

## 普通商品金融化的形成逻辑

张成思

(中国人民大学财政金融学院, 中国财政金融政策研究中心)

**摘要:** 本文对普通商品向金融品演化(即金融化)的形成逻辑进行系统阐释。普通商品金融化形成的基本背景是社会资本充裕与金融市场不发达之间的矛盾,资金所有者由金融市场转向商品市场进行投机或者投资。归纳来看,商品金融化的总体形成逻辑是:流通领域中流通成本的规模效应特性使得流通环节资本集聚,经销商议价权力增加,商品价格升高,形成了商品金融化的基础;在这一进程的基础上,如果商品的文化价值等难以准确定价的价值更多,那么商品就更具有金融化潜力,而不发达的金融市场上民间富裕资金可以助推这一潜力的实现;投资该类商品套期保值和抵御通货膨胀的资产配置需求和商品价格上涨预期所引发的投资和投机需求共同推动了普通商品价格的上涨,而价格上涨和交易量的提升又提高了该类商品的流动性,进而提高了该类商品的金融属性和套保投资投机的价值,形成了正反馈下的商品金融化进程。

**关键词:** 商品金融化; 通货膨胀; 投资; 投机

### 一、问题的提出

商品按照其用途和交易特征可以划分为普通商品和金融品,金融品是资金流转的载体和投融资的工具,其交易市场是金融市场;普通商品则主要用于消费和使用,其交易市场是传统的商品市场。当传统意义上的金融市场不能满足投资和投机需求时,普通商品也可能成为资金流转的载体和投融资的准工具,此时商品金融化现象便开始盛行起来。与商品金融化过程相伴而生的是金融化标的商品价格的大幅波动,有时这种波动性还会传递到其他市场,带来不可忽视的影响<sup>1</sup>。

<sup>1</sup>张成思:《金融化的逻辑与反思》,载《经济研究》,2019(2)。

普通商品金融化是一个相对较新的概念（即 financialization of goods），这一概念不同于西方学界研究的大宗商品金融化（financialization of commodities）或者金融资产证券化（securitization），后者本质上仍然是金融市场交易，例如期货市场的大规模资本化和衍生化问题；而本文研究的普通商品金融化是发生在普通商品市场上的特殊现象。虽然学界对食品类商品的金融化研究靠近普通商品金融化问题<sup>234</sup>，但是这些文献的研究焦点仍然是食品或农产品对应的大宗商品在金融市场上的交易机制，而不是资金所有者对商品市场上特定标的商品的炒作带来的价格波动等一系列普通商品的金融化问题，因此这一分支领域的研究（即食品金融化和农产品金融化）仍然是大宗商品金融化问题。

事实上，商品金融化领域的研究以大宗商品金融化问题最为常见。大宗商品金融化的定义更加侧重资产或产品的金融属性和金融市场的功能，与普通商品金融化是不同层面的问题。在资产金融化方面，Chen 等提出，随着以美国为代表的金融创新不断发展，越来越多的资产和期货的资金流被转化为金融资本，金融化的实质就是把流动性低的资产转变为流动性高的金融资产。<sup>5</sup>在大宗商品金融化方面，相关文献聚焦于大宗商品对应的期货市场问题研究。<sup>67</sup>新世纪以来，各种大宗商品价格同步波动在全球范围内引发关注，由于有大规模资金进入商品期货市场，导致价格形成机制被扭曲，其根源是指数投资者的增加。在 2000 年之前，尽管期货合约在许多大宗产品上使用，但是商品期货价格与典型金融资产的行为并不符合。例如，大宗商品价格与股票没有同步性<sup>8</sup>，不同类的大宗商品彼此之间也没有同步性。<sup>9</sup>这些都与典型的金融资产的价格变化截然不同。这种差异意味着大宗商品期货市场与“金融市场”（证券市场）缺乏关联。而当资金涌入商品期货指数时，商品期货市场出现“金融化”的过程，即商品期货价格与典型金融资产的关联性增强，且不同商品期货价格波动彼此关联。由于金融化过程，大宗商品的价格不再简单的由它的供给需求决定，而是被一系列金融因素所决定。

不难看出，大宗商品金融化问题主要是基于发达金融市场的实践，或多或少地反映了市场主导型金融体系背景下各界对发达市场“金融化”概念的理解。以美国为代表的西方世界自

<sup>2</sup>Lehecka, G. V. "Have food and financial markets integrated?". *Applied Economics*, 2014, 46(18): 2087-2095.

<sup>3</sup>Magnan, A. "The financialization of agri-food in Canada and Australia: Corporate farmland and farm ownership in the grains and oilseed sector". *Journal of Rural Studies*, 2015, 41(1): 1-12.

<sup>4</sup>Ordu, B. M., A. Oran. and U. Soytaş. "Is food financialized? Yes, but only when liquidity is abundant". *Journal of Banking & Finance*, 2018, 95: 82-96.

<sup>5</sup>Chen, Z., R. Ibbotson, and W. Hu. "Liquidity as an investment style". *Financial Analysts Journal*, 2013, 69(3): 30-44.

<sup>6</sup>Tang, K., and W. Xiong. "Index Investment and Financialization of Commodities.", *Financial Analysts Journal*, 2012, 68(6): 54-74.

<sup>7</sup>Tang, K. and Zhu, H. "Commodities as collateral.", *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(8): 2110-2160.

<sup>8</sup>Gorton, G. and Rouwenhorst, K. "Facts and fantasies about commodity futures". *Financial Analysts Journal*, 2006, 62(2): 47-68.

<sup>9</sup>Erb, C., and Harvey, C. "The strategic and tactical value of commodity futures". *Financial Analysts Journal*, 2006, 62(2): 69-97.

20世纪70年代之后推行新自由主义政策，放松金融管制，金融业突飞猛进，证券市场以及与之相关的其他金融市场在经济运行中的地位和影响力与日俱增，甚至独立于实体经济而自我运转。然而，中国的情况与美国不同：美国是证券市场主导型金融体系，而中国是银行主导型金融体系。这种差异决定了银行在中国是最重要的金融机构（至少截至目前如此），信贷而非证券才是最重要的金融工具。而信贷创造过程直接对应的是货币资金，货币资金规模的积累对应于社会资本的充裕性，这种资金充裕性与不发达的金融市场（例如金融产品的丰富性较低）形成了中国普通商品金融化的特殊背景。

遗憾的是，即使是中文文献，在讨论商品金融化问题时，也多是与西方文献类似，实际上讨论的都是大宗商品期货问题，而非本文研究的普通商品金融化问题。例如，崔明认为大宗商品金融化表现为经济系统或金融市场弱化了可交易商品的实际价值，使之成为可交易的金融工具或衍生金融工具，期货市场上机构投资者的增加带来对商品期货投资的增长，表现为大宗商品价格不断上涨和剧烈波动。<sup>10</sup>吕志平认为大宗商品期货价格剧烈波动的原因是大宗商品更多是作为一种投资品而成为国内外投资者进行逐利的工具。<sup>11</sup>孙国茂和陈国文提出，过多的货币导致大宗商品价格升高，商品期货市场交易机制的完善促使衍生品市场和现货市场逐步金融化。<sup>12</sup>罗嘉庆基于近代欧洲大宗商品交易中心的形成过程分析商品金融化对现代金融市场发展的促进作用，实质问题仍然是大宗商品的期货交易问题。<sup>13</sup>李书彦发现大宗商品金融化包括交易主体金融化和价格形成金融化两个部分，大量投资银行、投资基金、对冲基金和个人投机者进入大宗商品交易市场，参与期货交易的目的从套期保值逐渐转向套取价差。<sup>14</sup>

从本质上说，这些文献都是沿袭了西方发达市场视角上的大宗商品金融化和金融资产证券化研究，问题集中于原先用于消耗（短期内消费或长期内摊销）的商品转变为具有价值储藏功能的资产，然后这种资产进一步被证券化，即在流动性和价格波动性上越来越趋向于证券。而从中国的现实情况看，金融化侧重点在于银行信用扩张与收缩是否以及如何影响商品的金融化程度，或称之为“金融化里的杠杆化”。因此，我们并不强调商品价格变动方式像不像证券，而是引起这些价格变动的因素是不是因为该市场中信用供给状况发生了变化。同时，金融化是一个趋势相对稳定的演进过程，金融化商品的价格形成机制、交易机制一旦形

<sup>10</sup>崔明：《大宗商品金融化的动因、争议与启示》，载《现代管理科学》，2012(12)。

<sup>11</sup>吕志平：《大宗商品金融化问题研究》，载《湖北社会科学》，2013(2)。

<sup>12</sup>孙国茂，陈国文：《商品金融化形成机理研究》，载《济南大学学报》，2013(6)。

<sup>13</sup>罗嘉庆：《商品金融化与产品定价机制变革——从近代欧洲大宗商品交易中心形成过程谈起》，载《产业评论》，2013(5)。

<sup>14</sup>李书彦：《大宗商品金融化对我国农产品贸易条件的影响》，载《农业经济问题》，2014(4)。

成，一般不会由于价格的波动而立即导致过程中断，这个过程正常情况下是会延续一段时间的。

在很多情况下，商品投机是商品金融化的开端，甚至始终伴随着商品金融化的过程。尽管商品金融化与投资 and 投机存在千丝万缕的联系，但是商品金融化是一个有始有终的完整过程，是一个刻画商品投机、商品运营（炒作等）和商品价格周期性变化特征的体系，是源于投机而又不仅限于投机的更高层次的理念。

综上所述，本文阐释的普通商品金融化有两层含义：一是商品的交易机制中金融属性逐渐增强，以至于商品的价格决定越来越不取决于实体层面的供给和需求因素，而取决于进入市场的资金量的大小。这里所说的商品的金融属性主要是指商品作为一种资产形式时的特性，这种特性表现为价格决定由资金规模主导而非对商品本身消费属性的供求关系决定。交易机制中的金融属性是指持有商品的主要目标不是为了消费而是为了获得保值、增值和资金融通等功能，商品不是作为商品在交易，而是把对这种商品的所有权作为一种金融资产（商品则成为该金融资产对应的标的），购买的目的是为了转售所有权获利而非使用商品本身。因此，价格绝对量的变动并不能看出一种商品是否在经历金融化，例如成语中的“洛阳纸贵”，在没有引入名人作序之前，纸张价格的变动反映的是商品供需层面矛盾导致的价格变化。

注意，投机行为本身也不一定是金融化，成语“囤积居奇”体现了投机的思想，但只要这种价差是由于实体经济中供需失衡引起的，也不是金融化。根据我们的这种理解，当大宗商品由现货交易转变为期货交易并经历转手时，交易的核心已不是标的本身，而是与之对应的期货合约，因此大宗商品的期货交易本质是金融交易，从商品现货交易转化为期货交易就步入了金融化的轨道。因此，本文提出的商品金融化外延要比西方学界提出的大宗商品金融化更广，而且侧重点完全不同。Tang and Zhu 所指的“金融化”重点在于讨论大宗商品期货合约如何像典型金融资产（证券）一样运行，他们实际定义的是“金融化里的证券化”或者大宗期货商品的金融化。而在中国，金融体系是银行主导型的金融体系，金融市场尚不发达，金融产品的种类和金融法规的完善程度都有待提高。因此，西方发达市场的金融化主要是“证券化”或大宗商品期货合约问题，而中国现阶段的金融化主要问题不是证券化，而是普通商品金融化。

有一些普通商品，短期内符合第一层次的定义，体现出了很强的金融属性，但是过程是非常不稳定的，很容易退回到一般商品状态。例如，生姜大蒜的金融化非常不稳定，无法形成被广泛接受的金融合约，一旦资金撤出，金融化过程就会中断。商品期货采用标准化合约，多边可接受性强，尽管价格可能有大起大落，但交易机制是规范稳定的。房地产虽然自

身流动性较低，但是在中国的国情中，房地产是一系列现有或潜在权利的载体，它代表着土地长期（70年）的使用权、房地产周边资源的享用权益、城市未来发展的地价升值空间等，作为一种资产在全社会具有广泛的可接受性。房地产价格是逐项权利的变现，以房地产为基准资产（underlying asset）的金融化，过程是稳定前行的，并不会因为投机泡沫破灭而出现逆转。

从中国现实情况看，改革开放以来在货币化水平（如 M2/GDP）趋势性上涨的背景下，各个领域的普通商品金融化现象发展很快，而中国的商品投机热潮更是让全球市场震惊。以钢材价格为例，2016 年一季度钢价同比上涨近 50%。当然，钢材价格在急涨之后又出现大幅回调，价格波动非常明显。钢材属于商品，只不过钢材的特殊之处在于其是期货市场的标的商品。事实上，即使没有期货市场的普通商品，例如葱姜蒜等普通消费品也出现了金融化现象。<sup>15</sup>如果我们把研究的视角拉伸得足够长，会看到近年来出现的葱姜蒜金融化现象早在中国宋代就有类似的事情发生，只不过当时炒作的对象不是葱姜蒜而是粮食作物。

更进一步，如果我们把视角放得足够宽，则会发现商品金融化不仅发生在农产品和粮食作物层面，古今中外多种商品都曾发生过金融化现象。例如，早在中国西晋时期就有“洛阳纸贵”中的纸张金融化事件，清朝发生过生丝商品金融化，新中国成立之后的改革开放初期出现过君子兰金融化事件，而中国发生的君子兰金融化事件竟然与三百多年前发生的著名的郁金香泡沫如此相像。在本文看来，郁金香泡沫也是典型的商品金融化问题。当我们进一步梳理中国改革开放之后的各类商品投机炒作事件之后，发现改革开放至今四十年，中国大地上出现的商品金融化事件一件接一件、一波接一波，从低端的葱姜蒜到高端的房地产，从曲高和寡的玉石到雅俗共赏的普洱茶，从身材娇小的邮票到制作精美的紫砂壶，从冬虫夏草到国酒茅台，俨然形成了中国普通商品金融化的行业潮涌现象。

本文通过探讨上述经历金融化的普通商品的市场价值的特点和流通环节的特性，总结普通商品进入金融化过程的整体逻辑：以资本进入流通环节试图垄断利润为契机，商品抵御通货膨胀的功能以及部分商品特性导致的价格上涨预期，共同推动了商品价格上涨，又因为价格和交易量的上涨提供了流动性吸引了更多金融投资者，形成了金融化的正反馈进程。各类商品的金融化逻辑既存在差异又具有内在逻辑的一致性。本文通过对商品金融化的界定和典型事件中商品金融化逻辑的提炼，为深入理解中国经济运行过程中出现的商品金融化问题及其重要涵义提供基础，为针对相关市场发展的宏观政策和产业政策调控提供依据。

<sup>15</sup>张成思，刘泽豪，罗煜：《中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制》，载《经济研究》，2014(1)。

## 二、普通商品金融化的典型案例

前文指出，普通商品金融化的逻辑，与已有研究存在微妙联系和本质差别。国外文献很少涉足普通商品金融化问题，原因可能是发达国家的金融市场在此期间已经发展得比较完善，已经度过了普通商品被投机炒作进而形成金融化过程的阶段。综合来看，国外的主流文献几乎毫无例外地将金融化问题集中于大宗商品的期货交易以及金融市场的资产证券化问题。国内文献以“商品金融化”为主题的学术研究也比较少，而进一步阅读这些少数的提及商品金融化的文献会发现，这些文献所说的“商品”实际上还是有期货交易市场的“大宗商品”（即 commodities），而不是我们所研究的“普通商品”（即 goods）。例如，罗嘉庆虽然在开始部分提到了越来越多的商品具备了金融属性，但是从正文中的具体内容不难看出，其所说的金融属性仍然是依托于大宗商品市场的期货交易属性，而非本文提出的普通商品金融化的特征。有意思的是，罗嘉庆甚至认为商品金融化是欧洲发达金融市场形成的重要动因。不过，这种结论多少有些武断和偏颇，商品金融化对金融市场的影响主要还是集中于金融衍生品市场中的期货交易。在我们看来，商品金融化的重大意义更在于其贯通了商品市场与金融市场的价格形成机制。

特定商品之所以被金融化，是因为在特定历史时期和特定经济发展背景下，其具备金融化的特质，具有被金融化的条件。不管哪种商品，其金融化过程都蕴含着特定的金融化逻辑。我们这里以金融化的代表性案例为主体，以普通商品金融化的历史演进逻辑为主线，分别阐释了不同历史时期具有代表性的商品金融化案例。

首先，中国西晋时期“洛阳纸贵”的典故可以作为古代商品金融化的首个案例，根据历史资料，通过分析“洛阳纸贵”事件中的纸张价格出现大幅上涨的各种动因，可以发现此次纸张金融化过程中关键因素是外生冲击，即名士作序推荐作品，而不涉及投机资金的炒作。当然，当时纸张制造技术的限制和信息传播效率的低下也是导致纸张价格出现大幅波动的原因。“洛阳纸贵”中的名士作序效应，可能潜移默化地影响了后来图书作品在制作和销售环节引入名士推荐的做法，众多图书在封面出现名人或者有影响力人物的推荐，而这种推荐在实践中似乎确实能够促进图书作品的销售。从这个角度看，“洛阳纸贵”的外生冲击理念已经深入人心，古今中外，概莫能外。

其次，我们将视线推移到中国宋代，从商品金融化视角重新审视中国宋代出现的粮食投机问题。通过对宋代粮食囤积居奇、滥恶高估现象的梳理可以看到，粮食金融化的过程，与投机资金的流入紧密相关。由于投机资金的进入，粮食市场的需求已经从单纯消费需求演变

成消费和投资需求并存的状态。宋朝粮食金融化的过程，具有一定的资本密集度、较低的市场杠杆率、一定的资产流动性、较高的价格波动性和相对较高的过程稳定性特征。应该看到，宋朝的粮食能够逐步金融化，除了粮食具有刚性需求以及特定时期供不应求等特征，还与中国宋代经济发展较快、民间积累了一定货币资本有重要联系：宋朝是中国历史上经济最为繁盛的朝代之一，商业也空前发展，世界上最早的信用纸币交子也是出现在中国宋朝。在这样的背景下，充沛的货币资本与有限的金融投资渠道推动了粮食成为金融化的标的产品。当然，宋朝当时的粮食政策和频发的战争也使得居民持币意愿不高，追求保值增值且易于变现的实物资产，这也是促成粮食金融化的原因。

再次，我们考察中国清朝时期发生的生丝金融化案例。这一事件的代表人物是“红顶”商人胡雪岩。中国 1881-1883 年的生丝金融化过程，将商品投机与资本垄断在商品金融化过程中的作用表现得淋漓尽致。对生丝金融化的逻辑进行梳理可以看到，在特定环境下，生丝的价格波动主要受到市场资金影响，胡雪岩只是市场上众多投机资本家的代表。特别有意思的是，在生丝市场价格决定权争夺的胶着时期，生丝出现了产销两地价格倒挂的现象，足以说明该商品的金融（投资/投机）属性已经占据主导地位。然而，当投机资本纷纷撤离之后，生丝市场一蹶不振，价格也大幅下跌，说明生丝商品金融化的程度还比较低，金融化过程的稳定性不高。

接下来，我们分析 17 世纪荷兰的郁金香金融化和 20 世纪 80 年代发生在中国东北地区的君子兰金融化过程。发生于 1636-1637 年荷兰的郁金香狂潮一直被视为投机泡沫的代名词，甚至一直被视为有历史记载的首次金融泡沫。郁金香的投机炒作过程，属于典型的普通商品金融化案例。从本质上看，当时荷兰商业经济的极大发展为郁金香金融化提供了资金基础，而郁金香繁殖过程中出现的独特性成为其金融化的重要原因。从历史资料中查找“郁金香泡沫”关键词，仔细搜寻当时郁金香投机前后的经济历史情况，似乎并不能清楚地确定郁金香被作为金融化的标的商品的最初动因，究竟是社会名流出于对郁金香时尚的追求带动资本进入，还是投机商人进行投机炒作使得郁金香成为商品金融化的对象。不过可以明确的是，郁金香金融化为现代期货市场的发展提供了生动的历史案例，为深入理解商品市场价格与金融市场产品价格形成机制的互动关系提供了巧妙的切入点。

与郁金香花外形甚为相似的投机标的是中国的君子兰花。我国 20 世纪 80 年代发生了君子兰金融化过程。至少在标的商品的外观上，君子兰与郁金香非常相似。甚至有理由相信，君子兰金融化的开端是投机者受到了郁金香投机热潮的启发而发生的。当我们把镜头拉近当时的历史现实，可以发现君子兰金融化带有浓重的政府推动色彩，是当时政府推动“窗台经

济”的典型案列。

与 20 世纪 80 年代的君子兰金融化相比，当时的邮票金融化现象可能更鲜为人知，不过邮票金融化却是中国 80 年代开始的很有代表性的金融化事件。邮票金融化经历了多次周期性变化，邮票金融化的历程在相当程度上体现出我国金融市场的发展历程。当各地割裂的金融市场逐渐统一，投资标的范围扩大、限制减少，邮票从实用商品金融化、艺术品金融化的低金融化状态，发展至有一定规模的游资投机炒作性质的金融化，乃至近年来电子邮币卡等类似于股票或现货市场的中等金融化，其金融化发展程度由浅入深，从一定程度上反映了我国金融市场的发展和社会资金状况的变化。

另外，艺术品金融化是新世纪以来的典型案例。例如，书画作品金融化、玉石金融化、紫砂壶金融化、小叶紫檀金融化和佛珠饰品金融化，这些都可以粗略地归纳为艺术品金融化。从商品金融化分层角度看，可能都要略低于邮票的金融化层次。不过，从书画作品到佛珠饰品的这些商品金融化案列，主要都出现在新世纪以来我国的经济快速发展阶段，而且与中国文化和中国元素联系得非常紧密，都或多或少与艺术沾边，具有典型的中等层次商品金融化特征。

与艺术品金融化不同，茶品、中草药、小宗农产品和白酒是更常见的消费品，这些普通消费品的金融化暗示出市场中行业资金的潮涌特征，白酒金融化以茅台酒最为突出，并且是伴随着股票投资渠道同时开启的（蕴含更多供销链控制的成分）；而葱姜蒜等现代小宗农产品的金融化似乎又呼应了先前介绍的宋代粮食金融化案列。不过，现代小宗农产品的金融化过程反应出市场上小规模资金对局部市场的把控或者垄断，这与宋代时期的粮食荒背景下的较大范围的粮食金融化过程存在程度和影响范围上都有所区别。

最后，比特币金融化和房地产金融化将商品金融化层次引向更加复杂和高端的金融化交易。比特币是利用复杂算法产生的一串代码，不同于黄金，本身不具有自然属性的价值，因此也可以视为虚拟货币，具备一定技术价值，是一种资产。虽然个别国家将比特币定义为一种货币（如英国），但是多数国家并不认为比特币是一种货币：根据 2013 年中国人民银行等五部委发布的《关于防范比特币风险的通知》比特币被定位成虚拟商品，美国商品期货交易委员会将比特币定义为大宗商品，瑞典和德国则坚持认为比特币是商品而非货币。因此，对于比特币的投机炒作，形成比特币价格的剧烈波动，仍然属于商品金融化的范畴，只是比特币的金融属性较普通消费品更高。房地产属于真实资本品，房地产市场的杠杆率和资金密集度都很高，而中国自 2000 年之后房地产市场的投机行为比较盛行，从而形成了波澜壮阔的房地产金融化现象。



### 三、普通商品金融化的理论机制

普通商品金融化是普通商品向金融品演化的过程，这一过程的表现包括如下几个方面的变化：资本密集度、市场杠杆率、资产流动性、价格波动性和过程稳定性。本节的理论分析框架的主要着眼点是在普通商品金融化过程中商品价格和流动性的变化。

从信息最简单的、金融化程度最低的商品类型中可以理解普通商品金融化进程出现的契机，理解资本为何涌入商品流通环节而非推动生产与消费环节的价格上涨。使用价值明确、需求价格弹性较低的商品的价格相关信息是较为完全的，而其中即时出清、当期生产当期消费的商品更为基础、简单，适合作为分析资金涌入这类商品市场的流通环节的原因的出发点。

如果价格相关信息完全、即时出清、当期生产当期消费的商品的流通环节规模效应明显，那么流通环节的单位成本将随着规模的增加而减少，这一市场的经销商的竞争将从完全竞争逐渐进入寡头甚至垄断，经销商开始在议价过程中具有优势地位。生产者与经销商之间、消费者与经销商之间，经销商的不完全竞争使其均处于定价优势的地位，获得更高的流通环节的利润。注意，这里经销商与生产者交易的商品买入价和与消费者交易的商品卖出价的价差，应不大于生产者与消费者直接交易的交易成本，否则生产者与消费者将直接交易。

进一步，如果价格相关信息完全但不是即时出清的商品，如农作物某季收获但是全年均有消费，处于垄断地位的经销商可以获得更高的买卖价差。宋代粮食金融化的过程中，经销商的垄断定价地位尤为明显。因为粮食的生产者（农民）和粮食的消费者（城镇居民、军人）之间的交易成本极高，所以粮商的获利空间很大。又因为经销商可以存储粮食，但消费者如城镇民众必须持续消费粮食，生产者如农民需要在某个时点前出售粮食以缴纳税项，所以经销商利用自己的较高贴现率和耐心，低价收取农民出售的粮食，寻机高价出售给消费者。

上述对使用价值明确、需求价格弹性较低的普通商品的分析，也可以推广至更复杂情形下的一般商品，展现了资本进入流通环节推动商品金融化的契机和基础。但是，根据张成思等对普通商品金融化的分析，商品金融化是分层次的，商品金融化处于高层次的商品将具有更多金融属性，不难发现仅因垄断定价导致的商品的高价格等原因并不足以实现低等程度以上的商品金融化。

孙国茂等认为期货商品市场中资金的增多是期货商品金融化发生的根本原因，但是将这一解释应用于普通商品金融化时，无法解释民间资金涌入普通商品市场引发的是分层次的商品金融化而非通货膨胀。民间资金涌入商品市场之后，没有形成商品价格的全面上升即通

货膨胀，而是在某些具有特殊性质的商品载体上实现价格水平的波动性增加乃至于金融化，这是与商品本身的属性是有关的。如果某类商品的市场的价格发现功能不足，或者该类商品的价值主要是文化价值等难以准确估价的无形价值，商品的价格就难以确定，表现出更明显的波动性。又考虑到中国市场中资金对投资目标的迫切需求，该类商品的金融化程度往往更高，表现出了更多金融化属性。

普通商品的市场价值的基础是消费或者使用价值，消费普通商品所能得到的效用是商品具有价格的保障。而如果将商品视为金融资产，它可以视为未来某时刻获得一次性支付的金融资产。孙国茂等认为投资者参与商品市场投资商品这类“金融资产”，目的包括：抵御通货膨胀、对冲风险、优化投资组合。

特定普通商品可以具有抵御通货膨胀的功能，以商品为基础资产的合约也往往可供进行套期保值的操作，因此可以被视为抗通胀风险、套期保值的金融资产，是普通商品进入金融化进程的重要原因之一。一般而言，如果不考虑存储成本和生产技术进步所造成的贬值等因素，投资于普通商品的投资组合不会随着通货膨胀而贬值。在中国存在通货膨胀压力、资本市场和商品市场均不发达的情况下，商品的抗通胀特质使得商品在投资者眼中备受青睐。

特定普通商品除了应对通货膨胀的作用之外，还能够满足投资和投机的需要，是另一个推动具有无形价值的普通商品金融化的重要原因。对商品价格的上涨期望引发新一轮的价格上涨，这一资本追逐利润的过程是这类商品金融化的重要理论逻辑。

在宏观经济稳定增长的环境中，收入需求弹性较高的商品的需求提升将更多，价格上涨的空间也更大，因此保健食材、白酒、艺术品等商品具有长期的价格水平上升的趋势。市场对于这些商品的价格水平有上升期望，这驱使经销商等角色进行资本运作，提前进入这一行业甚至进行大规模的购买、囤积以获得这类商品价格上升的利润。由于资本市场、商品市场不发达以及对未来产量与盈利的估计不准确，商品价格上涨程度过高，使得价格波动性的急剧增加。

对保健品、酒、艺术品等的价格上升的预期实际上具有一定基础，只是不完全的市场的定价使得价格波动，长期来看这些商品的价格确实应该温和地上涨。但是另外一部分商品，以郁金香、君子兰、比特币为代表，其价格上涨的预期缺乏经济学基础，引起的价格上涨浪潮中泡沫的成分更大。郁金香、君子兰的观赏价值不具有明显的可替代性；而比特币更是缺乏足够的使用价值，毒品、军火等非法交易结算经常是推动比特币价值变化的基本面因素

(Sean 等, 2019)<sup>16</sup>。这些商品的价格上涨预期大体是媒体宣传报道的结果, 因此价格暴涨暴跌的程度更甚。

无论是收入需求弹性较高的商品的价格水平随着宏观经济发展上升的预期, 还是宣传报道引起的公众对某类商品追捧的价格上升预期, 都推动了商品价格的上涨和交易量的增大, 而商品的流动性的增加又会推动商品的抵御通胀、套期保值和投资作用等金融属性的凸显。周丽娜<sup>17</sup>认为, 金融资源的富集作用是商品金融化的内在动力, 商品金融化以经济和金融发展到一定阶段为前提, 更实质的原因在于金融资源的丰富, 在现有的金融资源下, 原先金融属性较差, 金融价值不被人发现的商品, 它的金融属性得到了改善, 开始具备金融价值, 也因此具备了金融化的前提, 而这种商品的金融化又丰富了金融资源。这时商品的价格波动因素, 会明显地受到银行信用扩张与收缩的影响。

在这类“预言自我实现”式的金融化进程中, 普通商品的资本密集度升高, 价格波动性变大, 流动性变好, 逐渐承担金融品的属性。当某类商品市场出现了规范化的现货或者期货交易机制, 流动性极高, 能满足投资者的出于套保和投资需求的交易愿望, 可以认为该类商品进入了相对更高层次的金融化水平。而房地产是比较特殊的较高等级金融化的商品, 其高流动性主要是表现在作为融资抵押的作用上。除了房价上涨预期催生的楼市高涨的价格波动、房地产企业大规模融资的资本密集和高杠杆等因素, 房地产金融化的重要表征之一在于企业使用房地产进行抵押贷款, 房地产的抵押品属性成为另一种意义的高流动性的表现。

图 1 演示了普通商品金融化的总体理论逻辑: 流通领域中流通成本的规模效应特性使得流通环节资本集聚, 经销商议价权力增加, 消费者购买的商品价格升高, 资本涌入流通环节形成了商品金融化的基础; 在这一进程的基础上, 如果商品的文化价值等难以准确定价的价值更多, 那么商品更具有金融化潜力, 而不发达的资本市场下民间富裕资金推动这一潜力的实现; 投资该类商品套期保值和抵御通货膨胀的资产配置需求和商品价格上涨期望所引发的投资投机需求共同推动了普通商品价格的上涨, 而价格上涨和交易量的提升又提高了该类商品的流动性, 进一步提高了该类商品的金融属性和套保投资投机的价值, 形成了正反馈下的商品金融化进程。

普通商品金融化的过程总体上表现出“轮动”和“潮涌”的特征, 大多数金融化的普通商品价格迭起骤落。这是由于普通商品金融化进程发展到一定阶段会呈现出较高的收益水平, 吸

<sup>16</sup>Foley, S., Karlsen, J.R. and Putniņš, T.J. “Sex, drugs, and bitcoin: How much illegal activity is financed through cryptocurrencies?”. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(5): 1798-1853.

<sup>17</sup>周丽娜:《金融资源的富集作用与商品金融化》, 载《金融理论与实践》, 2007 (5)。

引了以盈利投机为目的的市场主体涌入并进一步推高商品金融化的水平,但当商品价格达到较高水平之后收益率降低,这部分金融化参与者抛售,使得商品价格乃至本次普通商品金融化的浪潮发生回落。这时,为博取收益为目的的参与者比例降低,而以抵御通胀和维持流动性为目的的市场参与者占据主导地位,金融化水平趋于稳定,但商品的流动性仍然高于金融化开始之前。

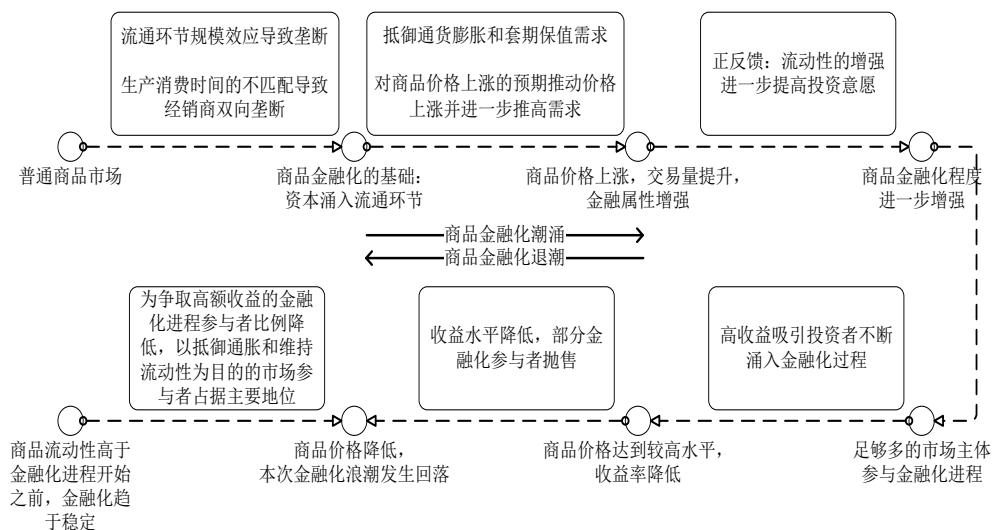


图 1 商品向不同层级金融品的演化过程

根据上述演进过程,我们可以得到如图 2 的以供给和需求为框架的商品金融化理论逻辑。金融化之前的普通商品供给曲线为  $S$ , 需求曲线为  $D$ , 供需平衡点处于  $E1$ , 均衡价格为  $P1$ 。由于资本进入流通环节, 流通环节的垄断导致商品供给受到操控, 供给曲线  $S$  向左移动, 移到新的供给曲线  $S'$ , 新的均衡点为  $E2$ , 市场价格从  $P1$  上升至  $P2$ , 这时商品价格提升的原因是金融化进程中产量减少。本文中所介绍的商品类型中, 粮食、生丝、小宗农产品的金融化过程主要是供给减少的这个原因驱动的, 而房地产的价格同样受到了地方政府对土地供给限制的重要影响。

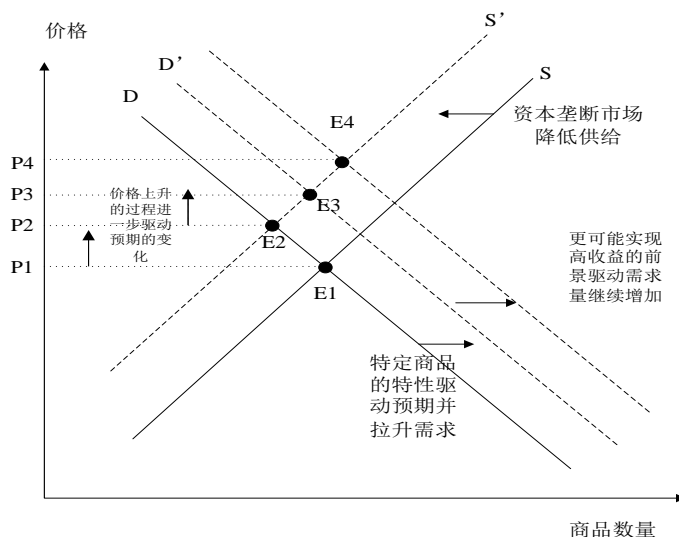


图 2 商品金融化的理论基础：供给与需求视角

同时，由于某类商品本身的特质（例如集聚历史文化信息的特定商品），一方面投资者有抵御通货膨胀的投资对象选择需求，另一方面宏观经济长期增长趋势或者媒体情绪渲染导致对该商品价格出现上涨预期，推动需求曲线向右移动至  $D'$ ，达到新的均衡点为  $E3$ ，对应的市场价值  $P3$  比  $P2$  更高。此时商品价格提升的动因是金融化过程中的需求曲线扩张。本文中，邮票、书画作品、紫砂壶、玉石、红木、保健品和白酒是收入需求弹性较高的商品，具有较高的、较难定价的文化价值，长期来看具有价值上升的期望，郁金香、君子兰、星月菩提饰品和比特币具有明显的媒体宣传效应。绝大部分金融化商品都需要经历资金进入流通环节，这些商品价格偏离供需关系决定的价格，期望推动的需求的作用非常明显。

另外，随着价格上涨，期望推动需求的效果进一步凸显。供需两方面的变化导致资本大量迅速地流入流出，使得这一普通商品的价格序列表现出金融资产的特点，即该市场更加强调收益率而非使用价值的价格基准。这时，金融化的普通商品价格分布向对数正态分布靠拢，而这类右偏的分布的特点就是持有者承担有限损失的可能性时却能够博取较高收益，投机者自然更是乐此不疲，这又使得市场总体对正在金融化的普通商品的需求量愈发超越了该商品的正常需求量（图 2 中均衡点由  $E3$  向  $E4$  移动）。

#### 四、普通商品金融化逻辑的分歧与一致

##### 1. 形成逻辑的分歧

商品金融化逻辑的分歧反映在金融化分层的差异上，即不同的金融化商品在是否有刚性

需求、是否有实用价值、是否有文化因素、政府是否干预和金融化过程持续的时间与影响共五个方面存在差异。

第一，标的商品是否有刚性需求不一致。商品的需求弹性是指在一定时期内商品需求量的相对变动对于该商品价格的相对变动的反应程度，由于不同商品可以在不同层面满足人们的需求，而人们对不同需求产生满足感的重要性排序不同，因此标的商品的需求弹性具有很大差异。通常来讲，与人的生存息息相关的商品，其需求弹性相对较小，即具有较大的刚性需求，比如粮食、现代农产品、生丝等，而与人们精神、文化生活相关的商品则上升了一个层次，其需求弹性相对大得多，比如纸张、书画作品、玉石、紫砂壶、小叶紫檀、佛珠饰品等，因为只有满足最基本的温饱问题后，人们才会开始考虑收藏、艺术鉴赏等。此外，标的商品的需求弹性还会受到不同时代的文化、意识形态等因素的影响，比如对房地产这种资本品，传统观念中拥有房产是婚姻和家庭的前置条件，因此其在这种观念的影响下需求弹性相对较小。

第二，标的商品是否有实用价值不一致。实用价值是指商品拥有的能够实际使用的价值。值得一提的是，这里谈到的“实际使用的价值”和政治经济学中经常提到的“使用价值”具有一定区别。使用价值是一切商品都具有的共同属性，任何物品想要成为商品都必须有可供人类使用的价值，毫无使用价值的物品无法成为商品。因此，这里谈到商品就默认其一定具有使用价值，而将实用价值定义为一种能够满足大部分人最基本需求的性质。可以认为，粮食、现代农产品、中草药等商品具有更高的实用价值，而邮票、艺术品、郁金香等商品由于满足更少人的更高层次需求，其实用价值相对较低，但其收藏价值和观赏价值则相对较高。

第三，标的商品是否有文化因素不一致。商品的文化因素是指一般商品在生产和交换过程中凝结在劳务中的人文价值。富有文化因素商品的生产过程中，生产者将其审美观念、情感哲学、道德精神物化于商品和劳务之中，并随着商品的交换将上述属性让渡给消费者，使消费者获得更高层次的满足。由于不同商品的生产方式和基本属性不同，其文化因素也有着显著的差异。以粮食为例，在传统意义上粮食的主要用途是食用，而食用以外的用途则发展的不多。虽有文学作品，如《悯农》中著名的“谁知盘中餐，粒粒皆辛苦”为粮食赋予了“来之不易”等文化特征，但农民在从事粮食生产过程中并未将其审美观念等物化在粮食中，因此可以认为粮食的文化因素较少。

与粮食相比，纸张具有更多的文化因素，自东汉蔡伦改进造纸术以来，纸张经历了上千年的发展和传播，到现在已经有凸版印刷纸、新闻纸、胶版印刷纸、铜版纸、书皮纸、字典纸、拷贝纸和板纸等诸多种类，纸张也作为载体在文化传播过程中起到了不可磨灭的作用，

可以认为造纸过程实现了文化因素的传递。艺术品是一类具有较多文化因素的商品，无论是书画作家还是生产和加工小叶紫檀的匠人，在其生产过程中，思想和劳动都凝结到商品内，并在消费者观赏、收藏的过程中实现其文化因素。

第四，标的商品是否有政府干预不一致。政府干预是指政府凭借其政治地位采用行政手段对国民经济进行总体管理和分类调节。在我国的历朝历代，政府为了维持其经济、政治地位，均会对不同商品和市场加以管制和干预。首先以粮食为例，由于粮食是百姓生活中最不可或缺的商品之一，因此历朝历代的中央政权均对粮食价格加以管制。如果放开粮食价格管制，商人为了牟利就会进入粮食市场进行投机炒作，粮食价格在短期内会出现暴涨和暴跌，不利于国民经济的发展和社会稳定。我国 80 年代从长期的计划经济体制过渡到市场经济机制时就经历了通货膨胀，而如今在粮食价格管制上还多少保留了当年计划经济时代的特色。我国的房地产市场也在政府的干预和调控下发展。上世纪四五十年代，我国进行土地改革，对土地制度做出一系列重大调整，包括税收制度、产权制度和土地使用制度等。房地产开发中土地是重要的资源，土地收归国有意味着政府对房地产行业产生强有力的控制。此外，政府还通过信贷、货币、户籍等多种方式对房地产市场加以干预，从事实上看，历次商品房的价格波动也大多与政策变化有关，且呈现很强的顺周期性。与上述两种商品相比，对国计民生缺乏重要影响的大部分消费品、相对少数人关注的艺术品却没有受到严格的政府干预，这些商品的生产、流通和交易等环节也更多的体现出市场化的特性。

第五，金融化持续时间和影响范围不一。由于不同商品在需求弹性、实用价值等方面相差甚远，因此其金融化的持续时间和带来的影响范围也存在较大的差异。首先，商品金融化持续的时间受到人们对该商品熟悉程度的影响，且随着熟悉程度的加深，金融化持续时间有缩短的趋势。以邮票为例，传统邮票市场的三次主要价格起落中第一次持续了两年、第二次持续了半年，而第三次的上涨却仅仅持续了几个月，这表明随着人们对邮票这一商品价值的理解加深，更容易形成一致的预期，多空博弈的强度减小缩短了金融化的持续时间；其次，商品金融化的持续时间受到商品流通速度的影响，且随着商品流通速度的加快，金融化的持续时间缩短。仍以邮票为例，在我国开通邮票电子盘交易后，邮票电子盘的价格涨跌周期以月计数，邮票价格的行情振幅明显，资金的涌入和退出也接连不断，流动性的增加降低了商品的交易成本，也缩短了信息的传递时间，市场变得更加有效。

与金融化持续时间相比，普通商品金融化的影响范围更多地受到地区经济发展、人民生活水平和风俗习惯的影响。农产品、房地产等商品的需求面广，其影响范围大，而艺术品金融化影响的则主要是高净值人士，范围则相对较小。商品金融化的影响范围还会受到商品单

价、购买难易程度等因素的制约。以邮票为例，虽然其并非生活必需品，但其单价低且便于购买（在特定历史时期），因此公众有富裕资金可能会考虑购买邮票进行投机或保值，所以历史上邮票的商品金融化影响的人群范围相对较大。

## 2. 形成逻辑的一致性

唯物辩证法中矛盾是对立统一的，商品金融化逻辑在出现分歧的同时，其也必然存在诸多一致性，这体现于金融化标的商品在供给、需求、价格形成机制等方面的共同特性。

第一，标的商品一般具有某种独特属性，至少是在一定范围内存在稀缺性，或者可以形成垄断市场。垄断市场是指整个行业中只有唯一或少数几个厂商的市场组织，其生产者和销售者数量相对较少，产品可替代性较差，且其他厂商进入该行业都较为困难。因此这样的市场环境中竞争性因素得以排除，垄断厂商可以操纵市场价格。从不同商品的金融化案例来看，无论是作为现代农产品的葱姜蒜，还是作为资本品的房地产，其金融化过程均始终伴随着商品的稀缺。例如，葱姜蒜的炒家为了获取投机利润而囤积居奇，人为造成市场上该商品的短缺，而且葱姜蒜等商品的产地相对集中，短时间内无法通过其他渠道补充货源，这就造成了现代农产品出现金融化迹象。而在房地产市场中，国家通过垄断土地并采用行政手段调节生产和销售，比如通过销售备案价的方式指导销售价格，这使得在某一价格水平下土地、房产成为了稀缺性商品，这为房地产的高金融化提供有利条件。从博弈的角度来看，某些生产者或消费者对市场的完全或部分控制在商品金融化的形成过程中至关重要，因为若市场是完全竞争的，买卖双方的力量大体相当，价格不会长期偏离均衡值，因此金融化的出现必然是买卖双方力量出现偏差，至少是短期失衡的结果。

第二，大多数情况下，投机是商品金融化的开端。无论是计划经济时期的投机倒把，还是现代经济中的套利，投机现象始终存在于经济过程中。长期以来，我国的经济增长模式为高储蓄、高投资和高出口。但产出大幅增加的同时，各类生产要素市场发展较为落后，最终造成了市场分割的现象，大部分商品的金融化程度较低，为金融投机、价格炒作创造了条件。但各类金融市场的交易主体、中介机构追求短期利益最大化，而并不按照经济的实际需求对金融工具加以创新，导致金融投机过度。实际上，在金融工具并不发达的时代，投机行为就已经十分盛行，以 17 世纪荷兰的郁金香泡沫为例，起初郁金香是一种稀有花卉，由于开花有十分美艳，获得了权贵阶层的喜爱。这里仍以葱姜蒜为例，在具备价格上涨预期时，投机者出现惜售的行为，即将本应供应到市场上的葱姜蒜作为库存囤积起来，待商品价格达到或超过其预期后再出售，这时市场上的有效供给减少，在需求不变的情况下价格就会上升；但商品价格并非无休止的上涨，当价格上涨到一定程度后，便停止上涨，甚至开始下跌，此时



投机商为了确保利润便大量出售库存商品，这使得市场上的商品供给量突然增大，价格的下跌速度也加快。这时，投机商发现了商机，便开始了针对郁金香的投机。渐渐的，这种投机成为一种流行的趋势，更多的人加入到该行列中，连卖鱼的渔民也参与到郁金香的买卖，他们倾家荡产购买一支郁金香球茎，并相信有人会出双倍以上的价钱将它买走。在投机狂热席卷整个社会时，郁金香的商品金融化便出现了。可以看出，投机往往是商品金融化的开端。

第三，标的商品价格在短期内出现大幅波动，产品价格形成机制发生扭曲。商品金融化过程往往伴随着资金的快速大量涌入和流出，而在蓄水池容量有限的情况下，往复运动的资金会导致标的商品的价格出现较大幅度的波动。在正常情况下，商品的价格是由其供给和需求决定的，供给曲线和需求曲线的交点决定了商品的价格和交易量。而在资金大量涌入的情况下，由于出现价格上涨的预期，商品的需求便不可避免的扩大，进而在供给不变的情况下抬升了价格。但这种基于预期的价格上涨并不是建立在消费者的实际需求上，因此形成的价格并不十分稳定，而表现出较高的波动性，产品的定价机制发生了扭曲。可以看出，在金融化过程中，由于供给、需求和预期等因素的影响，商品的价格在短期内出现大幅波动，价格形成机制也发生了扭曲。

第四，经济繁荣和商业发达是商品金融化一致的大背景。纵观商品金融化出现的时间点，其所在时期均表现为区域经济繁荣和商业发达。如宋朝的粮食投机，正是在宋朝商品经济空前繁荣的情况下出现的，当时宋朝的经济体制十分先进，是我国最早使用纸币等金融工具的朝代，这样就不会因为缺少流通工具产生通货紧缩。此外宋朝文武分治，行政体制先进，文官中涌现出了一批对经济较为精通的人才，这也在客观上促进了经济发展。发达的经济社会中人们对商品背后经济规律的理解更加深刻，微观上，部分商人懂得囤积居奇可以获得高额利润，因此便时刻寻找投机获利的机会。再如荷兰的郁金香泡沫，其产生的背景也是 17 世纪荷兰商品经济的繁荣发展。

## 五、 结论

普通商品在资本炒作背景下逐渐向金融品演化，从而出现金融化现象。普通商品金融化的形成逻辑与资本规模、金融体系格局和金融市场发达程度都具有紧密联系。本文基于普通商品金融化的典型特征和历史上的典型事件，对普通商品金融化的形成逻辑进行了系统阐释。从本文的研究可以看到，普通商品金融化蕴含两层含义，一是普通商品交易机制的金融属性逐渐增强，导致商品价格的决定机制偏离产出层面的供给与需求因素，而更多地取决于对应

市场的资金规模；二是商品交易中普通商品不再是传统意义上的交易标的，而是把对应商品的所有权视为一种准金融资产，购买商品的目的也不再是商品本身，而是转售所有权获利。

判断普通商品金融化的程度高低，可以从对应商品的资本密集度、市场杠杆率、资产流动、价格波动性和过程稳定性等指标来考察。一种普通商品开始金融化，可能是以上指标都显著变化，也可能只具备其中的某一些特征。基于这些指标刻画普通商品向金融品转化的过程就是金融化的过程，这个过程的逻辑内涵是资本的逐利性。因此，从一定程度上说，普通商品金融化是投机者在商品市场追求极致利润的结果。不过，并非所有普通商品都能成为金融化的标的。基于本文归纳的历史上的典型金融化案例可以看到，金融化标的商品一般具有某种独特属性，至少在一定范围内存在稀缺性，或者可以形成垄断市场。本文认为，投机是普通商品金融化的开端，商贸繁荣是不同历史时期各种普通商品金融化的一致性背景，而金融市场不能满足投机和投资的需求则是普通商品金融化的深层次诱因。

总之，普通商品金融化暗示出金融在经济运行中的重要性不断提升，反映出商品交易的极度活跃性，本质上都是资本逐利天性的必然结果，当然也更深层次地折射出传统商品市场交易范式微妙的结构性变化。这些微妙变化表明，普通商品金融化发展过度有可能会给实体经济带来负面冲击，这些负面冲击既包括增加商品市场的波动性，也包括加剧商品价格波动程度、增加政府平抑价格波动的成本，中国近年来的各类普通商品轮番金融化形成的行业潮涌是典型示例。展望未来，金融学界需要对各个层次商品金融化相关的典型事实和主流理论进一步深入探索和深刻反思，基于已有的普通商品金融化案例反思如何建设现代金融市场制度，从而给出解决相关问题的可行性方案，实现“好的金融”服务于国计民生的目标。

## 双支柱调控的微观稳定效应研究

黄继承

(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)

姜伊晴

(中国人民大学财政金融学院)

牟天琦

(中国人民大学财政金融学院)

**摘要：**本文基于中国银行业和企业的数据库，对双支柱调控的微观稳定效应进行了研究。实证结果表明：一方面，宏观审慎政策能够减弱货币政策的银行风险承担渠道传导效应，有效抑制银行在宽松货币政策下的过度风险承担；另一方面，在宽松货币政策下，企业有提高负债率的激励，而宏观审慎政策能够有效抑制企业过度负债的动机；同时，宏观审慎政策能够降低企业对银行贷款的依赖程度、促进企业优化债务结构，而货币政策与宏观审慎政策的配合强化了这一作用。上述实证结果说明双支柱调控政策对银行和企业两个微观层面主体都具有更好的稳定效应。此外，本文的实证分析还发现，双支柱调控对银行风险承担和企业负债行为的影响在不同经济周期阶段具有显著的差异性，同时，双支柱调控的政策效果在不同性质的银行和企业中也有所不同，这意味着在制定双支柱调控政策时需考虑经济周期以及银行和企业异质性，以进一步提高政策的针对性和有效性。本文的相关研究结论丰富了双支柱调控在微观层面的传导效应等方面的文献，并为中国实施双支柱调控的科学性和有效性提供

---

**作者简介：**黄继承，管理学博士，副教授，中国人民大学财政金融学院/中国财政金融政策研究中心，E-mail: hjc@ruc.edu.cn.

姚驰，博士研究生，中国人民大学财政金融学院，E-mail: yaochi@ruc.edu.cn.

姜伊晴，中国人民大学财政金融学院，E-mail: jiangyq\_2017@163.com.

牟天琦，博士研究生，中国人民大学财政金融学院，E-mail: tianqi\_mou@163.com.

了一定的经验证据。

**关键词：**双支柱调控；货币政策；宏观审慎政策；微观稳定效应

## 一、引言

2008 年金融危机后，宏观审慎政策受到了前所未有的关注。在货币政策难以有效应对金融失衡的背景下，世界各国先后推出了一系列的宏观审慎政策工具，中国也提出要健全货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架，并在实践方面进行了较早探索。2017 年 10 月，党的“十九大”报告明确指出，要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，...守住不发生系统性金融风险的底线。”由此可见，双支柱调控政策在维护金融稳定上被寄予了厚望。然而，货币政策与宏观审慎政策在双支柱调控框架下如何配合才能更好地发挥金融稳定效应？面对不同的经济状况、对于不同性质的微观主体，双支柱政策应当如何协调配合？尽管已有文献就上述问题进行了理论上的探讨，但相关实证研究特别是微观层面的实证研究仍然非常匮乏。有鉴于此，本文尝试基于中国银行业和上市企业两个方面的微观数据，对双支柱调控的微观稳定效应进行实证研究。

从已有文献来看，就货币政策对银行行为的影响而言，自 Borio and Zhu (2008) 提出货币政策的银行风险承担渠道以来，学者们在不同层面对这一影响进行了研究，如 Dell'Ariccia et al. (2010)、Farhi and Tirole (2012) 等分别基于不同角度构建理论模型，研究了货币政策对银行风险承担的影响；Angeloni and Faia (2013)、Cociuba et al. (2016) 等基于包含银行部门的 DSGE 模型开展了相关研究。而 Schularick and Taylor (2012)、Paligorova and Santos (2017) 等则通过实证研究，为货币政策的银行风险承担渠道效应提供了经验数据上的支持。基于中国银行业的数据，张雪兰和何德旭 (2012)、张强等 (2013)、金鹏辉等 (2014) 等研究也得到了类似结论。

在货币政策对企业的影响方面，Bernanke and Blinder (1992)、Bernanke and Gertler (1995) 指出，货币政策会通过货币渠道和信贷渠道对企业产生影响。具体而言，货币渠道是指货币政策通过利率、汇率等影响企业的资本成本，进而对企业的投资行为产生影响。而信贷渠道则是指货币政策通过对信贷和资产负债表的影响，使得企业贷款可得性和借贷能力都有所下降。紧缩的货币政策会降低银行的贷款供给，导致企业贷款可得性下降，迫使企业更多地通

过发行商业票据等其他债务进行融资，从而使得银行贷款在负债中的比重下降（Kashyap et al., 1993）。紧缩的货币政策甚至会降低企业外部融资的可得性，导致企业总负债率与货币政策利率之间呈现负相关关系（Bougheas et al., 2006）。此外，货币政策对信贷约束较强的小公司影响更大（Karim and Azman-Saini, 2013）。基于中国企业的实证研究表明，宽松的货币政策能够缓解企业的融资约束（谢军和黄志忠，2014），但同时也导致了企业的过度风险承担（周彬蕊等，2017），而货币政策适度水平的提高能够抑制企业的“短贷长投”现象（钟凯等，2016）。

金融危机后，宏观审慎政策工具及其有效性成为了学者们研究的热点。例如，Valencia（2014）通过构建理论模型研究得到，在有限责任制下，宏观审慎政策能够减少银行的过度风险承担。Lim et al.（2011）、Claessens et al.（2013）、邹传伟（2013）、马勇和姚驰（2017）等则通过实证研究对不同宏观审慎工具的有效性进行了分析，发现逆周期资本缓冲、贷款价值比上限、动态拨备率等大多数宏观审慎工具在抑制信贷和杠杆率的顺周期性上发挥了作用。此外，学者们还比较了货币政策和宏观审慎政策实施效果的差异。比如，Zdzienicka et al.（2015）研究发现，货币政策的影响更为持久，能够降低长期的金融不稳定性；相反，宏观审慎工具的作用通常更为直接有效，但是持续时间也更短。而 Mester（2017）指出宏观审慎政策应被视为防止金融失衡的首要措施，但是在宏观审慎政策不足以抑制金融风险时，货币政策仍应被视为可能的防御措施。

最近的一些文献开始关注货币政策和宏观审慎政策的协调配合对金融稳定的影响。Taylor and Zilberman（2016）通过构建 DSGE 模型对宏观审慎工具进行研究，发现在信贷冲击下，逆周期监管在维护价格稳定、金融稳定和宏观稳定方面比货币政策更为有效；而在供给冲击下，将宏观审慎监管与防通胀政策结合起来是最优的选择。同样是利用 DSGE 模型，马勇和陈雨露（2013）研究了货币政策和宏观审慎政策的协调与搭配问题，指出政策的合理搭配使用可以降低单一政策的多目标困境，有利于实现金融稳定。Agur and Demertzis（2019）基于理论模型研究表明，由于监管机构在使用资本监管维护金融稳定性的同时，需要权衡对金融机构信贷的影响，从而使得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，因此即使存在宏观审慎监管，货币政策也会影响金融稳定。Klingelhöfer and Sun（2019）基于中国的宏观经济数据，利用 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因宽松货币政策而造成的金融脆弱性的累积，在避免导致经济放缓的情况下，有利于维护金融稳定，这从宏观层面为货币政策和宏观审慎政策协调配合的金融稳定效应提供了证据支持。

就目前已有文献情况不难看出,虽然针对单方面的货币政策或宏观审慎政策的微观稳定效应已经产生了大量研究,但关于双支柱调控框架下两者的协调配合和实施效果的研究仍然严重不足,为数不多的相关研究也仅从理论上进行了宏观层面的探讨,比较缺乏微观数据的经验分析与证据支持。鉴于此,本文以中国银行业和上市公司数据为基础,从微观层面研究了双支柱调控政策对银行和企业的稳定效应。

本文的实证结果表明,双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策的协调配合,既能够有效降低货币政策的银行风险承担渠道效应、抑制银行过度风险承担,又能够有效抑制企业过度负债的动机,促使企业降低负债率并优化债务结构,这证实了不同于单方面的货币政策或者宏观审慎政策,双支柱调控框架下的政策协调配合对银行和企业两个微观层面主体都具有更好的稳定效应。本文还发现,双支柱调控对银行风险承担和企业负债行为的影响在不同经济环境下具有明显的差异性,在不同性质的银行和企业中也有所不同。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:(1)不同于已有单方面研究货币政策或宏观审慎政策影响金融稳定的文献,本文在双支柱调控框架下,以银行和企业层面数据为基础,实证研究了货币政策和宏观审慎政策如何协调配合才能更好地发挥金融稳定效应,从而丰富了双支柱调控领域的文献。(2)本文从银行和企业两个维度,研究了双支柱调控在微观层面的稳定效应,并讨论了在不同经济周期阶段以及在不同性质银行和企业中的差异性,既从微观层面为双支柱调控的实施效果提供了补充性证据,又有利于分析双支柱调控政策的微观传导机制,从而对相关领域的文献提供了有益补充。(3)本文的研究发现为我国实施双支柱调控框架的科学性和有效性提供了直接的经验证据支持,并为提高双支柱调控政策的针对性和有效性提供了一定的启示。

## 二、研究设计与样本选择

### (一) 双支柱调控与银行风险承担

#### 1. 模型设定与变量选取

为了从银行层面考察双支柱调控的微观稳定效应,我们设定如下形式的回归模型:

$$RISK_{it} = \alpha + \beta_1 RATE_t + \beta_2 MPI_t + \beta_3 RATE_t \times MPI_t + \gamma Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标  $i$  表示银行,  $t$  表示年份; 银行风险承担  $RISK_{it}$  为被解释变量; 存款基准利率  $RATE_t$  和宏观审慎政策指数  $MPI_t$  以及两者的交叉项为主要解释变量;  $Controls$  表示其它可能影响银行风险承担的控制变量向量组。

在银行风险承担的代理变量选取上,文献中常用的有预期违约率(Altunbas et al., 2012)、风险加权资产比率(De Nicolo et al., 2011)、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,导致预期违约率这一数据难以获得。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。同时,在过去一段时间银行的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地刻画了银行的风险承担。因此,参考已有文献的做法(De Nicolo, et al., 2011; 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。

关于货币政策的代理变量选取,在现有讨论货币政策对银行风险影响的文献中,较为常用的是存贷款基准利率。因此,与已有文献(邓向荣和张嘉明, 2018)一致,本文在基于银行的研究中,采用一年期存款基准利率(*RATE*)作为货币政策的代理变量。在宏观审慎政策代理变量的选取上,大量实证文献采用单一的宏观审慎政策工具(如资本充足率、贷款价值比上限等)来检验宏观审慎政策的有效性。然而,相比于使用单一的宏观审慎政策工具作为解释变量,使用综合性的宏观审慎政策指数能够更加全面地反映宏观审慎政策的实施效果。Cerutti et al. (2017)基于 12 种宏观审慎政策工具,构建了宏观审慎政策指数,这一方法也得到了许多学者的认可,逐渐成为构建宏观审慎政策综合指数的标准做法(Kim and Mehrotra, 2018; Klingelhöfer and Sun, 2019)。因此,本文也参照这一方法,结合我国宏观审慎政策的实施情况,构建宏观审慎政策指数(Macro-prudential Policy Index, *MPI*)。具体的构建方法为:首先,设定一个宏观审慎政策工具虚拟变量。然后,当某种宏观审慎政策工具开始生效或者收紧时,将虚拟变量记为+1;当宏观审慎政策工具没有发生变化时,记为 0;当某种宏观审慎政策工具失效或者放松时,将虚拟变量记为-1。最后,考虑到宏观审慎政策工具的持续性,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,得到累计值,即为最终构建得到的宏观审慎政策指数 *MPI*。进一步地,我们在模型中引入货币政策变量和宏观审慎政策变量的交叉项,用以考察双支柱调控框架下两种政策之间的协调配合作用。

最后,我们参考已有研究(Delis and Kouretas, 2011; 马勇和姚驰, 2017),控制了可能影响银行风险承担的银行特征变量:银行规模(银行总资产取自然对数, *SIZE*),资本充足率(*CAR*),银行效率(成本收入比, *CTR*),银行盈利能力(净息差, *NIM*)。

## 2. 研究样本与描述性统计

基于数据的可获得性和样本的完整性,本文选取我国 73 家银行(包括 5 家国有银行、11 家股份制商业银行、49 家城市商业银行和 8 家农村商业银行)2009-2018 年的面板数据进行回归分析。本文用以构建宏观审慎政策指数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;货币政策代理变量和银行特征变量的数据主要来源于 Wind 数据库。表 1 给出了相关变量的描述性统计结果。

表 1 基于银行层面研究的主要变量描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>RISK</i>	730	63.3077	9.6618	5.1846	91.2400
<i>RATE</i>	730	2.3625	0.6868	1.5000	3.2917
<i>MPI</i>	730	11.4000	5.7694	0.0000	19.0000
<i>CAR</i>	730	12.8653	1.8611	3.2400	26.0900
<i>NIM</i>	730	2.6410	0.7777	0.2107	6.6081
<i>CTR</i>	730	33.5053	6.7257	16.4471	67.8332
<i>SIZE</i>	730	16.9852	1.7042	13.8737	21.5148

## (二) 双支柱调控与企业负债率

### 1. 模型设定与变量选取

为了从企业层面考察双支柱调控的微观稳定效应，我们设定如下形式的回归模型：

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 M2_t + \beta_2 MPI_t + \beta_3 M2_t \times MPI_t + \gamma Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，下标  $i$  表示企业， $t$  表示年份。结合双支柱调控对企业可能的影响机制，本文选取企业负债率和债务结构作为企业风险的代理变量。企业负债率 (*Lev*) 以企业总负债与总资产之比来度量，企业负债率越高，即企业杠杆率越高，意味着企业的财务风险越高。在债务结构的代理变量选取上，采用银行借款与带息负债之比 (*BL\_TD*) 来度量，银行借款占企业带息债务的比重越高，说明企业对银行贷款的依赖性越高，债务结构越单一，因此其财务稳定性受到经济波动和政策冲击的影响更大。

在解释变量的选取上，较为常用的有作为价格型货币政策代理变量的贷款基准利率和作为数量型货币政策代理变量的 M2 增速。考虑到我国在 2013 年开始放松贷款利率管制，推动利率市场化改革，而且贷款基准利率在 2015 年 10 月之后不再调整，使得贷款基准利率对金融机构贷款利率的影响下降，而市场利率对金融机构贷款利率的传导作用加强(郭豫媚等，2018)，因而贷款基准利率对国有和民营企业的影响逐渐减小(林仁文和杨熠，2014)。因此，本文在基于企业的研究中采用 M2 增速作为货币政策的代理变量，以考察货币政策对企业负债率和债务结构的影响。同时，采用前文所述方法构建得到的宏观审慎政策指数作为宏观审慎政策的代理变量。进一步地，本文在模型中引入货币政策和宏观审慎政策的交叉项以考察两者在双支柱调控框架下的协调作用。

参考已有研究(Saunders and Steffen, 2011; 周彬蕊等, 2017)并结合中国上市公司实际情况，我们对可能影响企业负债率和债务结构的其它因素加以控制。具体而言，选取企业总资产(取对数， $Ln(TA)$ )、固定资产与总资产之比( $FA\_TA$ )、托宾 Q 值(*Tobin's Q*)、息税



前利润与总资产之比 ( $EBIT\_TA$ ) 以控制企业规模、抵押能力、成长性和盈利能力对企业负债率和债务结构的影响, 此外, 还控制了行业固定效应。

## 2. 研究样本与描述性统计

为了研究双支柱调控对企业的稳定效应, 本文选取我国上市公司 2009-2018 年的数据作为研究样本。参考文献的一般做法, 剔除金融业和当年为 ST 的公司, 同时剔除主要变量缺失的样本, 最终得到 3542 家上市公司共计 24299 个“公司-年份”观测值。此外, 考虑到异常值对实证结果可能产生的影响, 对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行 winsorize 处理。在数据来源方面, 构建宏观审慎政策指数所参考的数据和资料来源于中国人民银行和银保监会网站, M2 增速的数据来源于 Wind 数据库, 企业特征变量的数据主要来源于 CSMAR 数据库。表 2 给出了本文基于企业层面研究所使用的主要变量的描述性统计结果。

表 2 基于企业层面研究的主要变量描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
$Lev$	24299	0.4256	0.2131	0.0474	0.9599
$BL\_TD$	20113	0.9264	0.1844	0.0487	1.0000
$M2$	24299	13.1377	5.0386	8.1000	28.5000
$MPI$	24299	11.5013	5.3574	0.0000	19.0000
$Ln(TA)$	24299	21.8908	1.2775	19.2293	25.8042
$FA\_TA$	24299	0.2173	0.1654	0.0019	0.7192
$Tobin's\ Q$	24299	2.0924	1.3819	0.9031	10.1589
$EBIT\_TA$	24299	0.0565	0.0586	-0.2167	0.2358

注: 由于部分企业的带息债务为 0 或者数据缺失, 导致变量银行借款与带息债务比例  $BL\_TD$  的观测值小于其它变量。

## 三、实证结果与分析

### (一) 双支柱调控对银行风险承担的影响

在本部分, 我们就双支柱调控对银行风险承担的影响进行实证考察。首先, 我们基于回归方程 (1) 的实证模型进行回归分析, 得到基准回归的结果。在此基础上, 通过对经济周期和银行性质进行划分, 分别考察在不同经济环境下和不同性质银行中, 双支柱调控对银行风险承担的影响是否存在差异。

#### 1. 基准回归结果

利用回归方程 (1), 我们首先从总体上考察双支柱调控对银行风险的影响, 模型 (1)

和 (2) 采用 OLS 回归, 模型 (3) 采用固定效应估计方法, 回归结果如表 3 所示。在货币政策有效性方面, 存款基准利率 *RATE* 的回归系数在三个模型中均为正, 且在 1% 的水平上显著, 表明存款基准利率与银行风险存在显著的负相关关系, 这支持了货币政策的风险承担渠道的存在。当央行实行降息政策时, 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, 银行有增加风险承担的激励, 表现为对风险资产的需求增加, 最终导致银行风险加权资产的上升。在宏观审慎政策有效性方面, 宏观审慎政策指数 *MPI* 的系数在 1% 的水平上显著为负, 表明宏观审慎监管显著降低了银行风险, 证明了宏观审慎政策的有效性。《巴塞尔协议 III》出台以来, 我国结合银行业发展情况实施了以逆周期资本缓冲、杠杆率监管为代表的一系列宏观审慎监管政策, 对银行的风险加以控制, 在监管压力下, 银行根据监管要求, 主动调整自身行为以达到考核标准。从本文的结果来看, 宏观审慎监管实现了预期目标, 显著降低了银行风险, 因此宏观审慎政策是有效的。

本文关注的主要解释变量是货币政策与宏观审慎政策指数的交叉项, 其回归系数显著为正。这意味着, 在央行实行降息政策、货币政策趋于宽松时, 宏观审慎监管能够部分抵消由于降息带来的银行过度风险承担的激励, 从而遏制了宽松货币政策下银行风险的过度累积, 起到防范系统性金融风险的作用。而在货币政策收紧时, 银行增加风险承担的动机降低, 此时宏观审慎监管与货币政策在降低银行风险承担的作用上则存在一定程度的相互抵消。以上结果说明, 双支柱调控框架下货币政策与宏观审慎政策的协调配合在银行层面具有更好的稳定效应。

表 3 双支柱调控与银行风险承担: 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	OLS	OLS	FE
	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>	<i>RISK</i>
<i>RATE</i>	-17.6213 <sup>***</sup> (1.9192)	-21.9941 <sup>***</sup> (2.0176)	-17.8280 <sup>***</sup> (2.6580)
<i>MPI</i>	-1.2717 <sup>***</sup> (0.3035)	-1.8392 <sup>***</sup> (0.3232)	-1.5783 <sup>***</sup> (0.3040)
<i>RATE</i> × <i>MPI</i>	0.8183 <sup>***</sup> (0.1269)	1.0578 <sup>***</sup> (0.1317)	0.8737 <sup>***</sup> (0.1359)
<i>CAR</i>		-0.8975 <sup>***</sup> (0.2125)	-0.5898 <sup>***</sup> (0.1960)
<i>NIM</i>		2.7964 <sup>***</sup> (0.8147)	3.4939 <sup>***</sup> (0.7825)
<i>CTR</i>		0.1215	0.1883 <sup>**</sup>

		(0.0881)	(0.0755)
<i>SIZE</i>		-0.6598*	2.1757
		(0.381)	(1.664)
<i>_cons</i>	95.1428***	116.1304***	52.5775*
	(3.9089)	(11.2010)	(30.7347)
<i>N</i>	730	730	730
<i>R<sup>2</sup>/within R<sup>2</sup></i>	0.1884	0.2776	0.3963

注：括号内为回归系数的标准误；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。以下相同。

为了提高基准回归结果的可靠性，我们从以下 3 个方面进行了稳健性检验<sup>18</sup>：1、考虑到可能的内生性问题以及滞后效应，我们将解释变量均滞后一期进行了回归分析；2、为了缓解遗漏变量问题，我们在原模型的基础上，进一步增加存贷比和非利息收入占比，以控制银行流动性和收益结构对银行风险承担的影响；3、考虑到银行风险承担可能存在的惯性或者持续性，我们进一步基于动态面板模型，采用系统 GMM 方法对模型进行估计。基于上述 3 个方面的稳健性检验得到的结果与基准回归的结果完全一致（为节约篇幅，未在正文中报告），说明本文基准回归结果具有较强的可靠性。

## 2. 区分不同经济环境的回归结果

已有文献（如 Claessens et al., 2013）表明，宏观审慎政策的有效性与经济周期有关，因此，本文通过构建经济周期变量，进一步考察了不同经济环境下，双支柱调控对银行风险承担的影响。在经济周期变量的构建上，参考马勇和姚驰（2017）的方法，首先，我们对样本期内 GDP 增速进行 HP 滤波处理，得到 GDP 增速的周期项。在此基础上，分别构建经济上行（*UP*）和经济下行虚拟变量（*DOWN*），具体方法为：若 GDP 增速的周期项大于 0，则 *UP* 取值为 1，*DOWN* 取值为 0；若 GDP 增速的周期项小于 0，则 *UP* 取值为 0，*DOWN* 取值为 1。在构建得到经济周期虚拟变量后，为了保持样本的完整性，在原有解释变量的基础上，结合经济周期虚拟变量，构建一组新的解释变量，具体方法： $RATE\_UP = RATE \times UP$ ； $MPI\_UP = MPI \times UP$ ； $RATE\_DOWN = RATE \times DOWN$ ； $MPI\_DOWN = MPI \times DOWN$ 。表 4 给出了不同经济环境下，双支柱调控对银行风险承担影响的 OLS 估计结果。

从表 4 的结果可以看到，首先，在经济上行时期和经济下行时期，存款基准利率的系数均显著为负，宏观审慎政策指数的系数也均显著为负，并且两者交叉项的系数均显著为正，这一结果与基准回归一致，支持了前文结果的稳健性。其次，在系数的数值差异上，存款基准利率的系数绝对值在经济上行时期要显著高于经济下行时期，说明银行风险承担对存款利率的敏感性在经济上行时期表现得更加明显，意味着在经济上行时期采用适度收紧的货币政策能够更加有效地降低银行风险。而宏观审慎政策指数的系数绝对值在经济下行期要高于经

<sup>18</sup>关于稳健性检验，非常感谢审稿人的宝贵意见。

济上行时期。更重要的是,存款基准利率与宏观审慎政策指数交叉项的系数绝对值,在经济上行时期更大,这说明宏观审慎政策抑制银行由于降息而导致的过度风险承担的作用在经济上行时期更为有效。结合现实情况,在经济上行时期,在乐观预期的作用下,银行对贷款的审批标准有所放松,审慎经营程度较低,信贷增速较高,此时,对其收紧宏观审慎监管,能够产生较强的政策边际效应。而在经济下行时期,银行的风险偏好程度较低,信贷投放较为谨慎,此时通过宏观审慎监管降低其风险的效果较弱。因此,相比于经济下行时期,宏观审慎政策减弱货币政策的银行风险承担传导效应的政策效果在经济上行时期更为明显。

表 4 双支柱调控与银行风险承担:不同经济环境下的回归结果

	(1) <i>RISK</i>	(2) <i>RISK</i>
<i>RATE_UP</i>	-20.9610 <sup>***</sup> (2.6753)	-26.9283 <sup>***</sup> (2.8154)
<i>MPI_UP</i>	-1.2479 <sup>***</sup> (0.2700)	-1.8173 <sup>***</sup> (0.2773)
<i>RATE_UP</i> × <i>MPI_UP</i>	0.9845 <sup>***</sup> (0.1584)	1.3149 <sup>***</sup> (0.1629)
<i>RATE_DOWN</i>	-18.2427 <sup>***</sup> (2.0535)	-23.6172 <sup>***</sup> (2.1939)
<i>MPI_DOWN</i>	-1.3256 <sup>***</sup> (0.3385)	-2.1224 <sup>***</sup> (0.3674)
<i>RATE_DOWN</i> × <i>MPI_DOWN</i>	0.8325 <sup>***</sup> (0.1367)	1.1618 <sup>***</sup> (0.1449)
<i>_cons</i>	97.4018 <sup>***</sup> (4.3358)	120.9520 <sup>***</sup> (11.7418)
<i>Controls</i>	No	Yes
<i>N</i>	730	730
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.1959	0.2840

### 3. 区分不同性质银行的回归结果

本文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回归,以考察双支柱调控对银行风险承担的影响在不同性质的银行中的差异性,表 5 给出了相应的 OLS 估计结果。其中,模型(1)和模型(2)是基于国有和股份制商业银行子样本;模型(3)和模型(4)是基于城市和农村商业银行子样本;模型(5)和模型(6)分别是在基准回归的基础上,加入主要解释变量和银行性质虚拟变量 *S* 交叉项。其中,银行性质虚拟变量(*S*)的设定方法为:若银行为国有或股份制商业银行,则 *S* 取 1;反之,若银

行为城商行或农商行，则  $S$  取 0。

从表 5 的结果可以看到，在两个子样本的回归中，存款基准利率的系数均显著为负，宏观审慎政策指数的系数也显著为负，同时两者交叉项的系数显著为正，这一结果与基准回归完全一致，支持了前文基准回归结果的稳健性。然而，在系数大小上，基于城市和农村商业银行子样本回归得到的存款基准利率、宏观审慎政策指数以及两者交叉项的系数，其绝对值均要高于基于国有和股份制商业银行子样本回归得到的系数。进一步地，对两者系数差异的显著性检验结果（模型 3）也表明，基于城市和农村商业银行子样本得到的存款基准利率及其与宏观审慎政策指数交叉项的系数，其绝对值均要显著高于从国有和股份制商业银行子样本得到的系数。以上结果意味着，城市和农村商业银行的风险承担对于货币政策更加敏感。在以降息为代表的宽松货币政策下，相比于国有和股份制商业银行，城市和农村商业银行具有更为强烈的增加风险资产的动机。与此同时，宏观审慎监管抑制银行由于降息带来的过度风险承担的作用，在城市和农村商业银行中也表现得更为有效，这表明宏观审慎政策很好地弥补了货币政策的不足，实现了抑制银行过度风险承担的目标，提升了金融系统的稳定性。

表 5 双支柱调控与银行风险承担：区分不同性质银行的回归结果

	(1) 国有和股份制商业 银行 <i>RISK</i>	(2) 城市和农村商业银 行 <i>RISK</i>	(3) 全样本 <i>RISK</i>
<i>RATE</i>	-12.7815*** (3.1891)	-25.9493*** (2.6556)	-24.6922*** (2.5549)
<i>MPI</i>	-1.1130** (0.4055)	-2.1401*** (0.3881)	-2.0478*** (0.3876)
<i>RATE</i> × <i>MPI</i>	0.6453*** (0.1779)	1.2359*** (0.1634)	1.1781*** (0.1611)
<i>RATE</i> × <i>S</i>			8.3066** (3.6078)
<i>MPI</i> × <i>S</i>			0.7818 (0.5734)
<i>RATE</i> × <i>MPI</i> × <i>S</i>			-0.4047* (0.2329)
<i>S</i>			-13.4000* (7.4797)
<i>_cons</i>	109.4875*** (23.1464)	146.5858*** (19.7782)	132.3854*** (16.5174)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	160	570	730

$R^2$	0.2405	0.3069	0.2880
-------	--------	--------	--------

## （二）双支柱调控对企业负债率和债务结构的影响

在本部分，我们实证考察双支柱调控对企业负债率及债务结构的影响。与前文类似，首先，我们利用回归方程（2）的实证模型进行回归分析，得到基准回归结果。然后，对经济周期和企业性质进行划分，进一步考察在不同经济环境下和不同性质企业中，双支柱调控对企业风险的影响是否存在差异。

### 1. 双支柱调控对企业负债率的影响：基准回归结果

利用方程（2），我们考察了双支柱调控对企业负债率的影响，回归结果如表 6 所示。不难看出，M2 增速的系数在各个模型中均为正，且在 1% 的水平上显著，表明企业负债率与 M2 增速存在显著的正相关关系，意味着企业负债率具有顺周期性。很明显，这与现实中企业的负债行为是一致的。在“宽货币”的政策背景下，一方面，企业更加容易从银行获得贷款；另一方面，企业通过发债进行融资的成功率也更高，从而使得企业负债率上升。对于宏观审慎政策指数，其系数显著为正，与此同时，其与 M2 增速的交叉项系数显著为负。这一结果说明，宏观审慎政策更多的通过货币政策而对企业的负债行为产生影响，这与现实情况也比较吻合。在现有宏观审慎框架下，直接以企业为作用对象的政策工具几乎没有，大多是通过约束银行行为的间接传导到对企业的影响。M2 增速与宏观审慎政策指数交叉项系数显著为负，表明宏观审慎监管能够起到抑制企业在宽松货币政策下过度负债的作用。在货币政策宽松的情况下，银行的信贷规模随之扩大，此时，加强宏观审慎监管能够促使银行提高对贷款的审批标准，包括对企业贷款抵押品价值的严格审查等，从而抑制了企业的过度负债。

为了进一步验证在宽松货币政策环境下宏观审慎监管抑制企业过度负债的作用，本文对企业负债水平的高低进行了区分<sup>19</sup>，重新进行了以上检验。具体而言，我们用两种方法对企业负债水平高低加以区分：一是以企业负债率是否高于同行业 80%（以及 90%）分位数作为判别企业是否处于高负债的依据；二是以企业负债率是否高于目标负债率作为判别企业是否过度负债的依据。实证结果表明，相比于较低负债水平（以及负债率低于目标负债率）的企业，高负债（以及负债率超过目标负债率）的企业在货币政策宽松时有更强的提高负债率的动机，并且倾向于更多的提高负债率水平，这将导致企业财务风险进一步上升；与此同时，对于高负债（以及负债率超过目标负债率）的企业，宏观审慎监管的加强能够有效抑制其在宽松货币政策刺激下的过度负债行为（为节约篇幅，相关结果未在正文中报告）。这一结果

<sup>19</sup>此处十分感谢审稿人的建设性意见。

支持了宏观审慎政策与货币政策的协调配合能够起到抑制企业过度负债、降低企业财务风险、提高金融稳定性的作用。

表6 双支柱调控与企业负债率：基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	FE	OLS	FE
	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>
<i>M2</i>	0.4226*** (0.0218)	0.3524*** (0.0319)	0.4666*** (0.0322)	0.3589*** (0.0295)
<i>MPI</i>	0.0961*** (0.0200)	0.2036*** (0.0203)	0.2606*** (0.0898)	0.2303*** (0.0403)
<i>M2×MPI</i>			-0.0108* (0.0058)	-0.0018 (0.0027)
<i>Ln(TA)</i>	8.0318** (0.0912)	8.9111*** (0.4115)	8.0320*** (0.0912)	8.9023*** (0.4145)
<i>FA_TA</i>	0.1072** (0.0086)	0.1517*** (0.0194)	0.1069*** (0.0086)	0.1514*** (0.0194)
<i>Tobin's Q</i>	0.5978*** (0.1180)	0.9268*** (0.1259)	0.6026*** (0.1181)	0.9278*** (0.1264)
<i>EBIT_TA</i>	-1.0014*** (0.0222)	-0.5776*** (0.0279)	-1.0009*** (0.0222)	-0.5773*** (0.0279)
<i>_cons</i>	-138.7043*** (2.2754)	-161.4490*** (9.4344)	-139.6161*** (2.3379)	-161.3915*** (9.4541)
<i>Ind. Dummies</i>	Yes	No	Yes	No
<i>N</i>	24299	24299	24299	24299
<i>R<sup>2</sup>/within R<sup>2</sup></i>	0.4446	0.1910	0.4447	0.1910

注：括号内为回归系数的标准误；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著；行业虚拟变量根据证监会《上市公司行业分类指引》（2012版）的行业分类中制造业2级行业和其他1级行业进行设定。以下相同。

同时，为了提高基准回归结果的可靠性，我们进行了以下3个方面的稳健性检验：1、参考Chen et al. (2018)的方法，分解得到外生的M2增速冲击作为货币政策的代理变量进行回归；2、将所有解释变量均滞后一期进行回归，以对可能的内生性问题以及滞后效应加以控制；3、进一步加入第一大股东持股比例作为控制变量进行回归分析，以减轻可能的遗漏变量问题。总体而言，基于上述3个方面的稳健性检验得到的结果与基准回归基本一致（为节约篇幅，未在正文中报告），增强了基准回归结果的可靠性。

## 2. 双支柱调控对企业债务结构的影响：基准回归结果

企业负债率体现企业总体财务风险，而债务结构则刻画企业债务融资的多元化程度，体

现了企业融资渠道的稳定性。我们进一步考察了双支柱调控对企业债务结构的影响,从表7的结果可以看到,M2增速的系数在模型(1)中均显著为正,表明M2增速越高,银行借款占企业带息负债的比例越高。一般而言,在货币政策较为宽松的环境下,企业的贷款可得性较高,从而使得其银行借款的占比上升。对于宏观审慎政策指数,其系数在各模型中均显著为负,说明宏观审慎政策趋于收紧时,企业银行借款占带息债务的比例有所下降。当宏观审慎政策收紧时,银行对贷款的审批更为严格,从而使得企业获得贷款的难度上升,迫使企业通过其它债务融资渠道(如发现债券等)募集资金,从而促使其债务结构更加多元化。M2增速与宏观审慎政策指数交叉项系数显著为正,这表明当货币政策和宏观审慎政策同时趋于收紧,两者之间的协调配合能够产生协同作用,进一步降低企业对银行借款的依赖度,加强了政策的有效性。以上负债率和债务结构两方面的实证结果都一致性地表明,双支柱调控框架下货币政策与宏观审慎政策的协调配合在微观企业层面具有更好的稳定效应。

表7 双支柱调控与企业债务结构:基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	FE	OLS	FE
	<i>BL_TD</i>	<i>BL_TD</i>	<i>BL_TD</i>	<i>BL_TD</i>
<i>M2</i>	0.1142*** (0.0213)	0.0642 (0.0393)	0.0026 (0.0291)	-0.0346 (0.0379)
<i>MPI</i>	-0.2021*** (0.0241)	-0.2097*** (0.0352)	-0.6321*** (0.0893)	-0.6291*** (0.0699)
<i>M2×MPI</i>			0.0283*** (0.0054)	0.0279*** (0.0039)
<i>Ln(TA)</i>	-4.5703*** (0.1207)	-5.3781*** (0.4300)	-4.5724*** (0.1207)	-5.2453*** (0.4296)
<i>FA_TA</i>	0.0228** (0.0100)	-0.0070 (0.0196)	0.0231** (0.0100)	-0.0037 (0.0196)
<i>Tobin's Q</i>	-0.5305*** (0.0982)	-0.4101*** (0.1385)	-0.5519*** (0.0985)	-0.4428*** (0.1395)
<i>EBIT_TA</i>	-0.0297 (0.0207)	0.1351*** (0.0307)	-0.0312 (0.0207)	0.1310*** (0.0306)
<i>_cons</i>	195.8547*** (2.8822)	213.1740*** (10.0932)	198.2567*** (2.9350)	212.3514*** (10.0747)
<i>Ind. Dummies</i>	Yes	No	Yes	No
<i>N</i>	20113	20113	20113	20113
<i>R<sup>2</sup>/ within R<sup>2</sup></i>	0.1177	0.0440	0.1185	0.0454

与表6类似,我们也从3个方面对双支柱调控对企业债务结构的影响进行了稳健性检验,



实证结果表明,稳健性检验的结果与基准回归结果基本一致(为节约篇幅,未在正文中报告),表明基准回归结果具有较强的可靠性。

### 3. 区分不同经济环境的回归结果

考虑到双支柱调控的政策目标在不同经济状况下有所区别,最终的实施效果自然也有所差异。我们进一步考察了在不同经济环境下,双支柱调控对企业负债行为的影响。从表8的结果可以看到,在以企业负债率作为被解释变量的回归结果中,在经济上行时期,宏观审慎政策指数的系数显著为负,其与M2增速的交叉项系数显著为正;而在经济下行时期M2增速的系数显著为正,其与宏观审慎政策指数的交叉项系数显著为负。以上结果与不同经济环境下的不同政策目标相一致。在经济上行时期,为了抑制企业负债率的顺周期性,防止企业过度负债,往往施加逆周期的宏观审慎监管政策。宏观审慎政策指数在经济上行时期显著为负的结果说明,宏观审慎政策实现了其政策目标,抑制了企业的过度负债,支持了宏观审慎政策的有效性。同时宏观审慎政策指数与M2增速交叉项的系数显著为正的结果也表明,在经济上行时期,货币政策和宏观审慎政策同时趋于收紧能够产生协同作用,进一步降低企业负债率。而在经济下行时期,迫于经济下行压力,央行往往采取宽松的货币政策以刺激经济,而此时,为了防止企业负债率在宽松货币政策刺激下的过度提高,需要宏观审慎监管加以配合,以抑制企业过度负债的动机。宏观审慎监管政策与M2增速交叉项系数显著为负的结果也表明,宏观审慎政策在经济下行时期实现了其政策目标,抑制了企业在“宽货币”下的过度负债,支持了宏观审慎政策的有效性。

在以企业债务结构作为被解释变量的回归结果中,在经济上行时期,宏观审慎政策指数的系数显著为负,其与M2增速交叉项的系数显著为正。结合现实经济情况,在经济上行时期,政策目标主要关注点于防风险,而企业债务结构过于单一会使得企业对经济波动的应对能力不足,不利于其可持续发展。因此,需要降低银行借款在企业带息负债中的比重,促使企业债务结构多元化。模型(3)的回归结果也表明,宏观审慎政策显著降低了银行借款占企业带息负债的比例,起到了促进企业债务结构多元化的效果,特别是当宏观审慎与货币政策同时趋紧时,两者的协调配合能够产生协同效应,强化了这一作用。而在经济下行时期,M2增速的系数显著为正,表明由于经济下行压力,政策的主要目标在于刺激经济增长,因此在宽松货币政策的刺激下,企业更多的借助于银行借款以筹集资金用于生产,从而使得银行借款占企业带息负债的比例有所上升。

表 8 双支柱调控与企业负债：不同经济环境下的回归结果

	(1) 经济上行 <i>Lev</i>	(2) 经济下行 <i>Lev</i>	(3) 经济上行 <i>BL_TD</i>	(4) 经济下行 <i>BL_TD</i>
<i>M2</i>	-0.2338 (0.2129)	0.7348*** (0.0453)	-0.2203 (0.2353)	0.2305*** (0.0527)
<i>MPI</i>	-0.6505** (0.2724)	0.7833*** (0.2116)	-0.7830** (0.3274)	-0.0557 (0.2762)
<i>M2×MPI</i>	0.0664*** (0.0231)	-0.0344** (0.0144)	0.0579** (0.0268)	-0.0019 (0.0189)
<i>_cons</i>	-134.3413*** (3.9531)	-151.5667*** (3.4295)	182.9653*** (4.5216)	197.8465*** (4.5591)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind. Dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10376	13923	8492	11621
<i>R<sup>2</sup></i>	0.4500	0.4471	0.1256	0.1234

#### 4. 区分不同性质企业的回归结果

鉴于国有和非国有企业在负债行为等方面存在较大差异,我们将企业划分为国有和非国有企业,考察双支柱政策对企业负债率和债务结构的影响在不同性质企业中的差异性,表9给出了相应的回归结果。可以看到,在以企业负债率作为被解释变量的回归结果中(模型1和模型2),M2增速的系数均显著为正,支持了前文基准回归结果的稳健性。同时,其系数在非国有企业子样本中要大于国有企业子样本,说明相对于国有企业,非国有企业的负债率对货币政策的敏感性更强。由于国有企业与国有控股的银行关系更加密切,使得国有企业相对更容易获得稳定的贷款,当货币政策变化时,国有企业受到的冲击要明显弱于非国有企业,特别是在货币政策收紧时,由于“信贷歧视”的存在(陆正飞等,2009),非国有企业往往较难获得充足的贷款,也面临着更高的贷款成本。值得注意的是,M2增速与宏观审慎政策指数交叉项的系数在国有企业子样本中为正,而在非国有企业子样本中为负。这一结果意味着,当宽松货币政策配合宏观审慎监管加强时,虽然银行贷款可得性提高,但在监管要求下银行对贷款的审批也加强,这时,贷款给国有企业的风险更低,银行贷款对于国有企业更加具有倾向性。同时,这一结果也支持了宏观审慎政策在宽松货币政策时能够起到抑制非国有企业过度增加负债的动机,降低了非国有企业的风险。

在以企业债务结构为被解释变量的回归结果中,宏观审慎政策指数的系数均显著为负,说明宏观审慎政策有利于促进企业债务结构多元化的作用,在国有和非国有企业中都显著成

立，支持了前文结果的稳健性。同时，M2增速与宏观审慎政策指数交叉项的系数也均显著为正，且在国有企业子样本中系数数值更大，表明货币政策和宏观审慎政策同时趋于收紧的情况下，国有企业和非国有企业的带息负债中，银行借款的比重均有所下降，且这一政策效应在国有企业中表现得更为明显。可能的原因是，随着我国多层次资本市场尤其是债券市场的快速发展，从整体上拓宽了上市公司的债务融资渠道，但是相比于国有企业，非国有企业仍旧面临着较强的约束。国有企业由于自身良好的信用和政府隐性担保等原因，通过发行债券等其它融资渠道成功募集资金的可能性，要明显高于非国有企业。因此，在货币政策和宏观审慎均收紧时，相比于非国有企业，国有企业更加容易通过其它融资渠道获得资金，从而债务多元化程度提升更高。

表 9 双支柱调控与企业负债：分不同性质企业的回归结果

	(1) 国有企业 <i>Lev</i>	(2) 非国有企业 <i>Lev</i>	(3) 国有企业 <i>BL_TD</i>	(4) 非国有企业 <i>BL_TD</i>
<i>M2</i>	0.4162 <sup>***</sup> (0.0459)	0.4586 <sup>***</sup> (0.0452)	0.0628 (0.0473)	-0.0910 <sup>**</sup> (0.0374)
<i>MPI</i>	-0.1030 (0.1313)	0.5893 <sup>***</sup> (0.1178)	-0.6489 <sup>***</sup> (0.1420)	-0.6132 <sup>***</sup> (0.1134)
<i>M2×MPI</i>	0.0260 <sup>***</sup> (0.0083)	-0.0417 <sup>***</sup> (0.0077)	0.0339 <sup>***</sup> (0.0086)	0.0235 <sup>***</sup> (0.0069)
<i>_cons</i>	-82.8648 <sup>***</sup> (3.8923)	-162.1754 <sup>***</sup> (3.1004)	192.3246 <sup>***</sup> (4.7440)	217.6250 <sup>***</sup> (4.3711)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind. Dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9372	14927	8407	11706
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.4023	0.4186	0.1373	0.1162

#### 四、结论与政策启示

本文以中国银行业和上市公司 2009-2018 年的数据为基础，从微观层面研究了双支柱调控政策对银行和企业的稳定效应。实证结果表明：一方面，货币政策的银行风险承担渠道传导效应得到了经验数据的支持，而宏观审慎政策能够有效抑制宽松货币政策下银行过度风险承担的动机，削弱了货币政策的银行风险承担渠道的传导效应；另一方面，在宽松货币政策下，企业有提高负债率的激励，而宏观审慎政策能够有效抑制企业过度负债的动机；同时，

宏观审慎政策能够降低企业对银行贷款的依赖程度,促进企业优化债务结构,而货币政策与宏观审慎政策的协调配合能够强化这一作用。上述实证结果说明双支柱调控政策对银行和企业两个微观主体层面都具有更好的稳定效应。

同时,双支柱调控在不同经济周期下以及不同性质银行和企业中的政策效果存在差异。银行行为方面,在经济上行时期,以及对于城市和农村商业银行,银行风险承担对货币政策的调整更为敏感,而且,宏观审慎政策抑制银行在宽松货币政策下的过度风险承担的作用也更强。企业负债行为方面,在经济上行时期,宏观审慎政策能够有效降低企业负债率和企业对银行贷款的依赖度,并且,货币政策与宏观审慎政策的配合能够强化这一作用;而在经济下行时期,宏观审慎政策抑制企业过度负债的作用也有所体现。区分企业性质来看,宏观审慎监管抑制企业过度负债的作用在非国有企业中更为明显;而宏观审慎政策促进企业优化债务结构的作用及其与货币政策的协调作用在国有企业中影响更大。

根据以上结论,我们提出以下几个方面的政策启示:(1)健全双支柱调控下宏观审慎政策与货币政策的协调配合,充分发挥政策间的协调作用,有利于抑制银行的过度风险承担,实现政策效果的最优化,达到防范系统性金融风险的目标;(2)为了实现降杆杆的政策目标,一方面,可以通过收紧货币政策以降低企业负债率,另一方面,在货币政策宽松时,应及时加强宏观审慎监管,以抑制企业负债率的过度提高;(3)充分发挥宏观审慎政策与货币政策的协调作用,合理引导企业降低对银行贷款的依赖性,促使企业多元化债务融资渠道、降低财务风险,同时也有利于推动多层次资本市场的发展;(4)在双支柱调控政策制定和实施过程中,应根据经济运行状况以及调控对象的异质性,选择合理的政策工具组合,从而提高政策的前瞻性、针对性和有效性。

#### 参考文献:

- [1] 邓向荣和张嘉明, 2018,《货币政策、银行风险承担与银行流动性创造》,《世界经济》第 4 期,第 28~52 页。
- [2] 郭豫媚、戴贇和彭俞超, 2018,《中国货币政策利率传导效率研究: 2008-2017》,《金融研究》第 12 期,第 37~54 页。
- [3] 金鹏辉、张翔和高峰, 2014,《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》第 2 期,第 16~29 页。
- [4] 林仁文和杨熠, 2014,《中国市场化改革与货币政策有效性演变——基于 DSGE 的模型

- 分析》，《管理世界》第 6 期，第 39~52 页。
- [5] 陆正飞、祝继高和樊铮，2009，《银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》，《金融研究》第 8 期，第 124~136 页。
- [6] 马勇和陈雨露，2013，《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》第 8 期，第 57~69 页。
- [7] 马勇和姚驰，2017，《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》第 10 期，第 5~16 页。
- [8] 谢军和黄志忠，2014，《宏观货币政策和区域金融发展程度对企业投资及其融资约束的影响》，《金融研究》第 11 期，第 64~78 页。
- [9] 张强、乔煜峰和张宝，2013，《中国货币政策的银行风险承担渠道存在吗？》，《金融研究》第 8 期，第 88~101 页。
- [10] 张雪兰和何德旭，2012，《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》第 5 期，第 32~45 页。
- [11] 钟凯、程小可和张伟华，2016，《货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜》，《管理世界》第 3 期，第 87~98 页。
- [12] 周彬蕊、刘锡良和张琳，2017，《货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担》，《世界经济》第 10 期，第 95~120 页。
- [13] 邹传伟，2013，《对 BaselIII 逆周期资本缓冲效果的实证分析》，《金融研究》第 5 期，第 60~72 页。
- [14] 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*, 48: 65~75.
- [15] Altunbas, Y., L. Gambacorta, and D. Marques-Ibanez, 2012. “Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?” *Economics Letters*, 117(1): 220~222.
- [16] Angeloni, I., and E. Faia, 2013. “Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks.” *Journal of Monetary Economics*, 60(3): 311~324.
- [17] Bernanke, B. S., and A. S. Blinder, 1992. “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission.” *American Economic Review*, 82(4): 901~921.
- [18] Bernanke, B. S., and M. Gertler, 1995. “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.” *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 27~48.

- [19] Borio, C. E. V., and H. Zhu, 2008. “Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?” BIS Working Paper, No.268.
- [20] Bougheas, S., P. Mizen, and C. Yalcin, 2006. “Access to External Finance: Theory and Evidence on the Impact of Monetary Policy and Firm-specific Characteristics.” *Journal of Banking & Finance*, 30(1): 199~227.
- [21] Cerutti, E., S. Claessens, and L. Laeven, 2017. “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New evidence.” *Journal of Financial Stability*, 28: 203~224.
- [22] Chen, K., J. Ren, and T. Zha, 2018. “The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China.” *American Economic Review*, 108(12): 3891~3936.
- [23] Claessens, S., S. R. Ghosh, and R. Mihet, 2013. “Macro-prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities.” *Journal of International Money and Finance*, 39: 153~185.
- [24] Cociuba, S. E., M. Shukayev, and A. Ueberfeldt, 2016. “Collateralized Borrowing and Risk Taking at Low Interest Rates.” *European Economic Review*, 85: 62~83.
- [25] De Nicolo, G., G. Dell'Ariccia, L. Laeven, and F. Valencia, 2011. “Monetary Policy and Bank Risk Taking.” IMF Staff Position Note.
- [26] Delis, M. D., and G. P. Kouretas, 2011. “Interest Rates and Bank Risk-taking.” *Journal of Banking & Finance*, 35(4): 840~855.
- [27] Dell' Ariccia, G., L. Laeven, and R. Marquez, 2010. “Monetary Policy, Leverage, and Bank Risk-Taking.” IMF Working Paper, No.10/276.
- [28] Farhi, E., and J. Tirole, 2012. “Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts.” *American Economic Review*, 102(1): 60~93.
- [29] Karim, Z. A., and W. N. W. Azman-Saini, 2013. “Firm-level Investment and Monetary Policy in Malaysia: Do the Interest Rate and Broad Credit Channels Matter?” *Journal of the Asia Pacific Economy*, 18(3): 396~412.
- [30] Kashyap, A. K., J. C. Stein, and D. W. Wilcox, 1993. “Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance.” *American Economic Review*, 83(1): 78~98.
- [31] Kim, S., and A. Mehrotra, 2018. “Effects of Monetary and Macroprudential Policies-Evidence from Four Inflation Targeting Economies.” *Journal of Money, Credit and*

- Banking*, 50(5): 967~992.
- [32] Klingelhöfer, J., and R. Sun, 2019. “Macroprudential Policy, Central Banks and Financial Stability: Evidence from China.” *Journal of International Money and Finance*, 93: 19~41.
- [33] Laeven, L., and R. Levine, 2009. “Bank Governance, Regulation and Risk Taking.” *Journal of Financial Economics*, 93(2): 259~275.
- [34] 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.
- [35] Mester, L. J., 2017. “The Nexus of Macroprudential Supervision, Monetary Policy, and Financial Stability.” *Journal of Financial Stability*, 30: 177~180.
- [36] Paligorova, T., and J. A. C. Santos, 2017. “Monetary Policy and Bank Risk-taking: Evidence from the Corporate Loan Market.” *Journal of Financial Intermediation*, 30: 35~49.
- [37] Saunders, A., and S. Steffen, 2011. “The Costs of Being Private: Evidence from the Loan Market.” *Review of Financial Studies*, 24(12): 4091~4122.
- [38] Schularick, M., and A. M. Taylor, 2012. “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008.” *American Economic Review*, 102(2): 1029~1061.
- [39] Tayler, W. J., and R. Zilberman, 2016. “Macroprudential Regulation, Credit Spreads and the Role of Monetary Policy.” *Journal of Financial Stability*, 26: 144~158.
- [40] Valencia, F., 2014. “Monetary Policy, Bank Leverage, and Financial Stability.” *Journal of Economic Dynamics and Control*, 47: 20~38.
- [41] Zdzienicka, A., S. Chen, F. Kalan, S. Laseen, and K. Svirydenka, 2015. “Effects of Monetary and Macroprudential Policies on Financial Conditions: Evidence from the United States.” IMF Working Paper: No.15/288.