

2013年四川省社科规划年度项目（金融专项）（课题编号：SC13JR03）

影子银行

Yingzi
Yinhang

对货币政策影响研究

Dui Huobi Zhengce Yingxiang Yanjiu

向 宇 著



四川大学出版社

2013年四川省社科规划年度项目（金融专项）（课题编号：SC13JR03）

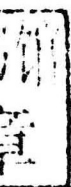
影子银行

Yingzi
Yinhang

对货币政策影响研究

Dui Huobi Zhengce Yingxiang Yanjiu

向 宇 著



四川大学出版社

责任编辑:蒋姗姗
责任校对:张伊伊
封面设计:墨创文化
责任印制:王 炜

图书在版编目(CIP)数据

影子银行对货币政策影响研究 / 向宇著. —成都:
四川大学出版社, 2014. 12
ISBN 978-7-5614-8286-5

I. ①影… II. ①向… III. ①非银行金融机构—影响—
—货币政策—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 005643 号

书名 影子银行对货币政策影响研究

著	者	向 宇
出	版	四川大学出版社
地	址	成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发	行	四川大学出版社
书	号	ISBN 978-7-5614-8286-5
印	刷	四川永先数码印刷有限公司
成品尺寸		148 mm×210 mm
印	张	8.75
字	数	238 千字
版	次	2014 年 12 月第 1 版
印	次	2014 年 12 月第 1 次印刷
定	价	28.00 元

版权所有◆侵权必究

- ◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。
电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065
- ◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。
- ◆网址:<http://www.scup.cn>

前 言

我国经历了 30 多年改革开放的时代洗礼，已经进入经济发展的“新常态”，经济体制改革进入深水区。目前，经济增长速度换档期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期三期叠加，我国经济发展面临前所未有的内部环境：创新乏力、人口老龄化、贫富差距拉大、实体经济不振、金融体系相当脆弱、环境资源承载能力接近极限，“中等收入陷阱”如同一把高悬头顶的达摩克利斯之剑。与此同时，世界经济形势波谲云诡。美国 2014 年下半年经济强劲复苏，而日本安倍的“三支箭”并未能实现其刺激经济的目标；欧洲受乌克兰问题拖累，经济增长乏力。新兴经济体普遍遭受经济结构性困扰，除印度增长较快以外，其他国家和地区增长缓慢。例如，俄罗斯深陷乌克兰危机，又逢欧美制裁，而且国际油价在美国操纵下短短几月之内跌去一半，使主要依赖原油出口的俄罗斯损失惨重，卢布贬值 50%，经济发展陷于停顿。由此看来，我国的对外贸易和投资正面临与改革开放之初完全不同且更加复杂多变的国际经济环境。

虽然我国改革开放 30 多年取得的辉煌成就足以增强“三个自信”，但是，面对复杂困难的国内外经济发展环境，没有理由盲目乐观。为保证我国经济健康稳定可持续发展，政府对经济的宏观调控必须胆大心细，调控的力度和节奏要拿捏得当。新一届政府履职以来，在经济、社会的各个制度层面正在大刀阔斧地推进改革，改革的红利在新一轮的制度创新过后一定会得到极大的

释放。然而，面对目前复杂动荡的国内外经济形势，政府在宏观经济调控方面显得相当谨慎，稳健的货币政策一直是金融调控的主调。例如，面对我国经济增速的连续下滑，货币政策并没有一开始就全面开启扩张货币的阀门，而只是采取有限的、有针对性的降低存款准备金率等措施，意在刺激实体经济增长。面对金融市场流动性不足的困难，中央银行通过少量、高频的方式，采用常设借贷便利（SLF）等短中期再贷款工具有针对性地释放流动性。最后才运用强有力的调控工具：降低存贷款利率，以保证市场流动性的供给。中央银行之所以一直保持稳健的货币政策，原因在于金融体系的脆弱性有所增强。本书讨论的影子银行对金融体系脆弱性的影响是不可忽视的。影子银行体系是一种金融创新，它的出现和发展为我国金融体系注入了新的活力。但是，由于影子银行及其业务不受或少受监管，其发展隐藏着很大的系统性金融风险，如不及时加以规范、管理，很有可能像美国一样，成为金融危机的爆发点。

自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃以来，各国开始逐渐放松对金融体系的严格管制，金融自由化程度不断加深，金融创新如雨后春笋般迅速发展，“影子银行”应运而生。但是影子银行的早期发展并未引起西方国家金融监管机构的足够重视，以至于 2007 年年底，由于风险积累，美国影子银行体系崩溃，爆发了次贷危机，并且在金融全球化的市场环境下向世界各个国家和地区蔓延，最终演化成全球性的经济金融危机。“影子银行”成为世界各国关注的焦点。我国的影子银行虽然与欧美国家相比有自身的特点，但其体量已经十分巨大，对经济发展影响的不确定性也在增强。因此，研究我国影子银行对货币政策的确切影响，为央行更好地制定和执行货币政策提供参考意义重大，可以避免我国重蹈美国影子银行不受监督的过度发展引发金融危机的覆辙。

正因为影子银行在我国没有被纳入全面的监管，它的运作在很大程度上脱离了货币政策的传导渠道，影响了货币政策实施的效果。这本小书意欲从影子银行对货币政策各个层面的影响展开研究，以期为金融监管机构对影子银行进行合法、科学、有效的监管提供实证依据和政策建议。

这本书其实是在 2014 年四川省社科课题《影子银行对货币政策实施效果的影响》（金融专项）基础上延伸研究的成果。本书的学术价值和研究意义在于，通过理论研究和实证分析相结合的方法，全面、系统、完整地论证影子银行对货币政策各个层面的影响，包括货币政策工具、货币政策中间目标、货币政策最终目标、货币政策传导机制、货币政策中间目标与最终目标相关性，在此基础上，提出改进监管机构监管影子银行的政策建议，这有利于我国金融市场的稳定、有利于降低金融体系的脆弱性、有利于我国宏观经济的健康、持续、稳定发展。

目 录

1 导论	(1)
1.1 研究背景及意义	(1)
1.2 国内外文献综述	(8)
1.3 研究思路及方法	(20)
2 影子银行概述	(23)
2.1 影子银行的界定	(23)
2.2 影子银行的产生	(37)
3 中美影子银行的发展比较	(45)
3.1 我国影子银行的发展现况	(45)
3.2 美国影子银行的发展现状	(67)
3.3 中美影子银行发展对比	(81)
4 影子银行对货币政策工具的影响	(89)
4.1 货币政策工具的相关理论	(89)
4.2 我国货币政策工具的演进	(96)
4.3 影子银行对我国货币政策工具的影响	(104)
5 影子银行对货币政策中间目标的影响	(109)
5.1 货币政策中间目标的选择	(110)
5.2 影子银行对货币政策中间目标影响的理论分析	(120)
5.3 影子银行对货币政策中间目标影响的实证分析	(137)

6	影子银行对货币政策传导机制的影响	(149)
6.1	货币政策传导机制的相关理论	(149)
6.2	我国主要的货币政策传导渠道现状分析	(160)
6.3	影子银行对货币政策传导机制影响的实证分析	(167)
7	影子银行对货币政策最终目标的影响	(181)
7.1	货币政策的最终目标	(182)
7.2	影子银行对物价稳定和经济增长的影响	(189)
7.3	影子银行对货币政策最终目标影响的实证分析	(202)
8	影子银行对中间目标和最终目标相关性的影响	(211)
8.1	两目标相关度的重要性及争论	(211)
8.2	货币政策中间目标与最终目标相关性的影响因素	(216)
8.3	影子银行对两目标相关性影响的实证分析	(223)
9	结论及政策建议	(241)
9.1	主要结论	(241)
9.2	政策建议	(246)
	参考文献	(259)
	后 记	(270)

1 导论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃以来，各国逐渐放松对金融业的管制，金融自由化不断推进。在计算机网络及微电子技术的支持下，金融创新如雨后春笋般迅速发展。“影子银行”便在这样的背景下萌芽于金融创新最发达、资本实力最强的美国。为了规避存款利率上限的管制，美国于 1972 年出现第一只货币基金。随后，美国进入利率市场化的阶段，金融市场迎来货币基金爆发式的增长，同时，共同基金、抵押入股等新型金融业务也快速发展，“影子银行”的雏形渐显端倪。

美国影子银行的大发展则与资产证券化等金融创新的进一步发展紧密相连。资产证券化是指将金融机构或其他企业持有的缺乏流动性但能够产生某种可预见的、稳定的未来现金流的资产或资产组合汇集起来，通过一定的结构安排，对风险和收益进行重组，将其转变为可以在金融市场上销售和流通的证券，以此来融通资金的过程。美国资产证券化起源于 20 世纪 60 年代末、70 年代初的居民住房抵押贷款市场，目的是解决当时房地产市场的资金短缺和流动性不足的问题。资产证券化开始时仅有从居民住

房抵押贷款衍生的金融工具，品种单一、规模也不大。20 世纪 80 年代，美国资本市场掀起证券化的浪潮，大量非市场化的金融资产转换为市场化的证券进入二级市场买卖流通。不仅居民住房抵押贷款证券化市场规模迅速扩大，证券化的对象也扩展到商业房地产抵押贷款、汽车贷款、信用卡贷款、应收账款等，此时的信贷市场非常活跃。到 20 世纪 90 年代，美国金融市场和证券化技术日臻成熟，证券化创新层出不穷，陆续出现“债券抵押证券（collateralized bond obligation, CBO）、贷款抵押债券（collateralized loan obligation, CLO）、担保债务凭证（collateralized debt obligation, CDO）、信用违约掉期（credit default swap, CDS）”等新型的证券化产品。这些产品一经推出，便大受欢迎，成为投资者和金融机构的宠儿。

进入 21 世纪，美国住房市场贷款需求依旧旺盛，加上居民习惯超前消费，在低利率的刺激下，次级贷款的发放及次级贷款证券化产品的规模迅速膨胀。同时，伴随着《格拉斯-斯蒂格尔法》在 20 世纪 90 年代末的废除，商业银行迎来混业经营的时代，开始经营证券业务，竞争力大大提升。1999 年 11 月 4 日，美国参众两院通过《金融服务现代化法案》；2001 年 12 月 21 日，时任美国总统的克林顿签署生效《大宗商品期货现代化法案》。这两部法律的实施极大推动了金融自由化和金融创新。《大宗商品期货现代化法案》明确规定，场外交易（OTC）产品不纳入监管当局的监管范围。在证券化产品当中，使用最为广泛的一种场外交易产品是信用违约掉期（CDS），而它正是影子银行所采用的最重要的金融工具之一。在法律的允许下，影子银行规模进一步扩大。当然，商业银行的经营虽然所受限制越来越少，但也不是完全没有管制。这时，《巴塞尔协议》成为商业银行的最后束缚。《巴塞尔协议 III》对商业银行资本金做出的规定是，要求其资本充足率必须保持在 8% 以上，核心资本充足率在

6%以上。其目的是维护储户的利益，限制商业银行过度冒险的投资行为。《巴塞尔协议》对资本金的要求增加了商业银行的经营成本，再加上来自于货币市场基金、私募基金、投行等非银行金融机构的竞争日趋激烈，商业银行的盈利能力减弱。为增加盈利、提高竞争力，商业银行必须积极开展金融创新，相继创造出一批新型的金融工具，如特别目的载体（SPV）和各类表外的投资工具。这些新型金融工具的推出丰富了影子银行的产品种类，进一步扩大了影子银行的规模。影子银行系统不断膨胀，系统重要性日益增强。

美国的影子银行经过多年的发展，已成为金融市场中的一大主体，与传统银行并驾齐驱，甚至一度超越传统银行成为金融市场上的第一大主体。据美国财政部长盖特纳（Geithner）估算，2007年年末美国的传统银行系统的资产为10万亿美元，而影子银行体系的总值则高达10.5万亿美元，其中属于大型投资银行的资产有4万亿美元、隔夜回购2.5万亿美元、特殊投资工具2.2万亿美元，对冲基金资产1.8万亿美元^①。从负债的角度看，在2008年3月，美国影子银行的负债规模一度创下21万亿美元的历史高点，而当时传统银行的负债规模仅13万亿美元左右^②。

影子银行是一把双刃剑，在推动美国经济与金融发展的同时，也蕴藏着巨大的风险。进入21世纪以来，美国较长期的实行低利率政策。从2001年年初的联邦基金利率下调50个基点起，此后连续13次调低利率，联邦基金利率在2003年6月下降到1%。这一宽松的货币政策环境持续到2004年6月，放贷利率随之下降，从而推动了房价的上涨。之后，美联储开始调整货币政策。至2005年6月，对利率又连续进行了13次的调整，联邦

① 姜镇 《影子银行的监管问题研究》，哈尔滨工程大学硕士学位论文，2010年。

② 数据来源：<http://wallstreetcn.com/node/15354>。

基金利率由 1% 提高到 4.25%。2006 年 8 月, 联邦基金利率上升至 5.25%^①。利率上升使得银行信贷收缩, 货币市场流动性趋紧, 银行间同业拆借利率飙升, 推高了房屋的融资成本。房地产市场开始降温, 引起了房价的持续下跌以及按揭贷款违约率的激增, 最终引爆 2008 年的次贷危机。次贷危机的爆发促使影子银行陷入资产的抛售循环, 不断有更多的影子银行被卷入漩涡。2007 年年底至 2008 年年初, 美国的一些大金融机构相继出现巨额亏损, 进而深陷次贷危机, 如美林、瑞银、高盛等。随后, 雷曼兄弟破产、两房被接管、投行改组、美国国际集团 (AIG) 被国有化。影子银行过度膨胀后的崩溃对金融业造成重大的打击。

次贷危机在金融全球化的市场环境下向世界各国和地区蔓延, 最终演化成全球性的经济和金融危机。“影子银行”开始引起专家和学者的广泛关注。许多专家认为影子银行的风险累积是造成 2008 年全球金融危机的重要原因之一。2007 年, 美国太平洋投资管理公司执行董事保罗·麦考利 (Paul McCully) 首次在一篇文章中提出影子银行系统 (shadow banking system)。国际货币基金组织 (IMF) 在 2008 年的《全球金融稳定报告》中使用“准银行”概念描述“影子银行”体系, 指出近年来其在发达经济体中获得长足发展, 融资规模已超过传统的银行体系。2010 年 9 月 2 日, 美联储主席伯南克将“影子银行”定义为: “除接受监管的存款机构以外, 充当储蓄转投资中介的金融机构。”^②

我国的影子银行是伴随着经济转型而产生的。改革开放初期至 20 世纪 90 年代末, 信托投资公司、典当行、融资租赁公司、财务公司、风险投资公司、私募基金等新型金融机构及其融资方

① 数据来源: <http://www.cnetnews.com.cn/2008/0716/988445.shtml>。

② 参见 <http://news.jinku.com/20121204/1595187.html>。

式在我国逐渐产生并发展起来。但是, 由于我国市场经济的不完善以及金融市场的局限, 这类金融机构只是我国影子银行的“雏形”, 不完全具备影子银行的特征, 或者说影子银行作用太小, 基本上没有引起监管机构的重视。影子银行真正在我国蓬勃发展是从 2002 年开始的。2002 年 7 月 18 日, 上海爱建信托公司推出全国第一个规范的集合信托产品, 此后, 我国信托业的规模逐步扩大。2003 年 12 月 14 日, 我国国内首只货币市场基金华安现金富利投资基金首次发行的认购规模突破 1 亿 2 千万元, 个人认购达 3 500 户^①。2004 年 8 月 16 日, 证监会联合人民银行颁布旨在规范货币市场基金运作和保护基金投资人合法权益的《货币市场基金管理暂行规定》之后, 货币市场基金快速发展, 截至 2013 年年底, 管理资产合计 42 213.10 亿元^②。2005 年 3 月, 国务院批准实施资产证券化。同年 12 月, 中国建设银行试点发行住房抵押贷款支持证券 (RMBS), 国家开发银行试点发行现金流抵押贷款证券 (CLO), 资产证券化开始了步履蹒跚的发展。2004 年, 我国发行第一只私募基金“赤子之心”。由于技术的欠缺, 私募基金刚开始也发展缓慢。直至 2007 年, 私募基金才开始快速增长。而国内商业银行的理财产品也是从 2004 年开始进入公众视线的。我国影子银行各个构成部分的增长速度虽然各不相同, 但总体的规模却迅速膨胀。

为了应对 2008 年全球的金融危机, 世界各主要发达国家均向市场注入大量的流动性。我国亦实行宽松的货币政策, 造成流动性过剩。在这种宽松的货币政策环境下, 证券公司、信托公司、资产管理公司等非银行金融机构积极进入影子银行体系, 我国“影子银行”开始快速的发展起来。面对来自影子银行的竞

① 数据来源: http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-12/16/content_1232657.htm。

② 数据来源: 中国证券投资基金业协会。

争，传统商业银行开始与影子银行合作，采用银信（托）合作等方式参与影子银行体系的运作。2011年，为了防止经济过热和通货膨胀，国家开始调整货币政策，货币政策逐渐由松趋紧，银行信贷日渐谨慎，放贷规模开始下降。但是，实体经济对资金的需求依旧旺盛，特别是房地产、地方基础设施建设仍需大量资金；中小企业本已罹患的“资金饥渴症”愈发严重。这些实体企业不得不进一步转向影子银行展开资金的融通。与此同时，商业银行等金融机构为了规避中央银行的信贷管制、逃避金融监管，把一些信贷业务从表内移到表外，加入影子银行的行列。另一方面，银行的存款利率受到上限的制约，在通货膨胀的影响下，某些阶段储户获得的实际利率甚至为负。因此，一部分存款资金流向了理财产品、证券投资基金、民间借贷等，结果使影子银行规模进一步扩大。就我国金融市场发展的状况看，影子银行主要包括商业银行理财业务部门、商业银行委托贷款业务部门、证券公司和信托公司等。2012年年底中国影子银行的资产规模大约为22万亿元。同期，中国商业银行总资产为148.05万亿元，影子银行资产规模占商业银行资产规模的比例为17%，占银监会监管的全部金融机构资产规模的15%左右，截至2013年年底，我国影子银行的产品结构如下：银行理财产品规模约4.6万亿元，券商管理资产规模约为3.4万亿元，信托资产规模约为5.8万亿元、委托贷款约为8.3万亿元。中国社科院发布的《中国金融监管报告2013》显示，即使采用最窄口径，中国影子银行体系也规模巨大，达到14.6万亿元（基于官方数据）或20.5万亿元（基于市场数据），前者占到国内生产总值（GDP）的29%与银行业总资产的11%，后者占到国内生产总值的40%与银行

业总资产的 16%^①。

随着我国影子银行规模的不断扩大,风险也日益显现出来。2011 年浙江温州和内蒙古鄂尔多斯的民间借贷危机、江苏泗洪的高利贷事件、珠三角危机暴露出民间借贷这种影子银行形态潜在的系统性风险。更为严重的是,地方政府为发展本地经济,不仅从传统的商业银行渠道融资,而且通过影子银行筹集资金。房地产企业的资金也大量来自影子银行。而不受或少受监管的影子银行在其自身逐利性的驱动下,必然倾向于从事高风险的资金融通活动,即使是商业银行、信托公司等正规金融机构开展影子银行业务也不可能例外。影子银行所提供的委托贷款、信托贷款和民间借贷等融资方式都增加了市场的流动性及其不确定性。影子银行的出现和发展是我国经济转型到一定阶段的产物,对我国金融体系的稳定产生了强烈的冲击。但是,影子银行超出了传统的货币政策和金融监管的范围,对货币政策的制定和实施以及金融宏观调控提出挑战。2011 年 1 月 13 日,银监会发布第七号文件——《中国银监会进一步规范银信理财合作业务的通知》,对银信合作业务进行了规范。2014 年 1 月,国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加强影子银行业务若干问题的通知》(国办发〔2013〕107 号文),又称“107 号文”。这些法规的出台,厘清了影子银行的概念,明确了影子银行监管责任的分工,以及如何对各类金融机构进行监管。但是,影子银行本来就是金融混业经营的表现形式,对货币政策实施效果的影响也呈现出综合的性质。目前金融监管仍然坚持的“分业经营、分业监管”的原则对影子银行的良性发展有一定的积极作用,但是,面对金融混业发展的趋势,这样的监管发挥的稳定经济的作用会受到制约。

① 范大路 《“影子银行”应尽快走出影子》,载《金融理论与实践》,2014 年第 5 期。

1.1.2 研究意义

“影子银行”的概念自 2007 年首次提出后，就成为学术界和监管当局关注的焦点之一。专家和学者从不同的角度对影子银行进行研究，主要集中在影子银行的概念、形式、风险及监管等方面。虽然部分论述涉及影子银行对货币政策的影响，但主要是从对货币政策的某一个方面的影响展开研究。本书将影子银行对货币政策的影响细化到货币政策的各个具体环节来考察，具有一定的理论意义和重大的实践参考价值。一方面，对金融宏观调控理论是一个补充和丰富。另一方面，通过理论与我国货币政策调控的实践相结合，运用实证分析的方法考察影子银行对我国货币政策方方面面的影响，可以为金融监管机构更加准确地确定调控方向与采用的指标、为央行制定更加成熟和完善的货币政策提供现实的参考。这有利于控制影子银行的过度膨胀带来的风险，降低我国金融体系的不稳定性，从而保证经济的健康、持续和稳定的发展。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 国外文献综述

“影子银行”（Shadow Banking）的概念最早是在 2007 年 8 月美联储研讨会上，由美国太平洋投资管理公司执行董事保罗·麦考利提出。麦考利认为，影子银行是“开展银行业务，具备银行职能，却没有纳入银行监管体系的机构”^[1]。2008 年，时任纽约联邦储备银行行长的盖特纳（Geithner）将那些通过“非商业银行”的融资安排，利用短期市场融资购买大量高风险、低流动性的长期资产的机构称为“平行银行体系”^[2]。纽约联邦储

备银行将影子银行定义为从事期限、信用及流动性转换,但不能获得中央银行流动性支持或公共部门信贷担保的信用中介,包括财务公司、资产支持商业票据发行方、有限目的财务公司、结构化投资实体、信用对冲基金、货币市场共同基金、融券机构和政府特许机构等^①。国际货币基金组织的《全球金融稳定报告(2008年)》,对于类似的金融机构,使用的是“准银行”的概念^②。英格兰银行金融稳定部副总裁保罗·塔克(Paul Tucker, 2010)认为,影子银行是向企业、居民和其他金融机构提供流动性、期限错配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不用受制于一般银行机构所适用的审慎监管的金融工具、机构、公司或者市场^[3]。2011年,金融稳定理事会从广义和狭义两个层面对“影子银行”进行了定义:广义的“影子银行”是指在传统的银行体系之外涉及信用中介的活动和机构,即所有的非银行信用中介;狭义的“影子银行”是指可能引起系统风险和监管套利等问题的信用中介体系,主要是具有期限或信用转换功能的非银行信用中介,主要集中在货币市场基金、资产证券化、融资融券和回购交易等领域^③。加里·戈顿(Gary Gorton, 2009)从证券化的角度对影子银行进行界定,认为影子银行体系是回购市场与必需的抵押品(包括资产证券化债务)的组合^[4]。佐尔坦·鲍兹、托比阿斯·艾德里安、亚当·阿什克拉夫特、海莉·博斯基(Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky, 2010)认为影子银行是金融中介部门,它进行定期、信用证和没有中央银行流动性或公共部门信誉担保的流动汇款^[5]。

① 中国人民银行《年金融稳定报告(2013)》。

② 国际货币基金组织(IMF):《全球金融稳定报告(2008年)》。

③ 参见 http://www.financialstabilityboard.org/2011/04/shadow-banking-scoping-the-issues/?page_moved=1。