

# 影子银行:商业银行的机遇与挑战

张 坤

本文从信用中介链的分类来提供一个综合性地看待影子银行系统的视角。影子银行系统是历史的,证券化技术的引入和应用将影子银行系统划分为两个阶段:前证券化阶段和证券化阶段。在这两个阶段,影子银行系统对商业银行的影响并不相同。总体上看,影子银行系统的发展加剧了信贷市场的竞争,为商业银行提供更多更有效的信用风险管理工具,而且在证券化技术普及推广过程中,影子银行系统的影响范围日益扩大,其在金融系统中的地位日益上升,商业银行或主动地或被动地融入其中,转变商业模式,成为证券化的商业银行。

[关键词] 信用中介链;证券化;影子银行;商业银行

[中图分类号]F831.2 [文献标识码]A [文章编号]1006-169X(2012)04-0037-05

张坤(1982-),河南平顶山人,中国社会科学院金融研究所博士后科研流动站暨中国华融资产管理公司博士后科研工作站,在站博士后,研究方向为商业银行竞争战略。(北京 100033)

“影子银行系统”是一个新鲜的概念,当前关于影子银行系统的认识仍然处于非常基础的阶段,大部分文献探讨的是什么是影子银行和影子银行系统以及如何对其进行监测或监管。本文以对信用中介过程的深入分析为基础,来探讨影子银行系统与商业银行系统之间的关系及其对商业银行未来发展趋势的影响。

## 一、当前对影子银行系统的基本认识

不同的文献在“影子银行系统”的界定上存在诸多差异,但是在概念的起源上已经达成一致了。大部分文献都提到,美国太平洋投资管理公司董事总经理保罗·麦卡利首次提出了“影子银行系统”概念(McCulley, 2007)。归纳起来看,当前关于影子银行系统的界定之间的差异大致体现在三个方面:一是通过对比影子银行系统与商业银行系统的核心特征来定义,认为影子银行系统“复制”了或具有商业银行系统的特征(如 Tucker(2010));二是在前一种

定义的基础上,进一步认为影子银行系统不受监管,或者仅受到轻微的监管,一般而言,它们也不能接受中央银行的流动性支持和公共部门的信用增级服务(如 Pozsar et al(2010)、FCIC(2010));三是从信用中介过程来定义影子银行系统,在概念上还根据监管部门的立场和政策进行了广义和狭义的区别(FSB,2011a, 2011b)。

关于影子银行系统的构成,针对国外金融系统的研究大都将影子银行系统看作是由在证券化过程中发挥作用的一系列金融产品、金融实体和金融活动构成(IMF, 2008、Pozsar et al, 2010、FCIC, 2010、FSB, 2011a,2011b)。具体而言可能包括抵押支持证券(MBS)、资产支持证券(ABS)、CDOs、资产支持商业票据(ABCP)、特殊目的载体(SPVs)、财务公司、货币市场基金、投资银行、对冲基金、政府发起机构(GSEs)、证券借贷者等。

在同一课题之下,针对国内问题的研究和公开

研讨主要探讨了银行表外业务(特别是银行理财业务、银信合作)、委托贷款、民间融资活动等,针对国内商业银行证券化实践的探讨反而比较少。当前,国内资产证券化实践尚处于试点阶段,基础资产和投资者范围都非常有限,大部分证券化产品仍然滞留在银行系统内部,对于整个商业银行系统而言并没有起到转移信用风险的作用。

## 二、影子银行系统及其阶段性

通过信用创造调配金融资源是金融系统的一个基本功能。在实践中,金融系统内部存在多条信用中介链,它们维系着金融系统的信用中介过程的正常运行,并且各自涉及不同的金融实体和金融活动,在金融系统的不同发展阶段,发挥着不同的作用。

(一)金融系统中的信用中介过程:兼论市场的作用

信用中介过程通过信用中介链将资金余缺双方联系起来。在资金盈余一方是银行存款人和债务证券持有人,在资金需求一方则是银行和财务公司等贷款机构的借款人和债务证券发行人。按照组合关系,资金余缺双方之间可能存在四条信用中介链,它们分别由各自链条内的金融实体和金融活动构成(见图1)。

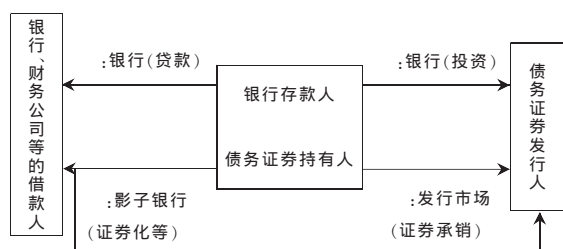


图1 金融系统中的信用中介链

注:在贷款实践中,银行、财务公司等金融机构所用的资金也可能是其投资人的投入资本,但本文不关注这一部分金融活动。

在信用中介链和信用中介链中,资金余缺双方需要通过与银行建立债权债务关系才能沟通起来,但双方之间不存在直接的债权债务关系。商业银行可以通过吸收存款来筹集贷款用资金,也可以通过发行债务证券来筹集资金,但是在这里,市场的作用,即为商业银行提供一条债务融资渠道和债务凭证投资渠道,对于传统的间接融资渠道而言并不构成必要条件,或者说即使不依赖货币市场和资本市场,传统商业银行仍然可以通过存贷款业务活

动将资金余缺双方联系起来。

在信用中介链中,资本市场发挥着关键作用。从纯粹意义上讲,资金余缺双方在交易结束时并不参与信用中介链的中间环节的金融机构建立债权债务关系,而是建立了直接的债权债务关系;在信用中介过程中,构成信用中介链的金融机构不需要与债务证券的发行人和持有人之间建立债权债务关系。

信用中介链所含的内容非常广泛和繁杂,对其认识也比较混乱。它是由一系列多样化的信用中介子链构成的,既有非证券化的信用中介子链,又有证券化的信用中介子链。其中一些金融要素在金融系统产生发展的早期就已存在并一直发挥着作用,而且其中的非存款性贷款机构在缓解中小企业融资难问题、帮助弱势群体和促进贫困地区发展方面发挥着重要作用。

在证券化技术得到推广应用之前,参与到信用中介链的金融机构不能吸收存款,大部分属于非存款类贷款机构,它们用于发放贷款的资金主要来源于发行票据和债券,以及向银行申请贷款。在此阶段,市场的作用是有限的,缺乏贷款交易市场严重制约着这一融资渠道的作用。

在证券化技术得到推广应用之后,市场的作用得到极大扩张。之前不能进行交易的贷款也可以交易了,专业贷款机构的贷款业务成为一种过桥融资业务。证券化的信用中介链遂成为信用中介过程中最具活力的部分,构成信用中介链的投资银行、对冲基金、信用评级机构、保险公司等都参与到证券化的信用中介链中,这两条信用中介链之间的融合越来越深入,商业银行也通过出售贷款等业务活动参与进来,从而使市场的影响范围和影响力不断提升。

对比信用中介链和证券化的信用中介链,还可以发现影子银行系统和商业银行系统之间存在一个重大差异。尽管在发起贷款时,证券化的信用中介链需要影子银行的存款人和债务证券持有人的资金,但是当证券化过程结束时,他们的位置便由证券化产品的投资者所替代。投资者成为影子银行系统的最终贷款人,影子银行的存款人和债务证券持有人的作用是提供“过桥贷款”用资金。这一点与商业银行系统显著不同。商业银行发起贷款,并持有贷款到期,当它们将贷款出售时,它们也构

成影子银行系统的一部分。

## (二)影子银行系统再认识

### 1. 概念

本文支持这样一种看法,即影子银行系统的经济性定义和监管性定义不应该是相同的。这一看法与FSB(2011a, 2011b)的“两步定义法”(two-step approach)的基本思路是一致的,但在影子银行系统所涉及的信用中介链上,本文的看法与FSB(2011a, 2011b)的观点并不相同。按照FSB(2011a, 2011b)广义影子银行系统概念,我们这里所说的信用中介链

也是构成影子银行系统的基础。但我们并不支持这一看法,我们的观点与Tucker(2010)类似。Tucker(2010)曾明确指出,影子银行系统并不是指除银行贷款之外的任何信用中介渠道,他还举例说,公司债券市场并不属于一个影子银行。

从经济意义上讲,影子银行系统是参与到信用中介链各环节的全部金融要素构成的有机整体,其中一些信用中介子链或金融要素由于并不具有系统重要性,或者其系统重要性没有得到充分认识和重视,没有得到监管关注,或只得到了轻微的监管关注。参与到信用中介链中的金融实体可以被称为影子银行,在证券化的影子银行系统中,它们是市场导向型信用中介过程的重要构成要素。这一界定是开放的,监管部门、公共部门和中央银行可以定期关注信用中介链的发展和演化,分析其构成要素的系统重要性,并对那些具有系统重要性的要素进行监测和监管。

需求强调指出的是,是否接受监管,或者接受监管关注的力度不能作为一些金融活动和金融实体是否属于影子银行的标准。也就是说,只要它们属于影子银行,那么即使未来它们接受了充分的监管,它们仍然是影子银行。因为它们从事了信用中介活动,但不属于商业银行。

### 2. 阶段性与构成

从信用中介链的产生和发展过程看,影子银行系统发展是具有阶段性的,而且其阶段的划分与金融市场的发育程度和金融产品的丰富程度有关。实践中,证券化技术的普及应用是导致信用中介链发生结构性变化的直接原因。从这一点看,当前对影子银行的探讨可以说跨越了影子银行系统的两个发展阶段。

在证券化技术创新出现之前,甚至在金融产生

之初,信用中介链就已经产生,影子银行通过这条信用中介链,向个人、家庭和企业提供资金。然而,直到20世纪90年代之前,前证券化影子银行系统的规模一直低于商业银行系统,特别是在20世纪80年代之前,其发展也一直比较缓慢。尽管如此,它们对于金融稳定而言已经具有重要意义了,即使是在证券化技术大发展之前。

在一些公开场合,国内舆论将小额贷款公司、信托公司、担保公司、典当行,以及其他民间金融行为都视为影子银行系统的构成要素。实际上,这些金融要素在发达经济体也存在,而且在证券化产品出现之前,这些金融要素就已经存在了。

证券化技术出现于20世纪70年代的美国,其目的是创造一种向居民住房市场提供更多抵押贷款的工具,以缓解抵押贷款资金不足问题。在证券化技术获得广泛运用之后,特别是一些证券化产品本身也被作为证券化过程的“原料”,证券化产品的结构越来越复杂,链条越来越长。构成证券化信用中介链的金融实体和金融活动也更为多样和复杂。它们发放贷款,并将贷款出售,所得资金被再次用于发放贷款,形成一个闭合回路。此过程促进了信用创造,从而使影子银行承担着由商业银行所承担的角色。

## 三、影子银行对商业银行的影响

### (一)前证券化影子银行系统对商业银行系统的影响

从证券化技术的普及过程来看,前证券化影子银行系统向证券化影子银行系统的过渡大致发生在20世纪80年代和90年代早期。在此之前,证券化的信用中介链对商业银行信贷业务的影响并不显著。尽管影子银行系统也通过财务杠杆执行期限转换、流动性转换和信用中介功能,但是由于资本有限,它们对商业银行系统的影响也有限。在大部分情况下,它们都是作为商业银行系统的补充而存在和发挥作用。那些无法获得商业银行服务或者商业银行服务成本较高的个人、农户、城市家庭、中小企业等经济主体从那些专司贷款业务的小额贷款公司、信托公司、财务公司获得信贷支持。当然,双方的市场可能会存在一定交叉,从而存在着相互竞争的地方,但是这种竞争并不是非常激烈。

随着金融脱媒化进程不断深入发展,商业银行系统不得不侵入影子银行系统的一些市场,比如开

辟中小企业贷款市场。这种“入侵”行为必然会强化二者之间的竞争。然而,这种竞争的增强是由商业银行系统自身的市场拓展活动导致的,而不是相反。此外,商业银行系统是影子银行系统的资金来源渠道之一,影子银行经营业绩的波动也会对商业银行造成影响。

## (二) 证券化影子银行系统对商业银行系统的影响

影子银行系统之所以能够具有如此之大的影响力,乃至成为诱发全球金融危机的直接原因,是因为证券化。当影子银行系统发展到证券化阶段时,其影响已经是不可同日而语。特别是,在证券化阶段,影子银行系统与商业银行系统之间的融合以全新的方式和更大的规模展开,以至于商业银行系统转变为证券化的商业银行系统,银行与市场之间的界限越发模糊。

### 1. 加剧信贷市场竞争

影子银行系统的每一次发展,都会增加信贷资金需求者的融资渠道多样性,加剧了信贷市场竞争激烈程度。影子银行系统的证券化更为深刻地改变了信用中介链,从而在更大范围和更大规模上加剧了信贷市场竞争。在证券化阶段,更多的购房家庭、自由职业者、学生、信用卡用户、中小企业、地方政府加入到影子银行系统的最终借款人一端。他们所拥有的融资渠道更加多样化,而且影子银行所提供的融资渠道比商业银行贷款审批部门更为便利和快捷。影子银行系统的证券化过程本身就是一个资本市场深入发展的过程,金融脱媒化越发深入发展。为了挽留客户或拓展市场,商业银行不得不同影子银行展开更为激烈的竞争,甚至不惜重构商业模式,转变成为证券化商业银行,融入影子银行系统。

### 2. 为商业银行信用风险管理提供金融工具

从本源来看,证券化技术创造的目标是提高住房抵押贷款市场资金供给。商业银行可以使用证券化技术提高资产的流动性,降低资产负债期限错配的程度,从而可以满足更多个人、家庭、企业和政府的更大的资金需求。实践中,进入证券化过程的基础资产的信用风险高低或质量好坏基本上是一个人为问题。这里存在一种外部性。证券化过程的参与者都可以从中受益,贷款人获得了贷款,买到了所需要的商品,中介机构获得了中介服务费,其他一

些机构则获得了利息,但是除了最终贷款人和广大纳税人之外,大部分参与者都不需要承担由此产生的成本和责任,包括事前对贷款人进行充分的尽职调查的责任,及对影子银行系统乃至整个金融系统的稳定状况的责任(张坤,2011)。

### 3. 促使传统商业银行转变为证券化商业银行

在贷款业务方面,传统商业银行的经营模式是“发起并持有”。在证券化技术冲击之下,它们也加入到证券化信用中介链当中,通过出售贷款和给予证券化产品设计和发行机构以流动性和信用支持,为证券化过程提供“原料”和“燃料”。特别是“发起并出售”商业模式的建立和运用使得传统商业银行演变成为证券化商业银行。

商业模式的转变对于信用中介过程和商业银行系统的影响是深远的。一是它使得信用中介链与信用中介链相互融合起来,使得银行业更进一步融入到资本市场的深入发展过程中。二是它极大地提高了商业银行中间业务比重,改变了商业银行收入来源结构。一部分存贷利差收入消失了,取而代之的是发起贷款的手续费收入。三是提高商业银行风险管理能力,节省了资本金。转移信用风险使得满足风险加权资本充足率要求所需要的资本金有所减少。四是在2007年金融危机爆发之前的贷款实践中,“发起并出售”的商业模式的建立还弱化了商业银行对贷款项目和贷款人进行事前尽职调查和事后监督的激励。这一点饱受批评,也成为要求加强对商业银行和证券化过程的监管力度的重要理由。

### 4. “发起并出售”商业模式的激励弱化效应

鉴于“发起并出售”商业模式的激励效应的重要性,我们进一步展开分析。“发起并出售”商业模式的收入依赖于贷款数量,而非贷款质量。如果不考虑其他情况,“发起并出售”商业模式将严重破坏“自主经营,自负盈亏”的激励结构,从根本上扭曲商业银行以及其他专业贷款公司的贷款行为。

关键问题有二。其一,“激励弱化效应”是否是由“发起并出售”商业模式一手造成的?实际上,除了证券化导致的“发起并出售”商业模式之外,还有一些因素会影响商业银行的贷款决策。一是宏观经济周期。一般情况下,在经济繁荣阶段,商业银行会降低贷款审查要求。二是货币政策。较低的短期利率会弱化银行对家庭和企业的贷款条件。三是信用



风险资产充足率要求存在缺陷。四是担保机构的信用评级变化情况和抵押品市场行情。五是贷款市场竞争情况。六是贷款交易市场放松对贷款质量的要求,这是促使向证券化载体出售贷款的商业银行降低贷款条件的必要条件。七是证券化过程的复杂性和不透明性是商业银行敢于降低贷款条件的重要原因。投资者过度依赖信用评级机构的评级结果,荒废了尽职调查,而信用评级机构则未能准确揭示风险。八是商业银行自身对待信贷市场份额方面的立场。为了拓展市场,它们也会主动降低贷款条件。

其二,“发起并出售”商业模式是否必然弱化商业银行在发放贷款时的审慎程度?或者说,这种影响是否可以逆转?具体来讲,如果要求商业银行在出售贷款时保留一部分信用风险,那么结果会是什么呢?美国金融稳定监督委员会(FSOC, 2011)在2011年1月18日发布的一份针对《多德-弗兰克法案》中的信用风险保留要求的宏观效应的研究白皮书中指出,如果安排合理,那么风险保留可以将证券化过程参与者的利益有效联结在一起,降低证券化过程中的一些内在风险,激励更好的贷款决策,提高证券化基础资产的质量,缓解证券化过程的顺周期效应。而且FSOC还认为,不能对证券化过程限制过紧,否则,风险保留可能不利于信贷形成,从而损害经济增长。

#### 5. 商业银行被卷入或主动涉入影子银行系统

除了“发起并出售”商业模式之外,还存在其他一些促进商业银行系统与影子银行系统相互融合的渠道和方式。一是银行控股公司通过旗下的一些附属机构开展证券化业务,这促成了“内部”影子银行子系统的产生(Pozsar et al, 2010)。二是商业银行参股或控股一些影子银行,从事一些专业贷款业务。三是商业银行向影子银行提供贷款,提高那些独立的专业贷款公司的贷款能力。四是商业银行向证券化载体提供流动性和信用支持。比如,资产支持商业票据管道,尽管在法律上它们已经实现了破产隔离,但是它们还是会从其发起银行那里获得一定的流动性额度。对于那些与其发起银行之间不存在流动性支持协议的结构载体而言,其发起银行出于声誉上的考虑,在危机时期还是会给它们提供流动性和信用支持。五是商业银行还投资一部分证券化产品。在次贷危机爆发之前,很多证券化产品被赋

予较高的信用等级,包括国内大型商业银行在内的银行都从事证券化产品投资。

#### 四、结论

从国内外信用中介链的复杂程度和参与要素类型看,国内外影子银行系统存在很大差距。整体上看,国内影子银行系统尚处于前证券化阶段,还不能算作是证券化的影子银行系统。在政策研究和制定过程中,特别需要注意的是,切忌张冠李戴,将针对证券化影子银行系统的监测或监管安排应用到前证券化影子银行系统。规范和促进应该是对待国内影子银行系统的基本政策立场。

通过证券化产品创新和发展,实现商业银行系统与影子银行系统之间的融合,是资本市场拓展其力量范围和金融系统发展的必然趋势。商业银行将不得不转变商业模式,加入到这一趋势当中。这将为商业银行信贷业务以及中间业务发展提供重大的机遇和挑战,商业银行应该早做准备。

#### [参考文献]

- [1]张坤.金融稳定机制问题研究——基于金融系统论视角[D].北京:中央党校博士学位论文,2011.
- [2]FCIC, 2010. Shadow Banking and the Financial Crisis [R]. Preliminary Staff Report.
- [3]FSB, 2011a. Shadow Banking: Scoping the Issues [R]. A Background Note of the Financial Stability Board.
- [4]FSB, 2011B. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation [R]. Recommendations of the FSB.
- [5]FSOC,2011.Macroeconomic Effects of Risk Retention Requirements[R].
- [6]IMF,2008.Global Financial Stability Report (October 2008) [R].
- [7]McCulley, Paul, 2007. Teton Reflections [J]. PIMCO Global Central Bank Focus.
- [8]Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. and Boesky, H., 2010. Shadow Banking [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 458.
- [9]Tucker, Paul, 2010. Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability [C]. Remarks at a BGC Partners Seminar, London.