

# 影子银行助推国际金融危机的形成机理及思考

■ 陈 华 刘 宁

由美国次贷危机引发的全球金融危机充分暴露了美国金融监管体系存在严重缺陷。究其原因，影子银行在危机的产生和传导过程中发挥了重要作用。影子银行系统又称为平行银行系统，与传统、正规、接受中央银行体系监管的商业银行系统相对应，包括投行、对冲基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资工具等非银行金融机构。这些机构通常从事放款，也接受抵押，是通过杠杆操作持有大量证券、债券和复杂金融工具等的金融中间机构。影子银行的实质是以住房按揭贷款的证券化等方式行使着传统银行的功能，但没有传统银行的组织形式。与传统商业银行相比，影子银行系统相对复杂。

## 一、影子银行助推美国金融危机形成

### （一）外部冲击

长时间宽松的货币政策、积极的住房政策以及全球流动性过剩等外部冲击对本次国际金融危机的爆发起到了不可忽视的作用。

2000年以来，全球主要经济体都采取了较为宽松的货币政策，造成

了全球长时间的流动性过剩。大量的国际游资流向美国，为美国金融市场的发展提供充足的流动性支持。另外，美国长期的低利率政策和积极的住房政策，促进了房地产业的迅速发展。房地产和其他金融资产的价格被不断推高。宽松的经济环境助长了影子银行的膨胀。它们通过借短投长来获取资产与其发放债券的利差。然而收益往往是以风险为代价的。在影子银行获得巨额利差收益的同时也意味着市场存在巨大的风险隐患。为了抑制通货膨胀，从2004年6月到2006年6月，美联储17次加息，使联邦基准利率由1%上升到5.25%，利率不断上升导致大量投资者从市场撤资，随即生成一种自我增强的资产抛售循环，这种循环进一步加剧了市场动荡，并使各类资产价格不断下跌。市场流动性急剧萎缩，最终诱发金融危机。

（二）影子银行系统的内在脆弱性

1. 期限错配的业务模式。影子银行通过发行资产支持票据取得融资来购买贷款人发起的资产，即借短贷长。这种信贷关系的特点是债券先于资产到期，债券的本息偿还先于资产的本息收取，并通过新票

据的发行来偿还已到期的旧票据。这种模式的优点在于，市场流动性充足时，影子银行可以实现巨额的利差收益；缺点在于，市场流动不足、部分债券出现销售困难时，整个市场的证券销售都将变的困难，并加速债券市场的瓦解，进而引发危机。

2. 贷款机构的“逆向选择”与借款人的“道德风险”。影子银行系统破产隔离机制加大了对贷款机构盲目放贷的激励。在利润和激励的市场竞争下，贷款银行会放松对借款人贷款条件的要求，大量的信用记录和偿还能力较差的人获得了贷款，从而容易使得贷款的品质在一开始就处于极高的风险之中，即出现了逆向选择。而次级贷款的利率一般较高，当借款人负担的浮动市场利率上升到临界点时，借款人主动违约的可能性增加，即借款人存在着较高的“道德风险”。

3. 投资银行不合理的金融产品设计与公司治理结构。投资银行设计金融衍生品时，假定房价会持续上升，这显然是不切实际的。同时假定风险成正态分布，并通过高度复杂的数理模型计算风险，设计出相应的金融衍生品。这种运作方式表面上能够分散风险，但当设计假

定与现实不符时,广泛分散的风险会被无限放大并全面爆发,最终引发金融危机。同时,金融机构上市后,不合理的股权结构扭曲了所有者与管理者之间的委托代理关系。为了获得高额利润,一方面,董事会的风险管理职能被弱化,管理层短期投机行为日益严重,采取大胆冒进的经营策略,加快金融工具创新,竭尽全力透支社会信用。另一方面,公司“投机补偿”的薪酬机制,使公司的高管和业务精英获得高薪奖励和佣金,而完全忽视其对公司未来经营产生的巨大风险。需要指出的是,政府对投资银行的隐性担保也是对金融腐败的激励。影子银行不合理的公司治理机构是导致危机爆发的重要因素。

4. 评级机构的虚假评级。评级制度是解决信息不对称的重要制度安排。但评级机构的虚假评级让这一制度“名存实亡”。一是证券化产品非常复杂,依靠贷款机构提供的历史数据的评级机制,客观上不能保证评级机构做出科学准确的评级。二是由发行方付费的业务模式,影响了评级机构的独立性和公正性,容易导致评级机构夸大信用级别。三是缺乏必要的跟踪评级。评级机构对潜在危机的预警严重滞后,预

测信用风险的功能并没有得到发挥。四是评级机构之间存在着难以克服的利益冲突。例如在美国,穆迪、标普、惠誉三大评级机构垄断了美国的评级市场。在利益和竞争的驱动下,三大评级机构经过博弈,最终做出虚假评级是每一个评级机构的占优战略。

5. 对冲基金的高杠杆交易加大了系统性风险。一是杠杆工具导致风险与收益的不对称。对对冲基金来说,杠杆投资一旦成功,将获得高额收益。若失败,损失的只不过是本金。这种风险与收益的不对称,促使对冲基金敢于进行高风险投资而将风险转嫁给交易对手或市场,形成一种对市场的破坏性机制。二是对冲基金的投资中,出现了分散风险策略的应用盲区。金融衍生品只是在一定程度上分散了风险,但并没有消除风险,相反还会导致风险在金融体系的薄弱环节积聚,加剧金融的不稳定性。例如影子银行通过次级贷款证券化的方式,将贷款银行面临的违约风险层层分散。这些风险逐渐集中到风险偏好较强、几乎不受监管的对冲基金身上,风险不仅没有消除,还被放大,危机随时都可能爆发。三是对冲基金的“羊群效应”会引起市场的巨大波动。对

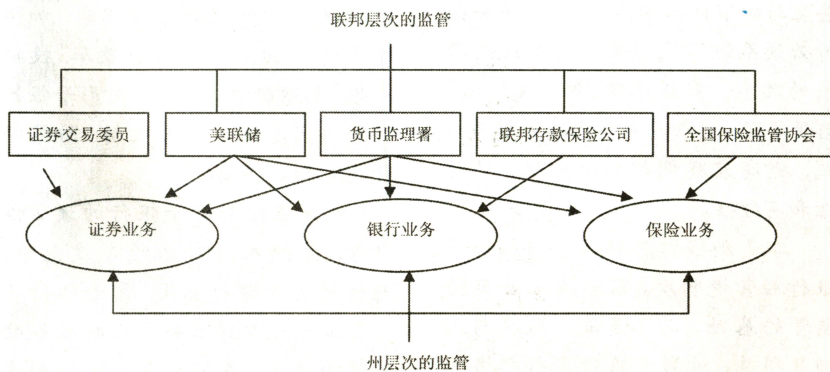
冲基金都按照严格的战略和既定程序操作,利用数量模型找出合适的标的资产进行投资。因此,许多对冲基金都具有相似的投资组合和交易条件,一家大基金退出会带动多家基金的退出,进而引起整个市场的巨大波动。

### (三) 外部监管的缺位和失灵

首先,美国监管机构坚持市场化的监管原则导致监管松弛。监管机构对市场自我调节能力和影子银行风险内控能力的过分相信,形成了以金融机构内控为主,外部监管为辅的监管方式。这种监管方式的缺点在于:一方面,影子银行内部存在“自利”的动机和行为。为了获得巨额利润,影子银行往往做出非理性高风险的行为,其巨大的负外部性,将引起市场大幅度波动和严重系统风险;另一方面,影子银行内在阻碍因素决定了风险内控作用有限,必须借助外部力量加以完善。其内部风险管理只对自身负责,而不对整个市场和行业负责。行业系统风险成为监管的“真空地带”。

其次,“双重多头”监管体制与影子银行的发展不相适应。“双重多头”监管是指联邦和各州均有金融监管权力,并有多个金融机构履行金融监管职能(如图)。这种监管体制尽管可以发挥监管机构专业分工优势和竞争优势,但依然存在着严重缺陷。一是监管机构的分业监管与影子银行的混业经营不相适应,两者存在着明显的重叠和错配。没有机构专门负责控制市场系统性风险,监管机构之间也缺乏应对危机的协调机制。二是监管存在严重疏漏。影子银行的结构化金融产品和场外交易存在“监管空白”。

再次,现实中监管存在逆效应,监管机构对影子银行的监管不仅没



美国“双重多头”的监管体制



美国房地美公司

有纠正“市场失灵”，还在一定程度上加剧了“市场失灵”。一方面，金融监管机构通过鼓励金融机构运用类似的风险管理工具和理念使得市场行为趋同。当市场参与者都具有相同偏好，共享相同信息，市场参与者行为相同，则这一市场必定是一个无效市场。另一方面，监管机构在执行新《巴塞尔协议》关于资本充足率监管要求时，容易造成顺周期监管，即在经济繁荣期，计量出的风险值较低，资本充足率要求较低；而在经济衰退期，计量出的风险值较高，资本充足率要求较高。顺周期监管不仅与“反周期”的货币政策相冲突，也形成了对整个信贷周期和经济周期的推波助澜。

## 二、规避与化解影子银行风险的对策

从影子银行导致危机的形成机理可以看出，危机的爆发是外部冲击、外部监管的缺位失效同影子银行内部脆弱性共同作用的结果。必须做出全面系统的制度安排，才能规避与化解危机，促进影子银行及金融市场的健康发展。

一是改进货币政策调节方式，提高宏观调控的有效性。根据现代西方经济学理论，货币政策在短期并非“中性”的，它可以稳定经济，但如果使用不当，也会加剧经济不稳定。对于影子银行，货币政策是一把双刃剑。在次贷危机之前，宽松政策促进了影子银行迅速膨胀，而后紧缩的货币政策又扼杀了影子银行，最终诱发危机。最终结果显然与实施货币政策的最初目标相背离。原因在于影子银行通过金融创新，也具备了一定信用创造能力，改变了传统社会信用生成模式和货币政策传导机制。中央银行仅仅通过传统信贷控制、存款准备金制度和利率手段来调节经济，其效果必定大打折扣，甚至与调节目标相悖。为此，中央银行必须系统研究影子银行给经济带来的改变，重新界定“货币发行权”监管范围，不断改善货币政策调节方式，提高宏观调控的准确性、针对性和有效性。

二是加强信息披露，增加影子银行经营透明度。信息披露是风险监管的基础。为了保证市场参与者切身利益，对影子银行实行严格的信息披露制度是完全必要的。要建

立信息披露机制，包括信息披露的范围、频率、内容、方式；设立责权明确的监管主体，负责监督影子银行履行信息披露义务；信息披露的激励和惩罚机制等。需要指出的是，尽管信用评级机构对美国金融危机的爆发具有不可推卸的责任，但信用评级仍然是加强信息披露，解决信息不对称的必要制度安排。为保证评级机构社会公信力，评级机构本身和监管当局都必须做出相应调整。评级结构应加强公司治理，严格公司内部评级程序，坚持独立性，增强评级流程完整性，处理好潜在利益冲突；改变发行方付费的业务模式，及时披露证券评级所得；完善评级方法，提高评级水平，将宏观经济风险、金融系统风险、市场风险和投资风险纳入信用衍生品评级的范围，加强跟踪评级；提高评级过程的透明度等等。监管部门要将评级机构纳入监管范围，应在评级市场准入、评级方法、信息披露和评级机构内部管理方面做出监管要求。

三是完善影子银行公司治理，加强风险内控。要优化影子银行股权结构，降低其内部持股比例，加强对员工内部激励和内部人控制问题的治理，维护其他股东和公司的整体利益；发挥董事会作为最高风险管理机构的风险管理职能，加强影子银行的风险内控；改革“投机补偿”的薪酬机制，建立对影子银行高管的问责制等约束机制，防范经营风险和金融腐败。

四是强化对影子银行的预防性监管，并纳入存款保险制度范畴。与传统商业银行不同，影子银行不受资本充足率的限制和存款准备金制度的约束，更不受存款保险制度的保护。因此，影子银行在危机面前

# 农村金融制度创新的路径选择

■ 朱 辉

历经几十年的改革与发展,我国逐步形成了以农村信用社为主,中国农业银行、农业发展银行、邮政储蓄机构为辅,多层次、多渠道提供金融服务的农村金融体系。但是,由于农村各项事业发展迅速,资金需求大量增加,多元化的资金需求日益

增长,现有的农村金融体系难以适应这种新的变化,在很多地区出现了贷款难、贷款成本高、农业保险覆盖率低等问题,严重制约了农村经济发展和农民的稳定增收。

一是农村金融组织体系不完善。金融机构网点少,功能不完善,服

务品种单一。在我国长期建立起的农村金融体系中,只有农村信用合作社是一家真正和农业、农户有直接业务往来的金融机构,是农村正规金融机构中向农村和农业经济提供金融服务的核心力量。但是由于农村信用社产权不明晰、法人治理

不堪一击。必须加强对影子银行的预防性监管。监管内容应包括:严格的注册登记制度,设立资本充足条件,进行流动性管制,促进资产与负债结构在时间上的配合,限制业务活动和贷款集中度等。在设立资本充足条件时,应包含一定的反周期设计,抑制影子银行体系的顺周期性。另外,为了应对挤兑风险,应建立与传统商业银行类似的存款保险制度,以便在非常时期,可以获得保险机构的保险金支持和流动性援助。

五是改革“双重多头”监管体制,扩大监管范围。一方面,变机构监管为功能监管。所谓功能性监管是指依据金融体系基本功能而设计的监管。功能性监管能够实施跨产品、跨机构、跨市场的协调,能有效解决混业经营条件下金融创新产品的监管归属问题,避免监管“空白”和多重监管现象的出现。另一方面,应限

制影子银行高风险的衍生品交易,将场外金融衍生品市场和对冲基金纳入监管范围,并严格监管要求,如限制金融杠杆的运用,出台更加严格的流动性要求以及针对住房抵押证券化要求发起行和实施证券化的机构对每个资产池都保留一部分所有权等。

六是建立合理的市场退出机制,确保没有机构“大而不倒”。对于“大而不倒”的影子银行,建立合理的市场退出机制是顺应价值规律的基本要求。影子银行“大而不倒”的实质是风险收益由高管层获得,损失则由公众来承担。建立其合理市场退出机制,可以防止“大而不倒”的影子银行对风险的过度承担,消除这些机构的道德风险,督促影子银行加强风险内控,促进公平竞争。应建立有效的处置机制,使不满足监管要求或出现清偿问题的影子银行能够平稳有效退出,防止风险扩散。

同时,提高重要金融机构的资本和流动性要求,降低这些机构首先面临失败的可能性。

七是促进国际监管的协调与合作,实现多赢。影子银行业务的全球性特征日益增强,加强影子银行的国际监管对于防范和化解金融危机是完全必要的。要调整新巴塞尔协议,引入反周期机制和相应的工具,完善有关交易头寸和证券化的监管规定;促进各国、各国际金融机构之间信息交流,尤其是对于影子银行的离岸监管,应该达成一个各国通用的标准化税收信息协议,允许(或要求)税务机关共享信息;注重国际监管政策的一致和行为的协调、联合,健全国际金融风险预警系统,完善国际金融危机的拯救机制。<sup>[4]</sup>

(作者单位:山东经济学院)

责任编辑 刘慧娴