资产池理财业务下影子银行潜在风险与监管对策

张阳希，万幼清（副教授）

【摘要】资产池理财业务的诞生与发展反映了国内金融竞争环境日益激烈和投融资需求日益多样的趋势，已成为我国影子银行的新兴业务。本文从资产池理财业务的现状入手，分析其运作模式和风险，并提出应采取强化银行内部风险控制、确立其法律地位、提升其信息披露程度和匹配投资者风险承受力等措施防控资产池理财业务风险。就影子银行而言，应构建宏观审慎和微观约束的监管框架，依靠政策工具引导其正常有序发展，这对促进我国经济繁荣具有一定意义。

【关键词】影子银行；资产池业务；风险防控

【中图分类号】F276.6　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)15-0071-4

一、引言

影子银行是指行使和传统银行相同或类似的职能，但不受或少受监管，容易引发监管套利和积聚系统性风险的一类非传统的金融机构。影子银行起源于20世纪70年代，出于提高超额收益和规避监管的目的，影子银行在次贷危机前发展攀升至前所未有的高度，同时暴露出期限错配、高杠杆操作和监管缺失等一系列弊端。次贷危机后，全球范围内加大对其的监管力度，影子银行与传统银行机构的相对规模呈下降趋势。但根据金融稳定理事会数据，截至2015年上半年，全球影子银行规模已超过GDP总量的80%。

我国影子银行虽然具有期限转化和流动性转换功能，并且具有强烈的监管套利动机，但仍然与国外影子银行系统具有明显差异：第一，我国影子银行的业务主要依托商业银行完成，而国外影子银行则对商业银行依赖程度较低；第二，我国影子银行系统的销售渠道主要为零售渠道，而国外则主要依靠批发手段进行销售发行；第三，我国影子银行系统资产证券化程度低，普遍杠杆率不高，不存在欧美影子银行重复抵押和多重包装的高杠杆操作；第四，银行理财产品运作情况按规定应定期报送监管部门，我国影子银行系统仍处于监管范围内。

我国影子银行系统可以由窄至宽分为四个口径进行界定：最窄口径仅包括银行表外理财业务和信托业务，最宽口径则将小额贷款公司、典当行、融资担保公司等非银行金融机构和民间金融囊括在内。本文选择最窄口径进行讨论，主要原因有：第一，目前影子银行业务主要依托商业银行完成；第二，“资金池—资产池”运作模式是现阶段我国最具有代表性的投融资运作模式之一；第三，商业银行表外业务与信托业务是影子银行流动性风险和违约风险的集中点。

二、我国理财业务的发展现状

2004年以来，由于银行中间业务比重增加，居民投融资需求旺盛，商业银行理财业务发展迅猛，各色创新的理财产品层出不穷。特别是2011年以来，受到银根紧缩的影响，理财产品和涉及的发行银行数量都大幅增长。2015年前三季度有381家银行发行了共计58820种理财产品，发行数量比2014年同期增长22.66%。具体情况如图1所示：

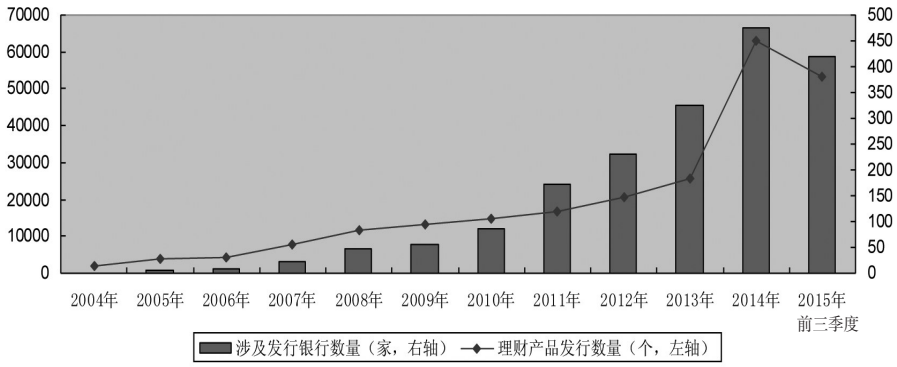

图 1　2004~2015年我国理财产品的发行数量

【基金项目】2015年武汉理工大学研究生自主创新基金项目（项目编号：2015-zy-035）

2003～2015年我国理财品种数量变动如图2所示：

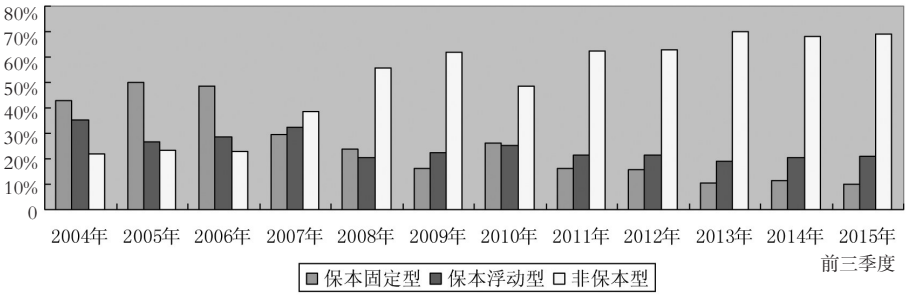

图 2 2003~2015年我国理财品种数量变动

从图2来看，非保本型理财产品（属于我国影子银行业务范畴内的一类理财产品），所占比重有明显的上升趋势，截至2015年第三季度，已由2004年的21.93%上升至68.94%，成为理财业务市场上最主要的产品品种。相比之下，保本型理财产品的市场份额出现了明显萎缩。对于该类理财产品，银监会规定应将其资金和投资资产纳入表内核算并计提必要的风险拨备，但非保本型理财产品属于银行中间业务，不承担相应风险而计入表外。这反映出银行具有为规避存贷比限制和资产负债表监管而进行表外扩张的动机。

从资产投向来看，起初理财产品的主要投资对象集中在货币市场和信贷资产。在2010年，由于监管层开始重视单一信贷类理财业务，银监会于当年叫停了银信合作产品，同时要求表外资产于2012年前转入表内。这一系列监管举措致使2010年后单一信贷类产品大幅缩水，组合投资类产品市场份额急速扩张。最初“一对一”理财运作模式已经难以满足组合投资类业务的需求，从而向资产池运作模式发展。“一对一”运作模式是指银行凭借信托公司的“平台”作用，募集资金向企业发放贷款，某家银行对应特定的信托计划，是一种一次性发行的理财产品模式。而资产池模式则是将不同类型理财产品的资金汇集到一个资金池内，通过滚动发行，再将池内资金投放到不同类别的金融资产中去。

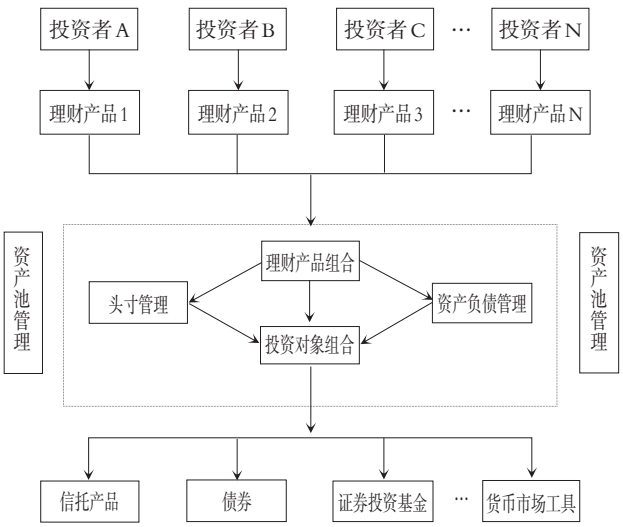

图 3 资产池模式理财的运作流程

三、资产池理财业务的运作模式与潜在风险分析

由于资产池在运作中扮演着重要角色，我国资产池理财业务模式具有美国结构化投资（SIV）和债务担保凭证（CDO）的特点，可以概括为“滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价”。其运作流程如图3所示。

从资金的流入端来看，资产池理财模式通过理财产品的不断新发与到期续发来保证资金源源不断流入池内，发行的理财产品不仅包括新理财产品，也包括到期理财产品的续发。由于该类产品一般期限较短，资金流入端大部分都是短期资金。银行将募集到的资金集中管理，统一将其投资于各类不同期限和风险的金融资产内。

从资金的输出端来看，滚动发行使池内资金沉淀下来，银行可以将这部分资金投资于能获取较高收益的长期金融资产，从而获得比较可观的利差收入。资产池理财模式的主要特征是募集的资金无法与投资资产一一对应，因此购买理财产品的投资者收益与预期收益难以一致。通常的做法是银行在扣除各项成本费用后参照同类产品和基准利率再对投资者分配收益。

从资产运作角度看，资产池运作与商业银行经营并无实质区别，资产为各类标的金融资产，负债为资金来源。它们之间最显著的不同是商业银行经营运作处于严格监管之下，而资产池运作既没有最低资本要求，也没有计提存款准备金以应对流动性风险的要求。另外，此类理财产品还具有缺乏本息保障制度、可以无限展期和刚性兑付等特征。因此，资产池运作模式下的理财产品实质上受监管程度低且难以管控，是影子银行系统的代表性业务模式。

资产池业务模式的诞生和兴起标志着我国财产管理行业摆脱了单一的初级阶段，逐渐向比较复杂的资产池产品阶段演进。资产池业务模式增强了银行的盈利能力与资产管理能力，降低了交易成本，更能满足客户的融资需求，因此是一种合理的金融创新产物。然而，由于资产池操作不透明和兑付风险、流动性风险的逐渐显露，监管机构自2011年起对其实行严格监管，并对“多对多”资产池业务实行“一刀切”式监管。就目前而言，资产池模式的潜在风险包括以下几点：

1. *期限错配易引发流动性风险。*资产池模式借短贷长，将长期资金与短期资金搭配起来。从委托期限上看：近几年理财产品募集到的资金期限大部分在半年以内，比如截至2015年第三季度，当年发行的半年内到期的理财产品占

87.44%，详细情况见下表：

我国理财产品的委托期限变动表　　单位：%

委托期限	2012年	2013年	2014年	2015年前三季度
1个月以内	3.38	4.22	4.67	5.74
1～3个月	59.10	59.54	58.54	59.26
3～6个月	23.68	21.86	22.86	22.44
6～12个月	10.92	11.80	11.69	10.83
12～24个月	0.97	1.17	1.27	0.86
24个月以上	0.33	0.24	0.19	0.21

注：数据来源于Wind资讯。

与之相对应的是，银行将募集到的资金更多地投向中长期资产。资产池模式为保证一定的流动性，会足额发行新的理财产品，在市场出现较大波动时，有可能用新募集到的理财资金偿还前期理财收益。更严重的情况是，商业银行不得不出售资产池购买长期资产，使投资者和银行都蒙受损失。投资者信心遭受打击，资产池内新的资金输入就难以为继，银行将面临流动性风险压力增大的恶性循环。

2. 权责分配不明和信息披露缺失可能带来道德风险。资产池理财产品未能达到银监会“成本可算、风险可控和信息充分披露”的原则：该类产品难以披露投资资产的种类、比例、期限等具体信息，只能对资金投向做大致说明；池内产品无法单独核算，对其价值的准确估计难以实现。同时，由于信息披露不完全，可能存在资产池理财产品之间相互转移收益的行为，未体现对金融消费者权益的尊重和保护。

3. 法律地位不明确易引发兑付风险。理财产品作为一种财富管理工具，发行银行和投资者之间是委托代理关系还是债权债务关系，一直没有明确的法律定论。保本型理财产品定期还本付息，类似于简单的债权债务关系；非保本型产品相当于将财富委托管理并自负盈亏，更类似于委托代理或信托关系。就委托代理关系而言，《合同法》规定，当银行超越代理权或产生代理过失时，被代理人有权要求赔偿。资产池理财产品存在信息披露不完全和单独核算缺失的缺陷，银行难以计算出资产池内产品的资产负债和盈余情况。同时，银行在信息占有、风险控制和专业知识上处于优势地位，投资者处于劣势地位。在金融诉讼实践中，银行将担负对资产池理财业务合规运作的举证责任。然而单独核算缺失使银行难以证实业务合规运作，使其在诉讼中处于不利地位。此时银行往往需要承担投资损失，从而陷入刚性兑付的不成文规定。

4. 频繁关联与内部交易可能引发风险交叉传导。风险传导起源于池内资产与负债的双重表外化：一方面，报表上的存款被转移到表外，是负债的表外化；另一方面，投向的资产记录在表外，是资产的表外化。负债的表外化可能会导致资本约束不足，没有计提足够的风险拨备，从而使银行风险控制能力降低。在银行金融业竞争日益激烈的背景下，理财业务越来越多地被运用成吸存揽储和“考核冲点”的重要工具。考核期内理财资金与存款资金往往频繁转换，在考核时点，资产池的缺口可以由银行自营资金填补，考核过后再将存款转化为理财资金，并最终归还自营资金。这种关联交易或内部交易实质上是以表内资产为表外业务提供隐性担保，容易使表外风险传导至表内，引发交叉感染风险。

5. 基础资产集中投向利率敏感资产，可能引发利率波动风险。从近几年理财产品的基础资产投向上看，比重最大的是债券和利率类资产，这两项资产都是利率敏感型资产，且已经实现了利率市场化。2015年前三季度所发行的理财产品中，24.89%的基础资产为债券，27.4%的基础资产为利率类资产。对非保本型理财产品而言，市场利率的波动会影响产品定价，特别是市场利率大幅反向波动时，产品购买者和发行银行可能会承受预期收益降低的风险。由于我国金融市场的利率管制，债券市场鲜有实质性集体违约事件，利率大幅波动的概率并不大，整体而言，利率波动风险处于可控范围内。但不容忽视的是，中低评级的城投债也是银行理财产品资产的主要投向之一，存在违约的可能性，其风险值得关注。

四、防范资产池业务风险的建议

从内部风险控制角度出发，应强化银行内部风险管理，重点控制考核时点业绩评价。道德风险、信息不对称、频繁内部交易等现象的出现，大多是由于我国商业银行总分行制度下总行对分行的内部风险控制力不足造成的。为在关键考核时点冲击营业额，分行可能在销售环节中暴露风险，违反信息披露原则。强化内部风险控制的具体措施为：一方面，将风险管理工作与理财产品销售管理工作划分开来，并由分支行高层行政人员对其负责，定期向总行出具理财产品风险管理监督报告；另一方面，继续坚持总行的核心权威地位，总行应以降低道德风险、法律风险和信息不对称为中心，不定期抽查分支行的风险披露与代理行为，对不合规的销售行为进行严肃处理，并记录于该分支行年终考核体系中。

从法律规章角度出发，应明确该类业务所处的法律地位，突出其财富管理功能。权责不明、举证不能、侵犯金融消费者权益和刚性兑付等问题出现的根源是理财产品从产生之初就没有明确的法律地位，权属不清导致各种金融纠纷。作为银行的一种资产管理业务，理财产品却未出现在《银行法》中规定的商业银行经营范围内。尽管根据《商业银行个人理财业务管理暂行办法》提供的官方解释，非保本型理财业务是建立在委托代理关系上的理财计划，但在司法实践中，资产池理财业务由于无法提供投资关键信息而容易被认定为没有代理权，其法律属性更偏向信托关系。因此，应填补相关法律的缺失，确定理财产品的合理法律定位，确定开展业务双方当事人的权属关系，以减少监管套利。

从投资者权益角度出发，应着力提高理财业务的透明度，关注投资者的风险承受能力。发行理财产品的银行必须同时提供完整的产品风险与收益信息，特别是资产池理财业

务，应提供风险揭示和风险说明等信息，具体可以通过建立健全统计监测体系、完善信息披露制度和搭建统一信息融通平台等措施来完善。发行和设计理财产品时应充分考虑投资者定位，发售前还需对投资者进行风险评估，可将其分为“保守型”、“稳健型”和“激进型”三类，按照风险承受能力进行筛选并提供与之相匹配的理财服务。对风险较高的资产池理财业务设置一定的购买门槛，不允许风险承受能力薄弱的个人投资者介入，鼓励风险承受能力高的机构投资者购买。

从产品设计角度出发，应加强设计控制，鼓励适度创新。目前国内理财市场上同质化问题突出，各家银行推出的产品种类实质上都以“期限短、收益稳定、投资于利率市场”为主，这容易导致风险交叉传染。银行可以根据客户市场的细分，自主研发创新适合对应人群的理财产品，探索设计独具特色的银行品牌理财产品。如资金实力雄厚和客户资源丰富的大型商业银行可以凭借自身优势，开发风险较高的结构性理财产品，以面向高端客户；中小型银行则可以以“稳健性”客户为主要对象，重点开发收益稳定、风险较小的产品。此外，在开发设计产品时，应遵照“成本可算，风险可控”原则，严格限制不符合要求的产品投入市场。

五、我国影子银行的监管提升策略

1. *客观认识影子银行发展，确立宏观审慎与微观约束相结合的监管框架。*当下传统商业银行范畴以外的金融中介机构发展迅猛，特别是属于影子银行的新兴金融业务与机构在一定程度上充实了传统金融体系，应充分认识到影子银行在开辟融资渠道、提高金融体系融资效率、促进金融创新、推动商业银行竞争与转型等方面的正面作用。虽然发展过程中暴露出一定风险隐患和监管问题，但不应全盘否定，而应分清轻重缓急，建立宏微观并重、疏堵结合的监管框架。

宏观审慎监管要求机构监管与功能监管相辅相成，在“一行三会”的监管体系下完善信息融通渠道，加强监管机构协作，以减少监管套利。目前学术界与实务界对影子银行的范畴存在争议，致使各方度量口径不同，对影子银行的测量数据存在显著差异，不利于形成清晰认识。应首先从确立官方定义出发，明确其具体范畴，统一相关数据的度量口径。同时，根据影子银行范畴完善社会融资规模的动态监测，全面把握影子银行信息，更有效地使用货币政策工具进行宏观调节。微观约束监管要求对影子银行容易诱发风险的业务或机构进行重点把控，如对风险较高的资产池理财业务，应加强日常监控、信息披露和风险管理。对不合规的高风险业务及时进行处理，鼓励在风险可控范围内进行业务创新。

2. *科学运用政策监管工具，构建影子银行与商业银行的风险防火墙。*当前，由于金融机构破产法和存款保险制度尚未建立，商业银行在从事金融代理、担保、发行理财产品等影子银行业务时，容易导致风险交叉传导。因此，在审慎监管原则下，有必要通过防火墙将风险隔离开来，以维持金融体系的稳定。一是使用限制资产组合期限和限制杠杆的政策工具，使投资目标和风险水平相匹配，严格约束过度证券化与高杠杆率，要求从事影子银行业务的有关机构保持足够的流动性；二是对与商业银行合作的金融机构建立一定的资本要求和资产集中度限制，如银信合作和银证合作，并保证银行表内资产转移遵循真实转让与洁净转让原则；三是运用非流动性资产投资限制，比如可以将资产池理财投资的非流动性资产设置一定比例限制，增强投资资产组合的流动性转换能力，降低资产甩卖风险和挤兑现象出现的可能性。

3. *坚持逐步利率市场化改革，对民间金融机构设置合理的融资利率限制。*利率管制是我国影子银行得以发展的重要原因，它使理财产品代替存款的作用更明显，也推动了以小额贷款公司为代表的一部分非银行金融机构的扩张。利率市场化有利于提升融资效率，约束影子银行的监管套利行为，从而降低风险。然而，民间借贷因不受监管或少受监管，存在利率高、风险高的特征。对此，可以在短期内设置最高贷款利率，防范民间金融过分抬高利率而引发的风险。

4. *探索符合金融市场现状的资产证券化创新，匹配相关的制度体系和法律法规。*资产池理财业务模式实质上是一种非标准化的资产证券化，由于目前国内资产证券化发展不完善，相应制度法规缺失，使资产池业务存在制度缺陷而容易诱发一系列风险，未来成熟的证券化将逐步替代理财业务成为金融市场上发挥融资功能的主要工具。

综上所述，以理财产品为代表的我国影子银行揭示了目前金融市场投融资的多样化需求，它依托现代信息业的发展，为金融市场提供了创新的活力，指明了金融行业的发展方向。目前，我国影子银行风险整体可控，既应防患于未然，也应尽量避免过度监管。对此，可以通过政策引导、完善法律、弥补监管真空等措施，推动其健康有序发展，以促进我国经济繁荣。

主要参考文献：

张慧毅. 中国影子银行体系的风险及其监管研究[J]. 中央财经大学学报，2013(4).

颜永嘉. 影子银行体系的微观机理和宏观效应[J]. 国际金融研究，2014(9).

张明，高海红，刘东民等. 透视中国影子银行体系[M]. 北京：中国社会科学出版社，2014.

马俊胜，张龙清. 商业银行理财业务风险控制研究[J]. 金融论坛，2014(2).

鄢青. 商业银行资金池理财产品业务模式与法律探析[J]. 金融法苑，2013(9).

蔡雯霞. 影子银行信用创造及对货币政策的影响[J]. 宏观经济研究，2015(10).

作者单位：武汉理工大学管理学院，武汉 430070