

# 研究报告

2017 年第 63 期

2017.5.25

执笔人：杨荇

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

## 近期金融“去杠杆”政策解读 及对商业银行的影响

——“强监管 去杠杆”政策解读系列之一

### 要点

- 今年以来，无论是中国人民银行的MPA（宏观审慎评估体系）考核，还是银监会、证监会、保监会的监管文件，都释放出了监管从严的信号。整个金融监管系统“去杠杆、防风险、控套利”的思路和政策正在进一步明朗化。
- 近几年与实体经济投资回报率下行相伴随的，是金融部门的资产负债表扩张得非常快，银行和非银行金融机构之间的交易空前繁荣，保险资管快速增长，“同业+委外”业务双扩张，非银行金融机构资产管理通道业务、产品嵌套盛行。“同业存单-同业理财-委外投资-债市杠杆”链条的繁荣，是金融同业杠杆率提高的重要原因，同时又导致了期限错配问题，存在较大风险隐患。
- 就本轮监管举措而言，重点贯彻了“穿透”原则，限制嵌套。一系列政策虽然预留了一定阶段的缓冲期（4-6个月），并强调“新老划断”，但仍对市场造成了一定影响，预计商业银行同业、委外、理财业务发展可能由快向稳转变。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 近期金融“去杠杆”政策解读 及对商业银行的影响

——“强监管 去杠杆”政策解读系列之一

今年以来，无论是中国人民银行的MPA（宏观审慎评估体系）考核，还是银监会、证监会、保监会的监管文件，都释放出了监管从严的信号。5月2日之后，新华社连续发表7篇述评，对“4月25日习近平总书记关于金融安全重要讲话”展开了权威解读。展望未来，预计金融监管将进一步趋紧，并着力于补齐监管短板，避免监管空白，防范金融风险，形成综合、系统、穿透、统筹的监管大格局，监管举措的密集出台将对商业银行经营产生重要影响。

### 一、金融监管“去杠杆”力度超前

今年3月以来，银监会连续下发8份文件，要求开展“三违反”、“三套利”、“四不当”专项治理工作。从监管的业务类型看，同业业务、理财业务、投资业务成为2017年监管工作的重点。同期，保监会连续下发4份文件，在保险公司治理、保险资金运用、偿付能力、产品管理、中介机构、消费者权益保护、高管人员管理、新型业务等八大领域提出堵住制度漏洞的相关政策。5月，证监会下发《区域性股权市场监督管理试行办法》，自2017年7月1日起施行，统一区域性股权市场业务及监管规则。（见表1）

表1 近期主要监管文件一览表

监管机构	文件名	文号	主要内容
银监会	关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见	银监发4号文	大力支持“去产能、去库存、去杠杆”；强化重点领域监管约束（将同业、投资、托管、理财业务纳入流动性检测范围），督促银行业回归服务实体经济本源
	关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知	银监发5号文	以解决突出问题为导向（整治非法金融、内外勾结、股权与对外投资、人员行为、廉政风险等十大乱象）；严格开展自查和检查；注重问题整改



	关于银行业风险防控工作的指导意见	银监发6号文	加强信用风险管控；完善流动性风险管理；加强互联网金融与信息科技金融风险防控；加强外部冲击风险防控（严防信用风险、流动性风险、债券投资、整治同业等十大风险）
	关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知	银监发7号文	抓紧补齐制度短板；着力强化股东监管；持续创新监管方式；强化信息披露要求
	关于开展商业银行“两会一层”风险责任落实情况专项检查的通知	银监办发43号文	提出商业银行风险控制缺陷；董高监履职和设置问题需要现场检查并提交检查报告
	开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知	银监办发45号文	偏重公司治理，包括制度建设、合规管理及风险管理、流程控制
	并于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知	银监办发46号文	针对金融机构同业业务、投资业务、理财业务等跨市场、跨行业交叉性金融业务中存在的杠杆高、嵌套多、链条长、套利多等问题开展专项治理
	开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知	银监办发53号文	详细列出79项“是否”，着重检查同业业务、理财业务、信托业务是否实施了穿透式管理；是否存在以贷转存、存贷挂钩、以贷收费、浮利分费、借贷搭售收费、一浮到顶、转嫁成本等违法违规行为
保监会	关于进一步加强保险业风险防控工作的通知	保监发35号文	39条防控举措涉及保险业面对的流动性、保险资金运用、战略、新业务、外部传递性等九大风险
	关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展的通知	保监发34号文	针对保险业少数公司发展模式激进、治理结构不完善、偿付能力下降和盲目跨领域并购等乱象，提出了“严”字当头，强化监管，堵塞制度漏洞的要求
	关于强化保险监管打击违法违规行为整治市场乱象的通知	保监发40号文	着力整治部分保险机构资本失实、治理失效、投资失控、营销失信、数据失真等现象
	关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知	保监发44号文	在公司治理、保险资金运用、偿付能力、产品管理、中介机构、消费者权益保护、高管人员管理、新型业务等八大领域提出堵住制度漏洞的相关政策
证监会	区域性股权市场监督管理试行办法	证监会第132号令	明确了区域性股权市场证券发行、证券转让的条件和程序，建立了合格投资者标准及穿透核查制度，对信息披露提出了基本要求

注：城市金融研究所整理

事实上，自2016年年中权威人士在《人民日报》指出：“金融是现代经济的核心，这个核心出了问题会拖累全局。从整个金融市场的内在脆弱性上找原因。其中，高杠杆是‘原罪’，是金融高风险的源头，在高杠杆背景下，汇市、股市、楼市、银行信贷风险都会上升，处理不好，小事会变成大事”之后，从央行、证监会、银监会到保监会，整个金融监管系统“去杠杆、防风险、控套利”的

思路和政策正在进一步明朗化。

一是央行在货币市场上控制流动性，采取市场化加息的策略以提高金融杠杆的成本中枢。一季度，央行先后两次上调OMO和MLF中标利率。其中，7天、14天和28天期OMO中标利率分别上调20BP至2.45%、2.6%和2.75%；6个月和1年期MLF中标利率分别上调10BP至3.05%和3.2%。同时套上MPA的管理框架，通过广义信贷和逆周期资本约束等抑制中小银行规模扩张的冲动。

二是银监会开展一系列的监管举措，对商业银行公司治理、合规行为、套利行为，甚至创新、交易和考核等进行全面的监督治理。银监会一季度经济金融形势分析会议，再次强调银行业重点防范信用风险、流动性风险、规范交叉金融业务等六大领域风险，并要求加大治理金融乱象，做到全面排查，列出清单，逐一整改。4月10日，银监会一次性公布25项行政处罚，涉及17家金融机构票据违规操作、掩盖不良、规避监管、乱收费用、滥用通道、违背国家宏观调控政策等现象，共计罚款4290万元，平安银行、华夏银行、恒丰银行被罚金额居前三名。

三是证监会出台了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，对结构化资管产品杠杆水平进行了限制；保监会出台了《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》，明确保险资管不得发行具有“嵌套”交易结构的产品；银监会则确认了《商业银行理财业务监督管理办法》正在修订中，预计这一新规将对银行理财业务资质实行分类管理、对所投资的特殊目的载体对接的资产进行限制、禁止发行分级理财产品等。而由央行主导，银监会、证监会、保监会、外管局等部门正在合力酝酿的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，覆盖了原证监会管辖的券商资管、公募基金，以及银监会管辖的银行理财产品、信托产品，保监会管辖的保险产品，被认为是未来相当长时间内将对大资管市场产生影响的纲领性文件。从金融监管部门的动作来看，去杠杆政策正在全面落实。

## 二、金融“去杠杆”的主要逻辑



### （一）当前中国金融杠杆率越来越高

2012年以来，一方面，是经济进入下行通道，实体经济回报率下降，中小企业融资贵、融资难与商业银行“资产荒”并存；另一方面，是以货币手段促使经济增长的边际效应日益衰减。按照广义货币（M2）和GDP的比重，2008年末是148.7%，到2015年末上升到202.06%，而2016年末上升到208.3%（见图1）。据社科院《中国资产负债表》研究，到2015年末，中国全社会杠杆率为249%，较2008年上升65.7个百分点，经济的整体杠杆率快速上升。

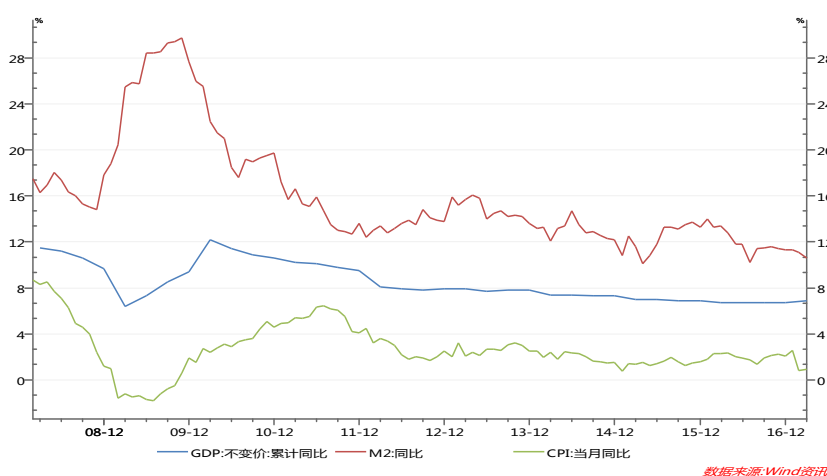


图1 中国 GDP、M2和 CPI 同比增速（2008-2016）

就中国银行业而言，2014年以来，在经济增速不断下行的情况下，银行资产规模却开始加速扩张。截至2017年一季度末，我国银行业金融机构总资产238.5万亿元。如果按照总资产和实收资本之比来衡量，我国其他存款类金融机构（除央行以外的存款性金融机构）的这一比例从2007年的30倍左右，一路上升到2016年末接近50倍，其中中小型银行达到了60倍。在本轮扩张中，中小型银行扩张速度要快于大型银行。

### （二）金融机构“加杠杆”的主要方式

资本总是追求盈利的。近几年与实体经济投资回报率下行相伴随的，是金融部门的资产负债表扩张得非常快，银行和非银行金融机构之间的交易空前繁荣。

一是保险资管快速增长。2012年以来，随着险资新政13条<sup>1</sup>出台，保监会开始推动保险资金运用市场化改革，逐步拓宽险资投资渠道，灵活调整险资投资比例，保险资管机构拥有第三方资产管理人的权利。从传统公开市场到股权、不动产、集合信托计划金融衍生品等另类投资以及境外资产，上述投资产品逐步放开，实质性地提高了保险资金的投资收益率。2016年、2015年、2014年，保险业的保户投资款新增交费分别增长55.11%、95.20%和21.95%（见图2）。截至2016年末，保险资产管理规模已突破16万亿元，仅次于银行理财、信托和券商资管，排在大资管行业的第四位。

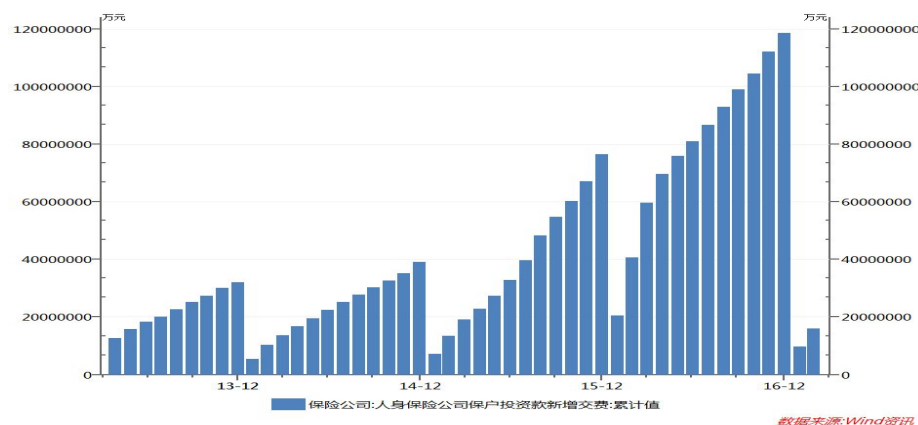


图2 人身保险公司保户投资款累计新增交费（2012-2016）

然而，一部分保险公司集中发展中短存续期产品，并将其主要投向收益高、流动性低、期限较长的不动产、基础设施、信托等另类资产，以期获得较高收益，导致“短钱长投”问题凸显。同时，在投资端收益持续下滑的情况下，有的保险机构依然在负债端保持高结算利率，资产负债匹配难度持续加大。保险资管既面临利率下行的压力，又面临信用违约等风险，宝能系、安邦系、恒大系保险公司在资本市场频繁举牌的现象也让人们对险资运用的合理性产生怀疑。例如，在“宝万之争”中，险资通过加杠杆的形式收购上市公司股权，即对现有的监管体系提出了明确的挑战，对于杠杆工具的使用和杠杆资金在不同

<sup>1</sup> 2012年，保监会下发了《保险资金运用拟发布规章及规范性文件》，由于意见稿包括13项主要内容，也就是业内所说的13条保险投资新政。13项新的管理办法，分别在保险机构境外投资、债券投资、基础设施债权投资计划、股权和不动产投资、融资融券、金融衍生品交易、股指期货交易、委托投资管理、资产托管管理、资产配置管理、资产管理产品以及保险资金公平交易方面作出了新的规定。随后的7月19日，《保险资金投资债券暂行办法》成为保监会第一个公布投资细则，其中对债券投资种类和投资比例进行重新调整。9月初，保监会又发布了《保险资金投资股权暂行办法》和《保险资金投资不动产暂行办法》，从而正式对保险资金进行私募股权与不动产投资给予政策上的支持。





市场中流动的系统化监管，已经是金融监管机构不得不面对的难题。

二是金融机构“同业+委外”双扩张。2008年之后，金融创新和金融监管的动态博弈迅速衍生出了越来越复杂的“影子银行”体系，这一体系在2013年之前的主流模式是“通道业务”——即商业银行资金通过银行信托合作、银行保险合作、买入返售等通道出表，投向非标资产；2014年之后，则转变为以“同业+委外”为主流模式，资金的流向也从非标资产更多地转移至债券等标准化产品。

从负债端来看，同业存单已成为商业银行特别是中小银行重要的负债来源，并为中小银行主动扩表“弯道超车”提供机会。2014年，同业存单的发行规模尚不大，仅有8976亿元。2015年和2016年发行量分别达到5.3万亿和13万亿元，年增长率分别高达490%和145%（见图3）。2017年以来已发行超过5.7万亿，较去年同期增长约67%，继续保持高速增长的势头，其中3月份发行超过2万亿元，创出历史新高；截至4月末，同业存单存量规模达7.8万亿。

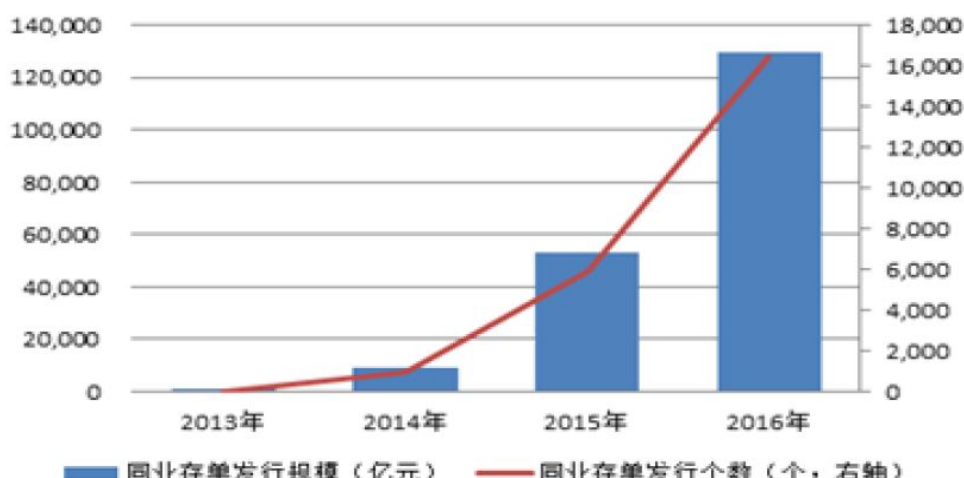


图3 同业存单发行规模和个数（2013-2016）

目前，同业存单的合格发行人已扩大至1556家，而股份制银行、城商行和农商行是同业存单发行的主力，存量占比分别为49%、42%和8%。同业存单被广泛应用，主要原因在于2014年127号文划定了一条同业负债/总负债不能超过1/3的红线。而2013年年底开始推出同业存单，同业存单发行不受1/3红线约束，因此同业存单发行成为中小行主动管理负债的重要手段，并为中小行扩表“弯道

超车”提供机会。

从资产端来看，近年委外业务成为理财产品投资新的渠道，以加杠杆的方式投资金融市场显著加剧了金融风险。委外业务是委托投资业务的简称，即委托人将资金委托给外部机构管理人管理。由于商业银行是我国金融系统中资金的主要提供方，所以我国委外业务大部分表现为商业银行将资金委托给证券公司、保险公司、基金公司及阳光私募等投资管理人。而商业银行委托资金来源则主要是理财资金和自有资金，其中又以理财资金为主（见图4）。商业银行将资金委托给资产管理人，支付管理费和超额业绩报酬，并获得分红、收益和本金。委托资金投资于货币市场、债券市场、公募基金、金融衍生品及其他投资品，一般而言，委托人在委托时时常常对投资范围进行限制。

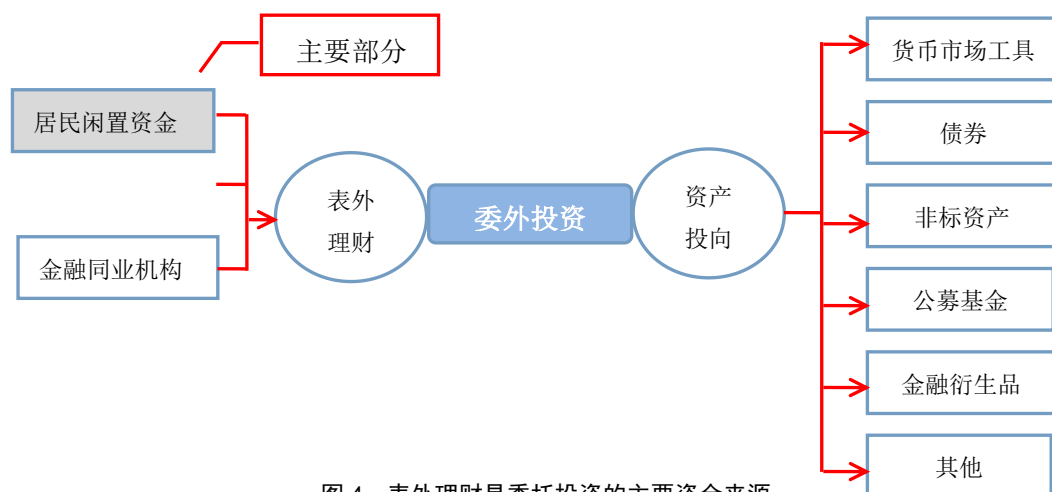


图4 表外理财是委托投资的主要资金来源

表外理财是委托投资的主要资金来源<sup>2</sup>。表外理财再到委外投资，资金流经的链条为“企业和居民资金-->表外理财-->委外投资”。截至2017年4月末，银行业金融机构理财产品余额为30万亿元，较年初增加1万亿元。而2016年末，非保本浮动收益类理财产品余额23.11万亿，已占整体理财产品余额的79.56%。在过去的4年中，非保本理财余额和占比均不断提升，2013年-2015年，非保本理

<sup>2</sup> 根据是否承诺保本，理财主要分为保本理财、非保本理财以及结构性存款理财，其中保本理财又可进一步分为保本浮动收益型理财和保证收益型理财。①保本理财需要银行承担本金兑付违约的风险，因此需要计入银行资产负债表内，通常而言，保本理财即为表内理财。保本理财募集所得资金，通常记录在“其他存款”、“其他负债”、“交易性金融负债”等负债科目中。“按照真实穿透原则，解包还原理财产品的投资标的”，表内理财，根据底层资产类型记录到不同的资产端会计科目。此外，表内理财配置资产，按照自营业务的会计核算标准计提相应的风险资产、拨备，以及计算资本充足率等。②非保本理财，银行并不承诺保本，所以原则上银行不承担相应风险。非保本理财业务可视为银行中间业务，不计入银行的资产负债表。同时也无需计提风险资产、拨备和计算资本充足率。非保本理财不计入表内，通常而言，非保本理财即为表外理财。





财余额分别为6.5万亿、10.1万亿、17.4万亿；占整体理财余额比重分别为63.8%、67.17%、74.17%。这些资金主要投向了固定收益市场，也有部分进入了股票市场，而结构化产品的存在，则使得情况进一步复杂化。以固定收益市场为例，由于存在资产与负债之间的利率倒挂，债券加杠杆成为当前机构增加固定收益的重要方式；券商、基金等机构首先用银行委外交付的资金购买债券，再将所持债券通过质押式回购融取资金继续购债，从而形成“债滚债”的配置结构。一些机构还通过结构化产品和分级基金等工具进行加杠杆，进一步提高了债市的杠杆水平。

过去两年“同业存单-同业理财-委外投资-债市杠杆”链条的繁荣，是金融同业杠杆率提高的重要原因，同时导致期限错配问题。一种典型的同业加杠杆模式是：银行通过发行同业存单募集资金，通过购买同业理财覆盖成本，同业理财再将资金委托给券商、基金等进行委外投资，委外投资再通过加杠杆来增厚交易收益。因此，一旦遇到流动性危机，过度依赖来自同业的批发性资金的银行可能面临较大风险，甚至出现倒闭的案例。历史上，每一次出现流动性危机，率先倒下都是批发性融资金融机构，例如英国北岩银行、德国戴普发银行以及美国伊利诺伊大陆银行。

三是非银行金融机构资产管理通道业务、产品嵌套业务盛行。在券商资管、基金公司及子公司专户、私募基金产品中，超过60%为银行理财资金的“通道”和嵌套业务。这些通道和嵌套产品，有的是为了延长资金链条，规避监管部门对底层资产的核查，将资金投向资质较差、无法通过正规渠道申请到贷款的企业，或者是房地产、地方政府融资平台和“两高一剩”等限制性行业，而更多的则是为了规避200人上限及合格投资者要求以及投资范围约束。比如，银行理财产品嵌套基金专户，对银行理财产品而言，可以通过专户投资银行理财无法投资的部分资本市场产品，而专户可以通过上层架设银行理财规避200人上限及合格投资者约束。由于一些产品法律关系模糊，且存在多层嵌套，每层嵌套时都有可能加杠杆，以至于整个链条叠加后杠杆水平极高，造成金融机构资产规模虚增，资金体内循环，融资成本提高；同时“通道”机构尽职调查能力不足，

发生风险时容易出现法律纠纷和互相推诿，显著扩大风险传递范围，加大系统性金融风险。

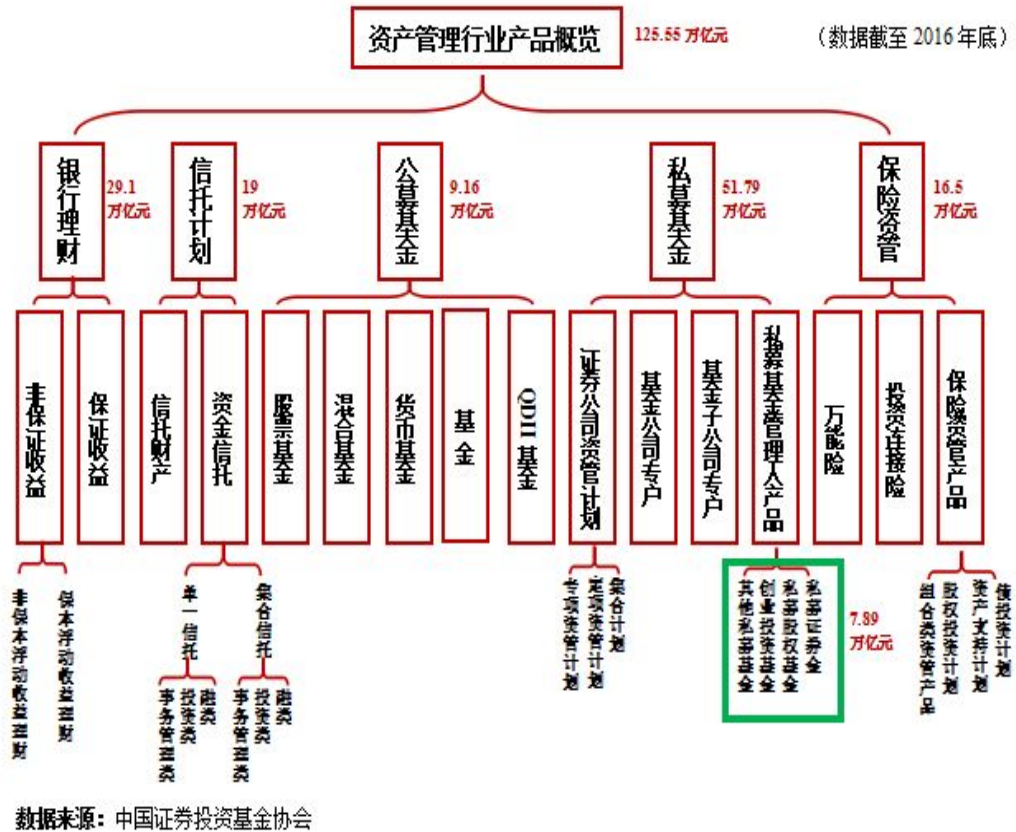


图 5 资产管理行业格局（2016. 12）

### （三）穿透式监管“去杠杆”的主要逻辑

穿透式监管作为一种监管方法，其理论渊源来自功能监管理论<sup>3</sup>和行为监管理论<sup>4</sup>。实践中，功能监管和行为监管都面临一个共同的难题，即当金融业务或金融行为具有跨行业、跨市场交叉性特征时，特别是经过多个通道或多次嵌套时，如何判断其功能类型或行为类型？如何才能对其实施有效的监管？

<sup>3</sup> 功能监管理论由哈佛大学商学院默顿教授于 1993 年提出，主要针对分业监管体制下机构监管的缺陷，认为金融创新使金融体系处于不断变化发展中，金融机构不断突破其业务范围的市场边界，在机构监管理念下始终面临监管真空和监管套利问题，但金融体系承担支付清算、集中和分配资金、管理风险、价格发现、降低信息搜寻成本等基本功能则保持不变，只要按照金融产品的功能和金融业务的性质，对于任何跨行业、跨市场金融产品和业务，都可以明确划分监管主体和确定监管规则，对不同类型金融机构的相同或类似业务实行统一的或相对统一的监管标准，避免监管重叠和监管真空，消除监管套利。

<sup>4</sup> 行为监管理论由英国经济学家泰勒于 1995 年提出，主要针对金融机构审慎性风险和机会主义行为，由此形成了包含审慎监管和行为监管的“双峰”设想。泰勒认为，金融监管有两个主要目标：一是针对系统性风险的审慎监管，以维持金融机构稳健经营和金融体系稳定；二是针对金融机构机会主义行为的合规监管，以维护金融市场的公正透明，保护金融消费者的合法权益。在行为监管理论看来，银行、证券、保险的行业区分已无关紧要，应重点关注和规范金融机构的行为性质。在综合经营趋势下，如果仍然过度强调金融机构的行业属性，就会导致不同管辖权下金融机构间的非公平竞争。



穿透式监管原则为解决这些问题提供了基本框架。穿透式监管就是透过金融产品的表面形态，看清金融业务和行为的实质，将资金来源、中间环节与最终投向穿透连接起来，按照“实质重于形式”的原则甄别金融业务和行为的性质，根据产品功能、业务性质和法律属性明确监管主体和适用规则，对金融机构的业务和行为实施全流程监管。

从国内看，随着金融业综合经营和金融创新的快速发展，跨行业、跨市场的交叉性产品不断涌现，实行穿透式监管对于统一监管标准、消除监管套利和防范系统性风险尤为重要。2016年，人民银行牵头会同相关部门开展互联网金融专项整治，明确提出对互联网金融实施穿透式监管，按照“实质重于形式”的原则甄别业务性质，根据业务功能和法律属性明确监管原则和责任。银监会按照穿透式监管和“实质重于形式”的原则，要求商业银行将各类表内外业务以及实质上由银行承担信用风险的业务纳入统一授信管理。证监会通过穿透式监管严控内幕交易、打击虚假信息披露，例如，对定增项目要求穿透式披露信息，并对相关认购方进行穿透核查；对私募基金的最终投资者，穿透核查其是否为合格投资者。通过穿透式监管，发现万福生科造假上市，并给予严厉惩处。保监会强化对保险公司股东的穿透式监管，重点加强对保险公司真实股权结构和最终实际控制人的穿透式监管。

就本轮监管举措而言，重点贯彻了“穿透原则，限制嵌套”。一是清查是否通过同业业务和理财业务或拆分为小额贷款等方式，向房地产和“两高一剩”等行业领域提供融资。二是理财穿透主要限于非标比例认定以及是否符合国家产业政策（主要是房地产融资政策和地方政府融资平台政策）。三是穿透要看资金的最终投向，而最终投向的判断标准在于资金的投向主体是否承担最终的偿付责任。四是多层嵌套的产品是否识别底层资产足额计提拨备。五是开展跨业、跨市场金融业务，要按照减少嵌套、缩短链条的原则，穿透监测资金流向，全面掌握底层基础资产信息，真实投向符合国家政策的实体经济领域。六是开展同业业务不得进行多层嵌套。仍然允许自营资金投资特定目的载体（SPV），但不允许该 SPV 再次嵌套其他资管计划。

### 三、穿透式监管“去杠杆”造成的影响

对金融业的高杠杆，从策略上，要有序去杠杆，既要避免暴力去杠杆和缩表引发“债务-通缩”风险，又应在宏观政策和监管上保持对金融机构去杠杆的压力，促使其主动去杠杆。

从目前来看，监管机构一系列政策，虽然预留了一定阶段的缓冲期（4-6个月），并且实行“新老划断”<sup>5</sup>，仍对市场造成了一定影响。一是央行资产负债表收缩，各类资产价格可能受到冲击。今年1月末央行总资产是34.8万亿元，2月末下降到34.5万亿，3月末则降到了33.7万亿。从1月末到3月末短短两个月时间，央行资产负债表收缩1.1万亿，降幅达3%。截至4月末，央行总资产为34.13万亿元，较3月末上升3943.17亿元，但仍低于1、2月份。而且，4月份资产负债再现扩张态势，主要源于“对其他存款性公司债权”增长约3849.72亿元，这部分增长主要是央行逆回购、MLF、PSL等主动调控工具形成。信用创造存在下行压力，最终可能导致通胀压力的减小，各类资产价格都可能会受到冲击。

二是股市、债市下行，资金利率上扬，市场流动性趋紧。近期随着监管政策的收紧，债市、股市均出现下行态势。从股市来看，一是股票市场成交量同比下降。第一季度沪、深股市累计成交26.4万亿元，日均成交4482亿元，同比下降17.5%；创业板累计成交4万亿元，同比下降23.9%。二是股票市场筹资金额同比下降。第一季度各类企业和金融机构在境内外股票市场上通过发行、增发、配股、权证行权等方式累计筹资3277亿元，同比下降15.2%，其中的A股筹资3108亿元，同比下降15.8%。从债市来看，第一季度，银行间债券市场现券交易20.7万亿元，日均成交3400亿元，日均成交同比下降22.3%。国债收益率整体呈上升趋势，4月末，1年期、5年期和10年期国债收益率分别为3.16%、3.32%和3.46%，分别较上年末上行51个、44个和43个基点。从银行间市场来

<sup>5</sup> 对新增业务，严格按照监管标准进行规范；对存量业务，允许其存续到期实现自然消化；对高风险业务，要求银行业金融机构制定应对预案。





看，2017年4月末，隔夜、1周 Shibor 分别为 2.82%和 2.87%，分别较上年末上升 59 和 33 个基点；3 个月和 1 年期 Shibor 为 4.30%和 4.23%，分别较上年末上升 103 个和 86 个基点。

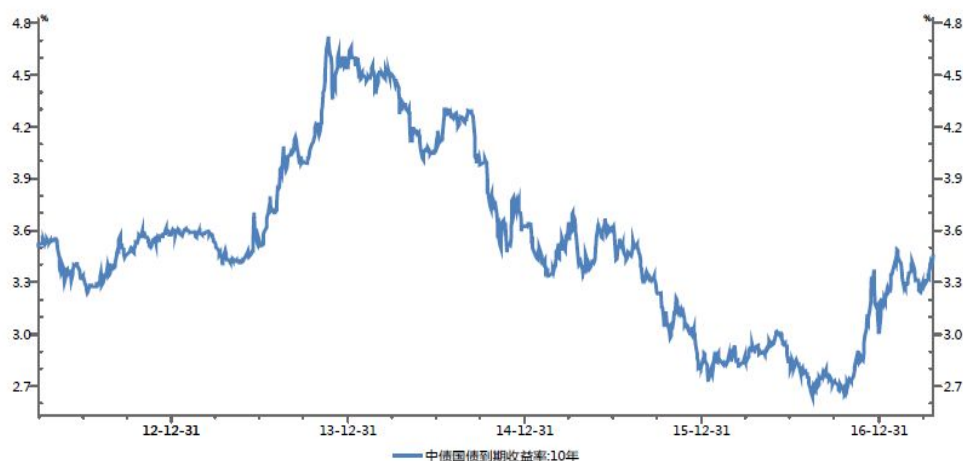


图6 今年以来10年期国债收益率持续走高（2013-2016）

### 三是商业银行同业、委外、理财业务发展可能由快向稳转变。

从同业存单来看，未来监管可能让同业存单也缴法定存款准备金，同业融入将大概率包括同业拆入、同业存放、卖出回购和同业存单。如果将同业存单纳入同业负债，那么同业存单的扩张可能会显著放缓。如果有半年左右的过渡整改期，那么同业存单可以逐步到期不续发，缓解资产端冲击，但如果立刻整改，那么将使得中小行缩表、非银机构面临赎回压力。

从理财业务来看，保本型理财产品在最新的资管新规内审稿里已经被排除在资管产品之外，很可能意味着保本理财产品未来仅作为结构性存款存在。截至2016年底，保本理财产品的存续余额为5.94万亿元，尽管设有过渡期及新老划断等，部分银行对保本理财依赖仍较大，纳入存款准备金缴纳范围可能会对其造成一定的冲击。对于表外理财，银监会只要求比照表内信贷进行风险管理，但并不合并计算15%授信集中度；但对非保本理财业务中固收类、非标类和权益类等业务的主要投向，以及非标投资和结构化产品劣后级投资的潜在风险予以清查。此外，银行理财的债券投资纳入银行统一监测范围并控杠杆，银行

质押回购余额不得超过存款的 8%；非银机构自营质押回购余额不得超过资本金的 80%，即杠杆率不超过 180%；公募产品（基金、公开募集理财等）质押回购余额不得超过产品净资产的 40%，即杠杆率不超过 140%；私募产品（私人银行理财、高净值理财、信托、券商资管、基金专户、子公司产品、保险资管、私募基金等）质押回购余额不得超过净资产的 100%，即杠杆率不超过 200%。银行理财腾挪的空间已经不大了。

从委外业务来看，监管部门要求“金融机构要审慎开展委外业务，严格委外机构审查和名单管理，明确委外投资限额，单一受托人受托资产比例等要求，规模开展债券回购和质押融资，严格控制交易杠杆比率，不得违规放大投资杠杆”。其中，关于理财委外，监管部门要求“资金来源于谁，就由谁来承担所有责任”，即商业银行也要承担起理财委外的风险审查、项目调查、投后检查等管理职责。而对于少量量化的策略型产品，优质的私募依旧具有较高的吸引力。关于自营委外，由于银行对债券业务、固定收益类的体系相对比较熟悉，而对量化交易、股票、股权，非传统的投资领域了解比较少，而基金公司、证券公司、私募机构在债券交易、久期管理等方面具有优势。参照海外经验，欧美等发达国家如养老基金等在大型机构投资者和资金供给方主要以 FOF<sup>6</sup>或 MOM<sup>7</sup>进行大类资产配置。通过资产配置的方式，可以将股票、债券等私募产品进行有效配置，降低风险水平，较好地满足委托资金的需求。因此，预计银行自营委托业务，将会以 FOF 和 MOM 等为突破口，更好地根据市场行情在各类资产间进行配置，来实现风险有效管控下的收益最大化。

<sup>6</sup> FOF 也称为基金中的基金，其投资标的为基金，首选从大类资产中做出投资方向选择，其次从某类基金产品中选择出优质的基金。

<sup>7</sup> MOM 是基于 FOF 产生的一种新的投资形态，MOM 绕过子基金环节直接将资金交给优秀的管理人打理，MOM 管理者再管理这些管理人，可视为“人的组合”。