


中国理财产品市场发展与评价
[2010 ~ 2012]

影子银行  与
银行的影子

SHADOW BANKING and
BANK'S SHADOW

The Development and Evaluation of
Chinese Wealth Management Products
(2010-2012)

主编 殷剑峰
王增武



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

中国理财产品市场发展与评价
(2010~2012)



影子银行 与
银行的影子

SHADOW BANKING and
BANK'S SHADOW

The Development and Evaluation of
Chinese Wealth Management Products
(2010-2012)

主编 殷剑峰
王增武

图书在版编目 (CIP) 数据

影子银行与银行的影子:中国理财产品市场发展与评价:2010~2012 / 殷剑峰,王增武主编. —北京:社会科学文献出版社,2013.6
ISBN 978 - 7 - 5097 - 4693 - 6

I. ①影… II. ①殷…②王… III. ①金融投资 - 金融市场 - 研究报告 - 中国 - 2010 ~ 2012 IV. ①F832.48

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第114290号

影子银行与银行的影子

——中国理财产品市场发展与评价(2010~2012)

主 编 / 殷剑峰 王增武

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲29号院3号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心(010)59367226

责任编辑 / 王婧怡 许秀江

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

责任校对 / 白桂芹

项目统筹 / 恽薇

责任印制 / 岳阳

经 销 / 社会科学文献出版社营销中心(010)59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心(010)59367028

印 装 / 北京千鹤印刷有限公司

开 本 / 889mm×1194mm 1/16

印 张 / 17.75

版 次 / 2013年6月第1版

字 数 / 372千字

印 次 / 2013年6月第1次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 4693 - 6

定 价 / 98.00元

本书如有破损、缺页、装订错误,请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究

主 编 简 介

殷剑峰，研究员，博士生导师，中国社会科学院金融研究所副所长，兼任金融所财富管理研究中心主任、中国社科院陆家嘴研究基地秘书长，同时担任中国金融学会理事、中国世界经济学会常务理事、美国耶鲁大学访问学者，享受国务院“政府特殊津贴”。主要研究领域为金融市场与产品、经济增长与经济周期理论、货币政策等。曾荣获2006年第十二届孙冶方经济科学奖，2009年第五届胡绳青年学术奖，中国社会科学院金融研究所优秀成果一等奖等。在《中国社会科学》、《经济研究》、《世界经济》等中国著名学术期刊上发表多篇学术论文。

王增武，副研究员，硕士生导师，中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心副主任，兼任金融所结构金融研究室副主任。主要研究领域为金融产品定价和不确定性理论（Ambiguity Theory）。在《Insurance: Mathematics and Economics》、《Annals of Economics and Finance》和《金融评论》等国际国内期刊上发表多篇学术论文。

编 写 人 员

- 陈思杰 汇付天下有限公司理财事业部
- 段雅丽 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 范丽君 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 方 龙 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 黄国平 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 李彦冰 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 李 清 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 李 捷 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 孙志燕 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 王伯英 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 王 琪 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 王增武 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 殷剑峰 中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心
- 朱小川 中欧陆家嘴国际金融研究院

代 序

影子银行体系：创新的源泉、监管的重点^①

中国社会科学院副院长 李 扬

全球金融危机以来，一个新的概念，影子银行体系，突然跃出水面并成为国内外金融界关注的焦点。其原因主要有三：其一，**融资规模庞大**。在发达经济体中，从上个世纪末开始，通过影子银行体系的融资规模便已超过传统银行体系；**在中国，新增人民币贷款以外的高达数万亿元的融资，有相当部分可归在影子银行体系的名下**；其二，**杠杆率高**。平均而言，该体系融资活动的杠杆率约为传统金融机构的2倍，因而蕴涵着较大的经营风险；其三，**形式多样、易变且不透明**。其各类活动基本上都发生在表外、机构外和场外，且大都游离于货币当局和监管当局的视野之外。由于这些原因，金融界顺理成章地将金融危机的爆发和近年来货币政策日渐失效归咎于影子银行体系；加强监管的利剑于是很自然地直接指向它们。

然而，尽管自第一次G20峰会开始，加强影子银行体系监管便已获得国际社会的共识，其后的发展却不尽如人意。举例来说，在以“世纪以来最严格的监管法规”相标榜的美国《2010年多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》中，对于影子银行体系，也只是从提高透明度、严格机构注册、计提准备金、满足资本充足率要求、限制银行自营交易和确定中央交易对手等方面，提出了监管要求；而对其发展的合理性等等，却未置一喙。毋宁说，该法案基本保留了过去三十余年以影子银行体系飞速发展为主要内容的金融创新和金融自由化的基本成果，并进一步确认了市场化仍是美国金融业未来发展的基本方向。

事态如此发展的主要原因在于：人们在研究影子银行产生、发展、功能、作用和影响的过程中，逐渐认识到：**影子银行体系是应筹资者和投资者们的多样化需求而产生，并依托现代信息业而发展的。从这个意义上说，它们代表的正是金融业未来的发展方向。**

^① 本文部分内容发表于《中国外汇》2011年第16期。

我们认为，在确认影子银行体系作为金融业创新发展的重要源泉的同时，如何以创新的精神探讨对之施以有效监管，是包括我国在内的全球金融监管部门面临的真正挑战。

二

关于影子银行体系的定义，迄今仍然莫衷一是。我们倾向于使用英格兰银行金融稳定部副总裁 Paul Tucker 的概括。在他看来，影子银行体系指的是：向企业、居民和其他金融机构提供流动性、期限配合和提高杠杆率等服务，从而在不同程度上替代商业银行核心功能的那些工具、结构、企业或市场。这一定义充分揭示出影子银行体系的复杂性：**它不只涵盖“机构”，而且广泛涉及一切可以发挥金融功能的市场、工具和方法。**

以美国为例，影子银行体系的主要构成有五：其一，由多种机构参与的证券化安排。其中，投资银行发挥最重要的作用；其二，市场型金融公司，如货币市场共同基金、对冲基金、私募股权基金、独立金融公司、各类私人信用贷款机构等；其三，结构化投资实体、房地产投资信托、资产支持商业票据管道等。它们多由商业银行或金融控股公司发起，并构成它们不可或缺的组成部分；其四，经纪人和做市商所从事的融资、融券活动，以及第三方支付的隔夜回购等；其五，银行之外的各类支付、结算和清算便利，等等。

深入研究影子银行体系的源流及其运行机制便不难发现：**影子银行体系的发展，与金融界多年来一直倡导并引为生命力源泉的金融创新有关。**WTO 关于金融服务业的一系列规定，为此提供了佐证。在《关于金融服务的附件》所列举的十六款金融服务大类中，危机以来被广泛诟病，并被列为影子银行体系组成部分或构成其发展基础的各类基金、货币交易、金融衍生品、货币经纪、场外市场、资产管理、支付机制、清算和结算便利等等，霍然都在其中。

深一步分析，**影子银行体系的发展，还与上个世纪 70 年代以来金融业的重大战略性转型密切相关。**传统金融业长期以融资中介为主要功能，并依以进行经济资源的配置。在这种业态下，金融部门作为金融产品的供应者，相对于资金的需求者而言，居于占优的垄断地位。现代金融业则完全不同。它全面地转型为服务业。它的运行基础是收集、生产、传递和使用信息。对于收入水平日益提高因而需求多变的消费者而言，它们是仰其鼻息的服务提供者。为了吸引客户，它们奉“量身定做”为提供全面金融服务的圭臬。如此等等，使得影子银行体系的功能和影响同传统金融业产生了巨大差异。就金融业最基本的信用供给功能而论，传统银行业主要依靠的是吸收存款、发放贷款和创造货币；而影子银行体系则主要通过开发交易活动和提升金融市场的流动性，来向经济社会提供源源不断的信用供给；而对于货币当局紧紧盯住的货币存量，它们基本上不产生显著影响。正因如此，影子

银行体系的发展不仅逐步侵蚀了商业银行乃至传统资本市场的传统领地，而且从根本上削弱了货币当局的调控基础。

毋庸讳言，由于通过影子银行提供的这些金融服务大多在传统的金融监管框架下难以提供，甚至为其限制或禁止，影子银行体系的发展基本上走的是市场交易的路子，因而，监管套利是其不二法则。于是，为了保持金融创新的活力，同时维护金融体系的稳定，用创新的精神探讨对影子银行体系的监管，便成为摆在我们面前的紧迫任务。

三

在中国，影子银行体系的各种形式均有所发展，而自 2005 年方才发端的银行理财产品的发展尤为突出，其发行量每年都以数万亿计的规模递增。在规模不断上升的同时，银行理财产品的创新也极其频繁，远非国内正规金融市场（股票市场和债券市场）以及传统银行业可同日而语。目下，根据募集资金最终投资的基础资产来划分，银行理财产品有固定收益（债券、货币市场）、资产池（多种固定收益类资产复合，如信贷和国债等）、信用（信贷、含信用风险的债券等）、利率（存贷款利率、SHIBOR、LIBOR 挂钩等）、汇率（汇率、汇率指数挂钩等）、商品（商品、商品指数挂钩等）、股票（股票、股票指数挂钩等）、混合（多种权益类资产挂钩，如股票和商品挂钩等）与另类（非传统投资方向）共九大类。其中的每类产品又都有亚种：按照募集资金投放地，可分为国内投资和海外投资产品等；按照是否嵌入衍生品，又可分为普通型和结构型。所有这些产品，又可以依据嵌入衍生品的类型，进一步分为看涨、看跌、波动、区间和相关等等多种形式。

我国银行理财产品发展的推动力主要有三：其一，在需求层面，存在着客户对新型产品和全面金融服务的迫切需求；其二，在供给层面，提供服务的银行亟待实现业务转型，银行之间、银行与金融市场之间也存在着激烈的竞争关系；其三，面对具有高度行政性管制特征的金融监管和货币政策，金融机构和非金融机构均存在“绕过”监管的强烈动力。

我们认为，以银行理财产品为代表的影子银行体系的蓬勃发展和频繁创新是一个积极的动向，它反映了我国的金融业正在从单一功能的传统银行向为客户提供包括融资、金融理财、风险管理、价值提升、支付清算等在内的全面金融服务的新型金融业转型。如此看来，金融危机以来，我国以理财产品、私募基金、证券化、金融租赁、第三方支付、银信合作等为主要特色的银行体系之外的信用供给活动，已经成为我国金融创新的主要源泉。

影子银行体系的发展昭示我们，为了在中国创造良好的金融创新环境，我们首先必须全面更新理念，将金融业从高高在上的金融资源的垄断者的地位上“下凡”到为企业和居民服务的现代服务业的新平台上；必须从以融资为能事的金融中介功能，全面转移到以收

集、生产、分配和使用信息为根本要义的新机制上；必须从满足于存、贷、汇、兑，全面转移到为客户提供“量身定做”的金融产品和多样化的金融服务上；必须从热衷于兴办机构，转移到激励交易、向提高流动性要效率的现代金融发展的道路上；必须从主要依循政府设计、批准和运动式推进的极具行政化色彩的老路，转移到依靠市场机制和微观经济主体的主观能动性上。

四

不过，任何事物都有两面。正如此次全球危机所揭示的那样，如果不与时俱进地改善宏观金融管理方式，影子银行体系的发展也可能成为绕开宏观调控，规避金融监管，进而制造金融和经济不稳定的工具。因此，**如果我们肯定影子银行体系在金融创新中的积极主导作用，那么同时也要肯定对之加强监管、推动监管创新的必要性。**

再以国内的银行理财产品为例。自2007年以来，银行和信托公司合作的信贷类理财产品已经成为银行将信贷资产转移出表外的重要通道。2009年末以后，随着宏观调控的加强，银信合作被勒令近乎停止，但商业银行又通过组合类和资金池类理财产品来规避监管。例如，据中国社科院金融所财富管理研究中心估计，近些年，“躲藏”在组合类和资金池类理财产品中的信贷资产加上信贷类理财产品中的信贷资产甚至超过了新增贷款。在当前的经济形势下，这显然有悖当前宏观调控的方向。

对于蓬勃发展、创新频繁的影子银行体系，宏观金融管理部门当然不应该采取“婴儿与洗澡水都倒掉”的简单办法，而是要适应其发展，改进措施和方法，建立新的宏观金融管理体系。我们认为，**必须从如下六个方面完善我国的金融监管体系：**

第一，致力于提高信息透明度，建立统一、及时、完整的信息搜集和处理系统。影子银行体系的特点在于“不透明”，因此，对其进行管理的前提，自然是获取充分、及时的信息。此次危机的爆发，充分反映出各国金融监管当局对庞大的影子银行缺乏及时的跟踪监督（我国的宏观金融管理部门对于我国银行理财产品、私募基金等，也缺乏统一、及时和完整的信息），认识及此，美国《2010年多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》对于影子银行监管所强调的首要目标，就是全面提高信息透明度。对此，我们当然应当借鉴。

第二，货币政策急切需要从对数量型的政策工具（准备金率、信贷管理、央行票据等）的依赖上，全面转向主要依靠价格型政策（利率和汇率政策）。可以看到，传统的数量政策主要针对的是银行的负债（存款）和银行的资产（信贷），而影子银行业的发展恰恰是绕开了这些政策手段。然而，无论影子银行的形式如何，作为信用之价格的利率都将

对其产生影响，所以，调控利率应该成为主要的货币政策工具，便是合乎逻辑的推论。既然如此，加快我国利率市场化改革，成为加强对影子银行体系监管的不可或缺的前提条件。

第三，微观审慎政策应该全面转向宏观审慎政策。后者的核心是监控所有当事人表内外资产/负债并表后的资产负债表，尤其关注并表后的杠杆率。当然，宏观审慎政策的实施，仍然以获得及时、统一、真实、完整的信息为前提。

第四，鼓励市场中介服务机构的发展，以补充政府监管的不足。影子银行区别于传统银行的特点不仅在于它的“隐秘”，还在于它的变化多端。这使得监管部门往往面临一个窘境：要么花费巨大的监管成本去疲于应对不断的金融创新，要么简单粗暴地实施禁止。在近年来银行理财产品的发展过程中，我们可以清楚地看到相关监管部门在这两个极端之间的摇摆及其力不从心。这种状况，不仅反映了我们对影子银行体系作为金融创新之源泉的特点缺乏认识，而且反映出我们对“监管”的错误认识。事实上，监管可以来自政府部门，也可以来自市场。例如，独立的第三方分析和评价机构（类似于债券市场中的信用评级机构，即可发挥消除信息不对称、从而补充政府监管的重要作用。

第五，建立金融消费者保护机制。影子银行业发展的一个重要背景和动力就是金融消费者对财富管理服务的迫切需求。然而，影子银行“隐秘”和变化多端的特性，往往导致提供服务的银行与消费者之间存在着严重的信息不对称，从而损害金融消费者的利益。2008年我国的银行理财产品以及我国香港地区和美国发生的“迷你债”风波等，都是这方面的适例。《2010年多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》中将建立金融消费者保护机构列为重点，恰恰反映了美国金融管理部门在危机之后的深刻反思。

第六，鉴于影子银行体系的发展已经从根本上打破了传统的银、证、保的分野，并再次模糊了货币政策和金融监管政策的界限，为了加强对其监管，改变当前分业管理的架构，推动“一行三会”及其他相关部门的政策协调，已属题中应有之义。

前 言

“影子银行”与“银行的影子”

殷剑峰

“总之，全部信用，都被他们当做自己的私人资本来利用。”

——马克思，《资本论》第一卷第30章

关于“影子银行”，一个公认的定义是：向企业、居民和其他金融机构提供流动性、期限配合和提高杠杆率等服务，从而在不同程度上替代商业银行核心功能的那些工具、结构、企业或市场^①。商业银行体系的核心功能无非两个：第一，创造货币，为经济提供流动性；第二，发放信贷，为经济创造信用。由于商业银行在担负这两个核心功能的时候同时面临着内在的脆弱性和外在的严格监管，因此，“影子银行”对正规商业银行体系的替代^②既是金融体系自身发展、强化的过程，又反映了逃避管制乃是金融创新的主要目的之一。

在我国，逃避管制的金融创新除了“影子银行”之外，还有“银行的影子”：在银行资产负债表上不被统计为信贷的信用创造活动。近些年，“影子银行”和“银行的影子”在我国得到了迅速的发展，我国金融创新的速度和程度已经超过了很多人的想象。然而，在实体经济体制不改革、软预算约束依旧普遍的情况下，过快的金融创新刺激了信用膨胀，正在造成杠杆率的攀升和系统性风险的累积。这种实体经济缺乏亮点、金融领域创新频频的景象似曾相识——2000年纳斯达克股市暴跌后到2006年次贷危机前的美国就是如此。

① 按照这个定义，所有类型的债务融资工具和市场（如货币市场和债券市场）都属于“影子银行”范畴。这种界定显然过于宽泛。本文将“直接融资”、即资金短缺者和资金盈余者在正规的金融市场直接进行的债务融资活动（如债券）排除在外，只有当这种融资活动存在金融机构参与时才界定为“影子银行”或者是随后讨论的“银行的影子”。

② 由于流动性提供功能是银行区别于其他非银行金融机构的本质，即所谓的银行特殊性（specialness of banks），同时，也由于我们更加关注近些年金融创新导致的信用扩张及其经济影响，因此，本报告重点讨论的是“影子银行”以及“银行的影子”对银行传统信用创造功能、即信贷业务的替代。

一、“影子银行”和“银行的影子”：金融结构的差异和不同的金融总量行为

无论是“影子银行”，还是“银行的影子”，都是要替代正规银行体系的两个核心功能。不过，从金融体系的结构演化看，“影子银行”是“直接融资”的自然延伸，反映了市场主导的金融体系的发展；而“银行的影子”则是“间接融资”的进一步演化，反映了银行主导的金融体系的变化。从金融总量上看，“影子银行”和“银行的影子”最大的差异就在于整个金融体系中的货币总量是否匹配于信用总量。

1. “间接融资”：银行主导的金融体系

我们首先来看“间接融资”的金融体系。虽然在现实的金融体系中，“间接融资”和下面讨论的“直接融资”都已经不是一个精准的概念，但由此展开论述非常有助于理清思路。“间接融资”指的是非金融部门的储蓄（存款）通过银行部门的信用活动（信贷）“间接地”转化为非金融部门的投资。以“间接融资”为主导的金融体系被称作银行主导的金融体系。在这种体系中，银行部门的资产和负债在整个金融部门的资产和负债中占据主导地位，货币和信用是统一的。

表 1 银行主导的金融体系

	资金运用	资金来源
实物交易		
实体经济	投资	储蓄
金融交易		
非金融部门	现金、活期存款、定期存款	贷款
银行部门	准备金、贷款	央行借款、活期和定期存款
中央银行	央行资金运用（如再贴现）	现金、准备金

我们以一个简单的资金流量表来说明问题（见表 1）。为简单起见，我们不考虑国外部门和非银行金融部门，同时，我们假设存款即为统计到广义货币中的存款^①。从实体经济看，封闭经济条件下，投资始终等于储蓄。在银行主导的金融体系中，储蓄的金融形式必然只能是现金和存款；而投资的资金来源，在忽略非金融部门内部的相互融资的情况

^① 存款并非都统计到广义货币中。例如，在美国，M2 不包括大额定期存款、机构货币基金、欧洲美元等；在我国，有些存款不计入 M2 中，但被统计到“不纳入广义货币的存款”项下。

下，也只能来自贷款。

对于这种简单的银行主导体系，金融对经济的影响有两种渠道。一种是可贷资金的思路，即从贷款——信用（credit）的一种形式——的角度，分析金融部门的贷款供给与非金融部门的贷款需求之间的关系，而后者又与实体经济的投资活动紧密相关，即：

$$\text{信用供给} = \text{金融部门的贷款} = \text{非金融部门的贷款需求} = \text{投资}$$

另一种思路就是凯恩斯的流动性偏好理论及其后续的理论发展，主要分析金融部门的货币创造与非金融部门货币需求乃至物价、经济增长的关系，即：

$$\text{金融部门的货币创造} = \text{非金融部门的货币需求}$$

流动性偏好理论以及后来的货币主义重点分析的是货币需求。在流动性偏好理论中，货币需求来自交易动机、预防动机和投机动机，重点关注狭义货币 M1；在货币主义理论中，影响货币需求的因素更加多样，其所指的货币是广义货币 M2（或者更大口径的广义货币）。

虽然上述两种思路争议颇大，但是，在简单的银行主导体系中，货币和信用（贷款）是统一的，因为在扣除准备金和央行资金运用之后，金融部门（银行部门和中央银行）合并的资金流量就是：

$$\text{货币总量（资金来源）} = \text{现金} + \text{存款} = \text{信用总量（资金运用）} = \text{贷款}$$

因此，广义货币 M2（现金和存款）就与贷款相同，信用总量就等同于货币总量，M2/GDP 就等于经济的杠杆率——贷款/GDP。至于究竟是信用更加重要，还是货币（流动性）更加重要，有关文献汗牛充栋，这里不赘述。

2. “直接融资”：市场主导的金融体系

“直接融资”指的是非金融部门绕开金融部门而进行的内部相互融资，除了少量民间融资之外，这主要是指在正规的金融市场中，非金融企业部门发行、居民部门购买的各种信用工具（如公司债券）。以“直接融资”为主导的金融体系被称作市场主导的金融体系。在这种体系中，必然也有银行的存在，因为银行的核心功能——创造货币、提供流动性——是其他所有类型的金融机构无法取代的。所以，这种金融体系中的银行与银行主导金融体系下的银行存在着功能上的差异：后者更多地是创造信用，而前者的信用创造功能部分或大部分被市场替代了。

表 2 加入“直接融资”的金融体系

	资金运用	资金来源
实物交易		
实体经济	投资	储蓄
金融交易		
非金融部门	现金、活期存款、定期存款	贷款
	其他信用工具（债券等）	其他信用工具（债券等）
银行部门	准备金、贷款	央行借款、活期和定期存款
中央银行	央行资金运用（如再贴现）	现金、准备金

在表 2 中，“直接融资”既表现为非金融部门的资金来源（如发行债券的企业），也表现为非金融部门的资金运用（如购买债券的居民）。事实上，“直接融资”也并非想象中的那么“直接”，因为其中依然存在各种非银行金融机构，例如承销债券的投资银行、负责为二级市场提供流动性的做市商等，但是，这些非银行金融机构并不参与信用创造活动——也就是说，还没有“影子银行”的存在。

在“直接融资”产生之后，储蓄的表现形式和投资的资金来源就会复杂化，从而产生两种效应：第一，货币的结构会更加易变。例如，居民使用定期存款购买企业发行的公司债券，后者就会变成企业用于交易和投资的活期存款，从而在广义货币 M2 不变的情况下，狭义货币 M1 会增加，货币的结构变得更具有流动性。第二，货币无法反映全部的信用创造。因为全部的信用创造等于贷款加上非金融部门发行的其他信用工具，而存款并未因为这种发行发生变化：

$$\text{信用总量} = \text{贷款} + \text{其他信用工具} \geq \text{货币总量} = \text{现金} + \text{存款}$$

上述两个变化中，第一个变化实际上还是在传统货币理论的视野范畴中。例如，在凯恩斯的流动性偏好理论中，基于投机动机的货币需求就是在货币（狭义货币）和债券之间的权衡。不过，第二个变化就开始从根本上动摇货币理论了，因为从统计上看，货币已经不能反映信用创造活动了，而后者对投资和实体经济显然举足轻重。在这种情况下，M2/GDP 就会小于经济的杠杆率——信用总量/GDP。

3. 加入“影子银行”和“银行的影子”的复杂金融体系

现实中的金融体系并非前述“间接融资”和“直接融资”那么简单，而是包含了大量在银行体系之外从事信用创造活动的非银行金融部门（包括机构、结构化安排、工具等），即“影子银行”；同时，在现实中的金融体系中，银行也并非只有信贷这么一种信用创造形式，

银行购买债券、从事同业资产业务等都是信用创造的重要形式——这即“银行的影子”。

表3 加入“影子银行”的复杂金融体系^①

	资金运用	资金来源
实物交易		
实体经济	投资	储蓄
金融交易		
非金融部门	现金、活期存款、定期存款	贷款
	其他信用工具（债券等）	其他信用工具（债券等）
银行部门	准备金、贷款	央行借款、活期和定期存款
非银行金融部门	其他信用工具（如债券、证券化产品等）	其他负债（如货币市场基金、债券基金等）
中央银行	央行资金运用（如再贴现）	现金、准备金

我们首先来看加入“影子银行”的复杂金融体系（参见表3）。这种体系源起于市场主导的金融体系，其最大的变化是，原先以咨询、承销、做市为主要职能的非银行金融机构开始承担信用创造活动。例如，基金管理公司可以发起设立一个债券基金，投资于债券市场。同时，银行部门也开始利用发达的资本市场进行证券化活动，以缓解流动性压力（由于商业银行内在的脆弱性）和缓释资本约束（由于商业银行外在的监管约束）。

图1 美国非银行金融部门和银行部门的信用创造活动比较



资料来源：根据美联储资金流量表中的存量数据计算。

^① 为简单起见，这里忽略了银行部门除信贷之外的其他信用创造活动，如购买债券。

虽然“影子银行”存在于各种金融体系中，但是，只有在市场主导的金融体系中，“影子银行”的规模才非常重要。以美国为例，在次贷危机前，非银行金融部门已经成为甚至比银行部门更加重要的信用创造者：从净信用创造（信用资产 - 信用负债）看，自1987年，包含证券化机构的全部非银行金融部门在净信用创造的规模上即超过银行部门，到危机爆发前的2007年，前者相当于后者的近240%；自1991年，不包含证券化机构的非银行金融部门在净信用创造的规模上也超过了银行部门，在2007年，前者相当于后者的110%强。

由于非银行金融部门的信用创造活动，在加入“影子银行”的金融体系中，信用总量更是大大超过了货币总量。由表3知，在这种金融体系中，

信用总量 = 信贷 + 非金融部门持有的其他信用工具 + 非银行金融部门持有的其他信用工具

>> 货币总量 = 现金 + 存款

以美国为例，上世纪80年代的金融自由化改革大大推动了债券市场、证券化和各种非银行金融机构的发展，相应的，如表4所示，美国三种口径的货币总量与信用总量之比从80年代开始下降。到危机前，美国的M2只相当于信用总量的22%，即使是M3，也只有信用总量的34%。

表4 美国货币总量与信用总量的比较

		50年代	60年代	70年代	80年代	90年代	2001-06
货币与信用 比较 (%)	M1/ 信用总量	29	23	15	10	8	5
	M2/ 信用总量	63	61	54	42	28	22
	M3/ 信用总量	63	63	63	54	36	34

资料来源：殷剑峰，“美国居民低储蓄率之谜和美元的信用危机”，《金融评论》2009年创刊号。

与加入“影子银行”的复杂金融体系不同，在演化的过程中，银行主导的金融体系更容易发展出“银行的影子”。随着传统商业银行从存款、贷款业务向其他业务的拓展，在贷款之外就有了更多形式的信用创造活动。例如（参见表5），在资产方，银行介入资本市场购买债券，或者银行通过同业业务为其他机构提供信用，后者又以各种形式在实体经济中创造出净额的新的信用；在负债方，银行可以在存款之外创造出契约型的理财产品和信托型产品，从而将现有的流动性（存款）转变为新的流动性（新的负债形式），或者，就直接创造了新的流动性（存款）。

表5 加入“银行的影子”的复杂金融体系^①

	资金运用	资金来源
实物交易		
实体经济	投资	储蓄
金融交易		
非金融部门	现金、活期存款、定期存款	贷款、其他信用工具（债券等）
银行部门	准备金、贷款、其他信用工具（如债券、同业资产等）	央行借款、活期和定期存款、其他负债（如理财产品等契约型负债和信托计划等信托型负债）
中央银行	央行资金运用（如再贴现）	现金、准备金

所以，在加入“银行的影子”的复杂金融体系中，即使有贷款之外的其他信用工具（如债券）的存在，但是，由于这些其他信用工具创造主体依然是银行（如债券市场的持仓主体是银行），因此，信用总量与货币总量依然是对等的：

$$\begin{aligned} \text{信用总量} &= \text{信贷} + \text{银行部门持有的其他信用工具} \\ &= \text{货币总量} = \text{现金} + \text{存款} \end{aligned}$$

关于加入“银行的影子”的复杂金融体系，我们下一节将结合我国情况继续进行分析。这里，无论是加入“影子银行”，还是加入“银行的影子”，复杂金融体系都会出现两个共同特征：第一，货币的流动性结构更加变化不居。例如，居民的定期存款通过“影子银行”变成证券化资产，或者通过“银行的影子”变成企业债券和变相的信贷，都会增加流动性强的狭义货币。第二，金融部门内部的联系高度紧密，信用链条开始拉长，从而一点风吹草动即会引发系统性的崩溃。

在现实的复杂金融体系中，不仅非银行金融部门和银行部门之间有着复杂的金融交易，而且，在两个部门内部也存在密切的联系。再以美国为例，来分析这种金融部门内部活动。根据美联储资金流量表，我们可以采用下述公式计算出金融部门的内部融资量：

$$\begin{aligned} \text{金融部门内部融资} &= \text{金融部门信用资产} - (\text{非金融部门信用负债} - \text{非金融部门信用资产}) - \\ &\quad (\text{国外部门信用负债} - \text{国外部门信用资产}) \end{aligned}$$

图2表明，美国金融部门内部融资量持续上升，尤其是在上世纪80年代实施以利率市场化为标志的金融自由化改革之后，内部融资额的增速显著加快。直至2008年达到顶点，而这一年“恰好”是金融危机全面爆发的年份。内部融资额占金融部门信用资产的比重则在1999年达到20%左右的高点，随后因为股市崩盘开始逐渐下降。

^① 为强调“银行的影子”，这里忽略了非银行金融部门。