

# 论美国影子银行体系的发展、运作、影响及监管<sup>\*</sup>

王 达

**内容摘要：**第二次世界大战结束特别是 20 世纪 70 年代以来，由货币政策目标与金融监管框架之间的不一致性所引发的金融创新以及机构投资者对安全性资产的超额需求共同推动了影子银行体系在美国迅速发展。美国的影子银行体系主要由政府支持的影子银行体系、“内部”影子银行体系以及“外部”影子银行体系组成，但其各自的信贷中介程序和复杂程度不尽相同。影子银行体系的迅速发展对美国以及全球金融体系都产生了重要而复杂的影响。尽管《多德—弗兰克法》为美国乃至全球金融监管改革指明了方向，但旨在有效规范影子银行体系发展的金融监管体制改革之路依然漫长。

**关键词：**美国 影子银行体系 发展 监管

**中图分类号：**F831

**文献标识码：**A

纵观美国金融发展史，在 20 世纪 30 年代“大萧条”之前，银行挤兑以及由此引发的金融危机周而复始，循环往复。1933 年 6 月，联邦存款保险公司（FDIC）的成立终结了银行挤兑危机频发的历史，并使美国进入了自 1863 年跨入国民银行时代（National Banking Era）以来最长的一段金融稳定时期。然而，2007 年爆发的次级抵押贷款危机以及随后由其引发的金融危机，不仅打破了美国已维持了 75 年之久的金融稳定，而且还诱发了自“大萧条”以来最严重的一次全球性金融危机。更出乎意料的是，此次危机并非源自传统的商业银行体系，而是肇始于一个与其有着紧密联系但却迥然不同的“影子银行体系”（Shadow Banking System）。事实上，影子银行体系的迅速发展已经深刻地改变了美国乃至全球金融市场的结构，并对金融体系的稳定产生了复杂的影响。然而，各国

（特别是美国）金融监管当局未能敏锐地洞察这一问题并及时采取有效措施。英国金融服务管理局（FSA）主席洛德·特纳（Lord Turner）认为，“没有从系统的角度考量影子银行在此次金融危机演进中所扮演的角色，是全球监管者的‘根本性失败’之一”。<sup>①</sup>在 2010 年 10 月召开的二十国集团（G20）首尔峰会上，各国领导人一致同意责成该集团下属的“金融稳定委员会”（FSB）研究如何在“新巴塞尔协议”（Basel III）的框架下加强对影子银行体系的监管。影子银行体系及其对金融系统稳定性的影响已经成为当前各国金融监管当局高度关注的问题。为此，研究美国影子银行体系的发展并分析其运作与监管，不仅有助于人们更加深刻地认识美国金融体系的演进以及金融市场的结构性变化，而且对于反思危机爆发的原因、重塑全球金融监管框架以及实施宏观审慎性金融

**作者简介：**王达，经济学博士，吉林大学经济学院国际经济系讲师、德国基尔世界经济研究所访问学者。

**\* 基金项目：**本文获国家社科基金重大项目“中国积极参与国际货币体系改革进程研究”（10ZD&054）以及吉林大学基本科研业务费项目（2010ZZ013）的资助。

<sup>①</sup>Jenkins, Patrick and Brooke Masters. Shadow Banks Face Regulators' Scrutiny[N]. Financial Times, 2010-11-16

监管政策都具有重要的意义。

## 一、影子银行体系及其在美国的发展

“影子银行体系”一词由美国太平洋投资管理公司执行董事保罗·麦考利 (Paul McCulley) 于 2007 年 9 月在美国联储的年度会议上首次提出。但是麦考利并未明确界定该词的含义，而只是用其泛指“有银行之实却无银行之名的种类繁杂的各类银行以外的机构” (McCulley, 2007; 李扬, 2011)。此后，太平洋投资管理公司创始人比尔·格罗斯 (Bill Gross) 在一文中<sup>①</sup>再次提及，这一概念便广为流传。尽管这一概念得到了广泛的认同和采用，但由于研究视角以及划分标准的不同等原因，所以一直未有一个明确而广为接受的定义。<sup>②</sup> 2010 年 5 月，美国“金融危机调查委员会” (FCIC) 在一份报告中将其定义为：传统商业银行体系之外的“类银行” (bank-like) 的金融活动，即从储蓄人或投资者手中获取资金并最终向借款方融资；其中大多数金融活动不受监管或仅受轻度监管 (FCIC, 2010)。而“金融稳定委员会”在综合考量各方面的因素后，于 2011 年 4 月从三个层面给出了一个较为全面的定义：影子银行体系广义上是指由在常规银行体系之外的实体及其活动所组成的一个信贷中介系统 (system of credit intermediation)；影子银行体系狭义上是指上述系统中那些具有系统性风险隐患<sup>③</sup>和监管套利隐患的实体及其活动；此外，影子银行体系还包括那些仅为期限转换、流动性转换以及杠杆交易提供便利的实体 (如金融担保机构、债券与抵押贷款保险商以及信用评级机构) (FSB, 2011a)。

美国联邦储备银行纽约分行的调查报告显示，美国影子银行体系的债务总额在 2008 年 3

月为 20 万亿美元，约为同期商业银行债务总额的两倍，而前者早在 20 世纪 90 年代中期便已超过后者 (Pozsar et al., 2010)。尽管美国影子银行体系的产生可以追溯到 20 世纪 30 年代联邦住宅贷款银行 (FHLB) 系统的建立，但其主要是在第二次世界大战结束之后才得以迅速发展 (Pozsar et al., 2010; De Rezende, 2011)。换言之，影子银行体系的发展是近半个多世纪以来美国金融体系所发生的根本性变化的结果 (Gorton and Metrick, 2010a)。

一方面，由货币政策目标与金融监管框架之间的不一致性 (inconsistency) 引发的金融创新是影子银行体系迅速发展的前提条件。1951 年 3 月，《财政部和联邦储备体系协议》的签署终结了美联储钉住美国国债利率的义务。美联储的货币政策目标由战时的为政府财政赤字融资转变为保持物价稳定，而短期利率 (如隔夜拆借利率) 的调整成为其对抗通货膨胀的主要工具。20 世纪 60 年代中期以后，美联储为应对不断增加的通胀压力而持续抽紧银根，致使市场利率大幅攀升。然而，在《格拉斯—斯蒂格尔法》和 Q 条例的监管框架下，市场利率是商业银行存款人的“机会成本”，即市场利率越高，存款人将资金转为其他用途的动机越强。特别是当市场利率超过 Q 条例规定的上限时，商业银行体系必然经历大规模的资金流出，即所谓的“脱媒” (disintermediation)。为此，生存空间不断受到挤压的商业银行不得不加快金融创新，并开展以资产证券化为主的表外业务。与此同时，商业银行的经营模式逐渐由传统贷款的“发放—持有” (originate-to-hold) 转变为“发放—分散” (originate-to-distribute)，从而使非银行机构 (即影子银行) 通过交易证券化的贷款而间接地充当信贷中介成为可能。换言之，以信贷资产证券化为主的金融创新是导致影子银行体系迅速发展的前提条件。但正如 De

<sup>①</sup> Gross, Bill. Beware Our Shadow Banking System [J]. Fortune, 2007 (11)

<sup>②</sup> 影子银行体系也被称为“平行银行体系” (parallel banking system) (Geithner, 2008; Pozsar et al., 2010) 或“准银行实体” (near-bank entities) (IMF, 2008)。

<sup>③</sup> 特别是由期限转换 (maturity transformation)、流动性转换 (liquidity transformation)、杠杆交易以及异常信贷风险转移 (flawed credit risk transfer) 所引发的系统性风险。期限转换是指以短期负债支撑中长期资产的资产负债管理方式；流动性转换是指以流动性负债为欠缺流动性的资产融资的行为。二者有时也分别被称为“期限错配”和“流动性错配”。

Rezende (2011)所指出的,大量研究美国金融体系演进的文献着重强调金融监管框架的变化、商业银行的监管套利动机、税收体制、道德风险以及逆向选择等因素,而忽视了货币政策目标与金融监管框架之间的协调。事实上,美联储在制定和执行货币政策时忽略了其可能对金融系统的结构所产生的影响,进而促进了“平行银行体系”的出现和发展。

另一方面,数量众多且资产规模不断扩大的机构投资者推动了影子银行体系的迅速发展。20世纪70年代以来,美国金融市场和金融体系发生的一个重要变化是机构投资者的迅速崛起,<sup>①</sup>既包括货币市场共同基金、保险公司以及私人养老基金等非银行金融机构,也包括微软、IBM以及通用电器等大型跨国企业。以货币市场共同基金为例,20世纪70年代末其资产总额仅为40亿美元;而在2008年全球金融危机爆发前,其资产总额已达到3.8万亿美元(Gorton and Metrick, 2010a)。这些机构投资者持有数额庞大的现金,并对投资期限短、流动性好以及安全性高的金融资产有强烈的偏好。<sup>②</sup>因此,商业银行的活期存款、短期国债以及以国债担保的金融资产等“短期政府担保投资工具”(short-term government guaranteed instrument)是其主要的投资目标。然而,联邦存款保险公司对银行存款承保上限的规定使得活期存款无法满足机构投资者的投资需求,而受国债市场规模以及外国投资者对美国国债强劲需求的限制,短期国债以及以国债为担保的金融资产也难以满足机构投资者对安全性资产的需求。据Pozsar (2011)的保守估计,仅在2003-2008年这一期间,美国机构投资者对“短期的政府担保投资工具”的需求缺口就高达1.5万亿美元。由于机构投资者的超额需求无法在货币市场和商业银行体系内得到满足,因此,其只能投资于影子银行体系,即购买流动性高且名义上安全性也较高的金融产品(如

高信用等级的资产支持证券以及用安全资产做抵押的回购协议)。<sup>③</sup>换言之,资产规模迅速增长的机构投资者充当了影子银行体系的“存款人”,其通过购买回购协议等金融产品的方式将现金资产“存入”影子银行体系,并最终为贷款人融资。

## 二、美国影子银行体系的构成与运作

按照Pozsar et al. (2010)的划分方法,美国的影子银行体系分为政府支持的影子银行体系、“内部”影子银行体系和“外部”影子银行体系三个子体系(sub-system)。所谓政府支持的影子银行体系,主要是指房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)等政府支持的企业(GSE)及其金融活动。其作为美国联邦住宅贷款银行系统的重要组成部分,主要负责在房屋抵押贷款的二级市场中收购贷款,并通过发行机构债券或抵押贷款担保债券筹资。尽管其并不直接发放住房抵押贷款,但其通过发行债券为所购入的贷款融资的经营模式,成为资金来源方(债券投资者)与资金需求方(贷款人)之间的信贷中介(如同商业银行是储户与贷款人之间的信贷中介)。此外,从资产负债管理的角度看,其运营中存在的期限转换、流动性转换以及信用转换与商业银行也极为相似。所谓“内部”影子银行体系,主要是指从商业银行体系派生出来的、附属于商业银行的各类金融控股公司(FHC)及其开展的商业银行的表外业务活动。如前所述,自20世纪70年代以来,“脱媒”的压力迫使商业银行加快资产证券化和金融创新的步伐。但在《格拉斯—斯蒂格尔法》关于分业经营的限制下,商业银行始终无法涉足高利润率的资产管理和投资银行业务领域。1999年《金融服务现代化法》的颁布为其清除了法律障碍。此后,美国各主要商

<sup>①</sup>关于机构投资者产生的背景与原因已有大量的文献资料,参见Gorton and Metrick (2010)、De Rezende (2011)以及Pozsar (2011)的综述。

<sup>②</sup>为此,Noeth and Sengupta (2011)将此类机构投资者称为“大型现金充裕的投资者”(large cash-rich investor);而Pozsar (2011)则更形象地将其称为“机构现金资产池”(institutional cash pools)。

<sup>③</sup>美国次级抵押贷款危机爆发前,影子银行债务工具在美国“大型现金充裕的投资者”持有的总资产中的占比为28.8%,远高于银行存款(19.6%)和政府债务工具(9.1%)的占比(Pozsar, 2011)。



业银行纷纷以并购经纪人—交易商 (broker-dealers) 的方式成立金融控股公司,<sup>①</sup>并通过其开展各类表外业务。金融控股公司由此成为将贷款从商业银行的资产负债表转移至影子银行体系的重要媒介。所谓“外部”影子银行体系,主要是指“多样的经纪人—交易商”(DBDs)、独立的非银行专业机构以及私营信用风险承载方(private credit risk repositories)及其信贷中介活动。<sup>②</sup>多样的经纪人—交易商也被称为投资银行控股公司,其通过并购有贷款资格的金融公司以及资产管理公司获得信贷平台(lending platforms),并以此为基础从事资产证券化及金融衍生产品交易。其业务模式与金融控股公司基本相同,但由于其资金来源更为灵活,因此其财务杠杆比率远远高于后者。独立的非银行专业机构主要包括非金融企业下属的受控财务公司(captive finance company)、有限目的金融公司(LPFCs)以及独立的结构性投资载体(independent SIVs)等机构。其主要专注于汽车与仪器设备贷款以及中间市场贷款(middle-market loan)等贷款的发放与证券化。私营信用风险承载方则主要包括抵押贷款保险人(mortgage insurer)、债券保险人(monoline insurer)、大型保险公司的一些特定子公司、信贷对冲基金(credit hedge fund)以及信贷衍生产品公司(CDPC),其主要为“外部”影子银行体系内的其他机构提供担保和保险等信用服务。<sup>③</sup>

影子银行体系的信贷中介程序比传统的商业银行体系复杂的多,需要经过一系列的资产证券化和金融衍生才能实现“贷款端”(loan origination end)与“存款端”(deposit end)的对接,而传统的商业银行只需吸收存款、发放并持有贷款即可。一般来说,美国影子银行体系的信贷中介程序大体上包含以下几个步骤(见图1):首先是仓储行(warehouse bank or seller)从商业银行收购种类和期限不同的信贷合约(有时发

放贷款的商业银行本身就是仓储行),然后将其打包成资产池出售给由管理方(administrator,通常是大型商业银行或投资银行的子公司)成立的特殊目的载体(SPVs)。<sup>④</sup>后者一般不再转售信贷资产池,而是发行以其作为抵押的资产支持证券(ABS)并定期向投资者支付利息(即信贷资产的一级金融衍生)。资产支持证券一般由投资银行包销,并发售给结构性投资载体(SIVs)以及债券套利商(SACs)等机构。后者在购入期限不同的各类资产支持证券后将其重组打包,并再转售给各类经纪人—交易商(即二级金融衍生)。最后,经纪人—交易商以此为基础向市场发行有担保的债权凭证(CDO),并主要由货币市场共同基金等机构投资者购买并持有。当然,这只是美国影子银行体系运作的一个基本程序。从理论上说,只要交易成本足够低,那么影子银行就可以不断地重复金融资产的衍生过程并从中获利。事实上,美国影子银行体系的不同子体系以及同一子体系下的不同机构之间,信贷中介程序和复杂程度都不尽相同(Pozsar et al.,

步骤 1	步骤 2
交易主体:仓储行 交易目的:批量购入信贷合约并将其重组,打包成资产池出售 融资方式:发行资产支持商业票据(ABCP) 交易特点:存在期限错配;提高了信贷资产的流动性与信用等级	交易主体:特殊目的载体 交易目的:购入并持有信贷资产池,以此为基础发行证券(即一级衍生) 融资方式:发行资产支持证券 交易特点:期限匹配;部分交易提高了信贷资产的流动性与信用等级
步骤 3	步骤 4
交易主体:结构性投资载体等机构 交易目的:购入资产支持证券后重组,打包后出售 融资方式:出售回购协议(repo)或发行资产支持商业票据 交易特点:存在期限错配;提高了上一级资产的流动性与信用等级	交易主体:特殊目的载体等各类经纪—交易商 交易目的:购入经重组后的资产支持证券,以此为基础发行证券(即二级衍生) 融资方式:发行有担保的债权凭证 交易特点:期限匹配;未提高上一级资产的流动性与信用等级

注:“步骤1”之前是商业银行发放贷款(即“贷款端”),“步骤4”之后则是投资者购买并持有证券(即“存款端”)。

资料来源:根据 Pozsar et al. (2010) 提供的资料整理

图1 美国影子银行体系的信贷中介程序

<sup>①</sup>金融控股公司也被称为“金融超市”(financial supermarket),是商业银行混业经营的重要标志。

<sup>②</sup>由于这类机构的运作与商业银行并无直接关联,即在商业银行体系之外,故冠之以“外部”。

<sup>③</sup>需要指出的是,前两类影子银行体系在一定程度上都是由政府担保的(government backup or guaranteed),而“外部”影子银行体系则不具该特点。为此,后者需要私营信用风险承载方作为信用转换的媒介,以提高金融产品的信用等级进而便利交易。

<sup>④</sup>特殊目的载体的破产隔离(bankruptcy-remote)属性及其独特的运作模式使其在影子银行体系中扮演着十分重要的角色。受篇幅所限,这里不再展开讨论,详见 Gorton and Souleles (2005) 和 Noeth and Sengupta (2011) 有关论述。

2010)。但一般来说,原生信贷资产的信用等级越低、周期越长,那么其信贷中介程序就越复杂。

### 三、影子银行体系的特点及其对美国以及全球金融体系的影响

#### (一) 美国影子银行体系的特点

从美国影子银行体系的发展与运作中可见,影子银行体系具有以下几个鲜明的特点:

首先,其信贷中介过程比传统的商业银行体系更复杂,也更趋专业化。商业银行吸收存款与“发放—持有”贷款的传统经营模式使其在信贷中介过程中集期限转换、流动性转换以及信用转换于一身 (under one roof),而在影子银行体系中,这三种转换则分别由不同的影子银行完成。如仓储行只负责信贷资产的流动性转换与信用转换而不进行期限转换,而私营信用风险承载方仅负责信用转换,而不参与流动性转换与期限转换。为此,影子银行体系可以被看做是一个“在众多专业的非银行金融机构中重新分配商业银行体系三大功能的系统” (Pozsar et al., 2010)。这种由众多影子银行组成的“链式” (daisy-chain) 信用中介系统的发展不仅是各类金融机构监管套利的结果,也是自 20 世纪 80 年代以来美国金融体系的演进对风险管理、规模经济以及专业化分工的必然要求 (Pozsar et al., 2010)。

其次,影子银行体系严重依赖非银行间批发融资市场 (non-interbank wholesale funding market)。影子银行“吸收存款”的主要方式是发行批发融资工具 (如有担保的债权凭证以及回购协议),而“存款人”则主要是货币市场共同基金等机构投资者。机构投资者特殊的资产结构以及金融监管的要求<sup>①</sup>使其只能投资于流动性和安全性高的金融资产。在安全性资产供不应求的情况下,影子银行体系内的“类活期存

款产品” (demand deposit-like product) 成为其重要的投资目标,特别是具有超额担保、隔夜交易和可转期 (roll-over) 特点的回购协议往往成为机构投资者的首选。从主要回购交易商上报美国联邦储备委员会的统计数据看,2008 年 3 月,仅基于固定收益证券的回购交易总额就高达 4.5 万亿美元,约占美国影子银行体系债务融资总额的 22.5%;原美国债券市场协会<sup>②</sup>在 2005 年开展的一次调查显示,回购交易总额已超过 5.21 万亿美元 (Gorton and Metrick, 2010b);而 Singh and Aitken (2010) 的研究则认为,如果考虑到回购市场普遍存在的再抵押 (rehypothecation) 交易,美国回购市场的交易额在 2007 年底已高达 10 万亿美元。

最后,美国金融市场在全球金融市场中的特殊地位决定了其影子银行体系也是全球化的。一方面,以德国的州银行 (Landesbanks) 为代表的许多欧洲国家的商业银行购买并持有美国 AAA 级以上的资产支持证券和有担保的债权凭证,从而成为美国影子银行体系的“存款人”之一;另一方面,一些欧洲商业银行还通过出售信用卖空期权 (credit put option) 合约的方式成为美国“外部”影子银行体系中的私营信用风险承载方,<sup>③</sup>从而参与美国影子银行体系的信用转换。此外,欧洲国家的一些大型商业银行还将其在欧洲发放的以英镑或欧元计价的抵押贷款证券化后,通过货币互换交易转化为以美元计价的证券资产,然后再出售给美国的机构投资者。换言之,美国的货币市场共同基金等机构投资者充当了全球影子银行体系的“存款人”。

#### (二) 影子银行体系的发展对美国以及全球金融体系的影响

首先,影子银行体系的发展加速了美国商业银行经营模式的转变。如前所述,20 世纪 70 年代以来美国商业银行经营模式的变化促进了影子银行体系的迅速发展。然而,影子银行体

<sup>①</sup>如根据美国《1940 年投资公司法》2 (a) -7 条款的规定,货币市场共同基金只能投资于信用等级在 A1 级以上的金融资产。

<sup>②</sup>2006 年该协会与美国证券业协会合并后更名为证券业与金融市场协会。

<sup>③</sup>标准普尔公司的一项调查显示,截至 2007 年 3 月 31 日,在全球 15 家最大的信用期权交易商中,10 家为欧洲商业银行,5 家为美国商业银行。前者出售了总计约为 4500 亿美元的信用卖空期权合约,高于后者出售的 3500 亿美元信用卖空期权合约。数据转引自 Pozsar (2011)。

系的发展也加速了商业银行经营模式的转变。从本质上看,影子银行体系是商业银行信贷资产的一个庞大的二级市场。该市场的交易成本越低、定价机制越完善、流动性越高,商业银行越有激励将其发放的信贷资产出售,从而在获得价差收益的同时回收流动性。在此情况下,美国商业银行发放贷款的目的逐渐由传统的获取存贷利差收益转变为获取低买高卖的价差收益,即商业银行逐渐转变为“生产”贷款的金融企业,其目的是通过出售而非持有其产品获利 (Pozsar et al., 2010)。商业银行作为连接金融市场与实体经济的枢纽,其经营模式的这一转变无疑将对美国的实体经济产生重要影响。

其次,影子银行体系的发展对美国金融体系的演进和金融市场的结构都产生了十分重要的影响。由于商业银行的贷款可以通过影子银行体系的信贷中介最终由资本市场和货币市场的投资者融资,因此传统的间接融资方式与直接融资方式之间的界限日益变得模糊,商业银行体系与金融市场之间的联系日益紧密。换言之,影子银行体系的发展加速了美国金融体系向“市场型金融体系”(market-based financial system)的演进 (Adrian and Shin, 2010; Pozsar et al., 2010)。在这一新型金融体系下,银行业与资本市场发展之间的关系变得如此紧密,以至于金融因素的变化将对美国的实体经济产生深远的影响 (Adrian and Shin, 2010)。从金融市场的角度来看,由影子银行进行的资产证券化与金融衍生交易一方面极大地提高了金融市场的流动性,另一方面也使衍生金融产品的交易量和名义价值迅速增长。然而,历史经验表明,过度金融创新导致的虚拟价值飙升但无法真实反映实体经济的运行情况,还会加剧美国经济的金融化 (Epstein, 2005)。

最后,影子银行体系的发展对美国乃至全球金融体系的稳定产生了复杂的影响。影子银行体系是一个由性质不同的各类金融机构所组成的复杂的“链式”信用中介系统。尽管这一

系统能够逐层分散交易风险,但其缺陷在于一旦“链式”系统中的某一环节出现问题,则可能导致整个系统的崩溃。换言之,金融机构的个体交易风险可能诱发系统性风险(如此次全球金融危机就是由雷曼兄弟公司的破产所引发的)。而一旦金融系统出现危机,私营信用风险承载方往往因无力承担巨额赔付压力而陷入困境,从而无法成为“最后贷款人”。<sup>①</sup>此外,如前所述,影子银行体系的“存款人”主要是现金充裕的机构投资者。这些具有专业投资经验并掌握大量市场信息的机构投资者对风险因素十分敏感,一旦市场行情有变,其往往率先抽离资金并极易引发“羊群效应”,从而诱发并加剧影子银行体系的挤兑危机 (Gorton and Metrick, 2010b; Pozsar, 2011)。事实证明,机构投资者出于对交易风险的担心而大幅提高回购交易中抵押资产与交易资产价值的差额 (haircut) 成为压垮雷曼兄弟公司的“最后一根稻草”。由于美国的影子银行体系已经在相当程度上国际化了,因此,该体系的危机很容易通过“交易对手风险”(counterparty risk)的扩散而演变成全球金融危机。

## 四、美国对影子银行体系的监管

由于以美联储为代表的金融监管机构疏于对影子银行体系的监管是导致这场“本可避免的”(avoidable)金融危机的重要原因,<sup>②</sup>为此,美国在全球金融危机爆发后开始改革金融监管体制,并于2010年7月21日由奥巴马总统签署了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(简称《多德—弗兰克法》)。这项堪与1933年的《格拉斯—斯蒂格尔法》比肩的法案从根本上重塑了美国的金融监管框架,并将对美国的金融体系产生重大而深远的影响。尽管该法案的主要目的在于加强宏观审慎性金融监管和消费者保护,但从其内容上看,相当一部分条款都与影子银行体系相关。首先,该法案

<sup>①</sup>这也是影子银行体系与商业银行体系的区别之一,即影子银行体系缺乏类似联邦存款保险机制的安全网,而私营信用风险承载方显然难以应对系统性危机,美国最大的保险公司AIG集团在全球金融危机爆发后被国有化便是例证。

<sup>②</sup>美国“金融危机调查委员会”在向美国总统和国会提交的《金融危机调查报告》中强调了此次危机是“本可避免的”,而以美联储为代表的金融监管机构的失职则被总结为导致危机的重要原因之一。详情参见FCIC (2011)。



成立了以“金融稳定监管委员会”(FSOC)和“消费者金融保护局”(CFPB)为代表的一系列新的金融监管机构并由前者统一协调,从而加强对具有系统重要性(systemic importance)金融机构的监管,识别和防范系统性金融风险进而维护金融稳定。该法案规定,金融稳定监管委员会一旦认定某类金融机构或金融交易可能威胁整个金融系统的稳定,便有权建议美联储对其进行更为严格的金融监管。这不仅在原则上将种类众多的影子银行都纳入了金融监管框架,而且还有利于破解金融机构“太大而不能倒”(too big to fail)的难题,从而维护金融稳定。其次,该法案创立了“沃尔克规则”(Volcker Rule),即限制大型金融机构(主要是商业银行)及其附属机构开展自营交易;限制其拥有或投资于对冲基金和私募股权基金(投资总额不得超过银行一级资本的3%);分拆商业银行的掉期交易等高风险的衍生金融交易等等。“沃尔克规则”的制定无疑大大加强了对由商业银行控股公司主导的“内部”影子银行体系的监管。最后,全面加强对资产证券化和各类金融衍生产品交易以及对冲基金、私募股权基金和信用评级机构的监管。如要求资产规模超过1000亿美元的大型对冲基金和私募股权基金必须在美国证券交易委员会登记、披露交易信息并接受定期检查,同时限制金融机构大量持有各类复杂的金融衍生产品等等。这对规范“外部”影子银行体系的运作具有十分重要的作用。总而言之,《多德—弗兰克法》及其确立的新的金融监管框架填补了美国对影子银行体系监管的空白,并为全面加强对影子银行体系的监管奠定了基础。然而需要指出的是,该法案虽然明确了美国金融监管改革的方向,但大量的监管细则仍有待各监管机构予以落实。<sup>①</sup>仅以金融稳定监管委员会为例,虽然《多德—弗兰克法》赋予了其监管具有系统重要性金融机

构的权力,但截至2011年12月,该委员会仅制定了复杂的认定程序。因此,目前仍无法得知哪些金融机构将被最终认定为具有系统重要性从而接受更为严格的监管。考虑到监管细则制定的复杂性以及美国冗长的司法程序,全部监管细则的出台无疑将是一个漫长的过程。

此外,一个值得注意的问题是,尽管《多德—弗兰克法》的颁布已经为美国今后一个时期全面加强金融监管指明了方向,但正如该法案本身也存在争议一样,<sup>②</sup>并非所有学者都赞同对影子银行体系采用凯恩斯式的监管模式。这主要是因为:一是全面强化金融监管可能会降低美国的“市场型金融体系”的效率,从而削弱美国金融体系的全球竞争力;二是考虑到影子银行及其金融活动的复杂性和多样性,沿用传统的监管理念和监管方式对其加强金融监管未必奏效;三是加强监管不仅无法消除金融创新,而且还会诱发针对新监管规则的金融创新,而金融创新永远快于金融监管的改革。为此,Gorton & Metrick (2010a)、Krishnamurthy & Jorgensen (2010)以及Greenwood et al. (2011)等提出,美国财政部和美联储应当将安全性资产(特别是中短期美国国债)的供给纳入其金融监管的政策篮子中,并通过扩大安全性资产的供给平抑机构投资者对其的超额需求,从而达到抑制影子银行体系的过度金融创新和维护金融稳定的目的。尽管该方案并不完美,<sup>③</sup>但笔者认为,这种依靠市场力量解决监管与创新之间的矛盾的思路无疑是值得鼓励和借鉴的。

## 五、结论性评述

自“影子银行体系”这一概念被提出以来,人们逐渐开始从有机系统的角度重新审视自20世纪70年代以来在美国迅速发展的资产证券化浪潮以及随之出现的由各类金融机构、金融市

<sup>①</sup>美国的各金融监管机构需要按照既定的时间表共完成400项“最终规则”(final rules)的制定。然而截至2011年7月21日,各监管机构仅按时制定完成了67项“最终规则”,26项“最终规则”未能按期制定,而多达121项“最终规则”被推迟制定。

<sup>②</sup>事实上,由民主党力主通过的旨在通过政府干预以全面加强金融监管的《多德—弗兰克法》从一开始便遭到了有自由主义传统的共和党的反对。如果2012年民主党在美国大选中失利,那么新上台的共和党会对《多德—弗兰克法》细则的制定施加何种影响目前还难以预料。当然,这超出了本文的研究范畴。

<sup>③</sup>这无疑会在加重美国政府债务负担的同时提高其债务“转期”(roll over)的风险。

场以及金融衍生产品交易组成的信贷中介体系。事实上，这一体系的发展不仅加速了“市场型金融体系”的出现，而且还对美国乃至全球金融市场与金融体系的稳定产生了复杂的影响。事实证明，美联储等金融监管机构未能对影子银行体系实施审慎有效的金融监管，从而在相当程度上导致了危机的爆发与蔓延。尽管《多德—弗兰克法》为美国乃至全球金融监管改革指明了方向，但各国旨在有效规范影子银行体系发展的金融监管体制改革无疑才刚刚开始，这一领域仍然有大量的问题需要深入研究与探索。换言之，目前对影子银行体系及其监管的研究与讨论正当其时且方兴未艾。正如“金融

稳定委员会”所指出的，考虑到各国司法体系的差异以及影子银行体系自身也在不断发展和演进，因此并没有一个特定的监管影子银行体系的模式。<sup>①</sup>而美国影子银行体系的发展及其监管改革的历程再次说明，监管与创新这对相生相克的矛盾是金融监管当局面临的永恒课题。从这个意义上说，或许金融监管理念的不断創新要比制定更为严格的金融监管规则更加重要；或许也只有如此，才能克服“金融稳定是不稳定的（stability is unstable）”<sup>②</sup>悖论，从而实现真正意义上的金融体系的稳定与健康发展。

（责任编辑 武 岩）

## 附录：文内涉及的英文缩写的全称

ABCP: Assets Backed Commercial Paper	FHLB : Federal Home Loan Bank
ABS: Assets Backed Security	FSA: Financial Service Agency
CDO: Collateralized Debt Obligation	FSB: Financial Stability Board
CDPC: Credit Derivative Product Company	FSOC: Financial Stability Oversight Council
CFPB: Consumer Financial Protection Bureau	GSE: Government-sponsored Enterprises
DBDs: Diversified Broker Dealers	LPFCs: Limited Purpose Financial Companies
FCIC: Financial Crisis Inquiry Commission	SACs: Securities Arbitrage Conduits
FDIC: Federal Deposit Insurance Company	SIVs: Structured Investment Vehicles
FHC: Financial Holding Company	SPV: Special Purpose Vehicle

## 参考文献：

- [1] 李扬. 影子银行体系发展与金融创新 [J]. 中国金融, 2011 (12)
- [2] Adrian, Tobias and Hyun Song Shin. The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007–2009 [J]. Annual Review of Economics, 2010 (2): 603–618
- [3] De Rezende, Felipe Carvalho. The Structure and the Evolution of the U.S. Financial System, 1945–1986 [J]. International Journal of Political Economy, 2011 (2): 21–44
- [4] Epstein, Gerald A. Financialization and the World Economy [M]. Northampton: Edward Elgar Press, 2005: 7–9
- [5] FCIC. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States [R]. The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition, January, 2011
- [6] FCIC. Shadow Banking and the Financial Crisis [R]. Preliminary Staff Report, May 4, 2010
- [7] FSB. Shadow Banking: Scoping the Issues[EB/OL]. [www.financialstabilityboard.org/list/fsb\\_publications/index.htm](http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/index.htm), April 12, 2011a
- [8] FSB. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation [EB/OL]. [www.financialstabilityboard.org/list/fsb\\_publications/index.htm](http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/index.htm), October 27, 2011b
- [9] Geithner, Timothy F. Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System [EB/OL]. [www.bis.org/review/r080612b.pdf](http://www.bis.org/review/r080612b.pdf), Bank of International Settlement, June 9, 2008
- [10] Gorton, Gary and Andrew Metrick. Regulating the Shadow Banking System [J]. Brookings Papers on Economic Activity,

<sup>①</sup>参见该委员会于 2011 年 10 月 27 日发布的加强影子银行体系监管的政策建议报告（FSB, 2011b）。

<sup>②</sup>参见海曼·明斯基（Hyman Philip Minsky）的“金融不稳定假说”（Financial Instability Hypothesis）（Minsky, 1992; McMulley, 2009）。



2010a (2): 261–312

[11] Gorton, Gary and Andrew Metrick. Securitized Banking and the Run on Repo [R]. Yale ICF Working Paper No. 09–14, November, 2010b

[12] Gorton, Gary and Nicholas S. Souleles. Special Purpose Vehicles and Securitization [R]. NBER Working Paper No. 11190, March, 2005

[13] Greenwood, Robin, Samuel Hanson, and Jeremy Stein. A Comparative–Advantage Approach to Government Debt Maturity [R]. Harvard Business School Working Paper No. 11–035, 2011

[14] Gross, Bill. Beware Our Shadow Banking System [J]. *Fortune*, 2007 (11)

[15] Haltom, Renee Courtois. Out from the Shadows: The Run on Shadow Banking and a Framework for Reform[J]. *Regional Focus*, 2010 (3): 22–25

[16] IMF. Financial Stress and Deleveraging: Macrofinancial Implications and Policy [R]. *Global Financial Stability Report*, October, 2008

[17] Jenkins, Patrick and Brooke Masters. Shadow Banks Face Regulators’ Scrutiny[N]. *Financial Times*, 2010–11–16

[18] Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing–Jorgensen. The Aggregate Demand for Treasury Debt [R]. NBER Working Paper No. 12881, 2010

[19] McMulley, Paul. Teton Reflections [C]. PIMCO Global Central Bank Focus, Available at <http://easysite.commonwealth.com>, September, 2007

[20] McMulley, Paul. The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey [EB/OL]. PIMCO Global Central Bank Focus, Available at <http://media.pimco-global.com/>, May, 2009

[21] Minsky, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis [R]. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 74, May, 1992

[22] Noeth, Bryan J. and Rajdeep Sengupta. Is Shadow Banking Really Banking? [J]. *The Regional Economist*, 2011 (10): 8–13

[23] Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky. Shadow Banking [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458, July, 2010

[24] Pozsar, Zoltan. Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System [R]. IMF Working Paper, No. WP/11/190, August, 2011

[25] Singh, Manmohan and James Aitken. The (sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System [R]. IMF Working Paper No.10/172, July, 2010

**Abstract:** Since the end of the World War II, especially since 1970s, the financial innovation stimulated by the inconsistency between monetary policy and financial regulation and the extra demand of institutional investors for safe financial assets has caused the fast development of shadow banking system in the United States. The shadow banking system in the United States consists of government–sponsored shadow banking sub–system, “internal” shadow banking sub–system, and “external” shadow banking sub–system, with different credit intermediation. Although the direction of financial regulation of the United States or even the world has been set by the Dodd–Frank Act, the regulation of shadow banking system still has a long way to go.

**Keywords:** The United States; Shadow Banking System; Development; Regulation