

新金融评论

New Finance Review

2017年第4期（总第30期）

专题

■ 中国金融监管改革的十二个热点问题

谢 平 杨 硕

■ 银行同业业务模式的演化、风险特征和监管启示

刘丽娜

■ 互联网银行监管研究

中国金融四十人论坛互联网银行课题组

宏观经济

■ 美丽的烦恼：如何用好我国的巨额储蓄？

姚 洋

改革实践

■ 本轮去产能成效、问题及历史经验梳理

纪 敏 张 翔 赵天奕

新金融

■ 金融科技发展的国际经验和中国政策取向

廖 岷

金融实务

■ 对“金融去杠杆”的四点认识

张 涛

 上海新金融研究院
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 中国金融出版社

新金融评论

New Finance Review

2017年第4期（总第30期）

 **上海新金融研究院**
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 **中国金融出版社**

责任编辑：丁 芊

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

新金融评论（Xinjinrong Pinglun）. 2017年. 第4期：总第30期/上海新金融研究院编. —北京：中国金融出版社，2017. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9221 - 5

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2017）第236852号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 175毫米×250毫米

印张 9

字数 130千

版次 2017年9月第1版

印次 2017年9月第1次印刷

定价 40.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9221 - 5

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

新金融评论

New Finance Review

顾问：(按姓氏拼音排序)

蔡 昉 陈雨露 方星海 胡怀邦 胡晓炼 黄奇帆 蒋超良 姜建清
姜 洋 李剑阁 林毅夫 秦 晓 屠光绍 万建华 吴敬琏 吴晓灵
谢 平 许宪春 杨凯生 易 纲 阎庆民 余永定 朱 民

编辑委员会主任：黄益平

编委：(按姓氏拼音排序)

白重恩 高善文 管 涛 李迅雷 廖 岷 缪建民 王 庆 姚 前
张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：黄益平

执行主编：郭 凯 王海明

编辑部主任：王乾箴

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物,致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果,强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台,专注于经济金融领域的政策研究与交流。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非官方、非营利性的专业智库,与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话: 021-33023256

联系地址: 上海市北京东路280号7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱: cfr@sfi.org.cn

目 录

2017年第4期

总第30期

专 题

- (1) 中国金融监管改革的十二个热点问题 谢 平 杨 硕
(34) 银行同业业务模式的演化、风险特征和监管启示 刘丽娜
(44) 互联网银行监管研究 中国金融四十人论坛互联网银行课题组

宏观经济

- (75) 美丽的烦恼:如何用好我国的巨额储蓄? 姚 洋

改革实践

- (89) 本轮去产能成效、问题及历史经验梳理
纪 敏 张 翔 赵天奕

新金融

- (108) 金融科技发展的国际经验和中国政策取向 廖 岷

金融实务

- (126) 对“金融去杠杆”的四点认识 张 涛

中国金融监管改革的十二个热点问题*

◎谢 平 杨 硕

摘要：我国已经形成了各种跨市场、跨机构和跨产品的金融交叉业务模式，金融体系愈加复杂，相继出现了一些风险事件。本文以当前金融体系和监管中存在的十二个热点问题为主线，分析了当前金融监管的争议和金融体系的复杂性，厘清了当前金融监管存在的目标，并在总结评价当前热议金融监管模式基础上提出金融体制改革的基本原则。本文核心观点为，在中国以银行为主导的金融体系中，银行是核心，也是金融监管的重点。国内外监管经验也表明并不存在最优金融监管范式，每种金融监管模式并没有好坏优劣之分。监管也并非越统一越好，也不是越分散越好，关键要厘清监管的权利和责任。

关键词：金融监管 银行理财 分业监管

一、当前金融监管的主要争议是什么？

中国金融监管体制从最初的中央银行统筹货币政策和金融监管的大一统时期，形成了当前“一行三会”货币政策与金融监管相对独立，分业监管、分业经营的基本框架。但对金融监管框架的调整一直争议不断，主要有以下

作者谢平系中国金融四十人论坛高级研究员，杨硕系清华大学五道口金融学院博士生。

* 本文系中国金融四十人论坛内部课题“中国金融监管改革”的部分成果。

几个方面：

一是寻求最优监管模式一直存在争议。在1998年到2000年期间，证监会、保监会从人民银行分设出去，争议不大。但2003年把银监会从人民银行分设，就存在一定争议。一般认为，金融监管不具备中央银行最后贷款人功能，其功能是提供金融监管服务，前瞻性识别风险，督促机构处置风险，同时其相应的附加作用是能够产生金融监管信息，有助于前瞻性地制定和调控宏观政策，防控系统性金融风险。而现行“一行三会”的架构在运作过程中，在金融监管信息的生产、归集和传导环节存在各“监管地盘”的限制和割裂，未能达到信息共享效果，这使得对“一行三会”的监管框架争议不断，也就埋下了再改革的可能性。

二是新金融业态复杂化对现行金融监管框架产生争议。近年来以创新为名、行监管套利之实的新金融业态层出不穷，形成了跨市场、跨主体和跨产品的金融交叉模式，加剧了金融体系的复杂性，存在金融监管与之不相适应的问题。我国金融体系中，银行占据主导地位，因此新金融业态复杂化的根源也在银行，具体表现为：第一，新金融业态滋生于银行体系内，银行同业和理财资金通过信托、证券、基金、保险和P2P等通道主体达到逃避监管约束，实现银行资金外溢和金融交叉业务融合、监管套利的目的；第二，保险对冲基金化，保险公司发行产品收购银行快速扩张资产规模，以保险资金做劣后、银行理财资金做优先大幅吸收“类存款”资金，然后大量投资上市公司股票和房地产；第三，新金融业态“银行化”趋势明显，出现了大量从事银行业务但又不受监管的“银行化”机构，使得审慎监管指标反映信息失真，宏观调控效果失灵。

三是准监管效力不足，对现行“一行三会”监管框架调整产生争议。分业监管只对正规持牌金融机构实施监管，对于未持牌机构的监管空白由并行的准监管补充，主要有两大类：其一是以地方政府金融办为代表的地方行政监管，其对在其辖内仅有工商登记但不具备正规金融牌照的小额贷款公司、融资担保公司实施监管。其二是以行业协会为代表，对互联网金融业态建立的准监管模式。而当前乱办金融机构、乱办金融业务、乱集资的“三乱”问

题突出，特别是出现大量非法集资案件后，应该反思认为当前暂时填补“一行三会”的准监管并不有效，或者说有效性不足。因此，需要统筹考虑将地方金融和互联网金融业态也应调整纳入金融监管范围、制定监管标准、统一监管尺度、拓展监管边界的问题。

二、如何客观认识当前金融体系的复杂性？

自20世纪90年代以来，中国金融体系大致可以按照剥离银行坏账、股权分置改革和国际金融危机等重大金融事件划分为三个时间节点：

第一个时间节点是90年代绝大部分金融资产都以债权形式存在，只有极少数部分以公司股权形式存在，金融业务也主要发生在国有银行和政府、国有企业之间，预算软约束、道德风险问题严重，银行资产质量恶化，由此才出现了后续银行坏账剥离等一系列改革工作。

第二个时间节点是随着资本市场股权分置改革的推进，在2005年国有大型银行陆续完成股改上市之后，金融资产总量和结构均较之前有所变化，主要表现为金融资产总量的增加和证券化资产占比的提高。

第三个时间节点是2008年国际金融危机之后发展到现在，金融体系规模急剧扩张，到2015年末已经成为具有约175万亿元信贷资产和50万亿元股票市值的庞大体系。其中，银行业总资产规模近200万亿元，是同期美国银行体系资产规模的两倍。银行体系资产占GDP的比例也从2009年的204%上升到2015年的294%。同时，我国金融机构的主要服务对象仍是政府和国有企业，存在预算软约束、刚性兑付问题。

随着银行体系的快速膨胀还产生以银行同业业务和理财产品为代表的新金融业态，推动金融体系的复杂程度远远高于前两个阶段。当前，银行资产结构发生变化，银行贷款占比从2007年的65%下降到2015年的54%。同时，银行通过低风险资产扩张规模。银行同业和理财融资合计占的（银行同业+理财+贷款+债券）比例从2007年的17%增长到2015年的37%。因此，贷款占资产的比例逐年下降；理财和表外比重大于30%，银行同业非标债权资产透明

度低，加剧银行体系的复杂程度。银行信贷投放从传统的贷款转变为现在包含贷款、同业和理财非标的广义信贷，这使得仅覆盖贷款的不良率指标（NPL）失真，已经不能准确衡量银行体系信用风险和资产质量，也已经影响了货币政策和监管措施的传导。

因此，银行同业业务和理财产品是金融体系风险的重要方面。在以银行占主导的金融体系下，居民和企业资金仍还主要是以存款形式存在，一部分银行存款沉淀下来成为银行用于调节流动性的同业资金；还有一部分银行存款被理财产品所替代，成为游离于表外的投融资体系。银行同业业务和理财产品融资比例从2007年的1%和16%已经增加到了2015年的11%和26%。

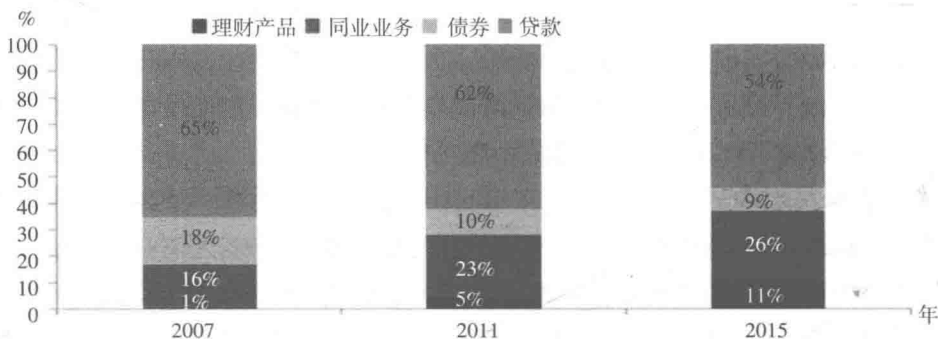


图1 银行融资结构变化

银行体系已逐步演变为由银行存贷款、同业资产负债、理财产品等并行从事投融资业务的复杂体系。

同时，银行同业业务和理财产品都内嵌于银行体系，需要借助信托、证券、基金、保险和P2P等通道主体实现风险资产投放，由此催生带动了通道主体的发展。在以银行占主导的金融体系下，银行同业和理财产品仍是银行存款资金分流后不同表现形式，与之关联的通道主体是银行体系资金溢出后的承接载体，因此，当前中国的金融体系整体架构仍然可以用银行体系及其附属的通道主体来描述。

因此，银行同业业务和理财产品通过银信、银证、银基、银保等通道主体，实现跨机构、跨市场和跨产品运作，具有金融交叉特征，能够帮助银行

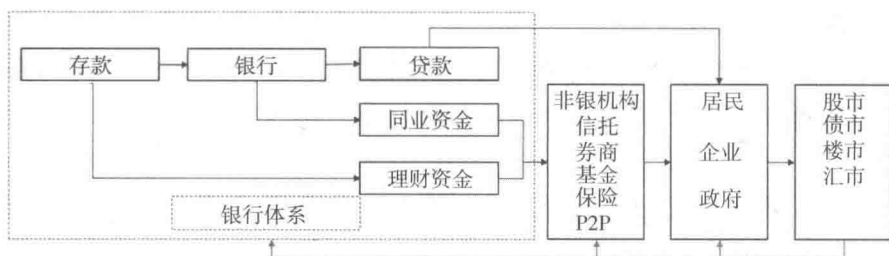


图2 当前中国金融体系的整体框架

实现以下方面的目标：

第一，突破分业监管要求，比如银行可以利用通道主体参与股票市场。

第二，规避审慎监管约束要求，比如流动性指标、资本约束指标等。

第三，为那些不满足银行信贷标准的主体融资，比如向过度负债的房地产企业提供资金。

第四，不受资本约束的快速扩张资产规模，比如银行资产规模的增速快于风险资产的增速。

通道业务涉及主体较多、链条较长、结构复杂，使得在出现外部冲击时风险损失向银行体系转移、存续债权资产不能展期，引发流动性风险和信用风险，影响单体金融机构稳定。

同时，通道业务的复杂性也会对整个金融体系稳定造成不确定影响，其金融交叉特征使得各类通道主体与银行体系交织关联，建立了资产负债表风险传染的路径，加剧了尾部风险积聚并引发系统性金融风险的问题。

因此，银行同业业务和理财产品是当前金融体系复杂性加剧的主要原因之一，而由此产生的通道业务具备跨市场、跨机构、跨产品的金融交叉特征，这对当前监管框架构成挑战，也是当前分业监管、分段管理的框架存在争议的原因。

三、如何理解银行理财产品的本质？

银行理财产品分流存款，在组织架构上内嵌于银行体系，但在业务模式

上平行于银行表内，借助信托计划、券商资管、基金子公司和保险计划等通道主体实现表外贷款等各类交易，以及信用转换、流动性转换和期限转换功能，具有跨市场、跨机构、跨产品的金融交叉特征。

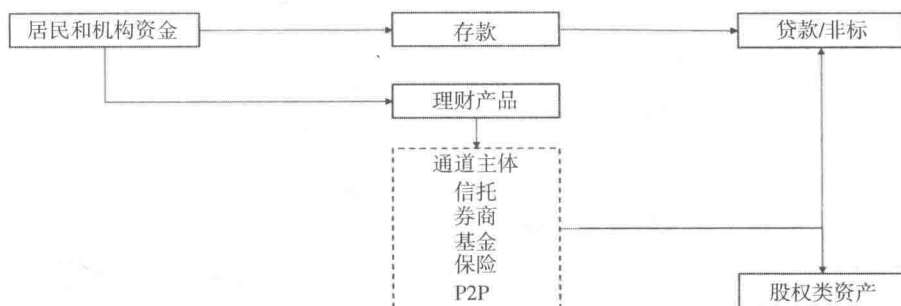


图3 银行理财如何分流存款

银行理财产品是利率市场化过程中替代储蓄存款的阶段现象。银行发行理财产品是为了竞争存款，规避流动性监管要求。在同等条件下，银行会选择资本消耗低的方式扩张规模，表外银行理财产品不占用风险资产，能够实现表内资产表外化、表内杠杆表外化。我们发现越是存款弱、资本弱、扩张需求强的银行越愿意发行银行理财产品，其占表内资产的比例也越高。由于银行理财产品是刚性兑付，可以认为其本质是透支银行信用，风险由银行刚兑承担，收益归关联方，增加利益环节。

银行理财产品的本质是过度透支银行信用。理财产品的各个环节主体都有正向收益，理财客户能够拿到稳定收益、通道主体有收益分成、企业能得到融资、银行能逃避监管。因此，理财产品被一般认为是“多赢”、“安全”的。

但真正的风险在哪里？金融危机已证明原本作为“安全资产”的资产抵押商业票据（Asset Backed Commercial Paper）并不安全，更是引发系统性风险的导火索。银行理财产品与之类似，都有表内风险表外化的功能，都受银行担保，透支银行信用是各关联方多赢的溢价，而风险仍深植于银行。

因此，在没有严监管约束下，银行是最终风险承担主体，各关联方都得到更多的私利（Private Benefits），透支银行信用、过度承担风险，结果是客

户会要求刚性兑付、通道主体会不承担风险、企业不会出现真正违约、银行会积聚尾部风险，更深层次地会滋生行业性腐败、产生系统性风险。例如，最近出现了用银行理财产品资金续接展期某私募债券，不让企业出现违约，将风险转嫁给理财产品投资者和银行的案例。

那是否还存在“大而不能倒”、不能监管的问题呢？2016年末，存续银行理财产品账面余额约29万亿元，占银行业总资产的12.6%。理论上，如果还原风险入表补提资本可能会对银行业造成一定冲击，出现资本缺口和NPL暴露。银行理财产品实际上已经使银行体系与证券、保险、信托、基金、租赁、私募、互联网金融等体系交融，对股市、债市、楼市、境内外各类投资都能产生影响，类似黑池（Dark Pool）交易，具有较为复杂的传染性。因此，对于监管而言，跨产品、跨机构、跨市场的理财产品需要纳入审慎监管框架，需要联合监管，不能再出现铁路警察式各管一段、孤立监管的困局。具体来看：在银行理财业务框架下，银行发行收益较高的理财产品替代存款，通过类似“资金池”运作模式，实现信用转换、流动性转换和期限转换，将理财资金配置于债权类和股权类资产。

当前银行理财产品一般被视为“安全资产”主要是因为存在银行担保，透支银行信用。银行理财产品分流了居民和机构存款，业务平行于表内银行，较少受到监管，能够借助通道主体进行资产配置，转移风险加权资产出表，但同时也加剧了金融体系内部的关联性和复杂程度。

而与银行理财产品类似的，金融危机之前的资产抵押商业票据（ABCP）主要投资于评级在AAA级以上的资产，或未评级但为发行方自有的资产也同样受到发行人担保，产品存续期限短，投资者能够在违约和挤兑风险事件出现前赎回其投资份额，因此被视为安全边际较高、“轻资本”的“安全资产”。

资产抵押商业票据大致可分为具有信用增信或被提供流动性支持的两类。在金融危机之前，监管当局对两类资产抵押商业票据也有不同的资本监管要求，对于具有信用增信的资产抵押商业票据，发行方对信用风险损失担保，被视为表内事项，需要计提相应的资本；而对于被提供流动性支持的资产抵押商业票据，发行方仅提供流动性支持，不承诺兑付风险损失，所计提

的风险权重较低。因此，为降低资本消耗，银行均倾向于发行有流动性支持的资产抵押商业票据，但实际上，发行方除了提供名义上的流动性支持外还会不同程度地提供隐性担保。但在金融危机时期，资产抵押商业票据由“安全资产”演变为金融危机导火索，有流动性支持的、形式上不承担风险损失的资产抵押商业票据均仍被要求回表由银行承担最终风险，并由此引发了单体机构违约、“火线抛售”资产、流动性枯竭和系统性金融风险的问题。反思金融危机的研究认为，银行通过资产抵押商业票据将风险表外化、杠杆过高、累积系统性风险是引发危机的重要原因。因此，危机之后的监管总体趋势是收紧，方向是建立宏观审慎监管框架，更加关注尾部积聚风险对金融稳定性的影响，加强系统性金融风险防控。

类比资产抵押商业票据，以下特征需要关注：

1. 银行理财产品拓展负债来源，但未改善负债质量

银行理财产品改变银行负债融资结构。以某上市银行负债结构为例，银行理财产品余额占负债的比例从2009年初的约3.4%上升到了2015年末的18.62%，增幅高达5.47倍。

银行理财产品存续期限较短。从累计期限分布看，2016年上半年，银行发行的三个月以内的理财产品占比合计56%，三个月到六个月的理财产品占比合计24%，六个月到十二个月的理财产品占比合计17%，一年以下的理财产品占比合计2%。

虽然银行理财产品拓宽了银行短期资金来源，但其存续期限较短，银行需要通过滚动发行理财产品对资产进行展期融资。因此，展期风险（Rollover Risk）将银行理财产品存续期限与配置资产的状况相关联，也因此进一步地，理财产品对银行体系流动性的影响也将仍主要取决于银行理财资金配置资产后的实质杠杆水平。

如果银行实质杠杆水平过高，一方面在未触发表外风险损失向表内转回之前，银行仍需滚动发行理财产品对接存续资产进行展期融资，补充相应的流动性缺口。另一方面，如果触发了表外风险损失回表，银行需要补充更多资本，以应对表内外潜在实质风险损失，进一步还会涉及银行再注资

(Recapitalization) 问题。因此, 银行流动性约束对银行发行理财产品行为的影响仍会反映到资产展期风险、风险损失等方面, 并由此最终反映到资本约束审慎框架上来。

2. 银行理财产品受银行担保、透支银行信用

银行理财产品可以分为保证收益型、保本型和非保本浮动收益型理财产品。对于前两者, 银行承诺至少保证本金, 具有显性担保, 本质上类同于银行存款, 应该入表核算。但对该类理财产品的会计核算, 银行个体之间还存在差异, 主要为: 一类是将保证收益型、保本型理财产品计为金融负债或其他负债; 另一类则是将这两类理财产品计为结构性存款或其他存款科目。两者区别在于前者无须缴纳存款准备金, 而后者需要缴纳。因此, 相比较而言, 后者负债成本高于前者, 银行倾向于将这两类理财产品按第一类处理, 降低负债成本。对于非保本浮动收益型理财产品, 由于银行形式上不承诺保证到期支付本金和收益, 不受显性担保, 该类理财产品被列为表外事项, 不上缴存款准备金和纳入负债管理, 也不计提相应的风险准备, 不受资本监管要求约束。因此, 为降低监管成本, 银行更倾向于发行非保本浮动收益型理财产品。例如, 2015 年末某上市银行非保本浮动收益型理财产品占比高达 74%。但对客户而言, 都是银行担保。由此显然能看出银行监管的漏洞。

3. 银行理财产品的资本监管套利

Adrian 和 Shin (2013) 发现, 金融危机前后, 银行、券商等各类金融中介的杠杆水平表现出了较强的顺周期性, 资产规模扩张反映为杠杆水平的提高, 但又因资本不易变化具有“粘性”特征, 资产和资本的变动并不同步, 金融中介会倾向性地选择通过权重较低的业务资产扩张规模, 少计风险加权资产, 表现为资产增速快于风险加权资产增速。

根据这一观点, 可以认为银行客观上希望减计风险加权资产, 对不同风险权重资产有选择性偏好, 大致顺序为银行理财产品、同业业务、贷款业务, 因为其对应的风险加权资产权重为 0、20%/25% 和 100%。因此, 在同等条件下, 银行会选择风险加权资产占用少、资本消耗低的方式扩张资产规模。进一步地, 正是由于银行理财产品被视为表外业务, 不占用风险加权资

产、消耗资本少，在同等情况下，银行会优先选择银行理财产品进行信贷资产投放。

国外有学者（Hachem and Song, 2015）将银行理财产品视为中国影子银行体系的组成部分，认为银行发行理财产品的原因是为了规避75%的存贷比监管要求。如果将研究视角从以存贷比为代表的流动性审慎监管转向以资本约束为代表的资本审慎监管，也还能发现银行发行理财产品的行为与资本约束具有显著相关性，越是受资本约束的银行越倾向于发行理财产品。在同等条件下，银行更倾向于发行一般被视为表外事项的非保本浮动收益型理财产品。

因此，一般被认为是“安全资产”的银行理财产品并不安全，对金融体系存在风险隐患。在宏观波动压力情景下，银行理财产品风险损失转回入表，需要前瞻性地分析是否会出现银行表内资本准备难以抵御表内外风险损失，以及是否需要再注资的问题。

四、如何理解当前保险公司“对冲基金化”的问题？

近年来，金融机构主体之间收购兼并融合案例越来越多，特别是保险公司对银行表现出了浓厚兴趣，仅12家股份制银行中就已经有8家银行的前十大股东中存在保险资金持股。保险中介的特殊性，使其能够通过滚动发行保险产品、沉淀保险资金，利用监管规则套利、与银行理财资金联手建立结构化融资快速持续增加杠杆，进行对冲基金式的操作。

保险公司入股银行快速扩张资产规模的原因主要有两个方面：一是制度原因。《中华人民共和国商业银行法》明确要求除国家另有规定外，银行不得投资入股非银行机构；而相应的《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国保险法》均未对证券、保险等非银行金融机构投资入股银行作出限制性法律规范。二是监管套利原因。银行可以吸收存款，是一类经营杠杆的金融中介，收购银行能够快速做大资产规模，建立起“大而不能倒”的金融控股集团，机构能争夺市场地位，监管部门能争取更多的话语权。

那保险公司如何实现对冲基金化呢？目前可以用于权益类投资的保险资金主要来源于保险公司资本金、责任准备金和投资类保险产品资金（如投连险）等，其中责任准备金、投资类保险产品是保险公司负债，两者区别在于前者期限较长，而后者无固定期限。

如以中国平安、中国人寿和中国太保三家保险公司为例，根据其2014年年报测算，在满足最低偿付能力充足率等监管要求后，三家保险公司可用资本金2927亿元、责任准备金30129亿元、投资类保险产品4611亿元，合计37667亿元，如全部用于权益类投资，理论上可以买下中资银行近一半股权。

保险公司对冲基金化的主要机理为：某机构主体获取保险公司牌照，发行保险产品募集资金，收购一家小型银行，再发行理财产品，存入银行，贷款给多家关联公司，用这些公司增资保险公司股份，同时控股银行后，该机构的并表总资产迅速扩张，此时保险公司资本金和可投资权益类规模又增加了，可以发行更多理财产品，再用这些资金购买银行和上市公司，以及买各类海外资产。因此，机构通过获取保险公司牌照循环发行保险产品募集资金、收购银行、地产等重资本公司，迅速扩张资产规模，循环加杠杆，演变为了对冲基金。具体看以下两个案例：

如以安邦保险入股银行为例，根据市场公开数据测算，安邦保险合并成都农商银行后，总资产由1500亿元增加至8000亿元，根据保险监管部门制定的

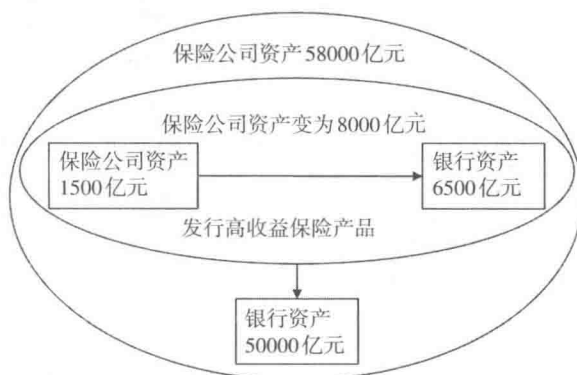


图4 保险公司循环加杠杆机制

保险资金权益类投资上限不得超过总资产比例三分之一的规则，安邦保险可投权益类资产上限由470亿元直接上升至2400亿元，净增加额1930亿元。这部分权益类资产可投额度资金来源又可以通过发行高收益保险产品得以补充，后续又通过类似方式入股其他银行和地产等重资产行业，如能带来新增合并资产规模5万亿元，又可带动权益类资产可投资上限增加约1.5万亿元，目前工商银行流通市值约1.1万亿元，理论上又能买下工商银行所有流通股，并表后的资产规模又将增加21万亿元，从而实现了资产规模从最初的1500亿元到26万亿元、增幅高达164倍的几何级数超常规增长态势。因此，保险公司有动力充分运用监管部门的规则，收购银行快速增加杠杆、快速扩张资产、循环提高保险资金权益类投资比例上限，不断发行新的保险产品补充可投保险资金用于下一次扩张收购，达到资产带动负债的滚动式、超常规增长的效果。

而保险公司入股银行资金主要来源于保险公司责任准备金或投资类保险产品资金，较少或不使用自有资本金。保险公司循环发行产品募集资金用于收购银行本质上是用投保人的资金获取了保险公司的投资权益。所获得权益在归属上是存在一定瑕疵的。

又如以宝能收购万科为例。2015年下半年，“宝能系”通过在二级市场购入股票成为万科第一大股东，持股比例为24.26%。“宝能系”以67亿元自有资金作为劣后级资金，以浙商银行133亿元的银行理财作为优先成立基金，投资前海人寿（133亿元）和二级市场（67亿元），即用67亿元自有资金撬动了200亿元的基金，形成了第一层的杠杆。之后67亿元的自有资金又作为十个证券公司和基金公司资管计划的劣后级，再次放大杠杆吸引银行理财资金作为优先级资金投入二级市场，形成了第二层杠杆。以此通过保险资金对接银行理财资金的模式循环放大杠杆，使得可投资金呈大规模增长，扰乱了金融市场的正常秩序。

在保险公司对冲基金化的经验事实中，需要反思的是，近年来保险公司入股银行、地产现象并不意味着银保混业是趋势。银行、地产本质上是一类经营杠杆的金融中介，收购银行能够快速做大资产规模，快速建立“大而不能倒”的金融控股集团，使机构能争夺市场地位。但是保险公司从“共同基