

影子银行与金融创新

吕娅娴

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 在过去的 100 多年里, 由于传统银行体系自身的脆弱性, 影子银行体系是在没有公共部门的支持以及监管规则的限制下经营的。正是对于影子银行体系的监管不够或者几乎没有监管, 导致了整个金融体系面临了系统性风险。尽管此次危机后, 影子银行体系饱受诟病, 但是影子银行从特定角度来说就是一类特殊的金融创新, 它具有金融创新所拥有的基本特征。“影子银行”体系加速发展, 主导了金融产品、模式、制度、机构的创新, 并扩展了传统银行的金融功能。影子银行体系创造的金融工具几乎破除了金融系统中机构与市场的界限, 由于监管的不足, 对影子银行体系的监管始终跟不上金融创新的步伐。我们应该辩证地分析影子银行的作用, 更加深入地认识影子银行对于经济及金融发展的影响。

关键词: 影子银行; 创新; 监管

引言

2007 年-2009 年的金融危机并没有超出自由银行时代的银行危机范畴。在过去的 100 多年里, 由于传统银行体系自身的脆弱性, 影子银行体系是在没有公共部门的支持以及监管规则的限制下经营的¹。正是对于影子银行体系的监管不够或者几乎没有监管, 导致了整个金融体系面临了系统性风险。与传统银行所不同的是, 影子银行体系虽然与传统银行一样经营信用, 期限以及流动性转移, 但与传统金融中介机构相比, 它们不能获得公共部门所提供的流动性资源, 比如联储的贴现窗口以及保险的公共资源, 比如联邦存款保险。因此, 影子银行体系的流动性在金融危机爆发期间变得非常枯竭。

影子银行是内部相关联的, 有很长的中介链, 这些中介链通过广泛的证券化和有担保的融资技巧, 比如: 资产抵押商业票据 (ABCP), 资产抵押证券 (ABS), 担保债务凭证 (CDO), 和回购协议 (repo) 来调节信用。这条中介链将影子银行隐藏在整个网络内部, 这就是影子银行体系。

影子银行体系的主要业务即以前的投资银行 (如: 高盛、贝尔斯登、雷曼兄弟、摩根斯坦利和美林银行) 业务, 但是它们同样也扮演着商业银行的角色, 作为对传统商业银行业务的补充, 比如: 花旗集团, J. P. 摩根, 和美国银行。在进一步的发展过程中, 这些业务同样也让它们变得非常脆弱, 最终, 影子银行也遭到了挤兑。这次挤兑始于 2007 年, 并随着雷曼的破产达到了高峰, 随后一系列的官方流动性提供和信用保证的产生才使得这次危机稳定下来。联储的紧急流动性工具为这次影子银行的挤兑提供了有效的支持。同时, 联邦存款保险公司的临时流动性担保计划 (Temporary Liquidity Guarantee Program, TLGP) 对金融机构的高级无担保债券和公司交易账户以及美国财政部对货币市场基金的临时担保, 实质上就是现代的存款保险。

政府选择保护这些依赖于短期融资并容易产生风险的机构, 以贴现窗口的形式保证这些机构能获得流动性, 以存款保险的形式保证它们能获得政府信用。

一、影子银行: 定义和范围界定

1. 定义

影子银行 (shadow banking) 这一概念最早由美国太平洋投资管理公司创始人、号称债券之王的比尔·格罗斯提出的, 2007 年 11 月他在专栏文章《小心“影子银行”系统》中首

¹这里所用的传统银行是指美国所有的储蓄机构, 包括商业银行, 信用社, 工业贷款公司和联邦储蓄银行。投资银行不包含在传统银行范畴内。

次使用了这个词。格罗斯指出：“影子银行就是现代金融体系，因为它囊括了第二次世界大战结束后商业银行以外的几乎所有金融创新。”格罗斯对影子银行的定义显然太过宽广。其后，太平洋投资管理公司执行董事保罗·麦考利（Paul McCulley，2007）将影子银行界定为与商业银行系统相对应的非银行金融机构。²2008年，现任美财长（时任纽联储行长）的盖特纳提出了“平行银行系统（Parallel Banking System）”的概念来指同样的事物。

综上所述，我们看出影子银行、非银行金融机构和平行银行系统都泛指同一事物。本文较认同人民银行金融稳定局（2011）对影子银行体系的界定：影子银行主要特征归纳为：一是从事期限转换、信用转换和流动性转换中的一种或多种功能，核心是期限转换和高杠杆。二是不吸收存款，主要依赖批发融资市场支持运行。三是游离于银行业监管体系之外，缺乏中央银行流动性支持和存款保险等信用支持。四是具有内在的脆弱性，且与传统银行体系和资本市场关联度高，存在系统性金融风险隐患。该定义从四个层面对影子银行体系进行了总结归纳，不仅含义广泛且定义清晰。我们认为影子银行体系不单指具备独立法人资格的金融机构，还包括各种类似传统银行或替代传统商业银行功能的机构，游离于传统货币、金融监管体系之外的信用中介组织和业务，具有期限/流动性转换、杠杆化经营等传统银行的基本功能，其信用风险转移机制往往存在一定缺陷。影子银行体系与传统商业银行一样将全社会的储户和贷款人联系在一起，但其运作方式有别于传统银行的发起—持有的信贷模式（originate-to-hold），它的运行机制是发起—分销模式（originate-to-distribute）。整个过程把传统上应该由银行或其他机构持有并保留在资产负债表的贷款创造成了可销售证券并通过特殊目的实体（special purpose vehicles，SPV）²在表外出售和交易。

2. 影子银行范围的界定

纽约大学教授鲁比尼（2008）认为，影子银行体系包括证券经济自营商、对冲基金、私人股本集团、结构性投资工具和渠道、货币市场基金以及非银行抵押贷款机构。

纽联储（2010）对影子银行的范围界定包括金融公司，资产支持商业票据发行方（ABCP conduits），有限目的金融公司，结构性投资工具，信用对冲基金，货币市场共同基金（MMMF），证券贷款人 securities lenders 以及政府特许机构（government-sponsored enterprises，简称 GSE）等。

美联储主席伯南克则指出影子银行包括证券化工具，资产支持商业票据（ABCP），货币市场共同基金，投资银行，抵押贷款公司和其他一些实体等都是影子银行系统的一部分。Gorton（2009）对影子银行的涵盖范围做了广泛定义，影子银行包括大家所熟悉的机构如投资银行，货币市场共同基金，地产经纪，还有一些老式合约，比如回购协议（Repo）；甚至一些复杂的工具如资产抵押证券（ABS），担保债务凭证（CDOs），资产支持商业票据（Asset-backed commercial paper，ABCP）（Gorton and Metrick, 2010）。

美联储经济学家 Pozsar（2008）对影子银行做了更广泛的涵盖，他认为影子银行包括金融公司、资产支持商业票据（ABCP）、有限目的金融公司、结构性投资工具、信用对冲基金、货币市场共同基金（MMMFs）、证券贷款人和政府特许机构（GSE）。

从以上对于影子银行的定义及产品范围来看，影子银行体系的具体构成主要包括金融公司；如美国家庭金融公司（Household Finance Corp.），投资银行；如美国五大投行，对冲基金；如黑石，共同基金；如富达投资；政府特许机构，如房利美（1938）和房地美（1970）；私募股权基金、结构投资工具（SIV）、货币市场共同基金以及担保债务凭证（CDO）、信用违约互换（CDS）、资产支持商业票据（ABCP）和回购协议（Repo）等机构、工具和产品。当然影子银行是一个非常庞大的体系，仅仅用 shadow banking 并不能完全正确也不能把整个体

² SPV 有时也用作 Special purpose entities, 简称 SPEs. SPV 由不同的金融机构设立，专门用于收购资产，出于法律和核算的目的来实现表外融资。一般来说，SPE 没有注册资本的要求，一般也没有固定的员工或者办公场所。

系涵盖在内。然而无论分为多少类型，影子银行只有作为一个整体的体系来理解才更具有意义。本文以美国影子银行体系作为主要研究对象，因此这里所指的影子银行体系是由若干机构、市场、工具和金融产品组成的金融中介机构。因此影子银行体系不仅包括它所提供的金融产品和服务，还包括了为这些产品和服务提供场所的金融市场。

二、影子银行的起源和发展背景分析

2007 年-2009 年的金融危机并没有超出自由银行时代的银行危机范畴。在过去的 100 多年里，由于传统银行体系自身的脆弱性，1913 年联储作为最后贷款人的产生，虽然降低了银行挤兑的发生但是并没有完全消除挤兑(Friedman and Schwartz, 1971)。直到 1934 年实施的联邦存款保险，才最终终止了银行挤兑。存款保险制也被许多经济学家指出会导致道德风险。在自由银行时代，银行逐渐转变了，先是从城市，内战后的几十年扩大到了全国。这种转变在于活期存款变成了银行非常重要的一种货币形式。内战期间，政府接管了货币发行业务，国有银行票据(greenbacks)由美国政府债券做担保并不再有私人银行票据，但是银行恐慌也持续发生。之所以持续发生恐慌的原因是活期存款对于恐慌的脆弱性。

时代变了，银行也随之改变了。影子银行体系就是金融体系在过去三、四十年中的根本变化所产生出的产物。在过去的 25 年里，银行业发生了显著的改变：导致恐慌的银行债务的形式和数量发生了改变，这种变化是与回购市场的证券化相结合的。改变的根源在于自 80 年代起，由于创新和监管的改变导致了传统银行模式的下降，在面对非银行以及它们产品竞争的时候，传统商业银行的模式已经变得不能盈利了。那时，传统银行的市场份额被货币市场共同基金(money market mutual funds, MMMFs)(它取代了活期存款)和垃圾债(junk bonds)(它占有了贷款的份额)所取代，这两者是最重要的转变。在资产负债表上的债务方保持被动的现金流已经变得没有利润。这就导致了证券化，证券化就是把这些现金流出售的过程。银行在资产负债表上持有债务并不能盈利。这是最基本的一点。这也就是为什么平行银行体系或影子银行体系得到发展。如果一个产业不再盈利时，所有者只有不再投资这个产业。“退出”意味着当银行权益所有人拒绝投资更多时，受到监管的、传统的银行部门便萎缩了。退出的一种形式是银行不再持有贷款而是出售贷款；证券化就是销售贷款的投资组合。出售贷款——对某些人来说可能还比较新鲜，但是它已经发展 30 年了，都没有什么问题。

(一) 金融不稳定性

影子银行是随着现代资本主义经济不稳定性的内在特征而产生的。美国经济学家海曼·明斯基的“金融不稳定假说”对金融危机作出了很好的解释。他在凯恩斯“投资周期理论”的基础上发展了“投资融资理论”。该理论认为为投资进行融资是经济中不稳定性的重要来源。在此基础上，明斯基将融资方式分为三种类型：(1) 对冲性融资：即债务人期望从融资合同中所获得的现金流能覆盖利息和本金，这是最安全的融资类型；(2) 投机性融资：即债务人预期从融资合同中获得的现金流只能覆盖利息，这是利用短期资金为长期头寸来融资；(3) 庞氏融资：即债务人的现金流什么都覆盖不了，债务人需要靠出售资产或者再借新钱来履行支付承诺(Hyman P. Minsky, 1986)。在经济高速扩张的时候，人们通过承担风险来赚钱变得越来越容易，在此过程中，对待风险的态度会变得越来越不谨慎。因此在融资的过程中通常是从对冲性融资开始，然后向投机性融资发展，最后到庞氏融资。显然，在这一过程中，融资能否持续，依赖于信贷环境的宽松以及资产价格的不断上涨，一旦某一条件不具备，那么资金链就会断裂，而资产价格“螺旋加速下降”效应会造成雪崩似的金融动荡，而造成系统性风险，正如此次金融危机所看到的一样。影子银行的一个显著特征便是期限错配，其主要依赖于短期货币市场，利用短期资金为长期项目来融资。一旦市场发生逆转，就会出现类似于传统商业银行的“挤兑”。

战后，美国传统商业银行度过了平静的四十年。然而从 1966 年的信用危机开始，美国

经历了一系列的金融危机（1970 年，1974-1975 年，1979-1980 年和 1982-1983 年），一次比一次严重。20 世纪 60 年代末期以来出现的如此明显的经济不稳定性，是金融体系的脆弱本质所导致的，这种金融体系是在二战后若干年中金融关系和金融机构不断积累的变化中形成的。二战后美国国会通过的格拉斯-斯蒂格尔法案使得美国银行业在严格的分业模式下经营。这种模式使得美国的银行业度过了一段平静期。20 世纪 60 年代时开始，随着通货膨胀的加剧，两者间的界限开始变得趋于模糊。银行为追逐高额利润进行了一系列的冒险活动，以货币市场基金为代表的影子银行体系开始壮大。特别是 80 年代金融的创新和监管的改变，许多影子银行产品得到了高速发展，比如证券化、资产支持商业票据（ABCP）以及回购协议（repo）等。美国在大萧条以后对金融的管制导致了金融机构为逃避监管，创新了许多金融市场、机构和工具。在此背景下，影子银行体系开始发展起来。然而影子银行真正的高增长是始于 80 年代。正如图 1 所示，自 80 年代起，影子银行体系就稳定发展并在 90 年代中期超越了传统银行体。

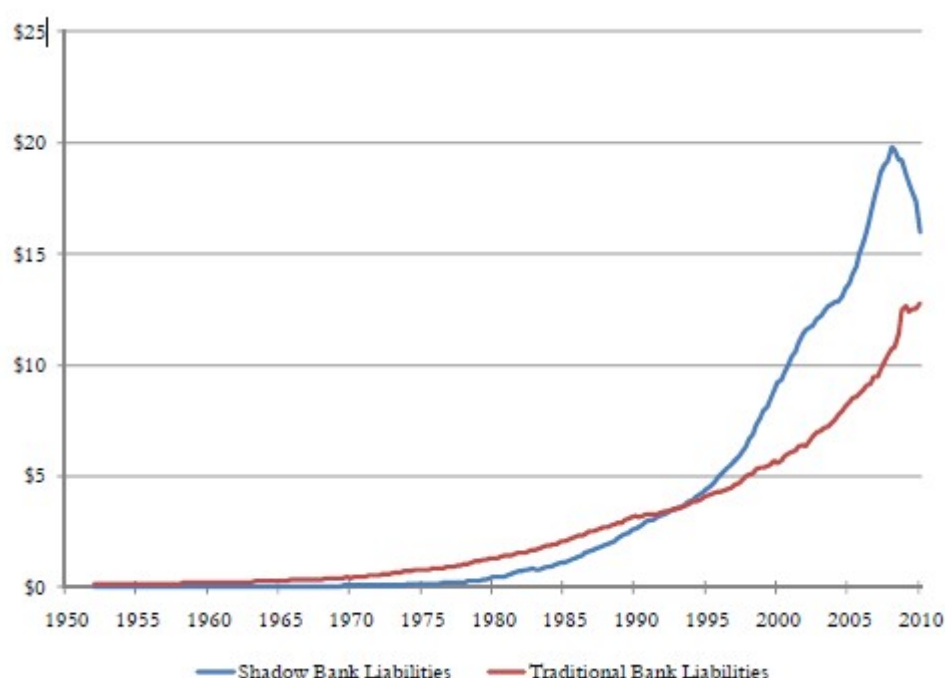


图 1：影子银行债务与传统银行债务，单位：万亿

资料来源：美国资金流动账户 2010 年 1 季度

这个体系里公开市场和私人市场参与者的数量在 2008 年 3 月的时候已经发展到了 20 万亿左右的规模，显然已经超过了传统银行的规模。然而，市场参与者和监管者都未能对影子银行体系的规模或是它们与传统银行之间的相互联系及时地总结出一些详细和公开的信息。

（二）金融管制

与 100 多年前的传统银行体系一样，二十一世纪初的影子银行体系也主要从事大量的期限、信用和流动性的转移。在大萧条之前，传统银行在面临挤兑的时候显得非常脆弱，当有报道或谣言说某家银行经营困难时，立即会引发储户争先恐后的到银行提取他们的现金。如果挤兑蔓延开来，银行就有可能没有足够的现金来满足储户的要求。银行挤兑在美国内战以前非常常见，1873、1884、1890、1893、1896、和 1907 年都曾爆发过。为了稳定金融市场，美国国会在 1913 年产生了联邦储备银行，作为对银行的最终贷款人。创设最终贷款人的功

能，是 1913 年为建立美国联邦储备制度而进行立法的主要目标，但这个目标被以下的观点扰乱，即联邦储备体系最主要和最重要的功能是控制货币供给。因此联储的产生并没有终止银行的挤兑，也没有实际履行联储作为最终贷款人的角色。联储真正行使最后贷款人的职能是在 1929—1933 年的大萧条时候。在美国，对金融业(主要是银行业)的管制是大萧条以后逐步形成的。有了这些管制，国会开始限制银行经营活动以阻止它们承担更高风险。管制主要表现为：

1. 要求银行与证券分业经营(格拉斯-斯蒂格尔法案)

在 1929—1933 年的大萧条期间，美联储并没有成功阻止金融体系的不稳定，直到 1933 年美国国会通过了《格拉斯—斯蒂格尔法案》。该法案将投资银行业务和商业银行业务严格地划分开，对金融业实行严格的分业监管和分业经营，保证商业银行避免证券业的风险。二战后一段时期，在美国商业银行与投资银行之间出现了明显的界限，这是大萧条后实行改革的结果。

2. 对银行支付存款的利率进行限制(Q 条例)

为了限制商业银行的恶性竞争，国会令联储对商业银行和储蓄机构的存款利率规定了上限。这一规则就是著名的“Q 条例”。只要利率保持相对稳定，则 Q 条例就没有什么问题。但是从 60 年代末期开始，通货膨胀的上升开始推动利率也上扬。政府的管制开始变得具有约束力，Q 条例限制了银行的获利机会，存款人为追求更高利润把资金转向了不受限制的票据和证券。在 70 年代的时候，投资银行为了和商业银行展开竞争，开始劝说他们的客户终止和商业银行和储蓄机构的业务转而去追求更高的回报。

3. 存款保险制度

在 1929—1933 年的大萧条期间，美联储并没有成功阻止金融体系的不稳定，直到 1933 年美国国会通过了格拉斯-斯蒂格尔法案并建立了联邦存款保险公司(FDIC)。FDIC 最初设立的时候对存款金额达到 2500 美元的存款提供担保。在当时来看，这个担保数量足以涵盖大部分的储蓄。在 1980 年的时候，FDIC 对存款保证的上限提高到了 100,000 美元，这个限额一直保持到了危机爆发期间。在 2008 年 10 月的时候，存款保证的上限又提高到了 250,000 美元。储户不用再担心万一银行出事的话，他们要第一时间到银行门口排队去取钱。并且银行如果遇到流动性危机，它们可以获得联储的流动性资源。

在大萧条后的这段时期，政府的管制反而导致了银行为追求更高利润而进行了许多冒险性的行为。1971 年货币市场基金(MMMFs)的出现，吸引了各类投资者。在 MMMFs 出现之前，投资人很难获得高于“Q 条例”的收益。因此它的出现吸引了大量存款。MMMFs 把投资者的资金汇集成大额基金投资于货币市场，这些市场包括国库券、商业票据、银行承兑汇票和可转让定期存单。因为 MMMFs 具有很多存款的特质，它在一定程度上也替代了银行存款。然而，MMMFs 在非常重要的一点上与传统商业银行和储蓄机构不一样：它们没有受到 FDIC 的存款保险。但这并不妨碍 MMMFs 的高速增长，因为投资人喜欢高利率。基金的发起人也暗示性的承诺每股净资产值为 1 美元。即使没有 FDIC 的担保，储户也认为 MMMFs 就和银行的存款一样安全。经济的繁荣促成了影子银行体系在几乎没有监管和资本要求的限制下成长起来。MMMFs 从 1980 年的 700 多亿美元增长到了 2000 年的 1.8 万亿美元。为了保持影子银行与传统金融机构的竞争，它们又迅速进入到了两个市场：商业票据市场(Commercial Paper, CP)和回购协议市场(Repurchase agreement, repo)。通过这些工具，美林、摩根和其他华尔街的投资银行可以为大公司进行短期融资。在这段时期，政府的管制反而导致了银行为追求更高利润而进行了许多冒险性的投资。

(三) 金融自由化

20 世纪 50 年代中后期，特别是进入 60 年代之后，美国通货膨胀率曾一度高达 20%，政府管制开始变得不具有约束力。由于政府管制的无效，从 20 世纪 80 年代开始西方国家开

始实行金融自由化。在金融自由化的背景下，影子银行逐渐成为了发达国家金融市场的一个重要标志，并在此后的二十多年里得到了蓬勃发展。影子银行作为传统银行以外的一种平行体系，似乎为市场的参与者提供了更安全且更具有活力的体系。格林斯潘认为“为稳定市场而产生的监管工作只能产生很多障碍，提升无效的政府工具”，因此提倡“放松管制”。

首先就是利率自由化（如逐步取消了 Q 条例）。“Q 条例”由于限制了银行存款利率的上限，一方面使得银行存款对投资者的吸引力急剧下降；另一方面，银行的吸存能力受到很大影响，以致存款性金融机构的生存岌岌可危。1980 年，美国国会通过了《解除存款机构管制与货币管理法案》，揭开了利率市场化的序幕。此后的 6 年中，美国分阶段废除了“Q 条例”，最终于 1986 年 3 月实现了利率市场化。

其次，1999 年美国参众两院通过了《金融服务现代法》（Financial Services Modernization Act of 1999），从而正式废除了长期作为美国金融监管立法基础的《格拉斯—斯蒂格尔法案》，结束了美国商业银行、证券公司和保险公司分业经营的历史，允许并提倡商业银行、投资银行和保险公司合并成立金融控股公司，加强金融机构之间的竞争，标志着美国的金融业正式迈入混业经营的时代。

最后，2000 年《大宗商品期货交易现代化法》规定场外交易（Over-The-Counter，OTC）不在监管当局的管辖范围之内。这一法案为影子银行带来了福音，使 OTC 产品迅速崛起。影子银行使用的证券化和信用衍生品都是 OTC 交易。《商品期货现代化法》将商品划分为三类，政府严格监管的农产品，有限监管的金融产品（利率、外汇、股指），以及除金融产品以外基本不监管的所有其他商品（主要是金属与能源商品）。另外，对在“电子交易设施”上进行的交易不做监管。一举取消了联邦政府对金融衍生品市场的监管。

至此，影子银行彻底摆脱了发展的法律束缚，诸如高盛、摩根、美林、雷曼、贝尔斯登和美国国际集团等大型金融机构在没有有效监管的环境下，其业务及规模得到空前繁荣。最终导致了整个影子银行体系的崩溃，对美国乃至全球金融系统稳定性带来极大冲击。

（四）宽松货币政策

20 世纪 90 年代以来，在信息技术革命的推动下，美国经济经历了二战后前所未有的高速增长，美国资本市场更是空前繁荣。2000 年美国股票市场中的网络科技股泡沫破裂以后，美国经济出现了衰退。为了刺激经济，也出于对经济前景的担忧，美联储采取了极具扩张性的货币政策。2000 年 5 月 16 日联邦基金利率为 6.5%，这是近 8 年的最高点，此后经过 13 次降息，到 2003 年 6 月 25 日，美联储将联邦基金利率下调至 1%，创 45 年来最低水平。随着美联储宽松货币政策的实施，导致美国住房价格的急剧上升，美国房地产市场也因此迈入了一个新的繁荣阶段。造成美国房地产价格上升的原因是多方面的，但其中最重要的原因便是美联储的宽松货币政策，特别是低利率政策。

长期的低利率政策和房地产市场的繁荣直接刺激了美国次级抵押贷款市场的扩张。贷款条件过于宽松使得许多人购买了超出自己偿付能力的住房。在房地产市场繁荣时期，房价持续上涨，房屋评估值不断攀升，抵押贷款机构从中看到了次级抵押贷款的商机。尽管次级贷款申请人是高风险的客户，但由于房价持续上涨，作为抵押物的住房，其评估值也不断攀升，这冲抵了抵押贷款机构的贷款风险。更主要的是，抵押贷款机构按照风险定价原则，对次级抵押贷款制定了高利率，并因此可获得高收益。在此条件下，伴随着美国房价的攀升，住房抵押贷款证券化规模逐年增高。表 2-1 显示了 2001 年到 2006 年次级抵押贷款及其证券化的变化。

表 1：次级抵押贷款及其证券化的变化（2001—2006 年）

年份	全部抵押贷款 (10 亿美元)	次级抵押贷款 (10 亿美元)	次级抵押贷款 / 全部抵押贷款 %	证券化的次级抵押 贷款 (10 亿美 元)	次级抵押贷款 的证券化率 %
----	--------------------	--------------------	----------------------	-----------------------------	-------------------

2001	2215	190	8.6	95	50.4
2002	2885	231	8.0	121	52.7
2003	3945	335	8.5	202	60.5
2004	2920	540	18.5	401	74.3
2005	3120	625	20.0	507	81.2
2006	2980	600	20.1	483	80.5

资料来源：Inside Mortgage Finance (2007)

随后，出于对通货膨胀的担忧，美联储转向了紧缩政策并开始调高利率。在 2004 年 6 月至 2006 年 8 月期间，美联储连续 17 次加息，联邦基金利率由 1% 升至 5.25%，从而大幅提高了抵押贷款成本，最终刺破房地产市场的泡沫。引发次贷危机的爆发，美国也由此陷入了自 20 世纪 30 年代大萧条以来最为严重的金融危机。

在过去三、四十年里，整个金融体系发生了根本的改变，影子银行便是这一创新的产物。随着 80 年代美国金融自由化的到来以及创新和监管的改变，导致了传统银行模式地位逐渐降低，自 80 年代中期以来，证券化、衍生产品等一系列的金融创新产品和工具风起云涌，这些以市场为基础的金融体系的迅速成长改变了美国金融中介化的性质并产生了深远意义。在以市场为基础的融资体系里，影子银行是特别重要的金融中介机构。活跃在影子银行体系里的投资银行、对冲基金通过提高杠杆率等方式纷纷投向这些创新产品以谋取高额利润。据美联储数据显示，在危机爆发前（2007 年第二季度），以市场为基础的金融资产达到 16.6 万亿美元，以银行为基础的金融资产 12.8 万亿美元，前者高于后者 30%³。2008 年美国回购协议市场（repo）超过了 4.5 万亿美元，资产支持商业票据（ABCP）达到了 1.2 万亿美元左右，商业票据（CP）大约有 8000 亿美元，非金融商业票据大概 2200 亿美元，证券贷款大约 6000 亿美元。作为参照的商业银行存款在 2008 年底的时候大约只有 7.3 万亿美元⁴。场外衍生品市场在 2008 年 6 月的时候达到了 684 万亿美元的名义价值高峰，占市场总值的 20 万亿美元。⁵

尽管实体经济的影响导致信贷来源萎缩，但是在 2010 年一季度的时候影子银行体系规模大概还是有 16 万亿美元（如图 1-1 所示）。自 2007 年夏季开始的官方流动性工具和承诺计划为影子银行体系有序的缩减了 5 万亿美元的规模，从而保护了经济免于由于金融危机造成的信贷供给的崩溃所引发的危险。同时这些计划本身就是临时性的，影子银行体系的规模依然非常显著并且由于其固有的脆弱性，这种脆弱性是由于它会受到批发基金提供者的挤兑，因此对于政策制定者而言是有必要评估影子银行是否应该获得官方永久性保证或是它是否应该在监管之外。

三、影子银行的运行机制及内在机理

大萧条过后，美国创设的银行监管体系度过了没有恐慌的 75 年，这 75 年的平静期是美国建国以来无恐慌的最长时期了。当这种平静在 2007 年终止的时候，恐慌并不是发生在最初的传统银行体系和储户身上，而是集中在新的影子银行体系里。这类影子银行体系与传统银行功能相似，但是其中的参与者与传统的银行并不一样，并且对这类银行的监管非常少甚至是没有。

（一）传统银行与影子银行运行机制的异同

³参见 Tobias Adrian & Hyun Song Shin: 影子银行：对金融监管的启示，2009 年 6 月。

⁴美国联邦储备委员会资金流数据。

⁵国际清算银行数据，“场外衍生品市场经营活动 2009 年上半年”，2009 年 11 月。衍生品的名义价值是指名义合约价值。衍生品的市场总值是指衍生品的交易价格。

1. 传统银行运行机制

传统的银行体系有三个主要参与者，存款人，借款人和银行。储户把他们的储蓄以存款的形式托付给银行，银行又利用这些存款向借款人发放贷款。银行把储户的资金再循环成贷款的过程称为信用中介。传统银行的信用中介化包括信用，到期和流动性转移。(1) 信用转移是指由中介机构发行的债务利用优先权来增强信用的质量。比如，高级存款的信用质量比含有潜在贷款组合的次级存款要高。(2) 到期转移是指利用短期存款来为长期贷款融资，它为存款人提供了流动性但是也使得中介机构面临展期和延期的风险。(3) 流动性转移是指利用流动性工具来为低流动性资产融资。比如，一个以非流动性贷款为主的资产池的交易价格必然比经过评级的且以同一个流动性贷款池为担保的要高，因为经信用评级机构的认证会降低存款人和贷款人之间的信息不对称。

与直接贷款(存款人直接向借款人贷款)不同，信用中介化通过筛查和检测贷款人的形式降低了成本并以多样化的贷款组合增进了投资并向储户提供了信息和风险的规模经济。信用中介化通常通过利用第三方的流动性和信用承诺来增级，当这种承诺由公共部门提供的时候，信用中介化就被誉为正式增强。

如图 2 所示，传统商业银行是在表内实现其融资过程的。在第①步存款人把他们的资金转移到银行，并从银行获得储蓄存款或支票存款账户，以便于存款人可以随时到银行提取他们的资金。在②步骤，银行以贷款的方式把资金贷给借款人。从而银行在其资产负债表上持有这些贷款直到其到期。

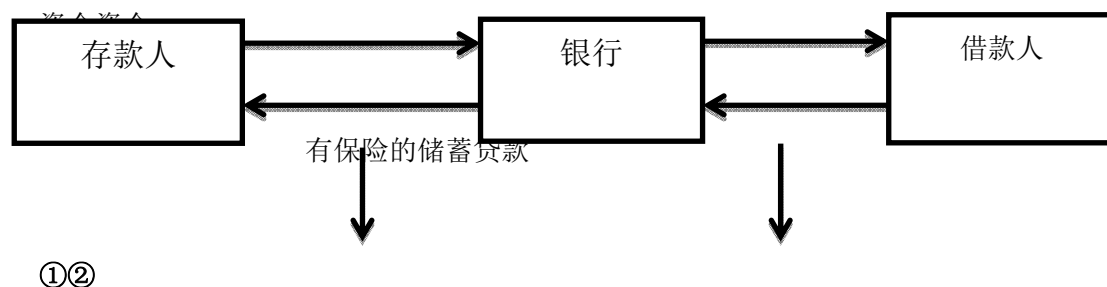


图 2：传统商业银行的表内融资模式

2. 影子银行运行机制

影子银行体系与传统商业银行体系看似是一样的运行机制，但又与传统商业银行吸收存款—发放贷款的机制不同。影子银行是通过现代金融市场以各种各样的金融工具的形式出现的。正如图 3 所示，它比传统银行的中介化过程多了几个步骤。影子银行通过证券化把原本应该在其资产负债表上的债务销售出去了。而两者的区别在于，传统银行的存款是由政府承担保险的，而影子银行体系的存款是没有政府保证的。通过 1934 年联邦政府引入的存款保险，美国没有发生过传统银行挤兑。由于存款受到联邦政府的保证，储户就只有很小的动机去取款。存款保险对于零售储户运作的很好，但是对于大机构来说仍然存在挑战。当存款保险的上限限制在 100,000 美元的时候，机构比如养老基金，共同基金，州政府和地方政府以及现金充裕的非金融公司就无法获得即安全，又能获得利息的短期投资。一个解决办法就是影子银行的表外贷款，如图 3 所示。

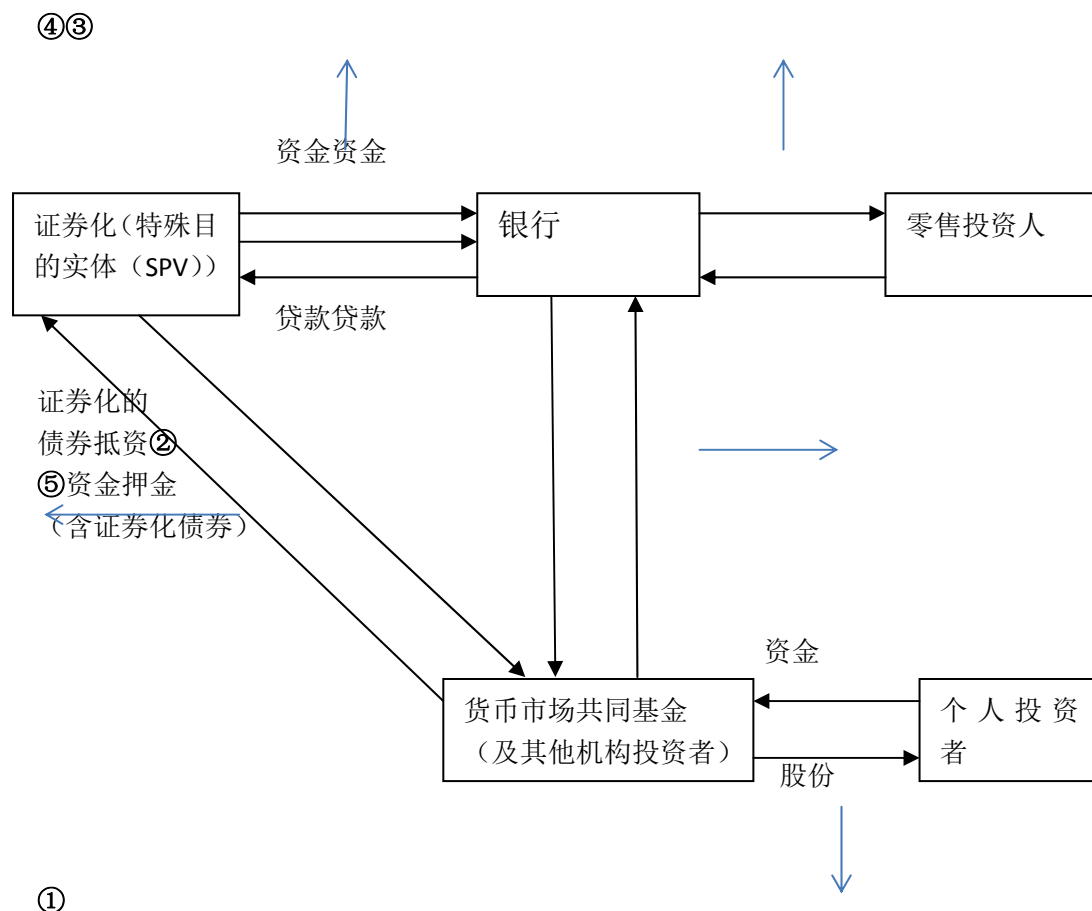


图 3：影子银行的表外融资

图中第 2 步与图 2 的第一步类似，但是有一个重要的区别。在图 2 中的传统银行，存款是由政府来担保。为了达到类似保护，在图 3 中的第 2 步，机构投资者可以从银行获得抵押品。在实际操作过程中，这种存款—抵押交易是以回购协议的形式来运作的。比如：存款人存了 X ，并从银行收到以市值计价的抵押品 X 资产；银行承诺以 Y 的价值在稍晚的时候回购这个资产。 $(Y-X)/X$ 的比例就是回购率，这有点类似于银行存款的利率。通常，作为存款的价值小于作为抵押品的资产的价值，两者之差被称作“抽头(haircut)”。真正把这一融资过程从银行资产负债表内移到表外的步骤是第 4 步。在第 4 步的时候，贷款被集中到资产池并被证券化后通过特殊目的实体 (SPV) 在表外出售和交易。证券化所产生出来的产品要么直接被机构投资者购买，要么被用作抵押品（如第 2 步）。事实上，由证券化创造出来的债券已经成为了抵押品的主要来源，它为大额存款人提供了保证。

这一表外融资循环的每一步骤自 1980 年起在美国增长迅速。其中最引人注目的是证券化的增长，联储的流动资金数据显示表外贷款融资占表内贷款融资的比率从 1980 年的 0 上升到了 2007 年时超过了 60%。

占银行总资产 (%)

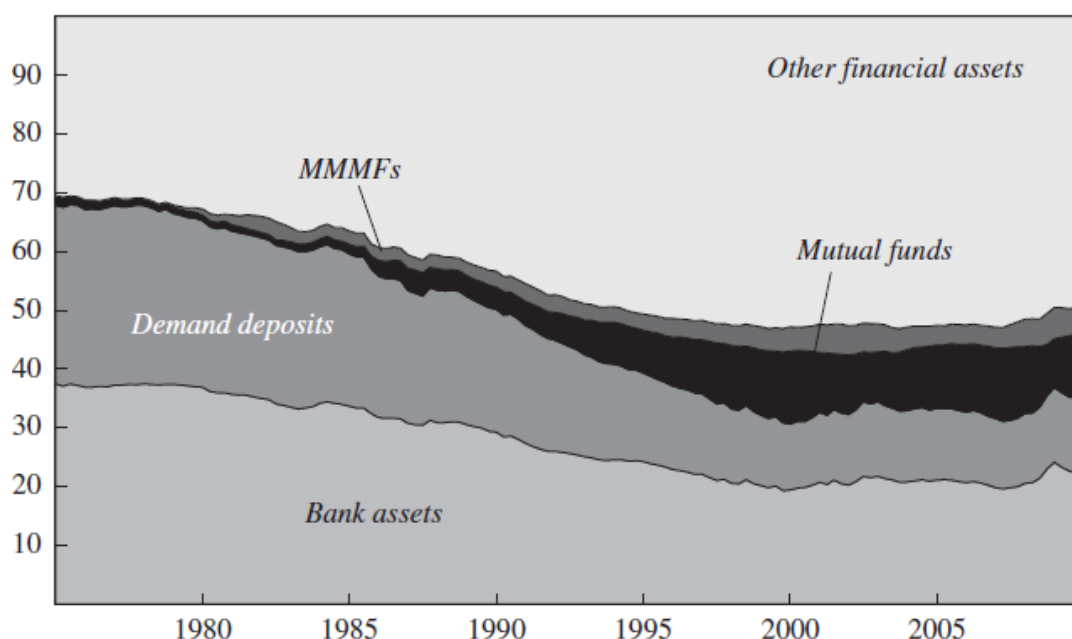


图 4: 货币市场共同基金(MMMFs), 共同基金 (Mutual Funds), 活期存款 (Demand Deposits) 和银行资产 (Bank Assets), 1975—2008

资料来源: 美联储

影子银行体系是围绕着证券化和批发融资组织起来的。贷款, 合约以及房产抵押贷款经过证券化后成为可交易工具。一些可交易的工具比如商业票据 (CP) 和回购协议 (repo) 等都是这种批发融资的类型。经过这一过程后, 存款人不是持有银行的存单而是持有货币市场的一些账户。

(二) 影子银行运行的内在机理

影子银行体系是由若干机构、市场、工具和金融产品组成的金融中介机构。因此影子银行体系不仅包括它所提供的金融产品和服务, 还包括了为这些产品和服务提供场所的金融市场。本文拟选择出影子银行体系一些具有代表性的金融工具以及机构和实体, 以便具体研究其内在运作机制。本文把影子银行体系分为了两大类: 1、代表性的金融工具; 2、代表性的机构和实体。

表 2: 影子银行体系具有代表性的金融工具以及机构和实体

金融工具	金融机构和实体
货币市场共同基金 (MMMFs)	政府特许机构 (GSE)
资产支持商业票据 (ABCP)	投资银行 (Investment Banks)
回购协议 (repo)	对冲基金 (Hedge Funds)

1. 金融工具

(1) 货币市场共同基金 (Money Market Mutual Funds, MMMFs)。自 70 年代起, 金融市场交易媒介的来源从活期存款转到了货币市场共同基金 (MMMFs) (Keely 1985, Bryan 1988, Edwards and Mishkin 1995)。MMMFs 最早出现在 1971 年, 它的出现是对限制活期存款利率的一个反映。1982 年的《加恩—圣杰曼法案》(the Garn-St. Germain Act of 1982) 授权银行发行短期的, 具有某些交易特性的存款账户, 但是没有利率上限。这就是著名的“货币市场存款账户” (Money-market Deposit Accounts, MMDAs)。MMDAs 在 1982 年 12 月引入市场后的头三个月里就吸引了 3000 亿美元, 这导致了银行的零售存款被批发存款所替代, 并引导原来的价格竞争转向了非价格竞争, 这些反映都最终导致了银行存款成本的增加

(Keely and Zimmerman ,1985)。MMMFs 是影子银行体系里典型的参与者之一。家庭，企业和资产经理人都购买这种基金，该基金又用募集到的资金投资政府债券、商业票据（包括 ABCP）、定期存单、回购协议、贴现票据以及其他一些短期证券。货币市场基金主要受到证券监管委员会（SEC）以及 1940 年制定的“投资公司法案”的监管。这些规定主要是说明信用质量，类别以及到期等，以便投资人购买。货币市场共同基金根据他们委托人的不同以及它所投资证券的不同而划分为不同的类型。零售型货币市场基金主要是由家庭和小投资人投资。相反，机构型货币市场基金主要是为公司、养老基金和其他一些大型委托人服务的。政府基金（Government Funds）则只投资于政府发行的证券，而非政府基金或其他一些基础性的基金主要投资公司债券和资产支持型工具。

然而，与商业银行的银行存款所不同的是 MMMFs 不能获得政府的担保。MMMFs 最重要的特征是它保持了每股净资产值 1 美元的特征，也就意味着投资人不会损失他们的资金，在与有保险的活期存款竞争时，这显得尤其重要。MMMFs 受到监管并有很高的要求，比如它只能投资高质量的证券，这意味着只有很小的违约风险。维持每股一美元的净值在过去几十年里几乎是成功的，可最终还是成了危机的原因。这种维护可能会对投资者灌输错误的观念，而让他们认为存款账户这种暗含的承诺相当于对存款账户提供了保险。区别在于，是银行为这份承诺买单（并将成本转嫁给存款人），而 MMMFs 则对这份承诺是没有成本的。在危机爆发的时候，政府对 MMMFs 这种暗示性的承诺给予了明确的保证。只要 MMMFs 有明确的政府保证，那么它们对于有保证的存款来说就具有成本优势。

在 70 年代末期，货币市场共同基金的交易量大约在 40 亿。在 1977 年的时候，利率忽然大幅提升，货币市场共同基金也随之响应，在 1979 年的头 5 个月以每个月 2 亿的速度在增长(Cook and Duffield,1979)。MMMFs 真正的高速增长是在 80 年代中期，它从 1980 年的 763.6 亿美元增加到了 2000 年的 1.85 万亿美元，几乎是 2000%的增长。MMMFs 在 2008 年达到了最高峰的 3.8 万亿美元(见表 2-3)，使得它成为了过去 50 年里最显著的金融创新产品之一。

表 3：投资货币市场共同基金的大型公司排名（以资产计）2008 年 8 月 31

排 名	名称	资产（百万）	市场份额（%）
1	富达投资	425 663	12.7
2	JP 摩根	267 921	8.0
3	黑石	259 823	7.8
4	联合百货	231 117	6.9
5	路易达孚	199 097	6.0
6	嘉信理财集团	194 483	5.8
7	先锋基金	191 478	5.7
8	高盛	183 633	5.5
9	哥伦比亚	146 828	4.4
10	摩根斯坦利	112 583	3.4
前 10 名		2 212 626	66.2%
整个市场		3 342 290	100%

资料来源：美联储，自行整理

(2)资产支持商业票据(Asset-Backed Commercial Paper, ABCP)。商业票据(Commercial Paper, CP)是一种短期的、债务性证券，通常是 270 天到期或小于 270 天，它是美国以及海外投资人融资的主要工具之一。公司或其他一些实体都可以通过发行商业票据来进行融资。CP 按发行主体的类型分为三类：公司发行的商业票据（Corporate CP）、金融公司发行

商业票据（Financial CP）和资产支持商业票据（ABCP）。

大型企业和金融机构发行的商业票据是有担保的，也就意味着，一旦公司破产，投资人对公司的资产具有索取权并位于次级债券投资人以及初级投资人之前。非金融公司发行公司票据主要是为了支付工资或购买存货。金融公司发行商业票据主要是为了购买并持有金融资产。危机爆发前，在美国的货币市场里，债务融资最大的市场就是无担保的商业票据和国库券。2007 年时，每个市场的发行量都达到了 1 万亿美元。⁶

ABCP 是一种具有资产证券化性质的商业票据，它是由大型企业、金融机构或多个中小企业把自身拥有的、将来能够产生稳定现金流的资产出售给特殊目的实体（SPE）或特殊目的工具（SPV），再由 SPE 将这些资产作为支持以发行商业票据，并向投资者出售以换取所需资金的一种结构安排。SPE 是指作为资产支持商业票据的通道（ABCP conduit）。ABCP 投资人通常会向发行方和其他一些实体比如金融机构要求某种担保或承诺。这种担保或承诺通常以流动性支持和信用增级的形式出现。对于信用增级而言，出售方提供的信用增级会以不同的形式存在，并且通常依据潜在资产的类型和信用质量，以及出售方/服务商的质量和财务实力来确定，较高信用质量的资产可能只需要部分的支持来获得满意的票据级别，而较低质量的资产则需要全额的支持。流动性支持则是指，由于用作票据发行支持的资产与票据的期限之间存在一定的不匹配，因此在 ABCP 的结构安排中，流动性支持非常重要。一般情况下发起银行，或者独立的第三方，来为特定的资产池以及整个项目提供流动性支持。这些流动性支持能够确保商业票据在特定的情况下得到即时偿付，如金融市场的环境恶化或在现金流的产生期间发生错配或资金不足，就可以通过这些流动性支持来满足商业票据的及时偿付需求，从而保护投资者的利益不受损失。如图 2-4 所示，它向我们描述了 ABCP 的通道是如何设立起来的。

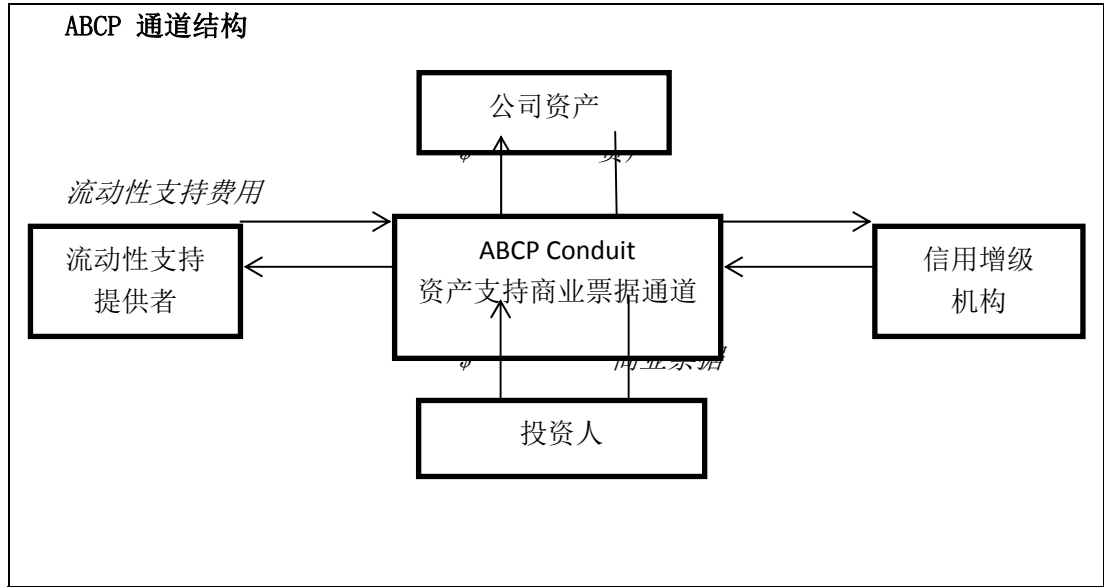


图 5：资产支持商业票据（ABCP）通道结构图

ABCP 通常由评级机构进行评级。标普的评级分为 A-1+、A-1、A-2、A-3 等，其中 A-1+ 是评级最高的票据。根据标普（2004）发布的研究报告，在 2004 年 8 月 4 日流通在外的 ABCP 中，A-1+、A-1、A-2、A-3 级别的 ABCP 所占比例分别为 78.9%、20.8%、0.0%和 0.4%，也就是说几乎所有的资产支持商业票据都能够满足投资者的高级别要求。

⁶美联储的政府商业票据以及证券业和金融市场协会发布的统计数据。

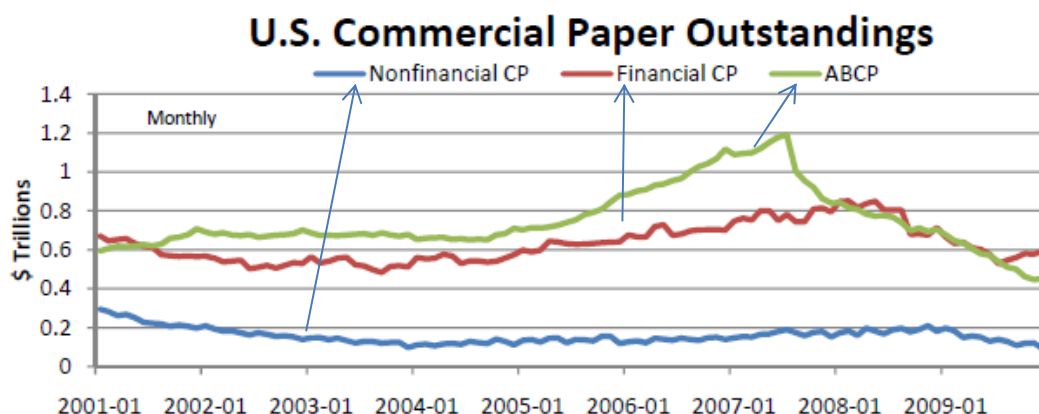


图 6：美国商业票据发行量（单位：万亿）

资料来源：美联储

如图 6 展示了 ABCP 市场以及金融类商业票据和非金融类商业票据市场在 2001 年—2009 年的增长。在 2007 年时，美国 ABCP 市场大约超过了 1.3 万亿美元。

(3) 回购协议 (Repurchase Agreement, repo)。回购协议是影子银行体系短期融资来源的另一种重要工具。在回购交易中，持有资产的参与者（卖方）将资产卖给另一方（买方），并承诺在一定时期后（如一天）以更高的价格将资产全部买回。回购协议需要一方把资金存入可以提供抵押品的银行。这些银行实质上是一些老牌的投资银行或经济交易商。为了让这些机构充当银行和提供回购协议，它们必须持有债券以便把债券用作抵押品。抵押品的收益归银行所有，银行仅支付回购利率。比如，如果债券是某项资产的抵押证券且息票率为 6%，则回购利率就为 3%，银行赚取的是差价。这样一来就要求经济交易商的资产负债表的生长要与回购市场的生长一样显著。回购协议还可以用于对冲衍生品头寸以及对冲主要证券的发行。同时回购协议维持现金和合成工具之间“无套利”的关系非常重要。回购协议一个非常重要的特质就是它可以用于证券市场上来促进短头寸。通过使用回购协议，市场参与者可以销售它并不拥有的而是从回购市场上的另一方借入的证券。没有回购市场（或是用作抵押品的市场交易等同物），证券市场的参与者将不能建立起短头寸。回购协议对于获得杠杆效应是一个非常重要的机制，特别是对冲基金。所有这些原因使得回购协议被描述成“生命的血液”或是金融体系的核心 (Comotto, 2010)。

回购协议的交易量在过去的几十年里也是大幅增长。一个主要原因就是由机构投资者，养老基金，共同基金，州政府和市政府以及非金融机构管理的资金急剧增长。这些实体持有现金的原因各种各样，但都希望有一个安全的，生利的投资，同时还能随时提取该笔存款，简言之，就是与活期存款类似的产品。在过去的 30 年里，这些实体的规模都增长迅速并成为金融领域的重要特征。例如，据 BIS(2007) 的统计：“在 2003 年时，商业银行的全球资产已经达到了 49 万亿美元，其中有 47 万亿的资产是由机构投资者管理的。对于机构投资者来说，Repo 相当于是有保障的活期存款，因为回购协议是不受破产法自动终止（冻结）的限制。另外，法律措施也促进了回购协议作为货币的发展。Repo 就像衍生品一样在美国破产法中具有特殊地位。例如，当银行破产时，储户可以单方面和银行终止回购协议并把抵押品出售。没有这种保护，参与回购协议的一方将成为破产程序中的债务方 (Johnson, 1997 and Schroeder, 1999)。自 1978 年采用新的破产法后，美国破产法 (U. S. Bankruptcy Code) 和联邦存款保险法 (Federal Deposit Insurance Act) 为某些金融合约提供了长期的豁免。1984 年时曾对 1978 年的破产法做了修改，允许对回购协议的保护，这意味着，回购协议的参与方可以扣押抵押品并对其进行清算而没有必要破产，例如，没有自动终止 (Garbade, Krimminger, 2006)。但这仅适用于国库券，机构债，银行定期存款和承兑汇票。破产改革

法(Bankruptcy Reform Act)于 2005 年通过。该法案扩大了回购协议用作交易的定义,任何股票,债券,按揭或其他证券用做交易的回购协议都有资格在破产安全港的保护范围之下(Krimminger (2006),Garbade (2006),Smith (2007),Sissoko (2010), Johnson(1997), Schroeder (1996),and Walters (1984))。

回购抵押品还可以用作再抵押(rehypothecated),也就是说,回购协议存款可以自由地用做和没有关联的第三方的交易中。例如,如果交易中收到以债券作为抵押品,那么债券又可以在衍生品交易中和第三方交易时作为抵押品;第三方也可以如此再把抵押品用作下一笔交易,如此循环。正如 BIS(1999)指出的,这导致了回购市场上的“高水平的流通速度。这样的流通速度允许了某一票据发行的回购交易每天的交易量超过了该票据的发行量,因为参与者可以在一天之内借入和借出同一抵押品”。Singh and Aitken (2010)也证明当把再抵押也考虑进来时,回购协议的交易量是非常大的。

不幸的是,除了联储搜集过 19 个一级交易商银行所做过的回购交易的数据外,没有任何的官方数据对这个做过统计。根据联储的数据,2008 年 3 月 4 日,一级交易商以回购协议在固定收益证券上的融资额为 4.5 万亿。但是,这只包括了美国市场上的一小部分。国际清算行的经济学家 Hordahl and King (2008)曾报告过回购市场的规模在 2002 年时就已经翻番了,“美国和欧洲市场在 2007 年底的发行总量各是 10 万亿美元,另有 1 万亿美元是在英国回购市场发行”(p. 37)。他们报告过美国的回购市场在 2008 年中的时候超过了 10 万亿美元,包括重复计算(同一项交易的正回购和逆回购交易)。根据国际资本市场公会(ICMA)欧洲回购市场调查(2010),欧洲回购市场总的来说没有美国市场大,但也在 2009 年 6 月的时候达到了 4.87 万亿欧元,它曾一度在 2007 年 6 月的时候到过最高峰的 6.78 万亿欧元。根据 ICMA 欧洲回购市场调查 2009 年 6 月公布的数据,回购市场在 2001 年—2007 年间,每年以 19%的年平均率在增长。

2. 机构和实体

(1) 政府特许机构(Government-sponsored enterprises, GSE)。随着 GSE 的产生,影子银行体系在 80 年前就已经播下了种子。这些政府特许机构由联邦住房贷款银行系统(FHLB, 1932),房利美(Fannie Mae 1938)和房地美(Freddie Mac 1970)组成。政府特许机构转变了原来银行的融资模式并执行借贷:FHLB 是我们今天所指的仓储式贷款(warehousing of loans)的第一提供者,房利美和房地美则是证券信用中介化的发起—分销业务模式的发祥地。为了降低在越战时期政府激增的债务,房利美在 1968 年被私有化。私有化让房利美从政府的资产负债表上转出去了,但它依然和政府保持亲密关系并执行特殊政策指令,享受着隐含的政府担保。这有点类似于影子银行是通过它们的发起行的流动性来为它们做担保的。

就像银行一样,GSEs 以期限错配来为他们的贷款和证券组合进行融资。然而和银行不一样的是,GSEs 不是用存款来融资而是通过资本市场来进行融资,它们在资本市场上发行短期和长期的机构债务证券给那些货币市场投资人,比如货币市场共同基金,和实际货币投资人,比如固定收益共同基金。在其发起—分销模式中,GSEs 主要体现了四种融资技巧:第一,由 FHLBs 提供给银行仓储式期限贷款;第二,信用风险的转移和转变是通过房利美和房地美提供的信用保险;第三,由房利美和房地美提供给银行发起—分销的证券化功能;第四,到期转移是通过 GSE 留存的投资组合来执行的,这实际上是作为准政府的结构性投资工具(Structured Investment Vehicles, SIVs)来运营的。

在过去的 30 年里这四种技巧已被银行和非银行在信用中介化和融资过程中广泛采用,并扩展出大量贷款和许多不同的表现方式并被全球采用。这最终将以银行为基础的发起—持有(originate-to-hold)的信用化过程改变为以证券化为基础的发起—分销(originate-to-distribute)的信用中介化过程。

(2) 投资银行 (Investment Bank)。投资银行是影子银行中的重量级成员之一，与商业银行相比，投资银行无论从人才、创新手段和技术水平都胜出一筹。在新帕尔格雷夫《货币金融大辞典》中，投资银行被称为“金融界的神经中枢”。投资银行不仅在资本市场上独领风骚，在衍生品和大宗商品交易方面也是占据主流。投资银行是在资本市场上为企业发行债券、股票，筹集长期资金提供中介服务的金融机构，主要从事证券承销、衍生品交易、公司购并与资产重组、公司理财、基金管理等业务。其基本特征是综合经营资本市场业务。在危机爆发前，有部分独立的投资银行如高盛和摩根斯坦利，还有另外一部分是金融控股投资银行是在大型金融控股公司下经营的，如：花旗和 JP 摩根大通。

投资银行为市场上的债券、权益、衍生品以及回购协议等提供了流动性。它们主要提供基本的经纪业务，允许对冲基金及资产管理人能持有并买卖证券。其中最主要的一项业务就是回购协议的融资。因为投资银行在可销售证券上持有大量份额，且它们的这些证券通常持有期都不长，因此它们可以用回购协议来为其资产负债表融资。

2000 年时，一些投资银行在市场里已经达到了完整的垂直一体化，比如：住房抵押贷款融资，发起按揭贷款并证券化、表外融资工具、与住房抵押贷款相关的资产管理。在此基础上，投资银行完全替代了原来由商业银行完成的整个住房抵押贷款中介化过程。这些业务也使得投资银行的资产负债表暴露在更多的信用风险和期限风险之下。

(3) 对冲基金 (Hedge funds)。对冲基金是私人投资公司为高净值个人和机构管理的基金。对冲基金主要运用多种策略投资于各种各样不同类别的资产。对冲基金主要包括金融期货、金融期权等金融衍生工具。这些工具与金融组织结合后，用高风险投机为手段，并以盈利为目的的金融基金。一般对冲基金会向投资人收取一定的管理费用，通常为所管理资产的 1%—2%，然后再根据业绩表现可以获得接近 20% 的利润。

对冲基金通常不会向公众公开它们所持有的证券，因而会限制投资人规模。与共同基金不一样，对冲基金无需在 SEC 注册。因此，关于对冲基金的数量没有详细的资料。据估计在 2007 年时大约有 9000—11000 个对冲基金，全球总资产超过 2 万亿美元，约占养老基金、共同基金、保险公司和银行管理的总资产的 1.5%。

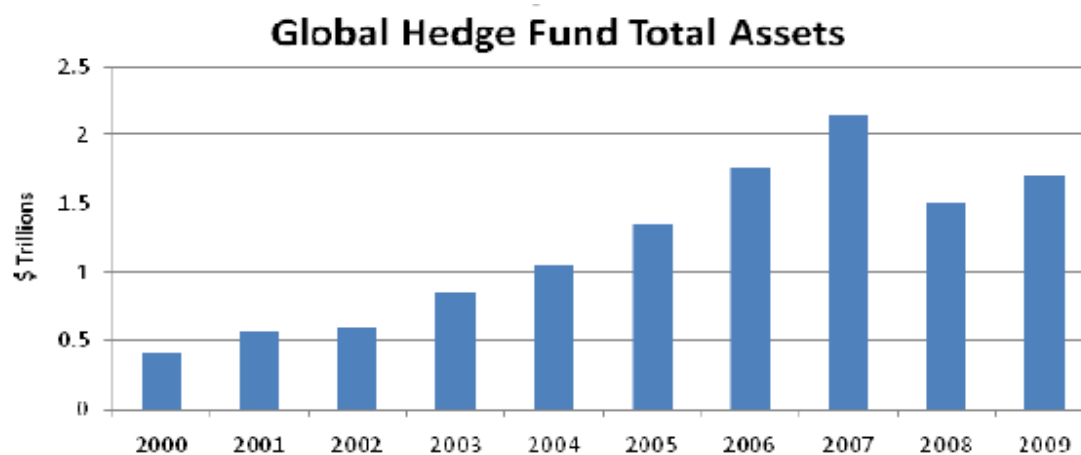


图 7：全球对冲基金总资产（单位：万亿）

资料来源：美联储

虽然对冲基金在 20 世纪 50 年代已经出现，但是，它在接下来的三十年间并未引起人们太多的关注，直到 20 世纪 80 年代，随着金融自由化的发展，对冲基金才有了更广阔的投资机会，从此进入了快速发展的阶段。20 世纪 90 年代，世界通货膨胀的威胁逐渐减少，同时金融工具日趋成熟和多样化，对冲基金进入了蓬勃发展的阶段。据英国《经济学家》的统计，从 1990 年到 2000 年，3000 多个新的对冲基金在美国和英国出现。对冲基金的高速增长是

自 2000 年开始的（如图 7 所示），在危机后它们所管理的资产虽有所下跌，但是，在 2009 年时它们的增长似乎又重新开始了。表 2-4 列出了十大对冲基金在 2007 年底的资产规模。我们注意到其中有几个对冲基金与传统商业银行有关联。

表 4：排名前 10 的对冲基金（2007 年 12 月 31 日）

排名	名称	资产（单位：十亿）
1	JP 摩根资产管理 JP Morgan Asset Management	44.7
2	桥水联合 Bridgewater Associates	36.0
3	法伦资本管理 Farallon Capital Management	36.0
4	文艺复兴科技公司 Renaissance Technologies Corp.	33.3
5	奥奇—齐夫资本管理集团 Och-Ziff Capital Management	33.2
6	德劭集团 D.E. Shaw Group	32.2
7	高盛资产管理 Goldman Sachs Asset Mgmt	29.2
8	保尔森基金公司 Paulson & Co.	29.0
9	巴克莱全球投资者 Barclays Global Investors	26.2
10	高雷 GLG Partners	23.9

资料来源：国际金融服务伦敦，对冲基金报告，2008

对冲基金并不直接由联储或国家机关监管。SEC 只有权利要求基金管理人注册或是自愿注册。在 2004 年，SEC 修改了监管条例，把基金经理的注册范围更加扩大了。然而，这一条例在 2006 年时也基本作废了。因此，大部分的监管工作只能间接的通过在 SEC 监管之下的大型证券公司来完成。

对冲基金利用其最基本的经纪商来做经纪业务。大部分对冲基金的服务都不止一项基本的经纪人服务，当然它们都有一项最擅长的业务。在 2006 年底时，排名前三的经纪人分别是：摩根斯坦利、贝尔斯登和高盛，它们占到整个对冲基金市场份额的 58%。排名前十的经纪人占到整个市场的 80%。这个行业的结构导致了其经纪人业务的风险暴露在整个对冲基金产业，并集中在交易对手方风险上。对冲基金同样是大型商业银行以及投资银行的主要交易伙伴。比如许多对冲基金在做回购协议交易的时候都以其证券作为抵押品向金融机构借入资金。同样，如上面已提到的，许多大型银行也控股一些主要的对冲基金。这些通过业务往来，如作为交易对手方的经纪人，和股权投资等方式所带来的关联性和传染性为影子银行体系带来了系统性风险。使得危机发生时风险迅速从影子银行体系传染至传统商业银行体系。

四、影子银行与金融创新

此次危机让人们过于关注金融创新所带来的风险和限制而忽视了金融创新对于整个经济体的贡献。其中主要的原因就是许多复杂的与金融创新相关的金融工具被广泛运用于信用扩张，从而导致了此次危机。按照明斯基的观点，资本主义不稳定性是天然和内生的，不存在主流经济学所认为的均衡状态。在稳定时期，金融体系是健全的但是是缺乏金融创新的，即明斯基所说的“平静”时期。这种平静期也是由于中央银行的管制所引起的。而这种管制又会引起金融创新，鼓励更多的机构冒险去获得高额回报，这时“平静”的条件便会打破，使得金融体系更容易受到破坏，也使市场向不稳定的方向发展，最终使得经济偏离均衡。不可否认此次危机是美国过度的金融创新所引致的，但我们也应该辩证地来分析金融创新在化解金融危机中的正面作用，更加深入地认识金融创新对于经济及金融发展的贡献。

格罗斯曾指出：“影子银行就是现代金融体系，因为它囊括了第二次世界大战结束后商业银行以外的几乎所有金融创新。”在金融创新的驱动下，以影子银行为代表的类银行金融业务蓬勃发展。为什么影子银行增长如此之快？人们在研究金融创新的动因时，一般运用了标

准的供求分析框架。首先，有来自于供给方的需求，金融机构本身追求超额收益、规避监管和分散风险等行为引发了产品成本和制度的创新。自 80 年代起，美国一系列的金融创新和监管的转变侵蚀了银行存款和银行的竞争优势。其次，从需求方来看，消费者和投资者的财富增长、交易成本和市场占先等因素推动了金融机构提供相应的产品和制度。金融交易过程中所要求的抵押品推动了证券化以及回购协议被用作货币形式给予了证券化发展的动机。这两个力量都受到了美国监管规则以及破产法案的保护。在上述背景下，“影子银行”体系加速发展，主导了金融产品、模式、制度、机构的创新，并扩展了传统银行的金融功能。

欧美发达国家金融业的发展实际上就是伴随着金融创新展开的。金融创新推动了金融发展，并促进了整个经济进步。也可以说，正是持续不断的金融创新成为推动全球金融业发展的永恒力量。引发本次危机的影子银行实质上就是一种金融创新。美国危机爆发前的信贷繁荣正是伴随着一段时期的金融创新而开始的，这一时期的金融创新有两个主要特点：一是新的金融工具的引入把一系列的资产所产生的资金证券化，特别是住房抵押贷款。二是影响深远的改革从根本上改变了金融市场的法律和监管框架。美国此次的金融创新主要是源于满足不同市场和客户的需求，以及金融监管的改变所导致的。正是由于管制的放松以及大量利用证券化、高杠杆衍生产品的出现，增加了美国金融体系的不稳定性，最终爆发了次贷危机。此次金融危机使我们看到了从危机的根源，直至随后的爆发和蔓延，金融创新无处不在。

（一）金融创新理论回顾

金融创新的含义，目前学界对此还有争议，国内外尚无统一的解释。有关金融创新的定义，基本上是根据 1912 年熊彼特（J. A. Schumpeter）所建立的创新理论。熊彼特在其成名作《经济发展理论》中对创新所下的定义是：创新是指新的生产函数的建立，也就是企业家对企业要素实行新的组合。熊彼特定义的创新包含五种类型：（1）采用一种新产品，即产品创新；（2）采用一种新的生产方法，即工艺创新或生产技术创新；（3）开辟一个新市场，即市场创新；（4）获取或控制原材料或半成品的一种新的供给来源，即开发新的资源；（5）实现任何一种新的产业组织方式企业管理方法，即组织创新或管理创新。但是在创新理论出来以后的很长一段时期内研究的重点都是产业经济和实体经济企业，很少涉及金融问题（菲利普，尼达尔，1999）。自 70 年代以来，由于金融的管制与金融发展以及对金融服务的需求产生了冲突，金融创新活动开始迅速增长。在这一背景下，一些学者把创新理论运用到金融创新理论的研究中，以期解释金融创新的原因、机制和影响。

虽然学界对金融创新的含义尚未形成统一认识，但大都沿袭熊彼特创新理论的总体框架。金融创新是指为适应经济形式的发展和需求的多样性，金融体系进行的从制度到业务的一系列改革和变更。概括而言，金融创新涵盖了金融制度、机构、产品、市场结构等多方面的创新。目前有关金融创新理论比较有代表性的有以下几种：

1. 约束诱致理论：该理论的代表人物是西尔伯（W. L. Silber）。该理论认为金融机构是以利润最大化为目标的，为了实现该目标，金融机构会发明种种新的金融工具、交易方式、服务种类和管理办法来摆脱或逃避其面临的种种内部和外部的制约，而冲破束缚的方法就是金融创新。

2. 规避管制理论：主要代表人物是凯恩（E. J. Kane）。该理论人为，金融制度主要是由于金融机构为了获取利润而回避政府的管制所引起的。各种形式的政府管制与控制，阻碍了金融机构获得盈利的机会。因此金融机构会通过金融创新来规避政府管制。当金融创新危及金融稳定与货币政策时，金融当局又会加强管制。创新与管制不断交替，并形成相互推动的进程，即“监管-创新-更严厉的监管-新的创新”。

3. 制度改革理论：这一理论的主要代表人物是戴维斯（L. E. Davis）、塞拉（R. Scylla）和诺斯（D. North）。该理论人为金融创新是历史产物，与金融创新高度相关的是社会制度和意识形态。不同的社会制度会对金融创新产生不同的影响。

4. 货币促成理论：代表学者米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)。该理论认为，金融创新的出现，主要是货币方面的因素变化所引致的。

5. 财富增长理论：代表人物是格林伯姆(S. I. GreenBukin)和海沃德(C. F. Hay Wood)。该理论认为科学和经济的发展导致人们财富的增加，随着财富增加，引发了人们要求规避风险的愿望，从而促使金融行为为了满足人们的这种愿望而不断发展创新。

6. 技术推进理论：代表学者是汉农(T. H. Hanuon)和麦道威(J. M. McDowell)。他们通过对美国70年代银行业新技术应用的研究，发现新技术的出现导致了银行对新技术的采用，并影响了市场结构的变化。因此新技术是金融创新的重要因素。

7. 交易成本理论：该理论得代表人物时希克斯(J. R. Hicks)和尼汉斯(J. Niehons)。该理论认为金融创新的主要动机是降低交易成本。

现代金融理论指出金融创新来源于三个方面，一是供给方面，二是需求方面，三是金融管制。但实际上这三个方面是交替进行的，或者说是相互相存，供给会创造需求，供给也可能是为了规避监管，但最终都是为了满足金融需求。以上理论都对金融创新产生的内因和外因进行分析，虽然都有其片面和不足，但是从某个角度分析影子银行的产生和发展的动因时，都为本文提供了很好的参考。

(二) 影子银行金融创新的模式

在金融创新的驱动下，以影子银行为代表的类银行金融业务蓬勃发展。这一情况出现在美国80、90年代，那一时期美国的大型商业银行在金融控股公司框架内，通过收购投资银行及资产管理公司等机构，涉足了“从发起到分销，凭佣金盈利”的影子银行业务模式，从而突破了《格拉斯—斯蒂格尔法》对分业经营的限制。

1. 运作模式的创新

影子银行采用与传统银行不同的组织方式、资金来源和运作模式，承载并扩展了传统银行的功能。因此其有很长的中介链，这些中介链通过广泛的证券化和有担保的融资技巧来调节信用。影子银行体系的繁荣使传统银行的中介价值弱化，商业银行运作模式与收入模式悄然演变。尽管作为信用中介的传统价值被逐渐削弱，但运作模式的演变使商业银行价值得到延伸。在运作模式上，商业银行由传统的“发放贷款—持有至到期”的信贷模式(originate-to-hold)转向“发放贷款—进行证券化—发行”的发起—分销模式(originate-to-distribute)，整个过程把传统上应该由银行或其他机构持有并保留在资产负债表地贷款创造成了可销售的证券。

2. 收入模式的创新

体现在收入模式上，商业银行从“存贷利差”模式向“佣金”模式的转型。两种盈利模式具备不同的风险特征。“存贷利差”模式特点是信用风险比较集中、以存款为主要资金来源，贷款持有到期。而“佣金”模式的特点是市场风险集中，依赖货币市场的批发融资，创造并发行证券。影子银行与传统商业银行的区别在于其本身并不吸收存款，而是依赖于短期债务融资，因此影子银行不可能向传统商业银行那样靠利差盈利，它只能将其短期债务通过资产证券化的运作后再分层打包进行销售。影子银行运作和盈利模式的转变使资本运用更高效，由于周转率的提升和杠杆率的放大，影子银行的净资产收益率水平得以提高。一方面，佣金收入的快速增长抵补了脱媒过程中利差收入下滑的压力；另一方面，监管套利下的资本节约也有利于拉长银行的再融资周期，缓释银行的供需矛盾。

(三) 影子银行金融产品创新的机理

现代金融市场是非常复杂的，这种复杂性主要是由于金融创新的本质及其发展速度。在社会发展的大趋势中，金融创新几乎与每一次重要的变革都有关联，我们甚至可以这样认为金融业的发展史就是一部不断创新的历史，金融业的每项重大发展都离不开金融创新。金融创新涵盖了对金融制度、机构、产品、技术、市场结构等多方面创新，其中又以产品创新为

核心内容。金融产品的创新也是金融机构竞争力的重要组成部分。现代银行的竞争实质上也是产品的竞争，产品的创新决定了银行的竞争力。影子银行体系所创造出来的产品及其工具为我们提供了很好的发展借鉴，研究其产品创新功能能为我国金融创新找到可持续发展的路径并提供可靠且具操作性的借鉴。

本文认为影子银行产品的金融创新功能主要体现在三方面，一是证券化。二是高杠杆。三是信用创造。

1. 证券化

传统商业银行的业务就是发放贷款并在其资产负债表上持有这些贷款。而证券化银行的主要业务就是以回购协议作为最主要的资金来源，打包并负责销售这些贷款。“发起-分销”业务模式将授信过程分解成各个单元或阶段——从发起融资到融资完成后监督借款人的偿还能力。这一通行做法以各种形式沿用多年并带来重大好处，包括降低信贷成本，而且中小借款人更有机会接触更为广阔的资本市场。

证券化是指传统的非流动贷款在资本市场上出售的过程。这个过程通常伴随着把大量贷款的投资组合出售给特殊目的实体（SPEs 或 SPVs），这类机构通常由银行出资设立，但却独立运行，负责在资本市场上销售评级证券，这些证券通常是和贷款有关的。然而，通过证券化将次级抵押贷款打包销售有几点不当之处，首先，最初包销的次级抵押贷款的发放就只注重抵押贷款扩张的数量而非质量。其次，评级机构对资产支持证券的评级受利益冲突和不当模型的影响，位于这条链子末端的是那些主要依赖于评级的投资者。在投资者和发行方及评级机构之间存在着严重的信息不对称，即使最终投资者想亲自做信用分析，往往难以或者不可能获得所需要的信息。

为了明白证券化的经济效率，我们必须清楚特殊目的实体是如何运作的。一家特殊目的机构（SPEs）仅只能执行一些有限的，特殊的交易。SPEs 的设立除了进行交易没有其他目的，并且它们不能做实质性的决定；对于它们的监管是提前设定的并已谨慎地限制了它们的行为。实际上，没有人在 SPV 工作而且也没有实体机构（Gorton and Souleles, 2006）。SPEs 其它两个显著特征是和破产相关的。首先，SPV 是远离破产的，这是说发起人（发放贷款的银行或者公司）的破产对于 SPV 没有任何影响。特别是，破产公司的债权人不能收回在 SPV 的资产。其次，SPV 本身被创设的目的就是不会在法律意义上破产的。对于 SPV 来说，达到这个目的最简单的方法是它放弃自己提起自愿破产请求诉讼的权利，但这是不能通过法律手段来执行的。因此，创设 SPV 时就是要使得它的风险最小，唯一的方法就是彻底消除自愿或非自愿的破产风险（Gorton and Souleles, 2006）。

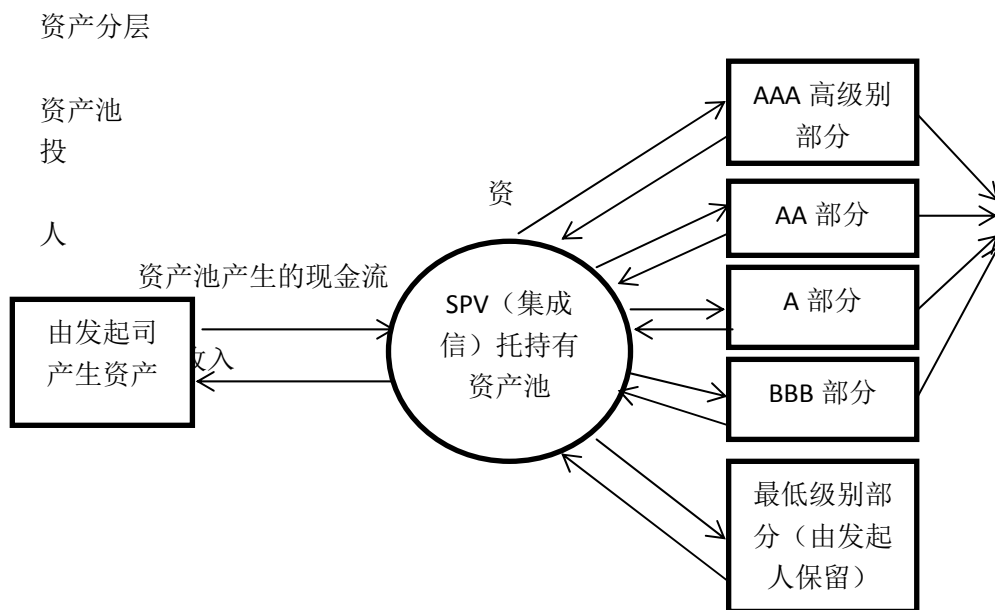


图 8：证券化的运作过程

发起公司销售贷款组合的目的是为了证券化，这一步是把贷款组合集中在资产池。然后，这个贷款组合被销售给 SPV，主要是一些信托人。SPV 再把这些贷款组合划分成几块不同等级的证券销售到资本市场。整个过程把传统上应该由发起公司（银行或其他机构）持有并保留在其资产负债表的贷款创造成了可销售证券并通过 SPV 在表外出售和交易。

证券化是个规模大且重要的市场。图 4-2 显示了美国公司债（包括可转债）和所有证券化产品的年发行量，特别是非机构按揭抵押证券 (non-agency mortgage-backed securities)，和信用卡应收账款，汽车贷款，学生贷款—主要的非按揭类别，和其它资产类别。在 1990 年的时候，发行数量水平几乎差不多，随后证券化开始逐渐增长，并在 2000 年的时候开始爆炸性的发展，并于 2003 年超过了公司债的发行，直到危机爆发。

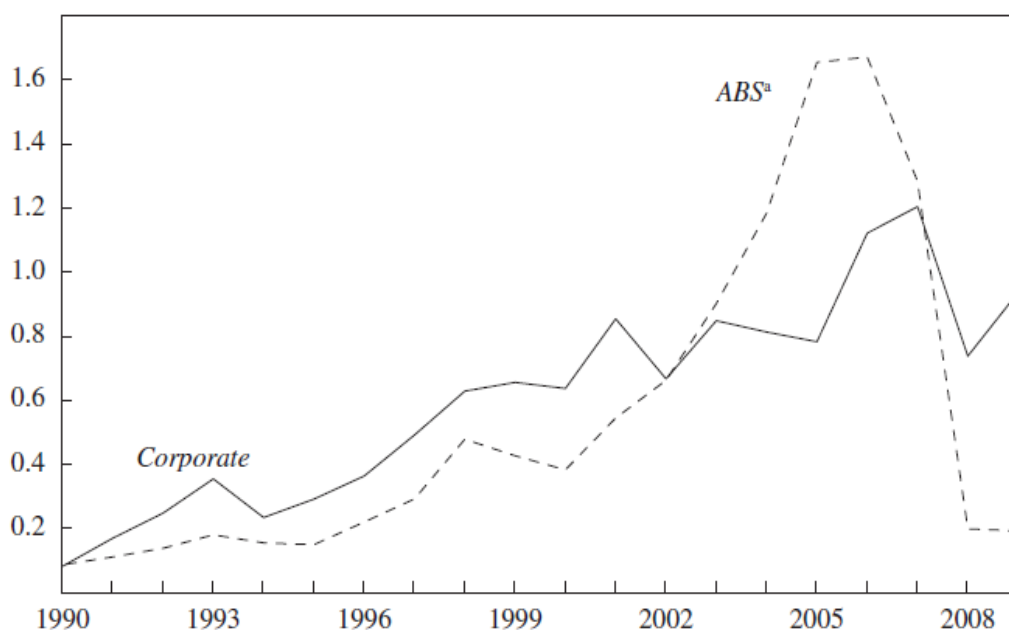


图 9：公司债及资产支持证券的发行，1990—2009（单位：万亿美元）

资料来源：汤森路透

2. 高杠杆

杠杆率一般是指资产负债表中总资产与权益资本的比率。高杠杆率意味着在经济繁荣时期，金融机构能够获得较高的权益收益率，一旦市场发生逆转时，将会面临收益大幅下降的风险。商业银行、投资银行等金融机构一般都采取杠杆经营模式。危机爆发前，美国商业银行的杠杆率一般为 10-20 倍，投资银行的杠杆率通常在 30 倍左右。

金融机构基本都利用杠杆，它们利用债务来为自己融资。在杠杆水平的设置上，所有者（包括权益所有者和资本投资人）都可以权衡选择对他们来说最为适宜的杠杆程度。高杠杆可以增加所有者的利润，因为高杠杆可以允许公司用相同数量的权益资产去从事利润更好的经营活动。然而，利用高杠杆的公司在面临突发事件的到来或者无法预期的损失的时候，也更容易破产。因为这个原因，美国政府对商业银行和储蓄机构设定了杠杆限制或资本标准，以便增加银行股本缓冲的规模，在经济形势不好的时候或者银行有损失的时候，股本缓冲可以吸纳它们的损失或帮助它们在经济低迷的时候存活下来。

作为导致此次危机的一个重大隐患，过度杠杆化经常被提及。可以肯定，很多家庭、企业和金融机构所借债务超过其承受能力，部分反应了借出者的借出门槛较低。一个很明显的例子便是购房者首付下降，连同有毒抵押贷款工具使用的增加，以及房屋净值抵押信贷的应用⁷，致使某些房主变得高度杠杆化。房价下降时，这些房主的房屋净值很快灰飞烟灭，相应地，那些借款超过房屋价值的借款人，更可能违约拒偿抵押贷款。相反，非金融企业在此次危机前并没有过度杠杆化，然而这些企业的债务资产比在 2006 年到 2008 年间不约而同地有小幅上升，但是这些债务资产比趋于反复变化，而且这一短期上升是叠加在长达二十年的下降趋势上的。

金融企业的杠杆化评估趋势并非是一目了然的，部分原因是现成的统计数据不足，而且也因为在一个复杂金融工具里，很难度量杠杆的高低。传统的度量手段显示：金融部门的总杠杆并没有大幅升高。比如，在大型美国商业银行控股公司里，从 2001 年至 2006 年间，股本相对于资产有所上升。但是资产的质量是下降的一比如无形资产的份额增加了，结果，在危机中，能吸收亏损的实际资本远低于会计方法所做的估算。此外，很多衍生工具合同在其结构中埋藏了和资产负债表杠杆相似的东西，于是，衍生合同投资者的杠杆比其资产负债表所揭示的要高。最后，当然了，个别金融企业即使用传统度量方法来看，也是过度杠杆化。

杠杆倾向于顺周期性，即在金融市场向好时期，可以带来高收益，但在经济下行期将放大风险，形成一个自我强化的资产价格下跌循环。这种顺周期性在经济衰退时会加大金融和经济压力。影子银行由于采取杠杆操作进行大量金融创新，并实施以风险价值（VAR）为基础的资产负债管理模式，在资产价值下跌的条件下，影子银行被迫启动去杠杆化过程，主动收缩资产负债表，出售资产偿还债务。比如，危机前购房首付的下降，如今已经急剧逆转，首付占房价的 20%或 30%变得越来越常见。这些更严格的要求，虽然从借出者的角度而言是可以理解的，但却减少了潜在购房者。由于买家减少，房价下跌压力增大。低房价有助于提高可购性，但也弱化了现有房主的财务地位，降低了他们取得抵押贷款、购买新房以及进行消费的能力。如果机构投资者在同一时间内大规模出售风险资产，自然会压低风险资产价格，从而引发市场动荡，并造成金融机构尚未出售的以公允价值计价的风险资产的账面价值再度下降，这样的循环导致众多的金融机构面临严重的偿付危机，资金供给严重萎缩，最终演化为系统性危机。

另一个顺周期的杠杆模式出现在很多金融企业的融资实践中。比如，最近学术研究集中

⁷相对于固定额度贷款，房屋净值抵押贷款的贷款额度可以随着房屋净值变化而变化，房屋净值=房屋市价-房屋负债，也就是说前一次房屋贷款没有还清的情况下，只要房价上涨了，房屋净值为正，那么又可以进行第二次贷款

在对冲基金、证券经纪交易商和其它类似实体的融资实践上⁸。这些实体的资产基本上都是有价证券，且大多以回购协议的方式融资。顺境时，资产价格上升，回购协议的借出人对这些抵押证券收取较低的抽头，允许一定总量的回购协议为更多的证券融资，这便是一种杠杆上升。当境况转坏时，资产价格下降，回购协议中的借出人变得更为谨慎，要求更高的抽头。在此情况下，借入人的主要可行反应便是卖出资产。然而，总的来说，这种强行卖出，特别是在流动性不足的市场里，往往会加剧资产价值的下跌。资产价格下降，连同进一步下降的恐慌，往往导致借出人要求更加高的抽头，更多资产会被迫卖出。这种现象，在 2008 年 3 月收购贝尔斯登，以及 2008 年 9 月和 10 月危机最激烈阶段时，尤其显著。

3. 信用创造

在中央银行产生之前，商业银行通过发行不同类型的银行券来进行信用创造。中央银行产生之后，统一了发钞权，商业银行的信用创造载体进入了活期存款时代，这一变化始于 1844 年英国的《皮尔法》⁹。银行通过信用媒介如：活期存款、支票帐户、交易账户等，来进行存款-贷款-存款-贷款……的无限循环过程，从而创造了派生存款，实现了信用创造。影子银行体系的信用创造过程本质上与商业银行相同，但与商业银行信用创造有如下本质区别：首先，影子银行并不直接创造传统狭义流动性的货币资产，而是创造具有广义流动性特征的各种金融资产；其次，信用媒介不再是活期存款而是证券化产品；再次，影子银行的信贷链条不同于传统银行的贷款机制，其主要通过回购交易等方式使证券化产品不断抵押流通。以美国为例，影子银行体系创造了自己的信用媒介——如 CDO 等证券化金融产品，并通过回购协议、再抵押融资（rehypothecation）、信用风险保险、信用增级、信用评级等机制推动其在金融市场中高度流通。

影子银行体系以非传统的方式进入了信贷市场，放大了商业银行的货币供给能力。传统商业银行的业务就是发放贷款并在其资产负债表上持有这些贷款。而影子银行则是购买并接收商业银行的贷款后，将其进行包装组合后打包，并负责销售这些贷款。影子银行体系打包的贷款资产的批量需求直接刺激了次级贷款的发放，从而间接扩大了商业银行的信用创造能力。但由于影子银行自身不吸收存款，因此它必须通过其他方式的高度负债来购买商业银行的贷款资产。这些负债方式则包括 CDO，ABCP 和 repo 等。影子银行的信用创造是通过利用投资银行、经纪人交易商、ABCP conduits 等投资实体，在货币市场上用短期商业票据、repo 等工具进行融资并利用资金发起贷款。在这一过程中，影子银行的信用创造能力得到了无限放大。李波、伍戈（2011）对影子银行信用创造的过程做过分析。在信用创造的过程中，每一家影子银行都在创造信用，最终经过银行系统的扩张后其资产总额增加到：

假设影子银行留存的权益资金比例均为 α ，

⁸参见 Markus Brunnermeier 和 Lasse Heje Pedersen 于 2009 年发表于《金融研究评论》卷 27 第 6 部分 2201-38 页的“市场流动性和基金流动性”

⁹1844 年，英国的《皮尔法》收回英格兰和苏格兰各商业银行发行银行券的权力，将发钞权集中在英格兰银行一家。

因此,

由于在现实中影子银行没有存款准备金率以及其他监管指标的约束,所以其乘数可以很大,同时也可以很小。因此影子银行具有更强的信用创造能力。

但与商业银行所创造的传统狭义流动性货币资产不同,影子银行所创造的是更具有广泛意义上的流动性金融资产。这些金融资产具有类似于货币的功能。

参考文献:

- [1] Adrian, T., and Hyun. Song Shin (2008) "Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy." In *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium.
- [2] Bank for International Settlements (BIS) (2009), Committee on Payment and Settlement Systems of the Group of Ten Countries, "Statistics on Payment and Settlement in Selected Countries," (March).
- [3] Caballero, Ricardo (2006), "On the Macroeconomics of Asset Shortages," in *The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*, The Fourth European Central Banking Conference 9-10 November 2006, Andreas Beyer and Lucrezia Reichlin, editors, 272-283.
- [4] Diamond, Douglas, and Raghuram Rajan. 2009. "Fear of Fire Sales and the Credit Freeze." NBER Working Paper No. 14925.
- [5] Edwards, Franklin R., and Frederic S. Mishkin. 1995. "The Decline of Traditional
- [6] Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (1989), "Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics* 25, 23-49.
- [7] Galloway, Tina M., Winson B. Lee, and Dianne M. Roden. 1997. "Banks' Changing Incentives and Opportunities for Risk Taking." *Journal of Banking and Finance* 21, no. 4: 509-27.
- [8] Lucas, Robert (1977), "Understanding Business Cycles," in *Stabilization of the Domestic and International Economy*, Karl Brunner and Allan Meltzer, eds., Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 5, 7-29 (North-Holland; Amsterdam).
- [9] 巴曙松. 加强对影子银行系统的监管[J]. 中国金融, 2009 (14): 24-25
- [10] 李波, 伍戈. 影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战[J]. 金融研究, 2011 (12)
- [11] 彭兴韵. 流动性、流动性过剩与货币政策[J]. 经济研究
- [12] 王达. 论美国影子银行体系的发展、运作、影响及监管[J]. 国际金融研究, 2012 (1)
- [13] 辛乔利: 《影子银行——揭秘一个鲜为人知的金融黑洞》, 中国经济出版社 2010 年版。
- [14] 袁增霆. 中外影子银行体系的本质与监管[J]. 中国金融, 2011 (1)
- [15] 易宪容. 美国影子银行信贷危机的金融分析[J]. 江海学刊. 2009 (3).
- [16] 周莉萍. 影子银行体系的信用创造: 机制、效应和应对思路[J]. 金融评论, 2011 (4)
- [17] 朱民等. 改变未来的金融危机[M]. 中国金融出版社. 2009: 191.

LvYaxian
(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Over 100 years ago, the traditional banking system was an inherently fragile, shadow banking system operating without credible public-sector backstops and limited regulation. It is for the shadow banking system supervision is insufficient or no supervision causes the entire financial system faces systemic risk. After the crisis, shadow banking system suffered criticism, but the shadow banking system is a kind of special financial innovation from a specific sense. It has all the basic characteristics of financial innovation. In this context, the shadow banking system is developing very fast, leading the innovation of financial products, mode, system, mechanism, and institutions and expanding the traditional banking function. The financial instruments created by the shadow banking system almost broke the boundaries between the financial institutions and financial market. Due to lack of supervision, supervision of the shadow banking system cannot keep up with the pace of financial innovation. We should dialectically analyze the role of shadow banking, understanding the influence of shadow banking for economic and financial development.

Key words: Shadow banking, innovation, regulation

收稿日期: 2014-3-20

作者简介: 吕娅娴, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 国际金融