

The Shadow Banking System

影子银行

揭秘一个鲜为人知的金融黑洞

辛乔利 著

金融体系出现了一个大盲区，那就是影子银行。我们犯下的主要错误就是认为，一家银行必须是在一栋大理石铺地的建筑里，一排排的柜员收取着存款。实际上，用短期借款去投资长期资产的任何形式的实体都是现代银行的范畴。影子银行体系对于整个经济来说与商业银行同等重要。

—— 诺贝尔经济学奖获得者克鲁格曼



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

The Shadow Banking System

影子银行

——中国金融体系中的潜在风险——

作者：李迅雷

李迅雷，复旦大学经济学院教授，中国金融四十人论坛成员，曾任上海证券研究所所长，现任复旦大学经济学院教授，中国金融四十人论坛成员，曾任上海证券研究所所长，现任复旦大学经济学院教授，中国金融四十人论坛成员。

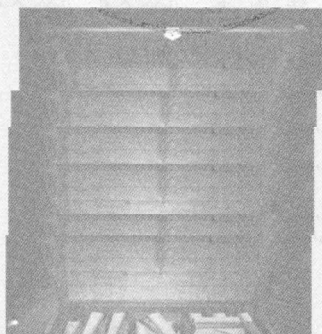
上海人民出版社

The Shadow Banking System

影子银行

揭秘一个鲜为人知的金融黑洞

辛乔利 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

影子银行/辛乔利著

北京: 中国经济出版社, 2010. 1

ISBN 978 - 7 - 5017 - 9345 - 7

I. 影… II. 辛… III. 非银行金融机构—研究 IV. F830.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 100990 号

责任编辑 张潇匀

责任印制 张江虹

封面设计 大象设计

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京金华印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1040mm 1/16

印 张 14

字 数 200 千字

版 次 2010 年 1 月第 1 版

印 次 2010 年 1 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5017 - 9345 - 7/F · 8252

定 价 36 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

目 录

前 言	1
第一章 何谓影子银行	5
金融监管的盲区	7
金融市场的巨无霸	17
现代金融的高端领域	21
金融行业的暴利机器	25
第二章 影子银行的主要玩家	31
主宰资本市场的投资银行	33
追求绝对回报的对冲基金	38
操纵杠杆收购的私募股权基金	48
为所欲为的“行中行” SIV	57
“稳中求稳”的货币市场基金	61
第三章 影子银行的暴利工具	63
操作平台证券化	65
风险转移的神话 CDS	73
让投资者上瘾的 CDO	102
提供充足“血源”的 ABCP	114
短期资金批发市场 Repo	117
操纵工具表外/离岸	120

第四章 影子银行的定海神针.....	127
金融模型的发明和应用.....	129
JP 摩根风险管理模型	139
华尔街的魔法师.....	148
设计 CDO 定价模型的华人	159
建模者宣言.....	168
第五章 影子银行的轰然坍塌.....	173
SIV 首当其冲	175
被忽略的货币市场基金.....	183
投资银行溃不成军.....	190
对冲基金在劫难逃.....	199
私募股权基金的坟墓越来越拥挤.....	203
英文缩写对照表.....	207
参考文献.....	209
跋.....	211

前 言

THE SHADOW BANKING SYSTEM

2008年11月，英国女王伊丽莎白二世访问伦敦经济学院时提出了一个很单纯的问题：

为什么没有人预测金融危机的到来？

英国社会科学院就英国女王的提问专门将全球顶级经济学家和知名教授邀请过来，召开了研讨会，最后，以集体的名义给女王写信做出答复：

那些聪明的研究者们没有把风险作为一个整体来理解。

这种解释听起来太宏观，还是美国宾州大学沃顿商学院金融系教授富兰克林·艾伦一语道破：

影子银行与信用衍生品产生的巨大危害，被包括众多大牌经济学家和监管当局在内的许多人所忽视。

经济学家对传统的衍生工具，如股票期权和商品期货，理解颇深，但对近几年出现并被广泛使用的新型金融产品了解甚少，特别是信用衍生品的出现早已改变了金融市场的面貌。借助信用衍生品，影子银行与商业银行在金融体系中形成错综复杂的相互联系，在次贷危机的触发下，以前所未有的威力震撼着整个金融体系。

2009年6月，经济学家克鲁格曼在伦敦经济学院讲演时指出：

在不经意之间，金融体系出现了一个大盲区，那就是影子银行。我们犯下的主要错误就是认为，一家银行必须是在一栋大理石铺地的建筑里，一排排的柜员收取着存款。实际上，用短期借款去

影子银行

投资长期资产的任何形式的实体都是现代银行的范畴。影子银行体系对于整个经济来说与商业银行同等重要。影子银行的崩溃就是1930年代银行倒闭的现代翻版。

经济学家们不但未能预测2008年这场百年不遇、破坏力巨大的金融风暴的发生，有些在危机已经开始显现时，还刻意淡化，甚至明确地否认危机会发生。究其原因有多方面的，“有效市场假说”影响着学术界，也影响着全社会的思想理念。尽管这一理论在实践中不断经受着挑战，经济学家和监管当局仍坚守甚至迷信自由市场经济理念的万能，并且严重依赖带有先天缺陷的数学模型和分析工具，轻信金融机构管理风险的能力比历史上任何时候都强，对潜伏着极大风险的金融体系的运行盲目乐观。

影子银行对金融体系造成的巨大冲击越来越受到关注。美国财长盖特纳和美联储主席伯南克分别在不同的场合公开指责，影子银行给金融体系带来了巨大冲击；美国总统奥巴马要求将影子银行纳入监管范围；一些媒体和研究报告甚至将影子银行列为金融风暴中破坏金融体系的头号公敌，呼吁取消影子银行。

那么究竟什么是影子银行？

影子银行如何逍遥在监管之外？又何以在金融市场中呼风唤雨？

谁给了影子银行神奇的赚钱魔力？

影子银行如何迅速崛起并经过二十余年的发展达到极致繁荣？

又如何在一顷刻之间轰然坍塌，导致美国乃至世界经济步入衰退？

.....

本书追根溯源，介绍影子银行产生、发展、繁荣到崩溃的全过程；剖析案例，揭秘影子银行主要玩家、暴利工具和经营模式，与读者共同探究影子银行这个鲜为人知的巨大金融黑洞。

第一章

何谓影子银行

THE SHADOW BANKING SYSTEM

影子银行又称为影子银行体系（The Shadow Banking System），指那些行使着银行功能却不受监管或少受监管的非银行金融机构，包括其工具和产品。

影子银行体系的具体构成主要有投资银行、对冲基金、私募股权基金、结构投资载体（SIV）、货币市场基金以及担保债务凭证（CDO）、信用违约互换（CDS）、资产支持商业票据（ABCP）、再回购协议（Repo）等机构、工具和产品。

在过去 20 多年的时间里，现代金融市场发生了翻天覆地的变化，一大批非银行金融机构和各种游离在财务报表以外的实体和工具涌现出来，长期以来一直以黑箱操作闻名的对冲基金和私募股权基金在金融市场中唱起主角。影子银行借助监管方面存在的灰色地带，在宽松的环境里，使用金融创新及高科技手段发明赚钱机器，短时间内迅速崛起。影子银行从规模到影响力都超越传统的商业银行，成为金融市场的主力军，在金融领域中呼风唤雨。

然而，影子银行的真面目对大多数人来说还是一个未解之谜，那些花样翻新、名目众多、超级复杂的产品和工具就连业内人士都云里雾里。现在就让我们和读者一起揭开影子银行的神秘面纱。

金融监管的盲区

影子银行成为金融监管方面的盲区，原因是多方面的。从客观上讲，美国的《金融服务现代化法》和《大宗商品期货现代化法》为影子银行的发展和壮大扫除障碍；从主观上讲，影子银行自身刻意利用最复杂的技术和手段制造出的产品和工具巧妙躲过或少受监管，从而使影子银行在金融监管的盲区尽情享受赚大钱的乐趣。

影子银行 VS 商业银行

与一般公众所熟知的传统的商业银行体系相比较，影子银行最根本的区别在哪里呢？

第一个主要区别是资金来源方面。尽管影子银行和商业银行的经营模式都是借短贷长，但传统商业银行的资金主要来源于个人与企业的储蓄存款，然后通过发放各类贷款赚取存贷款利差。而影子银行没有吸收存款的渠道，资金来源主要靠短期资金市场，通过短期批发资金市场或发行短期债筹集资金，然后将筹集到的资金用于中长期投资，如各类抵押贷款支持证券，从手续费或息差中赚取利润。

第二个主要区别是监管方面。传统商业银行受美国联邦储备银行监管，业务基本上都是在“阳光”下运行，要求账目公开、有充足的资本金，其过度冒险行为受到严格限制。影子银行由于是在监管体系外运行，因而不需要按规定详细披露财务状况，不需要考虑资本充足率，在杠杆、衍生品等方面没有严格限制，使其在金融市场中具有明显的竞争优势。

第三个主要区别是在抵御风险方面。商业银行在关键时刻可以得到联邦储蓄保险公司（FDIC）和中央银行的保护，也就是资金方面的支

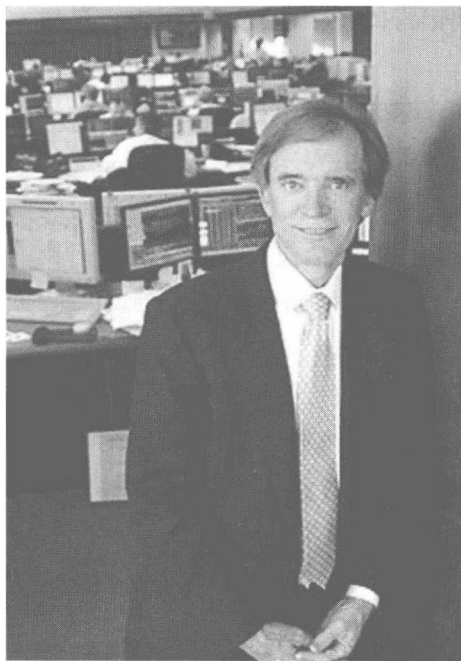
持，能抵御发放贷款和经营业务带来的各种风险，使其避免挤兑事件的发生。而影子体系的多数成员无法获得这些防火墙，其借短贷长的先天性缺陷经不起市场出现的任何风浪，一旦发生挤兑，就会遭受灭顶之灾。

最早提出影子银行这一说法的是美国太平洋投资管理公司创始人、号称债券之王的比尔·格罗斯，2007年11月他在专栏文章《小心“影子银行”系统》中首次使用了这个词。

格罗斯指出：“影子银行就是现代金融体系，因为它囊括了第二次世界大战结束后商业银行以外的几乎所有金融创新。”

监管当局为何疏于监管？

既然影子银行扮演了银行的角色，监管当局为何不像对待商业银行一样严加管制呢？



最早提出影子银行的债券之王格罗斯。

一个主要原因就是影子银行的成员大都是成熟的机构投资者。美国监管当局认为，这些机构投资者实力雄厚、有自我管理和承受风险的能力。例如对冲基金和私募股权基金的投资者都是高净值的富人或实力雄厚的机构，对他们来说，即使发生巨大损失，既不会影响到基本生活需要，也不会对整个金融体系构成威胁，更不会带来社会动荡。所以，在监管当局的眼中，保护普通储户和个人投资者的利益是重中之重，这也是监管当局自大萧条以来吸取的教训所致。

当然，更深层的原因还在于，美国监管当局过去 20 多年的时间里打着倡导金融自由化的旗号，鼓励并纵容影子银行。

格林斯潘在任美联储主席期间曾明确表示：

“不断增加的系统风险已成为需要全面了解的问题，但制订更多的（监管）新规定会产生重大的错误，因为同银行的风险测量模型相比，监管当局的风险管理方案过于简单、不准确。”

这实际上就是公开承认监管机构在风险防范手段方面落后于市场参与者，不如让其自行调控、自我管理。

值得一提的是，政府的纵容态度同华尔街的成功游说有着直接关系。

2009 年 3 月，消费者教育基金创始人哈维·罗斯菲尔德（Harvey Rosefield）在《华尔街和华盛顿如何出卖美国》文章中尖锐指出：

在过去十年内，华尔街以竞选募捐的名义向华盛顿和国会山提供了大量金钱，其中 17 亿美元捐给了政客，34 亿美元流入职业说客的囊中。

由此可见，华盛顿和华尔街之间早已不再是“猫捉老鼠”，其暧昧关系昭然若揭。

诺贝尔经济学奖获得者克鲁格曼，对于监管当局未能及时将影子银行管理起来的局面，毫不客气地称为“恶意忽视”。

金融法规的纵容

华尔街的钱没有白花。在经济一片繁荣的大好形势下，一系列放松监管的法规条文相继出台，其中最具影响力的就是，1999 年 11 月 4 日美国参众两院分别以压倒性票数通过的《金融服务现代化法》（Financial Services Modernization Act of 1999）和 2000 年底美国 106 届国会通过的《大宗商品期货现代化法》（Commodity Futures Modernization Act）。这两项法律为影子银行的迅速崛起铺平道路。

《金融服务现代化法》（亦称格雷姆－里奇－比利雷法，Gramm－

Leach - Bliley Act) 废除了 60 多年的《格拉斯 - 斯蒂格尔法》(Glass - Steagall Act) 的核心条款, 结束了银行、证券、保险分业经营的格局, 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, 加强金融机构之间的竞争。

《金融服务现代化法》生效后, 商业银行开始大举进攻投行业务, 即通过提供优惠贷款做条件, 争取客户的承销和并购业务, 同时扩大了抵押支持证券 (MBS) 和担保债务凭证 (CDO) 等证券化和信用衍生品业务; 一些大型人寿保险公司争相收购投资银行; 美国国际集团 (AIG) 和联合保险公司 (Alliance) 则大规模参与信用衍生品交易。而被分割肥肉的投资银行除了加大向企业和基金贷款外, 只好通过相互持有股份和并购等手段实现同商业银行和保险公司业务的交叉。

混业经营为美国的金融市场带来空前繁荣, 为影子银行提供了更大的舞台, 但由于监管没有相应跟上, 留下诸多隐患。

美国总统奥巴马一针见血地指出:

“1930 年代的监管架构需要变化, 但华尔街花了 3 亿多美元游说国会废除该法的主要目的在于为跨行业并购提供便利, 而不是创建一个更有效的监管体系……废除《格拉斯 - 斯蒂格尔法》后出现了监管真空, 导致了金融危机。”

《大宗商品期货现代化法》将场外交易 (OTC, Over - The - Counter) 排除在监管之外, 为影子银行带来福音, 使 OTC 产品迅速崛起。影子银行使用的证券化和信用衍生品都是 OTC 交易。OTC 产品就像一头脱缰野马肆无忌惮地冲击着大萧条以来不断完善的金融体系, 例如 OTC 市场最流行的信用衍生品 CDS, 由于没有纳入监管范畴, 对 CDS 卖方在准备金方面不做任何规定, 造成过度交易, 留下巨大隐患。

显然, 《金融服务现代化法》和《大宗商品期货现代化法》的诞生, 改变了美国金融市场的格局。正如美国前总统克林顿在签署该法案时所说:

“它将给金融机构的业务带来历史性变革。”

克林顿说的没错, 金融机构在摆脱了长期束缚手脚的镣铐后, 业务

模式发生了根本性转变，影子银行也因此如鱼得水，有了更广泛的迂回空间；同时，影子银行才得以打着金融创新的旗号，制造出大量有毒垃圾资产。尽管金融市场一度呈现出前所未有的繁荣，但也催生出各种泡沫，积聚着潜在的风险。

《格拉斯－斯蒂格尔法》出台与废除

1929年股市崩盘导致了美国经济出现大萧条，大批银行遭储户挤兑，9000多家银行倒闭。美国国会成立的银行调查委员会在调查银行倒闭案时发现，商业银行在证券市场的冲锋陷阵让普通储户吃尽苦头，混业经营存在着利益冲突与欺诈，造成了金融市场的混乱。

为了严格抑制商业银行的投机行为，保证公众资金的安全，维护金融体系的稳定，美国国会1933年出台《格拉斯－斯蒂格尔法》，将商业银行和投资银行分离，对金融业实行严格的分业监管



美国前总统比尔·克林顿签署废除《格拉斯－斯蒂格尔法》，博得华尔街一片掌声。