

影子银行体系与金融体系稳定性^{*}何德旭^{1,2}, 郑联盛³

(1. 中国社会科学院数量经济与技术经济研究所, 北京 100732;

2. 湖北经济学院, 湖北 武汉 430077;

3. 中国社会科学院研究生院, 北京 100102)

内容提要:本世纪以来,影子银行体系经历了爆炸式的发展,美国和国际金融市场经历了极度的繁荣。但是,在影子银行体系的发展过程中,美国 and 全球金融体系的金融结构、市场结构和制度规范等发生了根本性改变。影子银行的杠杆操作、业务界限突破、过度金融创新、信息披露不完整以及规避金融监管等特性给金融体系带了新的风险,甚至是系统性风险,对金融体系的稳定造成了严重的威胁。

关键词:影子银行;金融风险;金融稳定;金融危机

中图分类号:F830.99 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2009)11—0020—06

一、引言

影子银行是太平洋投资管理公司执行董事 McCulley 于 2007 年首次提出,意指游离于监管体系之外的,与传统、正规、接受中央银行监管的商业银行系统相对应的金融机构。随后,太平洋投资管理公司创始人、“债券大王”Gross(2007)再次提及,“影子银行”从此名声大噪。一般意义上,影子银行是指投资银行、对冲基金、私募股权基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资等非银行金融机构。相应地,影子银行体系就是由影子银行组成的非银行金融体系。美国财政部长盖纳特(2008)称其为“与商业银行体系相对的平行银行体系”^①。

21 世纪以来,影子银行经历了膨胀式的发展,影子银行和商业银行一起成为金融体系中重要的参与主体。金融体系的高度繁荣与金融市场杠杆倍率大幅提高、交易规模天量增长和金融当局的“恶意忽

视”(Krugman, 2009)等息息相关。影子银行的发展壮大,使得美国 and 全球金融体系的结构发生了根本性变化,传统银行体系的作用不断下降而影子银行体系的重要性则日益提升。影子银行比传统银行增长更加快速,并游离于现有的监管体系之外。同时,也在“最后贷款人”的保护伞之外。2007 年初现端倪的次级住房抵押贷款问题,直接引发了影子银行的资产负债期限错配缺陷的暴露,从而产生了流动性危机,并逐步蔓延演化成为大萧条以来最为严重的全球金融危机。

二、影子银行体系的发展

大萧条之后,美国确立了分业经营的法律体系,但是,证券业务和非银行业务的长足发展是在 20 世纪 70 年代之后。1970 年以后的经济波动为金融系统带来了极大的压力,尤其是布雷顿森林体系的坍

收稿日期:2009—08—10

* 基金项目:2008 年度国家社会科学基金重大项目“构建金融稳定的长效机制研究——基于美国金融危机的经济学分析”(08&ZD035)。

作者简介:何德旭(1962—),男,湖北潜江人。研究员,经济学博士,主要从事货币政策、金融理论、金融创新、商业银行发展、企业融资制度等研究。E-mail:hedexu@vip.sina.com;郑联盛(1980—),男,福建永春人。博士研究生,主要从事金融理论、金融市场等研究。E-mail:zhengls@yahoo.com.cn。

①实际上,金融业及学术界对影子银行体系的定义存在理解上的差异性。有的观点(McCulley, Geithner)认为,影子银行体系是相对商业银行体系而言的,是指商业银行之外的其他金融机构;也有的观点(Krugman)认为,影子银行是指那些游离于金融监管体系之外的金融机构,后者的界定范围要小于前者。本文根据 McCulley 和 Geithner 的观点来分析影子银行体系。

20 经济管理 2009.11

塌,为新进入的、较少受到管制的金融中介(主要是影子银行的前身)带来了发展机遇。商业银行、共同储蓄银行以及人寿保险公司持有的金融资产的份额持续下降,保险基金和共同基金占据的范围日益扩大。更重要的是,货币市场共同基金、抵押入股以及证券化的贷款迅速增加,商业票据、欧洲债券以及垃圾债券等也得到较快发展。

美国资本市场主导的金融市场体系的强化是在20世纪80~90年代,这一阶段的证券化热潮为影子银行的发展提供了历史机遇。这个时期,金融部门最为重大的转变是证券化过程扩大,非市场化的资产转换为市场化的证券。住房抵押贷款以及以后的自助贷款和信用卡应收账款等,被证券化之后当作证券在二级市场上买卖。银行和存贷机构提供的系列服务,比如发行、服务、持有以及贷款分配,被分解给不同的金融机构。在这一分解的过程中,投资银行、货币市场基金等得到了快速的发展(剑桥美国史,2008)。

新世纪以来,经济全球化和信息技术革命推动了美国金融市场迅猛发展,同时产生了高度全球化的国际金融体系,影子银行体系不断膨胀壮大并且其重要性日益增长。出于应对金融市场的全球竞争和逃避金融监管的目的,不断的金融创新产生了许多新的金融市场工具、金融机构和金融子市场,同时也降低了金融交易成本,提高了金融交易效率,促进了金融市场的一体化。在全球化背景下,金融资源在全球进行配置,使得各主要金融市场的外延和各国的影子银行不断扩展。许多国家的产业之间的界线已经大大模糊,金融机构甚至企业已经成为多样化的金融混合物,从而造就了极度繁荣的美国和国际金融市场。

在这个发展过程中,美国 and 全球金融体系的结构发生了根本性变化,即影子银行成为比传统银行更加强大的市场主体,影子银行体系在资产占比、金融交易规模和系统重要性等方面迅速提高,并取得了相当的优势。美国财长盖特纳(2008)任纽约联储主席时就指出,影子银行体系已经成为与传统银行体系平行的金融系统,其规模和影响力非常巨大。比如,摩根大通于1997年首度提出转移信贷违约风险的金融工具CDS,至2007年底,CDS已成为交易最广泛的信贷衍生品之一,全球市值最少为45万~62万亿美元(BIS,2009a;Krugman,2009),而恰恰是CDS搞垮了全球最大的保险公司——美国国际集团。

三、影子银行体系的特征

影子银行体系相对于商业银行体系得到了更快速的发展,已经成为全球金融体系中的主导力量之一,并深刻地影响了美国 and 全球的金融资产结构、业务模式、市场结构、金融体系稳定性等。

1、资产结构

随着影子银行的发展,影子银行在金融体系中的资产规模占比大幅提高。2007年初,整个影子银行体系的资产规模高达10.5万亿美元,而美国5家银行控股公司的资产总额刚刚超过6万亿美元,整个商业银行体系资产约为10万亿美元(盖纳特,2008),影子银行体系的资产规模已经超过了商业银行体系。在金融市场交易中,利率衍生品市场从2002年的150万亿美元飙升至2007年第四季度的600多万亿美元(BIS,2009a),约为当期全球GDP的15倍。

2、业务模式

影子银行突破了传统商业银行的业务界限,深刻地改变了整个金融体系的业务模式。传统的商业银行是采取零售的方式进行业务经营的,但是,影子银行一般采取的是批发的业务模式;商业银行的零售模式可以较为有效地进行个体风险的鉴别与控制,而影子银行的批发模式由于信息不对称无法较为完整地获得信息,从而“批发”了信息不对称的重大风险。在金融体系业务模式从传统的零售模式向零售和批发并重模式转变的过程中,金融风险的集聚度显著提高了。

3、金融体系脆弱性

影子银行过度追求高利润,一般采取高杠杆运作,带来金融体系极大的脆弱性。2007年年底,美国5大投行平均杠杆率超过30倍,美国、英国主要对冲基金的杠杆率超过50倍。美国住房抵押贷款的两大引擎——房利美、房地美杠杆倍率高达62.5倍(BIS,2009b)。高杠杆运作在金融市场向好时期,可以带来更高的收益,但在金融市场步入下行通道时,高杠杆率就可能成为金融机构走向破产的毒药。

4、信息透明度

影子银行体系本身的产品结构复杂,信息披露不完全。以证券化为例,影子银行为了提高证券的发行规模和证券的收益率,在淡化基础资产的同时,强化证券化过程中的附加值,并潜意识地减少信息披露(Deloitte,2009)。由于证券化产品过于复杂,很多机构投资者对证券化产品的定价并没有深入了

解,而是完全依赖产品的信用评级来进行投资决策。结果是,证券化产品偏高的信用评级导致了机构投资者非理性追捧,导致了风险的累积,最终带来市场的脆弱性。

5、监管体系

影子银行体系重要性的日益提高,深刻地改变了监管体系的制度规范。在资本市场主导的金融体系和影子银行体系的发展过程中,美国金融体系中相关法律的变更提供了重要的推动力。1999年,美国实行了60多年的《格拉斯-斯蒂格尔法》被《金融服务现代化法》所取代,投资银行和商业银行分业经营和分业监管的法律基础彻底退出历史舞台。2000年美国出台了《商品期货交易现代化法》,该法规定场外交易不受商品交易委员会监管。此后,包括投资银行在内的影子银行摆脱了发展的法律束缚。诸如高盛、美林、雷曼、美国国际集团等大型金融机构(由于自愿监管原则)并没有得到有效的监管,其支付、清算和结算也游离于监管体系之外,最后导致对美国整个金融系统稳定性的极大冲击。

四、影子银行与金融稳定性:以美国金融危机为例

影子银行体系在过去20年的发展中,其规模和地位日益提高,深刻改变了美国金融体系的制度结构、市场结构、工具结构和业务模式等,制造了美国 and 全球金融市场的高度繁荣,但与此同时,影子银行过度冒险的高杠杆运作、潜意识的信息隐藏和刻意规避金融监管等特征,更是带来了巨大的金融风险,为金融动荡埋下了隐患。

1、影子银行与市场繁荣

理论上,资本市场主导型金融体系由于商业银行和影子银行的共同作用,可以更好地发挥市场资金融通的功能,同时可以更加有效地分散风险,而且投资组合策略更具灵活性,可以获得更高的收益。

Allen & Gale(1997)将金融体系风险分散的功能区分为横向风险分担和跨期风险分担。跨期风险分担是不同时点上风险的跨时平均化,资本市场主导型的金融体系和银行主导的金融体系在此方面的风险转移功能相近。而在横向风险分担上,资本市场主导型的金融体系有着更发达的市场和包括影子银行在内的更加多样化的金融机构,比如影子银行为私人部门提供了分散投资组合,对冲异质风险,投资者可以根据风险承受能力调整资产组合。这样,在既定的时点上,不同投资者可以进行风险互换。另外,影子银行作为金融体系中的重要参与主体也

进行了横向的风险互换。比如,在负债方面,影子银行主要是从短期资本市场获得融资,从而形成期限较短的负债;在资产方面,由于影子银行必须提供利息并获得利润,所以影子银行必须投资期限更长(从而收益较高)的资产(如资产抵押债券、股权等),这样,影子银行就与货币市场上的投资者、资本市场上的长期筹资人进行了资产和期限互换。结果是,影子银行对短期债权人负有短期债务,而对长期债务人持有长期资产。

从宏观层面来看,在全球金融一体化的趋势下,影子银行成为这一趋势的承载人和推动者,并成为国际金融业务的中介和国际金融资产的持有人。在全球金融体系下,影子银行成为各个国家及其企业等的重要业务中介,比如美国投资银行通过代理房利美和房地美发行资产抵押债券并在全球出售,这样就有英国、日本和中国等国家的金融机构买入这些债券。这样,在资本流动上,就使得外围国家的资本持续流入美国,影子银行在促进美国资本市场主导型的金融体系发展和繁荣方面功不可没。

2、影子银行与金融风险

影子银行体系的高杠杆率在金融市场下行中将放大风险,造成一个自我强化的资产价格下跌循环。一般而言,杠杆操作本身是一个信用创造的过程。影子银行在过去几年对信用创造的作用非常大,同时,对流动性极其依赖,这些产品和运作在金融动荡的条件下容易丧失再融资功能,使得金融市场的整体流动性大幅萎缩(即信用骤停),从而产生系统性风险(Reinhart & Rogoff, 2008)。影子银行由于采取杠杆操作进行大量的金融创新,并实施以风险价值(VAR)为基础的资产负债管理模式,在资产价值下跌的条件下,影子银行就被迫启动去杠杆化过程,要么出售风险资产来偿还债务、主动收缩资产负债表,要么通过吸引新的股权投资来扩充自有资本规模(张明、郑联盛, 2009)。如果机构投资者同一时间内大规模出售风险资产,自然会压低风险资产价格,从而引发市场动荡,并造成金融机构尚未出售的风险资产的账面价值再度下降,即出现一个自我强化的资产价格下降循环。如果采取提高资本金的方式进行去杠杆化,那就会造成市场的流动性紧张,可能酝酿整个信贷市场的系统性危机。这也就意味着,过度的杠杆操作可能导致信用非理性扩张,可能使得整个金融体系演变为一场溃逃(Minsky, 1992)。

杠杠操作和去杠杠化的风险最为贴切的例子是房利美和房地美危机。截至2007年底,房利美、房

地美两家公司杠杆倍率高达 62 倍。次贷危机发生之后,如果按照会计准则的变动,房利美和房地美将出现问题的抵押贷款资产从被禁止的表外实体重新转移到资产负债表内,那么“两房”需要重新募集 750 亿美元资本,“两房”危机随即产生。如果不是美国财政部和美联储对“两房”的史无前例的救援,那么“两房”危机本身就极有可能酿成美国金融体系的系统性危机。可以说,影子银行的杠杆运作和去杠杆化等在次贷危机不断升级和蔓延中扮演了非常重要的作用,使次贷危机逐步演化为信用危机和金融危机。

影子银行体系存在难以克服的期限错配,容易导致流动性风险或危机。影子银行的负债主要是从短期资本市场获得融资,是期限较短的负债;在资产方则是期限更长的资产。在这个过程中,随着回购市场的高速发展,影子银行资产组成从原本具有高度流动性的国债等逐步转变为流动性较差的资产。这样,对于整个金融体系而言,信用的期限结构发生了改变,并产生了影子银行体系的期限错配(FSA, 2009)。如果市场出现不稳定因素,比如市场预期转变而出现资金溃逃,那么投资银行、对冲基金和私募基金等影子金融机构就出现了类似商业银行的“挤兑”,而此时的影子银行并无法将其长期资产立即变现,就出现了流动性严重不足的局面。更重要的是,影子银行在出现了“挤兑”和去杠杆化之后,由于影子银行具有系统重要性,可能就产生了系统性的流动性危机。即在市场出现危机、流动性萎缩的条件下,影子银行必须抛售资产,资产大量抛售必然导致资产价格下降,加上采取以市定价会计原则(即必须获得新的流动性以计提),这样影子银行又必须抛售资产。最终,这个体系“不堪一击”(盖纳特,2008)。

影子银行体系使得投资者的资产更多地暴露在风险之下,市场信息、市场情绪和短期流动性的变化导致资产价格的较大波动。影子银行体系本身对信息和流动性的需求更大,对资产价格波动的敏感性也更大,尤其是在监管放松的条件下,金融市场的过度交易使得市场的脆弱性加大。在影子银行体系中,市场动荡的来源是资产价格的剧烈波动,市场危机来源于资产价格与经济基本面的偏离和持续性的资产泡沫。在美国新一轮金融危机中,危机的诱发因素是资产价格泡沫,在危机的蔓延过程中,美国和英国等影子银行体系受到的冲击远远大于以德国为代表的银行主导型金融体系的损失。

更值得注意的是,影子银行体系可能存在更大

的系统性危机。在资本市场主导的金融体系中,金融机构基于资产的贷款的重要性日益下降,而其他可以采取杠杆操作的业务(如自营、做市商、投资银行和风险管理等)却不断扩大。这一体系下,影子银行由于不受金融监管机构的监管,不需要留存准备金,资本运作的杠杆率很高,这样整个金融体系的杠杆率随之升高(FSA, 2009)。影子银行由于金融创新、杠杆操纵和过度交易等带来的风险,自然地随信用风险创新工具转移分散到银行业等市场之中,这样资本市场的风险就演化为整个金融体系的风险(BIS, 2008b)。Baily 等(2008)指出,影子银行在信息不透明的条件下进行高杠杆操作,致使流动性更加脆弱,加上这些行为都是规避性质的金融活动,所以系统风险就被放大了。BIS(2009b)在 2008 年度报告中指出,在投资银行业中,风险价值(VAR)指数从 2000 年的 100 上升至 2007 年年底的近 240,给金融体系的稳定性带来极大的风险。而且,影子银行体系与传统银行体系的竞争与合作,也带来了系统不稳定性。一方面,在金融体系中,存在着商业银行和以投资银行、担保机构、对冲基金、私募基金等为代表的影子银行之间的竞争。由于影子银行主要是以资金为交易对象,而商业银行和存贷机构是以资金为经营对象,所以影子银行和商业银行的竞争就不可避免。比如,结构性投资工具就部分取代了传统银行的借短贷长的资金融通功能(FSA, 2009),商业银行就不得不进行较为大胆的业务创新和资本运作以实现高回报,整个金融体系由于过度的竞争造成风险定价过低,从而蕴藏更大的系统风险;另一方面,商业银行与影子银行也存在紧密合作,以实现“共赢”。比如,商业银行深度参与投资银行的资产证券化和结构化投资,并将资产和运作游离在资产负债表之外,以规避监管,传统商业银行的边界被突破了(Bernank, 2008);再比如,花旗银行的业务覆盖了传统商业银行、投资银行、证券、资产管理等,已经成为影子银行体系的一个部分。在危机爆发时,商业银行无法将规模巨大、风险极高的资产及时变现,最终成为无法剥离的有毒资产。在本轮金融危机中,花旗银行、皇家苏格兰银行等都是这方面的典型。

影子银行体系的风险更容易跨境传递。影子银行体系极大地推进了金融全球化进程,资本的跨境投资和跨境活动被认为是提高全球金融市场效率的有效途径,可以促进资本在全球的配置。但是,随着资本的跨境配置,风险也在全球分散。但值得注意

的是,这个过程是建立在流动性充足、资本流动稳定和资产价格稳定的基础之上的,一旦产生外部冲击(比如国际投资者进行风险重估、资产价格下滑或者流动性逆转),资本的国际流动就面临巨大的风险。而且,风险的爆发不仅会影响资本所有者,更会影响到资本投资的目的地市场。盖特纳(2008)就表示,影子银行体系不仅低估了市场的风险水平,还极大地增强了全球市场的关联度。

影子银行体系还对全球金融监管体系的有效性和完备性提出了挑战。资本市场中影子银行等机构投资者在混业经营模式下,给市场带来了更多更具敏感性的流动性、改变了定价机制和风险分散格局。但这些机构可以使用较高比例的杠杆操作和更加相关的交易策略,这对更加广泛的全球市场具有潜在的破坏性。这些发展状况正暴露出金融监管的差距和冗余,给美国金融服务业及其监管架构带来了巨大的压力(美国财政部,2008)。然而,美国并没有建立与影子银行等大型机构崛起相互匹配的功能监管或者统一监管的标准和体系,并改变其金融监管架构,目前分散的监管体系对一些大型、复杂的金融机构(主要就是影子银行)的监管一定程度上是低效的(GAO,2009)。正是诸如贝尔斯登、美林、雷曼、房利美、房地美、花旗和 AIG 等大型金融机构的过度冒险,才酿成如此重大的金融危机。

3、影子银行与金融稳定性:美国金融危机

2004 年,由于通货膨胀压力抬升,美联储在 6 月份开始步入加息周期,至 2006 年 6 月的基准利率上调 425 个基点。2006 年上半年,美国房地产价格开始下跌,住房抵押贷款违约开始出现。美国次级抵押贷款市场、金融衍生产品市场和影子银行体系繁荣的基础开始动摇。

随着货币市场流动性的逐步萎缩和房地产价格的下挫,影子银行对资产价格和流动性的敏感性开始显现。2007 年 8 月,美国第五大投资银行贝尔斯登宣布旗下的对冲基金停止赎回,引发投资者撤资行为,从而引发了针对影子银行的第一波资金溃逃。银行间市场拆借利率急剧上升,金融市场流动性逆转,出现流动性紧缩,进而引发了美国次贷危机。

次贷危机的引发开始促发了影子银行的自我强化的资产抛售循环,有更多的影子银行被拉入到流动性危机之中。2007 年年底至 2008 年年初,随着美林、瑞银、高盛等大型金融机构因次贷问题出现巨额亏损,并大规模进行资产减计,市场流动性需求剧增而资金供给严重萎缩,整个市场陷入了严重的流

动性紧缩,次贷危机演化为流动性危机。2008 年 3 月,贝尔斯登申请破产倒闭,在美联储的斡旋下被摩根大通收购。

2008 年 7 月~9 月的金融海啸更是体现了影子银行体系的自我强化的资产抛售循环和系统性风险在进行大规模资产减计之后,包括影子银行在内的众多金融机构面临严重的偿付危机,次贷进一步演化为系统性的金融危机。2008 年年中,美国加州银行倒闭和房利美与房地美财务危机是其中的典型事件。更为严重的是,9 月 7 日美国政府担心系统性风险蔓延宣布接管房利美和房地美,之后仅一周美林被美国银行收购,次日雷曼兄弟宣布申请破产保护,随后高盛和摩根大通转型为银行控股公司。由于 5 大投资银行的集体倒塌,直接造成美国短期货币市场崩盘,影子银行体系的生存基础丧失,持有大量 CDS 的 AIG 被国有化。5 大投资银行集体垮塌、“两房”被接管、AIG 国有化,标志着美国次贷危机演化为新一轮金融危机,即是美国金融体系的“系统性危机”。

随后,影子银行体系对传统银行体系的冲击进一步加大。苏格兰皇家银行、花旗银行、美国银行等传统银行因无法剥离规模巨大的有毒资产,在 2008 年年底和 2009 年年初由于巨额的资产减计陷入了绝境。影子银行体系在美国爆发蔓延的同时,2008 年 2 月,英国北岩银行被英国政府国有化,这是次贷危机爆发以来第一家被国有化的金融机构,也标志着次贷危机已经传递至欧洲。在 2008 年 9 月之后,金融危机也由美国金融市场全面蔓延至欧洲与新兴市场国家的金融市场,危机正式由国别危机转变为全球金融市场危机。同时,影子银行体系的危机也在全球范围内蔓延肆虐,美国次贷危机最后演化为全球金融危机。

五、小结

影子银行是指投资银行、对冲基金、私募股权基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资等非银行金融机构。相对于商业银行体系,影子银行体系就是由影子银行组成的非银行金融体系。

在过去 20 年,影子银行体系得到了长足的发展,尤其是新世纪以来,影子银行体系经历了膨胀式发展阶段,其资产规模、市场地位和系统影响力等都得到了极大的提高,甚至超过传统的商业银行体系。在影子银行体系的发展过程中,美国 and 全球金融体系的金融结构、市场结构和制度规范等随之发生了

根本性改变。

影子银行的发展过程也是美、英等国的金融市场走向极度繁荣的过程。但是,影子银行比例极高的杠杆操作、不断突破传统商业银行的业务界限、大胆而复杂的金融创新、有意识的信息披露不完整以及刻意地规避金融监管等特性给整个金融体系带了新的脆弱性,甚至是系统性风险。

在影子银行与金融体系稳定性的关系中,影子银行体系的高杠杆率在市场下行中将放大风险,造成一个自我强化的资产价格下跌循环和系统性风

险。一方面,影子银行体系存在难以克服的期限错配,容易导致流动性危机;另一方面,影子银行体系对市场信息、市场情绪和短期流动性更加敏感,进而导致整个金融体系的资产价格具有更大的易变性;再一方面,影子银行体系与传统银行体系的竞争与合作,导致了各自的业务界限被跨越,带来商业银行的系统不稳定性;最后一方面,影子银行体系在全球金融体系的地位不断提高,金融风险更是在全球分散开来,可能存在更大的全球性系统危机,美国次贷危机演化为全球金融危机就是最好的例证。

参考文献:

- [1] Allen, F and D. Gale. Financial Market, Intermediaries and Intertemporal Smoothing[J]. Journal of Political Economics, 1997, (105).
- [2] Baily, Martin Neil, Douglas W. Elmendorf and Robert E. Litan. The Great Credit Squeeze: How it Happened, How to Prevent Another[Z]. Brookings Institution Discussion Paper, 2008.
- [3] Bernanke, B. Financial Regulation and Financial Stability[Z]. Speech at the Federal Deposit Insurance Corporation's Forum on Mortgage Lending for Low and Moderate Income Households, Arlington, Virginia, 2008.
- [4] BIS. Financial System: Shock Absorber or Amplifier? [Z]. Working Paper No. 257, 2008(a).
- [5] BIS. Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability[Z]. Working Paper No. 255, 2008(b).
- [6] BIS. Annually Report 2008[R]. 2009.
- [7] BIS. Quarterly Review[R]. March 2009.
- [8] Deloitte, I M. The Future of Banking and Securities Industry [M]. University of Harvard Press, 2009.
- [9] Economist. End of Illusions[Z]. July 17th, 2008.
- [10] Financial Services Authority(FSA). A Regulatory Response to the Global Banking Crisis[R]. March 2009.
- [11] Geithner, Timothy F. Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System[Z]. Federal Reserve Bank of New York, June 9, 2008.
- [12] Gross, Bill. Beware Our Shadow Banking System[J]. Fortune, Nov, 2007.
- [13] McCulley, P. Teton Reflections[R]. PIMCO Global Central Bank Focus, Aug/Sept, 2007.
- [14] Minsky, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis[Z]. NBER Working Paper No. 74, 1992.
- [15] Reinhart, Carmen and Kennerth S. Rogoff. Is the 2007 Subprime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison[J]. American Economic Review, 2008, (98).
- [16] United States Government Accountability Office(GAO). A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U. S. Financial Regulatory System[R/OL]. www. gao. gov/new. items/d09216. pdf.
- [17] [美]恩格尔曼. 剑桥美国经济史(第三卷)[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2008.
- [18] [美]保罗·克鲁格曼. 萧条经济学的回归和 2008 年经济危机[M]. 北京:中信出版社, 2009.
- [19] [美]美国财政部. 美国财政部关于现代化的金融监管架构的蓝图[R]. 中国国务院发展研究中心摘译, 2009.
- [20] 张明, 郑联盛. 华尔街的没落[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2009.

The Shadow Banking System and Its Impacts on Financial Stability

HE De-xu^{1,2}, ZHENG Lian-sheng³

(1. Institute of Quantitative & Technical Economics of CASS, Beijing, 100732, China;

2. HuBei University of Economics, Wuhan, Hubei, 430077, China;

3. Graduate School of CASS, Beijing, 100102, China)

Abstract: Since the new century, the shadow banking system has experienced a dramatic growth and built up highly prosperous financial markets both in America and the world. In the process of the development of shadow banking system, the financial structure, market composition and financial regulatory system have been changed essentially. Meanwhile, the important factors of shadow banking system, such as high leverage, vague business boarder, excessive financial innovation and anti-regulatory, have brought many news challenges to the financial system, even systematic risks both to the American domestic market and the international financial markets. During the infection course of the global financial crisis orientated in the subprime mortgage crisis in America since 2007, the shadow banking system has demonstrated its essential impacts on the financial system and the financial stability as well.

Key Words: shadow banking system; financial risks; financial stability; financial crisis

(责任编辑:鲁言)