

影子银行体系： 自由银行业的回归？

周莉萍
著

**SHADOW BANKING SYSTEM:
THE RETURN OF
FREE BANKING?**



影子银行体系：
自由银行业的回归？

周莉萍
著

SHADOW BANKING SYSTEM:
THE RETURN OF
FREE BANKING?

F830.2
Z714

图书在版编目(CIP)数据

影子银行体系：自由银行业的回归？/周莉萍著. —北京：
社会科学文献出版社，2013.5

ISBN 978-7-5097-3831-3

I. ①影… II. ①周… III. ①银行体系-研究 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 230277 号

影子银行体系：自由银行业的回归？

著 者 / 周莉萍

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 / 史晓琳

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

责任校对 / 陈 磊

项目统筹 / 史晓琳

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 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 15.5

版 次 / 2013 年 5 月第 1 版


字 数 / 259 千字

印 次 / 2013 年 5 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-3831-3

定 价 / 49.00 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

序

在整个货币金融理论体系中，针对货币的本质（实体还是符号）、性质（外生还是内生）、供给机制（公共还是私人）、与实体经济的关系（中性还是非中性）等问题的研究，无疑最具基础性。由于国内外学术界迄今未能就上述问题达成共识，且货币理论尚未内洽地进入基于实体经济的一般均衡理论框架之中，这些研究具有前沿性。周莉萍同志的专著《影子银行体系：自由银行业的回归？》源自其博士学位论文，选择从影子银行体系的形式、本质、运行特征、思想渊源分析入手，前瞻性地讨论了影子银行的私人货币供给性质及其对货币理论的影响。

影子银行在 2008 年国际金融危机之后成为金融领域研究和关注的重点，根本原因在于其发展规模大、表外运行且有持续发展趋势。乘着“广撒网、细捕鱼”的思路，金融稳定委员会（FSB）从非银行金融中介（NBFIs）口径对全球 21 个司法主体的影子银行规模进行统计。2002 年仅为 27 万亿美元，2007 年是 60 万亿美元，2008 年萎缩至 57 万亿美元，但是经济稍微平稳后它又回升到 2011 年的 67 万亿美元，2012 年趋势仍是增长，约为 73 万亿美元。影子银行曾被指责为次贷危机爆发的原因，在危机稍微恢复一些后又继续发展，个别国家发展规模已经逼近或超过传统商业银行。这表明，影子银行的发展恐怕是一个发展规律，一个发展方向。

一 基本的理论命题

如何理解影子银行？我们推荐两个视角的定义。第一个定义来自英格兰

银行，强调金融的本质。英格兰银行认为，金融的本质特征有三：提供流动性、期限转换、提高杠杆。影子银行可以不依靠商业银行和金融市场，通过一项制度安排，如融资、融券，就能向企业、居民和其他金融机构提供流动性、期限转换和提高杠杆等服务，是在不同程度上替代商业银行核心功能的各类工具、结构和市场。英格兰银行的定义对金融理论研究具有重要启发。

第二个定义来自 FSB，着眼于统计实践。将影子银行体系的本质锁定在“非银行信用中介”，大致范围是那些发挥银行核心功能（信用中介）但没有受到监管的非银行金融机构，统计口径是各国资金流量表中“其他金融中介”指标。这个概念切中实际，便利统计，具有实用价值。在资金流量表完备的国家，如美国，可以在其他金融中介的信用活动栏目内找到影子银行体系的规模，并清晰观察到美国金融危机的爆发、趋缓等时刻。

影子银行规模大，在表外运行，游离于监管之外，这是它的基本特征。各个国家因金融体制和发展重点不同，对于影子银行强调的重点有所区别。美国强调证券化、结构投资实体（SIVs）以及政府支持企业（GSEs），欧洲强调对冲基金和证券化交易，中国的影子银行与欧美也大不相同。

影子银行的形成机理、宏观挑战。影子银行体系发展归根结底还是金融业转型的结果。所谓转型，就是从一个生产单位变成了一个服务单位。传统的金融业是媒介、储蓄和投资，并依靠储蓄投资转换机制进行资源配置。现代金融业应该全面转型为服务业，以收集、生产、传递和使用信息为运行基础。从需求角度看，对于收入水平日益提高、金融需求多变的消费者而言，金融业无非只是一个服务提供者，对于客户他们必须量身定做。这一角色在影子银行体系中可以清晰地看到，因此，影子银行是金融服务者，符合第三次工业革命的定制原则。所以，影子银行体系的发展不仅会逐步侵蚀商业银行乃至传统资本市场的领地，而且还会从根基上动摇货币当局的调控基础。货币当局有可能无法控制货币总量，或者把握住了但是没有用。

影子银行具有重要的理论启示。敏感的金融史学家在影子银行发展过程中发现了最终消灭货币的现实途径。在学术界，货币理论进不了主流经济学理论。货币是一个过客，但也辉煌一时。原因是实体经济没有办法自己观察自己，没有一个有效的配置机制，只好借助另一个机制，即异化为货币或金融。因此，货币会被消灭。消灭的途径是什么？影子银行体系给予了启示。货币产生的主要原因就是信息不对称，而影子银行体系大部分的活动没有真实经济活动支撑，它高度依赖信息化手段，有些是纯粹的数字移动。影子银

行有可能在解决信息不对称问题上迈出大大的一步，帮助我们找到货币理论研究的突破口。

二 中国的影子银行问题

基本范畴。影子银行体系介于传统银行信贷和金融市场（股票、债券、基金）等融资方式之间。从非银行信用中介的视角来看，目前中国的影子银行体系大致包括四类机构：第一类是银信合作等银行表外债务融资，包括集合信托计划、信贷资产证券化、银行理财计划。第二类是银行之外的各类支付、结算和清算便利机构。在无需机构、无需货币的情况下，交易照样能够进行，例如支付宝。虽不影响货币供应，但是它促成交易发生，会影响物价。除此之外，还有卡机的支付清算、网机的支付清算层出不穷。共同特征就是，作为双边交易平台可以促成交易完成，改变价格但不影响货币供应，对中央银行具有革命性挑战。第三类是非银行贷款，包括合法性质的和非法性质的非银行信贷，如信托公司、财务公司、租赁、典当、小额贷款公司以及部分大型企业托盘业务下的贷款。第四类是不受监管的民间金融，包括地下钱庄贷款、民间借贷等。

与美国影子银行的基本区别。在中国的利率尚未完全市场化、银行特许权价值较高、信贷资源相对稀缺等条件下，中国的影子银行体系本质上是一个通过资本市场连接资金盈余者和资金短缺者的金融中介体系，是对传统银行信贷渠道的替代和补充。与欧美相比，中国的影子银行体系尚处于初级阶段，非银行金融机构发行的仍然是信贷性质的短期债务，还没有形成以资产证券化及其衍生品为中心的美国式影子银行网络。与发达国家相比，中国的影子银行体系复杂程度较低，在形式、内容、发展动力上都与美国有所不同，有很强的“中国特色”。

中国影子银行体系的发展动力。无论从体制内在弊端还是金融发展的外在需求角度而言，影子银行体系在中国的发展都具有必然性。基本的发展动力可以概括为四方面：客户对创新型服务有需求，金融机构有动力创新，经济运行态势推动，金融发展的内在动力。

从金融体制自身来看，一方面，保持经济快速增长，需要多层次的金融服务体系和积极的金融创新工具，非银行金融机构信贷是商业银行信贷的有益补充，需要鼓励。另一方面，中国金融体系的市场化程度在渐进式提高，为保证货币稳定、金融稳定，金融监管政策需要依据中国国情实时控制信贷

总量、货币供应量和体制内的资金价格，不选择一步完全放开。由此，金融监管既要鼓励各类影子银行业务保增长，又要严格控制正规信贷体系以保持金融稳定。受约束的商业银行体系之外必然会滋生影子银行体系。可见，影子银行体系的产生和发展没有“原罪”，其内生于中国金融体系改革。

从金融发展角度来看，中国的商业银行特许权价值依然很高，获利成本低。与此同时，由于制度约束原因和内在成因，非银行金融机构的主营业务发展相对缓慢，或者说有些机构根本没有发挥其本应发挥的功能。随着中国的金融体系开始脱媒，进入资产管理时代，该行业的利润空间非常大。在分业经营法律制度框架不明晰的情况下，非银行金融机构被默许提高金融创新能力，并进军资产管理行业。由于没有异质的主营业务支撑，资产管理行业的资产出现同质化。在股权交易深度、广度不够，市场非常不发达的情况下，非银行金融机构吸收的从银行脱媒的资金，几乎都直接或间接进入债务市场中的信贷市场，分享中国经济发展带来的红利。

中国影子银行体系存在风险。美国的影子银行体系已经实现资产和负债双重市场化，而中国影子银行体系的负债端已经脱离商业银行等正规金融体系，以金融创新的方式——各类理财产品获取市场化融资；但其资产端并未实现市场化，而是以原始信贷方式抢夺商业银行未进入的主营业务。这种局势长期博弈的后果是信贷市场的高度竞争与无序扩张。高度竞争能带来贷款价格的低廉化，增加社会福利。但无序扩张的后果比较负面。谁贷款的门槛低就向谁借款，最终会推动个别行业的资产价格泡沫、债务滚雪球式发展。滋生风险将是不争的事实。

具体的风险类型与形成机理。由于只是简单复制银行业务，中国的影子银行与商业银行有相同风险，即期限错配风险和杠杆风险，但游离于监管会使后者的风险更加明显。除此之外，中国的影子银行体系存在的主要风险点还包括流动性风险、法律风险、系统性风险等。具体而言，第一，期限错配风险。发展实体经济需要大量长期资金，当前影子银行体系运营的信用大部分是短期信用，所以它必然产生期限错配风险，这是整个间接融资体系长期存在的问题。第二，流动性风险。影子银行体系现有的筹资途径及其快速的运行态势，有可能引发市场通过组建新的影子银行筹资“还”旧影子银行的债务，形成庞氏骗局，引发流动性风险。第三，法律风险。影子银行体系的一些合作协议通过商业银行平台签订，在商业银行柜台出售。从法律条款来看，银行无需承担任何责任。一旦出现问题，投资者将投诉无招，产生法

律风险。第四，系统性风险。与西方国家相比，中国的影子银行体系发展更为隐秘，既不受中央银行的监测，也得不到最后贷款人的及时救助。由此，系统性风险成为可能。这应该是中央经济工作会议“要高度重视财政金融领域存在的风险隐患，坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”的剑指方向。

三 未来的监管原则和重点

无论是美国的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》，还是FSB提出的影子银行体系监管框架，都昭示国际社会对影子银行体系持肯定态度：鼓励其发展，同时加强监管。对中国而言，鼓励创新、加强监管、促进金融业转型是理性选择，同时不应盲目照搬国际监管框架。

体外运行特征表明，影子银行体系监管的难度之大和成本之高都将是必然。从节约成本、提高市场效率的角度来看，市场自律是最好方式。由于处于初级竞争阶段且暂无传染性风险之忧，中国的影子银行没有意识到合作和自律的必要性。由此，继续深入金融体制改革，并加强对影子银行体系的监管成为目前的最优选择。

未来的监管应该遵守一些基本原则。第一，保持透明度，及时获取监测信息。第二，货币政策工具需进一步市场化。事实已经证明，类似量化宽松的货币政策数量调控工具后患无穷，风险或不可控。第三，全面推行宏观审慎监管。影子银行已经打破了传统的银行分野，打破了机构与市场的分野，宏观审慎监管具备可行性，同时应该鼓励市场自律。

监管的重点应该是保护金融消费者。中国的金融业还是“金融产品”的生产单位，还没有完全实现向服务业的转化。保护金融消费者的监管导向可以使中国金融业改变传统理念，突显服务角色。未来的金融服务要从满足于存、贷、汇兑全面转移到为客户提供量身定做的服务上，推动金融功能是从融资功能全面转向收集、生产、传递和使用信息的新机制。发展路线要从热衷于兴办机构转向激励交易、向提高流动性要效率的现代金融发展道路上。

李扬

2013年4月

摘 要

在追溯次贷危机成因的讨论中，影子银行体系被聚焦并成为金融领域的研究热点之一。出于对影子银行体系的本质和运行机制的不同认识，学者提出不同的研究视角。但是，实践要求我们必须对影子银行体系有深入的客观认识，而不能仅仅停留在混乱和浅薄的形式上。只有深刻理解了影子银行体系的本质、思想渊源以及对货币政策的冲击等宏观经济效应问题，才能客观认识影子银行体系，并形成正确的监管方向。本书的研究兴趣和意义即在此。以货币理论为视角，利用归纳法和演绎法结合的形式，本书试图从理论角度讨论金融市场的“新宠”——影子银行体系。

影子银行体系之所以被冠名为“银行”，原因是其本质与商业银行同为私人货币供给。私人货币供给在历史上有过多元化的形式，本书第一章从商品货币讨论至影子银行体系的信用创造，对历史上的私人货币供给演变进行系统回顾和梳理。理论的研究起点界定后，在第二章围绕影子银行体系的本质、特征、运行机制和监管思路等典型问题，对次贷危机之后的影子银行体系研究进行综述，展现最新的国际研究进展。第三章给出了全球最典型的影子银行体系——美国影子银行体系发展演变的事实和线索，以真实的演变数据重现影子银行体系在美国形成的过程。由此，前三章从理论和实践角度，为影子银行体系研究奠定基础。

本书的理论讨论集中在影子银行体系的信用创造机制、宏观经济效应以及应对思路。第四章深入剖析影子银行体系的信用创造功能、机制、内在缺陷，从理论视角回应影子银行体系为什么是一种私人货币供给形式。这种私

人货币供给由于其超越传统商业银行体系的规模而富有宏观经济效应。第五章着重讨论影子银行体系对商业银行货币供给机制的冲击、对货币市场的影响以及对中央银行资产负债表的冲击。除此之外，影子银行体系和金融体系的系统性风险形成具有内在联系，第六章通过列举次贷危机中系统性风险的累积与爆发，尝试性讨论了此问题。在此背景下，影子银行体系的监管不可避免地成为理论和实践的热点。第七章梳理了国际社会对影子银行体系的监管思路和概况，通过比较自由银行业时期的银行监管，提出影子银行体系的监管路径：证券最后贷款人和基于信息的私人货币管理。

在热烈的学术讨论背后，体现了不同的思想渊源。影子银行体系本质是商业银行的一种表外创新，而创新背后的思想动力是自由银行业思想。这种思想并未在中央银行产生之后彻底消失，而是以不同的金融创新形式反复回归，影子银行体系便是其中一例。第八章以商业银行特许权价值在自由银行业体系和现代商业银行体系中的演变为线索，提出影子银行体系是古老的自由银行业思想的一种回归。

中国已经提前被西方国家认为是有影响的大国，这不仅体现在金融危机中诸多国家对中国声音的期待，也体现在诸多新研究对中国元素的覆盖。在美国影子银行体系出现问题之后，一些国际人士很快开始热议中国的影子银行体系，国内学者中也对影子银行体系有不同的理解。第九章简单梳理了不同的理解，并从金融创新视角界定中国的影子银行体系范畴。在深入剖析其在国内的成因之后，结合中国货币市场发展的需求，提出中国影子银行体系与金融创新的未来方向。

Abstract

Shadow banking system has been the financial research focus since the subprime crisis. Scholars give different studying perspectives with various opinions on the nature and mechanisms of shadow banking system. But it requires further and objective understanding not chaos and superficial discussion of shadow banking. Only deeply understanding of its nature, theory origin and shocks on monetary policy can lead to correct supervision. It's just the research focus and meaning of this book. This research tries to discuss the “new favorite” of financial market—shadow banking system—with methods of induction and deduction from the perspective of money theory.

Being named “banking”, the shadow banking system has the same nature of private money supply with commercial banking. Since private money has various forms in history, Chapter 1 retrospects and analyzes the evolution of private money supply from commercial money to shadow banking's credit creation. On the basis of clear research idea, Chapter 2 reviews on research of shadow banking after subprime crisis and tracking the latest international studies scope in its nature, features, mechanism and regulating ideas. Chapter 3 describes and analyzes the developing history and clues of US shadow banking with some real data. So far, the former three chapters build basis of the research.

The theoretical focus of the research is the credit-creating mechanisms, its macro-economic effects and solving ways of shadow banking, which is included in

Chapter 4, 5, 6, 7. Chapter 4 answers the question of why the shadow banking is a form of private money supply, with further analysis of its credit-creating function, mechanism and inner defection. As it has large scales, this private money supply has effects on macro-economy. Chapter 5 analyzes its shocks to commercial banks' money supply, money market and central banks' balance sheet. In addition to it, there is inner relation between shadow banking and the formation of systemic risk. Chapter 6 discusses this question with some facts of subprime crisis. Chapter 7 reviews international regulation on shadow banking and compares with the era of free banking, concluding the possible regulating ways—Securities Lender of the Last Resort and private money management on information.

Different thought origins derivative different options on shadow banking. It's a kind of off-balance sheet innovation of commercial banking, and the thought motion is free banking. Free banking thought never disappears after the birth of central bank. It has returned with different financial innovations more than one time and the shadow banking is just one form. Chapter 8 proposes this opinion with the clue of the evolution of commercial banks' charter value from free banking era to now.

China has been regarded as super powerful country in advance by the developed countries, which is embodied in the expecting of Chinese voice in international financial crisis and the concerns on China in some new research. With the appear of US shadow banking, some scholars quickly relates Chinese shadow banking and there are different opinions among Chinese scholars. Chapter 9 simply reorganizes these opinions and defines the scope of Chinese shadow banking from the perspective of financial innovation. It suggests the direction of Chinese financial innovation considering the needs of money market lastly.

目 录

引 言 影子银行：真正的新生事物还是历史再现·····	1
第一章 影子银行研究起点：私人货币供给 ·····	3
第一节 私人货币供给的概念范畴·····	3
第二节 历史上的私人货币供给演进脉络 ——看不见的手、看得见的手如何控制货币供给·····	15
第三节 私人货币供给的历史启示·····	30
参考文献·····	33
第二章 次贷危机后影子银行体系研究进展 ·····	35
第一节 影子银行体系的本质·····	35
第二节 影子银行的基本特征·····	40
第三节 影子银行体系的运行机制·····	44
第四节 影子银行体系的监管思路·····	47
第五节 对影子银行体系的简单评价·····	53
参考文献·····	55
第三章 美国影子银行体系的兴起与发展 ·····	57
第一节 美国影子银行体系的兴起：背景与成因·····	58

第二节 美国影子银行体系的演变脉络	63
参考文献	88
第四章 影子银行体系的核心要义：信用创造	89
第一节 非银行信用创造的研究历程	90
第二节 影子银行体系是否具有信用创造功能	91
第三节 影子银行体系的信用创造要素和过程	93
第四节 影子银行体系信用创造的内在缺陷	98
参考文献	102
第五章 影子银行体系的宏观经济效应	105
第一节 影子银行体系对商业银行货币供给机制的冲击	105
第二节 影子银行体系对货币市场的影响	111
第三节 私人货币供给对货币政策的冲击	116
第四节 私人货币供给对中央银行资产负债表的冲击	120
参考文献	130
第六章 影子银行体系与系统性风险	133
第一节 系统性风险成因的重新解释	134
第二节 私人货币供给与系统性风险的形成	136
第三节 系统性风险的累积与爆发	147
参考文献	151
第七章 如何在发展前提下监管影子银行体系	153
第一节 影子银行体系国际监管概况	153
第二节 自由银行业时期的自律与监管	162
第三节 如何在金融发展和金融安全中实现平衡 ——基于抵押品管理的影子银行体系监管	164

第四节 基于信息的私人货币管理·····	170
参考文献·····	181
第八章 为什么要复制银行：自由银行业思想的回归？ ·····	182
第一节 自由银行业思想回眸·····	183
第二节 商业银行特许权价值的演变·····	189
第三节 商业银行核心功能的非银行化·····	195
第四节 复制银行的外在动力：金融监管·····	199
参考文献·····	208
第九章 中国的影子银行体系与未来金融创新路径 ·····	210
第一节 国内各方对中国影子银行体系有不同理解·····	210
第二节 国内影子银行体系发展概况·····	213
第三节 影子银行体系在国内的发展成因·····	217
第四节 中国影子银行体系未来发展方向·····	219
参考文献·····	223
结 语 ·····	224
致 谢 ·····	226

CONTENTS

Introduction	Shadow Banking: Real Innovation or History Reappear	/ 1
Chapter 1	Theory Origin of Shadow Banking: Private Money Supply	/ 3
Section 1	Concept and Scope of Private Money Supply	/ 3
Section 2	Historical Evolution of Private Money Supply: How Do Visible Hand and Invisible Hand Control Money Supply	/ 15
Section 3	Implications from Private Money Supply	/ 30
References		/ 33
Chapter 2	Research of Shadow Banking after Subprime Crisis	/ 35
Section 1	Nature of Shadow Banking	/ 35
Section 2	Fundamental Features of Shadow Banking	/ 40
Section 3	Operating Mechanisms of Shadow Banking	/ 44
Section 4	Various Regulating Ideas of Shadow Banking	/ 47
Section 5	Some Reviews on Shadow Banking	/ 53
References		/ 55
Chapter 3	Origination and Development of US Shadow Banking	/ 57
Section 1	Growth Background and Reasons of US Shadow Banking	/ 58
Section 2	Evolution Clues of US Shadow Banking	/ 63
References		/ 88

Chapter 4	Core Meaning of Shadow Banking: Credit Creation	/ 89
Section 1	History of Non-bank Credit Research	/ 90
Section 2	Can Shadow Banking Create Credit?	/ 91
Section 3	Credit Creating Points and Mechanism of Shadow Banking	/ 93
Section 4	Inner Defection of Shadow Banking's Credit Creation	/ 98
References		/ 102
Chapter 5	Macro-economic Effects of Shadow Banking	/ 105
Section 1	Shadow Banking's Shocks on Commercial Banks' Money Supply	/ 105
Section 2	Shadow Banking's Effects on Monetary Market	/ 111
Section 3	Private Money Supply's Effect on Monetary Policy	/ 116
Section 4	Private Money Supply's Effect on Central Bank's Balance Sheet	/ 120
References		/ 130
Chapter 6	Shadow Banking and Systemic Risk	/ 133
Section 1	New Explanation of the Formation of Systemic Risk	/ 134
Section 2	Private Money Supply and the Formation of Systemic Risk	/ 136
Section 3	Accumulation and Explode of Systemic Risk	/ 147
References		/ 151
Chapter 7	How to Regulate Shadow Banking without Damaging Financial Development	/ 153
Section 1	Overview of Shadow Banking International Regulation	/ 153
Section 2	Self-discipline and Regulation in Free Banking Era	/ 162
Section 3	How to Balance between Financial Development and Security: Shadow Banking Regulation Based on Collateral Management	/ 164
Section 4	Private Money Management under Information	/ 170
References		/ 181
Chapter 8	Why Replicate Banks: The Return of Free Banking Thought?	/ 182
Section 1	Retrospect of Free Banking Thought	/ 183