

理解货币政策的银行风险承担渠道^{*}

——反思与再研究

项后军 李昕怡 陈昕朋

内容提要:货币政策通过“银行风险承担渠道”影响金融与经济稳定是一个很值得探讨的问题。在对比分析了国内外的研究情况后,我们发现目前国内的相关研究中仍有许多值得拓展的问题。本文按照风险承担渠道存在性、“纯正”的风险承担渠道的准确识别、诸多作用路径的机理整合这一逻辑,对目前国内货币政策的银行风险承担渠道进行了较为全面的梳理、反思与再研究,力图为相关研究提供一个有价值的参考。

关键词:货币政策 银行风险承担 渠道识别 作用机理

一、引言

货币政策广泛地影响到银行风险和金融稳定(Dell’Ariccia et al, 2013),因此,货币政策的传导机制一直是经济学家们研究的热点问题。2008年爆发的全球金融危机动摇了货币政策传统运作形式。危机发生后,人们开始重新审视银行等金融中介在货币政策传导中所扮演的角色。

传统的宏观经济模型通常集中关注货币政策变化引起的信贷数量的改变,而不是其信贷质量以及从风险的概念中抽象出来的银行风险承担行为(Dell’Ariccia et al, 2013)。即人们在研究货币政策对宏观经济影响的时候,通常假设银行为风险中立,忽视银行自身的风险感知或风险容忍度对货币政策传导的影响。但是,利率和中央银行反应函数特征的改变都能直接或间接地影响风险承担——通过影响风险感知或风险容忍度。这一影响机制被 Borio & Zhu(2008)^①首先给出明确定义,即货币政策的“银行风险承担渠道”^{②③}。故随着金融危机的爆发以及对其的反思,国外学者对这一问题展开了深入研究。

与此同时,近年来国内学者也结合我国实际情况对这一问题从不同的角度展开了广泛的研究,取得了许多成果。尽管如此,在对比分析国内外文献后,我们发现,目前国内的研究仍有许多值得探讨的问题:

首先,从货币政策风险承担渠道存在的根源上来看,传统的货币政策传导渠道都假设银行是风险中立的,而风险承担渠道存在的关键就是打破这一传统假设。那么为何银行不应该是风险中立?国内研究大多对这一根本性的“元”问题缺乏相应的关注。实际上,国内研究大多都趋向于直接从实证研究风险承担渠道的存在性,而忽略了对这一渠道为何存在的更为深入的理论探讨,特别需要强调的是,国外研究几乎都是基于利率已经市场化的国家,而我国正处于利率市场化进程中,因此银行风险承担渠道是否存在本土特征,也相应地促使我们从风险承担渠道存在源头的差异性去探寻。因此,对银行风险承担渠道存在性问题的溯源探本的追问是本文首先需要面对的主题。

其次,国内近年来有很多文献从实证方面开始

^{*} 项后军,华侨大学数量经济研究院(统计学院),浙江财经大学经济学院,邮政编码:361021,电子邮箱:xhj816@163.com;李昕怡、陈昕朋,华侨大学数量经济研究院,邮政编码:361021,电子邮箱:ziji672@126.com,chen0xin0peng@sina.com。本文获得福建省社科规划项目(2014B107)、国家自然科学基金项目(71573224)、华侨大学人才科研项目(14SKBS202)的资助。感谢匿名审稿专家的意见和建议,文责自负。

研究银行风险承担渠道(如张雪兰、何德旭,2012a、2012b;江曙霞、陈玉婵,2012;牛晓健、裘翔,2013;金鹏辉、张翔,2014a、2014b、2014c;徐明东、陈学彬,2012;方意、赵胜民,2012;冯宗宪、陈伟平,2013)。但是,要证明或研究这一新的货币政策传导渠道,首当其冲的问题应该是如何准确识别银行风险承担渠道(Altunbas et al, 2014; Bonfim & Soares, 2014; Buch et al, 2014),即如何排除货币政策其他渠道^④的干扰后再研究银行风险承担渠道。然而国内目前大部分对银行风险承担渠道的研究中并没有明确考虑这个问题,仅金鹏辉、张翔(2014b)在其研究中提及了渠道识别问题(但也并未作为研究重点)。特别是鉴于银行风险承担渠道和其他货币政策传导渠道易混淆,如果不重视并正确识别这一渠道,就不能保证所研究的对象是“纯正”的货币政策银行风险承担渠道,而这种研究对象的偏误会导致有偏甚至错误的研究结论。因此,本文探讨的第二个主题就是如何解决这个渠道识别问题。

最后,从银行风险承担渠道作用机理问题上来看,国外很多学者基于自己不同的研究目的,提出了一些看似不同的货币政策影响银行风险承担意愿和行为的具体作用路径(平均来说每篇不同论文提到2~4种不重合的具体作用路径),然而目前国内部分学者在进行相关研究的时候,特别是近年来的研究中,只是(习惯于)将国外不同学者或国内早期研究这一问题的学者提及的这些具体作用路径进行相对简单的扩充或并列组合(即同一篇论文中重复并列阐述名称不同,但内在机理相似的6~8种具体作用路径),忽视了看似不同的作用路径之间的内在联系和共通之处,在一定程度上人为地复杂化了这一渠道的核心作用机理。显然,从完整性和简洁性考虑,这种简单并列的处理方式是有失偏颇的。那么这些作用路径之间内在联系是什么?该如何归类并统一到一个整体的作用机理框架下?这将是本文接下来考虑的第三个主题。

综上所述,本文拟按照风险承担渠道的存在性问题→渠道识别的问题→作用路径的机理再整合这一逐步递进的逻辑,对银行风险承担渠道进行全面的梳理、反思与深入的再研究。

二、银行为何非风险中立:货币政策银行风险承担渠道存在性的基本前提研究

货币政策银行风险承担渠道最根本的问题便是

这一渠道的存在性(是否存在)问题,即需要弄清楚银行为何是非风险中立的。如前所述,目前国内研究大多倾向于从实证中验证银行风险承担渠道的存在性,从研究链条的完整性来看,缺乏从理论上对银行非风险中立性的追问和诠释,忽视了对渠道存在性这一根源问题(逻辑前提)的探讨。这对于货币政策风险承担渠道完整研究链条来说不得不说是的一环较为重要的缺失。

众所周知,传统的货币政策传导渠道包括货币渠道和信贷渠道^⑤。其中,信贷渠道^⑥又包括银行贷款渠道和资产负债表渠道^⑦。然而这些传统的货币政策传导机制都假设银行等金融中介是风险中立的,因此在央行使用的传统货币经济模型中最主要的摩擦就是商品和服务的价格粘性,而银行等金融中介并没有发挥作用,只是一个被央行用来实施其货币政策的被动角色(Adrian & Shin, 2010)。然而金融危机的发生表明,银行在货币政策的传导中并不是一个风险中立或风险容忍度为常数的机构,即银行本身对风险情况是有感知的,且这个感知会影响到货币政策的传递(Maddaloni & Peydró, 2013; Jiménez et al, 2014)。那么为何在现实经济中,银行不是风险中立的?国外许多经济学家是从“委托—代理问题”角度来考虑这个问题。

(一)委托—代理理论视角下的银行风险承担渠道存在性问题探究

金融危机发生后,许多学者开始考虑银行风险承担渠道中银行非风险中立性的深层次原因。其中,最重要的探究就是从信息不对称引致的委托—代理问题角度来考虑这个问题。将储蓄者作为委托人,银行作为代理人,那么由信息不对称理论,事前的信息不对称会导致逆向选择。即,在事前信息不对称情况下,储蓄者无法有效监测到银行追求较高收益的高风险承担行为,也就不能对有着不同风险承担倾向的银行按其风险级别有区别的要求回报率^⑧。这导致,尤其是在刺激经济的长期低利率环境下,高风险承担的银行因为有较高预期收益,可以向储蓄者提供较高回报率,最终迫使低风险的借款人(银行)逐步退出市场。又由于信息的事后不对称会产生道德风险,即为争取存款而提高的存款利率将导致银行成本增加,这将诱使借款人(银行)投资于高风险高回报的项目。特别是当政策利率很低的时候,由于利率传递效应,银行贷款利率也会相应降

低,导致银行收益降低。这种存贷款利率差的减小将会使银行产生很强的激励去搜寻更高收益的投资或不断增加其杠杆,即银行风险承担意愿增强。因此,银行也就不是风险中立的角色了。如果银行代理问题越严重(银行非风险中立),那么银行的风险承担激励越强,货币政策风险承担渠道影响越大。

银行委托—代理问题模型的来源最早可以追溯到 Bernanke & Gertler(1989),虽然他们研究的是由非金融公司借款者和整体金融市场之间的不对称信息引发的代理问题。然而将其模型中的借款者重新解释为银行,就能研究银行的委托—代理问题。最早 Holmstrom & Tirole(1997)的“双层”风险模型把银行业部门作为一个受到其贷款人(储蓄者)借贷约束的借款者而进入模型。在这个模型中,有两层代理问题。在底层,是一个需要融资来开展项目的非金融借款者和一个提供资金的银行之间的道德风险问题。Gertler & Kiyotaki(2010)认为这个道德风险问题存在的关键是银行能够“偷取”投资项目的部分成果(即要分得投资所获取的收益),因此,解决这个道德风险问题就需要一个最优合同。这个合同中,激励约束规定借款人在这个项目中要有足够股份来保证他们采取好的行动,而不是采取产生私人利益的无效行为。借款者净值的重要性或“风险共担”的激励是 Holmstrom & Tirole(1997)与 Bernanke & Gertler(1989)共同研究的主题。然而 Holmstrom & Tirole(1997)的创新在于有第二层委托—代理问题,即银行作为一个主要从储蓄者手中获得资金的金融中介,其自身也可以看作为一个借款者,也会受到道德风险问题的影响,因此该银行自身就有了一个必须时刻保持最小股权资本的约束。在这方面,该银行的最小资本要求是以一个委托—代理问题的内生特征而出现。因此,通过拓展 Bernanke & Gertler(1989)的模型,我们就能从委托—代理问题角度分析银行为何不是风险中立的。

这种委托—代理问题和银行自身资本(或杠杆)有着密切的联系。对于储蓄者,Dell’Ariccia(2011, 2013, 2014)认为由于银行和储蓄者之间存在信息不对称,储蓄者作为委托人无法知道银行对于资金的使用及安全情况,即无法监测银行的行为,而只能推测其均衡行为。并且,过去几十年银行复杂度的增加降低了投资者监测的有效性,因为这使“外部人”更难评估银行承担的风险类型和级别(Brandao

Marques et al, 2013)。因此,为减少委托—代理问题,人们简单直观的判断就是银行必须保持一个最小的“风险共担”的比例,即银行要保持一个最小的资本比率。从而当信贷损失或者资产价格下降的时候,银行会因为担心自己的损失而及时从风险程度高的贷款中收回资金(Adrian & Shin, 2010)。这意味着更高的资本(更低的杠杆)将会降低储蓄者对银行风险承担的预期,使储蓄者更放心,并降低对银行的监督激励,从而也就降低了这类银行存款和债务成本。

对于银行,一方面,因为持有资本的代价很高所以银行有激励动机去提高杠杆化程度(Dell’Ariccia, 2014);而另一方面,资本可以作为一种“风险共担”的承诺信号,可以限制银行风险承担,并且由于上面提到的储蓄者对银行均衡行为的推断,从而还可以帮助银行减少债务和存款成本。但在有限责任下,银行不用内化对储蓄者的损失,且随着利率的降低,资产价值上升,各种贷款风险也降低。因而,储蓄者的选择对银行成本影响有限,即持有资本的好处将相对下降,银行有更大激励去提升杠杆,并承担过多风险^⑤。而且最近这些年由于金融创新,银行大力发展表外业务,使得银行可以在其资产负债表的资本要求或杠杆完全符合监管规定的情况下,加大其真实的隐性杠杆。Altunbas et al(2010)表示,转移信贷风险的金融创新以及更广泛的新方法的使用已经开始降低标准银行资产负债表指标的信息含量^⑥。这最终导致:一方面资本充足率从银行的资产负债表数据上看很高,因而储蓄者监测激励会降低,银行可享受到存款成本下降的好处;另一方面银行也能通过金融创新享受到其真实的隐性杠杆提升带来的巨大盈利机会。但是,这显然严重加剧了银行与存款者之间的委托—代理问题,并容易导致银行过度承担风险。

因此,从理论上讲,委托—代理问题的严重程度,从本质上决定了货币政策风险承担渠道的影响大小。对于我国来说,因为国外研究几乎都是集中于利率市场化已经实现的国家,而我国正处于利率市场化改革进程当中,存贷款利率逐步开放(如直到2015年10月23日,我国存款利率上限才得以放开),银行盈利对净息差的过度依赖,以及相应的各类信用评级制度不够完善和健全,造成储蓄者与银行,以及银行与借贷者之间的信息不对称程度远高于国外,因此银行与储蓄者,以及银行与借贷人之间

委托一代理问题的程度也必定异于国外。

具体来说,我国曾经的委托一代理问题应该会比较弱的,因为我国的隐性保险制度和利率(存、贷款利率)非市场化的限制,银行破产以及倒闭的风险很小,因此储户对银行的监控激励是不足的,委托一代理问题不是特别严重,因此风险承担渠道可能不是特别显著(金鹏辉,2014a)。但伴随着利率市场化的进程(包括存款保险制度的实施),银行存贷款利差的不断缩小,储户会逐渐地根据银行存款利率高低来选择银行,尽管储户自身的本意也并非希望银行去承担过高风险,但银行为维持其原有的利润水平或追求更高利润,使其风险承担意愿上升,也即银行行为和储户意愿不一致的委托一代理问题会越来越严重,银行风险承担渠道影响也会越来越大。因此,从委托一代理理论角度去追根溯源探讨我国银行风险承担渠道可能存在的本土特征是非常必要的。

(二)委托一代理理论视角下的银行非风险中立性的实证研究

越来越多的文献开始研究在信息不对称和资金流动性风险的情况下,货币政策如何影响银行的风险承担和脆弱性。这些研究表明,如果货币政策是扩张的并且委托一代理问题也比较严重,银行可能会从事高风险的活动,(如 Adrian & Shin, 2010; Freixas et al, 2011; Diamond & Rajan, 2012; Dell'Ariccia et al, 2013; Acharya & Naqvi, 2012),即委托一代理问题越严重,银行风险承担意愿越强,这一渠道对货币政策传导的影响也就越大。直观上,限制了委托一代理问题就能降低银行过多承担风险的激励。Maddaloni & Peydró(2011)研究发现,较高的银行监管标准,通过减轻银行委托一代理问题,降低了低利率对贷款标准放松的效果。而另一些研究发现在银行风险承担行为中有一些异质性也与委托一代理理论一致(Kashyap & Stein, 2000; Freixas et al, 2008)。Ioannidou et al(2009)观察到风险承担较高的银行一般有较低的资本比率或较高的不良贷款率以及有更多流动资产,而这样的银行也恰巧更容易产生委托一代理问题。Brissimis & Delis(2010)发现美国和欧元区有着较高流动性和资本充足率的银行,委托一代理问题也较小,货币政策变化对其信贷风险几乎没有影响。然而,平均来说,随着扩张的货币政策,银行的信贷风险增

加。Altunbas et al(2014)也发现参与更多非传统业务的银行委托一代理问题更加严重,并倾向承担更多风险。Buch & Eickmeier(2014)使用美国1997—2008年的联邦储备委员会的商业贷款调查数据也发现,在低利率时期,只有小的国内银行采取风险承担行为,然而外国银行降低了他们的风险承担,大的国内银行的行为没有表现出显著的变化。一般认为,小的国内银行和外国银行相对于大的国内银行来说委托一代理问题更加突出。在 Acharya & Naqvi(2012)的模型中,当银行流动性泛滥时,银行管理者和委托人之间的委托一代理问题会引致银行管理者去承担过度风险。现实中,当宏观经济风险较高时,就经常出现这种情况,因为在这种情形下央行通常会放松货币政策。Jiménez et al(2014)最近的理论研究表明,扩张的货币政策会通过增加银行来自家庭和其他机构提供的资金,导致贷款风险的转移。当银行面临强烈的道德风险问题时——特别是银行只有较低数量的自有股份情况下,这些银行就不需要完全内部化贷款违约的损失。一个低的短期利率减少了无风险资产的吸引力,并可能导致金融中介在短期内的利益搜寻,即低利率的货币政策刺激银行更多的风险承担。因此,货币政策对信贷供给组成的影响超过了已知的银行贷款渠道和公司资产负债表渠道的影响。与“过度”风险承担一致的是,那些资本充足率较少的银行,即被委托一代理问题困扰得更多的银行,会批准更多的贷款申请以及更多的信用贷款额度给高风险的公司,并且这些银行对这类高风险公司的抵押物要求更低,所以银行未来将在这些贷款上面临更多的违约问题。

综上所述,由于存在银行与储蓄者之间的信息不对称引致的委托一代理问题,银行作为代理人,会对货币政策和宏观经济情况产生相应的风险感知。最终,银行会为了追求自身利益而采取不同的风险承担行为。也即实证证明了代理问题的严重程度,从本质上决定了银行风险承担渠道的影响力。所以,银行在货币政策的传导过程中不应该是风险中立的。即委托一代理理论从理论上为货币政策银行风险承担渠道的存在性问题给出了一个合理的解释。同时,相对于国外利率已经市场化的国家,我国在利率市场化改革过程中带来的代理问题的变化,也为我国货币政策风险承担渠道的本土特征提供了一种解释可能。

三、渠道识别的重要性：货币政策银行风险承担渠道实证研究中的“渠道识别”问题

风险承担渠道作为货币政策传导渠道整体中的一个,与其他传导渠道密切相关,这导致我们在单独研究银行风险承担渠道的时候不得不考虑如何排除其他渠道干扰后再研究这个渠道,即如何准确识别“纯正”的银行风险承担渠道问题(Altunbas et al, 2014; Bonfim & Soares, 2014; Buch & Eickmeier, 2014)。

(一) 渠道识别的重要性

一直以来,能否正确识别渠道都是验证新的货币政策传导渠道是否存在的最为关键的问题。比如在 King(1986)研究信贷渠道中的银行贷款渠道问题时,很多经济学家对银行贷款渠道的存在性就颇有疑虑,最关键的问题就是银行贷款渠道难以确认。由于货币政策引致的银行储备紧缩将导致银行资产和负债同时下降,难以区分产出的下降是由于货币渠道还是由于信贷渠道,抑或是两者共同作用的结果。直到 Kashyap & Stein(1993)通过区分来源于银行和非银行的两种不同信贷,降低了识别问题给分析带来的困难,即在排除货币渠道影响后,给出了信贷渠道存在的证据^①。

如前所述,因为传统的货币政策传导渠道包括货币渠道和信贷渠道,而货币渠道假定资本市场是完美而同质的,并假设整个市场仅有可完全替代的货币和债券两种金融资产,因此,传统的货币政策传导机理理论很难对货币政策的放大效应、时效性及支出效应的构成等方面做出全面的解释(Bernanke & Gertler, 1995)。所以,后续研究基本集中在信贷渠道上。这一渠道包含两种不同的传导机理:银行贷款渠道和资产负债表渠道。在前者中,一个宽松的货币政策会通过银行准备金的扩张增加存款,最终增加银行贷款数量(Bernanke & Blinder, 1988; Disyatat, 2011)。资产负债表的渠道是基于金融加速器的概念并通过信贷市场的需求方起作用的(Bernanke & Gertler, 1989, 1995)。在这种情况下,一个紧缩的货币政策降低了借款人的资产净值,放大了初始冲击对消费和产出的影响效果。

银行风险承担渠道存在的关键在于打破了传统货币政策理论中银行风险中立的假设,即银行本身对风险情况有一个感知的变化。这个感知影响到货

币政策的传递,从银行贷款角度具体来说就是影响到银行贷款供给中贷款组成成分的变化(Maddaloni & Peydró, 2013; Jiménez et al, 2014)。而通过传统货币政策的改变主要是影响银行贷款总量。比如,政策利率的降低通过传统货币政策的传导渠道会增加银行对所有类型的贷款。但是,银行风险承担渠道认为,银行会根据其风险感知来调整其贷款供给组成,也就是给不同风险级别的贷款批准不同的信贷额度。直观上,银行风险承担渠道类似于一个加成机理,即货币政策传统传递渠道都在起作用,关键变化是银行不再是风险中立的了,银行会根据自身对风险的感知或容忍度在细节上调整其贷款的供给。正如 Borio & Zhu(2012)指明,本质上来说,银行风险承担渠道不是一个全新的渠道,它一直都存在于货币政策的传导渠道中,只是以往没有得到足够重视。因此,正因为银行风险承担渠道是一种基于传统传导机制之上的银行自身的“微调”机制,所以很容易与货币政策传统传导渠道相混淆。

从资产负债表渠道来看,政策利率降低,资产价值上升,因此企业自身净值以及企业放在银行的抵押物价值都上升,通过这种 Bernake et al(1989; 1994)提到的资产负债表渠道,银行对企业的贷款本身就会扩张。在金融加速器效应等这种扩张不断反馈增强。而银行风险承担渠道强调的是银行自身对风险的感知,由于上述变化增加了借款者的资产净值并带来了他们信誉的整体提升。在这种情况下,银行就有一个很强的激励去放松对借款者的金融限制,并增加对他们的贷款(Matsuyama, 2007)。即银行感知到风险下降,风险容忍度上升,在上述资产负债表渠道的基础上再次扩大贷款规模。

从银行贷款渠道来看,Altunbas et al(2014)指出银行风险承担渠道在某些方面也与银行贷款渠道相关。因为当利率低的时候,信贷预期就会增加(Bernanke & Blinder, 1988),这可能会导致不论好的还是坏的借款人都会有更多机会得到银行贷款,这即是银行贷款渠道的作用。并且由于银行感知到的风险下降以及银行的逐利机制,银行在这种情况下会相对增加对高风险借款人的贷款数量。

如果没有正确识别银行风险承担渠道,将会给这一渠道的研究带来比较大的问题。学界目前的共识是低利率会增加银行风险承担意愿,即利率与银行风险承担负相关。但是,当没有排除其他渠道干

扰时,特别是如果银行风险承担变量又被设定为不良贷款率的时候短期利率的上升会增加贷款转变为不良贷款的概率(Ramayandi et al,2014;Jiménez et al(2014);Altunbas et al,2014)。因为,更高的利率使偿还贷款的压力更大,增加了借款者的负担,从而导致更高的违约率。鉴于不良贷款是信贷风险的一种事后度量,其更倾向于捕捉货币政策的资产负债表渠道——高的利率会降低借款者的信用,因而会增加不良贷款的比例。也即,若没有考虑渠道识别,且使用不良贷款率作为银行风险承担代理变量,那么由于货币政策的资产负债表渠道的干扰,很可能得出与现实相反的结论——利率与银行风险承担正相关^⑩。特别是对于我国来说,国家货币政策调控力较强(比如在金融危机后,为刺激经济,我国存贷款基准利率一直处于很低的位置^⑪),这种低利率会带来银行贷款的迅速增长。实际上,2009年前6个月新增人民币贷款就高达7.37万亿,比2008年同期增长201.05%,而6月末银行业的不良贷款率为1.77%,比当年初下降0.65个百分点,故这种贷款余额的快速上升会带来不良贷款率的被动稀释效应。仅从这点来看,如果不排除其他渠道干扰,简单从不良贷款率降低就判断我国2009年上半年银行风险承担在降低显然是不科学的。

所以排除货币政策其他渠道干扰后,正确识别银行这种“微调”机制是验证和研究“纯正”的银行风险承担渠道的关键。鉴于此,如何正确排除其他渠道干扰或如何正确识别银行风险承担渠道的研究尤为重要(Bonfim & Soares, 2014; Buch & Eickmeier, 2014; Altunbas et al, 2014)。

(二)国内实证研究的一个重要疏忽:渠道识别

遗憾的是国内研究几乎没有人很明确的区分银行风险承担渠道和货币政策的传统渠道,仅近期金鹏辉、张翔(2014b)提到了渠道区分问题并使用银行贷款审批条件指数来衡量银行自身贷款意愿,通过这个指数度量银行对于发放贷款的事前风险的感知,但是他们没有将渠道区分问题作为研究重点。其他大部分研究都是通过银行风险承担变量的选取来达到识别银行风险承担渠道的效果。但由于研究本身没有注意到渠道识别的重要性,同时我国贷款详细数据很难得到的限制,所以一般都借鉴货币政策早期研究成果,使用偏向于银行风险的指标来间接度量银行的风险承担大小,其内在联系为:一般银

行风险承担越大,银行风险就可能会越高^⑫。目前银行风险承担变量的选取主要有4类:银行不良贷款率(徐明东、陈学彬,2012;张雪兰、何德旭,2012b);z值(刘晓欣、王飞,2013;陶雄华等,2014);风险加权资产占总资产比例(冯宗宪、陈伟平,2013;方意等,2012);贷款损失准备占贷款总额比例(张雪兰、何德旭,2012b;李华威,2014)。

第一,银行不良贷款率。虽然利率降低后银行风险承担增加,银行给以前被认定为高风险借款人的贷款数量也增加了,从而很可能最终导致银行的不良贷款率上升。但这只是银行风险的一个事后度量,银行本期的风险承担行为可能要滞后几期才会带来银行不良贷款率的提高。而且滞后几期的其他干扰因素增多,不能确切地说不良贷款率的提升就是由银行风险承担增加所导致。另外,在没有合理分离其他货币政策传导渠道的影响时,政策利率对银行不良贷款率的影响可能呈现正相关。因此,这种客观事后的静态风险指标,即银行总的不良贷款率,并不能很好度量银行在风险承担上的主动动态选择。第二,z值衡量的是一种基于违约距离度量的银行破产概率,因此,也不能体现银行对于风险承担的主动选择。第三,风险加权资产是根据银行现金、证券、贷款、固定资产、无形资产等各类资产赋予不同风险权重后的加总,也是一个偏向风险度量的概念,即便银行不采取任何风险承担行为,这个比例也会因为这些资产市场价格的波动而发生变化,因此也不能很好度量银行在风险承担上的主动选择。第四,贷款损失准备反映的是银行对当前整体贷款风险的感知,当银行感知到当前风险上升,贷款损失准备也会相应提高,理论上是可以相对较好的度量银行风险承担意愿。但是,在没有正确识别银行风险承担渠道的情况下,贷款损失准备也会因为其他货币政策传导渠道的影响而变化。

国外研究排除货币政策传统渠道的思路有两种。第一种思路是强调通过模型控制变量来控制其他渠道干扰。如在Altunbas et al(2014)的研究中,为了独立出货币政策的风险承担效果,他们不得不控制了金融加速器和银行贷款渠道等其他更多的标准货币政策传递机制,并且考虑如竞争、证券化活动和监管强度等的制度因素。然后他们通过引入宏观变量和银行微观变量分别控制了资产负债表渠道和银行贷款渠道,研究了欧元区 and 美国的银行风险承

担渠道。Ramayandi et al(2014)使用亚洲 10 个经济体中银行的数据,利用 4 种不同的银行风险承担度量,通过控制变量控制其他货币政策传导渠道后验证了货币风险承担渠道在亚洲的存在。

第二种思路就是强调采用能反映银行自身风险感知变化的数据,即通过研究贷款组成成分或不同贷款利率的变化来排除其他货币政策传导渠道干扰,直接检验和研究银行风险承担意愿。这是近年来最主流的方法。因为其几乎能完全排除其他渠道的干扰,有效的识别银行风险承担意愿和行为。如 Ioannidou et al(2009)使用玻利维亚 1999—2003 年贷款分级数据研究了货币政策的改变对新增贷款价格的影响。他们发现,当利率降低的时候,银行不仅增加了新增高风险贷款的数量还降低了高风险贷款的相对利率。Paligorova & Santos(2012)利用 1990—2010 年美国银行贷款分级数据也发现,当联邦基金利率下降时,银行对高风险借贷者和低风险借贷者之间收取的贷款利差也降低了。Jiménez et al(2013)使用欧洲贷款调查数据发现,低利率政策引致资本较少的银行去批准更多的贷款给事前高风险公司。Dell'Ariccia et al(2013)根据银行使用的内部评级数据发现,低利率与高风险贷款的增长有关。Maddaloni & Peydró(2013)使用欧元区贷款调查数据的研究结果表明,在金融危机发生之前,随着货币利率的降低,银行甚至对他们认为是高风险的借款人也放松了抵押贷款的利率。这一结果在进一步考虑到长期利率和加总的银行资本及流动性后(从而控制了传统意义上的银行贷款渠道)也是稳健的。Buch & Eickmeier(2014)使用美联储商业贷款调查数据区分了跨越不同类型银行的不同贷款风险类别上的新增贷款数量和贷款利差。他们的研究表明,平均来说小的国内银行在扩张货币政策冲击后显著增加了对高风险借款者的新增贷款,即小的银行贷款供给组成转向了更高风险的贷款。大的国内银行也发放了更多新的高风险贷款,但是他们贷款资产组合的组成并没有显著改变,国外银行仅仅在 20 世纪中期承担了更多风险。所以,小银行的风险承担意愿比大的国内银行更高,且一般来说银行更愿意转移他们的新增贷款组合到高风险贷款上,并对这些高风险贷款只收取一个相对较低的风险溢价,即银行承担风险意愿加强。然而,这些风险承担行为没有通过风险溢价的增长而得到补偿。Bon-

fim & Soares(2014)使用葡萄牙的一个独特的银行贷款级别的数据和不同的方法来检测,是否当货币政策利率较低的时候,银行承担了更多信贷风险。他们发现当利率较低的时候,高风险企业获得更多信贷。Ioannidou et al(2014)研究了玻利维亚的货币政策的风险承担渠道。他们发现,一个较低的政策利率刺激了对有着较差信用历史、较低事前内部评级和较差事后表现的借款人的高风险贷款的发放。Jiménez et al(2014)使用了西班牙银行贷款数据,通过一个两步模型,不仅分析了贷款申请数据,而且还分析了贷款结果数据,评估了贷款的集约和广延边际,从供给数量以及需求的质量和数量中分离了信贷供给的组成成分的变化。通过这个贷款供给组成成分的变化,识别货币政策的风险承担渠道。

总体上来看,国内目前对银行风险承担渠道的实证研究中最大的问题就是没有明确强调渠道识别,而这是研究“纯正”的银行风险承担渠道中最重要的问题,特别是对于实证银行风险承担渠道存在性的问题。因此,我国对于银行风险承担的研究确实还存在较大的改进空间^⑤。

四、货币政策银行风险承担渠道作用机理的梳理与再整合

为了理解货币政策到底如何影响银行的风险承担意愿和行为,国内外很多学者都投入到对其作用机理的研究,但是由于各自研究方向和思路的不同,在不同的研究中提出的货币政策影响银行风险承担意愿的作用路径在形式上有着较大差别,这些学者前后提出有数十种看似不同的作用路径(当然不同论文中一般只有 2~4 种不重复的具体作用路径)。针对这个问题,我们集中探讨了目前国内研究中出现比较多的 10 种作用路径,对每一路径均追根溯源地剖析、比较彼此之间内在的有机联系和共同之处后,对其进行了梳理和重新整合。

(一)作用路径 1:估值、收入和现金流效应

这一作用路径也被称为“类金融加速器”机制,即与货币政策的资产负债表渠道类似。最早由 Borio & Zhu(2008)总结提出,国内较早有张雪兰、何德旭(2012a)和张强、张宝(2011)等学者在其论文中阐述了这一机理。在这个机理中,低利率会提高资产和抵押品的价值从而提高银行收入和利润,这反过来又会降低银行对风险的感知和增加银行对风险的容忍度,

进而释放银行的风险预算并鼓励风险承担。特别是经济中风险价值(VaR)等度量风险方法的广泛使用更是加强了这种效应的形成(Altunbas et al,2014)^⑥。

与金融加速器机制(Bernanke et al,1994)相比较,相同的是,它们都假定由于信贷市场不完善,导致贷款人和银行之间的信息不对称,使得银行无法准确知道每个借款人的偿付能力。因此抵押物价值的增加,会降低借款人的贷款约束。不同的是,第一,在标准的金融加速器框架下,经济主体被假设为风险中立或者风险厌恶,即风险容忍度为常数。而风险承担渠道中,经济主体在信贷周期中风险态度是时变的。直观地讲就是风险容忍度倾向于产生随着时间变化的风险定价,并放大信贷市场固有的顺周期。第二,违约的假设不同,在标准金融加速器模型中,银行经常被假定为零利润并且从不违约,借款者的违约和退出被当作两个没有关联的问题,从而债务契约的违约不会给经济带来任何干扰。这与在金融危机中已经多次被重复观察到的经济周期下行阶段,公司违约和银行压力之间强烈的非线性相互作用的事实严重不符。Adrian & Shin(2010)认为风险承担渠道区别但互补于金融加速器,它专注于扩大机理。如利率的减少导致借款者净值的增加,降低了预期违约率,使得借款者去承担更多债务并扩大投资,而投资的扩大又刺激了资产价格的提升,这进一步推高了净值和投资,形成一种乘数扩大效应。进一步,Borio & Zhu(2012)认为这个资产价格不断提升放大的积累取决于风险感知和风险定价不足的程度,这个程度随着利率下调的幅度以及低利率环境的持续时间而增加。所以他们认为风险承担渠道要比金融加速器(资产负债表渠道)更为广泛,它允许对风险度量和定价更为丰富的处理,因此可以看作是某种金融加速器机制“加强版”方式。

(二)作用路径 2:利益搜寻效应

利益搜寻效应最早出现在 Rajan(2005)的论文中,其认为市场利率与目标收益率之间的差距导致了金融机构的利益搜寻。Borio & Zhu(2012)进一步阐述了“利益搜寻”效应的狭义定义——利率的减少会与粘性的回报率目标形成交互作用,以至于增加了风险容忍度。由于银行负债一般都是固定名义利率的长期合同,因此银行的目标收益率具有“粘性”(Rajan,2005;Borio & Zhu,2012),即银行会有一个预期的目标收益率,这个收益至少要能满足银

行负债和经营成本。而宽松的货币政策会由于利率传递效应而导致银行贷款利率降低(Dell'Arricia et al,2012),从而降低银行实际收益,这种要达到预期目标收益的激励使得银行增加了风险容忍度。国内有些学者也将其阐述为追逐利益效应(方意等,2012)或逐利锦标赛效应(江曙霞、陈玉婵,2012)。总的来说,这一作用路径起作用是因为政策利率的降低导致无风险资产的收益下降,而银行为了达到预期的利润,就会寻求高收益高风险的资产。

(三)作用路径 3:央行沟通和反应函数

这一作用路径最早由 Borio & Zhu(2008)、Blinder et al(2008)等提出,张雪兰、何德旭(2012a)和代军勋、海米提(2014)等人都进行了相关阐述。央行的货币政策承诺和货币政策透明,会影响金融机构对未来经济环境的预期,随后这些金融机构会根据自身情况调整信贷供给等金融活动,从而影响央行货币政策对实际产出的效果。政策透明度的提升以及央行承诺的兑现,能够减轻金融机构对未来通胀和利率等因素的不确定性,从而有助于压缩风险溢价,增强银行资产定价和负债能力(Blinder et al,2008;Blattner et al,2008)。但是,在有限责任下,金融机构预期央行能有效阻断经济下行风险的时候,利率的变动对银行风险承担有不对称影响,即减少利率引致的风险承担远超过增加同等利率抑制的风险承担——一种“保险”效应(Borio & Zhu,2012)。这种源于央行的预期继而影响到银行风险承担的效果还与央行承诺的可信度有关,Svensson & Woodford(2004)表明全球大量的央行都逐步地转向严格的通胀目标,并以控制通胀作为他们促进经济增长的最好的贡献。而在通胀目标制度下,货币政策的传导与央行的这种承诺的可信度高度相关。这是因为较高的可信度只要较小的利率变动就能控制通胀(De Mendonça & De Guimarães e Souza,2009;Montes et al,2014)。也即,若央行承诺可信度较高,那么银行对央行行为的预期更加准确,在一些对银行更有利的承诺面前,银行风险承担的意愿就会更强。

(四)作用路径 4:利率传递与风险转移效应

方意等(2012)主要研究的是风险转移效应。利率传递和风险转移效应这个整体最早是由 Dell'Arricia et al(2010)提出,他在有限责任和信息不对称的假设下,站在银行微观资产负债表的角度

发现政策利率通过两个正好相反的作用路径影响了银行的风险承担。

第一个是通过资产负债表资产方起作用的利率传递效应,无风险利率的降低将传导到贷款利率降低上,这个效应取决于银行所在的市场结构。Dell'Ariccia et al(2010)指出贷款利率的降低,降低了银行在其资产组合的收益情况,从而降低了银行对贷款监测的激励。这种效果类似于资产组合选择模型中的资产组合再分配效应,当安全资产的真实收益率下降时,银行通常会增加对风险资产的需求。因此,风险转移效应的实质也就是利益搜寻机理。政策利率的下降,导致银行资产收益下降,正是由于这种与目标收益差距的拉大,使银行风险承担意愿加强。

第二个是通过资产负债表负债方起作用的风险转移效应,无风险利率的降低也将传递到存款利率上,这个效应取决于银行自身的资本结构。如无风险利率的下降会降低银行存款利率,也就是降低银行债务成本,因而银行不用冒太多风险就能达到目标收益。这里也能看出风险转移效应的本质也是通过降低银行债务成本,使得银行在较低风险的资产组合下就能达到目标收益,从而降低银行利益搜寻的激励,这其实与利益搜寻效应的原理也是一致的。

因此,Dell'Ariccia et al(2010)提出的这两个货币政策影响银行风险承担的作用路径,实质上就是Rajan(2005)和Borio & Zhu(2008)等人总结的上述作用路径2的利益搜寻效应影响银行个体风险承担的具体表现。

(五)作用路径5:习惯形成路径

习惯形成是指投资者的消费或投资的历史会影响其当期的消费或投资。历史习惯的形成可以分为内在性习惯形成和外在性习惯形成。Angeloni et al(2011)研究表明思维定势效应能够影响金融市场投资者的风险承担。Campbell & Cochrane(1999)研究表明,在经济上行时期,消费水平会相对增加,投资者包括银行都会继续对市场保持乐观态度,从而降低风险规避水平。张雪兰、何德旭(2012a)和李华威(2014)等也进行了相关阐述,且代军勋、海米提(2014)将其阐述为思维定势效应。但是根据Borio & Zhu(2008)给出的风险承担渠道的定义,可知其强调的是政策利率的改变带来的银行风险感知和容

忍度的变化。这个习惯形成路径从本质上没有涉及政策利率变化,只是一种基于过去的预期,就算政策利率不发生变化,这个习惯形成路径还是会影响银行对风险的态度。所以,这个习惯形成路径确实是会影响银行风险承担,是影响风险承担的不可忽视的因素,但终归仍不能算是构成货币政策的风险承担渠道作用机理的一个传导作用路径。

(六)作用路径6:资产替代效应

方意、赵胜民(2012)等学者将资产替代效应作为独立作用路径对其进行了单独阐述。这一作用路径来源于De Nicolò et al(2010),其研究表明,较低的利率导致安全性资产收益下降,从而使银行降低其资产组合中安全性资产的比重。但是深入分析这个作用路径后发现这个机制相当于利率传递效应的影响。安全性资产收益下降的原因是低利率传导到银行资产负债表资产方的贷款利率上,使银行低风险贷款等资产的真实收益下降,这种情况下银行通常会增加对风险资产的需求(Dell'Ariccia et al, 2013)。进一步,利率下降时,银行增加风险资产比重的本质原因就是利率下降与目标收益率之间的差距引致了利益搜寻机制,银行为了达到其预期收益而不得不提高高风险资产的比重。De Nicolò et al(2010)原论文中也将其总结为资产替代和追逐收益机制。所以这一资产替代效应同作用路径4的利率传递与资产转移效应,也是上述作用路径2的利益搜寻效应的一种表现。

(七)作用路径7:格林斯潘卖权

江曙霞、陈玉婵(2012)等将其作为独立机制阐述。格林斯潘卖权是指1987年和1998年美国两次资产价格暴跌时,美联储主席格林斯潘通过降息来为市场提供流动性的做法。之后,美国的资产价格很快止跌回升,于是人们戏谑地将格林斯潘这种在资产价格暴跌时的救市行为称之为格林斯潘卖权。因此,格林斯潘卖权是市场对央行救市的一种预期。Farshi & Tirole(2009)认为这种对中央银行在经济下行或在不利冲击威胁到银行系统稳定时将采取强有力措施的预期会导致所谓的保险效应,进而鼓励风险承担。而这一预期的效果与政策透明度和可信度正相关。江曙霞、陈玉婵(2012)指明其考虑的就是货币政策透明度和最后贷款人职能对风险承担的影响。所以这一机理实质上也就是央行沟通和反应函数作用机理的一种具体表现。

(八)作用路径 8:竞争效应

徐明东、陈学彬(2012)等将其阐述为在其他因素不变的情况下,宽松的货币政策(如低利率)将使银行业的竞争更加激烈,引起银行边际利润和存贷款利差的下降。迫于竞争压力和现实目标收益率,银行可能会放宽借贷标准,增加风险资产在资产组合中的比例,导致银行特许价值权降低,增加银行的风险(Rajan,2005)。而盯住绝对收益率目标的管理者报酬计划以及金融监管的失效也无疑将加剧银行业竞争对风险承担的影响(Delis & Kouretas, 2011)。江曙霞、陈玉婵(2012)将银行利益搜寻效应来源分为三个方面:定期还款契约约束、收益挂钩薪酬制度和激烈的市场竞争,因此市场竞争效应是银行利益搜寻效应产生的一个原因。并且 Dell'Ariceia et al(2010,2013,2014)研究表明风险转移效应取决于银行的市场结构,即市场竞争程度决定了风险转移效应的大小。不管是迫于竞争压力还是为了实现目标收益率,这些都是银行努力追逐利益的表现,所以这个竞争效应同作用路径 4 和 6 都是上述作用路径 2 的利益搜寻效应的作用机理。

(九)作用路径 9:风险定价模型效应

江曙霞、陈玉婵(2012)直接将风险定价模型效应阐述为低利率通过对价值、收入和现金流的影响,进而影响银行的风险承担。刘晓欣、王飞(2013)也认为各种风险定价模型和 VaR 技术的广泛应用,使风险和资产价值相联系。所以很容易看出其实这个也就是前面所述作用路径 1 的估值,收入和现金流效应的作用机理。

(十)作用路径 10:预期效应

对于预期效应的产生,Bernanke & Kuttner(2005)认为货币政策利率的减少,提高了银行资产负债表上资产的价格和抵押价值,这反过来能够调整银行对于违约的损失率和波动率的估计。金融资产价格的上升和它们波动性的降低一起转换成对预期风险的良性估计。刘晓欣、王飞(2013)将其阐述为低利率的货币政策影响市场参与者对金融市场的预期。低利率政策使市场有充分的流动性,银行预期市场繁荣,并通过定价模型将风险溢价下调,内生性地降低风险规避水平。同样,消费者盲目乐观的预期在“棘轮效应”作用下也会使其风险偏上升。

这个效应本身比较复杂,一方面预期可以基于过去的货币政策环境,即类似于前面的习惯形成路

径影响到现在的风险承担行为。不论货币政策变动与否,它都能影响市场参与者的风险承担,所以只是影响风险承担的因素,而不是货币政策风险承担渠道作用机理。另一方面,预期可以是对未来货币政策环境改变的预测,比如预期未来央行货币政策透明度上升,这种情况下可以将其归结为作用路径 3 的央行沟通和反应函数作用机理。

经过上述对作用路径的分析,我们将一部分作用路径 10 代表的预期效应归结到习惯形成路径。进一步发现这个习惯形成路径应该只能算影响银行风险承担行为的一个重要因素而不是作用机理,因此最终将其从银行风险承担作用机理框架中排除。

再将剩下的作用路径 9 归纳到作用路径 1 代表的估值、收入和现金流效应,将作用路径 4、6、8 归结到作用路径 2 代表的利益搜寻效应,将作用路径 7 归纳进作用路径 3 代表的央行沟通和反应函数机制。最终,剩下的这 8 种作用路径将被归纳到由三大类作用路径构成的机理框架,由此得到下图 1 中的货币政策银行风险承担渠道作用机理的整体框架图。

从中可以看到,货币政策的银行风险承担渠道作用机理最全面的概括其实还是 Borio & Zhu(2008)提出的三个作用路径,其他的作用路径或是其变形,或是其具体表现。而本文试图将纷繁复杂的文献中提到的作用路径追根溯源厘清其关系后重新整合到一个整体的(包含几条最基本的)作用机理框架下,更加清晰地展现货币政策的银行风险承担渠道是如何起作用的,并排除部分不能构成实质作用机理的影响因素,使以后的研究更加直观和有效。

值得注意的是,将所有这些作用路径归到上述整体框架下并不意味着所有关于风险承担渠道的研究都要从这三大类的机理框架开始考虑。这个统一框架一方面有助于后续研究者更深刻地理解货币政策银行风险承担渠道的作用路径,另一方面有利于根据不同研究目的快速地定位其作用路径以及路径背后的具体作用机理。比如说,要研究银行市场结构对风险承担影响,就可以先忽略或控制住风险承担渠道的其他作用路径,在利益搜寻机制作用机理框架下直接研究利率传递和风险转移效应这一作用路径如何通过银行市场结构来影响银行风险承担。

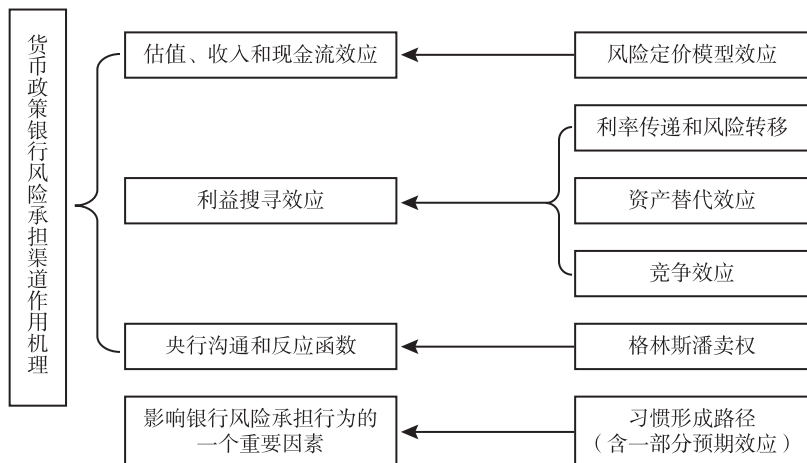


图1 货币政策银行风险承担渠道作用机理重新整合归纳图

注：箭头方向表示，箭头右边的作用路径可以包括到箭头左边的作用路径或内容当中。

五、结论

尽管国内对于货币政策银行风险承担渠道研究已经取得一定进展，但仍然存在一些问题值得我们深入探究。

首先，就银行风险承担渠道存在性问题来看，鉴于国内目前暂时还没有充分认识并研究为何银行会有自己的风险感知或风险容忍度这一问题的现状，本文从国外文献中所强调的代理问题的角度深入分析了银行非风险中立性的原因，为货币政策银行风险承担渠道存在性问题提供了比较重要的理论支持。

其次，本文注意到国内目前研究中存在的一个重要缺陷，即风险承担渠道的识别问题。由于风险承担渠道是基于传统货币政策传导渠道之上的一个“微调”机制，因此很容易与其他传导渠道混淆。再加上目前大部分国内研究都是通过银行风险承担变量的选取来达到间接识别银行风险承担渠道的效果，并且对于风险承担代理变量的选取大多偏向于测度银行事后风险。虽然银行风险承担和银行风险有一定相关性，但是还是存在一些重要区别^①。这使得在实证结果中，虽然货币政策确实显著影响了这些代理变量，但是却无法证明到底是货币政策传统渠道的影响还是银行风险承担渠道的影响。缺漏渠道识别的过程使研究对象无法完全集中在银行风险承担渠道上。更重要的是，对渠道识别的忽视可能造成有偏甚至错误的研究结论。因此，正确识别

“纯正”的银行风险承担渠道是精确研究这一渠道的前提和保障。所以，本文总结了两种国外可以借鉴的比较好的渠道识别处理方法，为今后我国货币政策银行风险承担渠道的研究提供了重要的借鉴。

最后，就作用机理问题来看，目前国内相关研究忽视了不同作用路径的内在联系。在阐述银行风险承担渠道整体作用机理时候，简单并列一些看似不同但本质重合的作用路径，人为复杂化了这一渠道的作用机理。为解决上述问题，本文分析了这些看似不同作用路径的真实含义，厘清了它们之间的内在联系，并排除了一些实际上不能完全算作风险承担渠道作用机理的路径。最终将国内论文中出现最多的10种重要的作用路径归纳总结到一个整体机理框架下。

注：

- ①Borio & Zhu最早于2008年在其工作论文中准确给出风险承担渠道这一概念，后来这篇论文经过较多修改后于2012年正式发表，但为了表现出一些概念提出时间的重要性，本文这里当作两篇论文引用处理。
- ②Borio & Zhu(2008)定义银行风险承担渠道为：政策利率的改变对银行风险感知和风险容忍度的影响，进而对资产组合的风险程度，对资产定价，对融资的价格和非价格条款的影响。
- ③必须要说明的一点是，实质上，Borio & Zhu(2008)提出的货币政策的风险承担渠道应该是包括银行在内的所有金融中介。但鉴于银行在各国金融系统，特别是央行货币政策调控中的绝对重要性以及银行与其他类别金融中介之间的紧密联系，所以不论是传统的货币政策传导渠道还是

银行风险承担渠道的研究都基本上是集中于银行。自然的,国内外对于货币政策风险承担渠道的研究也都是围绕银行,即货币政策的银行风险承担渠道。

④本文中,货币政策其他渠道主要是指相对于银行风险承担渠道的传统货币政策传导渠道,包括下文要阐述的货币渠道和信贷渠道。

⑤Laidler(1999,2002)将货币扩张分为“货币渠道”(money channel)和“信贷渠道”(credit channel)。货币渠道是指央行通过改变货币供给影响利率、汇率、资产价格,进而影响经济活动;信贷渠道是指货币政策通过影响银行的信贷规模,进而影响投资、消费及总产(Bernanke & Blinder, 1988; Mishkin, 1995)

⑥信贷渠道的产生,最早可以追溯到 Rossa(1951)。信贷观点强调银行的资产和负债一样均会对货币政策的传导产生影响。只要金融市场是不完全的,厂商、银行的融资结构就会影响货币政策和经济行为(Mazzoli, 1998)。其中,信贷渠道中的资产负债表渠道又被称为金融加速器渠道或广义信贷渠道。

⑦King(1986)是最早对银行贷款渠道做出研究的经济学家之一。银行贷款渠道观点认为,如果中央银行的操作使银行的储备下降,那么银行的可贷资金供给就会减少。其强调的是货币政策如何通过影响银行向厂商提供贷款的数量和价格来影响实际经济。Bernanke & Gertler(1994)最早提出了货币政策传导机制的资产负债表渠道。资产负债表渠道侧重于强调借款者的财务状况对其外部融资升水及投资需求的影响。

⑧即不能有效对风险承担越大,风险越高的银行要求越高的存款利率。

⑨一般认为,政策利率越低,银行的风险承担会越高(Altunbas et al, 2010)。但是,由于道德风险的存在,较高的利率可能普遍增加借款者的风险承担激励(Stiglitz & Weiss, 1981; Maddaloni & Peydró, 2013),并通过大幅度降低了银行的资产净值或特许权价值使得“孤注一掷”(gambling for resurrection)的策略更加有吸引力(Kane, 1989)。这种委托—代理问题程度不一致而带来的抵消效应使短期利率对信贷风险承担的影响最终成为一个重要然而很大程度上却未解决的实证问题。

⑩这是因为很多风险信息都没有反映在资产负债表中。

⑪他们的文章指出,紧缩的货币政策导致厂商通过银行获得的贷款额的下降幅度大大超过厂商通过其他渠道获得资金额的下降幅度,对于厂商的这种融资构成的变化,可以用来解释独立的“信贷渠道”的存在。因为,如果“货币观点”提出的是关于货币政策传导机制的完整解释的话,紧缩的货币政策会引起厂商各种来源的贷款额的下降,而不应仅是贷款构成结构的变化。

⑫张雪兰、何德旭(2012)借鉴 Altunbas et al(2010)的研究方

法,使用我国 2000—2011 年经济金融数据,发现短期政策利率与银行风险承担之间呈现显著的正向关系,而只有在一定程度上排除了其他货币政策传导渠道干扰的泰勒规则利率之差与银行风险承担之间呈现负向关系。

⑬如活期存款利率于 2008 年 10 月 30 日从 0.72% 调整到 0.36%,同时六个月内贷款利率也从 6.03% 一直下调到 4.86%

⑭如 Buch & Eickmeier(2014)表明,银行风险可能会因为额外流动性的增加而增加,因为这个额外流动性的增加,降低了银行的风险厌恶。这也说明,银行风险承担意愿提高(银行风险厌恶的降低)与银行风险的增加在一定程度上确实是正相关的。Altunbas et al(2014)的研究结果也显示,风险承担高的银行,因为发放更多贷款给事前高风险的企业,所以往往这类银行在未来更有可能面临贷款违约问题,也即有较高的风险。

⑮除本文所提出的值得改进的空间外还有过度风险承担的研究。Borio & Zhu(2012)还指出较高的风险承担,过了某一点后就会变成过度风险承担。他们认为正是这种过度的风险承担和资产负债表的过度扩张,导致了宏观经济中偶发的繁荣——萧条周期。金鹏辉、张翔(2014c)也已经开始注意到过度风险承担问题。

⑯类似的,Adrian & Shin(2010)描述了货币政策的风险承担渠道,并表明当风险价值 VaR 对资本有约束的时候,扩张的货币政策增加了银行的贷款发放和银行的风险承担。

⑰如陈玉婵(2012)也提出了一点比较重要的区别,他认为银行风险承担与银行风险之间存在一定的差异。银行风险承担是动态的概念,是对风险选择的一种刻画,而银行风险是静态的概念,是银行现有资产风险状况的刻画。

参考文献:

白钦先 李安勇,2003:《试论西方货币政策传导机制理论》,《国际金融研究》第 6 期。

代军勋 海米提·瓦哈甫,2014:《资本约束、银行特质性与货币政策敏感性——基于中国银行业的实证》,《国际金融研究》第 8 期。

方意 赵胜民 谢晓闻,2012:《货币政策的银行风险承担分析——兼论货币政策与宏观审慎政策协调问题》,《管理世界》第 11 期。

冯宗宪 陈伟平,2013:《中国货币政策对银行风险承担行为的影响研究——基于异质性视角》,《商业经济与管理》第 9 期。

何凯 苏桂芳,2014:《基于 SFAVAR 的银行业风险承担波动的影响因素研究》,《金融经济研究》第 2 期。

金鹏辉 张翔,2014a:《我国的货币政策风险承担渠道存在吗?》,《投资研究》第 3 期。

金鹏辉 张翔,2014b:《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。

金鹏辉 张翔,2014c:《银行过度风险承担及货币政策与逆周

- 期资本调节的配合》，《经济研究》第6期。
- 江曙霞 陈玉婵，2012：《货币政策、银行资本与风险承担》，《金融研究》第4期。
- 李华威，2014：《银行资本与货币政策风险承担渠道：理论模型与中国实证研究》，《金融经济研究》第3期。
- 刘晓欣 王飞，2013：《中国微观银行特征的货币政策风险承担渠道检验——基于我国银行业的实证研究》，《国际金融研究》第9期。
- 牛晓健 裘翔，2013：《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》第4期。
- 陶雄华 罗瀛 解宇，2014：《货币政策预期与商业银行风险承担行为关联性研究》，《统计与决策》第12期。
- 徐明东 陈学彬，2012：《货币环境、资本充足率与商业银行风险承担》，《金融研究》第7期。
- 张雪兰 何德旭，2012a：《货币政策的风险承担渠道：传导路径、不对称性与内在机理》，《金融评论》第1期。
- 张雪兰 何德旭，2012b：《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。
- 张强 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。
- Acharya, V. & H. Naqvi(2012), "The seeds of a crisis: A theory of bank liquidity and risk taking over the business cycle", *Journal of Financial Economics* 106(2):349-366.
- Adrian, T. & H. S. Shin (2010), "Financial intermediaries and monetary economics", In: B. M. Friedman & M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta & D. Marques-Ibanez(2010), "Bank risk and monetary policy", *Journal of Financial Stability* 6(3):121-129.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta & D. Marques-Ibanez (2012), "Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?", *Economics Letters* 117(1):220-222.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta & D. Marques-Ibanez(2014), "Does monetary policy affect bank risk-taking?", *International Journal of Central Banking* 10(1):95-135.
- Angelini, P., S. Neri & F. Panetta(2011), "Monetary and macroprudential policies", Bank of Italy Temi di Discussioni Working Paper, No. 801.
- Bernanke, B. S. & A. S. Blinder(1988), "Credit, money, and aggregate demand", *American Economic Review* 78(2):435-439.
- Bernanke, B. S. & M. Gertler(1989), "Agency costs, net worth, and business fluctuations", *American Economic Review* 79(1):14-31.
- Bernanke, B. S., M. Gertler & S. Gilchrist(1994), "The financial accelerator and the flight to quality", NBER Working Paper, No. w4789.
- Bernanke, B. S. & M. Gertler(1995), "Inside the black box: The credit channel of monetary policy", *Journal of Economic Perspectives* 9(4):27-48.
- Bernanke, B. S. & K. N. Kuttner(2005), "What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?", *Journal of Finance* 60(3):1221-1257.
- Blattner, T. et al(2008), "The predictability of monetary policy", European Central Bank, No. 83.
- Blinder, A. S. et al(2008), "Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence", *Journal of Economic Literature* 46(4):910-945.
- Bonfim, D. & C. Soares(2014), "The risk-taking channel of monetary policy: Exploring all avenues", Banco de Portugal, Economics and Research Department Working Paper, No. w201402.
- Borio, C. & H. Zhu(2008), "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?", BIS Working Paper, No. 268.
- Borio, C. & H. Zhu(2012), "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability* 8(4):236-251.
- Brandao Marques, L., R. Correa & H. Saprizza(2013), "International evidence on government support and risk taking in the banking sector", IMF Working Paper, No. 13/94.
- Brissimis, S. N. & M. D. Delis(2010), "Bank heterogeneity and monetary policy transmission", European Central Bank, No. 1233.
- Buch, C., S. Eickmeier & E. Prieto(2014), "In search for yield? Survey-based evidence on bank risk taking", *Journal of Economic Dynamics and Control* 43(c):12-30.
- Campbell, J. Y. & J. H. Cochrane(1999), "Risk-taking channel, bank lending channel and the 'paradox of credibility': Evidence from Brazil", *Economic Modelling* 39:82-94.
- Delis, M. D. & G. P. Kouretas(1999), "Interest rates and bank risk-taking", *Journal of Banking & Finance* 35(4):840-855.
- Dell'Ariccia, G., L. Laeven & R. Marquez(2011), "Monetary policy, leverage, and bank risk-taking", IMF Working Paper, No. 10/276.
- Dell'Ariccia, G., L. Laeven & G. Suarez(2013), "Bank leverage and monetary policy's risk-taking channel: Evidence from the United States", IMF Working Paper, No. 13/143.
- Dell'Ariccia, G., L. Laeven & R. Marquez(2014), "Real in-

- interest rates, leverage, and bank risk-taking”, *Journal of Economic Theory* 149:65—99.
- De Mendonça, H. F. & G. J. de Guimarães e Souza(2009), “Inflation targeting credibility and reputation: The consequences for the interest rate”, *Economic Modelling* 26(6):1228—1238.
- De Nicolò, G. et al(2010), “Monetary policy and bank risk taking”, IMF Staff Position Note.
- Diamond, D. W. & R. G. Rajan(2012), “Illiquid banks, financial stability, and interest rate policy”, *Journal of Political Economy* 120(3):552—591.
- Disyatat, P. (2011), “The bank lending channel revisited”, *Journal of Money, Credit and Banking* 43(4):711—734.
- Farhi, E. & J. Tirole(2009), “Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts”, NEBR Working Paper Series, No. w15138.
- Freixas, X. & J. C. Rochet (2008), *Microeconomics of Banking*, MIT Press.
- Freixas, X., A. Martin & D. Skeie(2011), “Bank liquidity, interbank markets, and monetary policy”, *Review of Financial Studies* 24(8):2656—2692.
- Gertler, M. & N. Kiyotaki(2010), “Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis”, In: B. M. Friedman & M. Woodford(eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier.
- Holmstrom, B. & J. Tirole(1997), “Financial intermediation, loanable funds, and the real sector”, *Quarterly Journal of Economics* 112(3):663—91.
- Ioannidou, V., S. Ongena & J. L. Peydró(2009), “Monetary policy and subprime lending: A tall tale of low federal funds rates, hazardous loans and reduced loan spreads”, European Banking Centre Discussion Paper, No. 45.
- Ioannidou, V., S. Ongena & J. L. Peydró(2014), “Monetary policy, risk-taking, and pricing: Evidence from a quasi-natural experiment”, *Review of Finance* 18(6):407—428.
- Jiménez, G. et al(2013), “How does competition affect bank risk-taking?”, *Journal of Financial Stability* 9(2):185—195.
- Jiménez, G. et al(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* 82(2):463—505.
- Kane, E. J(1989), *The S & L Insurance Mess: How Did It Happen?* MIT Press.
- Kashyap, A. K. & J. C. Stein(2000), “What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?”, *American Economic Review* 90(3):407—428.
- King, S. R. (1986), “Monetary transmission: Through bank loans or bank liabilities?”, *Journal of Money, Credit and Banking* 18(3):290—303.
- Laidler, D. (1999), “Passive money, active money, and monetary policy”, *Bank of Canada Review* 20(Summer):15—25.
- Laidler, D. (2002), “The transmission mechanism with endogenous money”, In: Arestis et al(eds.), *Money Macroeconomics and Keynes: Essays in Honour of Victoria Chick*, vol. 1, Routledge.
- Maddaloni, A. & 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* 24(6):2121—2165.
- Maddaloni, A. & J. L. Peydró(2013), “Monetary policy, macroprudential policy and banking stability: Evidence from the Euro area”, European Central Bank, No. 1560.
- Matsuyama, K. (2007), “Credit traps and credit cycles”, *American Economic Review* 97(1):503—516.
- Mazzoli, M. (1998), *Credit, Investments and the Macroeconomy: A Few Open Issues*, Cambridge University Press.
- Mishkin, F. S. (1995), “Symposium on the monetary transmission mechanism”, *Journal of Economic Perspectives* 9(4):3—10.
- Montes, G. C. & G. B. T. Peixoto (2014), “Risk-taking channel, bank lending channel and the ‘paradox of credibility’: Evidence from Brazil”, *Economic Modelling* 39:82—94.
- Paligorova, T. & J. Santos(2012), “Monetary policy and bank risk-taking: Evidence from the corporate loan market”, Reserve Bank NY Working Paper.
- Rajan, R. G. (2005), “Has financial development made the world riskier?”, NEBR Working Paper Series, No. w4789.
- Ramayandi, A., U. Rawat & H. C. Tang(2014), “Can low interest rates be harmful: An assessment of the bank risk-taking channel in Asia”, Asian Development Bank Working Paper, No. 123.
- Roosa, R. V. (1995), “Interest rates and the central bank”, In: *Trade, and Economic Growth: Essays in Honor of John Henry Williams*, Macmillan.
- Stiglitz, J. E. & A. Weiss(1981), “Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review* 71(3):393—410.
- Svensson L. E. O. & M. Woodford(2004), “Implementing optimal policy through inflation forecast targeting”, In: B. S. Bernanke & M. Woodford(eds.), *The Inflation Targeting Debate*, University of Chicago Press.

(责任编辑:谭易)