

中国式影子银行的风险溯源与监管创新

郭 雳*

内容提要 我国的“影子银行”实践并不具有脱媒性,而是代替银行成为投资者和融资者之间的信用中介;其风险形态因此也与传统银行近似,突出体现为金融机构层面上的期限错配。与美国不同,我国形成上述风险特征的制度性根源主要不在金融机构和金融市场的二元监管结构,而更多归因于长期以来的金融抑制策略、路径偏好及思维定式。就法律政策选择而言,一方面确有必要强化银行的信用中介专营权及相应规则,抑制监管套利、防范系统性风险;另一方面要考虑对现有监管制度进行盘整,使影子银行活动更加有效地与银行信贷业务形成互补,实现“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”等三项任务。

关键词 影子银行 信用中介 脱媒性 期限错配 金融抑制 资产管理

引 言

十年前,影子银行活动引爆华尔街金融危机,造成全球范围内的经济衰退。主要金融监管机构如国际货币基金组织、金融稳定委员会、美联储、欧洲银行等都对影子银行现象高度重视,研究如何对其加强监管,应对系统性风险及监管规避问题。中国的影子银行作为增长速度最快的一支备受瞩目。

从国内来看,影子银行的风险更是不容小觑。其中,既有个别风险如中诚信托、民生银行理财产品的兑付风波,也有行业风险如 P2P (Peer to Peer) 融资平台的集体跑路,亦不乏区域性风险如温州民间金融体系的崩溃,^①甚至出现可能危及金融整体稳定的系统性问题如 2013 年钱荒、2015 年股灾。对此,我国的相关部门给予了回应。2013 年 12 月,影子银行监管的核心规范——《关于加强影子银行监管有关问题的通知》^②(以下简称“107 号文”)面世。随后,银监会等针对此前未受监管的 P2P 融资平台发布《网络借

* 北京大学法学院教授,博士生导师。本文系中国法学会 2016 年度部级法学研究重点委托课题“完善金融风险法律防控体制机制问题研究”(项目批准号:CLS[2016]ZDWT08)的研究成果,感谢夏戴乐博士在文章形成过程中的巨大贡献。

① 关于上述风险的描述,参见沈伟:《中国的影子银行风险及规制工具选择》,载《中国法学》2014 年第 4 期。

② 《关于加强影子银行监管有关问题的通知》,国办发[2013]107 号。

贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》^③;银监会、证监会、保监会针对各自管辖下的资产管理活动发出通知或者指导意见。^④而《非存款类放贷组织条例》也在征求意见稿中,其涵盖了小额贷款公司、典当行等由地方政府监管的非正式金融机构、以及目前未受监管的自然人放贷人等。^⑤

总体而言,现有的监管举措和学术讨论主要是将法律视为金融系统的外部保护机制,探讨怎样的手段可以管控影子银行风险,维护金融系统安全。^⑥在这一视角下,由于各国影子银行的主要风险外观上均表现为期限错配,监管控制风险的技术手段可以互通。但我们认为,法律与金融之间的联系实际上更为复杂,法律规则不仅作为金融系统的外部保护机制存在,更是金融体系的内生机制;其促成了金融体系的形成和发展,并且可能成为危及金融体系稳定的内在原因。^⑦为此本文将在金融活动与监管的论述逻辑间引入风险的制度规范性根源,探讨既有的监管规则与影子银行风险之间的共生关系,并在此基础之上思考法律规则应当如何调整。论文第一部分通过一般原理的阐释,整理归纳中国式影子银行的业态和运作模式,展示风险的发生方式;第二部分剖析这些风险在传统金融监管体系中的定位,说明以往监管思路 and 措施为何无法有效控制影子银行风险;第三部分对我国的影子银行监管策略进行梳理,提出完善建议。

一、风险主要表现:期限错配的同与异

“中国式影子银行”的外延和内涵长期处于模糊状态。^⑧直至2013年12月,国务院办公厅出台107号文,国内关于影子银行的认知基本走向统一。该文被业界视为影子银行监管的纲领性文件,也是官方在此问题上的首度回应。^⑨被107号文明确认定为影子银行的金融机构和活动包括银行理财产品、资产证券化、货币市场共同基金、小额贷款公司、融资性担保公司和P2P融资平台等。^⑩其中一部分脱胎于正式金融机构,即银行、证券(期货、基金)公司及其子公司、保险公司(资产管理业务)和信托公司(信托业

③ 《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》,中国银行业监督管理委员会、中华人民共和国工业和信息化部、中华人民共和国公安部、国家互联网信息办公室令,银监令〔2016〕1号。

④ 例如《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》(银监办发〔2014〕99号)、《中国证券业协会关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》(中证协发〔2013〕124号)、《中国保监会关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》(保监资金〔2016〕104号)等,均禁止相关金融机构开展资金池业务。

⑤ 参见国务院法制办公室关于《非存款类放贷组织条例(征求意见稿)》公开征求意见的通知,载 <http://www.chinalaw.gov.cn/article/cazjgg/201508/20150800478726.shtml>, 最后访问时间:2017年12月6日。

⑥ 如前引①,沈伟文。

⑦ See Katharina Pistor, *A Legal Theory of Finance*, 41 *Journal of Comparative Economics* 315 (2013); Katharina Pistor, Li Guo & Chun Zhou, *The Hybridization of China's Financial System*, in Benjamin L. Liebman & Curtis J. Milhaupt eds. *Regulating the Visible Hand?* (Oxford University Press, 2015).

⑧ 参见巴曙松:《应从金融结构演进角度客观评估影子银行》,载《经济纵横》2013年第4期。

⑨ 107号文并非公开文件,但监管部门的后续监管行动均为对107号文中指引的具体落实。

⑩ 参见《关于加强影子银行监管有关问题的通知》,国办发〔2013〕107号。

务);另一部分则涉及我国的非正式金融,包括小额贷款公司、融资性担保公司、融资租赁公司、典当行、P2P 融资平台等。^⑪

从功能角度看,影子银行是替代传统银行业完成其信用中介功能的机构或者活动,所谓信用中介功能,可进一步分解为信用转换、期限转换和流动性转换等三项功能。^⑫传统银行业在完成这三项功能时,需要在效率与安全之间做出取舍。通常情况下,银行通过借短贷长,或者说期限转换,可实现以完全信息最优风险分担为均衡的状态。^⑬影子银行在实现上述功能时也往往借短贷长,从而面临挤兑风险,不过中国的两大类影子银行活动在运作方式上有所区别,因此其具体的风险展开也不尽相同。

(一) 大资管行业业务及其风险

银行、证券系公司、保险公司推出的资产管理业务和信托公司的信托业务被统称为大资管行业,概指专业管理人接受客户委托,对其委托的财产进行投资运营,以实现资产保值增值的金融服务。2010 年之后,大资管行业在我国发展相当迅猛;据统计截至 2016 年末,行业规模已达人民币 116.18 万亿元。^⑭

资管业务的字面含义为“受人之托、代人理财”,但其法律含义只是一个涵盖了财产相对独立性、受托人的管理财产义务、以及受益人的投资收益权利的信托或者类似信托的法律框架。^⑮尽管这个框架非常适合这些资管机构完成其“受人之托、代人理财”的功能,但是其中宽松的合意空间也使该框架有了发挥其他作用的可能。与国外操作不同,我国的资管行业在很大程度上并不是在金融市场中为投资者寻找合适的产品进行投资,而是为特定的资金需求方设计交易结构以满足其融资需求。^⑯各资管机构的基本交易框架近似,但处于各自的行业与监管生态之下,优势劣势各有不同并时常转换,因此实践中大多数资管业务并不会由某机构单独来做,而是与其他资管机构配合来完成。

在这一融资链条中,与最终资金来源对接的往往是银行理财产品。与其他资管产品相比,银行理财在筹集资金方面有着独到优势。其一,它是少数可以向公众筹集资金

⑪ 按照世界银行的划分,正式金融与非正式金融的主要区分在于是否受到金融监管机构的监管。See World Bank, “Informal Financial Markets and Financial Intermediation in Four African Countries”, at <http://documents.worldbank.org/curated/en/800841467990343381/pdf/570510BRI0Find10Box353745B01PUBLIC1.pdf> (last visited on Dec. 6, 2017). 在我国,银行、信托公司、证券公司、基金公司、保险公司均由专门的金融监管部门进行监管;而小额贷款公司、典当行、融资性担保公司等的主管机构多为地方政府,因此前者属于正式金融机构,而后者趋近非正式金融机构。

⑫ See Zoltan Pozsar, et al., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458, July 2010, revised February 2012, at 9, at: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf.

⑬ 这一模型被总结为 Diamond & Dybvig 模型,参见 Douglas W. Diamond & Philip H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, 91 *Journal of Political Economy* 401 (1983).

⑭ 王晓、冯礼婷:《透视 2016 银行理财市场》,载《21 世纪经济报道》2017 年 7 月 17 日。

⑮ 参见《信托公司管理办法》《证券投资基金法》。《商业银行个人理财业务管理暂行办法》尽管没有明确说明采用信托的法律形式,而是使用了“委托”的字眼;其他的资管计划也通常用“委托”来描述管理人和投资人之间的关系。不过监管规则和资管计划合同共同模拟出了信托业务的核心特征,使得二者的区别实际上相当模糊。参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以 SPV 为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016 年第 6 期。

⑯ 夏小雄将中国信托业这样的发展总结为“得形忘意”,参见夏小雄:《“得形”、“忘意”与“返本”:中国信托法的理念调整和制度转型》,载《河北法学》2016 年第 6 期。其他大资管行业的发展也类似。

的资管产品,购买门槛最低,大多数产品的最低购买金额仅为5万元。相反,其他资管产品多属私募产品,只有资产收入条件达标的合格投资者方能购买,^{①7}起购金额常在100万元。其二,在时下众多的金融产品中,银行理财的信用认同处于较高位阶。鉴于银行在我国经济生活中的核心地位,民众往往认为银行发售的理财产品与储蓄产品类似,即便出现偿付困难也会获得国家的隐性救助。而在实践中,银行为确保理财产品持续发行,也确实大范围采用刚性兑付的策略,导致银行理财产品比其他金融工具拥有了更多的公众信任。^{①8}其三,银行本身具有显著的客户优势和营销渠道,可以很容易地为理财产品所用。据统计,截至2016年末,银行发行的理财产品金额已达29万亿元。^{①9}

然而在目前分业经营、分业监管的格局下,银行在具体的投资操作上所受的限
制也最为严苛,在许多领域甚至无法投资,由此其也需要另外的资管计划将客户的融资需求处理为符合银行理财计划购买条件的产品。为应对监管的拓展和升级,信托公司、证券系公司、保险公司先后成为银行理财产品的合作机构。交易结构也从直接放贷发展为过桥贷款、回购协议等复杂形态,越来越多的金融机构也进入到融资链条之中成为过桥或者通道机构。^{②0}

由于融资者的资金需求通常为长期,而投资人并不愿意承担这样持续的投资风险,为了匹配双方,资管机构需要在其中搭建一个资金池。资金池的运作原理与资产证券化中的特殊目的实体类似,属于资产的集合。但这样的交易结构极为脆弱。首先,尽管大资管行业一般不会如银行存款那样赋予投资者随时赎回的权利,但其从终端投资者处获取的资金基本上是短期的,而某些项目可能长达数十年,因此仍有必要持续地滚动发售。当资金池的短期融资收益加上新发售理财产品所获取的资金,无法满足投资者的到期赎回请求,就会爆发流动性危机,使得资金池的运作难以为继。其次,理财产品在很大程度上对投资者进行刚性兑付,投资者的本息收益由资金池滚动发售和短期融资渠道获得的资金全额偿付,并不与具体的投资收益挂钩,因此理财产品的投资风险实际上在由资金池独立承担。这就使资金池的投资损失没有出口,一旦发生只能淤积于内部,长期累积会导致资金池入不敷出。

与普通的金融风险不同,资金池的风险一旦爆发常会演变成为系统性风险。系统性风险是指某一经济波动或者市场机构的倒闭会引发一系列不利后果乃至多米诺效应的风险。^{②1}引发实体经济衰退的2008年金融危机即是典型,其特点是风险的外部性十分显著,危及整个金融系统的稳定与安全。普通的金融风险蔓延成为系统性风险,可能的

^{①7} 我国主要以财富为标准,划分合格投资者与普通投资者,如《私募投资基金监督管理暂行办法》要求合格投资者投资于单只私募基金的金额不低于100万元,且就拥有金融资产而言,单位不得低于1000万元,个人不得低于300万元(或者最近三年个人年均收入不低于50万元)。

^{①8} See Daniel Awrey, *Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System*, 48 Cornell International Law Journal 1 (2015).

^{①9} 前引①5,王晓、冯礼婷文。

^{②0} 关于理财产品与监管之间的博弈,See Li Guo & Daile Xia, *In Search of a Place in the Sun: The Shadow Banking System with Chinese Characteristics*, 15 European Business Organization Law Review 387 (2014).

^{②1} See Steven L. Schwarcz, *Systemic Risk*, 97 Geo. L. J. 193, 198(2008).

路径有三:第一,金融机构之间债权债务关系紧密,以至于一家金融机构的破产严重累及其他金融机构的资产负债状况^②;第二,传染效应,即金融机构低价出售资产导致持有同类资产的金融机构资产迅速贬值^③;第三,共性效应,当投资者得知一家金融机构的资产状况告急时,会推测其他持有同类金融资产或者采取类似经营策略的金融机构也陷困境,导致其他金融机构也遭受冲击。^④

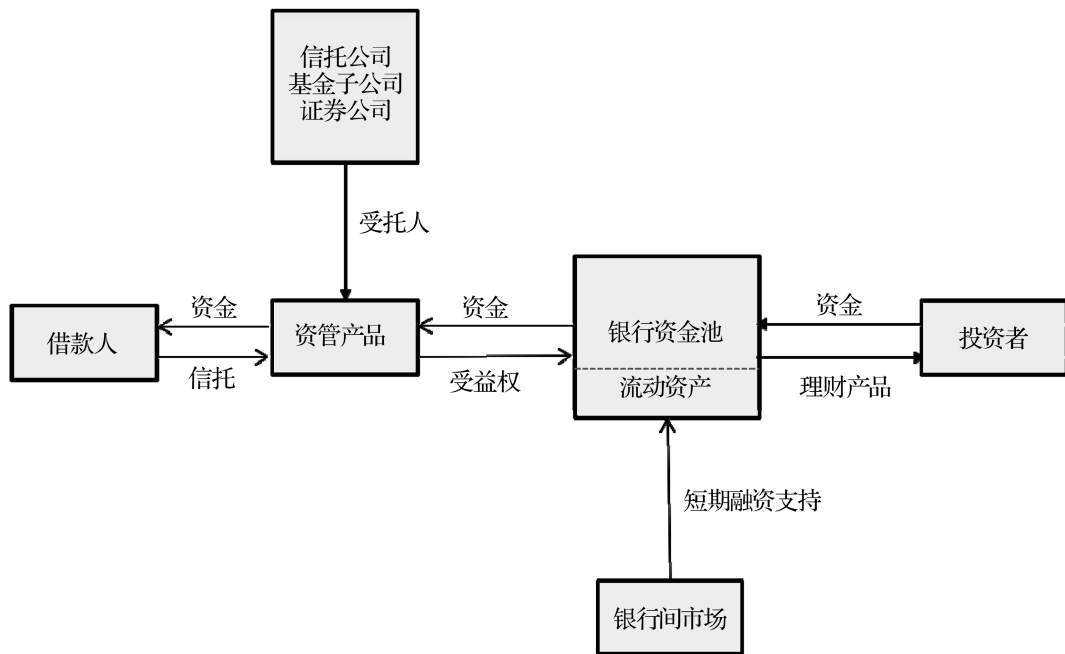


图1 大资管行业交易结构

爆发于资金池中的风险,可以随着上述三条路径蔓延。首先,在关联度方面,资金池存在于银行内部,资金池资产与银行其他资产的隔离并不清晰,关联度更甚于金融机构之间的安排。其次,危机发生时,银行会变卖资金池中流动性较高的产品,或者通过其他方式在银行间市场寻求短期融资,而这些行为均有可能触发传染效应,导致短期利率飙升。第三,理财产品以标准化产品的形象出现,背后的投资情况又不透明,极易引发共性效应。

(二) 非正式金融机构业务及其风险

大资管行业之外的影子银行部分则涉及我国的非正式金融。这些机构除 P2P 外均是在政府推动下设立的,意在覆盖通常银行贷款未能满足的融资需求,以解决中小企业

^② 关于金融风险如何通过金融机构之间的风险敞口进行传播,参见 Hal Scott, *Connectedness and Contagion*, at 17-58 (MIT Press, 2016).

^③ 关于传染效应更详细的描述,See *Id.*, Scott, 6-14.

^④ See Jeffrey N. Gordon & Christopher Muller, *Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank's Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund*, 28 Yale J. Reg. 151, 160 (2011).

融资难等问题。例如,融资性担保公司的主要业务是为金融活动提供担保,最核心的是为银行贷款提供担保;这类公司需要与银行保持良好关系,每家银行都会针对融资性担保公司设立自己的白名单。又如,小额贷款公司服务的对象主要是个人和中小企业。这类借款人信用不足,无法从银行获取贷款,小贷公司则被允许以高于银行贷款的利率对其提供信贷。

上述非正式金融机构的业务实质是为个人或者企业提供信用支持。客户违约时会造成这些机构的损失,但在理论上,它们主要是依靠自有资金运作,与其他机构或者个人发生联系的方式非常有限,风险本应由机构内化承担。然而现实中,这些非正式金融机构的经营却远超于此。融资性担保公司、小贷公司等频繁地向公众吸纳资金用以放贷或者担保赚取利差,而参与其中的投资者多数为当地中低收入投资者。^⑤一旦资金链断裂,便会造成严重的区域性金融风险。^⑥

P2P 网贷则是依托互联网的发展,于 2005 年在英国和美国相继出现的。^⑦其基本模式是由网络平台提供交易场所、审核借款需求并公布在平台上,由出借人选择放贷。^⑧本质上,P2P 融资平台只应作为信息中介——披露展示借款需求,便于投资者选择。该平台往往也提供附加服务,如对借款人进行甄别、设置门槛,或者对所涉贷款风险进行评估分级。^⑨2007 年,P2P 网贷进入我国,^⑩之后便迅猛发展。2013 年底,P2P 融资平台已达 700 多家,借贷总量 1100 亿人民币。^⑪而在 P2P 网贷最先兴起的英国和美国,平台数目只有个位数,贷款规模均在 10 亿美元量级。^⑫

P2P 融资平台最初进入中国市场时,将其业务模式解释成自然人放贷,在当时的金融监管框架下不被视作金融机构或者准金融机构,并不需要受到任何监管。理想状态下,作为信息中介的平台并不参与借贷活动,不承担任何贷款的信用风险。然而,现实中许多融资平台的前身即为非正式金融机构或者地下钱庄,嫁接 P2P 模式后,在线下寻找合适的贷款需求而后将其拆分到网上发售。不少平台甚至以“理财产品”的形式在网上筹集资金,投资者并不知晓这些产品背后对应的具体贷款情况。为吸引更多的资金和投资者加入,P2P 融资平台往往以自身或者第三方提供担保,平台实际上完成了信用

^⑤ 参见郭雳、关涵之:《信用担保领域的典型案例、行业发展与法律规范》,载《金融监管研究》2013 年第 8 期。

^⑥ 参见刘子平:《民间金融危局的成因分析与法律回应——基于对 H 省的调研》,载北京大学金融法研究中心:《金融法苑》第 92 辑,金融法制出版社 2016 年版。

^⑦ 2005 年,第一家 P2P 融资平台 Zopa 在英国成立。之后出现的 P2P 平台还包括英国的 Rate Setter 和 Funding Circle,以及美国的 Prosper 和 Lending Club 等。

^⑧ 参见彭冰:《P2P 网贷监管模式研究》,载洪艳蓉主编:《金融法苑》第 89 辑,中国金融出版社 2014 年版,第 247 页。

^⑨ 典型的美国 P2P 融资平台运作模式,参见 Prosper, *Company Overview*, <http://www.prosper.com/about> (last visited on Dec. 6, 2017)。

^⑩ 2007 年 6 月,上海拍拍贷金融信息服务有限公司成立,一般被认为是中国的首家 P2P 融资平台。

^⑪ 零点财经、零点数据:《中国 P2P 借贷服务行业白皮书(2014)》,中国经济出版社 2014 年版,第 8 页。

^⑫ See The Economist, *Peer-to-Peer Lending: Banking Without Banks*, May 1, 2014.

转换。更有平台还通过拆分债权及回购等方式提供期限转换服务。^③此时的P2P融资平台已全然不是促进直接融资的信息中介,而成为承担信用中介功能的主体,并把风险带向全国。

综上,影子银行的风险在于其从事信用中介活动时,与银行一样需要完成期限转换,由此存在与银行相类似的风险。^④中国式影子银行的问题也没有脱离于此:大资管行业的风险在于资金池滚动发售的短期理财产品一旦无法续上资金,将造成资金池对全体理财产品投资者的违约;非正式金融机构的风险在于当其开始向公众筹集资金时,此类资金多为小额短期,而当经济下行,资金链非常容易断裂,导致借款人无法持续运营陷入财务困境。不过值得注意的是,我国影子银行的信用中介活动和期限错配风险均位于机构层面。这导致在目前的金融监管思路下,其规范根源与国外典型的影子银行并不一致。

二、影子银行风险的制度性根源

(一) 传统的金融二元监管结构及其逻辑

在传统金融监管体系下,金融机构与金融市场被认为是平行的融资形式,分别完成间接融资与直接融资。而对两者的监管也相互独立,各有不同的监管逻辑。

1. 金融机构监管逻辑

二元监管格局下,银行业监管的正当性源于其脆弱的资产负债结构,即借短贷长、仅留存少量现金或现金类资产。这使得银行的资产负债表异常脆弱:一旦大量储户要求取款,容易引发挤兑;此时银行只能低价处置资产,而这会导致其资产严重贬值,令状况原本良好的银行破产。^⑤而挤兑发生后,不仅该银行的储户损失本金、借款人丧失资金来源,还可能累及其他金融机构甚至整个金融系统。因为银行之间通过银行间市场互为债权债务,资产状况紧密联系,一家银行破产导致的风险敞口会造成其他银行损失;^⑥而且,由于银行的资产状况并不透明,一家银行发生挤兑,储户可能推定其他持有类似资产的银行同样面临损失,导致连锁挤兑。^⑦

维护公众对银行的信任、避免挤兑发生非常困难。因为银行的贷款业务在本质上风险相当高:其赢利时收取的是利息,可一旦损失则会赔上本金;而且储户的取款请求可能并非出于现实需求,而是囚徒困境之下的理性选择,因为存款的提取顺序是先到先

^③ 平台可以直接将贷款拆成短期进行出售,也可由自己或者关系紧密的第三人先行放贷,而后将债权拆分成小额短期在平台出售。参见彭冰:《P2P网贷与非法集资》,载《金融监管研究》2014年第6期。

^④ See Christian Hofmann, *Shadow Banking in Singapore*, 2017 Sing JLS 18, 25 (2017).

^⑤ See Douglas W. Diamond & Phil H. Dybvig, *supra* note 14.

^⑥ 关于金融风险如何通过金融机构之间的风险敞口进行传播,可参见前引^②, Scott书, 17-58。

^⑦ 这种情况属于共性效应,可参见前引^④, Jeffrey N. Gordon & Christopher Muller文。

偿。对于单个存款人而言,最理性的选择就是尽快去可能倒闭的银行取走存款,尽管这最终将引发银行挤兑,让所有储户陷入更糟糕的境地。

表 1 银行挤兑时的囚徒困境

	b 不要求提款	b 要求提款
a 不要求提款	a 获得偿付, b 获得偿付	a 未获得偿付, b 获得偿付
a 要求提款	a 获得偿付, b 未获得偿付	a 未获得偿付, b 未获得偿付

现代银行监管规则几乎全部围绕银行的这一风险展开,其入手方向有二:第一,确保银行自身安全稳定地运营,以强化公众对银行的信心;第二,化解囚徒困境,避免挤兑及其后银行的低价甩卖(Fire Sale)。前一方向上,我国的银行法主要依靠特许经营和对“非法集资”的遏制。准入门槛要求银行证明其自身及高管有适合从事这项高风险业务的能力和品格,帮助银行在初始阶段获取并维持公众信任^③;审慎监管规定要求银行持有足够的资本为债务人可能的违约行为提供缓冲,同时保持适当的流动性以应对存款人的提款需求^④;在公司组织方面则要求在银行内部建立相应的风险控制和报告制度。^⑤后一方向上,主要依靠存款保险制度来防止挤兑发生,即确保在银行破产的情况下存款人也不会遭受损失,从而缓解储户间的囚徒困境。^⑥尽管正式的存款保险制度直到2015年5月1日才在我国正式实施^⑦,但在此之前,我国政府对银行业乃至整个金融业事实上承担着隐性保险。此外,我国还设置了最后贷款人制度,银行确实出现流动性风险时由中国人民银行紧急注入资金抑制其蔓延^⑧,以及避免银行进入普通破产程序后低价甩卖资产的特殊的退出机制^⑨,进一步降低银行运营失败的风险。

2. 金融市场监管逻辑

金融市场监管的基础则是有效市场假说。^⑩在该假说下,只要价格可以准确反映信息,市场就能有效地自行运转。当然完全有效的市场并不存在,因此金融市场的监管目的是增强市场的有效性,确保其有效配置资源。^⑪金融市场中出售的商品是无法被明确

^③ 参见《商业银行法》第11-16条。

^④ 参见《商业银行法》第4条、第32条、第39条。

^⑤ 参见《商业银行法》第59-61条。

^⑥ See Richard Scott Carnell, Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Law of Banking and Financial Institutions* (Forth Edition), at 310 (Aspen Publishers, 2009).

^⑦ 参见《存款保险条例》,国务院令 第660号。

^⑧ 参见《中国人民银行法》第28条。

^⑨ 参见《商业银行法》第64-72条。

^⑩ See John Armour, Dan Awrey & Paul Dacies, et. al. *Principles of Financial Regulation*, at 102 – 105 (Oxford University Press, 2016).

^⑪ See Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N. Y. U. L. Rev. 761, 802 (1985).

知晓或者预期收入前景,^{④7}定价难度远远高于其他商品。目前监管机制选择的是促进知情投资者(Informed Trader)^{④8}之间的公平竞争以提高市场的有效性。^{④9}证券监管的三项核心制度:信息披露旨在减少知情投资搜集获取信息的成本,禁止虚假信息披露和操纵市场着眼于降低知情投资人验证信息的成本,而禁止内幕交易是为了使知情投资人能够通过战胜市场获利从而促进证券市场的效率。^{⑤0}

两相对照,像银行监管那样以维护金融机构或者市场安全为目的的措施,在金融市场监管中较为罕见。^{⑤1}市场风险在很大程度上被认为可以由有效市场自行解决;只要确保市场有效,价格波动就属于买者自负的范畴。在某些市场,甚至允许市场参与者为保障自身权益,做出可能进一步加大市场波动幅度的举措,例如期货市场的强制平仓机制。相对而言,我国针对金融市场的救助举措趋向积极,但所采取的常是运用行政力量干预或禁止某些市场主体的交易行为,甚至强制其进行逆向交易,并未从根本上化解市场的恐慌情绪。

(二) 影子银行风险在二元监管结构下的失位

二元监管结构将金融市场监管与金融机构监管区别对待,将应对挤兑风险的相关监管措施仅限于金融机构监管。这也是监管机制无法应对2008年美国影子银行引爆华尔街金融危机的原因。典型影子银行的一个重要特征是脱媒性,即以金融市场来代替传统金融机构实现信用中介功能,通过直接融资工具、交易来开展信用中介活动,减少间接融资过程中的中介机构成本。^{⑤2}与传统银行不同,影子银行情境下的信用中介功能不再是由某个机构单独完成,而是通过金融市场上的不同机构和工具相互配合而实现。也因为如此,在国外,影子银行其后通常会跟随“系统”二字,强调完成信用中介功能的是整个系统,而非其中的组成部分。^{⑤3}典型的影子银行系统是由商业银行、保险公司、结构性投资工具、货币市场共同基金、资产支持商业票据导管、特殊目的公司等机构,以及商业票据、资产支持商业票据、信用违约掉期、债务抵押债券、回购等金融工具所构成,其中的金融机构均作为金融市场中直接融资产品的买方或者卖方,或者金融产品的承销商及其他辅助角色出现。

^{④7} See John Armour et. al., *supra* note 45, 101.

^{④8} 知情投资者并非内幕消息知情人,而是愿意花费时间精力搜集信息作出投资决策的投资者。

^{④9} See Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Roles of Securities Regulation*, 55 Duke Law Journal 711 (2006).

^{⑤0} *Id.*, 755-781.

^{⑤1} 在一些高风险市场如期货市场,存在一些交易机制,如强制平仓制度,避免投资者因为交易对手的违约而遭受重大损失;在股票市场中通常存在熔断制度或者涨跌停板制度,在市场波动剧烈时暂停交易。监管部门在极端情况下还会限制、暂停某些交易形式,例如SEC在2008年金融危机期间曾暂停过一些股票的做空或者裸做空交易,但这些措施主要是为市场提供一个冷静期。

^{⑤2} See Steven L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, 31 Review of Banking & Financial Law 619 (2011).

^{⑤3} See Zoltan Pozsar, et al., *supra* note 12, 5.

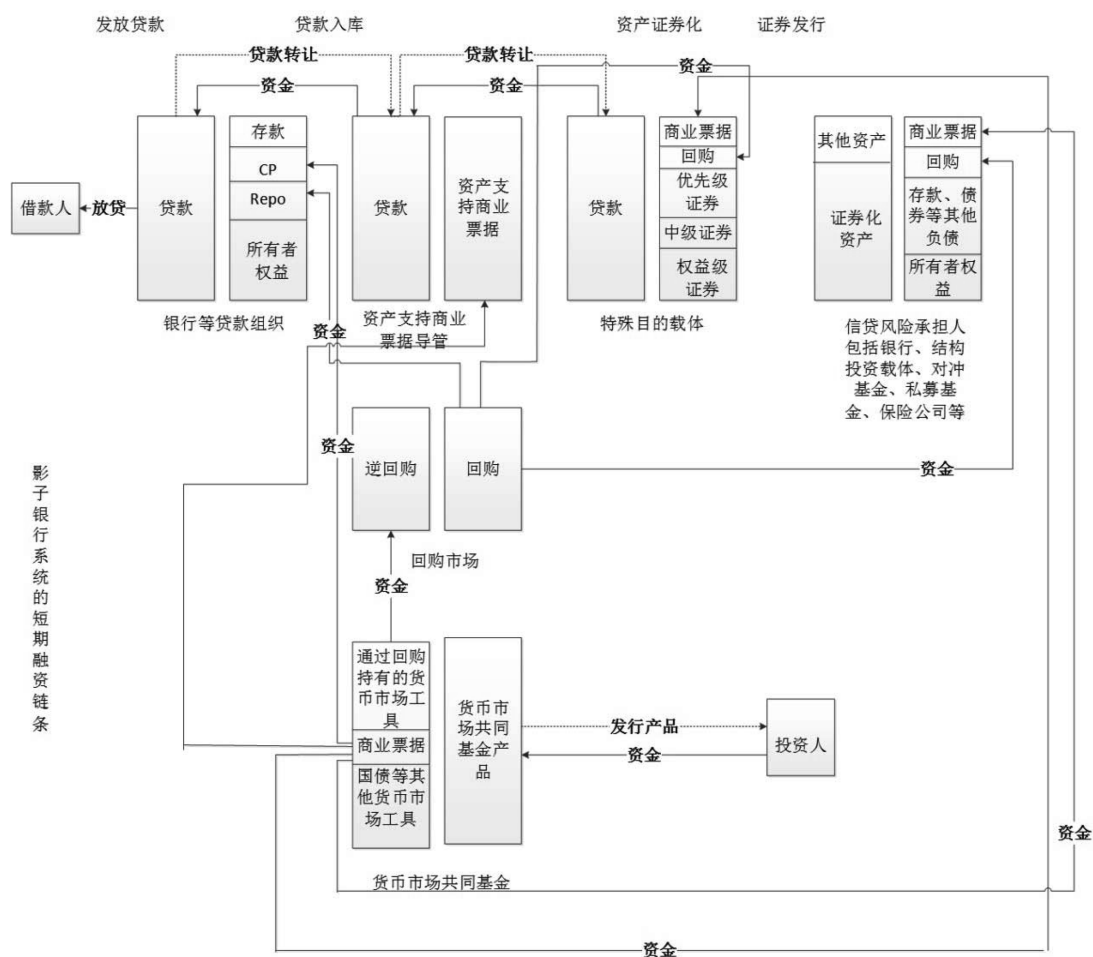


图2 典型影子银行的交易结构

通常影子银行系统中的主要工具,无论是长期的资产支持证券、债务抵押债券,还是短期的商业票据、资产支持商业票据,均属于证券,^⑤适用的是证券法以信息披露为核心的金融市场监管体系。其中诸多品种如通过柜台进行交易的商业票据、资产支持证券、资产支持商业票据,以及储架发行的资产支持证券等还获得注册豁免,几乎不受监管。在这些工具组合成影子银行系统之前,市场机制尚能确保金融市场的稳定运行,然而当其形成系统开始借短贷长,便将期限错配的结构缺陷带到金融市场。这一缺陷非信息披露和市场机制可解决。影子银行系统的运行需要不断地发行短期融资证券,一旦市场对系统的偿还能力有所怀疑,其短期融资就难以为继;融资链条断裂,导致整个系统的崩盘。

^⑤ 关于资产支持证券的证券属性分析,参见洪艳蓉:《美国证券法对资产证券化的规范与借鉴》,载《证券市场导报》2002年第11期。

市场对影子银行系统的信心并不在于影子银行机构自身的信用,而在于抵押品的市场价格。抵押品价格下跌有多种原因,可能由信息不对称造成,也可能是市场的理性选择,或者基于市场之外的其他因素。但无论因何下跌,都会引发系统的反应。为解决投资者的信心问题,影子银行系统发展出“私人最后贷款人”机制:当市场丧失流动性,影子银行机构的发起人(通常是商业银行)会为机构提供流动性,帮其偿还短期债务。^{⑤⑥}然而金融系统存在位阶,^{⑤⑦}私人最后贷款人提供的信用担保无法完全复制以国家信用为基础的真正的最后贷款人制度,其可以在小范围内解决个别机构违约引发的投资者的信任问题,但是当基础资产价格全面下跌时,如2008年金融危机所示,私人最后贷款人机制不仅无法抑制影子银行系统的挤兑问题,反而将风险传导至传统银行系统。

简言之,2008年金融危机是因为随着金融系统的进化,金融机构与金融市场之间的界限逐渐模糊,影子银行的活跃带来了传统二元监管路径所未曾涵盖的风险。作为应对,监管技术有必要因应金融系统的发展,设法及时把新增风险纳入调整范围。^{⑤⑧}

(三) 中国式影子银行的区别之处

我国的情况与此又大有不同。中国式影子银行在完成银行功能时几乎没有金融市场和直接融资的参与成分,而是代替银行成为融资中介。其中,有些环节不具有独立的法人人格,如资管产品和信托产品,多依附于银行、信托公司、证券公司等。某些影子银行活动则对银行完整的信贷功能进行拆分:例如P2P融资平台可能会寻求担保公司等第三方,为平台上的贷款提供担保,从而将一部分信用转换功能让渡给第三方;又如资管产品中的信用转换、期限转换和流动性转换,基本上是借助银行理财产品的资金池运作实现的,而最后的放贷环节则由其他资管机构出面。但无论是单个金融机构,还是不同金融机构间的合作,都构成了实质媒介,直接投入终极投资者与融资者之间的融资链条中。

当融资者无力偿还时,投资者不一定受到损失,因为影子银行在其中改变了两端的权利义务状态,不管投资者的权利为何种名目,影子银行机构基于刚性兑付均要承担偿付义务。金融机构间的拆分或者组合并没有在本质上改变中国式影子银行的媒介性质,影子银行所实现的仍然是间接融资而非直接融资;而完成间接融资的金融机构仍处于金融机构监管的机制和逻辑之下。近年来的并购浪潮中,资管计划成为收购者组织杠杆开展收购的工具,但其作用依旧是对收购者的借贷,资本市场的价格波动风险由收购者承担;而且资管计划在其中基本阻隔了投资者直接对借贷承担风险,他们仍不属于金融市场的直接参与者。因此,中国的影子银行系统总体上其实有别于美国,尚未衍生出二元监管结构所未覆盖的风险;但我国在贯彻实施二元监管时明显存在短板甚至错

^{⑤⑤} See John Armour et. al., *supra* note 45, 440-442.

^{⑤⑥} See Katharina Pistor, *supra* note 7, 319-320.

^{⑤⑦} See John Armour et. al. *supra* note 45, 47-48.

乱,生命力顽强的金融活动找到制度中的薄弱环节,最终也演化为影子银行并且制造出既有监管机制疲于应付的风险。下面举两例具体分析。

其一,我国对于非保障收益类资管产品在二元监管中的定位不明,监管思路混乱。资管产品的投资者以金钱投入,目的是获利,且其获利归因于资产管理人或者被投资企业的努力,在性质上本应属于证券^{⑤⑧},在二元监管结构中应当遵从金融市场监管逻辑,由证券监管部门对其适用以信息披露为核心的监管制度。

但是我国《证券法》对证券采取了形式主义的定义方式,仅将股票、公司债券以及国务院认定的其他证券界定为证券。^{⑤⑨}于是资管产品推出伊始,我国的证券监管部门并未享有监管权,也没将它们视为证券。由于资管产品的提供者几乎均为正式金融机构,其产品因循机构型的分业监管格局,随发行机构由银监会、证监会、保监会分别管辖。为避免管辖权争议,各监管部门并未对资管产品采用证券式的监管方式,而是或对其采用信托的监管架构,或以委托法律关系为基底构建出类信托的监管架构。可这些架构仅仅强调资产的独立性,对金融机构运用这些资产时应发挥怎样作用、承担什么风险,规定得并不充分。在实际运作中,大量资管产品采用资金池的运作模式并奉行“刚性兑付”潜规则,这极大地背离了资管产品的证券属性,赋予其保本付息的储蓄性质,也使发行该资管产品的金融机构实际上是在从事间接融资,并且产生了丝毫不低于传统银行的风险。

其二,我国对于非正式金融机构的监管形密实疏,长期欠缺有力的专责部门,使其容易成为违反银行特许经营制度的突破口。二元监管中金融机构监管的正当性建立在防范挤兑风险上。挤兑风险被视作银行业的特殊风险,因此对银行的监管远严苛于其他金融机构。这一区别在我国不仅体现在具体监管要求上,也体现在监管主体上,银行业各类机构由银监会监管,非正式金融机构则主要归地方政府监管。当后者违反银行特许经营制度从事信用中介活动时,银监会虽有权处置这些风险行为,但更易于发现和及时处理这些活动的其实是开展日常监管的地方政府。不过地方政府监管常常存在利益冲突:非正式金融主要为当地中小企业提供融资,其信用中介活动固然可能引发区域性的金融风险,却至少阶段性地扩张了当地企业的融资渠道;如果地方政府严格执法,可能会对当地经济增长造成影响。在地方政府有意无意地纵容下,非正式金融机构经常沦为非法集资的重灾区。

(四) 规则是如何失效的?

规范层面上,中国式影子银行的信用中介活动其实并非监管的空白之地。规制其风险的第一套监管规则是银行业法律法规。银行外的金融机构如若同时从事吸储和放贷业务,会形成与银行不相上下的风险,因此各国银行法都会引入实质标准对银行业务

^{⑤⑧} See SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

^{⑤⑨} 参见《证券法》第2条。

加以界定,要求从事银行专属业务的均需获得银行牌照,其余机构或者个人不得从事,^⑩我国也不例外。^⑪在可执行规则方面,我国银行业监管规则主要是通过“非法集资”制度来确立银行的业务专营权。吸收公众存款被明确为银行业的专属业务,^⑫非法吸收公众存款则上升到可刑罚制裁的高度,成为“非法集资”防治中的基础罪名。^⑬现行监管规则对“吸收公众存款”的界定注重融资的对象而非融资的形式,任何在正常融资渠道之外向公众筹集资金的行为,包括一般的商业信用、借贷活动,乃至发行债券的行为都可能被目前法律上的“吸收公众存款”概念所囊括。^⑭

第二套监管规则是针对不同金融机构或者金融活动的单行监管规则。金融在我国整体上被认定为特许行业,金融机构及活动的种类会通过单行立法或者规章设定。因此,大多数金融机构或者金融活动在其出现在金融系统之始,就已处于单行法或者监管规则的规制之下。这些单行规则在组织法层面上规定了金融机构设立和金融活动开展的条件和程序,在行为法层面上则划定了金融机构或者活动的业务范围。

上述两套规则已然覆盖了107号文所圈定影子银行的风险行为。该文所指影子银行中,除P2P融资平台之外的非正式金融机构的风险行为同时受到上述两套规则的制约。非正式金融的风险行为离不开向公众筹集资金,银行外金融机构均未获得法律法规授权,其向社会公众筹集资金的行为属于非法集资。同时,这些非正式金融机构也各有明确的经营范围限制,只能以特定的方式为融资人提供资金支持,例如小额贷款公司是以直接发放贷款的方式,典当行是以抵押贷款的方式,融资性担保公司是以为被担保人的融资行为提供担保的方式,不受限制地向公众募集资金超出了其经营范围。

P2P融资平台在之前借“自然人借贷”名义获取免于监管的便利,看似落在监管之外的领域,但是P2P在中国落地后的变形模式几乎均符合非法集资的四项要件,即“(一)未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金;(二)通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传;(三)承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报;(四)向社会公众即社会不特定对象吸收资金”。^⑮所以就性质而言,P2P融资平台可能引发风险的行为仍然受到非法集资规则的规制。^⑯

另一方面,各大资管机构则都接受金融监管部门的监督,其信用中介活动明确违反

^⑩ 参见彭冰:《商业银行的定义》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2007年第1期。

^⑪ 和全球普遍实践一样,银行业在我国也是特许经营行业,设立银行以及从事商业银行业务都必须得到批准。参见《商业银行法》第11条。

^⑫ 我国银行业的专属业务范围并不完全明确。结合《商业银行法》第2、3、11条分析,可以确定吸收公众存款属于银行专属业务。

^⑬ 非法集资主要是指刑法上“非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款罪”“集资诈骗罪”“欺诈发行股票、债券罪”“擅自发行股票、债券罪”“擅自设立金融机构罪”等七项罪名,其中第一项为非法集资活动的基础罪名,其余罪名则为特殊罪名。

^⑭ 参见彭冰:《非法集资活动规制研究》,载《中国法学》2008年第4期。

^⑮ 最高人民法院《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》,法释[2010]18号。

^⑯ 具体分析可参见前引^⑬,彭冰文。

法律的情况并不突出。资管行业主要依靠有向公众筹集资金资格的银行理财产品获取资金,并无非法集资之虞。2017年以前的监管规则对资管产品的投资范围和运作模式,大体上也限制不严,因此资管行业以类似贷款的形式为拟融资企业提供信贷支持,并不违反当时的强制性规范。

但是,资管行业进行信用中介活动与监管精神仍相违背。资产管理业务按照监管规则设定属于金融机构的表外业务,金融机构仅收取管理费,而不承担投资风险,是一项非常安全的创收业务。信托公司、证券公司不得向客户承诺投资不受损失或者保证最低收入,银行理财产品尽管被允许发售保底收益产品,但根据美联储旧金山分行此前的统计,我国商业银行所发售理财产品中,非保底理财产品占60%以上。^⑦虽然资产管理合同通常会明确投资者承担投资风险,前述资管行业运作过程却决定了这一条款无法落实:资管产品募集的资金并不对应具体投资,而是汇集起来形成资产池。当资管产品到期时,资产组合中的多数投资尚未到期,无法计算投资者的投资收益或者损失。因此资管行业通行的做法是全额偿付投资者本金和预期收益,当投资损失切实发生时,行业出于声誉考虑仍严守“刚性兑付”潜规则,不敢让当期投资者承担投资损失。这导致大资管行业严重背离了其表外业务的定位。

于是,吊诡的情形出现了。中国式影子银行可能对金融系统造成风险的活动处于最为严格的监管之下,即全面禁止状态,但监管要求的表面存在并没有解决影子银行在实践中造成的风险。这在一定程度上可以归咎于规则体系中某些监管规定的不清晰^⑧,以及上述二元监管结构的缺陷,然而这些只是影子银行风险爆发的外因。更为根本的问题在于,长期以来监管规则形成的金融抑制环境和融资活动参与者的需求之间存在巨大冲突,导致影子银行直接冲撞禁止性规定或者规避监管规则和原则的现象屡禁不止、层出不穷。

(五) 探究制度性根源的特殊性:金融抑制

如前所述,金融活动在我国处于严格的特许控制之下。除去极为少数的例外,任何资金融通活动,即便是企业之间的正常借贷,均被理解为金融活动,只能由金融机构提供^⑨,或者在监管部门允许开放的金融市场中进行。其中,提供融资服务的金融机构唯有获得监管部门的许可才能开办。金融市场中的金融活动同样也处于事前控制之下,企业只有通过监管部门的事前核准才能公开发行证券筹集资金。通过事前审批控制,

^⑦ See Federal Reserve Bank of San Francisco, *Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure*, at <http://www.frb.sf.org/banking-supervision/publications/asia-focus/2013/april/shadow-banking-china-scale-structure/asia-focus-shadow-banking-in-china.pdf> (last visited on Dec. 6, 2017).

^⑧ 例如针对P2P融资平台和大资管行业的监管,并没有在规则层面明确其进行信用中介活动的方式无效,而日益复杂的交易结构也容易将违规行为掩盖,使得立法目的难以实现。

^⑨ 《贷款通则》第61条规定:“企业之间不得违反国家规定办理借贷或者变相借贷融资业务。”这一局面直至2015年最高人民法院公布实施《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》方有改观。

商业银行在我国金融系统中的核心地位得以确立,融资活动主要通过银行来开展。根据中国人民银行的统计,实体经济从金融系统中获得的资金约有80%来源于银行。^⑩而银行的存款和贷款业务很长时期内皆受利率管制,直到晚近都只能在央行规定的基准利率上下有限浮动。为了保持经济增长,中国人民银行确定的基准利率远低于市场利率,甚至在某些时期真实利率为负,^⑪形成了金融抑制的整体格局。^⑫

这些金融抑制政策给金融服务的提供者——金融机构带来了很大困扰。为确保银行的核心地位,监管规则给予非银行金融机构的生存空间并不大。融资性担保公司为融资活动提供担保,在理论上代替银行或者其他投资者承担了融资活动中的信用风险,但是贷款的利息却归属于银行,融资性担保公司只能收取与风险很不相称的手续费。小额贷款公司等非银行贷款机构尽管可以收取比银行更高的利息,但是其贷款客户比银行客户风险更大,^⑬加上资金来源和杠杆率的限制,难以盈利。另一方面,商业银行尽管被赋予远优越于其他金融机构的地位,政府对其信贷业务的干预仍使银行在市场中倍感压力。在吸储端,由于利率长期被人为压低,银行的储蓄存款逐渐失去吸引力;在贷款端,尽管现在政府已极少直接介入银行的信贷决策,但目前的高存款准备金要求、严格的存贷比及某些信贷政策,仍形成了巨大成本抑制着银行信贷业务的盈利能力。

在金融服务的需求端,无论是投资者还是融资者均未得到较好满足。由于金融机构和金融市场均处于严格的事前管制中,可供投资者选择的投资渠道非常有限。尤其是短期低风险投资,几乎只有银行存款一种选项。^⑭在漫长的利率管制时期,我国的储蓄存款利率不仅显著低于市场利率,有时甚至低于通货膨胀率。^⑮尽管2013年起我国加快了利率自由化改革,但存款相较理财产品仍缺乏竞争力。

而在融资端,金融抑制之下的金融资源分配并不公平,导致部分融资者面临严重的金融排斥。^⑯由于利率偏低,一方面银行通过存款吸收的资金有限,另一方面价格低廉的银行贷款又成为融资者竞相争取的稀缺资源。银行并不能有效满足市场中的融资需求,因此政府通过信贷政策控制银行贷款的流向。根据中国人民银行的统计,银行贷款

⑩ 参见《中国人民银行年报(2015)》,第86页。

⑪ 金融抑制会形成一种居民补贴企业、穷人补贴富人的“倒挂”机制。参见陈斌开、林毅夫:《金融抑制、产业结构与收入分配》,载《世界经济》2012年第1期。

⑫ 许多经济学家认为中国存在较为严重的金融抑制现象。参见卢峰、姚洋:《金融抑制下的法治、金融发展和经济增长》,载《中国社会科学》2004年第1期;刘瑞明:《金融抑制、所有制歧视与增长拖累——国有企业效率损失再考察》,载《经济学》(季刊)2011年第2期。

⑬ 银行的客户多为国有企业,尽管其经济效益未必优于民营企业,但是政府会为其借款提供隐性担保,因此更加安全。See Emiliós Avgouleas & Duoqi Xu, *Overhauling China's Financial Stability Regulation: Policy Riddles and Regulatory Dilemmas*, 4 Asian Journal of Law and Society 1, 9 (2017).

⑭ 货币市场共同基金尽管对银行贷款有较高的替代性,但我国的货币市场尚不够发达和活跃。

⑮ 参见前引①,沈伟文。

⑯ 金融排斥(Financial Exclusion)是指个人或者企业获取金融服务的途径有限。See Sharon Collard, Elaine Kempson & Claire Whyley, *Tackling Financial Exclusion-An Area-based Approach*, at Introduction (The Policy Press, 2011).

约 80% 流向国有企业和上市公司,其余企业只获得 20%。^⑦然而正规途径信贷资源的分配与企业的经济重要性却不成正比。我国经济增长主要依靠的是仅获得 20% 银行贷款的非国有非上市企业,而它们也雇佣着绝大多数的劳动力。^⑧2011 年,非国有非上市企业创造的生产总值约合 11.4 万亿美元,而国有企业和上市公司的数据仅为 4.8 万亿美元。^⑨中小企业在金融市场中的境遇也未见明显好转,无论是公开发行股票还是债券均需要经过证监会的核准,资本市场定位也倾向大型企业和国有企业。^⑩

这些未被现有金融体系满足的投融资需求成为金融机构摆脱监管束缚的出口,非正式金融机构和正式金融机构都开始寻找接通投融资需求两端的新方式。非正式金融机构原本就定位于服务不被银行贷款业务覆盖的信贷需求,事实上,由于银行贷款利率较低,非正式金融机构也无法抢占银行的核心贷款客户。因此其主要通过向公众筹集资金,增加自身的业务杠杆。当然,由于它们本身并不具有向公众筹资的资格,此举也给其带来了巨大的违法成本。因此当 P2P 融资平台引入中国之后,许多非正式金融机构迅速就将它们吸收公众资金的活动伪装成 P2P 业务。尽管这并不能改变其非法集资的实质,但是由于 P2P 融资平台彼时未受到监管限制也不受任何监管部门的约束,使得其被发现和处罚的可能性大大降低。同时,正式金融机构找到了前端监管相对宽松的资产管理业务作为突破口,绕开利率管控以高于存款的利息继续将资金留在正式金融系统内。在融资端,通过与非银行金融机构的合作,银行理财产品亦可规避不少的审慎经营和信贷政策要求。从这个角度看,影子银行突破监管规则、原则的限制所开展的信用中介活动,实际上也是金融系统联合融资者与投资者针对政府金融抑制政策的一种自行修正。

三、规制路径的检讨和变革

(一) 近年来我国对影子银行的监管思路

考虑到典型意义上的影子银行以金融市场代替金融机构,剔除了融资活动中的部分中介,降低了融资人的成本,国外学者和监管者普遍认为可以允许影子银行在银行之外从事信用中介活动,不过在监管设计上应尽量使其融资效率最大化并减小引发系统性风险的可能。^⑪由于其进行信用中介的方式与传统银行有所不同,具体的监管规则与银行监管也有区别。目前各国监管部门提出的影子银行监管工具包括:1. 对原本处于

^⑦ See Franklin Allen and Jun Qian, *China's Financial System and the Law*, 47 Cornell International Law Journal 499, 517 (2014).

^⑧ *Id.*, 542-546.

^⑨ *Id.*, 544.

^⑩ 参见洪艳蓉:《公司债券的多头监管——路径依赖与未来发展框架》,载《证券市场导报》2010 年第 4 期。

^⑪ See Steven L. Schwarcz, *supra* note 52.

监管之外的影子银行工具如对冲基金、私募基金等提出注册要求,将其置于政府监控之下;2. 完善影子银行机构的破产和清算程序,避免其遇到风险时被迫低价甩卖;3. 扩张中央银行的最后贷款人职权,赋予其救助影子银行机构的权限;4. 减少影子银行中的道德风险,如新增资产证券化发起人的自留风险(类似资本充足率)以及提高信息披露要求;5. 通过技术手段的改进降低风险,如对场外衍生品提出场内清算要求,以及规定一部分货币市场共同基金改用浮动净值计价等。

中国式影子银行则尚未进化到这一阶段,基本只是在机构层面替代银行,因此其与银行不仅在功能上大幅重合,完成信用中介的方式也并无本质区别。这种情况下,如果对影子银行的信用中介行为建立一套有别于银行的监管制度,只会在影子银行与银行之间形成不必要的监管套利。20世纪“大萧条”之后建立起的银行业核心监管制度,已经被证明能够有效控制金融机构进行信用中介活动时的期限错配风险,因此目前我国影子银行的主要风险也应通过银行的牌照制度以及其他监管工具予以控制,确保未取得银行牌照的影子银行不再成为信用中介。

上述思路也是107号文之后监管部门针对影子银行采取的基本策略:在“非法集资”制度和其他金融机构经营范围的限制之上,进一步完善银行的信用中介专属权。具体而言,针对影子银行中此前尚未监管的P2P融资平台,银监会明确了其信息中介的地位。2015年7月,中国人民银行等多部门发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》,明确了个体网络借贷机构的信息中介性质,即主要为双方的直接借贷提供信息服务,禁止从事增信服务和非法集资,^⑫否定了目前诸多P2P变形模式的合法性。2016年,银监会、工业和信息化部、公安部、国家互联网信息办公室又颁布了《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》,建立网络借贷信息中介机构(即P2P融资平台)的备案管理制度,同时明确了其业务范围:平台只能作为信息中介服务个人与个人之间的直接融资活动,无权介入信用中介的任何环节。换言之,平台无权进行信用转换、流动性转换或者期限转换功能中的任一,不可将债权期限进行拆分,不可向出借人提供担保;也不能作为融资行为中的任何当事人,不可为自身筹集资金,不可直接或者间接归集资金,如果法律无另外规定也不可发放贷款。^⑬

针对监管规则已较为明确的非正式金融机构,107号文重申了其业务范围限制,并再次明确非正式金融机构均无权染指信用中介活动。2015年8月,国务院法制办也发布过《非存款类放贷组织条例(征求意见稿)》,在放贷业务的管理上取消了自然人与法人之间的区别,为放贷业务统一设立了行政许可。除了个人偶尔发放的贷款或者不以营利为目的发放的贷款可得到豁免,其他未获许可的机构或者个人均无权发放贷款。从监管技术上看,征求意见稿更加注重金融机构的功能化理解,消弭了此前以形式为导

^⑫ 参见《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》,银发〔2015〕221号。

^⑬ 前引③。

向造成的一些监管规避空间。

2017 年以来,各监管部门对正式金融机构从事的影子银行活动也采取了渐趋严厉的姿态。在诸多监管要求中,对大资管行业影响最大的莫过于禁止资金池和打破刚性兑付。前者是资管行业操作期限错配的核心,而后者是其实现信用转换的关键。一旦这两项机制被破除,资管机构将不再是信用中介,资管产品在性质上也会更接近于完成直接融资的证券。具体来说,终结资金池运作模式要求资管产品“单独管理、单独建账、单独核算”,不得“滚动募集、混合运作、期限错配、分离定价”;不过,尽管禁止资金池的要求在多个监管文件中被重申^④,执行效果差异仍很大。同样,打破刚性兑付的呼吁不断,但直到 2017 年 11 月中国人民银行会同银监会、证监会、保监会、外管局等起草的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》(以下简称“资管新规”)公布,较为缜密的可执行性规则方始显现。

此前规范难以落地的一个重要原因是目前的分业监管模式存在巨大套利空间,分散的监管要求容易被规避。克服监管套利的方法是统一监管,可以通过监管部门整合或者一致行动,抑或监管规则的实质性趋同来实现。这些正是“资管新规”的主要努力方向,其对银行、信托公司、保险公司、证券系公司推出的资管产品提出了统一要求,如全面禁止资管行业采用资金池模式、统一资管产品的投资范围、对资管产品提出了逻辑一致的杠杆要求和风险计提指标。

如果上述监管思路能够落地并得到很好执行,有望消除影子银行对金融系统的威胁。但其在另一方面可能带来的问题亦不可不察,即这些规则不仅限制了影子银行从事信用中介活动的可能,同时也关闭了目前金融市场参与者修正金融抑制、金融排斥的通道,容易造成新一轮的资金供需矛盾。那些无法再经由现有影子银行来满足的投融资需求并不会立即消失,很多将转入更加隐蔽的地下金融体系;从整体上这无助于消解金融系统中的风险,反而增加融资人的融资成本和监管部门的监管成本。

(二) 求解金融抑制的相应举措

由于我国影子银行的风险在制度性根源上更多是长期以来监管规则形成的金融抑制,目前以禁止性规定为核心的硬监管就需要调整,做到有所为有所不为。一方面,如前所述应在监管思路确立银行的信用中介专营权,对期限错配风险予以坚决回应,防止影子化的加剧。另一方面,则有必要继续甄别和减少过度的金融管制,引导影子银行活动遵循融资牌照制度,升级协同各类型金融业务。

^④ 107 号文颁布后,《中国证券业协会关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》禁止在银证合作项目中证券公司设立资金池;《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》禁止保险公司发售带有资金池性质的产品;《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》要求信托公司不得开展非标准化理财资金池等具有影子银行特征的业务。2016 年后,监管机构进一步明确资金池产品主要是指具有滚动募集、混合运作、期限错配、分离定价、未单独建账或未独立核算等特征的产品,如《中国保监会关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》均有类似表述。

1. 进一步松绑银行传统业务

影子银行之所以获得大量信用中介业务的商业机会,主要是因为传统银行向社会提供的信用中介服务不尽如人意。因此,将影子银行推离信用中介活动的方法之一是增强传统银行吸引力、拓展其信用中介业务,压缩影子银行从事该类活动的盈利空间。

利率管制是限制银行存贷款规模、引发金融抑制和金融排斥的主要原因。我国商业银行的存贷款利率远低于市场水平,影子银行提供高于存款收益率的产品,便会吸走大量资金。利率自由化改革有助于将资金留存于银行系统内部,进而为更多的融资人服务。2013年7月20日起,中国人民银行全面放开了金融机构贷款利率管制,取消贷款利率0.7倍的下限,利率由金融机构根据商业原则自主确定。^⑤存款利率也按照先长期、大额,后短期、小额的顺序逐步市场化。2015年10月,央行宣布取消存款利率浮动上限,基本放开了利率管制。这为银行提高信贷业务的竞争力,扩张信贷供给扫清了制度障碍。

同时需要改进的是政府实施产业政策的方式。目前的产业政策过于依赖银行信贷调节,方式包括直接禁止对某类企业发放贷款或者设置额度上限、在审核环节对借款人提出更高的要求等。然而信贷政策只能约束处于严格管控下的正式金融机构,而无法有效制约在长期金融抑制环境下滋生的非正式金融体系以及地下金融,因此这些产业政策的实施情况并不理想,反而给影子银行提供了更大的发展空间。政府对房地产市场的调控以及推行其他产业政策,需要有更整体的视角,将各种融资渠道全面纳入、综合施治,而不再是只抓住银行,扭曲其商业利益和判断。为此,作为基础设施工程,金融行业的数据统计、规格口径设定,也有必要进一步予以统一。

相较于银行贷款业务,影子银行通常并没有价格优势。因此,随着基准利率向市场利率的逐步融合,银行新型存款类产品、信贷业务的健康发展,将会压缩影子银行信用中介类型业务的盈利空间,使其自愿放弃与银行相同的借短贷长营利模式,而转向其他业务领域。

2. 拓宽非正式金融机构的赢利渠道

影子银行转型脱离信用中介模式同样需要其经营范围内有足够的盈利空间。商业银行并不适宜满足市场上所有的信贷需求。银行由于其系统重要性受到较多的审慎经营监管要求的限制,即便其对贷款利率有权自主定价,也不能简单提涨利率就放贷给风险过高的借款人。同时,银行对贷款的审核、监管成本较高,发放小额贷款收益甚低。因此,金融体系仍需要银行之外的机构提供信贷服务。目前我国对非正式金融的定位也在于此,即更多地为难以获得银行贷款的中小微企业提供资金支持。

尽管非正式金融机构和银行均从事借贷业务,两者优势各不相同,通过合作有可能同时拓展彼此业务,互利共赢,也能更好地为借款人服务。这种“竞争中合作”的关系最

^⑤ 《中国人民银行关于进一步推进利率市场化改革的通知》,银发〔2013〕180号。

早由美国财政部在关于网络借贷的白皮书中提出。^⑩我国非正式金融机构与传统金融机构可以进行的合作包括:(1)客源流通。银行等传统机构拥有庞大的客户资源,而它们与非正式金融机构对于客户的要求并不完全一样。银行可以将不符合借贷标准但是满足非正式金融机构要求的客户介绍给后者,减少融资人和非正式金融机构的商业机会搜寻成本,同时非正式金融机构的客户一旦满足了银行的借贷条件,也可被推荐至银行。(2)技术共享。非正式金融机构尤其是与互联网相关的机构作为金融科技(Fintech)的主要实践者,具有独特的数据搜集和分析技术,正式金融机构可通过共享其技术对自己的潜在客户进行分析。上述竞争中合作将有利于传统金融机构和非正式金融机构共同拓宽其借贷通道。

从小额贷款公司、典当行、融资性担保公司等非正式金融机构向P2P融资平台“进化”的过程来看,非正式金融机构同样在意违法成本。因此与现有对非法集资的加强打击相结合,拓宽其赢利渠道应当有助于将非正式金融机构推离信用中介活动。相反比较糟糕的情形则是互联网金融行业始终无法找到可持续的合法盈利模式,逆向选择、逐底竞争而沦为“柠檬市场”,重蹈类似融资性担保公司的覆辙,这是尤其需要警惕和防范的。

3. 资管行业的基金化转型

目前监管部门对大资管行业风险的控制主要从两方面入手:其一,防范期限错配风险;其二,控制投资失败风险。前者主要的监管手段是禁止资管行业采用资金池,后者则通过对投资范围进行限制、并辅以禁止通道业务、对投资实施穿透监管等手段达成。^⑪

资管行业可能对整个金融系统构成威胁的根源在于其在很大程度上对投资者进行刚性兑付,导致风险无法及时分散,只能在金融机构内部积聚。这也是我国资管行业与国外同行最本质的区别。现行监管手段虽然可以干扰资管行业发挥完整的信用中介功能,但并不能确保投资风险不由金融机构承担。例如目前的信托计划多数投资单一资产,信托产品期限也与信托的投资期限匹配;而当融资人无法按期偿付本息时,信托公司会帮助寻找第三方来接盘,先行偿付投资人,同时给予融资人一定的缓冲期。相应地,信托公司通常也会与第三方接盘人达成回购协议:如果缓冲期后融资人仍无法偿付本息,信托公司须从第三方处回购资产。这样一来,虽然形式上合规,融资风险实际上仍由信托公司承担。

2014年12月,中国信托业协会联合13家信托公司一起出资,成立了中国信托业保障基金有限责任公司。该公司可被视为信托公司的中央银行和资产管理公司,其主要

^⑩ See U. S. Department of the Treasury, *Opportunities and Challenges in Online Marketplace Lending*, May 10, 2016, at https://www.treasury.gov/connect/blog/Documents/Opportunities_and_Challenges_in_Online_Marketplace_Lending_white_paper.pdf (last visited on Dec. 6, 2017).

^⑪ 资管新规即体现了这一思路,与此配套的还有银监会《商业银行委托贷款管理办法》,银监发〔2018〕2号。

功能是:(1)为信托公司提供流动性支持,通常是在信托计划无法按时偿付或者信托公司需要从第三方处回购信托资产时;(2)收购信托业风险财产并进行处置,一般出现在信托计划已经变成“不良贷款”时。可见,面临信用风险,信托公司还是希望首先在行业内部化解。

然而彻底解决资管行业的困境,需要对其业务进行基金化转型,使它回到直接融资工具的定位。转型后,作为受托人的金融机构不承担信用风险,既有的多数硬监管手段可以被信息披露等方式所替代。原先对投资风险的事前控制规则,如要求资管产品入表管理并提取准备金,或者对投资范围的限制,可转换为商业交易的自主选择。最为要紧的是确保投资者明确知晓其投资风险且具有与该风险相匹配的承担能力。基金化转型后,资管机构需要详细披露资管产品的投资去向及基金净值,而且在公募与私募的基本划分之下确立细化的投资者适当性标准。不过,打破刚性兑付增加了投资者的风险,势必会降低资管产品对公众的吸引力,开放资管行业的二级市场以增强其流动性将有助于缓解这一问题。

结 语

“十九大报告”提出要“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,……健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”。^⑧深刻认识和处理好目前金融领域的“灰犀牛”——影子银行问题任务急迫,无疑是其中的关键环节之一。我国影子银行的风险在外观上与国外近似,同样突出体现为期限错配,但与美国情况不同,其主要存在于金融机构层面而非金融市场层面。此类风险是目前金融机构监管的合理性来源,也是监管重点。因此在规范根源上,这些风险尚未构成对金融二元监管结构的直接挑战;当然,美国金融危机所展现出的上述二元结构的可能局限,仍有理由引起我们重视。就我国而言,长期以来的金融监管规则形成了较为强烈的金融抑制,促使金融体系中的市场主体们联合起来突破监管,违规开展信用中介活动。这是金融领域发展不充分、不平衡的一个突出例证,值得深刻反思。有鉴于此,确有必要着眼全局,加强宏观审慎管理基础制度建设,整合监管架构,同时强化功能监管思维,更加重视行为监管,突出其现实性和有效性。

107号文、“资管新规”等方向正确,举措逐渐明晰并直接作用于风险形式。在与利益集团的博弈中,整体上监管需要统一,决心必须坚定,应严把信用中介的标准及风控尺度,防止银行(或金融机构整体)的进一步“影子化”及非法集资巧立名目、大行其道。

^⑧ 习近平:《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告》,载 http://news.cnr.cn/native/gd/20171027/t20171027_524003098.shtml, 最后访问时间:2017年12月6日。

与此同时,仅靠“围堵”方式强化管控的思路并不能从根本上抑制影子银行活动的滋生。大资管行业需要通过基金化转型告别刚性兑付,P2P 融资平台可以经由信用中介或者信息中介的类型化分流与非法集资划清界限。对转型过程中的强烈阵痛应有清醒认识,中央监管当局须保持定力,而地方金融部门要负起监管实责,才能遏制行业性、区域性风险隐患进一步积聚恶化。在坚守监管底线的前提下还需积极回应现实,一边堵洞一边开窗,尽可能赋予各类金融和非金融机构合理的展业和赢利空间,引导、激励现有影子银行活动逐步完成向脱媒化、持牌化、系统化的升级,成为松绑后传统银行的有益补充,寻求竞争中合作,共同作用加大对实体经济的支持,促进金融生态的健康发展。

Abstract: China's shadow banking practice has not processed the disintermediation as occurred in the United States. They merely replaced traditional banks as the credit intermediary. Thus the risk that shadow banking face in China is not distinguishable from that of traditional banks in nature, highlighting the maturity mismatch at the institutional level. This kind of risk has been plausibly addressed by the current financial regulation, but many financial institutions did not comply with these rules due to the intrinsic financial repression caused thereof. To contain the risk of China's shadow banking, one key is to reinforce the regulatory framework of traditional banking and apply it towards shadow banking when they carry out the credit intermediation to level the playing field and deter the regulation arbitrage. The more crucial part is to upgrade the whole financial system to synergy the institutional level and the market level, and to eliminate the adverse effects of financial repression. The new rules seem conducive to ensure that China's shadow banking activities become more in line with the global practice, and supplementary to the traditional financial business in a healthier and compatible manner.

(责任编辑:王莉萍)