

论影子银行体系国际监管的进展、不足、出路*

(载于《国际金融研究》2012年第1期)

周莉萍

[摘要]本文对比分析美国、欧盟和英国等主要经济体和金融稳定理事会对影子银行体系的监管进展、不足和出路。认为应从信用创造视角透视影子银行体系运行的内在缺陷,欧美和国际监管措施未来应该完善其内在缺陷。最后提出应客观对待中国的影子银行体系发展,不应盲目监管而应鼓励其发展,并监测内在风险机理。

关键词: 影子银行体系 国际监管 信用创造 金融创新

中图分类号: F831

此次金融危机后,国际社会声讨影子银行体系声音不绝于耳。这是因为,影子银行体系长期以来游离于监管当局之外。实践证明,几乎不受监管的影子银行体系虽为于金融创新开创了前所未有的航道,但也埋下了金融不稳定的种子。影子银行体系成为此次金融危机主要诱因之一的观点已被国际社会广泛的接受。因此,如何监管影子银行体系的问题成为业界、学界、国际组织不可推卸的责任。

何谓影子银行体系呢?本文认为,影子银行体系是一组复制商业银行核心业务、发挥着商业银行核心功能(期限匹配、流动性服务、

* 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。本文是2010年中国社会科学院重大课题(后危机时代金融监管改革的新方向:宏观审慎监管及实践研究)的阶段性成果。

信用转换、杠杆)的非银行信用中介^①。各国的影子银行体系的组成形式因其金融体系结构不同、金融发展的阶段不同而有所差异。在美国,影子银行体系是一组异质的^②、围绕证券化的非银行信用中介体系。包括货币市场基金等投资基金、政府发起的住宅金融机构(房利美和房地美,简称两房)、投资银行、特殊目的实体和管道机制、金融公司等,它们独立发挥商业银行的某一个或几个功能,与商业银行平行运行,却没有受到银行监管而是证券监管等,且不受中央银行最后贷款人支持。在欧洲,影子银行体系则主要是对冲基金等投资基金和证券化交易活动,它们直接或间接复制着商业银行的核心业务和特征。影子银行机构在美国等发达国家已经存在了30余年,总体经历了完整的经济周期,当初不同的发展模式造就了今日不同的监管模式。比较分析主要金融强国及国际金融组织对影子银行体系的监管模式无疑具有重要的借鉴意义。

一、主要金融强国对影子银行体系的监管措施及思路

国际社会探究此次金融危机根源时,不约而同地认为,影子银行体系在银行监管体系外非规范性地运行是产生系统性风险的主要因素。因此,危机发生后,国际社会相继推出一系列改革影子银行体系运行的政策建议和调研报告,修改完善了原有的监管法案,并颁布了

^① 不同的机构和学者对于影子银行体系的本质、范畴的理解视角不同,比较典型的观点可参考自金融稳定理事会(FSB)(2011),英格兰银行的Tucker(2010),太平洋管理公司的Macculley(2009),美联储纽约分行的学者Adrian(2010),耶鲁大学学者Gorton(2010)等。

^② 称之为“异质”是因为美国的影子银行机构性质各不相同,在一个完整的运行体系中各有分工。

新法案。

（一）主要金融强国对影子银行体系的监管措施

1、美国

2007 年次贷危机爆发之后，美国主要颁布了两个金融监管改革法案，分别是财政部在 2009 年 3 月颁布《金融体系全面改革方案》和国会在 2010 年 7 月通过《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》（下文简称《法案》），后者全面包含了美国对影子银行体系的实质性监管措施。

《法案》包含 16 部分，修改和重新颁布的法案共有 143 部，修改条目有 669 条，全面涵盖美国金融体系包括银行、证券、保险、对冲基金、信用评级机构、经纪商、会计制度、上市公司、美联储自身等机构和市场的全面改革。该法案没有明确提出监管影子银行体系，但却在多个条款中涉及对影子银行机构和活动的监管改革。这是因为，影子银行体系已经内在化为美国金融体系的重组成部分，渗透在其金融体系的方方面面。

与影子银行体系有关的监管主要内容包括：第一、完善商业银行与影子银行的关系。修订《1956 年银行控股公司法》等银行业相关法案，加强对商业银行的自营交易、表外业务及其与对冲基金、私募股权基金关系的监管，将商业银行表外业务纳入资本金要求的范围，重新将“表外业务”范围界定为 11 项内容，包括直接的信贷替代物、回购协议等。第二、完善影子银行机构有序清算和破产。详细规定金融公司、经纪商等影子银行机构的有序清算和破产程序，要求

建立由美国联邦存款保险公司负责的清算机制^①；研究非银行金融机构的破产程序，拟修改美国《破产法》。第三、监管对冲基金和两房。颁布《2010年私募基金投资顾问注册法案》，要求对冲基金等私募机构进行注册，并披露交易记录信息，进行定期检查。尽早结束对房利美和房地美接管，改革住房金融体系。第四、降低证券化活动交易风险。修改与特定证券化相关的利益冲突，将合成的资产支持证券纳入《1934年证券交易法案》，减少资产支持证券相关套利风险。完善资产支持证券过程，监管内容包括要求增加**信用风险自留，金融风险自留**、信息披露、发行过程中的代理及担保、尽职调查等。第五、开始关注新型衍生品。包括研究其批准程序和作用、要求衍生品清算组织进行注册，要求对其掉期交易等数据的存储进行审查。

2、英国

2009年至今，英国也借助危机大刀阔斧对其现有的金融监管体系进行改革，并相继提出监管影子银行体系和活动。

英国金融服务局于2009年3月提出《特纳报告》。提出SIVs和其他影子银行有借短贷长的期限匹配功能，高杠杆且不在监管范围之内，容易滋生系统性风险。因此，应赋予监管者识别影子银行的权力，且在必要的时候将其纳入审慎监管框架之内。一国监管当局应和其他国家当局加强合作，消除全球化范围内的监管套利。最后，该报告否定了对冲基金是一种影子银行机构，但提出监管者应该监测更多的与对冲基金有关的信息，并判断它们是否具有系统性风险。2009年12

^①法案赋予FDIC发放贷款、为负债提供担保、收购陷入困境机构的资产、参股等方式参与接管金融机构，并规定在2013年之前对普通受保账户的保险额度提高至25万美元。

月，英国金融服务局和财政部发布《衍生品场外交易市场改革方案》，加强对 OTC 市场衍生品监管。2010 年 7 月，英国财政部给国会提交《金融监管的一个新方法：判断、重点和稳定》，提出要对投资银行回购交易中抵押品的预留扣减率、证券贷出的保证金比例进行限制，并将此作为潜在的宏观审慎监管工具。2010 年 8 月，英国金融服务局提交《交易行为的审慎制度》讨论稿，主要内容是减少银行和影子银行体系之间的结构性套利活动。2011 年 2 月，英国财政部发布《金融监管的一个新路径：构建一个更强大的体系》。该报告主要提出修改 2000 年《英国金融服务和市场法》，改变原有的三方监管体系，建立英国新金融监管主体（金融政策委员会 FPC，审慎监管当局 PRA，消费者保护和市场当局 CPMA），确立影子银行体系的具体监管主体。

在以上几份报告的基础上，英国财政部于 2011 年 6 月发布白皮书——《金融监管的一个新方法：改革的蓝图》。这是英国版金融监管改革的草案，也是金融危机后英国金融监管改革进程中里程碑式的文件。其中，涉及到影子银行体系的内容包括：第一，FPC 向财政部建议是否监管或放松某一类影子银行机构。即当影子银行机构或活动对系统性风险产生影响时，将影子银行机构或活动从证券监管者手中移交给 PRA；反之，当其活动不再具有系统性风险时，将其从 PRA 手中转移至证券监管当局手中。第二，完善证券监管，提出修改英国 2006《公司法》中未认证证券（uncertificated securities）监管。在保持无需书面合同交易的情形下，允许财政部介入未认证证券监管，对其制定标准化的交易代码，并对电子支付系统提出监管的规则。

第三，关于欧盟的《另类投资基金经理指令》，英国政府继续协商以保证对对冲基金经理和私募股权提供者的监管与国际监管保持一致，第三国的基金经理可以持护照进入欧盟。

3、欧盟

除了欧盟个别国家对本国金融监管体系进行改革之外，欧洲中央银行自 2009 年至今，不断修改欧盟范围内关于金融市场的相关法律指令。其中，涉及到影子银行体系的内容包括：在 2009 年 4 月修改另类投资基金经理指令，旨在完善对其交易活动的监管和国际间协调；2009 年 11 月和 2010 年 8 月，欧洲央行相继提出要完善对再证券化资产的标准和风险权重要求；2009 年 4 月和 2010 年 10 月，相继提出加强对信用评级机构的监管措施；2011 年 1 月提出强化对 OTC 衍生品、中央对手方和交易存储的监管指令；2011 年 3 月提出给予欧洲证券与市场当局（ESMA）一定的权力，完善对卖空和信贷违约互换的监管指令。

此外，欧洲央行在未来一年内将要完善的金融监管措施还包括：2011 年 11 月对中央证券存放（central securities depositories）提出监管措施；2011 年 12 月出台对养老金投资的白皮书；2011 年第四季度提交对零售投资产品打包销售的法律建议；2011 年第四季度将出台鼓励风险资本（venture capital）在成员国内自由发展和流通的有关建议；2011 年底将颁布《证券法指引》；2012 年 7 月将颁布对卖空和信贷违约互换（CDS）的具体监管计划；2012 年底推出对 OTC 衍生品、中央对手方和交易存储等监管措施。以上法令旨在于约束金融市场中

的衍生品交易及对冲基金等投资基金。

（二）主要国家对影子银行体系的监管比较

1、监管重点的区别

美国的监管特点。由于影子银行体系的活动基本都在场外市场，所以，在危机发生初期，美联储的基本诉求是“看清楚”影子银行的各种活动。要充分了解影子银行体系，必须让其从“影子”中进入监管者的视野。监管者选择的方式是通过准入、注册、退出等门槛将影子银行机构纳入场内。在锁定影子银行体系的基本活动主体和范围之后，监管者进一步的监管思路是，完善影子银行体系的运行，让原来没有的、不完善的监管变成“好的监管”，最终目的是减小该体系运行的系统性风险，使其能够稳健运行和发展。

英国和欧盟国家的监管重点和特点。与美国相比，欧洲国家的监管重点是全球对冲基金交易。这是因为，欧洲诸国是华尔街证券化链条中的“销售地”，而对冲基金是销售主体，是美国影子银行体系的对对手方、证券化产品的主要交易者和投资者。欧洲国家对其监管意在极力防止美国次贷产品的传染。除了和欧盟保持一致监管对冲基金之外，英国当局还特别提出鼓励金融（产品）服务充分竞争和保持一定的透明度，鼓励金融执行当局（FCA）根据金融服务或工具对消费者保护的动态影响，动态监管影子银行工具或活动等，主要原因是英国自身的影子银行体系发展并不充分，需要继续壮大。同时，提供宽松的监管环境有利于在国际金融危机之后巩固伦敦国际金融中心的地位。

2、监管的共同之处

虽然监管侧重点不同，但主要国家的监管框架总体存在诸多相似点：首先，都无意禁止影子银行体系的业务，而是完善其运行中的缺陷。对于基于金融创新的影子银行业务，各国法案都没有将其取消，而是将影子银行体系从场外逐步移到场内，将其置于监管者的视野。其次，都致力于构建好的监管制度，而不是强势的监管。一个好的监管制度必然是鼓励金融发展，并致力于减少金融市场的摩擦，减少金融市场的信息不对称，降低系统性风险，而不是凌驾于金融市场自身发展之上。各国改革都在重构金融监管的同时都提倡促进市场竞争，是为了金融市场更好地发展而不是遏制其发展。再次，都将影子银行体系置于全球系统性风险监管视野，赞同FSB关于系统重要性金融机构（SIFIs）的监管，致力于构建动态的宏观审慎监管框架。各国的阶段性法案中都没有直接提及“影子银行体系”的概念，而是将其归纳于SIFIs的监管措施中。SIFIs涵盖所有可能对金融体系产生系统性风险威胁的金融机构，包括影子银行机构。监管SIFIs是一项富有战略眼光的改革措施，也是全球主要国家今后解决古老的“太大而不能倒”问题的新思维、新方式。

出于监管的可执行性，FSB在2011年将SIFIs的监管框架进一步细化为对全球系统重要性银行（G-SIBs）和对影子银行体系的监管。这表明，影子银行体系在国际社会已经从理论研讨层次进入监管者的视野。

二、国际金融组织对影子银行体系监管的最新进展

2010年10月，20国集团（G20）首尔峰会提出“对影子银行体系加强监管”，并赋予FSB联合其他国际标准制定主体的权利。FSB于2010年12月6日在伦敦成立影子银行体系的工作组和任务组，交换对影子银行体系的基本观点。截止到2011年11月，FSB影子银行体系任务组共发布3份官方文件（《影子银行体系：范围问题（2011年4月）》、《影子银行体系：进展和下一步措施（2011年9月）》、《影子银行体系：强化观测和监管（2011年10月）》），讨论影子银行体系的监管，试图整合各种国际监管标准资源，引领对影子银行体系监管的话语权。下面将具体阐述三份官方文件的监管要点。

（一）影子银行体系的概念、概况

1、影子银行体系的概念

FSB任务组认为，影子银行体系是在受监管的银行体系之外运行的信用中介和活动，它们由于三类活动包括期限/流动性转换，不完善的信用风险转移和杠杆，引起了系统性风险问题和监管套利问题。**期限转换**指的是影子银行体系用货币市场工具等短期负债为长期资产融资。期限转换包括**流动性转换**，后者指的是提供信用贷款如回购、证券贷出等，FSB建议用金融工具二级市场交易深度、保证金比率、预留扣减率或买卖利差等指标来衡量。**不完善的信用风险转移**指的是信用风险没有被真正消除。一方面，商业银行在表外利用影子银行机构转移信用风险，但实际上并未卖断信贷资产转移风险，而是仍然为

信用风险提供隐性担保；另一方面，商业银行或影子银行的信用风险转移一般对应着其他风险的产生，如当商业银行购买 CDS 时，它将面对新的对手方风险，信用风险转移不但不能完全实现，还会产生其他风险。**产生重要风险的杠杆活动**不仅包括不容易估计的商业银行表内杠杆活动如回购协议，还包括商业银行的表外活动杠杆如衍生品中嵌入的杠杆。这几类活动长期游离于银行监管之外进行监管套利，体现了影子银行的信用中介功能，也悄然产生了潜在的系统性风险。

2、影子银行体系总体概况

FSB 从宏观和微观两个视角对全球影子银行体系概况进行统计：第一、4 个主要的宏观数据信息。包括影子银行体系的金融资产规模，影子银行体系规模占总债务比例、影子银行体系规模占 GDP 比例、影子银行体系规模与银行体系资产规模比例。第二、3 个方面的微观数据信息。相关金融产品卖方提供的存量和流量数据，银行和非银行监管当局提供的对手方信用风险数据，银行体系通过司法程序间接提供的影子银行体系内部活动数据。FSB 建议各国应该在资金流量表的基础上，将金融中介、各类非银行金融机构数据重新组合分析，透视银行和非银行中介的内在关联，从而准确观测影子银行体系的规模。

FSB 对全球 6 大国家（包括澳大利亚、加拿大、日本、韩国、英国和美国）和欧盟地区的资金流量表（Flow of Funds）的“其他金融中介”的统计数据显示：（1）金融危机之前影子银行体系迅速膨胀。从 2002 年的 27 万亿美元增长到 2007 年的 60 万亿美元，2008 年跌落至 56 万亿美元，2010 年又恢复至 60 万亿美元。其中，美国的影

子银行体系规模最大，2007年鼎盛期高达25万亿美元，中间两年有所萎缩，2010年又恢复至24万亿美元。（2）从结构角度来看，影子银行体系总规模约占总体金融体系规模的25%-30%。在影子银行体系内部，投资基金（investment funds）占比最高，2010年约为29%，其次是结构金融实体（structured finance vehicles）；再次是货币市场基金（MMFs），占比约为8%。

（二）对影子银行体系的监管框架

无论是宏观数据还是微观数据信息，都有内在的缺陷。比如各国对金融机构监管类型不一，很多离岸影子银行体系的数据需要通过国际司法协调来获取，而且不一定能得到。这是因为，影子银行体系长期游离于监管体系之外，所有的监管部门也不一定能提供高质量的、完整的数据等，因此现有的监测手段不能全面、动态覆盖影子银行体系。基于此，FSB任务组提出未来对影子银行体系的大致监管框架。

1、五项监管原则

（1）监管的重点。监管措施应该重点关注影子银行体系产生的风险和外部性，即影子银行体系崩溃产生的不可预料的社会成本。（2）监管的强度。监管措施的强度含义丰富，体现在多项监管措施中，如约束影子银行体系信用创造规模的预留扣减率、杠杆倍数等，这些措施应该与影子银行体系对金融体系产生的外溢风险对应。（3）前瞻性和适应性。监管措施应该具有前瞻性，应致力于发现潜在的风险。（4）有效性。监管措施应该有效设计，能在监管普通风险和避免监管套利之间实现平衡。（5）评估和评论。监管者应该在强化监管后评估其措

施，将其作为初次监管的经验，并不断完善。

2、五类主要监管对象

针对可能产生系统性风险的活动，FSB 提出对五类影子银行对象进行监管：第一、间接监管银行与影子银行机构之间的关联性活动。主要包括审慎目的的强化规则，约束银行对影子银行体系的风险暴露规模和性质，以风险为基础的资本金要求导致的银行对影子银行的风险暴露问题，隐性支持问题。第二、货币市场基金（Money Market Funds，简称 MMFs）的监管改革。第三、其他影子银行实体的监管。第四、对证券化进行监管，主要是预留扣减率要求和透明度问题。第五、监管与证券贷出/回购有关的活动。

同时，针对监管套利，FSB 提出具体防范措施：第一，监管当局应该弄清楚哪些非银行金融中介是由国内外的银行集团控制，是否已经包含在银行审慎监管框架中。第二，不同的监管主体、代理人和信用评级机构之间应该加强合作，全面了解影子银行体系交易中的买方（MMFs，保险公司和银行）和卖方（投资银行、银行）信息，并提高信息交换质量。

3、十一项主要监管措施

（1）针对银行和影子银行之间的关联性，提出 4 项建议：第一，出于审慎目的，应该将所有由银行发起的影子银行机构并入资产负债表内，用于调整风险资本、杠杆比例和流动性比例。第二，提高银行向影子银行体系转移风险的规模限制额度。第三，银行向影子银行体系转移的风险被全部考虑了，尤其应关注投资基金、对影子银行体系

的短期流动性便利等。第四，加强对商业银行向影子银行体系提供“隐性支持”的监管。(2) 针对货币市场基金的监管改革，建议国际证券业协会（IOSCO）针对 MMFs 挤兑产生系统性风险的可能性进行评估，提出改革措施和监管建议。(3) 针对其他影子银行机构的监管改革，建议从审慎角度强化评估其种类、规模、产生的具体风险及监管、在危机中的角色，并提出监管建议。(4) 针对证券化监管，建议 IOSCO 要求证券化的发起人自留风险并给出自留要求^①，提高证券化产品的透明度和标准化程度。(5) 针对证券贷出和回购，建议加强监管已经获得保险的融资市场如已经购买 CDS 等信用保险工具的金融产品。这些产品已经获得了保险，虽然风险较小但在证券贷出和回购过程中产生了间接的对手方风险，仍需要关注。(6) 其他强化现有监管体系的 3 项建议：第一，保持适当的透明度并持续披露更多的影子银行体系运行信息报告。第二，所有与影子银行体系相关的金融机构交易程序和要求应该更加严格。第三，降低信用评级机构在影子银行体系活动中的作用。

FSB 经历一年多才逐步确定影子银行体系的基本含义、范畴、监管框架和强化监管的实验性措施，表明影子银行体系从一个学术讨论概念具体化到一种监管对象的难度。与巴塞尔协议相同，FSB 对于影子银行体系的监管建议不具有法律强制意义，意在增加国际金融监管组织相关国家的金融话语权。但是，FSB 的监管框架和建议无疑对于

^① 2007 年次贷危机之前，证券化产品的制造采用发起-分销模式，发起人如金融公司可以转移证券化产品中的全部信用风险，没有自留风险，由此解除了对信贷资产违约风险的监督责任。事实上，IOSCO 在 2009 年 9 月发布《不受监管的金融市场和产品》报告中已经提出，证券化发起人应该自留一部分风险，由此约束他们进行审慎交易。

全球化背景下的国际金融体系具有导向性影响。与其他国家相比,FSB对于影子银行体系已有初步把握和了解,监管思路相对比较清晰。表1给出了主要金融强国和国际组织目前对影子银行体系监管的不同监管模式和思路。

表1 美国、英国、欧盟、FSB对影子银行体系的监管比较

	美国	英国	欧盟	国际金融监管组织
总监管主体	美联储	英格兰银行	欧洲中央银行	金融稳定理事会
监管对象和范围	围绕证券化的一系列金融机构:金融公司、投资银行、货币市场基金、等	对冲基金、私募股权基金、证券化活动	对冲基金等投资基金、投资银行、再证券化活动	非银行信用中介:货币市场基金等影子银行以及证券化、回购等活动
当前主要的监管手段/工具	影子银行机构或活动的准入/注册、退出等门槛要求	回购的预留扣减率、证券贷出的保证金比例	再证券化资产的标淮和风险权重等	杠杆、证券贷出的保证金比例、预留扣减率、买卖利差等
监管的特点	全面纳入监管视野,完善原有的监管体系缺陷	动态监管,鼓励竞争,增加交易的透明度	控制证券化产品交易产生的传染性风险	盯住影子银行体系的银行功能,尝试性措施
代表性的法案	2010年7月《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》	2011年6月白皮书《金融监管的一个新方法:改革的蓝图》	暂未出台完善的监管法案	2011年4月、9月、10月分别出台《影子银行体系:范围问题》、《影子银行体系:进展和下一步措施》、《影子银行体系:强化观测和监管》
其他主要报告或指令	2009年3月《金融体系全面改革方案》	《特纳报告》、《金融监管的一个新方法:判断、重点和稳定》、《交易行为的审慎制度》、《金融监管的一个新路径:构建一个更强大的体系》	另类投资基金经理指令、再证券化资产指令、信用评级机构的监管指令、OTC衍生品、中央对手方和交易存储的监管指令、卖空和信贷违约互换的监管指令	《OTC衍生品市场改革》、《宏观审慎政策工具和框架》

资料来源:美联储网站 www.federalreserve.gov,英格兰银行网站 www.bankofengland.co.uk;

欧洲中央银行网站 www.ecb.int;金融稳定理事会网站 www.financialstability.org。

总体而言，FSB 对影子银行体系的理解基本界定在发挥商业银行核心功能——信用创造，已经抓住了对影子银行体系本质。但是，FSB 没有给出具体的影子银行体系的信用创造过程分析，没有透视监管政策建议背后的基本理论支撑，而这一点正是正确解决影子银行体系系统性风险的关键因素，也是完善对影子银行体系监管的未来方向。下文将给出进一步的解释。

三、影子银行体系的内在缺陷及监管出路

(一) 影子银行体系的信用创造本质

影子银行体系被冠以“银行”的基本要义在于信用创造 (negotiators of credit, or credit-creation)：二者都是“无中生有”的高负债金融机构，发行信用媒介 (fiduciary media) 并不断流通。

回顾商业银行的信用创造过程。中央银行产生之前，商业银行利用发行不同类型的银行券进行信用创造。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《皮尔法》。1844 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，将发钞权集中于英格兰银行一家。应对这种局面，英国的商业银行纷纷开始金融创新，吸收英格兰银行的银行券并设立支票账户，开启了利用支票账户进行信用创造的新时代。当局认为支票账户不是货币，因此并不约束商业银行的信用创造。活期

存款、支票账户、交易账户等都是商业银行发行的负债凭证，本质是一种信用媒介。存款-贷款-存款-贷款……的无限循环过程创造了派生存款，实现了信用创造。

影子银行体系的信用创造过程在本质上与商业银行相同。以美国为例，影子银行体系创造了一类信用媒介——高信用的证券化金融产品，并利用回购协议、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。从形式上来看，这些要素和环节完全符合奥地利学派所讲的信用创造原理（*Mises,1971*），与商业银行没有本质区别。从效果上来看，影子银行体系作为一个有机整体，连结了全社会的资金盈余者和资金短缺者，发挥着信用转换的基本作用。与商业银行信用创造的不同之处包括：第一，信用媒介不是活期存款而是证券化产品。第二，影子银行体系信用创造链条或形式不同，主要通过回购和再抵押融资机制等方式使证券化产品不断被抵押流转，而不仅仅是普通的贷款机制。

（二）影子银行体系信用创造的固有缺陷

影子银行体系信用创造要素包括：信用媒介的自身价值和信用级别、信用媒介的流通——回购协议（抵押）和再抵押融资。这两个要素决定了影子银行体系信用创造的规模、速度和内在变化。如果信用媒介价值高、信用级别高、再抵押频率高，则影子银行体系的信用创造规模就会膨胀；反之，如果信用媒介的信用级别低、价值低、再抵押融资频率低，则其信用创造规模就会萎缩。从信用创造角度来看，2007年爆发的美国金融危机本质就是影子银行体系信用创造的极度

反转。在遭受内部冲击——住房价格下降后，从最初的信用膨胀急速转为信用萎缩，这条信用创造链条的所有机构迅速出现抵押品不足，而后集体抛售抵押品的现象，其实就是影子银行体系的“挤兑”。金融危机暴露了影子银行体系信用创造的固有缺陷。包括两个方面：

1、信用媒介的价值评估。价值评估决定信用媒介的信用级别和流通程度即被市场接受的程度。价值评估又取决于哪些因素？本文认为，核心因素包括信用媒介的基础价值、评估主体、信用增级方式，如表 2 所示。

表 2 商业银行与影子银行的信用媒介价值评估

	商业银行的信用媒介	影子银行体系的信用媒介
载体	活期存款	证券化产品
基础价值	现金（硬通货）	各类原始抵押贷款的价值
市场供给主体	商业银行	影子银行体系
评估主体	美联储	信用评级机构
信用增级方式	联邦存款保险公司保险	结构化设计、购买 CDS
紧急短缺支持	中央银行最后贷款人支持	无
最终价值	由于强有力的保险措施，与现金等同	更多地取决于基础价值变化趋势

资料来源：作者自行编制。

但是，美国证券化产品的四个要素都存在极高的信息敏感性，很容易受外在因素影响：第一、基础价值。取决于其基础资产——住房贷款，而商业银行在评估住房贷款价值时主要参考的是住房价格，住房价格取决于供求和投机等市场因素。因此，其基础价值并不稳定。

第二、评估主体。信用评级公司作为证券化产品的评级机构。几个因素决定了其评级水平不高：主要依靠历史数据进行评估、美国的信用类衍生品历史数据存续时间短（不足十年）、场外交易导致其统计不完善、缺乏完善的市场价格指数（只有一个 ABX.HE 指数）。而且，信用评级公司是否真正独立不得而知。这些因素最终决定了其评估是后向性而非前瞻性，有时甚至误导市场判断。第三、信用增级方式。在 1934 年联邦存款保险制度产生后，公众的活期存款得到了最终的保险，这是遏制银行挤兑的关键因素。相比而言，影子银行体系的信用媒介则依靠结构化设计手段和购买信用违约互换方式，不断创造信用评级更高的载体（MBS-ABS—ABSCDO—CDO 的平方—CDO 的立方）。这种信用增级面临风险。比如，信用级别再高都无法摆脱基础资产价值的波动风险，而购买了 CDS 之后还面临对手方风险，CDS 的出售者（如 AIG）可能倒闭违约。因此，这种信用增级方式并不可靠。第四、紧急短缺支持。商业银行在出现挤兑时有中央银行的支持，而影子银行体系不受最后贷款人流动性支持，而且市场自身也没有形成能供给抵押品的证券最后贷款人（SLLR）机制^①。

综上，商业银行的活期存款信用级别非常高，等同于货币并已经被计入货币统计范畴。影子银行体系的证券化产品容易受多种市场信息变化的干扰，信用级别不稳定。

2、抵押品的流通机制。欧美国家允许以回购协议和再抵押融资方式融资，但其再抵押融资合约的设计存在缺陷，对债权人——被担

^① SLLR 机制由美国财政部在 2006 年首次提出，详见 Department of the Treasury(2006)。

保方（the secured party）和债务人——抵押人（pledgor）的权利义务设计不均衡。欧美法律赋予被担保方再抵押的权利：出售、抵押、再抵押、投资、使用、分配抵押品等,充分考虑被担保方的权益。美国的商业法典顾及抵押人的权利不足，UCC（总商业法典）后要求被担保方在获得抵押人主观同意的四种情况下才可以再抵押：执行与寄存抵押品有关的债务时；抵押人违约时；出于合理的监护或保护目的；其他情形。并赋予抵押人可以以股权为保证转移最初的债务。但这里还存在一个缺陷，即被担保方对抵押品进行再抵押融资时，不转移和原抵押人之间的债务，是一种有追溯权的再抵押机制。在抵押品高度流通的情形下，抵押品经过了若干次流转，实际的债权-债务主体已经变化，但权利义务没有背书转让。这种追溯会导致连锁反应，将某一环节的违约风险传染到所有的环节，极容易产生系统性风险。

总之，影子银行体系信用创造中存在固有缺陷，其信用创造过程也因此具有内在不稳定性。欧美国家和FSB的目前的监管措施总体坚持并完善影子银行体系，但远没有完全覆盖其信用创造的核心缺陷。若国际监管主体能进一步从影子银行体系信用创造的内在缺陷入手，提出基于金融市场的完善措施，必将从根源上降低影子银行体系的系统性风险，在金融创新与金融稳定中找到新的平衡，进入新的金融发展模式。

四、影子银行体系的国际监管对中国启示

（一）对影子银行体系国际金融监管的基本评析

从各国国内金融监管改革体系来看，以美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》为代表，欧美国家对影子银行体系持较为谨慎的监管态度。而且，《法案》只是一个粗略的监管思路和框架，随着美国下一轮政治周期的到来，后续工作充满了不确定性。欧洲国家影子银行体系总体规模小于美国、各国发展模式和规模差异较大，而且由于人口老龄化、福利制度、经济周期等多重因素，进入有史以来具有深远影响的债务问题高峰时期，近期疲于监管影子银行体系。总体而言，金融危机之后，各主要金融强国随着其经济结构的变迁，金融服务业依然是富有吸引力的支持其国内经济发展的行业，对于影子银行业务等金融创新的监管都充满了不确定性。

从国际金融监管角度来看，FSB 在经过长期的讨论之后，联合巴塞尔银行监管委员会和国际证券业协会等机构在 2011 年 4 月至今集中推出了全面监管影子银行体系的基本框架和措施。基本覆盖或将要覆盖几乎所有的影子银行体系活动，方式包括直接监管和通过将银行发起的影子银行收回表内的间接监管。监管工具多样化，强度具有“层次感”，既包括交易数据信息宏观监测，也包括对其信用创造环节的程序、更严格的杠杆约束。总体而言，FSB 到目前为止，已经勾勒出影子银行体系国际监管的蓝图，影子银行体系被纳入监管框架已经不可避免。这些阶段性监管措施会在发达国家试行，并不断反馈、完善，最终必将对全球其他国家的影子银行体系发展产生影响。

从发达国家和国际监管中可以看出，各监管主体对影子银行体系

监管强度总体不高，具有试探性特征。这是因为，在新一轮监管扩张之后，影子银行体系可能又占领了新的领域，以新的方式出现。宽泛的监管范围和过于严格的监管措施都会导致影子银行体系以更加隐秘的方式出现，这种博弈已经持续了数百年并会在未来无限延续。认识到与市场博弈的长期性，监管当局都在试探性地拿捏对影子银行体系的监管强度。当前的监管强度不高，意在稳定动荡的金融市场。

（二）中国影子银行体系的未来发展展望

影子银行体系只是发挥银行功能的一些非银行信用中介机构，存在的形式多样化。欧美国家的影子银行体系基于金融创新，已经成为其银行业的现代金融发展方式。影子银行体系发展的过程对应着欧美国家放松金融管制的 30 余年，成就了其高度发达的金融服务业。

反观中国，现阶段的影子银行体系主要包括直接复制商业银行核心业务的非银行金融机构和活动（委托贷款、信托贷款、担保公司存贷款、民间借贷机构）和银信合作理财产品等非正式证券化活动^①等。影子银行体系的发展方式比较初级，基于金融创新的美国影子银行体系组成要素，如贷款销售、信用风险转移、资产证券化等活动尚未开始发展。从结构来看，基于复杂交易的信用创造机制还不存在；从规模来看，非银行机构的融资总量不足全社会融资总量的 20%，也不足银行体系总资产规模的 30%。综合来看，国内的影子银行体系尚不构

^① 之所以称之为非正式证券化活动，是因为 2007~2010 年的银信合作具有证券化特征，但又绕开银行监督管理委员会在 2005 年颁布的《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》。即由银行作为发起端，通过销售理财产品集合资金后作为单一委托人将资金信托给信托公司，向目标公司发放贷款。在非正式证券化活动中，商业银行并不真正转移信贷资产所有权，只是通过信托公司获得短期的流动性，以在信贷紧缩的情况下能维持原有的客户关系。信托公司只是商业银行转换流动性的表外管道机制，配合商业银行完成表外信贷活动。

成我国金融体系主要的系统性风险来源。

欧美不禁止影子银行体系不说明影子银行体系自身不存在问题，而欧美开始监管影子银行体系也并不意味着中国也一定要监管国内的影子银行体系。由于金融发展程度的不同，中国的影子银行体系发展模式与欧美不同，还处于非常初级的复制银行业务阶段。不应盲目附和复制国际上对影子银行体系的监管举措。未来的发展思路应该考虑到以下几点：

首先，不要轻谈监管影子银行体系，更不要盲目复制他国监管模式。经济发展的多样化需要多层次的信贷供给机制，国内的影子银行体系也是市场经济对目前货币市场量价失调的一种内在反应。因此，影子银行体系的发展没有“原罪”，不应在影子银行体系尚未发展或发展初期就将之消灭于“襁褓”中，这无异于杀鸡取卵，对中国经济发展并无益处。应该鼓励其发展，但必须了解中国式影子银行体系的风险生成机理，制度扭曲背景。短期内，应重点关注影子银行体系的负债资金来源、负债如金融理财产品的标准化和权利义务明晰化程度、资产结构、资产负债的时间错配程度等问题。长期内，应改变货币市场量价关系人为调控的制度，由金融市场工具进一步推动利率市场化；并基于市场自身发展，由行业自律组织等非监管主体，以符合市场发展规律的方式对影子银行体系设置风险止损机制和自救机制。

其次，鼓励银行业和金融市场的创新。国内经济发展需要多层次的金融创新服务。在我国工业化、城市化、金融业国家化进程中，在经济和金融体系整体运行平稳的情况下，应大力鼓励金融创新。与此

同时，国内银行业发展需要金融创新。在国际银行业监管不断强化的趋势下，国内银行业执行巴塞尔协议 II 和巴塞尔协议 III 只是时间问题，而此举必然加重商业银行的监管负担。在存贷利差不断缩小的局势下，国内商业银行唯有通过金融创新才能焕发新的活力。

再次，推动非银行金融机构提高核心竞争力。影子银行体系的组成部分包括商业银行表外机构，但大部分是非银行金融机构。非银行金融机构之所以复制银行业务，主要原因是其自身发展缺乏核心竞争力，主营业务缺乏创新。中央第十二个五年规划鼓励金融体系支持消费性金融，非银行金融机构在其中应该大有作为，应该基于自身的优势和经营特点，提高金融创新能力，与银行体系实现“共生”，分享全球和中国经济发展带来的红利。

参考文献

- [1] 李扬. 适应金融发展需要，重塑监管框架[J]. 金融评论，2010(6).
- [2] 李扬. 影子银行体系发展与金融创新[J]. 中国金融，2010(1).
- [3] 中国银行业监督管理委员会. 危机以来国际金融监管改革综述[R], 2010.
- [4] 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).
- [5] 欧洲中央银行网站[E], <http://www.ecb.gov>.
- [6] 英格兰银行网站[E], <http://www.bankofengland.co.uk>.
- [7] Adrian,T., Shin H. The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09[R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2010.
- [8] Department of the Treasury: Consideration of a Proposed Treasury Securities Lending Facility[R], <http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx>, 2006.
- [9] FSB. Shadow Banking: Scoping the Issues—A Background Note of the Financial Stability Board[R]. April,2011.

- [10] FSB. The Financial Stability Board's Work on Shadow Banking: Progress and Next Steps[R]. September,2011.
- [11] FSB. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation[R]. October,2011.
- [12] Gorton,G. *Slapped by the Invisible Hand: the Panic of 2007*[M].Oxford University Press.2010.
- [13] Gorton, G., A. Metrick. Haircuts[R]. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 2010
- [14] HM Treasury. A New Approach to Financial Regulation: Building A Stronger System[R]. February, 2011.
- [15] HM Treasury, The Turner Review——A Blueprint for Prudential Financial Regulation[R]. 2009.
- [16] McCulley,P. The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey[R]. PIMCO, Central Bank Focus, 1-12.2009
- [17] Mises, Ludwig Von. *The Theory of Money and Credit*[M]. New York: Foundation for Economic Education.1971.
- [18] Tucker, P. Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability[R], Remarks to BGC Partners Seminar.2010.
- [19] Tucker,P. Building Resilient Financial Systems——Macroprudential Regimes and Securities Market Regulation[R]. BIS Speech, May, 2011.

On Progress, Deficiency and Way of International Regulation on Shadow Banking

ZHOU Liping (Beijing, 100732)

Abstract: This article analyses progress, deficiency and way on shadow banking by America, EU, British and Financial Stability Board. Furthermore, it should be oversight that credit-creation is the nature of shadow banking as banking along with its inner defection. But the current regulation hasn't totally covered it. As to China, there is only primary shadow banking system in domestic which is still duplicating core business of banking. The authority should encourage not restrain them and monitor inner risk-taking mechanisms as well.

KeyWords: Shadow Banking; International Regulation; Credit-Creation;

Financial Innovation