

马克思的银行理论及其实践价值*

王国刚**

(中国人民大学财政金融学院、中国财政与金融政策研究中心)

摘要：马克思的银行理论是马克思主义经济学的重要组成部分。马克思认为，银行体系的形成需要五个方面的经济社会条件，即生息资本向货币经营资本的转化、以商业信用为基础的信用机制得到充分发展、货币需求已充分展开、货币流动中的贮藏渠道多元展开且数额持续扩大、簿记机制有了充分拓展。他从银行信用的形成、信用货币的运行和信用货币的创造机制等三个方面系统阐发了银行体系的运行机理，既充分肯定了银行信用机制的积极作用又指出了它在资本主义生产方式中负面效应。在深化金融供给侧结构性改革过程中，马克思的银行理论具有重要的指导意义，具体表现在：进一步完善金融统计、弥补金融数据短板，优化商业银行的贷款结构，以健全支付机制为抓手、防范系统性金融风险等方面。

关键词：马克思 银行理论 实践价值

马克思的银行理论是马克思主义经济学的重要组成部分。它既揭示了资本主义经济中银行体系的特殊性，又阐发了市场经济条件下银行体系的形成条件、内在规律、运行机制、主要功能和发展趋势，对构建中国特色社会主义银行体系和深化金融供给侧结构性改革等都具有重要的指导意义。

马克思的银行理论集中阐发于《资本论》第三卷第十九章至第三十六章中，但在《资本论》第一卷和第二卷、《政治经济学批判》《剩余价值理论》、《马克思恩格斯全集》第46卷至第49卷和《〈资本论〉书信集》等论著中也有许多分述，内容丰富，博大精深，不乏经典之论。在本文中，笔者仅就粗浅研读略谈点滴管见，以期求教于同仁。

*本文是国家自然科学基金应急重大项目(项目批准号：71850009)的研究成果，项目主持人：王国刚。

**王国刚(1955-)，男，汉族，江苏无锡人，中国社会科学院学部委员，现任中国人民大学财政金融学院、中国财政与金融政策研究中心一级教授。

一、银行体系形成的经济金融条件

银行并非是有了商品、货币就随之出现的经济现象。马克思认为：“银行制度，就其形式的组织和集中来说，……是资本主义生产方式造成的最人为和最发达的产物”。¹银行体系的形成有赖于一系列经济社会条件的成熟，其中以工业发展为代表的的实体产业发展需求具有决定性意义。这些经济金融条件至少包括五方面内容：

第一，生息资本向货币经营资本的转化。通过借贷而获得利息收入的资本可称为生息资本（或借贷资本）。马克思指出，生息资本“在资本主义生产方式以前很早已经产生，并且出现在极不相同的社会经济形态中”。²不论是在奴隶社会还是在封建社会，生息资本都以高利贷资本的形式出现，它具有特征的运作方式有二：“第一是对那些大肆挥霍的显贵，主要是对地主放的高利贷；第二是对那些拥有自己劳动条件的小生产者放的高利贷”，其结果是引致“富裕地主因高利贷而遭到破产，小生产者被敲骨吸髓”，由此，“这种高利贷资本使这种生产方式陷入贫困的境地，不是发展生产力，而是使生产力萎缩，同时使这种悲惨的状态永久化”；“因此，一方面，高利贷对于古代的和封建的财富，对于古代的和封建的所有制，发生破坏和解体的作用。另一方面，它又破坏和毁灭小农民和小市民的生产，总之，破坏和毁灭生产者仍然是自己的生产资料的所有者的一切形式”。³在资本主义生产方式中，生息资本依然存在，但它的条件已发生根本性改变。马克思指出：“就生息资本是资本主义生产方式的一个重要要素来说，它和高利贷资本的区别，决不在于这种资本本身的性质或特征。区别只是在于，这种资本执行职能的条件已经变化，从而和货币贷出者相对立的借款人的面貌已经完全改变”。⁴

货币职能的重心从支付手段向贮藏手段转化。“货币的支付手段职能，是高利贷的真正的、广阔的和独有的地盘。每一笔在一定期限到期的交款，如地租、贡赋、赋税等等，都必须用货币来支付。因此，从古代罗马一直到现代，大量放高利贷的都是包税者，大包税人，收税人。……在这里，高利贷产生于货币的支付手段职能，而又扩大货币的这种职能，即扩大自己的本来的地盘”。⁵与此不同，在资本主义生产方式中，货币的贮藏手段职能得到进一

¹引自马克思《资本论》第三卷，第 685-686 页，人民出版社 2004 年版。

²引自马克思《资本论》第三卷，第 671 页，人民出版社 2004 年版。

³引自马克思《资本论》第三卷，第 672-674 页，人民出版社 2004 年版。

⁴引自马克思《资本论》第三卷，第 679 页，人民出版社 2004 年版。

⁵引自马克思《资本论》第三卷，第 678 页，人民出版社 2004 年版。

步扩展⁶。货币经营业有着三种职能：一是“保管流通中沉淀下来的货币”，“在资产阶级以前的生产阶段，货币贮藏很分散，而在资本主义生产的条件下，货币贮藏则集中在较大的贮藏库中。这就是货币经营者或货币经营业的第一种职能”。二是接受各种存款。“货币经营业的第二个职能是：不断地接受来自工业家和商人的货币，把它们作为贮藏货币收起来，又不断地作为购买手段和支付手段交出去。这一活动使簿记、经常性付款和计算成为必要”。三是国际间的汇兑。“在国外市场上进行的支付或购买使一些特殊活动成为必要，造成了寄送差额或作为购买手段的货币的特殊形式（汇率等等），所以，这些活动又构成了货币经营业的特殊职能”。⁷与此对应，贮藏货币具有三种形式：充当铸币准备金、充当支付准备金和充当世界货币的准备金。⁸

第二，以商业信用为基础的信用机制得到充分发展。“产业资本为了使生息资本从属于自己而使用的真正方式，是创造一种产业资本所特有的形式——信用制度。……信用制度是它自己的创造，信用制度本身是产业资本的一种形式，它开始于工场手工业，随着大工业而进一步发展起来”。⁹这种信用制度就是商业信用。商业信用是金融信用的第一种类型，它形成于实体经济部门内部，以直接金融为特征。马克思指出：“商业信用，即从事再生产的资本家相互提供的信用。这是信用制度的基础。它的代表是汇票，是一种有一定支付期限的债券，是一种延期支付的证书。”¹⁰商业信用的代表性金融工具是商业承兑汇票（简称“汇票”）。“这种汇票的存在本身又是以工商业者相互提供的信用为基础的”。¹¹在商业信用基础上，实体产业部门中各个企业通过商业汇票就可打破购销活动中因难以达到“钱货同时两讫”而发生的阻碍，实现产业链各环节之间的交易顺畅。

以商业汇票为载体的商业信用，为信用货币的产生创造了基础性条件。马克思明确指出：“随着商业和只是着眼于流通而进行生产的资本主义生产方式的发展，信用制度的这个自然基础也在扩大、普遍化和发展。大体说来，货币在这里只是充当支付手段，也就是说，商品不是为了取得货币而卖，而是为取得定期支付的凭据而卖。为了简便起见，我们可以把这种支付凭据概括为票据这个总的范畴。这种票据直到它们期满，支付日到来之前，本身又会作

⁶贮藏职能在资本主义生产方式中的特殊重要性，解释了在《资本论》第一卷第三章中，马克思在阐述了价值尺度（第一节）、流通手段（第二节）之后，在第三节“货币”中首先阐述了“货币贮藏”，然后才分别阐述“支付手段”和“世界货币”，它们之间的内在逻辑关系。与此相比，我国的教科书一般是将货币的支付手段安排在贮藏手段之前，这与马克思的认知是不一致的。

⁷引自马克思《马克思恩格斯全集》第48卷，第395-396页，人民出版社1985年版。

⁸参见马克思《马克思恩格斯全集》第48卷，第393页，人民出版社1985年版。

⁹引自马克思《剩余价值理论》第三卷，第519页，人民出版社1975年版。

¹⁰引自马克思《资本论》第三卷，第542页，人民出版社2004年版。

¹¹引自马克思《资本论》第三卷，第589页，人民出版社2004年版。

为支付手段来流通；它们形成真正的商业货币。就这种票据由于债权和债务的平衡而最后相互抵销来说，它们是绝对地作为货币来执行职能的，因为在这种情况下，它们已无须最后转化为货币了。就象生产者和商人的这种相互预付形成信用的真正基础一样，这种预付所用的流通工具，票据，也形成真正的信用货币如银行券等等的基础。真正的信用货币不是以货币流通（不管是金属货币还是国家纸币）为基础，而是以票据流通为基础”。¹²

第三，货币需求已充分展开。随着分工协作的发展，实体产业部门的专业化生产经营的展开客观上需要有新的资金来保障经营运作在时间上的继起和空间上的并存，由此，在资本金之外提出了对新的资金（债务性资金）的需求；同时，大量工程项目的建设也需要信用资金的支持。马克思在《资本论》第二卷中对多种类型的资金需求进行了描述。“以伦敦的建筑业为例，这种营业大部分依靠信用经营，建筑业主依照房屋建造的各个阶段取得垫款”；¹³ 纺纱厂主对煤炭、棉花等原料的储备有赖于信用制度提供的资金支持¹⁴；商品储备是商品流通的条件和商品流通中必然发生的现象，但商品储备的多少与信用制度提供的资金数量直接相关¹⁵；在资金周转中要有效保障实体企业生产经营的顺畅运行，客观上需要有信用制度提供的资金支持¹⁶；大型项目的建设离不开信用资金的支持，“举办劳动期间相当长而规模又很大的事业，只有在资本积聚已经十分显著，另一方面信用制度的发展又为资本家提供方便的手段，使他可以不用自己的资本而用别人的资本来预付、来冒险的时候，才完全成为资本主义生产的事情”；¹⁷“在资本主义生产的基础上，历时较长范围较广的事业，要求在较长时间内预付较大量的货币资本。所以，这一类领域里的生产取决于单个资本家拥有的货币资本的界限。这个界限被信用制度和与此相联的联合经营（例如股份公司）打破了”。¹⁸

第四，货币流动中的贮藏渠道多元展开且数额持续扩大。马克思指出：“在资本主义生产的基础上，货币在年产品交换中自发地流出和流回；固定资产按其全部价值量一次预付，它们的价值在多年期间相继从流通中取出，因而它们通过每年的货币贮藏（这种货币贮藏在本质上完全不同于和它并行的、以每年新的金生产为基础的货币贮藏）而逐渐地再以货币形式构成；由于商品的生产期间有长有短，货币预付的时间也长短不等，因而在货币可以通过商品出售而从流通中取出以前，总是必须事先不断地重新把货币贮藏起来；仅仅由于生产地

¹²引自马克思《资本论》第三卷，第450-451页，人民出版社2004年版。

¹³引自马克思《资本论》第二卷，第79-80页，人民出版社2004年版。

¹⁴参见马克思《资本论》第二卷，第160页，人民出版社2004年版。

¹⁵参见马克思《资本论》第二卷，第166-167页，人民出版社2004年版。

¹⁶参见马克思《资本论》第二卷，第209-210页、286-287页，人民出版社2004年版。

¹⁷引自马克思《资本论》第二卷，第261页，人民出版社2004年版。

¹⁸引自马克思《资本论》第二卷，第396页，人民出版社2004年版。

点到销售市场的距离不同，预付时间也会长短不等；同样，按照各个企业以及同一生产部门的各单个资本家的生产储备的状况或相对量，流回的数量和期间各不相同，从而不变资本要素的购买期限也各不相同——在再生产年度发生的这一切，即自发运动中所有这些不同的要素，只有通过经验才会被人察觉、引人注意，以便有计划地既用来采用信用制度的各种机械性的辅助手段，又用来实际捞取现有的可贷资本”。¹⁹这些贮藏货币需要以存款方式存入专业化金融机构，同时，要保障它们的安全性和支取的便利性。

第五，簿记机制有了充分拓展。簿记是指对经济活动的结果在账簿中登记、记录、计算等活动，它包括核实入账凭证、填制业务凭证、登记资金往来及相关事项、结算收支账目、编制财务报表、统计相关数据等。这既是各项经济活动基础性信息和资料，有利于弄清对应经济活动的财务情况，也是对后期经济活动进行预测、评估和监督的基本依据。在工业化之前，单个商品生产者仅仅用头脑记账（如农民），或者仅仅在他的生产时间之外附带地把收支、支付日等记载下来；²⁰随着分工的深化，“这些由资本的职能决定的技术性业务，尽可能由一类代理人或资本家当作专门的职能替整个资本家阶级来完成，或者集中在这些人手中。在这里，正象在商人资本的场合一样，发生了双重意义的分工。一种特殊的营业出现了，并且因为它作为特殊的营业是替整个阶级的货币机制服务的，所以它会集中起来，大规模地进行；在这种特殊的营业内部又发生了分工，既分成不同的相互独立的部门，又在这些部门内部形成了专门机构（庞大的事务所，人数众多的会计员和出纳员，细密的分工）。货币的收付、差额的平衡、往来账的登记、货币的保管等等，已经同使这些技术性的业务成为必要的那些行为分开，从而使预付在这些职能上的资本成为货币经营资本”。²¹在这个过程中，与簿记直接关联的各种技术也有了长足的发展，其中包括复式记账法、银行平衡表等。

上述五方面内容从体制机制、信用基础、资金供求和技术条件等角度为银行体系的形成和银行业务的开展提供了不可或缺的条件。

二、银行体系运行的内在机理

在现代经济金融运行中，银行是一种司空见惯且又令人感到奥妙无穷的金融机构，它既紧紧贴近居民和企业的日常经济活动又有着咫尺天涯之感。19世纪中叶以后，以电力、重

¹⁹引自马克思《资本论》第二卷，第538-539页，人民出版社2004年版。

²⁰参见马克思《资本论》第二卷，第151页，人民出版社2004年版。

²¹引自马克思《资本论》第三卷，第354页，人民出版社2004年版。

化工业、汽车制造、飞机制造、轮船制造、钢铁冶金等重工业为代表的第二次产业革命高歌猛进。它在客观上要求企业面的运作突破资本金的限制、金融面的资金供给突破贵金属（如黄金）数量的限制，由此，以银行券、存款货币等为代表的信用货币创造机制成为一个不可回避的货币金融理论问题。在此背景下，英国（乃至欧洲）学术界形成了通货学派和银行学派两大阵营。²²通货学派认为，银行券（即纸币，下同）的随意发行，不仅将引致通货膨胀，而且可能引致经济危机和货币危机，因此，主张严格限制银行券的发行规模，实行全额贵金属准备制度。银行学派以真实票据理论为依据，认为将银行券发行数量限制在贵金属准备的范围内，不仅将严重妨碍银行业务经营活动，而且难以保障经济运行中的资金供给。1844年7月29日《英格兰银行法》（又称“皮尔条例”）获得英国议会通过，似乎标志着通货学派理论占了上风，但此后的实践又屡屡突破了这一法律的限制。

马克思从其货币理论出发，指出了通货学派理论与实践进程的差异性，批判了以图克、富拉顿等为代表的的银行学派理论，破解了银行体系的运行奥秘，深刻揭示了银行业务运行的内在机理。主要包括：

第一，银行信用的形成。银行信用是继商业信用之后出现的第二种金融信用类型，它以“存款创造贷款、贷款创造存款”为主要特点。“货币的借入和贷出成了他们的特殊业务。他们以货币资本的实际贷出者和借入者之间的中介人的身份出现。一般地说，银行业务的这方面就是：银行家把借贷货币资本大量集中在自己的手中，以致与产业资本家和商业资本家相对立的，不是单个的贷出者，而是作为所有贷出者的代表的银行家。银行家成了货币资本的总管理人。另一方面，由于他们为整个商业界而借款，他们也把借入者集中起来，与所有的贷出者相对立。银行一方面代表货币资本的集中，贷出者的集中，另一方面代表借入者的集中。”²³在此背景下，“货币在很大程度上一方面为信用经营所替代，另一方面为信用货币所替代”。²⁴以存贷连接机制衡量，“阿姆斯特丹银行（1609），和汉堡银行（1619）一样，并不标志着现代信用制度发展中的一个时代。它纯粹是一个存款银行”²⁵，缺乏存款与贷款的连接机制，也就缺乏创造信用货币的能力。

银行的信用支持机制，固然与它的注册资本数量相关，但更重要的是，“事实上有国家的信用作为后盾，它们的银行券在不同程度上是合法的支付手段；……银行家经营的是信用

²² “通货学派”和“银行学派”因当时的英格兰银行董事长诺尔曼在英国议会“众院发行银行委员会”的证词中使用了“通货主义”和“银行主义”而得名。

²³ 引自马克思《资本论》第三卷，第453页，人民出版社2004年版。

²⁴ 引自马克思《资本论》第三卷，第584页，人民出版社2004年版。

²⁵ 引自马克思《资本论》第三卷，第681页，人民出版社2004年版。

本身，而银行券不过是流通的信用符号”。²⁶

从资金来源看，吸收存款是其业务活动的逻辑起点。贷款以有款可贷为前提；在缺乏存款的条件下，贷款将成为无源之水，因此，“对银行来说具有最重要意义的始终是存款”。²⁷ 银行吸收存款有着多个渠道，“首先，因为银行是产业资本家的出纳业者，每个生产者和商人作为准备金保存的或在支付中得到的货币资本，都会集中到银行手中。这样，这种基金就转化为借贷货币资本。……第二，银行的借贷资本还包括可由银行贷放的货币资本家的存款。此外，随着银行制度的发展，特别是自从银行对存款支付利息以来，一切阶级的货币积蓄和暂时不用的货币，都会存入银行。小的金额是不能单独作为货币资本发挥作用的，但它们结合成为巨额，就形成一个货币力量。……最后，各种只是逐渐花费的收入也会存入银行”，²⁸ 由此，银行集中了经济活动中的大量资金。在经济运行中，一些特殊情况也将引致银行吸收的存款资金扩展。“货币资本积累的几种特殊形式。例如，由生产要素，原料等等价格的下降，资本会游离出来……并转化为借贷货币资本。其次，特别是在商人那里，只要营业中断，资本就会以货币形式游离出来。……这种货币同时也直接表现为借贷货币资本的积累。……最后，货币资本的积累是由一群发了财并退出再生产领域的人引起的。在产业周期过程中所获得的利润越多，这种人的数量就越多”。²⁹

从资金使用看，马克思指出：银行的资金贷放主要通过票据贴现、信用贷款、抵押贷款和存款透支等路径展开。他说道：“贷放（这里我们只考察真正的商业信用）是通过票据的贴现——使票据在到期以前转换成货币——来进行的，是通过不同形式的贷款，即以个人信用为基础的直接贷款，以有息证券、国债券、各种股票作抵押的贷款，特别是以提单、栈单及其他各种证明商品所有权的凭证作抵押的贷款来进行的，是通过存款透支等来进行的”。³⁰ 针对一些人认为银行放款均为货币资本（即资金）贷放的错误认识，恩格斯具体分析了三种不同情形中的银行放款差异：其一，“如果银行同意只凭客户的个人信用给予他一笔贷款，而不需要顾客提供担保品，那么，事情是很清楚的。客户无条件地获得了一定量价值的贷款，这是他原来已经使用的资本的追加。他是在货币形式上得到这笔贷款，因此，他得到的不仅是货币，而且是货币资本。”其二，“如果他以有价证券等为抵押得到这笔贷款，那么，这就是下面这种意义上的贷款：货币是在将来会偿还的条件下交付给他的。但这不是资本的贷放。

²⁶ 引自马克思《资本论》第三卷，第454页，人民出版社2004年版。

²⁷ 引自马克思《资本论》第三卷，第454页，人民出版社2004年版。

²⁸ 引自马克思《资本论》第三卷，第453-454页，人民出版社2004年版。

²⁹ 引自马克思《资本论》第三卷，第573-574页，人民出版社2004年版。

³⁰ 引自马克思《资本论》第三卷，第454页，人民出版社2004年版。

因为，有价证券也代表资本，并且代表着比贷款更大的金额。因此，受款人得到的资本价值小于他拿去抵押的资本价值，这对他来说根本不是获得追加资本。他做这种交易不是因为他需要资本，——他在自己的有价证券上已经有了这个资本，——而是因为他需要货币。因此，这里是货币贷放，而不是资本的贷放”。其三，“如果贷款采取的汇票贴现的形式，那就连贷款的形式也消失了。这是一种纯粹的买卖。汇票通过背书转为银行所有，货币则转为客户所有；客户方面已没有偿还的问题”。³¹在这一背景下，银行的资产结构主要由现金和有价证券构成。马克思指出：“银行资本由两部分组成：1.现金，即金或银行券；2.有价证券。我们可以再把有价证券分成两部分：一部分是商业证券即汇票，它们是流动的，按时到期的，它们的贴现已经成为银行家的基本业务；另一部分是公共有价证券，如国债，国库券，各种股票，总之，各种有息的而和汇票有本质差别的证券。这里还可以包括地产抵押单”。³²

银行利润来源于存贷款的息差。马克思指出：“银行的利润一般地说在于：它们借入时的利息率低于贷出时的利息率”；³³利息在本质上是实体产业让渡的一部分利润（剩余价值）。但经济运行中利率水平的高低受到资金供求状况的影响。在投资活跃时期，利率水平可能上行；“在危机时期，对借贷资本的需求达到最高限度，与此同时，利息率也达到了最高限度；利润率几乎没有了，与此同时，对产业资本的需求也几乎没有了。在这个时期，每个人借钱只是为了支付，为了结清已经欠下的债务”。³⁴

第二，信用货币的运行。“信用货币的自然根源是货币作为支付手段的职能”，³⁵但“信用货币属于社会生产过程的较高阶段，它受完全不同的规律支配”。³⁶信用货币的存在方式主要有纸币和存款货币两种。在金本位条件下，“纸币是金的符号或货币符号”；“货币符号本身需要得到客观的社会公认，而纸做的象征是靠强制流通得到这种公认的。国家的这种强制行动，只有在一国范围内或国内流通领域内才有效，也只有在这个领域内，货币才完全执行它的流通手段或铸币的职能”。³⁷针对一些人强调货币符号论，认为纸币可以近乎无限地发行，它打破了金属货币的流通规律，马克思强调指出：纸币数量受到货币内生性规律所支配，“国家发行强制通用的纸币（我们这里讲的只是这种纸币）这种干预，似乎废除了经济规律”，但纸币发行量一旦超出了流通中所需货币，物价就将上涨，“商品价格随着纸票数量的增减

³¹引自马克思《资本论》第三卷，第485页，人民出版社2004年版。

³²引自马克思《资本论》第三卷，第526页，人民出版社2004年版。

³³引自马克思《资本论》第三卷，第453页，人民出版社2004年版。

³⁴引自马克思《资本论》第三卷，第581页，人民出版社2004年版。

³⁵引自马克思《资本论》第一卷，第149页，人民出版社2004年版。

³⁶引自马克思《政治经济学批判》，第106页，载《马克思恩格斯全集》第13卷，人民出版社1962年版。

³⁷引自马克思《资本论》第一卷，第151-152页，人民出版社2004年版。

而涨跌（这种现象发生在纸票成为唯一流通手段的地方），不过是由流通过程强制实现一个受到外力机械地破坏的规律，即流通中金量决定于商品价格，流通中价值符号量决定于它在流通中所代表的金铸币量”。³⁸在 19 世纪末之前，纸币以银行券为代表，针对银行界乃至社会上存在的模糊认识，马克思强调：“银行券当然是非生产的”，³⁹同时指出：“银行券的发行并不是在一切场合都意味着资本的贷放”。⁴⁰

银行券的发行数量既受到贵金属贮藏数额、担保品（绝大部分是政府债券）的制约也受到法律规定的制约。1844 年银行法把英格兰银行划分为发行部和银行部，规定发行部按其持有的担保品（大约 1400 万镑）和全部贵金属贮藏数额的总额发行等额的银行券；同时，一切不在公众手中的银行券和日常使用的少量铸币（大约 100 万镑）形成了银行部的常设准备金。尽管有着法律约束，实践依然突破了准备金的限制。到 1892 年，英格兰银行没有准备金保证的银行券发行额增加到了 1645 万镑，明显超过了 1400 万镑的界限。⁴¹在经济运行和商品流通中，商业汇票发挥着类似于银行券的功能。马克思说道：“除了银行券外，批发商业还有第二种而且对它来说更重要得多的流通手段，这就是票据”，“流通的汇票的数量，和银行券的数量一样，完全是由交易上的需要决定的；50 年代在联合王国，平时除了 3900 万镑银行券外，大约还有 30000 万镑汇票流通着”。⁴²

银行通过贷款机制投放银行券（或纸币）并创造派生货币是一种流行的认识。马克思在

1851 年 2 月 3 日写给恩格斯的信函中运用银行收支平衡表研讨了英格兰银行的货币投放渠道（见表 1 所示）。从中可以看到，英格兰银行（当时兼中央银行职能）的资金来源中“准备金”和“存款”占比达到了

表 1 英格兰银行收支平衡表 单位：英镑

资金使用	数额	资金来源	数额
国家有价证券	10,000,000	资本	14,500,000
期票	12,000,000	准备金	3,500,000
金条或铸币	8,000,000	存款	12,000,000
资金使用总计	30,000,000	资金来源总计	30,000,000

注：本表根据《马克思 恩格斯〈资本论〉书信集》第 35 页整理制作，人民出版社 1976 年版。

51.67%，是其可用资金的主要来源。另一方面，资金使用的主要渠道不是发放贷款，而是购买国债和商业期票；同时，英格兰银行也可通过调整资金在国债、期票和铸币上的分布比例来调整资产结构，应对经济运行和进出口贸易变化对英镑的需求。

³⁸引自马克思《政治经济学批判》，第 109-111 页，载《马克思恩格斯全集》第 13 卷，人民出版社 1962 年版。

³⁹引自马克思《资本论》第三卷，第 599 页，人民出版社 2004 年版。

⁴⁰引自马克思《资本论》第三卷，第 611 页，人民出版社 2004 年版。

⁴¹参见恩格斯《资本论》第三卷，第 628 页，人民出版社 2004 年版。

⁴²引自马克思《资本论》第三卷，第 611-613 页，人民出版社 2004 年版。

第三，信用货币的创造机制。信用货币创造可分为央行的信用货币发行和商业银行的存款货币创造两个层面，存款乘数也就有了商业银行存款乘数和中央银行存款乘数，它们既相互联系又相互推进。在 19 世纪的英国，英格兰银行兼有中央银行和商业银行双重身份，在英镑创造中，“中央银行是信用制度的枢纽。而金属准备又是银行的枢纽”；⁴³“所谓国家银行的金属准备的用途……有三个方面：1.作为国际支付的准备金，一句话，作为世界货币的准备金；2.作为时而扩大时而收缩的国内金属流通的准备金；3.是和银行的职能有联系，但和货币作为单纯货币的职能无关的事情：作为支付存款和兑换银行券的准备金”⁴⁴，因而，将信用货币数量控制在金属准备金数量所能承受的范围内至关重要。但在实践中，英格兰银行的银行券发行量不仅超过黄金准备数额，而且超过了法律的规定，由此，开启了纸币发行数额突破金属货币数额的先河。引致这种突破的内生动力在于逐利性。英格兰银行“它的银行券只是因为国家的支持才具有信用；它能把这些银行券由纸变为货币，然后贷给国家，也是国家给与它的权力；但是它却要国家，也就是公众以国债利息的形式对这种权力付给报酬”，马克思深刻指出，这是一个“荒谬”的逻辑。⁴⁵

从商业银行角度看，为了突破存款和准备金的限制，各家银行在创造派生货币中运用了多种机制，一方面加快存贷款的转换频率，提高存款乘数。马克思指出：“同一货币能够执行多少次借贷资本的职能，……取决于信用的衔接和活动速度，这样一来，当这一货币在一个地方作为存款沉淀下来时，它在另一个地方就会立即再作为贷款发放出去”。⁴⁶另一方面，发行本行的银行券、签发汇票。马克思说道：“我们看到各银行创造信用和资本的方法：1.发行本行的银行券；2.签发以 21 天为期的在伦敦兑付的汇票，但在签发汇票时，立即收进现金；3.付出已经贴现的汇票”。⁴⁷由此引致信用货币在创造中膨胀、在膨胀中创造。“在这种信用制度下一切东西都会增加一倍到两倍，以至变为纯粹幻想的怪物一样”⁴⁸，“使社会资本具有突然膨胀的力量，令人惊异的伸缩性，……促使生产规模突然膨胀和收缩”⁴⁹，为通货膨胀、虚假繁荣、经济危机等埋下了祸根。

三、银行经营运作的经济社会效应

⁴³引自马克思《资本论》第三卷，第 648 页，人民出版社 2004 年版。

⁴⁴引自马克思《资本论》第三卷，第 643 页，人民出版社 2004 年版。

⁴⁵引自马克思《资本论》第三卷，第 615 页，人民出版社 2004 年版。

⁴⁶引自马克思《资本论》第三卷，第 575 页，人民出版社 2004 年版。

⁴⁷引自马克思《资本论》第三卷，第 615 页，人民出版社 2004 年版。

⁴⁸引自马克思《资本论》第三卷，第 535 页，人民出版社 2004 年版。

⁴⁹引自马克思《马克思恩格斯全集》第 49 卷，第 240 页，人民出版社 1982 年版。

马克思立足于推进生产力发展和经济发展,运用唯物辩证法,深刻揭示了银行体系发展的双重效应,既肯定了市场经济条件下银行信用对经济社会发展的推进作用和稳定器作用,也指出了银行体系通过持续创造信用货币和顺周期运作加剧了资本主义虚假繁荣与经济危机。

马克思系统地概括了银行信用机制在适应和推进实体经济发展中的积极作用。第一,节约了经济运行中的货币量,通过支付结算机制推进了经济平衡。马克思指出:“货币经营业作为中介,担任货币流通的各种技术性业务,使之集中、缩短和简化。货币经营业不进行货币贮藏,而是提供技术手段,使自愿进行的这个货币贮藏(因而,既不是闲置资本的表现,也不是再生产过程紊乱的表现)减少到它的经济上的最低限度,因为购买手段和支付手段的准备金,在对它的管理是为了整个资本家阶级的场合,不需要象在它由每个资本家各自管理的场合那样大。……就货币执行支付手段的职能来说,货币经营业会使差额的平衡易于进行,并且会通过各种人为的结算机构减少平衡差额所需要的货币量;……货币经营业只能缩短买和卖引起的各种技术活动,并由此减少这种周转所必需的货币现金量”。⁵⁰第二,通过存款货币机制,创造新的信用货币,支持了经济扩张。马克思说道:“在信用发达的国家,……一切借贷货币资本,都以存款的形式,存放在银行和货币贷放者手里。……在营业兴旺时期,在真正的投机尚未盛行之前,由于信用容易取得,信任日益增长,所以流通职能的大部分是通过简单的信用转移而完成的,无须金属货币或纸币借入”;⁵¹“要说明银行怎样能够满足对货币信贷的扩大了的需求的问题,是很简单的。……只需要一个信用交易来作为支付的中介,这个信用交易的惟一目的就是结清各种支付”。⁵²“随着劳动生产力的发展,从而大规模生产的发展,……信用就是不可避免的了;信用的数量会随着生产的价值量一起增长,信用的期限也会随着市场距离的增大而延长。在这里是相互影响的。生产过程的发展促使信用扩大,而信用又引起工商业活动的扩展”。⁵³第三,发挥银行信用的稳定器功能,缓解恐慌,熨平经济波动。在经济运行中,商业汇票是工商企业间交易的“商业货币”,汇票的流通规模对银行券流通规模没有实质性影响,但在金属货币短缺时,汇票的流通将受到银行券流通规模的明显影响,“那时,汇票的数量将会增加,汇票的质量却会下降。最后,在危机期间,汇票流通会完全停止;没有人能够使用支付凭证,因为每个人都只接受现金支付;至少直到现在

⁵⁰引自马克思《资本论》第三卷,第359页,人民出版社2004年版。

⁵¹引自马克思《资本论》第三卷,第566页,人民出版社2004年版。

⁵²引自马克思《资本论》第三卷,第520页,人民出版社2004年版。

⁵³引自马克思《资本论》第三卷,第544页,人民出版社2004年版。

在英国，只有银行券还保持流通的能力，因为国家以其全部财富作英格兰银行的后盾”。⁵⁴在经济波动期间，“只要一个银行的信用没有动摇，这个银行在这样的情况下通过增加信用货币就会缓和恐慌，但通过收缩信用货币就会加剧恐慌”。⁵⁵

在经济金融运行中，银行体系在运用银行信用机制创造信用货币的过程中也有着负面效应。第一，信用货币的内生矛盾。马克思指出：“信用货币是直接从货币作为支付手段的职能中产生的。由出售商品得到的债券本身又因债权的转移而流通。另一方面，随着信用事业的扩大，货币作为支付手段的职能也在扩大”，但“货币作为支付手段的职能包含着一个直接矛盾。在各种支付相互抵消时，货币就只是观念上执行计算货币或价值尺度的职能。而在必须进行实际支付时，货币又不是充当流通手段，不是充当物质变换的仅仅转瞬即逝的中介形式，而是充当社会劳动的单个化身，充当交换价值的独立存在，充当绝对商品。这种矛盾在生产危机和商业危机中称为货币危机的那一刻暴露得特别明显。这种危机只有在一个接一个的支付的锁链和抵销支付的人为制度获得充分发展的地方，才会发生”。⁵⁶显然，由信用货币连接形成的支付链条蕴藏着货币危机的可能性。第二，同一汇票的多次贴现，引致信用的虚假扩大。19世纪中叶，对商业汇票进行贴现，是银行资金使用的重要用途。“当银行家凭票据经纪人已经贴现过一次的汇票，贷款给这个票据经纪人时，他事实上为这种汇票进行了一次再贴现；但实际上，许多这种汇票已经由票据经纪人再贴现过了，而银行家用来为票据经纪人的汇票进行再贴现的货币，又被票据经纪人用来再贴现新的汇票”，由此，引致空头汇票和空头信用，造成了虚假信用的膨胀。⁵⁷第三，银行信用增强了生产扩大无限扩大的趋势。对产业资本而言，商品销售是惊险的一跳。在经济趋于繁荣的时期，银行信用顺周期地给产业资本和商业资本以充分的信贷资金支持，“信用使货币形式上的回流不以实际回流的时间为转移，这无论对产业资本家来说还是对商人来说都是如此。二者都会赊卖；因此，他们的商品，是在这些商品对他们来说转化为货币之前，也就是以货币形式回流到他们那里之前让渡的。另一方面，他们也会赊购；这样，他们的商品的价值，在实际转化为货币之前，在商品价格到期支付以前，对他们来说，已经再转化为生产资本或商品资本。……回流迅速而可靠的这种假象，在回流实际上已经消失以后，总是会由于已经发生作用的信用，而在较长时间内保持下去，因为信用的回流会代替实际的回流”，⁵⁸由此，“运动逐渐加快，慢步转

⁵⁴引自马克思《资本论》第三卷，第613页，人民出版社2004年版。

⁵⁵引自马克思《资本论》第三卷，第585页，人民出版社2004年版。

⁵⁶引自马克思《资本论》第一卷，第161-164页，人民出版社2004年版。

⁵⁷引致马克思《资本论》第三卷，第563页，人民出版社2004年版。

⁵⁸引自马克思《资本论》第三卷，第507-508页，人民出版社2004年版。

成快步，工业快步转成跑步，跑步又转成工业、商业、信用和投机事业的真正障碍赛马中的狂奔，最后，经过几次拼命的跳跃重新陷入崩溃的深渊”。⁵⁹在这个过程中，生产规模扩大的无限性展开了，而商业资本“它的运动在一定界限内就不受再生产过程的限制，因此，甚至还会驱使再生产过程越出它的各种限制。内部的依赖性和外部的独立性会使商人资本达到这样一点，这时，内部联系要通过暴力即通过一次危机来恢复”；“一旦那些把货物运销远处（或存货在国内堆积起来）的商人的资本回流如此缓慢，数量如此之少，以致银行催收贷款，或者为购买商品而开出的汇票在商品卖出去以前已经到期，危机就会发生。这时，强制拍卖，为支付而进行的出售开始了。于是崩溃爆发了，它一下子就结束了虚假的繁荣”；“因此，在危机中可以看到这样的现象：危机最初不是在和直接消费有关的零售商业中暴露和爆发的，而是在批发商业和向它提供社会货币资本的银行中暴露和爆发的”。⁶⁰马克思深刻指出：“在再生产过程的全部联系都是以信用为基础的生产制度中，只要信用突然停止，只有现金支付才有效，危机显然就会发生，对支付手段的激烈追求必然会出现。所以乍看起来，好象整个危机只表现为信用危机和货币危机。……这种现实买卖的扩大远远超过社会需要的限度这一事实，归根到底是整个危机的基础”。⁶¹第四，银行信用加重了经济危机的频次和深度。经济危机爆发以后，“由于价格的普遍下降，再生产过程就陷入停滞和混乱。这种混乱和停滞，会使货币的那种随着资本的发展而同时出现的并以这些预定的价格关系为基础支付手段职能发挥不了作用，会在许许多多点上破坏按一定期限支付债务的锁链，而在随着资本而同时发展起来的信用制度由此崩溃时，会更加严重起来，由此引起强烈的严重危机，突然的强制贬值，以及再生产过程的实际的停滞和混乱，从而引起再生产的实际的缩小”。⁶²值得关注的是，经济危机是一个弃旧创新的过程，它在扬弃了原有生产力中落后部分的同时又迫使工商企业展开新技术研发、固定资产更新、新产品生产、管理方式和营销方式创新，推进经济从萧条走向复苏和高涨，由此，使得在周而复始的经济周期中，经济发展“前一个繁荣时期在危机以前的最高点，每次都作为下一个繁荣时期的最低点而再现出来，然后又上升到一个高得多的新的最高点”。⁶³

银行业乃至金融业属于信息经济范畴，编制和填写各种表格、账目，同时记录、分析、处理各种经济金融数据，是银行业的一项专业性技术活动。马克思指出：“银行制度同时也

⁵⁹引自恩格斯《反杜林论》，第273页，人民出版社1970年版。

⁶⁰引自马克思《资本论》第三卷，第339-340页，人民出版社2004年版。

⁶¹引自马克思《资本论》第三卷，第555页，人民出版社2004年版。

⁶²引自马克思《资本论》第三卷，第283页，人民出版社2004年版。

⁶³引自马克思《资本论》第三卷，第567页，人民出版社2004年版。

提供了社会范围的公共簿记和生产资料的公共的分配的形式，……资本的这种社会性质，只是在信用制度和银行制度有了充分发展时才表现出了并完全实现。……银行制度从私人资本家和高利贷手中剥夺了资本分配这样一种特殊营业，这样一种社会职能。但是这样一来，银行和信用同时又成了使资本主义生产超出它的本身界限的最有力的手段”。⁶⁴在公有生产条件下，簿记“将比以前任何时候都更重要”。⁶⁵

四、马克思银行理论的实践价值

尽管在马克思的设想中，未来社会没有商品和货币，没有市场经济，也就没有银行体系和其他金融机制，但马克思对资本主义市场经济中银行体系运行机理的分析和由此得出的理论认识，如果舍去其中由资本主义经济制度所决定的特殊性，对社会主义市场经济新体制中的银行体系建设乃至金融体系建设都有着积极重要的指导价值，对深化金融供给侧结构性改革、弥补金融体系短板也具有重要的指导意义。

1. 进一步完善金融统计，弥补金融数据短板

簿记机制是银行体系运行的基础性技术条件，也是银行体系得以形成发展的一项基础设施。及时完整系统地统计和记录相关金融数据，至少有着三方面意义：从财务角度看，它是弄清财务收支和作出财务决策的基础条件。在银行体系中，不论是财务的预算决算、经营的盈亏还是经营运作趋势分析都离不开簿记的准确程度和完整程度。从服务客户角度看，它是弄清楚客户需求、客户结构、供给取向并作出应对决策的基础。存款、贷款、资产等诸多指标的流向、流量和流速的分析都取决于统计数据系统完整程度。从风险防范角度看，各种金融产品（包括存款和贷款）的风险评估、产品定价和风险管理等都离不开相关金融数据的准确完整。只有耳聪目明才能做出应对之策，才可能做到心中有数、洞察发展趋势。在长期的实践过程中，尤其是改革开放40多年来，通过实践并紧密结合实践进程，中国初步建立一套金融统计指标体系，为分析、预测和决策做出了积极重要的贡献。但要适应中国经济金融的高质量发展，满足货币政策调控机制的转换和市场经济体制发展的需要，必须深化金融数据的供给侧结构性改革，弥补现有的金融数据指标体系的一系列短板。中国金融统计体系的短板主要表现有五：

其一，缺乏统领全局的总量指标。表2列示了中国货币金融运行和监管中几个主要的总

⁶⁴引自马克思《资本论》第三卷，第686页，人民出版社2004年版。

⁶⁵引自马克思《资本论》第三卷，第965页，人民出版社2004年版。

量指标，从中可见：这些指标的数值差别甚大。以2019年为例，“银行业资产总量”大于M₂数值90.62万亿元、大于社会融资存量规模数值37.86万亿元。从增速看，2015-2019的5年间，M₂从2014年的122.84万亿元增加到2019年的198.65万亿元，增长了61.71%；社

表2 中国货币金融总量指标 单位:万亿元

指标	2015	2016	2017	2018	2019
M ₂ (广义货币)	139.23	155.01	169.02	182.67	198.65
社会融资存量规模	138.28	156.00	174.71	200.75	251.41
人民币信贷收支	154.12	176.00	193.19	210.92	231.70
银行业资产总量	199.16	230.38	249.72	266.73	289.27

资料来源:中国人民银行网站。

注：“人民币信贷收支”的数据来自于“金融机构人民币信贷收支表”；

“银行业资产总量”的数据来自于“其他存款性公司资产负债表”。

会融资存量规模从2014年的122.86万亿元增加到2019年的251.41万亿元，增长了104.63%；人民币信贷收支总量从2014年的132.35万亿元增长到2019年的231.70

万亿元，增长了75.06%；银行业资产总量从2014年的172.20万亿元增加到2019年的289.27万亿元，增长了67.98%。各项指标的增长率差异在近40个百分点。在研讨货币政策中，通常使用M₂作为宽口径货币供应量来解释物价、消费、投资、汇价和资产价格等变动及其趋势。但不论是“金融机构人民币信贷收支表”中的“资金运用”还是“其他存款性公司资产负债表”中的“资产”运作，也都带有货币效能，对相关经济变量发生重要影响，由此，在货币政策及其他的经济金融分析中选择何者为统揽全局的总量指标就有着“差之毫厘失之千里”效应。不难看出，这个短板不解决，货币政策的总量调控就可能陷入顾此失彼的境地，也难以有效地落到实处。

其二，“社会融资存量规模”缺乏足够的“社会”性。表3列示了“社会融资存量规模”统计的各项指标，从中可以看出，2011年4月，中国人民银行开始公布“社会融资规模”的数据以后，进行了多次补充修改：一是从2015年以后开始公布“社会融资存量规模”（以便与“社会融资增量规模”相区别）并对此前的“社会融资存量规模”进行了追溯性弥补；二是从2018年起将“地方政府债券”纳入社会融资规模统计范畴，从2019年起又将“中央政府债券”（即国债）纳入统计范畴。尽管如此，“社会融资存量规模”（乃至“社会融资增量规模”，下同）中依然有着一系列短板：

表3 中国的社会融资存量规模 单位:万亿元

年份	社会融资 规模存量	人民币 贷款	外币 贷款	委托 贷款	信托 贷款	未贴现 汇票	企业 债券	非金融 企业境 内股票	政府 债券

2014	122.86	81.43	3.47	9.33	5.35	6.76	11.69	3.80	
2015	138.28	92.75	3.02	11.01	5.45	5.85	14.63	4.53	
2016	155.99	105.19	2.63	13.20	6.31	3.90	17.92	5.77	
2017	174.64	119.03	2.48	13.97	8.53	4.44	18.37	6.65	
2018	200.75	134.69	2.21	12.36	7.85	3.81	20.13	7.01	7.27
2019	251.31	151.57	2.11	11.44	7.45	3.33	23.47	7.36	37.73

资料来源:中国人民银行网站。

注:“外币贷款”为“外币贷款(折合人民币)”;“未贴现汇票”为“未贴现银行承兑汇票”。

首先,完整程度明显不足。“社会融资规模”强调的应是“全社会”的融资规模,但在“社会融资存量规模”仍然有着许多社会融资活动不在统计范畴之中。例如,外商投资、资产管理(或称“财富管理”)、金融机构发股发债、私募基金、证券投资基金(包括货币市场基金)、个人和企业的直接投资、金融机构的直接投资等等。2018年4月,在实施资管新规答记者问的中,中国人民银行明确指出:“近年来,我国金融机构资管业务快速发展,规模不断攀升,截至2017年末,不考虑交叉持有因素,总规模已达百万亿元”。

其次,融资的主体不清晰。“人民币贷款”指的是商业银行等金融机构向非金融机构和非银行金融机构等主体放出的贷款(在“其他存款性公司资产负债表”中反映在“对其他金融机构债权”“对非金融机构债权”和“对其他居民部门债权”等科目中),即资金融出;债券、股票等指的是相关主体通过发售债券或股票等融入资金的情况,其资金流向与“贷款”正好相反。

最后,“融资”的含义不清晰。“社会融资规模”的本意是要反映进入实体企业的资金状况还是要反映全社会的资金流向和流量?并不清楚。如果是前者,它就应当包含各类直接投资(包括居民向实体企业的投资、实体企业彼此间的直接投资、外商投资等等)、各类贷款、融资租赁、债券发行、境内实体企业在境内外的股票发行、财政支持等等,与此相比,“社会融资规模”中显然缺项过多。如果是后者,它就不仅应当包括实体企业的融资状况,还应包括居民部门、金融部门(包括央行、商业银行等、证券公司、基金公司、信托公司、保险公司以及诸多准金融机构)、事业单位、政府部门在境内外的各种融资状况,与此相比,现有的“社会融资规模”范畴缺项就更多了。

与资金流量表相比,“社会融资规模”的长处在于及时性(即数据公布较快),短处在于缺项太多,以至于难以有效反映资金流量表中的各种相关资金的流向和流量。“社会融资规模”范畴中存在的短板,在货币供应量的统计中也有相似的表现。

其三,一些表格数据和相关指标缺乏有效衔接。各种簿记式表格和指标彼此间有着为实

践活动所决定的内在逻辑,通过分析这些表格中数据可印证、发掘和展示相关经济金融活动的内在规律和基本机理。但在中国的金融统计表格和数据中,存在着一系列难以相互衔接的短板。从“金融机构人民币信贷收支表”与“金融机构本外币信贷收支表”之间的关系看,按照字面理解,本外币信贷收支数额的最低数应当等于人民币信贷收支(除非外币数量为负),但在这两个表格中,长期存在着本外币信贷收支表中的“资金来源”和“资金运用”小于人民币信贷收支表中的数额。例如,2019年12月,本外币信贷收支表中“资金来源”和“资金运用”数额为217.33万亿元,人民币信贷收支表中的“资金来源”和“资金使用”数额为231.70万亿元,前者低于后者14.37万亿元;在这两个表格的附注中,它们的统计口径并无差别,由此,人民币信贷收支余额大于本外币信贷收支余额的成因就难以直接从数据得到反映。其次,在同一表格中,由于科目调整,使得面板数据的连续性中断,难以从中探寻规律性现象。表4列示了1999年以后“金融机构人民币信贷收支表”中“各项贷款”的具体科目调整情况,从中可以看到,1999年“各项贷款”中的“短期贷款”主要是按照行业统计并公布的,但在2010年调整后,它们不见了;同时,在2010年的调整后,将“各项贷款”划分为“境内贷款”和“境外贷款”,与1999年相比,“境内贷款”之下增加了“融资租赁”“委托贷款”“票据融资”和“各项垫款”等科目,去除了“信托贷款”和“其他类贷款”科目,由此,在1999-2009的11年间可按行业展开的贷款状况分析到2010年以后就难以延续了。

表4 金融机构人民币信贷收支表中“各项贷款”的科目调整情况 单位:亿元

科目	1999	科目	2010	科目	2015
各项贷款	93734.3	各项贷款	479195.55	各项贷款	939540.16
短期贷款	63887.6	(一)境内贷款	478976.47	(一)境内贷款	936386.69
工业贷款	17948.9	1.短期贷款	166233.38	1.住户贷款	270213.85
商业贷款	19890.9	2.中长期贷款	288930.43	(1)短期贷款	89006.08
建筑业贷款	1476.9	3.融资租赁	2700.99	(2)中长期贷款	181207.77
农业贷款	4792.4	4.委托贷款	6162.58	2.非金融企业及 机关团体贷款	657633.48
其他短期贷款	19778.6	5.票据融资	14814.52	(1)短期贷款	253371.21
中长期贷款	23968.3	6.各项垫款	134.55	(2)中长期贷款	344181.84
信托贷款	2504.6	(二)境外贷款	219.08	(3)票据融资	45756.02

其他类贷款	3373.8			(4) 融资租赁	12397.64
				(5) 各项垫款	1926.77
				3.非银行业金融 机构贷款	8539.35
				(二) 境外贷款	3153.47

数据来源:中国人民银行网站。

注: 2015 年以后“住户贷款”中“短期贷款”和“中长期贷款”科目之下分别有“消费贷款”和“经营贷款”科目。

其四, 受监管对象制约, 一些金融活动中的投融资数据未能进入金融统计视野。上世纪 90 年代中期以后, 以集合理财、私募基金(主要是股市交易操作)等为名的资产管理就已快速展开, 其数额高达百万亿元之巨, 但因其中相当多操作机构并非金融机构, 所以, 它们的投融资所涉及的资金通常不在金融统计范畴。2013 年以后, 以 P2P 为代表的所谓互联网金融风生水起, 其业务规模一度高达数万亿元, 但因从事 P2P 贷款活动的机构大多为非金融机构, 所以, 它们的金融活动也在金融监管部门视野之外, 也没有进入金融统计范围。在电子信息技术的支持下, 中国许多大型机构(包括大型公司、高校、行政事业单位等)和交通(如公交、地铁等)都发行了可在一定范围内具有支付功能的一卡通, 它们有着一定程度的货币功能, 但不在货币统计范畴之内。

其五, 受体制机制制约, 各金融监管部门之间也存在着各种金融信息和统计数据难以归集汇总的现象, 使得一些金融数据处于线条状或碎片化状态中。

2018 年 3 月 18 日, 国务院办公厅出台了《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》, 明确指出了金融综合统计中存在的问题, 提出了“建立科学统一的金融业综合统计管理和运行机制, 制定完善标准和制度体系, 建设运行国家金融基础数据库, 建成覆盖所有金融机构、金融基础设施和金融活动的金融业综合统计, 完善大国金融数据治理”的工作总体目标, 明确了工作机制、主要任务和工作时间表, 这将推进中国金融的簿记机制和统计机制迈上一个新台阶。

2. 优化商业银行的贷款结构

金融供给侧结构性改革与实体经济部门的供给侧结构性改革直接相连。内在机理是, 金融体系的资金供给结构直接导向着实体企业的经济资源配置状况, 影响着实体经济部门的资产结构。间接金融为主是中国金融体系的主要特征, 商业银行等金融机构拥有的资产量占全

部金融机构资产总量的 90%以上，实体企业的贷款类资金主要来自于商业银行等金融机构⁶⁶，由此，商业银行等金融机构的资产结构状况对实体经济部门有着至关重要的影响。深化金融供给侧结构性改革，推进实体经济部门供给结构向高质量发展方向优化，一个重要的机制是调整和优化商业银行的贷款结构，使其既符合实体经济部门的发展要求，又符合金融发展的内在规律。

从表 5 中可见，2015-2019 的 5 年间，商业银行等金融机构的资金运用总量从 2014 年的 1323453.03 亿元增加到了 2019 年的 2317003.06 亿元，增长了 75.07%；同期，“各项贷款”从 816770.01 亿元增加到 1531123.20 亿元，增长了 87.46%，由此，“各项贷款”占“资金运用总计”的比重从 2014 年的 61.71%上升到 2019 年的 66.8%，显然，贷款是商业银行等金融机构资产运用的主要方式。就此而言，深化金融供给侧结构性改革的重心就在于优化贷款结构。

表 5 金融机构人民币信贷支出结构

单位:亿元

年份	2015	2016	2017	2018	2019
一、各项贷款	939540.16	1066040.06	1066040.06	1362966.65	1531123.20
（一）境内贷款	936386.69	1061666.80	1061666.80	1357891.35	1525755.35
1.住户贷款	270213.85	333614.74	333614.74	478842.55	553191.27
（1）短期贷款	89006.08	95520.45	95520.45	137997.91	154471.93
消费贷款	41007.61	49312.86	49312.86	87994.27	99226.14
经营贷款	47998.47	46207.59	46207.59	50003.64	55245.78
（2）中长期贷款	181207.77	238094.29	238094.29	340844.65	398719.35
消费贷款	148512.22	201159.43	201159.43	289908.61	340442.83
经营贷款	32695.55	36934.86	36934.86	50936.03	58276.52
2.非金融企业及机关团体贷款	657633.48	718520.56	718520.56	868288.88	962736.85
（1）短期贷款	253371.21	260898.69	260898.69	281633.09	295838.75
（2）中长期贷款	344181.84	385661.91	385661.91	505645.65	565389.94

⁶⁶ “商业银行等金融机构”又称“银行业金融机构”，是指在中国境内设立的银行业存款类金融机构、银行业非存款类金融机构。其中，银行业存款类金融机构包括银行、信用社和财务公司等；银行业非存款类金融机构包括信托投资公司、金融租赁公司、汽车金融公司和贷款公司等银行业非存款类金融机构。

(3) 票据融资	45756.02	54709.52	54709.52	57806.88	76175.51
(4) 融资租赁	12397.64	15507.77	15507.77	21479.22	23683.47
(5) 各项垫款	1926.77	1742.67	1742.67	1724.05	1649.18
3.非银行业金融机构 贷款	8539.35	9531.50	9531.50	10759.91	9827.22
(二) 境外贷款	3153.47	4373.26	4373.26	5075.30	5367.86
二、债券投资	197636.22	247604.49	247604.49	333467.14	385520.00
三、股权及其他投资	134325.80	220820.08	220820.08	196190.13	183729.65
四、黄金占款	2329.54	2541.50	2541.50	2569.79	2855.63
五、中央银行外汇占 款	265858.52	219425.26	219425.26	212556.68	212317.26
六、在国际金融机构 资产	1513.46	3520.89	3520.89	1413.56	1457.32
资金运用总计	1541203.70	1759952.28	1759952.28	2109163.94	2317003.06

资料来源:中国人民银行网站。注:本表数据摘自于“金融机构人民币信贷收支表”。

将表 6 与表 5 进行对比可以看出:2019 年全美银行体系中“证券/银行信贷”的比值为 27.54%、“证券/总资产”的比值为 21.43%;与此相比,中国银行业金融机构中“(债券投资+股权及其他投资)/各项贷款”的比值为 37.17%、“(债券投资+股权及其他投资)/资金运用总计”的比值为 24.56%,据此,就证券类资产占比而言,中国银行体系并不比美国低,继续提高证券类资产在总资产中的占比并非贷款结构优化的重心。在全美银行体系的资产中“工商业贷款/银行信贷”的比值为 16.98%、“(不动产贷款+消费贷款)/银行信贷”的比值为 44.86%,与此相比,假定表 5 中“非金融企业及机关团体贷款”均为工商业贷款,则中国银行业金融机构中“工商业贷款/各项贷款”的比值为 70.29%，“消费贷款/各项贷款”的比值为 28.71%。这一差异体现了中美经济发展进程中金融结构和金融机理的两个差别:其一,金融体系的差别。2019 年美国的 GDP 总额达到 21 万亿美元以上,中国的 GDP 总额大约为 14 万亿美元,由此可知,美国的工商企业经营运作规模 and 产品销售规模都大于中国的工商企业。但美国的工商企业从银行体系中获得的贷款余额到 2019 年底仅为 23486.59 亿美元,远小于中国工商企业从商业银行等金融机构中获得的贷款余额 962736.85 亿元(约 13.75 万亿美元)。

这说明美国工商企业经营运作中所需资金除了银行贷款外,还有其他更重要的来源渠道,如建立在商业信用基础上的商业票据、企业间借贷和公司债券等,因此,美国的金融体系是由实体企业间的横向金融体系和银行体系的纵向金融体系共同构成的。中国间接金融为主的金融体系,是一个由商业银行等金融机构构成的纵向金融体系,严重缺乏实体企业间的横向金融机制,由此,本来可以实体企业之间建立在商业交易基础上的横向金融供求转向了商业银行等金融机构的纵向金融体系,这引致了表5中“非金融企业及机关团体贷款”的快速增长和“工商业贷款/各项贷款”的比值高企。其二,金融发展水平的差别。在美国银行体系中基本上不向固定资产投资项目投放中长期贷款,向工商企业提供的贷款主要是短期资金,由此,固定资产投资项目所需资金主要由投资方的资本性资金和金融市场发债发股募集的资金解决。与此不同,中国“非金融企业及机关团体贷款”中“中长期贷款”占比甚高且有着继续提高的趋势。从表5看,2015-2019的5年间,“非金融企业及机关团体贷款”中“中长期贷款”占比从52.33%上升到58.72%。另一方面,从表6看,美国银行业资产中的“租赁”在“贷款和租赁”中的占比呈上升趋势,2004-2019的15年间这一比例从10.2%上升到14.62%,这反映了租赁业在金融业中上行发展趋势。与此相比,表5中反映的中国银行业金融机构资产中的“融资租赁”在“非金融企业及机关团体贷款”中占比,2015年为1.88%,2019年上升到2.46%,但占比依然较低。

表6 全美银行体系资产结构(简表)

单位:亿美元

科目	2004	2006	2008	2010	2015	2019
银行信贷	63983.63	78787.29	89985.63	89617.32	113525.71	138258.37
证券	17428.42	19958.59	21077.56	24171.00	31080.96	38090.10
贷款和租赁	46555.21	58828.70	68908.08	65446.32	82444.75	100168.27
商业和工业贷款	9143.19	11815.81	15378.24	11925.11	19514.94	23486.59
不动产贷款	25606.62	33949.23	38003.75	36024.18	38815.44	46118.03
住宅不动产贷款	14776.73	19346.17	20784.55	21042.39	20930.61	22944.16
商业地产贷款	10829.90	14603.06	17219.20	14981.79	17884.84	23173.87
消费贷款	7052.18	7405.88	8748.40	11074.36	12627.21	15915.82
租赁	4753.22	5657.78	6777.69	6422.68	11487.15	14647.84
现金资产	2929.85	3165.89	10222.47	11855.56	25079.73	18108.04
联邦基金出售总额				3427.50	3950.38	7459.93

向商业银行贷款	823.07	843.18	538.91	309.35	121.82	79.25
其他资产	7000.21	8483.69	11615.06	14775.38	13453.10	14903.52
总资产	80128.65	98055.11	122599.81	117894.70	155063.02	177700.43

资料来源：美联储网站。注：1.原表计量单位为“百万美元”，在调整为“亿美元”中笔者做了四舍五入的处理；2.每年的数据均为年底数；3.此表中“证券”的原表全称为“银行信贷中的证券”，“贷款和租赁”的原表全称为“银行信贷中的贷款和租赁”，“租赁”的原表全称为“所有其他贷款和租赁”，“联邦基金出售总额”的原表全称为“根据协议出售给商业银行的联邦基金出售总额和购买证券总额”，

深化金融供给侧结构性改革，就中国的银行体系而言，重心在于优化贷款结构。这有着两个含义：一是“各项贷款”在资金运用总量中的比重下降，使得商业银行等金融机构的资产结构进一步优化；二是“各项贷款”自身的结构优化。从这个角度看，中国商业银行等金融机构在贷款方面的供给侧结构性改革还有很长的路要走。

3.以健全支付机制为抓手，防范系统性金融风险

资金的支付清算是银行业的一项基本功能。它建立在存款货币的支付功能基础上，通过

表7 中国的各层次货币供应量 单位：亿元

年份	M ₀	M ₁	M ₂	M ₂ /M ₀
1999	13455.5	45837.30	117638.10	8.74
2000	14652.65	53147.15	132487.52	9.05
2005	24032.82	107279.91	296040.13	12.32
2006	27072.62	126028.05	345577.91	12.77
2007	30334.32	152519.17	403401.30	13.30
2008	34218.96	166217.13	475166.60	13.89
2009	38246.97	221445.81	610224.52	15.96
2010	44628.17	266621.5	725851.79	16.26
2011	50748.46	289847.70	851590.90	16.78
2012	54659.77	308664.23	974148.80	17.82
2013	58574.44	337291.05	1106524.98	18.89
2014	60295.53	348056.41	1228374.81	20.37
2015	63216.58	400953.44	1392278.11	22.02
2016	68303.87	486557.24	1550066.67	22.69
2017	70645.60	543790.15	1676768.54	23.73
2018	73208.40	551685.91	1826744.22	24.95
2019	77189.47	576009.15	1986488.82	25.74

资料来源：中国人民银行网站。

客户间的划账、转账和结账等活动，沟通着客户间商业交易的资金往来，同时，又通过贷款、贴现、买入证券等活动，创造派生信用货币，沟通着商业银行等金融机构与工商企业等客户之间的资金分配，因此，既属于银行业的核心技术范畴，也属于金融体系的基础设施范畴。2005年以后，依托现代信息技术的发展，互联网上的商业交易（简称“网购”）快速展开，第三方支付应运而生，由此，支付机制从银行业的后台走向了市场交易的前台，同时，也从技术功能向市场功能扩展。网购打破了消费品产销的原有产业框架，实现了厂家与消费者直接见面链接，第三方支付则以

快速便捷的资金划拨和结算支持了网购的扩张；借助银行卡、电脑、手机等载体，现代支付体系已深入到千家万户和千厂百店，将全社会资金连接成一张快速流动的庞大网络。在支付机制快速扩展的进程中，需要关注由此引致的负面效应：

第一，支付货币的增长。在中国 M_0 、 M_1 和 M_2 的各层次货币供应量中，除 M_0 外，剩余部分均为由存款货币通过支付机制所创造的派生货币。从表 7 中可见，1999-2019 的 21 年间，中国的 M_0 增长了 4.74 倍， M_2 增长了 15.89 倍，由此引致 M_2/M_0 的比率从 8.74 倍上升至 25.745 倍；同时， M_2/GDP 的比值从 130.0% 上升到 200.47%。这一方面引致了海内外一些人长期来以“货币超发”为名，对中国经济运行中可能发生经济过热、通货膨胀感到忧心忡忡，央行和金融监管部门对此也丝毫不敢懈怠。另一方面， M_2 的快速增长，主要通过贷款机制推进，由此，债务率的上行在所难免，这又引致海内外和金融监管部门对“去杠杆”难度的担忧。

第二，债务链延伸。支付机制延伸的过程也是债务性资金延伸的过程。在中国实践中，实体企业经营运作所需资金主要来自于银行贷款，实体企业之间的商业交易也主要依赖银行投放的债务性资金维系，由此，通过实体企业彼此间、银企间、金融机构彼此间的资产负债表连接，债务链随着资金流动的延展而延伸到各个微观主体。2004 年以后，在银证合作、银信合作、银保合作等名义下，借助资产管理市场的发展和各种借贷平台的运作，影子银行风生水起；在此过程中，P2P 更是依托于支付机制将借贷链条推向了普通城乡居民。2015 年，在金融面“资产荒”的背景下，股市起步上行，众多借贷资金通过配资平台流入股市，不仅推高了股市泡沫，而且带来了严重的系统性风险。与此同时，实体经济部门面对着严重的“资金荒”，不得不以较高的利率从各条渠道接受借贷资金，由此严重影响了“降成本”的进度。2016 年 10 月 10 日，国务院出台了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，认为：“近年来，我国企业杠杆率高企，债务规模增长过快，企业债务负担不断加重”，提出了以市场化、法治化等原则，通过兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构、债转股、依法破产和股权融资等方式，积极稳妥降低企业杠杆率的总体方案。但“去杠杆”依然任重道远。

第三，支付链断裂引致的流动性风险。在微观主体能够按时偿付债务本息的条件下，同一数额的资金通过支付机制可以顺利地通过商业交易（或金融交易，下同）流程的各个环节，由此，依托于支付机制，结算清偿所需的资金数额并不显示紧张。一旦某个微观主体拖欠到期债务且缺乏有效处置机制，资金紧缺程度就将在商业交易中显示出来。资金紧缺程度的高低取决于拖欠到期债务对商业交易（金融交易）流程各环节的影响程度。对一个有着 5 个环节的商业交易流程而言，如果债务拖欠发生在第一环节，那么，资金的紧缺程度将在其后的

4 个环节中显示出来，由此，原先以 100 元资金所能完成的商业交易流程，现在将表现为短缺资金 500 元。美国金融危机中“现金为王”举措必然导致流动性风险陡升，其内在机理于此。在中国，大型企业、行政事业单位和工程建设等拖欠中小企业货物（和劳务，下同）款项的现象时有发生，近年来有着越演越烈的趋势，这是引致中小微企业融资难和陷入经营运作困境的一个重要成因，也是引致流动性风险的一个重要成因。为此，2020 年 7 月 5 日，国务院出台了《保障中小企业款项支付条例》，其中第八条明确规定：“机关、事业单位从中小企业采购货物、工程、服务，应当自货物、工程、服务交付之日起 30 日内支付款项；合同另有约定的，付款期限最长不得超过 60 日。大型企业从中小企业采购货物、工程、服务，应当按照行业规范、交易习惯合理约定付款期限并及时支付款项”。这一举措将有利于化解因拖欠货款所导致的支付链条断裂，促进资金流动顺畅流动。

完善支付机制是一项复杂的系统工程。它需要借助金融科技的发展，推进银行体系内的资金支付清算系统和体制机制的完善，也需要进一步完善服务于实体企业的各种金融工具和金融机制，但更重要的是，在法治和守信的基础上，尊重市场经济的内在规律和基本要求，在商业交易的各个环节切实保障资金（从而商业交易）的顺畅流转，有效防范因物流、人流、技术流和资金流等中梗阻引致的系统性金融风险。

参考文献：

1. 马克思《资本论》第 1-3 卷，人民出版社 2004 年版。
2. 马克思《马克思恩格斯全集》第 13 卷，人民出版社 1962 年版。
3. 马克思《剩余价值理论》第三卷，人民出版社 1975 年版。
4. 马克思《马克思恩格斯全集》第 48 卷，人民出版社 1985 年版。
5. 马克思《马克思恩格斯全集》第 49 卷，人民出版社 1982 年版。
6. 马克思《〈资本论〉书信集》，人民出版社 1976 年版。

双支柱下的货币政策与宏观审慎政策效应

——基于银行风险承担的视角

马勇

(中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心)

姚驰

(中国人民大学财政金融学院)

摘要：本文基于有限责任制下银行风险承担行为的理论模型，分析了双支柱框架下的货币政策和宏观审慎政策的调控效应。理论分析表明：货币政策的放松刺激了银行的风险偏好，导致银行部门总体风险水平的上升；相反，以资本约束和杠杆率监管为代表的宏观审慎政策能够有效抑制银行的过度风险承担。并且，货币政策与宏观审慎政策存在相互作用，一方面，宏观审慎监管能够部分抵消货币政策的银行风险承担渠道的影响；另一方面，货币政策的放松恶化了宏观审慎监管所面临的权衡。在此基础上，本文基于我国69家商业银行2009-2018年的面板数据，对理论模型的结论进行了检验。实证结果表明：首先，货币政策的银行风险承担渠道得到了经验数据的支持，并且这一影响存在显著的关于银行资本水平的门槛效应。其次，宽松货币政策下，银行资本水平的门槛值有所上升；而较为严格的宏观审慎监管则降低了门槛值。并且，宏观审慎监管不仅直接降低了银行风险，而且有效抑制了银行在宽松货币政策下的过度风险承担。最后，货币政策影响银行风险承担的门槛效应在不同性质的银行中存在差异，相比于国有和股份制商业银行，城市和农村商业银行的风险承担行为对货币政策更为敏感。

关键词：双支柱框架 货币政策 宏观审慎政策 银行风险承担

一、引言与文献综述

2008年的金融危机暴露出货币政策在应对系统性金融风险和维护金融稳定上的缺陷,许多学者更是将此次金融危机的爆发归咎于长期低利率政策下的风险累积。在对现有政策框架的反思中,宏观审慎政策的重要性和关注度顺势提升。不同于货币政策的主要目标在于维持价格稳定,宏观审慎政策主要针对的是防范系统性金融风险、维护金融稳定。因此,理论而言,货币政策和宏观审慎政策的合理搭配,有助于解决单一政策的多目标困境。正因如此,包含货币政策和宏观审慎政策的新型政策框架,在维护金融稳定方面被寄予了厚望,各国相继推出一系列宏观审慎政策工具,以期发挥宏观审慎政策对于货币政策风险外溢效应的补充作用。我国也在这方面进行了积极的探索和实践,并且,党的十九大报告明确提出,要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。因此,在防范化解系统性金融风险的背景下,对我国商业银行在双支柱调控框架下的风险承担行为进行研究,有助于厘清货币政策对银行风险的影响机制,理解宏观审慎监管在这一影响过程中所起的作用,从而为我国健全双支柱调控框架、维护金融稳定提供一定的理论依据和实践指导。

自Borio和Zhu(2008)首次明确提出货币政策的银行风险承担渠道以来,这一传导机制引发了学界的广泛讨论,学者们从不同角度对这一效应进行了解释。总体来看,宽松货币政策导致银行风险上升的影响机制主要有以下四个方面:一是估值、收入与现金流效应。这一效应指的是,利率的降低会推动资产和抵押品价值的提高,从而带动银行收入和利润的增加。然而,这也影响了银行对违约率以及违约损失率等的识别,导致银行风险感知度的下降和风险容忍度的上升(Adrian and Shin, 2010)。二是利益追逐效应(search for yield)。这一效应主要是由于市场利率与粘性目标收益率之间的矛盾所导致的。在利率较高时,银行可以通过投资安全性资产达到目标收益率的要求;然而,在利率较低时,由于契约制度和“货币幻觉”等导致的收益率的粘性,迫使银行转向高风险资产以达到预期的目标收益率(Rajan, 2006)。三是杠杆效应。利率的下降使得银行持有资本的收益下降,并且,在受到外部冲击时,银行会优先调整资产规模而非改变股权加以应对(Adrian and Shin, 2009),因此,利率的降低导致了银行风险资产规模的增加和杠杆率的上升。四是央行沟通与反应函数。央行货币政策的透明度以及可预测性的提高可以降低不确定性,提高银行资产定价和负债能力(Blinder et al., 2008),然而,在长期宽松货币政策下,这将导致银行风险承担的动机增强(Borio and Zhu, 2008)。同时,商业银行对央行在危机时采取救助措施的预期也会形成保

险效应 (insurance effect), 加强了银行过度风险承担的动机 (Farhi and Tirole, 2012)。上述效应都表明宽松货币政策会导致银行风险的上升, 但是, 也有学者提出了不同的观点。De Nicolò 等 (2010) 指出, 宽松货币政策带来的利润上升提高了银行的特许权价值, 从而有助于降低银行的道德风险, 使得银行风险承担下降。同时, 在信息不对称和有限责任制度下, 政策利率会通过银行资产负债表的负债方产生风险转移效应 (Dell' Ariccia et al., 2010)。这一效应可表述为, 政策利率的降低导致存款利率下降, 银行的债务成本降低, 而当这一影响只是部分传导到贷款利率时, 银行的利润上升, 利益追逐效应减弱, 特许权价值提高, 道德风险下降, 从而减弱了银行风险承担的动机。

部分学者构建理论模型对货币政策的银行风险承担渠道展开了具体研究。例如, Dell' Ariccia 等 (2010) 以银行监督的努力程度作为银行风险的衡量标准, 分析了有限责任下货币政策对银行风险承担的影响, 指出在银行可以调整自身资本结构的情况下, 宽松的货币政策会导致银行杠杆率的提高和监督努力程度的降低, 即银行风险承担上升。然而, 当银行拥有固定的资本结构时, 货币政策对银行风险承担的影响取决于银行的资本水平。Challe 等 (2013) 基于金融机构资产组合相关性的视角, 分析得到利率的降低会导致非审慎金融中介数量的增加, 从而导致系统性风险的上升。Angeloni 等 (2015) 通过内生银行对资本结构和风险的选择, 构建 DSGE 模型进行研究发现, 扩张性的货币政策会导致银行杠杆率的上升和风险的增加, 在稳态下, 银行风险的上升又会反过来导致资产价格波动加剧和均衡产出下降。金融危机后, 随着宏观审慎政策的重视度提升, 部分学者也将宏观审慎纳入理论模型开展了相关研究。其中, Valencia (2014) 在动态模型下分析了不同条件下政策利率对银行风险承担的影响, 提出资本金要求和贷款价值比上限等宏观审慎政策工具有利于降低银行过度风险承担的激励。Taylor 和 Zilberman (2016) 基于包含宏观审慎工具的 DSGE 模型进行研究发现, 在信贷冲击下, 相比于货币政策, 逆周期监管在维护价格稳定、金融稳定和宏观稳定等方面更为有效; 然而, 在供给冲击下, 宏观审慎监管与抗通胀政策的组合是最优的选择。Agur 和 Demertzis (2019) 研究发现, 受制于维护金融稳定和维持信贷规模之间的权衡, 监管机构所采取的宏观审慎监管无法完全抵消货币政策的银行风险承担渠道的影响, 从而指出, 即使宏观审慎监管能够起到抑制金融风险的作用, 货币政策也依旧会影响金融稳定。

近年来, 更多学者基于实证研究, 试图为货币政策的银行风险承担渠道提供经验数据的支持。其中, Altunbas 等 (2010, 2012) 基于美国和欧元区上市银行资产负债表的季度数据, 对货币政策的银行风险承担渠道进行了验证, 发现低利率导致了银行风险的增加。Jiménez 等 (2014) 采用两阶段模型进行研究发现, 较低的利率会使得资本水平较低的银行审批通过

更多具有较高事前风险的公司的贷款申请,同时会以较低的抵押要求向这些公司授予更大的贷款额度,然而,这些贷款的事后违约可能性也更高。与之类似, Maddaloni 和 Peydró (2011) 通过对银行贷款标准进行研究也得到,较低的短期政策利率使得银行对家庭和企业的贷款标准降低。Ngambou Djatche (2019) 考虑了货币政策风险承担渠道的非线性影响,发现低利率对银行风险行为的影响取决于先前的货币制度,即货币政策利率与泰勒规则的偏离。基于美联储商业贷款的调查数据, Buch 等 (2014) 采用因子增强向量自回归模型、Paligorova 和 Santos (2017) 从企业贷款定价的角度、Dell'Ariccia 等 (2017) 针对企业贷款内部评级的研究均得到银行风险承担与利率之间显著的负相关关系。此外, Gambacorta (2009)、Gaggl 和 Valderrama (2010)、Ioannidou 等 (2015)、Chen 等 (2017) 等基于不同国家和地区的实证研究也证实了货币政策的银行风险承担渠道的存在。同时,部分研究也考虑了银行特征的影响。例如, Delis 和 Kouretas (2011) 研究发现,利率对银行风险的影响在权益资本较高的银行中有所减弱,而在表外项目较高的银行中则有所加强。Drakos 等 (2016) 基于中东欧国家的研究发现,外资银行在低利率环境下拥有更高的过度风险承担的激励。也有学者关注了宏观审慎政策对银行行为的影响。其中, Lim 等 (2011) 对不同宏观审慎工具的有效性进行了较为全面的实证研究,发现贷款价值比上限、动态拨备率等大多数宏观审慎工具在缓解信贷和杠杆率的顺周期上有显著效果,同时在限制期限错配上也发挥了作用。Claessens 等 (2013) 基于跨国面板数据的研究也得到了类似的结论。Jiménez 等 (2017) 研究了宏观审慎政策在西班牙的实施效果,发现逆周期资本缓冲有助于平滑信贷周期,并且对企业在经济下行时期的贷款可得性具有积极作用。此外,在双支柱调控愈发受到重视的背景下,也有研究比较了货币政策和宏观审慎政策实施效果的差异以及相互作用。Zdzienicka 等 (2015) 的研究表明,货币政策和宏观审慎政策都会显著影响金融稳定,但是货币政策的影响更加持久;相反,宏观审慎工具的作用则更为直接,但是作用的持续时间通常也更短。Klingelhöfer 和 Sun (2019) 基于 VAR 模型的实证研究表明,作为货币政策的补充,宏观审慎政策能够抵消宽松货币政策造成的金融脆弱性的累积。

国内研究方面,江曙霞和陈玉婵 (2012) 在 Dell' Ariccia 等 (2010) 构建的 DLM 模型的基础上,引入存款准备金率考察了货币政策对银行风险承担的影响,发现货币政策的银行风险承担渠道效应受到银行资本水平的影响。同样基于 DLM 模型,邓向荣和张嘉明 (2018) 指出货币政策在直接影响银行流动性创造的同时,也会通过银行风险承担的中介作用对银行流动性创造产生影响。张雪兰和何德旭 (2012) 基于中国银行业的实证研究发现,货币政策立场对银行风险承担存在显著影响,并且,这一影响效应会受到市场结构和银行资产负债表

特征的影响。金鹏辉等（2014）研究发现，宽松货币政策导致银行风险资产的增加和贷款审批条件的降低，鼓励了银行的风险承担，同时指出，我国货币政策对银行风险承担的影响体现在银行的资产选择上，而非银行的负债选择。此外，徐明东和陈学彬（2012）、张强等（2013）、牛晓健和裘翔（2013）基于中国商业银行的实证研究均支持了货币政策的风险承担渠道的存在。在对宏观审慎政策有效性的研究方面，邹传伟（2013）的研究表明，《BaselIII》提出的逆周期资本缓冲能够降低银行的破产概率，同时也能起到抑制信贷供给顺周期性的作用。方意（2016）的研究表明，钉住贷款价值比、产出存贷比、信贷存贷比的宏观审慎政策是有效的，并且进一步指出，钉住目标和监管对象的一致性宏观审慎政策有效的前提。马勇和姚驰（2017）基于中国商业银行的面板数据研究得到，监管压力能够促使银行增加资本缓冲、降低风险资产规模，支持了宏观审慎政策的有效性。在货币政策和宏观审慎政策的协调方面，马勇和陈雨露（2013）通过构建一个包含内生性金融体系的 DSGE 模型研究得到，基于宏观审慎的货币政策、信贷政策和金融监管之间的合理搭配使用，能够降低单一政策的多目标困境，有助于实现金融稳定的政策目标。王爱俭和王璟怡（2014）同样使用 DSGE 模型分析得到，逆周期资本缓冲能够发挥维护金融稳定的作用，并且，宏观审慎政策能够对货币政策起到辅助作用，特别是在受到金融冲击时，这一作用最为明显。范从来和高洁超（2018）则对银行资本监管与货币政策的最优配合问题进行了研究，发现货币政策与银行资本监管两者力度的高低搭配能够降低福利损失，然而，两者力度的双高搭配则会导致福利损失的最大化。

从已有文献的梳理可以发现，货币政策的银行风险承担渠道得到了大多数实证研究的支持，部分宏观审慎政策工具的有效性也得到了验证。然而，现有研究对于银行资本水平在货币政策的银行风险承担渠道中所起的作用缺乏足够的关注，并且，关于双支柱调控框架下宏观审慎政策对这一传导渠道的影响的研究更为匮乏。在信息不对称和有限责任制度下，银行资本水平的提高可以减轻道德风险，因而对银行风险承担行为有着显著影响。同时，在金融危机后，宏观审慎政策工具的种类和应用愈加丰富，被视为防范系统性金融风险的重要手段，双支柱调控框架也在维护金融稳定上被寄予厚望。

有鉴于此，本文尝试通过对有限责任制下的银行风险承担行为进行理论建模，分析双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策对银行风险承担的影响，并且基于经验数据对理论模型得到的结论加以实证检验。较之已有文献，本文可能的“边际贡献”主要表现在以下几个基本方面：（1）通过对有限责任制下具有不同资本水平银行的风险资产选择行为进行理论建模，分析货币政策和宏观审慎政策对银行风险承担行为的影响；（2）在货币政策和宏观审慎政策

各自对银行风险承担影响的理论分析基础上,进一步考察双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策在影响银行风险上的相互作用;(3)基于面板门槛回归模型,对理论模型得到的结论进行实证检验,在考察货币政策对银行风险承担关于银行资本水平的门槛效应基础上,通过对货币政策环境和宏观审慎政策环境进行区分,进一步考察货币政策和宏观审慎政策对这一门槛效应的影响;(4)通过在实证模型中引入货币政策和宏观审慎政策的交互项,实证分析双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策的相互作用;(5)通过对银行性质加以区分,考察货币政策对银行风险承担的非线性影响在不同性质银行间的差异性。

本文其余部分的结构安排如下:第二部分介绍模型的基本设定,构建银行风险承担行为的基准模型,并且在这一理论模型框架下,分析双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策对银行风险承担行为的影响;第三部分进行实证分析,基于中国商业银行的面板数据对理论模型得到的结论加以验证;第四部分进行总结,并提出简要的政策启示。

二、理论模型

参考已有文献的基本设定(Acharya, 2009; Challe et al., 2013),本文基于有限责任制和信息不对称的假定,构建理论模型分析双支柱框架下货币政策和宏观审慎政策对银行风险承担行为的影响。较之已有模型,本文的模型具有以下几个方面的不同:(1)对银行风险承担行为的刻画不仅仅是风险资产相对安全资产的选择,而且同时考虑银行对资产组合的风险水平的偏好;(2)假定银行具有不同的资本水平,从而分析银行资本变化对相关政策效应的影响;(3)假定在信息不对称条件下,存款人无法辨别银行的风险偏好,进而考察在有限责任制下,具有不同资本水平的银行在风险资产选择上的行为差异。

基于上述模型框架,本部分首先分析以利率和准备金率为代表的货币政策变化对银行风险承担行为的影响。然后,基于资本约束和杠杆率监管探讨宏观审慎政策对货币政策的银行风险承担渠道的影响。在此基础上,本文进一步考察基于双支柱框架的货币政策和宏观审慎政策在银行风险承担机制方面的相互作用。

(一) 银行风险承担行为的理论建模

1. 模型的基本设定

模型中存在两类具有代表性的市场主体:银行和存款人,假定都是风险中性的。参考Allen和Gale(2000)、Acharya(2009)等的假设,信息不对称和资产管理能力的差异等因

素导致市场分割的存在,因此,只有银行能够进入市场进行投资,而存款人只能将资金提供给银行。市场上同时存在无风险资产和一系列风险资产,其中,无风险资产对所有银行是同质的,完全竞争下,无风险资产的收益率即为资本的边际产出,因此,在均衡状态下, $R_s = f'(x_s^*) = r/(1-\delta)$,其中, x_s^* 为银行投资无风险资产的总和, $f(x_s)$ 为规模报酬递减的生产函数,满足 $f'(x_s) > 0$, $f''(x_s) < 0$, $f'(0) = \infty$, $f'(\infty) = 0$ 。风险资产包含一系列不同风险水平 p_r 和收益率 R_r 的各类资产,为了便于阐述且不失一般性,将银行对风险资产的偏好概括为低风险资产组合 x_1 和高风险资产组合 x_2 ,两者预期收益率相同,区别在于风险水平的高低。假定低风险资产 x_1 以 p_1 的概率成功,收益率为 R_1 ;高风险资产 x_2 以 p_2 的概率成功,收益率为 R_2 。一般而言,高风险资产组合的预期回报率高,但是成功率低;与之相比,低风险资产组合的预期回报率相对较低,但是成功率更高,即满足: $p_1 > p_2$, $R_1 < R_2$, $p_1 R_1 = p_2 R_2$ 。

在给定的存款利率 r 、准备金率 δ 和初始权益资本 e 下,银行通过吸收存款 d ,投资于无风险资产 x_s 和风险资产 x_r 。因此,银行的资产负债表可写为:

$$x_s + x_r = e + d(1-\delta) \quad (1)$$

同时,银行风险资产的管理成本为 $c(x_r)$,参考已有文献(Allen and Gale, 2000; Acharya, 2009),假定这一成本函数为递增的凸函数,即满足 $c'(x_r) > 0$, $c''(x_r) > 0$ 。这一假定限制了银行过多持有风险资产的规模,为了便于阐述,参照Challe等(2013)的设定,本文在模型构建时也采用如下形式的二次函数:

$$c(x_r) = \frac{x_r^2}{2\theta}, \theta > 0 \quad (2)$$

基于上述模型设定,可以得到银行的预期收益为:

$$V(e) = \max_{x_r, x_s, d} \left\{ p_r \left[\frac{re}{1-\delta} + x_r \left(R_r - \frac{r}{1-\delta} \right) + x_s \left(R_s - \frac{r}{1-\delta} \right) \right] - \frac{x_r^2}{2\theta}, 0 \right\} \quad (3)$$

2. 银行风险资产的选择

(1) 审慎经营的银行。审慎经营的银行在无风险资产之外,选择投资于低风险资产组合,以控制风险水平、降低破产概率。因此,审慎银行的目标函数可写为:

$$V_1(e) = \max_{x_1, d} p_1 \left[\frac{re}{1-\delta} + x_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right) + x_s \left(R_s - \frac{r}{1-\delta} \right) \right] - \frac{x_1^2}{2\theta} \quad (4)$$

通过对上式求解,可以得到审慎银行选择的低风险资产规模和杠杆率水平为:

$$x_1^* = \theta p_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right) \quad (5)$$

$$d_1^* = \frac{1}{1-\delta} \left[\theta p_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right) + x_s^* - e \right] \quad (6)$$

(2) 非审慎经营的银行。非审慎经营的银行偏好投机性资产，即选择高风险资产组合，以最大化其在投资成功时的收益。因此，非审慎银行的目标函数为：

$$V_2(e) = \max_{x,d} p_2 \left[\frac{re}{1-\delta} + x_2 \left(R_2 - \frac{r}{1-\delta} \right) + x_s \left(R_s - \frac{r}{1-\delta} \right) \right] - \frac{x_2^2}{2\theta} \quad (7)$$

由上式可求解得到非审慎选择的高风险资产规模和杠杆率水平为：

$$x_2^* = \theta p_2 \left(R_2 - \frac{r}{1-\delta} \right) \quad (8)$$

$$d_2^* = \frac{1}{1-\delta} \left[\theta p_2 \left(R_2 - \frac{r}{1-\delta} \right) + x_s^* - e \right] \quad (9)$$

(3) 银行的经营决策。通过不同风险水平的资产组合下银行预期收益的比较，可以得到有限责任制下银行选择审慎经营的条件。分别将审慎银行和非审慎银行的最优资产规模代入预期收益函数可得：

$$V_1^*(e) = \frac{p_1 re}{1-\delta} + \frac{\theta}{2} \left[p_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right) \right]^2 \quad (10)$$

$$V_2^*(e) = \frac{p_2 re}{1-\delta} + \frac{\theta}{2} \left[p_2 \left(R_2 - \frac{r}{1-\delta} \right) \right]^2 \quad (11)$$

其中， $V_1^*(e)$ 和 $V_2^*(e)$ 分别表示审慎和非审慎经营的银行的预期收益。从式 (10) 和式 (11) 的比较来看，两者反映了银行资本水平、利率和准备金率对银行资产选择和预期收益的影响。式 (11) 右边第一项 $\frac{p_2 re}{1-\delta}$ 小于式 (10) 右边第一项 $\frac{p_1 re}{1-\delta}$ ，表明非审慎经营的银行面临更大的失去权益资本的风险 ($1-p_2$)，从而导致初始权益资本的预期效用降低。然而，式 (11) 右边第二项 $\frac{\theta}{2} \left[p_2 \left(R_2 - \frac{r}{1-\delta} \right) \right]^2$ 要大于式 (10) 右边第二项 $\frac{\theta}{2} \left[p_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right) \right]^2$ 。这是因为，选择非审慎经营的银行持有较大规模的高风险资产，从而在投资成功时能够获得更高的收益，因此使得其事前效用得以增加。这两个效应之间的权衡就决定了银行在审慎经营和非审慎经营之间的决策。如图 1 所示，当 $V_2^*(e)$ 曲线位于 $V_1^*(e)$ 曲线上方时，银行选择非审慎经营，即投资高风险资产组合；反之，银行选择审慎经营，即持有低风险资产组合。

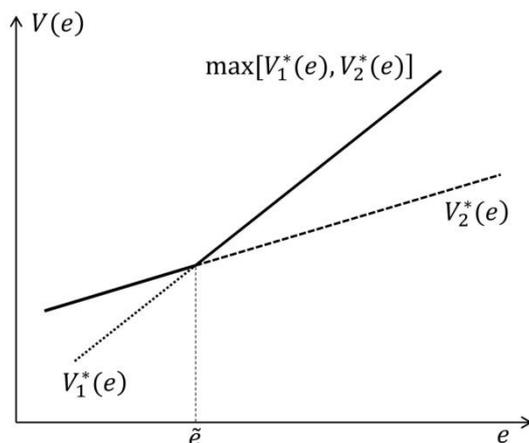


图 1 不同资本水平银行的经营决策

通过式 (10) 和式 (11) 的比较, 可以进一步得到银行选择审慎经营的条件。当 $V_1^*(e) < V_2^*(e)$ 时, 银行的资本水平满足以下条件:

$$e < \bar{e} = \frac{\theta p_2^2 (R_2 - \frac{r}{1-\delta})^2 - \theta p_1^2 (R_1 - \frac{r}{1-\delta})^2}{2(p_1 - p_2)r / (1-\delta)} = \theta [p_1 R_1 - \frac{(p_1 + p_2)r}{2(1-\delta)}] \quad (12)$$

上式意味着, 对于资本水平低于临界值的银行, 在有限责任制下, 其在投资失败时自身承担的损失相对较少, 大部分损失转嫁给了存款人, 因此, 银行将会选择非审慎经营, 投资于高风险的资产组合。反之, 对于资本水平高于临界值的银行, 其在投资失败时自身将承担更高的损失, 因此, 为了降低自身权益资本损失的风险, 银行选择审慎经营, 持有低风险资产组合。

通过对银行权益资本的分布进行假定, 可以进一步得到整个银行部门中选择非审慎经营银行的比例。假定银行资本分布的密度函数为 $f(e; \varepsilon)$, 累计分布函数为 $F(e; \varepsilon)$, 其中, ε 指定密度函数的位置, ε 的增加伴随着密度函数的右移, 因此满足 $F_\varepsilon(e; \varepsilon) < 0$ 。将银行数量标准化为 1, 可得 $F(e_{\max}; \varepsilon) = 1$ 。此时, 银行部门总的资本水平为:

$$E = \int_0^{e_{\max}} e f(e; \varepsilon) de \quad (13)$$

银行部门中选择非审慎经营银行的比例为:

$$g(r; \delta; \varepsilon) = \int_0^{\bar{e}} e f(e; \varepsilon) de = F(\bar{e}; \varepsilon) \quad (14)$$

3. 信贷市场均衡

(1) 资金需求。对审慎银行和非审慎银行的资金需求进行加总, 可得银行部门的总资金需求为:

$$B^d = \int_0^{e_0} d_2^*(e) f(e; \varepsilon) de + \int_{e_0}^{e_{\max}} d_1^*(e) f(e; \varepsilon) de \quad (15)$$

将式 (6) 和式 (9) 代入上式, 整理得:

$$B^d = \frac{\theta}{1-\delta} \left\{ p_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right) + [p_2 \left(R_2 - \frac{r}{1-\delta} \right) - p_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right)] g(r; \delta; \varepsilon) \right\} + \frac{x_s^*}{1-\delta} - \frac{E}{1-\delta} \quad (16)$$

上式关于利率 r 求导可得:

$$\frac{\partial B^d}{\partial r} = -\frac{1}{1-\delta} \left\{ \frac{1}{1-\delta} \theta p_1 [1 - g(r; \delta; \varepsilon)] + \frac{1}{1-\delta} \theta p_2 g(r; \delta; \varepsilon) - \theta [p_2 \left(R_2 - \frac{r}{1-\delta} \right) - p_1 \left(R_1 - \frac{r}{1-\delta} \right)] g_r(r; \delta; \varepsilon) - \frac{\partial x_s^*}{\partial r} \right\} < 0 \quad (17)$$

式 (17) 表明资金需求 B^d 是关于利率 r 的减函数, 即利率越高, 银行资金需求越少。一方面, 由式 (6) 和式 (9) 可知, 利率的上升使得审慎银行和非审慎银行的杠杆率都出现下降; 另一方面, 利率的上升使得位于临界值附近的银行由非审慎经营转向审慎经营, 其杠杆率发生了不连续的降低。在上述两个因素的共同作用下, 利率的上升导致银行部门整体的资金需求下降。

(2) 资金供给。参考 Challe 等 (2013) 的设定, 假设存款人的收入为 w , 最大化预期效用 $u(c_1) + c_2$, c_1 、 c_2 分别为当期和下一期的消费, $u(g)$ 为递增的凹函数。在存款的预期回报率 ρ 下, 存款人选择存款数量以最大化预期效用, 则有:

$$B^s(\rho; w) = \arg \max u(c_1) + c_2 \\ s.t. \ c_1 = w - B, c_2 = \rho B \quad (18)$$

求解得到资金供给为:

$$B^s(\rho; w) = w - u^{-1}(\rho) \quad (19)$$

上式分别关于 ρ 和 w 求导可得:

$$\frac{\partial B^s}{\partial \rho} > 0, \quad \frac{\partial B^s}{\partial w} > 0 \quad (20)$$

存款的预期回报率 ρ 不仅取决于基准利率, 银行部门的总体风险水平也决定了存款的预期回报率。因此, ρ 可写为:

$$\rho(r; \delta; \varepsilon) = p_1 r [1 - g(r; \delta; \varepsilon)] + p_2 r g(r; \delta; \varepsilon) \quad (21)$$

上式对利率 r 求导可得:

$$\frac{\partial \rho(r; \delta; \varepsilon)}{\partial r} = p_1 [1 - g(r; \delta; \varepsilon)] + p_2 g(r; \delta; \varepsilon) - (p_1 - p_2) r g_r(r; \delta; \varepsilon) > 0 \quad (22)$$

结合式 (20), 可得 $\partial B^s / \partial r > 0$, 说明资金供给 B^s 是关于利率 r 的增函数, 即利率越高, 资金供给越多。这是因为, 存款利率的升高不仅直接提高了存款人在银行未违约时的回报, 也降低了非审慎银行的比例, 使得银行部门整体违约率的下降, 从而提高了存款的预期回报

率。因此，利率的上升带来了资金供给的增加。

(3) 市场出清。在均衡状态时，银行部门的总资金需求等于存款人的总资金供给，由此可得市场出清的条件为：

$$B^d(r; \delta; \varepsilon) = B^s(\rho(r; \delta; \varepsilon), w) \quad (23)$$

资金需求 $B^d(r; \delta; \varepsilon)$ 是利率 r 的减函数，资金供给 $B^s(\rho(r; \delta; \varepsilon), w)$ 是利率 r 的增函数，因此，存在唯一的均衡利率使得市场出清。为保证均衡利率 $r \in (0, p_1 R_1 (1 - \delta))$ 存在，需同时假定资金供给和需求函数满足：

$$B^s(\rho(0; \delta; \varepsilon), w) < B^d(0; \delta; \varepsilon) \quad (24)$$

$$B^s(\rho(p_1 R_1 (1 - \delta); \delta; \varepsilon), w) > B^d(p_1 R_1 (1 - \delta); \delta; \varepsilon) \quad (25)$$

(二) 货币政策对银行风险承担行为的影响

1. 利率的影响

根据本文构建的理论模型，利率通过两个方面对银行的风险承担行为产生影响。首先，由式(5)、式(8)可以看到，利率的降低使得银行增加了对风险资产的需求，式(6)、式(9)也表明，利率的降低导致了银行杠杆率的上升。其次，式(12)和式(14)关于利率求导可得：

$$\frac{\partial \theta_0}{\partial r} = -\frac{\theta(p_1 + p_2)}{2(1 - \delta)} < 0 \quad (26)$$

$$\frac{\partial g(r; \delta; \varepsilon)}{\partial r} = f(\theta_0, \varepsilon) \frac{\partial \theta_0}{\partial r} < 0 \quad (27)$$

式(26)表明，资本水平的临界值 θ_0 是关于利率 r 的减函数，即利率越低，资本水平的临界值越高。式(27)式也表明利率的降低使得银行部门中选择非审慎经营的银行比例增加，从而导致银行部门总体风险水平的上升。这是因为，当采取降息政策时，银行自有资本的预期效用降低，投资于风险资产的事前效用增加，从而刺激了银行投资于高风险资产组合的动机。因此，在利益追逐效应下，边际银行（原本处于资本水平临界值 θ_0 右侧，但接近 θ_0 的银行）由审慎经营转向非审慎经营，从而使得银行部门中选择非审慎经营的银行比例增加，最终导致银行部门总体风险水平的上升。

2. 准备金率的影响

与利率的作用机制类似，准备金率也通过两个方面对银行的风险承担行为产生影响。一方面，准备金率的降低导致银行风险资产规模的增加和杠杆率的上升；另一方面，由式(12)和式(14)关于准备金率求导可知（式(28)、式(29)所示），准备金率的降低提高了非审

慎经营银行相对于审慎银行的预期收益，刺激了银行的风险偏好，使得资本水平的临界值上升，从而导致选择非审慎经营的银行比例增加，银行部门的总体风险上升。

$$\frac{\partial \theta_0}{\partial \delta} = -\frac{\theta r(p_1 + p_2)}{2(1-\delta)^2} < 0 \quad (28)$$

$$\frac{\partial g(r; \delta; \varepsilon)}{\partial \delta} = f(\theta_0 \varepsilon) \frac{\partial \theta_0}{\partial \delta} < 0 \quad (29)$$

3. 资金供给的影响

通过比较静态分析可以得到，资金供给的增加降低了均衡利率，提高了选择高风险资产组合的银行的比例。结合图 2 的具体分析可以看到，首先，资金供给的增加使得供给曲线右移，市场均衡由 A 点移动到 B 点，均衡利率下降。其次，均衡利率的下降进一步使得非审慎经营银行的比例由 C 点移动到 D 点，提高了选择高风险资产组合银行的比例。这一分析说明，资金供给的增加为银行提供了较为宽松的融资环境，由此导致的均衡利率的下降降低了银行自有资本的预期效用，在利益追逐效应和杠杆效应的作用下，这一货币政策环境的变化将刺激银行过度风险承担的动机，更多的选择提升杠杆率、增加高风险资产的配置，从而使得非审慎经营银行比例的增加，银行部门总体风险水平上升。

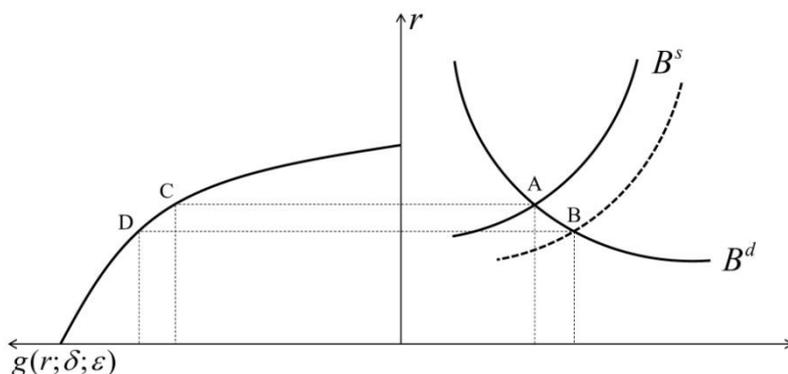


图 2 资金供给增加的影响

综合上述关于货币政策对银行风险承担行为影响的分析，可以得到本文的推论 1：

推论 1：以利率、准备金率为代表的货币政策的放松以及资金供给的增加，刺激了银行对风险资产的需求，并且导致资本水平临界值的上升和选择非审慎经营银行比例的增加。

(三) 宏观审慎政策对银行风险承担行为的影响

《BaselIII》的出台为宏观审慎监管框架的构建指明了方向，各国也相继推出了一系列宏观审慎政策工具。因此，在前文基准模型框架的基础上，本部分进一步引入宏观审慎监管

部门的监管要求,以最为普遍使用的资本充足率和杠杆率监管为例,分析了宏观审慎政策对银行风险承担的影响。

1. 资本约束的影响

在分析资本约束对银行风险承担的影响时,本文既从资本约束影响银行部门整体资本分布的角度,又从资本充足率要求影响银行风险资产选择的角度,探究了资本约束对银行部门总体风险水平的影响,从而较为完整的分析了资本约束对在应对银行风险方面的影响机制和作用效果。

首先,本文从银行整体权益资本分布的角度,分析资本约束对银行风险的影响。在监管部门的资本充足率要求下,一方面,面临资本缺口的银行需要被动的提升资本水平以达到监管要求;另一方面,在监管部门的引导下,银行也会主动通过多渠道补充资本金。因此,资本充足率要求将使得银行部门整体的权益资本分布右移,即 ε 增大。由式(14)对 ε 求导可得:

$$\partial g(r; \delta; \varepsilon) / \partial \varepsilon = \partial F(\theta \varepsilon) / \partial \varepsilon < 0 \quad (30)$$

式(30)表明,对于给定的 θ , 资本充足率要求导致的银行资本分布的右移将使得非审慎经营银行比例的下降,从而降低了银行部门的总体风险水平。这是因为,在监管部门的要求和引导下,银行自身资本水平的提高增加了权益资本的预期效用,由此带来预期收益的上升使得边际银行(原本处于资本水平临界值 θ 的左侧,但接近 θ 的银行)选择审慎经营,投资于低风险资产组合,以降低自身权益资本损失的风险,最终使得银行部门中选择非审慎经营的银行比例减少,银行部门总体风险水平降低。

其次,本文从资本充足率要求影响银行风险资产选择的角度,分析资本充足率要求对银行部门总体风险水平的影响。具体而言,本文假定监管部门规定银行资本充足率不得低于 κ , 即 $e/x \geq \kappa$, 根据资本要求 κ 与不同类型银行最优选择下的资本水平的比较,可以得到:当 $x_1^* < x_2^* \leq e/\kappa$ 时,审慎银行和非审慎银行在选择其最优资产规模时,均满足了监管部门的资本要求。此时,资本要求对审慎银行和非审慎银行均无约束作用,因而对银行的经营决策和风险承担也不产生影响;当资本要求满足 $x_1^* \leq e/\kappa < x_2^*$ 时,资本要求对非审慎银行的最优资产规模起约束作用,进而影响其杠杆率和预期收益,而审慎银行的最优资产规模和预期收益不发生变化;当 $e/\kappa < x_1^* < x_2^*$ 时,资本要求对审慎银行和非审慎银行的最优资产规模选择均产生约束作用。因此,在考虑了资本充足率要求后,审慎银行的最优资产规模和杠杆率水平变为:

$$x_1^{**} = \begin{cases} e/\kappa, & 0 < e < \kappa \theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) \\ \theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}), & e \geq \kappa \theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) \end{cases} \quad (31)$$

$$d_1^{**} = \begin{cases} \frac{1}{1-\delta} [e/\kappa + x_s^* - e] & , 0 < e < \kappa\theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) \\ \frac{1}{1-\delta} [\theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) + x_s^* - e] & , e \geq \kappa\theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) \end{cases} \quad (32)$$

非审慎银行的最优资产规模和杠杆率水平变为:

$$x_2^{**} = \begin{cases} e/\kappa & , 0 < e < \kappa\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) \\ \theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) & , e \geq \kappa\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) \end{cases} \quad (33)$$

$$d_2^{**} = \begin{cases} \frac{1}{1-\delta} [e/\kappa + x_s^* - e] & , 0 < e < \kappa\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) \\ \frac{1}{1-\delta} [\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) + x_s^* - e] & , e \geq \kappa\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) \end{cases} \quad (34)$$

上述反映了在面临资本充足率要求的监管下, 银行选择的最优资产规模和杠杆率的变化。式 (31) 和式 (33) 表明, 受制于资本充足率要求, 资本水平较低的银行无法实现其目标规模的风险资产, 说明资本约束迫使资本水平较低的银行降低了风险资产规模, 抑制了其过度风险承担。相应的, 式 (32) 和式 (34) 也表明, 面临资本约束时, 资本水平较低的银行的杠杆率也有所降低。同时, 分别将审慎银行和非审慎银行的最优资产规模代入预期收益函数, 可以得到资本约束下审慎银行和非审慎银行的预期收益分别为:

$$V_1^{**}(e) = \begin{cases} \frac{p_1 r e}{1-\delta} + p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) \frac{e}{\kappa} - \frac{e^2}{2\theta\kappa^2} & , 0 < e < \kappa\theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) \\ \frac{p_1 r e}{1-\delta} + \frac{\theta}{2} [p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta})]^2 & , e \geq \kappa\theta p_1(R_1 - \frac{r}{1-\delta}) \end{cases} \quad (35)$$

$$V_2^{**}(e) = \begin{cases} \frac{p_2 r e}{1-\delta} + p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) \frac{e}{\kappa} - \frac{e^2}{2\theta\kappa^2} & , 0 < e < \kappa\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) \\ \frac{p_2 r e}{1-\delta} + \frac{\theta}{2} [p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta})]^2 & , e \geq \kappa\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta}) \end{cases} \quad (36)$$

通过对审慎银行和非审慎银行预期收益的比较, 可以得到资本约束下, 不同资本水平银行的经营决策, 图 3 给出了直观的说明。当资本充足率要求对原本处于资本水平临界值 $\theta\kappa$ 附近的银行具有约束作用时 ($\kappa > 1 - (p_1 - p_2) / [2p_2 R_2(1-\delta) / r - 2p_2]$) ^①, 受限于资本充足率要求对投资规模的制约, 这部分银行选择非审慎经营的预期收益降低, 当其预期收益低于审慎投资策略时, 这部分银行将由非审慎经营转为审慎经营, 这就使得资本水平临界值降低 ($\theta\kappa < \theta\kappa$) 和选择高风险资产组合银行的比例下降。

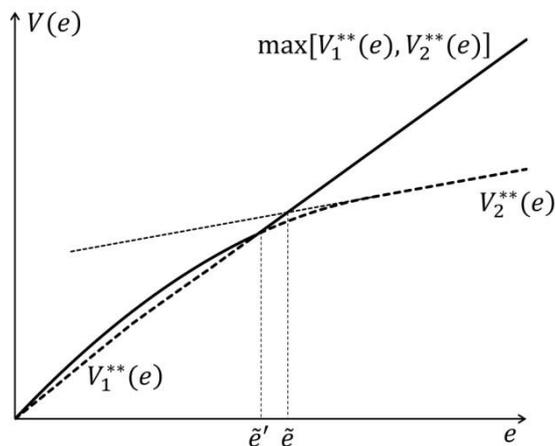


图 3 资本约束下银行的经营决策

2. 杠杆率监管的影响

作为重要的宏观审慎政策工具之一，杠杆率监管能够有效制约银行的投资决策与资产规模。假定监管部门设定杠杆率上限 \bar{d} 对银行施加监管，杠杆率上限 \bar{d} 通过对银行的最优杠杆率 d^* 产生影响，进而对银行的投资决策和资产规模产生约束，限制银行通过高杠杆经营的方式增加风险资产规模。在前文基准模型求解的基础上，本文参考 Agur 和 Demertzis (2019) 的设定和研究思路，进一步引入监管部门的目標函数：

$$\max_d \Omega(p, d) \tag{37}$$

其中， d 为杠杆率， p 可以理解为银行不发生违约的概率。并且， $\Omega'_p > 0$ ， $\Omega'_d > 0$ ， $\Omega''_p < 0$ ， $\Omega''_d < 0$ 。这一目标函数意味着，监管部门在维持金融稳定的同时，也需要对信贷规模加以权衡。因此，杠杆率同时通过两个方面对监管部门的目标函数产生影响，由监管部门的目标函数对杠杆率求导可得：

$$\frac{d\Omega}{d(d)} = \frac{\partial\Omega}{\partial p} \times \frac{\partial p}{\partial d} + \frac{\partial\Omega}{\partial d} \tag{38}$$

根据式 (38)，一方面，等式右边第一项为负，杠杆率的上升增加了银行的违约风险 ($\partial p / \partial d < 0$)；另一方面，等式右边第二项为正，杠杆率又是维持信贷规模的必要条件。 $\Omega''_p < 0$ 和 $\Omega''_d < 0$ 说明银行稳健性和信贷规模对监管部门效用的提升都具有边际递减的特征，也刻画出监管部门面临着凸的无差异曲线。结合前文关于银行风险资产选择得到的 $\partial p / \partial d < 0$ ，可以求解监管部门的决策行为。图 4 给出了监管部门最优化问题的求解，图中，无差异曲线和可能性边界的相切点即为监管部门的最优解。可以直观地看到，当监管部门施加的杠杆率上限对银行具有约束作用时，显著降低了银行的杠杆率水平和银行的违约概率，提升了银行经营的稳健性，实现了维护金融稳定的目标。

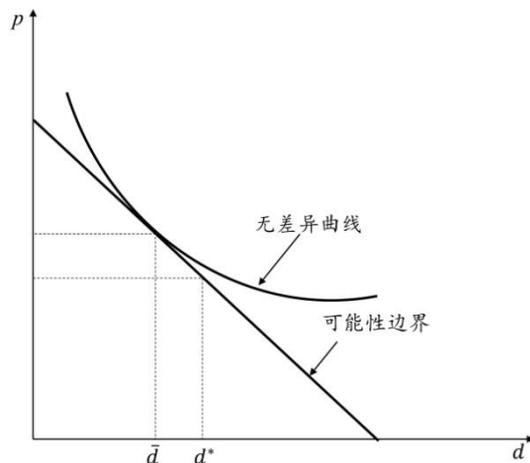


图 4 杠杆率监管

综合上述关于宏观审慎政策对银行风险承担影响的分析，可以得到本文的推论 2：

推论 2：通过影响银行整体资本分布和制约银行风险资产规模，以资本充足率要求和杠杆率监管为代表的宏观审慎政策能够有效抑制银行的过度风险承担，降低资本水平的临界值和非审慎经营银行的比例，从而降低银行部门的总体风险水平。

（四）双支柱框架下货币政策和宏观审慎政策的相互作用

前文分别对货币政策和宏观审慎政策各自对银行风险承担的影响进行了分析，在此基础上，结合前两部分的分析，本部分进一步探讨了双支柱框架下货币政策和宏观审慎政策在影响银行风险上的相互作用。与前文相对应，本部分首先分析了宏观审慎监管部门的资本约束与货币政策之间的相互作用，然后分析了杠杆率监管与货币政策之间的相互作用，最终得到本文关于宏观审慎政策和货币政策之间相互作用的结论。

1. 资本约束与货币政策之间的相互作用

首先，在前文关于资本充足率要求对银行风险承担的分析中，通过对引入资本充足率要求的模型进行求解得到：当 $\kappa > \kappa^* = 1 - (p_1 - p_2) / [2p_2R_2(1 - \delta) / r - 2p_2]$ 时，资本约束是有效的，能够降低非审慎经营银行的比例。在这一结论的基础上，本部分进一步分析货币政策变动对资本约束有效性的影响。 κ^* 分别对 r 和 δ 求导可以得到：

$$\frac{\partial \kappa^*}{\partial r} = -\frac{(p_1 - p_2)p_2R_2(1 - \delta)}{2[p_2R_2(1 - \delta) - p_2r]^2} < 0 \quad (39)$$

$$\frac{\partial \kappa^*}{\partial \delta} = -\frac{(p_1 - p_2)p_2R_2 / r}{2[p_2R_2(1 - \delta) / r - p_2]^2} < 0 \quad (40)$$

上式意味着，宽松的货币政策迫使监管部门制定更高的资本要求，以发挥资本约束的有

效性。当采取降息等宽松货币政策时，银行自有资本带来的预期效用降低，投资于风险资产的事前效用增加，在利益追逐效应的作用下，资本水平的临界值上升。因此，为了使得资本约束仍能发挥其有效性（限制资本水平临界值附近的银行的风险资产规模，抑制其过度风险承担），监管部门所能制定的资本充足率要求下限在宽松货币政策环境下将被迫抬升。

其次，与前文相对应，本部分同时基于资本约束影响银行整体资本分布的角度，再次分析了资本约束与货币政策之间的相互作用。根据前文的分析，资金供给的增加降低了均衡利率，提高了选择高风险资产组合的银行的比例。在此基础上，本部分进一步结合宏观审慎监管部门的资本充足率要求，对宏观审慎政策在抑制宽松货币政策下的银行风险上升方面所起的作用进行探讨。结合图 5 可以分析得到，资金供给的增加导致均衡利率的下降（A→B），进而导致非审慎银行比例的上升（C→D），造成银行部门总体风险水平的上升，这也被部分学者视为金融危机爆发的根源所在。在此局面下，为了实现金融稳定的目标，监管部门通过逆周期的资本充足率要求引导银行提高资本水平，限制银行的过度风险资产规模，以降低银行部门总体风险水平。在图中表现为银行整体资本水平的上升使得 $g(r; \delta; \varepsilon)$ 曲线的下移，降低了宽松货币政策导致的非审慎银行比例的上升幅度（D→E），从而抑制了宽松货币政策下银行部门的过度风险累积，起到了对货币政策风险外溢效应的弥补作用。

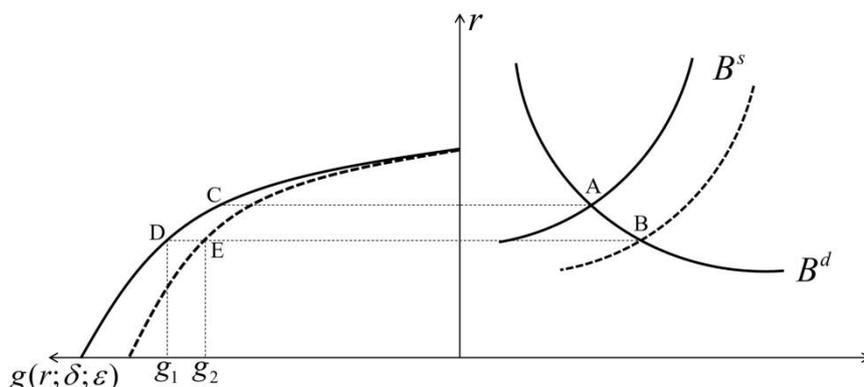


图 5 资本约束与货币政策之间的相互作用

2. 杠杆率监管与货币政策之间的相互作用

在前文货币政策和杠杆率监管各自对银行风险承担影响的分析基础上，本部分进一步分析了双支柱调控框架下，货币政策和杠杆率监管在影响银行风险承担上的相互作用。

首先，式（6）求导可以得到可能性边界的斜率：

$$\frac{\partial p}{\partial d} = -\frac{\theta(1-\delta)^2}{r} < 0 \quad (41)$$

进一步对 r 求导可以得到

$$\frac{\partial p / \partial d}{\partial r} = \frac{\theta(1-\delta)^2}{r^2} > 0 \quad (42)$$

上式意味着，当货币政策利率降低时，可能性边界的斜率减小，反映在图中表现为可能性边界的左移（如图 6 所示）。由此，可以进一步考察货币政策对监管部门最优决策的影响。从图 6 中可以看到，利率的降低使得可能性边界的斜率发生改变，从而迫使监管部门降低杠杆率上限 \bar{d} 。然而，即使如此，银行违约概率依旧有所上升。这意味着，由于货币政策的银行风险承担渠道的存在，降息政策对银行风险构成了上行压力。面对这一情况，监管机构力求通过收紧宏观审慎政策以抵消这一影响，然而，鉴于监管部门所面临的权衡，其无法完全实现金融稳定的目标。换言之，尽管监管机构收紧宏观审慎政策，但是仍然允许货币政策对银行风险的部分影响传递到金融稳定，因而在降息后，银行的稳健性有所降低。因此，在货币政策与宏观审慎政策的相互作用上，一方面，宏观审慎监管能够部分地抵消货币政策对于银行风险承担的影响，抑制银行在降息刺激下的过度风险承担；另一方面，宏观审慎监管机构的决策也受到政策利率的影响，即货币政策会产生负外部性，低利率环境会恶化监管机构所面临的权衡。

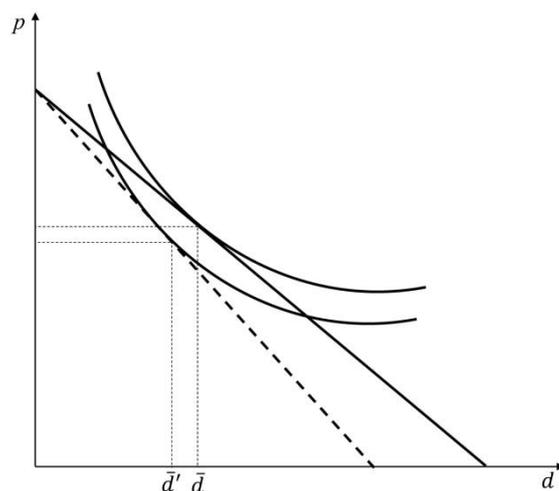


图 6 降息对杠杆率监管的影响

综合上述关于双支柱框架下货币政策和宏观审慎政策之间相互作用的分析，可以得到本文的推论 3：

推论 3：宏观审慎政策能够部分抵消货币政策的银行风险承担渠道的传导效应，然而，货币政策的放松会恶化宏观审慎监管部门面临的权衡。

三、实证分析

根据前文理论模型的分析,货币政策对银行风险承担的影响取决于银行的资本水平,存在门槛效应。并且,货币政策和宏观审慎政策会对这一门槛效应产生显著影响。因此,为了对理论模型得到的结论加以检验,在实证分析部分,本文首先基于面板门槛模型,实证研究了货币政策影响银行风险承担的门槛效应。然后,在此基础上,通过对货币政策和宏观审慎政策环境加以区分,考察了货币政策和宏观审慎政策对这一门槛效应的影响。进一步地,通过引入货币政策和宏观审慎政策的交互项,分析了双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策的相互作用。最后,基于不同性质银行的子样本、分位数回归以及区分监管压力的子样本三个角度进行了稳健性检验。

(一) 实证研究设计

为检验货币政策对银行风险承担的非线性影响,本文构建如下形式的面板门槛回归模型:

$$RISK_{it} = c + \alpha_1 MP_t(e < \theta) + \alpha_2 MP_t(e > \theta) + \beta Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (43)$$

其中, $RISK$ 表示银行风险,为本文的被解释变量; MP 表示货币政策,包括存款基准利率和准备金率,为本文的主要解释变量; e 表示银行资本水平,为本文的门槛变量,相应的, θ 表示银行资本水平的门槛值; $Control$ 表示其它可能影响银行风险承担的控制变量; μ_i 表示个体固定效应, ε_{it} 为误差项。

在银行风险的度量上,已有文献常用的代理变量有预期违约率(Altunbas et al., 2012)、风险加权资产比率(De Nicolò et al., 2010)、Z score(Laeven and Levine, 2009)等。然而,由于我国对银行的信用评级相对落后,预期违约率这一数据难以获得。同时,Z score更多的是反映银行的破产风险,而非银行主动的风险承担。此外,在当前银行中间业务和表外业务逐渐扩大的背景下,风险加权资产更加贴切的刻画了银行的风险承担。而且,根据前文模型的设定可以看到,风险加权资产是最为贴合模型设定的银行风险代理变量。因此,与已有文献一致(De Nicolò et al., 2010; Delis and Kouretas, 2011),本文采用银行风险加权资产与总资产之比作为银行风险承担的度量。在解释变量的选取方面,参考已有文献并结合模型设定,选取一年期存款基准利率和存款准备金率作为货币政策的代理变量。同时,根据理论模型,不同资本水平的银行在风险承担行为上存在差异。因此,本文在实证模型中以银行资本水平作为门槛变量,考察银行风险承担的门槛效应。在资本水平的代理变量方面,参考已有文献,选取银行资本充足率作为银行资本水平的代理变量。同时,为了检验结果的稳健性,在基准回归中也同时采用核心资本充足率作为银行资本水平的代理变量。

最后,已有文献表明银行特征与其风险承担具有显著相关性,因此,部分的参考已有研究并结合中国实际(Delis and Kouretas, 2011; 马勇和姚驰, 2017),本文对可能影响银行

风险承担的银行特征变量加以控制。具体而言, 本文选取银行总资产(取对数, *SIZE*)以控制银行规模对其风险承担的影响; 选取净息差(*NIM*)以控制银行盈利能力对其风险承担的影响; 选取成本收入比(*CTR*)作为银行效率的代理变量, 以控制银行效率对风险承担的影响; 选取非利息收入占比(*NIR*)以控制银行收益结构对风险承担的影响。同时, 参考徐明东和陈学彬(2012)的研究, 本文也在模型中加入 GDP 增速(*GDP*)和房价增速(*RE*)以控制宏观经济环境以及房地产部门与银行部门之间的相互依赖性对银行风险承担的影响。基于数据的可获得性和完整性, 本文选取我国 69 家银行(包括 5 家国有银行、11 家股份制商业银行、46 家城市商业银行和 7 家农村商业银行)2009-2018 年的平衡面板数据进行实证分析。本文所使用的原始数据主要来源于 Wind 数据库, 对于部分缺失的数据, 通过查找各银行的年报加以补齐。表 1 给出了本文主要变量的描述性统计。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	含义	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>RISK</i>	风险加权资产/总资产	690	63.0949	9.4815	5.1846	91.2399
<i>IR</i>	一年期存款利率	690	2.3625	0.6869	1.5000	3.2917
<i>RR</i>	法定存款准备金率	690	16.3283	1.9469	13.5000	20.8333
<i>CAR</i>	资本充足率	690	12.8108	1.8258	3.2400	26.0900
<i>CCAR</i>	核心资本充足率	690	10.6213	2.0602	3.1807	25.7561
<i>SIZE</i>	银行总资产对数	690	17.2143	1.7174	13.9909	21.7421
<i>NIM</i>	净息差	690	2.6014	0.7537	0.2107	5.1409
<i>CTR</i>	成本收入比	690	33.6953	6.7690	16.4471	67.8333
<i>NIR</i>	非利息收入占比	690	18.8691	15.2384	-5.3400	91.2200
<i>GDP</i>	GDP 增速	690	7.9600	1.3465	6.6000	10.6000
<i>RE</i>	房价增速	690	8.8083	5.3740	1.3825	23.1869

(二) 实证结果与分析

1. 货币政策对银行风险承担影响的门槛效应

首先, 本文以银行资本水平作为门槛变量, 采用面板门槛模型实证检验了货币政策对银行风险承担影响的门槛效应。表 2 给出了门槛效应检验的结果。从检验结果来看, 在以存款利率

作为货币政策代理变量的门槛效应检验中,无论是以资本充足率作为门槛变量还是以核心资本充足率作为门槛变量,结果都显著支持了门槛效应的存在。同样,在以准备金率作为货币政策代理变量的检验中,门槛效应也是显著存在的。显而易见,门槛效应检验的结果支持了前文理论模型的结论,说明货币政策对银行风险承担的影响存在关于银行资本水平的门槛效应。

表 2 货币政策与银行风险承担: 门槛效应检验结果

货币政策代理变量	门槛变量	门槛值	F 统计量	P 值
一年期存款利率	资本充足率	12.5500	20.7469	0.0000
一年期存款利率	核心资本充足率	10.6396	11.3351	0.0367
准备金率	资本充足率	12.5200	15.6909	0.0100
准备金率	核心资本充足率	10.6396	10.2187	0.0400

在货币政策对银行风险承担影响的门槛效应得到验证的基础上,本文进一步通过面板门槛回归分析了货币政策对银行风险承担的非线性影响,结果如表 3 所示。其中,模型(1)是以存款利率作为货币政策的代理变量,以资本充足率作为门槛变量的回归;模型(2)是以准备金率作为货币政策的代理变量,以资本充足率作为门槛变量的回归;模型(3)和模型(4)是相应的以核心资本充足率作为门槛变量的回归。

从表 3 的结果可以看到,首先,在以存款利率作为货币政策代理变量的回归中,存款利率的系数均显著为负,支持了货币政策的银行风险承担渠道的存在。当政策利率下降,货币政策趋于宽松时,在估值、收入与现金流效应、利益追逐效应、杠杆效应和央行沟通反应函数等效应的影响下,银行存在过度风险承担的动机,表现为对风险资产的需求增加。并且,在以准备金率作为货币政策代理变量的回归中也得到了相同的结果,准备金率的系数均显著为负,进一步证实了货币政策的银行风险承担渠道的存在。在门槛效应方面,模型(1)中,当资本充足率小于门槛值时,存款利率的系数为-2.7739,且在 1%的水平上显著;当资本充足率大于门槛值时,存款利率的系数为-3.6887,且在 1%的水平上显著,表明随着资本充足率上升至超过门槛值时,货币政策与银行风险承担的负相关关系有所加强。同样的结果在以准备金率作为货币政策代理变量的回归中也得到了验证,与前文的理论分析相符。根据前文关于货币政策对银行风险影响效应的分析可知,估值、收入与现金流效应、利益追逐效应、

杠杆效应和央行沟通反应函数等效应是低利率政策导致银行风险上升的主要影响机制,而风险转移效应则会使得上述效应的影响减弱。结合实证的结果可知,在不同资本水平的银行中,估值、收入与现金流效应、利益追逐效应、杠杆效应和央行沟通反应函数等效应都使得利率与银行风险之间呈现出负相关关系,但是与此同时,在资本水平低于门槛值的银行中,风险转移效应明显增强,使得利率与银行风险承担之间的负相关关系减弱。同时,以核心资本充足率作为门槛变量的回归中也得到了完全一致的结果,支持了本文结论的稳健性。

在银行特征变量的影响方面,净息差的系数显著为正,表明净息差与银行风险承担之间存在显著的正相关关系,银行的信贷盈利能力越强,其风险承担的激励也越高。作为银行效率代理变量的成本收入比的系数也显著为正,成本收入比越高意味着银行效率越低,因此,这一结果表明银行效率与风险承担负相关。一般而言,经营效率越高的银行,具有更低的风险转嫁动机,因此,其风险承担的激励也更低。非利息收入占比的系数也显著为正,表明非利息收入占比与银行风险存在显著的正相关关系,非利息收入占比越高,银行风险越高。在宏观经济变量的影响方面,GDP 增速和房价增速的系数均显著为负,表明 GDP 增速和房价增速与银行风险承担均呈现出显著的负相关关系。

表 3 货币政策与银行风险承担: 面板门槛回归结果

	资本充足率为门槛变量		核心资本充足率为门槛变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>
$IR(e < \theta)$	-2.7739*** (0.6512)		-2.8456*** (0.6150)	
$IR(e > \theta)$	-3.6887*** (0.6331)		-3.6087*** (0.6777)	
$RR(e < \theta)$		-1.2323*** (0.2155)		-1.2381*** (0.2091)
$RR(e > \theta)$		-1.3531*** (0.2127)		-1.3487*** (0.2191)
<i>NIM</i>	4.9087*** (0.9342)	4.8793*** (0.9262)	4.8536*** (0.8804)	4.8595*** (0.8655)
<i>CTR</i>	0.2798*** (0.0750)	0.2851*** (0.0748)	0.2605*** (0.0759)	0.2632*** (0.0757)
<i>SIZE</i>	-2.1228 (1.5874)	-1.5437 (1.4604)	-2.3567 (1.6652)	-1.9909 (1.5609)
<i>NIR</i>	0.1122*** (0.0405)	0.1075*** (0.0405)	0.1010** (0.0399)	0.0974** (0.0399)

<i>GDP</i>	-2.9227*** (0.4521)	-3.2684*** (0.4755)	-2.9497*** (0.4543)	-3.3333*** (0.4787)
<i>RE</i>	-0.3088*** (0.0695)	-0.4445*** (0.0786)	-0.3230*** (0.0732)	-0.4623*** (0.0842)
<i>Constant</i>	108.9355*** (31.3190)	116.3948*** (30.4305)	114.2023*** (32.8470)	125.6149*** (32.5162)
N	690	690	690	690
within R ²	0.4580	0.4595	0.4507	0.4552

注： e 表示门槛变量，模型（1）和模型（2）中为资本充足率，模型（3）和模型（4）中为核心资本充足率； θ 表示银行资本水平的门槛值，模型（1）~（4）中依次为 12.5500、12.5200、10.6396 和 10.6396；变量系数下方括号内为聚类稳健标准误；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著。

2. 不同货币政策环境下门槛值的变化

前文理论模型的推导得到：货币政策的收紧降低了资本水平临界值，从而降低了选择高风险资产组合的银行的比例，使得银行部门的总体风险水平下降。为了对这一结论加以检验，本文通过对货币政策环境加以区分，考察了货币政策影响银行风险承担的门槛效应在货币政策紧缩和宽松时期是否存在明显差异。参考徐明东和陈学彬（2012）的方法，本文以 M2 增速来判别货币政策是否宽松，具体方法为：对样本期内的 M2 增速进行 HP 滤波处理，得到 M2 增速的周期项，当 M2 增速周期项大于 0 时，认为是货币政策宽松时期；当 M2 增速周期项小于 0 时，认为是货币政策紧缩时期。表 4 给出了不同货币政策环境下，以资本充足率作为门槛变量的门槛效应检验结果。

从表 4 的结果可以看到，在以资本充足率作为门槛变量的检验中，不论是以存款利率作为货币政策的代理变量，还是以准备金率作为货币政策的代理变量，两个子样本检验得到的门槛值均是显著的，表明货币政策对银行风险承担的门槛效应在两个子样本中均是显著存在的。在本文所关注的门槛值的变化上，货币政策宽松时期检验得到的资本水平门槛值，要显著高于货币政策紧缩时期的资本水平门槛值。这一结果支持了前文模型得到的推论 1，说明宽松的货币政策导致了资本水平门槛值的升高，鼓励了更多银行投资于高风险资产，从而导致了银行部门总体风险水平的上升。

表 4 不同货币政策环境下的门槛效应检验结果

	货币政策代理变量	门槛值	F 统计量	P 值
货币政策收紧时期	一年期存款利率	12.5200	28.5712	0.0000
货币政策宽松时期	一年期存款利率	13.0100	18.1805	0.0067

货币政策收紧时期	准备金率	12.5200	22.7864	0.0000
货币政策宽松时期	准备金率	13.5100	13.6491	0.0333

3.不同宏观审慎政策环境下门槛值的变化

根据前文理论模型得到的推论 2，宏观审慎监管通过对银行行为加以约束，降低了资本水平的临界值和非审慎经营银行的比例。为了对这一推论加以验证，在本部分，本文对宏观审慎政策环境加以区分，以考察宏观审慎政策对货币政策影响银行风险的门槛效应的影响。具体而言，首先，参考 Cerutti 等（2016）、Cerutti 等（2017）的方法，根据我国宏观审慎政策工具的使用情况^②，构建宏观审慎政策指数（Macro-prudential Policy Index, MPI），然后，根据宏观审慎政策指数将样本分为宏观审慎政策收紧时期和宏观审慎政策宽松时期。其中，宏观审慎政策指数的具体构建方法为：首先，定义一个宏观审慎政策工具虚拟变量，当某种宏观审慎政策工具开始生效或者收紧时，对应时期的虚拟变量记为+1；当某种宏观审慎政策工具失效或者放松时，对应时期的虚拟变量记为-1；当宏观审慎政策没有发生变化时，对应时期的虚拟变量记为 0。然后，由于宏观审慎政策的持续性，将样本起始时期至当期的宏观审慎政策工具虚拟变量进行加总，得到的累计值即为最终的宏观审慎政策指数 MPI。最后，将 MPI 高于均值的时期认为是宏观审慎政策收紧时期，MPI 低于均值的时期认为是宏观审慎政策宽松时期。表 5 给出了不同宏观审慎政策环境下，以资本充足率作为门槛变量的门槛效应检验结果。

表 5 的门槛效应检验结果表明，在以存款利率作为货币政策的代理变量，以资本充足率作为门槛变量时，相比于宏观审慎政策宽松时期，资本水平的门槛值在宏观审慎政策收紧时期数值更小且显著性更高。这一结果支持了前文理论模型得到的推论 2，说明宏观审慎监管能够有效约束银行的风险承担行为，迫使银行改变其经营策略，从而使得资本水平门槛值降低。同时，在以准备金率作为货币政策代理变量的检验中也得到了相同的结果，支持了这一结论的稳健性。

表 5 不同宏观审慎政策环境下的门槛效应检验结果

	货币政策代理变量	门槛值	F 统计量	P 值
宏观审慎政策收紧时期	一年期存款利率	12.5600	36.1414	0.0000
宏观审慎政策宽松时期	一年期存款利率	13.0100	8.4171	0.2433
宏观审慎政策收紧时期	准备金率	12.5600	35.3036	0.0000
宏观审慎政策宽松时期	准备金率	13.0100	11.2566	0.0200

4. 双支柱框架下货币政策与宏观审慎政策的相互作用

为了对双支柱框架下货币政策和宏观审慎政策的相互作用加以考察,在本部分,本文在基准模型的基础上,进一步引入宏观审慎政策以及货币政策和宏观审慎政策的交互项进行回归分析,表 6 和表 7 分别给出了相应的门槛效应检验结果和面板门槛回归结果。表 6 的门槛效应检验结果表明,在以资本充足率作为门槛变量时,不论是以存款利率作为货币政策的代理变量,还是以准备金率作为货币政策的代理变量,货币政策和宏观审慎政策影响银行风险的门槛效应都是显著存在的。并且,在以核心资本充足率作为门槛变量的稳健性检验中也得到了一致的结果。

表 6 双支柱框架下货币政策与宏观审慎政策的相互作用: 门槛效应检验结果

货币政策代理变量	门槛变量	门槛值	F 统计量	P 值
一年期存款利率	资本充足率	12.8303	37.4911	0.0000
一年期存款利率	核心资本充足率	10.1859	27.3407	0.0200
准备金率	资本充足率	12.5200	23.9151	0.0233
准备金率	核心资本充足率	10.1900	21.7094	0.0233

从表 7 的面板门槛回归结果可以看到,在以存款利率作为货币政策代理变量,以资本充足率作为门槛变量的回归结果中,存款利率的系数均为负,且在 1%的水平上显著,说明在估值效应、资产替代效应、利益追逐效应、杠杆效应的作用下,利率的降低刺激了银行对风险资产的需求,证实了货币政策的银行风险承担渠道的存在。同时,宏观审慎政策指数的系数也显著为负,表明银行风险与宏观审慎政策指数之间存在显著的负相关关系,宏观审慎监管的加强有效抑制了银行的过度风险承担,支持了宏观审慎政策的有效性。在本文关注的货币政策和宏观审慎政策的交互项方面,交互项的系数显著为正,且在 1%的水平上显著,这一结果支持了前文理论模型得到的推论 3,说明在以降息为代表的货币政策放松的情况下,宏观审慎监管的加强能够抵消由于降息导致的银行过度风险承担的动机,从而起到对货币政策的弥补作用。然而,在货币政策和宏观审慎政策同时收紧时,两者的政策力度存在一定程度的抵消。在门槛效应方面,模型(1)中,当资本充足率小于门槛值时,存款利率的系数绝对值要显著小于资本充足率大于门槛值时的系数绝对值,与前文基准回归的结果一致。宏观审慎政策指数的系数绝对值则在资本充足率小于门槛值时更大,说明宏观审慎政策抑制银行风险的作用在资本充足率较低的银行中效果更为明显,这与现实相符,现有宏观审慎政策对银行资本施加了诸多要求,因此,资本充足率较低的银行面临的监管压力更大,为了达到

监管要求, 这些银行不得不控制自身的风险资产规模。同时, 货币政策和宏观审慎政策交互项的系数值也在资本充足率小于门槛值时更大, 说明宏观审慎政策抑制银行由于降息导致的过度风险承担激励这一作用也在资本充足率较低的银行中更为有效。同时, 模型 (2) 基于准备金率的视角也得到了类似的结果, 并且, 模型 (3) 和模型 (4) 以核心资本充足率进行的稳健性检验的结果也进一步支持了上述结论的可靠性。

表 7 双支柱框架下货币政策与宏观审慎政策的相互作用: 面板门槛回归结果

	资本充足率为门槛变量		核心资本充足率为门槛变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>
$IR(e < \theta)$	-14.6085*** (2.5116)		-13.3181*** (2.7248)	
$IR(e > \theta)$	-16.7575*** (2.5749)		-14.8890*** (2.8389)	
$IR \times MPI(e < \theta)$	1.0531*** (0.1701)		0.9943*** (0.1790)	
$IR \times MPI(e > \theta)$	0.9527*** (0.1644)		0.8247*** (0.1727)	
$RR(e < \theta)$		-2.3714*** (0.3638)		-2.2961*** (0.3832)
$RR(e > \theta)$		-2.5700*** (0.3624)		-2.5350*** (0.3676)
$RR \times MPI(e < \theta)$		0.1733*** (0.0303)		0.1931*** (0.0333)
$RR \times MPI(e > \theta)$		0.1048*** (0.0298)		0.0894*** (0.0277)
$MPI(e < \theta)$	-2.9738*** (0.4630)	-3.1877*** (0.5458)	-2.8166*** (0.4738)	-3.5978*** (0.5951)
$MPI(e > \theta)$	-2.4798*** (0.6099)	-1.8934*** (0.7840)	-2.1907*** (0.6226)	-1.5917*** (0.7019)
<i>NIM</i>	5.1363*** (0.8592)	4.9170*** (0.9140)	5.3567*** (0.8867)	4.9095*** (0.9069)
<i>CTR</i>	0.2494*** (0.0706)	0.2732*** (0.0733)	0.2446*** (0.0750)	0.2529*** (0.0740)
<i>SIZE</i>	-4.5275*** (1.6758)	-0.9634 (1.5655)	-3.8156** (1.8758)	-0.8781 (1.6464)
<i>NIR</i>	0.1134*** (0.0399)	0.1069*** (0.0401)	0.1144*** (0.0399)	0.1033** (0.0395)
<i>GDP</i>	-2.9448*** (0.4619)	-3.1866*** (0.5131)	-2.8079*** (0.4561)	-3.1648*** (0.5152)

<i>RE</i>	-0.6538*** (0.0940)	-0.7169*** (0.0796)	-0.6310*** (0.0995)	-0.7227*** (0.0816)
<i>Constant</i>	184.5646*** (35.5041)	129.4183*** (30.2202)	167.3646*** (39.5117)	127.9939*** (31.8931)
N	690	690	690	690
within R ²	0.4858	0.4764	0.4762	0.4747

注： e 表示门槛变量，模型（1）和模型（2）中为资本充足率，模型（3）和模型（4）中为核心资本充足率； θ 表示银行资本水平的门槛值，模型（1）~（4）中依次为12.8303、12.5200、10.1859和10.1900；变量系数下方括号内为聚类稳健标准误；*、**、***分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著。

5. 稳健性检验

（1）区分不同性质银行子样本的稳健性检验。考虑到货币政策对银行风险的影响在不同性质的银行中可能存在的差异性，本部分进一步将样本分为国有和股份制商业银行、城市和农村商业银行两个子样本，分别进行门槛效应检验和面板门槛回归。表8给出了以资本充足率作为门槛变量，基于不同性质银行子样本的门槛效应检验结果。结果表明，在国有和股份制商业银行子样本中，以存款利率作为货币政策代理变量时，门槛效应显著性降低，而以准备金率作为货币政策代理变量时，货币政策对银行风险承担的门槛效应是显著的；在城市和农村商业银行子样本中，不论是以存款利率作为货币政策的代理变量，还是以准备金率作为货币政策的代理变量，货币政策对银行风险影响的门槛效应都是显著存在的。在资本水平门槛值的比较上，基于城市和农村商业银行子样本得到的门槛值在系数值和显著性上均要高于国有和股份制商业银行子样本中得到的门槛值。这可能是因为，国有和股份制商业银行对银行业整体稳定性具有更大的影响，因此受到更为严格的监管，从而迫使国有和股份制商业银行在监管压力下更多的选择审慎经营。表9的面板门槛回归结果进一步给出了货币政策对银行风险的非线性影响在不同性质银行中的差异性。首先，在国有和股份制商业银行与城市和农村商业银行两个子样本中，不论是以存款利率作为货币政策的代理变量，还是以准备金率作为货币政策的代理变量，货币政策与银行风险均呈现出显著的负相关关系，说明货币政策的银行风险承担渠道在国有和股份制商业银行以及城市和农村商业银行中都是存在的。但是从系数的数值比较来看，基于城市和农村商业银行得到的货币政策的系数绝对值要高于国有和股份制商业银行子样本。这一结果意味着，相比于国有和股份制商业银行，货币政策对城市和农村商业银行的影响更为明显。这与现实相符，一般而言，国有和股份制商业银行规模较大，资金雄厚，盈利能力更强，而城市和农村商业银行资金吸纳能力相对较弱，盈利压力较

大, 因此对货币政策也更为敏感, 在降息时也有更为强烈的增加风险资产的动机。在门槛效应的比较上, 在国有和股份制商业银行子样本中, 货币政策系数的绝对值在超过门槛值后有所降低; 与之相反, 在城市和农村商业银行子样本中, 货币政策系数的绝对值在超过门槛值后有所上升。根据前文的分析, 估值、收入和现金流效应、利益追逐效应、杠杆效应以及央行沟通反应函数是宽松的货币政策导致银行风险上升的主要作用机制, 而风险转移效应则通过提高特许权价值和降低道德风险减弱了货币政策与银行风险之间的负相关关系。因此, 面板门槛回归结果意味着, 在国有和股份制商业银行中, 当银行资本充足率较高时, 风险转移效应更强; 与之相反, 在城市和农村商业银行中, 当资本充足率较低时, 风险转移效应更强。鉴于在银行体系中的重要地位, 国有和股份制商业银行往往面临十分严格的监管要求和约束, 并且, 国有和股份制商业银行具有较强的盈利能力, 而城市和农村商业银行面临更大的盈利压力, 由此造成了风险转移效应在两个子样本中的差异。

表 8 区分不同性质银行子样本的门槛效应检验结果

	货币政策代理变量	门槛值	F 统计量	P 值
国有和股份制 商业银行	一年期存款利率	11.0900	10.9131	0.2033
	准备金率	11.0900	13.1287	0.0733
城市和农村 商业银行	一年期存款利率	12.2500	15.8903	0.0200
	准备金率	12.2700	12.1176	0.0367

表 9 区分不同性质银行子样本的面板门槛回归结果

	国有和股份制商业银行		城市和农村商业银行	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>
$IR(e < \theta)$	-2.8840*** (0.8878)		-3.4315*** (0.7705)	
$IR(e > \theta)$	-1.7287** (0.7988)		-4.3602*** (0.7469)	
$RR(e < \theta)$		-0.8865*** (0.2941)		-1.5135*** (0.2451)
$RR(e > \theta)$		-0.6882** (0.2767)		-1.6358*** (0.2443)
<i>NIM</i>	4.7037** (1.6355)	4.5756** (1.5827)	5.5944*** (0.9240)	5.6902*** (0.9097)
<i>CTR</i>	0.2493 (0.2399)	0.2060 (0.2392)	0.1977** (0.0766)	0.2161*** (0.0761)

<i>SIZE</i>	-8.5126*** (2.7157)	-8.4554*** (2.7589)	-2.9279* (1.6488)	-2.1028 (1.4742)
<i>NIR</i>	0.2738*** (0.0749)	0.2745*** (0.0721)	0.1326*** (0.0409)	0.1318*** (0.0407)
<i>GDP</i>	-2.5928*** (0.5444)	-2.7621*** (0.5929)	-3.4021*** (0.5402)	-3.7778*** (0.5552)
<i>RE</i>	-0.3813*** (0.0629)	-0.4462*** (0.0749)	-0.3283*** (0.0829)	-0.4879*** (0.0915)
<i>Constant</i>	232.6679*** (63.0221)	242.7155*** (65.9975)	127.1507*** (31.9815)	133.3425*** (30.3734)
N	160	160	530	530
within R ²	0.4477	0.4550	0.5024	0.5046

注： e 表示银行资本水平， θ 表示银行资本水平的门槛值，模型 (1) ~ (4) 中依次为 11.0900、11.0900、12.2500 和 12.2700；变量系数下方括号内为聚类稳健标准误；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著。

(2) 基于分位数回归的稳健性检验。由理论模型和基准回归可以得到，对于拥有不同资本水平的银行，货币政策对银行风险承担具有非线性影响。为了对这一结论加以进一步的检验，本部分采用分位数回归进行了稳健性检验。具体而言，本文根据银行的资本水平，将总样本中的银行分为资本水平小于 25% 分位数和资本水平大于 75% 分位数的两个子样本，以考察货币政策对银行风险承担的影响在不同资本水平的银行间的差异性，表 10 给出了相应的回归结果。从表 10 的结果可以看到，在以存款利率作为货币政策代理变量的回归中，不论是在资本水平小于 25% 分位数的子样本，还是在资本水平大于 75% 分位数的子样本中，存款利率的系数均为负，并且至少在 5% 的水平上显著，说明货币政策的银行风险承担渠道在不同资本水平的银行中都是显著存在的。然而，在系数的数值和显著性上，在资本水平大于 75% 分位数的子样本中，存款利率的系数绝对值和显著性均要高于资本水平小于 25% 的子样本。这一结果意味着，由于风险转移效应的增强，货币政策与银行风险承担之间的负相关关系在资本水平较低的银行中有所减弱。同时，在以存款准备金率作为货币政策代理变量的回归中也得到了类似的结果，存款准备金率的系数在两个子样本中均显著为负，并且系数绝对值和显著性在资本水平大于 75% 分位数的子样本中更高。这一结果与前文基准回归中得到的结论完全一致，支持了本文结论的可靠性。

表 10 基于分位数回归的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	小于25% 分位数	大于75% 分位数	小于25% 分位数	大于75% 分位数
	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>

<i>IR</i>	-3.1418** (1.2124)	-6.0794*** (1.1117)		
<i>RR</i>			-0.8310** (0.3652)	-2.0332*** (0.3697)
<i>NIM</i>	5.9255*** (1.4626)	9.0347*** (1.5443)	5.7209*** (1.5246)	8.1729*** (1.5449)
<i>CTR</i>	0.3514*** (0.1228)	0.3231 (0.2277)	0.3342** (0.1313)	0.3244 (0.2310)
<i>SIZE</i>	-9.8463*** (2.6139)	-5.0351** (2.4185)	-7.7082*** (2.4746)	-4.4001* (2.4994)
<i>NIR</i>	0.1604** (0.0705)	0.2356*** (0.0763)	0.1705** (0.0664)	0.2139** (0.0822)
<i>GDP</i>	-3.9213*** (0.8619)	-3.6896*** (0.9022)	-3.7973*** (0.8875)	-4.4856*** (0.9834)
<i>RE</i>	-0.5375*** (0.1293)	-0.6187*** (0.1101)	-0.5237*** (0.1362)	-0.8202*** (0.1414)
<i>Constant</i>	250.0307*** (58.0362)	157.3234*** (49.3354)	218.2300*** (57.1983)	176.3776*** (53.0389)
<i>N</i>	179	165	179	165
<i>within R²</i>	0.4155	0.6044	0.3893	0.5929

注：变量系数下方括号内为聚类稳健标准误；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%显著性水平下显著。

(3) 区分监管压力的稳健性检验。根据前文理论模型以及基准回归得到的结论，宏观审慎政策会显著影响货币政策的银行风险承担渠道，因此，为了进一步对这一影响进行检验，本部分通过对银行面临的监管压力进行区分，考察了货币政策的银行风险承担渠道在面临不同监管压力的银行间的差异性。具体而言，本文首先对银行面临的监管压力进行度量，然后，根据银行面临的监管压力，将总体样本区分为监管压力较大的银行和监管压力较小的银行两个子样本，分别进行回归。在银行监管压力的度量上，参考马勇和姚驰（2017）的方法，采用绝对缓冲带指标 *abf* (absolute capital buffer) 进行度量，计算公式如下：

$$abf_{it} = CAR_{it} - 10.5\%(11.5\%) - std(CAR_t) \quad (44)$$

其中， CAR_{it} 为 i 银行在 t 时期的资本充足率， $std(CAR_t)$ 为 i 银行在样本期内资本充足率的标准差，10.5%和 11.5%分别是商业银行和系统重要性商业银行的资本充足率要求。银行的绝对缓冲带指标即为银行的资本充足率减去监管部门实行的最低资本要求后，再减去样本期内银行资本充足率的标准差。在计算得到绝对缓冲带指标后，根据其数值大小，将总体样本分为监管压力较大（绝对缓冲带指标小于 0）的银行和监管压力较小（绝对缓冲带指标大于 0）的银行两个子样本，以考察宏观审慎监管对货币政策的银行风险承担渠道的影响。表 11 给出了相应的结果。

从表 11 的结果可以看到，首先，不论是以存款利率作为货币政策的代理变量，还是以

存款准备金率作为货币政策的代理变量，货币政策的系数在所有模型中均为负，并且在1%的水平上显著，证实了货币政策的银行风险承担渠道的存在。其次，在数值比较上，以存款利率作为货币政策代理变量的回归中，基于监管压力较大银行子样本得到的存款利率的系数，其绝对值要小于基于监管压力较小银行子样本得到的存款利率系数绝对值，同样的结果也在以存款准备金率作为货币政策代理变量的回归中得到了验证。这一结果说明，相比于监管压力较小的银行，货币政策与银行风险承担的负相关关系在监管压力较大的银行中有所减弱，表明宏观审慎监管对银行形成的资本方面的监管压力，迫使银行降低了宽松货币政策刺激下对风险资产的过度需求，从而部分抑制了宽松货币政策下银行的风险累积。这一结果不仅支持了宏观审慎监管的有效性，也反映出双支柱框架下，宏观审慎政策能够很好的弥补货币政策在应对银行风险承担方面的不足，支持了双支柱调控框架的合理性与有效性。

表 11 区分监管压力的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	监管压力 较大	监管压力 较小	监管压力 较大	监管压力 较小
	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>
<i>IR</i>	-3.2689*** (1.0851)	-3.5685*** (0.7433)		
<i>RR</i>			-1.0128*** (0.3554)	-1.3922*** (0.2628)
<i>NIM</i>	4.0608*** (1.3040)	6.1373*** (1.0527)	4.0536*** (1.3221)	6.1461*** (1.0368)
<i>CTR</i>	0.3107*** (0.1155)	0.2652*** (0.0884)	0.3484*** (0.1231)	0.2628*** (0.0866)
<i>SIZE</i>	-9.3574*** (2.2318)	-0.2533 (1.8111)	-7.5234*** (1.9922)	0.3109 (1.6838)
<i>NIR</i>	0.0967 (0.0710)	0.1349*** (0.0446)	0.1108 (0.0664)	0.1331*** (0.0443)
<i>GDP</i>	-4.5347*** (0.7489)	-2.5838*** (0.5276)	-4.5736*** (0.7868)	-2.9352*** (0.5426)
<i>RE</i>	-0.5654*** (0.0995)	-0.2646*** (0.0911)	-0.6089*** (0.1011)	-0.4084*** (0.1045)
<i>Constant</i>	254.7718*** (48.2835)	70.7295** (35.0450)	230.3778*** (44.8038)	79.5584** (34.7178)
N	195	495	195	495
within R ²	0.4639	0.4933	0.4475	0.4983

注：变量系数下方括号内为聚类稳健标准误；*、**、***分别表示在10%、5%、1%显著性水平下显著。

四、结论与政策启示

通过理论模型的构建,本文分析了双支柱框架下的货币政策和宏观审慎政策对银行风险承担的影响。理论分析得到:首先,在信息不对称和有限责任制度下,银行的风险承担行为与自身的资本水平相关。资本水平较低的银行倾向于投资高风险的资产组合,而对于资本水平超过临界值的银行,会选择审慎经营,持有低风险的资产组合。其次,以利率和准备金率为代表的货币政策的放松不仅会刺激银行对风险资产的需求,还会增加银行部门中选择非审慎经营的银行的比例,同时,货币供给的增加也导致非审慎经营银行比例的上升。此外,在宏观审慎政策有效性方面,资本充足率要求和杠杆率监管通过对银行投资行为加以约束,能够抑制银行的过度风险承担。最后,在双支柱框架下货币政策和宏观审慎政策的相互作用方面,宏观审慎政策监管能够部分抵消货币政策的银行风险承担渠道传导效应;然而,货币政策的放松会恶化宏观审慎监管部门面临的权衡。

基于中国 69 家银行 2009-2018 年的平衡面板数据,本文对理论分析得到的结论进行了验证。实证结果表明:首先,货币政策的银行风险承担渠道得到了经验数据的支持,并且,货币政策对银行风险的影响存在关于银行资本水平的门槛效应,当银行资本水平超过门槛值时,货币政策与银行风险的负相关关系有所加强。其次,相比于货币政策紧缩时期,货币政策宽松时期资本水平的门槛值更高,意味着宽松的货币政策刺激了银行的风险承担,导致了系统性风险的上升;同时,宏观审慎监管的加强能够降低资本水平的临界值,证实了宏观审慎监管通过对银行资本加以约束,限制了银行的过度风险承担。此外,在货币政策和宏观审慎政策的相互作用方面,宏观审慎监管的加强能够有效抑制银行在降息政策刺激下的过度风险承担,起到对货币政策的弥补作用;然而,在货币政策和宏观审慎政策同步收紧时,两者的政策力度存在一定程度上的抵消。最后,在银行的异质性方面,相比于国有和股份制商业银行,城市和农村商业银行对货币政策的调整更为敏感,并且,在城市和农村商业银行中,货币政策与银行风险的负相关关系随着资本水平超过门槛值而加强,但是在国有和股份制商业银行中则呈现出相反的结果。

基于上述结论,本文得到以下几个方面的政策启示:一是充分发挥差别准备金动态调整机制的政策效果,通过将准备金率与银行的资本充足率和资产质量挂钩,制约资本充足率较低的银行的过度信贷扩张,从而降低其风险水平;二是健全双支柱调控框架,在充分发挥货币政策和宏观审慎政策各自政策效果的基础上,注重货币政策和宏观审慎政策之间的协调配

合,根据经济运行状况和金融形势,选择合适的政策组合。特别是在货币政策宽松时期,应适度加强宏观审慎监管,发挥宏观审慎政策在抑制银行风险方面对货币政策的弥补作用,以防范系统性金融风险的累积;三是在双支柱调控政策的制定和实施过程中,应对银行的异质性加以足够的重视,针对不同资本状况以及不同性质的银行实行差异化的监管要求,以提高政策的针对性和有效性。

注释:

①由 $\theta\omega = \theta[p_2R_2 - \frac{(p_1 + p_2)r}{2(1-\delta)}] < \kappa\theta p_2(R_2 - \frac{r}{1-\delta})$ 求解得到。

②宏观审慎政策指数构建所使用的数据和资料来源于中国人民银行和银保监会网站。

参考文献:

- (1) 邓向荣、张嘉明:《货币政策、银行风险承担与银行流动性创造》,《世界经济》,2018年第4期。
- (2) 范从来、高洁超:《银行资本监管与货币政策的最优配合:基于异质性金融冲击视角》,《管理世界》,2018年第1期。
- (3) 方意:《宏观审慎政策有效性研究》,《世界经济》,2016年第8期。
- (4) 江曙霞、陈玉婵:《货币政策、银行资本与风险承担》,《金融研究》,2012年第4期。
- (5) 金鹏辉、张翔、高峰:《货币政策对银行风险承担的影响——基于银行业整体的研究》,《金融研究》,2014年第2期。
- (6) 马勇、陈雨露:《宏观审慎政策的协调与搭配:基于中国的模拟分析》,《金融研究》,2013年第8期。
- (7) 马勇、姚驰:《监管压力、经济周期与宏观审慎政策效果》,《经济理论与经济管理》,2017年第10期。
- (8) 牛晓健、裘翔:《利率与银行风险承担——基于中国上市银行的实证研究》,《金融研究》,2013年第4期。
- (9) 王爱俭、王璟怡:《宏观审慎政策效应及其与货币政策关系研究》,《经济研究》,

2014 年第 4 期。

(10) 徐明东、陈学彬:《货币环境、资本充足率与商业银行风险承担》,《金融研究》,2012 年第 7 期。

(11) 张强、乔煜峰、张宝:《中国货币政策的银行风险承担渠道存在吗?》,《金融研究》,2013 年第 8 期。

(12) 张雪兰、何德旭:《货币政策立场与银行风险承担——基于中国银行业的实证研究(2000-2010)》,《经济研究》,2012 年第 5 期。

(13) 邹传伟:《对 BaselIII 逆周期资本缓冲效果的实证分析》,《金融研究》,2013 年第 5 期。

(14) Acharya, V. V., 2009, “A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 5(3), pp.224~255.

(15) Adrian, T. and H. S. Shin, 2009, “Money, Liquidity, and Monetary Policy”, *American Economic Review*, Vol. 99(2), pp.600~605.

(16) Adrian, T. and H. S. Shin, 2010, “Financial Intermediaries and Monetary Economics”, In *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3, pp.601~650.

(17) Agur, I. and M. Demertzis, 2019, “Will Macroprudential Policy Counteract Monetary Policy’s Effects on Financial Stability?”, *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 48, pp.65~75.

(18) Allen, F. and D. Gale, 2000, “Bubbles and Crises”, *The Economic Journal*, Vol. 110(460), pp.236~255.

(19) Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marqués-Ibáñez, 2010, “Does Monetary Policy Affect Bank Risk-taking?”, European Central Bank.

(20) Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques-Ibanez, 2012, “Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?”, *Economics Letters*, Vol. 117(1), pp.220~222.

(21) Angeloni, I., E. Faia and M. Lo Duca, 2015, “Monetary Policy and Risk Taking”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 52, pp.285~307.

(22) Blinder, A. S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan and D. J. Jansen, 2008, “Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 46(4), pp.910~945.

- (23) Borio, C. and H. Zhu, 2008, “Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism? ”, BIS Working Paper, No. 268.
- (24) Buch, C. M., S. Eickmeier and E. Prieto, 2014, “In Search for Yield? Survey-based Evidence on Bank Risk Taking”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 43, pp.12~30.
- (25) Cerutti, E., S. Claessens and L. Laeven, 2017, “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 28, pp.203~224.
- (26) Cerutti, E., R. Correa, E. Fiorentino and E. Segalla, 2016, “Changes in Prudential Policy Instruments—A New Cross-Country Database”, International Monetary Fund.
- (27) Challe, E., B. Mojon and X. Ragot, 2013, “Equilibrium Risk Shifting and Interest Rate in an Opaque Financial System”, *European Economic Review*, Vol. 63, pp.117~133.
- (28) Chen, M., J. Wu, B. N. Jeon and R. Wang, 2017, “Monetary Policy and Bank Risk-taking: Evidence from Emerging Economies”, *Emerging Markets Review*, Vol. 31, pp.116~140.
- (29) Claessens, S., S. R. Ghosh and R. Mihet, 2013, “Macro-prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 39, pp.153~185.
- (30) De Nicolò, G., G. Dell’Ariccia, L. Laeven and F. Valencia, 2010, “Monetary Policy and Bank Risk Taking”, IMF Staff Position Note, No. SPN/10/09.
- (31) Delis, M. D. and G. P. Kouretas, 2011, “Interest Rates and Bank Risk-taking”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35(4), pp.840~855.
- (32) Dell’Ariccia, G., L. Laeven and R. Marquez, 2010, “Monetary Policy, Leverage, and Bank Risk-taking”, IMF Working Paper, No. 10/276.
- (33) Dell’Ariccia, G., L. U. C. Laeven and G. A. Suarez, 2017, “Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-taking Channel: Evidence from the United States”, *Journal of Finance*, Vol. 72(2), pp.613~654.
- (34) Drakos, A. A., G. P. Kouretas and C. Tsoumas, 2016, “Ownership, Interest Rates and Bank Risk-taking in Central and Eastern European Countries”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 45, pp.308~319.
- (35) Farhi, E. and J. Tirole, 2012, “Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts”, *American Economic Review*, Vol. 102(1), pp.60~93.

- (36) Gagli, P. and M. Valderrama, 2010, “Does a Low Interest Rate Environment Affect Risk Taking in Austria?”, *Monetary Policy & the Economy*, Vol. 4, pp.32~48.
- (37) Gambacorta, L., 2009, “Monetary Policy and the Risk-taking Channel”, BIS Quarterly Review, December.
- (38) Ioannidou, V., S. Ongena and J. L. Peydró, 2015, “Monetary Policy, Risk-taking, and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment”, *Review of Finance*, Vol. 19(1), pp.95~144.
- (39) Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró and J. Saurina, 2014, “Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-taking?”, *Econometrica*, Vol. 82(2), pp.463~505.
- (40) Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró and J. Saurina, 2017, “Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers, and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments”, *Journal of Political Economy*, Vol. 125(6), pp.2126~2177.
- (41) Klingelhöfer, J. and R. Sun, 2019, “Macroprudential Policy, Central Banks and Financial Stability: Evidence from China”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 93, pp.19~41.
- (42) Laeven, L. and R. Levine, 2009, “Bank Governance, Regulation and Risk Taking”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 93(2), pp.259~275.
- (43) Lim, C. H., A. Costa, F. Columba, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel and X. Wu, 2011, “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences”, IMF Working Paper, No. 11/238.
- (44) Maddaloni, A. and J. L. Peydró, 2011, “Bank Risk-taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-Area and the US Lending Standards”, *Review of Financial Studies*, Vol. 24(6), pp.2121~2165.
- (45) Ngambou Djatche, M. J., 2019, “Re-exploring the Nexus between Monetary Policy and Banks' Risk-taking”, *Economic Modelling*, Vol. 82, pp.294~307.
- (46) Paligorova, T. and J. A. C. Santos, 2017, “Monetary Policy and Bank Risk-taking: Evidence from the Corporate Loan Market”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 30, pp.35~49.
- (47) Rajan, R. G., 2006, “Has Finance Made the World Riskier?”, *European Financial Management*, Vol. 12(4), pp.499~533.

(48) Taylor, W. J. and R. Zilberman, 2016, “Macroprudential Regulation, Credit Spreads and the Role of Monetary Policy”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 26, pp.144~158.

(49) Valencia, F., 2014, “Monetary Policy, Bank Leverage, and Financial Stability”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 47, pp.20~38.

(50) Zdzienicka, A., S. Chen, F. Kalan, S. Laseen and K. Svirydzenka, 2015, “Effects of Monetary and Macroprudential Policies on Financial Conditions: Evidence from the United States”, IMF Working Paper, No. 15/288.