

货币政策的风险承担渠道： 传导路径、不对称性与内在机理^{*}

张雪兰 何德旭

〔摘要〕自2007年金融危机爆发以来,货币政策通过“风险承担渠道”影响金融与经济稳定已渐成学术界与政界共识。然而,货币政策风险承担渠道的研究目前尚处于萌芽阶段。鉴于此,本文对国外相关研究文献进行了梳理和探讨,以期加深对于货币政策的风险承担渠道及其作用路径和内在机理的理解。

关键词: 货币政策 风险承担 金融稳定

JEL 分类号: E50 G10 G20

越来越多的研究表明,货币政策攸关金融稳定^①,宏观审慎监管与货币政策配合的重要性也因而日趋凸显^②。而要有效地整合宏观审慎与货币政策框架,“关键在于厘清货币政策如何影响银行风险承担”(De Nicolò et al., 2010),即 Borio and Zhu (2008)所称之“货币政策的风险承担渠道(Risk-taking Channel of Monetary Policy)”。有鉴于此,本文拟围绕货币政策的风险承担渠道这一主题,追溯其研究缘起与发展历程,梳理货币政策作用于金融市场主体风险承担的路径、机理与影响因素,刻画当下货币政策风险承担渠道的研究图景,以期进一步深化对货币政策传导机制及其与金融稳定关联的理解,为构建逆周期的金融宏观审慎管理制度提供参考。

一、货币政策的风险承担渠道:缘起与意义

(一) 货币政策风险承担渠道的研究演进

对货币政策风险承担渠道的理论研究可追溯至 Keeley (1990)。在其理论假设中, Keeley (1990) 提出,如果某种外部冲击使得信息不对称程度下降、触发激烈竞争和信贷扩张,激励银行追逐风险更高的项目以获得更高的收益,结果将导致信贷标准的放松和银行风险资产占比的大幅度提高,最终将可能引发银行特许权价值的下降及危机发生概率的提高。Thakor (1996) 在货币政策的语境下对 Keeley (1990) 的假设进行了演绎,他认为,货币政策对银行信贷投放和银行资产组合风险

^{*} 张雪兰,中南财经政法大学金融学院,副教授,经济学博士;何德旭,中国社会科学院数量经济与技术经济研究所,副所长,研究员,博士生导师。本文受中南财经政法大学金融学国家重点学科建设项目资助。

① 例如, Merrouche and Nier (2010) 发现,单个国家货币政策的宽松程度对银行业风险承担意愿的影响较弱,但全球货币政策的宽松程度确实对银行风险承担意愿产生影响。危机前较长时期的宽松货币政策导致银行愿意承担更大的风险,对资产价格泡沫的形成起到了推波助澜的作用。Ahrend (2010) 对经合组织(OECD)国家 2002~2005 年的考察也表明,货币政策立场事实上与金融市场创新共同触发了金融危机。

② 宏观审慎监管要求改革货币政策,要求货币政策关注金融稳定。宏观审慎纵向监管的目标和货币政策逆周期特性具有一致性,但政策效果却相互影响,如逆周期资本监管要求会影响银行信贷能力和贷款利率进而影响货币政策传导机制的传导过程,从而增加货币政策效果的不确定性;反过来,货币政策影响资产价格和信贷总额,这又是宏观审慎管理盯住的宏观变量。因而,尽管二者合作效应在不同经济冲击下的结果不同,但二者合作的意义重大 (Angelini et al., 2010)。我国学者张亦春、胡晓(2010)亦提出,宏观审慎管理制度至少包括两个方面的内容:审慎的逆周期监管和完善的货币政策框架。

的影响取决于银行在贷款和政府债券投资之间所获得的投资收益差。如果宽松的货币政策引起债券投资收益比贷款收益下降更多,增加信贷投放的机会成本下降,银行将会增加投资组合中贷款的权重。亦即,货币政策立场与银行风险承担意愿及行为密切关联。Allen and Gale(2000)则阐述了资产市场的杠杆头寸如何产生道德风险,为货币政策与金融风险之间的关系提供了理论注解。在二人其后的著作中,更援引经济体中信贷的大干快上至少部分处于货币当局控制之下的事实作为货币政策与金融风险关联推论的支撑(Allen and Gale, 2007)。Rajan(2006)更直言,银行热衷高风险项目行为的根源可能是低利率环境。上述文献揭示了货币政策的风险承担渠道的存在,但这些研究结论的学术价值及其深刻的政策意涵并未引起学术界和实务界的普遍重视。

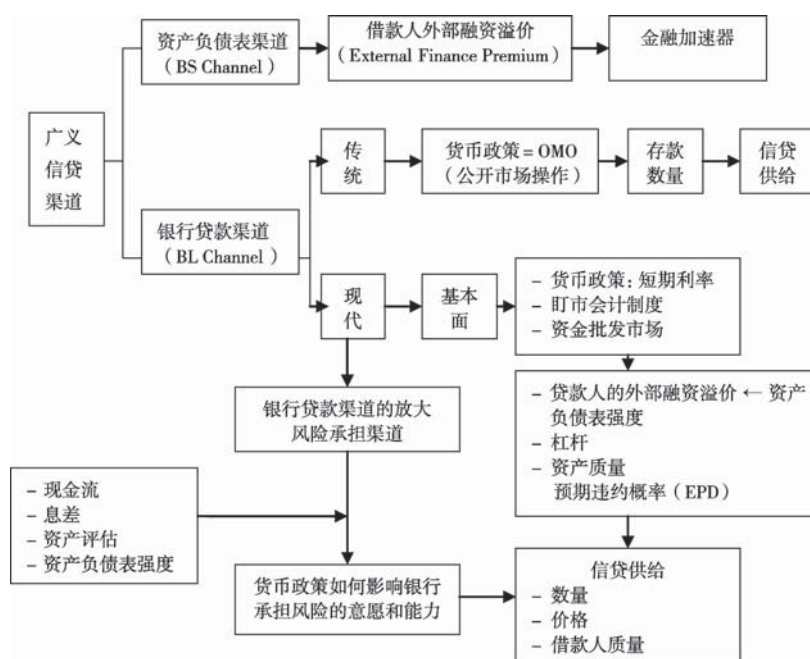
直至近年来,对金融危机的反思促使人们重新检讨货币政策在金融稳定中所扮演的角色,研究货币政策与银行风险承担的文献日渐丰富,沿着两条主线不断推进:一是围绕央行利率决策及经济状况对外部融资溢价(EFP)或感知违约概率的影响,认为政策利率影响代理人(agents)承担风险的能力和意愿,如 Gambacorta(2009)、Jiménez 等(2009)、Altunbas 等(2009a, 2011);另一条主线则遵循长期以来的研究传统,以银行特征为调节变量,探讨货币政策与银行信贷供给之间的关联,如 Altunbas 等(2009b)、Ioannidou 等(2009)。对此,欧洲央行(ECB, 2009, 第 79 页)总结道:“各种信贷渠道均为货币政策传导机制的一部分,……近期的实证研究指出了货币政策通过‘风险承担渠道’产生放大(amplification)效应”。

(二)货币政策风险承担渠道的研究意义

所谓货币政策的风险承担渠道,根据 Borio and Zhu(2008)的界定,是指货币政策利率变化作用于风险感知或风险容忍度,继而影响资产组合风险水平、资产定价及融资的价格和非价格条款。换言之,货币政策利率的外生变化对增加资产收益波动性(例如,增加信贷风险)的举措产生影响,从而形成了一种新的货币政策传导机制。这一传导渠道可简单表示为:政策利率→资产价值/利润→风险容忍度/风险感知→风险承担→金融稳定。

货币政策的风险承担渠道和货币政策的其它传导渠道,如银行贷款渠道、资产负债表渠道等相互补充,共同影响货币政策的效应(Borio and Zhu, 2008)。由于货币政策的风险承担渠道在某种意义上与银行信贷渠道相关(Bernanke and Blinder, 1988),一些学者将货币政策的风险承担渠道视为货币政策信贷渠道的一部分(如 Maddaloni et al., 2008)。但近期的研究提出,货币政策风险承担渠道有别于货币政策广义信贷渠道,二者区别在于:广义信贷渠道是货币政策通过改变投资者的预期和资产价值估值来影响银行信贷投放的数量,最终影响实体经济的总产出;而风险承担渠道则是通过改变投资者风险容忍度来影响投资者的投资决策(信贷决策)并作用于金融稳定(Gaggl and Valderrama, 2011)。Adrian and Shin(2009b)也认为,货币政策的风险承担渠道是独特的,由于其关注因信贷部门的金融摩擦而导致的放大机制,故而对金融加速器构成补充。

货币政策风险承担渠道的应用价值在于,从金融稳定的角度来看,货币政策并不完全是中性的(Delis and Kouretas, 2011; Gambacorta, 2009; Diamond and Rajan, 2009; Adrian and Shin, 2009; Taylor, 2009; Calomiris, 2008; Borio and Zhu, 2008)。换言之,货币政策制定者在决策过程中应纳入对金融市场参与者风险感知及响应的考量,这对货币政策制定者和监管部门无疑具有十分重要的意义。而从学术研究的角度来看,货币政策的风险承担渠道不仅是从行为视角对货币政策传导机制的重视审视,更重要的是,原有宏观经济理论及模型均忽略了货币政策的风险承担渠道(López et al., 2011),而将银行视为风险中性的被动角色,对货币政策传导渠道的研究关注于信贷数量而非信贷质量。对银行风险承担的研究文献通常关注如何矫正因有限责任、信息不对称而导致的市场失灵,忽视了货币政策的作用,因而降低了有关模型对制定货币政策的指导作用。货币政策风险承担渠道的发现及研究的不断推进,将货币政策纳入宏观审慎管理框架,突出货币政策基于金融稳定的不完全中性特征,强调金融市场参与主体对货币政策立场变化所做出的反应及其对金融稳



资料来源: López et al. (2011)

图 1 货币政策的风险承担渠道与广义信贷渠道的关系

定的影响,恰可在一定程度上修复原有货币经济模型的缺陷。

二、货币政策的风险承担渠道的传导路径

(一) 利率影响估值、收益和现金流,放大“金融加速器”效应

低利率会影响估值、收益和现金流,提高了资产和抵押物的价值,继而提高银行和借款人的风险容忍度(Borio et al., 2001),促使银行调整违约概率、违约损失率和波动性的预期,银行风险容忍度的增加将导致银行资产负债表扩张(Adrian and Shin, 2009a, 2009b; Borio and Zhu, 2008)。而银行对风险看法的改变决定了银行资产负债规模的调整和杠杆水平,这反过来又放大了商业周期的波动性,即放大了“金融加速器”效应(Bernanke et al., 1996)。

Matsuyama(2007) 演绎了借款人因利率下降导致净资产增加,继而使得金融机构更愿意向风险更高的借款人借贷的过程。他发现,借款人的资产净值会影响信贷组合的构成。低利率增加借款人的资产净值,从而减少了代理成本,使得金融机构更愿意给较少抵押资产的风险借款人放贷。相反,当借款人资产净值较少,则金融机构放贷动机下降,并促使金融机构择优而栖(flight to quality),减少信贷投放(Bernanke et al., 1996),将资金投向更为安全及优质的资产。利率下降后,银行会增加贷款的投放,由于借款人资产价值和抵押品价值上升,银行对借款人破产概率和破产损失的估计下降,从而银行降低对风险定价。然而,当货币政策转向紧缩、债务负担加重,经济体中的个人和机构将不得不面对大面积出售实体和金融资产的冲击,资产价值大幅缩水、借贷巨量萎缩,需求显著下降。Dell' Ariccia and Marquez (2006)也指出,宽松货币政策降低银行债务融资成本,银行筛选次级投资者的动机下降,在选择借款人时面临逆选择风险,在宽松货币政策下,银行将降低信贷标准、积极扩张信贷,从而使风险承担上升^①。Ioannidou 等(2009)亦发现宽松货币政策刺激下银行

^① 从建模的视角来看,这一机制等同于竞争对借款标准的影响(Ruckus, 2004; Dell' Ariccia and Marquez, 2006)。

对信贷膨胀过程中积累的额外风险定价为负。这一传导路径对金融加速器起到了推波助澜的作用。在这一机制的催化作用下,信用中介以一种顺周期的方式,在资产价格上升时期提高杠杆,在下降时期减小杠杆,从而加大整体金融周期的波动。

(二)“追逐收益(search for yield)”路径

宽松货币政策使无风险资产的收益相对风险资产收益下降更多,在资产替代效应下,由于契约、行为或制度方面的原因,使金融市场参与者承担更高风险的动力增强,即 Rajan (2006)所称之“追逐收益”动机。

产生追逐收益动机的原因主要有以下几点。其一,由于行为或心理因素(如货币幻觉),投资者往往容易忽视各义利率下降以补偿低通胀的事实,盲目追求较高的名义收益率而增持风险资产,减少无风险资产在投资组合中的权重。例如,2003~2004年期间,不少投资者将资金从低风险的政府债券市场转向了高收益率、但风险更高的公司和新兴债券市场。这样做的目的是获得曾经在高利率时期实现的高名义收益率(Gambacorta, 2009)。其二,在监管或制度因素作用下,一些有长期支付承诺的金融机构(社保基金和养老保险基金)需要将其对债务承诺的收益率与其在资产上获得的收益率匹配(Rajan, 2006)。当利率较高时,金融机构可以投资无风险资产获得必要的收益率,当利率较低时,金融机构被迫投资风险较高的资产来实现对其债务承诺的收益率^①。同理,私人投资者如果以短期收益作为衡量基金经理的竞争力并在业绩差的情况下收回投资,也会促使基金经理在低利率时期采用激进的投资策略(Shleifer and Vishny, 1997; Brunnermeier and Nagel, 2004)。

“追逐收益”动机将会诱发金融市场参与者对更高风险及更高回报资产需求的大幅增长。对收益的追逐亦可能取决于银行、基金公司、保险公司间默认名义收益目标的“粘性”利率,基金经理更会因为排行榜和薪酬政策的短视^②而备受这一机制的激励^③。这一机制在羊群行为效应下又会得到进一步强化(Shleifer and Vishny, 1997; Brunnermeier and Nagel, 2004)。

(三)“习惯形成(habit formation)”路径

习惯是由投资者的消费历史而形成的一种状态变量,这种变量对现阶段的效用产生一定影响。习惯可分为内在性习惯和外在性习惯,前者由投资者自身的消费历史确定(Sundaresan, 1989; Constantinides, 1990),后者则与整个社会的消费水平或历史相关(Abel, 1990; Campbell and Cochrane, 1999)。投资者自身的消费结构、消费习惯都直接影响资本市场上各种资产的价格变动。投资者在做出消费一组合决策时不仅考虑投资者自身未来每一期的消费水平,还要考虑自己已经形成的消费习惯,从而影响了资产的均衡价格。Angeloni等(2011)认为,“习惯形成”也是货币政策影响金融市场参与者风险承担的路径之一。从历史的经验上看,资本市场上传统或者习惯总是会对资产价格产生影响。Campbell and Cochrane(1999)对股权风险溢价(equity risk premium)行为的研究表明,在经济扩张时期,由于消费相对常态水平的增加,投资者较少规避风险,因而货币政策的放松可能会通过实体经济活动的增加而降低投资者风险规避水平。

(四)央行沟通政策和反应函数的放大效应

货币政策当局的沟通策略和反应函数(格林斯潘对策, Greenspan Put)也会影响到货币政策风险承担渠道的传导及其效果(BIS, 2007; Borio and Zhu, 2008; De Nicolò et al., 2010; Altunbas et al., 2011)。如果经济参与者预测中央银行在经济不稳定时会主动大幅度降低利率,参与者则会在宽松

① 假设政策利率和长期安全资产收益率之间存在正相关关系。

② Bhattacharya et al. (2008)发现,与业绩挂钩的薪酬机制设计,会诱发过度的风险承担。

③ 这一机制与资产定价模型文献中关于低利率时期之后是长期更高的信用价差(credit spreads)的推测一致(Longstaff and Schwartz, 1995; Collin-Dufresne et al., 2001)。

的货币政策出台前进行大量的风险投资。未来政策决策的高透明度和对货币当局承诺的高度感知可减少不确定性、提高风险容忍度。例如,较高的货币政策透明度会增强银行对将来通胀和利率的预测能力,从而增强银行对资产和负债的再定价(Blinder et al., 2008; Blattner et al., 2008)。同时,短期低利率和高货币政策决定的预期,特别是扩张时期低短期利率的市场预期为风险承担动机提供了便利,亦即,低利率水平的隐性承诺而非低利率本身诱发了集体道德风险(collective moral hazard)。在一定程度上,利率水平越高,实行宽松货币政策操作空间越大,故高利率对应高的集体道德风险,因而比正常水平宽松的货币政策通过压缩未来扩张性货币政策的操作空间可以降低集体道德风险。这一影响机理下货币政策立场与银行风险承担之间具有正相关性。同理,金融市场参与者对央行在经济萧条时期将会奋力作为的感知将降低大规模倒闭风险的概率,继而产生“保险效应”(insurance effect)。值得注意的是,如果央行反应函数包含资产价格变化,这一推断将会受到影响;如果这一反应是内生的,风险承担渠道的效果及其对金融稳定的意涵将在很大程度上发生改变(Altunbas et al., 2009b)。

三、货币政策风险承担渠道的不对称性

尽管大部分的研究结论表明宽松的货币政策会诱发银行承担高风险,但货币政策立场对银行风险承担的影响具有不对称性。在时间、金融市场结构以及银行自身因素等不同的条件下,货币政策立场对银行风险承担的影响不同。尽管屈指可数,但近期的实证研究充分展示了货币政策风险承担渠道的这一特征(Angeloni et al., 2011),参见表 1。

表 1 近年来与货币政策风险承担渠道相关的部分实证研究

文 献	研究样本/方法	主要研究结论
Altunbas et al.(2009a)	1998 年 1 季度至 2008 年 4 季度欧盟 15 国和美国超过 1100 家银行的数据	-货币政策强烈影响银行资产负债表状况,货币政策放松(以泰勒规则与自然利率作比较)显著影响银行风险承担。
Altunbas et al.(2011)	1999~2008 年期间 600 家欧盟和美国上市银行的数据	-短期利率的上升降低了银行风险,但长期来看,却会增加银行风险。
Angeloni, Faia and Lo Duca (2011)	融合 Diamond and Rajan (2000,2001) 和 Bernanke et al.(1999)的模型估计	-扩张性货币政策提高了银行杠杆和风险,继而在更长的时滞影响经济活动和价格。 -货币政策传导的风险承担渠道改变了传统金融加速器机制的效果。
Buch et al. (2011)	1997~2008 年美联储企业信贷条款调查季度数据,因子扩增向量自回归 (FAVAR) 估计	-货币政策放松或资产价格的不可预期上涨并不一定会导致整个银行体系风险承担水平的上升。 -不同类型银行所受影响不同:小型本地银行增加风险敞口;外国银行减少风险敞口;大型本国银行未改变风险敞口。
Cociuba et al.(2011)	1987 年 1 季度至 2010 年 1 季度美国经济金融数据	-政策利率低不一定会引发过度的风险承担。 -接近最优政策利率低端会引致较少风险承担,但向上偏移则会导致相反的效果。
De Graeve et al.(2008)	1995~2004 德国银行业的宏-微观数据	-货币政策与金融稳定之间存在均衡关系。 -未被预期的货币政策收紧会提高金融失败的概率。 -对小型(合作)银行及资本充足率不太高的银行而言,失败概率更大。
Delis and Kouretas(2011)	2001~2008 西欧国家银行资产负债表的年度和季度数据	-低短期利率在很大程度上增加了银行的风险承担。 -货币政策的风险承担渠道对低资本水平银行的影响较大。

续表

文 献	研究样本/方法	主要研究结论
De Nicolò et al.(2010)	1997~2008 年美联储对约 400 家银行所作的美国企业 借贷条款季度调查	-宽松货币政策引发银行承担更多风险,但关系较为复杂。短期来看, 组合重新配置和追逐收益效应使货币政策利率与风险承担负相关, 风险转移效应则发挥反向作用。其均衡取决于银行的参与程度。 -货币政策对银行风险承担的影响可能因国别、时间、当地银行市场 善而有所差异。
Eickmeier and Hofmann(2010)	1987 年 3 季度至 2007 年 4 季度美国经济金融数据	-货币政策冲击显著影响房地产价格、私人部门债务水平及货币和抵 押市场的风险溢价。
Gambacorta (2009)	欧盟和美国上市银行数据 库,同 Altunbas et al.(2009)	-低利率在一个扩张的期间内引起银行风险承担的增加。
Ioannidou et al.(2009)	1999~2003 玻利维亚利率变 化对贷款定价的影响	-紧缩货币政策会促使金融机构提高信贷标准,反之,金融机构在宽 松货币政策环境下会降低信贷标准。
Jiménez et al.(2009)	1984~2006 西班牙信贷登记 系统的微观数据	-短期内,低利率减轻了借款人的利息负担,从而降低浮动利率贷款 的违约概率。 -长期内,在较高的抵押品价值和寻求收益动机的刺激下,银行倾向 于发放更多风险贷款,从而降低信贷标准,增大了中长期贷款风险。 -隔夜拆借利率低,会促使资本充足水平低的银行扩张信贷,以更高 额度、更长期的贷款发放给风险更高的企业和申请人。
López,Tenjo and Zárate (2011)	哥伦比亚信贷登记系统 2000 年 1 季度至 2008 年 4 季度的银行贷款数据	-低利率提高了新增贷款违约概率,但降低了已有贷款的违约概率。 -政策传导渠道取决于银行、贷款及借款人特征,以及宏观经济状况 (如,经济增长率)。 -货币政策效果是不对称的。
Maddaloni and, Peydró Alcalde, (2009)	欧元区银行信贷调查,120 家银行季度问卷	-扩张性货币政策使银行放松信贷标准,但并不意味着风险的增加。
Maddaloni, Peydró and Scopel(2008)	2003 年 1 月至 2008 年 7 月 欧元区银行信贷调查	-货币政策影响银行的风险偏好。宽松货币政策立场(较低的隔夜拆 借利率)下,经由货币政策的资产负债表效应,借款人行业及抵押物 品质得以改善,银行因而降低信贷标准,证券化则加剧了这一影响。
Michalak (2011)	1997~2008 年西欧上市银行 控股公司数据	-扩张性货币政策对欧洲上市银行的稳健性(以预期违约率为衡量指 标)有负面影响。
Taylor (2009)	2000~2008 年美国经济金融 数据	-极低的短期利率诱发银行过度承担风险的行为。

从上表可看出,货币政策的风险承担渠道,其不对称性至少表现在以下几个方面。

其一,时间上的不对称性,表现为政策利率与风险承担短期正相关、中长期负相关。例如,Jiménez 等(2009)采用 1984~2006 年西班牙信贷微观数据检验货币政策立场是否影响银行贷款的风险水平。短期内,低利率减轻了借款人的利息负担,从而降低浮动利率贷款的违约概率。长期内,在较高的抵押品价值和寻求收益动机的刺激下,银行倾向于发放更多风险贷款,从而降低信贷标准,增大了中长期贷款风险。Altunbas 等(2011)的研究也表明,短期利率的上升降低了银行的风险,但从长期来看,却会增加银行风险。从短期来看,当资本金无法很容易地进行调整时,货币政策对银行风险承担的整体影响将取决于银行“风险共担”的程度。例如,当资本金充足(低杠杆率)的

银行占比非常高时,模型预测,政策利率与银行风险承担之间存在负相关关系。然而,当资本金不足(高杠杆率)的银行占比非常高时,政策利率和银行风险承担之间则呈正相关关系,这意味着货币政策放松将降低银行的风险承担意愿。从中长期来看,银行将从内部调整其资本金,以至于货币政策与银行风险承担之间主要呈负相关关系。这是因为在货币政策收紧(压缩了中介利差并减少了利润)后银行将增加资本金以使其资本金水平恢复到最优水平。

其二,作用对象的不对称性。(1)增量负相关、存量正相关。例如,López et al.(2011)以哥伦比亚为样本,发现由于银行风险感知和偏好的改变,低利率增加了新增贷款的违约概率,降低了已有贷款的违约概率,且这一效应取决于资产负债表强度和宏观经济状况。(2)不同类型银行反应不同。例如,Buch等(2011)运用因子扩增向量自回归(FAVAR)估计,对1997~2008年美联储企业信贷条款季度调查的数据进行分析,结论表明不同类型银行所受影响不同:小型本地银行增加风险敞口,外国银行减少风险敞口,大型本国银行未改变风险敞口。

此外,一部分研究甚至并未观察到货币政策立场影响金融市场参与者风险承担的可靠证据。例如,Maddaloni and Peydró(2009)对欧元区银行信贷调查所作的进行了分析,得出结论认为,扩张性货币政策使银行放松信贷标准,但并不意味着风险的增加。Cociuba等(2011)也认为,政策利率低不一定会引发过度的风险承担。

四、货币政策风险承担渠道的内在运作机理

为什么货币政策风险承担渠道会存在不对称性?一些学者试图通过对货币政策风险承担渠道内在运行机理的探析来解答这一问题。其中,较具代表性的观点有:

(一)组合配置效应与风险转移效应的对抗

De Nicolò等(2010)认为,货币政策对银行风险承担的影响主要取决于组合配置效应^①和风险转移效应两股对抗力量的均衡。其中,组合配置效应是资产替代、投资者追逐收益动机以及杠杆率变化等多种因素综合作用的结果,而风险转移效应则是由有限责任保护和信息不对称引起的,参与者对政策的预期也是重要影响因素(如图2所示)。换言之,政策利率变动的影响可能因时间、银行体系或各银行的不同而不一致。例如,由于风险转移效应的驱动因素是有限责任,较为脆弱的银行受风险转移效应的影响会更大(因为有限责任所提供的下行保护最有价值)。相较而言,当一家银行的资本金比例较高(杠杆率低)时,银行就表现得犹如一家不受有限责任保护的机构,而资产组合效应将可能占据优势。因此,货币政策变动的净效应将取决于一个国家银行体系的相对健康程度。在正常的时期,大多数银行的特许权价值和市值都比较高,宽松的货币政策将致使银行愿意承担更大的风险。然而,当银行承受压力时可能反而会降低风险承担的意愿。

(二)价格效应、广义边际效应、替代效应与特许权价值效应的交叠

Agur and Demertzis(2010)通过模型推导,认为货币政策立场通过四个途径影响银行的银行风险承担:一是政策利率直接影响债务融资成本^②,即价格效应(price effects);二是政策利率通过信用风险溢价间接影响银行的融资成本^③,即广义边际成本效应(extensive margin);三是政策利率影响银行债务的选择,即替代效应(substitution effect);四是银行退出或进入市场,即银行特许权价值

① 指货币存量的增减,引起资产结构重新组合,进而导致经济发生实质性变化的作用。

② 例如,利率上升后,无风险资产回报上升,从而存款人的机会成本上升,银行必须提高借款利率吸收存款,即银行融资成本更加昂贵。

③ 例如,随着利率的上升,银行融资成本增加,银行偿还其债务的可能性下降,银行破产概率上升,债权人对银行债务的风险溢价上升。

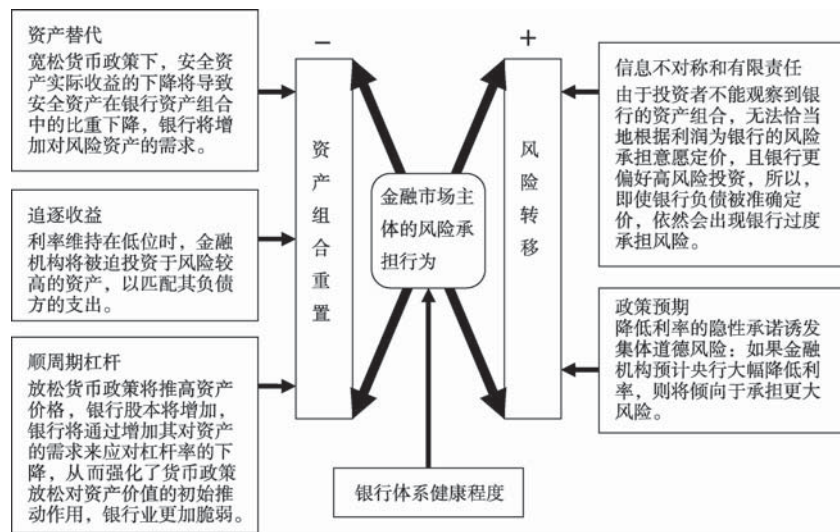


图2 De Nicolò et al. (2010)概念框架

效应(franchise value effect)。一方面,在价格效应和广义边际效应作用下,利率上升会压缩银行利润空间,银行价值下降,在有限债务和道德风险作用下银行增加风险承担。反之,利率下降会增加银行的存贷利差,进而增加银行的资产和未来的利润,从而降低道德风险,最后减少银行的风险承担,货币政策与银行风险承担正相关。另一方面,利率上升在价格效应和广义边际成本效应作用下,压缩银行利润空间,引起部分高风险低效银行资不抵债最终退出市场,因而持续经营的银行更加重视特许权价值而降低风险承担,即货币政策立场与银行风险承担负相关。在价格效应和广义边际成本效应作用下,货币政策立场对银行风险承担的影响性质受到银行杠杆率、道德风险和特许权价值的影响,因而不同情境下货币政策的风险承担渠道呈现出效果的不对称性。

(三)利率传递效应、风险转移效应和杠杆率的交互作用

Dell’Ariccia 等(2010)提出,货币政策的风险承担渠道之所以存在不对称性,其根源在于利率传递效应(pass-through effect)、风险转移效应和杠杆率三者的交互作用。短期内,银行不能改变其杠杆率水平,在杠杆率水平一定的情况下,货币政策立场对银行风险承担的关系取决于利率传递和风险转移二者力量的均衡。一方面,在利率传递效应作用下,利率下调会引起银行贷款利率下降,导致银行贷款资产收益减少,银行因而降低对其资产的风险管理水平。利率传递效应受市场结构影响:在需求函数缺乏弹性的垄断市场下,由于贷款利率无法完全反应,政策利率的变化传递效应最小;而在完全竞争市场上,贷款利率能全面反映政策利率的变化,故利率传递效应最大。另一方面,宽松的货币政策会降低银行的债务负担,其他条件不变的情况下,低利率会增加银行利润,为了真正获得增加的利润,银行减少风险承担,即风险转移效应。风险转移效应指出银行降低风险承担的倾向会因利率下降后银行流动性融资成本的降低而增强。但风险转移效应对货币政策与银行风险承担关系的影响还取决于银行受到有限责任保护程度的影响(Diamond and Rajan, 2009)。有限责任对银行提供的保障越大,风险转移效应越大。因而,在相同货币政策立场下,杠杆率不同的银行,其风险承担行为不同。从长期来看,银行可以调整杠杆率水平,在利率传递、风险转移和杠杆率三者共同作用下,货币政策立场与银行风险承担负相关。具体而言,利率下降使银行债务融资成本降低,在负债替代效应的作用下,银行对负债的需求增加,导致银行杠杆率水平上升。银行杠杆率与银行风险承担行为相互影响。在有限责任制度保护下,银行不必将其投资失败对存款人和债权人造成的损失承担责任,因此,高杠杆率的银行往往更倾向于高风险投资。因为高风险投资如果

成功,银行能获得较高的自有收益;如果失败,投资的大部分损失由存款人和债权人承担,银行只承担很小的一部分。产生这种投资倾向的主要原因是银行与存款人和债权人之间信息不对称。如果投资者能对银行的边际风险投资倾向准确定价,银行投资过度风险组合的行为就会消失。高风险投资获得的较高的收益要支付较高的债务筹资成本。然而,投资者很难了解银行的投资组合情况,即使银行负债正确定价的情况下,银行也不会进行稳健的投资(Keely, 1990)。因此,在负债替代效应的作用下,利率下降后银行会调整杠杆率,使杠杆率上升从而引起银行过度风险承担。所以,在短期内,风险转移效应会使高杠杆率银行降低风险承担;长期来讲,银行根据货币政策立场的变化调整其杠杆率,在负债替代效应下,宽松货币政策会增加银行风险承担动机。

综上,尽管学者们对货币政策风险承担渠道的运作机理看法不尽相同,但均认为其传导效应是多种路径、多种因素交叠作用的结果。而各种途径与因素的差异,又导致了货币政策风险承担渠道的不对称性。此外,从已有的研究成果来看,低利率与过度风险承担之间的关联还可能会受到其他管理诱因、监管缺陷和投资者心理(Caballero and Krishnamurthy, 2008; Massa and Patgiri, 2009; Kouwenberg and Ziemba, 2007),银行的流动性、资本水平^①和市场竞争能力(Brissimis and Delis, 2010),银行规模^②(Haldane, 2009; Kay, 2009; López et al., 2011)、宏观经济状况^③(López et al., 2011)等因素的影响。

五、结论

尽管学术界对货币政策风险承担渠道的研究尚处于萌芽阶段,研究结论尚存在一定的分歧,但从已有的研究成果来看,货币政策与金融稳定之间存在密切关联已是不争的事实,从而为将货币政策纳入宏观审慎管理制度框架奠定了基础。换言之,货币政策制定者应正视货币政策与金融稳定的密切关联,货币政策的执行必须前瞻金融市场参与主体的反应及由此导致的金融体系失败概率的变化,而货币政策立场与风险承担之间的不对称效应亦可作为货币政策当局制定政策的指南。这对于亟需构建并完善金融宏观审慎管理制度的我国而言,具有十分重要的意义。本文对于相关文献的梳理,期望能够加深人们对于货币政策风险承担渠道的认识,同时也为国内学者研究与之相关的问题提供一些研究线索。

参考文献:

张亦春、胡晓(2010):《宏观审慎视角下的最优货币政策框架》,《金融研究》,第5期。

① 银行投资中自有资金占比越多,银行投资就越审慎。这是因为一种所谓的“风险共担(skin-in-the-game)”效应:倘若投资失败,银行损失得越多,那么道德风险问题的严重性就越低。银行的特许权价值也会导致类似的“风险共担”效应。如果投资失败,拥有较高特许权价值的银行将损失更多,因此缺乏承担过度风险的动力;相反,僵尸银行(zombie bank)(即损失接近于或超过未来利润的银行)则愿意承担高风险为其“复活”放手一搏。Mussa(2010)运用1991到2010年季度数据研究不同货币政策立场下不同资本水平银行的风险承担行为,发现资本水平较高的银行在宽松货币政策的刺激下会承担更大的风险,而资本水平较低的银行对宽松货币政策反应不显著。同时,紧缩货币政策对银行风险承担的影响不显著。

② 大型银行可以通过金融安全网转移经营失败的风险,大型银行并非完全将投资失败的损失内部化,银行信贷投放的风险厌恶水平下降,从而大型银行风险承担行为越积极(Haldane, 2009; Kay, 2009)。另一方面,大型银行破产时预期收到政府的支持使其获得信用评级优势,较高的信用评级能降低大型银行的融资成本(Haldane, 2010),所以大型银行在存款市场上的竞争力增强,为其资产业务扩张提供了资金来源。两方面作用相互影响,最终引起大型银行高风险承担行为。但López et al.(2011)对哥伦比亚2000年1季度至2008年4季度的数据分析却表明,大型银行面临更低的贷款风险,这是因为大型银行不仅可以更低利率吸收负债,且融资渠道多元化。

③ López et al.(2011)对哥伦比亚银行业2000~2008年季度贷款数据进行分析的结果表明,货币政策的风险承担渠道的传导效果受宏观经济条件(如GDP增长率)的影响:更高的GDP增长率往往与更高的新增贷款风险率相关,而与现存贷款的较低风险率相关。

- Abel, A.(1990): “Asset Prices under Habit Formation and Catching up with the Joneses”, *American Economic Review*, 80, 38–42.
- Adrian, T. and H. Shin (2009a): “Financial Intermediaries and Monetary Economics”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 398, October.
- Adrian, T. and H. Shin(2009b): “Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 396, October.
- Agur, I. and M. Demertzis(2010): “Monetary Policy and Excessive Bank Risk Taking”, Discussion Paper, 2010–30S, Tilburg University.
- Ahrend, R.(2010): “Monetary Ease: A Factor behind Financial Crisis? Some Evidence from OECD Countries”, *Economics*, 4.
- Allen, F. and D. Gale(2000): “Bubbles and Crises”, *Economic Journal*, 110, 236–255.
- Allen, F. and D. Gale(2007): *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibañez(2009a): “An Empirical Assessment of the Risk–Taking Channel”, Paper Presented at the BIS/ECB Conference on “Monetary Policy and Financial Stability”, 10–11 September.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibañez(2009b): “Bank Risk and Monetary Policy”, Banca D’Italia, Working Paper No. 712, May.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibañez (2011): “Does Monetary Policy Affect Bank Risk Taking?”, available on <http://www.suerf.org/download/collmay11/papers/1gambacorta.pdf>.
- Angelini, P., S. Neri and F. Panetta(2011): “Monetary and Macprudential Policies”, Temi di discussione(Economic working papers) 801, Bank of Italy, Economic Research Department.
- Angeloni, I., E. Faia and M. Lo Duca(2011): “Monetary Policy and Risk Taking”, June, mimeo.
- Bank for International Settlements(2007): *Annual Report*, Basel.
- Bernanke B. and A. Blinder (1988): “Is It Money or Credit, or Both or Neither? Credit, Money and Aggregate Demand”, *American Economic Review*, 78, 435–439.
- Bernanke B., M. Gertler and S. Gilchrist(1996): “The Financial Accelerator and the Flight to Quality”, *Review of Economics and Statistics*, 48, 1–15.
- Bhattacharya S., C. Goodhart, P. Sunirand and D. Tsomocos(2007): “Banks, Relative Performance, and Sequential Contagion”, *Economic Theory*, 32, 381–398.
- Blattner, T., M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch and J. Turunen(2008): “The Predictability of Monetary Policy”, ECB Working Paper, No. 83.
- Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan and D. Jansen(2008): “Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory And Evidence”, ECB Working Paper, No. 898.
- 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, No. 1.
- Borio, C. and H. Zhu(2008): “Capital Regulation, Risk–Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism” BIS Working Papers, No. 268, December.
- Brissimis, S. and M. Delis(2010): “Bank Heterogeneity and Monetary Policy Transmission”, Working Paper Series 1233, European Central Bank.
- Brunnermeier, M. and S. Nagel(2004): “Hedge Funds and the Technology Bubble”, *Journal of Finance*, 59, 2013–2040.
- 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, No. 10/2011.
- Caballero R. and A. Krishnamurty (2008): “Collective Risk Management in A Flight to Quality Episode”, *Journal of Finance*, 63, 2195–2230.
- Calomiris, C.(2008): “The Subprime Turmoil: What’s Old, What’s New and What’s Next”, mimeo.
- Campbell, J. and J. Cochrane(1999): “By Force of Habit: A Consumption–Based Explanation of Aggregate Stock Market Behaviour”, *Journal of Political Economy*, 107, 205–251.
- Cociuba, S., M. Shukayev and A. Ueberfeldt(2011): “Financial Intermediation, Risk Taking and Monetary Policy”, mimeo.
- Collin–Dufresne, P., R. Goldstein, and J. Martin(2001): “The Determinants of Credit Spread Changes”, *Journal of Finance*, 56, 2177–2207.
- Constantinides, G.(1990): “Habit Formation: A Resolution of the Equity Premium Puzzle” *Journal of Political Economy*, 98, 519–543.
- De Graeve, F., T. Kick and M. Koetter(2008): “Monetary Policy and Financial(In)stability: An Integrated Micro–Macro Approach”, *Journal of Financial Stability*, 4, 205–231.
- De Nicolò, G., G. Dell’Ariccia, L. Laeven and F. Valencia(2010): “Monetary Policy and Bank Risk Taking”, IMF Staff Position Note, July 27, SPN/10/09.
- Delis, M. and P. Kouretas(2011), “Interest Rates and Bank Risk–taking”, *Journal of Banking and Finance*, 35, 840–855.
- Dell’Ariccia, G. and R. Marquez(2006): “Lending Booms and Lending Standards”, *Journal of Finance*, 61, 2511–2546.

- Dell'Ariccia, G., L. Laeven and R. Marquez(2010): "Monetary Policy, Leverage, and Bank Risk-Taking", IMF Working Papers 10/276.
- De Nicolò, G., G. Dell'Ariccia, L. Laeven and F. Valencia(2010): "Monetary Policy and Bank Risk Taking", IMF Staff Position Note, SPN/10/09.
- Diamond, D. and R. Rajan(2009): "Illiquidity and Interest Rate Policy", NBER Working Paper, No. 15197.
- ECB(2009): "Monetary Policy and Loan Supply in the Euro Area", ECB Monthly Bulletin, October.
- Eickmeier, S. and B. Hofmann(2010): "Monetary Policy, Housing Booms and Financial(Im)Balances", Discussion Paper Series 1: Economic Studies 2010/07, Deutsche Bundesbank, Research Centre, and ECB Working Paper 1178.
- Gaggl, P. and M. Valderrama(2011): "Do Banks Take More Risk in Extended Periods of Expansive Monetary Policy? Evidence from A Natural Experiment", Mimeo.
- Gambacorta, L.(2009): "Monetary Policy and the Risk-Taking Channel", BIS Quarterly Review, December, 43-53.
- Haldane, A.(2009): "Rethinking the Financial Network", available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf>.
- Ioannidou, V., S. Ongena and J. Peydró(2009): "Monetary Policy, Risk-Taking and Pricing: Evidence from A Natural Experiment", paper presented at the NBER Summer Institute, Cambridge, MA.
- Jimenez, G., S. Ongena, J. Peydró and J. Saurina(2009): "Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?", paper presented at the American Finance Association Meetings, San Francisco.
- Kay, J.(2009): "Narrow Banking: the Reform of Banking Regulation", 15 September, Centre for the Study of Financial Innovation (CSFI).
- Keeley, M.(1990): "Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking", *American Economic Review*, 5, 1183-1200.
- Kouwenberg, R. and W. Ziemba(2007): "Incentives and Risk Taking in Hedge Funds", *Journal of Banking and Finance*, 31, 3291-3310.
- Longstaff, F. and E. Schwartz(1995): "A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt", *Journal of Finance*, 50, 789-819.
- 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, 12-13 May.
- Maddaloni, A. and J. Peydró(2009): "Bank Risk-Taking, Securitization and Monetary Policy: Evidence from the Bank Lending Survey", ECB, mimeo.
- Maddaloni, A., J. Peydró and S. Scopel(2008): "Does Monetary Policy Affect Bank Credit Standards?" available on <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1693/papers/MaddaloniFinal.pdf>.
- Massa, M. and R. Patgiri(2009): "Incentives and Mutual Funds Performance: Higher Performance or Just Higher Risk Taking?", *Review of Financial Studies*, 22, 1777-1815.
- Matsuyama, K.(2007): "Credit Traps and Credit Cycles", *American Economic Review*, 97, 503-516.
- Michalak, T.(2011): "The Nexus Between Monetary Policy, Banking Market Structure and Bank Risk Taking: An Empirical Assessment of the Risk Taking Channel of Monetary Policy", paper submitted to Southwestern Finance Conference.
- Merrouche, O. and E. Nier(2010): "What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on Drivers of Financial Imbalances 1999-2007", IMF Working Paper, August.
- Mussa, A.(2010): "Asymmetric Bank Risk Taking and Monetary Policy", mimeo, Available on <http://homepages.wmich.edu/~a6mussa/documents/Asymmetric%20Bank%20Risk.pdf>.
- Rajan, R.(2006): "Has Financial Development Made the World Riskier?", *European Financial Management*, 12, 499-533.
- Ruckes, M.(2004): "Bank Competition And Credit Standards", *Review of Financial Studies*, 17, 1073-1102.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1997): "The Limits of Arbitrage", *Journal of Finance*, 52, 35-55.
- Sundaresan, S.(1989): "Intertemporally Dependent Preferences and the Volatility of Consumption and Wealth", *Review of Financial Studies*, 2, 73-89.
- Taylor, J.(2009): "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper, No. 14631.
- Thakor, A.(1996): "Capital Requirements, Monetary Policy, and Aggregate Bank Lending: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Finance*, 51, 279-324.

(责任编辑:程 炼)