others、Add-On。

註 3：由於 FSB 報告每年對於狹義影子銀行的定義有作修改，因此此處以 FSB 對影子銀行的廣義定義為主：「Size measured by global financial assets of OFIs。」

註 4：本研究自行估計影子銀行規模計算包括委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌匯票、非金融企業債券。

資料來源：謝瓊竹，2014 年 5 月 12 日，「影子銀行規模逾陸四成 GDP」，中時電子報；蕭齊，2014 年 11 月 24 日，「中國影子金融風險開始退潮」，金融時報；2014 年 10 月 30 日，《Global Shadow Banking Monitoring Report 2014》，FSB；人民銀行。

以影子銀行為主體的非銀行金融之崛起帶來的挑戰是全方位的，包括：貨幣政策(目標、傳導機制等)、金融體系風險、企業融資成本等。根據FSB 2014年的報告，其統計歐元區及20國集團所有國家的影子銀行規模，2013年年底大陸排名第三、佔比4%，僅次於美國(33%)及英國(12%)，大陸的影子銀行規模自2012年年底至2013年年底成長了40.2%，雖然大陸影子銀行發展雖然迅速，但和許多新興市場經濟體一樣，大陸影子銀行的規模相對於其GDP仍相當小，其原因在於此結果未將「未正式參與信用中介活動的非銀行金融體系」納入計算，而此部分亦是無法確切計算大陸影子銀行規模的重要原因。

第二章 美國影子銀行

一、美國影子銀行的興起

美國影子銀行的發展主要可分為四個時期，分別為自 1929 年經濟大蕭條後至 1970 年的金融管制時期、1970 年代至 1980 年代初動盪的金融環境、1990 年代的金融反中介化以及 2008 年金融海嘯發生後影子銀行的崩壞。以下分別介紹此四個時期，美國影子銀行的重要發展。

(一) 1970 年以前：經濟大蕭條衝擊後的金融管制時期

自 1929 年經濟大蕭條後，美國監理單位開始重視銀行混業經營所導致的問題，並於 1933 年通過《格拉斯-史蒂格法案》⁶，將商業銀行與投資銀行分離，並進行嚴格的分業監管和分業經營。此時的商業銀行以存放款業務為經營重點，維持了一段穩定的發展。然而側重在商業銀行管制的制度卻刺激了非銀行金融業者開始在監理落差(Varying Forms Of Prudential Supervision)中尋求監理套利(Regulation Arbitrage)空間進行金融創新，開發新的金融服務模式及金融商品尋求有利可圖的業務活動，影子銀行因此開始發展。

(二) 1970 年代中至 1980 年代初：動盪不安的金融環境

動盪不安的國際情勢導致通貨膨脹情形嚴重，而緊縮性貨幣政策更造成市場利率節節攀升，利率不斷波動(見圖 2-1)，而在此時各國逐漸走向浮動匯率制度⁷，亦增添了金融市場的不確定性。此外，存款利率上限的影響⁸，使得民眾儲蓄意願下滑，美國傳統商業銀行的儲蓄流失、利潤下降。動盪的金融市場促使投資人

⁶ 美國於 1933 年通過《1933 年格拉斯-史蒂格法》，成立聯邦存款保險公司(FDIC)，銀行、證券、保險需分業經營和管理。

⁷ 1972 年維持各主要國家固定匯率制度的布列敦森林協議(Bretton Woods system)解體，各國開始走向浮動匯率制度，貨幣匯率的波動，使外匯期貨等相關衍生性產品應運而生。

⁸ 美國《1933 年銀行法》中的《Q 條款》(Regulation Q)設立銀行及儲貸機構所能支付的存款利率上限不得超過 5.25%至 5%，其初衷是為了降低銀行資金成本和避免金融機構過度競爭。

尋求高收益的投資管道，如此不穩定的金融環境，也使得前述金融創新之商品有了大幅發展的契機，吸引投資人移轉資金至商業銀行無法承作的高投資報酬工具。

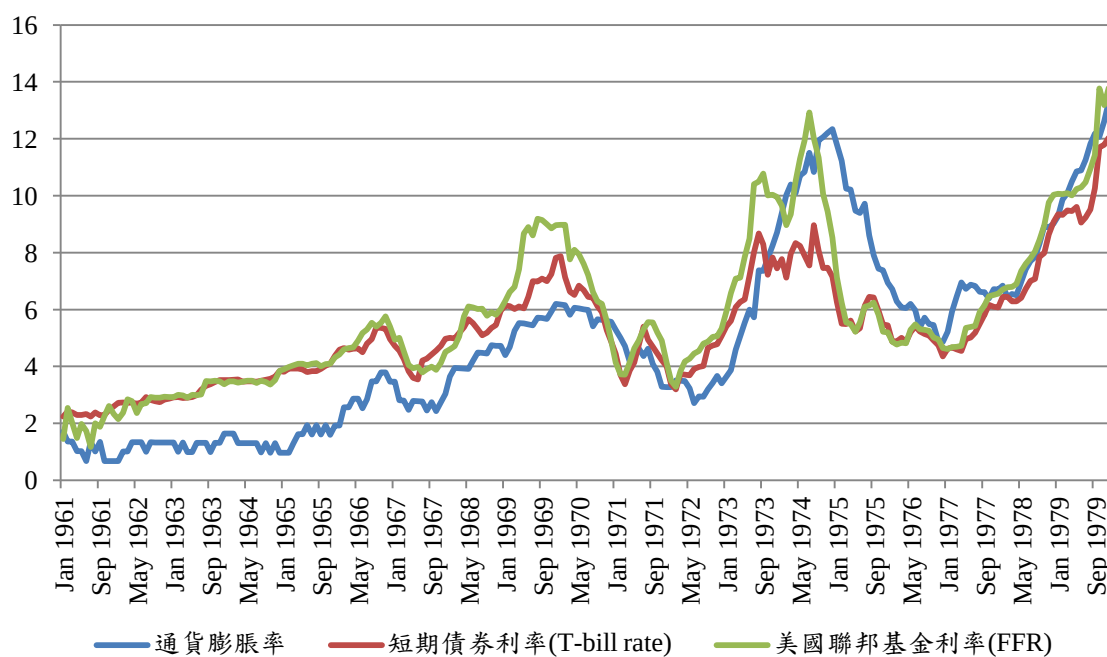


圖 2-1：緊縮性貨幣政策更造成市場利率節節攀升

(三) 1990 年代起：金融反中介化

各國金融市場均朝直接金融取代間接金融的趨勢發展，給未受管制的非銀行金融業者提供了絕佳的發展機會，大量資金搬家到影子銀行，造成了金融脫媒的現象⁹。傳統商業銀行面臨沉重的壓力(見圖 2-2)，逐漸出現以放寬金融管制為訴求的強硬手段，在先進國家金融體制自由化的浪潮之下，一連串放寬監管的法律條文相繼問世¹⁰，保障影子銀行可以在不受監管的情形下交易或開發相關業務和商品。而商業銀行更利用《巴塞爾協議》中對不同資產訂定不同風險權數的特性

⁹ 金融脫媒(Financial Disintermediation)，即金融反中介化，隨著直接金融機構的發展，資金的供給通過一些新的機構或新的手段繞開商業銀行(間接金融)這個媒介體系，輸送到需求單位。

¹⁰ 1999 年的《金融服務現代化法案》正式宣告廢除了《格拉斯-史蒂格法案》對於分業經營的規定，並且提倡金融業者合併成立金融控股公司，加強競爭；2000 年的《大宗商品期貨現代化法案》將 OTC 交易排除在金融監管之外。

進行監管套利¹¹。以上這些因素使得影子銀行在美國迅速發展，逐步成為金融體系中的一支主導力量。

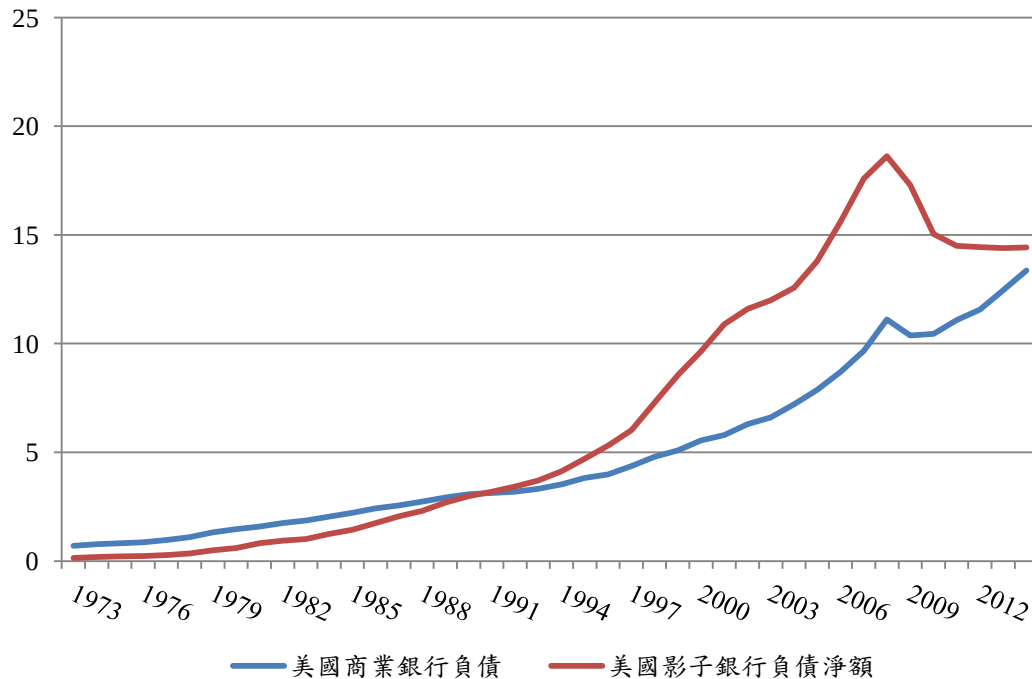


圖 2-2：影子銀行業務規模超越商業銀行

資料來源：Fed 之資金流量統計；相關數據是根據 Pozsar, Adrian, Ashcraft 及 Boesky (2012)所定義¹²。

(四) 2008 金融海嘯：影子銀行的崩壞

次貸市場的不當發展、SIV 的崩塌、貨幣市場基金的潰堤以及投資銀行的混亂等因素，導致了 2008 年金融海嘯的發生。2008 年初美國影子銀行體系的信用

¹¹ 《巴塞爾協議》中提到「商業銀行必須保持不低於 8%的資本適足率」，因此所持有的風險資產愈高，所需的資本就必須愈高，目的是為了限制銀行進行太過冒險的投資。然而對當時正在積極開發新業務和商品的商業銀行來說，無疑是大大增加了經營成本，有鑑於此，商業銀行透過三種手段來擺脫該項規定的束縛：(1)將占用過多資本且風險過高的貸款移出財務報表，透過特殊目的機構(Special Purpose Vehicle, SPV)的建立和各類表外投資工具，把貸款細綁後放入資產池(asset pool)，接著運用打包、評等、分層等一系列的技術性手段，使其變為能滿足投資者不同風險偏好的證券；(2)發明信用衍生商品(如 CDS)透過信用衍生商品，就能將貸款風險轉移出財務報表外；(3)尋找協議中所規定風險權數較低的資產，商業銀行積極尋找及投資在如兩房(房利美和房地美)證券或利率衍生品(interest rate derivatives)等，被協議視為風險權數較低的資產，以減少資本的占用。

¹² Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft, and H. Boesky, 2012. "Shadow Banking," FRBNY Economic Policy Review.

資產規模達 20 兆美元，遠超過商業銀行 13 兆美元左右的資產規模。金融海嘯以來，影子銀行資產規模大幅萎縮，但在 2010 年初影子銀行體系的信用資產規模仍高達 16 兆美元，遠超過商業銀行 13 兆美元的資產規模。

二、 美國影子銀行運作模式

影子銀行與傳統銀行有許多相似處，如進行期限轉換、「最終借款人」同樣均為家計部門或企業及政府機構等。然而，傳統銀行之信用中介過程為收受存款以進行放款，並持有至到期，影子銀行則將其拆解為較複雜、批發性融資及證券化基礎的中介鏈，圖 2-3 為影子銀行中介過程的運作。

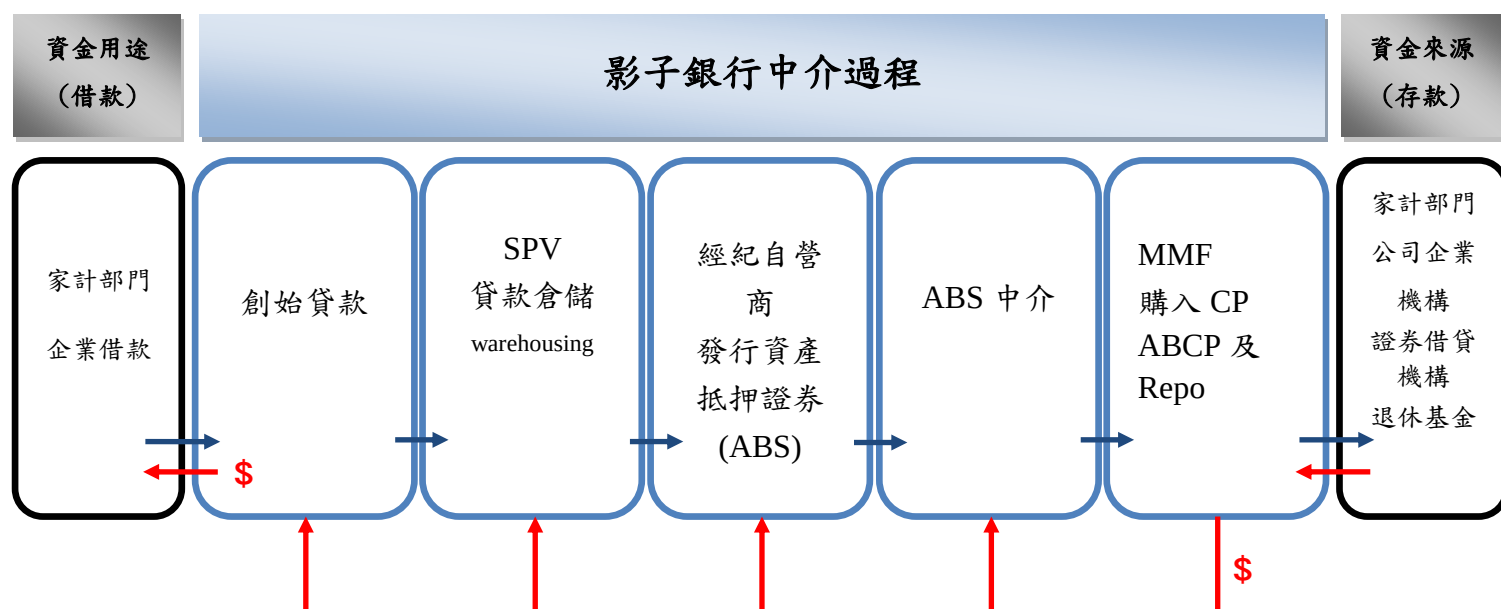


圖 2-3：影子銀行的中介過程

資料來源：David Luttrell, Harvey Rosenblum and Jackson Thies (2012)，「認識影子銀行的固有風險：入門與實務經驗」。

(一) 信用批次分割(tranching)

金融公司創始貸款(風險性長期貸款，例如：次級房貸)，並將其移轉至破產隔離工具(bankruptcy-remote vehicle，例如：銀行創造之特殊目的機構 SPV)之倉儲(warehouse)，將這些貸款池先存放在倉儲，再予以移轉至經紀自營商，與其他貸款結合組成資產抵押證券(ABS)。

交易鏈可能繼續延伸，如 SPV 可以將 ABS 進一步倉儲及包裝成擔保債權憑證(CDO)，此過程可經由不同形式的融資，如 Repo 或以 CDO 作為擔保品的 ABS 加以重複進行。證券化允許貸款創始人將其貸款池(如房貸、信用卡應收帳款及車貸)售予其他機構，進而移轉信用風險。對債務的重新包裝，是透過多樣化及分配之方式將貸款池予以信用批次分割，以達成信用轉換及流動性轉換。

(二) 影子銀行交易鏈中的資金流動

最初貸款創始人之資金來源通常仰賴發行商業本票(CP)或中期票據；而破產隔離工具之資金來源則依賴發行資產抵押商業票據(ABCP)，並以持有之貸款作為擔保品；經紀自營商則以附買回協議(Repo)融通其透過交易簿(trading book)進行 ABS 的組合及倉儲等所需資金。以上發行 CP、repo、貼現票據等以融通證券化基礎工具者皆為影子銀行中的「借款人」。

而影子銀行交易鏈中的「存款人」(包括 MMF、證券借貸機構、短期債券基金、現金基金、隔夜拆款、現金管理基金及其他貨幣市場流動性來源，形成所謂的「批發性融資(wholesale funding)」)可能購買任一實體(貸款創始人或進行 ABS 倉儲者)所發行之 CP 或其他短期債券。

(三) 影子銀行主要參與者

影子銀行的主要參與者包括：主導資本市場的大型證券交易商、金融公司及

資產管理公司、投資銀行、私募股權基金、對沖基金、結構性投資工具(Structured Investment Vehicle, SIV)¹³以及貨幣市場基金 MMF，這些即為影子銀行的存款人。

(四) 美國影子銀行工具

「證券化」是影子銀行體系中最重要的操作平台，如果沒有證券化，就不會有如 CDO、ABS、MBS 等各類結構性產品及信用衍生品。前述影子銀行的資金供給者所持有的資產，包括 CP、資產抵押商業票據 (Asset-Backed Commercial Paper, ABCP)、中期債券及附買回協議 (Repurchase Agreement, Repo)等都是影子銀行資產負債表裡的債務，被影子銀行用來操作其他放款之用。

三、 全球影子銀行規模

根據 IMF 與 FSB 的定義，廣義之影子銀行體系資產在全球金融危機前增長迅速，從 2002 年的 26 兆美元上升到 2007 年的 62 兆美元，雖然在 2008 年小幅下降至 59 兆美元，但其後增加快速，2013 年續增至 75 兆美元。針對歐元區國家及 20 國集團所有國家之總計，2013 年影子銀行的規模相當於這些經濟體 GDP 的 120%，此一比例相較於 2012 年係上升 3%，但依然較 2007 年最高峰的 125%來的低。

而根據 FSB 的定義，2013 年美國廣義影子銀行的規模約為 24.75 兆美元，佔美國的 GDP 約 160%，佔其銀行總資產約 81.6%。歐元地區與美國為 2013 年底影子銀行中佔比前兩大的國家(地區)，各佔全球前 21 個主要經濟體影子銀行

¹³ 商業銀行所發起的表外工具，創造一個管道，讓投資長期債務所需的資金可以用發行短期債務的方式來解決；而另一層的概念則是指銀行透過這樣的工具買回經由證券化而解除的一些抵押債務。若直接就其在影子銀行體系中所扮演的角色，SIV 就是從借短貸長的利差中謀取暴利的金融中介。其實 SIV 也可說是影子銀行的縮影，因其具備影子銀行典型的特徵，如借短貸長、高槓桿、資本金少以及不受監管等，所有不便於銀行財報中運作的業務，都可轉移至 SIV。

總規模的三分之一¹⁴，且規模總額皆超過 25 兆美元。在該項統計中，影子銀行規模佔比前三大的國家(地區)分別為歐元區、美國以及英國，此三者的影子銀行規模相加約佔全球前 21 個主要經濟體影子銀行規模的 80%，2007 年年底與 2013 年年底歐盟及主要 20 個國家影子銀行規模佔比如圖 2-4、圖 2-5 所示。

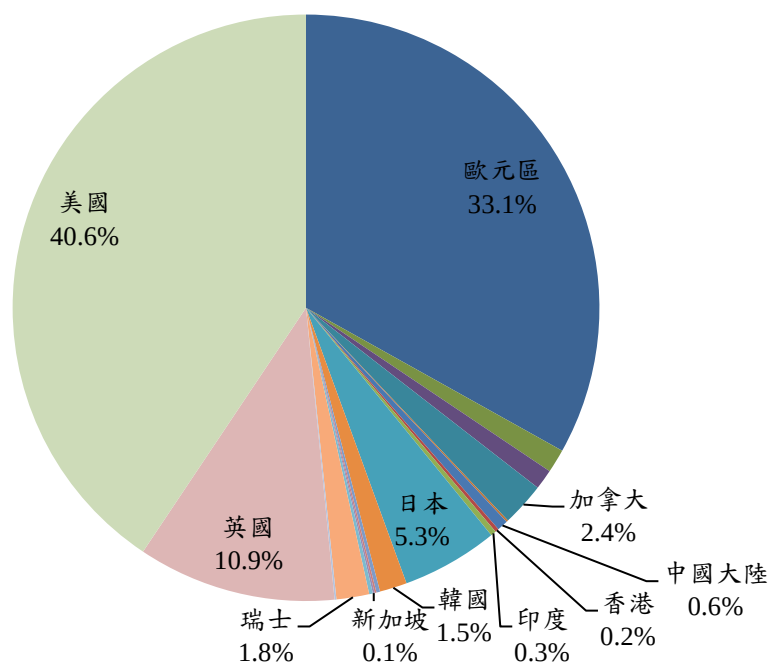


圖 2-4：2007 年底歐盟及主要 20 個國家影子銀行規模佔比

資料來源：Financial Stability Board, “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.”

¹⁴ 全球影子銀行涵蓋地區：阿根廷、澳洲、巴西、加拿大、智利、中國、香港、印尼、印度、日本、韓國、墨西哥、俄國、沙烏地阿拉伯、新加坡、瑞士、土耳其、英國、美國、南非、歐盟地區。

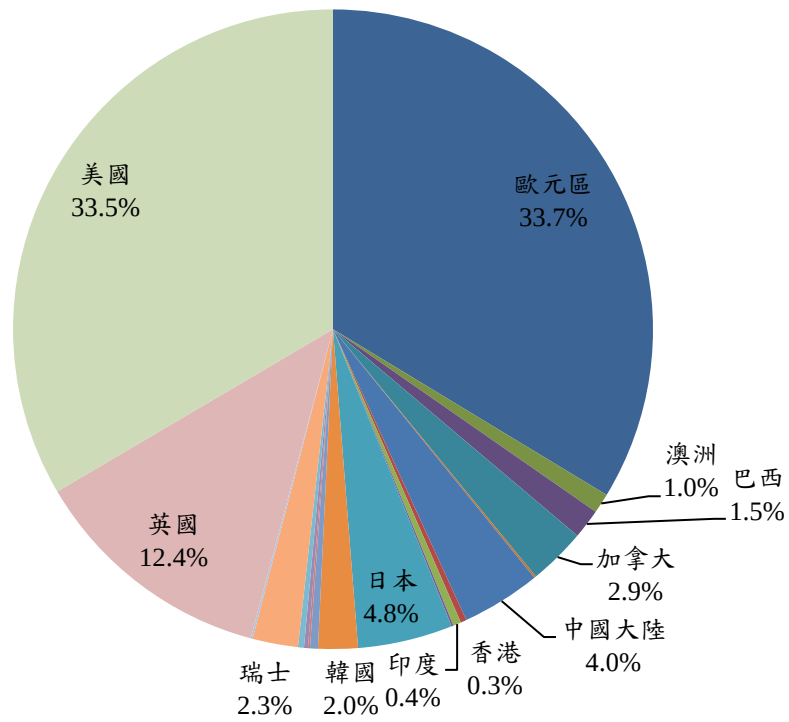


圖 2-5：2013 年底歐盟及主要 20 個國家影子銀行規模佔比

資料來源：Financial Stability Board, “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.”

第三章 大陸影子銀行

一、大陸影子銀行的興起¹⁵

大陸式影子銀行的興起主要發生在 2010 年至今，主要原因在於 2008 年大陸經濟遭到美國次貸危機的衝擊，因此大陸政府實施了財政刺激方案，使得 2009 年大陸人民幣信貸飆升(見圖 3-1)，但人民銀行與銀監會自 2010 年開始恢復對商業銀行的貸款額度控制，並嚴格的控制商業銀行對房地產開發商與地方融資平台的新增貸款，使得商業銀行開始發展銀行理財產品及銀信合作此兩種影子銀行形式，以規避監管。

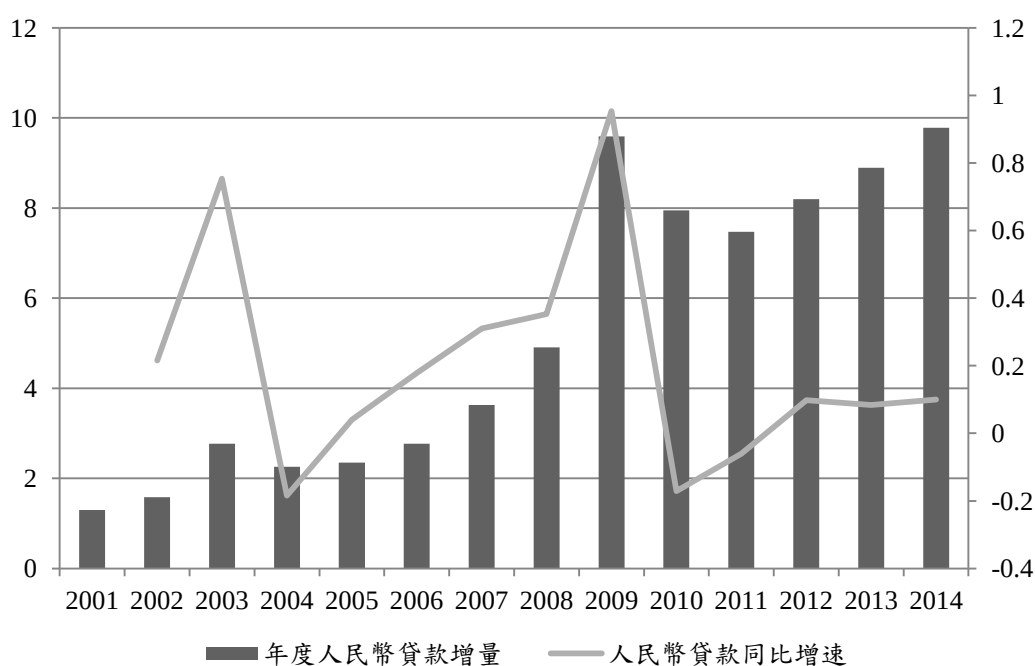


圖 3-1：大陸人民幣貸款概況

資料來源：大陸人民銀行

首先，對於商業銀行發行理財商品的部分，由於銀監會對於商業銀行存貸比的硬性約束為 75%，即商業銀行最大限度的可貸資金為其存款餘額的 75%，而

¹⁵ 參考張明，2013 年 4 月 25 日，「中國式影子銀行：界定、成因、風險與對策」，中國社會科學院。

在 2009 年貸款飆升後，商業銀行日益面臨此存貸比之約束。為了擴大貸款規模，商業銀行須吸收大量存款，但大陸採存款利率管制措施，使得市場呈現利率雙軌制，銀行為規避存款利率引起的吸收資金限制，轉而推出各項較高收益率的理財收品來吸收存款，藉此規避利率監管吸收資金。並且根據 IMF 的研究報告，大陸為全球儲蓄率最高的國家，儲蓄率達 52%，但因存在相對低於市場利率的存款利率管制，亦催生了居民和企業對其他低風險高收益產品的巨大需求，理財產品也因此興起。圖 3-2 為自 2007 年到 2013 年，大陸銀行理財產品的發行個數統計，可看出理財產品數量的成長趨勢。除了存貸比的約束，高存款準備率亦加重銀行的經營成本，不利銀行與非銀行的公平競爭，進而導致反金融中介 (disintermediation) 現象；非銀行挾低資金成本的優勢，提供存款人高報酬的金融商品，導致銀行存款大幅流失，並造就了龐大的影子銀行，圖 3-3 為大陸各類存款類金融機構之人民幣存款準備率。

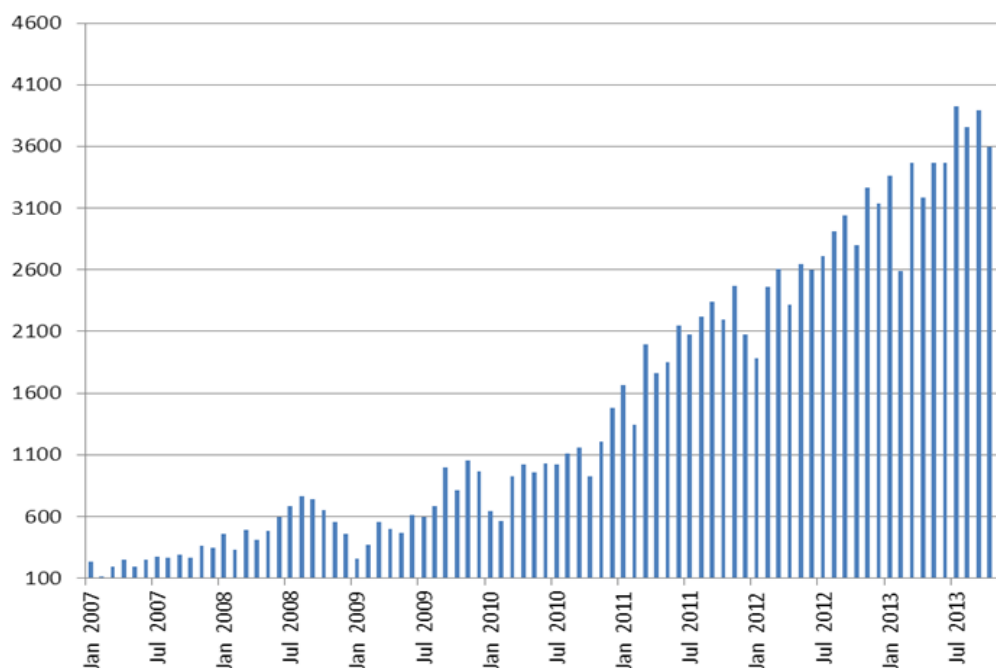


圖 3-2：大陸銀行理財產品發行個數

資料來源：Tri Vi Dang、王紅林、姚遠，2014 年 9 月 26 日，「中美「影子銀行」發展的經濟學分析」，第十二屆中國經濟研討會：近距離觀察中國「影子銀行」與金融創新。

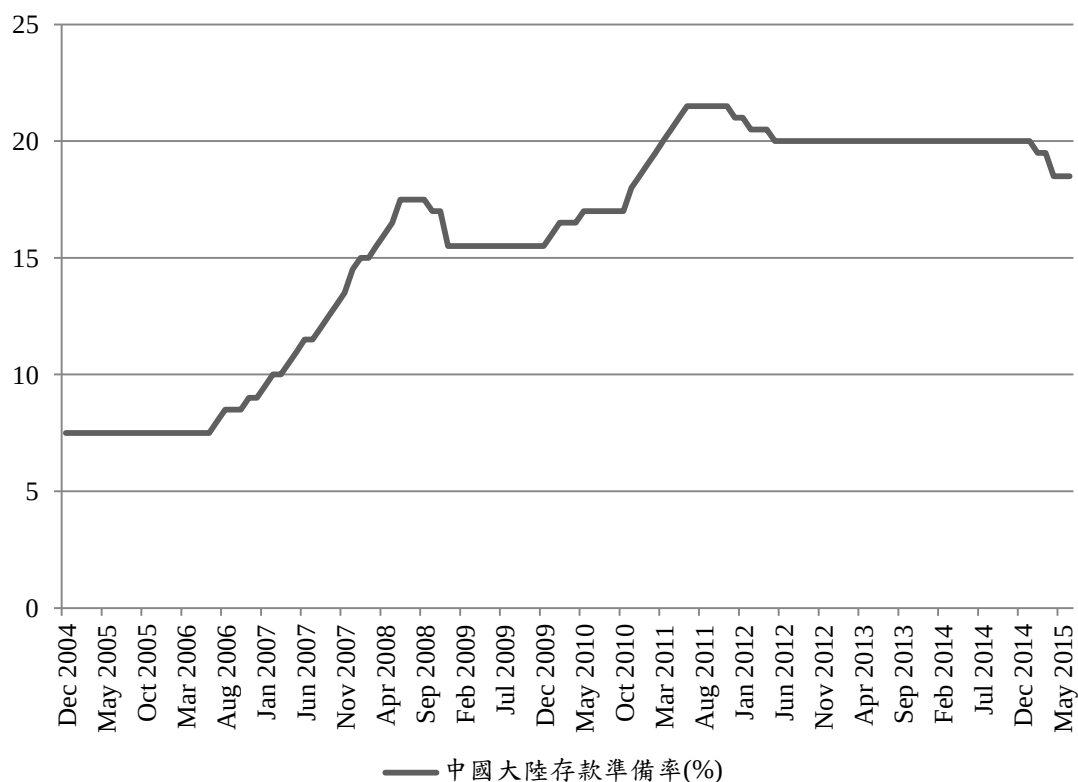


圖 3-3：大陸各類存款類金融機構之存款準備率

資料來源：大陸人民銀行

再者，在 2009 年貸款飆升後，大陸商業銀行亦面臨著資本充足率的約束。為了因應巴賽爾資本協定三 (Basel III) 的規定，2012 年 6 月 7 日銀監會發佈《商業銀行資本管理辦法(試行)》，於 2013 年 1 月 1 日起施行，要求商業銀行在 2018 年底前達到規定的資本充足率監管要求。資本充足率(資本適足率)是指商業銀行持有的符合資本辦法規定的資本與風險加權資產之間的比率；其中，商業銀行風險加權資產，包括信用風險加權資產、市場風險加權資產和作業風險加權資產。《商業銀行資本管理辦法(試行)》對於商業銀行各級資本充足率不得低於以下的最低要求：核心一級資本充足率不得低於 5%、一級資本充足率不得低於 6%、資本充足率不得低於 8%；此外，《商業銀行資本管理辦法(試行)》亦要求在 2018 年底，大陸系統性重要銀行核心資本充足率及資本充足率須分別達到 9.5% 和 11.5%，而非系統性重要銀行則應分別達到 8.5% 和 10.5%。

$$\text{資本充足率} = \frac{\text{總資本} - \text{對應資本扣減項}}{\text{風險加權資產}} \times 100\%$$

商業銀行有兩種手段可提高資本充足率：第一，增加資本規模；第二，降低風險資產比重，而透過發展銀行理財產品及銀信合作兩種影子銀行形式，可使商業銀行達到後者。發行銀行理財產品除可達上述吸收存款功能外，亦可使用理財產品資金池對外提供貸款，使商業銀行之部分貸款從資產負債表內向表外轉移；而透過銀信合作，信託公司發行信託產品籌資，再使用此資金購買銀行特定債權，亦使商業銀行部分貸款從資產負債表內移向表外，此兩種方式皆可提升商業銀行的資本適足率。

大陸的商業銀行經常透過影子銀行的管道，將原本列為表內的資產科目轉成表外資產，來規避銀監會的監管或是短期間改善存貸比、資本適足率等比率。所謂「表外資產」是指商業銀行所從事之業務活動，不列在銀行當期資產負債表內之資產，但未來可能影響資產負債表，並影響當期損益之科目。資產負債表所列之資產與負債，為銀行必須承擔風險的項目；相對地，不須由銀行承擔風險之資產與負債將在附註中揭露，例如：理財商品、附買回協議、委託貸款、信託貸款、資產證券化商品等，而表外資產對應產生的相關手續費、管理費等，將在每期損益表中呈現。根據 2012 年 6 月 7 日發布的中國《商業銀行資本管理辦法(試行)》，大陸商業銀行之表外項目可區分為下列 11 項：(1)等同於貸款的授信業務；(2)原始期限不超過一年和一年以上的貸款承諾、可隨時無條件撤銷的貸款承諾；(3)未使用的信用卡授信額度；(4)短期票券發行循環信用額度；(5)循環包銷承諾；(6)銀行借出的證券或用作抵押物的證券，包含回購交易中的證券借貸；(7)與貿易直接相關的短期或有項目；(8)與交易直接相關的或有項目；(9)信用風險仍在銀行的資產銷售與購買協議；(10)遠期資產購買、遠期定期存款、部分交款的股票或證券；(11)其他表外項目。

大陸對於總體審慎監管措施(Macro-prudential regulations)亦促使了影子銀行的發展，上述資本充足率和存貸比則對銀行及市場皆造成影響。對銀行而言，抬高了銀行業的資金成本，故試圖從事影子銀行業務，規避監管，降低資金成本。對市場而言，此兩資產比率限制，使得銀行大多放款給國有或大型企業，中小企業為能透過傳統銀行貸款獲取資金，進而轉入影子銀行融資管道。

此外，大陸的貨幣寬鬆政策所造成之「錢洪」，卻遇上其金融系統內部槓桿的不斷放大，使得這些資金未能順利流入實體經濟。大量資金在金融機構的操作之下，透過槓桿投資和期限錯配套取利差，資金在各個金融機構間循環，往復獲取利潤。最後，「錢洪」不斷在高風險高報酬的市場中流竄，但真正需要資金的資本市場卻產生借不到錢的「錢荒」現象，市場空有資金卻未能有效率對接，而影子銀行則成了解決此問題的管道。而自 2005 年以來，大陸的金融業綜合經營改革，開放混業經營，使得銀行表內表外業務轉變更為便捷，亦促使了影子銀行的發展。

二、大陸影子銀行特性

由於總體經濟環境以及政策的不同，使得大陸與美國的影子銀行有顯著差異，但它們之間仍有幾項共同特點。首先，就發展過程而言，中美影子銀行皆是起源於利率管制下的金融反中介化¹⁶，且影子銀行的出現亦對利率市場化起到推動作用，此外影子銀行得以迅速發展皆得益於金融混業經營的放開(Deregulations)。其次，就運行機制而論，影子銀行大多有規避傳統銀行業的監管(如存款準備金、資本充足率等)之嫌，並常以期限錯配和流動性錯配作為其利潤主要來源。再者，從風險部分來看，影子銀行大多不受和傳統銀行業一樣的監管，債權人無傳統銀行個人儲戶存款保險的保障，影子銀行亦沒有中央銀行的流動性支持，流動性風

¹⁶ 隨著經濟金融化、金融市場化加快，商業銀行主要金融中介的重要地位在相對降低，儲蓄資產在社會金融資產中所占比重持續下降及由此引發的社會融資方式由間接融資為主，直間接融資並重轉換的過程。

險較大，且在解決資訊不對稱和風險管控上，都較傳統銀行業弱勢。最後，無論大陸或美國，影子銀行的出現皆對金融體系結構造成重大改變，並對貨幣政策和實體經濟影響深遠。

影子銀行的業務流程都較傳統銀行複雜，牽扯的金融機構眾多，大陸與美國的影子銀行雖都和金融管制及金融去中介化有關，但大陸總體經濟以及嚴格的金融監管造成影子銀行的獨特發展，使其發展過程以及運行機制有了與美國影子銀行不同的特點，表 3-1 為大陸與美國影子銀行相異之處的比較。

首先，大陸式的影子銀行目前發展仍屬於初級階段。大陸的影子銀行自 2010 年以來規模快速擴張，但目前發展仍處於金融「反中介化」階段，基本上是圍繞信貸的替代發展，就規模而言，尚與正規銀行體系相差甚遠。從運作方式而論，大陸影子銀行結構較簡單，槓桿操作情況低於歐美影子銀行，且幾乎不使用衍生性商品，甚至連資產證券化都很少涉及。

其次，大陸的影子銀行大多是以商業銀行為母體而衍生出。歐美影子銀行基本上依靠金融市場融資，特別是仰賴資本市場生存，屬於市場交易型；反觀大陸因為資本市場不發達，影子銀行大多是對銀行信貸業務的取代，基本上以傳統的商業銀行體系為依歸，產品、銷售以及流動性保證都要依靠銀行，屬於信貸替代型，所以兩者關係可看作是「母體」與「子體」之間的關係。在短期融資市場，美國和中國的影子銀行存款已成為重要的資金來源，影子銀行的存款之作用與傳統銀行存款相似，銀行從個人或企業獲得短期資金後，向借款人提供信用；在美國，影子銀行存款以貨幣市場共同基金的形式存在，而在大陸，則是以理財產品的形式存在。

再者，大陸影子銀行是以商業銀行之資產負債表外資產為發展核心，而歐美影子銀行則是以資產證券化為發展基礎。2005 年開始大陸亦試圖開始信貸資產

證券化的嘗試，但發展不佳；此後商業銀行利用發售銀行理財商品，將表內的信貸資產轉到表外，規避各種監管指標；同時將利差收入轉化為中間業務收入，理財商品成為一種變相資產證券化的管道，但是這種表外的管道基本上無法轉讓和交易，缺乏流動性，大大降低了金融活動的效率。

最後，大陸影子銀行活動鏈條短，遠少於歐美影子銀行體系；同時，整體而言大陸影子銀行槓桿率低，可說是幾乎沒有槓桿，原因在於大陸影子銀行發展是基於替代傳統信貸模式的市場創新，而非歐美影子銀行使資產證券化的金融創新。

表 3-1：大陸與美國影子銀行之差異

國 家 性 質	大陸	美國
存在形式	套利性融資之市場創新	資產證券化之產品創新
資金來源	個人投資者、資金零售市場	機構投資者、資金批發市場
與傳統銀行關係	表外業務	平行且相對獨立
規模	佔 GDP 約 55.2% (2014 年底)	佔 GDP 約 150%
監管法規	《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(2013 年 107 號文)	《Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法》(2010 年 7 月 21 日)
當前主要監管手段	明確的逐項規範影子銀行相關業務 該法係針對影子銀行定義釐清、分類與相關監管責任分工	完善原有監管體制的缺陷 透過准入、註冊、退出等門檻將影子銀行機構由場外市場納入場內

三、大陸影子銀行業務運作模式與現況

(一) 依資金流向分類的影子銀行

誠如第一章所介紹，依據資金流向將大陸的影子銀行進行分類，本研究定義的影子銀行構成包括了委託貸款、信託貸款及租賃、未貼現的商業銀行承兌匯票、非金融企業債券。各項自 2011 年底以來的規模成長如圖 3-4 所示，可看出影子銀行規模中，以非金融企業債券、委託貸款及信託貸款成長較快；以下分別介紹影子銀行的各項組成。

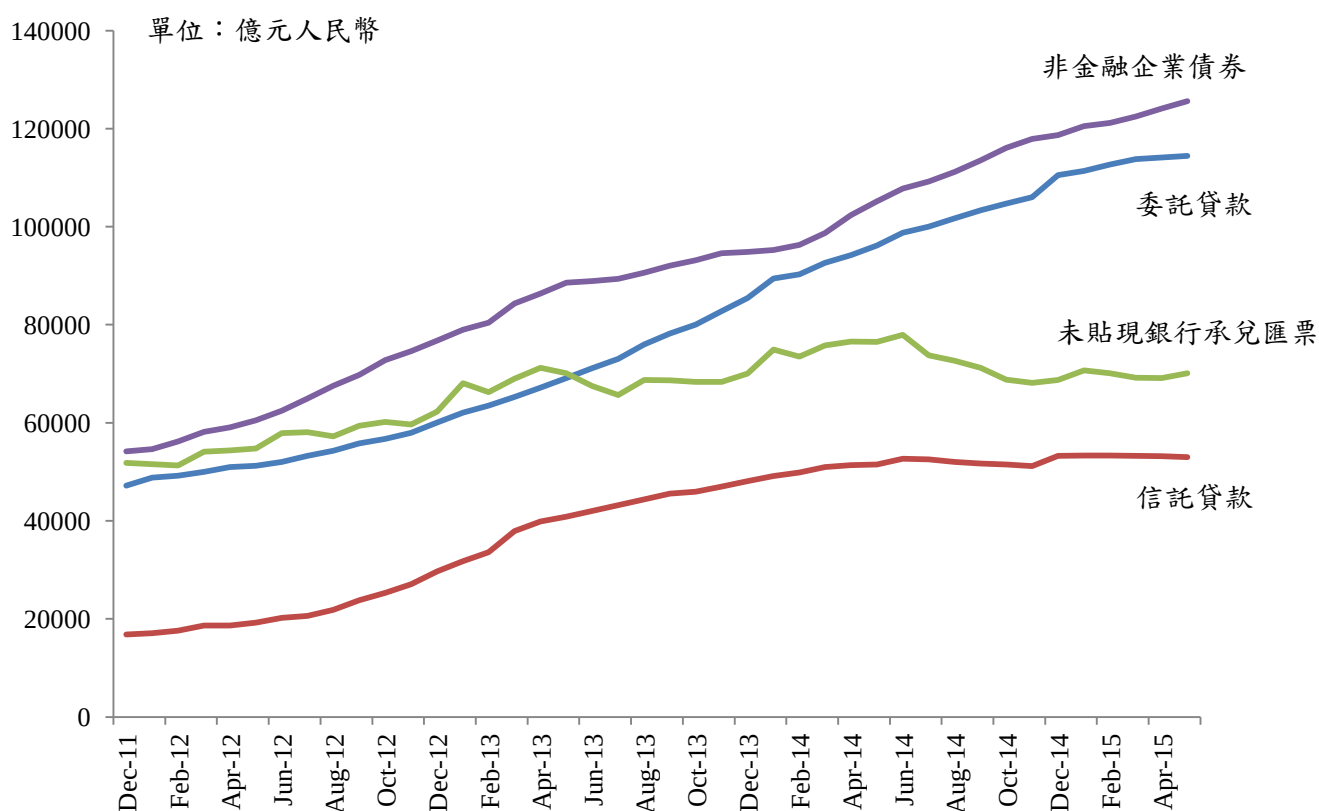


圖 3-4：影子銀行各項構成之規模

資料來源：大陸人民銀行

1. 非金融企業債券

非金融企業債券包含了企業債券、公司債券、中期票據、短期融資券。從圖 3-5 可觀察出，大陸的企業債券存量從 2008 年開始有明顯的增加趨勢，2008 年初至 2014 年年底，企業債券存量由 1.71 兆增長為 11.9 兆元人民幣，且占社會融資總量比由 2008 年年底 4.35% 提升至 2014 年年底的 9.42%。

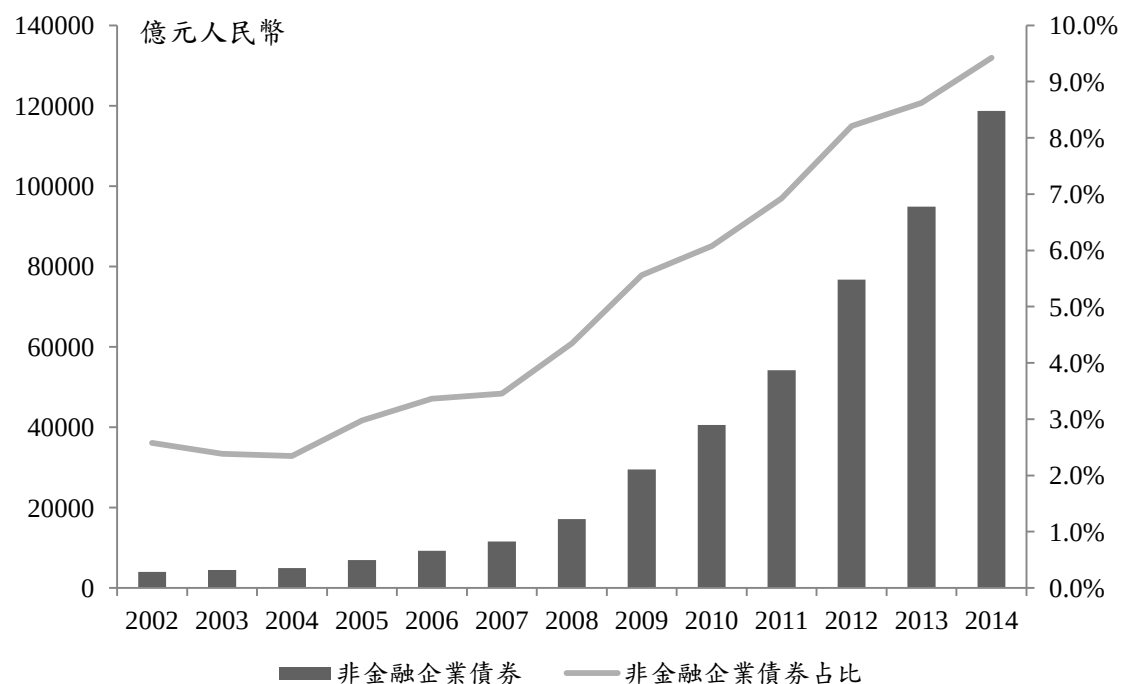


圖 3-5：企業債券餘額及其占社會融資總量比

資料來源：大陸人民銀行

2. 委託貸款

由於目前大陸企業直接對企業融資尚不被允許，因此企業間借貸經常透過委託貸款方式完成。委託貸款的運作如圖 3-6 所示，是資金充足的企業、政府或個人，委託銀行以銀行名義對企業放款，銀行擔任中介角色只收取手續費，並不需要承擔信用違約的風險。從圖 3-7 可看出，大陸中小企業難以從傳統銀行體系獲得融資，而大型企業卻能輕易從銀行獲得貸款或發行債券籌資，因而許多大陸大

型企業成為委託貸款的借款方。圖 3-8 為自 2002 年以來，委託貸款餘額及其占社會融資總量之比，2010 年至 2014 年委託貸款餘額由 3.42 兆元人民幣增加至 11.05 兆元人民幣，占社會融資總量之比則由 2002 年 1.72% 增至 2014 年年底的 8.78%。

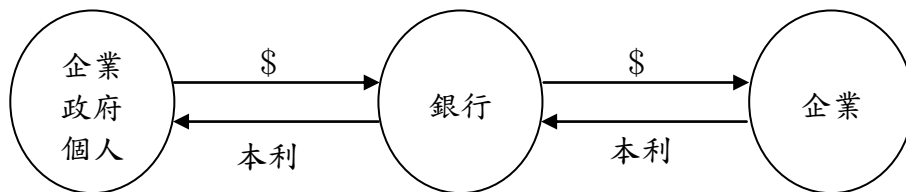


圖 3-6：委託貸款運作模式

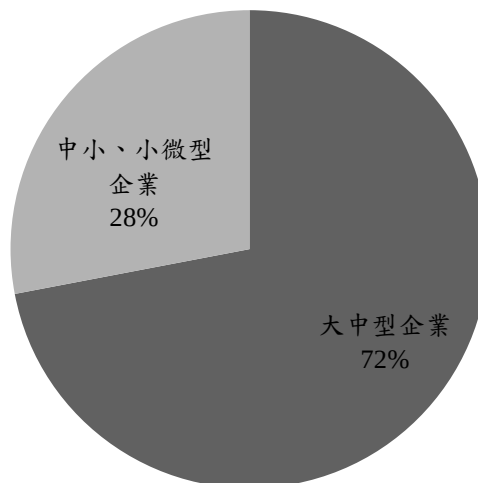


圖 3-7：2013 年第一季度新增貸款大小型企業佔比

資料來源：東方證券研究所

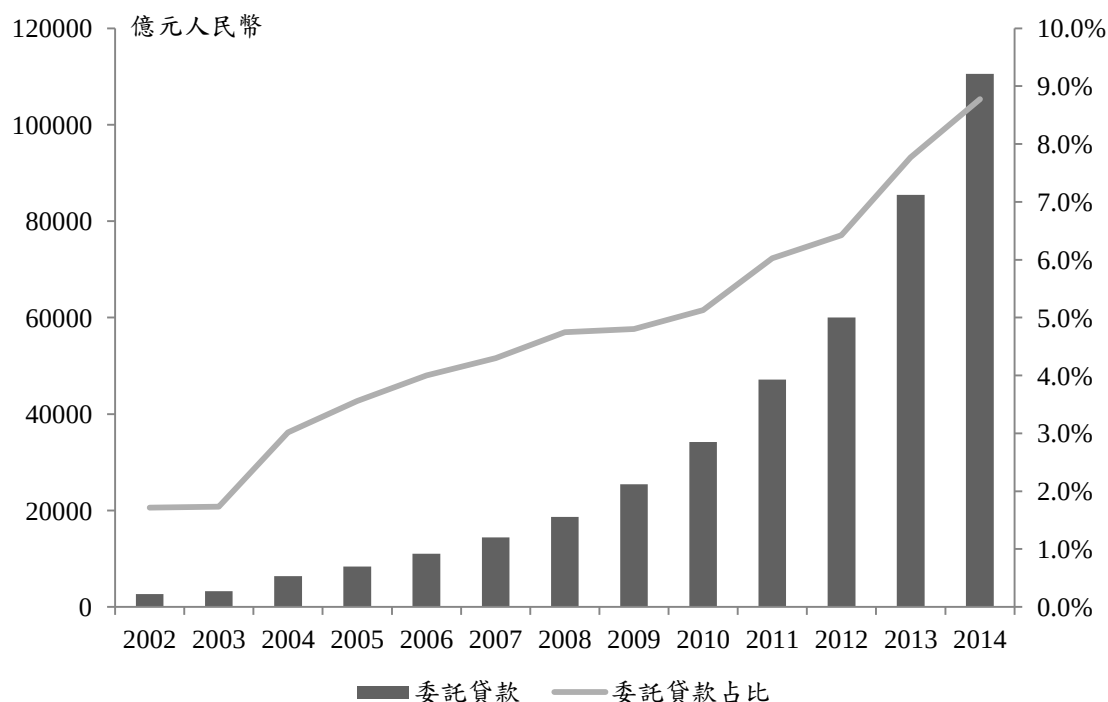


圖 3-8：委託貸款餘額及其占社會融資總量比

資料來源：大陸人民銀行

3. 未貼現銀行承兌匯票

「未貼現銀行承兌匯票」是指企業已經簽發，但還未向銀行貼現的銀行承兌匯票。由於銀行已經開立擔保函，但還未真正貼現提供貸款，故屬於銀行表外或有資產，一旦銀行承兌匯票貼現，才會歸為銀行貸款項下。未貼現的銀行承兌匯票在實體經濟中僅能達到結算和支付的功能，在未貼現前，其融資功能會受到很大的限制，但仍能在短期內起到了企業間的信用轉換功能，銀行則是具有擔保的作用。圖 3-9 為自 2002 年以來，未貼現銀行承兌匯票餘額及其占社會融資總量之比，未貼現銀行承兌匯票餘額從 2009 年初 1.82 兆元人民幣快速上升至 2014 年 4 月的 6.88 兆元人民幣，占比則從 2002 年的 1.64% 升至 2014 年的 5.46%。

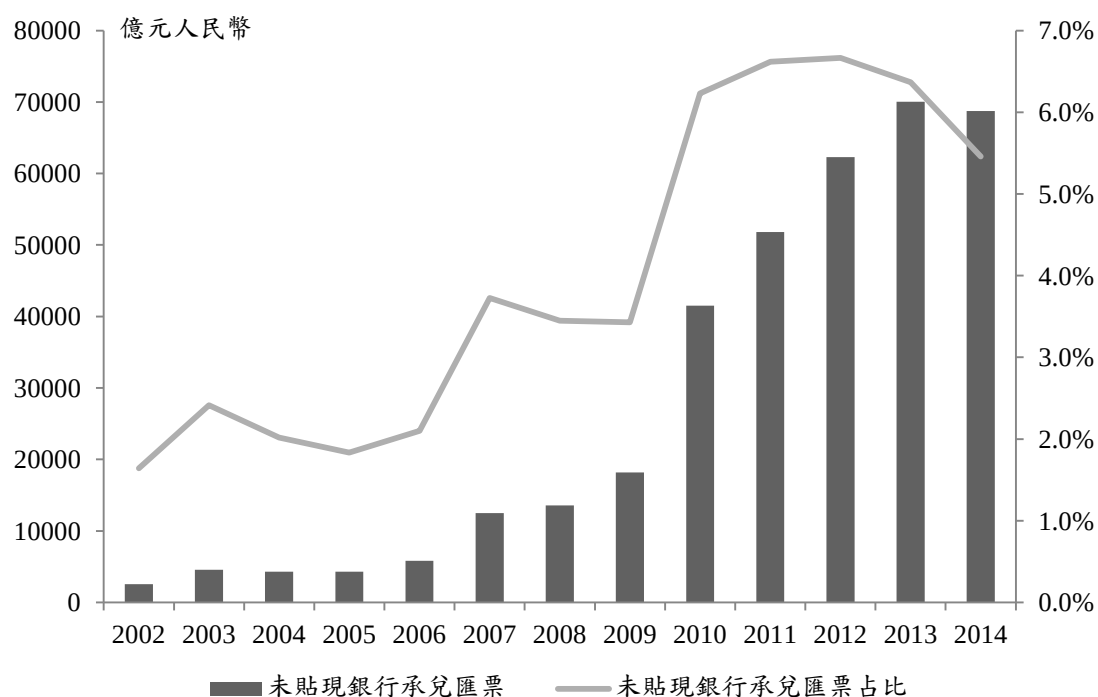


圖 3-9：未貼現銀行承兌匯票餘額及其占社會融資總量比

資料來源：大陸人民銀行

4. 信託貸款

信託貸款為信託公司藉發行信託計畫集資，將資金貸予企業的業務模式。信託貸款餘額規模在 2010 至 2011 年並無明顯變化，直到 2012 年開始到近期有大幅增長。信託貸款的規模從 2011 年的 1.68 兆元人民幣，增加到 2014 年年底的 5.33 兆元人民幣，同期間信託貸款佔社會融資存量比例由 2.15% 增加到 4.23%，如圖 3-10 所示。

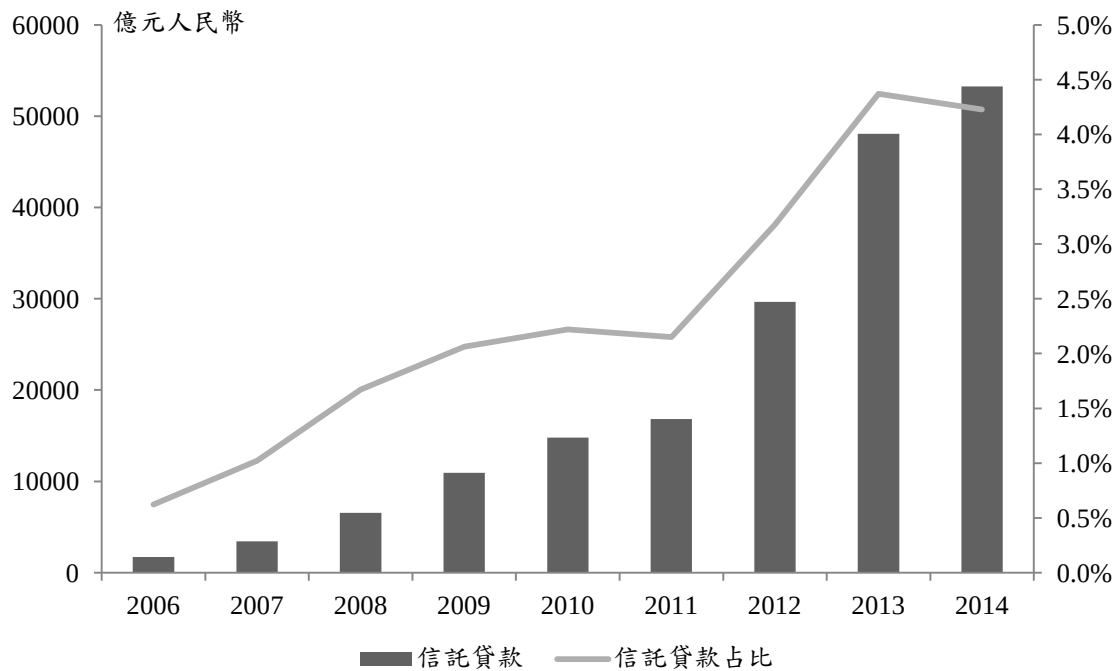


圖 3-10：信託貸款餘額及其占社會融資總量比

資料來源：大陸人民銀行

信託貸款規模迅速擴張，主要原因在於銀信合作模式的盛行。「銀信合作」即為銀行與信託公司進行合作業務，透過理財商品結合信託產品的方式，同時完成對企業的放款以及將銀行表內資產轉為表外資產，以下為銀信合作業務運行方式之簡介。

(1) 銀信合作模式

銀信合作可以分為融資類與投資類銀信合作，其中融資類銀信合作業務是由銀行向投資大眾發行理財商品，並使用籌集到的資金購買信託公司所發行的信託計畫，再由信託公司將發行信託計畫所籌到的資金，以信託貸款的方式貸放給企業，如圖 3-11 所示；而投資類銀信合作是指透過信託公司，將銀行理財資金投向債券、貨幣等金融市場的合作模式。透過銀信合作的方式，銀行可以不經由吸

收存款來貸款給企業，而變相以發行理財商品(屬表外資產)來貸款給企業，因此不需受到存貸比限制，亦不需計提風險性資產。

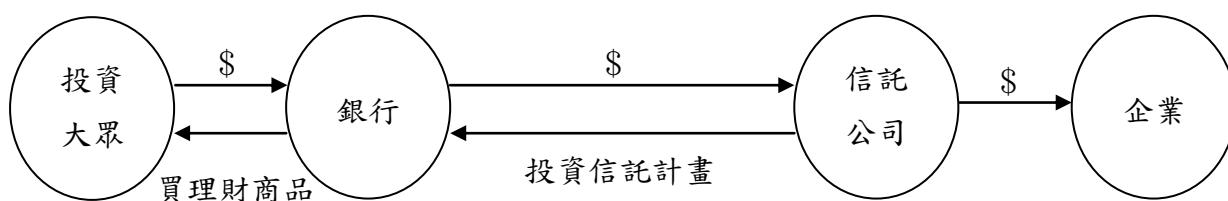


圖 3-11：銀信合作之信託貸款運作模式

(2) 第三方過橋的銀信合作模式

由於受到銀監會加強對銀信合作業務的規範，大陸商業銀行改以另一種模式來實現銀信合作業務，即第三方過橋的銀信合作模式。所謂的「第三方過橋的銀信合作模式」亦可稱為「信託受益權轉讓模式」，借助資金較為雄厚的第三方作為代墊或過帳的角色，如大型企業、國有企業、資產管理公司或金融機構。其流程如圖 3-12 所示，由第三方先向信託公司投資信託計畫，信託公司以信託貸款對企業融資，再由第三方將信託受益權轉讓予銀行理財商品，銷售給投資大眾，銀行獲得款項再資金歸還第三方，同樣完成發行理財商品對企業放貸。

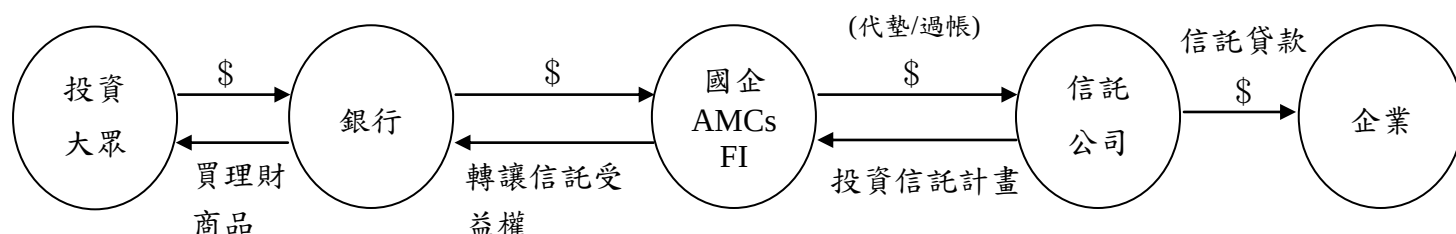


圖 3-12：第三方過橋式銀信合作業務

但銀監會已於 2011 年 6 月規定第三方過橋的銀信合作業務，一律視為銀信合作業務，受到《關於規範銀信理財合作業務有關事項的通知》與《信託公司淨資本管理辦法》規範，需計提風險資本；然而作為因應措施，商業銀行索性不在信託公司登記受益權轉讓，藉以規避監管。

(二) 其他影子銀行型態

1. 小額貸款公司

大陸的小額貸款公司之設立是為了引導民間資金流向中國的農村或較落後地區，改善其地區金融服務，2008 年 5 月《中國銀行業監督管理委員會、中國人民銀行關於小額貸款公司試點的指導意見》發布，小額貸款公司在大陸的試點全面展開。小額貸款公司是由自然人、企業法人與其他社會組織投資成立，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；主要資金來源為股東的資金、捐贈資金及來自不超過兩個銀行業金融機構的融入資金，其中單一法人、企業法人、其他社會組織及其關聯方持有的股份不得超過該公司註冊資本總額的 10%。小額貸款公司按照市場化原則經營，在為農民、農業和農村經濟發展服務的原則下，自主選擇貸款對象，發放貸款以「小額、分散」為特色，同一借款人的貸款餘額不得超過小額貸款公司資本淨額的 5%。

「小額貸款公司貸款」是指一定時期實體經濟從小額貸款公司所獲得的資金餘額。人民銀行自 2011 年第一季度起，每季公佈小額貸款公司的統計數據。根據該統計，小額貸款公司的家數從 2011 年第一季的 3,027 家增加到 2015 年第一季的 8,922 家，而貸款餘額則從 2011 年第一季的 2,407.7 億元人民幣上升至 2015 年第一季的 9,453.7 億元人民幣，增加了近三倍，如圖 3-13 所示。

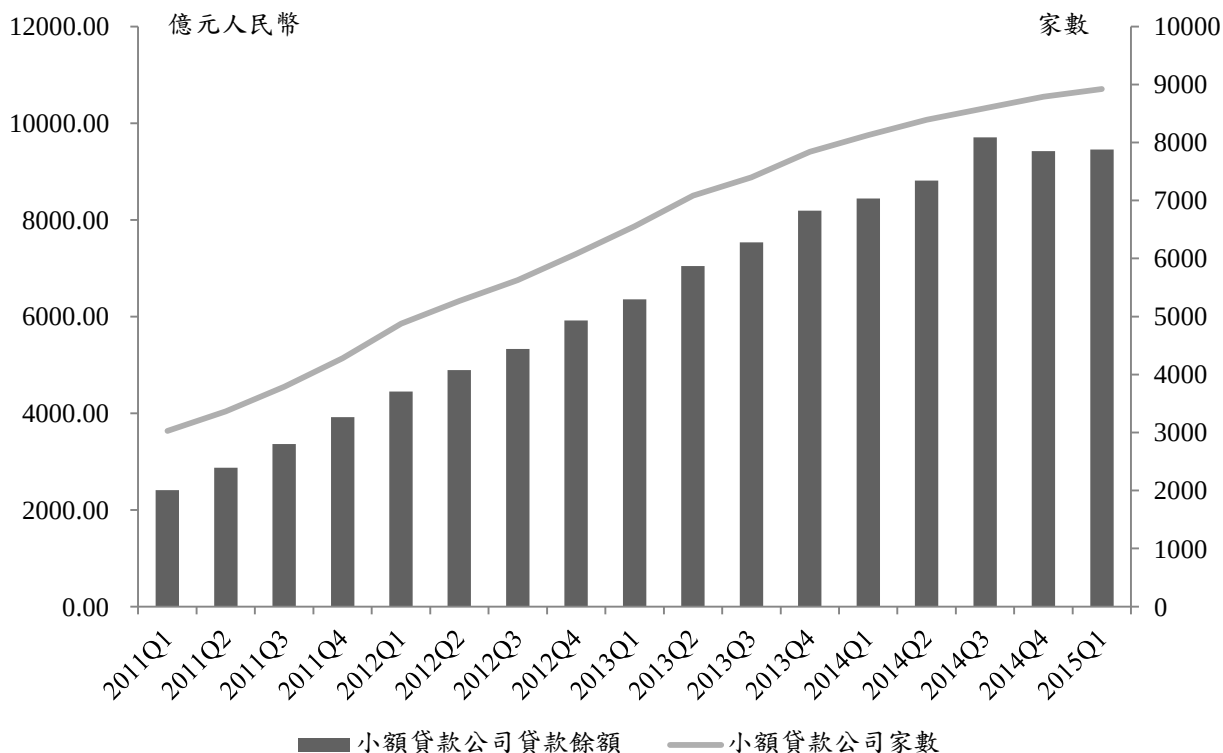


圖 3-13：小額貸款公司家數及貸款餘額

資料來源：大陸人民銀行

2. 融資租賃

大陸融資租賃業是自 1980 年開始發展，由於當時企業設備不足、資金短缺，希望藉由引進外匯資金，購買國外先進的設備以支持國內企業技術改造與設備的更新。大陸融資租賃業的發展主要可分為四個時期：(1)1981~1987 年：當時實行計劃經濟，租賃項目之決策、償還租金之擔保、融資租賃之具體管理都由各級政府負責，1987 年底對 19 家中外合資融資租賃公司的調查顯示，共引進了 17.9 億美元的資金；(2)1988~1998 年：大陸對行業進行整頓，最高人民法院指出國家機關不能擔任保證人，出現租金拖欠的問題，但在 1988 年已大致解決，10 年間共有 14 家中外合資融資租賃公司設立，並完成 46 億美元的融資租賃合約；(3)1999~2003 年：1999 年起陸續完成融資租賃法律框架的設立；(4)2004 年以後：

開放外商獨資租賃、內資融資租賃試點，並修訂《金融租賃公司管理辦法》，允許大陸境內商業銀行介入金融租賃，並陸續批准銀行成立金融租賃公司。

大陸境內的租賃業可區分為金融租賃公司與融資租賃公司兩種，兩者之差異請見表 3-2；而融資租賃公司又可分為內資試點融資租賃公司、外資融資租賃公司，業務範圍之差別請見表 3-3。

表 3-2：金融租賃與融資租賃的差異

	金融租賃	融資租賃
行業劃分	非銀行業金融機構	非金融機構企業
監管部門	銀監會	商務部
租賃標的物範圍	固定資產	權屬清晰、真實存在且能夠產生收益權的租賃物
對外開放程度	允許境內外已註冊具有獨立法人資格的商業銀行或境外已註冊具有獨立法人資格的租賃公司作為發起人	允許外資設立非金融機構的合資或獨資的融資租賃公司
業務範圍	除了融資租賃業務之外，還可吸收股東存款以及從事同業拆借等	不得從事吸收存款或同業拆借等業務

表 3-3：金融融資租賃公司、內資試點融資租賃公司、外資融資租賃公司之業務範圍

	金融融資租賃公司	內資試點融資租賃公司	外資融資租賃公司
業務範圍	◆ 融資租賃業務 ◆ 可吸收非銀行股東三個月(含)以上的定期存款 ◆ 接受承租人租賃保證金 ◆ 轉讓或受讓融資租賃資產 ◆ 經批准發行金融債券 ◆ 向金融機構借款 ◆ 同業拆借 ◆ 境外外匯借款 ◆ 租賃物品殘值變賣及處理業務	不得從事以下業務： ◆ 吸收存款或變相存款 ◆ 向承租人提供租賃向下的流動資金貸款和其他貸款 ◆ 有價證券投資、金融機構股權投資 ◆ 同業拆借業務	◆ 融資租賃業務 ◆ 租賃業務 ◆ 向國外購買租賃資產 ◆ 租賃財產的殘值處理與維修 ◆ 租賃交易諮詢與擔保 ◆ 經批准的其他業務

圖 3-18 為大陸融資租賃業行業總租賃合約餘額之統計，可看出自 2007 年到 2010 年之間，總租賃合約餘額呈現倍數成長，這是由於 2007 年銀監會頒布新《金融租賃公司管理辦法》，允許符合條件的商業銀行設立金融租賃公司，大陸融資租賃業出現了具有銀行背景的金融租賃公司，這些金融租賃公司不但具有龐大的資金實力來促進發展，更能透過其銀行的客戶管道來拓展業務。透過表 3-4 可看出新《金融租賃公司管理辦法》的效果，金融租賃公司在 2007 年後，企業數及租賃合約餘額都呈現成長的趨勢，且金融租賃公司的租賃合約餘額在 2007 年至 2010 年間成長幅度大於內資融資租賃公司及外資融資租賃公司。

然而 2010 年至 2011 年大陸融資租賃業務成長放緩，主因在於歐債危機的影響擴大，大陸實施貨幣緊縮制度，對金融租賃公司採取規模控制政策，使得融資租賃業資金來源受到影響，且規模控制對於融資租賃業超規模租賃投放的懲罰措施使企業超規模投放成本大增，限縮了大陸融資租賃業的成長。

2011 年後大陸展開了十二五規劃，透過促進傳統產業升級、新興行業崛起、擴大基礎建設、醫療改革等方式，加速大陸城鎮化、工業化，這些發展都須仰賴大量設備與固定資產的投資，因此帶動融資租賃業的發展；且隨著大陸 2012 年後貨幣政策逐漸放寬，再加上商務部發布《「十二五」期間促進融資租賃發展的指導意見》，使得大陸融資租賃業在 2011 年後進入快速發展階段，2014 年年底融資租賃業行業總租賃合約餘額達 3 兆 2000 億元人民幣。

大陸國務院於 2015 年 8 月底召開的常務會議中，確定加快融資租賃和金融租賃行業發展的措施，主要有五個方面：(1)推動扶持租賃公司本身的發展，例如：對融資租賃公司設立子公司不設最低註冊資本限制；(2)推進結構調整，透過融資租賃企業將業務轉向高端核心裝備進口、清潔能源、社會民生等領域以及支持設立面向小微企業、「三農」的租賃公司以推動大陸經濟轉型升級；(3)政府引導推動融資租賃和金融租賃的創新，推動租賃公司利用「互聯網+」服務實體經濟；(4)加大政策扶持力道及作好風險防控¹⁷。

¹⁷ 參考 2015 年 8 月 27 日，「加快發展融資租賃是金融精準支持實體經濟重要舉措」，中央政府門戶網站。

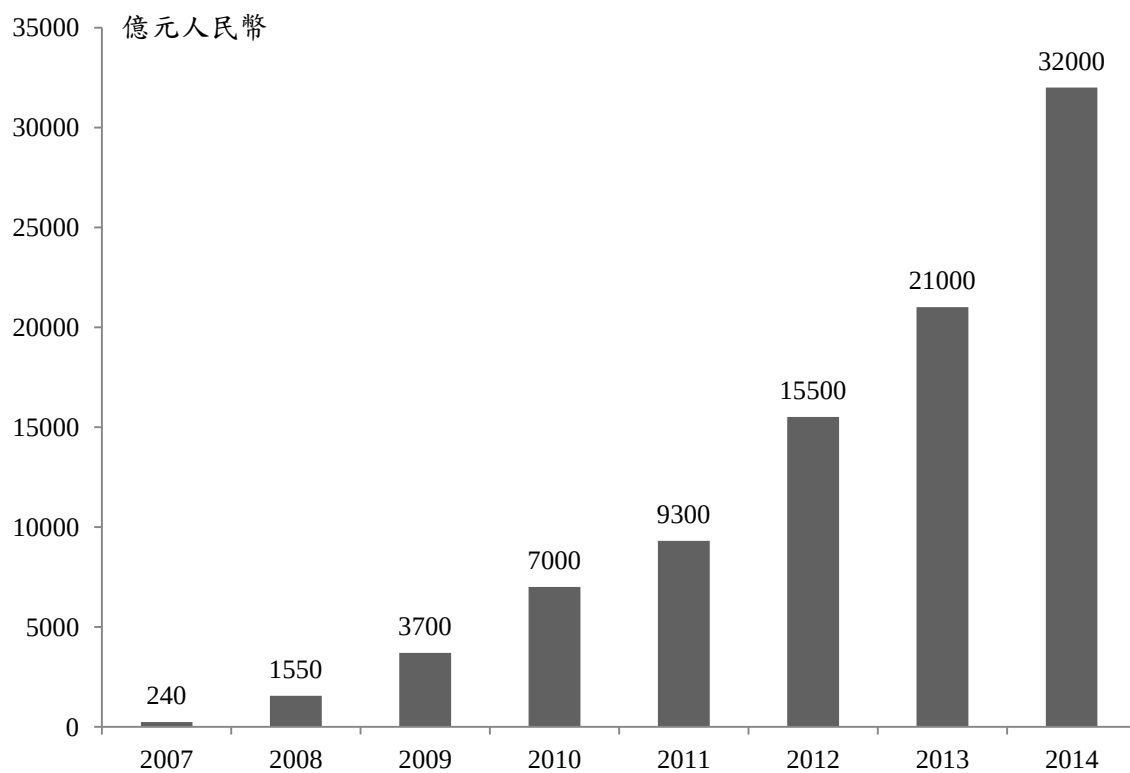


圖 3-18：大陸融資租賃業行業總租賃合約餘額

資料來源：中國租賃聯盟

表 3-4：大陸融資租賃業概況

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融租賃公司								
企業數(家)	11	13	13	17	20	20	23	30
租賃合約餘額(億元人民幣)	90	420	1700	3500	3900	6600	8600	13000
內資融資租賃公司								
企業數(家)	26	37	45	45	66	80	123	152
租賃合約餘額(億元人民幣)	100	630	1300	2200	3200	5400	6900	10000
外資融資租賃公司								
企業數(家)	56	68	90	120	210	460	880	2020
租賃合約餘額(億元人民幣)	50	500	700	1300	2200	3500	5500	9000

資料來源：中國租賃聯盟

3. 互聯網金融

「金融互聯網」把網路作為一個工具，用作於提升效率，降低成本，屬於提供金融服務方式的創新。而「互聯網金融」則是更全面的創新，從交易流量開始，到資料科技(大數據)的切入，然後再到金流、金融服務，包含：電子商務、第三方支付、金流、理財、放款，以及進化成無實體分行的網路銀行(純網銀)。例如：大陸阿里巴巴集團、騰訊集團形成的互聯網金融整體服務，再者，美國、大陸也有許多個人對個人的網路借貸平台(或稱人人貸)，而全球知名的線上交易平台 PayPal 也將於 9 月底宣佈跨足互聯網金融，對於其合作的中小企業做放款業務；

另外，純網路銀行中，美國 Discover Bank 較為成功，其是由信用卡公司轉型做網銀，集中消費金融和學生貸款。

大陸互聯網金融主要是由電子商務平台(阿里巴巴)、網路即時通訊業者(騰訊 QQ)所主導，其客戶有「數億人」，因而有基礎擴展至理財、網路借貸、純網銀。繼騰訊公司旗下的前海微眾銀行開業後，阿里巴巴的浙江網商銀行也於 2015 年 5 月上線。作為純網銀，不開設實體營業點、不營運現金業務，透過大數據平台對用戶的個人信用進行分析評估，完成存貸服務。相較於傳統銀行，純網銀的系統能夠降低帳戶管理和交易成本，處理複雜的金融業務。同樣是大陸首批純網銀，騰訊和阿里巴巴不同的主營業務，決定兩家網銀的目標客戶的不同。微眾銀行以騰訊的社群業務為基礎，為個人用戶提供消費類的信用貸款服務，主要是從衣食住行各方面的生活服務入手。網商銀行則是主要面向阿里巴巴電商平台的賣家和買家，特別是業務量較小的網店店主，為其提供融資服務。

然而觀察業務的發展，包括：資金移轉、放款業務還是透過金融機構或綁銀行金融卡，對客戶也不方便，而且「線上開戶(遠距)」人民銀行還未允許取名，因此互聯網金融要生根還有很長的路要走。

4. 網路銀行

網路(互聯網)無遠弗屆，金融亦在其中，此為數位金融的時代！愈來愈多的銀行服務可透過智慧型手機來進行，並可透過網路購物的電子商務平台而有從事金融交易，亦可能產生沒有分行的純網路銀行。

由於人們愈來愈「依賴」網路與智慧型手機，將使金融服務逐漸可透過網路來進行，如果未來人們更加「信賴」網路交易與相關技術更為便利、安全，則「金

融互聯網」將成為主軸，而傳統金融機構的分行、分公司(實體通路)的重要性將逐漸降低。

例如：許多銀行開設個人網路銀行，提供帳務查詢、轉帳、信用卡、基金、貸款、證券、外匯等服務，而客戶可透過晶片金融卡或信用卡線上申請。而金管會亦預告「線上開戶(遠距)」最快9月上路，屆時民眾要申請開戶，只要提供相關基本資料，就能直接在網路上申請，不必親自跑一趟銀行。再者，未來會有愈多的金融服務與交易將透智慧型手機或裝置的移轉支付來進行。

5. P2P 網路借貸平台

P2P 網路借貸平台是 P2P 借貸與網路借貸結合的金融服務網站，「P2P 借貸」是指 peer to peer lending，在大陸又稱為「人人貸」，「網路借貸」則是指借貸過程中，資料與資金、合約、手續等都是透過網路。P2P 網路借貸平台主要是指個人透過第三方平台，在收取一定利息的前提下，向其他個人提供小額借貸的金融模式，而第三方平台的客戶對象即為出借資金者及短期、小額貸款需求者，借款金額在數百元至 30 萬元人民幣以內，借款期限則在一年或一年以內。

大陸首次 P2P 網路借貸在 2007 年於上海登陸，之後不僅出現在北京、深圳及上海等經濟發達城市，部分二、三線城市一開始出現此類借貸模式；拍拍貸(ppdai)於 2007 年 8 月創立，是大陸首家 P2P 網路借貸平台。P2P 網路借貸平台在大陸興起後，發展出大陸特色化的 P2P 業務，像是剛性兌付、個人與企業借貸模式(P2C)、個人與類金融企業債券模式(P2B)、資產收益權受讓模式(A2P)等。Analysys 易觀智庫自 2014 年第一季度開始每季度發布《中國 P2P 網貸市場季度監測報告》，根據 2015 年第一季的數據顯示，2015 年第一季度大陸 P2P 網貸市場交易規模達 1009.3 億元人民幣，圖 3-19 為 2013 年第二季至 2015 年第一季度中國 P2P 網貸市場交易規模統計。

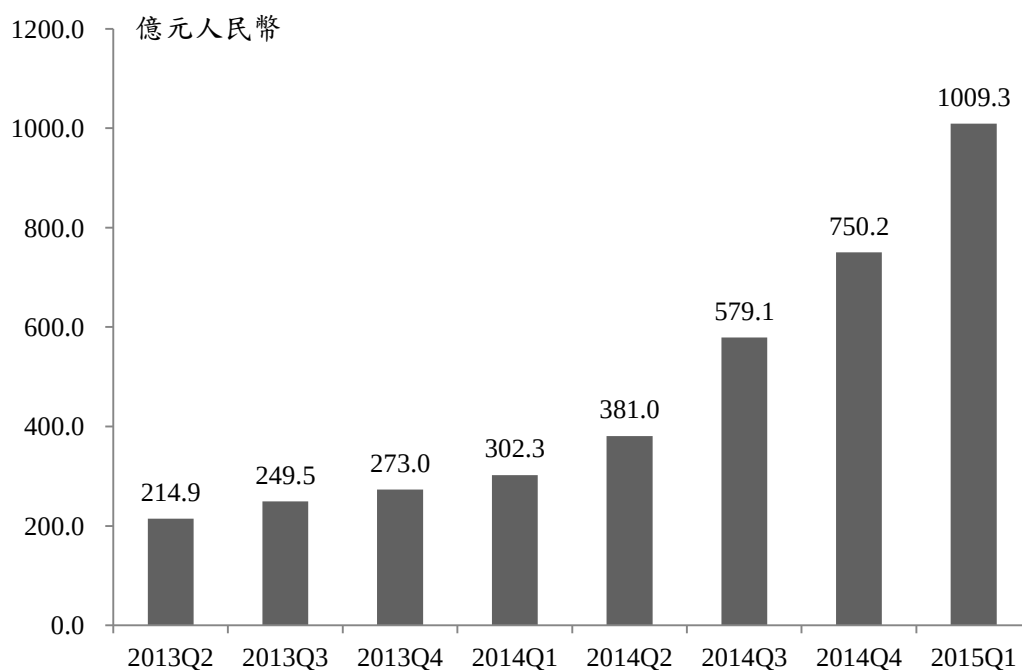


圖 3-19：中國 P2P 網貸市場交易規模

資料來源：Analysys 易觀智庫

6. 眾籌平台

「眾籌」即為大眾籌資或群眾籌資，由發起人、投資人及平台所構成，平台連結贊助者與提案者，是一種個人或小企業透過平台向大眾籌集資金的一種項目融資方式。眾籌與 P2P 的區別在於投資人獲得報酬方式的不同：眾籌之報酬以產品和服務為主，P2P 則是以利息收益為主。

大陸第一家眾籌平台為「點名時間」，成立於 2011 年 5 月，2011 年 7 月上線至 2012 年底共有 6,000 多個提案項目、600 多個項目上線。除了點名時間，還有隸屬於網信金融集團之「眾籌網」，其為項目發起人提供籌資、投資、孵化及營運一站式綜合眾籌服務。而隸屬於深圳市網籌互聯網金融服務有限公司之「眾籌之家」於 2014 年 7 月上線，以投資人需求為核心、提供股權眾籌資訊。

7. 餘額寶

大陸國務院發布的《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(107 號文)將新型網絡金融公司納入影子銀行中，而目前最為廣泛討論的新型網絡金融即為阿里巴巴旗下的餘額寶。2013 年 6 月第三方支付平台支付寶所推出的餘額增值服務—「餘額寶」，是將基金公司的基金直銷系統內置到支付寶網站中，當客戶將錢從支付寶帳戶轉入餘額寶，支付寶和基金公司透過系統的對接將一站式為用戶完成基金開戶、基金購買等過程。客戶實際上就是購買了由天弘基金公司提供的「天弘餘額寶貨幣市場基金」，將獲得「收益」而非「利息」，而用戶如果選擇使用餘額寶內的資金在淘寶、天貓網站進行購物支付，則相當於贖回貨幣基金。餘額寶的資金運作流程如圖 3-20 所示。

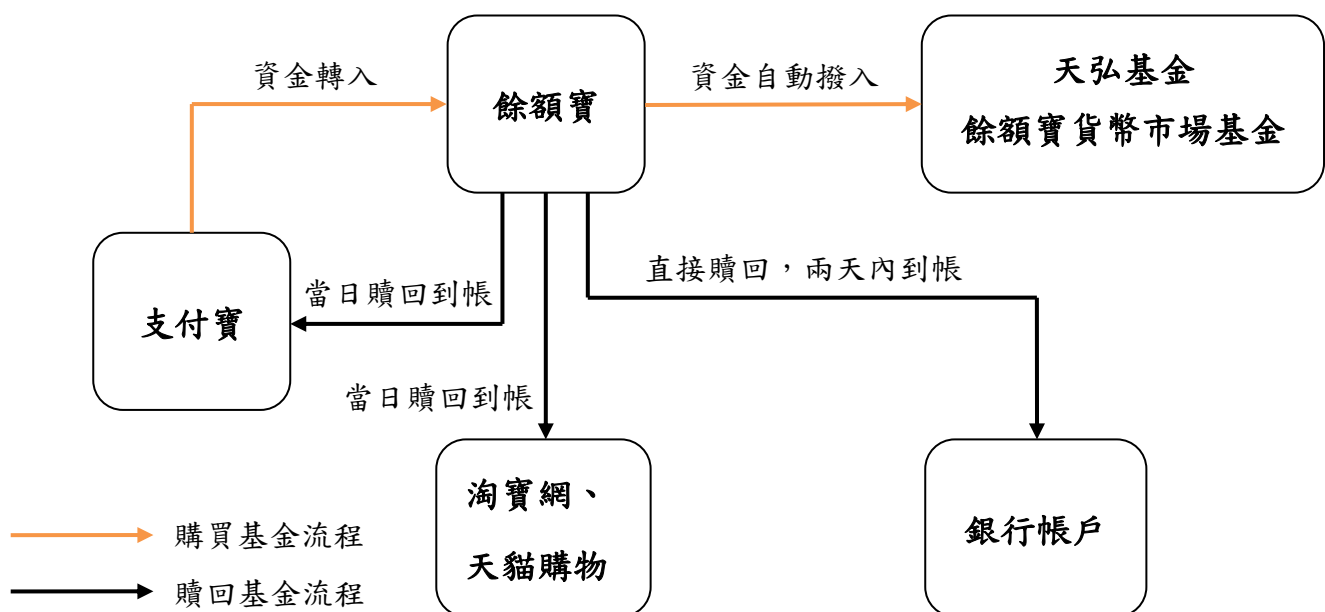


圖 3-20：餘額寶資金運作流程

資料來源：財新網

由於 2015 年第二季度大陸 A 股牛市頻傳，餘額寶規模萎縮，根據天弘基金所公佈的天弘餘額寶貨幣市場基金 2015 年第二季度報告，2015 年 6 月 30 日該基金資產淨值約為 6,133.8 億元人民幣，比 2015 年第一季底時萎縮 977.43 億元，

減幅 13.74%，圖 3-21 為餘額寶各季季底的資產淨值規模。而由於 2015 年以來人民銀行持續降息，使得網路理財產品的收益率普遍下滑，圖 3-22 則為天弘餘額寶貨幣市場基金自 2013 年 5 月 29 日推出後的每日萬份收益及七天年化收益率走勢圖。

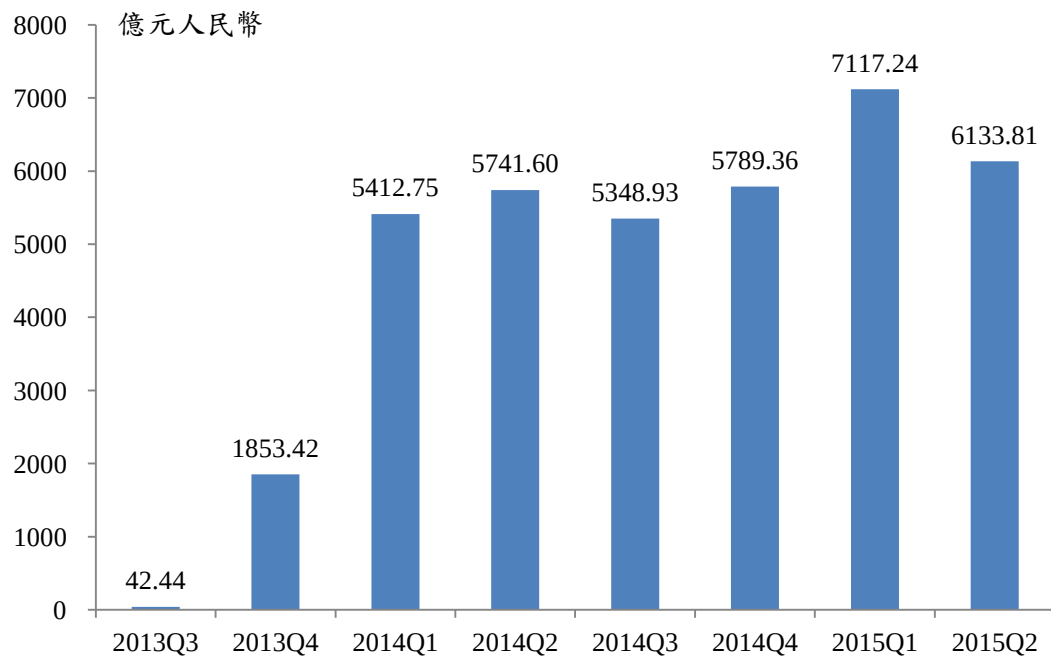


圖 3-21：餘額寶各季底資產淨值

資料來源：天弘餘額寶貨幣市場基金各季度報告

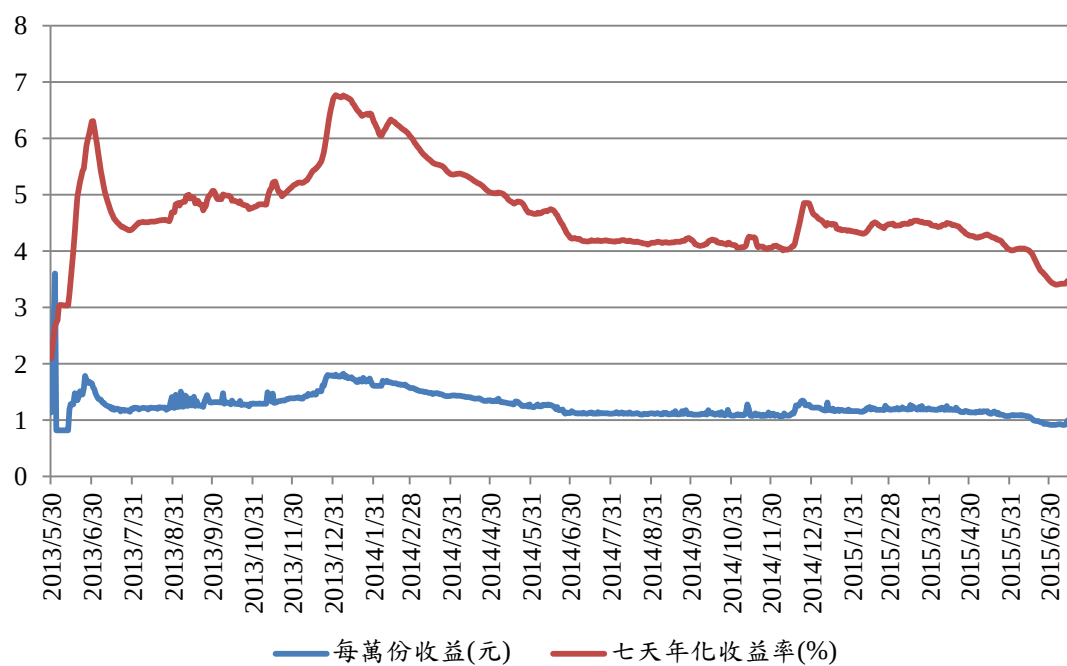


圖 3-22：餘額寶每萬份收益及七天年化收益率

資料來源：天弘餘額寶貨幣市場基金各季度報告

第四章 影子銀行對大陸的影響

一、對總體流動性的影響

從圖 4-1 及圖 4-2 可看出社會融資總量同比增速和 M2 同比增速之間的差距，使得 M2 愈來愈難以代表全社會的信用總量。

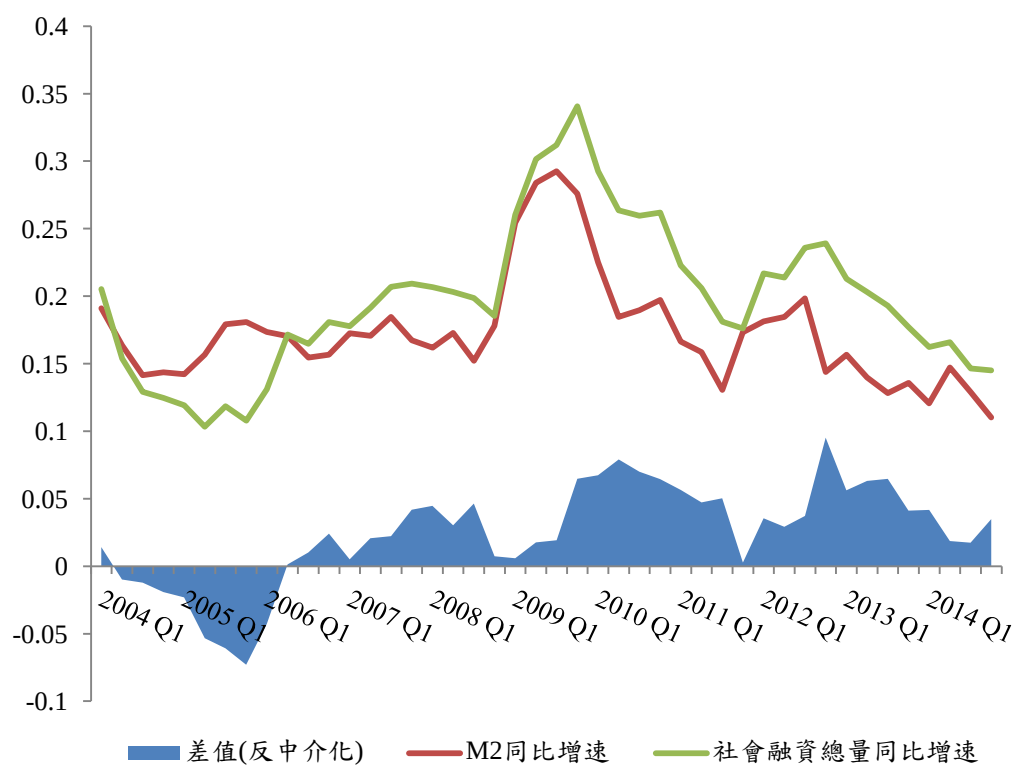


圖 4-1：社會融資總量與 M2 累計同比增速

資料來源：大陸人民銀行



圖 4-2：人民幣貸款餘額及其同比增長率

資料來源：大陸人民銀行

影子銀行體系對總體流動性的影響主要歸結為以下三點：(1)規避存貸比的約束，實現信用創造：影子銀行體系的存在可以在實現同樣信用擴張的基礎上，有效降低商業銀行的貸存比率；在現實操作中，表現為商業銀行為規避貸存比約束等，透過同業代付，或從一級市場購買債券等管道，一方面實現了信用創造、一方面降低了貸存比率。(2) M2 指標的指示性作用顯著下降：影子銀行體系在沒有進行類商業銀行「貸款－存款」貨幣擴張過程時，全社會的貨幣供給量指標是不受任何影響的；一旦影子銀行體系出現了類商業銀行貨幣擴張的信用擴張過程，一定會面臨的情況是，整個社會的流動性創造規模大幅高於以前與貨幣供給規模顯著下降同時存在，此時 M2 指標的指示性作用將顯著下降。(3) 整體社會系統性風險增加：由於沒有類似法定存款準備金、貸存比率等條件的約束，理論上而言，影子銀行體系可以通過類似「貸款－存款」貨幣創造過程，無限制的進行信用擴張；即便考慮到影子銀行在加槓桿的過程中需要考慮留存權益資金以及部分的現金漏損，影子銀行的擴張能力也是非常大的，如果不加約束會導致整個社會

的系統性風險大幅上升。

二、大陸影子銀行的風險

(一) 金融機構期限錯配

大陸影子銀行體系面臨的一大風險是資產方與負債方的期限錯配。由於商業銀行之間的競爭及為規避監管機構對於存貸比等的規範，導致影子銀行產品呈現出短期化趨勢。然而大陸影子銀行理財產品期限短的特性卻大幅推升了大陸金融機構的流動性風險，例如：保險業必須負擔長期保單費用，卻從事短期的影子銀行投資，期限錯配造成保險業流動性風險增加。

從銀行發行的理財商品期間結構來看，1-3 個月期的商品佔總發行理財商品的比率在 2012 年高達 60.2%，相較 2006 年時此比率僅 15.7%，而 1-2 年期的理財商品卻從 2006 年的 14.3%大幅降至 2012 年 1.0%，請參考表 4-2¹⁸。根據人民銀行 2014 年之大陸整體金融機構(包含人民銀行、銀行、信用社、財務公司、信託投資公司、租賃公司和汽車金融公司)本外幣信貸收支結構來看(見表 4-3)，大陸境內各項貸款佔金融機構總資產約 80%，其中各部門(含住戶及非金融企業)中長貸款佔總貸款 57%，而各部門中長期存款佔總存款 63%。雖然短期貸款仍較中長期貸款少，但是中長期貸款佔總貸款比率低於中長期存款佔總存款比率約 6%，可見大陸金融機構存在借長貸短的期間錯配問題。

¹⁸ 參考 2014 年 11 月 17 日，「從影子銀行視角看我國金融體制改革探索」，中國論文網；張明，2013 年 4 月 25 日，「中國式影子銀行：界定、成因、風險與對策」，大陸社會科學院。

表 4-2：大陸銀行理財產品的期限結構

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 個月以內	2.6%	1.7%	13.7%	24.0%	31.0%	36.6%	5.0%
1 至 3 個月	15.7%	19.8%	27.4%	26.8%	30.0%	30.2%	60.2%
3 至 6 個月	35.4%	23.2%	26.1%	22.5%	18.1%	18.9%	21.9%
6 至 12 個月	29.8%	27.5%	22.0%	21.0%	17.8%	11.9%	10.0%
12 至 24 個月	14.3%	18.8%	5.5%	3.3%	2.0%	1.5%	1.0%
24 個月以上	1.9%	5.6%	2.4%	1.9%	0.6%	0.4%	0.3%
其他	0.3%	3.3%	2.8%	0.6%	0.5%	0.6%	1.7%
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

資料來源：張明，2013 年 4 月 25 日，「中國式影子銀行：界定、成因、風險與對策」，中國社會科學院。

表 4-3：大陸金融機構整體本外幣信貸收支表

(兆元人民幣)	2011 年	2014 年
境內各部門貸款	57.09	84.95
短期	23.26	36.56
中長期	33.83	48.39
境內各部門存款*	66.59	90.73
短期	28.50	33.51
中長期	38.09	57.22

*境內各部門存款排除機關團體存款、財政性存款、其他存款、非居民存款。

資料來源：金融統計數據報告，大陸人民銀行。

(二) 保險業影子銀行投資規模大增

根據保險監督管理委員會的統計數據，截至 2014 年 6 月底，大陸保險公司的信託產品投資規模達到 2,805 億元人民幣，2014 年上半年增長 95%；其中以中國太平洋人壽保險、太平人壽保險及杜邦財產人壽保險規模增加最快，在 2014 年上半年信託產品投資規模至少擴增了 4 倍以上。

雖然保監會在 2014 年 10 月頒布新法，增加對保險業的投資限制，試圖遏制保險業對信託產品的投資增速，然而同月保監會卻又開放允許保險業將投連險(投資型保險)保費投資於非標準金融產品(影子銀行商品)，這將促成銀保合作的影子銀行業務開展。儘管銀行對房地產業的貸放受到政府限制，但也能透過包裝投連險發行理財商品的方式，自行鬆綁政府管制將資金投資到房地產業，且由於保險業雄厚的資金實力，增強產品隱性擔保的分擔責任。保險業的信託資產投資中，超過半數資金(51%)流向房地產與基礎建設產業，隨著房地產業景氣退燒，將造成信託產品違約的風險增加。

(三) 資產管理公司推升影子銀行風險

里昂證券 2014 年的一份報告指出，資產管理公司從事影子銀行放貸的規模已經遠超過處理不良貸款的規模，不僅與其創立目的(處理銀行不良債權)相違背，還推升金融市場風險。根據里昂證券之調查，信達資產管理公司的影子銀行信貸業務從 2011 年 97 億元人民幣增長到近期的 1,580 億元人民幣，近乎大陸不良貸款業務的 7 倍；由於有利可圖，信達資產管理公司以 3%基準利率向銀行貸款，再以平均 12.2%的高利率將銀行貸款轉借給缺錢企業，獲取相當高的報酬。

除此之外，資產管理公司也受大陸政府委託處理影子銀行違約事件，堅定政府對影子銀行的隱性擔保，例如：華融資產管理公司在 2014 年初出資解決山西省一個價值 13 億元人民幣的信託產品，而長城資產管理公司在 2014 年 10 月也

替政府所有的朝日太陽能公司發行的債券提供擔保。

(四) 信用違約風險

大陸的影子銀行發行之相關產品收益率普遍較高，而一旦投資標的出現問題，不能提供如此高的報酬率，就可能出現信用違約風險。而工商企業、基礎企業與房地產業，這三個大陸影子銀行資金運用最集中的三個領域都面臨著一定的問題：工商企業面臨其產能過剩，產能過剩會導致企業利潤率下滑，若企業無法按時還本付息，將進而導致影子銀行相關產品的違約；基礎企業的利用率不足，將使進行基礎設施投資的企業(通常為地方融資平台)可能難以按時還本付息，導至影子銀行相關商品的違約。

而就房地產而言，按歷年慣例，大陸在每年 9 月與 10 月是房地產業銷售的旺季，俗稱「金九銀十」，然而 2014 年大陸房地產業出現降溫現象，房地產投資(排除與房地產相關行業，如家具製造業、建造業)就佔了大陸 GDP 的 16.4%，故若房地產景氣未回升，勢必顯著影響大陸 GDP 增長，並且引發愈來愈多企業違約案件爆發。

(五) 企業投資供過於求

根據高盛證券研究總監之研究，大陸各部門槓桿率十分不平均，民眾債務佔 GDP 比率僅 23%、中央政府債務佔 GDP 比 24%、所有企業與地方政府融資平台債務合計佔 GDP 156%；原因在於大陸銀行提供給民眾的個人房屋抵押貸款的信貸業務仍不多，而影子銀行的貸款資金又全數流向企業。企業投資增長率過去幾年平均而言為 20%，而民眾個人貸款(含消費與房屋抵押貸款)平均增長率為 10%，投資供給大於消費需求，使得大陸 GDP 增長速度趨緩，且企業槓桿因為影子銀行而快速增加，但獲利能力卻下降。

三、大陸影子銀行之監理與規範

(一)《關於規範金融機構同業業務的通知》(127 號文)

2012 年以來，大陸銀行表內非標¹⁹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。因此在 2014 年 5 月 16 日，一行三會和外匯局聯合發佈了《關於規範金融機構同業業務的通知》(127 號文)，全文共 18 條，對金融機構業務作進一步較為具體和詳細的規範，逐項界定並規範同業拆借、同業存款、同業借款、同業代付、買入返售(賣出回購)等同業投融資業務。該文的影響主要在兩個方面：(1)約束了銀行以同業方式存在的表外信貸市場；(2)有利於將表外的影子銀行融資，從非標市場轉到正常、標準的市場。以下介紹 127 號文中較重要的第 3 條、第 5 條、第 7 條以及第 14 條：

1. 第 3 條—同業存款、同業借款

「同業存款業務是指金融機構之間的同業資金存入與存出業務，其中資金存入方僅為具有吸收存款資格的金融機構。同業存款業務按照期限、業務關係和用途分為結算性同業存款和非結算性同業存款。同業存款相關款項在同業存放和存放同業會計科目核算。

同業借款是指現行法律法規賦予此項業務範圍的金融機構開展的同業資金借出和借入業務。同業借款相關款項在拆出和拆入資金會計科目核算。」

此條對同業存款進行了劃分，分為結算性同業存款和非結算性同業存款，可能為日後對非銀行對銀行金融機構的同業存款繳法定存款準備金奠定了一定的基礎，即未來非銀行對銀行的非結算性同業存款有可能被納入繳法定存款準備金的範圍，但繳法定存款準備金後，這些同業存款也可能可以算入存貸比當中，從

¹⁹ 非屬銀行的標準化資產業務，如信託收益權、附買回合約等。

而緩解銀行的存貸比壓力。

2. 第 5 條—買入返售(賣出回購)

「買入返售(賣出回購)是指兩家金融機構之間按照協議約定先買入(賣出)金融資產，再按約定價格於到期日將該項金融資產返售(回購)的資金融通行為。買入返售(賣出回購)相關款項在買入返售(賣出回購)金融資產會計科目核算。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。

買入返售(賣出回購)業務項下的金融資產應當為銀行承兌匯票，債券、央票等在銀行間市場、證券交易所交易的具有合理公允價值和較高流動性的金融資產。賣出回購方不得將業務項下的金融資產從資產負債表轉出。」

以往買入返售項下的非標準產品標的主要是信託受益權，但按照該規定，流動性較低的金融資產不能作為買入返售的標的，因此第五條限制了這種傳統類型的非標業務。

3. 第 7 條—買入返售(賣出回購)、同業投資業務

「金融機構開展買入返售(賣出回購)和同業投資業務，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，國家另有規定的除外。」

該條也明顯約束了非標業務的擴張，因為銀行的非標業務主要是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。

4. 第 14 條

「單家商業銀行對單一金融機構法人的不含結算性同業存款²⁰的同業融出資金，

²⁰ 按照「178 號文」的規定，同業銀行結算賬戶按照用途分為結算性和投融資性兩類。前者是指

扣除風險權重為零的資產後的淨額，不得超過該銀行一級資本的 50%。其中，一級資本、風險權重為零的資產按照《商業銀行資本管理辦法（試行）》（中國銀行業監督管理委員會令 2012 年第 1 號發佈）的有關要求計算。單家商業銀行同業融入資金餘額不得超過該銀行負債總額的三分之一，農村信用社省聯社、省內二級法人社及村鎮銀行暫不執行。」

該條對銀行同業資金存出規模也進行了約束。不過根據該比例，約束還不算很嚴厲。

（二）《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(107 號文)²¹

為有效防範影子銀行風險，引導其健康發展，大陸國務院發布 107 號文，此通知法規主要為針對影子銀行體系提出概略性和準則性的規範和監理方向，並非全盤扼殺影子銀行，而是對其提出了更高規範的要求，表示大陸監管層對影子銀行的態度重在規範而非打擊。該文分為五大部分，分別為：正確把握影子銀行的發展與監管、進一步落實責任分工、著立完善監管制度和辦法、切實做好風險防控以及加快健全配套措施。

107 號文是首次在官方層面確立影子銀行的概念，包含以下三類：(1)不持有金融牌照、存在監管不足的信用中介機構，包括新型網絡金融公司、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、資產證券化以及部分理財業務等。確立了影子銀行的概念，將會使影子銀行更為透明化，有利於影子銀行規模的計算，便於監管層掌握整個金融體系的風險。

用於代理現金繳費、代理支付結算等支付結算業務的帳戶；後者是指用於同業存款(結算性存款除外)、同業借款、買入返售(賣出回購)、同業投資等融資和投資業務的帳戶。

²¹ 參考黃美杰，2014 年 1 月 25 日，「《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》的原文解」。

此外，107 號文闡明了「誰批設機構誰負責風險處置」的原則，落實對各類影子銀行的監督管理責任。已經有明確法定監督管理部門者，由相關部門按照法定職責分工分別實施統一監督管理，而其中各類金融機構理財業務，由大陸國務院監管部門依照法定職責表內外業務並重的原則加強監督管理，此將限制影子銀行表外融資的擴張。

在第三部分，107 號文提出了兩個原則：「分業經營、分業監管」及「業務規模與風險承擔能力相適應」，旨在加強市場主體監管，並督促相關機構建立內部控制、風險處置制度及風險隔離機制。在此部分，107 號文亦提出了對於發展金融機構理財業務、金融交叉產品和業務合作行為、管理民間融資業務、網絡金融活動以及發展私募投資基金業務的相關規範，並說明將加快推動信託公司業務轉型以及穩健發展融資性擔保業務。

四、 綜合評述

(一) 大陸經濟發展

大陸的經濟成長速度自 2010 年起開始放緩，2014 年的經濟成長率為 7.4%，為近 24 年來最低紀錄，且 2015 年第一季經濟成長率僅 7.1%，較 2014 年第四季的 7.3% 更低，如圖 4-3 所示；但是，7% 左右的成長率仍是全球最快速的經濟成長，大陸仍是世界經濟成長的重要引擎。

然而，根據中國國家統計局於 2015 年 4 月 10 日公佈的數據顯示，2015 年 3 月份消費者物價指數(CPI)年增率為 1.4%，通膨水準仍未達兩會訂定目標控制的 3%，且 2015 年 3 月份 CPI 月增率出現負成長，為 -0.5%，通貨膨脹率仍維持在低檔，如圖 4-4 所示；此外，生產者物價指數(PPI)已連續 37 個月呈現負成長，其自 2014 年 7 月開始跌幅持續擴大，2015 年 2 月降幅達 4.8%，如圖 4-5 所示，而 3 月 PPI 降幅減少可能是因為國際大宗商品價格回穩。而根據以上數據，隨著

大陸經濟成長減緩，通貨膨脹率亦逐漸下降，而影子銀行信用風險持續上升，若未來情況惡化，恐透過傳染效應衝擊銀行資產品質，並加重經濟下滑風險。

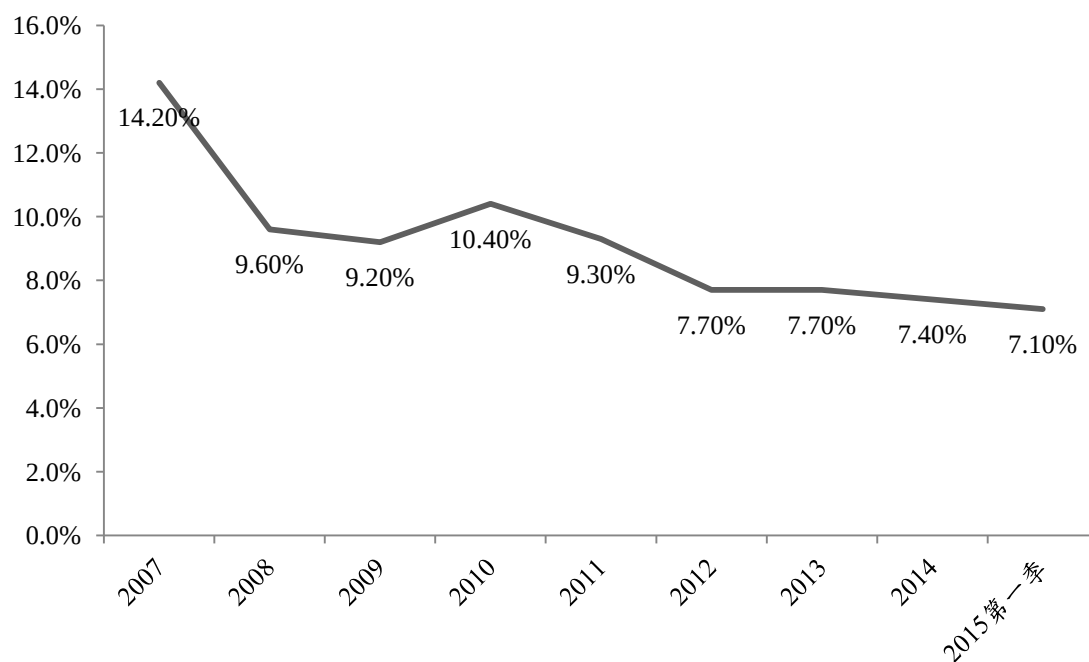


圖 4-3：大陸經濟成長率

資料來源：TEJ 臺灣經濟新報資料庫

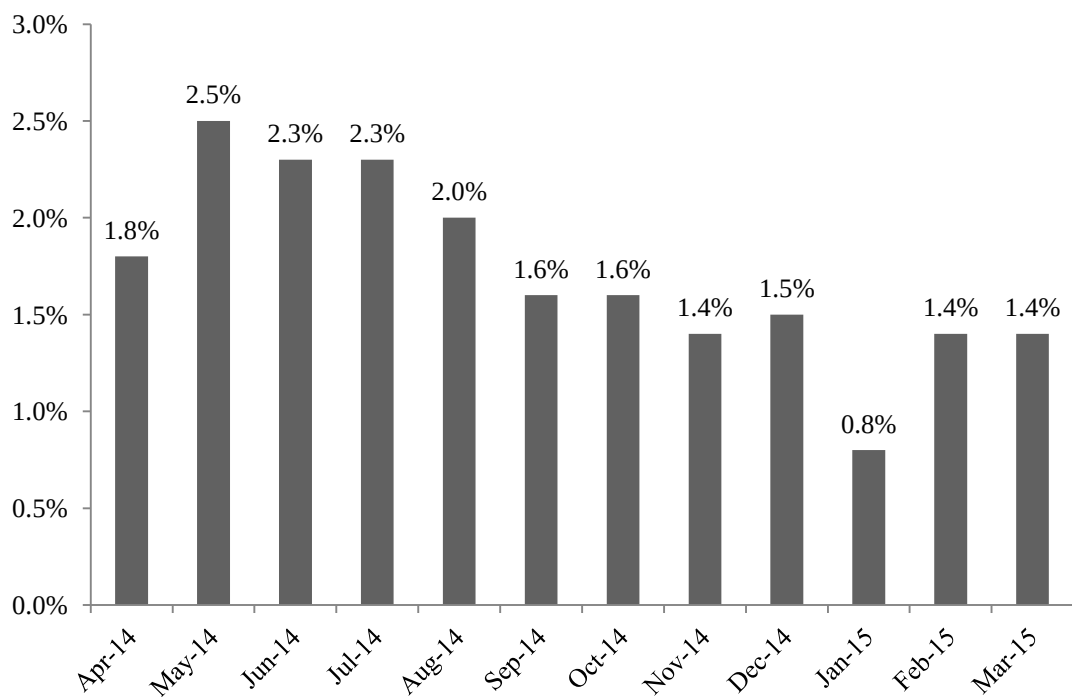


圖 4-4：大陸 CPI 成長率

資料來源：Trading Economics

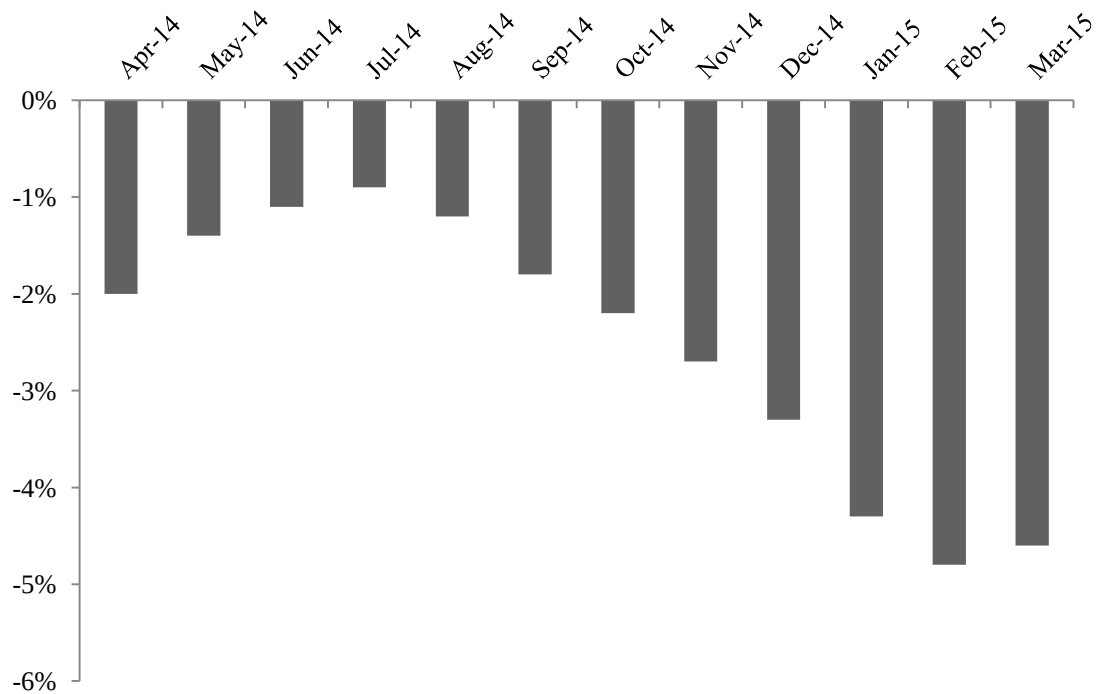


圖 4-5：大陸 PPI 成長率

資料來源：Trading Economics

(二) 大陸貨幣政策

在貨幣政策方面，自 2014 年底以來，人民銀行宣布了一連串的貨幣寬鬆政策，至 2015 年 6 月底共宣布了四次下調人民幣貸款及存款基準利率，並擴大存款利率浮動區間，亦三次調降各類金融機構人民幣存款準備率，詳見表 4-4。由於大陸實體經濟的有效融資需求疲弱，大陸 M2 增速放緩，2015 年 4 月底下滑至歷史低點 10.1%，因此人民銀行持續透過降準、降利率等貨幣政策工具為市場注入流動性，引導實體經濟進一步降低融資成本、帶動總需求，2015 年 6 月底 M2 年增率回升至 11.8%。雖然大陸已實施一連串的貨幣寬鬆政策，大陸經濟成長放緩且仍然面臨著通貨緊縮的風險，而貨幣政策仍尚有可操作空間，因此預期未來人民銀行仍將繼續維持其貨幣寬鬆政策。大陸的寬鬆貨幣政策將可促進資本市場發展、擴大企業融資管道，紓解影子銀行所帶來的金融問題。

大陸國務院在 2015 年 6 月 24 日通過《中華人民共和國商業銀行法修正案(草案)》，刪除存貸比不得超過 75% 的規定，並將存貸比由法定監管指標轉為流動性監測指標。因此銀監會在 2015 年 6 月 30 日宣布自 7 月 1 日起，大陸商業銀行的存貸比計算方式進行調整，分子(即貸款)將扣減支農再貸款、小微企業貸款專項金融債、「三農」專項金融債對應貸款等，銀行對企業、個人發行的金額可轉讓存單，以及外資法人銀行吸收的境外母行一年期以上存放淨額，將計入存貸比分母(存款)計算範圍，此政策將有助增強中國金融機構擴大農村、農業、農民等「三農」及小微企業(中小企業)等的貸款能力，拉高市場資金供給水位。放鬆存貸比意味著較寬鬆的信貸政策，可增加銀行的資金供給，穩定經濟成長，以抵銷經濟下滑的壓力。過去嚴格的存貸比限制及信貸政策，使得為規避監管者發展出影子銀行業務，影子銀行業務的快速成長隱含了期限錯配、信用違約等問題，暗藏系統性風險；當存貸比管制取消，影子銀行存在的價值降低，影子銀行業務可能慢慢萎縮。

表 4-4：大陸貨幣寬鬆政策(2014 年底至 2015 年 6 月底)

時間	貨幣政策
2014.11.22	● 下調金融機構人民幣貸款利率 0.4%及存款基準利率 0.25% ● 擴大存款利率浮動區間，上限由存款基準利率的 1.1 倍調整為 1.2 倍
2015.02.05	● 下調金融機構人民幣存款準備率 0.5% ● 對小微企業貸款占比達到定向降准標準的城市商業銀行、非縣域農村商業銀行額外降低人民幣存款準備金率 0.5% ● 對中國農業發展銀行額外降低人民幣存款準備金率 4%
2015.03.01	● 下調金融機構人民幣貸款及存款基準利率各 0.25% ● 擴大存款利率浮動區間，上限由存款基準利率的 1.2 倍調整為 1.3 倍
2015.04.20	● 下調各類存款類金融機構人民幣存款準備金率 1% ● 對農信社、村鎮銀行等農村金融機構額外降低人民幣存款準備金率 1% ● 對中國農業發展銀行額外降低人民幣存款準備金率 2% ● 對符合審慎經營要求且“三農”或小微企業貸款達到一定比例的國有銀行和股份制商業銀行可執行較同類機構法定水準低 0.5%的存款準備金率
2015.05.11	● 下調金融機構人民幣貸款及存款基準利率各 0.25% ● 擴大存款利率浮動區間，上限由存款基準利率的 1.3 倍調整為 1.5 倍
2015.06.28	● 下調金融機構人民幣貸款及存款基準利率各 0.25% ● 對“三農”貸款占比達到定向降准標準的城市商業銀行、非縣域農村商業銀行降低存款準備金率 0.5% ● 對“三農”或小微企業貸款達到定向降准標準的國有大型商業銀行、股份制商業銀行、外資銀行降低存款準備金率 0.5% ● 降低財務公司存款準備金率 3%

資料來源：大陸人民銀行

(三) 地方政府融資平台

地方政府融資平台的建立，起因於大陸政府在 1994 年的「分稅制」改革，重新劃分其中央與地方稅，地方部分稅收項目收歸中央政府，使得地方稅收入縮減；此外，1995 年頒布的《預算法》禁止地方政府發行債券，且《擔保法》也明令地方政府不得對外提供擔保，以致地方政府融資管道大幅被限縮，需藉由出讓土地等資產及成立地方政府融資平台來支持地方的投資與建設，達成政府政策指標(如保增長、擴內需政策)及公用事業支出。

2008 年全球金融危機發生後，大陸政府於該年 11 月推出 4 兆人民幣振興經濟方案，並要求地方政府配合推動公共建設；然而建設財源須由地方政府自行籌措，而由於上述相關法令的限制，地方政府遂成立融資平台為其籌資管道。地方政府融資平台主要有四點特色：(1)由地方政府主導並具有主控權；(2)資金主要來源為銀行借款，約占其財源 80%；(3)由地方政府提供債務保證；(4)資金主要用途為基礎建設或政府投資項目。地方政府融資平台並可分為直接與間接金融方式，前者指發行城投債，後者則為銀行借款，而大陸地方政府融資平台多以城市投資建設公司(即城投公司)、專業投融资公司等形式表現，名為企業借款，實為地方政府繞過法律規範借款，致使地方舉債水準不斷衝高²²。

據中國審計署於 2010 年及 2013 年兩次的全國政府性債務審查，至 2013 年 6 月底，各級政府債務總額約為 20.7 兆元人民幣，其中地方政府債務較中央政府債務多，2010 年及 2013 年分別佔總債務 52.6%及 47.4%。地方政府債務中，地方政府負有償還責任的規模約 10.9 兆元人民幣，負擔保責任者約 2.7 兆人民幣，可能承擔一定救助責任者達 4.3 兆元人民幣。地方政府債務從 2010 年至 2013 年 6 月增長了 66.9%，平均年增率 (26.77%) 遠大於 GDP 成長率，如表 4-5 所示；

²² 參考吳明澤，2014 年 4 月 24 日，「大陸地方債的潛在危機分析」，國際經濟情勢雙週報，第 1803 期；盧世勳，「後金融危機以來大陸銀行業面臨之問題」，國際金融參考資料第 61 輯。

並且，地方政府透過地方政府融資平台融資的比例最高(佔總地方政府債務38.96%)，其次為政府部門和機構(佔22.69%)，如表4-6所示。從圖4-6可觀察到，銀行貸款是地方政府最主要的舉債資金來源，佔超過半數即56.55%，使得銀行貸款資產品質受到地方經濟景氣影響甚大；而地方舉債資金用途主要在市政建設與交通運輸設施建設，合計佔59%(如圖4-7所示)。從表4-7可看出，2014至2015年仍為地方政府債務還款的高峰期，兩年合計佔38.96%。

表 4-5：大陸地方政府債務規模(2010 年及 2013 年 6 月底)

項目	2010年 (億元人民幣)	比重 (%)	2013年6月底 (億元人民幣)	比重 (%)	平均年增率 (%)
政府負有償還責任	67,109.51	62.62	108,859.17	60.85	24.88
政府負有擔保責任	23,369.74	21.81	26,655.77	14.90	5.62
政府可能承擔一定救助責任	16,695.66	15.58	43,393.72	24.25	63.96
總計	107,174.91	100.00	178,908.66	100.00	26.77

資料來源：吳明澤，2014 年 4 月 24 日，「大陸地方債的潛在危機分析」，國際經濟情勢雙週報第 1803 期

表 4-6：2013 年 6 月底大陸地方政府債務之舉債主體 (單位：%)

	政府負有 償還責任	政府負有 擔保責任	政府可能承擔 一定救助責任	總計
融資平台	22.78	4.94	11.24	38.96
政府部門和機構	17.28	5.41	0.00	22.69
經費補助事業單位	9.93	0.58	2.88	13.39
國有獨資或控股企業	6.46	3.22	7.85	17.53
自收自支事業單位	1.94	0.21	1.22	3.37
其他單位	1.77	0.46	0.00	2.23
公用事業單位	0.69	0.08	1.06	1.83

資料來源：2013 年 12 月 30 日，「全國政府性債務審計結果」，大陸審計署。

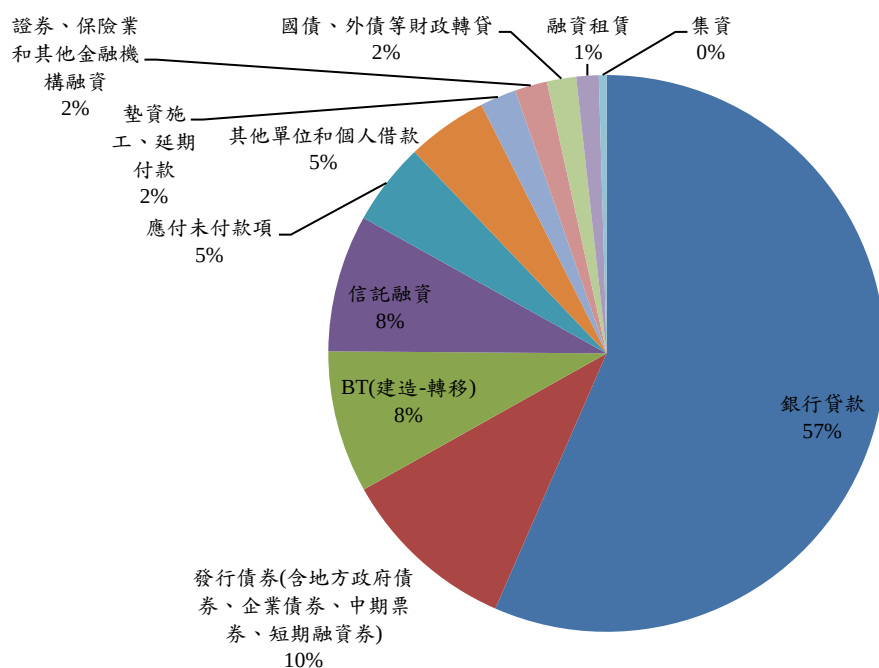


圖 4-6：2013 年 6 月底地方政府債務舉債資金來源

資料來源：2013 年 12 月 30 日，「全國政府性債務審計結果」，大陸審計署。

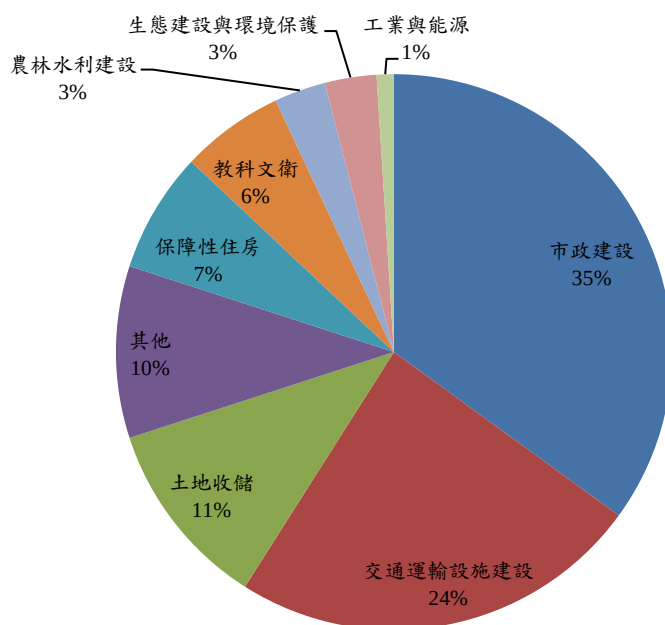


圖 4-7：2013 年 6 月底地方政府債券資金投向

資料來源：2013 年 12 月 30 日，「全國政府性債務審計結果」，大陸審計署。

表 4-7：2013 年 6 月底大陸地方政府債務到期時間表

時間	政府負有償還責任 (億元人民幣)	比重 (%)	政府負有擔保責任 (億元人民幣)	政府可能承擔一定救助責任 (億元人民幣)
2013年7~12月	24,949.06	22.92	2,472.69	5,522.67
2014年	23,826.39	21.89	4,373.05	7,481.69
2015年	18,577.91	17.07	3,198.42	5,994.78
2016年	12,608.53	11.58	2,606.26	4,206.51
2017年	8,477.55	7.79	2,298.60	3,519.02
2018年及以後	20,419.73	18.76	11,706.75	16,669.05
總計	108,859.17	100.00	26,655.77	43,393.72

資料來源：吳明澤，2014 年 4 月 24 日，「大陸地方債的潛在危機分析」，國際經濟情勢雙週報第 1803 期

不僅地方政府融資需求高漲，商業銀行對有強烈政府背景之城投公司借款的意願亦相當高，也因銀行認為這些城投公司有政府為擔保，而有監管不足、信用審核過度寬鬆的弊端，多數城投債²³透過地方政府或地方政府相關事業部門以回購協議(變相的政府擔保)或土地使用權作為擔保向銀行貸款。融資平台公司舉債融資規模迅速膨脹，地方政府違規或變向的提供擔保亦使償債風險日益擴大，且部分銀行業金融機構的風險意識薄弱，對融資平台公司的信貸管理有缺失等問題使得大陸政府自 2009 年下半年開始，開始注意到地方政府融資平台的信用風險。

此外，近年來地方政府融資平台違約風險漸增，2014 年上海超日太陽能曾陷入違約風險，成為大陸債券市場首家利息支付違約的發行人，但由於上海市政府擔心違約事件引發的效應，因此主導 9 家企業注資，在國有金融公司的支持下，

²³ 城投債：是相對於產業債而言，主要是用於城市基礎設施等的投資目的而發行，又稱「準市政債」，以地方投融資平台作為發行主體。

經過債務重組後，該公司債券持有人在違約數月後獲得全額償付；鄂爾多斯一家高速公路建設公司的兩億元債券即將到期，但地方政府融資平台卻不願出資履行擔保義務。2015 年 4 月，大陸第二大擔保公司－河北融投擔保集團有限公司喪失了擔保能力，銀行、信託、證券、基金等近 50 家金融機構面臨違約，500 億元人民幣的債權無人履行擔保而面臨險境。

上述的事件都顯現了目前大陸地方融資平台所帶來的問題與風險。人民銀行及銀監會自 2010 年 1 月開始全面評估並防範融資平台風險，加強銀行放款追蹤檢查，並禁止銀行辦理融資平台放款；2010 年 3 月，銀監會開始清理至 2009 年底止，銀行對融資平台的放款。2010 年 6 月 10 日，大陸國務院發布了《國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知》(19 號文)，而財政部、發展和改革委員會、銀監會及人民銀行亦在 2010 年 7 月 30 日發布了《關於貫徹國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題通知相關事項的通知》，19 號文主要目標包含：清理核實並妥善處理融資平台公司債務、對融資平台公司進行清理規範、加強對融資平台公司的融資管理和銀行業金融機構等的信貸管理，簡言之，19 號文進一步加強了大陸政府對融資平台的管理。

大陸國務院在 2014 年 10 月 2 日發布了《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》(43 號文)，主要包含以下五點：(1)加快建立規範的地方政府舉債融資機制：包括賦予地方政府依法適度舉債權限、建立規範的地方政府舉債融資機制、推廣使用政府與社會資本合作模式、加強政府或有債務監管；(2)對地方政府債務實行規模控制和預算管理：對地方政府債務實行規模控制、嚴格限定地方政府舉債程序和資金用途、將地方政府債務分門別類納入全口徑預算管理；(3)控制和化解地方政府性債務風險：包括建立地方政府性債務風險預警制度、建立債務風險應急處置機制、嚴肅財經紀律；(4)完善相關配套制度：包括公開債務報告和公開制度、建立考核問責機制、強化債權人約束；(5)妥善處理存量債務和在

建項目後續融資：包括將存量債務納入預算管理、積極降低存量債務利息負擔、妥善償還存量債務、確保在建項目後續融資等。

43 號文禁止地方政府償還公司欠下的債務，而普遍解讀認為這亦包含了地方政府融資工具，目標在於逐步清除地方政府融資工具所發行的債券。43 號文發布後，中國證券登記結算有限責任公司亦於 2014 年 12 月 8 日發布《關於加強企業債券回購風險管理相關措施的通知》(中國結算發字[2014] 149 號)，禁止投資者利用低評級債券為抵押品去貸款，在地方政府性債務清理完成後，未納入地方政府一般債務與專向債務預算範圍的企業債券，中國證券登記結算有限責任公司僅接受債券發行信用評等為 AAA 級、發行人信用評等為 AA 級(含)以上的企業債券進入回購質押庫。此一規定導致投資者開始賣出具有流動性的資產，包括了地方政府融資平台發行的債券，大陸的國債到股票等證券都遭到拋售。

大陸國務院於 2015 年 3 月 11 日批准財政部所提出之地方債置換計畫，規模為 1 兆元人民幣，2015 年 6 月財政部再次向地方下達 1 兆元人民幣的地方債置換計畫。地方債包含銀行貸款、地方融資平台、城投債及信託，根據大陸官方統計，在 2013 年底其規模已達 17.5 兆元人民幣，但法國興業銀行估計其規模應已達 25~30 兆元人民幣。若這些地方債無法償還，將可能導致以下問題：(1)國有銀行出現信用危機、甚至破產；(2)個人、法人投資者無法贖回，面臨被倒帳的風險；(3)地方政府失去資金來源、建設停擺；(4)可能出現金融和經濟危機。根據大陸政府對地方融資平台的救助計畫，部分融資平台的債務將被置換為期限更長、利率更低的地方政府債券。地方債置換可將過去的債務導向公共交易平台，提高其透明度以便於監管，且債券的發行可解決過去地方債年期錯配、資金成本錯配等問題，使即將到期的債務能以較低的利率和較長的年限續借，舒緩地方債的流動性壓力和地方政府的償還壓力及利息負擔。而就解決地方融資平台債務問題，大陸政府提出「PPP 模式」(Private Public Partnership)，藉由政府和社會資本

共同投資和經營基礎設施，舒緩地方融資平台資金鏈的壓力²⁴。

除了財政部所提出之地方債置換計劃，2015 年 3 月 31 日人民銀行公佈《存款保險條例》，透過存款保險制度，劃分地方政府融資平台的政府性債務和非政府性債務等措施，大陸政府正試圖逐步降低信貸和其他金融產品的隱性擔保。雖然大陸政府致力於遏止地方融資平台違約所帶來的衝擊，但已提出的地方債置換計劃規模僅 2 兆元人民幣，相對於債務餘額而言規模太小，因此地方政府融資平台的大部分問題仍未解決，仍存在違約風險。

(四) 房地產市場

大陸的房價持續飆漲多年，2009 年更因政府提出之大規模經濟振興方案及寬鬆貨幣政策造成貸放資金氾濫，大量的新增貸款流入房地產市場，進一步推高房價。針對房地產市場的過熱現象，大陸國務院自 2010 年 3 月起推出一系列抑制房價高漲的措施，例如：提高自備款成數、提高貸款成本以及對於房價過高的城市限制其居民的購屋行為。根據麥肯錫在 2015 年初公布的報告指出，大陸債務總額於 2014 年底已上升到 172 兆元人民幣之多，而其中約半數都是與房地產業相關，房地產部門的過度擴張已導致未來可能的違約風險。

2014 年所謂「新常態」的觀念被提出，意味著大陸已經進入與過去 30 多年經濟快速成長期的不同階段，亦顯示出大陸選擇以市場機制來解決目前面臨的經濟問題，而房地產價格將保持疲軟甚至下滑趨勢的預期亦已形成。雖然 2015 年第一季大陸的房地產市場持續疲軟，但大陸政府自 2015 年初以來多項刺激房地產市場的政策，使房地產市場在第二季開始回溫，以下以數據來說明大陸房地產業的現況。首先，大陸全國房地產開發投資增速呈現下降的趨勢，2015 年 1-6

²⁴ 參考陳致奮、杜宗熹，2015 年 3 月 12 日，「陸推地方債重組 規模 5 兆」、「大陸重整地方債 市場解讀中國版 QE」，經濟日報；陳致奮，2015 年 3 月 12 日，「債務情況失控 社科院：黑洞達 100 兆」，經濟日報；陶冬，2015 年 3 月 30 日，「陶冬：地方債務置換」，財訊雙週刊第 473 期；葉檀，2015 年 3 月 30 日，「樓繼偉的地方債“藥方”」，英國金融時報。

月的開發投資同比增加 4.6%，而 2014 年同期的開發投資增速則為 14.1%，相差了 9.5%，如圖 4-8 所示，雖然房地產投資增速按年計仍下降，但以月份計亦已見逐月提升，反映房地產投資開始趨穩；而房地產企業土地購置面積增速亦在 2015 年第一季大幅下滑，第二季後增速趨穩，2015 年 1-6 月之購置面積同比下降了 33.8%，如圖 4-9 所示。再者，大陸房地產銷售面積在 2014 年下滑了 8%，為 2008 年以來首次衰退，而商品房在 2015 年 1-6 月的銷售面積較去年同期下降了 3.6%，銷售額則較去年同期上升了 10%，如圖 4-10 所示。

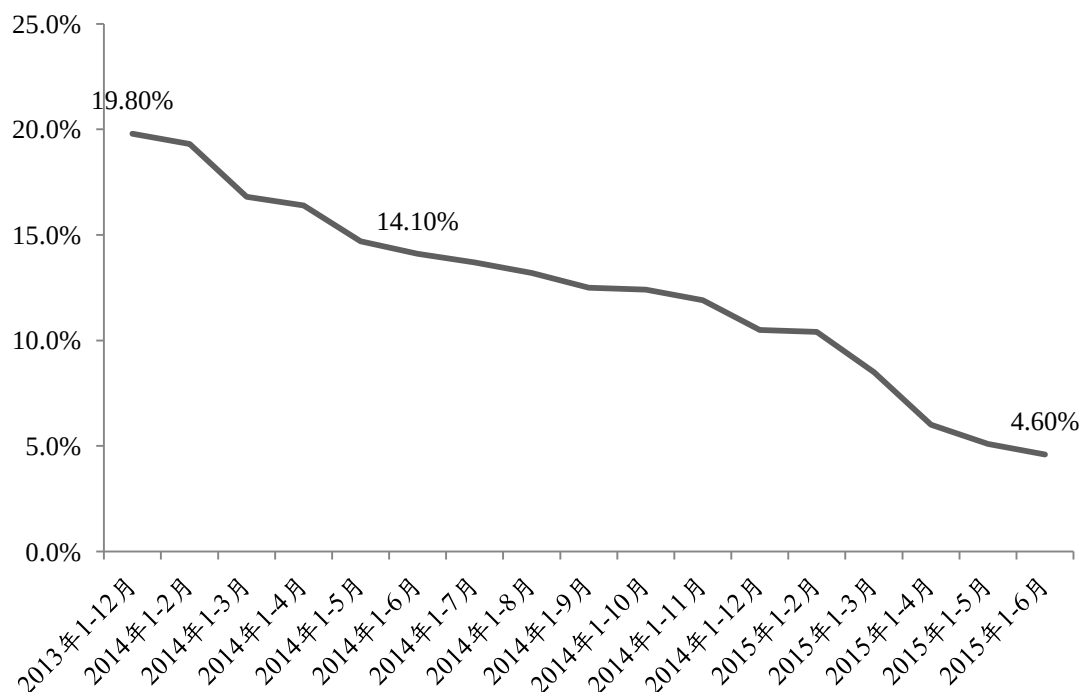


圖 4-8：大陸全國房地產開發投資增速

資料來源：大陸國家統計局

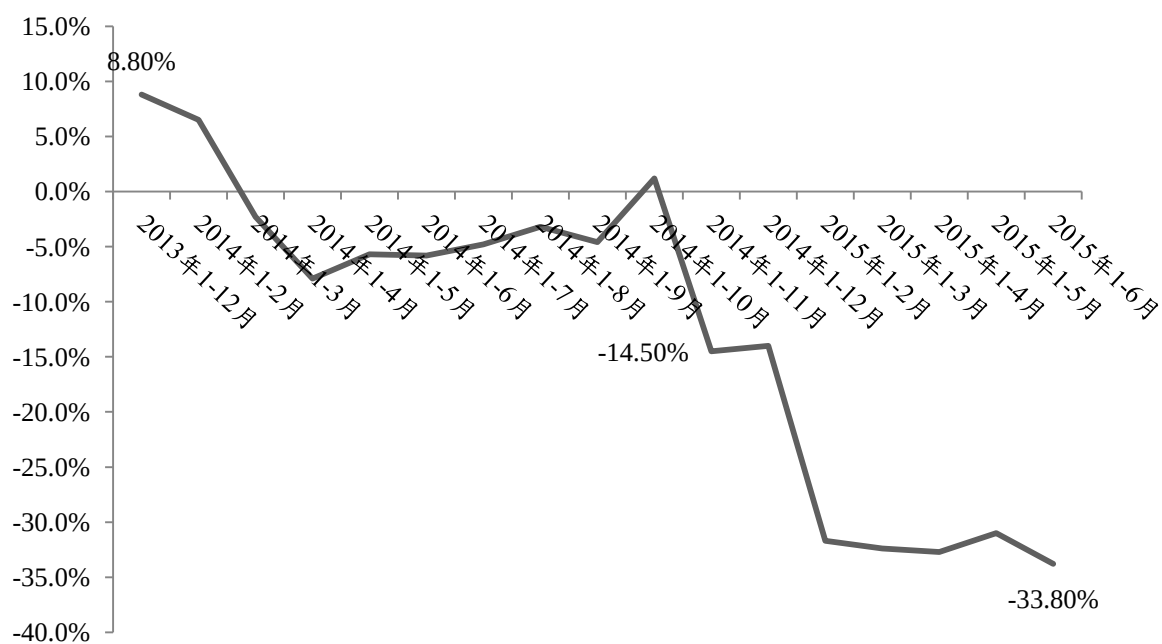


圖 4-9：大陸全國房地產開發企業土地購置面積增速

資料來源：大陸國家統計局

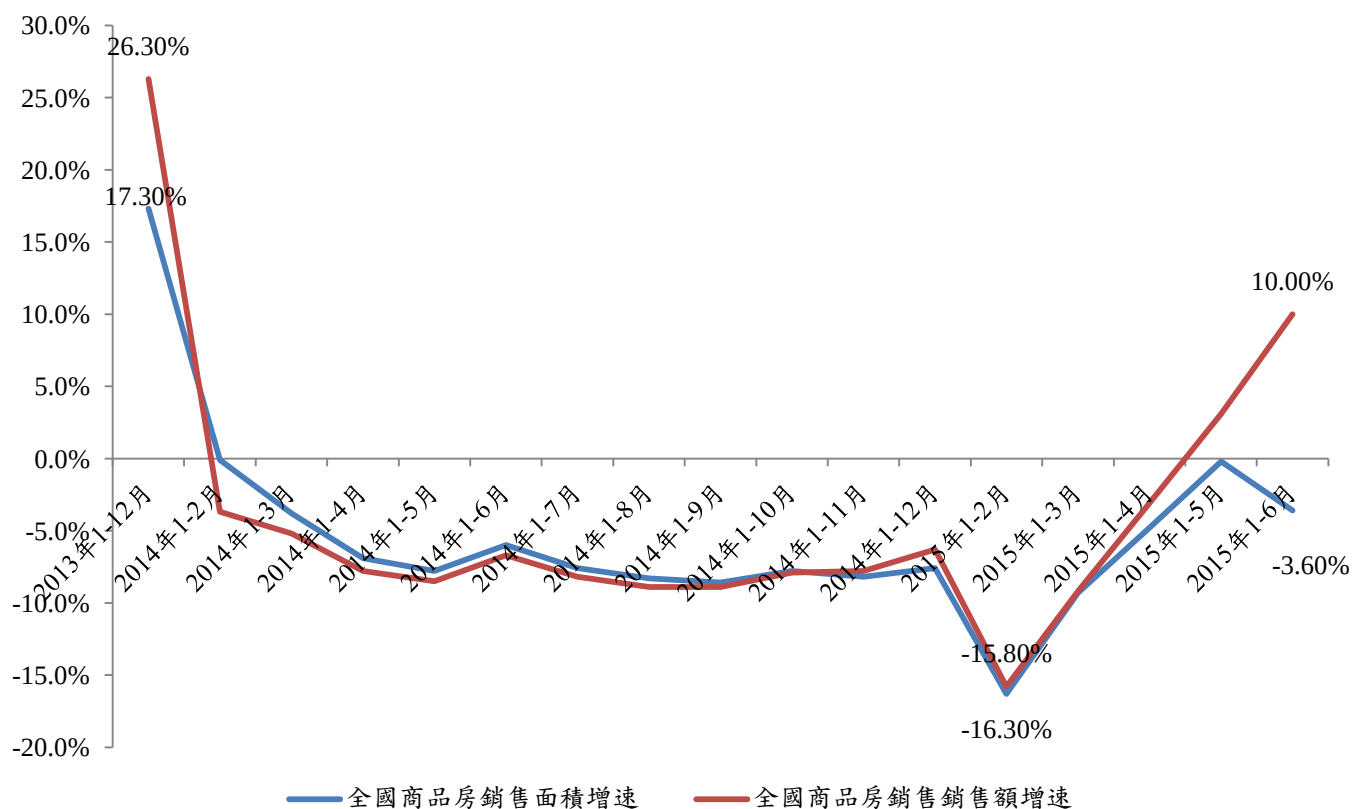


圖 4-10：大陸全國房地產銷售面積及銷售額增速

資料來源：大陸國家統計局

從上述可知，至 2015 年第一季大陸房地產市場持續疲軟，且從圖 4-11 可看出，大陸的房地產景氣指數從 2010 年第一季後就持續下降，從 2010 年第一季的 105.89 下降至 2015 年第一季的 93.11。而就大陸 70 個大中城市住宅銷售價格變動而言，從表 4-8 可看出，自 2014 年 5 月開始就開始有較多的城市其新建商品住宅之價格較前月下降，而到了 2015 年 2 月，70 個大中城市中更有多達 66 個城市其住宅價格較前月下降，但情況自 2015 年第二季後開始好轉，雖然價格漲幅仍較 2014 年同期來得緩慢。雖然房地產市場拖累大陸經濟成長的負面作用在 2015 年下半年可能趨緩，但一線城市以外的房地產市場仍須時間消化過去的庫存，且固定資產投資成長表現持續疲弱，亦可能大陸的經濟成長目標難以達成；此外，大陸地方政府大量依賴土地財政，房地產市場可能影響地方政府的財政收入，而導致地方債務違約的風險。

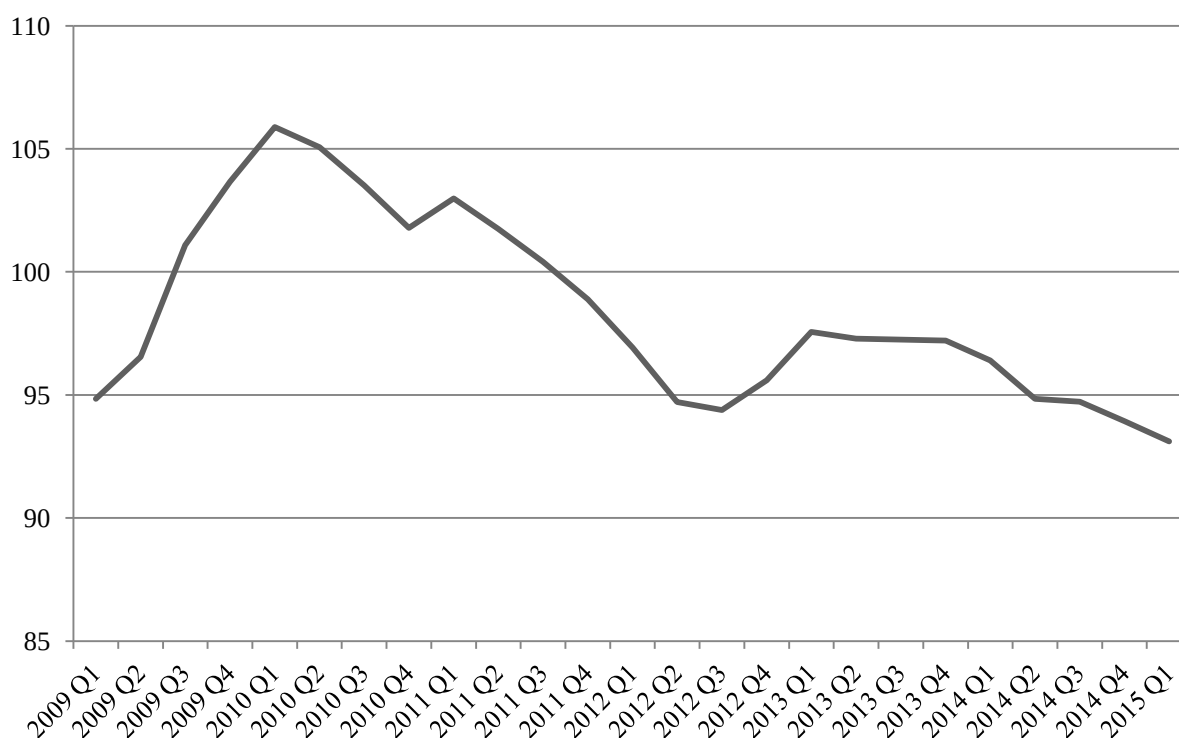


圖 4-11：大陸全國房地產景氣指數

資料來源：TEJ 經濟新報資料庫

表 4-8：70 個大中城市住宅銷售價格變動情況(新建商品住宅)

	與上月相比			與去年同月相比		
(城市數)	價格下降	價格持平	價格上漲	價格下降	價格持平	價格上漲
Jan-14	6	2	62	1	0	69
Feb-14	4	9	57	1	0	69
Mar-14	4	10	56	1	0	69
Apr-14	8	18	44	1	0	69
May-14	35	20	15	1	0	69
Jun-14	55	7	8	1	0	69
Jul-14	64	4	2	3	2	65
Aug-14	68	1	1	19	3	48
Sep-14	69	1	0	58	2	10
Oct-14	69	1	0	67	0	3
Nov-14	67	3	0	68	0	2
Dec-14	66	3	1	68	0	2
Jan-15	64	4	2	69	0	1
Feb-15	66	2	2	69	1	0
Mar-15	50	8	12	70	0	0
Apr-15	48	4	18	69	0	1
May-15	43	7	20	69	0	1
Jun-15	34	9	27	68	0	2

資料來源：中國國家統計局

(五) 影子銀行與金融股指數

表 4-9 為大陸金融業指數及其報酬率與本研究自行統計之影子銀行存量、影子銀行存量月增率及影子銀行流量的相關係數；本研究並對金融業指數和影子銀

行存量(存量對存量)、金融業指數報酬率和影子銀行存量月增率及影子銀行流量(流量對流量)分別進行迴歸分析，表 4-10 為迴歸分析結果之整理。從表 4-9、4-10 及圖 4-12 可看出，大陸影子銀行存量與金融業指數及其報酬率都有正相關，且影子銀行存量與金融業指數為顯著相關，即影子銀行存量增加可使金融業的績效增加；而從表 4-9、4-10 及圖 4-13 可看出，影子銀行存量增速減緩，而其與影子銀行流量對金融業指數報酬率有負向的影響，但未達到統計顯著性。

表 4-9：影子銀行與金融業指數之相關係數

	金融業指數	金融業指數報酬率
影子銀行存量	0.6213	-
影子銀行存量月增率	-	-0.1248
影子銀行流量	-	-0.0933

表 4-10：影子銀行與金融業指數之迴歸分析結果

	金融業指數	金融業指數報酬率	
截距	1363.016 (3.2738***)	0.0404 (1.4607)	0.0366 (1.2776)
影子銀行存量	0.0063 (4.7570***)	-	-
影子銀行存量月增率	-	-0.9535 (-0.7547)	-
影子銀行流量	-	-	-2.6E-06 (-0.5621)
R ²	0.3860	0.0156	0.0087

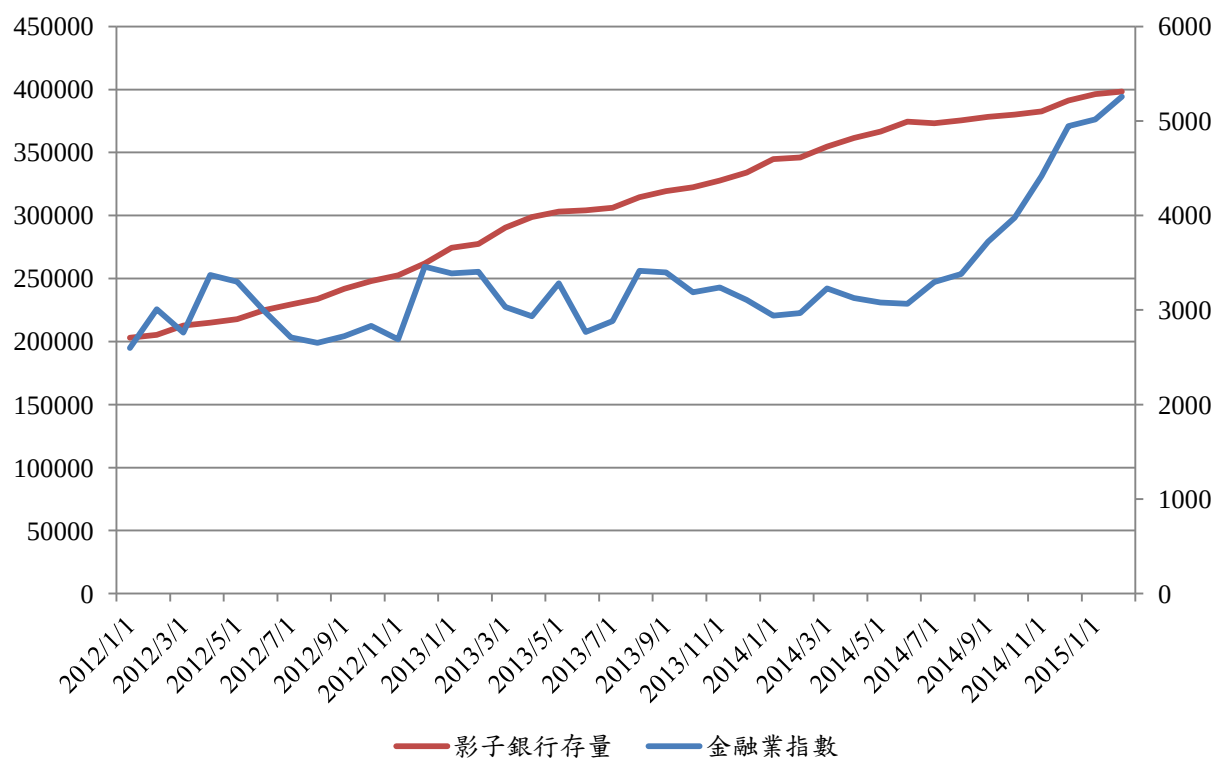


圖 4-12：影子銀行存量與金融業指數

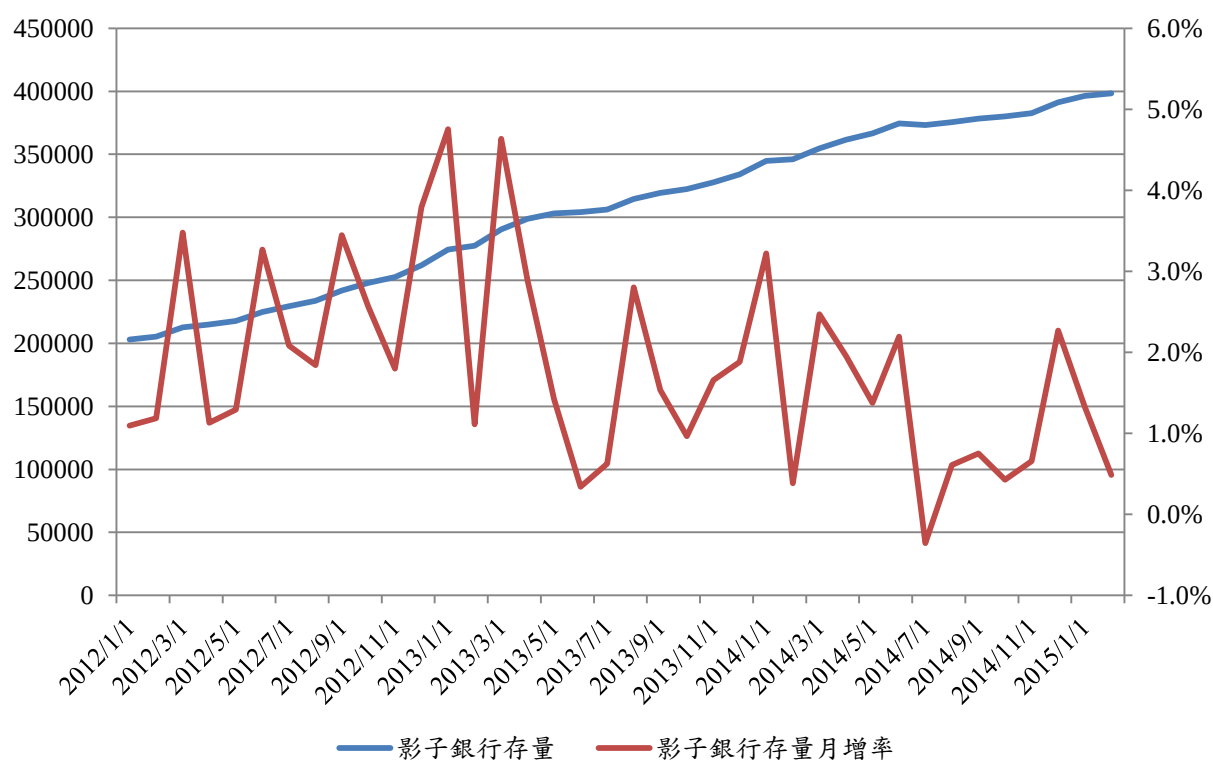


圖 4-13：影子銀行存量及其月增率

(六) 影子銀行與地產股指數

在此同樣對影子銀行與地產股指數進行相關係數分析及迴歸分析，其中地產股指數採上海證券交易所地產類指數，結果整理如表 4-11 及表 4-12。影子銀行存量與上證地產類指數為顯著正相關，表示當影子銀行存量上升時，房地產業者資金來源增加，推高地產類股指數。影子銀行存量增速減緩，而其與影子銀行流量對上證地產類指數報酬率雖有負向關係，但卻未達到統計顯著性。

表 4-11：影子銀行與地產類指數之相關係數

	上證地產類指數	上證地產類指數報酬率
影子銀行存量	0.5481	-
影子銀行存量月增率	-	-0.1704
影子銀行流量	-	-0.1771

表 4-12：影子銀行與地產類指數之迴歸分析結果

	上證地產類指數	上證地產類指數報酬率	
截距	1589.29 (2.9724***)	0.0280 (0.9263)	0.0199 (0.6371)
影子銀行存量	0.0064 (3.7658***)	-	-
影子銀行存量月增率	-	-0.2041 (-0.1477)	-
影子銀行流量	-	-	8.47E-07 (0.1669)
R ²	0.2826	0.0006	0.0008

第五章 結論

一、 企業債違約事件的評析

2014 年 3 月，江蘇省鹽城市農村信用合作社的儲戶被告知該社之資金已全數借出，使儲戶無法提領其存款；此外，另一家擔保公司河南新鄉騰飛集團亦被報導其一款理財產品未能按合約償付；2014 年年底，山西匯鉑金投資公司因其無法兌現其年收益率約 14%至 18%的到期理財產品而倒閉，根據大陸官方統計，匯鉑金公司倒閉案將導致超過 1 億元人民幣的投資可能面臨難以回收的風險。從這一系列的事件中可看出，隨著大陸的經濟成長放緩，銀行業及信託公司等減少放款，使得非金融業企業對於資金的需求越來越強烈，培養出了大量提供理財產品的公司，而這些事件亦凸顯出大陸影子銀行體系邊緣地帶的金融風險²⁵。但有關影子銀行信貸違約事件，既沒有發生大規模的違約事件、亦沒有發生信貸緊縮，歸納出四點原因²⁶。

首先，中國的融資結構發生轉變。信託貸款規模並未持續增加，甚至有些月份產升下降的現象，而新增一般銀行貸款的規模則有上升。且受政府推動基建項目融資的影響，中長期貸款占整體銀行信貸的比重也有所上升，國家開發銀行的確提高了棚戶區改造及基建相關貸款的投放，因而地方政府透過影子銀行管道進行的借款可能會有所減少。此外投資者提高了風險意識，主管機關也加強了對信託和銀行業務的監管。

再者，其他類型的影子信貸繼續擴張，而且其中有些產品的規模迅速膨脹，影子信貸的整體規模並沒有出現萎縮。而委託貸款業務，也就是持有大量富餘現金或能輕鬆獲得銀行貸款的企業為其他企業提供貸款，亦有大量信託和其他影子信貸資產轉移至此一管道。並且在影子銀行體系中，基金子公司和證券商資產管

²⁵ 參考加布里爾·維爾道，2014 年 12 月 5 日，「中國影子金融危機四伏」，英國金融時報。

²⁶ 參考桑曉霓，2014 年 11 月 24 日，「中國面臨的債務風險」，金融時報中文網。

理規模增長較快。此外，新型影子信貸工具背後的驅動因素主要包括到期信託產品極需資金接手、主管機關收緊對其他影子銀行的監管。

此外，大陸人民銀行透過一系列政策工具放鬆了流動性條件，包括再貸款(人民銀行放款給商業銀行)、定向降準(對某個金融領域或行業，例如三農、小微企業，進行貨幣政策調整，目的是降低存款準備率)、公開市場操作及外匯市場干預等，並又推出抵押補充貸款 PSL，即人民銀行以抵押方式向商業銀行放款。充裕的流動性使短期銀行間市場利率走低，而且人民銀行還推行「利率走廊」的管理方法，也就是人民銀行在銀行間市場利率升至某個特定水平的時候將會提供無限的流動性。

最後，2014 年以來，大陸政府將防範「系統性和區域性金融風險」作為一個重要目標。地方政府亦更加積極地為企業和當地銀行牽線搭橋，地方政府的積極介入可能推遲或減少了信用違約事件發生，至少有助於降低此類違約事件潛在的連鎖。值得注意的是，地方政府並沒有足夠的資金，因此只能依靠銀行提供過橋貸款或接手影子信貸、迫使當地國有企業承受債務負擔。

二、 影子銀行風險綜和評述

大陸的影子銀行一直都被視為對大陸金融體系的威脅，國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, IMF)在 2014 年 10 月 8 日發布的《全球金融穩定報告》(Global Financial Stability Report)中指出，在受到嚴格監管的傳統銀行體系外，影子銀行正在提供信貸，而大陸影子銀行的資產快速累積，將會是全球經濟穩定的潛在風險²⁷。大陸政府自 2009 年下半年開始注意到影子銀行體系所帶來的風險，相關監管機關亦公布了一系列有關影子銀行規管的意見及通知。並且，人民

²⁷ 參考 Ryan Tracy, 2014 年 10 月 9 日,「IMF: 影子銀行可能損害全球金融穩定」,華爾街日報; 2015 年 1 月 22 日,「中國影子金融風險猶存」,英國金融時報; 加布里爾·維爾道, 2015 年 2 月 3 日,「中國整頓影子銀行初顯效果」,英國金融時報; 2015 年 3 月 25 日,「惠譽: 中國影子銀行風險依然顯著」,英國金融時報。

銀行在 2009 年公布自 2002 年以來的社會融資規模統計，而根據 2015 年 1 月所公佈的數據顯示，2014 年所有管道信貸創造量同比減少 6%，為自 2002 年以來僅三個呈現減少趨勢的年度之一，亦即大陸政府對於影子銀行監管的成效逐漸顯現，非傳統銀行貸款增加開始放緩。儘管如此，評級機構惠譽(Fitch Ratings)認為大陸的相關法規僅只是規範將信貸業務計回資產負債表，以限制表外融資活動進一步膨脹，但不太可能使表外融資業務出現實質性的下滑；穆迪(Moody's)在《中國影子銀行季度監測報告》(China Shadow Banking Monitor)中亦指出，儘管大陸政府的相關法令使其影子銀行總體增長放緩，大陸影子銀行資產占大陸 GDP 的比例仍快速上升，根據本研究估算，該比例從 2012 年底的 43% 上升至 2014 年底的 55%。

麥肯錫於 2015 年發布的報告指出，大陸的債務總額自 2007 年以來增加了四倍之多，從 45 兆元人民幣上升到 2014 年底的 172 兆元人民幣，債務總額占其 GDP 的比例已達 282%。統整上述討論，可知大陸目前面臨的主要風險包括：(1)大陸經濟成長放緩，甚至有通貨緊縮的可能；(2)債務的風險，包括家庭、非金融類公司和政府所持有的債務中，約半數都是與房地產業相關，而房地產部門的過度擴張帶來了違約的風險；(3)地方政府債務迅速增加，且是不可持續的，其中許多可能無法償還，銀行系統面臨違約的風險；(4)大陸債務餘額中有約 1/3 是由影子銀行系統提供。

大陸人民銀行將影子銀行定義為：「在傳統金融體系外從事信貸、資金融通之業務」。本研究根據此定義以及人民銀行持續性公佈之社會融資規模資料來衡量影子銀行的規模，衡量之影子銀行包括：委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌匯票及非金融企業債券，由於非金融企業債券的資金有可能流向影子銀行創造信用，因此將其納入計算。

本研究認為影子銀行的風險應朝兩個方向定位：第一為其對大陸金融體系造

成衝擊、第二則是是否產生流動性問題。

從影子銀行的增量來看，2014 年 1-6 月委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌匯票及非金融企業債券的增量為 3.9 兆元人民幣，2015 年 1-6 月則為 1.5 兆元人民幣，且就此四項存量規模佔社會融資存量規模之比而言，2014 年 12 月底為 27.9%、2015 年 6 月底為 26.5%，影子銀行規模的成長速度已開始減緩。且就影子銀行存量規模佔大陸 GDP 之比而言，2014 年底為 55%，相較於歐美國家，此比例較小。

雖然大陸經濟成長減緩，有通貨緊縮的可能性，且地方債及房地產部門有違約風險，使其銀行風險仍然顯著，但大陸政府與人民銀行可操作政策工具較多，因此除非大陸經濟成長嚴重下滑、房地產市場巨幅下跌，否則影子銀行的風險目前尚未構成引發金融危機之可能。以下為大陸政府主要可操作的政策工具：

1. 大陸人民銀行持續採取寬鬆貨幣政策，自 2014 年底至 2015 年上半年，人民銀行共調降了四次金融機構貸款和存款基準利率，且下調各類存款類金融機構人民幣存款準備金率兩次，這些政策將可降低大陸的流動性風險及舒緩影子銀行風險的衝擊；
2. 自 2014 年以來開始放寬的房地產政策，且 2015 年 3 月 30 日人民銀行發布《關於個人住房貸款政策有關問題的通知》，要求金融機構對居民使用商業貸款和住房公積金進行購房進行支持，下調第二套住房購買者首付比率，其財政部亦在同天宣布只要業主持有住宅物業滿兩年後，若售出該物業可減免 5.6% 的交易稅，政策的執行使得大陸房地產市場自 2015 年第二季開始回溫，可降低房價持續下跌對金融體系的衝擊；
3. 2015 年以來大陸國務院已批准規模 2 兆元人民幣的地方債務置換，僅允許用於置換高成本的影子銀行和銀行借貸，不可用作另開新的投資專案，意味著大陸

政府欲將過去的地方債務轉向公共交易平台，提高其透明度以便於監管，此舉將可降低影子銀行對金融體系所帶來的衝擊；

4. 大陸人民銀行及銀監會等監管單位已於 2010 年開始關注影子銀行等所帶來的風險，亦發布了許多相關監管法規，已將許多表外業務計回表內，使相關資訊更加透明化以便於監管，有效的監管使影子銀行規模發展速度減緩，可減緩其對金融體系所造成的影響。

此外，大陸國務院於 2015 年 3 月 20 日批復同意人民銀行所提出的「存款保險制度實施方案」，並於 2015 年 3 月 31 日公佈《存款保險條例》，個人和企業在一家金融機構最多有 50 萬元人民幣的存款將被人民銀行營運的一檔基金承保，此保險制度期盼降低許多人對於銀行存款的「隱性擔保」觀念。大陸影子銀行的風險來源與大陸政府可採取的政策工具整理如表 5-1。大陸要改革影子銀行體系，最重要的是要將地下金融納入監管，其改革方式可參考台灣貨幣市場的建立及開放新銀行之過程。

表 5-1：影子銀行的風險來源與中可採取的政策工具

風險來源	政策工具
● 經濟成長減緩 ● 地方政府融資平台之債務壓力 ● 房地產市場壓力	● 逐漸寬鬆貨幣政策 ● 刪除存貸比不得超過 75% 的規定 ● 放寬房地產管制 ● 地方債務置換 ● 管制影子銀行規模 ● 銀行表外業務轉表內

2015 年 8 月 11 日大陸人民銀行推行新的中間價報價機制，改由造市商參考前一個交易日人民幣收市價，考慮外匯供需情況，以及主要貨幣匯率變化，向上海外匯交易中心提供中間價報價。但是國際市場普遍認為人民銀行在以人民幣貶值救出口，甚至有貶值 10% 之猜測，一時間亞洲貨幣戰爭即將啟動的傳言充斥市場，迫使人民銀行於 8 月 13 日召開記者會強調市進行人民幣匯率的校正，而非競貶，並宣稱已完成校正工作，更駁斥貶值 10% 的謠言，之後人民幣相對美元中間價約在 6.4 元價位，但市場仍預期人民幣未來有走貶的可能。在 8 月 10 日之前，人民幣兌美元匯率中間價位大約在 6.1 至 6.15 之間，採訂住美元的政策，面對亞洲貨幣在此之前已經有走貶的現象，人民銀行遂讓 8 月 11 至 13 日人民幣中間價位有大幅貶值的動作。

從股市方面來看，大陸政府企圖趕民間資金進入股市，並且大幅增加新公司上市家數，讓它們從股市籌集資金，藉以增加投資與消費，拉動經濟成長。大陸政府為了達到設想之目的，人民銀行多次降低存款準備率、利率(降準降息)，以及大幅開放信用交易與境外資金投入股市，營造資金狂歡的氣氛，讓人民相信現在的股市是政府作多的「政策牛市」。在大家相信政策牛市的氣氛下，上海 A 股指數為去年第三季底約 2200 點，飆升至今年 6 月下旬的 5400 點；深圳股市的上漲幅度更是驚人，尤其是創業板。一時間，全國上下隨股市起舞，人民、企業將手頭資金，再加上合法、非法之借款、融資，全數押進股市。2014 年底大陸股市大幅上漲，許多影子銀行的資金流入股市，在股市狂漲 1.5 倍下，許多新上市公司掛牌從股市抽走大量資金、已上市公司的大股東也出脫持股套現，遂給予股市空方一齊出動的誘因，居然讓股市在不到二個星期內、暴跌三分之一，跌掉二十兆人民幣的巨資，重創大陸股民。2015 年 7 月股市的大跌，使得場外融資平台參與者之風險意識提升，這將有助於降低影子銀行可能的風險。未來影子銀行將更複雜，銀行、信託、券商、基金等各種金融機構的業務將有更多交集，帶來更高的系統風險暴露和監管難度，然而雖然影子銀行的發展可能構成系統性風險，

但其存在可填補市場上的融資空缺，因此大陸應整合監管制度，將影子銀行納入金融體系中以提升透明度，減低債務違約時所造成的系統性風險。

就大陸影子銀行發展對我國銀行業的影響而言，我國銀行業在大陸的分支機構數並不多，吸收存款能力亦有限，本研究認為影子銀行的發展對我國銀行業的影響不大。

本研究認為，大陸影子銀行的優點在於能夠提供多元的融資管道，有其存在之必要；缺點則是無法精確的評估其規模和風險，大陸資訊的不透明容易造成各項數據估算的誤差，導至社會不穩定及金融風險。影子銀行與大陸經濟存在正向循環，當大陸經濟穩定成長時，影子銀行的存在是能活絡金融體系的資金流動，讓無法從正規銀行體系取得資金之中小企業，有融資管道獲得資金，用於投資；但當大陸經濟成長趨緩，將會使得這些影子銀行違約機率大增。

本研究認為，若大陸 GDP 成長率仍維持在 7%，由於影子銀行規模佔大陸 GDP 之比仍遠小於歐美國家之影子銀行佔其 GDP 的比例，再者，大陸政府已開始公布一系列法規以用於對影子銀行的監管，且大陸金融體系整體風險可控，因此發生大規模信貸危機的機率不大。在此情況下，大陸本身金融體系不會受到影子銀行風險的影響，台灣股、匯市自然不會受到影響。

但若大陸經濟成長趨緩，GDP 下降至 6%、甚至 5% 以下，可能引發房地產價格下跌，影子銀行違約風險上升。更須注意的是，由於大陸影子銀行業務多與傳統銀行表外業務有密切關係，因此大陸影子銀行對商業銀行的風險轉移不容忽視。影子銀行的違約風險大增可能導致大陸金融體系的不穩定，股市大跌、人民幣貶值等都會衝擊到台灣的股、匯市，情況可能較 2015 年 8 月大陸股市大跌所引發之效應更為嚴峻。

附錄 全球相關監理與規範

一、金融穩定委員會(FSB)簡介與其監管內容

有鑑於資產證券化等金融商品的不斷創新，以及私募、對沖基金等投資基金未受到有效的監管等，已成為近年來金融市場內系統性風險的主要來源。另外，金融海嘯期間，這些高槓桿的影子銀行加速去槓桿的行為(deleveraging)，更是加深對金融市場的衝擊，同時也強化對影子銀行體系監理的必要性。面對影子銀行的諸多問題及隱憂，G20 於 2009 年在倫敦高峰會協議設立金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)來作為全球性的金融監理機構，並由其來擬訂全球性的金融監管準則²⁸。

2011 年 10 月，FSB 在其發表之「加強影子銀行的監管－金融穩定委員會之建議」報告中，公布 7 項廣泛性原則及 3 個步驟方法來監控影子銀行體系；2012 年 4 月，FSB 再度公布「加強影子銀行的監管－對 G20 財長的進度報告」。

影子銀行體系的監控

根據 FSB 的定義，影子銀行是指「銀行體系外之信貸中介機構的實體或活動」，FSB 建議各國可依據下列 2 個步驟方法來界定須政策回應的影子銀行體系：(1)信貸中介必須是資產負債表表內、表外及衍伸性商品交易中直接授與信用或作為信貸中介供應鏈之一部分的金融實體或活動，因此權益交易和外匯交易不屬於影子銀行體系，而與信用有關的金融工具，如債券或結構行金融商品則應納入影子銀行體系；(2)將監理重心移至非銀行信貸中介機構，即可能隱含系統性風險²⁹及具有監管套利(regulatory arbitrage)的子機構，由於壽險業務較不涉及期限或流動性轉換及借券等交易，因此以狹義的影子銀行定義而言，FSB 建議排除人

²⁸ 資料來源：《國際金融參考資料第六十五輯》，中央銀行。

²⁹ 包括期限轉換、流動性轉換、不完全信用風險移轉及槓桿等。

壽保險公司。

1. 各國應遵循之 7 項原則

由於各國國情及影子銀行體系的發展程度不同，FSB 未侷限各國監理機關遵循單一的監控方法，惟提供以下 7 項原則，作為各國在建立監控影子銀行架構的基礎：

- (1) 範疇(Scope)：先具備一套廣泛的系統性監理架構，以利其全面性了解影子銀行的體系及其對金融體系的風險。
- (2) 過程(Process)：須定期、持續地辨別及評估銀子銀行的風險。
- (3) 資料或資訊(Data/Information)：建立監控架構的過程中，相關監理部門須有能力(公權力)彙集所有必要的資料或資訊，同時對應申報的內容及範圍接充分了解，並輔以其他資料來源，如市場資訊及統計資料等。
- (4) 創新或變異(Innovation/Mutation)：確保監控架構具有彈性及適應性，以掌握金融體系中存在潛在風險的各種金融創新活動。
- (5) 監管套利(Regulatory arbitrage)：影子銀行體系涵蓋監管套利行為，監理機關須留意各種因政策改變而產生之規避監管動機。
- (6) 特定管轄性質(Jurisdiction-specific features)：監理架構的建立應能與國際接軌，惟仍須考慮國內金融市場結構及金融監理制度。
- (7) 資訊交換(Information exchange)：應定期與其他監理部門及跨境監理機構交換資訊，以利評估影子銀行體系的風險，特別是在評估風險傳遞至其他國家的外溢及傳遞效果。

2. 監理的 3 大步驟

FSB 提出對影子銀行體系監控的 3 個步驟，主要是將蒐集之總體(系統性)及個體(以實體或活動為基礎)等質化及量化揭露的統計資料予以整合分析。茲將 3

個步驟說明如下：

步驟一：檢視、分析總體影子銀行體系

各國監理機關應採用總體面資料對國內的非銀行信貸中介機構，進行全面性的檢視和分析。總體面資料主要來自各國的資金流量統計或部門別資產負債表。另一方面，影子銀行體系與銀行體系關係密切，因此監理機關輔以銀行端之資料，如金融統計資料及金融監理報告等，來分析影子銀行的活動。

本步驟的目的是為取得影子銀行體系之融資資產的規模和成長率，包括水準值及該融資資產占銀行體系之總負債及總金融資產的比重，以及該融資資產佔該 GDP 的比重。

FSB 因此建議各國監理機構持續改善資金流量統計，並儘可能更細分資料 (granularity)，尤其是針對金融部門的或金融中介機構，至少各國應能夠區分銀行及其他非銀行之金融中介機構；及對不同型態的非銀行之金融中介機構更細分資料，如保險公司、退休基金、貨幣市場基金、結構型金融工具、共同基金及對沖基金等。目前 IMF 及 FSB 的資料缺口倡議(Data Gaps Initiatives)已針對前述細分資料進行改進。

由圖 1 可見，美國為影子銀行體系中佔比最大的國家，歐元區其次，兩者規模皆超過 25 兆美元，約各佔整體規模的三分之一，英國則以 9.5 兆美元排名第三，而前三大(美國、英國、歐元區)的規模加總約佔全體影子銀行的八成。若進一步將影子銀行的業務做屬性上的分類，由圖 2 則可看出排除貨幣市場基金外的其他投資基金約佔全體影子銀行的四成，投資銀行第二約佔 15%，結構性金融工具則佔 8%。

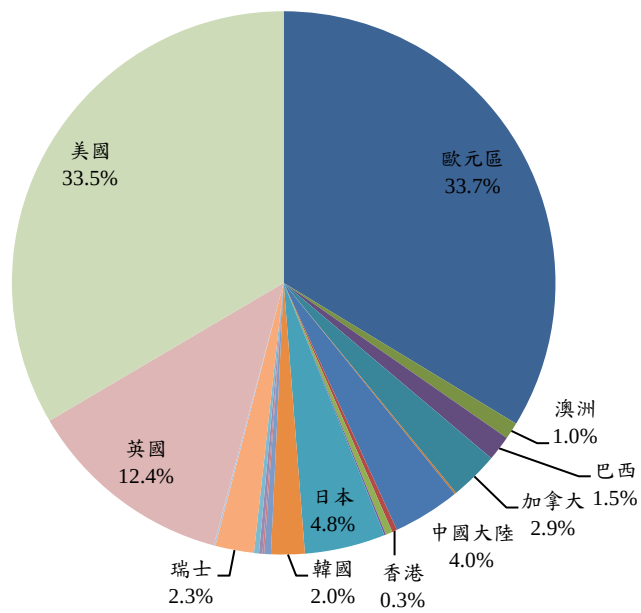


圖 1：影子銀行體系各國佔比

資料來源：Financial Stability Board, “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.”

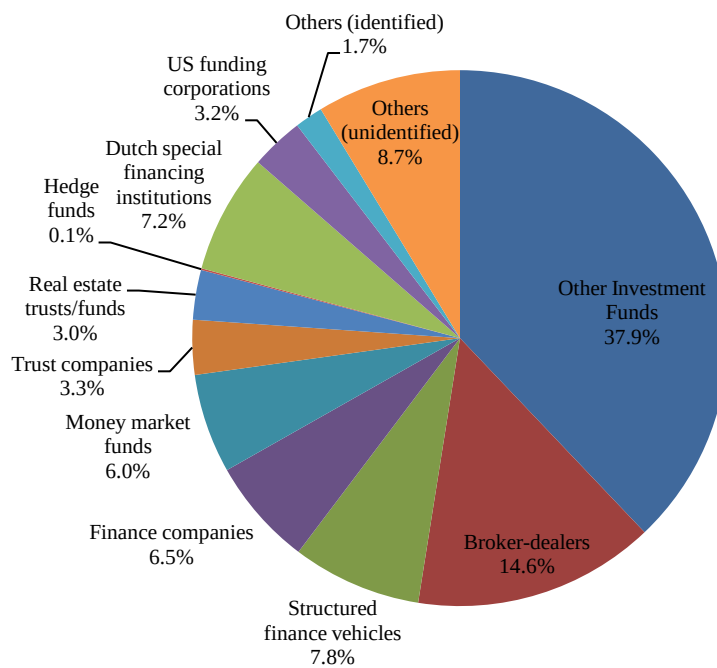


圖 2：影子銀行的業務屬性

資料來源：Financial Stability Board, “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.”

步驟二：辨別由影子銀行體系產生的系統性風險及監管套利行為

在以總體面資料分析的基礎後，進一步縮小範圍，將監理重心移至涉及期限轉換(maturity transformation)³⁰、流動性轉換(liquidity transformation)³¹、信用風險移轉³²及槓桿³³等四大風險因素的非銀行之信貸中介機構，並透過總體資料(如資金流量統計)及個體資料(如監理資料或報告、市場資訊及其他揭露資訊)來分析及辨別上述風險。同時應將重心置於影子銀行間的活動及其對整體信貸中介通供應鏈的影響，而非僅關注個別影子銀行的行為。另一方面，為求掌握新型態的實體活動或監管套利行為，各國亦須留意其監理架構框架外可能出現的重要實體或市場。

影子銀行從事上述期限轉換、流動性轉換及槓桿等信貸中介的行為與銀行體系非常類似，惟卻未受相同的監管要求，以致影子銀行得以承擔較低的風險成本、較高的融資優勢，從而產生套利機會，銀行可藉由影子銀行體系的管道來規避主管機關對其資本或流動性的總體審慎規範，以提高槓桿(承擔更多風險)。而這些監管以外的監管套利不僅干擾金融監理的成效，亦提高金融體系的系統性風險。第三版巴賽爾資本協定(Basel III)已針對上述監管套利修正監理規範，在資本適足性規範方面擴大風險性資產涵蓋範圍，如：(1) 提高複雜型資產證券化金融工具的風險權重，及增加資產負債表表外工具曝險之資本提計；(2)增訂槓桿比率，即第一類資本除以總資產，其中第一類資本必須採 Basel III 較嚴格定義，總資產

³⁰ 指以短期負債(如國庫券、商業本票等)來融通中長期資產(如1年以上債券或長期貸款)的行為。監理機關應計算該基金實體資產及負債的加權平均到期期限，並將資產之到期期限予以分類和控管。此外，若該實體資產負債表中的短期負債超過長期資產，應深入檢視其期限轉換行為的程度。

³¹ 指以流動性負債融通非流動性資產(如不動產、廠房及設備)的行為。各國監理機關在評估流動性轉換在實務上較為困難，FSB 建議檢視金融工具在證券交易所和櫃買中心的市場深度(market depth)，以及在危機及平時期間保證金或抵押扣減制度(margins/hairecuts)與買賣價差的發展程度作為參考指標。

³² 各國監理機關應密切監控資產負債表表外的曝險程度(off-balance sheet exposures)，如保證、承諾、信用衍生性商品及流動性賣權等。此外，各國亦應注意銀行及非銀行在降低信用風險時的適妥性，因這些實體在移轉性用風險時，同時可能承擔其他風險，如交易對手風險、營運風險或流動性風險，甚至未完全移轉而造成的不完全信用風險移轉。

³³ 各國監理機關應計算資產負債表內、表外的槓桿程度，如負債比、自證券市場或附買回市場的擔保借款額度、衍生性商品嵌入槓桿的倍數等。

包括表內及表外資產等。

步驟三：衡量系統性風險及監管套利行為

對特定影子銀行、市場及金融工具進行深入分析，如衡量該特定的實體或活動遭遇重大失敗時會對整個體系或對其他跨境金融部門可能的影響程度。FSB 建議各國監理機關應特別留意以下 3 個風險因素。

衡量與傳統銀行體系的緊密程度：透過對主要銀行蒐集其對非銀行之金融部門的曝險及融資資料，輔以相關影子銀行提供的曝險及融資資料。

衡量規模：影子銀行或其活動的規模越大，對整體體系的負面衝擊越大，因此監理機關應按金融工具別來蒐集影子銀行的全體資產及負債資料。

衡量盈餘表現：監控影子銀行 ROE、ROA、盈餘成長率及盈餘特性等資料，有助於監管機關評估影子銀行或其活動的損失承受能力 (loss absorption capacity)。

二、 美國影子銀行監管規範

《多德-弗蘭克華爾街改革與消費者保護法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010)於 2010 年 7 月 21 日由美國總統簽署成為正式生效的聯邦法律。該法案共包括 16 個部分，修改條目共有 669 條，其中內容全面涵蓋包含銀行、證券、保險、對沖基金、信用評等機構、經紀商、會計制度、美聯儲(FED)自身等金融機構與市場的改革。

該法案的核心理念主要體現在兩個方面：第一，改變目前超級金融機構「大到不能倒」(too big too fail)的局面，同時加強防範系統性風險；第二，保護金融市場中的弱勢群體，避免金融消費者受到金融欺詐。圍繞系統性風險和消費者金

融保護兩大核心問題，法案從系統性風險、消費者金融保護、重構原有監管機構和監管職能、提高對「系統重要性」金融機構的監管標準、填補對對沖基金等金融行業的監管空白、對證券化及場外衍生品金融市場進行規範和約束、嚴格銀行資本金監管和業務監管、華爾街高管薪酬監管等幾個方面對現有監管規則進行了調整和改革。

雖然該法案沒有明確提出針對影子銀行體系的改革，但卻在多個條款中涉及對銀子銀行機構和活動的監管和規範，如以下所列示的五個影子銀行監理面向。

(一) 該法案在美聯儲體系下設立消費者金融保護局（CFPB）

CFPB 可以監管美國各類銀行和非銀行金融機構，包括所有資產規模在 100 億美元以上的信貸機構、支票兌換機構和其他類似的非銀行金融機構。且其同時能對提供信用卡、抵押貸款和其他貸款等金融產品及金融服務的金融機構實施監管，對金融產品的風險進行測試和防範，以保證消費者在使用住房抵押貸款、信用卡和其他金融產品時，得到清晰、準確和完整的信息，從而杜絕一些信用卡機構和房貸公司的隱性費用、掠奪性條款和欺詐等不公平行為，切實保護消費者利益。

(二) 引入「沃爾克規則（Volcker rule）」³⁴

引入「沃爾克規則（Volcker rule）」，限制大型金融機構的自營交易業務。其主要內容包括：限制銀行和控股公司從事自營性交易；限制銀行擁有或投資私募股權基金和對沖基金，其投資總額不得超過銀行一級資本的 3%；為了避免利益衝突，禁止銀行做空或做多其銷售給客戶的金融產品；分拆銀行的高風險 SWAP 交易業務。

³⁴ 「沃爾克規則(Volcker rule)」是歐巴馬在 2010 年 1 月時公佈的，由經濟復甦顧問委員會主席保羅沃爾克(Paul Volcker)提出；內容以禁止銀行業自營交易為主，將自營交易與商業銀行業務分離，即禁止銀行利用參加聯邦存款保險的存款，進行自營交易、投資對沖基金或者私募基金。

(三) 對證券化及場外衍生品金融市場進行規範和約束

原有監管體系對主要透過場外交易的金融衍生性商品缺乏透明性與訊息要求，因此該法案針對監管的漏洞進一步加強規範和約束，包括：(1) 加強對證券化市場(主要是資產支持證券 ABS)、場外交易(OTC)市場以及具有系統重要性的支付、清算和結算體系的全面監管；(2) 在證券化方面，要求證券化信貸敞口的信貸風險要與信貸發起人的利益相聯繫，要提高證券化市場的透明度和標準，加強對信用評級機構的監管，監管部門應減少對信用評級的使用；(3) 在場外交易方面，將絕大部分場外金融衍生性商品交易移到交易所交易，並通過清算中心結算；(4) 禁止銀行之間或者銀行與客戶之間進行這種金融衍生品交易；(5) 要求所有具備從美聯儲貼現窗口獲得融資資格的大型商業銀行剝離其信用違約交換(CDS)等高風險衍生產品到特定的子公司(銀行可保留常規的利率、外匯、大宗商品等衍生產品)；(6) 對從事衍生品交易的公司實施特別的資本比例、保證金、交易記錄和職業操守等監管要求；(7) 防止銀行機構通過證券化產品轉移風險，要求銀行發行人必須將至少 5%的風險資產保留在其資產負債表上。

(四) 完善影子銀行機構清算和破產秩序

該法案詳細規定金融公司、經紀商等影子銀行機構的有序清算和破產程序，並授權由聯邦儲蓄保險公司(FDIC)負責建立破產清算機制，在超大金融機構經營失敗時，對其採取安全有序的破產程序。並且限制美聯儲的應急借款權，即不允許美聯儲向私人公司發放緊急貸款；此外，透過向大型金融機構徵費建立「清算基金」，用於對瀕臨破產之金融機構的破產清算，確保相關成本是由金融業界而不是納稅人承擔。

(五) 對銀行實行更嚴格的資本充足規定

美國金融監管新法案致力於提高資本質量，明確資本對於風險的覆蓋理念，

而這些措施將為保障銀行業務的穩健安全運營提供強有力的支撐，因此該法案將根據銀行的規模和風險設定新的資本金要求，其中包括：(1)禁止擁有子公司的大型銀行將信託優先債券³⁵作為一級資本；(2) 要求資產在 150 億美元以上的大型銀行在 5 年內把信託優先債券從一級資本中逐步剔除，並允許資本規模不足 150 億美元的銀行將信託優先債券繼續作為一級資本；(3) 新的金融監管法案確定了美聯儲在資本監管中的地位；(4) 要求美聯儲對「資本嚴重不足」進行定義，並設定審慎監督和管理的臨界值，只要美聯儲確定某家金融控股公司資本嚴重不足，即可強令該公司破產。

³⁵ 信託優先債券是一種兼具股票和債券雙重屬性的證券。由一家公司先創立一間信託機構，然後再向該信託發行債券，由於支付給該信託的利息可以抵稅，所以公司可以實現避稅的目的，通常由銀行控股的公司發行。