

货币政策、同业业务与银行流动性创造

郭 晔 程玉伟 黄 振

(厦门大学经济学院/王亚南经济研究院, 福建厦门 361005)

摘 要: 本文通过构造商业银行同业和非同业流动性创造指标, 研究了货币政策对银行流动性创造的总体和结构性影响, 根据商业银行参与同业业务的不同程度分析了货币政策作用的异质性, 并检验了商业银行参与同业业务的影响因素。研究结果表明: 第一, 货币政策同时影响商业银行的流动性创造增速和结构, 宽松的货币政策提高了银行总体流动性创造增速和非同业流动性创造增速, 但是降低了同业流动性创造增速; 第二, 对参与同业业务程度不同的银行, 货币政策的影响存在异质性, 具体为宽松的货币政策降低了高参与度银行的同业流动性创造增速, 提高了低参与度银行的同业流动性创造增速; 第三, 货币政策显著地改变了银行同业资产持有比例, 银行的风险越高, 参与同业业务的程度越高。因此, 在宏观审慎政策框架下, 应该加强货币政策和金融监管的配合; 运用多种货币政策工具, 及时进行预调微调; 进一步促进金融市场的发展, 降低银行对同业业务的过度依赖。

关键词: 货币政策; 同业业务; 银行流动性创造

JEL 分类号: E52, G21 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002 - 7246(2018)05 - 0065 - 17

一、引 言

商业银行作为流动性创造的关键环节, 利用流动性的负债为相对非流动的资产进行融资, 从而创造流动性。自 2013 年“钱荒”发生以来, 我国金融市场的流动性问题备受关注, 学术界与实务界逐渐开始研究作为流动性源头的中央银行对市场造成的影响。近年来, “钱荒”(负债荒)与“资产荒”现象时常交替发生, 2016 年市场上讨论最多的是“资产

收稿日期: 2016 - 12 - 12

作者简介: 郭 晔, 经济学博士, 教授, 厦门大学经济学院/王亚南经济研究院, Email: eyguo@xmu.edu.cn.

程玉伟, 博士研究生, 厦门大学经济学院, Email: yieh@qq.com.

黄 振, 博士研究生, 厦门大学经济学院, Email: hz3850848@163.com.

* 本文感谢国家自然科学基金青年项目“银行系统风险的建模与估计: 基于银行同业复杂网络和货币政策视角”(批准号: 71501167)、国家自然科学基金重点项目“大数据环境下的经济政策评估和分析的计量理论与方法”(批准号: 71631004)和中央高校基本科研业务费专项资金(项目编号: 20720171002)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

荒”,而 2017 年 4 月 28 日 7 天 Shibor 利率创下 2 年来的新高,出现了“负债荒”。尽管货币当局为应对市场流动性问题运用多种货币政策工具进行调控,然而效果不尽理想。正如孙国峰和蔡春春(2014)所指出的,央行所提供的流动性无法使市场利率快速回落,而且有回滞现象。从理论上,货币政策通过影响商业银行的资产负债配置行为(Kashyap and Stein,1995;Kashyap et al.,2002),进而影响流动性创造,且多数研究均发现宽松的货币政策会增加商业银行的流动性创造(王周伟和王衡,2016;李明辉等,2014)。由此可见,在货币政策宽松的情形下,市场流动性应该较为宽松,这似乎与以往发生的市场流动性紧张现象不符。是否货币政策对商业银行资产负债配置行为的作用机制发生了改变?

值得注意的是,上述现象发生期间,我国的影子银行呈快速发展的趋势。Maddaloni and Peydro(2011)将各国影子银行兴起的原因归结为监管套利。一直以来,中国商业银行的信贷规模受到中国人民银行与银监会的严格监管,诸如利率管制、存贷比、信贷规模控制等要求限制了商业银行的信贷扩张与盈利能力。在这些监管规则下,商业银行通过多种创新手段为融资方提供资金,其经营行为被严重扭曲(吴晓灵,2013),其中以商业银行的同业业务尤为明显。随着同业市场的发展,商业银行通过同业业务投资非标资产来规避监管,导致“低成本、低资本占用”的同业业务快速增长,形成依附于传统银行的影子银行。同业业务创新主要表现为银行利用同业业务变相为借款者提供非标贷款,从而避免占用信贷额度。在资产方银行向市场投放脱离监管的信贷资金,同时负债方也规避了银行资本占用。在同业业务模式下,商业银行的资产负债结构及其扩张机制均发生了较大变化,受货币政策影响的作用机制也发生了变化。一般情况下,紧缩的货币政策会引起流动性收缩,导致商业银行的信贷收缩,企业较难获得银行贷款(Thakor,2005),但是影子银行的存在使得难以获取银行贷款的企业转向了影子银行,引起“类贷款”需求的提高。因此,中央银行实施紧缩的货币政策虽然在传统渠道降低了银行的信贷投放规模,却促进了我国影子银行的发展(陈剑和张晓龙,2012)。

那么,央行对于流动性的调控是否由于同业业务的快速发展以及银行绕过监管的“创新”而导致扭曲?货币政策对银行流动性创造的作用机制是否由于同业业务的发展而发生变化?面对货币政策的变化,商业银行不仅从总体上调整资产负债表内流动资产(负债)和非流动资产(负债)的持有比例,也会调整表内同业资产(负债)和非同业资产(负债)的持有比例,进而对商业银行流动性创造产生结构性影响;而且,不同参与程度的银行面临的约束不同,这会导致不同的银行调整同业资产负债结构的行为存在巨大的差异,并对银行的流动性创造产生影响。

本文根据我国同业业务的发展情形,分三步研究了货币政策、同业业务与银行流动性创造之间的关系。第一,根据商业银行同业业务科目在银行流动性创造中的作用构建了同业流动性创造指标和非同业流动性创造指标,检验货币政策对商业银行流动性创造的结构性影响,明确同业业务在我国商业银行流动性创造中的作用及其对货币政策传导的影响。第二,按照银行同业资产占总资产比例的高低将商业银行划分为高参与度银行和低参与度银行,进一步检验货币政策对不同种类银行的总体流动性创造增速、同业流动性

创造增速和不同业流动性创造增速的异质性影响。第三,在前面两步研究的基础上,考察我国商业银行参与同业业务的影响因素,进一步分析导致不同银行参与同业业务程度存在明显差异的具体原因。

与以往的研究相比,本文的贡献在于:第一,区别于已有研究将银行表内业务视为整体,我们首次将银行流动性创造分解为同业流动性创造与不同业流动性创造,探讨了货币政策对银行流动性创造的结构性影响;第二,本文首次以银行参与同业业务程度为划分标准,分析了货币政策对银行流动性创造的异质性影响;第三,研究了商业银行开展同业业务的原因,丰富了影子银行领域的研究。

本文接下来的部分结构安排如下:第二部分为相关文献综述;第三部分为实证设计;第四部分为实证结果分析;第五部分对全文总结并提出相应的政策建议。

二、相关文献综述

(一)货币政策与银行流动性创造

商业银行的主要功能包括吸收存款与提供贷款两个方面,在这个过程中,银行利用流动性的负债为相对非流动的资产进行融资,通过自身的流动性错配为市场提供流动性(Diamond and Dybvig,1983;Diamond and Rajan,2001;Berger and Bouwman,2009)。在创造流动性的同时,银行依据其目标函数与约束条件,对资产负债组合进行调整以达到其逐利动机(徐明东和陈学彬,2012)。作为影响宏观经济运行最主要的政策之一,货币政策变动会影响到银行的信贷行为。传统上,货币政策对银行信贷的作用被归结为信贷传导渠道(Bernanke and Blinder,1992;Bernanke and Gertler,1995),该渠道认为,货币政策会通过借款人的资产负债表(资产负债表渠道)与银行的资产负债表(银行贷款渠道)影响贷款的供给。金融危机之后,多数研究发现,银行为了获得更高收益会主动选择资产组合风险,而货币政策的实施会影响到银行的风险承担行为,并通过这一渠道影响银行的信贷规模(Borio and Zhu,2012;Kishan and Opiela,2012)。

以上研究从银行资产配置角度分析了货币政策的作用机制,却忽略了货币政策对银行资产与负债的共同影响。Berger and Bouwman(2009)将银行的资产负债按流动性程度进行分类,加权平均得出流动性创造指标,为之后从银行流动性创造角度探讨货币政策对资产负债配置的作用机制奠定了基础。Rauch et al.(2009)分析了货币政策对德国银行业流动性创造的影响,发现宽松的货币政策会显著提高银行流动性创造。针对美国货币政策与银行流动性创造的关系,Berger and Bouwman(2012)检验发现货币政策对银行流动性创造的影响仅对小规模银行有效,且货币政策主要影响到银行的表内流动性创造,金融危机期间货币政策对银行流动性创造存在较弱的影响,但是并未能针对这种变弱的情形给出完整的解释。在检验我国货币政策对银行流动性创造影响的研究中,李明辉等(2014)实证分析显示,我国宽松的货币政策提高了银行表内流动性创造水平,但却降低了银行的表外流动性创造水平,并且货币政策对流动性创造的影响由于银行微观特征的

不同而存在异质性。王周伟和王衡(2016)利用银行与厂商利润最大化的局部均衡模型得出了相似的结论,且货币政策对区域性的银行和外资银行影响更为显著,而通常这类银行规模较小。

(二)货币政策与银行同业业务

随着金融创新与金融监管的发展,商业银行出于监管资本套利、存贷比套利和贷款投向套利的目的,将同业业务发展成为影子银行的一种形式(万晓莉等,2016),使同业业务由银行之间的短期借贷、资金融通业务演变为“类贷款业务”(肖崎和阮健浓,2014),表现为商业银行通过理财产品募集资金,将资金由同业通道进行资产输送,之后演变为同业代付、买入返售等方式。随着监管环境日趋严格,通过理财业务进行表外融资的方式逐渐回到表内,同业业务成为我国影子银行发展的主要形式之一(王喆等,2017)。祝继高等(2016)从买入返售金融资产的角度分析了商业银行从事影子银行业务的原因与经济后果,研究发现,银行的所有制性质、业绩、规模、存贷比等都是其从事影子银行业务的影响因素,且从事买入返售金融资产的规模越大,商业银行所面临的风险越高。

同业业务的发展改变了商业银行传统的经营模式和盈利方式,使货币政策对银行资产负债的作用机制发生了改变,最终导致信用创造方式发生变化(肖崎和阮健浓,2014)。在此背景之下,一些研究开始探讨货币政策对银行信贷以及影子银行的作用机制。Cúrdia and Woodford(2010)发现紧缩性的货币政策会降低贷款的供给与需求,但不会降低影子银行规模的扩张。紧缩货币政策虽然能够控制传统商业银行抵押贷款,但是却刺激了影子银行业务的发展,产生了货币政策的“水床效应”(Haan and Sterk,2011;Nelson et al.,2018)。针对我国银行行为的研究中,裘翔和周强龙(2014)也发现正向的利率冲击能够抑制银行的信贷行为,但却导致影子银行的扩张。王珏和李丛文(2015)认为受制于监管政策与货币政策紧缩的双重影响,银行的存款无法转变为贷款,使得信贷规模减小,进而导致资金通过影子银行体系转移至表外。胡利琴等(2016)发现不同类型的货币政策对影子银行的影响有所不同,长期紧缩性的数量政策与扩张性的低利率政策会引起影子银行的扩张,且其影响在短期与长期均存在非对称效应。此外,也有研究指出同业业务的快速发展降低了我国货币政策的信贷传导效应,使社会资金“脱实向虚”(黄小英等,2016),削弱了央行法定存款准备金政策、再贷款政策和再贴现政策的有效性,影子银行的信用创造功能对货币政策形成重要的挑战(肖崎和阮健浓,2014;李波和伍戈,2011)。

综上所述,已有文献从多种渠道论证了货币政策对银行资产负债业务的影响,从流动性创造视角分析了货币政策的作用机制,并针对同业业务进行了一定的研究。然而,在商业银行创新能力不断提高的情形下,银行一些业务的性质已经发生了改变。同业业务性质的改变可能使货币政策的有效性受到影响,表现在货币政策对银行资产负债的作用产生结构性变化,进而引起流动性创造机制的改变,而以往的研究都将表内业务作为整体,忽视了同业资产负债在银行资产负债中的特殊性,以及这种特殊性对银行流动性创造的影响。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文使用的数据为2003–2014年97家中国商业银行样本,其中包括5家大型国有商业银行,8家全国性股份制商业银行,84家地方性商业银行。银行数据来源于ChinaScope数据库,其他数据来源于Wind数据库。

(二)实证模型设定

根据研究目的和研究内容,本文分两步进行实证分析。

第一步,分析货币政策对银行流动性创造的总体和结构效应,考虑到银行流动性创造行为的动态效应,即前一期流动性创造对下一期流动性创造的影响,我们在模型中加入因变量的一阶滞后值,并使用系统广义矩估计进行回归分析,构建如下动态面板计量模型:

$$LC_{it} = \alpha + \beta_1 LC_{it-1} + \beta_2 MP_t + \beta_3 NPLR_{it} + \beta_4 CAR_{it} + \beta_5 ASSET_{it} + \nu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在方程(1)中, i 表示银行个体; t 表示年份; ν_i 代表个体效应, ε_{it} 是随机扰动项;被解释变量 LC 是银行流动性创造增速,具体是用本期变动额度比上一期的值表示增长率;核心解释变量 MP 表示货币政策的代理变量,考虑到央行在货币政策调控时更多依赖数量型工具和非市场化手段,参考已有研究(胡利琴等,2016;李明辉等,2014),本文使用 $M2$ 增长率和一年期贷款基准利率 $LENDRATE$ 作为货币政策代理变量;控制变量包括不良贷款比率($NPLR$)、取对数后的总资产规模($ASSET$)和资本充足率(CAR),变量的具体含义参见表1。

第二步,考虑到不同特征的商业银行参与同业业务的程度存在较大差别,而同业业务对于银行流动性创造又具有重要影响,我们进一步检验影响商业银行参与同业业务的因素。本文用买入返售和存放同业总规模占总资产的比例表示商业银行参与同业业务的深度,实证模型如下:

$$INTBK_{it} = \alpha + \beta_1 INTBK_{it-1} + \beta_2 ZSCORE_{it} + \beta_3 CAR_{it} + \beta_4 ASSET_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 D.LTD_{it} + \beta_7 OWNERSHIP_{it} + \beta_8 MP_t + \nu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在方程(2)中, i 表示银行个体; t 表示年份; ν_i 代表个体效应, ε_{it} 是随机扰动项;被解释变量 $INTBK$ 是商业银行参与同业业务的深度,参与深度=(买入返售+存放同业)/总资产规模 $\times 100$,该指标反映了商业银行资产结构中同业资产的配置比例,代表了银行参与同业业务的程度;核心解释变量 $ZSCORE$,即 Z 值,这一指标能够反映银行的经营状况,代表了商业银行破产风险的大小。 Z 值越大,银行的破产风险越小,计算方法如公式(3),其中 ROA 表示资产收益率, $EQUITY$ 是权益资本比率。

$$Z = \frac{ROA_{it} + EQUITY_{it}}{\sigma(ROA)} \quad (3)$$

公式(2)中的其他控制变量包括资本充足率(CAR)、取对数后的总资产规模($ASSET$)、资产收益率(ROA)、贷存比的一阶差分($D.LTD$)、银行所有权的性质

(OWNERSHIP) 和货币政策代理变量(MP), 变量的具体含义参见表 1。

表 1 变量说明

变 量	定 义	说 明
M2	M2 同比增速	货币政策代理变量
LENDRATE	一年期贷款基准利率	货币政策代理变量
LC	(本期 - 上期)/上期	总体流动性创造增速
LCINT	(本期 - 上期)/上期	同业流动性创造增速
NLCINT	(本期 - 上期)/上期	非同业流动性创造增速
INTBK	(买入返售 + 存放同业)/总资产 * 100	银行同业业务参与深度
ZSCORE	$(ROA_{it} + EQUITY_{it})/\sigma(ROA)$, 三年滚动	Z 值
OWNERSHIP	五大国有银行和股份制银行取 0, 其他银行取 1	所有权性质
ROA	净利润/总资产 * 100	资产收益率
LTD	贷款总额/存款总额 * 100	贷存比
NPLR	三类不良贷款总额/贷款总额 * 100	不良贷款率
CAR	资本净额/风险加权资产 * 100	资本充足率
ASSET	总资产取对数	资产规模

(三)流动性创造指标的构建

Berger and Bouwman(2009)根据银行表内资产和负债流动性程度不同,将其划分为流动性、半流动性和非流动性三类,并赋予相应的权重,从而构造了较为全面的衡量银行流动性创造的指标。由于中美银行业的经营模式和资产负债表业务科目不同,本文将借鉴 Berger and Bouwman(2009)的方法,同时参考国内其他文献(李明辉等,2014;王周伟和王衡,2016),并结合中国实际情况,分三步构造我国商业银行的流动性创造指标。

第一步,根据客户从银行获取流动性的难易程度、时间、成本以及银行为满足客户流动性需求的成本,将所有的银行资产、负债、权益划分为流动性、半流动性和非流动性三类;第二步,对各类资产、负债及权益赋予相应的权重(参考表 2);第三步,根据资产负债业务科目流动性划分及赋予的权重值,加权求和构造出银行流动性创造指标。具体公式为:

流动性创造 = 0.5 × 非流动性资产规模 - 0.5 × 流动性资产规模 + 0.5 × 流动性负债规模 - 0.5 × 非流动性负债规模 + 0 × (半流动性资产 + 半流动性负债)。

表 2 国内商业银行业务科目流动性划分及权重

资 产			
非流动性资产 权重 =0.5		半流动性资产 权重 =0	流动性资产 权重 = -0.5
贵金属	境外贷款及其他	应收银行及其他金融机构款	现金及存放中央银行款项
持有至到期投资	固定资产	拆出资金	存放同业
长期股权投资	在建工程	个人其他贷款	公允价值计入损益金融资产
应收款项类投资	无形资产		可供出售金融资产
贷款减值准备	商誉		衍生金融资产
公司贷款	递延所得税资产		
个人住房贷款	其他资产合计		
买入返售金融资产			
负债和权益			
流动性负债 权重 =0.5		半流动性负债 权重 =0	非流动性负债 权重 = -0.5
向中央银行借款		拆入资金	次级债券
同业存放		已发行存款证	递延所得税负债
活期存款		已发行其他债务证券	其他负债合计
金融负债		应付银行及其他金融机构款	海外存款业务
衍生金融负债		定期存款	其他存款
			股东权益
			卖出回购金融资产款

(四)变量描述性统计

表 3 显示了本文所研究主要变量的描述性统计结果。在样本期内流动性创造每年平均增速为 0.3,即 30%,最小值为 -0.54,即 -54%,这说明在某些阶段银行不仅没有向市场提供更多的流动性,反而在吸收市场的流动性,商业银行的流动性创造功能被削弱。同业流动性创造增速明显高于非同业流动性创造增速,均值分别为 3.360 和 0.270,商业银行在样本期内更愿意通过同业业务创造流动性,但是同业流动性创造增速波动性也较大,其标准差为 63.39,非同业流动性创造增速较为稳定。同业业务参与深度 INTBK 均值为 14.02%,最小值为 0,最大值为 56.13%,样本银行参与同业业务深度的差别较大,反映了银行个体的经营方式和风险偏好差别,这有可能导致不同参与深度的银行同业资产负债配置对货币政策反应不同,因此,有必要检验货币政策是否存在异质性影响。Z 值均值为 20.84,最小值是 0.25,最大值是 704.8,样本银行的风险差别较大,由于 Z 值体现了银行

的风险,而这又与银行的资产负债配置结构相关,是否银行的风险与同业参与、流动性创造存在因果关系?

表 3 变量描述性统计

变量	Mean	Std	Min	P25	P50	P75	Max
<i>LC</i>	0.300	0.450	-0.540	0.0600	0.200	0.410	4.150
<i>INTLC</i>	3.360	63.39	-168.2	-0.560	0.0800	0.920	1352
<i>NINTLC</i>	0.270	0.420	-0.610	0.0800	0.190	0.360	5
<i>INTBK</i>	14.02	9.440	0	6.860	12.08	19.09	56.13
<i>ZSCORE</i>	20.84	42	0.250	7.120	10.98	21.84	704.8
<i>NPLR</i>	1.480	2.090	0	0.690	1.020	1.640	24.24
<i>CAR</i>	13.19	4.540	3.700	11.27	12.48	14.07	59.61
<i>ASSET</i>	5.180	1.910	0.260	3.800	4.800	6.380	9.930
<i>ROA</i>	1.050	0.590	0.0100	0.810	1.020	1.210	10.63
<i>LTD</i>	63.95	11.07	27.47	57.13	66.27	71.93	108.0
<i>OWNERSHIP</i>	0.770	0.420	0	1	1	1	1
<i>LENDRATE</i>	5.950	0.530	5.310	5.600	6	6	7.470
<i>M2</i>	16.29	4.440	12.20	13.60	13.80	17.82	27.68

四、实证结果分析

(一) 货币政策与银行流动性创造增速

表 4 中(1)和(2)是货币政策对银行流动性创造增速的回归结果,回归(1)中 *M2* 的系数显著为正,回归(2)中 *LENDRATE* 的系数显著为负,这说明宽松性的货币政策会提高商业银行流动性创造增速,我国货币政策的有效性得到证实,这与已有的研究结论一致(李明辉等,2014;王周伟和王衡,2016),宽松货币政策下商业银行资金成本更低且可贷资金规模更高,存款规模和贷款规模都会大幅提高,同时也会配置更多的非流动性资产和流动性负债,从而提高银行流动性创造增速。资本充足率 *CAR* 的符号为负,即银行的资本比率越高,则流动性创造增速越低。银行资本对流动性创造的影响包括“金融脆弱性”假说(Diamand and Rajan,2001)和“风险吸收”假说(Bhattacharya and Thakor,1993),前者指出银行资本越低则资本结构越脆弱,这会促使银行开展更多的信贷业务,创造更多的流动性,后者认为较高的银行资本提高了银行的风险吸收能力,从而提高银行流动性创造。

本文资本充足率符号为负说明“金融脆弱性”效应对我国商业银行影响更显著,这与孙莎等(2014)的研究结论一致。根据 Sargan 检验值和序列相关检验值,方程(1)的设置不存在过度识别以及序列相关问题。

表 4 货币政策对银行流动性创造增速的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>LC</i>	<i>LC</i>	<i>INTLC</i>	<i>NINTLC</i>	<i>INTLC</i>	<i>NINTLC</i>
<i>L. LC</i>	-0.0177 (-0.98)	-0.0215 (-1.14)				
<i>L. INTLC</i>			0.103 *** (21.35)		0.108 *** (14.41)	
<i>M2</i>	0.0220 *** (14.73)		-0.139 *** (-4.35)	0.0256 *** (14.27)		
<i>NPLR</i>	-0.0162 (-1.41)	0.00888 (1.06)	2.879 *** (8.40)	-0.0326 ** (-2.41)	3.121 *** (9.74)	0.00368 (0.35)
<i>CAR</i>	-0.0224 *** (-5.27)	-0.0290 *** (-9.54)	-0.0241 (-0.83)	-0.00781 *** (-2.81)	-0.000700 (-0.02)	-0.00542 ** (-2.32)
<i>ASSET</i>	0.00781 (1.09)	0.00398 (0.48)	3.488 *** (12.18)	0.0459 *** (2.91)	4.575 *** (18.65)	0.00335 (0.32)
<i>L. NINTLC</i>				0.0102 (0.57)		0.00999 (0.69)
<i>LENDRATE</i>		-0.0372 *** (-5.39)			1.418 *** (5.80)	-0.0366 *** (-4.67)
<i>_cons</i>	0.183 * (1.72)	0.845 *** (20.37)	-16.29 *** (-14.27)	-0.284 *** (-2.78)	-33.44 *** (-11.62)	0.510 *** (6.80)
N	280	280	280	280	280	280
Sargan	0.9852	0.9864	0.9663	0.9462	0.9816	0.7448
ar1	0.0015	0.0019	0.4870	0.0176	0.4778	0.0147
ar2	0.5187	0.2972	0.3353	0.3656	0.3339	0.2129

注:括号内为 t 统计量,* p < 0.1,** p < 0.05,*** p < 0.01。

货币政策的有效性取决于其对商业银行资产负债结构的影响,当货币政策发生变化时,商业银行出于盈利性、安全性和流动性的原因将主动调整资产负债结构,以在三者之间保持平衡。然而,随着金融创新的发展,我国商业银行通过同业业务如买入返售等规避监管,从事类信贷业务,以获取更高的收益。在这种情形下,货币政策变动时商业银行将会积极调整资产负债表中同业资产和负债的配置比例,从而对商业银行的资产负债配置产生结构效应,最终会对银行的流动性创造规模和结构产生一定的影响。基于此,按照银行流动性创造指标的构造思路,我们将商业银行流动性创造分解为同业流动性创造和非

同业流动性创造,然后计算流动性创造增速并对方程(1)重新回归,以检验货币政策对商业银行流动性创造结构的影响。同业流动性创造和非同业流动性创造的具体分解方法如下:

同业流动性创造 = $0.5 \times (\text{买入返售} + \text{同业存放}) - 0.5 \times (\text{卖出回购} + \text{存放同业})$ 。

非同业流动性创造 = 总体流动性创造 - 同业流动性创造。

表 4 中(3) - (6)是货币政策对银行同业流动性创造增速和非同业流动性创造增速影响的回归结果。对于非同业流动性创造增速的影响中,M2 符号显著为正,贷款基准利率 LENDRATE 符号显著为负,即宽松的货币政策提高了银行非同业流动性创造增速,与货币政策对银行总体流动性创造增速的影响方向一致。但是对于同业流动性创造的影响中,M2 的符号显著为负,而贷款基准利率 LENDRATE 的符号显著为正,宽松的货币政策降低了银行的同业流动性创造增速。

这一结果反映了我国商业银行资产负债结构配置的特点,因为同业业务不仅是银行之间获取流动性的方式,也是商业银行规避监管的手段之一。由于货币政策的逆周期性,在经济繁荣时,资金需求旺盛,紧缩性的货币政策下商业银行会利用同业业务创造央行监管系统之外流动性;反之,经济衰退时,资金需求下降,宽松性的货币政策下商业银行降低了同业流动性创造增速。商业银行同业流动性创造这一特征产生的主要原因是盈利动机,当央行实行紧缩性的货币政策时,受到存款准备金率、信贷规模等限制,商业银行的大量存款不能直接转变成贷款形成收益,此时商业银行以同业业务为通道从事类信贷业务获取更多收益,从而提高了银行的同业流动性创造增速;反之,宽松的货币政策下,银行受到的限制较少,由于非同业业务收益率更高,银行会开展更多的常规信贷和存款业务,因此降低了同业流动性创造增速。由于同业业务监管套利方式的存在,银行面临紧缩性的货币政策时可以利用同业业务继续创造流动性,使得货币政策对银行流动性创造存在结构性影响。由此可见,银行的同业流动性创造行为与货币政策目标冲突,削弱了货币政策传导的有效性。

(二) 货币政策对银行流动性创造增速的异质性影响

单个银行的经营策略和风险偏好不同,同业业务规模差异较大,由于同业业务规模本身也反映了银行对于资产负债配置偏好的差异,有可能这种差异会导致不同参与程度的银行对货币政策的反应不同,即货币政策对银行存在异质性影响。为了检验货币政策对银行流动性创造是否有异质性影响,本文将样本银行按照同业业务参与深度分类并进行检验。样本分为两类,第一类同业资产(买入返售 + 存放同业)占总资产比例较高,第二类同业资产占总资产比例较低。具体分类方法是按照单个银行最后一个观测值由高到低进行排序,取排名前 50% 为同业业务参与程度较高的银行,后 50% 是参与程度较低的银行。

表 5 是货币政策对不同参与深度的银行流动性创造增速回归结果,由于篇幅所限,表中只报告了货币政策的回归系数、Sargan 检验和自相关检验值。从表中可以看出,对于参与同业业务深度不同的两类银行,货币政策对银行总体流动性创造增速都存在显著的影

响,与全样本相同,宽松的货币政策提高了银行流动性创造增速,紧缩性的货币政策降低了银行流动性创造增速,货币政策的有效性得到进一步证实。

更进一步,在分别考察非同业和同业流动性创造增速时,我们发现,货币政策对非同业流动性创造增速的影响与全样本一致,但是货币政策对不同种类银行同业流动性创造增速存在异质性影响,具体为宽松的货币政策降低了高参与度银行的同业流动性创造增速,却提高了低参与度银行的同业流动性创造增速。货币政策代理变量 M2 与贷款利率 LENDRATE 符号相反,表明货币政策的影响一致,实证结果稳健。

表 5 货币政策对银行流动性创造增速的异质性影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>LC</i>	<i>INTLC</i>	<i>NINTLC</i>	<i>LC</i>	<i>INTLC</i>	<i>NINTLC</i>
高参与度						
<i>M2</i>	0.0338 *** (16.79)	-0.478 *** (-4.36)	0.0350 *** (12.12)			
<i>LENDRATE</i>				-0.117 *** (-8.03)	13.55 *** (25.98)	-0.0463 *** (-2.90)
N	100	100	100	100	100	100
Sargan	1.0000	0.9993	1.0000	0.9996	1.0000	0.9990
ar1	0.0541	0.3050	0.0569	0.0348	0.3001	0.0382
ar2	0.1636	0.3363	0.5257	0.2778	0.1801	0.8914
低参与度						
<i>M2</i>	0.0229 *** (14.55)	0.0925 *** (19.16)	0.0247 *** (21.66)			
<i>LENDRATE</i>				-0.0423 *** (-5.59)	-0.351 *** (-16.04)	-0.0596 *** (-8.77)
N	180	180	180	180	180	180
Sargan	0.9777	0.9994	0.9754	0.9584	0.9993	0.9819
ar1	0.0107	0.1687	0.0479	0.0096	0.1727	0.0409
ar2	0.2986	0.8766	0.3624	0.1581	0.9512	0.1824

注:括号内为 t 统计量,* p < 0.1,** p < 0.05,*** p < 0.01。

基于上述结果,本文认为货币政策对同业流动性创造增速存在异质性影响的原因很可能在于不同类型银行在资产负债配置结构上存在差异,低参与度银行的同业流动性创造增速较低,相比于高参与度银行的增速而言更是如此。因同业业务融资链条更长,故利差往往相对同期非同业业务偏低。于是,宽松的货币政策下银行受到的约束降低,可利用的资金规模增加,由于高参与度银行已配置了更多的买入返售,较为依赖同业业务从事

“类贷款业务”,当可用资金规模增加时,此类银行将会把一部分资金转向获利能力更高的非同业业务,从而导致同业流动性创造增速降低;而对于低参与度银行,由于其更多从事传统信贷业务,对同业业务的依赖性较小。于是,宽松的货币政策下,其没有动机对业务结构进行改变,因而将同时提升同业与非同业部分流动性创造增速。在不同的货币政策周期下,同业业务将会在不同银行之间重新调整,宽松的货币政策下不同银行同业流动性创造规模差距缩小,而紧缩性货币政策将会进一步强化不同银行资产负债配置结构的差异。

(三)银行参与同业业务的影响因素

在检验货币政策对银行流动性创造的影响之后,我们进一步分析了银行参与同业业务的具体影响因素。表 6 是方程(2)的回归结果,可以发现所有变量的系数显著。货币政策代理变量 M2 和一年期贷款基准利率 LENDRATE 符号相反,表明结果一致,即宽松的货币政策降低了银行参与同业业务的深度,与前文结论一致,宽松的货币政策下银行为了获取更高的收益而选择配置更多的非同业资产。Z 值体现了银行的风险,其系数显著为负,表明风险越高的银行同业参与程度越高,相比较传统的资产负债业务,商业银行从事同业业务的风险更高,由此可知,风险偏好越高的银行更愿意参与同业业务。资本充足率 CAR 的系数显著为正,资本充足率越高的银行参与同业业务的程度越高,原因在于此类银行风险承担能力更强,更有能力参与同业业务。与资本充足率 CAR 类似,资产规模 ASSET 的系数显著为正,更大规模的银行参与同业业务程度更高,可能是由于更大的银行风险承受能力更高,而且大银行信息不对称程度较低,比较容易开展复杂的同业业务。资产收益率 ROA 的系数显著为负,表明资产收益率较低的银行更有动机从事同业业务,优化自身的资产负债配置结构,获取更高的收益。贷存比的一阶差分 D. LTD 体现了商业银行贷款业务与存款业务的相对变动情况,同时也反映了银行经营中面临的贷存比约束,贷存比增量越大说明银行受到的约束越小,银行从事同业业务以规避监管的动机越弱,其系数显著为负证实了这一情形,这与祝继高等(2016)的结论一致。

表 6 银行同业业务参与深度影响因素

	(1)	(2)
	INTBK	INTBK
L. INTBK	0.376 *** (7.89)	0.397 *** (8.56)
ZSCORE	-0.0249 *** (-2.60)	-0.0195 ** (-2.41)
CAR	0.317 *** (3.26)	0.246 *** (2.61)
ASSET	1.972 *** (5.18)	2.259 *** (5.56)

续表		
	(1)	(2)
	INTBK	INTBK
ROA	-6.987 *** (- 5.49)	-6.729 *** (- 5.05)
D. LTD	-0.230 *** (- 4.93)	-0.259 *** (- 5.56)
OWNERSHIP	10.14 *** (8.59)	10.65 *** (7.60)
M2	-0.118 *** (- 6.45)	
LENDRATE		1.282 *** (7.88)
_cons	-3.713 (- 1.59)	-15.04 *** (- 4.87)
N	282	282
Sargan	0.9808	0.9877
ar1	0.0016	0.0018
ar2	0.1147	0.1171

注:括号内为 t 统计量,* p < 0.1,** p < 0.05,*** p < 0.01。

所有权性质 OWNERSHIP 的系数显著为正,即相比国有和股份制商业银行,城市商业银行参与同业业务的程度更深。国有商业银行和股份制银行在存款市场和贷款市场都拥有较大优势,城市商业银行处于相对劣势。因此,城市商业银行会更多参与同业业务,以通过同业资产和同业负债调整自身的资产负债结构,进而获取更高的收益。图 1 更直观的说明了所有权性质对银行参与同业业务的影响,与国有银行和股份制银行相比,城市商业银行更多的参与了同业业务。

(四)稳健性检验

本文采用两种方法进行稳健性检验:一是选取 2004 - 2013 年的样本重新检验原方程的回归结果,由于早期同业业务规模发展较小,而 2013 年以后针对同业业务的监管加强导致同业业务规模明显降低,重新选择样本能够避免样本异常值带来的影响;二是使用银行间同业拆借加权平均利率作为货币政策代理变量,本文使用的是年度频率数据,综合考虑银行间市场交易量和样本频率,我们使用 3 个月银行间同业拆借加权平均利率替换 M2 供应量增速和一年期贷款基准利率作为货币政策的代理变量。检验结果表明实证模型的系数符号以及显著性符合预期,结果稳健。由于篇幅所限,详细结果并未列出。

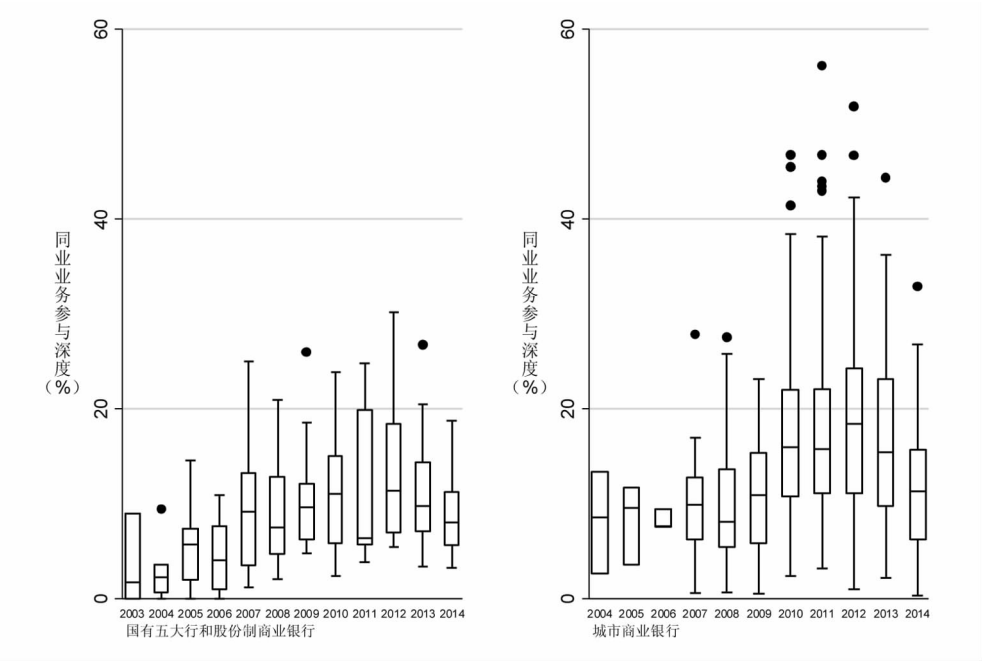


图 1 不同类型银行参与同业业务的比较

数据来源:ChinaScope 数据库。

五、结 论

本文利用 2003 – 2014 年的数据,通过构造同业和非同业流动性创造指标,基于我国商业银行参与同业业务的特点,研究了货币政策对银行流动性创造增速和结构的影响,以及货币政策对不同同业业务参与深度银行的异质性作用,同时分析了商业银行开展同业业务的具体影响因素。主要结论如下:

第一,货币政策会影响到商业银行的流动性创造增速和创造结构。具体而言,宽松的货币政策会提高银行的总体流动性创造增速,但是将银行的流动性创造分解为同业流动性创造和非同业流动性创造之后,发现宽松的货币政策降低了同业流动性创造增速,提高了非同业流动性创造增速。因此,货币政策对银行流动性创造的影响不仅体现在总量上,也有结构上的影响。

第二,货币政策对同业业务参与深度不同的银行存在异质性影响。宽松的货币政策降低了高参与度银行的同业流动性创造,提高了低参与度银行的同业流动性创造。当商业银行参与同业业务程度较深时,宽松的货币政策可能会使其转向利差更高的传统信贷业务,导致同业业务流动性创造增速降低,引起银行之间流动性紧张,以致同业业务的信用链出现问题。

第三,商业银行参与同业业务的规模受到货币政策和银行微观因素的影响。宽松的

货币政策下银行会为了获取更高的收益而选择持有更多的非同业资产;银行的破产风险越高,参与同业业务的程度越高,银行经营行为存在风险偏好特征;而其他影响银行参与同业交易的微观因素也体现了银行的风险抵御能力和经营中受到的约束。

在商业银行同业业务规模日益扩张的情形下,商业银行的资产负债配置偏好在一定程度上影响了货币政策的传导效果,同时也提高了银行间的流动性风险。本文的研究结论对于货币政策和金融监管具有以下启示:

第一,加强货币政策和金融监管的配合,从广义信贷角度对商业银行同业业务的具体投资过程进行全面监控。由于影子银行业务的复杂性,商业银行可能存在监管套利行为,因此需要货币政策和金融监管相配合,对银行业务进行穿透式监管,在实现货币政策目标的同时防范各类风险。在当前金融去杠杆的背景下,中小型银行可能有更强烈的动机从事同业业务,监管机构需要更有效地使用货币政策和宏观审慎双支柱调控框架,对商业银行的行为进行引导和监管。

第二,运用多种货币政策工具,及时进行预调微调。传统的货币政策工具对于缓解银行间流动性紧张有着一定的局限性,我国央行陆续推出了多种新型货币政策工具,应该运用这些新型货币政策工具配合传统的公开市场操作、利率以及窗口指导等政策工具,进行预调微调,对不同类型的商业银行实行差别调控,加强货币政策的定向调控作用,降低银行同业业务带来的流动性风险。

第三,进一步促进金融市场的发展,降低商业银行对同业业务的过度依赖。同业业务的快速扩张是商业银行寻求持续性盈利进行的金融创新,但是却带来了各种风险隐患。因此,加快商业银行经营模式的转型升级,进一步推进资产证券化发展,引导同业业务向标准化转变,丰富商业银行可投资的资产种类,完善商业银行资本补充机制以约束银行的监管套利行为,有利于降低商业银行对同业业务的过度依赖。

参 考 文 献

- [1]陈剑和张晓龙,2012,《影子银行对我国经济发展的影响——基于2000-2011年季度数据的实证分析》,《财经问题研究》第8期,第66~72页。
- [2]胡利琴、陈锐和班若愚,2016,《货币政策、影子银行发展与风险承担渠道的非对称效应分析》,《金融研究》第2期,第154~162页。
- [3]黄小英、许永洪和温丽荣,2016,《商业银行同业业务的发展及其对货币政策信贷传导机制的影响——基于银行微观数据的基于银行微观数据的Gmm实证研究》,《经济学家》第6期,第24~34页。
- [4]李波和伍戈,2011,《影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战》,《金融研究》第12期,第77~84页。
- [5]李明辉、孙莎和刘莉亚,2014,《货币政策对商业银行流动性创造的影响——来自中国银行业的经验证据》,《财贸经济》第10期,第50~60页。
- [6]裘翔和周强龙,2014,《影子银行与货币政策传导》,《经济研究》第5期,第91~105页。
- [7]孙国峰和蔡春春,2014,《货币市场利率、流动性供求与中央银行流动性管理——对货币市场利率波动的新分析框架》,《经济研究》第12期,第33~44页。
- [8]孙莎、李明辉和刘莉亚,2014,《商业银行流动性创造与资本充足率关系研究——来自中国银行业的经验证据》,

- 《财经研究》第 7 期,第 65 ~ 76 页。
- [9] 万晓莉、郑棣、郑建华和严予若,2016,《中国影子银行监管套利演变路径及动因研究》,《经济学家》第 8 期,第 38 ~ 45 页。
- [10] 王珏和李丛文,2015,《货币政策、影子银行及流动性“水床效应”》,《金融经济研究》第 4 期,第 17 ~ 31 页。
- [11] 王喆、张明和刘士达,2017,《从“通道”到“同业”——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向》,《国际经济评论》第 4 期,第 128 ~ 148 页。
- [12] 王周伟和王衡,2016,《货币政策、银行异质性与流动性创造——基于中国银行业的动态面板数据分析》,《国际金融研究》第 2 期,第 52 ~ 65 页。
- [13] 吴晓灵,2013,《金融市场化改革中的商业银行资产负债管理》,《金融研究》第 12 期,第 1 ~ 15 页。
- [14] 肖崎和阮健浓,2014,《我国银行同业业务发展对货币政策和金融稳定的影响》,《国际金融研究》第 3 期,第 65 ~ 73 页。
- [15] 徐明东和陈学彬,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,第 48 ~ 62 页。
- [16] 祝继高、胡诗阳和陆正飞,2016,《商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金融出方的实证研究》,《金融研究》第 1 期,第 66 ~ 82 页。
- [17] Berger, A. N. and C. H. S. Bouwman. 2009. “Bank Liquidity Creation”, *Review of Financial Studies*, 22(9): 3779 ~ 3837.
- [18] Berger, A. N. and C. H. S. Bouwman. 2012. “Bank Liquidity Creation, Monetary Policy, and Financial Crises”, *Working Paper*.
- [19] Bernanke, B. S. and A. S. Blinder. 1992. “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”, *The American Economic Review*, 82(4): 901 ~ 921.
- [20] Bernanke, B. S. and M. Gertler. 1995. “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 27 ~ 48.
- [21] Bhattacharya, S. and A. V. Thakor. 1993. “Contemporary Banking Theory”, *Journal of Financial Intermediation*, 3(1): 2 ~ 50.
- [22] Borio, C. and 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.
- [23] Cúrdia, V. and M. Woodford. 2010. “Credit Spreads and Monetary Policy”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(S1): 3 ~ 35.
- [24] Diamond, D. W. and P. H. Dybvig. 1983. “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *The Journal of Political Economy*, 91(3): 401 ~ 419.
- [25] Diamond, D. W. and R. G. Rajan. 2001. “Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking”, *Journal of Political Economy*, 109(2): 287 ~ 327.
- [26] Haan, W. J. D. and V. Sterk. 2011. “The Myth of Financial Innovation and the Great Moderation”, *The Economic Journal*, 121(553): 707 ~ 739.
- [27] Kashyap, A. K. and J. C. Stein. 1995. “The Impact of Monetary Policy On Bank Balance Sheets”, *Carnegie – Rochester Conference Series On Public Policy*, 42: 151 ~ 195.
- [28] Kashyap, A. K., R. Rajan and J. C. Stein. 2002. “Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit – Taking”, *The Journal of Finance*, 57(1): 33 ~ 73.
- [29] Kishan, R. P. and T. P. Opiela. 2012. “Monetary Policy, Bank Lending, and the Risk – Pricing Channel”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(4): 573 ~ 602.
- [30] Maddaloni, A. and J. L. Peydro. 2011. “Bank Risk – Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence From the Euro – area and the US Lending Standards”, *The Review of Financial Studies*, 24(6): 2121 ~

2165.

[31] Nelson, B. , G. Pinter and K. Theodoridis. 2018. “ Do Contractionary Monetary Policy Shocks Expand Shadow Banking?”, *Journal of Applied Econometrics*, 33(2) : 198 ~211.

[32] Rauch, C. , S. Steffen, A. Hackethal and M. Tyrell. 2009. “ Savings Banks, Liquidity Creation and Monetary Policy”, *Working Paper*.

[33] Thakor, A. V. . 2005. “ Do Loan Commitments Cause Overlending?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37(6) : 1067 ~ 1099.

Monetary Policy , Interbank Business and Bank Liquidity Creation

GUO Ye CHENG Yuwei HUANG Zhen

(School of Economics/The Wang Yanan Institute for Studies in Economics,Xiamen University)

Abstract: By constructing the interbank liquidity creation index and the non – interbank liquidity creation index respectively, we examine the impact of monetary policies on the reaction of bank liquidity in terms of growth rates and the structure as well, we explore the factors that influence commercial banks to carry out interbank business. We find that loose monetary policies would increase the growth of total liquidity creation but reduce the growth of interbank liquidity creation and enlarge the non – interbank liquidity creation. Moreover, we find monetary policies have heterogenous effects on banks. Loose monetary policies would reduce the growth of interbank liquidity creation for banks deeply involving into interbank business. Monetary policies also significantly alter the composition of banks’ interbank assets. The banks involving more into interbank business tend to having higher risks. Finally, under the macro – prudential policy framework, we suggest improving the coordination of monetary policy and financial supervision, using multiple monetary policy tools for anticipatory adjustments and fine – tuning in time, further promoting the development of financial market and reducing the over reliance of banks on the interbank business.

Key words: Monetary Policy, Interbank Business, Bank Liquidity Creation

(责任编辑:林梦瑶)(校对:ZL)