

逍遥法外

金融危机后的影子银行监管

隋平◎著

CATCH ME IF YOU CAN
REGULATING SHADOW BANKING
AFTER FINANCIAL CRISIS



中国政法大学出版社

CATCH ME IF YOU CAN

REGULATING SHADOW BANKING
AFTER FINANCIAL CRISIS

逍遥法外

金融危机后的影子银行监管

隋平◎著



中国政法大学出版社

2012·北京

图书在版编目(CIP)数据

逍遥法外:金融危机后的影子银行监管 / 隋平著. —北京:中国政法大学出版社, 2012. 3

ISBN 978-7-5620-4198-6

I. ①逍… II. ①隋… III. ①银行监督-研究 IV. ①F830. 2

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第036390号

- 书 名 逍遥法外——金融危机后的影子银行监管
XIAOYAOFAWAI JINRONG WEIJIHOU DE YINGZI YINHANG JIANGUAN
- 出版发行 中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路25号)
北京100088信箱8034分箱 邮编100088
<http://www.cuplpress.com> (网络实名:中国政法大学出版社)
58908325(发行部) 58908334(邮购部)
- 编辑统筹 综合编辑部 010-58908524 dh93@sina.com
- 承 印 固安华明印刷厂
- 规 格 880mm×1230mm 32开本 10.375印张 230千字
- 版 本 2012年6月第1版 2012年6月第1次印刷
- 书 号 ISBN 978-7-5620-4198-6/F·4158
- 定 价 29.00元
- 声 明
1. 版权所有, 侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题, 由出版社负责退换。

金钱永不眠（代序）

金融中介运作的实质在于将市场上有钱人手中的钱通过借短贷长的方式转移到需要钱的人手中的过程，传统银行业务以储蓄和放贷著称，影子银行业务则以证券化为甚。由于2008年金融危机的爆发，影子银行系统顺理成章地成为众矢之的。一时间，华尔街成为邪恶的代名词，影子银行系统就是其敛钱机器，无数“仁人志士”更是口诛笔伐，甚至有一种不回到“分业经营”誓不罢休之架势，实则这些解读要么只关注到了金融危机的表征，要么先入为主地认为影子银行系统本身就是金融市场的痼疾。由于未能触及市场的制度逻辑和缺乏整体主义视角，自然无法洞察制度本身的价值失落，提出行之长久的监管措施。

市场从来大浪淘沙。在20世纪的大部分时间里，商业银行以债务和资产错配的方式为需求不相符的储蓄者和借款者提供资产融通，并从中收取“利差”。但是这种风险错配带来的问题是，银行必须隔离一部分“存货”来应对风险，这便增加了银行的运营成本，也不利于资金融通的效率。时至20世纪后期，美国低落的市场环境使得监管者强迫银行增加股权资本和长期债务资本。在成本进一步加大的情况下，如何高效出售贷款、减少银行资产成为银行的内在诉求。随着信息技术的发展和低廉交易成本上的优势凸显，证券化逐渐

成为了市场的新宠。

监管自然因势导利。美国 19 世纪 50 年代至大萧条时期的金融恐慌使得美国人认识到金融系统风险错配下的脆弱性，通过 1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法案》建立存款保险制度以图巩固金融系统，而为了防止金融机构在存款保险之下的道德风险，分业经营又被提上日程。但是，随着时间的推移，银行业却在渐渐侵蚀着这种监管制度，虽然政府的保障仍然存在，但是这个制度所具有的防止银行利用种种保障从事过度冒险的措施已经很大程度上被废除。从 20 世纪 70 年代开始，美国对金融业放松监管使得从事商业银行业务的投资银行和从事投资银行业务的商业银行大量出现。在受监管的银行体系的影子下，运营着不受监管或很少受到监管的金融衍生工具市场和证券化市场，它们为非流动性贷款提供了巨大的流动性。正是这些因素形成了不透明并且高度杠杆化的影子银行系统。在影子银行系统出现后的 40 年内，其在美国经济中的总值超过了 10 万亿美元，达到了以存款为基础的商业银行系统的类似规模。传统银行与影子银行的规模的关联程度不断增加，使得它们中的大多数太大不能倒，或者太具系统重要性或联系太紧密而不能倒闭。

危机“不期而遇”。2007 年 SIV 的挤兑吹响了攻陷影子银行系统的冲锋号。货币市场基金舍本求末，企图在危机中抄底，却折戟沉沙。贝尔斯登被摩根大通收购、雷曼的倒闭、美林被美国银行收购、摩根斯坦利和高盛在政府的建议下转为银行控股公司，华尔街五大投行在金融危机风卷残云之势中从曾经的不可一世到当前的委曲求全。AIG 偏离传统的经

营模式，为宏观经济事项或非分散性风险提供保险，最终也没有摆脱为系统性风险买单的恶果。对冲基金和私募基金也是难以苟全，都惨淡收场。

在影子银行系统坍塌的整个过程中我们可以看到，原来个别可控的问题，在金融系统充分脆弱的时候，由金融体系隐患所聚集起来的系统性风险迸发，流动性障碍弥漫于陷入失控状态的整个影子银行系统。如果将影子银行系统高度依赖短期市场、风险行为管理不足、高度杠杆化、衍生工具泛滥等问题看做是金融危机中流动性障碍和系统性风险的表征，那么我们可以把影子银行系统的这一系列行为更深层次的原因归纳为这些市场参与者的监管套利。监管套利既是影子银行系统盘根错节形成“太大不能倒”或“太密切不能倒”的金融航母的前提，也是其利用传统存款保险对市场风险进行错误定价的潜因。在这个时候，明确的、有章可循的、附带控制风险承担机制的存款保险被隐性的、裁量性的且偏离了道德风险担忧的政府干预的预期取代了。

在2010年7月21日正式签署《多德-弗兰克华尔街与消费者保护法案》（以下简称《多德-弗兰克法案》）后，奥巴马总统宣称：“有了这部法律，美国公民将不再被要求为华尔街的错误来买单……到目前为止，也不会有纳税人基金救助。”众议院金融服务委员会主席弗兰克认为，这项法案比“几乎所有人”预计的都要严格。参议院银行委员会主席多德称法案是“巨大的成就”。的确，《多德-弗兰克法案》包括了一些有效的改革方案，这些方案包括了对系统重要性的金融机构的管理和解决方案的有效改革。然而，我们认为法

案所做的统一监管努力仍然微不足道，法案的条款缺少了必要应变措施，使得市场忍受着极大的不确定性直到各个监管者（美联储、证券交易委员会、商品期货交易委员会）制定实施细则。该法案赋予了在此次危机中失职的监管者更多的而不是更少的职权，无法消除用未来纳税人的钱对太大不能倒的机构进行救助的可能。

由于没有恰当的定价，金融系统中的政府的担保具有相当大的任意性，导致了金融公司的融资补贴、道德风险及市场纪律的缺失。其结果是大量的金融公司能以低于市场利率为其活动进行融资并从事过度风险行为。新颁布的法案并没有考虑这个问题而对存款保险进行重新定价，在经济状况好时仍然允许将保险费退还给银行。另外，美国有几家大型保险公司能够通过标准保险合同中的最小担保进行杠杆借贷，法案并没有提出合理的对策来应对这样的公司破产，目前能力有限的州担保基金远远不足以清偿大型保险公司的债务。法案不事先对这些公司收取系统风险费用，而是允许公司的投保人毁约或使大型银行对这些保单进行理赔，这显然是不切合实际的，最终承担责任的可能仍旧是纳税人。

由于系统性重要公司的倒闭将它们自身损失及其以外的成本施加给其他金融公司、家庭、实体经济甚至其他国家，因此仅仅惩罚其利害相关者（管理者、股东与债权人）是不够的。这些公司必须提前对引发的系统风险付费。法案没有采纳这一方式，而是要求其他大型金融公司在它们可能面临牵连倒闭公司的风险时买单，这使得问题更加恶化。这将使得更多的公司在危机预期之前就充分抱团，以致“更大不能

倒”。虽然作为监管者的金融稳定监管委员会确实有更大的权限处理系统危机，但前提是委员会必须有采取行动的资本。法案在减少了美联储向非存款机构提供流动性的能力的同时，并没有对受到重大事件冲击的有偿付能力的金融机构预先安排资金。如此能力有限的委员会只能将系统性重要公司置于有序破产清算程序中，但是在加强金融市场外部约束性的可信性仍受到质疑的时候，将系统重要性机构置于破产接管程序将存在很大的不确定性。

法案在说明了非银行类金融机构也可能被归类为系统性重要公司并受到相应监管之后，将全部注意力集中在银行控股公司，这使得法案陷入了形式而不是功能监管。法案允许在特定的条件下向银行控股公司提供联邦援助，但是限制向其他系统性重要公司提供此类援助。而当非银行金融机构遇到麻烦时，这将会助长它们对小型存款机构的收购，由此限制的意图无法实现。衍生工具的中心结算同样也会引起系统风险的集中。因为当系统风险出现时，一个有序的清算是时间较长，需要美联储作为最后贷款人提供短暂的援助以确保有序清算，最终将发生的清算损失转嫁给交易所的参与者，并通过参与者出资进行资本重组。而将暂时的流动性援助交由议会投票来决定，等同于要求市场来应对这种监管自由裁量中的不确定性。

大部分影子银行业依然维持现状，监管套利未得到恰当解决。金融危机的关键就是，金融机构利用资本要求与监管中的漏洞来从事冒险活动。事实上，《多德-弗兰克法案》在其金融改革中并不是完全忽视了这一问题。它在解决监管

可靠性及评级机构的利益冲突问题上取得重大进步，使柜台交易衍生工具回到了原来的位置上，使资产负债表外融资之类的强化杠杆的伎俩相对难以施展。但是相似的金融业务或者说在经济上等值的证券应当受制于相同监管规则这一基本原则并未成为法案的核心。如回购协议市场目前拥有几万亿美元资金流的影子体系具有系统重要性。这些不受监管市场上的风险活动仍在继续，仍旧可能带来风险的聚集和信用市场的冻结。法案并没有对这些市场中冻结机构的有序清算及预防减价出售资产作出规定。类似地，在处理雷曼兄弟倒闭后面临着赎回风险的货币市场基金的挤兑也是如此。这些基本缺陷造成的最后结果就是，在金融界的某些部分，隐性的政府担保将继续存在，并且还会在金融界的另外一些部分不断增加。资本配置可能及时地流向这些既存的影子系统以及未来的新形式中，这很可能埋下了下一次重大经济危机的种子。

华尔街的金钱永不眠，这是华尔街的逻辑，也是金融市场的逻辑，“逐利”是经济理性人的本征。假设在涉及成本收益的评估上，每一个知情常人都会作出对自己有利的选择。这一假设尽管不够现实，因为一个人实际选择在事后未必被认为是最佳的，但是这一假设又必须存在，因为它是市场经济和民主政治自由、平等的源泉。这种思路下，金融监管制度的目的在于如何使得大家在制度的安排下作出趋利避害而有利于金融稳定的选择。我们认为，使引发风险的公司为其行为支付合理的代价是金融机构将其外部性内化，解决系统性风险的一个合理途径。其间重要的问题在于需要对系统性

风险进行评估和定价。总之，不应允许金融中介机构与金融架构将政治上不可接受的成本强加于社会，无论是通过使那些被认为值得保护的个体机构破产，还是通过允许公司层面的失败损害其他金融机构以及最终整个系统。

罗 康

2011年12月9日

目
录

Contents

金钱永不眠（代序） / I

第一章 影子银行系统——置身法外的制度逻辑 / 1

隐形的航母战斗群 / 1

证券化吹响集结号 / 3

监管改革是壮行酒 / 7

“影子市场”的极度膨胀 / 12

第二章 华尔街的幽灵——金融危机中的影子银行 / 22

SIV 的崩溃只是一个开始 / 22

舍本求末的货币市场基金 / 26

投资银行只能任人鱼肉 / 30

对冲/私募基金惨淡收场 / 33

流动性障碍和系统性风险 / 35

太大不能倒与监管套利 / 40

第三章 道高一尺，魔高一丈——监管改革中的影子银行 / 48

《多德-弗兰克法案》出台的背景 / 48

改革的核心规则 / 52

影子银行系统的偷笑 / 54

不要再迷恋历史 / 60

《多德-弗兰克法案》的前景 / 71

第四章 难以降服的金融巨鳄——大型混业银行的 监管困境 / 83

谁是真凶? / 83

危机前后 / 84

不敢恭维的监管改革 / 89

怀念分业经营了? / 90

从混业经营到系统性风险 / 97

规模限制杯水车薪 / 104

业务拆分是漫长的等待 / 105

沃尔克规则喜忧参半 / 106

投资银行业的未来展望 / 115

第五章 拿别人的钱赚钱——基金与基金监管改革 / 119

谁能抗拒诱人的回报 / 119

悄然降临的系统性风险 / 123

难道都怪我吗? / 127

繁芜丛杂的立法 / 128

向来稳健的货币市场基金 / 137

其实我是一个演员 / 139

新约束等于新问题 / 144

第六章 官养的混世魔王——国有影子银行监管改革 / 148

“成也萧何 败也萧何” / 149

“倒，还是不倒”，这是个问题 / 153

何时回归市场 / 157

第七章 代人受过的证券化——金融创新监管中的问题 / 159

证券化产品的兴起 / 159

证券化给次贷市场带来的活力 / 163

证券化与金融危机的根源性分析 / 165

《多德-弗兰克法案》中的规定 / 167

证券化改革需谨慎 / 168

第八章 漏网的影子机构——被遗忘的回购协议市场 / 172

不可低估的回购协议市场 / 172

疯狂的杠杆 / 174

历史的脚步 / 178

金融危机中的表现 / 185

被遗忘的市场改革 / 187

**第九章 影子衍生品春风依旧——形式监管还是
功能监管? / 195**

场外衍生品市场的风险诱因 / 195

衍生品改革：透明化和责任制度 / 197

改革评估 / 205

问题的根源 / 211

第十章 “保外就医”的影子保险——保险监管避重就轻 / 226

忘了给保险机构买保险 / 226

金融危机中的保险公司 / 227

保险公司的系统性风险 / 230

现行保险公司监管存在的缺陷 / 233

《多德-弗兰克法案》的监管改革与缺漏 / 235

第十一章 谁在操作影子？——金融机构公司治理**监管改革 / 239**

金融机构公司治理不容忽视 / 239

从危机中浮出水面 / 240

金融机构公司治理的特殊性 / 245

薪酬监管改革成效甚微 / 259

提升银行风险管理能力 / 271

治理变革是箭在弦上 / 273

第十二章 为“影子”作伥——评级机构的监管难题 / 276

评级机构的角色定位 / 276

“拿人钱财替人消灾”的盈利模式 / 281

改革的内容 / 284

改革的局限 / 286

历史的忧患 / 290

第十三章 影子不除，危机难免——监管改革的真正方向 / 295

金融监管“知难行更难” / 296

监管方式的优劣梳理 / 298

监管改革不能心存侥幸 / 306

最佳的选择 / 310

参考文献 / 311

第一章 影子银行系统

——置身法外的制度逻辑

隐形的航母战斗群

金融危机中，影子银行或影子银行系统一词进入人们的视野，但是对影子银行的理解却莫衷一是。有些人试图将其定义为行使着部分银行职能却不受监管或监管较少的非银行金融机构，有些人则认为其是包括了不受监管的金融机构和金融工具的一个体系。的确，既存监管的与否和多少是认定影子银行的重要特征，但是，在金融体系全球治理的今天，大型金融机构业务纷繁复杂，金融创新层出不穷，市场维度多元展开，画地为牢式的监管方式已然捉襟见肘，从形式监管向实质监管过渡应该是金融监管改革的应有之义。可以认为，影子银行系统更应该是指金融机构进行一切监管套利活动的综合，或者说是投资银行、结构投资载体（SIV）、货币市场基金、对冲基金、共同基金、保险机构、资产支持商业票据（ABCP）、证券化、金融衍生产品、回购协议市场、金融机构的公司治理等这些市场主体、工具、运行机制在监管套利的共同目的下牵连而成的系统。

20世纪70年代，资产证券化的兴起使得影子银行连成了一个“航母战斗群”。作为资产证券化主力的商业银行和投资银行

自然是“主舰”，其他“反潜”、“反空”、“反舰”、“补给”等金融机构带着它们特有的装备在各自的作战位置上保驾护航。其间，发起银行的贷款可借此转化成证券，实现了市场流动性和投资多样化。投资银行由此而获得更多的流动性需求和以更好的价格出售不良资产。借款人则因为他们的借款可以和其他借款一起汇集，获得不同方式的担保，从而组成了更高质量的贷款池，并降低了利息成本。对冲基金通过投资银行的机构经纪业务，获得大量的高杠杆的资金在衍生品市场上频频以做市商或经纪人的角色出现，在债券和货币市场上又行使着银行的功能。商业银行、投资银行以及对冲基金通过设立结构投资载体（SIV）发行资产支持商业票据筹集资金再投向资本市场上的衍生产品，加之回购协议市场自由的质押和展期为金融机构提供足够的流动性，使得这些金融大佬们在短期资金市场和长期资金市场之间游刃有余。私募股权基金和投资银行更是相见恨晚，通过投资银行的杠杆发债融资，私募股权基金在企业的竞购市场上变得财大气粗，在危机之中，甚至反向投资不良资产，成为投资银行的生死兄弟。在金融机构内部，设定股票期权等制度缓解高管和股东的代理冲突，并激励高管为公司创造更多的价值。如果说监管机构和金融消费者对金融市场脆弱性仍心存疑虑，评级和信用违约互换合时宜地粉墨登场，为风险的评估和分散做了最后的注脚。这些银行魅影们行走在市场的各个角落，信用在相互之间循环和繁衍，配合堪称完美，使得美国的信用市场发生了空前的繁荣。然而，这样的金融航母系统和作战计划却有着无法克服的“阿喀琉斯之踵”，也因此给美国和世界带来了深远的忧患。

证券化吹响集结号

在 20 世纪的大部分时间里，商业银行所行使的是非常单一的中介功能，即在需求不相符合的储蓄者和借款者之间融通资金。对于储蓄者而言，其希望通过最安全和最具流动性的方式来储存其部分资金，而银行以一个错配债务和资产，承担风险的资产池的身份出现无疑契合其目的。对于银行本身而言，这种错配使得它们可以从借款人那里收入高于支付给存款的费用作为“利差”，这也是银行运行的机理。同时银行还具有一些其他方面的优势。

法律禁止其他机构与银行竞争使得其在存款业务上拥有了法定垄断地位，又通过固定存款利率的方式排除了银行之间的存款竞争。在吸收存款方面，存款人的行为一般具有很大的预见性，取款金额和存款金额基本相等。银行也可以通过联邦储备系统的“贴现窗口”获得借款以解决短期流动性问题，确保随时获得稳定低廉的资金。并且小额存款还可以获得政府保险，银行的无息贷款或低息贷款变得更为安全。这一系列行为都增加了存款人的信心，保证了银行的稳定性。

在发放贷款方面，借款人通常很难从境外获得资金，同时，在 20 世纪 60 年代以前，消费银行、抵押贷款公司、保理公司的规模一直很小，因为它们的资金成本比银行吸收存款的成本更高，因此很难能与银行形成竞争。这就使得银行在借贷业务上具有很强的垄断力。并且绝大多数银行提供的都是短期贷款，以满足资金实力雄厚、管理经验丰富的企业对短期流动资金的需求，而很少对有风险的企业提供长期贷款。长期房屋信贷业