

影子银行的第三类风险

刘 庄^{*}

摘 要 目前影子银行的国际和国内监管框架主要针对系统性风险和监管套利两大问题。对影子银行进行监管,其本意在于防范 2008 年国际金融危机的重演。但是,影子银行监管框架忽视了当时美国金融行业中普遍存在的第三类风险:当(广义的)银行预期能够将贷款债权通过证券化和影子银行方式转让时,银行从业者普遍放松了对贷款人资质的审核,进而导致贷款质量下降,引发了其后的普遍违约。按照经济学标准定义,这类风险是典型的可以引起逆向选择的“道德风险”。考察危机前的历史可见,构成道德风险的三个要素包括影子银行体系中的信息不对称,市场对房地产价格走势的盲目乐观情绪,以及宽松货币政策引发的流动性过剩。道德风险是十年前国际金融危机的直接原因,也是目前中国金融市场必须面对的重要问题。

关键词 影子银行 监管 道德风险 界定与反思

一、影子银行的国际和国内监管

影子银行的实践由来已久,^{〔1〕}但影子银行的概念在 2008 年国际金融危机后才出现,通常指代所有游离于监管体系外的,与传统、正规和接受监管的商业银行系统相对应

^{*} 香港中文大学(深圳)经管学院法学和经济学助理教授。

〔1〕 影子银行和资产证券化的实践至少自上世纪 80 年代中期便已存在。Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky, “Shadow Banking”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.458, 2010.

的金融机构。^{〔2〕} 由于影子银行是国际金融危机中最核心的现象,也由于它在当前世界各国金融实践中的普遍性,如何认识影子银行,如何有效控制影子银行的风险,这一直是国际金融法律的核心问题。

国际金融危机之后,包括我国在内的二十国集团(G20)下设的金融稳定委员会(Financial Stability Board, 英文简称“FSB”)逐步成为主要国际性金融监管机构。金融稳定委员会被赋予“会同国际货币基金组织监督各国财长执行 G20 峰会达成的各项行动计划”的职责。与很多国际机构一样,金融稳定委员并无立法和执法权力,因此,它主要依靠“软法”进行监管,即向世界各国提出法律建议,协调各国立法和监管实践。为此,金融稳定委员会设立了标准执行常务委员会,负责监督其法律建议的执行情况。另一方面,金融稳定委员会还负责出具影子银行报告,计算各国影子银行规模,提示各国相关风险,并促使不同国家提高监管政策的一致性,以防监管套利。就目前情况来看,金融稳定委员会的“软法”得到了多国的响应,并得到较好的执行。

金融稳定委员会规定了影子银行的范围。它首先收集了各国非银行金融机构的资产数据,将货币市场基金、财务公司、对冲基金、信托公司等八类非银行金融机构的加总数作为广义的影子银行规模。然后,在广义规模的基础上,金融稳定委员会剔除了三种类型机构的数据,将其排除在影子银行范围内。一类是非信贷金融中介,如纯粹的股权投资基金,二类是纳入审慎银行并表监管覆盖范围内的非银行信贷中介,第三类是不存在期限转换、流动性转换及增加杠杆率等系统性风险的非银行信贷中介。最后,广义影子银行规模减去以上三类机构规模,就得到了狭义的影子银行规模数据。根据金融稳定委员会的理解,影子银行或影子银行体系是对传统银行以外的各种信用中介的一种形象称呼。这一定义下的影子银行监管,主要是为了防范系统性风险和监管套利。金融稳定委员会在其出具的重要报告《影子银行:划定问题的范围》(Shadow Banking: Scoping the Issue)指出,系统性风险“来源于期限和流动性的转换,虚假的信贷风险转移,以及以较高的杠杆投资于证券化产品”,而“这些操作都可能形成监管套利”。^{〔3〕}

如果仔细考察金融稳定委员会的关注点,我们能够发现其中明显的美国痕迹。换句话说,上述金融稳定委员会对影子银行的界定以及所提出的相应监管措施,主要针对的都是美国在国际金融危机前的出现问题。上述“期限和流动性转换的风险”,其经验原型是美国的房屋抵押贷款的证券化实践。投资银行、共同基金等非商业银行机构以现金或短期融资来购买住房

〔2〕 一般认为,这一术语是由美国太平洋投资管理公司执行董事麦卡利(McCulley)于2007年首次提出。Paul A. McCulley, “Teton Reflections”, September, 2007, available at <https://www.pimco.com/en-us/insights/economic-and-market-commentary/global-central-bank-focus/teton-reflections/>, 最后访问日期:2018年1月14日。See also Bryan Noeth and Rajdeep Sengupta, “Is Shadow Banking Really Banking?” *Regional Economist*, Vol.10, 2011, pp. 8-13.

〔3〕 Financial Stability Board, “Shadow Banking: Scoping the Issues”, April, 2011, available at <http://www.fsb.org/2011/04/shadow-banking-scoping-the-issues/>, 最后访问日期:2018年1月14日。

支持证券,实际上是将流动性高、期限短的资产(现金和回购等短期融资)转换为流动性低、期限长的资产(房屋抵押贷款),从而造成了资产期限的不匹配,并进一步引发了后来的“影子银行挤兑”和流动性危机。〔4〕

而就“虚假的信贷风险转移”而言,其经验原型是危机前美国商业银行广泛存在的将风险资产移除报表的实践。这些商业银行表面上将房屋抵押贷款风险通过证券化出售的方式转移至其他市场主体,实际上却持有了大量自己和其他银行发行的证券化资产,或者对自己发行的证券化资产进行了合同性的担保或保证(在贷款违约时进行回购),或者将证券化资产置于由自身信用担保的特殊目的实体(Special Purpose Vehicle)中并未实际出售。总之,风险资产表面上从会计报表中移除,但风险却并未转移。而从“高杠杆投资”的经验原型来看,它是金融机构先以证券为抵押进行再融资,然后又将资金投入证券投资的实践。〔5〕

以上各种操作汇总起来,最后的结果是,非商业银行类的金融机构持有了大量的证券化的房屋抵押贷款,实际上承担了商业银行的风险,却没有受到《巴塞尔协议》下的商业银行监管。同时,金融机构间多层次、长链条、交叉性的持有证券化资产,使得风险弥漫在整体金融体系中,难以通过市场的方式定价和管理,形成了牵一发而动全身的系统性风险。金融稳定委员会将前者称为监管套利,后者称为系统性风险。这就是影子银行国际监管关注的两类问题及其背后的原因。

为了响应金融稳定委员会的监管建议,我国于2013年推出了关于影子银行监管的基本规则,发布了《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》(国办“107号文”)。该通知厘清了中国影子银行的概念,明确了影子银行监管责任分工,并进一步讨论了各类金融机构的具体监管问题。我国影子银行的监管规则与影子银行的国际监管框架非常一致,其关注点也在监管套利和系统性风险这两类问题。国办“107号文”提及我国影子银行的分类时,着重强调了这类主体无监管或监管不足的特点。比如,国办“107号文”指出,“我国影子银行主要包括三类:一是不持有金融牌照、完全无监管的信用中介机构,……二是不持有金融牌照、存在监管不足的信用中介机构,……三是机构持有金融牌照、但存在监管不足或规避监管的业务……”。对于监管不足的后果,国办“107号文”主要提及的问题是系统性风险:“2008年国际金融危机表明,影子银行风险具有复杂性、隐蔽性、脆弱性、突发性和传染性,容易诱发系统性风

〔4〕 以银行为代表的信用中介的核心价值是匹配长期投资和短期存款,而它的核心困难也正在于此。当短期资金的债权人同时向信用中介主张权利时,可能会发生挤兑问题,银行等信用中介将因流动性不足(法律上“不能偿还到期债务”)而陷于破产;而市场上的其他金融机构也会持现金观望,进一步造成流动性紧张。2008年国际金融危机前,美国信贷市场的发展从传统的以“零售并持有”为主的银行模式改变为以“创造产品并批发”为主的新的银行模式。因此全球信贷市场从传统银行主导的模式演变为隐藏在证券借贷背后类似一个“影子银行体系”的金融制度安排。在2008年国际金融危机中,并没有发生传统商业银行的大面积挤兑与倒闭,而是出现了被称为“影子银行体系”的挤兑与功能紊乱。特别是在雷曼公司倒闭的恐慌气氛下,美国货币市场基金的“挤兑式”赎回导致了整个金融体系的剧烈震荡和市场流动性的紧张。

〔5〕 See Financial Stability Board, *supra* note 3, pp.3-4.

险。”同时,我国主流学界也认为,影子银行的问题主要在于系统性风险和监管套利,大量的学术文献集中在讨论如何应对这两种风险。^{〔6〕}可以看到,金融稳定委员会的国际监管准则对我国国内监管思路和监管规则产生了直接的影响。

二、影子银行的第三类风险

目前,上述国际和国内影子银行监管存在两个局限。第一,目前的国际监管规则忽视了影子银行的一类重要风险,即道德风险,而这类风险在国际金融危机的形成上起着与前两类风险同样重要的作用。第二,我国目前的监管实践借鉴了国际规则,而国际规则存在着监管不足和监管过度两大问题,我们对此要慎重考察并结合我国实际情况加以改造和使用。

(一)理解道德风险

严格来说,道德风险并不是一种风险,而是一种产生或放大风险的行为机制。在经济学中,它指代这样一种情况:当风险的承受人得以向他人转移风险时,其必然失去通过自身行动以减缓风险的动力。道德风险仅在信息不对称的情况下出现。这一概念最早起源于保险市场,它指向的现象很明确:在很多情况下,被承保的投保人会失去避免或减缓风险的动力。比如,车险的投保人在开车时往往更不谨慎。当然,如果保险公司了解投保人驾车时的所有信息,并可以据此调整保费或拒绝理赔,道德风险即不复存在。也就是说,信息对称化可以减缓道德风险。

一般认为,信息不对称和其引发的道德风险会损毁市场交易的基础。最严重时,它甚至会导致市场不复存在。著名经济学家阿克洛夫(Akerlof)用二手车市场对此进行了说明。^{〔7〕}在一个二手车市场,由于车主驾驶习惯、车的保养频率、过往事故各不相同,市场上存在质量不均的二手车。而车况是较为隐秘的信息,买家很难通过低成本的技术手段了解到车的真实状况。与此相反,车主(卖家)则对汽车有着充分了解。因此,面对一辆汽车,买家将猜测该车质量大致在市场上处于平均水平。相应的,他也只愿意支付中等质量汽车的价款购买该汽车。这样

〔6〕 比如,袁松达:“对影子银行加强监管的国际金融法制改革”,《法学研究》2012年第2期,第194页;潘静、柴振国:“中国影子银行的金融监管研究——运用市场约束优化政府监管”,《现代法学》2013年第5期,第88页;沈伟:“中国的影子银行风险及规制工具选择”,《中国法学》2014年第4期,第151页;于永宁:“我国影子银行监管法律制度的反思及重构——美国的经验及其借鉴”,《法商研究》2015年第4期,第168页;林琳、曹勇、肖寒:“中国式影子银行下的金融系统脆弱性”,《经济学(季刊)》2016年第3期,第1113页。也有不少文献研究影子银行的货币创造功能,这与系统性风险联系紧密,如,李波、伍戈:“影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战”,《金融研究》2011年第12期,第77页;孙国峰、贾君怡:“中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角”,《中国社会科学》2015年第11期,第92页。

〔7〕 逆向选择是信息经济学的核心问题。2001年的诺贝尔经济学奖颁发给了三位信息经济学家George A. Akerlof, Michael Spence和Joseph E. Stiglitz。他们的主要贡献是发现信息不对称带来的均衡不存在或市场无效率。最早的文献,见George A. Akerlof, “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No.3, 1970, pp. 488—500.

一来,汽车质量较好的车主难以获取得以支付其成本的合理价格,他们将离开二手车市场。而好车车主的离开进一步降低了市场上汽车的平均质量,导致买家进一步调低他们对汽车质量的预期,也降低了他们的支付意愿。如此往复,质量高于平均水平的汽车卖家依次离开市场,最后市场将不复存在。这一循环被称为逆向选择。^{〔8〕}它说明,在消费者难以了解产品质量(信息不对称)的情况下,市场难以产生和存续。^{〔9〕}即便市场得以存续,其效率也被逆向选择所扭曲。^{〔10〕}

道德风险在理论上与逆向选择是等价的。同时,他们的根源都是信息不对称。进一步思考以上二手车市场:假设一个买家愿意支付一定的价格 p ,由于买家不能查明车辆质量(信息不对称),卖家并不会将一个质量等价于 p 的二手车出售给买家,相反他会出售质量低于 p 的汽车,以赚取差价。也就是说,市场上的信息不对称诱使卖家出售质量较次的商品,也即诱发了道德风险的出现。同样,预计到质量与价格不符,买家也会进一步调整出价。针对买家的出价,卖家又会进一步调低质量。双方交替,直至市场难以存续。

(二)影子银行中的道德风险

为了解影子银行中的道德风险,可参考以下例子。银行甲从事房屋抵押贷款业务,向购房者发放贷款。为了确保借款人还款,保持贷款风险可控,银行甲审查购房者的还款能力,包括其年龄、工作经历、工资水平、家庭资产、信用记录等等。同时,银行甲仅提供购房金额80%的贷款,这样,即便房价下降两成,银行甲仍然可以预期获得全部还款。此时,市场上出现了一种称为“房屋抵押贷款证券”的金融产品。具体而言,甲银行可以将其发放给购房者乙的贷款在法律上处理成上百份(或更多)证券,并由评级机构进行评级。同时,市场上的其他机构,如商业银行丙、投资银行丁、信托基金戊、对冲基金己,可以购买这些证券的任意份额。也就是说,银行甲可以将贷款资产及其伴随的还款风险转移给丙、丁、戊、己。这里的问题是,当银行甲预期房屋抵押贷款的还款风险可以通过证券出售的方式转移后,银行甲是否仍会认真审查每个购房者的还款能力?这里的核心问题是信息不对称,即丙、丁、戊、己等投资者,很难查明银行在发放贷款时是否努力、努力程度。比如,银行是否依据较为全面的信息认真判断了借款人的资质和还款能力,是否就此调整了借款人的首付比例等等。

将银行甲的问题推广,我们可以将所有购买银行甲发放的贷款证券的机构丙、丁、戊、己称为影子银行。为什么称它们为影子银行?这是因为,他们承担了银行甲的实际风险,但又不属于传统银行监管的范围。同时,影子银行的出现导致银行甲可能会在传统银行业务中放松对

〔8〕“逆向选择”一词最早出现在保险市场。阿克洛夫借用这一术语描述信息不对称如何损害市场存续。Peter Siegelman, “Adverse Selection in Insurance Markets: An Exaggerated Threat”, *Yale Law Journal*, Vol.113, No. 6, 2004, pp. 1223-1282.

〔9〕用经济学术语来讲,即均衡不存在。

〔10〕Michael Rothschild and Joseph Stiglitz, “Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.90, No.4, 1976, pp. 629-649.

贷款风险的审查,致使贷款质量下降。这是典型的道德风险问题。

在总结 2008 年国际金融危机的教训时,美国学界和监管者已经注意到了道德风险。美国政府为了调查金融危机的原因,组织了由三十余名经济学家和法律学者组成的金融危机调查委员会(Financial Crisis Inquiry Committee)。2011 年,该委员会编写并发布《金融危机调查报告》(Financial Crisis Inquiry Report),是迄今对金融危机发生原因和机制较为权威的描述。^[11]《报告》总结到,“不断降低的抵押贷款审核标准和随后的抵押贷款证券化引发并散布了风险,进而导致了危机”。^[12]它进一步指出,危机前很多银行设置较低贷款标准,无视借款人还款能力的欠缺向其发放贷款。而这样做的原因是贷款风险易于转移:从购房者到撮合交易的抵押贷款中介,到出借抵押贷款的借款人,再到创制房屋抵押贷款证券(MBS)、担保债务凭证(CDOs)、合成担保债务凭证(Synthetic CDOs)的金融机构——在这一通过影子银行转移资产的过程中,所有参与者都相信风险可以迅速转移给下家,因而没有一个金融机构保持了足够的风险意识。^[13]当然,也有很多经济学和金融学家用严格的数据方法发现了道德风险的存在。^[14]

显然,危机前的情景完全符合理论描述的道德风险的具体发生机制。不过,仅观察危机前的情况,很可能无法把握影子银行与道德风险的整体关系。最核心的问题是,如果如理论预测的那样,道德风险会损害市场的存续,甚至使市场失去存在的基础,那么,影子银行是如何产生的,它的市场何以存续?我们有必要进一步审视影子银行的历史,以取得对这些问题更深入的认识。

三、道德风险的背后:对危机根源的审思

(一)影子银行遏制道德风险:1980 年代至 2000 年代初

今天我们回顾影子银行和资产证券化的历史,^[15]其中一个辩证的认识是,影子银行在发

[11] See Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Public Affairs, 2011.

[12] 这份报告的结构与美国法院的判决类似,分为“多数意见”和“反对意见”两部分。但不论是多数意见还是反对意见都一致认为道德风险是危机的根源之一。Ibid., at p. xxiii.

[13] Financial Crisis Inquiry Commission, *Supra* note 11, pp. xxiii—xxiv.

[14] 这些证据包括但不限于:Benjamin J. Keys, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru, and Vikrant Vig, “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.123, No.1, 2010, pp. 307 - 362; Benjamin J. Keys, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru, and Vikrant Vig, “Financial Regulation and Securitization: Evidence from Subprime Loans”, *Journal of Monetary Economics*, Vol.56, No.5, 2009, pp. 700—720; Atif Mian and Amir Sufi, “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.123, No.4, 2009, pp. 1449 - 1496.

[15] 资产证券化和影子银行是一对相伴生的概念。没有资产证券化实践,也就无所谓影子银行体系。阎庆民、李建华:《中国影子银行监管研究》,中国人民大学出版社 2014 年,第 11 页。

展之初遏制而非扩散了道德风险。

回顾基础的银行理论,贷款的一大特征即其不可转让性。这是因为,银行发放贷款,必然需要了解关于借款人的大量信息,并依据这些信息确定借款人的质量(即还款能力)。这些信息是特定的,它要求银行业务人员依靠自身理论、经验,甚至是直觉,对贷款人还款能力进行判断;它更像一种“无言之知”,难以完全通过数据等客观方式加以呈现,这使得放贷银行以外的第三方(如其他银行)很难以合理的成本了解贷款的实际质量。因此在贷款资产的转让上,放贷银行和潜在的买方(第三方)处于信息严重不对称的地位。由于潜在买方难以了解贷款实际质量,它几乎不可能购买放贷银行的贷款资产(即债权)。反过来讲,不掌握完全信息的第三方买受贷款资产、承担贷款风险,将诱使放贷银行怠于审查风险,降低发放贷款的标准,即引发放贷银行的道德风险。而正是信息不对称和道德风险,使得贷款的流转从一开始便不可能。我们也称这一现象为贷款的不可转让性。^[16] 信息不对称、道德风险和交易的不可能,是同一个问题的三个侧面,而其中信息不对称是问题的根源。

贷款的不可转让性是银行业需要特殊监管的重要原因——银行主要债务(存款)流动性强,债权人可以随时向银行主张债权,而银行主要资产(贷款)难以转让和流动,使得当众多存款债权人一同向银行主张债权时,银行很难在短期内出售资产获取流动性以应对债权请求。这时,即便资产大于负债,但由于不能偿还到期债务,银行也只能面临破产。这即我们常说的银行业需要面对的最基本问题——挤兑。银行监管许多措施的目的便是为了应对挤兑。比如,存款保险制度旨在保障存款人信心,在债权人一端预防挤兑心理;《巴塞尔协议》下的资本充足率准则客观上也起到了防范公众挤兑的效果。

不过,反过来讲,如果贷款得以某种方式流转,这将使市场的所有参与方获益:银行可以获得更大的流动性,更重要的是,可以避免长短期资产和债务的不匹配问题,即得以避免银行业的挤兑风险。同时,投资者也得益于投资品种的增多,可以更有效的增加资产池的多样性并合理对冲风险。此外,由于银行和投资者的风险减少,他们的资金价格(向借款人贷款的利率)也将系统性的降低,因而借款人也因此而受益。就此,是否能设计一种减缓信息不对称,进而消解贷款不可转让性的机制,成为了金融业界一直探索的问题。

理论上有许多机制可以消除或减轻信息不对称并保障市场的存续。这些机制包括保证(通过私人间的合同安排来保障信用)、声誉(品牌和商誉)和特许(对医生、律师、会计师授予职业牌照)等等。^[17] 金融市场的晚近发展表明,银行贷款的信息不对称问题也并非不可解决。比如,金融领域的技术创新就可以解决这一问题。这就是我们熟悉的资产证券化和影子银行。

[16] 20世纪80年代初的技术发展和一些合同安排(声誉和隐含保证机制)消减了这一问题,贷款销售市场逐渐涌现,但这一市场的规模与其他金融市场相比仍然不大。此外,法律监管是这一市场增长缓慢的另一个原因。Gary Gorton and George Pennacchi, "Bank and Loan Sell: Marketing Non-marketable Assets", *Journal of Monetary Economics*, Vol.35, No.3, 1995, pp. 389-411.

[17] See Akerlof, *supra* note 7, pp.488-491.

具体来讲,在资产证券化过程中,贷款转换成证券,由第三方机构进行评级,将证券分级打包,并出售给传统银行以外的影子银行体系。这一过程有效的提高了贷款信息透明度,使投资者(贷款证券的购买者)不再担心获得不良资产。^[18]

与此同时市场上也诞生了大量机制以控制信息不对称。最常见的控制手段有两种。第一种收购是合同回购保证,即在证券化的过程中,银行与证券购买者约定,如果抵押证券的基础贷款在一段时间(通常是六个月)内违约,银行将以原价回购这部分证券。第二种手段是风险共担机制,即在发行证券时银行持有部分自己发行的证券,与投资者共担风险。这两种措施都使证券买家有充分理由相信放贷银行认真审查了基础贷款质量。大致从20世纪80年代中期开始,这些措施就已经出现,它们大大促进了市场的发展。^[19]到1993年,接近三分之二(65.3%)的房屋抵押贷款已经被证券化,接近2008年世界金融危机前夜(2006年)的水平(67.6%)。^[20]

与此同时,早在80年代,监管部门也意识到这些做法可能带来道德风险问题。一旦银行可以出售贷款,他们可能不再关心贷款审核,也不再关注贷款质量。不过,如美联署前主席保罗·沃克(Paul Volcker,任期为1979年至1987年)所说,虽然各种金融工具日益复杂,监管部门仍然依赖金融机构控制自身风险。也就是说,美联储采取了市场自治和风险自担的监管态度。^[21]这一态度被证明是正确的。随后,证券化市场得到稳定发展并日益壮大,越来越多的普通民众得以贷款购置房产,也使金融参与各方都得以获利。

现在,当我们回顾影子银行的发展历史时,我们必须提出这样一个问题:如果影子银行是危机的直接原因,那么,它为什么在20世纪80年代至本世纪初并没有引起严重问题?答案很可能在于,道德风险不是金融危机的充分条件。要导致泡沫和危机,还需要道德风险以外的因素共同起作用。

(二)影子银行诱发道德风险的特定条件:危机的启示

从20世纪80年代至本世纪初,影子银行起到了遏制道德风险作用,但在2008年前却成为危机的导火索,至少有两个因素起了作用。

第一,从需求端来看,市场上情绪过于乐观,这是引发金融危机第一个因素。在影子银行引发的道德风险中,银行确实降低了放贷标准,但是,他们自己却持有大量风险资产,并未将风

[18] Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Financial Crisis Happened*, Princeton: Princeton University Press, 2008, p.16.

[19] 如FCIC称,在一些情况下,次级贷款借款公司是银行控股公司的一部分。但大部分情况下,包括Household, Beneficial Finance, The Money Store, Champion Mortgage等公司,是独立的金融公司。他们没有吸收储户存款。他们以短期借贷来从商业银行和投资银行处融资。在很多情况下,这些金融公司并不留存证券,而是将证券出售于银行。可见,银行在市场中首先起着贷款监管者的角色。See Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 11, p.68.

[20] See Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 11, p.74.

[21] See Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 11, p.44.

险转移。这两种做法同时出现,这是金融危机的一个迷思。在危机前夕,绝大部分房屋抵押贷款证券(包括房屋抵押贷款证券、担保债务凭证、合成担保债务凭证等)都是由银行、政府支持机构(房利美、吉利美和福利美)和其他证券中介机构持有的。银行、政府支持机构以及证券中介共持有16,420亿美元房屋抵押贷款证券,7,910亿美元AAA级担保债务凭证,^[22]以及2,200亿美元由次级债支持发行的担保债务凭证,^[23]市场份额分别为35%,50%和45%。另有调查表明,在金融危机发生时,在1.25兆美元的资产抵押证券中,仅有4.3%的损失是由其他投资者承担的,其余所有损失主要由银行和政府支持机构承担。^[24]综合两方面的情况来看,影子银行既是最大的贷款发放者及证券的发行者,也是贷款和证券最大的持有者。这里的疑问在于,银行等金融机构并未转移房屋抵押贷款的风险,而是选择通过一定途径自己持有风险,银行为什么这样做?另一方面,作为复杂成熟的市场参与者,作为抵押贷款的发放人和证券的发行人,银行等金融机构当然熟悉基础资产即抵押贷款的风险,因此有能力对贷款发行进行审慎审核。为什么他们明知自己承担风险而又不进行审慎审核呢?

目前的研究表明,对这一现象最好的解释是,危机前市场上弥漫的乐观主义情绪导致了过度的消费和投资,并使得人们忽视了风险。席勒(Shiller)在《非理性繁荣》中曾深刻刻画了这种乐观倾向:它不仅在非金融专业群体(如购房者)中广泛存在,也存在于金融机构的所有管理层、雇员和专业人士之中,最终将危机推向了高潮。^[25]在金融危机调查委员会的约谈中,时任花旗银行总裁曾谈到,一笔400亿美元的高评级抵押证券投资“绝不会在任何一个方面引起我的丝毫注意”。花旗投资银行部门的负责人则称,他“不会花哪怕百分之十的时间来考察这些证券”。^[26]一句话,市场参与者认为这些证券实际上非常安全。而设身处地的来看,他们的这种看法完全理性,甚至完全审慎:只有大量债务同时违约时,证券资产才可能对银行造成损失,而这一场景只可能在经济灾难时才可能发生。银行实际上预测这样的事件绝不会发生:危机前十几年的经验告诉他们,这样操作带来了大量盈利。另外,管理层的激励机制是错配的。每个管理层的任期有限,他们都试图在任期内完成较好的业绩以获得更多报酬,因而具有足够

[22] 这是等级较好的担保债务凭证,危机前一般被认为没有风险,或风险与美国国债相当,非常安全。

[23] 这是最低等级的担保债务凭证,相当于垃圾债。

[24] Viral V. Acharya, Philipp Schnabl and Gustavo Suarez, "Securitization without Risk Transfer: The Anatomy of Hidden Bank Debt", *Journal of Financial Economics*, Vol.107, No.3, 2013, pp. 515-536.

[25] See Shiller, *supra* note 18, p.16. 又见 Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press, 2005, pp. 1-6. 又见 Markus K. Brunnermeier and Christian Julliard, "Money Illusion and Housing Frenzies", *Review of Financial Studies*, Vol.21, No.1, 2008, pp. 135-180. 另有许多鲜活的例子。比如,一个 New Century 公司的雇员指出,“数量远重于质量”“华尔街对我们的产品非常饥渴,我们的贷款在实际出贷前三个月就已经出售给这些华尔街银行了”(“Wall Street was very hungry for our product. We had our loans sold three months in advance, before they were even made at one point.” See Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 11, p.117.

[26] See Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 11, p.xix.

动力进行冒险,却缺乏审慎行事的激励。^[27]

当然,紧接着的问题是,如果不是为了转移风险,为什么这些机构购买并持有了大量的贷款抵押证券呢?之所以这么做,一个根本的动机是规避监管。银行等金融机构一般将房屋抵押贷款证券放置于影子银行中。具体操作是,银行等金融机构设立一个特殊目的实体,并将证券打包出售给该实体;该实体则以手中证券进行融资并支付银行款项。这样,银行得到了融资,又将证券资产剥离资产负债表,不必像从前那样为贷款留存对冲风险的资产。但实际上,银行的风险并没有通过证券化转移。这里的原因在于,影子银行依靠资产支持商业票据(一种在资本市场上销售的短期债券)融资。为了销售这一票据,原银行需要向买家(一般称为“对手方”)就基础资产(即证券化的房屋抵押贷款)提供保证。而保证的功能则是,当债务违约时,出售方银行履行保证责任、承担损失。就结果而言,这一保证将表面上以证券形式转移出去的贷款风险转回了银行——只不过这些风险不再体现在银行的资产负债表上。^[28] 这些复杂操作的大体功能是规避监管机构对银行核心资本和风险资本的要求(即《巴塞尔协议》项下的各种要求),提高银行杠杆,并借此扩大盈利。这就是我们常说的“监管套利”问题。

这里存在另一个问题,问题指向评级机构。评级机构是信息中介,它们在评估证券风险上具有重要作用,但他们没有很好的完成本职工作。比如,2006年,穆迪每天将三十多项房屋抵押贷款支持的证券评为AAA级;随后的事实是,83%的证券在后来的危机中被降级处理,造成了灾难性的后果。^[29] 然而,将责任全部归于评级机构也并不中肯。评级机构借以评级的依据是金融市场过去的数据与其研发的预测模型。也就是说,评级机构是依据金融产品的历史预测金融产品的未来。由于影子银行引发的金融危机是过去未曾出现过的情况,数据和模型对此缺乏预测能力。同时,这些评级机构仅是信息提供者,并不是金融机构的代理人。更多的是市场参与者,即这些影子银行自身的问题。这些具有足够评估能力并确实持有大量证券的金融机构自身并不关注证券风险。将责任归于第三方机构,难以自圆其说。

第二,从贷款的供给端来看,金融危机的另一个条件是市场上过剩的流动性。在金融危机前的十几年间,特别是2000年以后,美联储宽松的货币政策和国际资本的快速流动导致市场上资金过于充沛。^[30] 银行为了应对过剩的流动性,必须加速贷款流动才能获取利润,因而大幅度降低了贷款审核标准,向大量还款能力较差的借款人发放贷款。同时,由于银行放出大量

[27] See Acharya et al., supra note 24, pp.515—516.

[28] Viral V. Acharya and Matthew Richardson, “Causes of the Financial Crisis”, *Critical Review*, Vol.21, No.2—3, 2009, pp. 195—210.

[29] See Financial Crisis Inquiry Commission, supra note 11, p. xxv. 对评级机构的讨论,又见 Efraim Benmelech and Jennifer Dlugos, “The Alchemy of CDO Credit Ratings”, *Journal of Monetary Economics*, Vol.56, No.5, 2009, pp. 617—634. (记录了评级的真实过程). John C. Coffee, Jr., “Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly”, *Harvard Business Law Review*, Vol.1, 2011, p. 231. (探讨评级机构竞争的可能性和必要性).

[30] 全球储蓄不平衡压低了贷款利率。见 Ricardo J. Caballero and Arvind Krishnamurthy, “Global Imbalances and Financial Fragility”, *American Economic Review*, Vol.99, No.2, 2009, pp. 584—588.

贷款支持房地产市场,房产价格持续上涨,进一步增强了银行的放款信心,使其持续放贷。以上两者最终形成恶性循环,导致泡沫增大,最终难以挽回。对此,波斯纳法官对美联储主席格林斯潘提出了直接批评。他认为,美联储在2003年6月将利率调整至1%(使实际利率为负)是整个危机的真正根源。^[31]

对此,金融危机调查委员会从另一个角度进行了反思。他们提出的问题是,如果没有庞大的影子银行体系,银行会放松对借款人的审核吗?房地产泡沫会存在吗?^[32]答案是肯定的:放松审核和地产泡沫仍会存在,危机也难以避免。直接证据来自国际间的比较。许多没有大规模开展资产证券化业务的国家在2008年左右也经历了严重的房地产泡沫和相应的金融危机。比如,房地产泡沫在英国、西班牙、澳大利亚、法国和爱尔兰等国家泛滥,但他们鲜有美国规模的影子银行体系。^[33]

以上这些证据迫使我们重新思考影子银行在整个金融危机发生机制中的真实作用。综合现有的资料来看,影子银行是金融危机发生的必要渠道之一,它在三个方面成为了流动性的渠道。首先,它使证券、保险资本轻易通过银行抵押贷款进入房地产市场。第二,它降低了银行获取流动性的成本。最后,它使得国际资本能更轻易的流入美国房地产市场。但需要注意,渠道作用是中性的。它在正常市场条件下可以便利资金融通,造福房屋购买者、银行、投资者等多方市场主体。但是,在市场泡沫崩溃时,渠道也使流动性加速扩张,更快地淹没了广大的市场主体。因此,影子银行仅是工具。它所能带来的影响,取决于整个相关市场环境,以及政府的调控和干预。

四、影子银行与中国的法律探索

影子银行存在第三类风险,这对我国的法律和监管有三点启示。

第一,在我国目前的市场环境下,要重视影子银行在特定领域可能带来的道德风险问题,并对症下药,采取相应法律措施。以上分析表明,道德风险引发金融危机,需要两大外部条件,即市场乐观心理以及流动性过剩。从我国目前的情况来看,由于市场投资渠道有限,也由于房

[31] 原文为:“The successive Federal Reserve chairmanships of Greenspan and Bernanke must be reckoned prime causes of the financial crisis and the slide into depression. Greenspan’s tremendous prestige gave him a largely free hand, which he did not use, to choke off the housing bubble by raising interest rates” 见 Richard A. Posner, *The Failure of Capitalism*, Cambridge: Harvard University Press, 2009, pp. 23-25. 这也是金融危机调查委员会的观点。See Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 11, p. xxv. 不过,调查委员会报告的最大问题在于他们指出了危机的许多发生原因,却并没有指出这些原因的相对重要性。当然,也有学者并不同意这一观点。比如,席勒认为货币政策只是受经济状况驱动,而非相反。特别是,本世纪初期的宽松货币政策是20世纪90年代的股市泡沫导致的。See Shiller, *supra* note 18, p. 48.

[32] 这是法律实践中著名的判断因果关系的方式, but for test。即“若一个事件不存在,另一个事件是否得以存在”。

[33] See Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 11, p. 415.

地产资产价格三十余年来持续上涨,人们对房地产价格走势普遍带有较为乐观的情绪。同时,我国流动性也一直较为充足。因此,防范道德风险是一项较为紧迫的任务。

在我国的银行实务中,道德风险已经多有出现。比如,不少购房者的首付资金是从消费贷款等渠道获得,客观上增加了贷款杠杆,诱发了更大的违约风险,而实践中,银行放贷人员对此一般并不加以认真审查。事实上,为了督促银行进行审慎放贷,已经有部分城市采取了相应措施。2017年9月,北京、南京、深圳、广州等多地下达通知,对消费贷违规进入房地产开展调查。在监管趋严的背景下,一些商业银行开始加强对首付资金来源的审查。^[34]但是,总体而言,应对道德风险的监管措施还不够到位。特别是在新型互联网金融、理财产品、信托基金、保险基金等领域,消费者(投资者)与资金管理人之间信息严重不对称,应当着重进行道德风险的防范与治理。

与此相关的,国际监管规则一直将影子银行定义为传统商业银行以外的、承担信贷功能的组织。从我国的情况看,这一定义忽略了传统商业银行之内也可能存在影子银行类的问题,因而存在着覆盖面不足和监管不足的问题。比如,在我国,银行理财产品由传统商业银行发行和管理。理财产品的存在很大程度上是为了规避监管部门对银行业的各项严格监管要求。但是,理财产品虽然将会计风险剥离于银行表外,却未能将实际风险从银行中剥离,留下了较大的系统性风险和道德风险隐患。^[35]对此,国办“107号文”对我国影子银行进行分类时,特别加入了“机构持有金融牌照、但存在监管不足或规避监管的业务”这一类别,将传统银行的理财产品业务也纳入监管范围之内,很具全面性和前瞻性。

第二,在警惕道德风险的同时,也需要正确认识影子银行的正面作用,不宜过分扩大严格监管的范围。学界和实务界一直难以清晰界定影子银行的范围。考察目前官方文件和学者研究,大多采取列举的方法对影子银行进行界定,而各方界定标准宽严不一。国际货币基金组织于2011年发布的《中国金融系统稳定评估报告》,将影子银行界定为非正规金融部门、私募和理财产品等三类。而根据国办“107号文”的规定,中国的影子银行包括以下三类机构:一是不持有金融牌照而完全不受监管的信用中介机构,二是持有金融牌照但监管不足或规避监管的业务,三是不持有金融牌照,存在监管但监管不足的信用中介机构。按照国际货币基金组织和国办“107号文”的分类,传统的民间借贷机构、典当行、互联网金融机构、理财产品、担保公司、小额贷款公司等都被视为影子银行。也有意见认为,保险基金、私募股权基金和养老基金也应计入影子银行范围内。这些定义上的不统一,首先是因为影子银行并非一个法律概念,而是一个近年来人们从金融实践中总结出来的概念。更重要的是,针对影子银行,监管者一直有着扩大

[34] 新华社,“消费贷违规进入楼市,如何回归正途”,见 <http://finance.sina.com.cn/roll/2017-09-27/doc-ifymeswe0373117.shtml?cref=cj>,最后访问日期:2018年1月14日。

[35] Yingmao Tang, “Shadow Banking or ‘Bank’s Shadow’: Re-conceptualizing Global Shadow Banking Regulation”, in Ross P. Buckley, Emiliós Avgouleas and Douglas W. Arner(ed.), *Reconceptualising Global Finance and its Regulation*, Cambridge: Cambridge University Press, 2016, pp. 326-339.

定义的趋势,以图将更多的机构纳入监管范围。但是,过于宽泛的界定影子银行,很有可能导致监管过度,并遏制金融市场的创新和发展。对此,我们要重新考察影子银行的监管范围。本文认为,应当根据一项业务的金融风险实质,即是否会造成“监管套利”“系统性风险”和“道德风险”三个问题,对影子银行的范围做审慎的划定。^[36]对可能造成这些问题的机构,进行着重监管,对不会造成这些问题的机构,则不应过度监管。

曾有学者正确指出,影子银行的一个特征是其“脱媒性”,即“借贷双方不再依靠银行贷款融资,而通过特殊目的实体、货币市场、融资机构等非银行渠道获取资金。借款人对金融服务的需求,从信贷资金转变为非信贷型金融服务。影子银行体系中的资金绕开传统的银行体系,直接从资金所有者输送到资金需求者。”^[37]但是,脱媒性却不是需要对影子银行进行监管的理由。家庭成员之间的传统借贷,当然不需要以银行为媒体,但也没有任何理由对其进行特别监管。与此相似的还有小额贷款公司、融资担保公司和典当行。以小额贷款公司为例,我国法律禁止小额贷款公司吸收存款,小额贷款公司发放贷款完全由其实收资本支持,因而其并不存在传统银行业面对的诸多风险,特别是由期限转换、期限错配导致的挤兑风险。而在不存在挤兑风险的情况下,也由于整体规模较小,小额贷款公司不太可能引发任何系统性风险。同时,小额贷款公司以自身筹集的股权资本进行放贷活动,其投资者和管理者间也不存在超出一般公司范畴的道德风险。综合来看,将小额贷款公司纳入影子银行监管体系进行特殊监管,似乎没有必要。

第三,以上对影子银行与道德风险间复杂历史关系的梳理,并对影子银行在危机中作用的分析,也帮助我们更清晰的看到2008年国际金融危机的真实原因。资产证券化和影子银行体系在危机前的近二十年中曾给世界特别是美国金融市场带来了极大的繁荣,也便利了每个普通百姓的生活。危机后,美国虽然通过了《多德—弗兰克法案》,但显得有些“雷声大、雨点小”,在监管的具体规则上鲜有重大变化。这一方面是因为政治因素的制约,另一方面也是由于金融市场难以找到金融创新和法律监管之间更好的平衡点。从现有的证据看,除了微观监管上的不审慎,国际金融危机的源头更可能在于宏观调控的失败,即过低的基本利率导致的流动性泛滥和市场泡沫化,以及政府通过“两房”等机构补贴消费者购买房产造成的房地产业过热和市场上弥漫的乐观情绪。也就是说,金融危机的源头不仅是市场的失败,也不仅是我们过去经常认为的政府在微观监管上的失职,更多的是政府在宏观上对市场干预的过度。无论是货币政策还是支持百姓购房的贷款政策,美国政府都促成了泡沫的形成。就此而言,宏观调控和微观监管的关系,政府和市场的关系,也应当是我国政策制定者和监管者必须进一步仔细考虑的问题。

[36] 根据风险实质划定监管范围,也是一些学者的观点,见前注[15],第12—13页,以及第48—53页。

[37] 沈伟:“中国的影子银行风险及规制工具选择”,《中国法学》2014年第4期,第151页。

五、结 语

本文指出,在系统性风险和监管套利问题之外,影子银行体系还存在第三类问题,即道德风险问题。道德风险的产生,源于市场上广泛存在的信息不对称。但反观影子银行和资产证券化的历史,其首先是一种金融创新工具,弥补了信贷市场的信息不对称,使得贷款资产得以流转,并有效减缓了银行存贷端期限错配问题,减缓了挤兑风险。道德风险成为2008年国际金融危机的直接原因,需要两个额外条件,即市场上广泛的乐观情绪以及过剩的流动性。就我国现在的情况来看,一方面,我们必须重视影子银行可能造成的道德风险问题,并加强对银行基础放贷行为的监管,另一方面,也要检讨过于广泛的影子银行定义,避免遏制金融创新和发展。总的来看,影子银行问题的核心是政府市场关系问题,涉及政府作为微观监管者和宏观调控者这两个角色,而这些问题都需要辩证的思考和审慎的把握。

Abstract: The domestic and international regulatory framework for the shadow banking system focuses primarily on systematic risks and regulation arbitrage. The initial purpose of this framework was to prevent the financial crisis from repeating itself, but it overlooked a specific type of risk arising from moral hazard: banks loosened their screening standards on borrowers before the crisis, because they were able to transfer their risks by securitization through the shadow banking channel. The lax underwriting standard was further attributable to optimistic plague and excess liquidity, in addition to information asymmetry. Moral hazard was one of the direct causes of the financial crisis in 2008. It is also an acute issue that regulators in China have to address with caution in the present. We discuss how the law should respond to this problem.

Key Words: Shadow Banking; Regulation; Moral Hazard; Identification and Reflection

(责任编辑:唐应茂 高 薇)