

中国银行业的演变与剖析

文 / 赵建 张鹏

中国实体经济的新旧动能转换，映射到金融动能层面，是商业银行与投资银行作为金融主导产能的转换。

而投资银行，注意我们这里说的是真投行而不是通道（非标），则是培育中国新经济、新周期的金融新动能。

然而，不能随便否定过去和现实。一切存在都有其历史合理性——当然并不意味着当下和未来的合理性，因为总有顽固的路径依赖。不得不承认的是，商业银行业是中国金融体系的主导，这一现实具有强大的历史逻辑和现实支撑。

历史的来看，中国以银行业为主导的金融体系，为中国改革开放以来的工业化进程起到了不可磨灭的历史作用。当前来看，基于维护国家资产负债表稳定和行使货币信贷政策，商业银行在存量上需要依然承担起中流砥柱的作用。然而在边际上，在百年未有之大变局的新时代，银行业作为金融体系的主体，需要进行新一轮的供给侧改革——商业银行再商业化，继而商业银行投行化。

本来，在金融市场化改革过程中，具体的说是党的十八大三中全会以后，顶层设计者的初衷是大力发展多层次金融体系建设，确切的说是打通资本市场的产业链，需要大力发展投资银行。投资银行是这个产业链的上游，是中国大国优质资产的金融设计者，因为过去几年商业银行更聚焦于负债端。没有投资银行为资本市场提供优质的资产和企业，中国的经济转型和高质量发展就缺乏金融原动力。

然而，遗憾的是，在从商业银行向投资银行的进化过程中，出现了一个假的或者半真半假的或者变异的中间物种——影子银行。她似乎一半是商行，一半是投行；一半是魔鬼，一半是天使。对于这么复杂的银行物种，我们需要从进化论的角度去理解和反思。

而金融供给侧改革的的目的之一，应该是构建一个合适的路径或者生态气候，让变异的影子银行或假投行，成功

进化为在资产端催生中国经济新动能的真投资银行。而不是像过去一样，将大部分资源和精力放在负债端转移腾挪。最终，构建“商行 + 投行”的双支柱体系，一个负责“守正”，一个负责“出奇”。

一、教科书上的解释 ——商业银行、影子银行与投资银行

（一）原生的躯干——商业银行

在我国金融体系中，商业银行占据重要的地位。作为依法成立的经营货币信贷业务的金融机构，商业银行是商品货币经济发展到一定阶段的产物。改革开放四十多年来，我国银行业取得的辉煌成绩得益于市场化方向的改革，围绕这样一个基本方向，中国银行业基本实现了从专业银行到现代商业银行的转变，从外部体制到内部经营机制的转变，从传统经营方式到现代经营方式的转变。纵观商业银行的发展史，我们会发现，商业银行改革发展的过程主要表现为，在发展中逐步剥离商业银行的政策性功能。商业银行的主要功能从基础的信用中介功能、支付中介功能向金融服务功能、风险管理功能、引导经济快速发展功能扩展，商业银行功能发挥的效果日益显著。

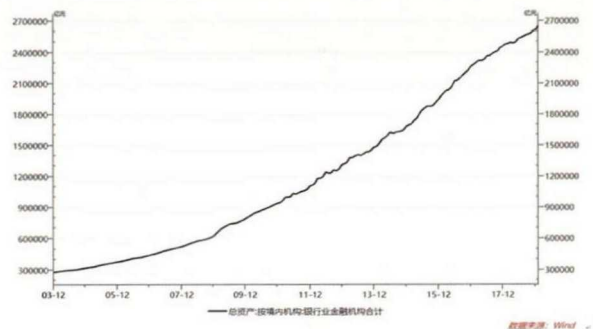


图1 中国银行业金融机构的总资产规模

信用中介功能是传统银行的核心功能，传统银行在吸收存款、发放贷款的过程中，同时行使了信息、监

控和风险管理等多种金融功能，也就是说，传统银行是一种“融资中介”，它直接参与到信用关系中。传统银行一方面是存款人的债务人，另一方面是借款人的债权人，与借贷双方分别建立了信用关系。然而随着金融市场与非银行金融中介的发展，传统银行在资金融通中的优势逐渐丧失。为了求得生存和发展，商业银行利用长期以来建立的巨大的信誉、资金、信息、技术等优势，大力发展表外业务，提供多元化、专业化的金融服务，不断实现传统银行业的转型。在这一过程中，影子银行发挥了至关重要的作用。

（二）衍生的肢体——影子银行

中国的影子银行体系包括商业银行表外理财、证券公司集合理财、基金公司专户理财、证券投资基金、投连险中的投资账户、产业投资基金、创业投资基金、私募股权基金、企业年金、住房公积金、小额贷款公司、非银行系融资租赁公司、专业保理公司、金融控股公司、典当行、担保公司、票据公司、具有储值 and 预付机制的第三方支付公司、有组织的民间借贷等融资性机构。

影子银行的兴起在一定程度上源于商业银行无法满足实体经济对于资金的需求。站在商业银行的角度，对客户发放的贷款在监管上风险权重较高、资本消耗多，还受到产能过剩行业、地方政府融资平台以及房地产等信贷投向的限制，因而会影响银行资产扩张能力和营业利润。因此，在缺乏法律约束的情况下，为减少资本消耗和规避信贷政策，银行有动力寻求其他资产运用渠道，将某些本在贷款项目下的资产转变为资本消耗少且能规避信贷政策的同业往来、同业代付、信托收益权等资产或表外业务等，同时在负债方创造等量存款货币，以满足非金融企业的融资需求。

（三）重生的救赎——投资银行

如果说商业银行是中国工业化时代的产物，影子银行是转型时期的过渡，那么投资银行就是新型产业最终的匹配。投资银行作为资本市场上收费的中介机构，从事证券发行承销、证券交易代理，提供企业购并、重组的金融服务，基金管理 with 投资以及为企业投、融资提供咨询、顾问等业务。这些业务按其特点，可以划分为传统型、创新型和引申型。传统型业务包括证券发行和代理买卖等金融性业务；创新型业务则主要是企业购并、重组等策略性业务；引申型业务包括基金管理、风险管理、直接投资等。其中，企业购并、重组等创新型业务的技术性、专业性最强、最

能体现投资银行家们高超的专业技能与服务水平，是投资银行的核心业务。实践证明，投资银行业是一个集人才优势、信息优势、融资技术优势于一体的智力高度密集型产业，也是金融创新的主要推动者。

在中国经济从工业化时代，逐步过渡到以高端制造、高端服务等引领的高质量发展阶段的背景下，以直接融资为主体的投资银行可以在这一时代浪潮下发挥出更大的作用。可以说是能否培养出一批优秀的投资银行，能否孕育出一批优秀的投资银行家，是中国经济新旧动能转换在金融供给侧的关键之处。投资银行，是中国经济转型期的金融新动能。

二、中国商业银行的发展改革历程——专营化、商业化与股份化



图2 中国商业银行改革的基本历程

（一）八十年代功能独立，专业化分工

我国现代意义上的商业银行体系的形成始于二十世纪80年代。在此之前，长期由中国人民银行行使着商业银行的功能。中国人民银行既是中央银行，又同时开展存款业务。二十世纪70年代末到80年代初期，我国建立了四大专业银行，即中国工商银行、中国人民建设银行、中国农业银行和中国银行，奠定了我国现今银行体系的基本框架。

二十世纪80年代前期，一直奉行分业经营，实施《格拉斯—斯蒂格尔法》的美国，银行业开始冲破该法案的桎梏，逐步采取金融自由化，不断推出打破分业经营的金融商品。针对我们国家的实际情况，金融决策者在学术界充分讨论的基础上，借鉴西方国家的经验教训，考虑到金融改革刚刚开始，人员素质和管理经验非常欠缺的现实，谨慎选择了分业经营模式，禁止商业银行经营证券业务。

1980年，国务院《关于推动经济联合体的暂行规定》中鼓励银行要试办各种信托业务，其目的也在于要打破当时一两家专业银行的垄断地位。而上世纪80年代末信托

公司广泛地从事了证券业务，虽然当时提倡银行试办信托业务的初衷并非提倡证券业务，但是银行与证券还是建立了模糊的混业关系。

1988年，国内混业经营的风险逐渐累积，央行开始加强对金融市场的管理，对专门经营证券业务的证券公司建立审批制，正式提出“实行银行业和证券业分业管理”，加强对“证券业务交易机构的业务经营进行监督管理”。

这一时期，中国的金融体系初步形成，金融业态逐步稳定，为金融业下一步的发展奠定了良好基础。

（二）九十年代实体独立，商业化改革

20世纪90年代，我国国有商业银行进行了三次大的改革。第一次，1995年，国家专业银行实行商业化改革，四家国家专业银行将政策性业务剥离到新成立的三家政策性银行。同时，国家对四家银行的行政干预逐步减少，四家银行过去的专业分工也逐步淡化，开始了业务交叉和市场化竞争。第二次，1998年，国家对国有独资商业银行实行的补充资本金政策，财政部向四家银行定向发行2700亿元特别国债，所筹资金专门用于补充四家银行资本金。经过此次“债转股”，国有独资商业银行资本金严重不足的状况得到了一定程度的缓解。第三次，1999年，国有独资商业银行的不良资产剥离改革，四家银行将1.4万亿元不良资产剥离给新成立的华融、东方、信达、长城四家资产管理公司，四家公司向四家国有独资商业银行定向发行债券，所筹资金等价给付四家银行。经过此次剥离，国有独资商业银行资产质量得到明显改观。

应该说，四家银行在国家政策的扶持下，资产质量和盈利水平明显改善，抗风险能力大大增强。但是，上述三次改革都是从改善四家银行财务状况着手的，没有从根本上改善其内部治理机制，改革仅仅停留在“治标”的层次，而没有实现“治本”。新的，更深层次的改革势在必行。

（三）00年代，资本独立，股份化改制

股份制改革的前提之一是国有独资商业银行拥有良好的财务报表。为了配合国有独资商业银行的财务重组，2003年12月，中央汇金投资有限公司成立，作为国有独资公司，对中、建、工等金融企业履行出资人的权利和义务。中国银行和在中国建设银行作为改革的试点单位，共获得中央汇金公司450亿元外汇储备注资。

2008年，汇金公司向中国农业银行注入约190亿美元资产。为了提高国有商业银行的资本充足率，国有商业银行在符合银监会要求的情况下，发行了大量次级债来补

充资本金。对于不良资产，中国建设银行与中国银行利用原有资本金、准备金和利润等核销了全部损失类贷款和非信贷资产损失，然后对全部可疑类贷款进行出售。中国工商银行对损失类贷款放入工行和财政部的“共管基金”之中，多渠道进行核销。中国农业银行将包括可疑类贷款、损失类贷款及非信贷资产在内的8156.95亿元的不良资产出售给财政部。

经过各方努力，2003-2005年期间，中国银行的不良贷款比由2003年的16.3%降至2005年的4.6%，中国工商银行由21.24%降至4.43%，中国建设银行由4.27%降至3.8%，交通银行由12.6%降至2.37%。经过中央汇金公司的巨额注资及这国有商业银行的自身努力，进一步地剥离了国有商业银行不良资产，提高了资本充足率，为之后的上市提供了条件。

（四）2010年后，改革转型

经过深入的股份制改造，国有商业银行基本完成了财务重组及上市融资，建立起了股东大会、董事会、监事会、高级管理层组成的法人治理结构。从形式上看，混合所有制形式已经形成，但实际上并没有充分发挥混合所有制的作用。

改革进入了深水区，遇到的阻力越来越大，包括国有商业银行在内的国有企业未来的改革之路成为社会各界关注的热点。2013年，十八届三中全会明确指出，“积极发展混合所有制经济。国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式，有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力，有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。”从此，国有企业改革的目标得到确定，即在股份制改革的基础上深化改革，积极发展混合所有制。

在此背景下，国有商业银行开始探索混合所有制改革之路。根据港交所披露的公开信息，中央汇金公司于2015年5月26日在A股市场内减持工行和建行，金额分别为16.29亿和19.06亿元，汇金减持工行、建行前后的股份占A股股份比例分别由46%降至45.89%、5.05%降至2.14%。虽然中央汇金公司减持的幅度不大，不会从根本上影响到股权结构，但表明国有股可以减持，对于推进混改具有一定的意义。

混合所有制改革也为国有商业银行提供新的发展机遇，资本市场普遍看好国有商业银行的混合所有制改革前景，为国有商业银行的资本市场融资提供了良好的机会。

例如，2014年7月28日，交行受益于混合所有制改革消息，以涨停收盘，次日再以6.64%涨幅领涨银行板块，银行估值有所提升。2015年6月，中国交通银行发布公告称，该行深化改革方案已经国务院批准同意，将“坚持国有控股地位，优化股权结构，探索引入民营资本，探索高管层和员工持股制度”。其他国有商业银行也在研究具体混改方案。总体上来讲，混合所有制改革是五大国行股份制改造后的进一步深入改革，坚持国有股权、优化股权结构、员工持股计划是当前国有商业银行混合所有制的研究重点。

总结来看，中国的商业银行通过不断地改革发展，建立起了一整套融合中国特色与世界理念的现代银行体系，为实体经济的发展贡献了力量。然而，商业银行特有的较低风险偏好叠加中国特色的财政金融联系，使得在商业银行的服务范围之外，遗漏了广大中小微企业，而这些企业，随着中国经济发展的转型升级，在中国经济中的分量越来越重。这种金融资源与经济资源的错位给商业银行提出了新的挑战。影子银行便是这一转型背景下的博弈次优解。

三、中国式影子银行：存在与虚无

正所谓“成也影子银行，败也影子银行”，所谓中国金融发展转型升级过程中的重要过度环节，影子银行的发展为中国中小微企业提供了重要的资金支持，但也提高了整个经济体系的杠杆水平。

影子银行的历史需要从次贷危机后说起。2008年，中国经济遭遇美国次贷危机的外部冲击，为提振经济增长，中国政府除了实施4万亿人民币的财政刺激方案外，还暂时取消了对商业银行的信贷额度控制，并敦促后者增加贷款规模。这一举措的直接后果是2009年的人民币信贷飙升。然而，尽管信贷飙升显著地刺激了经济增长，但同时也造成通胀率上行与资产价格上涨。因此，一方面，从2010年起，央行与银监会开始恢复对商业银行的贷款额度控制。另一方面，在房地产价格飙升与地方融资平台债务高企的背景下，央行与银监会开始更严格地控制商业银行对房地产开发商与地方融资平台的新增贷款。此外，在经过了2009年的信贷飙升后，商业银行自身也开始面临贷存比与资本充足率的约束。

从2010年起，对中国商业银行而言，至少有两种

动机来规避监管：第一，为了保持自身利润的增长，一旦来自实体经济的贷款需求上升，商业银行有很强烈的动机去增加贷款规模，但这意味着商业银行需要突破贷存比、资本充足率与贷款额度的限制；第二，为了防止不良贷款率显著上升，商业银行需要继续对房地产开发商与地方融资平台提供贷款，以避免后者资金链断裂，这意味着商业银行需要突破央行与银监会对房地产贷款与地方融资平台贷款的限制。银行理财产品与银信合作这两种影子银行形式，恰好为商业银行规避上述监管措施提供了新的工具。

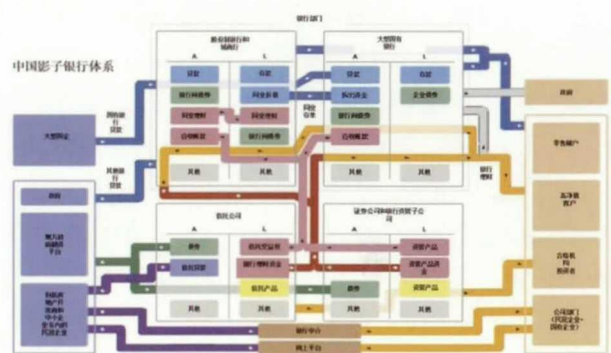


图3 中国的影子银行体系

从上述基于供给与需求层面对中国式影子银行兴起原因的分析中，可以发现，中国式影子银行的产生与成长具有以下合理性：首先，中国的影子银行的产生实质上是中国商业银行在金融抑制环境下自发实施的一种金融创新行为，这扩展了传统金融服务的边界，在一定程度上缓解了金融抑制的不利影响，有助于提高金融体系的储蓄投资转化能力与资源配置效率。另外一点，在中国政府宏观调控方向频繁变化、微观主体无法准确预期的前提下，中国式影子银行为各种类型的企业提供了必要的流动性缓冲，在一定程度上缓解了宏观调控对企业层面造成的负面冲击。

作为中国经济转型过程中的重要补充力量，影子银行确实为那些难以获得资金支持的中小微企业提供了重要的资源配置。然而，影子银行的过度膨胀也在总量上增加了整个金融体系的系统性风险，高额的杠杆率水平以及相互交织的传导风险如同悬在银行头上的一把利剑，随时都有可能给商业银行的经营管理带来巨大的灾难。这一点，在优质抵押品消耗殆尽、杠杆率水平居高不下的背景下，显得尤为重要。因此，市场化运行的投资银行模式可以看作银行转型升级的一个重要方向。

四、投资银行：新时代、新动能下的金融新势力

什么是投行文化，投行文化是与企业共同成长的文化。而商业银行的风控文化，则天生对企业带有“敌意”。这本质上也是股性和债性的区别。新时代，新动能下的产业和企业，需要的是银企之间相濡以沫而不是相忘于江湖。

（一）抵押品信用时代终结，投资银行时代来临

商业银行的信用扩张离不开抵押品的支持。作为资金来源广阔、资金成本低廉、系统影响力巨大的金融机构，商业银行无需通过过度信用下沉便可获得稳定的利差收入。这一模式的核心，在于信用扩张过程中充足的抵押品支撑。抵押品的存在，可以在一定程度上缓解商业银行信用扩张过程中的坏账风险，使得在总体上，将信用扩张过程的风险保持在银行可接受的范围之内。

然而，抵押品的形成与工业化时代厂房、设备、不动产的壮大息息相关，而当经济发展动能由工业化产能转向服务业产能时，抵押品供应的增量便会不断减少，这在中国经济不断转型的大背景下显得尤为清晰。这意味着，传统的、依靠抵押品支撑的商业银行式信用创造模式越来越不可持续，新兴的、依靠投资银行思维、给予未来现金流、新型商业模式和企业家才能的新型融资方式逐步登上金融业的舞台。

（二）“四新”需要投资银行服务

十九大报告中提出的“四新”理念为中国的现代化发展指明了方向。在这一过程中，作为服务实体经济的利器，金融发挥着至关重要的作用。不过，成长于中国工业化进程的、占中国金融体系重要地位的商业银行却并不能够完全满足新时代，实体经济的新需要，这主要表现在：

1、商业银行的产品服务无法满足居民日益增长的财富管理需求

商业银行最重要的资金来源是居民存款，这一现象的历史背景，一方面是归因于中国人民的储蓄传统，这背后源于社会保障体系的相对不完善；另一方面，也与相关投资产品匮乏有关。对比发达国家的居民资产结构，我们可以发现，外国家庭的资产情况相对分散，这在一定程度上可以有效降低不同的宏观风险。如果将过多的资产配置在

利率较低的银行存款上，那么整个资产组合很容易受到通货膨胀风险的影响。

此外，居民可支配收入的提高、个性化教育、医疗、养老费用支出增加等因素也提高了居民对于多元化、多资产理财的配置需求，而这些金融服务需求，从商业银行的角度，显然还无法做到完全覆盖。

2、金融脱媒趋势下商业银行面临来自资本市场的挑战。

根据相关研究，当一国经济发展到一定阶段之后，以投资银行业务为代表的直接融资将日趋活跃，它可以更加高效率、低成本地满足新兴产业和大型企业的资金需求。据国外经济学家对150多个国家的经验数据所作的实证分析表明，一国经济发展水平越高，其直接融资相对于间接融资就越发达，就会发生金融脱媒现象。目前，随着我国金融体制改革的进一步深化和相关政策措施的逐步落实，我国金融脱媒的长期趋势已基本确立并将加速发展。金融领域的这一重大结构性变化，使资本市场业务严重挤压了商业银行传统业务，主要表现在：上市公司贷款余额明显下降，证券市场分流存款的现象也日益严重；金融改革和市场竞争要求商业银行迅速转型；投资银行通过资产证券化等金融创新工具逐渐侵蚀商业银行领地。可以说，金融脱媒的趋势意味着投资银行时代的逐步到来。

3、投行是专注资产端，为资管行业创造优质资产

为提振经济而不断宽松的货币政策给市场带来了充足的资金，而另一方面，这也意味着充裕的资金面临着前所未有的配置压力。随着货币政策环境的持续宽松，市场利率不断下行；经济增速放缓使得实体经济风险持续释放，公募债券违约更趋于常态化，低风险高收益的优质资产日益稀缺，这种“资产荒”的蔓延无疑给大量商业银行理财资金带来了巨大的资产配置压力。这种对于“优质资产”的匮乏也增加了对于投资银行业务的需求。

相比商业银行的信贷业务，投资银行的直接融资业务可以创造优质资产。在中国，商业银行的信贷资源无法通过正常的信贷途径惠及广大抵押品缺乏的中小企业，于是，通过银信合作、银证合作等形式开启的影子银行模式起到了联通金融资源与实体经济的桥梁、纽带作用。影子银行的凿山开路、遇水搭桥在一定程度上缓解了中小企业的融

资难问题，但这一过程只是游离在监管边缘的缓兵之计，无法从根本上解决中小企业的融资问题，而且，这一模式还极易引发资金空转问题，从而令金融服务实体经济，特别是小微经济的能力大打折扣。

与影子银行的擦边球不同，投资银行模式通过专业的尽职调查，依托严谨的商业模式分析和现金流测算，合理的筛选出优质资产。通过这一去粗取精的过程，投资银行通过自己的价值发现“创造”了优质资产，也为整装待发的资产管理行业提供了合适的标的，从而形成了“实体经济 - 直接融资 - 投资管理”的良性闭环。



图 4 商行类投行与券商类投行

资料来源：《商业银行投行业务创新实务》

五、结论与展望：双支柱体系，商行“守正”与投行“出奇”

金融业供给侧改革的大幕其实早已经拉开。从进化论上来说，供给侧改革的真正目的是纠正“变异”的影子银行，培育真正的投资银行和投资银行家。那么如何使影子银行这一变异物种，成功的进化为真正的投资银行？中国的监管部门已经做出了较大的努力：MPA体系，资管新规，流动性管理办法，以及针对影子银行投资标的的各种发文等一系列监管文件，根本上就是要纠正和促进这一进程。

然而金融监管不是文牍空转。需要清醒的认识到的，中国的经济结构和金融体系的基础设施(主要是法律)，所形成的气候和土壤环境，依然最适合商业银行这一物种的生存和成长。但是，要在旧动能的废墟上开出新动能的

花朵，投资银行的金融技术和与企业相伴相生的投行文化，则是必不可少的。因此，比较现实的路径可能依然是中国传统沿用的双轨模式：商业银行负责“守正”维稳，投资银行负责“出奇”精进。

面对现实，金融供给侧改革可能更加残酷。裁员、降薪、奖金递延不仅仅意味着旧的模式将被打破，还预示着新的模式的逐步开启。在新的金融业态下，传统的、商业银行单轮驱动的模式逐步让位于“商业银行 + 投资银行”双轮驱动的模式。在这一模式下，国家的理想图景是：金融资源不再单单涌入国有企业、地方平台、房地产等旧动能领域，更多的中小企业、新兴产业企业会得到更多的金融支持，“金融服务实体经济的能力不断加强，普惠金融的属性也将更加明显”。但现实的残酷却可能是另一种景象：影子银行物种濒危，但新的物种投行却迟迟没有出现。

因为投行这一物种的出现，需要的是另一种基于契约精神和高度专业素养的气候和土壤。这对我们的另一个启示是：监管部门自身的供给侧改革——搭建更好的有利于投资银行生长和商业银行出清的金融基础设施。

(作者赵建，西泽研究院院长，济南大学教授；张鹏，西泽研究院研究员。本文为西泽研究院金融供给侧改革研究系列之五。)

