

国家自然科学基金青年项目（71603056）、教育部人文社会科学研究青年基金项目（16YJC790093）、
中央高校基本科研业务费项目华东师范大学引进人才启动费项目（2017ECNU-HLYT015）资助。

货币政策与中国 商业银行风险研究

汪莉◎著

 吉林大学出版社

国家自然科学基金青年项目（71603056）、教育部人文社会科学研究青年基金项目（16YJC790093）
教育部基本科研业务费项目华东师范大学引进人才启动费项目（2017ECNU-HLYT015）资助。

货币政策与中国 商业银行风险研究

汪莉◎著

吉林人民出版社
长春

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策与中国商业银行风险研究 / 汪莉著. — 长春: 吉林大学出版社, 2019.8
ISBN 978-7-5692-5283-5

I. ①货… II. ①汪… III. ①货币政策—关系—商业银行—风险管理—研究—中国 IV. ①F822.0
②F832.332

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 162067 号

书 名 货币政策与中国商业银行风险研究
HUOBI ZHENGCE YU ZHONGGUO SHANGYE YINHANG FENGXIAN YANJIU

作 者: 汪 莉 著

策划编辑: 李伟华

责任编辑: 卢 婵

责任校对: 赵 莹

装帧设计: 汤 丽

出版发行: 吉林大学出版社

社 址: 长春市人民大街 4059 号

邮政编码: 130021

发行电话: 0431-89580028/29/21

网 址: <http://www.jlup.com.cn>

电子邮箱: jdcbs@jlu.edu.cn

印 刷: 北京虎彩文化传播有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 13.75

字 数: 190 千字

版 次: 2019 年 8 月 第 1 版

印 次: 2019 年 8 月 第 1 次

书 号: ISBN 978-7-5692-5283-5

定 价: 70.00 元

前 言

长期低利率的货币环境被普遍认为是造成商业银行体系过度风险累积的重要原因，过去的国内研究仅仅考察货币环境对于商业银行风险的影响而忽视银行杠杆的“顺周期”调整等对货币政策作用于银行风险的理论传导机制的影响。此外，以往研究中的货币政策仅仅局限在传统利率政策上，与此同时银行风险的讨论也仅仅局限在以银行传统信贷业务为主的表内风险上，忽略了影子银行业务扩张可能带来的风险表外化转移问题与央行预期的引导对于商业银行风险的影响。

基于这些问题，本书在借鉴前人研究的基础上，从中国特殊的背景出发，分别从“顺周期”杠杆视角、央行预期管理视角和影子银行视角探讨货币政策与商业银行风险之间的关系，以期可以为中国商业风险及金融稳定问题的研究提供一个更为完整的理论框架和实践参考，其中，央行预期管理视角和影子银行视角分别是对传统货币政策和商业银行表内风险的进一步扩展。

在“顺周期”杠杆视角部分，本书主要讨论传统利率政策同商业银行以传统信贷业务为主的表内风险间的关系，与以往研究仅仅侧重于实证检验问题不同，本书在这一部分不仅将银行杠杆的“顺周期”性调整和政府异质性担保因素纳入理论模型考察货币政策改变作用于银行风险



的理论传导机制，而且还在理论研究的基础上，利用更全的银行样本数据——171家商业银行面板数据为“顺周期”杠杆效应和相应的理论机制提供实证支持。

在央行预期管理视角部分，本书突破了对传统利率政策的讨论，关注于货币政策框架下的新要素——央行预期管理政策与银行表内风险的关系，利用基于信息粘性模型估算出的通胀预期波动数据考察预期管理政策对商业银行风险的影响，值得注意的是，该部分同“顺周期”杠杆视角一样，仍然关注的是银行表内风险，并未考虑货币政策变动对商业银行体系内影子银行业务扩张的影响与其可能带来的银行风险表外化转移问题。

在影子银行视角部分，本书将银行的风险从表内扩展到了表外，在考虑商业银行对影子银行业务参与的情况下，探讨货币政策变动如何影响商业银行体系内影子银行业务的扩张和相应的风险表外化转移问题。

本书既有关于货币政策与中国商业银行风险承担问题的理论研究，也有基于现实数据的实证分析，特别是本书对银行“顺周期”杠杆调整、央行预期管理和影子银行问题的讨论，不仅对行业人士研究货币政策与商业银行风险问题有很大的借鉴意义，而且在实践层面上对于如何利用货币政策和宏观审慎政策来进行银行杠杆管理与风险管理也具有重要的指导意义。本书可以作为相关科研机构、政府决策部门和金融机构等的专业人士的参考用书。

本书从选题、构思到最后的定稿，经历过遇到困难时的纠结、困惑和迷茫，也经历过战胜困难后的兴奋、喜悦和激动。在此，感谢一直以来鼓励我的恩师们，感谢无私陪伴我的亲人们，感谢热情帮助我的同学和朋友们！

汪莉

2019年8月

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景与研究意义	1
一、选题背景	1
二、研究意义	8
第二节 研究目标、思路与结构安排	10
一、研究目标与思路	10
二、结构安排	12
第三节 研究方法与创新点	15
一、研究方法	15
二、可能的创新点	16
三、不足之处	19
第二章 文献综述	21
第一节 文献梳理	21
一、金融稳定是否应该纳入货币政策目标	21
二、货币政策与银行风险承担间存在怎样的关系	25



三、货币政策与宏观审慎政策间是各司其职还是相互协调	31
第二节 文献总结与反思	34
第三章 “顺周期”杠杆视角：“顺周期”性杠杆与货币政策的 风险承担渠道	41
第一节 货币政策风险承担渠道：定义与特征	43
一、货币政策风险承担渠道的提出与发展	43
二、货币政策风险承担渠道与广义信贷渠道的区别与联系	45
第二节 货币政策风险承担渠道的理论研究回顾与新启示	48
一、货币政策风险承担渠道的相关理论研究	48
二、基于“顺周期”性杠杆与政府异质性担保现象的理论研究 新启示	50
第三节 基本模型	52
一、模型设定	53
二、均衡	54
三、定理与推论	56
第四节 实证研究设计	62
一、实证模型设定	62
二、变量选取	63
三、数据来源与描述统计分析	66
第五节 实证结果与分析	68
一、货币政策风险承担渠道与“顺周期”杠杆效应检验	68
二、政府异质性担保对杠杆“顺周期”性的影响	72
三、政府异质性担保对银行风险承担的影响	73
四、实证结论与理论预测的比较	75
五、稳健性检验	76

第六节 本章小结	77
第四章 央行预期管理视角：央行预期管理政策、通胀预期波动与银行风险承担	78
第一节 央行预期管理政策：概念界定及其与金融稳定关系	79
一、央行预期管理政策的定义	79
二、央行预期管理与传统政策操作工具的区别与联系	81
三、央行预期管理政策与金融稳定	83
第二节 我国央行预期管理政策的实施	86
一、我国央行预期管理政策的总体特征	86
二、货币政策操作工具的调整	88
三、我国央行关于货币政策和金融稳定问题的沟通	89
第三节 我国通货膨胀预期估计	91
一、通货膨胀预期的估计模型：信息黏性的菲利普斯曲线	91
二、通货膨胀预期的估算方法	95
三、我国通货膨胀预期的实证计算与估计结果	96
第四节 央行预期管理、通胀预期波动与银行风险承担	99
一、实证模型设定	99
二、变量选取与数据来源	100
三、实证结果与分析	101
四、关于实证结果的进一步讨论	104
第五节 本章小结	106
第五章 影子银行视角：货币政策、影子银行与银行风险承担的表外化转移	108
第一节 影子银行：定义与特征	110



一、影子银行概念的提出与界定	110
二、影子银行的特征：与传统商业银行的比较	111
三、影子银行的运作模式	113
第二节 我国影子银行的发展现状及商业银行体系内的 影子银行形式	117
一、我国影子银行的一般形态及其发展现状	117
二、我国影子银行的特点：与欧美影子银行体系的比较 ...	121
三、我国商业银行体系内的几种影子银行形式	122
第三节 我国货币政策实施与商业银行体系内影子银行 业务的发展	124
一、文献中关于影子银行诞生与发展原因的解释	124
二、我国货币政策实施与商业银行体系内影子银行 业务的发展	127
第四节 货币政策、影子银行业务与银行风险承担的 表外化转移：DSGE 模型构建	130
一、模型特征	130
二、模型环境	130
三、均衡条件	144
第五节 数值模拟与分析	144
一、参数校准	144
二、数值模拟与分析	146
三、数值分析小结	153
第六节 关于模型结论的实证检验	154
一、实证检验设计与数据说明	154
二、实证模型与检验	155
第七节 本章小结	159

第六章 宏观审慎政策、货币政策与银行风险承担	160
第一节 宏观审慎政策：概念与特征	161
一、概念的提出与发展	161
二、宏观审慎政策的目标	163
三、宏观审慎政策的工具	165
第二节 宏观审慎政策的实践	168
一、国际宏观审慎政策的实践	168
二、我国宏观审慎政策的实践	170
三、宏观审慎政策的国际合作	171
第三节 宏观审慎政策、货币政策与银行风险承担	172
一、货币币政策在应对银行风险承担中的不足	172
二、宏观审慎政策与“顺周期”性杠杆	172
三、宏观审慎政策与政府担保	173
四、宏观审慎政策与银行表外风险承担	174
五、宏观审慎政策与货币政策的协调与搭配	175
第四节 本章小结	175
第七章 结论与政策建议	177
第一节 主要结论	178
第二节 政策意义	181
参考文献	183

第一章 导论

第一节 选题背景与研究意义

一、选题背景

早期的央行同时将维持价格和金融稳定^①作为自己的主要目标（Stein, 2012），央行诞生的最初目的在于应对“自由银行”体制下的金融危机（Bagehot, 1873; Goodhart, 1988）。然而，2008年金融危机爆发之前，现代货币理论和政策制定者们都一致认为稳定的价格和产出有利于提高金融体系的稳定性，以最小化价格和产出波动为目标的货币政策可以抑制资产泡沫的出现（Bernanke, Gertler and Gilchrist, 1999; Bernanke and Gertler, 2001），因此，央行货币政策的目标被缩窄为价格和产出稳定。“大缓和（Great Moderation）”的成功经验更使得政策制定者们自信满满，忽视了金融动荡背后所隐藏的潜在风险（Mishkin, 2011）。2008年，一场席卷全球的金融危机让越来越多的人开始反思这样一种政策模式的合理性，长期低利率的货币环境被普遍认为是造成房地产泡沫、银行体系过度风险

① 关于金融稳定的概念界定尚未统一，具体可参见 Issing（2003），Schinasi（2004），Borio and Drehmann（2009a）等人的讨论。



累积和金融失衡的重要原因 (Taylor, 2007, 2009; Gambacorta, 2009; Adrian and Shin, 2009, 2010b; Adrian, Estrella and Shin, 2010; Mishkin, 2011; Borio and Zhu, 2012)。货币政策与金融稳定间究竟存在怎样的关系? 货币政策是通过怎样的渠道影响金融稳定? 货币政策是否应该盯住金融稳定? 货币政策与以金融稳定为最终目标的审慎监管政策间应如何协调才能相得益彰? 国外已有大量的文献开始对此做出了解释, 其中, 货币政策与商业银行风险问题的研究在货币政策与金融稳定关系的探讨中备受关注 (Delis and Kouretas, 2011; Altunbas, Gambacorta and Marques-Ibanez, 2010, 2012; Borio and Zhu, 2012; Dell' Ariccia, Laeven and Suarez, 2013)。

虽然此次金融危机对我国造成的不利冲击远不及欧美国家, 但长期以来在金融约束政策和利率管制措施下形成的低利率环境及货币政策过度依赖数量型和非市场化工具的现状不得不让国内一些学者感到焦虑不安, 以银行主导的金融体系使得货币政策与商业银行风险问题的研究持续升温: 张雪兰和何德旭 (2012), 江曙霞和陈玉婵 (2012), 徐明东和陈学彬 (2012), 方意、赵胜民和谢晓闻 (2012), 牛晓健和裘翔 (2013), 张强、乔煜峰和张宝 (2013) 等均支持了我国货币政策对银行风险的激励作用, 长期低利率的货币环境扭曲了商业银行的风险度量与风险偏好。然而, 这些研究仅仅是一个开始, 目前国内货币政策与银行风险承担问题的研究还仅仅局限在传统利率政策与银行以传统信贷业务为主的表内风险承担行为上, 货币政策作用于银行风险承担的理论机制的讨论也相对比较缺乏。因此, 要清楚地认识到货币政策与银行风险承担间的关系, 还有很多疑问和难题需要我们去深思, 去解决, 特别是近些年, 我国银行业和货币政策呈现出一些新的特征。

1. “顺周期” 杠杆问题日渐突显

图 1-1 与图 1-2 分别从截面与时间维度刻画了我国四大类银行——大型商业银行、股份制银行、城市商业银行和农村商业银行与农村信用合作

社在 2006—2012 年总资产增长率与杠杆增长率间的关系^①。不难发现，无论是对于何种类型的银行来说，银行的总资产增长率与杠杆增长率均呈现正相关关系。

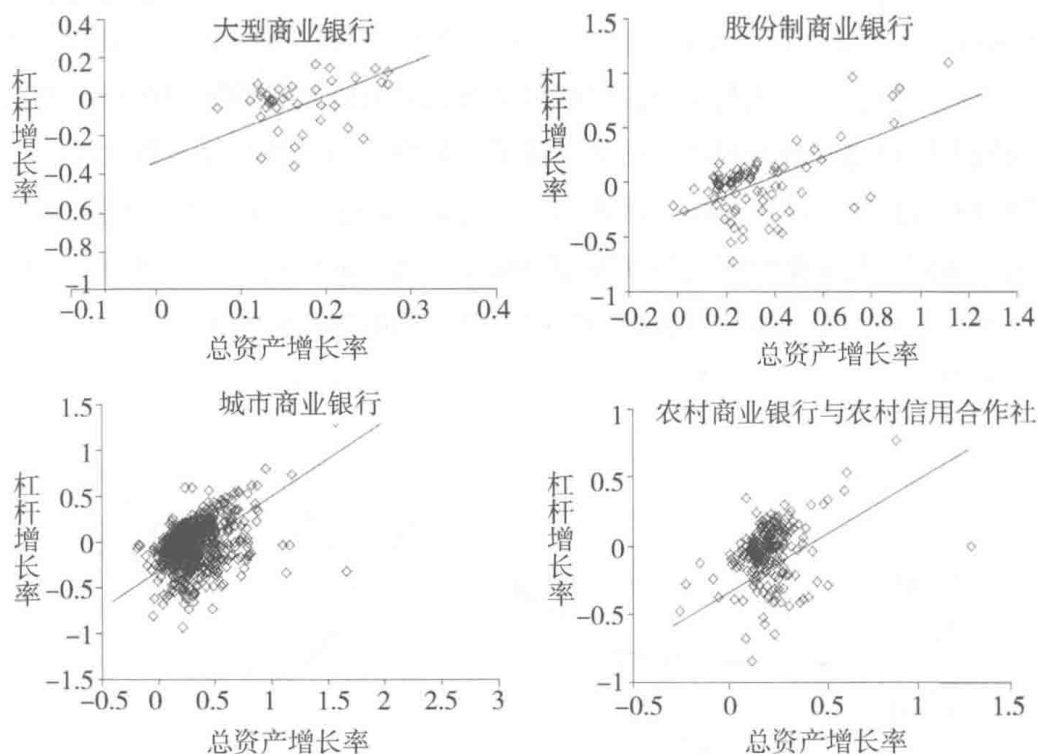


图 1-1 2006—2012 年总资产增长率与杠杆增长率关系的散点图

注：基于 Adrian and Shin (2010 and 2014)，Damar、Meh and Terajima (2013) 等人对杠杆“顺周期”问题的讨论，银行杠杆的“顺周期”调整与其资产负债表的积极管理之间存在密切联系，银行杠杆增长率与资产增长率间的关系也常被用于杠杆调整是否存在“顺周期”特征的判断。当两者间存在正相关关系时，则认为存在杠杆“顺周期”性调整，且杠杆增长率相对于资产增长率的变动越大，“顺周期”性越强。

杠杆率的变动总体滞后于银行总资产增长率的变动，即当银行资产负债表规模增加时，其更偏向于进行积极的资产负债调整，增加自身杠杆水平，杠杆调整的“顺周期”特征在我国商业银行中普遍存在。因此，考虑银行杠杆的内生调整特性对于我们更好地理解货币政策与商业银行风险间的关系不可或缺。

① 数据来源于各银行年报数据的整理与汇总。



虽然近年来不断有学者关注杠杆“顺周期”特征带来的经济波动效应与银行风险问题，如 Adrian and Shin (2010b) 认为银行杠杆的“顺周期”性是造成经济波动加大与风险定价扭曲的重要原因，Gertler, Kiyotaki and Queralto (2012) 则在 Gertler and Karadi (2011) 等人模型基础上放松了银行债务融资假设，认为银行会根据经济冲击及央行政策的预期在债务融资与资本融资之间进行权衡，任何降低银行风险感知的外部冲击都有可能增加银行的风险承担倾向。然而，这些研究大都围绕杠杆“顺周期”调整的直接宏观与金融稳定效应展开而忽略了货币环境因素，“顺周期”的杠杆调整会对货币环境作用于银行风险承担激励的理论传导机制产生怎样的影响仍是一个谜。

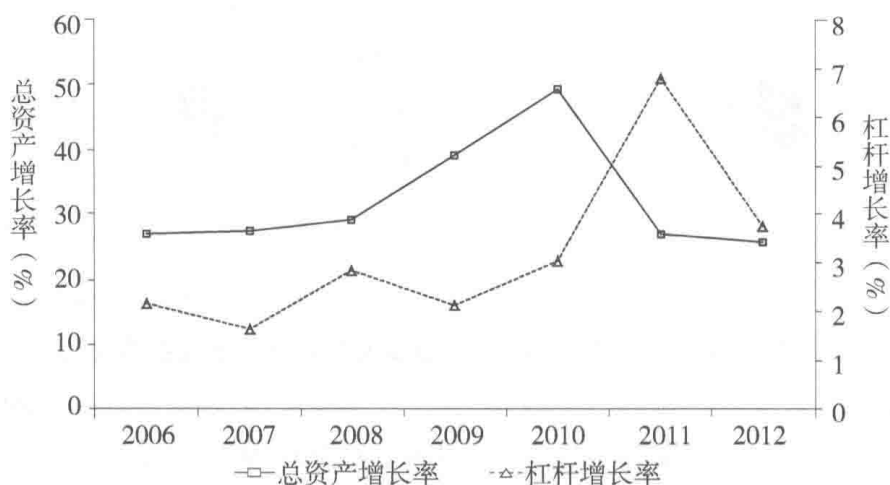


图 1-2 2006—2012 年总资产增长率与杠杆增长率的变动趋势

2. 政府异质性担保的存在使得银行风险问题更加复杂化

虽然长期以来形成的特殊的“银政”关系使得我国政府尤其是地方政府对商业银行的担保行为存在一定的保险效应，但与存款保险制度不同的是，这种政府担保行为形式的保险效应具有一定的异质性特征，特别是在金融不稳定的环境下，政府的“保护伞”可能会更加青睐于大型商业银行或是政府控股银行 (Hakenes and Schnabel, 2010)。随着我国银行业进入管制的放松与市场结构改革的推进，一个包括大型商业银行、股份制商业

银行、城市商业银行及农村和城市信用社在内的多层次的银行体系已经形成，银行数量不断攀升。特别是近几年，地方性中小银行利用其得天独厚的比较优势在解决中小企业融资难问题、带动地方经济增长中发挥着举足轻重的作用（林毅夫和孙希芳，2008；雷震和彭欢，2010）。然而，与隐性国家信用保障下的大型商业银行相比，这部分银行尚不具备大型商业银行凭借国家信用背景所获得的公众信任（鲁丹和肖华荣，2008）。此外，地方政府信用对区域性中小银行的担保也可能随着股权结构的不同而存在差异，政府控股的中小银行可能享有更大的政府担保力度与保险效应。政府异质性担保的存在使得银行风险问题更加复杂化。

3. 影子银行加速了银行表外化业务的发展

在我国，随着资产表外化特征的日益突出，商业银行体系内的影子银行形式如理财产品发售、委托贷款在近几年飞速发展，甚至达到影响市场流动性和整个信贷、货币政策的程度^①，银行的风险不再仅仅局限于传统信贷业务风险，各种形式的影子银行成为考量银行总体风险承担水平不可或缺的重要因素之一。图 1-3 描绘了 2003—2012 年我国政策利率的变动与社会融资总量中人民币贷款、影子银行规模占比趋势。其中，虚线（主坐标轴）代表我国一年期银行贷款基准利率与存款基准利率，实线（次坐标轴）代表人民币贷款与影子银行规模占社会融资总量的比值。从中可以发现，总体上，影子银行规模占社会融资总量的比重同存贷款基准利率呈现同向变动，而人民币贷款占社会融资总量的比重同存贷款基准利率呈现反向变动：从 2003—2007 年，我国的存贷款基准利率分别从 1.98%，5.58% 上升至 3.96%，7.68%，这一时期人民币贷款占社会融资总量的比重从 81.06% 下降至 60.88%，而影子银行占社会融资总量的比重从 12.24% 上升至 32.64%；随后，在 2007—2012 年，存贷款基准利率分别降至 2009 年末的 2.25%，5.76% 后又攀升至 2012 末的 3%，6.4%。对应地，人民币

^① 参见邵宇（2013）。



贷款占社会融资总量的比重先增加至 2009 年末的 68.97% 后又下降至 2012 年末的 52.04%，而影子银行占社会融资总量的比重先下降至 2009 年末的 24.37% 随后攀升至 2012 年末的 42.14%。紧缩性的利率政策在抑制银行传统信贷的同时，是否导致了商业银行体系内的影子银行业务的扩张和银行信贷资产的表外化转移？从风险角度考虑，一定程度上有利于降低银行表内风险承担意愿的紧缩性利率是否会伴随着影子银行业务的扩张激励银行风险承担的表外化转移，即紧缩性利率政策是否会引起我国商业银行“量”与“风险”双重表外化？如果是，什么是引起利率政策变动时商业银行表内外风险承担行为差异的根源？在机制上又有何不同？至今为止，这些疑问都是未解之谜。

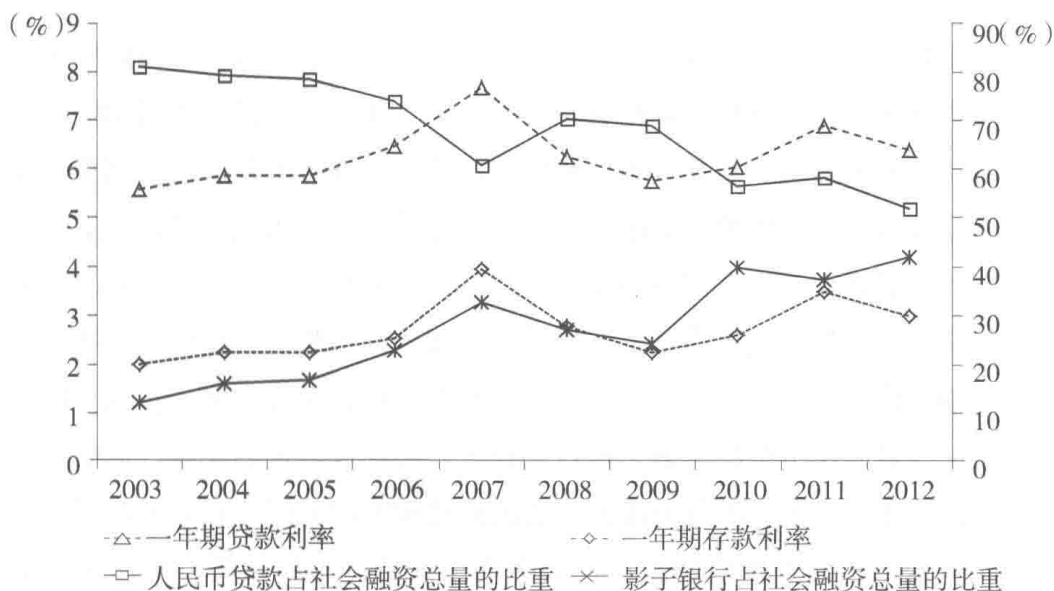


图 1-3 2003—2012 年社会融资总量中人民币贷款与影子银行占比走势图^①

注：根据邵宇（2013，东方证券研究所）的分类，我国的影子银行可以分为实体支持类影子银行、金融交易支持类影子银行和杠杆放大类影子银行三种，本图统计的是与商业银行相关的实体支持类影子银行（如信托贷款、委托贷款等）占社会融资总量的比重，若考虑剩下的两类影子银行，这一比例会更大。

^① 数据来源于邵宇（2013）。

4. 央行预期管理政策逐渐成为央行货币政策框架的核心要素之一

20世纪90年代以来货币政策执行理念发生了重要变化,“出其不意”的货币政策逐渐让步于更加透明的货币政策,预期的引导与管理成了央行货币政策框架的核心要素之一(Woodford, 2005)。越来越多的央行会及时披露货币政策执行报告、统计报告、委员例会信息等,部分央行还设定了量化的通货膨胀目标,定期发布关于失业率、产出与通货膨胀等宏观经济变量的预测。央行政策沟通等预期管理政策在稳定市场预期、提高货币政策有效性中的重要作用已在学界达成共识,并在一定程度上被视为新的货币政策操作工具(Blinder et al., 2008)。近些年来,我国央行预期管理政策在降低经济不确定性、减少通货膨胀及其预期波动中的作用也得到了越来越多的重视。2009年10月21日温家宝总理在国务院常务会议中提出“要把保持经济平稳较快发展,调整经济结构和管理好通胀预期的管理作为宏观调控的重点”,这是我国官方第一次提出预期管理的概念,标志着我国宏观调控从直接调控向间接调控转变的新境界。随后,2010年的《政府工作报告》进一步指出要“发挥利率杠杆在调节总需求、管理通胀预期中的作用”。此外,学者熊海芳和王志强(2012)、姚余栋和谭海鸣(2013)等均肯定了央行预期管理政策的重要作用,如熊海芳和王志强(2012)基于宏观经济信息意外和利率期限结构,以时间序列分析的方法考察了货币政策意外及央行沟通对市场隐含的通胀预期变动的影响,研究发现货币政策操作和央行沟通行为对预期的冲击在2008—2009年前后出现了结构性的变化,中国人民银行的货币政策操作有在事后进一步加强预期的效果,央行行长的讲话会对预期产生一定的影响。由此可见,预期管理的作用日益受到政策制定者与学界的广泛关注,货币政策和银行风险承担行为间关系的讨论如果仅仅局限在传统利率政策与银行风险承担间的关系上显然还有所不足,探讨央行预期管理政策与银行的风险承担行为间的关系对于维护我国银行业乃至整个金融体系的稳定性同样具有重要的意义。