

学校编码: 10384

分类号_____密级

学号: 15620111151978

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

影子银行的信用创造机制——以银信合作
理财产品为例

The Credit Creation of Shadow Bank—— Taking
Bank and Trust Cooperation Financial Products as
an Example

孙文翟

指导教师姓名: 陈善昂 副教授

专业名称: 投 资 学

论文提交日期: 2014 年 3 月

论文答辩日期: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

自 2010 年以来,我国影子银行的规模快速增长,社科院学报《中国金融监管报告 2013》称,我国的影子银行规模在 2012 年底或达到 20.5 万亿元,占 GDP 的 40%。同时,影子银行的风险伴随着中诚信托、吉林信托的兑付危机日渐暴露。越来越多的文章都关注影子银行的风险和监管问题,而忽略了影子银行对货币供应量影响的研究。事实上,如果影子银行真的能够创造信用,其对金融市场和货币政策都会有很大的冲击,只有研究影子银行的运行机制以及其对货币供应量的影响,才能更有针对性的提出政策建议。

本文借鉴传统商业银行的分析框架,讨论影子银行的信用创造机制。一方面,在影子银行体系内部,融资性金融机构、资产证券化机构及回购协议形成完整的信用链条,创造具有货币属性的广义流动性金融产品。另一方面,影子银行凭借其不断的创新、缺乏监管等特点,增强了传统信贷市场的货币创造能力,间接的增强传统商业银行的信用创造能力。

在金融市场发达的欧美国家,影子银行以资产证券化为核心,而我国的金融市场不够完善、金融工具相对简单,资产证券化业务刚刚起步,因此我国影子银行的界定与欧美发达国家有很大的不同。银信合作理财产品作为我国最有代表性的影子银行,颇具欧美发达国家影子银行的特征,其在发行产品时形成的“资金池”也正是资产证券化的基础。因此以银信合作理财产品为例,探讨我国影子银行的信用创造机制。首先借鉴欧美影子银行信用创造的模型,并将银信合作理财产品分成四类,分析不同类别银信合作理财产品对银行资产负债表的影响,发现只有存量信贷资产银信合作理财产品才会放大货币供应量,并推断出银信合作理财产品的发行会增加 $M1$, $M2$ 。但因为准货币、 $M1$ 乃至资产证券化的影响, $M2$ 相对于 $M1$ 增加的更多。最后通过量化的统计模型验证这一理论假设,并得出相关的政策建议。

关键词: 影子银行; 银信合作; 信用创造

Abstract

Since 2010, the scale of China's shadow bank grows rapidly. Chinese Academy of Social Sciences released the "financial regulatory reporting of 2013," which said at the end of 2012, the size of China's shadow bank reached 20.5 trillion yuan, accounting for 40% of GDP. The risk of shadow bank catches everyone's attention. So more and more papers concern the risk and regulation of shadow bank, but neglect that shadow bank may affect the money supply. In fact, if shadow bank can make credit, it may have great effect on the financial market and the monetary policy. Only through researching the operating mechanism of the shadow bank and its impact on the money supply, can we make more targeted policy recommendations.

This paper analyzes the credit creation of American shadow bank on the framework of credit creation of traditional commercial banks and makes the conclusion that the shadow bank can create credit without traditional commercial banks or enhance the commercial banks' ability of creating credit.

In developed countries, the core of shadow banking is securitization. However, the financial market is not perfect in China. Bank and Trust Cooperation Financial Products are the best representation of the shadow bank. The "pool" which formed through the cooperation of bank and trust is the basis of securitization. This paper takes bank and trust cooperation financial products as an example to explain the mechanism of credit creation of shadow bank. I put the bank and trust cooperation financial products into four categories and analyze the impact of different categories on the commercial banks' balance sheets. I find that only the products concerned the existing loans will enlarge the money supply and the bank and trust cooperation financial products will increase M1 and M2. Furthermore, the M2 will be greater affected than M1 because of the increase of M1, quasi-money and the impact of asset securitization. Through the statistical model I prove the previous theory assumptions, and make relevant policy recommendations.

Key Words: shadow bank; cooperation of bank and trust; credit creation

目录

第一章 导论	1
第一节 研究背景及意义	1
第二节 研究内容及框架	2
第三节 研究不足与创新	3
第二章 文献综述	5
第一节 影子银行概念文献综述	5
一、关于欧美影子银行概念的文献综述	5
二、关于国内影子银行概念的文献综述	6
第二节 影子银行信用创造文献综述	7
一、影子银行信用创造	7
二、银信理财产品信用创造	9
第三节 文献综述总结	10
第三章 中国的影子银行	12
第一节 我国影子银行概况	12
第二节 我国影子银行介绍	14
一、金融租赁公司	14
二、民间借贷	15
三、融资性担保业务	16
四、委托贷款	16
五、未贴现银行承兑汇票	17
六、银信合作理财产品	18
第四章 影子银行的信用创造机制	23
第一节 传统商业银行信用创造	23
第二节 欧美影子银行信用创造机制	25
一、欧美影子银行直接的信用创造机制	25
二、欧美影子银行间接的信用创造机制	28
第五章 银信合作理财产品的信用创造	30

第一节 保本型存量信贷资产银信合作理财产品信用创造机制	30
第二节 非保本型存量信贷资产银信合作理财产品信用创造机制	32
第三节 保本型增量信贷资产银信合作理财产品信用创造机制	34
第四节 非保本型增量信贷资产银信合作理财产品信用创造机制	36
第五节 银信合作理财产品信用创造机制理论假设	37
第六章 VAR 模型和协整检验	39
第一节 统计方法和数据描述	39
一、ADF 检验	39
二、VAR 模型	39
三、协整检验	40
四、数据描述	40
第二节 量化模型及结论	41
一、ADF 平稳性检验	41
二、LNM1、LNTB 和 LNI 的实证检验	42
三、LNM2、LNTB 和 LNI 的实证检验	44
四、LNQM、LNTB 和 LNI 的实证检验	46
第七章 研究结论和政策建议	49
参考文献	51
致谢	54

Contents

1 Introduction	1
1.1 Background and Purpose	1
1.2 Contents and Framework	2
1.3 Inadequate and Innovation	3
2 Literature Review	5
2.1 Literature Review of Shadow Bank's Concept	5
2.1.1 Literature Review of American Shadow Bank's Concept	5
2.1.2 Literature Review of China's Shadow Bank's Concept.....	6
2.2 Literature Review of Shadow Bank's Credit Creation	7
2.2.1 Shadow Bank's Credit Creation.....	7
2.2.2 Bank and Trust Cooperation Financial Products' Credit Creation	9
2.3 Conclusion of Literature Review	10
3 China's Shadow Bank	12
3.1 Overview of China's Shadow Bank	12
3.2 Introduction of China's shadow bank	14
3.2.1 Financial Leasing Companies	14
3.2.2 Private Lending	15
3.2.3 Financing Guarantee Business	16
3.2.4 Entrusted Loans	16
3.2.5 Undiscounted Bank's Acceptance Bill	17
3.2.6 Bank and Trust Cooperation Financial Products	18
4 Shadow Bank's Credit Creation Mechanism	23
4.1 Traditional Commercial Bank's Credit Creation	23
4.2 American Shadow Bank's Credit Creation	25
4.2.1 American Shadow Bank's Direct Credit Creation	25
4.2.2 American Shadow Bank's Indirect Credit Creation.....	28
5 Bank and Trust Cooperation Financial Products' Credit Creation	

.....	30
5.1 Principal Guaranteed and existing loans products' Credit Creation.....	30
5.2 Principal Unguaranteed and existing loans products' Credit Creation...	32
5.3 Principal Guaranteed and Incremental Loans Products' Credit Creation	
.....	34
5.4 Principal Unguaranteed and Incremental Loans Products' Credit	
Creation	36
5.5 Assumptions of Bank and Trust Cooperation Financial Products' Credit	
Creation	37
6 VAR Model and Co-integration Test	39
6.1 Statistical Methods and Data Description	39
6.1.1 ADF Test	39
6.1.2 VAR Model	39
6.1.3 Co-integration Test.....	40
6.1.4 Data Description	40
6.2 Quantitative Models and Conclusions	41
6.2.1 ADF Test	41
6.2.2 Empirical Study of LNM1,LNTB and LNI	42
6.2.3 Empirical Study of LNM2,LNTB and LNI	44
6.2.4 Empirical Study of LNQM,LNTB and LNI	46
7 Research Findings and Policy Recommendations	49
References.....	51
Acknowledgements.....	54

第一章 导论

第一节 研究背景及意义

自 2008 年以来，美国次贷危机引发的金融危机席卷全球，“影子银行”这一概念逐渐走入了公众的视野。本文认为，我国的影子银行可以宽泛的定义为能够直接或间接的促进资金融通，不受监管或缺乏监管的非银行金融系统，包括金融机构、金融业务以及金融工具。

理论界普遍认为，2008 年美国金融的罪魁祸首就是影子银行。易宪容(2009)^[1]认为金融危机源于货币膨胀的速度快于实体经济产出增长的速度，而货币之所以迅速膨胀就是由于影子银行的货币供应量扩大作用。我国的广义货币供应量 M2 在 2013 年底为 110.7 万亿元，在 2008 年底为 47.5 万亿元^①，2008 年至 2013 年 M2 增长 133.05%，年复合增长率为 18.44%。我国的国内生产总值 GDP 在 2013 年底为 56.8 万亿元，在 2008 年底为 31.4 万亿元^②，2008 年至 2013 年 GDP 增长 80.89%，年复合增长率为 12.59%。由上述数据可见，2008 年至 2013 年，我国货币的增长速度快于实体经济的增长速度。而影子银行的快速发展是否是导致我国信用膨胀的原因，正是本文研究的重点。

影子银行的盛行无疑极大的挑战了传统信用创造理论和货币政策监管。在传统信用创造理论中，商业银行通过吸收存款、发放贷款的行为创造货币，是基本的货币创造主体，其创造的货币供应量也是货币政策的目标中介。如果影子银行具备与传统商业银行类似的信用创造功能或者能够增强传统商业银行的信用创造能力，那么传统信用创造的理论基础就产生了变化，货币政策的目标中介货币供应量也发生了变化，货币政策的有效性可能会受到一定的影响。故而，研究影子银行对货币供应量的影响，具有很强的现实意义和理论意义。

我国影子银行体系虽然与欧美发达国家的影子银行体系有很大的不同，但也有许多相似之处，如银信合作理财产品、保险公司的资产管理业务、证券投资基金等，其中最具有代表性的，就是银信合作理财产品。银信合作理财产品具有欧

^① 广义货币供应量 M2 的数据来源于中国人民银行网站。

^② 国内生产总值 GDP 的数据来源于国家统计局。

美发达国家影子银行的典型特征，其与结构投资载体（SIV）类似，都是为了规避监管、实现套利而由银行发起的表外投资工具。一方面，银信合作理财产品具有欧美资产证券化的雏形——银行将其信贷资产打包出售给信托公司，建立“资金池”，而“资金池”正是欧美资产证券化业务的基础，也即影子银行直接创造信用的关键所在。另一方面，商业银行利用银信合作理财产品，借信托公司这一“通道”进行表外业务操作，规避其信贷规模和信贷风险的监管，增强银行的放贷能力，获得高于贷款利率的收益并提高了中间业务收入占比。

综上所述，银信合作理财产品也可能从直接和间接两个方面创造信用，从而影响货币政策的有效性。因此，非常有必要分析银信合作理财产品的业务流程和信用创造机制，探讨其对货币供应量的影响，从而给出行之有效的政策建议。

第二节 研究内容及框架

本文主要研究的是以银信合作理财产品为代表的我国影子银行对货币供应量影响并，通过定性和定量两种方式来达到研究目的。

定性方面的研究首先以传统商业银行的信用创造机制为基础，在此基础上分析平行于传统商业银行的影子银行直接信用创造，和进入传统商业银行体系增强其信用创造能力的影子银行间接信用创造。此外，本文分别介绍了我国影子银行的主要组成部分，并着重分析了银信合作理财产品的信用创造机制。

定量方面的研究是在前文定性分析的基础上通过建立向量自回归模型和协整方程来讨论银信合作理财产品的发行规模是否会对狭义货币供应量、广义货币供应量、准货币和狭义货币供应量/广义货币供应量有影响，这种影响是正向的还是负向的。

全文一共分为六个章节，每章的主要内容如下：

第一章：阐明了研究影子银行信用创造的理论意义和现实意义，介绍论文研究的重点以及研究的创新与不足。

第二章：文献综述，首先介绍了国内外学者对影子银行定义的描述和范围的界定。在第二部分介绍了国内外学界关于影子银行这种信用中介能否创造信用、怎样创造信用的研究。第三部分介绍了我国学者对我国银信合作理财产品能否影响货币供应量，怎样影响货币供应量的不同观点。

第三章：概述我国影子银行的现状和起源，并挑选具有代表性的影子银行简要介绍。将银信合作理财产品分为存量信贷资产理财产品和增量信贷资产理财产品，并比较了我国银信合作理财产品与发达国家资产证券化业务的异同。

第四章：首先分析了传统商业银行的信用创造理论，运用类比的方式分析影子银行体系内部的信用创造方式，认为通过影子银行整个链条的密切合作能够创造出广泛意义上的货币。同时指出，影子银行还能够通过进入传统商业银行体系，增强其信用创造能力来影响货币供给。

第五章：将银信合作理财产品分为保本型、存量信贷资产理财产品，非保本型、存量信贷资产理财产品，保本型、增量信贷资产理财产品，非保本型、增量信贷资产理财产品四种模式，并利用类似于第四章的分析方法分别分析这四种理财产品对货币供应量的影响。

第六章：实证分析，通过建立 VAR 模型和协整检验来分析银信合作理财产品发行规模对 M1、M2、准货币的影响，验证上文的理论分析的结论，并提出了相应的政策建议。

第三节 研究不足与创新

本文的可能创新之处在于：

1、将银信合作理财产品分为四类，利用银行的资产负债表分析其对货币供应量的影响。在增量信贷类银信合作理财产品的信用创造分析中，引入“银信银”合作模式，并假设信托公司购买的金融资产为 B 银行的贷款。

2、在 VAR 模型的基础上，利用协整方程讨论银信合作理财产品在长期均衡条件下对各个层次货币的影响的方向。

3、在实证中引入了广义货币供应量和狭义货币供应量之差，狭义货币供应量和广义货币供应量之商，用于证明银信合作理财产品对不同层次的货币的影响效果不同。

本文的不足之处在于：

1、本文虽然论述了银信合作理财产品具有资产证券化的雏形，且对广义货币供应量有较大的影响，但是无法判断银信合作理财产品是否具有内生的信用创造机制。

2、虽然通过实证检验证明了银信合作理财产品的发行增加了广义货币供应量，但无法确定影子银行直接信用创造机制是否起到促进作用。

3、由于本人学识水平有限，对影子银行方面缺乏相关的实践经验，对文中的政策建议难免出现偏颇之处，还望各位老师的指教和同仁的帮助。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 文献综述

第一节 影子银行概念文献综述

一、关于欧美影子银行概念的文献综述

影子银行 (shadow bank) 作为一个较新的概念, 其内涵和外延在不断的被完善。McCulley (2007)^[2]最早在美联储年度会议上提出这一概念, 指影子银行是具有传统银行的业务和特点, 不受到传统银行监管体系的束缚, 游离于传统银行体系之外的金融机构。McCulley (2008)^[3]进一步指出, 影子银行可以宽泛的定义为一种高杠杆的金融中介, 它的负债与传统银行的存款有相似的货币价值和流动性。这种负债可以是货币市场共同基金的份额, 金融公司的商业票据, 独立投资银行和对冲基金的回购借款, 担保债务凭证 (CDO) 的优先级等融资工具。

Pozsar, Adrian, Ashcraft 和 Boesky (2010)^[4]认为影子银行是以市场为基础的金融系统的重要组成部分, 是从事期限转换、信用转换、流动性转换的金融中介, 并无法获得中央和公共部门的支持。影子银行包括金融公司, 资产抵押商业票据 (ABCP), 结构性投资载体 (SIV), 对冲基金, 货币市场共同基金, 证券贷款人以及政府赞助企业 (GSEs) 等。

Gennaioli, Shleifer 和 Vishny(2011)^[5]认为影子银行描述的是一种金融活动, 而这种金融活动发生在受监管的银行体系之外的。近年来, 影子银行最重要的表现形式为: 通过货币市场共同基金等其他游离于监管之外的方式将快速扩张的短期无风险债券提供给金融中介, 这些债券大部分是资产证券化的产物。证券化主要包括: 通过金融中介发行和获得贷款, 将这些贷款收集成多样化的资金池, 并将这些资金池分层。受监管的传统银行在资产证券化的过程中扮演了重要角色, 并持有大量证券化资产, 而大部分证券化资产的融资终端为影子银行。因此, 影子银行很可能是 2007 至 2008 年美国次贷危机的元凶。

美国金融稳定委员会 (2011)^[6]认为影子银行并不是与核心银行体系相平行 (parallel) 的, 而与其有千丝万缕的联系。也就是说, 影子银行游离于或部分游离于银行系统之外, 是一种具备杠杆转换和期限转换能力的信用中介。FSB 进一

步扩大了影子银行的范围，认为金融担保机构、信用评级机构等为期限转换、杠杆转换，流动性转换提供便利的实体也属于影子银行。

前美联储主席 Bernanke（2012）^[7]在金融市场会议上对影子银行的定义进行了概括总结，将影子银行系统总结为工具、机构、市场的集合，是至少部分游离于传统银行系统的信用中介。影子银行能够像商业银行一样，通过发起证券化、资产抵押商业票据，将标的资产移出表外，从而提高自身杠杆。它也能像清算银行（clearing banks）一样，作为回购协议的第三方，为交易双方提供保护和流动性，管理现金和证券的交易。尽管影子银行具备传统银行的信用中介、期限转换功能，却不能依靠于存款保险制度，也不能通过央行的贴现窗口来保证其稳定性，影子银行只能依赖于合同和监管备选集的保护或关于特定企业的限制。

二、关于国内影子银行概念的文献综述

相比于欧美发达国家的影子银行，我国的影子银行起源较晚，产品结构和业务流程相对简单，发展动因也有所不同，导致我国影子银行的范围和特征与欧美影子银行有很大的区别。

2009年，影子银行这一概念开始走入中国学者的视野，但这一时期的研究大多基于美国影子银行体系与次贷危机的关系或对我国金融机构的启示。

范琨（2012）^[8]认为中国的影子银行与西方影子银行有很大的不同，中国的影子银行主要具备初始的融资功能或扩大银行融资额度的能力。影子银行从不同的角度看有不同的分类：以主体分类，中国最具代表的影子银行金融机构有：担保公司、民间借贷、地下钱庄、委托贷款、小额贷款公司、典当行、期货配资、金融租赁等；以产品分类，中国最具代表的影子银行金融产品有：融资票据、理财产品、贷款委托、资产证券化、网上洗钱、私募股权、虚拟货币。

中国人民银行调查统计司与成都分行调查统计处联合课题组（2012）^[9]将中国影子银行宽泛地定义为：“从事金融中介活动，具有与传统银行类似的信用、期限或流动性转换功能，但未受巴塞尔 III 或等同监管程度的实体或准实体。”符合该定义的影子银行非常广泛，主要包括：商业银行的表外理财产品、证券公司的集合理财产品、基金公司的专户理财产品、证券投资基金、产业投资基金、创业投资基金、私募股权基金、终身寿险中的投资账户、企业年金、住房公积金、

小额贷款公司、金融租赁公司、专业保理公司、金融控股公司、典当行、担保公司、票据公司、具有储值和预付机制的第三方支付公司、资金互助社、民间借贷等融资性机构。该课题组还对比了中外影子银行的区别：一是表现形式不一样，国外的影子银行是通过证券化而连接起来的完整信用链条，而国内影子银行大多独立存在；二是运行机制不一样，国外的影子银行是以证券化为核心的交易型金融机构，国内的影子银行更多是补充银行融资的融资型金融机构；三是融资模式不一样，国外的影子银行主要为批发性融资，而国内影子银行实质上市零售性融资；四是与传统银行关系不一样，国外影子银行与银行关系错综复杂，而国内影子银行主要是银行融资的替代补充。

巴曙松（2013）^[10]将我国的影子银行分为最窄口径、较窄口径、较宽口径和最宽口径。其中，最窄口径的影子银行仅包括银行理财业务和信托公司两类；较窄口径，在最窄口径的基础上增加了财务公司、汽车金融公司、金融租赁公司、消费金融公司等非银行金融机构；较宽口径，在较窄口径的基础上增加了银行同业业务、委托贷款等表外业务、融资担保公司、小额贷款公司和典当行等非银行金融机构；最宽口径，在较宽口径的基础上增加了民间借贷。

第二节 影子银行信用创造文献综述

一、影子银行信用创造

影子银行作为一种具备传统商业银行诸多核心功能的金融中介，能否像商业银行一样进行信用创造，怎样影响信用创造机制，是本文研究的中心。

Gurley 和 Shaw（1960）^[11]早在 20 世纪 60 年代就开始关注非银行金融中介机构的信用创造功能。他们认为，银行和非银行金融机构都是通过购买初级证券并创造自身债券的金融中介。金融中介通过持有某类资产而创造数倍的特定债权，使整个社会可得贷资金供应增加，从而发挥了金融中介信用创造的功能。Tobin（1963）^[12]认为银行和非银行金融机构在信用创造方面并无本质区别，而且随着金融的持续发展和内部竞争的日益激烈，资产的形式越来越多样化，其可替代性也增强，其他间接的金融资产与货币逐渐趋同，银行和非银行金融机构的差异只表现在程度上。根据 Diamond 和 Dybvig（1983）^[13]指出发行债务和股权，

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库