

瓦列里奥·莱玛 (Valerio Lemma) 著

王云 李红岗 译

THE SHADOW BANKING SYSTEM

Creating Transparency in the Financial Markets

影子银行体系

——构建金融市场的透明度

 中国金融出版社

影子银行体系

——构建金融市场的透明度

瓦列里奥·莱玛 (Valerio Lemma) 著

王 云 李红岗 译

常州大学图书馆
藏书章



中国金融出版社

责任编辑：王雪珂

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

Copyright© Valerio Lemma 2016

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title The Shadow Banking System by Valerio Lemma. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The author has asserted his right to be identified as the author of this Work.

北京版权合同登记图字 01 - 2017 - 3939

《The Shadow Banking System: Creating Transparency in the Financial Markets》一书中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

影子银行体系——构建金融市场的透明度 (Yingzi Yinhang Tixi: Goujian Jinrong Shichang de Toumingdu) / 瓦列里奥·莱玛著；王云，李红岗译. —北京：中国金融出版社，2018.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9344 - 1

I. ①影… II. ①瓦…②王…③李… III. ①银行体系—研究 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 298948 号

出版

中国金融出版社

发行

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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 16.5

字数 205 千

版次 2018 年3月第1版

印次 2018 年3月第1次印刷

定价 52.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9344 - 1

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

MF

MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

前言

在开始分析时，就给本书的观察对象“影子银行业”下一个明确的定义并不合适。毕竟，我们并不是要研究影子银行业务的内涵，而是研究资本流动的条件和产生的影响。正如本书后面章节所示，影子银行体系的外部环境是多维度的，只有通过具体实践经验进行分析，我们才能理解影子银行体系的特征和风险。

本书的研究对象是金融市场和非法资本流动之间存在的“经济空间”（economic space）。发达国家法律体系赋予信用中介活动的自由选择权界定了这一剩余领域（residual field）的范围。

我们对影子银行体系的兴趣源于其经济相关性，根据金融稳定理事会（FSB）发布的定量分析，影子银行体系影响着 G20 国家和整个欧元区的产业发展，并与全球 GDP 的 80% 以及金融资产存量的 90% 相关^①。

关于影子银行体系作用（与实体经济融资的关系，以及与微观和宏观系统性风险扩散的关系）的初步经济分析也非常具有参考价值。这些分析主要针对在金融市场中直接开展的、没有银行参与的信用交易^②。结果显示，根据审慎监管规则设定的各项相关参数来看，这些交易明显促进了“资本流动”。

影子银行业务寻求具有共同利益的主体，这些主体出于不同原因选择在银行业规则之外进行操作（但并不违反银行业规则）。上述业务操作是基于能够维持合法的（不同于传统银行业务的）“顺序交易体系”（sequential trading system）的合同。因此，本书并不会关注那些主

要活跃在“黑市”（而不是在影子银行体系）中的违反市场监管规则的操作^③。

换言之，研究影子银行体系是由于其被用于使“有信贷需求的主体”获得（长期）融资，而另一“有投资需求的主体”获得（短期）金融工具。上述过程被认为与承销合同及相关的证券化和再证券化相关。这些业务操作也涉及某些特殊目的公司（SPVs），其由相关管理人进行管理并安排交易活动（目的在于将初始贷款和最终的债务抵押债券联系起来）^④。

几个主体发行的金融工具预期将会一并储存在上述 SPVs 资产中，从而产生了在“影子信用中介过程”每一阶段重复的“混合资产”。因此，贷款、资产支持证券（ABS）以及资产支持商业票据（ABCP）的仓储情况也将体现在影子银行体系中活跃的 SPV 的资产中。这些资产最终由一系列不同的基础性的债务工具组成，并通过同一“影子银行业务操作”结合在一起^⑤。

第一个特殊目的公司发行的金融工具（所谓的 ABCP）被第二个特殊目的公司所认购，而第二个特殊目的公司又将发行新的债务证券（所谓的 ABS）。类似的业务操作不断重复，直至最后一个特殊目的公司发行最终的金融工具（所谓的担保债务凭证或 CDO）。

显然，在每一阶段，ABS 仓储操作也同时进行，因此每一特殊目的公司的资产都由不同的金融工具（不仅就发行人而言，还包括其经济内容）组成。需要注意的是，每一阶段都紧随着另一阶段，并且上述操作在每一阶段都不断重复。

毫无疑问，影子信用中介过程是“被选择的程序”，其赋予了一种特殊的“市场型融资”模式以生命。这一中介过程允许业务操作无限制地不断重复（按照上述顺序，从贷款发行到证券发行再到 CDOs 的发行销售），从而使得情况变得复杂。

在上述每一阶段，都可能产生一些影响：杠杆（因为公司可以自

由决定其金融杠杆水平)、期限转换(贷款的期限和证券到期日不再相关联)、证券重算(继续发行更多类型的证券,这些证券的资本担保不同,所谓的信用转换)^⑥。

在金融市场中,筹集(或占有或转移)资本并不意味公权力必须扮演监管者角色,这也是为什么我将这种银行业的替代性渠道称之为“影子”的原因。

影子银行体系的参与者推出的衍生品也值得研究,其促进了提供给实体经济的贷款的效果和整体流动^⑦。

因此,需要特别关注现金流交换合同(如掉期)、特定交易执行条件的预先设定(如期货和期权)以及通过衍生品合同(甚至通过其他受监管的中介)获取的其他权益。实际上,这些衍生品合同的影响范围不限于合同所涉及主体的经济活动,而是延伸到了整个影子银行业(在流动性以及风险方面)^⑧。

这表明了衍生品的系统重要性,正如我们将看到的,也产生了制定适当的(履行)保障措施和增强(信息)透明度以避免(市场参与者违约导致的)系统性风险的需求。

从另一角度看,有必要对影子银行体系进行技术层面的分析,以证明影子银行体系不是单纯的附生现象(就社会经济利益和系统性影响而言),也不是证券化机制(相关业务操作活动的基础)的复杂化^⑨。事实上,它是通过实证分析发现的一个超越传统(由欧盟当局所监管的)资本流动机制和支付体系的新的体系(作为银行体系的替代)。

因此,有必要验证在法律和经济层面上,影子银行体系能否与多数发达国家的社会民主秩序相兼容。首先,要分析进入影子银行体系是否就必然能减少交易成本(由银行产生的),获得额外利益(符合其他公民的权益)。只有这样,才能排除在影子银行体系中,投机性行为可能导致全球金融体系面临难以承受的并不断扩散的风险(即通过将资源从实体经济转移至金融市场,并将风险引入传统银行业渠道)^⑩。

相应地，还需要确定影子银行体系的经济决定因素，以及其是否与法律标准相一致，并符合金融监管的目标。这一确认过程的目的在于了解通过“抵押品循环”（collateral circuits）的方式改善实体经济融资是否符合参考法律体系的价值理念^⑪。

实际上，这一（在影子银行和传统银行之间的）替代性选择并不允许（通过任何方式）非法的货币流动，也不允许规避任何民主体系所采取的对其公民权益（经济的和金融的）进行平衡保护的保障措施。

就此而言，关于影子银行体系的法律和经济层面的评估以及关于监管和干预需求的评估，一方面应考虑现已重构了的金融监管框架，另一方还要充分权衡其（积极的和消极的）外部性。上述评估旨在确认能够引导公共干预达到最优效果（参考“社会福利标准”进行评估）的方法^⑫。

因此，有必要确定这一处于受监管的和被禁止的交易的边界之间的监管区域中的金融体系的“要素”。社会的全球化进程以及经济的金融化因素也应被考虑在内。此外，影子银行体系的民主合法性问题也需要解决，以承认那些不受具体监管的主体的存在（在这种情况下，上述主体被排除在保障措施之外）。

本书的分析结论还取决于对影子银行体系社会经济功能的评估。实际上，在本书中，我将考虑以下可能性，即在影子银行体系中，一方面，你可以协商一个低于商业银行通常收取的中介费标准（由于影子银行主体相关业务活动成本低于商业银行）；另一方面，贷方能够承担更大的风险，以收取更高的利息（而遵循巴塞尔协议规定的资本充足率要求的中介主体则不能这样做）。

本次金融危机后，国际机构和货币当局对于没有银行中介参与的，“涉及传统银行体系之外的主体和业务活动的信用中介”的资金流动机制显示出了日益浓厚的兴趣^⑬。其兴趣点不仅在于各种形式的市场型融资在数量上的意义，也在于其对全球金融体系所产生的外部性（就系

统风险扩散而言)。

上述视角所关注的是在政府监管范围之外的主体,以及目的在于实现新的资本流动方式(超越市场准则和监管)的业务活动。也正由此,影子银行体系才引起了国际社会的兴趣。

我们可以从2010年11月11~12日G20首尔峰会的成果开始分析。此次峰会上,成员国代表承诺进一步完善宏观经济政策,推动经济复苏和持续增长,以增强金融市场的稳定性(所谓的“首尔行动计划”)。这一承诺解释了为什么要制定“共同行动指南”以消除妨碍经济复苏可能性的不平衡。行动指南建立在基于国际银行监管框架(由巴塞尔委员会银行业监管委员会(BCBS)制定)的经济决定要素之上,旨在通过对影子银行体系采取新形式的监管措施,增强对全球金融体系监管。

显然,这些发展方向超越了以往通过维护被监管机构的安全性而实现金融市场稳定的监管方式。新的监管方法也已开始实施,目的在于防止由于银行和其他形式的信用中介操作条件不对称而导致的金融不平衡(即确认了影子银行体系)。

此外,上述新的监管方法的实施填补了长期以来危及市场稳定运行的监管空白。“提高监管标准,保证各国监管当局执行全球最新的标准,始终保证一个公平竞争环境,促使参与者力争上游,同时避免市场分化、保护主义和监管套利”的政治决策也支持采纳新的监管方法^⑭。

2011年11月3~4日,在戛纳召开的G20峰会所形成的决议也符合上述发展方向。该决议是对危机期间提出的监管问题的重要性的再次确认。在一致赞成“首尔行动计划”的同时,G20领导人还特别强调要进一步发展新的针对场外(OTC)衍生品的清算和交易体系。为了满足这一需求,还提出了一系列的关于补偿行为的标准和原则。

同时也明确承诺采用单一的、高标准的全球会计准则,建立一个综合性框架以应对系统重要性机构(SIFIs)风险^⑮。对受监管的信用中介

和影子银行主体之间的商业关系进行监控，也表明监管当局已开始采用新的监管规则加强对影子银行体系的监管。与此同时，探索如何充分发挥传统的监管机制的效用以应对全球金融体系的复杂性的努力也是值得肯定的。

毋庸置疑，FSB 的领导与这一创新进程密切相关。FSB 的角色已远远超出了协调其他国际标准制定机构制定加强影子银行体系的必要的监管规则。并且，FSB 有时也会超出 G20 决议的方向。

新的干预方式主要基于国际机构之间的合作和技术协调（自从采纳了“洛斯卡沃斯增长和就业行动计划”）。这也表明 FSB 有责任监督 G20 峰会提出的改革方案的落实，由于其需要向 FSB 的“实施监控协调框架”（CFIM）汇报^⑩。

然而，上述结构的局限性也是显而易见的：FSB 的权力面临着二十世纪遗留下来的主权壁垒的限制。为落实 G20 相关方案，各成员国的监管当局受委托作出独立决策，而 FSB 的职责不能超越对上述成员国作出的独立决策的报告。目前也没有任何迹象表明，全球法律秩序或者分类监管体制会赋予 FSB 更多的权力。因此，当前的组织框架不足以管理由影子银行体系所产生的跨境的、相互依存的网络；各个国际组织也发现推动统一监管以克服市场的不透明性、防止市场失灵存在实践性障碍。

G20 成员国对上述内容表现出了极大兴趣。这些国家已着手研究对影子银行现象进行单独监管的路径。特别值得注意的是，在 2013 年 9 月 5~6 日召开的 G20 圣彼得堡峰会上，美国明确表明其有意减少“影子”体系带来的风险，提高审慎标准（针对银行或者特定的非银行），解决短期批发融资市场的脆弱性。美国的上述声明，与 G20 全体领导人达成的共识一致，根据 G20 共识，监管的推进除了采取上述规则外，还应进一步增强透明度和公平性，填补导致影子银行风险扩散的监管空白，以保证银行业更加具有弹性。

目前，各国已明确表达了解决危机导致的各种问题的意愿，并已开始从扩大公共干预入手。近期，我们也看到一些直接干预影子银行体系以及实施（针对影子银行主体或者行为）监测机制的例子。现在，我们需要研究采取更具前瞻性的措施，制定相关法律和原则并渗透至影子银行体系所占据的全部空间中。

上述研究的目的在于更好地理解如何解决影子银行体系产生的问题（以及这些问题在全球范围的表现）。

G20 在这方面的进展也很显著。目前，G20 已经成为一个研究金融问题的政策建议机构，虽然其并没有权力推动加强和改进监管体系。FSB 也类似，它并不是负责监督和管理相关（金融和货币）事务的机构。

从最初研究影子银行现象到目前为止，上述发展进程与国际社会加强新的为实体经济提供信贷的替代性渠道监管的意图相一致。我将分析并找出哪些规则有利于增强市场关系的透明度，以保证有效管理影子银行体系所产生的系统性风险，并探索保证影子银行体系平稳运行的新路径。

根据上述分析，看起来似乎应从金融监管和货币当局的干预的角度来进行分析研究。但实际上，上述两个方面显然不能直接适用于影子银行体系。

因此，可以从如下假设出发，即影子银行体系的建立是金融参与者期望减少各类成本包括监管成本的倾向的结果。与上述假设相一致的是，监管当局并不认为“在规则外运行”的意图违反了相关的金融法律秩序。因而，影子信用中介过程是寻求（资本流动）替代性方式的最终结果。就风险和效益两方面而言都是如此。

此外，我将评估影子银行体系的其他经济决定因素的影响，这些因素与影子银行主体（承担更少的可转移的和潜在的成本）的组织结构的灵活性相关。我还将研究在什么情况下，影子银行体系是将财富暂时

转移至银行渠道之外的一个成功模式。

如果从投资者的角度对影子银行体系进行观察，将会发现相关的（为了支持中介过程而发行的）金融工具提供了更有利的风险补偿条件（之前提到过影子银行产生的成本更低）。并且，这些金融工具（为投资者）提供了可以购买比银行提供的风险更大的证券的可能性（当然，有更高的回报率）。因而这些金融工具更有利于满足市场参与者寻求更高的个人收益机会的需求。

毫无疑问，影子银行体系面临着业务操作条件不能达到有效安全水平的风险，譬如实现社会福利的最大化，或者至少避免相关产业不平衡所导致的经济损失（所谓的无谓损失）。

因此，我会牢记，高风险的影子银行业务操作的选择是在缺乏解决信息不对称和其他市场不透明问题的保障措施的情况下发生的。这会导致对影子银行体系中的以下事实产生质疑：（1）供需平衡是旨在获取深层次信息数据的“认知行为”（cognitive activity）的结果；（2）因此，投资选择是理性决策的结果。

另一问题是关于这一充满风险的体系与现代民主法律秩序以及保护“公共利益”和“社会效用”的监管机制是否兼容。在研究过程中，不能将这一问题简单视为是关于中介行为自由的界定存在争议，由于上述界定常常会产生企业自主权和公共管理权之间的竞争。我将澄清选择进入这一平行体系（仅仅）是参与者自由权的行使，而不是人们寻求监管套利的不当行为。

除了阐明与影子银行体系中交易便利相关的特定经济原因外，还需要进行更加深入的研究。实际上，本书的研究既关注在影子银行体系中进行业务操作的主体，也关注使财富从盈余方流向短缺方的业务操作活动。

影子银行体系的多阶段性质决定了有大量操作者参与其中。信用中介的实现还需要大量的技术支持，以使中介活动按照一定顺序开展，

一旦开始证券化，初始融资阶段（在此阶段发行和存储了各种金融工具）交替出现，直至在金融市场发行 CDOs。

可以肯定的是，影子银行体系具有可变的边界，一旦操作顺序的演变进程开始，新的类型的操作者将被纳入其中。因此，对影子银行主体的研究，应考虑所有参与影子信用中介过程的参与者。

就此而言，我将 SPVs 的出现和用于实现信用中介的业务活动的类型联系起来。实际上，这些公司最终都附属于能够提供最符合投资者需求的金融工具配置的转换业务。否则，将很难在影子银行体系中找到一个真正的“影子银行”，因为信用中介过程并不是由单一主体实施的（在公共监管范围之外，并且与货币当局没有发生直接的联系）。

特别是对于银行和其他投资机构而言，其参与影子银行业务活动从经济角度看具有明显的正当性。这些公司可以为上述影子银行主体提供（银行或者金融）服务；而这些服务与增加相关业务总量的目标一致，并且也有利于提高业务绩效。具体的（任何形式的）贷款业务活动也是一样，对其有效性的评估应结合个别贷款条件以及贷款申请者的资信情况。

此外，还需要对“放贷并出售”（originate - to - distribute）的银行业务模式进行分析。我们需要了解影子银行体系和信贷机构之间的联系，它们自己或者通过相关主体参与同一初始借贷合同，并在此基础上产生债务人的义务，导致证券化风险暴露（根据欧盟条例 No. 575/2013，第 4 条第 1 段第 13 点）。这同样也适用于为自己的账户购买第三方信贷并证券化的银行。在上述两种情况下，这些银行均没有将这些信贷以资产形式持有（类似在“放贷并持有”（originate - to - hold）模式下的情形）。

随后，我将关注在影子银行体系中发行初始信贷的程序，因为这些信贷是 CDOs 生产周期的“原材料”。在这种情况下，银行收集到的信息的质量（关于资信情况）能够保证前述信贷的可靠性（进而，影响

在影子信用中介过程中最终发行的金融工具的价值)。这些信贷产生的现金流将为所有参与者带来回报,并保证认购 CDOs 的参与者的收益。

根据上述分析,对影子银行业务活动进行研究的重要性就不言而喻了。随后,关注点将转向将(对实体经济的)贷款转化为(提供给资本市场的)金融工具的业务活动。

此外,影子银行体系规避监管规则的趋势是否会影响影子银行的影响力有待进一步阐明。相关评估还将引导我们对上述不受监管的金融现象的可持续性进行研究验证。然而,我们所掌握的历史背景情况并不充分(包括相关结果以及资源分配情况),这一问题也不容忽视。因而,本书的目的侧重于评估国际机构的新规则能否推进新的合理的解决方案,以改进(在银行部门之外)资本流动的质量。

创新和全球化是影子银行取得成功的驱动力。实际上,只有作为其发展的结果,开展影子银行业务活动的技术条件才能够得以实现。我特别指的是资本跨境流动的自由、实施金融工程所提供的机会,以及选择金融工具交易场所的可能性。

“全球金融体系”的发展允许新的参与者对中介过程进行创新,从而创造新的金融资本主义^⑦。我指的也是导致过度结构化和复杂的金融工具盛行的经济金融化进程。并且,上述现象均通过跨境网络发展。因此,有必要充分考虑去监管进程的结果,由于其紧随着标志着 20 世纪终结、21 世纪开始的(在金融创新运用方面的)自由原则。

其结果是导致了金融业的一个异常趋势(自 2007 年以来我们称其为“金融危机”)。仅仅在初期,市场趋向于与实体经济同步发展,增加货币流通的周转率,改进决定信贷供给量的其他因素。但随后,市场行为逐渐变得不谨慎,允许不符合审慎监管要求的业务活动的开展。因此,在金融化的经济中,中介机构以及其他机构所扮演的角色引发了特别的兴趣,由于它们的表现将会影响可信赖的服务的提供,以及能够确保财富管理安全的工具的使用。

当前（G20 成员国经济）高度金融化也凸显了上述方面在分析影子银行体系中的重要性。因此，也需要考虑在资本市场中交易的金融资产总量持续增长的影响。

最后，本书还将分析对影子银行体系的肯定是否是监管政策的结果之一，上述监管政策追求福利最大化，依赖于自由市场和私有制，遵循公共部门最少干预原则。肯定地说，影子银行体系的自由可视为一个政治决定、一种监管选择以及市场化的金融体系日益增长的主导地位超过了银行主导的体系的结果。

在理论研究方面，将金融化定义为金融业的主导地位不断增强的观点并不少见^⑮。然而，我们必须考虑到多数发达国家对银行体系监管的兴趣增加，各国当局也将改进针对资本流动替代性机制的一些监管因素（目的在于防止系统性风险）。

因此，本书将密切关注监管者的角色，由于其会影响投资分配的偏好。我也将验证私人储蓄投资在该体系中是否与“选择以现金、银行存款、股票还是独栋别墅的形式储蓄，取决于投资者对于上述不同形式储蓄的风险和回报的看法”相关^⑯。同时，我将考虑，正如 Fama、Hansen 和 Shiller 所证明的那样，“资产价格”为理性投资提供了必要的信息^⑰。

此外，还需要考虑存在的其他变量，如影子银行业的透明度、安全性和稳定性水平。在影子银行业，这些变量将决定（金融资产的）市场价格以及其与潜在价值的联系。实际上，我们已经意识到监管规则的缺失会导致资产的错误定价，进而引发危机（正如美国的次贷危机）。

基于上述假设，我将分析对影子银行体系进行监管所面临的一些全球金融体系问题，因为我赞成有的学者的如下观点：“我们并没有完整的和普遍接受的关于金融市场如何运行的解释”，并且“关于资产价格是否可预测仍旧是一个关键的和老生常谈的问题”^⑱。只有解决这些问题，监管者才能期望避免禁止（针对贷款仓储和证券发行的）公开

市场业务活动，因为这一禁止可能导致影子信用中介退化，但又不能建立一个新的更加安全的资本流动模式。

在本书中，我倾向于通过对信息透明度、风险意识以及公平的风险补偿进行监管，以确保对高风险进行有效管理。这些措施能够保证影子银行体系的存续，这也是全球市场网络和金融创新发展取得的成果。

目 录

1 概述	1
1.1 对现象的识别	1
1.2 关于影子银行体系的传统定义：FSB 指南和 G20 声明	5
1.3 部分中央银行的做法	8
1.4 欧洲机构的路径	10
1.5 发展中国家的路径	13
1.6 对现象的解读	14
1.7 货币和监管视角下的不同结论	17
1.8 影子银行体系的边界	18
2 影子银行体系作为替代性流动性来源	24
2.1 影子银行体系的经济决定因素	24
2.2 信息不对称	28
2.3 不透明、顺周期性和系统不稳定性	30
2.4 对现象进行分类的方法	34
2.5 这是经济自由还是逃避监管？	38
2.6 影子银行体系的全球属性及其风险	40
2.7 新自由主义及其存在的本质问题	43