

影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战

李 波 伍 戈

(中国人民银行货币政策二司,北京 100800)

摘 要:此次国际金融危机爆发以来,影子银行体系的迅速发展及其影响成为当前讨论的热点话题。尽管如此,从国内外现有的文献来看,绝大部分局限于影子银行体系发展对金融稳定和金融监管的影响,很少论及影子银行体系的信用创造功能及其对货币政策的影响。本文结合此次国际金融危机前影子银行体系的典型运行模式,着重从其信用创造的角度,创新性地研究其对货币政策的挑战,最终得出若干政策建议。

关键词:影子银行;货币政策;信用创造

JEL 分类号:E42;E51;G20 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2011)12-0077-08

一、引 言

此次国际金融危机爆发以来,各界开始不断反思金融监管和金融体系的内在缺陷等。影子银行体系(Shadow Banking System)的迅速发展及其影响成为当前讨论的热点话题。尽管如此,从国内外现有的文献来看,对影子银行的深入研究还不多见,而且绝大部分局限于影子银行体系发展对金融稳定和金融监管的影响,很少论及影子银行体系的信用创造功能及其对货币政策的影响。事实上,随着近年来金融创新的迅猛发展,各种证券化产品和衍生工具层出不穷(Panageas, 2009),越来越多的观点将其视为由影子银行体系创造的“广义流动性”的有机组成部分,这实际上大幅拓宽了传统意义上流动性的概念。据估算(Bollard, 2007),由各种衍生产品创造的流动性约占全球广义流动性的78%,为世界

收稿日期:2011-09-28

作者简介:李 波,经济学博士,研究员,任职于中国人民银行货币政策二司。

伍 戈,经济学博士,副研究员,任职于中国人民银行货币政策二司,Email: wuge@pbc.gov.cn.

作者感谢全国人大财经委副主任委员吴晓灵研究员的指点,同时感谢审稿人的中肯建议。当然,文中观点仅代表个人学术观点,并不代表供职单位的意见。

GDP 总值的 9.64 倍;而广义货币 M2 仅占全球广义流动性的 10%,为世界 GDP 总值的 1.22 倍(图 1)。从货币政策的角度来看,这种广义的流动性并不是中央银行能直接控制的,其对货币政策的理论和实践带来了巨大挑战。影子银行体系及其衍生产品创造功能在西方发达国家已经十分发达。在我国,部分商业银行的信托理财、资产证券化产品也体现了影子银行的初步特征,这给当前我国货币政策的制定和执行已经带来了一些新的挑战。本文结合此次国际金融危机前影子银行体系的典型运行模式,着重从其信用创造的角度,探讨其对货币政策的挑战,并得出若干政策建议。

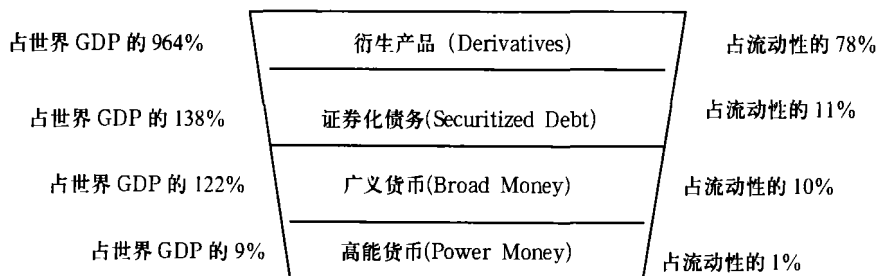


图 1 对全球广义流动性的估算

二、影子银行的基本概念和运行特征

影子银行的概念最早由美国太平洋投资管理公司执行董事麦卡利于 2007 年在美联储的年度会议上提出,主要指的是游离于金融监管体系之外的、与传统、正规、接受央行等监管的商业银行系统相对应的金融机构。此后,该概念被广泛采用,各界对影子银行有着许多论述,但至今仍缺乏全面和权威的精确定义。2008 年,现任美财长(时任纽联储行长)盖特纳提出,传统银行系统之外存在“非银行”运营的融资安排,他称为“平行银行系统”(Parallel Banking System),该系统中的非银行机构利用短期融资资金购买大量高风险、低流动性的长期资产。此后,“平行银行”常常被作为影子银行的别称。纽约大学鲁宾尼教授认为,影子银行体系包括证券经纪自营商、对冲基金、私人股本集团、结构投资工具和渠道、货币市场基金以及非银行抵押贷款机构(鲁比尼,2008)。国际货币基金组织在 2008 年 10 月的全球金融稳定报告中,首次提出“准(类)银行”的概念,这与影子银行体系、平行银行系统是类似的概念。值得一提的是,从目前普遍的理解来看,影子银行的内涵不单指具备独立法人资格的金融机构,还涵盖各种类似或替代传统银行的业务部门或金融工具。

影子银行体系与商业银行体系一样,将全社会的储蓄者和借款人联系起来,但方式不同于商业银行的吸收存款——发放贷款机制,而是以与现代金融市场联系非常紧密的各种金融工具的形式出现(周莉萍,2010)。从运行机制上来看,影子银行体系常常是以理财产品代理人的角色进行融资和投资活动,以非传统的方式进入了信贷市场。具体而言,

影子进入信贷市场的方式包括:第一,购买并接收商业银行的贷款资产包,持有长期信用资产或者将其进行结构组合,发行以该资产为基础的证券化产品;第二,为商业银行提供信用违约风险工具如信用违约互换(CDS),并成为商业银行的交易对手方,从而将自身的资产负债表与信用市场紧密联系;第三,通过发行各种形式的信托理财产品(如货币市场共同基金)分流储蓄资金,并用募集的资金来购买各种信用等级的证券化产品,或用来提供给回购交易的资金需求方(银行)间接为企业贷款融资。总之,影子银行可以视作与传统商业银行平行运行的一个信用创造体系,常常游离于金融监管和货币政策的直接调控之外。Gorton and Metrick (2010)认为,影子银行体系的三项核心制度是货币市场共同基金(MMMF)对储蓄资金的分流、资产证券化将银行资产移到表外、回购协议使证券化产品成为一种“货币”。本文认为,上述制度都依赖于现代破产法对回购协议的特殊待遇,这种特殊待遇使得证券化产品成为一种“私人制造的货币”。

具体地,对于零售投资者而言,存款保险能发挥很好的作用(见图2),但却给拥有大规模资产的机构带来挑战^①。在美国由于存款保险有10万美元的上限,诸如养老基金、共同基金、州立或市立等现金富余的非金融公司没有容易进入的安全、收益性的短期投资渠道。解决这一问题的方法就是通过影子银行的表外借贷方式(见图3)。

图3中的步骤2类似于图2的步骤A,但有一个重要区别。在图2传统的银行体系中,存款由政府承担保险。图3中步骤2为了实现类似的保护,机构投资者从银行获得抵押品。在实际操作中,这种存款——抵押交易采取回购协议的形式:比如,存款者存了X,并以抵押品的形式获得市价为X的资产;银行同意一段时间后以Y回购该资产。 $(Y - X)/X$ 的比率称为“回购率”,类似于银行存款的利率。通常情况下,存款的价值小于抵押品的价值,两者之差称为“折扣(haircut)”。例如,如果某资产的市场价格为100,银行以80卖掉并承诺以88的价格回购,那么回购利率为10% $(=88 - 80/80)$,折扣为20% $(100 - 80/100)$ 。如果银行到期违约不执行回购,那么投资者将保留抵押资产。在美国,回购是免于破产的一般程序,不受制于“自动保留规则(automatic stay rule)”。真正将融资移至银行表外的是步骤4,贷款被聚集起来并被证券化。证券化的产品或是被机构投资者直接购买,或是被用于步骤2的抵押品。实际上,证券化的债券通常是为大额度的存款者提供保险的主要抵押品来源。本文认为,证券化的债券已作为一种货币形式来使用。

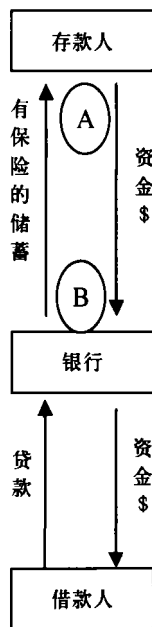


图2 传统商业银行的表内融资模式

^① 详见 Gorton and Metrick (2010)。

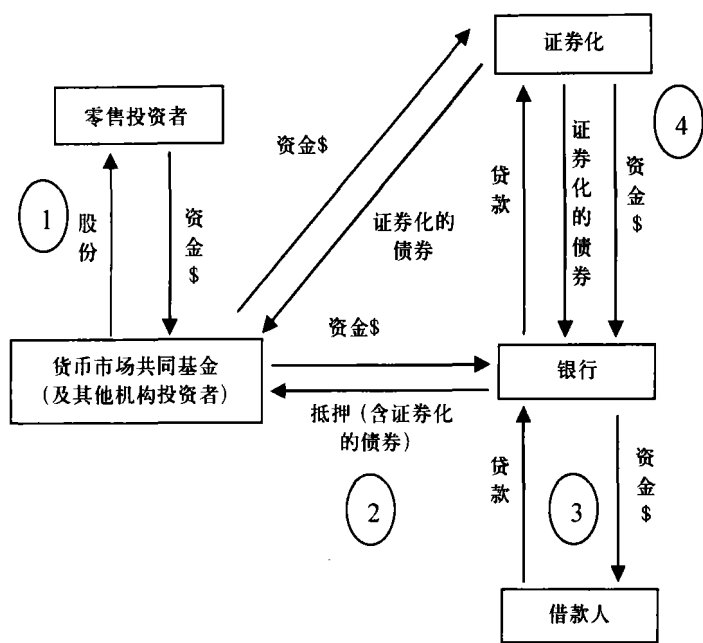


图 3 影子银行的表外融资模式

三、影子银行的信用创造过程

为了便于说明影子银行的信用创造功能,我们以此轮次贷危机为典型案例进行说明。次级贷款机构和投资银行等在次贷危机中扮演了十分重要的角色,他们为次级贷款者和市场富余资金搭建了桥梁,成为次级贷款融资的重要媒介。类似于商业银行这样的金融中介,在整个次级贷款运作模式中,所有次级贷款机构和投资银行等在总体上形成了一个巨大的“影子银行”(汤震宇等,2009)。这个巨大的影子银行可能不仅仅特指某个单一的金融机构,而是各次级贷款机构和(或)投资银行相关业务部门的联合体。

表 1 甲影子银行

| 资产 | | 负债和所有者权益 | |
|-------|----------|--------------|----------|
| 次级贷款池 | \$ 10000 | CDO 及其他衍生品 I | \$ 8000 |
| | | 权益资金 | \$ 2000 |
| 总 计 | \$ 10000 | 总 计 | \$ 10000 |

具体地,如表 1 所示,甲影子银行通过发行以次级按揭抵押贷款为基础的各种 CDO (担保债权凭证) 产品及其他衍生品从市场募集资金 10000 元,形成甲影子银行的负债 8000 元,与此同时,保留权益级(Equity)的 CDO 资金 2000 元(为了使问题简化,假设各影子银行留存的权益资金比例相同,均为 20%),对应着影子银行甲的权益资金;甲影子银

行的资产业务主要是运用融来的资金购买次级抵押贷款 10000 元(这些贷款就移到了银行的表外)。

然后,乙影子银行通过从市场募集资金 8000 元,形成乙影子银行 CDO 及其他衍生品 II 的负债 6400,同时通过保留或出租相关权益级 CDO1600;乙影子银行的资产业务主要是运用融来的资金购买 8000 元的 CDO 及其他衍生品 I。

表 2 乙影子银行

| 资产 | | 负债和所有者权益 | |
|--------------|---------|---------------|---------|
| CDO 及其他衍生品 I | \$ 8000 | CDO 及其他衍生品 II | \$ 6400 |
| | | 权益资金 | \$ 1600 |
| 总 计 | \$ 8000 | 总 计 | \$ 8000 |

类似地,丙影子银行以上述乙影子银行 CDO 及其他衍生品 II 为基础的产品从市场募集资金 6400,形成丙影子银行 CDO 及其他衍生品 III 的负债 5120,同时通过保留或出租相关权益级 CDO1280;丙影子银行的资产业务主要是运用融来的资金购买 6400 的 CDO 及其他衍生品 II。

表 3 丙影子银行

| 资产 | | 负债和所有者权益 | |
|---------------|---------|----------------|---------|
| CDO 及其他衍生品 II | \$ 6400 | CDO 及其他衍生品 III | \$ 5120 |
| | | 权益资金 | \$ 1280 |
| 总 计 | \$ 6400 | 总 计 | \$ 6400 |

丙影子银行 CDO 及其他衍生品 III 的 5120 将被丁影子银行作为基础进一步通过发行 CDO 及其他衍生品从市场募集资金……这个过程可以无限地继续下去。在这个过程中,每一家影子银行都在创造信用(见表 4)。

表 4 影子银行系统信用创造过程

| N | 资产 | 负债 | 权益资金 |
|-----|---|---|---|
| 1 | ΔB | $\Delta B(1 - r_d)^1$ | $r_d \Delta B$ |
| 2 | $\Delta B(1 - r_d)^1$ | $\Delta B(1 - r_d)^2$ | $r_d \Delta B(1 - r_d)^1$ |
| 3 | $\Delta B(1 - r_d)^2$ | $\Delta B(1 - r_d)^3$ | $r_d \Delta B(1 - r_d)^2$ |
| ... | ... | ... | ... |
| N | | | |
| ... | | | |
| 总计 | $\Delta A = \Delta B \sum_{n=1}^{\infty} (1 - r_d)^{n-1}$ | $\Delta L = \Delta B \sum_{n=1}^{\infty} (1 - r_d)^n$ | $\Delta E = r_d \Delta B \sum_{n=1}^{\infty} (1 - r_d)^{n-1}$ |

由表 4 可知,若最初的次级贷款池增加 ΔB ,经过影子银行系统的 n 次扩张后,其资

产总额增加到: $\Delta A = \Delta B \sum_{n=1}^{\infty} (1 - r_d)^{n-1}$

假设各影子银行留存的权益资金比例均为 r_d , 且 $0 < r_d < 1$, $0 < (1 - r_d) < 1$, 因

$$\text{此, } \Delta A = \Delta B \sum_{n=1}^{\infty} (1 - r_d)^{n-1} = \Delta B \frac{1}{1 - (1 - r_d)} = \frac{1}{r_d} \Delta B \quad (1)$$

此处, r_d 有点类似于传统商业银行的法定存款准备金率, 但与传统商业银行信用创造不同的是, r_d 值大小并不受中央银行的强制约束, 可由各影子银行根据其融资情况自行把握。因此, 从理论上讲, 如果(1)式中 r_d 很小(甚至趋向于 0), 那么, 乘数 $\frac{1}{r_d}$ 趋近于无穷大, 导致资产总额 ΔA 随之趋向于无穷大。在现实中, 相对于传统商业银行而言, 由于无法定存款准备金率和其他金融监管指标的约束, 乘数 $\frac{1}{r_d}$ 可以很大(r_d 很小), 因此, 影子银行体系具有更强的信用创造功能。

如果考虑相反的情形, 若最初次级贷款池的资产减少 ΔB , 那么经过影子银行系统的收缩后, 其资产总额也将以 $\frac{1}{r_d}$ 的乘数比例迅速缩减, 由此可见, 影子银行体系具有极高的杠杆性和金融风险。但与传统商业银行信用创造不同的是, 影子银行并不直接创造传统狭义流动性的货币资产, 而是创造广义流动性特征的各种金融资产。值得注意的是, 上述 CDO 等证券化产品具有一定的“货币”属性, 因为它们随时可以通过回购交易变成现金(剔除一定折扣), 形成对资产市场或实体经济的需求。

四、影子银行体系对货币政策的挑战以及政策建议

(一) 影子银行体系对货币政策的挑战

在现阶段, 无论是在国外还是国内, 影子银行独特的运行机制依然独立于传统货币政策调控范围之外, 其对货币政策的理论和实践形成诸多挑战。在中国, 由于缺乏实质性的证券化过程以及发达的衍生品市场, 目前, 中国式“影子银行”仍不是真正意义上的影子银行。尽管如此, 随着金融市场的不断发展, 商业银行规避信贷而产生的影子银行属性值得高度关注。归结起来, 影子银行体系对货币政策的挑战主要体现在以下四个方面:

一是影子银行体系通过金融稳定渠道对货币政策产生系统性影响。货币政策一般是通过金融体系传导而实现对整体经济的调控的, 因此, 金融体系的稳健程度直接影响着货币政策的实际实施效果。影子银行的高杠杆率且游离于常规监管之外, 给金融稳定带来了严峻的挑战。尽管目前关于此次金融危机教训的讨论很多, 甚至以巴塞尔协议 III 为代表的新监管措施也陆续出台, 但其主要针对受监管的商业银行, 影子银行的资本比率等仍不在监管之内。影子银行的高杠杆行为对相关金融机构经营、资产质量等稳健性指标仍有着重要影响, 并最终对货币政策形成挑战。当影子银行造成的系统性风险和金融危机真正发生时, 央行往往是最后贷款人, 其救助行为以及事后采取的数量宽松等措施很可能

对中长期通货膨胀和货币政策造成影响,这也是目前各界关注的焦点问题之一。

二是影子银行体系对货币政策调控目标形成重要挑战。首先,从货币政策的最终目标来看,此次危机后国际社会对央行过分强调单一盯住CPI表示出了质疑,资产价格至少应成为货币政策重要的关注指标,而影子银行创造各类金融资产的价格理应成为中央银行关注的重点。其次,从货币政策的中间目标来看,传统的货币供应量似乎难以完全涵盖流动性的真实水平,影子银行创造的流动性可能也有必要纳入广义流动性的范畴。最后,从货币政策的操作目标来看,商业银行的超额准备金也必然受到影子银行体系运行的影响,未必完全能反映到货币政策调控的结果之中。此外,影子银行体系的活跃还势必加快货币流通速度,这些对央行的基础货币调控及其货币供应调控也有着潜在影响。

三是影子银行体系对货币政策工具效力造成直接冲击。首先,影子银行体系使得融资行为严重“脱媒”,将贷款通过各种形式包装、销售或转移等方式,势必会导致货币信贷规模控制等数量型货币工具的效力削弱。其次,影子银行系统内部金融资产本身就是规避监管以及追逐套利的产物,其实际利率情况可能对官方政策利率形成干扰,不利于货币政策意图的传导。此外,从公开市场操作工具来看,影子银行的发展丰富了金融市场的产品,增加了市场的广度和深度,但反过来,这些新产品的出现及其价格波动可能牵动整个市场,央行公开市场操作中传统证券的价格势必会受到更多不确定性的冲击,其对利率期限结构的调控能力也会受到更多的现实挑战。

四是影子银行与资产价格之间的关系加大了货币政策调控的难度。从上述分析中可以看出,影子银行创造的信用主要形成了对金融资产的需求,与资产泡沫的形成密切相关。由于影子银行受传统货币政策调控的程度有限,其可能导致的资产泡沫加大了货币政策调控的难度。如何全面判断影子银行创造的信用规模及其对资产价格的推动作用,如何科学测度资产价格繁荣及其破灭对流动性水平和实体经济的影响等都是货币政策面临的现实挑战。

(二)政策建议

综上所述,影子银行体系及其信用创造功能对货币政策形成了许多挑战。对此,宏观经济决策者应积极应对,从而有的放矢地制定出科学的宏观政策。结合上述国际上影子银行的操作经验以及中国的现实情况,本文提出以下政策建议:首先,应强化调查统计,密切洞察影子银行运行机制。影子银行是正在演进中的新鲜事物,对此的理论研究和实践探索仍处于初级阶段。但由于影子银行大多是规避金融监管的产物,具有一定的隐蔽性,其数据和信息的可得性方面存在较大难度。因此,“获得数据、弄清机制”应该是深入研究和制定政策的前提条件,目前有必要对商业银行的金融创新业务及其有关会计报表处理等进行全面调查统计。其次,进一步探索影子银行体系及其信用创造功能对货币政策的影响。目前,大量的研究侧重于影子银行体系对金融稳定的影响,其信用创造功能及其对货币政策的影响的研究正处于起步状态。许多有关的重要命题依然悬而未决,例如,影子银行体系创造的工具和资产属于广义流动性的范畴,但它是否会有潜在的货币功能,或者说对狭义流动性(如货币供应量M2)是否会有实质性影响等,随着未来影子银行的不

断创新发展,这些都值得深入分析探究。再次,应不断完善货币政策分析框架,努力创新货币政策工具以应对影子银行的挑战。此次金融危机的教训确实给货币政策提出了许多更高的要求,其分析框架及其工具应随之不断创新。货币政策不应只片面地看待传统间接融资方式,更应全面地分析金融体系和市场的发展,尤其是更加多元化的融资方式及其货币政策传导功能,紧密监测广义流动性的创造及其资产价格变化对货币政策的影响。与此相应的是,单一的利率管理或信贷规模管理都很难适应当前形势的发展,只有加强货币政策工具创新(如宏观审慎等)及其调控艺术性,才能有效应对影子银行的现实挑战。

参 考 文 献

- [1] 胡庆康,1996 年:《现代货币银行学教程》,复旦大学出版社,上海。
- [2] 鲁比尼,2008 年:《影子银行体系正逐步瓦解》,英国《金融时报》中文版 9 月刊。
- [3] 汤震宇、刘博、林树、李翔,2009 年:《从美国次贷危机看金融创新过程中信用创造的缺陷》,《开放导报》第 9 期。
- [4] 叶云燕,2011 年:《规模持续扩张,驱动中间业务增长——银行理财业务及其影响分析》,《中国银河证券行业研究报告》7 月刊。
- [5] 郑联盛,2009 年:《影子银行体系:发展、内涵与未来》,《中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心报告》5 月刊。
- [6] 周莉萍,2010 年:《影子银行体系:运行机制与发展》,《中国社会科学院金融研究所金融论坛》9 月刊。
- [7] Bollard, Alan, 2007, "Easy Money - Global Liquidity and Its Impact on New Zealand", BIS Review, No. 25.
- [8] Gorton, Gary and Metrick, Andrew, 2010, "Regulating the Banking System", <http://ssrn.com/abstract=1676947>.
- [9] Panageas, Kedran Garrison, 2009, "The Decline and Fall of the Securitization Markets", J. P. Morgan Report.

Abstract: The rapid development of shadow banking system and its implication are becoming hot topic after this round of international financial crisis. However, most of literatures are focusing on the impact of shadow banking on the financial stability and regulation. There are few papers discussing its implication on the monetary policy. This paper analyses the characteristic of the current shadow banking system and its credit creation, and discuss its impact on the monetary policy. Finally, we try to provide some policy recommendations.

Key Words: shadow banking, monetary policy, credit creation

(责任编辑:王 鹏)(校对:WH)