

流动性囤积视角下的影子银行及其监管*

项后军 周 雄

内容提要:本文从流动性囤积视角出发,基于2010—2017年中国166家商业银行的流动性囤积水平及3种影子银行数据的测算工作,较为全面地研究了影子银行及其监管政策对银行流动性囤积水平的影响。研究结论显示:无论采用何种影子银行代理变量,影子银行对银行流动性囤积水平均具有显著的负向影响。对影子银行的金融监管则会弱化影子银行对银行流动性囤积水平的负向影响,使得银行中流动性囤积水平上升从而影响到流入实体经济,这可能也是近年来造成实体经济“融资难”等原因之一。结合监管政策的异质性分析表明,金融监管弱化影子银行对银行流动性囤积水平的负向作用效果仅在中小银行、低资本充足率的银行中存在。对此,本文认为对影子银行的监管持“堵中有疏”的态度,可能会更有助于缓解当前实体经济的融资困境,提升金融服务实体经济的效果。

关键词:流动性囤积 影子银行 金融监管 实体经济

一、引言

近年来,中国快速发展的影子银行引起学界及监管当局的广泛关注,与国外高度资产证券化的影子银行不同,中国的影子银行是庞大银行体系在金融抑制与监管约束环境下为追逐更高收益而不断进行的创新业务,其实质是银行主导的类贷款业务(裘翔和周强龙,2014),银行通过复杂的交易结构设计、会计科目处理等将信用活动隐藏在表内同业科目、投资科目或表外项目之中,以达到监管套利的目的(孙国峰和贾君怡,2015)。也正因为这种规避监管的特性使影子银行具有较高的金融风险,甚至会影响到金融体系的稳定。

值得注意的是,由于我国的金融抑制、银行信贷歧视以及金融市场欠发达等原因,使得中小企业和民营企业受到相当程度的融资约束,影子银行作为银行之外的信用创造体系一直以不同的形式广泛存在,成为弥补信贷资源初次配置失衡的替代性融资方式(王永钦等,2015)。也即,在客观上影子银行的存在满足了某些难以获取银行贷款的企业的融资需求,成为金融市场的必要补充(Stein,2012)。

中国影子银行在2013年之前主要表现为以银信合作、银证合作、银保合作为代表的通道业务,2013年银监发8号文对银行理财资金投资非标资产进行总量控制,禁止了资金池业务,使得影子银行开始由“通道”向“同业”转变。“同业业务—委外投资—标准化资产”成为影子银行扩张的重点(王喆等,2017;高蓓等,2020),影子银行业务规模也进一步扩大,金融风险逐渐累积。2016年之后,为化解系统性金融风险,稳定金融市场,金融监管部门制定更高的监管标准,大力

* 项后军、周雄,广东金融学院金融与投资学院,邮政编码:510521,电子信箱:xhj816@163.com, zhouxiong9503@163.com。本研究得到国家自然科学基金项目(71973035)、广东省普通高校创新团队项目(人文社科类)资产管理研究团队(2018WCXTD004)的资助。作者感谢匿名审稿专家提供的建设性意见。当然,文责自负。

加强金融监管力度,各类监管政策陆续密集出台。^① 严厉的金融监管政策对之前相当活跃的影子银行业务造成很大打击,问题是,在控制影子银行风险的同时,也阻塞了部分资金流向实体经济的渠道,造成实体经济特别是民营中小微企业“融资难”等问题(徐高,2019)。

一方面,货币政策传导受到梗阻,2018年我国央行通过四次降准和增量开展中期借贷便利(MLF)操作等措施向市场提供数量巨大的中长期流动性。然而,社会融资规模在2018年只增加了19.2万亿元,增量比2017年却减少3.1万亿元,从社会融资规模的口径来看,非标项中最为重要的委托贷款和信托贷款在2018年出现急剧下滑,两者新增规模合计较2017年更是减少了5万亿元,拖累社会融资规模存量增速下滑了3.6%。^② 显然,央行在2018年投放的基础货币并未带来广义货币的相应扩张,货币政策传导在银行-实体经济之间出现了梗阻。

另一方面,银行风险偏好也在不断下降,采用银行信贷审批指数表征银行的风险偏好程度(金鹏辉等,2014),并对信贷审批指数和新增人民币贷款的数据观察可知(图1A),2015年以来银行信贷审批指数与新增人民币贷款均呈下降趋势,且从2017年开始,贷款审批指数由正转负,处于历史相对低位。这显示,央行所提供流动性中相当一部分是被银行体系某种程度上囤积起来,滞留在银行体系内部(银行存在流动性囤积行为),降低向实体经济提供流动性的倾向。而彼时政策当局不断表示将改革和完善金融机构监管、考核、激励等机制,几乎是急切地在督促银行提高风险容忍度,推动银行机构对民营企业“敢贷、能贷、愿贷”等,也较为明显地印证这一点。

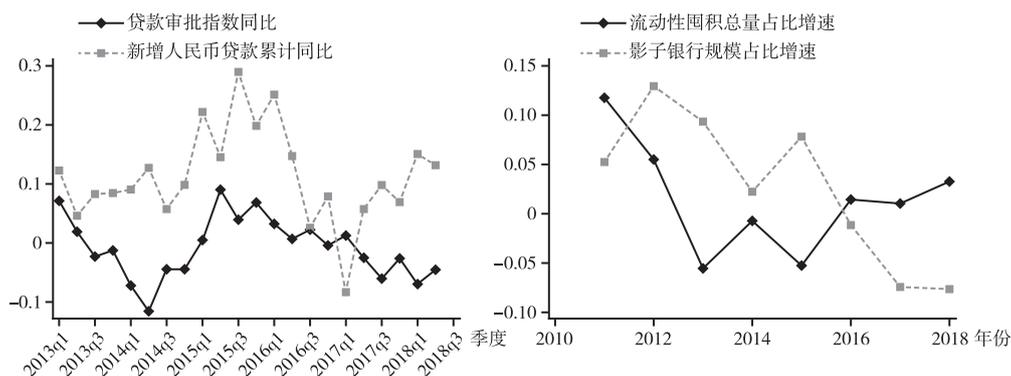


图 1A 银行信贷审批指数同比与新增人民币贷款^③ 图 1B 影子银行增速与流动性囤积水平增速^④

上述现象发生期间,我国影子银行增速与银行流动性囤积增速存在十分明显的反向变动趋势。如图 1B 所示,在 2016 年之前影子银行高速发展时期,银行流动性囤积水平明显呈现出快速下降趋势。而随后,前者受到严监管,影子银行开始负增长时,银行流动性囤积水平的增速却由负转正。那么,这两者之间的关系到底为何?特别是,对银行的流动性囤积行为,影子银行的严监管政策意味着什么?对影子银行的监管是继续强化“堵”还是更需要“堵中有疏”?显然,这些都是很值得研究的问题。

二、文献综述

目前关于影子银行方面的文献较为丰富,一些学者对国内影子银行的发展历程进行了归纳和

^① 2017年上半年,银监会对银行业集中开展对“三三四”市场乱象的整治行动,并对银行业以及影子银行的风险防控、监管改革等提出原则性、方向性的指导意见。2017年下半年之后,针对理财、资管、委托贷款等业务的实质性监管措施相继出台。2018年4月监管当局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,9月银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》,12月银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》等监管文件。

^{②③} 数据来源:Wind。

^④ 图 1B 数据来源:作者测算。

总结(王喆等,2017;Chen et al.,2021),具体来说主要分为以下几个阶段:

2008—2013年影子银行新兴阶段,是以“通道”形式投资非标资产为主要发展模式,银行通过发行理财产品借道信托、券商、保险等金融机构的信托计划、资管计划将资金投向信贷、票据等非标资产,主要融资对象为地方政府融资平台和房地产行业(Chen et al.,2020)。随着银监发8号文《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》的发布,对理财资金借助通道投向非标资产的比例进行了限制,影子银行开始另辟规避监管的路径。

2013—2016年快速发展阶段,影子银行开始通过“同业”模式进行业务创新,借由银行表内同业业务的同业代付、买入返售等,将发行同业存单、同业理财募集的资金进行委托投资(倪晓然和刘士达,2020)。至2014年监管部门发布127号文和140号文,^①要求买入返售金融资产下只能配置债券等高流动性资产,银行在买入返售金融资产下配置类信贷资产受到限制,开始通过存放同业、拆放同业开展委托投资、存单质押、受益权转让来达到变相放贷的目的(肖崎和阮健浓,2014;梁琪和涂晓枫,2017)。该阶段影子银行的蓬勃发展导致资金在金融系统内部空转,脱实向虚的现象较为严重。

2016年至今的治理阶段,基于“防范化解金融风险,严守风险底线”的大背景,为增强影子银行业务的规范性及风险可控性,监管层开始更加密集且有针对性地推出各种监管政策,压降影子银行存量及增量规模,引导影子银行产品规范有序的发展,监管套利行为明显减少(中国银保监会课题组,2020)。

正是因为中国影子银行规避监管套利存在阶段性变化的特性,国内学者根据彼此所定义影子银行范围、套利运作模式的不同展开了一系列的研究。大致可以归纳为三个方面:其一,从宏观视角基于全局影子银行范畴对系统性风险、宏观经济政策以及金融机构监管政策的影响进行探讨,主要观点认为影子银行会加剧金融风险累积、弱化货币政策和宏观审慎政策的有效性,同时其规避监管套利的行为,将流动性注入了商业银行无法覆盖的实体,一定程度上支持了小微企业发展(裘翔和周强龙,2014;高然等,2018;侯成琪和黄彤彤,2020;郁芸君等,2021;周上尧和王胜,2021)。其二,对表外影子银行进行集中讨论,例如,非保本理财(刘莉亚等,2019;战明华等,2020)、委托贷款(杜立和钱雪松,2021)以及信托贷款(方意等,2019)等,这些文献基于不同的业务类型探讨了表外影子银行的经济效应。其三,是对表内影子银行的研究,这也是本文所关注的影子银行范畴。表内影子银行又称表内类信贷影子银行,指的是商业银行为规避贷存比监管、资本监管以及贷款投向限制,借助会计手段,将事实上的贷款记在同业、投资等其他科目,从而达到变相发放贷款的目的,也即孙国峰和贾君怡(2015)、李文喆(2019)所定义的依附银行而存在的“银行影子”,这是中国影子银行一个极其重要的组成部分。正是因为其隐藏在银行资产负债表内,表面上看与商业银行受到的监管力度保持一致,不存在额外风险,因此学界当前对其研究相对较少,但事实上,表内类信贷影子银行与传统信贷资产具有相似的信用触发机制需要引起监管高度重视(Acharya et al.,2013)。

目前关于表内类信贷影子银行的研究相对较少且集中在对某一特定业务模式的分析上,例如,同业业务(郭晔等,2018)及其细分,如买入返售(祝继高等,2016)、同业存单(倪晓然和刘士达,2020)以及应收账款投资(Chen et al.,2018)。

而少有的几篇研究整体表内类信贷影子银行的文献,更多侧重于表内类信贷影子银行规模的测算(孙国峰和贾君怡,2015;李文喆,2019)和影子银行的风险溢出问题(许友传,2020)。最近高蓓等(2020)基于银行产权异质性的表内类信贷影子银行对货币政策有效性进行了较为全面的研

^① 127号文:《关于规范金融机构同业业务的通知》;140号文:《关于规范商业银行同业业务治理的通知》。

究,李志生和邵杨楠(2021)则基于银行资产负债表数据细致地分析了表内类信贷影子银行的动态变化。

对于银行流动性囤积的研究,国外大多数学者较为关注银行流动性囤积的动因。关于预防性囤积的研究,Ashcraft et al. (2011)提供了银行预防性囤积准备金、不愿放贷以及美联储基金利率剧烈波动的经验证据。Acharya & Skeie(2011)建立了一个银行间定期拆借市场模型,发现银行间市场利率上升和交易量的减少,并不一定仅仅是由交易对手信用风险造成的,可能反映的是银行对流动性的预防性需求,即银行囤积流动性,减少定期贷款,因为贷款的展期风险正在增加,极端情况下,银行间市场可能完全冻结。Acharya & Merrouche(2013)研究发现,金融危机使银行资产的变现能力变弱,风险敞口急剧增大,为应对客户大量出现的流动性需求,银行不得不大量持有流动性资产以应对冲击,当流动性资产持有量超出正常经营所需时,便出现流动性囤积。关于投机性囤积的研究,Acharya et al. (2012)指出,银行囤积流动性除了其自身的预防倾向,还存在掠夺对手的可能。拥有充足流动性的银行利用市场势力,对贷款进行配给,取而代之的是从交易对手方以较低价格购买被抛售的资产,以此获得高额收益,即流动性囤积的投机性动机。Gale & Yorulmazer(2013)的研究显示,极端环境下流动性盈余的银行可以通过向缺乏流动性的银行提供流动性支持并购买其优质资产获取高收益,正是这种投机行为促使了流动性盈余银行进行流动性囤积。关于担心交易对手风险上升的研究,Heider et al. (2015)将交易对手风险纳入银行间市场模型,展示了银行资产风险如何影响银行间市场的资金流动性,研究发现了一种新的市场崩溃形式,它可能导致银行的流动性囤积,这是因为银行间市场的逆向选择改变了持有流动性的机会成本。

万志宏和曾刚(2012)则首次在国内引入银行流动性囤积理论,介绍了美国银行体系在危机后存在的流动性囤积现象,并对造成美国银行体系流动性囤积的现实原因进行分析。随后,许桂华和刘飞(2015)对银行流动性囤积行为作了系统性探析,深入阐述了银行流动性囤积的动因和演化过程,并对流动性囤积可能带来的影响作了理论论述。更进一步地,牛慕鸿等(2017)则从利率走廊的角度讨论了流动性囤积问题,发现利率走廊可以减少市场对流动性的“囤积性需求”从而降低央行公开市场操作成本等。

特别值得注意的是,就流动性囤积与实体经济之间的关系而言,Berger et al. (2018)基于银行负债端、资产端和表外项目,构建全新的流动性囤积度量指标,实证发现经济政策不确定性损害实体经济的一个重要渠道即银行的流动性囤积。该结果表明银行为应对经济政策不确定性上升导致的流动性囤积是由银行供给效应主导的,即银行通过减少信贷供给进而可能对实体经济造成危害。

总结上述文献可知,目前的研究尚存在一些可以进一步改进之处:

其一,如前所述,尽管已有不少文献研究了影子银行的相关经济效应,然而目前尚无研究关注我国影子银行规模的变动是否以及如何影响银行流动性囤积行为。其实,银行流动性囤积行为往往伴随着信贷供给减少,这又会在某种程度上加大实体经济从银行获取融资的难度。因此,影子银行对银行流动性囤积的影响与实体经济“融资难”问题具有密切关联。当前影子银行面临的“一刀切”式严监管在“堵”住影子银行控制其风险的同时,是否也可能助推了银行的流动性囤积行为,从而实质性地加剧了实体经济“融资难”等情况。这些对于影子银行监管政策又意味着什么,显然都是很值得研究的。

其二,目前部分文献在研究对象上较为关注表外类信贷影子银行,如表外理财等,至于某些文献以表内类信贷影子银行为研究对象,也仅仅只关注其中某一部分如买入返售业务等等,并未能全面地囊括整体表内类信贷影子银行范畴。实际上,我国以银行为主导的金融体系特征注定了源于商业银行的表内类信贷影子银行一直是(而且仍然是)影响实体经济融资功能和金融风险最重要

的部分。相对于以往的文献将表内类信贷影子银行的一部分作为研究对象,扩展到更完整的整体层面来研究表内类信贷影子银行,所涵盖的业务范围更为广泛,同时也更具有普适性,更能反映出影子银行业务对经济、金融体系的影响。

其三,考虑到不同性质银行在影子银行业务上存在异质性,对影子银行的金融监管导致的一系列后果可能存在不同的影响,也需要进行深入分析。此外,因为银行流动性囤积的测算十分繁难,迄今相关的实证研究甚少,这一部分也有待于充实。

对此,作为文章的边际贡献,本文做出如下的针对性改进:

首先,本文从流动性囤积这一新的视角重新审视影子银行的发展,力图进行更为深入的研究来揭示影子银行与银行流动性囤积之间的内在关系,并进一步考察影子银行金融监管造成的某些出乎本意的影响后果,重新反思影子银行的监管政策和当前实体经济面临的“融资难”困境。

其次,正如上文所述,表内类信贷影子银行是我国影子银行体系中非常重要的组成部分,故区别于以往影子银行研究对象的关键一点在于,本文更侧重于整体表内类信贷影子银行的研究,并采用穿透影子银行业务的分析模式,力图更为全面、精细地分析表内类信贷影子银行的业务机制,弥补既有研究的某些缺失。

此外,本文还对纳入金融监管影响的影子银行进行异质性分析,较为深入地考察金融监管对不同异质性银行之间的影响是否有所不同。最后,本文还基于 Berger et al. (2018)提出的银行流动性囤积指标,结合中国的一些本土金融特征,构建了适合于我国的银行流动性囤积指标,从而对这一问题的研究做了一点基础但又不可或缺的工作。

三、理论分析及实证模型设定

如前所述,中国影子银行以依托商业银行开展的类贷款业务为主,借助商业银行的信用链条和担保链条,从事资金借贷活动,成为商业银行部分功能与作用的替代与补充。因此,与商业银行资产负债表具有紧密关联的表内类信贷影子银行对银行流动性囤积产生的影响最值得重视。

虽然表内类信贷影子银行涉及的业务范围广泛且复杂,但是归根到底其资金投向和来源分别对应着金融机构资产端和负债端的变化。故此,本文为清晰地刻画出影子银行影响银行流动性囤积的机制,^①从银行资产负债表入手,采用穿透分析的方式较为精细地分为两个方面提炼出影子银行对银行资产端和负债端流动性囤积的作用情况。

(一) 影子银行对银行资产端流动性囤积的影响

1. 同业渠道

同业渠道指的是影子银行利用同业业务的相关业务模式进行规避监管实现变相放贷,表面上看似乎是简单的同业行为,穿透到底实则为信贷资产。具体来说,银行通过与同业机构的业务往来,利用两家或两家以上机构间的相互操作(会计处理、“抽屉协议”等)进行影子银行业务活动,为规避监管将本应计入贷款科目下的资产隐匿在同业资产的相关科目下,使得银行资产端流动性资产增加,这会直接导致银行资产端流动性囤积水平的上升。根据交易对手的不同,又可细分为“银行同业渠道”与“非银同业渠道”。其中“银行同业渠道”使用的业务模式主要为:买入返售、同业代付。^②“非银同业渠道”使用的业务模式主要为:同业拆放、存放同业、买入返售。

^① 本文研究的影子银行对象为表内类信贷影子银行,如无特殊注明,下文中出现的影子银行皆为此意。

^② 买入返售标的物主要包括信托受益权、银行承兑汇票、证券等。

图 2A 展示了银行同业渠道买入返售信托受益权业务,^①如何引致银行流动性囤积水平上升。具体而言,首先,由牵头银行 B 寻找一家过桥企业 C 作为委托人委托信托公司 TC 成立信托 T,由信托 T 向融资企业 Q 提供信托贷款。其次,牵头行 B 与出资行 A 签署一份“抽屉协议”,牵头行 B 在协议中承诺,将在未来的一定期限内回购出资行 A 向过桥企业 C 购买的信托受益权资产。最后,出资行 A 向过桥企业 C 购买信托受益权,由于先签订了“抽屉协议”,对于出资行 A 而言该资产的风险由牵头行 B 承担,等同于同业往来,因而其将该信托受益权资产计入“买入返售资产”,同时为过桥企业 C 计入一笔存款。对牵头行而言远期回购承诺还躺在“抽屉”里,故仅需表外登记,资产负债表不产生变化。

最终,上述影子银行业务导致银行体系资产负债表的资产端增加同业资产——买入返售信托受益权,而这类科目属于银行的流动性资产科目,这使得银行持有的流动性资产不断地增加,进而推动银行资产端流动性囤积水平的上升。

2. 表内投资渠道

投资渠道指的是银行通过直接购买其他银行理财产品或非银金融机构 SPV(特殊目的载体)等投资行为进行影子银行业务活动,将本应该计入贷款科目下的资产隐匿于投资科目下,使得银行资产端非流动性资产增加,这直接会导致银行资产端流动性囤积水平降低。主要包括银信合作、银证合作为代表的,银行与非银行金融机构合作方式。

图 2B 以银信合作业务为例,展示该类型影子银行业务如何引致银行流动性囤积水平下降。^②具体而言,银行 A 的客户企业 Q 需要融资,但是受信贷政策限制等原因,A 银行不能直接向 Q 企业提供信贷,于是银行通过购买信托公司 TC 成立的投资于企业 Q 的信托产品受益权。入账时,银行 A 将信托受益权计入“可供出售金融资产”“应收款项类投资”“股权投资”等投资类科目,^③而这些投资类科目均属于流动性较低的非流动性资产,这会导致银行持有的非流动性资产不断增加,进而推动银行资产端流动性囤积水平下降。

(二) 影子银行对银行负债端流动性囤积的影响

2007 年之前,中国商业银行总体的贷存比较低,绝大多数资金都以存款形式流入商业银行,一般性存款已经能够满足银行资产端的配置需求,甚至存在过量资金利用不充分问题。但是,随着近年来货币市场基金、大资管兴起,金融脱媒不断加速,以及严监管和金融去杠杆的推进,银行负债端经营压力越发突显,主动负债工具也逐渐开始倍受关注。

影子银行可以借助同业负债和理财产品以主动负债的形式影响银行负债端流动性囤积。^④具体而言,银行既可以通过银行间市场以同业拆入、发行同业存单等方式来筹集更多的流动性负债,^⑤也可以向投资者发行理财产品销售理财份额来募集资金。前者,会直接增加银行持有的流动性负债,推高负债端流动性囤积水平,后者则由于对银行存款的分流作用可能会导致银行负债端流动性囤积下降,因为对于表内理财,银行通常会提供兜底承诺,无论盈亏

^① 影子银行的“非银同业渠道”对银行流动性囤积的影响与银行同业渠道类似,此处不再赘述。“买入返售银行承兑汇票”和“买入返售证券”业务导致的银行体系资产负债表累积变化与“买入返售信托受益权”类似,主要区别在于“买入返售票据”方式最终导致资产端贷款科目下的票据融资出表。

^② 由于银证、银基、银保、银资等影子银行业务模式与银信模式较为类似,此处仅以具有代表性的银信模式为例。

^③ 具体计入哪个二级科目需要根据标的物的特征确定。

^④ 理财产品又分表内理财与表外理财,本文主要关注表内类信贷影子银行对银行流动性囤积的影响,因此只考虑表内理财部分。

^⑤ 需要注意的是,同业负债近年来受到严监管打击,2014 年 4 月银监会 127 号文《关于规范金融机构同业业务的通知》要求同业负债不能超过总负债的 1/3;中国人民银行《2017 年第二季度中国货币政策执行报告》指出拟于 2018 年一季度对资产 5000 亿元以上银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 考核。

都会保证客户的本金兑付,银行承担信用风险,因此在表内核算,纳入存款保险基金和存款准备金缴纳的缴款范围。如图 2C 所示,当客户使用银行活期存款购买理财产品时,对银行而言实际上是客户存款转化为结构性存款,而结构性存款类似于定期存款,一般而言不能提前支取,属于银行的非流动性负债,因此,流动性负债转化为非流动性负债可能导致银行负债端流动性囤积下降。

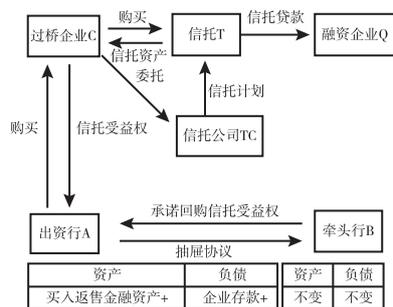


图 2A 银行同业买入返售业务

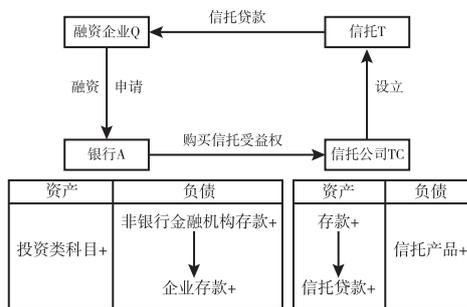


图 2B 银信合作业务

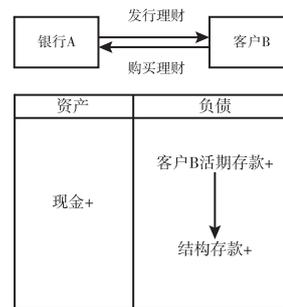


图 2C 保本理财业务

(三) 基准模型设定

由上述理论分析可知,影子银行可能通过影响银行对资产、负债的结构调整作用于流动性囤积,并且不同影响渠道的效果存在差异,因此为研究影子银行对银行流动性囤积的影响究竟为何,本文设定基准模型(1)—(3)从总量水平、资产端以及负债端三个不同的角度分别检验影子银行对银行流动性囤积产生的影响。

$$LH(total)/GTA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SB_t + \sum_{k=1}^k \gamma_k Micro_{it} + \sum_{k=1}^k \delta_k Macro_t + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$LH(asset)/GTA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SB_t + \sum_{k=1}^k \gamma_k Micro_{it} + \sum_{k=1}^k \delta_k Macro_t + u_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$LH(liab)/GTA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SB_t + \sum_{k=1}^k \gamma_k Micro_{it} + \sum_{k=1}^k \delta_k Macro_t + u_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, i 表示银行个体, t 表示时间, $LH(total)/GTA$ 为流动性囤积总量水平, $LH(asset)/GTA$ 为资产端流动性囤积水平, $LH(liab)/GTA$ 为负债端流动性囤积水平; SB 为表内类信贷影子银行代理变量,具体度量指标包括采用3种不同测算方法测度的影子银行规模占比 $SB1$ 、 $SB2$ 、 $SB3$; $Micro$ 为银行微观层面控制变量; $Macro$ 为宏观经济层面变量; u_i 为个体固定效应,用以控制不随时间变化且不可观测的银行固有特征, ε_{it} 为随机扰动项。由于本文的重要解释变量影子银行是时间序列,因而不能直接纳入时间固定效应来控制仅随时间变化的宏观环境调整,故参考张成思和刘贯春(2018)、刘贯春等(2019)的做法,转为添加宏观层面控制变量来刻画宏观经济环境。

四、变量选取、定义与数据说明

(一) 变量选取与定义

1. 流动性囤积度量

本文基于 Berger et al. (2018) 提出的流动性囤积测度方法,根据我国现实情况调整度量范围,对银行资产端、负债端相关科目进行赋权加总,分别测度资产端、负债端以及总量流动性囤积,构建适合我国的银行流动性囤积指标。

具体构建方法为:首先,基于 Berger & Bouwman(2009) 的分类方法,根据银行处理流动性资金

的难易程度、时间和成本,将资产区分为流动性资产和非流动性资产。对于负债的处理,非流动性负债(例如,次级债务等)通常不用于筹集流动性,因此负债端仅保留流动性负债。其次,对区分流动性之后的资产端、负债端科目赋予权重 +1/2 或 -1/2,权重取决于这些科目对于银行流动性囤积的贡献是正向还是负向。具体而言,银行可以通过增加流动性资产(例如,现金储备)以及流动性负债(例如,核心存款)来囤积流动性,因此这些项目被赋予 +1/2 权重,同时银行也可以通过减少非流动性资产(例如,信贷资产)来增加流动性囤积,因此这些项目被赋予 -1/2 权重。选择这种赋权方式的好处是,既能考虑资产端流动性转换,通过减少 1 单位非流动性资产可以用来筹集 1 单位流动性资产,并使得银行的流动性囤积上升 1 个单位,又弥补了以往流动性囤积指标缺乏对银行先天上具有的流动性期限错配问题的考量,纳入短期流动性负债,通过流动性负债募集的 1 单位资金,若投向非流动性资产,那么银行正常行使其流动性期限转化的功能,将短期负债转化为长期投资,因而不存在流动性囤积行为。反之,则表明银行未能有效进行流动性转化,导致流动性囤积增加 1 单位,从而保证了对流动性来源以及用途的合理核算。实证部分均采用流动性囤积占银行总资产的比重进行。

表 1 展示了详细的权重划分,流动性囤积计算公式如下所示:

$$\text{流动性囤积(总量)} = \text{流动性囤积(资产)} + \text{流动性囤积(负债)}$$

$$\text{流动性囤积(资产)} = (+1/2) \times \text{流动性资产} + (-1/2) \times \text{非流动性资产}$$

$$\text{流动性囤积(负债)} = (+1/2) \times \text{流动性负债}$$

表 1 银行流动性囤积的权重划分

资产项目		
流动性(+1/2)	非流动性(-1/2)	
现金及存放中央银行款项	应收款项类投资	在建工程
贵金属	发放贷款及垫款	固定资产清理
存放同业和其他金融机构款项	可供出售金融资产	无形资产
拆出资金	持有至到期投资	商誉
交易性金融资产	投资性房地产	长期待摊费用
买入返售金融资产	长期股权投资	递延所得税资产
衍生金融资产	固定资产	其他资产
其他应收款项		
应收利息		
应收股利		
负债项目		
流动性(+1/2)		
向中央银行借款	交易性金融负债	应付利息
拆入资金	衍生金融负债	应付股利
同业存放	卖出回购金融资产	递延收益
活期存款	应付职工薪酬	其他应付款
短期借款	应交税费	

2. 表内类信贷影子银行测度

(1) 影子银行 SB_1

本文基于孙国峰和贾君怡(2015)根据“借贷相等”的会计原理,用银行可能的负债减去所有“非影子银行资产”的方式来推算影子银行规模。具体测算公式如下:^①

$$SB_1 = M2 + (D_{CB} + D_{CC} - TB_B - TB_C) + K + FM - (L + FE + EB) \quad (4)$$

其中, SB_1 为表内类信贷影子银行规模, $M2$ 为货币供应量,^② D_{CB} 、 D_{CC} 为银行和央行的财政性存款余额, TB_B 、 TB_C 分别为银行的国债托管量和中央银行持有的国债额, K 为银行资本项, FM 为银行表外理财, L 为贷款, FE 为外汇占款, EB 为企业债券。影子银行 SB_1 等于 SB_1 占银行业总资产的比重。

(2) 影子银行 SB_2

李文喆(2019)将中国影子银行定义为传统银行表内贷款和债券投资以外的,具备完整信用转换、期限转换和流动性转换功能的金融业务。其测算范围涵盖了传统资产证券化为核心的影子银行以及类贷款影子银行业务,并考虑了重复计算问题。具体测算如下:^③

影子银行总资产 = 未贴现的银行承兑汇票 + 委托贷款 + 信托贷款 + 债券投资 + 其他资产

影子银行总负债 = 未贴现的银行承兑汇票 + 银行间同业准贷款 + 金融嵌套(银行表内资金) + 金融嵌套(银行表外理财)^④

影子银行总资产 = 影子银行总负债

影子银行 SB_2 等于影子银行总负债占银行业总资产的比重。

(3) 影子银行 SB_3

本文同时参考郭晔等(2018)、祝继高等(2016)、许友传(2020)的研究,使用表内类信贷影子银行用于藏匿资金的相关科目:买入返售金融资产、持有到期投资、应收款项类投资以及股权投资之和占银行总资产的比重测算微观层面的表内类信贷影子银行 SB_3 ,用于稳健性检验。

3. 影子银行金融监管

目前针对影子银行金融监管的测度文献较少,本文借鉴 Delis & Staikouras(2011)、潘敏和魏海瑞(2015)关于银行业监管强度的刻画,采用监管当局发布的与影子银行监管相关的公文数量的对数值来度量影子银行金融监管(FR)。一般而言,监管发文频率越高、数量文件越多代表监管态势越为严苛,反之表示监管态势松弛。

4. 控制变量

参考高蓓等(2020)、项后军和张清俊(2020)等的研究,控制宏观经济层面经济增长($GDPG$, GDP 年增长率)、物价水平(CPI , $CPI/100$)以及货币供应量($M2$, $M2$ 增长率),同时,考虑到 Berger et al. (2018)认为经济政策不确定性(EPU)能够影响银行流动性囤积,因此对经济政策不确定性(EPU , Baker et al. (2016)月度 EPU 指数取年度算术平均值/100)进行控制。微观银行特征包括资产规模($Assets$, 总资产取对数)、资产收益率(ROA , 净利润/总资产)、成本收入比(CIR , 业务管理费用/总资产)、不良贷款率(NPL , 不良贷款/总贷款)以及拨备覆盖率(PVC , 拨备/不良贷款)。

① 数据来源:人民银行,《货币统计概览》《金融机构本外币信贷收支表》《其他存款性公司资产负债表》《货币当局资产负债表》;中国债券信息网,《债券托管量》。

② 中国人民银行2011年10月起将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款纳入 $M2$,为统一货币数量口径,本文对2010年的 $M2$ 指标作相应处理。

③ 数据来源:人民银行,《社会融资规模统计表》《其他存款性公司资产负债表》《金融机构人民币信贷收支表》;中国理财网,《中国银行业理财市场年度报告》;中国债券信息网,《债券托管存量》。

④ 由于《中国银行业理财市场报告》于2013年开始公布,对于2013年之前的表外理财数据按2013年的增速外推得到。

(二)数据来源、处理与描述性统计

1. 数据来源及处理

本文选取2010—2017年中国166家商业银行的非平衡面板数据作为研究样本,^①商业银行微观数据来自于国泰安数据库、Wind数据库以及各商业银行年报,宏观经济数据源于中经网。影子银行代理变量测算数据来自人民银行网站、中国理财网、中国债券信息网。影子银行金融监管变量数据来源于人民银行网站、中国银行保险监督管理委员会网站、中国基金业协会网站。考虑到本文的研究对象,剔除政策性银行、外资银行以及连续期少于3年的银行样本,并通过查询银行年报对缺失值进行手工补漏处理。同时,为排除异常值的影响,对除时间序列变量之外的其余变量进行上下1%分位点缩尾处理。

166家商业银行包括5家国有大型商业银行、12家股份制银行、89家城市商业银行、60家农村商业银行及以下机构。截至2017年底,样本银行总资产占银行业金融机构总资产占比69.26%。因此,本文使用的研究样本覆盖了中国主要的商业银行,是一个颇具代表性的银行样本。

2. 描述性统计

表2为本文主要变量的描述性统计。

表2 描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>LH(total)/GTA</i>	1111	0.241	0.121	-0.281	0.240	0.713
<i>LH(asset)/GTA</i>	1111	-0.197	0.102	-0.389	-0.206	0.236
<i>LH(liab)/GTA</i>	1111	0.438	0.0443	0.205	0.449	0.482
<i>SBI</i>	1111	0.165	0.0182	0.131	0.171	0.187
<i>SB2</i>	1111	0.160	0.0465	0.0147	0.166	0.171
<i>SB3</i>	1111	0.201	0.122	0.0230	0.200	0.337
<i>FR</i>	1111	2.453	0.344	2.079	2.485	3.219
<i>EPU</i>	1111	2.134	1.142	0.989	1.813	3.648
<i>GDPG</i>	1111	0.0776	0.0122	0.0670	0.0730	0.106
<i>CPI</i>	1111	1.025	0.0113	1.014	1.021	1.054
<i>M2</i>	1111	0.135	0.0309	0.0932	0.130	0.208
<i>Assets</i>	1111	25.335	1.783	21.568	25.230	30.541
<i>ROA</i>	1111	0.0103	0.00399	0.00111	0.0101	0.0223
<i>CIR</i>	1111	0.325	0.109	0.0971	0.332	0.791
<i>NPL</i>	1111	0.0145	0.00896	0.00102	0.0143	0.112
<i>PVC</i>	1111	2.940	2.097	1.007	2.347	13.981

^① 根据审稿人建议删除2018年度样本数据以排除“资管新规”可能对本文结论产生干扰的意见,最终本文实证部分采用2010—2017年的数据。

五、实证研究

(一) 影子银行对银行流动性囤积的影响

根据模型(1)—(3),表3给出了影子银行对流动性囤积的基准回归结果。为了确保实证结果的稳健,本文控制不随时间变化的个体固定效应,并使用银行层面聚类稳健标准误,同时,控制宏观环境变量及微观银行特征以尽可能排除其他因素对流动囤积的影响。

表3 影子银行与流动性囤积

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$LH(total)/GTA$		$LH(asset)/GTA$		$LH(liab)/GTA$	
<i>SB1</i>	-2.803*** (0.332)		-2.113*** (0.263)		-0.573*** (0.126)	
<i>SB2</i>		-7.262*** (0.871)		-5.461*** (0.677)		-1.429*** (0.358)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
adj R ²	0.524	0.520	0.523	0.519	0.223	0.220
观测值	1111	1111	1111	1111	1111	1111

注:括号内为银行层面的聚类稳健标准误;*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。下同。

第(1)—(2)列为影子银行对流动性囤积总量的影响,影子银行代理变量系数均在1%的水平上显著为负,回归结果表明,影子银行规模越大,银行流动性囤积总量水平越低,佐证了前文典型事实中,影子银行与流动性囤积此消彼长的关系。第(3)—(4)列展示了影子银行对资产端流动性囤积的影响,系数均为负向显著,表明影子银行规模越大银行资产端流动性囤积水平越小。该结果有效支持了前文影子银行影响银行资产端流动性囤积的投资渠道。结合现实情况来看,2014年5月银监会127号文明确封堵了买入返售的非标渠道,因此应收款项类投资作为非标渠道的替代开始激增,以16家上市银行投资科目数据为例,应收款项类投资2014年的同比增速达到60.13%,扩张速度非常明显。^①第(5)—(6)列给出了影子银行对银行负债端流动性囤积的影响。结果显示,影子银行规模扩张能降低银行负债端流动性囤积水平,支持了影子银行促使银行负债端发生流动性转化进而削弱了负债端流动性囤积水平的观点。

(二) 稳健性检验及内生性处理^②

1. 稳健性检验

(1) 替换影子银行代理变量

本文使用微观层面影子银行指标*SB3*对前文影子银行变量进行替换重复基准回归并增加控制时间固定效应。结果显示,影子银行与总量、资产端以及负债端流动性囤积的负向显著关系仍旧稳定并未发生较大变化,与基准回归的结论保持了高度一致,证实了本文结论的稳健性。

^① 数据来源:Wind。具体包括:中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行、华夏银行、民生银行、光大银行、兴业银行、中信银行、北京银行、浦发银行、宁波银行、南京银行和平安银行(2012年之前为深圳发展银行)。

^② 由于篇幅所限,此部分略去3个回归结果表格,留存备索。

2. 内生性问题处理

(1) 工具变量 2SLS 估计

通常,经济体的企业数量越多,企业融资需求越旺盛,银行业金融机构对企业的资金支持作用就越发重要。在中国以银行为主导的金融体系中,银企的这种关系就更加突显。随着我国经济体量进一步扩大,仅依靠银行提供间接融资的方式并不能满足庞大企业群体的融资需求。在这样的背景下催生出了我国特色的影子银行业务。对于很难从正规渠道获取银行贷款的企业,可以通过影子银行获得生产经营需要的资金支持。企业数量的提升,促进了融资需求的增长,扩大的融资缺口由影子银行规模膨胀得到满足,因而满足相关性条件。但是,企业数量增加并不能对银行流动性囤积造成直接影响。因此,本文选取企业法人数量(*CorpNum*)作为影子银行(*SB*)的工具变量,使用工具变量两阶段最小二乘估计(two-stage least squares, 2SLS)和有限信息极大似然估计(Limited Information Maximum Likelihood Estimation, LIML)进行分析,以缓解内生性问题。相关结果如表 4 所示,均表明影子银行确实降低了流动性囤积水平。

表 4 工具变量 2SLS

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	First Stage		Second Stage					
	SB1	SB2	LH(total)/GTA		LH(asset)/GTA		LH(liab)/GTA	
<i>SB1</i>			-3.496*** (0.326)		-2.772*** (0.273)		-0.709*** (0.0999)	
<i>SB2</i>				-11.014*** (1.092)		-8.734*** (0.860)		-2.235*** (0.315)
<i>CorpNum</i>	0.0751*** (0.000209)	0.0238*** (0.000137)						
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.492	0.490	0.448	0.443	0.422	0.418	0.232	0.228
观测值	865	865	865	865	865	865	865	865

(2) 解释变量滞后一期处理

为进一步避免反向因果的内生性问题,本文使用自变量滞后一期重复基准回归,以检验影子银行以及其他控制变量变动可能对下一期银行流动性囤积的影响。结果表明,影子银行对总量、资产端以及负债端流动性囤积水平依旧是负向显著。

总体而言,在更换影子银行测算方式且考虑了内生性问题之后,估计结果与前文基准回归结果保持一致,进一步验证了前文估计结果的稳健性。

六、进一步讨论

(一) 影子银行金融监管^①

影子银行规避监管的行为存在积聚风险引发系统性金融风险的可能。为防范化解系统性金融风险,近年来,监管机构开始频繁、密集地出台新监管措施。例如:2014年4月,监管部门联合发文

^① 本文讨论的金融监管指的是对影子银行的金融监管,即影子银行金融监管,如无特殊标注,二者等同混用。

《关于规范金融机构同业业务的通知》整治同业乱象；2016年4月，银监会发布《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》，对信贷资产收益权交易结构不规范等问题进行监督；2017年11月，中国人民银行等部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，对资产管理行业进行统一监管等，形成了对影子银行“一刀切”式的严监管态势，有效控制了影子银行的膨胀，压降了影子银行规模。因此，在监管趋严的大背景下，影子银行与流动性囤积之间的关系自然也会受到影子银行金融监管的冲击，有必要纳入影子银行金融监管因素来探讨影子银行对流动性囤积的影响。

通过在基准模型(1)—(3)的基础上引入影子银行(*SB*)与影子银行金融监管(*FR*)的交互项(*SB × FR*)，检验对影子银行的金融监管是否会影响到影子银行与流动性囤积之间的关系。表5 Panel A展示了考虑影子银行金融监管因素的回归结果。可以看到，影子银行变量的系数均为负向，交互项系数均为正向显著，表明影子银行金融监管会削弱影子银行对流动性囤积的负向效果。那么随之而来的一个问题是，金融监管究竟又是如何削弱影子银行对流动性囤积的负向效果？因为交互项包含着两种可能的解释：其一，金融监管压降了受到监管影响的影子银行部分，进而削弱影子银行对流动性囤积的影响力度，具有直接效应；其二，金融监管加强，导致未受监管的影子银行部分“未雨绸缪”造成恐慌引发了该削弱效果，是间接性的。

对此，本文设计了补充验证机制对上述两种解释进行排除性检验。首先，利用影子银行对金融监管(*FR*)进行回归，估计模型(5)，获取残差(*Res*)，即得到不受监管政策影响的影子银行部分。其次，引入残差(*Res*)与金融监管(*FR*)的交互项(*Res × FR*)对模型(6)进行估计，交互项系数 ϕ_1 衡量了在金融监管的影响下未受监管的影子银行部分对流动性囤积的作用效果是否发生了变化。

$$SB_t = \alpha_0 + \beta_1 FR_t + \sum_{j=1}^j \gamma_j Macro_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$LH/GTA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Res_t + \beta_2 FR_t + \phi_1 Res_t \times FR_t + \sum_{j=1}^j \gamma_j Micro_{it} + \sum_{j=1}^j \delta_j Macro_t + u_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

由表5 Panel B的回归结果可知，残差(*Res*)与影子银行金融监管(*FR*)的交互项(*Res × FR*)均不显著，表明金融监管力度上升时，不受影子银行金融监管的部分对流动性囤积的影响效果没有显著变化，从而排除了解释二。可以认为，影子银行金融监管直接通过压降影子银行规模削弱了影子银行对流动性囤积的负向影响，也即对影子银行的金融监管导致了流动性囤积水平的上升。这与当前金融强监管下实体经济面临的“融资难”现象具有较高的一致性。

表5 考虑影子银行金融监管的实证结果

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>LH(total)/GTA</i>		<i>LH(asset)/GTA</i>		<i>LH(liab)/GTA</i>	
<i>SBI</i>	-4.334*** (0.988)		-3.498*** (0.743)		-1.766*** (0.460)	
<i>FR</i>	-0.190*** (0.0445)	0.283** (0.110)	-0.187*** (0.0362)	-0.353*** (0.0916)	0.00820 (0.0183)	-0.0762* (0.0419)
<i>SBI × FR</i>	0.911** (0.363)		0.856*** (0.287)		0.597*** (0.166)	

续表 5

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$LH(total)/GTA$		$LH(asset)/GTA$		$LH(liab)/GTA$	
<i>SB2</i>		-11.916* (6.947)		-18.127*** (5.818)		-6.196** (2.639)
<i>SB2 × FR</i>		1.752*** (0.666)		2.171*** (0.556)		0.456* (0.254)
adj R ²	0.534	0.523	0.540	0.537	0.220	0.222
观测值	1111	1111	1111	1111	1111	1111
Panel B	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$LH(total)/GTA$		$LH(asset)/GTA$		$LH(liab)/GTA$	
<i>Res_1</i>	-7.112** (2.903)		-4.229* (2.386)		-2.680** (1.229)	
<i>FR</i>	-0.125*** (0.0226)	-0.160*** (0.0263)	-0.118*** (0.0186)	-0.139*** (0.0222)	-0.00552 (0.00660)	-0.0181** (0.00720)
<i>Res_1 × FR</i>	1.565 (1.009)		0.951 (0.858)		0.628 (0.395)	
<i>Res_2</i>		-3.245* (1.759)		-1.955 (1.487)		-1.269* (0.700)
<i>Res_2 × FR</i>		0.824 (0.663)		0.507 (0.565)		0.342 (0.258)
adj R ²	0.677	0.675	0.650	0.650	0.432	0.432
观测值	1111	1111	1111	1111	1111	1111

注:所有回归控制变量均与基准回归保持一致,并控制个体固定效应。

(二) 异质性分析

1. 不同性质银行

股份制和城商行等中小银行在资产规模、吸存能力、客户网络等方面,较国有大型银行而言劣势明显,因而具有更强的动机借助影子银行业务来缓解经营压力。前文的实证结论可能因银行性质的区别存在异质性效果,对此本文参考徐明东和陈学彬(2011)的研究,按照银监会分类方法将全样本划分为五大行、股份制银行和城市商业银行、农商行及以下三大类进行分组回归,表6列示了使用影子银行 *SB1* 的银行异质性分析结果。^① 其中,影子银行系数均保持负向显著,交互项的系数只在股份制和城商行、农商行及以下的分组中为正向显著,五大行组别交互项系数均不显著,且在负债端流动性囤积的回归中出现了反向。回归结果表明金融监管削弱影子银行对流动性囤积的负向作用仅存在于中小银行当中,即金融强监管压降影子银行规模导致的流动性囤积上升现象主要是由中小银行主导的。

^① 表6和表7中影子银行 *SB2* 的回归结果与影子银行 *SB1* 保持一致,因篇幅所限此处略去,留存备案。

表 6 基于银行性质的异质性检验

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>LH(total)/GTA</i>			<i>LH(asset)/GTA</i>			<i>LH(liab)/GTA</i>		
	五大行	股份制 和城商	农商及 以下	五大行	股份制 和城商	农商及 以下	五大行	股份制 和城商	农商及 以下
<i>SBI</i>	-1.881 (1.191)	-2.611*** (0.611)	-4.091* (2.179)	-1.866 (1.108)	-2.301*** (0.488)	-1.648* (0.834)	-0.0145 (0.121)	-0.311* (0.232)	-2.443** (0.923)
<i>FR</i>	-0.0101 (0.0114)	-0.0226*** (0.00624)	-0.0207* (0.0109)	-0.0112 (0.0111)	-0.0240*** (0.00480)	-0.0214*** (0.00725)	0.00107 (0.00184)	0.00143 (0.00276)	0.151 (0.00825)
<i>SBI × FR</i>	0.0441 (0.0567)	0.0976** (0.0426)	0.129** (0.0532)	0.0541 (0.0552)	0.110*** (0.0325)	0.0809* (0.0437)	-0.00999 (0.0151)	0.213*** (0.0192)	0.0479** (0.0349)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
adj R ²	0.863	0.722	0.455	0.736	0.695	0.497	0.935	0.491	0.153
观测值	40	737	334	40	737	334	40	737	334

2. 资本充足率的异质性

现有文献表明,银行通过开展影子银行业务进行信贷资产科目腾挪降低了其风险加权资产,在资本金不变的情况下会表现出较高的资本充足率,既满足监管对资本充足率的要求又获取了收益(Chen et al.,2021),因此低资本水平银行可能会更多地开展影子银行业务。所以,当金融监管压降影子银行规模时,不同资本充足率水平的银行可能会有不一样的反应,进而使得前文结论可能出现异质性。为检验该异质性,本文将样本银行区分为高、低资本充足率两组,具体分类方法如下:对每一年中的所有银行个体,其资本充足率水平大于等于年度整体均值的划分到高资本充足率组别,否则进入低资本充足率组别。因此,一家银行可能随着时间变化出现在不同资本充足率的组别。表7列示了使用影子银行*SBI*进行资本充足率异质性检验的结果,其中,影子银行的系数显著性及方向仍未发生改变,低资本充足率组别的交互项系数均为正向显著,而高资本充足率组别则均不显著。回归结果表明,金融监管削弱影子银行对流动性囤积的负向作用仅存在于低资本充足率银行中,也就是说金融监管限制影子银行规模扩张最终导致的流动性囤积上升现象由低资本充足率银行主导。

表 7 基于资本充足率的异质性检验

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>LH(total)/GTA</i>		<i>LH(asset)/GTA</i>		<i>LH(liab)/GTA</i>	
	high	low	high	low	high	low
<i>SBI</i>	-3.558*** (1.053)	-3.707*** (0.718)	-2.717*** (0.877)	-3.019*** (0.525)	-0.715** (0.320)	-0.157** (0.0533)
<i>FR</i>	-0.0315*** (0.00901)	-0.0264*** (0.00770)	-0.0286*** (0.00805)	-0.0262*** (0.00592)	-0.00170 (0.00305)	-0.000557 (0.00316)
<i>SBI × FR</i>	-0.00414 (0.0599)	0.116** (0.0465)	-0.570 (0.354)	0.119*** (0.0365)	0.0106 (0.0201)	0.176** (0.0598)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
adj R ²	0.414	0.671	0.433	0.647	0.158	0.440
观测值	346	519	346	519	346	519

七、结论与政策建议

本文从银行流动性囤积的视角出发,基于2010—2017年中国166家商业银行的非平衡面板数据,研究影子银行与银行流动性囤积的关系,并进一步考察影子银行金融监管的冲击作用,以及银行异质性的不同效果,主要结论包括以下几个方面:

基准模型回归结果显示,无论是采用何种影子银行代理变量,总体而言影子银行对银行流动性囤积具有负向显著影响,该结论通过稳健性检验以及考虑内生性问题之后依旧稳健,也即一段时间以来影子银行的发展有效抑制了银行的流动性囤积行为,一定程度上缓解了实体经济的融资压力。进一步考虑影子银行监管政策的影响,发现金融监管通过压降影子银行规模,进而弱化了影子银行对银行流动性囤积水平的负向关系。其结果是,严监管政策加剧了银行流动性囤积水平的上升,这可能也是近年来造成实体经济“融资难”等原因之一。此外,基于银行性质的异质性分析显示:金融监管弱化影子银行对银行流动性囤积水平的负向作用效果主要存在于股份制和城商行、农商行及以下的分组中,也即该弱化效果由中小银行主导;基于资本充足率水平的异质性分析结果显示,仅低资本充足率的银行存在金融监管的弱化效果,而高资本充足率的银行则不存在。

从政策含义上看,虽然目前关于影子银行的金融监管政策有效遏制住了我国影子银行规模的持续扩张,但是,应该看到的是影子银行的发展能够在某种程度上抑制银行流动性囤积行为,对影子银行“一刀切”式地严监管在降低影子银行系统性风险的同时,也助推了银行流动性囤积水平上升,一定程度上引发实体经济“融资难”等问题,故对待影子银行应持“堵中有疏”的态度,既要管控影子银行的风险,同时也应看到影子银行助推实体经济发展做出的重要贡献。因此,一方面,要构建多层次的金融市场体系,拓宽实体经济的融资渠道;另一方面,需要客观地认识到影子银行的发展是金融创新的必然结果,影子银行的存在和发展有其必要性和合理性,审时度势地把握与调整相关的监管政策,可能会更适应经济发展的现实需求。

参考文献

- 杜立、钱雪松,2021:《影子银行、信贷传导与货币政策有效性——基于上市公司委托贷款微观视角的经验证据》,《中国工业经济》第8期。
- 方意、韩业、荆中博,2019:《影子银行系统性风险度量研究——基于中国信托公司逐笔业务的数据视角》,《国际金融研究》第1期。
- 高蓓、陈晓东、李成,2020:《银行产权异质性、影子银行与货币政策有效性》,《经济研究》第4期。
- 高然、陈忱、曾辉、龚六堂,2018:《信贷约束、影子银行与货币政策传导》,《经济研究》第1期。
- 郭晔、程玉伟、黄振,2018:《货币政策、同业业务与银行流动性创造》,《金融研究》第5期。
- 侯成琪、黄彤彤,2020:《影子银行、监管套利与宏观审慎政策》,《经济研究》第7期。
- 金鹏辉、张翔、高峰,2014:《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。
- 李文喆,2019:《中国影子银行的经济分析:定义、构成和规模测算》,《金融研究》第3期。
- 梁琪、涂晓枫,2017:《银行影子的发展及其运作模式探析》,《金融论坛》第4期。
- 刘贯春、段玉柱、刘媛媛,2019:《经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资》,《经济研究》第8期。
- 刘莉亚、黄叶苞、周边,2019:《监管套利、信息透明度与银行的影子——基于中国商业银行理财产品业务的角度》,《经济学(季刊)》第3期。
- 李志生、邵杨楠,2021:《中国影子银行的动态变化——基于银行资产负债表视角的分析》,《财经问题研究》第10期。
- 牛慕鸿、张黎娜、张翔,2017:《利率走廊、利率稳定性和调控成本》,《金融研究》第7期。
- 倪晓然、刘士达,2020:《金融同业活动与实体企业经营风险——来自地区层面同业存单业务的证据》,《金融研究》第9期。
- 潘敏、魏海瑞,2015:《提升监管强度具有风险抑制效应吗?——来自中国银行业的经验证据》,《金融研究》第12期。
- 裘翔、周强龙,2014:《影子银行与货币政策传导》,《经济研究》第5期。
- 孙国峰、贾君怡,2015:《中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角》,《中国社会科学》第11期。
- 王永钦、刘紫寒、李嫦、杜巨澜,2015:《识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据》,《管理世界》

第12期。

王喆、张明、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。

王志宏、曾刚,2012:《后危机时代美国银行体系的流动性囤积与货币政策传导》,《国际金融研究》第10期。

徐高,2019:《流动性陷阱与两难的央行》,《中国经济报告》第1期。

项后军、张清俊,2020:《中国的显性存款保险制度与银行风险》,《经济研究》第12期。

徐明东、陈学彬,2011:《中国微观银行特征与银行贷款渠道检验》,《管理世界》第5期。

许桂华、刘飞,2015:《银行流动性囤积行为探析:动因、演化过程及影响》,《金融理论与实践》第6期。

肖崎、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。

许友传,2020:《主要商业银行的表内类信贷活动及其隐性风险》,《数量经济技术经济研究》第11期。

郁芸君、张一林、彭俞超,2021:《监管规避与隐性金融风险》,《经济研究》第4期。

张成思、刘贯春,2018:《中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角》,《经济研究》第12期。

中国银保监会政策研究局课题组、中国银保监会统计信息与风险监测部课题组,2020:《中国影子银行报告》,《金融监管研究》第11期。

祝继高、胡诗阳、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出方的实证研究》,《金融研究》第1期。

战明华、王泽涛、汤颜菲、许月丽,2020:《金融创新如何影响了中国货币需求的流动性陷阱效应——来自金融理财产品的证据》,《财贸经济》第1期。

周上尧、王胜,2021:《中国影子银行的成因、结构及系统性风险》,《经济研究》第7期。

Acharya, V. V., P. Schnabl, and G. Suarez, 2013, “Securitization Without Risk Transfer”, *Journal of Financial Economics*, 107(3), 515—536.

Acharya, V. V., D. Gromb, and T. Yorulmazer, 2012, “Imperfect Competition in the Interbank Market for Liquidity as A Rationale for Central Banking”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 184—217.

Acharya, V. V., and O. Merrouche, 2013, “Precautionary Hoarding of Liquidity and Interbank Markets: Evidence from the Subprime Crisis”, *Review of Finance*, 17(1), 107—160.

Acharya, V. V., and D. Skeie, 2011, “A Model of Liquidity Hoarding and Term Premia in Inter-Bank Markets”, *Journal of Monetary Economics*, 58(5), 436—447.

Ashcraft, A., J. McAndrews, and D. Skeie, 2011, “Precautionary Reserves and the Interbank Market”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 43, 311—348.

Berger, A. N., and C. H. Bouwman, 2009, “Bank Liquidity Creation”, *Review of Financial Studies*, 22(9), 3779—3837.

Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis, 2016, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593—1636.

Berger, A. N., O. Guedhami, H. H. Kim, and X. Li, 2018, “Economic Policy Uncertainty and Bank Liquidity Hoarding”, *Journal of Financial Intermediation*, Forthcoming.

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.

Chen, T. H., C. H. Shen, M. W. Wu, and K. J. Huang, 2021, “Effect of Shadow Banking on the Relation between Capital and Liquidity Creation”, *International Review of Economics and Finance*, 76, 166—184.

Chen, Z., Z. He, and C. Liu, 2020, “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes”, *Journal of Financial Economics*, 137(1), 42—71.

Delis, M. D., and P. K. Staikouras, 2011, “Supervisory Effectiveness and Bank Risk”, *Review of Finance*, 15(3), 511—543.

Gale, D., and T. Yorulmazer, 2013, “Liquidity Hoarding”, *Theoretical Economics*, 8(2), 291—324.

Heider, F., M. Hoerova, and C. Holthausen, 2015, “Liquidity Hoarding and Interbank Market Rates: The Role of Counterparty Risk”, *Journal of Financial Economics*, 118(2), 336—354.

Stein, J. C., 2012, “Monetary Policy as Financial Stability Regulation”, *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 57—95.

Shadow Banking and Its Supervision from the Perspective of Liquidity Hoarding

XIANG Houjun and ZHOU Xiong

(School of Finance & Investment, Guangdong University of Finance)

Summary: In recent years, China's rapidly developing shadow banking has attracted widespread attention from the academic community and regulatory authorities. Different from foreign shadow banking with a high degree of asset securitization, China's shadow banking is an innovative business in the pursuit of a huge banking system in an environment of financial repression and regulatory constraints. This business with higher returns is essentially a bank-led quasi-loan business. Through complex transaction structure design and accounting subject processing, the bank hides the credit activities in the inter-bank subjects and investment projects on the balance sheet. Accounts may be transferred to off-balance sheet items to achieve regulatory arbitrage. It is precisely because of this evasion of supervision that shadow banking has high financial risks, and even affects the stability of the financial system.

In China, due to reasons such as financial restraint, bank credit discrimination, and underdevelopment of the financial market, small and medium-sized enterprises and private enterprises are subject to severe financing constraints, and shadow banking has become an alternative financing method of making up for the imbalance in the initial allocation of credit resources. Objectively, the existence of shadow banking meets the financing needs of enterprises that are difficult to obtain bank loans, and is a necessary supplement to the financial market.

In 2013, the No. 8 Document of the China Banking and Insurance Regulatory Commission released regulations on some businesses of shadow banking, but it did not have a substantial impact on the expansion of shadow banking. High regulatory standards and various stringent regulatory policies have been introduced one after another, forming a one-size-fits-all type of strict supervision, which has brought a heavy blow to shadow banking. The problem is that the control of the risks of shadow banking also blocks the channels for some funds to flow to the real economy, resulting in problems such as financing difficulties for the real economy, especially private, small, medium and micro enterprises. The data in this paper shows that before 2016, during the period of rapid development of shadow banking, the level of bank liquidity hoarding obviously showed a rapid downward trend, and then shadow banking began to experience negative growth due to the strict regulation by the regulatory authorities. Whereas, the increase in bank liquidity hoarding level has changed from negative to positive, and there is a very obvious reverse trend between the two. So what is the relationship between the two? In particular, what does the strict supervision policy of shadow banking mean for banks' liquidity hoarding behavior? Should the supervision of shadow banking continue to be strengthened or is it more necessary to be relaxed to solve problems? Obviously, these are questions worth investigating.

This paper starts with the bank's balance sheet, and uses the method of penetration analysis to more finely divide it into two aspects to extract the mechanism of shadow banking on the liquidity hoarding of the bank's assets and liabilities. Then, based on the basic calculation of the level of liquidity hoarding and the scale of shadow banking in 166 commercial banks in China from 2010 to 2017, this paper analyzes the endogeneity by introducing the regression of the total amount, the asset side, and the liability side, and using the instrumental variable method. In this paper, we comprehensively and empirically study the impact of shadow banking and its regulatory policies on the level of bank liquidity hoarding.

The research conclusion shows that no matter what shadow banking proxy variable is used, shadow banking has a significantly negative impact on the level of bank liquidity hoarding. Further considering the regulatory policy effect of shadow banking, we find that it will indeed weaken the negative relationship between shadow banking and the level of liquidity hoarding in banks, which will increase the level of liquidity hoarding in banks and affect the flow into the real economy. This may also be one of the reasons for the financing difficulties of the real economy in recent years. Combining the heterogeneity analysis of regulatory policies, it shows that the negative effect of financial regulation weakening shadow banking on bank liquidity hoarding only exists in small- and medium-sized banks and banks with high capital adequacy ratio. In this regard, this paper believes that the supervision of shadow banking should be problem-solving instead of mere ban, which may be more helpful to solve the current financing dilemma of the real economy and improve the effect of financial services on the real economy.

The marginal contribution of this paper may be illustrated in the following aspects. First, this paper re-examines the development of shadow banking from a new perspective of liquidity hoarding, and reveals the intrinsic relationship between shadow banking and bank liquidity hoarding. And it further examines some unintended consequences of financial supervision on shadow banking, trying to answer the current financing difficulties faced by the real economy. Secondly, different from previous studies, this paper focuses more on the research on the overall on-balance sheet credit shadow banking, and adopts the analysis model that penetrates the shadow banking business to comprehensively and finely analyze the business mechanism of on-balance sheet credit shadow banking, and try to make up for some gaps in existing research. Thirdly, this paper also conducts a heterogeneity analysis on shadow banking that incorporates the impact of financial regulation, and examines whether the impact of financial regulation on banks with different heterogeneities is different. Finally, combined with some local financial characteristics of China, we try to construct a bank liquidity hoarding index suitable for China.

Keywords: Liquidity Hoarding; Shadow Banking; Financial Regulation; Substantial Economy

JEL Classification: G21, G28, E44

(责编:昱池)(校对:刘阳)