

2010 年中国金融与投资发展报告

JINRONG JIGOU CHUANGXIN YU
FENGXIAN GUANLI

金融机构创新与 风险管理

主 编

张中华

朱新蓉

张金林



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

2010 年中国金融与投资发展报告

金融机构创新与风险管理

主编 张中华 朱新蓉 张金林

 中国金融出版社

责任编辑：罗邦敏 单翠霞

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融机构创新与风险管理 (Jinrong Jigou Chuangxin yu Fengxian Guanli):
2010 年中国金融与投资发展报告/张中华, 朱新蓉, 张金林主编. —北京:
中国金融出版社, 2011. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5872 - 3

I. ①金… II. ①张…②朱…③张… III. ①金融事业—经济发展—研究
报告—中国—2010②投资—研究报告—中国—2010 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 040034 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 25

字数 478 千

版次 2011 年 5 月第 1 版

印次 2011 年 5 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5872 - 3/F. 5432

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

1	绪论
1	一、问题的提出
2	二、金融机构创新的动因与风险
5	三、“影子银行”的发展与金融风险的增大
8	四、“太大不能倒”与系统性风险
11	五、美国金融监管的改革与金融机构发展的取向
14	六、我国金融机构创新的成就与问题
17	七、金融危机给我国金融机构创新带来的挑战与机遇
21	八、我国金融机构的创新与风险防范
主题篇	
31	第一章 金融机构规模与系统性风险管理
31	一、问题的提出
32	二、文献综述
36	三、金融机构“太大不能倒”：美国的实践
43	四、金融机构“太大不能倒”：救助理由与救助困难
44	五、金融机构“太大不能倒”：为什么必须终结
45	六、金融机构规模与风险的实证分析：以中国商业银行为例
52	七、结论与政策建议

58	第二章 商业银行理财产品定价与风险管理
58	一、问题的提出
61	二、结构型理财产品定价与价值损失的风险管理
68	三、结构型理财产品定价与声誉损失的风险管理
71	四、案例分析
72	五、结论
74	第三章 商业银行贷款违约损失估计与定价
74	一、问题的提出
75	二、单期违约损失率的估计
77	三、《巴塞尔新资本协议》框架下的贷款定价：文献回顾
78	四、多期零息票违约损失与贷款定价方法
81	五、不同偿还计划的可调整风险价格的估算方法
83	六、结论及进一步研究方向
87	第四章 商业银行抗风险能力与治理水平
87	一、文献综述
90	二、研究假设与变量选取
93	三、研究样本与统计描述
98	四、模型构建与实证检验
102	五、结论
106	第五章 商业银行国际化经营效率及风险防范
106	一、中国商业银行国际化经营发展及现状
109	二、商业银行国际化经营效率及风险防范：文献述评
110	三、商业银行效率的测算方法：三阶段 DEA 模型
112	四、商业银行国际化经营效率的实证分析
114	五、商业银行国际化经营效率的影响因素
115	六、商业银行国际化经营的风险

116	七、结论及政策启示
123	第六章 证券公司业务创新与风险管理
123	一、我国证券公司业务结构的现状与问题
133	二、我国证券公司业务创新的外部环境分析
135	三、中外证券经营机构业务创新的对比与启示
141	四、我国证券公司业务创新与风险防范策略
145	第七章 证券公司交易策略优化与风险管理
145	一、问题的提出
146	二、文献综述
148	三、VWAP 策略与交易量预测
158	四、基于 VWAP 的日内交易量预测实证研究
165	五、结论
168	第八章 保险公司创新与操作风险管理
168	一、问题的提出
170	二、保险公司操作风险理论研究述评
175	三、保险公司操作风险的来源与管理现状
177	四、保险公司操作风险产生原因的深层透视
183	五、制度创新:保险公司操作风险管理治本之道
185	六、技术创新:保险公司操作风险管理必由之路
189	第九章 信托公司创新与风险管理
189	一、问题的提出
190	二、我国信托业发展的制度困境
195	三、我国信托公司产品创新的现状
203	四、我国信托公司产品创新的风险管理
211	五、我国信托公司产品创新的制度规范
217	第十章 金融机构一体化集成风险管理
217	一、问题的提出
218	二、金融机构风险多元性、相关性与风险集成
221	三、金融机构多元风险一体化集成管理研究方法

225	四、模拟实证分析
230	五、结论
232	第十一章 金融机构服务创新与社会责任
232	一、引言
234	二、文献综述与研究假设
240	三、研究方法
242	四、研究假设的检验与讨论
250	五、对金融机构管理的启示
专题篇	
261	专题一 突发冲击反弹力与银行危机管理
262	一、突发冲击反弹力概念的引入
268	二、银行危机产生机制:突发冲击反弹力视角
271	三、突发冲击反弹力与银行危机:来自加拿大银 行业的证据
279	四、结论
283	专题二 金融风险对房地产市场影响事件研究
283	一、引言
285	二、文献综述
287	三、研究方法和数据筛选
295	四、金融风险对我国房地产市场的影响
302	五、结论
305	专题三 学生贷款的特殊性:来自实验的证据
305	一、引言
305	二、理论分析
308	三、实验方法
309	四、实验结果
314	五、结论与政策含义
319	专题四 农村金融机构效率困惑:解析与突破
319	一、农村金融机构效率困惑:表现
323	二、农村金融机构效率困惑:解析

328	三、农村金融机构效率困惑:突破
332	专题五 养老基金发展与金融结构变迁
332	一、问题的提出与文献综述
333	二、养老基金发展与金融结构变迁:内在机制
335	三、养老基金发展与金融结构变迁:实证研究
338	四、养老金制度差异与金融结构差异:以美、英、 德、日四国为例
342	五、结论与启示
347	专题六 我国利率政策效应的实证研究(2007 ~ 2010)
348	一、相关文献综述
351	二、实证研究
356	三、实证结论及政策含义
附录	
363	中国金融与投资发展大事记

绪 论

一、问题的提出

发轫于美国的全球金融危机引发了金融学界乃至整个经济学界对金融创新与金融风险的热议讨论。美国、英国等国的金融监管部门以及国际货币基金组织等国际组织纷纷对全球金融危机的成因进行分析，并对现行的金融监管模式和方法进行检讨，以期加强对金融风险的预防与控制。如国际货币基金组织于2008年4月发布的《全球金融稳定报告》（GFSR）认为私人部门风险管理、信息披露和金融部门监管都滞后于迅速的创新和商业模式的变化，导致过度冒险、担保薄弱、期限错配和资产价格通胀，是全球金融危机的重要原因。2010年7月美国总统签署自20世纪大萧条以来力度最大的金融监管改革法案，提出了创立一个跨机构的委员会以控制经济中的系统性风险、加强对于对冲基金和信贷评级机构的管理、建立金融消费监管机构等一系列改革举措。

金融机构是金融创新的主体，一些大的金融机构，如AIG、雷曼兄弟公司，或破产倒闭或需要政府救助，成为美国及全球金融危机的标志性事件，这不能不使人们将关于金融危机的讨论聚焦于金融机构。近年来，关于金融机构的讨论很多。如有的学者认为，影子银行迅速发展，几乎包揽了大部分的金融创新，而金融监管部门忽视了对它们的监管，是造成金融危机的主要原因；有的学者认为，美国1999年通过的《金融服务现代化法案》，使金融机构由分业经营转向混业经营，而金融监管仍采取双重多头的传统模式，不能对金融机构实施有效的监管，是造成金融危机的重要原因；有的学者认为，大型金融机构倒闭将引起一系列连锁反应，以至“太大不能倒”迫使政府不得不采取某种救助措施，金融监管的困难在于防范系统性风险；有的学者认为，金融机构跨国经营的迅速发展，促进金融市场国际化程度的提高，同时使金融危机可能在全球范围迅速蔓延。此外，金融机构的道德风险也受到人们的广泛关注。伯纳德·麦道夫500亿美元的诈骗案和艾伦·斯坦福80亿美元的诈骗案相继曝光，美国金融机构在获得政府

2 金融机构创新与风险管理

救助后向高管发放巨额薪金和奖励，都成为人们热议的话题。

我国几大商业银行，如工商银行、建设银行和中国银行的规模已位居世界前列。按照2009年12月31日的市值排名，全球前十大银行分别是中国工商银行（2 689.82 亿美元）、中国建设银行（2 014.55 亿美元）、汇丰控股（2 007.25 亿美元）、摩根大通（1 710.53 亿美元）、中国银行（1 539.72 亿美元）、美国银行（1 496.48 亿美元）、富国银行（1 379.95 亿美元）、桑坦德银行（1 360.02 亿美元）、法国巴黎银行（948.93 亿美元）和花旗集团（935.43 亿美元）。但是，我国金融机构的效率与风险管理能力同样存在隐忧。美国次贷危机爆发后，人们原以为对我国影响不大，但后来事实表明我们低估了美国次贷危机对我国金融机构的影响。自2008年底我国实施积极的财政政策和货币政策以来，商业银行大幅度增加信贷投放，2009年新增贷款9.59万亿元人民币，同比多增达4.69万亿元，增速为31.7%，年末 M_2 和 M_1 分别增长27.7%和32.4%，分别为1996年和1993年以来最高。^①如此巨量的信贷投放和货币供给的高速增长又引发了人们对通货膨胀以及银行不良资产比率上升的担忧。

自改革开放以来，我国金融机构的改革和发展，大多以西方发达国家为参照，尤其是在许多方面借鉴了美国的经验。次贷危机暴露了美国金融体系的许多弊端，引发了美国和国际社会的反思和检讨，那么中国金融机构的创新、改革和发展究竟应从美国及西方发达国家吸取什么样的教训，中国今后创新发展的道路应该如何走，这些自然就成为必须认真研究和回答的问题。正是基于上述考虑，继研究资本市场与实体经济、资本市场与投资、资本市场与汇率、资本市场与房地产和资本市场创新与风险管理等问题后，本年度我们选择以金融机构创新与风险管理为主题进行研究。

二、金融机构创新的动因与风险

国内外对金融创新的动因已有大量的研究，有需求主导说、技术推进说、规避金融管制说、规避金融风险说和追求利润说等。按照这些理论，金融创新是金融机构在金融需求变动的引导下或者是在技术进步的推动下为了规避金融管制、规避金融风险或追求更多的利润而实施的变革。在主流的金融创新理论中，金融机构大多被假定为同质的理性的经济主体；金融机构的决策被认为是相互独立的，只考虑金融机构对市场需求与金融监管的反应；主要考虑了金融创新对资源配置和经济发展的正面效应，较少考虑金融机构创新可能带来的风险。事实上，金融机构的创新并不总是有利的，有的创新可能对一部分机构或个人有利而会给另外的机构和个人带来风险，有的创新则可能引发系统性风险。

^① 中国人民银行货币政策分析小组：《2009年第四季度中国货币政策执行报告》，2010-02-11。

金融是一个极为复杂的系统，金融机构作为金融创新的主体是异质的。金融系统中存在多种不同类型、不同规模和处于不同发展阶段的金融机构，其效用函数和风险偏好都可能不尽相同。例如，大型商业银行与小型商业银行相比，大型商业银行可以凭借资金实力雄厚、网点分布面广等优势，选择大型企业作为目标客户，并提供多种金融服务；小型商业银行则往往采取比较灵活的经营策略。处于发展初期的保险公司，大多倾向于采取多种措施增加保费收入；而发展到一定阶段后，保险公司不得不注重保险资金的投资运营。股票型基金、债券型基金和混合型基金都是从事证券组合投资，但投资回报的目标和风险偏好也显然不同。不仅如此，金融机构的异质性还表现在市场范围、拥有信息多少以及市场经验等多个方面。有的金融机构只服务于局部市场，而有的活跃于整个国家乃至全世界的金融市场；有的金融机构建立有庞大的信息网络系统，而有的则信息收集和处理能力都相对较差；有的金融机构有着丰富的市场经验，行为较为理性，有的金融机构可能缺乏市场经验，甚至只是短期或偶尔参与金融市场的活动。

金融机构作为金融创新的重要经济主体，其行为是所有者、经营者及利益相关者相互博弈的结果。这些主体之间在享受收益与承担风险方面可以形成利益一致关系，但在特定时期和特定条件下则可能由于利益不一致而发生冲突。股份制商业银行至少涉及股东、经营者和存款人的利益。在资本金一定的条件下，只要存款能够不断增长，存贷款利差超过经营成本，贷款能够顺利还本付息，股东、经营者和存款人都能获利。但是，经营者可能做出对自己有利而侵害股东及存款人的行为。例如，当股东以存款额作为主要指标考核银行经营的主要业绩指标时，银行经营者通过高利息吸收存款，经营者可能因存款的大幅增加而获得奖励，但可能造成经营成本的大幅上升；当股东以利润作为主要指标考核银行经营者业绩时，经营者可能千方百计扩大贷款规模，而可能忽视贷款的风险；当我们强调风险的责任约束时，又可能出现惜贷行为。股份制保险公司至少涉及股东、经营者与投保人的利益。只要保费能够不断增长，保费的收入加上投资收入，能够抵补当期的赔付和经营成本，保险公司就能继续运行下去。但股东、经营者和投保人之间同样存在利益冲突的地方。如果经营收入与公司的现期利润挂钩，经营者为提高现期利润而过度投资高风险金融资产，可能导致未来时期赔付能力不足，从而损失投保人利益。合伙制投资银行与股份制投资银行不同，在合伙制条件下，所有者同时又是经营者，利益与风险相关度高；在股份制条件下，所有者与经营者分离，利益冲突的概率加大。

金融机构与金融机构之间也不是相互独立的，而是相互影响、相互作用和博弈的关系。金融机构的创新行为不仅需要考虑到市场需求和金融监管的约束，同样受到其他金融机构的影响。在这种相互影响下，金融机构可能放弃理性的行为。凯恩斯曾经将股票投资喻为“选美竞赛”，人们并不一定选择自己认为最具投资

4 金融机构创新与风险管理

价值的股票，而会选择别的投资者愿意以更高价格购买的股票。同样，投资者购买住房抵押贷款衍生证券，关注的往往并不是这些衍生证券内在的价值，而是关注从买卖中能否套利。不仅普通的投资者具有从众心理，金融机构也不例外，一些大型机构往往成为创新的“领头羊”，其行为对中小机构具有明显的“羊群效应”。

金融作为一个复杂系统，具有自组织的特点，金融机构创新不是金融机构及其服务对象行为的简单总和，必然受到其他系统的制约。就经济而言，金融系统受实体经济的约束，必须依托并服务于实体经济。从总体上看，金融的需求来源于实体经济发展的需要，实体经济的发展变化必然引致金融系统的变化。反过来，金融系统的发展变动，也会影响实体经济的发展，两者的相互作用决定金融系统与实体经济的动态演进。但是，这种动态演进并不是微观主体行为的简单加总。例如，商业银行通过住房抵押贷款证券化，可以将住房抵押贷款的风险转移出去，但对于金融系统而言，住房抵押贷款的风险依旧存在，只不过是将其转移到了证券投资者承担。由于银行可以通过抵押贷款转移风险，可能放松对住房贷款风险的评估，同时抵押贷款证券化的过程本身还可能派生出新的风险。从微观上看，只要抵押贷款证券能够转让出去，无论它所代表的真实资产的价值是多少，证券投资都可能盈利。但是，从长期看，证券的价格总体上决定于它所代表的真实资产的价值，并不会因为投资者个人追涨杀跌的行为有所改变。相反，投资者盲目跟风，追涨杀跌的结果必然导致一部分投资者的风险损失。

从微观层面来看，如果金融机构是理性的，只有在能够提高利润或降低交易成本或降低风险的情况下，金融机构才会实施创新，因而金融创新对金融机构总能产生正的内部效应。但是，在分析金融机构复杂的内部结构后，可以看出：经营者出于自利的理性行为，并不一定对所有者或其他利益相关者有利。这里还有决策眼界和决策心理的问题。就决策眼界而言，金融机构的经营者与所有者往往有任期的约定，其奖金或期权兑现也可能有约定的期限。理性的经营者实施创新时，无疑要考虑在这个约定期内能否为所有者创造利润或降低成本，至于超过这个期限后，该项创新会带来何种风险，则可能被忽视。这是制度设计本身所造成的决策眼界的“短视”。还有一种是因为人们普遍偏好于眼前的利益而产生的决策眼界“短视”问题。就决策心理而言，行为金融理论认为：在金融市场中，人们的行为常常受心理因素的影响，从而表现出过度自信、损失规避和后悔规避的倾向。人们对自己的判断常常表现出过度的自信，而忽视别人可以得到的信息；当出现损失时，不愿实现亏损而倾向于追求风险；可能为了避免后悔和失望而维持现状。由于这些复杂因素的影响，微观经济主体的行为并不总是理性的。这样，金融创新就并不总是在能够提高利润或降低交易成本或降低风险的情况下

才会被实施或接受。有的创新可能会为某些主体带来正的效应，而对其他主体产生不利影响；有的创新可能会给机构带来短期的好处而潜藏着长期的风险；有的金融创新则可能是微观主体非理性行为的结果。

从宏观层面看，如果金融创新能够提高微观的资源配置效率，带来微观经济主体效用的增加，在一般情况下也将对经济整体产生正的效应。但是这是有条件的和有限度的。例如，住房抵押贷款，可以让低收入者住上房屋，但前提是受款人在约定的期限内能够还本付息，金融的作用在于让消费者跨时期配置自己的收入，或者说让消费者可以将未来的收入用于现期消费。如果现期的消费超过了未来收入的现值就会出现超支，受款人在约定的期限内就不能还本付息。金融机构所以能够提供抵押贷款是因为有存款者愿意放弃现期消费而将部分收入储蓄起来。为了保证流动性，金融机构只能将一定比例的存款用于贷款，如果超贷则可能出现流动性不足的问题。由于金融系统内部各主体相互影响、相互博弈，在从众心理和羊群效应的影响下，一些创新活动可能超出它的合理边界而对宏观经济产生消极甚至不利的影

三、“影子银行”的发展与金融风险的增大

影子银行主要是指投资银行、对冲基金、私募股权基金、货币市场基金、债券保险公司等非银行金融机构。自20世纪70年代以来，影子银行发展迅速，其资产规模占整个金融体系资产规模的比重逐渐提高。2007年初，整个影子银行体系的资产规模高达10.5万亿美元，而美国5家银行控股公司的资产总额刚刚超过6万亿美元，整个商业银行体系资产约为10万亿美元，影子银行体系的资产规模已经超过了商业银行体系。^①

在20世纪70年代以前，影子银行虽有一定程度的发展，但作用十分有限。其原因有两个方面：一方面，自1933年开始，美国出台了《格拉斯—斯蒂格尔法》等一系列法规，对金融业实行分业经营及分业监管；另一方面，“布雷顿森林协定”确立了以美元为中心的固定汇率制度，汇率和利率保持相对稳定。20世纪70年代初，布雷顿森林体系解体，汇率与利率的变动加大，金融衍生品迅速发展，这为影子银行的发展提供了良好的机遇。1999年11月4日，美国参众两院分别通过《金融服务现代化法案》，从法律上废除了商业银行、证券与保险分业经营的规定，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。2000年底，美国106届国会通过《大宗商品期货现代化法》将场外交易排除在监管之外。这两项法律的实施为影子银行的迅猛发展创造了条件。影子银行的发展还与《巴塞尔协议》的束缚有关。按《巴塞尔协议》的要求，商业银

^① 何德旭、郑联盛：《影子银行体系与金融体系稳定性》，载《经济管理》，2009（11）。

行必须保持8%的资本充足率。为了摆脱《巴塞尔协议》的束缚，降低经营成本，商业银行普遍大力发展表外业务，增持《巴塞尔协议》规定的低风险证券资产，并积极推行资产证券化。这在客观上催化了影子银行的发展。

传统意义上投资银行是为企业融资和投资者服务的中介机构，其主要业务是证券的承销与经纪以及作为并购和融资业务的财务顾问。投资银行利用自己的专业知识，为企业选择证券发行的规模、条件、时机和价格提供咨询服务。投资银行承揽业务的能力和业绩取决于它们的信誉。为了保持市场信誉，投资银行既要考虑融资企业的利益，也要考虑投资者的利益，其建议的价格既要考虑尽可能降低企业的融资成本与风险，又要考虑让投资有利可图。这时，尽管存在利益冲突以及存在出现败德行为的可能性，但投资银行的合伙人为了取得来自证券发行企业的佣金而不顾投资者的利益往往会因信誉的损失而得不偿失。

投资银行后来的发展远远超出传统投资银行的业务范围，几乎涉足了资本市场的的所有业务，而且业务重点由代客交易转向自营交易，由股票市场交易转向金融衍生品交易。它们不仅大量从事发放贷款、大宗商品和货币交易、房地产融资、杠杆收购等业务，而且在证券化产品、信用衍生品、结构性融资和场外交易等领域占据主导。^①同时，投资银行纷纷由合伙制转变为有限责任公司和上市公司，其职业经理的高额报酬与投资的利润直接攸关。为了追逐高额财务回报，除传统的中介业务外，投资银行大量涉足高风险的衍生品投资，而且一般采取高杠杆比率运作。2007年底，美国5大投行平均杠杆率超过30倍。^②

对冲的本意是指通过套利、做空和衍生品等不同的交易手段来规避投资中的风险，但对冲基金大多并不局限于通过对冲操作来规避投资中的风险，而是充分利用做空、衍生工具、套利、杠杆、程序交易等手段在市场上进行投机。对冲基金最大的特点是“黑箱”操作。每只基金的投资策略、类型和方式都属于商业机密，不需要向监管当局报告其风险敞口，只对客户提供一些有关基金规模和基金回报的笼统信息。^③对冲基金的另一特点是普遍运用银行贷款、保证金账户等手段，提高财务杠杆比率。2007年底，美国、英国主要对冲基金的杠杆率超过50倍。

私募股权基金是指投资非上市公司股权或杠杆收购已上市公司股权的基金。私募股权基金业务中利润最丰厚而风险也最大的是杠杆收购。私募基金收购的债务通常会占到收购价格的60%~90%，有的甚至达到95%。2006~2007年间，私募基金完成了历史上9笔最大的杠杆收购，平均每笔收购金额达到300亿美元

① 辛乔利：《影子银行——揭秘一个鲜为人知的金融黑洞》，34页，北京，中国经济出版社，2010。

② 何德旭、郑联盛：《影子银行体系与金融体系稳定性》，载《经济管理》，2009（11）。

③ 辛乔利：《影子银行——揭秘一个鲜为人知的金融黑洞》，41~42页，北京，中国经济出版社，2010。

元，其中 80% 的收购资金是从市场上筹措的。^①

货币市场基金是主要投资于政府债券、存款凭证、商业票据等短期、低风险证券的共同基金。自 20 世纪 70 年代初设立货币市场基金以来，货币市场基金很少跌破面值，投资货币市场基金可以获得类似于银行储蓄账户的安全性和流动性，而且可以获得高于银行存款利息的投资收益。但是，货币市场基金的收益不受美国联邦储蓄保险公司的保护。

所谓结构投资载体（Structured Investment Vehicle, SIV）是商业银行的资产负债表外业务。一般由银行或其他金融机构以发行股份的方式设立 SIV，购买其股份的投资者拥有 SIV，并有权享受 SIV 带来的利润。SIV 通过发行短期商业票据获得短期资金，然后投资长期、高收益证券。SIV 既不受美联储监管，也无资本充足率的要求。

投资银行、对冲基金、私募基金、货币市场基金以及结构投资载体等影子银行的发展极大地促进了金融市场的发展和繁荣。如果没有影子银行的迅速发展，不可能有华尔街昔日的辉煌，也不可能美国金融业 20 世纪 80 年代至危机前 20 多年的繁荣。但是，影子银行的迅速发展也增大了金融市场的风险。

影子银行不受美国联邦储备银行监管，不需要考虑资本充足率的要求。同时，影子银行大量进行场外交易，不需要按规定披露财务状况，信息透明度较低。这使得美国分业多头的金融监管失效。

影子银行的发展，打破了金融分业经营的界限，使金融机构朝综合化、大型化方向发展。美国的投资银行分为两类：一类是独立的投资银行，如高盛、摩根士丹利、美林、雷曼和贝尔斯登；另一类则是花旗等大型商业银行或金融控股集团下设的投资银行。投资银行下设对冲基金，或为对冲基金提供股票贷款、融资、机构经纪等服务。商业银行表外业务的迅速发展以及商业银行资产证券化程度的不断提升，使得商业银行、投资银行、保险、基金等各类金融机构以及货币市场、资本市场和外汇市场的联系日趋紧密，金融风险更容易跨业传染，金融风险集中程度也不断提高。

影子银行的资金主要来源于短期资本市场，然后将筹集到的资金用于中长期投资，负债期较短，而资产期较长，存在着难以克服的“期限错配”问题。同时，影子银行普遍运用高财务杠杆比率运作。在金融现货市场处于上升期时，资产价格上涨，影子银行运用高财务杠杆，可以提高投资收益率；但是，在资产价格下跌时，高财务杠杆必然带来巨大的风险。这时，影子银行将被迫降低财务杠杆比率，即去杆杠化：或出售风险资产，偿还负债；或通过吸引新的股权投资来扩充自有资本规模；或同时采取上述两种办法。如果影子银行在市场上同时大量

^① 辛乔利：《影子银行——揭秘一个鲜为人知的金融黑洞》，50 页，北京，中国经济出版社，2010。

抛售资产，则有可能引发金融市场的进一步下挫；如果吸引新股权投资扩充自有资本规模则可能引发市场的流动性收缩。

美国次贷危机爆发，首当其冲的是影子银行。2007年6月，贝尔斯登旗下的两只对冲基金因其大量持有的以次贷为标的的证券大幅度贬值而陷入财务困境，被迫宣布基金损失90%的面值。2007年8月，资产支持商业票据市场投资大幅下跌，筹资成本急剧上升。2008年3月，贝尔斯登被J.P. 摩根收购。2008年9月15日，雷曼宣布破产。接着，美林并入美国银行；摩根士丹利和高盛变为银行控股公司。全球最大的五家独立投行全部消失。J.P. 摩根和花旗集团等大型金融机构旗下的投资银行也受到严重冲击。同时，SIV也纷纷倒闭。在次贷危机发生后的两年时间内，全球29只SIV中，5只被重组，13只被并入发起银行的报表，7只出现债务违约，4只被清盘。^①在次贷危机发生的初期，货币市场基金还被视为避风港而有大量资本流入，但雷曼兄弟公司倒闭后，货币市场基金便出现了严重的挤兑。2008年9月16日，货币市场基金的元老 Reserve Primary 基金宣布该基金资产净值跌破1美元，只值97美分。其后，其他货币市场基金纷纷受到挤兑，并迅速传染至全球金融市场。由于影子银行之间的业务联系紧密，次贷危机发生后，对冲基金和私募基金等不能幸免，它们也纷纷受到重创。

四、“太大不能倒”与系统性风险

所谓“太大不能倒”是指一些金融机构因规模庞大，其倒闭可能引起系列连锁反应，甚至引发整个金融体系的危机，以致政府不得不对这些金融机构采取救助措施，以避免其破产倒闭。在次贷危机爆发后，许多大型金融机构被政府接管或得到政府的救助，这种现象不仅发生在美国，英国、德国等其他国家政府也纷纷对危机金融机构采取救助措施。政府的救助无疑可以对金融危机爆发起延缓作用或对危机的蔓延扩散起到阻隔作用。但是，政府用纳税人的钱去救助那些问题金融机构，也引发了人们的普遍争议。面对陷入财务困境的大型金融机构，政府往往陷入两难困境：不对这些金融机构予以救助，可能引发更大范围的危机；救助则会受到纳税人的普遍反对。

在20世纪80年代以前，美国采用单一银行制，不仅金融机构的混业经营受到限制，银行的跨州经营也受到限制，因此存在大量所有权各自独立的银行机构。至1982年底，美国有14763家参加存款保险的商业银行。其中，44.4%的

^① 辛乔利：《影子银行——揭秘一个鲜为人知的金融黑洞》，180~181页，北京，中国经济出版社，2010。

银行拥有的资产总额少于2 500 万美元, 86% 的银行拥有的资产总额不足1 亿美元。^① 从20 世纪80 年代开始, 美国各州之间允许银行跨州经营的互惠协议逐渐使禁止银行跨州设置分支机构法律失去效力, 跨州际的大规模银行兼并由此展开。整个80 年代, 美国年均被兼并的银行数目为437 家, 其中银行兼并数额在1987 年达到顶峰, 当年有649 家银行被兼并。20 世纪90 年代后, 银行兼并的家数有所下降, 但被兼并银行的规模不断扩大。1995 年到1998 年间被兼并银行的资产数量约为1980 年到1998 年间全部被兼并银行资产规模2.4 万亿美元的一半(51%)。1980~1998 年间, 前10 家大商业银行拥有资产占银行总资产的比例从18.6% 上升为36.7%; 前25 家大商业银行在银行总资产中所占的份额从29.1% 上升为51.2%; 前50 家大商业银行在银行总资产中所占的份额从37.1% 上升为62.7%; 前100 家大商业银行在银行总资产中所占的份额从46.8% 上升为70.9%。^②

1999 年11 月4 日, 美国国会通过了《金融服务现代化法案》, 对金融业进行严格分业管制的《格拉斯—斯蒂格尔法》正式退出历史舞台, 这加剧了美国金融机构的兼并与重组, 促进美国金融机构进一步走向集中和垄断。到2005 年, 美国商业银行只剩下7 540 家, 储蓄机构只剩下1 314 家。其中, 美国银行一家在美国存贷款市场的占有率就达到了9.8%, 前五大商业银行的国内存贷款市场份额总和已经超过25%。^③

美国次贷危机祸起房地产信贷, 而提到房地产信贷就不能不论及房地美和房地美。房地美和房地美是受美国政府资助的两家大型金融机构, 其主要业务是运作由联邦住房委员会或其他金融机构担保的住房抵押贷款。将这些住房抵押贷款按期限、利率进行组合, 作为抵押或担保发行住房抵押债券, 在金融市场上出售, 再以收入资金向更多的人提供住房贷款。同时还对提供住房贷款的金融机构发行的住房抵押贷款证券品种提供担保。2008 年, 美国住房抵押贷款市场约12 万亿美元, 而房地美与房地美持有或担保的抵押贷款债权大约5.3 万亿美元, 占整个市场规模的44%。其中, 两家公司实际拥有的抵押贷款债权大约1.6 万亿美元; 同时为3.7 万亿美元债券提供了担保。^④ 但是, 截至2007 年底, 两家公司的核心资产仅为832 亿美元, 杠杆比率高达62.5。

在房地美和房地美陷入财务危机后, 美国政府不得不立即采取救助措施。

① 美国联邦存款保险公司的《1982 年年度报告》, 转引自 D. B. 格拉迪、A. H. 斯宾赛尔、W. H. 布隆逊:《商业银行经营管理》, 75 页, 北京, 中国金融出版社, 1991。

② 吴庆:《1980 年以来美国银行业的结构变迁》, 国务院发展研究中心信息网, 2002-09-23。

③ 李石凯:《〈金融服务现代化法案〉实施以来美国银行业的结构性变化》, 载《中国金融》, 2006 (14)。

④ 郑联盛、何帆:《美国政府接管“两房”的原因、计划及影响》, 载《中国金融》, 2008 (19)。