

影子银行体系的信用创造： 机制、效应和应对思路*

周莉萍

[摘要] 本文从金融功能视角,将影子银行体系的范畴界定在发挥了类似于商业银行存款、贷款、结算等功能的三大类非银行金融机构。在此前提下,从金融机构和金融产品视角,重点剖析了前两类金融机构的信用创造机制。同时,提出影子银行体系的信用创造机制对商业银行具有有限替代效应,并在货币市场上产生外部溢出效应,即流动性之谜。最后,基于影子银行体系信用创造机制缺陷,提出从抵押品管理角度入手,在金融市场中建立证券最后贷款人,以规避影子银行体系信用扩张的风险。

关键词: 影子银行 信用创造 流动性之谜 证券最后贷款人

JEL 分类号: E51 G21 K22

一、研究的前提:影子银行体系范畴的界定

自 2007 年次级抵押贷款危机发生后,影子银行体系成为一种理解现代金融体系演变的新视角。但是,影子银行机构并不是新生事物,只是随着金融危机发生,已经发展 30 余年的多种影子银行机构逐步“曝光”。从本质上而言,影子银行体系是现代金融市场高度发达的一种存在形式,是理解现代金融市场功能的一个重要维度。作为与商业银行形式截然不同的一种直接融资方式,金融市场天然发挥着与商业银行等同的融资功能,是商业银行发展的强劲竞争对手。个体对个体的交易意味着巨大的搜寻匹配成本和交易成本,这种形式并不符合金融市场发展的规律,所以,金融市场中存在着许多中介,它们突破了市场的边界,进入企业范畴,可以称之为市场型金融中介。从功能观角度而言,这些市场型金融中介是金融市场投、融资功能的具体实现者,是真正与商业银行功能类同、又具有竞争性的金融中介。金融功能视角是本文对影子银行体系理解的基本起点。

Gorton (2010) 将影子银行体系定义为商业银行的表外活动和金融衍生品组成的体系。他认为,影子银行体系是回购协议市场和一些必要的抵押品包括证券化债务等组成的混合体系。英格兰银行的 Tucker (2010) 定义的影子银行体系包括各种工具 (instruments), 结构 (structures) 或企业 (firms) 和市场 (markets), 其以单独或者合作的方式, 在某种程度上复制着商业银行的核心特征: 流动性服务、期限匹配和杠杆。他认为, 并不是所有的金融创新都属于影子银行体系, 只有具备了以上三个功能特征的金融创新主体和工具等才可以被纳入影子银行体系。此次危机后, 学术界和金融监管当局不断使用影子银行体系的概念, 引起了国际金融监管当局的重视。因全球金融危机而由 G20 成立的金融稳定理事会 (Financial Stability Board, FSB) 认为, 后危机时代, 在提出新的金融稳定和金融监管框架时, 澄清影子银行体系的概念非常重要 (FSB, 2011)。FSB 认为, 影子银行体系指的是银行监管体系之外的信用中介体系, 包含一系列实体和活动, 它们引起了当局对两个问题的关注: 一是系统性风险尤其是到期/流动性转换、杠杆和不完善的信用风险转换, 二是监管套利。

* 周莉萍, 中国社会科学院金融研究所, 助理研究员, 经济学博士。

由此,FSB 定义影子银行体系排除了专注于本质业务的非银行金融机构,如除了美国国际集团(AIG)等参与信贷违约互换(CDS)业务的保险公司之外,大部分专职于寿险、财险的保险公司都不属于影子银行体系。

无论分为多少类别,影子银行只有作为一个整体体系来理解才具有概念意义。为理解方便,本文从功能视角来界定影子银行体系的基本范畴。以美国的影子银行体系为主要研究对象,影子银行体系指的是由若干机构、市场和金融产品组成的、共同协调配合发挥与商业银行类似的功能的市场型金融中介体系。更为特别的是,这个体系中的金融中介并非完全同质,而是由多种类型的影子银行机构分别在不同的阶段执行专业化功能,从而在发挥自身特殊功能的同时,共同完成了传统商业银行的三项基本功能^①,并从中获得专业化分工的利润。

基于现代金融创新引发的商业银行功能的分离,影子银行体系可包括三类机构:第一类是以货币市场基金为主的信托类机构,用区别于商业银行存款的方式吸收资金,为影子银行体系提供流动性,是整个影子银行体系的“存款人”。第二类是围绕资产证券化的核心机构,如投资银行、特殊目的实体、金融公司、其他金融机构。这类机构自身具有间接提供贷款的功能,同时也从拉动贷款销售的角度间接强化了商业银行的贷款能力。第三类是分离了商业银行支付和结算功能的网络第三方支付体系等非金融机构。支付结算功能高度依赖机构自身的信用,是商业银行的传统核心功能之一。目前,随着金融市场上其他私人主体信用的膨胀,支付结算已经被不受中央银行清算体系约束的私人第三方支付机构逐步代替。在金融体系的演变过程中,随着金融深化的程度的变化,三大类机构分离或者替代了商业银行的一个或几个功能,与商业银行发挥着类似的作用。

二、理解影子银行体系的信用创造机制

研究影子银行体系是否具有信用创造功能、是怎样的一个信用创造过程非常重要。理论上所讲的信用创造过程在实践中对应的是对实体经济的融资支持过程,信用创造是经济发展的充分条件之一,在中央银行出现后也成为货币政策的主要调节对象。奥地利学派(Hayek, 1935, 1966; Mises, 1971)认为,金融中介就是有限存款准备金制度下的信用创造,它能将储蓄者与投资者联系起来。奥地利学派将金融中介与信用创造从理论上联系在一起的观点具有深远影响,连结储蓄者与投资者也成为理解信用创造活动的关键环节,他们的理论为后人研究各种非银行金融中介信用创造机制的基本理论支撑。

从人类历史发展轨迹来看,商业银行是最基本的信用创造主体,也是现代中央银行的货币政策最主要的作用主体。可以说,商业银行—中央银行关系是现代货币经济学理论研究的微观基础,也是各国中央银行执行货币政策的核心环节。影子银行体系若因类似的功能而具有同样的信用创造功能,则现代货币经济学的研究基础就发生了变化,现代货币政策的调控就会显得非常狭隘和落后,货币政策无效也是必然的结果。无论是理论还是实践中,学者和货币当局早在 20 世纪 60 年代就已经开始注意以上问题。

理解了其研究的重要性,接下来的问题就是,商业银行的信用创造活动是对存贷款期限的错配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时,形成存款—贷款—派生存

^① 本文比较认同美联储学者 Corrigan(1982)对商业银行的界定。他认为商业银行有三个特征区别于其他金融中介:第一,只有银行提供交易账户(吸收存款)。在储户自己需要资金或需要转移资金给第三方时,只有银行能以面值支付债务。交易账户保障了金融失败不会扩展。而且,存款保险和再贴现窗口使得商业银行加强了公众对其信心。第二,商业银行是流动性源泉(发放贷款)。只有商业银行为各类层次的金融、非金融机构提供流动性。第三,商业银行保证每日有序结算和金融市场高效运行,是货币政策传导带(transmission belt)。

款……的信用创造过程,才能完成信用创造功能。影子银行体系虽然整体发挥了商业银行的功能,但其个体在形式上是分离的,面临不同的现金流结构。分离功能的影子银行体系是否具有信用创造能力?回答是肯定的。

(一)影子银行体系为什么具备独立的信用创造功能

影子银行体系具备与商业银行平行的信用创造或货币供给机制。

1.从全社会资金环流角度而言

影子银行体系不是商业银行的一个客户,不是一个普通的企业。影子银行体系的大部分资金不会像企业获取贷款资金后再次回流存放至商业银行形成存款货币,这可以从金融危机发生前雷曼兄弟等公司的资产负债表得到印证^①。

2.从功能角度看

影子银行机构具有合法和独立的吸收、配置资金的权利,以及结构化的现金流匹配能力。影子银行机构在金融创新理念和技术的支撑下,主动满足全社会的货币需求^②,而且在无中央银行存款准备金制度的约束下调动并运用全社会闲置资金(方式是利用私人发行的债务如次级债券、股权),加速货币的流动,创造流动性^③,实现信用规模的扩张。影子银行机构之间相互配合,其信用创造过程与商业银行独立而且平行。

3.从形式角度看

影子银行体系依附于商业银行而存在,或者直接在商业银行表外从事类似业务,或者独立于商业银行从事平行业务。在功能趋同的同时,影子银行和商业银行在形式上(包括融资结构、资金流向)也越来越趋同化。

(1)融资结构。随着金融市场和金融创新的发展呈现短期化的货币市场融资特性。影子银行体系以金融产品的方式分流了储蓄资金,在金融体系内创造了一个基于抵押品的资金循环机制。影子银行体系的资金来源主要是货币市场基金等优良机构投资者,形式是用质押方式获取短期融资如商业票据和回购协议,而货币市场基金的资金来源于居民储蓄资金分流。20世纪70年代之后,商业银行借助高度发达的国际金融市场,兴起负债管理方式,高度依赖货币市场融资,如回购协议、同业拆借、商业票据的转贴现和再贴现等。

(2)资金流向和用途。获取资金后,影子银行体系的资金用途是购买大量基础资产,主要是商业银行贷款,然后打包组合成为各种结构金融产品或衍生产品,通过投资银行、金融公司出售给机构投资者和个人投资者。同时,其自身也投资并持有这些结构理财产品。对比而言,商业银行的资产结构中,除了传统的贷款业务之外,直接投资证券及其他金融理财产品的占比越来越高^④。二者的资金用途也在趋同化。

① 2007年年末,雷曼的资产科目中现金比例非常小,现金持有量只有72.9亿美元,与6910亿美元的总资产规模相比非常小。其他影子银行机构除了第三方支付机构之外,现金及其等价物占总资产的比例都非常小。

② 这一观点也符合了奥地利学派(Hayek,1935; Mises,1971)的货币供给和信用创造观点。传统奥地利学派认为,商业银行货币供给的核心环节就是满足潜在的货币需求,通过注入效应(injection effect)和相对价格变化进行调整,实现信用扩张,供给货币。而实现货币供给的一个关键前提就是部分准备金制度。

③ 根据Diamond and Dybvig(1983),金融中介创造流动性等短期信用的关键性前提条件就是机构发行债务和股权,但其中排除了代理人对实体资产的交易。

④ 在国外,由于早期分业经营的限制,发行金融理财产品的机构中多是独立于商业银行的基金公司等机构;在国内,发行理财产品的机构除了一部分独立的基金公司之外,主要是商业银行表外设立的基金代理机构、特殊目的实体等。因此,国内外金融发展的情况不同,金融理财产品既可能出现在商业银行的资产方,也会出现在商业银行的负债方。美国的发展显示,随着竞争程度更加激烈和其国内制造业的空心化,基于次级抵押贷款证券化的证券类理财产品(多是投资银行打包发行)成为诸多商业银行的投资对象。中国目前的情况是,银行理财产品占据主流,虽在表外,但这些理财产品实际是商业银行的负债科目。

故此,作为金融中介,商业银行与影子银行体系的资金结构、业务和功能在不断地趋同。商业银行的边界不断被模糊,影子银行体系从最初的商业银行表外附属机构不断地独立,二者是平行关系,而不是从属关系或客户关系。这也是分析和测算影子银行体系信用创造机制和规模的理论基础。

(二)影子银行体系信用创造机制研究综述

除了间接进入传统信贷市场从而放大商业银行的货币供给能力外,影子银行体系自身的资金运营也具有货币供给能力。应该以整体的眼光看待影子银行体系,该体系依托庞大的金融市场,形成了一个与传统商业银行平行运行的信用创造机制。金融危机之前就有学者涉足非银行金融机构的信用创造机制。

早在20世纪60年代,Gurley and Shaw(1960)已经开始关注非银行金融机构的货币创造行为,并用内在货币-外在货币框架论述了这一过程。他们二人的研究是本文研究的重要启示,但是,他们的研究范畴非常宽泛,包括了几乎所有的非银行金融机构,大大超出了本文所界定的影子银行体系的范畴。因此,本文不是二人早期研究的继承和发展。耶鲁大学管理学院教授Gorton在20世纪80、90年代曾零散地研究过各种非银行金融中介及其货币创造活动。金融危机后,Gorton(1990)很快意识到,从理论层次总结影子银行体系及其信用创造机制成为一个新的重要研究领域,而自己以往的研究就是现今不少学者所指的影子银行体系。凭着已有的深厚研究基础,耶鲁的这位学者率先分析影子银行体系的信用创造机制,而且视角独特。Gorton and Metrick(2009)描述了一个以回购协议的运行为中心的影子银行体系的信用创造机制,高度抽象了影子银行体系的货币供给机制。以上对影子银行体系创造货币的原理基本没有脱离传统商业银行的框架,基本是将商业银行的存款派生机制平移至影子银行体系。国内也有学者对危机中的信用扩张问题有所关注。易宪容(2009)提出,信用扩张过度是此次金融危机的根源,而影子银行是信用扩张的工具。汤震宇等(2009)提出金融创新参与了信用创造机制。他们分析的共同特点是,尚停留在商业银行的信用创造过程,未意识到影子银行体系具有独立的信用创造机制。

Gorton开拓性的研究是从机构视角透视信用创造,这种维度既有优势,也有劣势。

其优势在于从理论上理解起来非常容易,可以直接将商业银行的货币供给机制“移植”至影子银行体系,理解影子银行体系的信用创造原理,从而对影子银行体系的信用创造总量进行统计和监测。具体方法是,在影子银行体系中找到类似于存款人的主体及其负债,类似于存款准备金比率的预留扣减率等指标,以及类似于联邦存款保险机构的信贷对冲基金,发挥约束影子银行扩张货币供给规模的信用评级机构等,然后将有限存款准备金制度下的货币供给机制平移至影子银行体系,并进行货币统计,直接纳入中央银行的货币统计体系。

其劣势在于实践起来非常困难。商业银行创造的货币是其负债-各类存款等债权债务合同,而影子银行机构创造的负债货币表现形式比较多元化,包括多种货币市场工具,不局限于回购市场和回购协议工具。由此,在实践中会面临以下困难:(1)在现有条件下,对影子银行机构的信息统计非常困难。具体而言,对冲基金、特殊目的实体等机构不在现有的金融监管视野之内,且金融危机后颁布的《多德-弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》充其量也只是将其从“场外”纳入“场内”,方式是试图通过支付清算体系中的数据保存者,对所有的交易行为进行统计和检测,能否成功干预仍取决于后期进展。(2)影子银行机构获得的“存款”是商业票据、资产支持商业票据、中期票据、客户备付金(第三方支付体系)等,这些金融工具与现金、活期存款等货币并不完全对等,而且随着私人信用的变化,其价格并不稳定。是否以及如何直接纳入现有货币统计体系还有待商榷。(3)影子银行体系中参与信用创造的主体非常庞大,且不受现有的金融监管制度约束,不受中央银行最后贷款人管理。按照Gorton的思路,在未来实践中,将从机构角度对这些信用创造主体进行监管。这将是一件非常浩大的工程,且可能有损市场原则。

鉴于以上分歧,可以转而从金融产品角度理解证券化影子银行体系的信用创造机制。货币市场基金可以作为独立的影子银行机构,也可以作为整个证券化影子银行体系的资金供给者角色。因此,可以从两个大的方面理解影子银行体系的信用创造机制:一是从金融产品和金融机构角度理解前面两类影子银行机构的信用创造机制。二是第三方支付体系的独立的信用创造机制。下文将从金融产品角度理解证券化影子银行体系的信用创造机制,即以证券化为中心的金融产品创造、销售、持有、到期等完整过程。关于第三方支付体系的信用创造机制分析留待其他研究中加以讨论。

(三)以金融产品为中心的证券化影子银行体系信用创造机制

不同于存款融资,影子银行体系依赖于货币市场短期或超短期融资。为影子银行机构提供资金来源的存款性机构是货币市场基金等机构,它们通过发行典型的与商业银行存款具有竞争性的金融理财产品获取资金。而后,货币市场基金等机构将获取的资金以回购协议方式(回购的标的多是资产支持商业票据等金融产品)投向有大量需求资金的投资银行、金融公司等影子银行机构。后者通过直接贷款或购买贷款,设计出结构化理财产品向所有的市场投资者出售。同时,投资银行等机构自身也以这些金融产品作为抵押向存款性影子银行机构融资,最终实现影子银行体系资金的完整循环。

从外部来看,影子银行体系内机构之间的负债方式,在金融市场上表现为金融理财产品。从这个角度而言,也可以认为,影子银行体系利用金融产品凭证(或合约)而不是代表债权债务关系的存单创造着多倍的货币。所以,发起并创造金融理财产品的影子银行机构(即前文所指的第二类影子银行机构)是信用创造的核心。具体而言,通过回购协议方式在货币市场融资,第二类影子银行机构获取资金并从商业银行购买批发性贷款或者直接贷款给实体经济部门,获得创造金融产品的“原材料”。接着,它们围绕证券化设计出一系列金融理财产品并出售,包括住房抵押贷款支持证券、资产支持商业票据,资产支持证券,抵押债务凭证等,并不断利用这些金融产品进行再抵押融资,获得的高杠杆融资资金,投入新一轮的影子银行体系活动,完成影子银行体系的首轮信用创造,并从中获取资产证券化带来的各种专业化收益。

这些金融工具既是金融理财产品,也是影子银行体系的融资资金来源,贯穿证券化的全部过程。影子银行机构之间的资产、负债凭证独立于商业银行体系,是与商业银行信用创造平行的表现方式之一。普通商业银行创造货币是通过原始存款-贷款-派生存款-贷款-派生存款……的方式,影子银行体系则有特有的“存款人”、“存款”负债凭证、“贷款”资产凭证。影子银行体系的金融产品作为再抵押融资的抵押品,比普通商业银行存款-贷款方式信用扩张能力更强,自我创造或扩张的程度不受中央银行等金融监管机构约束,仅受信用评级机构等市场监督主体的微弱约束。

静态地从某一个时点上去理解影子银行的信用创造情况会失真,因为其受市场条件变化影响非常大,某一时点上的影子银行信用创造量可能随市场因素瞬间逆转或消失。只有从某一时段去理解影子银行体系的金融产品增量才具有统计监测和分析意义。所以,要将影子银行体系的金融产品以货币的方式纳入现有的中央银行货币存量统计体系,存在逻辑上的矛盾。当然,由于资金流量与存量不可分割的关系,可以从传统的存量表中推导出季度、半年、一年的流量表。也有个别国家,如美国,通过扩大统计范围纳入其已有的资金流量表。美联储的资金流量表是按季度公布,而中国公开的资金流量表只有1992~2004年的年度历史数据,十分滞后。

尽管如此,20世纪80年代这一理论难题就已经得到重视和讨论,并有了初步的答案和实践先例,具体分析如下。

1.金融产品形成的机构—客户关系

传统的信用创造机制以债权债务关系为核心,表现在货币统计是以商业银行、中央银行的负债为中心,如中国的广义货币M2包括现金(中央银行对公众的负债),活期存款,定期存款(均为商业银行对机构和公众的负债)。美国在扩展货币统计层次时,出现了一些新的变化。如美国的

M2=M1+货币市场存款账户在内的储蓄存款+少于10万美元的定期存款(主要是大额可转让定期存单,即 certificates of deposit, CDs)+ 低于5万美元的零售货币市场基金; M3=M2+超过10万美元的定期存款+超过5万美元的机构货币市场基金+隔夜和定期再回购协议+居民持有的隔夜和定期欧洲美元。CDs作为一种流转的存单,债权债务关系在二级市场中不断地改变,但债务人只有一个固定的商业银行,所以其本质依然为商业银行负债。但是, M3中的货币市场基金的性质有待确定。

货币市场基金作为最基本的市场型金融机构发行的理财产品,其性质不能简单地界定为债权债务关系。货币市场基金是一种特殊的债权债务关系和信托关系的融合物,是复杂的金融契约关系。客户在银行的货币市场基金账户具有可以用支票提取的活期存款账户,同时,客户委托机构进行理财增值,收益将以基金份额的方式返回给客户。但是,理财的收益并不确定。从契约经济学角度而言,由于参与人不能保证该契约在长期中的资源配置不受影响,因此,这是一份客户与金融机构之间签订的不完全契约。

2.金融产品的货币化程度

什么样的金融产品应该被纳入货币统计范畴?即扩展货币统计范畴时,考虑金融产品货币性的标准是什么?如何量化货币性是界定金融产品货币化程度的关键问题。如果该问题不能得到有效解决,影子银行体系的信用创造规模将无法统计。

无论什么金融产品,如果其具有流动性,即在二级市场具有快速转化成货币的能力时,便具有了货币性。而决定这种货币性的关键因素依然是交易媒介、支付手段、贮藏价值等货币的基本功能。当一种金融产品具有的货币基本功能越来越多时,便具有了货币性。二级市场的流动程度只是其货币功能的一个外在形式和表现。各国在扩展货币统计的实践中会出现区分金融工具货币性问题,理论界在20世纪80年代就提出了一个科学划分金融资产货币性程度的思路,并为该思路最终的货币统计量命名为“迪维西亚货币总量(divisia monetary aggregates)”。

所以,以上两个问题如果得到合理的解决,从金融产品角度理解影子银行体系的信用创造机制是可行的。相形之下,以机构为中心理解影子银行的信用创造机制比较简单,不存在区分金融产品货币性的难题,也更容易在理论上将影子银行体系的信用创造纳入传统的信用创造机制。

(四)以金融机构为中心的证券化影子银行体系信用创造机制

Gorton对信用创造的分析是直接将商业银行的信用创造原理移植到影子银行体系,研究的重点是回购协议。回购协议只是一种融资的方式,它本身并不决定信用规模。回购协议中的抵(质)押品及其流转速度才是信用创造的关键,抵押品的总规模和价格变化决定着整个影子银行体系的信用扩张能力。本文在Gorton分析理念的基础上,将这种以金融机构为中心的分析方法扩展至一种广义的、以抵押品为中心的信用创造机制,并试图评估影子银行机构的信用扩张能力。

回购协议市场自20世纪70年代产生以来,至2008年金融危机爆发前夕,已经成为影子银行机构最重要的融资途径和场所。据统计,投资银行有一半以上的资产是靠回购协议市场融资(Hördahl and King, 2008)。回购协议本身是由投资银行等融资方的抵押品支撑的,抵押品的价值则随基础资产如房屋的市场价格波动,属于质押性质。在欧美国家,质押品可以多次循环使用,类似于商业银行的原始存款。而再抵押融资就是抵押品创造和信用创造的双重过程。

抵押品的基础价值是影子银行体系信用创造中基础货币,再抵押融资的杠杆水平则是决定资金流转速度的因素,也是决定影子银行体系信用创造乘数的因素,而决定再融资倍数的主要因素则是逆回购协议中的预留扣减率(haircut)^①。预留扣减率越低,影子银行机构通过回购协议融资的

^① 预留扣减率是从抵押资产面值中提取的一个百分比,其比例反映了与持有资产有关的风险的大小。预留扣减率是许多金融交易,尤其是回购协议和逆回购协议的重要定价因素。

杠杆倍数越大;反之,预留扣减率越高,影子银行机构融资的杠杆倍数则越小。金融危机之前,在影子银行体系发展壮大期间,预留扣减率经常低至5%以下,意味着其杠杆规模在20倍以上。

假设影子银行机构通过再抵押融资获得资金后,完全在影子银行体系进行下一轮的融资活动:通过抵押或质押融资融出资金,获取新的抵押品之后进行再抵押融资,投入影子银行体系……从理论上而言,这一货币供给过程可以只受一个因素影响,即预留扣减率。预留扣减率决定了影子银行机构不能融到与抵押品面值完全相等的资金规模,而且质押品价格本身也在随市场波动。所以,此处假设没有其他金融监管负担和因素,只有预留扣减率能约束影子银行体系的信用扩张能力,所以,派生货币乘数为1/预留扣减率。

由于目前的影子银行体系中并没有证券最后贷款人(SLLR),因此,除了预留扣减率之外,影子银行体系不需要缴纳存款准备金等税收。故此,从理论上而言,可以将原始的抵押品理解为影子银行体系的原始存款,考虑再抵押机制产生的乘数效应,可以抽象地估计影子银行体系创造信用的能力。

假设1:影子银行自有的抵押品和持有的客户的抵押品可以再抵押融资。

假设2:再抵押融资的资金不存入商业银行,全部投入下一轮的融资活动。

假设3:每一轮再融资的预留扣减率相同,且除了预留扣减率之外,没有其他任何来自货币当局的税收约束。

则影子银行体系的信用扩张能力或者信用扩张规模为:

$$\begin{aligned} \text{影子银行体系信用创造规模} &= \text{“原始存款”} + \text{“派生存款”} \\ &= (\text{客户原始抵押品} + \text{影子银行机构自有的抵押品}) \times 1 / \text{预留扣减率} \end{aligned}$$

这一信用创造过程与货币市场的运行机制紧密相连。再抵押融资中的资金融出者包括商业银行、货币市场基金、养老基金、保险公司等货币市场中所有的资金盈余者。

同时,该过程与商业银行的货币供给过程有联系。在欧美国家,法律允许大型银行接受再抵押品贷款。因此,当商业银行成为向影子银行机构再抵押融资者的贷款人,影子银行体系创造信用成为商业银行创造信用的一部分,这一货币供给过程会有重合。但是,从规模上而言则没有重复统计。因为若商业银行是对手方,影子银行体系在创造信用的过程会减少商业银行的信用规模,然后按照前文的假设,影子银行机构的资金直接用于下一轮融资,而非存入商业银行为其创造派生存款,所以,最终总体信用规模统计并不重复。而当其他非银行金融机构成为影子银行机构的贷款人时,影子银行体系创造信用的活动则完全独立于商业银行,与商业银行的货币供给过程平行。

影子银行体系与商业银行信用创造的区别在于,存款性影子银行机构存款的方式多是短期或超短期货币市场工具。同时,影子银行机构再抵押融资的期限也是短期。这一点不同于商业银行。商业银行基本的货币创造原理是存短贷长,从实体经济中获取固定资金使用的时间价值。影子银行则是存超短贷短。所以,影子银行体系获取的收益来自抵押品价值看涨带来的融资规模增长收益,而不是固定资金的时间价值。私人信用支持的融资杠杆和融资规模是影子银行资产负债表扩张的关键。但是,私人信用并不是完全可以由第三方信用评级机构人为决定的因素,基础资产价格的不断攀升才是支撑私人信用的主要因素,所以,融资杠杆、规模由金融市场自身运行决定,影子银行机构获取收益几乎完全取决于基础资产价格的不断上涨^①。

^① 当然,此次美国金融危机中,也有机构持有CDS等对冲市场价格下降的工具来避险获利,但大多数影子银行机构还是金融产品市场中的多头。因为,只有这种大规模多头的存在,那些空头机构才有获利的机会,否则,无论从理论还是实践上而言,整个市场就没有存在的必要。也因此,在危机中,当基础资产价格暴跌的时,几乎所有的影子银行机构都出现巨大损失而不是从中获利,这也从反面印证了靠再融资获取收益的多头影子银行机构是市场主体。

因此,影子银行机构信用创造体系有自身特征。其安全、高效运转的核心要素是抵押品价格的不断看涨,由此再抵押融资才具有流动性。否则,一旦抵押品价格出现反转,就会引发其他所有的再抵押融资者和原始抵押融资者的资产减计和追溯,它们会要求影子银行机构尽快按照原始价值偿还其抵押品,从而形成影子银行体系的抵押品“挤兑”现象,引发多米诺骨牌效应,最终危及整个影子银行体系的安全。故此,抵押品管理是影子银行体系信用创造的薄弱环节,也是其自身脆弱性的主要原因。

三、影子银行体系信用创造的宏观效应

影子银行机构一旦具备信用创造功能,就具有外部性。其可能产生的风险就不再局限于影子银行体系,而是整个金融体系。在信用货币制度下,货币、信用、流动性等天然具有公共产品性质。因此,影子银行体系具有重要的宏观经济效应,会冲击原有的信用创造主体-商业银行,并在货币市场干扰流动性效应。

(一)强化了商业银行的货币供给能力

商业银行是联系市场上债权人与债务人的纽带,作为最古老的、最基本的金融中介,一直是信用创造的主体。商业银行生存的基础不依赖中央银行,早在中央银行产生之前商业银行就已存在并运行近百年。利用存款人提款时间的差异和提款数量的差异,古老的金匠行业从存款人处获得原始存款,并通过甄别有选择性地贷款给优质客户以保证偿还。银行最初的定义是“可以吸收存款并能随时根据储户的需要以面值支付”,其他金融机构如货币市场共同基金打破了银行的本质,并且成为比银行业务更为灵活的金融中介,而投资银行在证券市场上通过融资融券等业务为客户提供信用。这些非银行金融机构改变了商业银行的特殊性,使商业银行不再特殊。

此时,以证券化为核心的影子银行体系改变了商业银行传统盈利模式,增强其盈利能力。商业银行最传统的业务是吸收存款,发放贷款,然后持有贷款到期,获得利差。发起—持有贷款的模式成为商业银行的传统盈利模式,核心业务环节是商业银行需要在贷款到期前一直监督贷款人的行为,防止发生道德风险,滥用资金。如果能在同样的盈利水平下减少监管环节的成本,或者能在同样的成本下找到更好的盈利模式,在激烈的竞争中,商业银行就不会固守于传统的盈利模式。以上两个因素是商业银行资产证券化的动力。由此,商业银行才会逐步放松贷款条件,将贷款惠及原本信用级别不够的次级贷款人。资产证券化使商业银行成为最大的受益者,不仅大大减少了其贷款监督成本,而且无需严格顾及贷款人信用级别,信用创造能力大大提高。

虽然从融资结构和资金用途的角度而言,影子银行体系与商业银行体系功能趋同、平行,具有替代效应。但是,从微观的金融运行机制看,二者则更多地是一种协作和互补关系。影子银行体系不能完全替代商业银行,而商业银行在短期之内也无法通过市场竞争将影子银行体系挤出金融体系。具体原因包括:

1.影子银行体系的融资行为没有对商业银行形成完全的竞争

商业银行的间接融资方式-存款没有受到其竞争性冲击。只要中央银行没有将所有的影子银行机构“银行化”,商业银行吸收存款的根本性特征就不会改变,其融资结构就与影子银行体系有所区别。虽然存款对于商业银行而言是比较被动的融资,但在东亚等具有储蓄传统文化的国家,居民和企业不容易改变其储蓄理财习惯,并不会因为金融市场的高度发达直接将存款转而投向金融理财产品。所以,商业银行的存款基础不容易受到实质性冲击。而在美国,在此次金融危机之后,意识到影子银行体系的高风险,国民储蓄率在短期之内有了大幅度提高。

2.二者的资金具体用途及获取利润的基础并不完全相同,且具有合作关系

影子银行体系中各类机构的资金用途及获取收益的机制各不相同。投资银行的收益来自资产证券化。具体而言,影子银行体系源于商业银行的表外活动,最初是商业信用风险转移的接收实体,如各种表外夹层管道机制。通过购买商业银行转移的信贷资产并进行证券化等包装,从而获取基础资产价格变动产生的收益。为整个影子银行体系提供资金各类“存款人”如货币市场基金等,则在货币市场短期融资活动中获取利差收益。为投资银行的资产活动提供保险和对冲的各类保险机构和信用对冲基金等,在出售 CDS 等期权产品过程中获取期权费,金融公司则从间接贷款及其出售活动中赚取价差。

美国等发达国家的商业银行的资金投向基本保持在两个大的方向:传统的贷款及其他中间业务。由此,其利润结构也可以被划分为存贷利差等利息收益和其他中间业务收益。虽然中间业务尤其是表外业务所占的比重不断增加,但是存贷利差依然是其重要组成部分。

影子银行体系和商业银行的功能、业务、资金流向有很多交叉,但目前的情况是单向转移,即传统的储蓄资金从商业银行向影子银行体系转移,也称之为“金融脱媒”。但是,资金是否能完全离开媒介而投入金融市场,商业银行是否真的成为“恐龙”,目前答案是否定的。而且,从金融市场最发达的美国金融体系可以考证,商业银行在此次金融危机中是最大的赢家。

综上,影子银行体系与商业银行赖以存在的利润来源不同,影子银行机构不能完全取代商业银行。同时,影子银行体系的证券化业务活动还能提高商业银行的盈利能力,强化其贷款能力。所以,影子银行体系对商业银行只形成有限替代效应。

(二)对货币市场产生影响:流动性之谜

影子银行体系对货币市场的影响深远,腐蚀了中央银行在货币市场进行调控的基础。

1.影子银行体系否定了狭义的货币乘数论

货币市场自古至今都是中央银行公开市场操作等货币政策工具执行的场所,中央银行、商业银行及其他各类金融机构组成完整的货币市场体系。商业银行是中央银行在货币市场上试图直接影响的对象。货币政策也通过狭义的信贷传导渠道,由中央银行调控基础货币和货币乘数,从而实现金融管理政策对实体经济的主要影响途径。所以,对基础货币的控制,对货币乘数的影响程度高低决定了货币供给的性质和货币政策效力。狭义乘数论是整个货币市场运行的理论基础。

但是,货币乘数论生效的基本前提是假定商业银行是唯一的信用创造主体,而影子银行体系意味着一个新的信用创造机制存在。此时,传统的信贷渠道被动的弱化和扭曲,货币当局通过调控商业银行的存款准备金不能正常地传导至实体经济变量,传统的货币乘数失去了作用,变成了一个事实上已经扩大化的货币乘数,却不被货币当局准确预知。由此大大弱化了货币乘数论,使得货币当局对于存款准备金等传统工具的调整无法达到预期效果(周莉萍,2011)。

2.流动性效应的消失

货币市场的量价失衡问题由来已久。20世纪70年代以来,虽然美联储逐步认识到货币总量指标不能真实测度实际的货币存量而放弃完全盯住,但是货币总量的完善依然重要。因为,货币总量冲击与联邦基金利率的关系在货币经济学研究中依然具有重要地位。包括各种货币政策传导渠道在内的货币经济学模型成立的基本前提是“流动性效应(liquidity effect)”,即货币供给总量与短期利率成反比:宽松的货币政策意味着货币供给量增加,同时短期利率下降。这个前提条件是诸多货币经济学模型建立的基础。但是,流动性效应在某些时期消失,扩张的货币政策伴随着不断上升的名义利率,即所谓的“流动性之谜(liquidity puzzle)”。本文尝试性地探讨影子银行体系的信用创造与流动性之谜的关系。

(1)关于流动性之谜的既有研究。以美国为例,其货币供给总量和利率在20世纪70年代开始

出现正向的或独立的关系,在计量关系中表现出“不相关”,流动性效应变得不明显。但在1979年改变了货币政策操作程序后,其非借入准备金与联邦基金利率的关系便恢复正常的负向关系,但其他层次的货币供给总量和利率的关系依然不存在流动性效应。美国的流动性之谜问题一经出现就被学者敏锐地观察到。学者的研究兴趣集中在两个方面:一是重新用计量方法证实流动性效应的存在;二是积极解释流动性之谜的成因。

关于流动性效应是否存在,Vilasuso(1999)对这方面研究进行了完善的综述。Cagan and Grandolphi(1969)发现,在货币存量变动6个月之后,利率的负向反应最为明显。也就是说,流动性效应会滞后6个月。Melvin(1983)利用美国1970~1980的数据,分析表明美国的流动性效应渐弱。Cornell(1983),Litterman and Weiss(1985),Mehra(1985),Sims(1992),Reichenstein(1987),Leeper and Gordon(1992)的研究均表明,美国的货币和利率的负向关系并不存在。

针对流动性之谜的成因。一些学者认为原因是参数选取不当,也就是说,如果选择了合适层次的货币总量指标或识别方法,流动性之谜是不存在的。Bernanke and Mihov(1998),Strongin(1995),Christiano, Eichenbaum and Evans(1996),Leeper, Sims and Zha(1996)认为流动性之谜问题本质上是一个经济效果的识别(identification)问题,出现流动性之谜意味着流动性效应没有被正确地识别。Eichenbaum(1992)认为,应该抛弃货币总量指标,改用非借入存款准备金,因为后者和利率有明显的流动性效应关系。这一结论得到了后续的支持,如Christiano and Eichenbaum(1992),Strongin(1995)均用实证分析验证,非借入准备金,或借入准备金和非借入准备金之间的混合指数和联邦基金利率之间都存在流动性效应,可以作为识别外生货币政策冲击的指示器。流动性之谜在不同的国家存在的时期、存在的形式都有所差异。Kyungho and Ogaki(2002)发现,日本的M1、非借入准备、借入准备和总准备金数量扩张时,伴随着利率上升,即存在流动性之谜。但是,其他货币总量指标如M2和M2+CDs等,则和利率之间为传统的关系,不存在流动性之谜。Carpenter and Demiralp(2008)的研究结果也支持了参数选择论。

另一些学者则认为,主观预期因素导致了流动性之谜。Roley and Walsh(1985)认为人们对货币总量、通货膨胀及货币政策的预期导致了联邦基金利率与银行准备金和货币总量之间的异常关系。Berkman(1978),Grossman(1981),Urich and Wachtel(1981)的研究表明,美联储不可预期的货币存量增加(减少)宣示使国库券收益率上升(下降)。Roley(1982,1983)和Cornell(1983)的研究发现,国库券收益率随着1979年10月6日美联储的货币政策宣示程序改变而增加了^①。Keen(2004)用粘性价格和有限参与模型证实,较高的通货膨胀预期使得货币存量在扩张时,利率保持上升趋势而非下降。即高通胀预期抑制了利率下降,推动名义利率不断上升。同时,他认为高通胀预期使得厂商提高其产品价格,从而促使产出、消费和投资的低增长。

还有的学者分析则认为,货币当局的政策目标不同导致了流动性之谜。如Marini(1992)认为,当货币当局的货币政策目标是货币总量时,固定的货币存量规则下,扩张性的货币政策冲击会导致超额货币需求和产出过度增长,从而导致利率上升。

(2)影子银行体系与美国的流动性之谜。本文认同Bernanke等人所述的第一类原因,但不赞

^① 1979年8月6日,沃克出任美联储主席后改变了货币政策执行环境,试图通过一种透明的、可信的、有纪律的货币政策事前承诺改变人们当时的高通胀预期,打破恶性循环。首先,告知人们通货膨胀就是一种货币发行过多的后果,并且美联储将致力于降低货币总量来治理通货膨胀。随后,在10月6日,宣布实行高度紧缩的货币政策,提高了再贴现率和银行存款准备金率。从原来盯住M1的货币政策目标转而同时盯住总存款准备金和借入存款准备金目标,甚至动用信贷控制以便能更好地控制货币总量指标,从而控制当时的高通货膨胀预期。由于其对货币总量指标的高度重视,并且试图通过控制货币总量指标来降低通货膨胀率,带有浓重的货币主义思想色彩,许多学者也称之为沃克的“货币主义实验”。参见Hetzl, R.:The History of the Federal Reserve—A History, Cambridge University Press, 150-171, 2008。

同参数选取更狭义的货币总量指标,而是应该选择考虑影子银行信用创造的更加广义的货币总量指标,后者才是实际货币存量的准确测度指标。理由是,影子银行的独立信用创造机制能直接影响货币市场的资金供求和价格,弥补潜在的货币需求和货币供给缺口。

从信用创造的不同场合来看,商业银行的信用创造机制分两个部分:一是商业银行在外部体系,依赖货币市场等批发性工具的信用创造,如商业票据的再贴现,公开市场操作工具等。二是商业银行在内部体系,依赖零售性工具进行的信用创造,如普通的存款和贷款工具。再贴现、公开市场操作等渠道的信用创造影响的是基础货币,而零售性工具影响的是货币乘数。与商业银行不同,影子银行体系的信用创造与货币市场紧密相关。影子银行体系创造信用的过程则集中在货币市场上,通过大额、批发性金融工具进行资金的环流,这种信用创造与商业银行的信用创造过程没有本质区别。但是,除了此次危机时期以外,在过去的30余年,影子银行机构没有资格受最后贷款人流动性支持,无法直接与中央银行进行交易,从而影响基础货币,因此,人们无法直观认识到影子银行体系的信用创造对货币的影响。但是,此次危机中,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从公开途径得以释放。这从侧面印证了影子银行体系信用创造对货币市场的潜在影响已经达到了不可忽视的程度。

未进入现有统计体系的影子银行体系货币供给量必然使货币供给总量的统计失灵,而有效的联邦基金利率取决于实际货币总量而非名义货币总量。因此,当美联储进行扩张性的货币政策调整时,货币总量增加的冲击未必能使联邦基金利率迅速降低,因为这种扩张由于其自身的高杠杆而呈倍数增长,导致适应性的推动和满足实体经济的货币需求。此时的利率不再是中央银行的货币政策所能单独决定,而是取决于包括影子银行体系的货币供给和总体的货币需求之间的关系对比。而当美联储进行紧缩性的货币政策调整时,商业银行货币总量的缩减冲击也不必然抬高联邦基金利率,因为影子银行体系的信用创造能在银行业体外增加货币供给,只要两个市场不是分割的,这种货币需求、货币供给的短期波动和缺口就能被影子银行体系熨平。

由此,当潜在的货币需求缺口和货币供给缺口都能被影子银行体系熨平时,没有考虑影子银行体系信用创造的名义货币总量和名义联邦基金利率的关系必然会受到干扰,流动性之谜问题不可避免会出现。

四、影子银行体系的信用创造缺陷与管理

任何金融机构的货币创造都需要准备-抵押品,影子银行体系更不能例外。如果在极端时刻的抵押品价值出现大幅波动,会引发恐慌性抛售,冻结原有的货币供给机制,紧缩市场流动性。影子银行体系的抵押品管理缺乏最后的信用支持,从而加剧了机构融资流动性风险和市场流动性风险之间的恶性强化。因此,货币当局介入影子银行体系的最合适途径是抵押品管理。

(一)影子银行体系运行的薄弱环节是抵押品管理

早期商品本位时期,中央银行信奉真实票据理论,将抵押品管理置于货币供给的核心,此时的货币价格稳定性也很高。随着信用货币供给时代到来,货币政策执行理念不再以真实票据理论为基础,货币当局也不再强调抵押品管理理论以及与此紧密相关的货币供给总量,而是转而盯住利率中介目标。过去三十年,抵押品理论和政策在许多国家都只是成为支付清算体系的技术性问题,其宏观意义和重要性都已尽失。从美国的实践中可以看出,美联储在货币市场上,对抵押品的管理奉行“市场中性”管理理念,即联储的操作不应明显影响相关资产价格,也不应该让联储公开承受任何一种特殊资产的压力。在联储的公开市场操作中,抵押品池子范围很狭隘,回购协议参照市场

基准利率运行。相反,贴现窗口则执行一个单独的惩罚性利率,抵押品池子相对范围大一些。

此次金融危机充分暴露了影子银行体系的抵押品管理缺陷。金融动荡中,在市场流动性出现短缺时,由于市场预期和抛售行为,没有机构愿意接受抵押资产,人为预期因素导致了抵押品资产价格的非理性狂跌。在影子银行体系中,抵押品和现金具有同样的功能,根据投资者的市场预期,二者频繁相互转换。影子银行机构则由此保持高盈利性和高流动性,在收益性和安全性之间实现一种平衡。但是,这种“击鼓传花”式的货币创造环节最终会由于人们对现金的认同,和对抵押资产的不认同而断裂,从而导致影子银行体系的信用创造机制出现混乱。

面对抵押品市场冻结带来的恐慌,美联储在救市政策中对抵押品管理理念有了较大的改变,不仅突破了传统公开市场操作范围,也在再贴现市场大大降低了抵押品要求,拓宽了抵押品的范围,扩大了融资范围,面向更多的影子银行机构。如2009年1月,美联储用增加的银行准备金,委托黑石、高盛资产管理公司、太平洋投资管理公司、惠灵顿管理公司直接从一级交易商处购买抵押贷款支持证券,以改善枯竭的金融市场流动性。但是,鉴于美联储自身的利益,其购买范围限于受房地美和房地美担保的、固定利率机构抵押贷款支持证券,排除了CMOs、REMICs、信托IOs/信托POs和其他抵押贷款衍生品及现金等价物(彭兴韵,2009)。美联储的这种新的公开市场操作方式直接增加了抵押贷款支持证券市场的流动性,降低了影子银行体系流动性断裂的风险。在再贴现市场上,美联储基本放弃了对不合格金融机构的惩罚性利率,不断扩大贴现贷款抵押品资产种类。从2008年8月中旬起,向投资银行敞开贴现贷款窗口、降低再贴现利率,同时将贴现窗口贷款抵押品的范围扩大至住房抵押贷款及其相关资产,贷款方式也有所创新,包括定期标售便利(term auction facility,简称TAF)、定期证券借贷工具(term security lending facility,简称TSLF)、一级交易商信贷工具(PDCF)。同时,美联储对影子银行体系予以直接救助,方式包括商业票据融资便利、货币市场投资者融资便利(MMIFF)、定期资产支持证券贷款便利(TALF)。

以上救市政策表明,抵押品管理对于稳定影子银行体系的信用创造非常必要。抵押品在其中的作用类似于传统商业银行放在中央银行的存款准备金。融资者对抵押品的要求直接决定了信用创造的规模大小。在危机之前,影子银行体系的抵押品管理体系并没有被纳入美联储的管理范围,金融市场中缺乏管理抵押品的证券最后贷款人(securities lender of last resort facility,简称SLLR),是美国的影子银行体系信用创造机制的最大缺陷。

(二)抵押品管理的证券最后贷款人思路

1. 证券最后贷款人对影子银行体系的重要性

不受中央银行限制的抵押品管理固然可以提高影子银行的信用创造效率,但却不能保证其稳定性。竞争性的市场主体都可以提出抵押品要求,按市场竞争规律形成较为一致的要求,从而形成私人货币的竞争性供给。从效率的角度而言,影子银行体系的货币供给效率与自由银行业时期的效率没有差异,Klein(1970)已经从理论模型角度证明了竞争性私人货币供给的高效率。受市场预期影响,影子银行体系的保证金比率和预留扣减率如果完全根据各个市场主体的市场化行为进行定价,就会出现强烈的顺周期现象,从而导致资产市场的过度繁荣或萧条。如果有SLLR介入,对抵押品的保证金比率和预留扣减率进行逆周期干预,在资产价格膨胀时期提高预留扣减率,在资产价格回落时期降低预留扣减率,就可以保持影子银行体系货币供给的平稳性。

美联储在此次金融危机中成为所有金融机构的最后贷款人,发挥了SLLR作用。但是,美联储在金融危机时期的特殊政策能否常态化,能否在影子银行体系建立常态化的证券最后贷款人机制,重新维护美国高度发达的影子银行体系,目前看来并不确定。但是,从理论层次探讨SLLR机制无疑具有重要意义,可以成为货币当局以发展理念管理影子银行体系的一种尝试。

2. 证券最后贷款人机制的可行执行框架

美国货币当局在早期就意识到建立 SLLR 的重要性,但由于多重因素,没有建立可行的 SLLR 执行框架。1992年,美国财政部的政府证券联合报告中首次提出 SLLR 的基本概念。针对货币市场出现的长期回购协议失败(chronic repo fails)及其它系统性安排失败的风险,美国财政部官方文件(Department of the Treasury, 2006)再次提出建立 SLLR 的建议。建议全文只有 12 页,其核心内容是,介绍金融市场证券融资的潜在风险并提出问题,即在市场证券短缺并威胁市场功能正常发挥时,考虑财政部是否应该暂时供给额外的财政证券,以及如何完成这一使命。文件简要提及了几个与 SLLR 有关的问题:长期支付体系失败的相关问题,提出建立 SLLR 的背景和必要性;最后贷款人原则是否应该包含 SLLR 责任;建立 SLLR 的收益和成本;建立 SLLR 的基本框架和核心要素;建立 SLLR 的法律问题及其他。但是,财政部此文的目的只是为了广泛展开公众讨论,征求民意,并不表达自己的基本姿态以及是否应该建立一个证券最后贷款人。

Garbade and Kambhu(2005)认为,SLLR 在 21 世纪的金融市场借入或贷出证券的作用类似于中央银行在 19 世纪的金融市场中借入或贷出资金。21 世纪的经纪商和其他市场参与者以证券票据形式持有短期债务,而 19 世纪的商业银行持有存款债务。21 世纪的政府债券有限的供给弹性与 19 世纪基础货币供给的有限弹性类似。证券贷款便利支持(backstop securities lending facility)与美联储早期的通货支持没有区别,都会缓冲长期清算机制的失败。二者赞同 SLLR 对于 21 世纪高度发达的金融市场是必要的。Gorton and Metrick(2010)认为回购协议是一种私人创造的货币,并着重分析了回购协议市场的抵押品短缺风险及其对影子银行体系正常运行的风险。二人赞同 SLLR 的理念,但提出了在货币市场中监管私人货币创造的更为具体的举措,即建立狭义融资银行(Narrow Funding Banks,简称 NFBs)(Gorton and Souleles, 2006)。NFBs 属于商业银行性质,按照金融监管当局对商业银行的所有要求成立或者由传统商业银行的表外证券化机构(如特殊目的实体、金融公司)转换而来,其核心作用是参与商业银行的发起贷款和证券化活动,为回购协议市场提供高质量的抵押品,并监管回购协议市场的抵押品创造活动。

本文赞同货币当局应该以适当的方式如 SLLR 介入影子银行的信用创造体系,提高其发行货币的准备即抵押品的质量和市场流动性,在此只选取有现实意义的几个基本理论问题进行深入探讨,试图给出 SLLR 运作的一个可行框架。

(1)最后贷款人功能是否包含证券最后贷款人?当越来越多的非银行金融机构,以金融产品(从投资者角度而言)的方式参与社会融资活动时,我们认为存在现代影子银行体系。但是,不同于自由银行业时代,现代私人货币供给与公共货币供给同时并存,在银行券形式统一的情况下进行货币创造活动。而且,在中央银行成立以后的任何时期,私人信用创造均被纳入了中央银行的管辖体系,构成中央银行执行货币政策的微观基础。公共货币的供给者—中央银行始终都是金融体系的最后贷款人,对金融稳定和系统性风险管理负有天然的责任。因此,从最后贷款人角度来看,任何典型的私人货币供给行为都应被纳入最后贷款人的管辖范围,如同传统的商业银行体系一样。而最后贷款人功能应包括任何其他形式的最后贷款人,如 SLLR。

但是,不同于普通最后贷款人对商业银行的准备金进行管理以影响其货币创造行为,SLLR 的核心职能是对影子银行体系等非银行金融机构的货币创造准备—抵押品进行管理,包括要求金融机构保持高质量的抵押品以及调节抵押品的数量,从而限制以抵押品为基础的私人信用创造。

(2)证券最后贷款人核心框架设计。SLLR 框架的核心要素应包括以下几个方面:

一是谁充当最后证券最后贷款人。虽然上文已经强调,最后贷款人职能包含 SLLR 内容,中央银行却不必然具体执行该职能。中央银行可以直接介入,也可以选择更为合适的代理人,专门管理抵押品市场,如 Gorton(2006)所提及的狭义融资银行。美国财政部曾提出将财政部作为 SLLR,理

由是财政部一直在发行政府债券,作为 SLLR 似乎是顺带之事,非常便捷。但对于其他财政赤字有限的国家而言,财政部则不具有该优势。而且,在美国国内,海外市场优质的回流美元对美国国债的需求也很大,从竞争性的角度,以国家主权为主体的外国政府投资者更具有吸引力,供给私人机构的政府债券是有限的,这不符合 SLLR 最初的建立理念。但以上三种主体选择可以作为最基本的参考和 SLLR 立法的讨论基础。

二是如何获取回购协议市场的证券抵押品。SLLR 干预抵押品市场的前提条件是,其必须在该市场持有数量最多的抵押品,或者具有很高的抵押品供给能力,甚至是可以无限量发行。首先,抵押品的种类必须有限制,高风险的抵押品与低风险的抵押品之间具有完整的交易机制。其次,在此基础上,才可以考虑抵押品的来源。可以由 SLLR 从市场上收购并持有;也可以是一部分收购,一部分发行;或者全部发行后再根据持有的资产组合在市场上调整。最后,如果由 SLLR 发行大量的证券或票据获取抵押品的价格支配权,必须考虑到资产价格膨胀问题及其后果。SLLR 持有的证券抵押品可以视为高能货币,数量过多必然会导致未来的资产价格膨胀。如何科学地约束其数量是一个技术和理论问题。

三是 SLLR 如何干预影子银行机构的信用创造行为。SLLR 持有大量的证券抵押品以干预市场,本文的基本思路是通过 SLLR 影响证券价格,以控制影子银行体系信用创造的基础和数量。具体的方式是什么?首先,限制影子银行体系的基础货币供给。仿照商业银行准备金管理,SLLR 可以对私人机构的抵押品交易活动如回购协议收取证券资本金,要求其缴纳一定比例的证券准备金,即冻结其持有的抵押品数量。其次,限制影子银行体系的货币供给乘数。即对影子银行的再融资交易提出要求。影子银行可以用同一种证券抵押品进行再融资活动,这种再融资行为是构成影子银行高杠杆行为的微观支持机制。用证券资本金的方式仅仅限制了其中的基础货币数量,没有限制其货币供给的乘数效应。因此,必须规定同一抵押品的再融资要求,或者以记名登记的方式监测其再融资信息,同时提出影子银行机构的最高杠杆比例要求。

四是抵押品的赎回风险问题。任何交易都有时间限制,也正是货币时间价值和交易的时间约束才使金融有了存在的基本意义。影子银行体系的信用创造是一个由市场活动支持的交易行为,目的是为了获利。当市场主体的交易已经获利时,必然会赎回抵押品,完成信用创造的最后一个环节。如果市场主体没有能力赎回其抵押品,就意味着风险存在,如同商业银行出现呆账和坏账。此时,对于出现风险的影子银行机构如何救助,必须有较为具体的机制。

此次危机中,美联储通过一系列优惠融资条件向影子银行体系注入流动性,却没能阻止金融危机的蔓延,根本原因是缺乏预期管理的日常监管机制。如果 SLLR 能明确提供救助的具体机制就可以产生一种好的市场预期,避免恐慌。

本文认为,在日常管理中,SLLR 可以在证券资本金之外,向各个成员影子银行机构征收基于证券交易的税,作为在困难时期充当流动性支持的证券来源和基础。同时,这种基于交易的税收也是遏制影子银行体系货币供给道德风险的逆周期措施,可以降低整个影子银行体系的系统性风险。

在出现金融危机等极端情况,所有的资产价格无一幸免、均被市场非理性抛售时,SLLR 的资产负债表必然缩水。其自身存续都需要中央银行作为最后贷款人的支持,此时根本没有能力为影子银行体系提供支持。所以,在危机时刻,中央银行是影子银行体系的最后贷款人,这已经被实践反复证明。由此,就有了另外一个理论问题,如果不是中央银行(如财政部或者 NFBs)充当 SLLR,应该如何处理 SLLR 和中央银行之间的关系?由此构成了第五个要素。

五是如何界定中央银行与 SLLR 之间的关系。上文已经提及,从法律角度而言,SLLR 首先是中央银行选择的在金融市场上的代理人,二者是委托—代理关系。在具体的执行实践中,SLLR 负

责发行或购买证券抵押品,执行对影子银行货币供给机制的日常管理要求;但是,SLLR 应受中央银行监管,防止产生监管者被俘虏的现象,避免道德风险。具体而言,大额发行或购买抵押品的交易指令应该向中央银行定期汇报,保证 SLLR 的资产负债表规模不过度膨胀,与对影子银行体系的要求务实结合。SLLR 对影子银行体系的管理是中央银行货币政策的重要组成部分,与中央银行对商业银行货币供给的管理并行不悖。

SLLR 所持有的资产证券价格由市场决定,SLLR 对其定价有一定的影响力,但缺乏完全控制力。因此,SLLR 存在资产负债表规模被动波动的风险。就这个角度而言,SLLR 只是影子银行体系货币供给的日常管理者和有限最后贷款人,无限供给证券的能力在遭遇市场恐慌性抛售时就立刻缩水了。危机时刻,中央银行是流动性支持能力高于 SLLR 的最后贷款人,即使 SLLR 代理人是财政部。此时,SLLR 的证券会被中央银行以非常优惠的条件收购,尽量保持其资产价格稳定,维护其在影子银行体系的管理地位。SLLR 和中央银行之间会出现短期的回购协议和掉期合约,SLLR 手中的证券抵押品和中央银行货币之间的替代性越强,最后贷款人向市场投放的流动性就会越多,如果完全替代,则定量宽松的货币政策就会达到数量极限。(此次危机中,财政部发行的国债通过两次定量宽松政策由美联储直接持有,就证实了以上判断。)此时,影子银行体系的信用形式与普通货币之间是完全等价关系,二者在货币市场上没有防火墙隔离。这种做法增强了影子银行体系的信用创造能力,并维持了其行为的稳定性,也体现了中央银行作为影子银行体系最后贷款人的功能。

在市场正常运行时期,影子银行的信用形式没有必要完全转换为普通货币形式,可以以回购协议的标的资产(或负债)形式存在,但这种金融资产转化为货币的价格由市场决定,如预留扣减率的决定。危机时期,所有的市场主体都急于将影子银行货币—金融资产,转为现金—中央银行货币,即便有 SLLR 的存在,他们也不愿意继续持有价格不稳定的影子银行信用货币。因此,如果不是本国中央银行充当 SLLR,那么,SLLR 存在的意义就是尽量避免体系出现类似于商业银行的挤兑现象,防止影子银行体系挤兑危机的发生。

五、结论

影子银行体系是一种新的金融概念,但影子银行机构并不是新生事物。目前,大多数学者对影子银行体系的讨论最终都归结到金融监管视角。其实,影子银行体系并不必然产生系统性风险,过去 30 余年的运行及其给美国金融体系带来的高效率、丰厚收益说明其风险是可控的。影子银行体系也不应该被视为异物而避而远之,从另一个角度来看,影子银行体系一直都是金融技术、制度创新的产物,甚至可以说,影子银行体系就是金融创新自身(李扬,2011),而没有金融创新就没有金融发展。多层次的金融市场是提高金融效率的关键(王国刚,2005,2010)。对于新兴市场而言,在金融体系尚未得到充分发展之际,应该以宽容、审慎的态度接纳影子银行体系。与此同时,利用美国的影子银行发展和崩溃的典型案列,剖析其微观的运行机制,从中获取经验和教训。

本文从功能角度理解现代影子银行体系的本质,认为影子银行体系就是平行替代了商业银行存款、贷款、结算功能的、相互配合的三大类非银行金融机构。它们已经在发达金融体系中存在了 30 余年。在此前提下,本文分析了影子银行体系的三个方面的重要问题:

(1)在论证了影子银行体系具有信用创造功能的基础上,提出了从金融产品、金融机构两种角度剖析其信用创造机制,估计其潜在的信用扩张能力。

(2)剖析了影子银行信用创造的宏观效应,包括对以往的信用创造主体——商业银行的有限替代效应,以及其在货币市场上产生的“流动性之谜”,后者将直接腐蚀货币当局执行政策的理论

基础。

(3)针对影子银行体系的信用创造问题,从货币的角度提出,该体系信用创造的薄弱环节是抵押品管理问题,解决此问题并遏制其产生的系统性风险的关键是,在金融市场中找到一个几乎无限供给优质抵押品和接手被市场抛弃的抵押品的证券最后贷款人,以避免影子银行体系的崩溃而造成的负外部性。结合现实情况,本文提出了较为详细的证券最后贷款人执行框架,以供借鉴。

全文的研究以美国较为发达的影子银行体系为案例。在国际金融体系高度关联的情况下,欧洲等其他发达经济体的影子银行体系多是美国影子银行机构的手续方机构,在此次危机中也承受了传染性的风险。中国等新兴市场经济体则在其私人信用支撑的金融体系崩溃中,间接承受着政府信用金融体系(国债)带来的传染性风险。所以,美国的影子银行体系的信用创造机制的外部溢出效应不局限于美国国内,跨国界的货币政策影响不仅存在,也是未来应该关注的重要领域。

参考文献

- 李扬(2010):《适应金融发展需要,重塑监管框架》,《金融评论》,第6期。
- 李扬(2010):《影子银行体系发展与金融创新》,《中国金融》,第12期。
- 彭兴韵(2009):《金融危机管理中的货币政策操作——美联储的若干工具创新及货币政策的国际协调》,《金融研究》,第4期。
- 汤震宇等(2009):《从美国次贷危机看金融创新过程中信用创造的缺陷》,《开放导报》,第2期。
- 王国刚(2004):《建立和完善多层次资本市场体系》,《经济理论与经济管理》,第3期。
- 王国刚(2006):《经纪人机制与多层次股票市场》,《财贸经济》,第10期。
- 王国刚(2010):《中国金融发展60年的启示》,《中国金融》,第19~20期。
- 魏克赛尔(2007):《利息与价格》,商务印书馆。
- 易宪容(2009):《美国次贷危机的信用扩张过度的金融分析》,《国际金融研究》,第12期。
- 周莉萍(2011):《货币乘数还存在吗?》,《国际金融研究》,第1期。
- 巴塞尔委员会(国际清算银行)网站:<http://www.bis.org>
- 国际货币基金组织网站:<http://www.imf.org/external/index.htm>
- 金融稳定理事会网站:<http://www.financialstabilityboard.org>
- 联邦存款保险公司网站:<http://www.fdic.gov>
- 美联储网站 <http://www.federalreserve.gov>
- Berkman, G. (1978): "On the Significance of Weekly Changes in M1", *New England Economic Review*, May-June, 5-22.
- Bernanke, B. and I. Mihov (1998): "Measuring Monetary Policy", *Quarterly Journal of Economics*, 113, 869-902.
- Cagan, P. and A. Grandolifi (1969): "The Lag in Monetary Policy as Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates", *American Economic Review*, 59, 277-284
- Carpenter, S. and S. Demiralp (2008): "The Liquidity Effect in the Federal Funds Market: Evidence at the Monthly Frequency", *Journal of Money, Credit and Banking*, 40, 1-24.
- Christiano, L., M. Eichenbaum and C. Evans (1996): "The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence from the Flow of Funds", *Review of Economics and Statistics*, 78, 16-34.
- Cornell, B. (1983): "Money Supply Announcements and Interest Rates: Another View", *Journal of Business*, 56, 1-23.
- Corrigan, E. (1982): "Are Banks Special?" Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1982 Annual Report.
- Department of the Treasury (2006): "Consideration of A Proposed Treasury Securities Lending Facility", <http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx>.
- Diamond, D. and P. Dybvig (1983): "Bank Runs, Liquidity and Deposit Insurance", *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.
- Eichenbaum, M. (1992): "Comment on 'Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy'", *European Economic Review*, 36, 974-1011.
- FSB (2011): *Shadow Banking: Scoping the Issues*, Press Release.
- Gorton, G. and N. Souleles (2006), "Special Purpose Vehicles and Securitization," Chapter in *The Risks of Financial Institutions*, R. Stulz and M. Carey (eds.), University of Chicago Press.
- Gorton, G. and A. Metrick (2009): "The Run on Repo and the Panic of 2007~2008," Yale Working Paper.
- Gorton, G. (2010): "Regulating the Shadow Banking System," Yale and NBER Working Paper.
- Gorton, G. (2010): *Slapped by the Invisible Hand: the Panic of 2007*, Oxford University Press.
- Gorton, G. and A. Metrick (2010): "Haircuts", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92, 507-520.

- Grossman, J. (1981): "The 'Rationality' of Money Supply Expectations and the Short-Run Response of Interest Rates to Monetary Surprises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 13, 409-424.
- Gurley, J. and E. Shaw (1960): *Money in A Theory of Finance*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Hayek, F. (1935): *Prices and Production*, 2nd Ed, New York: Augustus M. Kelley.
- Hayek, F. (1966): *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Clifton, N.J.: Augustus M. Kelley.
- Hetzl, R. (2008): *The History of the Federal Reserve—A History*, Cambridge University Press.
- Hördahl, P. and M. King (2008): "Developments in Repo Markets During the Financial Turmoil", *BIS Quarterly Review*, December, 37-53.
- Keen, B. (2004): "In Search of the Liquidity Effect in A Modern Monetary Model", *Journal of Monetary Economics*, 51, 1467-1494.
- Klein, B. (1974): "The Competitive Supply of Money", *Journal of Money, Credit and Banking*, 6, 423-453.
- Kyungho J. and M. Ogaki (2002): "The Effect of Japanese Monetary Policy Shocks on Exchange Rates: A Structural Vector Error Correction Model Approach", *IME Discussion Paper No.2002-E-15*.
- Leeper, E. and J. Gordon (1992): "In Search of the Liquidity Effect", *Journal of Monetary Economics*, 29, 341-369.
- Leeper, E., C. Sims and T. Zha (1996): "What Does Monetary Policy Do?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 27, 1-78.
- Litterman, R. and L. Weiss (1985): "Money, Real Interest Rates and Output: A Reinterpretation of Postwar U.S. Data", *Econometrica*, 53, 129-155.
- Marini, G. (1992): "Monetary Shocks and the Nominal Interest Rate", *Economica*, 59, 365-71.
- Mehra, Y. (1985): "Inflationary Expectations, Money Growth, and the Vanishing Liquidity Effect or Money on Interest: A Further Investigation", *Federal Reserve Bank of Richmond*.
- Melvin, J. (1983): "The Vanishing Liquidity Effect of Money on Interest: Analysis and Implications for Policy", *Economic Inquiry*, 21, 188-202.
- Mises, L. (1971): *The Theory of Money and Credit*, New York: Foundation for Economic Education.
- Reichenstein, W. (1987): "The Impact of Money on Short-Term Interest Rates", *Economic Inquiry*, 25, 67-82.
- Roley, V. (1982): "Weekly Money Supply Announcements and the Volatility of Short-Term Interest Rates", *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, 67, 3-15.
- Roley, V. (1983): "The Response of Short-Term Interest Rates to Weekly Money Announcements", *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 264-71.
- Roley, V. and C. Walsh (1985): "Monetary Policy Regimes, Expected Inflation and the Response of Interest Rates to Money Announcements", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1011-1039.
- Sims, C. (1992): "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", *European Economic Review*, 36, 975-1011.
- Strongin, S. (1995): "The Identification of Monetary Policy Disturbances: Explaining the Liquidity Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, 35, 463-497.
- Taylor, J. (2008): "A Black Swan in the Money Market", *Federal Reserve Bank of San Francisco*, 4.
- Tucker, P. (2010): "Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability", *BIS Review*, 6.
- Urich, T. and P. Wachtel (1981): "Market Response to the Weekly Money Supply Announcements in the 1970s", *Journal of Finance*, 36, 1063-1072.
- Vilasuso, J. (1999): "The Liquidity Effect and the Operating Procedure of the Federal Reserve," *Journal of Macroeconomics*, 21, 443-461.

(责任编辑:赵一新)