

影子银行体系与金融危机

杜亚斌, 顾海宁

(南京大学 商学院金融系, 江苏 南京 210093)

[摘要]影子银行的异军突起、飞速发展,给美国和国际金融市场带来了高度的繁荣。由于影子银行的高杠杆贷款操作以及影子银行体系内生的脆弱性,成为引发当前全球性金融危机的重要因素。影子银行体系的教训给我国金融业提供了重要的启示,即我国金融业应循序渐进地推动金融产品创新,注重防范金融风险;金融监管机构应对金融机构及金融活动实行全面的监管。

[关键词]影子银行;影子银行体系;结构性投资实体;金融危机;监管

[中图分类号]F830 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)01-0082-06

肇始于2007年8月的国际金融危机,给全球金融和经济带来了巨大的冲击,表现为巨额资产灰飞烟灭,市场流动性枯竭,信贷市场冻结,大量金融机构破产或处于破产边缘,失业率猛增,生产活动急剧下降。这次金融危机使全球金融机构的累计资产损失估计将高达数万亿美元。由于各主要西方国家政府和中央银行以数10万亿美元进行资金援救,上世纪30年代的大萧条景象才未重演。人们不禁要问,为什么一个国家的房地产市场问题会引发如此大的全球灾难?

从马克思主义经济学的观点来看,一切经济和金融危机的原因都可以归结为生产力和生产关系、经济基础和上层建筑之间的矛盾和冲突,而危机的严重程度则依赖于这些关系矛盾的激烈程度。然而,这些矛盾在不同的历史阶段会采取不同的形式。近10年来,金融基础与金融上层建筑的矛盾,或者说是金融资本与金融监管的矛盾,主要表现为新型信贷中介迅速发展,但对其监管却相对滞后。这些新兴信贷中介在传统银行体系之外形成了一个相对

独立的准银行体系,因其不受监管或只受到很少的监管,缺乏透明性,所以又被称为影子银行体系。

现代影子银行体系的规模十分庞大且结构复杂。可以这样说,只有理解了影子银行体系,才能理解现代金融体系。毫无疑问,研究影子银行体系问题,对洞察全球金融体系的未来发展、评估当前西方国家的金融监管改革以及制订我国金融体系发展战略都具有极其重要的意义。

一、影子银行体系的定义、种类与职能

(一) 影子银行体系的定义

影子银行体系这个概念最早是由Pimco公司提出的,其首席执行官Gross在他的报告中将利用高杠杆贷款的银行体系称为“影子银行体系”^[1]。纽约大学斯特恩商学院经济学教授Roubini又将此概念完善为“影子金融系统”^[2]。

2008年6月,纽约联邦储备银行行长盖特纳在纽约经济俱乐部发表演讲时指出,金融体系的结构发生了根本性的变化,传统银行系统之外的资产所

[收稿日期]2009-08-30

[基金项目]江苏省社会科学基金项目(09MLD012)

[作者简介]杜亚斌(1954—),男,山西壶关人,南京大学商学院金融系教授,博士生导师,从事金融全球化与金融危机研究;顾海宁(1985—),女,江苏南通人,南京大学商学院金融系硕士研究生,从事国际金融危机研究。

占比越来越重。盖特纳将这种“非银行”运营的金融机构与融资安排称为“平行银行系统”。此系统中的许多机构利用还款期限短的负债所提供的资金,购买了大量风险高、流动性较弱的长期资产,但它们又缺少类似传统银行所拥有的存款保险等保护机制^[3]。

国际货币基金组织(IMF)在2008年10月的全球金融稳定报告(GFSP)中首次使用准银行体系的概念,指出此类机构职能与银行类似,但不受中央银行的监管,不在国家金融安全网的保护范围之内^[4]。“准银行体系”概念的实质与早前提出的“影子银行体系”、“平行银行系统”概念是一致的。

笔者认为,较之“平行银行系统”,“影子银行体系”这个名称更为贴切。传统银行的经营基本上是公开的,并受到监管机构的监督;而那些事实上是银行的非储蓄金融机构,其经营活动要隐秘得多。所谓影子银行就是指履行银行职能、逃避银行监管的类似银行的实体。它们与传统银行最大的区别在

于不吸收存款,不受监管。

(二) 影子银行的种类

目前影子银行的主要形式有:一是政府发起的证券化机构,如美国的房地美或房利美公司等;二是信贷市场的投资基金公司;三是结构性投资实体。本文将重点介绍几种结构性投资实体,以剖析影子银行的复杂性。

1. 管道(Conduit)

管道是银行等机构发起的具有独立所有权的公司,其职能主要是购买资产,然后以所购资产为基础发行商业票据。管道通过发行商业票据(CP)或资产支持商业票据(ABCP)来获得资金,进而用这部分资金购买高级别债券、贷款和结构化证券。管道的收益来自其所发行的CP或ABCP与所购买资产的利差。根据所购资产的机构数,管道分为单一机构销售者管道和多机构销售者管道。前者只向一家机构购买资产,而后者则向多家机构购买资产。图1为多机构销售者管道的流程图。

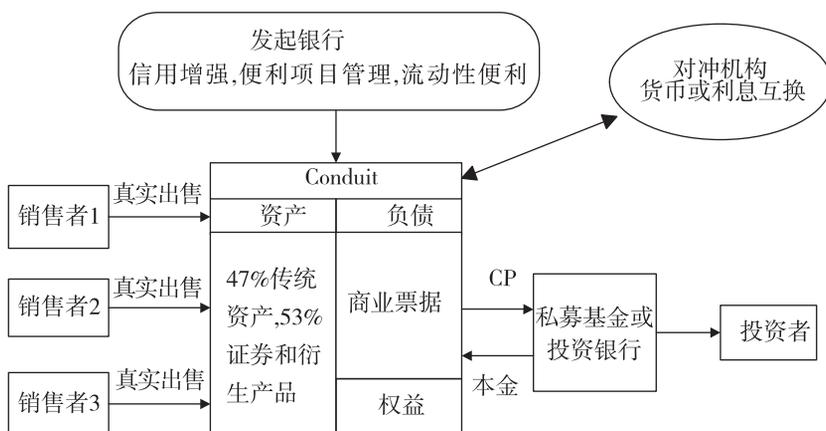


图1 多机构销售者管道的流程

多机构销售者管道是由银行等大型机构发起的,其资产来自银行客户,债务除了少量的中期次级债券外,全部是资产支持商业票据。管道向出售资产的客户收取结构费、管理管道的管理费,同时提供流动性增强和信用增强。信用增强除了超额担保和利息差储备外,还通过银行的担保信用证或保险公司的履约保函来提供。这部分一般承担8%—10%的损失。

2. 结构性投资实体(Structure Investment Vehicle, SIV)

结构性投资实体(SIV)是类似一个小型银行的

投资管理基金公司。它是独立的永久性投资公司,有自己的权益资本,但使用高杠杆贷款来经营。SIV的资产规模一般在10亿美元—30亿美元之间;它设在国外的避税天堂。第一个SIV成立于1988年,即花旗银行的阿尔法公司。SIV的主要职能是信贷套利、从资产负债表上剥离资产、降低管制资本要求、避税、增加资本回报。与管道不同,SIV不仅可以发行资产支持商业票据进行融资,还可以发行中期债券、次级债券进行融资,进而用所获得的资金购买高级资产。SIV的收益主要来自其发行的债券与所购买资产的利差。图2为一家SIV的资金流程^①。

①参见文献[1]及花旗银行年报。

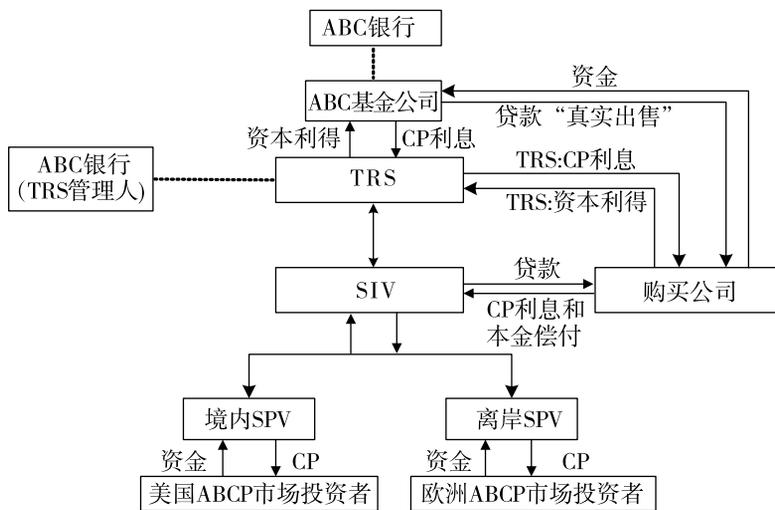


图2 一家SIV的资金流程

在分析此流程之前要先了解总回报互换 (TRS) 这样一个信贷衍生品技术的原理。所谓总回报互换是指一个用一项资产 (债券、贷款或其组合) 的总回报交换 LIBOR + 息差的协议。其中, 总回报包括互换期内基础资产的全部利息、本金和资本利得。

图2显示, ABC银行先将资产剥离给其旗下的ABC基金公司; 然后又在境外避税地成立SIV, 其主要目的是发行商业票据。ABC基金公司又将资产真实出售给SIV在国内的购买公司, 然后又同该购买公司签订一份总回报互换协议 (TRS)。购买公司为总回报支付者, ABC基金公司为总回报接受者, 而ABC银行则是总回报互换协议的管理者。

接着, SIV通过境内SPV^①和离岸SPV分别向美国资产支持商业票据市场的投资者和欧洲资产支持商业票据市场的投资者发行商业票据以获得资金。SIV又将这部分资金贷给购买公司, 从而使得购买公司用资金去购买ABC银行剥离给ABC基金公司的贷款。由于ABC基金公司与购买公司签订了总回报互换协议, 根据这个协议, ABC基金公司将商业票据利息支付给购买公司, 购买公司将购得的贷款总回报支付给ABC基金公司。在实际的运作中, SIV也可以直接和ABC基金公司签订总回报互换协议。这样, 整个资金链就形成了。SIV是一个典型的影子银行, 它不受美国银行监管体系的监管, 同时通过借入短期的、流动性强的负债发放长期的、流动性差的贷款。

3. 高杠杆结构性投资实体 (SIV-Lites)

高杠杆结构性投资实体具有管理更自由、杠杆

率较高、资产投资组合多样化低且规模小的特点。与结构性投资实体及管道的开放寿命周期和进行交易的特点不同, 高杠杆结构性投资实体往往是一次性发行, 寿命周期有限。CDOs就属于一种高杠杆结构性投资实体。

CDOs是结构性信贷产品的发行实体, 类似一家小型的目标单一的银行^[5]。CDOs将包括各种信用风险的企业债券、商业贷款组合重新打包, 然后切割成几组信用级别不同的证券出售给投资者。

CDO (Collateralized Debt Obligation) 指由贷款或债券等资产支持的证券, 又称担保债权凭证。它起源于上世纪80年代末期, 自90年代中期得到迅速发展。CDO的交易涉及商业信用风险组合而不是单一的信用风险。对于发行者而言, 它可以转移信贷风险或融资; 对于投资者而言, 它可以通过承受结构化的信用风险敞口赚取投资收入; 对于套利者而言, 它可以赚取基础资产市场价格与该资产结构化风险的市场价格之间的价差。

信贷组合证券化的构造除使用资产重新打包和证券化技术以外, 还使用了信贷衍生品技术 (主要是信贷违约互换CDS), 因此有必要先了解CDS的原理。

CDS是一种将参照实体 (即信贷资产的借款人) 的违约风险从合同买方转移到合同卖方的协议。合同买方定期向合同卖方支付保费。如果发生参照实体违约、破产等信用事件, 合同卖方就必须向合同买方赔偿损失。值得注意的是, 参照实体既可能与合同买方具有信贷关系, 也可能与合同买方没有信贷关系。买方和卖方在订立CDS合同时, 由于不涉及

①SPV (Special Purpose Vehicle) 指特殊目的的载体也称为特殊目的机构, 其职能是购买、包装证券化资产和以此为基础发行资产化证券。

债权关系的转移(仅仅涉及信用风险的转移),他们不需要征得参照实体的同意。

基于 CDS 的部分融资合成型 CDO 的构造如图 3 所示。

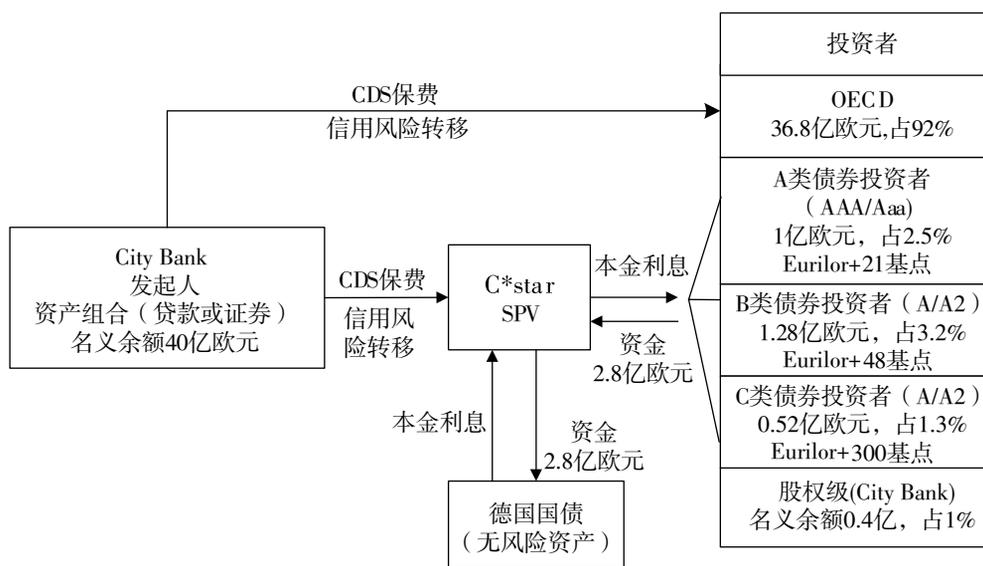


图 3 部分融资合成型 CDO 的构造

1999 年花旗银行发起了一次被冠名为 C * Star 的合成证券化。这是涉及欧洲信贷组合的第一次公开合成证券化。此后,其他欧洲银行纷纷开始仿效。

从图 3 中可见, City Bank 为发起人。针对期限为 10 年的 40 亿欧元企业贷款的信用风险, 发起人先保留了 4000 万欧元作为首次损失部分(占组合的 1%), 然后订立两个优先次序不同的 CDS 合同: 一个是发起人与超优先级投资者订立价值 36.8 亿欧元的 CDS 合同; 另一个是发起人与 C * star (SPV) 订立价值 2.8 亿欧元的 CDS 合同。发起人作为合同买方, 定期向超优先级投资者和 C * star (SPV) 支付保费。一旦参照实体发生信用事件, C * star (SPV) 就先向发起人支付补偿; 只有 C * star (SPV) 支付的补偿不能弥补损失时, 才由超优先级投资者向发起人支付补偿。由于超优先级投资者受到了 C * star (SPV) 及其所发行 CDO 证券的投资者保护, 他们的保费收益率远低于各种 CDO 证券的收益率。

C * Star (SPV) 在 CDS 中的义务是将销售 CDO 证券所获得的收入投资于德国国债, 为参考贷款的信用风险提供担保。如果参照实体没有发生信用事件, C * Star (SPV) 在债券到期时就用德国国债本金和 CDS 保费偿还 C * Star (SPV) 发行的债券本金; 如果参照实体发生了信用事件, C * Star (SPV) 就先用准备金账户提供损失补偿费, 若准备金账户的资金不够补偿, 则出售国债担保池中无风险资产予以补偿。如果损失超过准备金账户资金的补偿金额, 次

级债券持有者就先遭受损失, 只有在损失超过了次级债券金额后, 高级债券持有者才遭受损失, 这时的损失才由超优先级投资者承担。

(三) 影子银行的职能

影子银行通过资产转移、证券化出售实现信用风险的转移。影子银行的这种证券化职能一方面实现了信贷体系与证券市场的对接, 提高了金融资源的配置效率; 另一方面拓宽了传统银行融资渠道, 优化银行资产结构, 通过资产证券化盘活存量信贷资产, 提高资金的运用效率。此外, 由于影子银行不受监管当局的监管, 也不在国家金融安全网的保护之内, 在经济情况良好时影子银行体系在降低金融监管费用方面发挥了很大作用。

影子银行本质上是金融资本的一种形式, 它具有资本的本质特征——追逐利润, 而且在高利润的诱惑下甘愿冒险。制约这种冒险行为的因素有两个: 一个是自由资本的损失, 另一个就是外部监管。

但是, 在现代金融体系下, 资本的所有权与经营权分离, 资本的所有者并非是资本经营者; 资本关系是一种社会关系, 本质上是现代金融市场的信贷关系, 即资本所有者和使用者的关系。资本使用者将资本追求高额利润的本性人格化, 此时资本人格化代表并非资本所有者而是资本使用者。资本所有者的冒险行为受到资本损失的约束, 但资本使用者无此约束, 因而其投机动机愈发强烈。

在利率很低的时候, 高收益信贷产品成为投资

者投资的主要对象,因而投资者对证券化产品的需求增加。这种需求提高了此类产品的价格,能为产品供给者(银行)带来巨大的利润,从而刺激银行大量销售此类产品。由于影子银行不受监管当局的监管,影子银行体系本身包含着危机的可能性。

二、影子银行体系与当前金融危机的关系

(一) 次贷危机对影子银行体系产生冲击

次贷危机导致商业票据市场收缩,而商业票据市场的急剧收缩则导致商业票据的价格大跌和收益率大幅度升高;同时商业票据发行困难、发行余额锐减。商业票据市场是影子银行融资的渠道,一旦融资渠道受堵,影子银行的流动性就会出现問題。商业票据市场的收缩拉开了当前全球金融危机的序幕。

次贷危机的爆发使得多数影子银行资产方的证券价值大幅度缩水,致使影子银行处于资产缩水、负债增加的窘迫境地。次贷危机对影子银行体系产生了巨大冲击,而影子银行体系的特殊性又加剧了危机的恶化。

(二) 影子银行体系是引发当前金融危机的重要因素

1. 影子银行体系成为金融机构逃避监管的重要工具

传统商业银行受巴塞尔协议 II 的监管约束,银行杠杆比率有限;但影子银行体系却不受此限制。影子银行通过信贷市场向美国的消费者提供过度便利的金融杠杆和流动性资金,即现代信贷资金不是通过传统的商业银行而是通过资本市场证券化的方式来获得。这种通过影子银行获得资金的方式,与长链条的复杂的金融工具相联系。当资产价格上涨时,这种方式可以分散风险;当资产价格下跌时,它却能无限地放大风险,再加上人性贪婪以及缺乏有效的监管,就会引发金融危机。

2. 影子银行体系掩盖了银行资产负债表的真实情况

影子银行体系中大量金融工具的运用使原本置于银行资产负债表的有毒资产被打包出售出去,而且 CDS 等信贷衍生工具的运用又使得大量不在资产负债表上反映的信用风险由银行来承担。这就使得投资者无法对一家银行的财务状况作出有效的分析,进而对其自身所承受的风险程度认识不够。可以说,在很多情况下投资者对评级机构的风险评估过分依赖,从而漠视了自身承担的风险。

3. 影子银行体系具有内生脆弱性

首先,高的杠杆率就意味着存在高的破产风险的可能性。传统商业银行的杠杠比率一般在 10 倍左右,而影子银行的杠杠比率则高达 20 倍至 30 倍。

其次,期限的错配及结构性金融产品的特殊性使得影子银行体系具有更高的流动性风险。影子银行体系尤其是 SIV 非常依赖商业票据市场,它们通过在商业票据市场发行资产支持商业票据来获取资金购买发起银行的资产。该资产可以是企业贷款或抵押贷款、贸易应收款、设备租赁款、投资级别的结构性证券等。SIV 用这些资产的利息来支付其所发行的债券利息。这种借短贷长方式存在的流动性风险表现为:债券先于资产到期,债券的本息偿还先于资产的本息收取。一旦商业票据市场收缩或冻结,影子银行就无法通过新票据的发行来偿还已到期的旧票据,这使其资金链发生断裂。例如,图 3 所示的 CDO 债券结构中,高级别债券占了大部分,而高级别债券的出售又依赖于低级别债券的出售,一旦低级别债券销售不出去,整个 CDO 市场就都将消失,从而爆发流动性危机。

再次,利率上升会使影子银行体系遭受巨大的资产净值损失。影子银行体系的获利空间是资产与其发放债券的利差。当利率上升时,尤其商业票据市场利率上升时,影子银行债券的市场价值就大于资产的市场价值,导致影子银行的清偿能力不足。

最后,低级别债券交易的小幅度收缩会导致整个市场的巨大收缩。在 CDO 市场上,债券发行者与投资者之间存在着信息不对称,投资者不知道用来支持债券发行的资产的真实情况。因此,一旦市场环境发生了变化,投资者就会立刻对风险进行重新评估,并首先减少风险最高部分的头寸,对低级别债券进行恐慌性抛售,使得风险投资的购买者迅速蒸发。于是,投资者开始出售自身所持有的高质量资产,致使大量优质资产充斥市场,其价格也随之下跌。随着优质资产价格的下跌,采用较高杠杆率的投资者可能收到保证金回补损失,但是市场上的抛售行为,导致投资机构在更低水平上对风险进行重新评估,一旦市场信心失守,流动性危机就会爆发。

4. 影子银行的损失导致银行资产质量下降

虽然影子银行是独立特设的机构,它的资产负债状况和业绩可以暂时不并入商业银行的会计报表,但商业银行要为此些特设机构提供流动性支持以及信用增强。当这些表外实体出现巨额亏损时,商业银行就要为自己旗下 SIV 的亏损承担责任。由

于 SIV 大规模投资于次级抵押贷款支持证券,次贷危机的爆发给大多数发达国家的商业银行造成了巨额损失。例如,美洲银行 2007 年第四季度的盈利下降了 95%;英国的北岩银行于 2007 年 8 月爆出巨亏,并于 2008 年 2 月被英国政府国有化。

三、影子银行体系的教训对我国金融业的启示

影子银行曾给美国和国际金融市场带来了高度的繁荣,但影子银行的高杠杆操作以及内生的脆弱性,使其存在着巨大的风险,而这也正是引发金融危机的重要因素。与此同时,金融危机以市场自觉调整的方式对影子银行体系及其不稳定性进行了清算,如美国华尔街的五大投资银行已不复存在。

影子银行体系的教训给我国金融业提供了重要的启示:首先,我国金融业应循序渐进地推动金融产品创新。金融产品创新只能转移和分散风险,而不能减少风险,基础资产的质量是维持金融体系稳定的关键所在。美国金融尤其是证券化的过度创新,不仅增大了金融风险,而且成为引发金融危机的隐患。所以,我国金融业应循序渐进地推动金融产品创新,同时在产品和系统设计中兼顾各方的利益。其次,金融监管机构应对金融机构及金融活动进行全方位的监管。从美国影子银行体系暴露的问题中

可以看出,在现代金融体系里,无论风险管理手段多么先进、体系多么完善的金融机构,都不可能避免因为机构内部原因或者市场外部的变化所带来的风险。这是由现代金融市场和金融机构的高杠杆率、高关联度、高不对称性的特性所决定的。因此,任何金融活动和金融机构都应该受到监管。我国应加快国内金融衍生品市场的法律法规建设,建立与健全金融衍生品市场的监管体制。

[参考文献]

- [1] Gross B. Beware our shadow banking system [DB/R]. [2007-11-28]. <http://money.cnn.com>.
- [2] Roubini N. NYU professor predicting a whale of a bear market [DB/R]. [2008-02-28]. <http://www.financialweek.com>.
- [3] 克鲁格曼. 萧条经济学的回归和 2008 年经济危机[M]. 刘波,译. 北京:中信出版社,2009.
- [4] IMF. Containing systemic risks and restoring financial soundness [J]. Global Financial Stability Report, 2008(4):47-73.
- [5] 张明. 透视 CDO:类型、构造、评级与市场 [J] 国际金融研究,2008(6):40-48.

[责任编辑:陆惠敏]

The Shadow Banking System and Financial Crisis

DU Ya-bin, GU Hai-ning

(Department of Finance, School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: The sudden emergence of the shadow banking in recent years has brought about a high degree of prosperity in the United States as well as the international financial market. But because of the highly leveraged operations, the endogenous fragility within the shadow banking system is no doubt one of the most important reasons that leads to the current most serious global financial crisis. The ebb and flow of the system provides a good inspiration for China's further development in the financial sector. That is, efforts should be made to improve the basic assets quality, strengthen the avoidance of financial risks and supervision of financial institutions and activities.

Key Words: shadow banking; shadow banking system; structural investment entities; financial crisis; supervision