



货币政策传导的风险承担渠道研究综述

代军勋 海米提

摘要: 随着金融创新的发展和金融监管的调整,商业银行的动态风险管理行为对货币政策传导效果的影响越来越大,由此形成了对货币政策传导的风险承担渠道的广泛关注和研究。目前货币政策传导风险承担渠道研究主要包括研究缘起、内涵、相关理论机理及存在性检验等方面,其研究出发点和落脚点均为完善货币政策传导理论,加深对商业银行行为的认识,并为货币政策决策提供参考。

关键词: 风险承担渠道; 货币政策; 传导

从古典经济学到凯恩斯主义,从货币主义到理性预期,学者们从未停止过对货币政策传导机制的探索。在传统货币政策传导的研究中,理论界形成的共识包括:利率传导渠道、信贷传导渠道、财富传导渠道和汇率传导渠道等。但是,随着金融创新 and 经济发展,各国中央银行在宏观调控问题上越来越被动,货币政策的有效性广受诟病,人们开始重新反思货币政策传导的机理。在金融创新层出不穷的今天,货币政策效果更多的是由相关微观主体的行为综合决定的,尤其是金融机构的动态行为选择。2007 年全球金融危机爆发以后,学术界与政界纷纷反思引发这场全球危机的根本原因。长期过度宽松的 low 利率货币政策,通过影响商业银行的风险定价和 risk 容忍度,造成银行体系 risk 的过度积累,被认为是造成此次金融危机的重要原因之一。因此,货币政策对商业银行的 risk 行为的影响开始受到理论界和实务界的重视,货币政策传导的 risk 承担渠道的研究成为当今货币政策领域研究的重要议题。

一、研究的缘起

20 世纪 80 年代以前,传统货币理论大都假设银行是 risk 中性的,并从静态的角度刻画银行对货币政策信号的反应,以此构建分析的逻辑起点。但是随着巴塞尔协议(特别是新资本协议)在全球范围内的实施,资本充足率成为了银行监管的核心指标,商业银行的 risk 敏感度不断增强,其针对货币政策信号的反应也出现了动态变化。理论界对货币政策传导的 risk 承担渠道的研究正是始于对资本约束下商业银行 risk 行为及其宏观经济影响的研究。

自 20 世纪 80 年代开始,大量研究开始探讨资本约束下的商业银行 risk 行为。Furlong 和 Keeley(1989),Keeley 和 Furlong(1990)假定所有银行的权益资本都能在市场上公开交易,银行追求其股票的价值最大化,资本标准的提高反而降低了银行提高 risk 水平的激励。Sheldon(1996),Masaru Konishi 和 Yukihiro Yasuda(2004)对日本银行业的实证研究则显示,随着资本充足性约束的加强,银行的 risk 承担将会降低。Rime(2001)对瑞士银行数据的实证也显示资本充足性约束对银行的 risk 偏好没有显著的影响。Hellman,

Murdock 和 Stiglitz (2000)利用一个动态模型研究了资本监管对银行激励产生的副作用：一方面资本监管会提高银行资金成本，另一方面高的资本充足率要求会降低银行的特许权价值，这使得银行可能会更加偏好风险。

此外，鉴于银行资本约束对宏观经济的影响程度逐渐加深，部分研究开始关注资本约束对货币政策传导的影响机理。Thakor(1996)最早运用随机的贷款盯住模型强调了资本充足率对货币政策的影响。而 Kishar 和 Opiela (2000)则运用理论和经验两种方法着重使用不同资本水平分类银行的横截数据分析其面对货币政策的反应。Van den Heuvel (2002)通过一个银行资产负债管理的动态模型分析了银行资本对货币政策的影响，认为紧缩的货币政策会减少银行的利润，这会导致银行资本的相对减少，在资本监管的条件下限制了银行的贷款。Tanaka(2002)分析了银行资本和资本充足性监管对货币政策传导机制的影响，并基于 IS-LM 模型的扩展提出了资本约束下的货币政策传导效应。Leonardo 和 Mistrulli(2003)对银行资本传导的货币政策进行过实证检验。Kopecky 和 VanHoose (2004a, b)针对货币政策的两种不同操作目标(利率或准备金)，着重研究了资本约束对货币政策传导机制的影响，并得出资本约束至少在短期会对货币政策的传导产生不利的影响。Kishan 和 Opiela (2006)分析了货币政策传导中银行资本导致的贷款分配不平衡。Bojan Markovic(2006)基于 BGG 模型的扩展构建了“银行资产负债表渠道”，分析表明银行资本对于货币政策传导机制是十分重要的。Alvaro Aguiar 和 Ines Drumond(2007)采用一般均衡模型分析了巴塞尔协议下的货币政策传导机制，重点分析了资本约束与经济周期的关系。Saibal Ghosh(2008)运用印度数据对资本约束、银行行为和货币政策间的关系进行了理论和实证的考察。在我国，刘斌(2005a)就资本充足率对货币政策传导的影响进行了探讨。李连发(2007)引入 Bernanke-Blinder 模型，提出货币政策应当考虑银行资本充足状况，以抵消资本充足监管带来的顺周期效应。黄宪等(2008)对资本约束的宏观经济影响路径进行了初步分析。随着法定存款准备金调节在货币政策体系中的地位逐渐下降，银行资本约束事实上已经成为了一个重要的货币政策传导变量(Van den Heuvel, 2002; Kishan 和 Opiela, 2006; Bojan Markovic, 2006 等)。

在挖掘以资本约束为代表的银行监管影响货币政策传导的内在机理中，理论界提出了“风险承担渠道”概念。最早提出“风险承担渠道”这一概念的是 Borio, C. and Zhu(2008)。根据他们的界定，货币政策变化通过市场主体的金融加速器放大机制、收益追逐机制、思维定势机制、央行沟通反馈机制等，作用于银行的风险感知或风险容忍度，进而影响银行资产组合、信用风险定价及相关信贷决策(信贷质量)，并最终作用于金融稳定和实体经济，这即是货币政策传导的“风险承担渠道”。

二、货币政策传导的风险承担渠道的机理研究

Borio, C. 和 H. Zhu(2008)将国内外学者对于货币政策传导的风险承担渠道的机理研究可概括为以下四个方面：

(一) 金融加速器放大机制

Borio 等(2001)研究认为，低利率会影响借款人的估值、收益和现金流，提高净资产和抵押物价值，从而提高商业银行的风险容忍度，促使银行调整违约概率、违约损失率和波动性的预期，从而导致银行的风险承担增加。而银行风险预算的改变会影响银行自身资产负债表结构的调整，从而改变其自身的杠杆水平。银行自身的这一改变，对实体经济产生一定的影响，从而放大了经济周期的波动性，即放大了“金融加速器”效应。Matsuyama(2007)通过数理模型的推导发现，当利率降低时，借款人的净资产价值上升，从而导致金融机构在筛选借款人时，更偏好于将贷款发放给风险更高的借款人。相反，当利率上升时，借款人的净资产价值收缩，原本抵押率不足的项目远低于金融机构的风险门槛值，因此银行更偏好于抵押率较高，即更为安全的贷款项目。由此会导致不同货币政策环境下企业的贷款可获得性，具有“金融加速器”放大效应。

(二) 收益追逐机制

Rajan(2006)提出，在宽松的货币政策环境下，当利率下降时，相对于风险资产的收益而言，无风险

资产的收益下降得更多,而根据无风险资产和风险资产之间存在的替代效应,金融市场的投资者出于心理、契约或制度方面的考虑,为了追逐更高的收益,倾向于承担更高的风险。Gambacorta(2009)研究发现,2003—2004年较低的利率环境,使得市场投资者减少资产组合低风险低收益的政府债券的持有,增加高风险高收益的公司债券和新兴债券的持有份额。这种资产组合配置行为的目的,是为了追逐在高利率环境下曾实现的较高的名义收益率。

(三) 思维定势机制

思维定势效应指的是投资者现期的消费和投资依赖于历史的消费和投资习惯。而导致思维定势效应的历史习惯分为内在性习惯和外在性习惯。Sundaream(1989)和Constantinides(1990)认为内在性习惯主要有投资者自身的消费和投资历史所决定,而Abel(1990)和Campbell和Cochrane(1999)认为外在性习惯于整个社会的消费和投资水平有关。投资者在作出当期的消费和投资决定时,不仅会考虑当期所受到的消费和投资约束,还会考虑历史所形成的消费和投资习惯。Angeloni(2011)提出,思维定势效应能够影响金融市场投资者的风险承担。Campbell和Cochrane(1999)在研究股权溢价现象时发现,在经济繁荣时期,由于消费相对以往水平有所增加,投资者此时风险厌恶程度降低。他们认为,低利率货币政策环境能够使经济活动变得更加繁荣,从而降低投资者规避风险的动机。思维定势效应在商业银行风险承担方面则表现为:在宽松的货币政策环境下,市场流动性充裕,市场经济一片繁荣,商业银行对市场保持乐观的态度,并形成某种思维定势——认为市场的繁荣将会持续保持下去,从而增加了银行的风险预算,降低了银行的风险厌恶程度。

(四) 央行沟通反馈机制

Borio和Zhu(2008),De Nicolò等(2010)和Altunbas等(2011)均通过研究发现,中央银行政策决定的透明度和可预期性对商业银行的风险承担有着一定的影响。中央银行政策决定的透明度和可预期性越高,市场未来的不确定性则越低,市场上的风险溢价亦因此受到压缩。为了实现既定的目标收益,商业银行可能会承担更高的风险。此外,若金融机构认为,中央银行的反馈行为有助于减少经济的下行风险,使得它们对破产概率的预期下降,这样的保险效应,会造成典型的道德风险问题,鼓励商业银行承担更多的风险。

货币政策对银行风险承担的影响的四种机制中,金融加速器放大机制、收益追逐机制以及思维定势机制强调的都是宽松的货币政策环境对银行风险承担的影响,而中央银行沟通反馈机制关注的则是商业银行对未来货币政策的预期对商业银行风险承担的影响。

三、货币政策风险承担渠道的存在性检验

现有研究中关于货币政策风险承担渠道的存在性的检验,可以分成三类:第一类是从银行贷款风险门槛的角度来研究宽松的货币政策是否会导致银行放松信贷标准;第二类是从银行资产结构变化和资产质量的角度来研究货币政策对商业银行风险承担的影响;第三类是从风险溢价的角度来研究货币政策风险承担渠道的存在性。实证结果大多验证了货币政策风险承担渠道的存在性。

(一) 货币政策对银行信贷标准的影响

Lown和Morgan(2006)在对美国的商业银行进行实证检验时,发现在货币政策紧缩以后,金融机构的信贷标准变得更为严格,但统计的结果并不显著。Jiménez等(2009)选取了1984~2006年西班牙信贷登记的微观数据,在控制银行的特征变量之后进行的实证结果表明,在低利率水平下,次级借款人得到贷款的概率增加。Loanidou等(2008)选取1999—2003年的信贷登记信息对玻利维亚货币政策变动对贷款门槛的变动的影进行了实证分析,研究发现,长期低利率的货币政策环境会刺激商业银行发放更多的高风险贷款。

(二) 货币政策对银行资产结构和资产质量的影响

DeNicolò等(2010)选取了美国400家银行的贷款数据,通过两个实证检验发现货币政策对银行风险承担的影响显著为负。第一个实证检验认为,在低利率环境下,金融机构的平均内部风险评级会上

升,即货币政策与银行内部风险评级之间呈现负相关关系。第二个实证则利用银行的资产负债表数据,在控制银行的微观特征变量和宏观经济特征变量之后,宽松的货币政策会刺激商业银行进行更高的风险承担。Delis和Kouretas(2010)选取了2001~2008年3,628家西欧国家银行的数据,以各国不同的资本监管水平作为控制变量,然后分析利率水平对银行风险承担的影响。实证结果发现利率水平越低,商业银行的风险承担水平越高。随后,基于不同的利率指标、不同的实证估计方法以及不同频率的数据进行实证研究的结果均表明,利率水平与商业银行风险承担之间的负相关关系的实证结果是稳健的。Altunbas等(2010)利用包括15个欧盟国家和美国在内的16个国家的超过1100家上市银行1998—2008年季度数据,发现低利率的货币政策环境会降低商业银行的风险偏好,提高他们的风险承担水平。Gaggi和Valderrama(2010)采用奥地利1994—2008年公司和银行的微观数据,分析了不同货币政策环境下,商业银行对其贷款组合的调整,从而体现了商业银行风险偏好的改变。他们发现,在政策利率处于低水平时期,如2003—2005年期间,商业银行贷款组合的整体预期违约率提高,即商业银行的风险承担水平提高。Buch等(2011)运用因子扩增向量自回归(FAVAR)模型对货币政策风险承担渠道进行实证研究,他们选取的研究样本为1997—2008年美联储企业信贷条款季度调查数据。实证结果表明:货币政策对不同类型银行的风险承担水平的影响不同,货币政策对大型本国银行的风险承担并无显著影响,小型本地银行选择增加风险承担水平,而外国银行则选择减少风险敞口。

(三) 货币政策对银行风险定价的影响

Ioannidou等(2009)证明了货币政策的改变不仅影响了贷款的数量以及风险状况,而且影响商业银行对新发放贷款的风险定价。他们通过研究发现,当月度违约概率上升时,商业银行的贷款利差并未上升,商业银行没有索取一定的风险溢价,即商业银行没有对额外增加的风险进行合理的定价。在长期宽松的货币政策环境下,金融机构不但增加高风险贷款数量,同时对新增风险的定价为负。

国内学者也对货币政策风险承担渠道的存在性进行了实证检验。江曙霞、陈玉蝉(2012)利用我国14家上市银行2008年—2011年的季度平衡面板数据,采用门限面板模型实证分析了货币政策对银行风险承担的影响,发现货币政策的紧缩对银行风险承担具有抑制作用,且货币政策对银行风险承担的影响取决于银行资本状况。张宗益、刘胤(2012)利用1998年—2010年中国14家主要商业银行的年度数据,运用SYS-GMM动态面板模型,分析货币政策传导的银行资本渠道和风险承担渠道是否存在的问题。实证结果表明:2004年后,资本监管使资本约束对商业银行信贷决策的影响得到强化,发挥了资本门限效应,验证了货币政策传导的银行资本渠道的存在;宽松的货币政策激发了商业银行强烈的放贷冲动,降低了其风险识别和风险门槛,从而验证了货币政策传导的银行风险承担渠道假说。徐明东、陈学彬(2012)利用1998年—2010年我国59家商业银行的年度数据,运用GMM动态面板模型,对我国货币政策对商业银行的风险承担的影响进行了实证分析,验证了货币政策传导的银行风险承担渠道的存在性,并认为我国货币政策与银行风险承担呈负相关关系。张雪兰、何德旭(2012)在梳理与货币政策风险承担渠道相关的国内外最新文献基础上,探讨了货币政策的风险承担渠道、传导路径和内在作用机理,并验证了货币政策风险承担渠道的不对称性。

四、评论与展望

纵观现有文献,国内外学者对货币政策的风险承担渠道进行了大量的研究和探索,在理论上有了合理的经济学解释,并对风险承担渠道的传导路径进行了详尽的分析,在实践上亦有来自多国的实证数据表明风险承担渠道的存在性。对货币政策风险承担渠道的研究,具有以下方面的意义:1. 完善了货币政策传导理论。传统货币政策传导理论认为作为金融中介,商业银行应该是风险中性的,因此只注重货币政策对商业银行贷款数量的研究,而忽略了商业银行贷款质量的变化。对货币政策风险承担渠道的研究,使研究货币政策传导机制的视角变得更加全面。2. 加深了对商业银行行为的认识。对于银行风险承担出现的变化,传统研究多关注于商业银行自身的有限责任保护以及商业银行与存款人和债权人之间存在的信息不对称等因素所造成的影响,而忽略了货币政策对商业银行的风险偏好、风险意愿和风险

承担的影响,从而在货币当局制定货币政策时,忽略了商业银行风险承担的指导作用。3. 为货币政策决策提供参考。宽松的货币政策刺激商业银行进行更高的风险承担,说明货币政策呈现非中性,即货币政策为了实现首要的物价稳定目标,容易破坏金融系统的稳定性。考虑金融机构面对货币政策变化时所作出的风险调整及其影响金融系统稳定性的程度,可以弥补原有宏观经济理论模型存在的缺陷,提供宏观金融调控的有效性。

不得不承认,尽管现有对货币政策风险承担渠道的研究取得了很多进展和共识,但也存在着研究方法过于单一、模型设定过于简单、机理解释过于零散、理论架构不够严谨等不足。对货币政策风险承担渠道的研究,未来将会沿着三个方向而展开:1. 加深对货币政策风险承担渠道机理的研究。现有对货币政策风险承担渠道机理的零散回答,对货币政策传导的“黑箱”并没有揭示清楚,显然还不足以支撑其成为被公众普遍接受的货币政策传导机制,还有待理论上的进一步突破和完善,有待系统性理论框架的构建。2. 加强对货币政策风险承担渠道存在性的检验。货币政策风险承担渠道存在性的检验将会在更大国别范围,更长时间维度和更先进的实证方法指导下展开,以厚实的实证基础奠定理论分析的基石,提供理论分析的养分。3. 强化货币政策风险承担渠道的特质性研究,也就是研究不同特质性银行面对货币政策调整的不同反应,包括市场环境、银行规模、资本水平、盈利能力、产权结构和风险偏好等不同特征对商业银行风险行为影响的差异性。

参考文献:

- [1] 江曙霞、陈玉婵(2012). 货币政策、银行资本与风险承担. 金融研究,4.
- [2] 宋 玉. 我国商业银行风险承担对货币政策效应的影响分析. 大连:大连理工大学.
- [3] 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,7.
- [4] 张 强、张 宝(2011). 货币政策传导的风险承担渠道研究进展. 经济学动态,10.
- [5] 张雪兰、何德旭(2012). 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,1.
- [6] 张宗益、刘 胤(2012). 资本约束、风险承担与银行信贷扩张. 金融论坛,8.
- [7] Adrian, T. and H. Shin(2009). Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism. Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports.
- [8] Adrian, T. and H. Shin(2009). Financial Intermediaries and Monetary Economics. Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports.
- [9] Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibanez(2009). An Empirical Assessment of the Risk-Taking Channel. In: BIS/ECB Conference on “Monetary Policy and Financial Stability”.
- [10] Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibanez(2009). Bank Risk and Monetary Policy. BancaD Italia; Working Paper.
- [11] Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibanez(2011). Does Monetary Policy Affect Bank Risk Taking?; <http://www.suerf.org/download/collmay11/papers/1gambacorta.pdf>.
- [12] Angelini, P., S. Neri and F. Panetta(2011). Monetary and Macroprudential Policies. Temi di discussione, Bank of Italy, Economic Research Department; Economic working papers.
- [13] Borio, C., C. Furfine and P. Lowe(2001). Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options. Bank for International Settlements Papers, 1.
- [14] Borio, C. and H. Zhu(2008). Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism. BIS Working Papers, 268, December.
- [15] Buch, C., S. Eickmeier and E. Prieto(2011). In Search for Yield? Survey-based Evidence on Bank Risk Taking, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1, Economic Studies, 10.
- [16] De Nicolò, G., G. Dell’Ariccia, L. Laeven and F. Valencia(2011). Monetary Policy and Bank Risk Taking. IMF Staff Position Note, July 27, SPN/10/09.
- [17] Delis, M. and P. Kouretas(2011). Interest Rates and Bank Risk-taking. Journal of Banking and Finance, 35.
- [18] Dell’Ariccia, G. and R. Marquez(2006). Lending Booms and Lending Standards. Journal of Finance, 61.

- [19] Gaggli, P. and M. Valderrama (2011). Do Banks Take More Risk in Extended Periods of Expansive Monetary Policy? Evidence from A Natural Experiment, Mimeo.
- [20] Ioannidou, V., Ongena, S., and Peydrò, J. L. (2009). Monetary Policy and Subprime Lending: A Tall Tale of Low Federal Funds Rates, Hazardous Loan, and Reduced Loans Spreads. European Banking Center Discussion Paper, 04.
- [21] Jiménez, G., Ongena, S., Peydrò-Alcalde J. L., and Saurina, J. (2009). Hazardous Times for Monetary Policy: What do Twenty-three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-taking. Banco de España Working Paper, 0833.
- [22] Keeley, M. (1990). Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking. American Economic Review, 5.
- [23] López, M., F. Tenjo and H. Zárate (2011). The Risk-Taking Channel and Monetary Transmission Mechanism in Colombia. A presentation prepared for the 2nd BIS CCA Conference on “Monetary Policy, Financial Stability and the Business Cycle”, Ottawa.
- [24] Maddaloni, A., and Peydró, J. (2010). Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the U. S. Lending Standards. ECB Working Paper, 1248.
- [25] Rajan, R. (2006). Has Financial Development Made the World Riskier?, European Financial Management, 12.
- [26] Thakor, A. (1996). Capital Requirements, Monetary Policy, and Aggregate Bank Lending: Theory and Empirical Evidence, Journal of Finance, 51.

A Survey on the Research of Risk-taking Channel in Monetary Policy Transmission

Dai Junxun (Associate Professor, Wuhan University)

Hai Miti (Graduate, Wuhan University)

Abstract: With the development of financial innovation and financial supervision of adjustment, dynamic risk behavior of commercial banks on monetary policy transmission effect is increasing, thus forming the monetary policy transmission channels exposures with wide attention and researches. Before the financial crisis in 2008, the focus on monetary policy is mainly manifested on its mechanism and the effect on economic growth etc. and began in reflections on the financial crisis, easy monetary policy will create the credit bubble, in turn, which acts on the risk-taking incentives of commercial Banks. Changes on Banks' risk behavior will affect the financial stability and have become the focus of the theoretical circle. This article combed the evolution paths of the monetary policy transmission channel and the theory mechanism of the bank risk-taking channel. This paper summarizes the monetary policy risk-taking channel research, and then analyze the risk-taking channel of monetary policy transmission mechanism. The existence tests of risk-taking channel of monetary policy are summarized in this paper, too. The aim of this study is complete the monetary policy transmission theory, to deepen the cognition of the behavior of commercial banks and also to set a reference for drawing up monetary policy.

Key words: risk-taking channel; monetary policy; transmission

-
- **作者简介:** 代军勋, 武汉大学经济与管理学院副教授, 金融学博士; 湖北 武汉 430072。Email: daijunxun@whu.edu.cn。
海米提: 武汉大学经济与管理学院硕士生。
- **基金项目:** 教育部人文社科项目(10YJC790037); 国家社科基金重大项目(12&ZD046); 国家自然科学基金项目(71073113); 中央高校基本科研业务费专项资金项目
- **责任编辑:** 刘金波
- 