

# 短期跨境资本流动、货币政策和商业银行系统性风险

——来自中国上市银行的经验证据

吴成颂, 胡寒笑, 王超

(安徽大学商学院, 安徽 合肥)

**[摘要]** 文章选取中国沪深股市16家主要上市商业银行的数据, 构建我国商业银行系统性风险指标体系来衡量商业银行系统性风险, 并引入广义货币增长率以及定期存贷款利率代表货币政策宽松程度, 分析短期跨境资本流动对商业银行系统性风险的影响。研究发现: 短期跨境资本的频繁流动提高了商业银行系统性风险, 并且货币政策宽松程度对短期跨境资本流动和商业银行系统性风险有调节作用。根据实证结果, 文章在制度保障和国际合作等方面给出了建议。

**[关键词]** 短期跨境资本流动; 商业银行系统性风险; 货币政策

**[中图分类号]** F830.4

**[文献标识码]** A

**[文章编号]** 1671-6973(2019)04-0107-08

## 一、引言

自上世纪90年代, 中国金融的大门逐渐向外界开放。我国金融开放的决心体现在一系列改革中, 稳步推进资本账户开放, 积极开展金融业对外开放活动, 大力进行汇率市场化改革以及“一带一路”倡议布局, 都为短期跨境资本流动奠定了制度基础。大量持续的资本流入为我国经济增长提供了动力, 为金融创新注入了活力, 但与此同时也集聚了风险。金融开放程度越高, 短期跨境资本流动的规模、速度、形式就越复杂, 给我国金融环境带来更多的不安定因素, 极有可能诱发系统性金融风险<sup>[1]</sup>。从全球经济发展历史看, 很多金融摩擦都是由热钱带来的风险诱发的, 如90年代东南亚金融危机。2008年美国金融危机爆发, 随后其直接导致全球经济危机, 此后预防系统性金融风险已逐渐成为全球各国政府和金融监管部门共同的课题, 商业银行作为金融机构中最重要的组成部分, 防范其系统性风险的重要性更是不言而喻了。一旦银行遭到不利冲击不能正常运转, 在严重的情况下甚至会爆发银行危机, 致使一国金融稳定受到严重震荡。

此外, 随着金融开放的深化, 短期跨境资本流动对货币政策的调整将更为敏感, 宽松的货币政策是否会调节短期跨境资本和商业银行系统性风险, 以及如何规避热钱的不利冲击已成为研究货币政策与商业银行系统性风险亟待解决的问题。

本文的贡献之处在于: (1) 详细论证短期跨境资本流动提高了商业银行系统性风险, 而现有文献大多仅仅关注短期跨境资本本身, 较少分析其对商业银行系统性风险的影响。此外, 将货币政策作为调节变量, 研究宽松的货币政策是否会调节短期跨境资本流动对商业银行系统性风险的影响。(2) 分析了沪深股市16家主要上市商业银行数据。研究发现宽松的货币政策作用于短期跨境资本, 增加了商业银行系统性风险。在此基础上, 提出了政策建议, 为进一步深化商业银行改革以及国家宏观政策的制定提供了参考。

## 二、文献综述与研究假设

(一) 短期跨境资本流动与商业银行系统性风险的关系

短期跨境资本的流动是指世界范围内短期资

**[收稿日期]** 2019-03-19

**[基金项目]** 国家社会科学基金一般项目“利率市场化背景下商业银行系统性风险诱发及传染机制研究”(16BGL051)。

**[作者简介]** 吴成颂(1968—), 男, 安徽怀宁人, 教授, 研究方向: 金融市场、投资项目管理; 胡寒笑(1996—), 女, 安徽芜湖人, 硕士研究生, 研究方向: 金融市场; 王超(1993—), 男, 安徽六安人, 硕士研究生, 研究方向: 资本市场、银行治理。

本的流入和流出。中国关于短期跨境资本流动的研究始于1996年,王军(1996)将受到普遍认可的卡丁顿法和世界银行法引入国内。<sup>[2]</sup>1997年的亚洲金融风暴波及到中国,导致我国国际收支资本项目开始出现逆差。由此,不少学者着手研究资本外逃原因,如宋文兵(1999)<sup>[3]</sup>。2001年“入世”加速了中国经济发展,中国开始在国际上崭露头角。2008年全球经济危机带来的负面效应一直蔓延,全球经济发展低迷,中国资本流入量也放缓,这引起国内学者的关注,如沈庆劼等(2009)<sup>[4]</sup>。近年来,短期跨境资本流动新动态对我国金融稳定造成新的冲击,再次吸引了大量学者研究短期跨境资本流动,主要从现状、影响因素、监测体系以及化解对策方面进行了研究。<sup>[5-8]</sup>

关于短期跨境资本流动对商业银行系统性风险影响的既有研究存在不同观点。一些学者认为,短期跨境资本流动将降低金融系统性风险。Levine等(1998)提出,短期跨境资本的自由流动对资本市场有积极影响。<sup>[9]</sup>Chari等(2002)也持有类似观点,认为短期跨境资本的自由流动将增强外资进入国内的意愿,有利于发展完善国内资本市场。<sup>[10-11]</sup>但大多数学者认为短期跨境资本流动对商业银行有不利影响。张荣峰(2007)指出当国内经济形势不被看好时,会出现资本外逃,冲击金融体系,同时资本外逃造成汇率波动异常,银行将陷入汇率风险的泥沼。<sup>[12]</sup>吕江林等(2007)认为热钱的大量流入会导致货币政策有效性的弱化和银行体系金融风险的增加。<sup>[13]</sup>戴淑庚等(2018)发现短期跨境资本的波动性一直被人们忽视,并测算了波动性,提出将金融风险的防范放在突出位置。<sup>[14]</sup>马理等(2018)辩证地阐释了短期跨境资本对我国的利弊,认为合理的短期跨境资本流动可以加速我国的金融体系接轨全球经济体系,提高全球经济发展效率,而不合理的跨境资本流动不仅会冲击我国金融市场,而且对全球经济也会造成极大的威胁。<sup>[15]</sup>

短期跨境资本流动的特点是高流动性、高收益性和高风险性并存。随着金融开放程度越来越高,短期跨境资本规模也越来越庞大,投机者们利用大规模的热钱唱多与做空齐下,玩弄资金游戏的手段大发横财。当一个国家的经济前景乐观时,通常会出现利率看涨和资产价格稳健上涨的趋势,这时大规模短期跨境资本会快速涌入。短期跨境资本在我国呈现前期净流入态势,市场上出现货币流动性强的假象,信贷出现盲目扩张。此外,由于我国未建立完善的短期跨境资本流动的监管体系,因此,

短期跨境资本中还存在大量通过违规途径进入我国资本市场的资金,成为金融市场的潜在威胁,对商业银行——金融市场的核心的影响更是不言而喻。由此可见,伴随短期跨境资本流动的变化更加难以捉摸,如何保证银行业健康稳定发展,成为了新常态下经济社会平稳发展中亟需研究的重大问题。

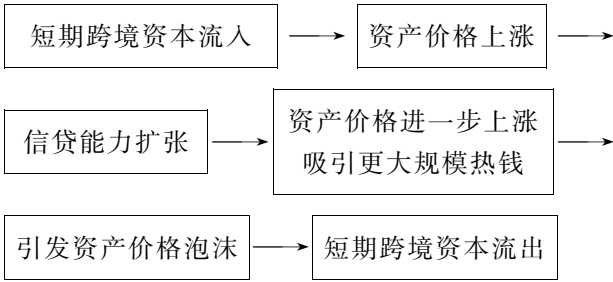


图1 短期跨境资本逃离过程

Fig.1 Short-term cross-border capital flight process

基于上述分析,本文提出假设1。

H1:频繁流动的短期跨境资本冲击了商业银行,增加了商业银行系统性风险。

(二)货币政策对短期跨境资本流动和银行系统性风险的调节作用

Borio等(2008)首先提出了货币政策的风险承担渠道理论,他们认为宽松货币政策会引导商业银行主动增加风险承担。<sup>[16]</sup>随后,掀起了货币政策是否会对金融机构产生冲击的讨论,在2008年世界性的经济危机来临之后,关于货币政策与金融市场的讨论更是被推上风口浪尖。张雪兰等(2012)阐述了宽松的货币政策(低利率)助长了金融风险,提高了银行承担的风险。<sup>[17]</sup>王晋斌和李博(2017)等提出,受宽松的货币政策的影响,商业银行倾向于获得更多的利润,继而增加主动承担风险的行为,增加商业银行经营风险。<sup>[18-20]</sup>王路加等(2017)提出货币政策工具不同,我国商业银行承担的风险也是有差异的。<sup>[21]</sup>柯孔林(2018)细分了货币政策工具后发现无论是数量型货币工具还是政策型货币工具,上市银行系统性风险在宽松条件下都会增加。<sup>[22]</sup>一直以来,中央银行稳定整体宏观经济最常用手段都是货币政策,跨境短期资本流动问题受到货币政策的极大关注。Kumhof(2014)提出当国际资本流入时,发展中国家通常的应对手段是提高利率,但是正确的做法恰恰相反。<sup>[23]</sup>李力等(2016)采用了新凯恩斯DSGE模型,将短期跨境资本流动纳入其中,并且用实证的方法验证了我国货币政策的反应函

数,得出随着资本账户开放程度不断加深,宏观经济和金融稳定受到来自短期跨境资本流动的冲击越来越大,因此制定货币政策时必须要考虑跨境资本流动的现状,减少可能带来的经济动荡。<sup>[24]</sup>

金融开放初期,国内流入大量资金,借助这些资本,商业银行信贷规模迅速扩大,这种信贷扩张行为无疑带来了市场利率的下降,而市场利率的下降又推动股票等资产价格的提高,资本追逐利润的天性使巨额的银行贷款流向这些金融资产。当宽松的货币政策(如低利率)使大量流入的短期跨境资本不能实现追逐高利润的目的时,那么大量的资金又将从国内流出,在这种情况下,大量被售出的金融资产价格迅速下降,整个金融市场受到震荡,甚至诱发金融风暴,此外,银行不良资产比例也会随之升高,银行内部风险蔓延至整个银行体系,从而使金融系统乃至实体经济遭受明显冲击。由于我国银行机构多为国有控股银行,规模大、业务关联度高、复杂性高,所以银行体系比其他金融体系更加脆弱。考察短期跨境资本流动是否因为货币政策宽松程度的不同而对商业银行系统性风险产生差异,货币政策制定时应该考虑到短期跨境资本流动的情况,力求保持商业银行的稳定性。我国货币政策工具分为数量型和价格型两种。一直以来,数量型货币政策都是我国政府调控的常用手段,但是基于经济形势复杂性的提高,其作用明显下降。立足中国实际,选择适合的货币政策,推动我国经济健康稳定发展才是可行之道。<sup>[25]</sup>基于上述分析,文章提出假设 2。

H2a:紧缩的货币政策能抑制短期跨境资本流动对商业银行系统性风险的正向影响。

H2b:价格型货币政策工具比数量型货币政策工具更能有效地抑制短期跨境资本流动对商业银行系统性风险的正向影响。

### 三、研究设计

#### (一)研究样本与数据来源

变量数据来源于 Wind 和 CSMAR 数据库、中国外汇管理局及各家商业银行年报。本文选取沪深股市 16 家上市商业银行为研究样本,样本区间为 2007 年第 4 季度至 2017 年第 4 季度,共 41 组季度数据,作为样本数据进行回归。

#### (二)变量定义

##### 1. 被解释变量

本文测算出商业银行系统性风险值作为被解释变量。采用 Adrian 等(2008)提出的条件风险价值法(CoVaR)测度商业银行系统性风险,该方法是

由 VaR 推演而来。<sup>[26]</sup>

##### 2. 解释变量

本文引入短期跨境资本流动作为解释变量,在借鉴张谊浩等(2008)和张明等(2014)研究成果的基础上,<sup>[27-28]</sup>参考王维安等(2017)的方法,计算短期跨境资本流动(SCC)公式如下:<sup>[29]</sup>

短期跨境资本流动=外汇储备增量-(当期正常贸易顺差+外商直接投资)

其中,当期正常贸易顺差=当季度前四年各季度实际贸易顺差的移动平均值。借鉴陈创练等(2017)的方法,<sup>[30]</sup>对短期跨境资本流动指标分别去均值并除以各自标准差作去量纲化处理。

##### 3. 调节变量和控制变量

本文引入货币政策为调节变量,研究我国货币政策对短期跨境资本流动以及商业银行系统性风险的影响,借鉴柯孔林(2018)等的研究,<sup>[22,31]</sup>货币政策的宽松化程度由货币供应量增长率(M2)、一年期定期存款利率(IC)、一年期定期贷款利率(ID)作为代理变量,其中广义货币供应量增长率(M2)为数量型货币工具,一年期存贷款利率(IC、ID)为价格型货币工具。控制变量选取了经济增长率(gGDP)、居民消费价格指数(CPI)、银行资产规模(Ln-size)、资产利润率(ROA)、不良贷款率(NPL)、资本充足率(CAR)。

#### (三)模型设计

根据前文研究假设,本文设定四个计量模型:

$$RISK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SCC_{it} + \sum_{j=2}^{12} \alpha_j Control_{jit} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$RISK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SCC_{it} + \alpha_2 M2_t + \alpha_3 SCC_{it} \times M2_{it} + \sum_{j=2}^{12} \alpha_j Control_{jit} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$RISK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SCC_{it} + \alpha_2 IC_{it} + \alpha_3 SCC_{it} \times IC_{it} + \sum_{j=2}^{12} \alpha_j Control_{jit} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$RISK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SCC_{it} + \alpha_2 ID_{it} + \alpha_3 SCC_{it} \times ID_{it} + \sum_{j=2}^{12} \alpha_j Control_{jit} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

上式中,i 为银行,t 为季度; $RISK_{it}$  被解释变量表示商业银行系统性风险的综合水平;解释变量 SCC 表示短期跨境资本流动;调节变量为货币政策宽松化程度,用 M2、IC 和 ID 来表示;控制变量为 Control; $\epsilon_{it}$  代表回归残差。

式(1)用以检验短期跨境资本流动与商业银行系统性风险是否成负相关关系,即验证假设 1。式(2)、式(3)、式(4)用以检验宽松的货币政策是否对两者间的风险有调节作用。

## 四、实证结果分析

### (一)描述性分析

表 1 具体变量定义及描述性分析

Tab. 1 Definition of specific variables and descriptive analysis

	变量名称	符号	变量定义	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	系统性风险	RISK	我国商业银行系统性风险综合水平	0.762	0.845	0	8.086
解释变量	跨境资本流动	SCC	在不同国家转移的投机性短期资本	−0.176	0.430	−0.760	0.937
调节变量	货币供应量增长率	M2	流通着的货币的增长率	15.441	5.050	8.070	29.300
	定期贷款利率	ID	一年期定期贷款利率	5.605	0.923	4.35	7.47
	定期存款利率	IC	一年期定期存款利率	2.605	0.817	1.5	4.14
控制变量	经济增长率	gGDP	GDP 同比增长率	8.387	1.796	6.600	14.200
	居民消费价格指数	CPI	反映居民家庭一般所购买的消费品和服务项目价格水平变动	102.758	2.139	98.900	1080
	资产规模	LNSIZE	银行资产规模的对数	28.576	1.294	25.047	30.892
	总资产回报率	ROA	衡量银行盈利的指标之一	0.269	0.079	−0.569	0.496
	资本充足率	CAR	银行对负债的最后偿债能力	12.348	2.278	5.770	30.670
	不良贷款率	NPL	银行贷款中不良贷款比例	1.157	0.594	0.340	5.150

数据来源:Wind 和 CSMAR 数据库、中国外汇局及各家商业银行年报

从描述性统计结果可知:在整个样本期,14 家上市商业银行系统性风险的最小值为 0,最大值为 8.086,这说明银行间的差异较大,均值为 0.762 说明各商业银行均存在系统性风险。从短期跨境资本的统计数据看,最小值为-0.760,最大值为 0.937,说明样本期内我国短期跨境资本处于波动状态。货币供应量增长率均值为 15.441,与我国稳健型货币政策的现实相符。不良贷款率差异也较大,说明各银行的资产质量与抵御风险的能力存在较大差异。经济增长率的同比增长率为 8.38,标准差为 1.796,这表明中国经济在 2007—2017 年平稳发展。

### (二)主效应分析

本文选取的是面板数据,首先检验模型中变量的个体效应:依据固定效应模型中 F 检验的 P 值,确定主效应模型使用混合效应。

表 2 短期跨境资本流动对商业银行系统性风险的影响

Tab. 2 The influence of short-term cross-border capital flow on the systemic risk of commercial banks

	FE	RE
SCC	0.851 * * * (2.82)	1.205 * * * (6.14)
LNSIZE	-0.215 (-1.53)	0.00414 (0.14)
ROA	0.296 (0.63)	0.345 (0.78)
CAR	0.0185 (0.99)	0.0367 * * (2.46)

	FE	RE
gGDP	-0.165 * * * (-3.15)	-0.192 * * * (-3.91)
NPL	0.0794 (1.35)	0.0677 (1.18)
CPI	0.115 * * * (5.86)	0.115 * * * (5.89)
_cons	-3.810 (-0.87)	-9.933 * * * (-4.94)
N	574	574

由表 2 可知,使用固定效应、混合效应,或可行广义最小二乘法,短期跨境资本流动的回归结果的系数都显著为正,即短期跨境资本的流动增加了商业银行系统性风险,假设 1 得以验证。说明在现阶段,国际游资在各国间频繁流动,跨境资本流动的短期化加剧了资本的波动性,其投机性与破坏性不断增强,在我国仍然存在市场缺陷和监管不完善的情况下,这对我国商业银行产生了巨大冲击。

在宏观经济变量中,GDP 增长率与商业银行系统性风险的回归结果显著为负,即 GDP 增速越快,商业银行系统性风险就越小。这说明当 GDP 保持增长的态势时,表明经济稳健发展,人民生活水平稳步提高,人民对未来充满信心,银行系统性风险就越小。CPI 指数与商业银行系统性风险的回归结果显著为正,CPI 指数越高,说明市场上投资和消费需求增加,而当前短期跨境资本频繁流动,房地产虚假繁

荣,CPI指数的增长很可能蕴含的是巨大风险,因此,反而加剧了商业银行系统性风险。在银行特征变量中,不良贷款率(NPL)、资本充足率(CAR)和总资产回报率(ROA)的回归结果均为正,可能是因为上市银行能够补充更多的资本金,从而开展更多的业务,在资金面宽松的情况下会导致银行承担更多风险,表现为不良贷款率的上升。

## (二)调节效应分析

在模型(1)中,货币政策的代理变量是货币供应量增长率,M2回归结果的系数为正,说明货币供应量增速越快,商业银行系统性风险越大。货币供给量越多即投入市场的钱越多,人们手中的“闲钱”也越多,人们的逐利性就越强,于是用“闲钱”投资高收益率的金融产品,抬高了资产价格,当其价格达到某个点必将急剧回落,而整个金融体系又是息息相关,风险必将会波及到商业银行。在模型(2)中,用商业银行一年定期存款利率来衡量货币政策,结果表明存款利率越高,商业银行系统性风险越小。当商业银行提高存款利率时,很大一部分风险厌恶者就会选择以定期存款的方式把钱存到银行而不是去投资高风险的项目。在模型(3)中,货币政策代理指标是商业银行定期贷款利率,回归结果说明贷款利率与商业银行系统性风险呈反向变化。当贷款利率低时,人们倾向于贷款投资收益率高的行业。现在的经济形势下,资金流向这些高危脆弱行业必将提高商业银行系统性风险。综上所述,宽松的货币政策必然会提高商业银行系统性风险:一是宽松货币政策(如低利率)会使贷款人的抵押物价值上升,贷款人可以申请到更多贷款,贷款越多商业银行承担的风险就越多;二是宽松货币政策也会提高银行的资产价格,增强银行的流动性,商业银行在这种形势下为了得到更丰厚的收益产生了主动承担风险的意愿,为了在银行竞争中脱颖而出,银行会降低对贷款对象的资信等级要求,也降低了银行对风险的测度,最终使商业银行承担的风险水平上升;三是宽松的货币政策对经济增长有一定的推动作用,商业银行看好未来经济发展,这种乐观预期弱化了商业银行对风险的识别和评估能力,往往低估了风险,使实际承担的风险水平上升。

交互项(SCC \* M)的回归结果系数在三个模型中均显著为正,说明货币政策宽松程度越高,短期跨境资本流动对商业银行系统性风险的影响越大。实行宽松货币政策时,存贷款利率都比较低,M2增速也比较快,这时人们为了逐利,更倾向于不存钱甚至从银行贷款进行投资。当整个国内经济环境不景

气,投资收益不高的情况下,短期跨境资本因为其逐利性驱使,更热衷于流向高资产收益率的地带,那么原来流入中国的短期跨境资本很有可能流向境外,一旦发生大规模的逆转,商业银行流动性会发生巨大波动,很大可能会引发商业银行系统性风险。也就是说,宽松货币政策会增强短期跨境资本流动的波动性以及改变其流动方向,从而冲击商业银行系统性风险。其中,作为价格型货币工具的存贷款利率的回归系数分别为0.354、0.310,作为数量型货币工具的广义货币增长率的回归系数为0.0885,可以得出:价格型货币工具的调节作用要强于数量型货币政策工具。

在四个模型中,GDP同比增长率均显著为负,即商业银行系统性风险与经济增长速度呈反方向变化。经济下滑时,实体经济将风险转嫁给银行系统,导致银行系统性风险上升。资本充足率(CAR)和总资产回报率(ROA)的回归结果均为正,说明大银行承担的风险更大,小银行可能因为资金不足的原因无力开拓新兴业务,传统业务的风险远小于新兴业务,所以其反而承担了较小的风险。

表3 调节效应

Tab. 3 Effect of regulation

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
SCC	-0.704 (-1.22)	0.416 (1.25)	-0.371 (-0.73)
M	0.0440*** (2.76)	-0.0518 (-0.69)	-0.0595 (-0.85)
SCC * M	0.0885*** (2.95)	0.354*** (3.97)	0.310*** (4.06)
CPI	0.203*** (6.27)	0.114*** (4.30)	0.117*** (4.50)
NPL	0.0866 (1.50)	-0.00588 (-0.10)	-0.00945 (-0.16)
gGDP	-0.169*** (-3.01)	-0.226*** (-4.53)	-0.232*** (-4.63)
CAR	0.0300** (2.00)	0.0170 (1.11)	0.0167 (1.09)
ROA	0.824* (1.80)	0.844* (1.83)	0.854* (1.86)
LNSIZE	0.000103 (0.00)	-0.00302 (-0.10)	-0.00324 (-0.11)
-cons	-20.11*** (-5.43)	-9.071*** (-3.60)	-9.203*** (-3.87)
N	574	574	574
R <sup>2</sup>	0.3743	0.3565	0.3531
F-test	0.99 (0.4598)	1.85 (0.0333)	1.9 (0.0276)

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
Hausman-test		13.57 (0.1386)	14.22 (0.1146)

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下

表 3 中, M 为调节变量, 模型(1)中调节变量的代理变量为 M2 增速, 模型(2)中调节变量的代理变量为定期存款利率, 模型(3)中调节变量的代理变量为定期贷款利率。

### (三)稳健性检验

表 4 稳健性检验

Tab. 4 Robustness test

	主效应	模型(1)	模型(2)	模型(3)
Open	5.119*** (7.78)	3.909*** (4.48)	4.907*** (6.99)	4.552*** (6.13)
M		0.000876 (0.07)	-0.169*** (-2.64)	-0.214*** (-3.56)
Open * M		0.0461*** (2.76)	0.350*** (6.27)	0.189*** (5.56)
LNSIZE	-0.000489 (-0.02)	0.00985 (0.34)	0.0111 (0.39)	0.00958 (0.33)
ROA	1.153*** (2.75)	0.904** (2.13)	1.561*** (3.44)	1.495*** (3.26)
CAR	0.0294** (2.02)	0.0307** (2.11)	0.0117 (0.81)	0.0170 (1.17)
gGDP	0.0391* (1.66)	-0.116** (-2.11)	-0.153*** (-3.82)	-0.167*** (-3.56)
NPL	0.0607 (1.08)	0.0661 (1.16)	0.00825 (0.15)	0.0346 (0.64)
CPI	0.00575 (0.27)	0.0563 (1.56)	0.0477** (2.14)	0.0730*** (3.10)
_cons	-1.283 (-0.59)	-5.291 (-1.41)	-3.605* (-1.65)	-5.289** (-2.41)
N	574	574	574	574

注:数据来源于国泰安数据库以及国家外汇局;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下

## 五、结论和启示

在“一带一路”倡议背景下,短期跨境资本的流动将会更加频繁。本文利用 2007—2017 年沪深股市 16 家主要上市商业银行的季度数据,运用回归模型研究了短期跨境资本流动对商业银行系统性风险的影响以及货币政策对两者关系的调节作用。主要研究结论包括:第一,在我国积极推动资本账户开放的影响下,短期跨境资本流动越加频繁,商业银行系统性风险出现上升趋势;第二,宽松货币政策对两者关系的调节作用明显,实施宽松的货币政策时,大量短期跨境资本为了逐利的目的外流,如果发生大规模的逆转,商业银行将遭遇无法估量的风险;第三,

为确保研究结论的有效性,进行稳健性检验,将解释变量替代为资本账户开发程度,参考中外学者文献,本文采用资本账户开发程度的测算方法如下:资本账户开放程度=(直接投资+证券投资)/GDP。

从稳健性结果来看(表 4),回归结果的符号与以上结果基本一致,其中调节作用是完全一致的,回归结果显著为正,说明宽松货币政策对短期跨境资本与商业银行系统性风险的调节作用显著。

在短期跨境资本对商业银行系统性风险影响调节作用的研究中,发现价格型货币政策比数量型货币政策的调节作用更好。根据本文的研究结论,给出以下建议:

首先,政府必须建立有效的短期跨境资本监管体系,防止大量不安定投机性资本进入国内威胁金融市场稳定,同时要设定短期跨境资本准入门槛,力求流入的资金透明安全。此外,近几年发达国家经济增长速度放缓和货币政策导向变化,这正是一个制定国际规则的最佳时机,我国必须抓住时机建立国际经济新秩序,积极推动全球经济朝着健康的发展方向发展。

其次,央行在制定货币政策时应密切关注短期

资本流动的规模 and 方向。在产能过剩和经济下行的背景下,为了推动经济增长,央行会采取宽松的货币政策,但这通常会提高商业银行系统性风险,因此,央行需要有效管控宽松的货币政策,坚持适度原则,保持金融市场稳定健康发展。根据实证结果,价格型货币政策工具的效果更加突出,故我国应广泛灵活地运用价格型货币政策工具。同时,央行在实行外汇管制政策时,一方面要保持资产负债表稳健性,另一方面要加强我国与其他国家货币政策的协调,实现联动共荣。

最后,商业银行面对大量短期跨境资本时应保持谨慎的态度。自 20 世纪 90 年代,发生过多次金融危机,发生的重要诱因之一就是热钱的大进大出。因此,商业银行面对大量的短期跨境资本时不能盲目扩张信贷,将储户安全暴露于巨大风险之下。在经济一体化和金融自由化的背景下,我国资本账户开放程度越来越高,短期跨境资本流动亦越来越频繁,商业银行应充分利用短期跨境资本流动对经济发展的积极作用,在保证安全的情况下实现国家利益最大化。

## [参 考 文 献]

- [1] 王远卓. 中国跨境资本流动新动态[J]. 金融论坛, 2017,22(12):11—20.
- [2] 王军. 中国资本流出的总量和结构分析[J]. 改革, 1996(5):91—102.
- [3] 宋文兵. 中国的资本外逃问题研究:1987—1997[J]. 经济研究, 1999(5):39—48.
- [4] 沈庆劼,林文浩. 中国短期跨境资本流动研究综述——途径、规模和影响因素[J]. 世界经济与政治论坛, 2009(1):34—41.
- [5] 钟震,郭立,姜瑞. 当前我国跨境资本流动:特点、成因、风险与对策[J]. 宏观经济研究, 2015(12):3—13.
- [6] 乔宁宁. 我国短期跨境资本流动的影响因素研究[J]. 金融发展研究, 2016(6):79—83.
- [7] 陈卫东,王有鑫. 跨境资本流动监测预警体系的构建和应用[J]. 国际金融研究, 2017(12):65—74.
- [8] 毕海霞,陈小荣,刘玉娟. 我国跨境资本流动新动态、潜在风险与化解对策[J]. 经济纵横, 2018(5):114—122.
- [9] LEVINE R, ZERVOS S. Capital control liberalization and stock market development [J]. World Development, 1998,26(7):1169—1183.
- [10] CHARI A, HENRY P B. Risk sharing and asset price: evidence from a natural experiment[Z]. NBER Working papers, No. 8988, 2002:1295—1324.
- [11] 张程. 我国短期跨境资本流动的研究综述——影响因素、流动渠道及规模测算[J]. 经济研究参考, 2017(42):49—57.
- [12] 张荣峰. 国际资本流动与银行稳定[J]. 国际金融研究, 2007(2):66—74.
- [13] 吕江林,杨玉凤. 当前我国资本大规模流入问题及对策[J]. 当代财经, 2007(2):56—61.
- [14] 戴淑庚,余博. 中国短期资本流动波动性及其驱动因素研究——基于资本账户开放的视角[J]. 广东社会科学, 2018(4):25—36.
- [15] 马理,朱硕. 跨境资本流动的原因及对金融安全的影响[J]. 武汉金融, 2018(8):4—13.
- [16] BORIO C, ZHU H. Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? [J]. Journal of Financial Stability, 2008(4):236—251.
- [17] 张雪兰,何德旭. 货币政策立场与银行风险承担——基于中国银行业的实证研究(2000—2010)[J]. 经济研究, 2012,47(5):31—44.
- [18] 王晋斌,李博. 中国货币政策对商业银行风险承担行为的影响研究[J]. 世界经济, 2017,40(1):25—43.
- [19] 马勇. 基于金融稳定的货币政策框架:理论与实证分析[J]. 国际金融研究, 2011(11):4—15.
- [20] 董雅洁,王伟涛. 货币政策环境、监管约束与商业银行风险承担[J]. 南方金融, 2018(11):75—84.
- [21] 王路加,郭亚妮. 我国货币政策的银行风险承担渠道检验——基于中国 16 家上市银行数据的动态 GMM 实证分析[J]. 会计与经济研究, 2017,31(6):96—113.
- [22] 柯孔林. 货币政策对商业银行系统性风险的影响——来自中国上市银行的经验证据[J]. 浙江社会科学, 2018(11):31—40.
- [23] KUMHOF M. Sterilization of short-term capital inflows-through lower interest rates? [J]. Journal of International Money and Finance, 2004,23(7):1209—1221.
- [24] 李力,王博,刘潇潇,等. 短期资本、货币政策和金融稳定[J]. 金融研究, 2016(9):18—32.
- [25] 卞志村,胡恒强. 中国货币政策工具的选择:数量型还是价格型? ——基于 DSGE 模型的分析[J]. 国际金融研究, 2015(6):12—20.
- [26] ADRIAN T, BRUNNERMEIER M. Conditional var [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 348, 2008.
- [27] 张谊浩,沈晓华. 人民币升值、股价上涨和热钱流入关系的实证研究[J]. 金融研究, 2008(11):87—98.
- [28] 张明,肖立晟. 国际资本流动的驱动因素:新兴市场与发达经济体的比较[J]. 世界经济, 2014,37(8):151—172.
- [29] 王维安,钱晓霞. 金融开放、短期跨境资本流动与资本市场稳定——基于宏观审慎监管视角[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2017,47(5):196—212.
- [30] 陈创练,姚树洁,郑挺国,等. 利率市场化、汇率改制与

国际资本流动的关系研究[J]. 经济研究, 2017, 52(4): 64—77.

[J]. 管理世界, 2011(4): 6—14.

(责任编辑: 蒋萍)

[31] 陆正飞, 杨德明. 商业信用: 替代性融资还是买方市场?

## **Short-term Cross-border Capital, Monetary Policy and Commercial Bank Systemic Risk—An Evidence Based on Listed Commercial Banks in Shanghai and Shenzhen Stock Markets**

WU Cheng-song, HU Han-xiao, WANG Chao

(Business School Anhui University, Hefei 230601, China)

**Abstract:** Based on the data of 16 major listed commercial banks in the Shanghai and Shenzhen stock markets, we measured the systemic risk of commercial banks by constructing a systematic risk indicator system of commercial banks in China, and introduced broad money growth rate, deposit and loan interest rate to measure loose degree of monetary policy. The paper analyzes the impact of Short-term Cross-border Capital on the systemic risk of commercial banks. The research results show that frequent short-term cross-border capital flows increase the systemic risk of commercial banks, and monetary policy process strengthen this effect. Finally, the paper proposes policy reference from the aspect of cooperation of global harmony regulation.

**Key words:** Short-term Cross-border Capital; Commercial Bank Systemic Risk; Monetary Policy