

货币政策的银行风险承担渠道 及其异质性测度

◎李伏安 等

摘要：2008年国际金融危机爆发后，货币政策的银行风险承担渠道成为学术界关注的焦点，既有研究认为货币政策对银行风险承担具有显著影响，但对不同银行的风险承担水平的影响程度是否存在差异，还没有文献进行探讨。本文基于2010—2017年60家商业银行的平衡面板数据，采用交互固定效应模型测算出货币政策的变动对单个银行风险承担水平的异质性影响。研究结果显示，宽松（紧缩）的货币政策导致银行风险承担增加（减少）。除了外资银行之外，价格型货币政策代理变量对国有大型商业银行风险承担水平的影响程度最强，对全国性股份制商业银行风险承担水平的影响程度次之，对区域性商业银行风险承担水平的影响程度相对最小；相比之下，数量型货币政策代理变量对区域性商业银行风险承担水平的影响程度最大，对全国性股份制商业银行风险承担水平的影响程度次之，对国有大型商业银行风险承担水平的影响程度相对最小。

关键词：货币政策 银行风险承担 银行异质性 交互固定效应模型

作者李伏安系渤海银行股份有限公司董事长，其他作者包括张嘉明、王鑫杰。张嘉明系渤海银行股份有限公司博士后工作站、南开大学经济学院博士后流动站博士后，王鑫杰系渤海银行股份有限公司战略发展与投资管理办公室副主任。

一、货币政策银行风险承担渠道的提出

2008年爆发的国际金融危机动摇了货币政策传统运作形式。危机发生后,人们开始重新审视银行等金融中介在货币政策传导中所扮演的角色,《巴塞尔协议》的最低资本要求促使银行业更加关注风险敏感性问题。传统的货币政策传导机制中并没有把风险作为一个重要因素来考虑,但这并不是说风险在货币政策传导中不起作用,而是在货币政策传导研究中往往会忽略风险偏好对经济主体行为的影响。也有一些学者注意到了风险在货币政策传导中的重要性,有研究指出,在银行之间存在信息不对称时,过低的利率可能引起银行放松信贷标准,增强承担风险的意愿。肇始于美国的国际金融危机改变了人们对宽松货币政策的看法,这主要是因为此次金融危机是在长时间超低利率和宽松流动性之后发生的,实际利率长时间保持低位,催生了资产价格泡沫以及证券化信贷产品,并导致金融机构承担越来越多的风险。可以说是美联储货币政策影响了金融机构的风险偏好,进而增加了商业银行风险承担意愿,促使整个金融体系风险的积累。在此背景下,货币政策的立场及货币政策的调整,都会在一定程度上对具有有限理性的商业银行产生影响,银行会根据目前及未来一段时期货币政策的立场来调整自身风险承担的意愿,进而对银行贷款决策产生影响。

国际金融危机爆发后,货币政策与金融危机间的关系,以及货币政策立场对银行风险承担意愿的影响就成为学者研究的热点。Borio和Zhu(2008)率先提出了货币政策的风险承担渠道,即通过参与主体的价值、收入和现金流机制、追逐收益机制、中央银行的沟通及反应机制和杠杆机制等作用机理,货币政策调整先是影响了金融机构(主要是银行)的风险偏好或风险容忍度,进而对银行资产组合、信用风险定价以及贷款决策产生影响,并最终作用于实体经济。风险承担渠道与银行贷款渠道都强调银行在货币政策传导机制中的重要作用,但是这两种渠道存在明显区别。在信息不对称的基础上,银行贷款渠道是中央银行通过执行扩张性货币政策影响商业银行可贷资金,有效

改变商业银行信贷供给量，最终通过影响投资和消费而作用于总产出。金融危机初期，各国央行普遍放松货币政策，商业银行并不缺乏可贷资金，但并没有使得贷款有较大增长，货币政策传导的银行贷款渠道不畅。从风险承担渠道来看，危机初期的扩张性货币政策尽管使得商业银行可贷资金较多，但商业银行是追求收益和风险平衡的市场主体，基于自身对风险以及未来宏观经济的判断，商业银行风险偏好较低，风险承担意愿不高。因此会提高贷款标准，以此来严格控制信贷风险，这就使得企业和居民获得贷款的难度增加，信贷量也会相应萎缩，使得扩张性货币政策效力大大降低。但长期的扩张性货币政策会引起信贷膨胀，导致宏观经济结构扭曲，长期持续的低利率政策不仅降低了借款成本，推高了资产价格，还增强了金融机构的风险承担意愿，使得央行增发的部分货币流向了高风险领域。

货币政策能够对银行风险承担产生影响，这在理论上已经达成了共识，各国学者也通过实证分析探讨了货币政策对银行风险承担的影响，但既有文献仍然存在进一步拓展的空间。截至目前，尚没有文献将银行异质性纳入研究框架，换句话说，既有研究认为货币政策对银行风险承担具有显著影响，但对不同银行的风险承担水平的影响程度是否存在差异，还没有文献进行探讨。本文利用2010—2017年60家商业银行的面板数据，基于银行异质性的视角，研究货币政策对不同银行的风险承担水平有何差异，旨在弥补既有文献的不足，与此同时，也为货币政策与宏观审慎政策的协同提供参考借鉴。

二、货币政策对银行风险承担的传导机制和具体影响

（一）货币政策对银行风险承担的传导机制

一是估值、收入和现金流效应，即低利率可以提高资产和抵押品的价值及其收入和利润，进而降低风险感知，提高风险容忍度。具体而言，银行对违约率、违约损失、波动性和相关性的估计行为具有顺周期性，这种顺周期性恰恰就是货币政策影响银行风险感知的一种表现。理论界一般假设风险容

忍度会随着财富的增加而提升，低利率使资产的估值、收入和现金流增加，相当于增加了预期的财富水平，进而提高了银行的风险容忍度。因此，宽松的货币政策可以通过估值、收入和现金流效应降低银行的风险感知，提升其风险容忍度，最终造成银行的风险承担增加。

二是追逐收益率效应，即通过市场利率与金融机构目标收益率之间的关系发挥作用。市场利率的降低可能会与黏性目标收益率相互作用，从而提升风险容忍度。黏性目标收益率一方面是契约性质的反映，比如养老基金和保险公司等机构的负债是预先设定的长期固定收益率；另一方面，也是金融机构行为特征的反映，比如货币幻觉或市场繁荣期之后预期调整的困难。市场利率和目标收益率之间的差距越大，追逐收益率效应越强。

三是政策透明和保险效应，即通过中央银行的沟通政策和反应函数发挥作用。中央银行未来政策的透明度和承诺的可信性会影响金融机构的行为，通过提高政策的透明度和承诺的可信性，再辅之以具体的行动，中央银行能够消除未来的不确定性，进而压缩风险溢价。如果市场相信中央银行的反应函数在切断大规模的经济下行风险方面是有效的，就意味着利率的变化对金融机构的行为具有一种不对称的影响：降低利率对风险承担的鼓励作用要大于提高利率对风险承担的抑制作用，因为中央银行改变了未来各种可能结果的分布，这相当于给金融机构施加了一种保险效应。

四是资产替代效应。一般情况下，安全资产的实际收益率降低会减少其在银行资产组合中的权重。因此，风险中性的银行会增加对风险资产的需求，这会降低风险资产的总体收益率，直到两种投资的回报重新达到均衡状态，风险厌恶的银行也会以类似的方式重新配置其资产组合。

五是杠杆效应。有研究认为金融机构盯住固定的或顺周期的杠杆率，一旦遭遇资产组合冲击或利润冲击，银行的反应是买入或卖出资产，而不是调整股权结构或补充资本。货币政策宽松会导致资产价格上涨，银行股权会增加，由于盯住顺周期的杠杆率，银行的资产需求会增加，对风险资产的需求也会增加，造成银行的风险承担增加。

六是风险转移效应。信息不对称和有限责任制度下的银行会承担高于

社会最优水平的风险，在这种情形下，风险中性的银行会表现得像风险偏好型银行一样，因为它们没有将施加给存款人和债券持有人的损失内化。具体而言，只要能获得正收益，银行就会偏好风险更高、收益也更高的投资，而不会选择审慎性投资，然而，高风险的投资一旦失败就会给存款人带来巨大损失，这种道德风险的存在正是因为信息不对称和有限责任制度下银行将风险转移给了存款人和债权人。银行资本充足率的提升可以在一定程度上抑制道德风险，因为在投资失败时，银行自身的投入越多，其损失也越多，所以，在选择投资项目时也会更加谨慎。此外，银行未来利润的净现值也会抑制上述道德风险的发生。银行未来利润的净现值越高，其承担过多风险的激励就越小。当政策利率降低时，也就意味着无风险资产的实际收益率降低，这会提高中介利差，进而提高银行资产和未来利润的价值，从而弱化道德风险并减少银行的风险承担。同时，政策利率的下降会导致存款利率的降低，但只能部分地传导至贷款利率，这会使银行利润上升，风险承担减少。

（二）货币政策对银行风险承担的具体影响

货币政策的变化对银行风险承担的影响，具体体现在两个方面：一是对银行信贷标准的影响，二是对银行信贷质量的影响。

货币政策的变动会影响商业银行对于信息获取的准确性，信息不对称程度的下降会加剧商业银行之间同质化的竞争，促使银行出于经营考虑来降低借贷的门槛，从而增加次级贷款的风险，而商业银行对风险承担所能产生的超额收益的追逐，更是会促使银行增加风险资产的比重，使得系统性风险加剧。从银行角度来看，宽松货币政策导致的银行收益下降，使得资本机会成本下降，促使商业银行扩大资金运用中发放贷款的比重，令银行发放更多的高风险贷款来保障收益，从而增加了银行的风险资产比重。

宽松的货币政策会激发银行的过度风险承担行为，在政策利率处于较低水平时，银行会主动调高贷款需求方的内部风险评级，增加贷款发放，但这种行为会提高贷款违约概率，提高银行的风险承担水平。

三、货币政策对银行风险承担的异质性影响测度

本文采用Bai（2009）提出的交互固定效应模型测度货币政策这一共同冲击对单个银行风险承担水平的影响，以风险加权资产占比作为银行风险承担的代理变量，采用一年期贷款基准利率（LOAN）作为价格型货币政策代理变量，采用M2同比增长率（M2）作为数量型货币政策代理变量。与此同时，引入如下控制变量：银行资产规模、资产回报率、成本收入比率、权益—资产比率。本文货币政策代理变量的数据来源于WIND数据库，银行层面的数据来源于Bank Focus数据库，从该数据库中筛选出2010—2017年60家商业银行的平衡面板数据，包括5家大型国有商业银行，9家全国性股份制商业银行，30家区域性商业银行（城市商业银行和农村商业银行），以及16家外资银行。

（一）价格型货币政策对银行风险承担的异质性影响

这里主要关注货币政策对不同银行风险承担水平的影响，即因子载荷的估计值，采用贷款基准利率作为货币政策代理变量，估计结果如表1所示。表1按因子载荷估计系数的大小对不同银行进行了排序，从中可以看出，货币政策对不同银行的风险承担都具有显著的负向影响，说明紧缩（宽松）的货币政策会导致银行风险承担减少（增加）。总体上看，国有大型商业银行风险承担对货币政策的反应程度最大，股份制商业银行次之，区域性商业银行风险承担对货币政策的反应相对最小，外资银行的排序则比较分散。

具体来看，5家国有大型商业银行风险承担对货币政策的反应程度均位列前七位，建设银行、工商银行和农业银行位列前三位，中国银行和交通银行分列第五位和第七位。股份制商业银行中，兴业银行排名首位，在整体排序中位列第8名，此后分别是浦发银行、招商银行、中信银行、民生银行，排名后四位分别是渤海银行、华夏银行、广发银行和浙商银行。这说明，规模较大的股份制商业银行的风险承担水平对货币政策的反应程度相对较大，而规模较小的股份制商业银行风险承担水平对货币政策的反应程度则相对较小。

从区域性商业银行来看，其风险承担对货币政策的反应程度小于大型国有商业银行和全国性股份制商业银行。其中，成都银行、北京银行和南京银行在区域性商业银行中排名前三位，在整体排序中分列第十八位、第十九位和第二十一位，江苏吴江农商银行、东营银行和齐商银行在区域性商业银行中排名最后三位，在整体排序中也处于最末位。

表1 价格型货币政策（贷款基准利率）对银行风险承担的异质性影响

β_i 估计值	银行名称	银行类型	β_i 估计值	银行名称	银行类型
-21.434 ***	建设银行	大型国有商业银行	-15.833 ***	威海商业银行	区域性商业银行
-21.362 ***	工商银行	大型国有商业银行	-15.770 ***	南海农商银行	区域性商业银行
-21.272 ***	农业银行	大型国有商业银行	-15.769 ***	三井住友银行	外资银行
-21.017 ***	盘古银行	外资银行	-15.626 ***	大华银行	外资银行
-20.657 ***	中国银行	大型国有商业银行	-15.469 ***	沧州银行	区域性商业银行
-20.376 ***	菲律宾首都银行	外资银行	-15.450 ***	星展银行	外资银行
-19.668 ***	交通银行	大型国有商业银行	-15.342 ***	广西北部湾银行	区域性商业银行
-19.523 ***	兴业银行	全国性股份制商业银行	-15.335 ***	瑞穗银行	外资银行
-19.420 ***	浦发银行	全国性股份制商业银行	-15.085 ***	青岛银行	区域性商业银行
-19.302 ***	招商银行	全国性股份制商业银行	-15.042 ***	九江银行	区域性商业银行
-19.090 ***	中信银行	全国性股份制商业银行	-15.015 ***	渣打银行	外资银行
-18.779 ***	民生银行	全国性股份制商业银行	-14.863 ***	洛阳银行	区域性商业银行
-18.226 ***	摩根大通	外资银行	-14.767 ***	恒生银行	外资银行
-18.211 ***	渤海银行	全国性股份制商业银行	-14.701 ***	南洋商业银行	外资银行
-18.080 ***	华夏银行	全国性股份制商业银行	-14.675 ***	韩亚银行	外资银行
-18.048 ***	新韩银行	外资银行	-14.658 ***	福建海峡银行	区域性商业银行
-18.007 ***	广发银行	全国性股份制商业银行	-14.579 ***	浙江泰隆商业银行	区域性商业银行
-17.880 ***	成都银行	区域性商业银行	-14.569 ***	温州银行	区域性商业银行
-17.869 ***	北京银行	区域性商业银行	-14.553 ***	阜新银行	区域性商业银行
-17.764 ***	浙商银行	全国性股份制商业银行	-14.526 ***	苏州银行	区域性商业银行
-17.640 ***	南京银行	区域性商业银行	-14.484 ***	江阴农商银行	区域性商业银行
-17.468 ***	长沙银行	区域性商业银行	-14.351 ***	台州银行	区域性商业银行
-17.343 ***	厦门国际银行	区域性商业银行	-14.300 ***	东亚银行	外资银行
-17.296 ***	汇丰银行	外资银行	-14.036 ***	锦州银行	区域性商业银行
-17.130 ***	广州银行	区域性商业银行	-13.882 ***	绍兴银行	区域性商业银行
-16.935 ***	厦门银行	区域性商业银行	-13.869 ***	宁波慈溪农商银行	区域性商业银行
-16.725 ***	天津银行	区域性商业银行	-13.234 ***	宁夏银行	区域性商业银行
-16.698 ***	花旗银行	外资银行	-13.160 ***	江苏吴江农商银行	区域性商业银行
-16.645 ***	重庆农商银行	区域性商业银行	-12.465 ***	东营银行	区域性商业银行
-16.478 ***	东方汇理银行	外资银行	-12.379 ***	齐商银行	区域性商业银行

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

(二) 数量型货币政策对银行风险承担的异质性影响

表2采用M2增长率作为数量型货币政策代理变量，同样按估计系数的大小对银行进行了排序。与价格型货币政策相一致的结论是，紧缩（宽松）的

表2 数量型货币政策（M2增长率）对银行风险承担的异质性影响

β_i 估计值	银行名称	银行类型	β_i 估计值	银行名称	银行类型
3.261***	东亚银行	外资银行	2.240***	汇丰银行	外资银行
3.187***	齐商银行	区域性商业银行	2.197***	花旗银行	外资银行
3.056***	渣打银行	外资银行	2.172***	北京银行	区域性商业银行
2.985***	恒生银行	外资银行	2.153***	洛阳银行	区域性商业银行
2.967***	宁夏银行	区域性商业银行	2.122***	大华银行	外资银行
2.966***	锦州银行	区域性商业银行	2.104***	沧州银行	区域性商业银行
2.874***	江苏吴江农商银行	区域性商业银行	2.079***	南京银行	区域性商业银行
2.866***	星展银行	外资银行	2.066***	中国银行	国有大型商业银行
2.796***	南洋商业银行	外资银行	2.065***	交通银行	国有大型商业银行
2.784***	温州银行	区域性商业银行	2.058***	天津银行	区域性商业银行
2.717***	东营银行	区域性商业银行	2.051***	华夏银行	全国性股份制商业银行
2.697***	宁波慈溪农商银行	区域性商业银行	2.046***	招商银行	全国性股份制商业银行
2.690***	绍兴银行	区域性商业银行	1.991***	浙商银行	全国性股份制商业银行
2.664***	青岛银行	区域性商业银行	1.944***	威海商业银行	区域性商业银行
2.600***	韩亚银行	外资银行	1.941***	兴业银行	全国性股份制商业银行
2.544***	三井住友银行	外资银行	1.908***	浦发银行	全国性股份制商业银行
2.533***	瑞穗银行	外资银行	1.838***	厦门国际银行	区域性商业银行
2.532***	苏州银行	区域性商业银行	1.798***	农业银行	国有大型商业银行
2.499***	南海农商银行	区域性商业银行	1.794***	广州银行	区域性商业银行
2.463***	浙江泰隆商业银行	区域性商业银行	1.777***	工商银行	国有大型商业银行
2.452***	民生银行	全国性股份制商业银行	1.759***	东方汇理银行	外资银行
2.448***	广西北部湾银行	区域性商业银行	1.756***	建设银行	国有大型商业银行
2.414***	台州银行	区域性商业银行	1.708***	长沙银行	区域性商业银行
2.402***	阜新银行	区域性商业银行	1.613***	渤海银行	全国性股份制商业银行
2.338***	九江银行	区域性商业银行	1.584***	成都银行	区域性商业银行
2.295***	江阴农商银行	区域性商业银行	1.504***	摩根大通	外资银行
2.291***	重庆农商银行	区域性商业银行	1.499**	厦门银行	区域性商业银行
2.259***	中信银行	全国性股份制商业银行	1.251***	新韩银行	外资银行
2.244***	广发银行	全国性股份制商业银行	0.775**	盘古银行	外资银行
2.243***	福建海峡银行	区域性商业银行	0.479*	菲律宾首都银行	外资银行

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

数量型货币政策会导致银行风险承担减少（增加）。然而，具体到单个银行而言，除外资银行以外，区域性商业银行的风险承担水平对数量型货币政策的反应程度最大，全国性股份制商业银行次之，国有大型商业银行风险承担水平对数量型货币政策的反应相对是最小的。

具体来看，除外资银行外，齐商银行、宁夏银行和锦州银行这三家银行的风险承担水平对M2增长率的反应程度位居区域性商业银行的前三位，在整体排序中分列第二位、第五位和第六位，长沙银行、成都银行和厦门银行则在区域性商业银行中处于最后三位。与此同时，股份制商业银行的排序较为分散，对M2增长率的变动反应最大的是民生银行，反应最小的则是渤海银行。5家国有商业银行中，中国银行的风险承担水平对M2增长率的变动反应最大，但在总体中排名仅位于第38位，建设银行风险承担的反应最小，排名第52位。

四、结论与政策建议

本文基于2010—2017年60家商业银行的平衡面板数据，采用交互固定效应模型对货币政策的银行风险承担传导机制进行了实证研究。研究结果表明：第一，货币政策的变动对国有大型商业银行、全国性股份制商业银行和区域性商业银行的风险承担水平都具有显著影响，宽松的货币政策导致银行风险承担增加，而紧缩的货币政策使得银行风险承担减少。第二，不同类型的货币政策对不同类型银行的风险承担水平具有显著的异质性影响。具体而言，货币政策对不同的外资银行风险承担水平的影响具有很大差异，并不呈现一定的规律性，除了外资银行之外，价格型货币政策代理变量对国有大型商业银行风险承担水平的影响程度最强，对全国性股份制商业银行的风险承担水平的影响程度次之，对区域性商业银行的风险承担水平的影响程度相对最小；数量型货币政策代理变量对国有大型商业银行风险承担水平的影响程度则相对最小，对全国性股份制商业银行的风险承担水平的影响程度次之，对区域性商业银行的风险承担水平的影响程度相对最大。

本文的研究结论具有重要的政策启示。第一，加强货币政策与宏观审慎政策的协同。本文的研究进一步证实了货币政策的银行风险承担渠道的存在性，所以中央银行在运用货币政策维持物价水平稳定的同时，还必须完善宏观审慎政策以维持金融稳定，并保持货币政策与宏观审慎政策二者之间的协同。第二，加强总量调控与差异化调控的协同。本文的研究结果表明，货币政策的变动对不同银行的风险承担水平具有不同程度的影响，总量调控政策在微观层面的异质性影响要求加强总量调控与差异化调控的协同，防范系统重要性金融机构承担过多风险。第三，加强价格型政策工具与数量型政策工具的协同。本文的研究结果显示，价格型货币政策代理变量与数量型货币政策代理变量对单个银行风险承担水平的影响具有显著差异，因此中央银行在进行宏观调控时，要前瞻性地评估不同类型的政策工具可能产生的差异化效果，据此从货币政策工具箱中选择合适的政策工具。