

国家金融与发展实验室

浙商银行股份有限公司

中国理财产品市场发展与评价 [2013 ~ 2017]

殷剑峰 吴建伟 王增武 等 / 著

**WHERE'S
MONEY**

WEALTH MANAGEMENT MARKET
IN CHINA

大资管框架下的
资金流向和机制

钱
去
哪
了



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

钱去哪儿了

中国理财产品市场发展与评价
[2013 ~ 2017]

大资管框架下的
资金流向和机制

殷剑峰 吴建伟 王增武 等 / 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (C I P) 数据

钱去哪了 : 大资管框架下的资金流向和机制 : 中国
理财产品市场发展与评价 : 2013~2017 / 殷剑峰等著.

-- 北京 : 社会科学文献出版社, 2017. 7

ISBN 978-7-5201-1111-9

I. ①钱… II. ①殷… III. ①金融市场-研究-中国
-2013-2017 IV. ①F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第152068号

钱去哪了 : 大资管框架下的资金流向和机制
——中国理财产品市场发展与评价 (2013~2017)

著 者 / 殷剑峰 吴建伟 王增武 等

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 王婧怡

责任编辑 / 王婧怡

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲29号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 北京盛通印刷股份有限公司

规 格 / 开 本: 889mm×1194mm 1/16

印 张: 11.5 字 数: 233千字

版 次 / 2017年7月第1版 2017年7月第1次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5201-1111-9

定 价 / 88.00元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010-59367028) 联系

▲ 版权所有 翻印必究



WHERE'S MONEY

WEALTH MANAGEMENT MARKET
IN CHINA

主 要 作 者

殷剑峰，2016年10月调离中国社会科学院金融研究所，任对外经济贸易大学金融学院教授，同期被聘为国家金融与发展实验室副主任和浙商银行首席经济学家，学术兼职包括中国保险行业协会首席金融专家、中国金融学会中国金融论坛成员、中国城市金融学会常务理事和学术委员会委员、中国世界经济学会常务理事等。享受国务院“政府特殊津贴”，曾荣获“孙冶方经济科学奖”（第十二届）和“胡绳青年学术奖”（第四届），多次获得中央部委颁发的科研成果奖。2013年入选国家“百千万人才工程”国家级人选，并获“有突出贡献中青年专家”荣誉称号，2017年入选对外经济贸易大学“惠园特聘教授”。

吴建伟，浙商银行副行长。硕士研究生、高级工程师。曾任中国农业银行浙江省分行信息科技部应用开发一科副科长、门市开发科科长、部主任助理，数据运行中心副主任，电子银行处副处长（主持工作）、电子银行处处长，电子银行部总经理，中国农业银行温州分行党委书记、行长，中国农业银行内蒙古自治区分行党委委员、行长助理，浙商银行行长助理。

王增武，理学博士，2007年毕业于中国科学院数学与系统科学研究院，现为中国社科院金融所副研究员、国家金融与发展实验室财富管理研究中心主任，曾在 *Insurance: Mathematics and Economics*、*Annals of Economics and Finance*、《金融评论》和《经济社会体制比较》等期刊上发表学术文章多篇，参与编写《中国理财产品市场发展与评价》系列丛书。

顾问

李 扬 国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院学部委员

刘晓春 浙商银行行长

作者

(按姓氏拼音)

陈思杰 国家金融与发展实验室研究员、
泰然集团基金销售公司(筹)总经理

陈松威 国家金融与发展实验室研究员、
中国东方资产管理股份有限公司博士后

段雅丽 国家金融与发展实验室研究员

范丽君 国家金融与发展实验室研究员、副秘书长

李彦冰 国家金融与发展实验室研究员

陶 嵘 浙商银行个人银行部总经理

王伯英 国家金融与发展实验室财富管理研究中心副主任

王 琪 国家金融与发展实验室研究员

王增武 国家金融与发展实验室财富管理研究中心主任、
中国社会科学院金融研究所副研究员

吴建伟 浙商银行副行长

殷剑峰 国家金融与发展实验室副主任、浙商银行首席经济学家

杨 岫 国家金融与发展实验室研究员

序 | 言 | 一 |

信用最重要

国家金融与发展实验室理事长 李 扬

殷剑峰博士及其研究团队经过几个月的紧张工作，完成了这部名为《钱去哪了：大资管框架下的资金流向和机制》的专著。这部专著提供了一个分析全社会信用总量的框架，并据以对我国全社会信用总量进行了统计和估计。根据研究计划，今后，国家金融与发展实验室将依据这个理论框架，定期统计并公布我国信用总量、结构及其变化，用之分析我国的宏观金融问题。

一、一项有价值的工作

这项工程浩大的理论研究可以追溯到十余年前的一项课题。那时，如今被称作“影子银行”的诸种信用创造活动，刚刚开始在我国正规金融体系的边缘以“银行理财产品”的名义生长。那时，政策的氛围同目前截然不同——如今，监管当局正致力于将“表外”“场外”“线上”的所有金融活动拉回表内、场内和线下，并施以统一的严格监管；而十余年前，大力发展表外、场外和线上金融活动，成为所有银行和非银行金融机构实施战略转型的主要方向，在政策层面，这些活动在彼时得到的是如同今天“双创”那样的鼓励。

当时我们就敏感地认识到，中国金融的进一步发展，可能就在这些变革中酝酿。于是，2005年，我们成立了中国社会科学院“理财研究中心”，专事于此类研究。后来，几经变化，这一中心最终定型为如今的“财富管理研究中心”（以下称“财富中心”），成为国家金融与发展实验室的支柱之一。

最初的工作是对各银行金融机构提供到市场上的理财产品进行评估，并以评价报告的形式向社会公布。记得那时，剑峰和增武经常同我提到，他们解构了当时几乎所有银行发行的理财产品且发现甚多，其中令人担忧的发现就是，那些自诩为“创新”的理财产品，其实大都是“高息揽存”的变种，且有虚假陈述的问题，尤其是这些产品允诺的高收益，

更是难以兑现。另外，这些理财产品的条款复杂且陷阱重重，使得投资者很难保护自己的权益。

财富中心的工作很快就得到社会的广泛关注和认可。从事相关业务的各类金融机构、广大投资者和研究界逐渐将财富中心的定期成果作为开展业务、进行投资决策和理论研究的重要参考，货币当局和监管当局的主要领导也发现了此项研究的理论和实践价值，并要求财富中心定期向他们报送研究材料。

接着就爆发了2008年全球金融危机的冲击。自然地，影子银行，作为引发危机的“祸水”，也引起了国人的关注。

最初，人们沿着惯性的思维路径，拿这个新近“舶来”的概念“套”中国的实践。然而，经过深入研究后发现，影子银行，作为以发达资本市场为基础的金融创新和金融自由化的产物，在我们这里并没有非常良好的生长环境。因此，那些以影子银行之名推向市场的各类新产品，多数只是披着新衣的传统银行和传统金融活动。质言之，如果说在美国，影子银行的发展是“脱媒”趋势的续篇，其所引导的资金流动是“从银行中来，到资本市场上去”，那么，在中国，理财产品云云，多数只是传统金融活动的变种，其所引导的资金流动则是“从银行中来，回到银行中去”。

认识及此，财富管理中心围绕我国的影子银行以及相关的最新发展，开展了一项意义重大的研究工作，并于2013年形成了由殷剑峰和王增武博士领衔的专著《影子银行与银行的影子》（以下称“影子”）。

在理论上和实践上，“影子”都可圈可点。其主要贡献，一是以“银行的影子”这一极具冲击力的概念，揭示了我国大量“金融创新”实际上仍在从事传统银行业务的本质；二是确认了信用研究在目前和今后金融研究中的核心地位。作者在这两方面的探讨，为我们分析当前及未来高度复杂且越来越复杂的金融现象提供了有价值的分析框架。

关于中国影子银行的发展，“影子”尖锐地指出：当下中国各种“金融创新”，多数只是“新瓶装旧酒”。事实上，最近几年风生水起的“互联网金融”等，多数也不脱此窠臼。只要看一看那些自称的“新金融”们，凡有机会便试图“建立资金池”、发放贷款或变相发行各类证券的事实便知，所有这些活动，其主要动力和目的都是“监管套利”。因而它们除了将我国的金融上层建筑越搞越复杂，越搞越膨胀，并不断推高利率水平、增加纯粹流通费用和交易成本之外，还有意无意地引导了一个金融“脱实向虚”的进程。

做了如此“穿透”式分析之后，我们不难发现，近年来我国的金融乱象，仍然是典型的体制现象。造成这种状况的根本原因，就金融发展状况而论，在于我国的金融市场尚不发达；就体制机制而言，在于我国金融管制仍相当僵硬，以及监管框架的不协调。了解了中国影子银行与互联网金融（后者中的很多活动也可被视为影子银行）这一复杂特点以及深藏其后的体制机制弊端后，我们也不难理解，自2015年7月开始的十部委联合展开的

互联网金融整顿，为何至今仍未结束；同样我们也不难理解，2017年4月25日中共中央政治局以维护国家金融安全为主题的第四十次集体学习会上，习主席为什么把当前及未来一段时期我国金融监管的重点置于金融市场和互联网金融上。

“影子”的另一重要贡献，就是用21世纪以来全球以及中国金融结构变动的事实，凸显了信用在金融运行中的重要地位。作者不仅对一个过去人们很少使用的概念——信用进行了界定，定义了“信用总量”的统计分析概念，而且运用这一概念和分析框架，对十余年来全球以及我国宏观金融的运行，给出了令人信服的新解释。

二、信用与货币

研究信用，首先要辨析信用和货币的关系。

关于信用和货币、信用创造和货币供给之间的关系，历来就有两种逻辑不同的分析思路——信用的货币理论（monetary theory of credit）和货币的信用理论（credit theory of money）。

信用的货币理论认为，货币先于信用而存在，因此，定义货币是分析信用的前提。其分析逻辑，首先是给出货币的适当定义，考察经济交易过程中商品流和货币流的关系，然后从中提炼出货币、准货币直至信用的定义并厘清它们之间的区别和联系。作为一种货币分析框架，信用的货币理论试图解释各类货币工具（货币和准货币）在交易过程和中介过程这两个分离的过程中所扮演的角色及其相互联系。在现实中，信用的货币理论曾长期主宰金融理论界，并塑造了以货币分析为核心的理论体系和以货币及利率为主要调控对象的货币政策体系。

货币的信用理论则相反。它认为，在人类社会，信用作为一种要求权（claim），早在5000年前便已存在，而自那以后的数千年里，货币还在为寻找其固定的实现形式上下求索。事实上，最早的货币制度——金本位制只是在1819年英国通过《恢复现金支付法案》（*Act for the Resumption of Cash Payments*, 1819）时方才建立。因此，从历史的和逻辑的关系上看，信用都先于货币。而且，信用是解释银行、货币及实体经济之间内在联系机制的核心概念。事实上，在现代中央银行产生之前，如今我们熟知的围绕货币供求展开的理论分析框架还不存在。因此，长期以来，学术界对金融与实体经济关系的探讨，集中围绕信用创造机制展开。在这个意义上，信用创造理论是现代货币供给理论的前身。古典经济学家如瓦尔拉斯、麦克路德、魏克赛尔等，以及当代最优秀的经济学家，如斯蒂格利茨（Stiglitz）、格林沃尔德（Greenwald）、伯南克（Bernanke）等，都持此论。

货币是信用的一种，但信用并不依赖货币而存在，足见信用先于且相对独立于货币而

存在。信用对货币的优先关系，还可通过研究信用和货币相互生成的关系加以分析。现实中，存在着两种状况。一种状况是，信用创造直接造成货币流量和存量同时增加，在这种情况下，是信用创造货币；另一种状况是，信用创造并不改变货币存量，但加速货币的流通，从而增加货币流量，在这种情况下，信用的产生并不相应地创造货币。这更证明了信用对于货币的优先地位。

我们之所以用一定的篇幅来讨论信用和货币的关系，是因为本轮全球金融危机以来，世界各国相继出现了货币与信用的走势相分离的现象。信用的变化决定着经济的恢复及其走势，而仅仅依托以调控货币为核心的传统的货币政策框架，显然难以应付因影子银行野蛮生长所带来的信用膨胀局面。

三、信用创造的载体：银行、非银行金融机构、影子银行

货币由信用驱动，而信用规模由实体经济发展的内在需求决定。在实践中，理论所称的信用创造过程，就是金融机构对实体经济提供融资支持的过程。在这个意义上，信用创造是经济发展的充分条件之一。

在历史上，有了商品经济，便有了商业信用。银行信用只是商品经济发展到一定阶段的产物，在逻辑关系上，它是商业信用的延伸。但是，银行信用一经产生，便显示出其优于商业信用的多方面特征，以至在一段时期内，几乎所有的信用活动都集中于商业银行并采取银行信用的形式，反转而来，信用创造也因而成为商业银行的基本功能和主要特征。

传统的信用创造机制，是基于金融中介的信用创造机制。从运行机制上看，传统信用创造机制是“外生驱动”的：中央银行发行货币，创造信用载体，商业银行吸收存款，同时评价贷款客体的信用级别，对贷款进行定价和配置，创造新的信用。随着企业或个人归还银行贷款，整个信用创造过程便告结束，货币被勾销。商业银行的信用创造活动是对因存、贷款期限错配而产生的资金时间价值的高度应用，只有将存款和贷款功能集于一体，形成存款—贷款—派生存款……的循环过程，信用创造功能方能充分发挥。

商业银行的信用创造与货币供给紧密相关。在现代社会，货币供给增加的最主要渠道，就是商业银行的信用创造。鉴于此，现代中央银行和金融市场监管者设计了有效的货币政策和金融监管工具来管理银行体系的信用创造过程，包括法定存款准备金率、流动性比率、杠杆率、预付比率、存贷比、资本充足率等。

然而，随着金融创新和金融自由化的深入，不仅资产管理在商业银行经营管理战略中占据了主导地位，其负债管理业务也已逐渐挣脱了被动存款的束缚：商业银行不再“坐等”存款上门，而是主动根据经济目标和资金流动性需要，随时在国内或者其他金融市场

上发行信用凭证来为其贷款筹资。并且，随着可转让存单和大量的其他融资工具的发展，商业银行事实上变成了连接资金供求双方的经纪人。值得注意的是，绝大多数可上市交易的金融工具并不为中央银行直接控制，这使得商业银行对中央银行的依赖性趋向缩小。中央银行对商业银行的控制程度也逐渐弱化，进一步加强了货币的内生性。

随着金融业的不断发展，信用创造的载体开始超越商业银行。首先是各类非银行金融机构逐渐参与到信用创造的队伍中来。它们通过签发初始信用工具、发行对自己的要求权，便可在不触动货币供应存量的条件下，发动信用创造过程，满足实体经济部门的资金需求。然后，金融市场自身通过不断开发新的交易和提升市场的流动性，通过几乎无限制地对现有金融产品和服务的“再构造”，也逐渐具备了信用创造的功能。这样一些发展，逐渐汇聚为一个新的概念——影子银行。

就功能与影响而论，影子银行体系同传统金融业存在巨大差异。传统银行业创造信用，主要依靠的是吸收存款、发放贷款和创造货币；而影子银行体系则主要通过开发交易活动和提升金融市场的流动性，来提高传统金融产品的流通速度，或者通过对传统金融产品和服务“再构造”，来向经济社会提供源源不断的信用。

简言之，影子银行创造信用，对于货币当局紧紧盯住的货币存量并不产生显著影响。如今，以移动互联网为载体，以市场交易为基本渠道的互联网金融和影子银行体系，形成了一种游离于传统中央银行/商业银行货币供给机制之外的信用创造机制，并日益侵蚀着它们的传统领地。这些发展，再次证实了哈耶克早在半个世纪前就曾做出的信用创造机制多元性的论断。

四、影子银行：创新的源泉、监管的重点

人们都将 2007 年以来的全球金融危机归咎于影子银行的野蛮生长。然而，深入研究影子银行的产生、发展、功能、作用及其影响，大家逐渐认识到：一方面，影子银行体系（当然不是那些“银行的影子”）是应筹资者和投资者的多样化需求而产生，并依托现代信息业和其他高新科技的发展而发展，在这个意义上，它们代表的正是金融业未来的发展方向；另一方面，由于影子银行的发展启动了未受监管当局有效监管的规模日益增大的信用创造活动，当今世界的各类金融风险大都有其活动的身影，在这个意义上，影子银行又是监管的重点。简言之，在确认影子银行体系作为金融业创新发展的重要源泉的同时，如何以创新的精神探讨对之施以有效监管，是包括我国在内的全球金融监管部门面临的真正挑战。

虽然影子银行只是在 2007 年全球金融危机发生后才被世人关注，其发展历史其实已

经长达 30 余年。

迄今为止，理论界对影子银行尚无统一定义。在实践中，很多机构，例如金融稳定委员会（FSB）和美联储（FED）等，倾向于使用资金流量表中的“其他金融中介”的数据来估算影子银行体系的信用规模。这一统计框架暗含着一个对影子银行的定义，即它们是正规银行体系之外的信用中介实体或信用创造活动。简单地说，影子银行就是非银行的信用中介。

非银行信用中介仍然是非常笼统的概念，在实践中它们可能有多种形式。鉴于美国的影子银行体系相对发达，我们不妨以美国的实践为蓝本，对其做进一步辨析。在美国，影子银行的主要构成有五：其一，由多种机构参与的资产证券化安排，其中，类如房地美和房利美的联邦政府发起设立的住房抵押贷款证券化机构，发挥着最重要的作用，同时，在各类私人机构发起的证券化安排中，投资银行发挥重要的中介作用；其二，市场型金融公司，如货币市场基金、对冲基金、私募股权基金、独立金融公司、各类私人信用贷款机构等；其三，结构化投资实体、房地产投资信托、资产支持商业票据管道等，它们多由商业银行或金融控股公司发起，并构成其不可或缺的组成部分；其四，经纪人和做市商所从事的融资、融券活动；其五，银行之外的各类支付、结算和清算便利，如第三方支付等。

根据金融稳定委员会（FSB，2012，2013，2017）对全球 25 个司法辖区和欧盟地区资金流量表中“其他金融中介”的统计，2002 年，影子银行的规模已达 27 万亿美元；2007 年升至 60 万亿美元；2008 年危机爆发，其规模稍减，但仍有 56 万亿美元之巨；2011 年，危机稍有纾缓，便重拾增势，跃升至 67 万亿美元；2015 年，随着全球金融形势趋稳，其规模又跃增至 92 万亿美元。2015 年，影子银行的信用规模相当于该 25 个司法辖区当年国内生产总值的 150%。就金融体系自身比较，影子银行体系创造出的信用规模约达金融体系总规模的 30%，直追传统银行体系近 40% 的规模比例。^①

在过去的 30 余年中，影子银行机构一直没有资格获得最后贷款人的流动性支持，它们无法直接与中央银行进行交易，反转而来，央行严密控制的基础货币的规模，也无法反映影子银行体系对高能货币的需求。因此，人们无法直接观察到影子银行体系的信用创造对货币供应乃至对宏观经济运行的影响。但是，2007 年次贷危机中，美联储直接在货币市场上大批购买影子银行机构的各种批发性证券资产，从而增加了基础货币，扩张了美联储的资产负债表，使影子银行机构的信用创造潜力有了公开释放和表现的途径和平台。这表明，经由影子银行体系进行的信用创造，对货币市场和货币政策的影响，已经达到了不可忽视的程度。

^① Financial Stability Board, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*, May 2017.

五、简短的结语

随着现代高新科技同金融业日益密切结合，非银行金融中介和金融市场的信用创造开始脱离商业银行而独立存在，其规模已直追传统的商业银行。然而，这种信用创造活动，并未体现在各国央行统计的货币总量指标中，却切实影响着各国实体经济发展。显然，非银行金融中介和金融市场的信用创造活动，对各国的金融稳定和宏观调控提出了严峻的挑战。

作为改善金融宏观调控的必要条件，我们需要将自身金融宏观调控的重点，由以货币供给为核心的负债面转移到以各类信用为主体的资产面。这就需要定义一个能涵盖全部信用在内的新的宏观金融统计指标，用以准确地、及时地刻画和追踪宏观金融和宏观经济的变动趋势。就此而论，殷剑峰博士领衔的这部新著，值得向业界、学术界和监管部门推荐。

序 言 二

刘晓春

浙商银行行长

《钱去哪了：大资管框架下的资金流向和机制》这篇报告是国家金融与发展实验室和浙商银行股份有限公司共同合作的研究成果，该报告分析了大资管时代各类金融机构的资金流向并提出了建设性意见。报告引导我们深思，金融机构的钱去哪儿了？钱是在金融领域打转，推动资产价格过快上涨，还是去了实体部门，从而带动经济发展？

党中央、国务院高度重视金融服务实体经济的工作。习近平总书记指出，国家强大要靠实体经济，要改善金融服务，疏通金融进入实体经济特别是中小企业、小微企业的管道，引导社会资金更多投向实体经济。李克强总理也指出，金融与实体经济密切联系、互促共生，金融的首要任务还是要支持实体经济的发展，要让更多的金融“活水”流向实体经济。金融与实体经济密不可分，一荣俱荣，一损俱损。实体经济是金融发展的根基，推动实体经济发展是金融的立业之本，服务实体经济是对金融的本质要求。如果脱离实体经济，搞体外循环，实体经济就会成为“无源之水”，金融业迟早也会成为“无本之木”。

21 世纪以来，中国金融业在改革和发展中不断壮大，金融业态也不断丰富，逐渐形成了银行、信托、证券、保险、基金、期货等较为齐全的金融体系。随着金融国际化的推进及大数据、云计算和金融科技的应用，金融行业的发展更是日新月异，金融创新层出不穷，但也鱼龙混杂，其中不少是推动金融资源“脱实向虚”的“伪创新”。金融创新要坚持“三个有利于”，首先就是要提升服务实体经济的能力，而不是通过所谓的创新去躲避监管，即金融创新应以实体经济为纲；否则创新只能是伪创新。

随着我国工业化初级阶段的完成和服务业的逐渐崛起，金融致力服务实体经济的范畴也在不断扩大。这不仅包括有形的物质生产，也包括无形的服务生产，第一产业、第二产业及第三产业都是实体经济。所以，金融服务实体经济是有着广泛的空间的，金融完全不需要“自娱自乐”。比如，金融机构对接“一带一路”、京津冀协同发展等国家战略和重大工程项目，助力先进制造业、绿色金融、“三农”、小微企业、保障性安居工程等经济社会重点领域和民生工程，支持国内企业“走出去”、国际产能合作等，都是支持实体经济的表现。

在当前以“三去一降一补”为重点的供给侧结构性改革过程中，金融机构服务实体经济需要发挥好帮助企业“去杠杆”“降成本”“补短板”的功能。浙商银行以服务实体经济为己任，近年来主动适应经济新常态，积极落实国家各项金融和产业政策，通过金融服务大力推进供给侧结构性改革，在提升金融服务能力的同时较好地实现了自身规模、质量和效益的协调发展。在实践中，逐步探索出符合自身客户需求的业务发展模式，总结出一些有特色的转型发展经验。一是流动性服务方面，围绕企业“降低融资成本、提升服务效率”两大核心需求，以帮助企业盘活资产、解决资金流动性管理难点为切入点，创设涌金票据池、资产池、出口池等池化融资平台及超短贷、至臻贷等一系列流动性服务产品，以“池化”和“线上化”的融资业务管理助推企业去杠杆、降成本、提效率。二是在小微金融业务方面，针对小企业客户资金需求“短、小、频、急”的痛点，通过创新产品设计，主动采取措施帮助小微企业去杠杆、降成本，如三年贷、十年贷、“还贷通·到期转”等产品，既满足企业最长10年的中长期融资需求，也支持其随借随还、循环使用方式，按其实际用款金额、按日计息，减少利息支出。三是在零售业务方面，面向工薪阶层以增薪卡产品为核心打造出多个场景化组合套餐，能同时满足客户资金周转、免费资金通道划转、高收益理财回报等多重需求；财富池、财市场等平台解决了以往商业银行“高收益”和“流动性”无法兼得的痛点，帮助企业在不增加财务成本的前提下为员工增加工资收益，帮助企业员工实现一站理财、融资、增信以及理财转让服务。

同时，浙商银行积极践行全资产经营理念，在服务实体经济的过程中，加强与银行同业、非银行金融机构的合作，实现信贷市场、货币市场、资本市场、外汇市场等金融市场的统筹管理与集约经营，推动信贷类资产、交易类资产、同业类资产、投资类资产的多元发展；通过综合经营与业务联动为客户提供全方位的金融解决方案，持续强化面向市场与以客户体验为导向的产品和商业模式创新。如通过与私募机构、基金公司等机构开展合作，探索架设投贷联动的新型金融服务桥梁，为企业参与直接融资提供全链条、综合化投融资服务和跨越多币种、多市场的直接融资顾问服务，帮助企业优化和重塑资产负债表。

中国金融业正经历一场史无前例的监管风暴，近几个月来，“一行三会”的监管文件密集发布，充分表明了各监管部门推动金融回归本源的决心。这场监管风暴对于改变此前金融行业过度膨胀的现象、防范化解金融风险具有重要意义。本报告在采集大量公开数据的基础上，通过调研、统计、测算等方式，详细分析了不同金融业态的资金来源、流向及相关的业务模式，并提出许多建设性意见和展望，对金融监管部门和金融机构具有一定的启发意义和参考价值。

“十三五”期间，金融机构的经营环境面临利率市场化、人民币国际化、多层次金融市场发展、跨界竞争加剧、行业门槛降低、财政体制改革、监管思路变革等一系列重大变化，让我们深深地感受到改革进入了深水区，以及进入深水区后的痛苦和艰难。但是，中

央对改革的方向是明确的，改革的决心是坚定的，我们对今后的金融业发展充满信心。

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金。唯有深自砥砺，才能笃定前行。如何在持续有效支持实体经济发展的同时，实现自身转型升级，是所有金融机构都需要认真思考和探索的课题。

前言

关于“钱”的三个问题

殷剑峰

在我国，据说住宅小区的保安每逢遇到访客，都会提出两个深刻的“哲学”问题：“你从哪儿来？到哪儿去？”如果将“你”换成“钱”，那么，这两个问题实际上也正在让金融界挠头。全球危机后，“影子银行”成为国内外热门话题，金融界对其历史渊源、范畴争论得热热闹闹。2013年，针对我国以银行为主导的金融结构特征，笔者凑了一下热闹，提出了一个新概念——“银行的影子”^①。无论“影子银行”，还是“银行的影子”，说来说去，无非都是想回答小区保安的问题，只不过对象是“钱”：钱从哪儿来？到哪儿去？

金融界觉得“钱”俗气，所以都喜欢用“货币”这个学名。不过，在2013年的那份报告中，笔者已经指出，货币是银行的负债，只对应着银行资产方的信用创造活动，不能反映包含非银行金融机构在内的整个金融部门的金融能力（Total Financial Capacity）。为此，当时笔者组织团队构造了一个宏观金融指标：“信用总量”。在金融部门的资产方，这一指标涵盖金融部门为包括政府、企业、居民在内的整个非金融部门创造的债务融资工具（类似于美联储美国资金流量表中的“Debt Outstanding by Sector”）；在金融部门的负债方，这一指标既对应着货币——银行的负债，也对应着银行和非银行金融机构为资产业务融资而发行的各种契约型或者准契约型金融工具。

本书讨论的银行理财、信托计划、保险准备金、共同基金等均属于契约或者准契约型^②金融工具，与之相对应的“资金”则是各种形式的债务融资工具——信用。这里，我们即以信用总量这个指标来讨论近些年“钱”去哪儿了、从哪儿来。同时，我们还想再加上一个小区保安不会问但规范经济学必须回答的问题：“钱”应该去哪儿？

^① 殷剑峰、王增武：《影子银行与银行的影子：中国理财产品市场发展与评价（2010～2012）》，社会科学文献出版社，2013。

^② 称之为“准契约型”产品，是因为我国许多理财产品的法律关系界定不清，刚兑问题始终没有解决。