

# 基础货币投放渠道变迁、资金来源竞争与 银行理财产品的崛起

邵新建, 王兴春, 肖立晟, 覃家琦

**[摘要]** 商业银行理财产品在2008年后迅速崛起,构成了中国式影子银行系统的重要基石。基于171家商业银行在2004—2018年间的的面板数据,本文系统研究了理财产品崛起背后的驱动机制。理论分析和实证检验表明:从资产配置的角度看,银行通过打造理财产品的表外投资通道替换传统信贷通道,可以应对日趋严格的资本金监管要求;银行实际的资本充足率相对监管层强制要求的目标充足率差距越大,其创造的理财产品数量越多。中国的基础货币投放渠道逐渐由外汇占款主导转向各类央行再贷款,后者的结构性偏向导致小银行吸纳基础货币的能力相对以公开市场操作一级交易商为代表的大银行显著下降,进而推动小银行通过发行定价市场化的理财产品竞争资金。在利率市场化的大背景下,各类非银行金融机构发行的资管产品基本实现了定价市场化,而银行存款利率依然受到管制或窗口指导,这迫使银行通过发行理财产品与非银行机构竞争资金来源;针对非银行金融机构牌照的管制越松,其对银行形成的外部资金竞争压力越大,这将进一步强化银行理财产品与市场价差之间的正向关系。本文不仅为探索银行理财产品的扩张机制提供了新的理论视角,也能为改进影子银行、理财产品的监管政策提供新的启示。

**[关键词]** 银行理财产品; 资本充足率; 基础货币投放渠道; 非银行金融机构

**[中图分类号]**F822 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)07-0155-19

## 一、引言

党的十九大报告,明确提出:“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”。2008年全球金融危机以来,急速膨胀的影子银行被认为是中国发生系统性金融风险的潜在引爆点之一。中国式影子银行体系实际是以银行为主导,其中银行理财产品又构成了整个系统最为关键的基石(孙国峰和贾君怡,2015;Acharya et al.,2017)。银行通过发行各类理财产品,将受到严格监管的表内银行存款转换为表外理财资金,进一步通过与信托公司、证券公司、基金公司等影子机构展开所

**[收稿日期]** 2019-12-05

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“新股发行上市中的投资者行为研究——基于交易账户数据的分析”(批准号71872044);国家自然科学基金青年项目“随机波动率模型下场外期权的定价和对冲策略研究”(批准号11701084);国家自然科学基金面上项目“银行发展、债务资本与企业创新——宏微观相悖之谜及其解释”(批准号71772091)。

**[作者简介]** 邵新建,对外经济贸易大学国际经济贸易学院教授,博士生导师,经济学博士;王兴春,对外经济贸易大学国际经济贸易学院副教授,理学博士;肖立晟,中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员,经济学博士;覃家琦,南开大学商学院教授,博士生导师,管理学博士。通讯作者:覃家琦,电子邮箱:jqj@nankai.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

谓创新类金融业务,借助于这些机构提供的各类“通道”,将理财资金投资于传统表内资金被限制进入的项目(肖立晟,2013)。围绕银行理财,层出不穷的银信合作、银证合作、银基合作等业务模式在本质上属于监管套利活动,其主要的目标就是规避针对传统银行表内业务的一系列严格监管,将银行资金配置到表外的高收益、高风险项目。作为整个影子银行体系最重要的基础,银行理财产品实现的融资规模已经十分惊人。根据全国银行业理财信息登记系统发布的《中国银行业理财市场年度报告》(2013—2018),2013年的理财产品募资金额达70.48万亿元,占当年中国GDP总额的118.86%,此后稳步增长,至2017年时已经高达173.59万亿元,占当年GDP的211.50%。

银行理财产品拥有如此巨大的规模,如果其运作出现问题,足以引发一场系统性金融危机。正是基于这种判断,针对以银行理财产品为基础的中国式影子银行系统,监管部门自2018年以来正式发布了一系列监管法规及相关配套文件,其中核心法规主要包括:中国人民银行(简称央行)、中国银行保险监督管理委员会(简称银保监会)、中国证券监督管理委员会(简称证监会)、国家外汇管理局在2018年4月联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称资管新规),银保监会在2018年9月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》(简称理财新规)。这些监管政策直接指向中国式影子银行运作的核心特征,包括:明确禁止相关资管产品承诺保本保收益,打破刚性兑付;限制理财资金对非标准化债权类资产的投资,禁止资金池业务模式;统一负债和分级杠杆要求,消除多层嵌套,抑制通道业务。在密集的监管政策压力下,银行理财的膨胀趋势开始得到人为的抑制,2018年银行理财产品募集资金总额相对2017年下降了32%,但是依然高达118.1万亿元,占当年GDP的128.47%。

由此提出的一个重要问题是:银行理财产品急速膨胀背后的内在驱动机制到底是怎样的?已有文献对这个问题的研究还处于探索起步阶段。本文基于银行的微观视角,利用2004—2018年171家商业银行的非平衡面板数据,对理财产品发行背后的驱动机制展开了理论分析和实证检验,结果发现:①银行理财产品具有表内信贷资产转出功能,受制于日益严格的资本充足率监管标准,表内信贷资产的扩张受阻,银行倾向于利用理财产品再造一个表外投资通道,进而将传统信贷资产由表内转向表外,以节约风险资产对银行自有本金的消耗。实证表明,银行的实际资本充足率相对监管机构所要求的目标充足率差距越大,面临的资本金监管压力越大,其创设的理财产品(尤其是表外的非保本型理财产品)数量越多。②央行基础货币投放渠道的急速变迁迫使小银行通过发行定价市场化的理财产品来与大银行竞争资金来源。原有的外汇占款渠道在2012年后逐渐让位于央行对商业银行的各类直接贷款,央行贷款对于借款银行的高质量抵押品和规模资质的要求限制了小银行原本享有的基础货币分配额,这种偏向大银行的基础货币投放结构迫使小银行通过发行理财产品来与大银行竞争资金。实证表明,央行贷款占基础货币的比例越高,银行发行的理财产品总量越大,并且这种正向效应主要集中在小银行身上。③银行倾向于通过发行理财产品来应对来自非银行金融机构的资金竞争压力。在利率市场化的大背景下,非银行金融机构发行的各类资管产品基本实现了定价市场化,而银行存款利率一直受到显性的管制或隐性的窗口指导,基准存款利率与市场化利率之间通常存在显著的价差,非银行机构可以充分利用这种价差将存款从银行系统转出。银行为了应对这种源自非银行机构的资金竞争,倾向于发行定价不受管制的理财产品,从而主动将原来的存款转变为理财产品。实证研究表明,市场化利率与存款基准利率之间的价差越大,银行发行的理财产品的数量越多。非银行金融机构面临的牌照准入管制越松,其对银行带来的资金竞争压力越大,由此将进一步强化利率价差与理财产品数量之间的正向关系。

本文相对于现有文献的可能边际贡献是提出了两个新因素对理财产品崛起的刺激作用,即中

国基础货币投放渠道的变迁和源于非银行金融机构的资金竞争。一是已有文献主要是从监管套利的视角来分析商业银行拓展影子银行业务、发行理财产品的动机,尤其强调银行规避存贷比监管和资本充足率监管两类信贷约束的动机(Hachem and Song,2016;Acharya et al.,2017)。本文强调了央行基础货币投放渠道的外生变迁(从外汇占款主导到央行贷款为主)逐渐偏向以一级交易商为代表的大银行而歧视小银行,导致了小银行被迫通过发行高成本的理财产品与大银行展开存量资金竞争<sup>①</sup>。二是本文讨论了非银行金融机构的资管产品定价完全市场化,而银行传统存款利率受到管制或窗口指导致使银行总体上的资金竞争能力被束缚,这迫使银行通过发行定价市场化的理财产品(含保本理财产品和非保本理财产品)来与非银行金融机构展开资金竞争。总体上,本文强调的是银行理财产品在负债端的资金竞争功能,这种竞争既包括不同类型银行(大银行和小银行)之间的资金竞争,也包括银行与非银行金融机构(如货币基金)之间的资金竞争。这种贡献在政策启示上意味着现有监管政策还存在较大的改进空间,为了降低银行理财可能引发的系统性金融风险,央行在基础货币投放渠道上要调整偏向大银行的操作框架,适度考虑小银行的合理资金需求;其次是在非银行金融机构资管产品收益率已经市场化的背景下,监管层需要进一步推动银行存款利率的市场化,减少各类隐性的干预或窗口指导,赋予各类银行更大的存款定价权。

本文余下的结构安排为:第二部分为文献综述,第三部分为理论假说,第四部分为实证检验,第五部分为稳健性检验与进一步分析,第六部分为结论与政策启示。

## 二、文献综述

本文讨论的是银行理财产品的崛起机制问题,银行理财相关问题并未得到学术界的足够重视,基于规范的实证方法研究银行理财的文献非常有限,该主题本身尚未构成一支独立的学术文献,在很大程度上还是从属于影子银行文献。已有文献通常认为中国式影子银行的核心特征之一是商业银行主导(张明,2013;Dang et al.,2015),甚至在某种程度上可以被看做是商业银行的影子(孙国峰和贾君怡,2015),而银行理财产品是这个银行主导的中国式影子银行体系的重要基石和典型代表(Hachem and Song,2016;Acharya et al.,2017)。

下文主要综述影子银行的产生发展机制以及影子银行在微观层面的运行机制两个问题,在两个综述主题下,本文优先综述银行理财产品的相关研究,此外综述对象也包括信托产品、委托贷款等其他影子银行的典型代表,这有利于从影子银行的产生、运作机制这个大主题下对本文做出适当的定位。

### 1. 影子银行的产生发展机制

影子银行的概念是在2007年美国次债危机爆发后被提出的,不同的学者和机构给出的定义并不完全相同。根据FSB(2011)相对权威的总结,影子银行体系可以概括为:“在传统的银行业监管体系之外存在的,涉及信贷活动的中介机构及相关业务。”张明(2013)认为国外影子银行有五个特征:非银行金融机构主导,以证券化活动为核心,高杠杆率,批发融资,机构投资者的买入主导。中国式影子银行的特征与此形成鲜明对比:商业银行主导,较少涉及资产证券化,低杠杆率,零售融资,个体投资者的买入主导。孙国峰和贾君怡(2015)基于信用货币创造的新视角来界定中国影子银行业

<sup>①</sup> 郭晔和赵静(2017)最早关注了银行之间一般性的存款竞争的作用,其用Lerner指数来衡量银行整体的存款竞争程度,进而讨论了存款竞争对于影子银行规模(用非保本理财产品的发行量作为测度指标之一)的刺激作用,但是尚没有系统解释并检验导致银行存款竞争程度变化的外生因素。在此基础上,本文提出的基础货币投放渠道变迁可能构成导致银行之间资金(而非表内存款)竞争程度变化的外生冲击因素。

务,实际包括两类:一是银行通过资产创造负债的会计手段创造信用货币形成的银行影子,二是非银行金融机构通过货币转移途径扩张信用形成的传统影子银行。

在影子银行的生成机制方面,Dang et al.(2015)通过构建严格的理论模型分析了中国和美国的影子银行体系的差异,认为中国影子银行体系是建立在政府、银行的隐性担保基础之上,主要以商业银行为运作平台,而美国影子银行体系是建立在金融工程技术之上,主要是以资本市场为载体。其模型强调了各主体对于隐性担保的非对称理解是驱动中国影子银行发展的重要机制。更多的研究则是从监管套利的视角来解释中国式影子银行的生成机制,其中,Hachem and Song(2016)强调中国的商业银行规避流动性监管的行为推动了影子银行体系的崛起,具体看,监管当局早在1995年就设立了银行业的75%存贷比(贷款/存款)上限指标,其对该监管指标日益严格的考核方式(年度末考核—季度末考核—月度末考核—日度平均值考核)促使银行通过发行各类理财产品来满足监管要求。与此一致,Acharya et al.(2017)认为由于中国的商业银行受到严格的存款利率上限管制和表内贷款额度限制,发行理财产品变成银行实现监管套利的策略,其实证发现,银行受到贷款额度的限制越严格,其发行的理财产品数量越多,尤其是当市场利率和管制的存款利率之间的价差扩大时,这种效应更明显。

除了监管套利的视角,国内学者还基于银行业绩压力和存款竞争的视角来解释中国影子银行的内生机制。其中,祝继高等(2016)认为银行业绩压力以及外部金融发展水平是决定影子银行业务规模的重要因素,而郭晔和赵静(2017)则强调了存款竞争的作用,其研究认为存款竞争显著增加了中国影子银行的规模,并且银行面临的存贷比和资本充足率监管约束越大,银行通过影子银行业务应对竞争的行为越激进。沿着郭晔和赵静(2017)的思路,胡诗阳等(2019)发现商业银行吸收存款能力越弱,通过理财产品募集资金越多,理财产品收益率越高,并且非保本理财产品的发行加大了银行经营业绩的波动。

与上述强调商业银行微观行为动机的文献不同,Chen et al.(2020)基于地方政府的银行贷款的宿醉效应(Stimulus Loan Hangover Effect)来解释中国影子银行的崛起。美国金融危机爆发后,中国中央政府提出了“四万亿”经济刺激计划,地方政府主要是通过商业银行贷款为刺激性投资进行融资,而平均期限3—5年的银行贷款在随后开始逐渐到期,这给地方政府带来了很大的信贷展期压力,从而迫使其开始寻求源于影子银行的融资支持。其实证发现,2009年接受银行贷款越多的省份,在2012年后借助影子银行进行的融资越多。

## 2. 影子银行在微观层面的运行机制及影响

中国影子银行作为一种与传统商业银行共生的金融体系,其微观运行机制是一个重要的问题,已有少量研究开始关注这一点,这些文献主要是基于一些典型的影子银行融资行为或产品(委托贷款、信托产品)来讨论该问题,最具代表性的是Allen et al.(2019)和Allen et al.(2017)两篇文献。Allen et al.(2019)分析了中国上市公司的委托贷款行为,即部分非金融企业能够从银行或股票市场优先获得低成本资金,通过委托贷款的方式将其资金以更高的价格转贷给其他企业以获利。该研究发现,关联性质与非关联性质的委托贷款有着完全不同的动机,关联贷款的资金融出方盈利能力相对较强,利用委托贷款来支持其子公司、供应商或者其产品客户的发展,而非关联贷款的资金融出方通常盈利增长缓慢,将委托贷款作为一种提升盈利水平的投资工具。两种贷款的定价都依赖于资金融入方的基本面风险和信用风险,但是非关联贷款的定价相对更为有效。钱雪松等(2017)同样基于中国上市公司的委托贷款考察了影子银行的微观运作机制问题,其实证发现,金融发展水平能够显著影响委托贷款的区域流动,与金融发展水平较低地区的企业相比,金融发展水平较高地区的

企业,不仅向异省发放贷款的概率和规模更大,而且向低金融发展区域企业发放委托贷款的概率和规模也更大。此外,Allen et al.(2017)基于中国的信托产品讨论了隐性担保在影子银行运作中的作用,发现省际之间信托产品的发行规模受到房地产融资缺口的显著影响,信托产品的定价能够反映借款人、信托公司的潜在风险和市场风险,但是投资者对于中央政府或商业银行隐性担保的预期会弱化产品定价与风险之间的关系。

银行理财产品被视作中国式影子银行的重要组成部分,少量文献开始关注银行理财产品的发展对银行风险承担行为及其经营稳健性的影响。高蓓等(2016)研究了银行理财产品的发行对于银行经营稳健性的影响,发现发行理财产品通过降低资本比率与资产收益率,降低了银行的经营稳健性。此外,项后军和闫玉(2017)研究了理财产品的发展对于银行风险承担的影响,结果发现,理财产品的利益搜寻效应对银行风险承担具有负向效应,而利率市场化通过促进银行竞争、赋予更多风险承担机会的方式提高了银行的风险承担,并且利率市场化的推进会削弱理财产品对于银行风险承担的作用,而货币政策的收紧则强化了理财产品的影响。

总体看,已有文献对于影子银行产生发展的内在机制、微观运行机制做了较为深入的探讨。银行理财产品是整个中国式影子银行系统最为核心的构成要素,但是已有文献对其急剧膨胀背后的驱动机制的研究还处于起步探索阶段。其中,Hachem and Song(2016)、Acharya et al.(2017)、郭晔和赵静(2017)、胡诗阳等(2019)从监管套利、存款竞争等视角分析了银行发行理财产品背后的动机。但是宏观经济政策方面的因素,尤其是基础货币投放渠道的变迁、利率市场化背景下非银行金融机构资管产品对于银行形成的资金竞争压力等因素并没有得到足够的重视,这是已有文献的不足之处,也正是本文要重点讨论的内容。

### 三、理论假说

#### 1. 银行面临的资本金监管压力与理财产品的发行数量

银行对表内资金的运用受制于日趋严格的资本充足率监管要求,即给定特定时期的银行自有资本金,银行能够创造的风险加权资产总量存在明确的上限。追求利润最大化目标的理性银行具有规避资本金监管、创造更多金融资产、收益的内在动机,而银行理财产品正是应对这一监管压力的有效工具。

在资金的来源上,银行通过发行非保本理财产品,可以将表内的存款资金转化为表外理财资金。继而在非保本理财资金的运用上,借助中国式影子银行体系,银行可以将传统的贷款项目包装成表外的信托贷款、委托贷款、明股实债的权益类资产等。由于在法律契约的意义上,理财产品的投资风险由其购买方承担,表外理财投资形成的资产并不会消耗银行的自有资本金。尤其是一些被监管层判定为高风险的行业,如房地产行业、“两高一剩”行业、地方政府融资平台等,其风险加权系数被设定的相对更高,对资本金的占用相对更多,而通过理财的投资,银行可以规避相关的限制。

银行通过控制表外理财产品的发行与投资,在传统信贷的资金运用管道之外,再造了一个平行的银行理财产品投资管道,进而能够将受到严格资本充足率约束的表内信贷转化为监管压力相对较小的表外理财产品投资。实际上,这些被包装转换后的“非标准化债权资产”构成了银行理财产品最核心的配置方向之一<sup>①</sup>,根据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场年度报告》

<sup>①</sup> 根据中国银监会在2013年3月颁布的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》,非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产,包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。

(2013—2018),非标准化债权资产是理财产品持有的仅次于债券与货币市场工具的第二大类资产,其在理财总资产中的年度占比最低为 15.73%,最高达 27.49%。

如果银行可以利用非保本理财产品的投资运作规避资本金监管<sup>①</sup>,那么可以合理推论,银行面临的资本金监管压力越大,其再造理财产品投资管道的动机就越强。此处资本金监管压力不仅取决于银行自身的资本充足率绝对水平,也取决于监管当局对特定类型银行的要求,而巴塞尔协议的一系列发展,对中国银行业的资本充足率要求产生了相对外生的冲击。2012年,监管机构将商业银行划分为系统重要性银行和其他银行,对两类银行在不同过渡年份的资本充足率提出了差异化的标准<sup>②</sup>。因此,可以用监管机构在不同时期针对不同类型银行的要求,减去该银行当期的实际资本充足率来测度其面临的监管压力。资本充足率要求值与实际值相差越大,则其面临的资本金监管压力将越强,继而通过发行理财产品应对压力的动机越强。根据上述逻辑,本文提出:

假说 1:银行非保本理财产品的发行量与其面临的资本金监管压力呈现出显著的正向关系,即监管层要求的目标资本充足率与银行实际资本充足率之间的缺口越大,则银行发行的非保本理财产品数量越多。

## 2. 基础货币投放渠道变迁与银行理财产品的发行

在外汇占款为主要的时代,央行的基础货币投放并不直接歧视小银行,而在 2013 年以来的新型货币政策工具的操作框架下,基础货币投放渠道出现了结构性的偏向,大银行相对小银行受到了更多的政策关照。具体看,自中国加入 WTO 以来,国际收支的经常账户和资本账户呈现出持续的双顺差格局,在结售汇制度下,双顺差引致的外汇占款成为中国基础货币最重要的投放渠道。在此投放过程中,创汇企业、个人向其联系的商业银行出售外汇(记账为创汇主体在银行的人民币存款),而商业银行将其获取的外汇出售给中央银行,央行通过对银行的结汇将人民币的基础货币投放给商业银行(记账为商业银行在中央银行的准备金存款)。在此过程中,央行对接受其流动性供给的银行并不存在直接的差别性对待,只要银行能够吸纳到向其售汇的客户,就将获得央行新增的基础货币。

但是 2012 年以来,随着国际贸易顺差的减少和资本外流的增加,原本大规模的双顺差逐渐收缩,这就使得外汇占款数量随之大幅萎缩。为了保持货币供应的相对稳定,央行开始主动创造各类新型货币政策工具以取代原来的外汇占款,新型工具主要包括:短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)、定向中期借贷便利(TMLF)等。借助于这些工具,央行实际直接面向作为交易对手的商业银行发放了各类期限长短不一的贷款(徐忠,2017;刘姝和余升国,2017)。新型政策工具的推出确实维持了基础货币的总量的稳定增长(见图 1)。但是在结构上,这些新型货币投放工具产生了明显的投放偏向问题。这是因为,一方面,央行明确要求上述各类贷款的发放需要银行提供高质量的抵押品或质押品,包括国债、央行票据、政策性金融债券、高等级信用债券、优质信贷资产等,全国性的大型银行相对区域性的小型商业银行更有能力提供这些质押品;另一方面,央行也明确要求部分工具的交易对手为全国性商业银行或政策性银行,从而直接把区域性银行、小银行排除在交易对手之外。例如,SLO 要求发行对象是央行公开市场操作一级交易商中的部分银行,非一级交易商银行就被直接排除在该投放渠道之外;SLF 要求发行对象是全国性银行和政策性银行,如果是区域性的城商行或农商行,则直接被排除在该渠道之外;PSL 要求对象是政策性银行,非政策性银行无法通过该渠道获得基础货币。这种歧视性对待是非常直接和

① 需要特别指出的是,由于保本型理财产品所募资金属于表内资金,由此形成的银行资产需要占用银行资本金,因此,银行发行保本型理财产品并不能直接有效地规避资本充足率监管。

② 具体内容请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

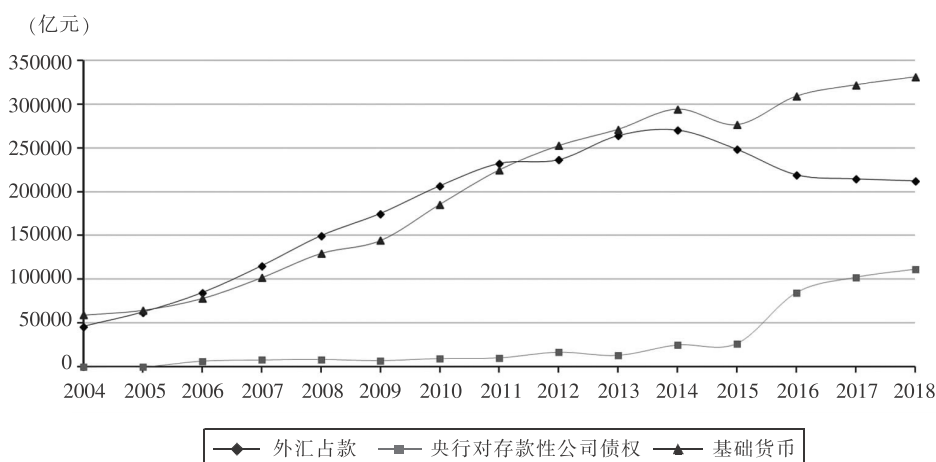


图1 2004—2018年央行基础货币供给结构变迁

刚性的，被歧视的银行在短期内很难通过业务上的竞争努力来获得这种新型投放渠道的资金。因此，在新型货币政策工具的操作框架下，大银行相对小银行更容易直接通过与央行的贷款交易优先获得低成本的流动性。值得指出的是，公开市场操作一级交易商是这些获益的大银行的典型代表。实际上，诸如SLO、SLF、MLF、TMLF等新货币政策工具在本质上就是广义的公开市场操作工具<sup>①</sup>，一家银行列入一级交易商名单就有了直接同央行交易的资格，更容易获得低成本资金。

针对新增基础货币的竞争，以一级交易商为代表的大银行近水楼台先得月，其余银行的竞争力相对外汇占款主导阶段被限制。在增量流动性竞争上的劣势将会推动小银行加强对公众拥有的存量资金的竞争<sup>②</sup>，而发行理财产品则是竞争存量资金的重要工具。由于理财产品的回报率并不受到监管当局的直接管制，小银行可以通过提高理财产品的收益率来与大银行进行竞争。面对小银行的竞争行为，大银行自然也会倾向于选择发行利率市场化的理财产品来应对，由此大银行发行的理财产品总量也会显著提升。但是，由于大银行在获得央行基础货币投放(增量资金)上的优势，再加上全国性的网点渠道、客户资源等带来的传统存款竞争上的明显优势，其相对小银行对于理财产品的依赖性应该更小。因此，为应对基础货币投放渠道的变迁，小银行通过理财产品发行做出的反应相对大银行会更为激进。基于上述推论过程，本文提出：

假说2：央行对存款性机构的债权(新型基础货币投放量)占基础货币投放量的比重与银行理财产品发行量之间呈现出显著的正向关系，即央行贷款占比越高，则银行发行的理财产品数量越多。

假说3：相对于以公开市场操作一级交易商为代表的大银行，小银行的理财产品发行量与央行新型基础货币投放占比之间的正向关系更强。

### 3. 市场化利率与存款基准利率之间的价差对银行理财产品发行量的影响

中国的银行存款利率长期受到监管当局的管制，虽然央行在2015年10月明确宣布放开存款利率的上限，但由于市场利率定价自律机制的设立，并且宏观审慎管理保持对银行存贷款利率竞争行为的关注和考核，存款利率实际上依然受到了窗口指导，各银行并不能根据吸收存款的需要自由地调控自身的存款利率水平。在银行存贷款定价受到管制或指导的条件下，存款基准利率将显著低

① 狭义的公开市场操作工具通常是指以政府债券和央行票据为标的的回购类、现券类交易。

② 小银行的另一种策略是通过发行同业存单吸收大银行的资金。

于市场化利率,银行存款基准利率与上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)的月度走势关系显示,在绝大多数时期,存款基准利率都低于SHIBOR,二者之间存在非常明显的价差<sup>①</sup>。价差意味着套利机会的存在,基金、信托、证券、保险等非银行类机构可以通过发行预期收益率相对市场化的资管产品来吸引原本属于银行存款的资金<sup>②</sup>,然后将所得资金投资于货币市场金融工具,从而为投资者创造相对银行存款利率更高的回报率。这将对银行形成直接的挑战,导致银行存款资金的显著流失。

为了应对这种源于非银行金融机构的挑战,银行的一种理性选择是主动发行银行理财产品,将原本的表内存款资金转化为表外理财资金,通过投资于债券市场和货币市场工具等,为理财产品投资人提供市场化的回报率,进而可以缓解利率管制所导致的存款资金流失。根据《中国银行业理财市场年度报告》(2013—2018年),银行理财产品每年的资产配置中占比最高的都是债券和货币市场工具,其年份占比最低为38.64%,最高达56.90%。在预期的回报率上,银行理财产品的平均回报率显著高于基准存款利率,并与市场化的利率SHIBOR保持了基本一致的变动趋势,二者在多数时期相对比较接近。<sup>③</sup>这意味着银行确实可以通过将理财资金投放于货币市场,为其理财客户提供超越管制存款利率的市场化回报率。

根据上述逻辑,可以推测市场化利率与僵化的存款基准利率的价差越大,存款资金逃离银行的动力越强,为了应对这种套利压力,银行需要发行更多的理财产品将原存款资金维持在银行体系中。由此,本文提出:

假说4:银行理财产品的发行量受到市场化利率与存款基准利率二者之间价差的正向推动,即利率价差越大,则银行发行的理财产品数量越多。

沿着上述逻辑,市场化利率与管制的存款利率之间的价差能够推动银行发行理财产品,价差在多数时段内显著存在<sup>④</sup>,但是理财产品的实际发行数量在2011年之前相对较小,2006年仅有1301个理财产品,到2009年,理财产品发行量也不过7685个。从2011年开始,理财产品似乎进入了一个高速增长通道,当年理财产品超过了2.3万个,此后每年的绝对数量都大幅增长,到2017年时已高达14.7万个,2018年在监管部门的严格限制下,其增长趋势才开始逆转,但绝对发行量依然超过8.2万个。

如何解释银行理财产品发行量在早期对利率价差反应迟钝而后期又反应灵敏的现象呢?本文认为一种可能的解释是银行面临的非银资金竞争压力会强化利率价差与理财产品发行量之间的关系。如果银行面临的源于外部非银行金融机构的竞争压力不足,则利率价差不会真正有力地推动存款资金逃离银行,银行通过发行理财产品应对竞争的动力就不足。进一步地,非银行金融机构对银行施加的竞争压力又取决于其自身的扩张速度,在金融业的牌照审批制度下,其扩张速度取决于监管当局的牌照发放量,在特定时段内,牌照发放数量越多,非银行金融机构的资产膨胀速度越快,则其对银行存款形成的分流压力越大,继而银行越有动力通过发行收益率市场化的理财产品来应对竞争。在这些非银行金融机构中,最具代表性的是货币市场基金,其认购起点低,风险小,流动性较强,对于银行普通储户来说,它是最接近存款的投资工具,同时它又能提供超越存款基准利率的市

① 具体内容请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

② 对于普通储户来说,在收益率、风险、流动性等维度上,能与银行存款形成竞争关系的常见资管产品包括:公募基金管理公司发行的货币市场基金,信托公司发行的集合资金信托计划,证券公司发行的集合资产管理计划,保险公司发行的万能险产品等。

③ 具体内容请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

④ 具体内容请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。



场化回报率<sup>①</sup>。基于上述讨论,本文提出:

假说 5: 银行面临的源于非银行金融机构的资金竞争压力能够强化利率价差与银行理财产品发行量之间的正向关系,即外部竞争压力越大,利率价差对理财发行量的正向刺激作用越强。

## 四、实证研究

### 1. 样本与数据来源

本文所用的总体样本是 2004—2018 年间 171 家商业银行数据,该数据为非平衡面板数据,截面维度为银行,时间维度是年份,观测对象为每家银行在各年份的理财产品发行量总和。样本银行涵盖了 4 大国有商业银行、14 家全国性的股份制银行、105 家城市商业银行和 48 家农村商业银行。总体的银行—年份观测值为 1070 个。但是为了消除资管新规和理财新规给理财产品发行带来的结构性冲击,本文的主回归结果中报告了 2004—2016 年这个纯净样本区间的回归结果,此段样本共计 785 个。此外,为了让读者更好地判断本文假说的稳健性和适用性,本文再利用 2004—2018 年的大样本做出一套新的回归结果,将其放入稳健性检验。

银行理财产品发行量、银行资本充足率、货币市场基金类数据来源于 Wind 金融终端,商业银行的其他截面特征数据和中央银行资产负债表类数据都源于国泰安 CSMAR 数据库。

### 2. 变量定义

(1)被解释变量。本文的因变量为银行理财产品的年度发行量,从具体的产品层面看,银行理财分为保本型理财产品和非保本型理财产品,保本型理财产品属于银行的表内负债,类似于存款,需要缴纳存款准备金,非保本型理财产品属于银行表外负债,无需缴纳存款准备金。通常认为表外的非保本型理财产品相对表内的保本型产品更符合 FSB 对于影子银行“游离于传统的银行业监管体系之外”的定义要素。但是需要注意,即使是表内的保本型理财产品,其收益率也是相对市场化的,并不受制于监管部门的基准存款利率管制或指导。在一定程度上,本文的核心理论假说也适用于保本型理财产品。

本文设计了两个理财产品发行量数据:WMP1 是指非保本型理财产品的发行量,WMP2 是指包括保本型在内的全部理财产品发行量。两个指标都根据 Wind 金融终端的个体理财产品具体信息进行个数上的加总获得。进一步地,为了获得在各银行之间相对可比的理财产品发行变量,本文将 WMP1 和 WMP2 都除以银行当年年末的总资产数(单位:亿元)获得标准化的 WMP1\_Asset 和 WMP2\_Asset(单位:个/亿元),这种处理方法在本质上与 Acharya et al.(2017)是一致的。

(2)解释变量。根据假说 1 的论证过程,使用监管机构对银行要求的在特定年份要达到的最低资本充足率减去银行在该年度的实际资本充足率来定义压力变量 Press\_CAR。其中监管机构要求的总体资本充足率在 2012 年(含)之前统一都是 8%,核心资本充足率都是 4%,2013—2016 年的充足率要求根据《中国银监会关于实施〈商业银行资本管理办法(试行)〉过渡期安排相关事项的通知》来设定,此时银行被分为系统重要性银行和非系统重要性银行,两类机构面临的充足率要求在各个年份之间存在明显差别。本文将工、农、中、建四大国有商业银行作为系统重要性银行进行处理。

<sup>①</sup> 随着互联网技术的进步和第三方支付平台的发展,很多互联网平台公司基于货币市场基金推出的各类“宝宝”类产品,对银行存款形成了非常明显的分流压力。以余额宝为例,其对接了 20 个货币市场基金,其中仅一个天弘余额宝基金在 2017 年年末的资产就高达 1.58 万亿元,20 个对接基金在 2018 年年末的总资产已经高达 2.09 万亿元,而同期四大国有银行中的中国银行吸收存款的总量为 14.88 万亿元,余额宝资产占中国银行吸收存款总量的 14.05%。

根据假说 2,为了测度央行对商业银行的直接贷款占基础货币投放的比例,本文用央行年末资产负债表上的“央行对存款性机构的债权”除以基础货币得到变量  $CB\_Lend$ 。因为传统基础货币的投放渠道是指外汇占款,新型基础货币的投放渠道是指央行借助 SLO、SLF、MLF、PSL 等新型工具面向商业银行的直接贷款。外汇占款量在央行的资产负债表上直接通过“外汇项目”直接体现,新型货币工具会形成央行对商业银行的债权,在央行的资产负债表上体现为“对其他存款性公司债权”,这两者是中国基础货币的主要构成部分。

为了检验基础货币投放渠道变迁对大银行和小银行理财产品发行行为的异质性影响,此处需要先定义一个虚拟变量“银行是否为小银行” $Small\_Bank$ 。在实务中,由于央行公开市场操作一级交易商具有直接同央行交易的资格,在很大程度上可以指代本文假说中“近水楼台先得月”的大银行,因此,可以根据是否为一级交易商来定义本文实证模型中的大银行。央行每年都要根据具体标准公告一级交易商名单,此处根据中国人民银行的官方网站每年披露的一级交易商名单信息(2004—2018年),如果商业银行在某年被列入一级交易商名单,则该银行在该年度的  $Small\_Bank$  取值为 0,否则为 1。然后,为了检验假说 2,将  $CB\_Lend$  类变量与  $Small\_Bank$  相乘,获得交叉变量  $CB\_Lend \times Small\_Bank$ 。根据假说 4,本文用 3 月期的上海银行间同业拆放利率( $Shibor$ )年度算术平均值减去该年度平均的 3 月期(整存整取)银行存款基准利率获得利率价差变量  $Spread$ 。

为了检验假说 5,需要测度非银行金融机构给商业银行带来的资金竞争压力,理论上,这些非银行金融机构包括:公募基金、信托公司、证券公司、保险公司、私募基金等多种类别的机构,其中由于公募基金管理公司发行货币市场基金对于银行存款的替代性最强,再考虑到数据的可得性限制,此处主要关注公募基金对银行带来的资金竞争压力。货币基金带来资金竞争压力主要取决于其发行扩张的速度,而其扩展速度直接受制于基金代销牌照的发放量和由此决定的销售渠道的多寡。例如,天弘余额宝货币基金在 2013 年后借助支付宝的销售平台急速扩张,将大量的银行储户转换为其货币基金的投资者,其扩张的前提是阿里巴巴旗下的蚂蚁(杭州)基金销售有限公司在 2012 年 4 月获得了证监会颁发的独立基金销售机构的业务牌照。如果没有这种销售牌照的发放,天弘货币基金就无法在支付宝的平台上合法销售,也就无法对银行形成资金竞争的压力。可以考虑使用非银行的基金销售牌照的年度发放数量( $MMF\_License$ )来测度货币基金给银行带来的资金竞争压力,该指标并非银行所能控制或选择<sup>①</sup>,也并没有展现出明显的逐年上涨趋势,其在各年度之间的波动具有一定的外生性<sup>②</sup>。为了检验假说 5,此处将  $MMF\_License$  与理财价差  $Spread$  相乘,获得一个交叉变量  $Spread \times MMF\_License$ 。

(3)控制变量。参考胡诗阳等(2019)和 Acharya et al.(2017)等,为了缓解遗漏变量带来的内生性问题,本文在所有的回归模型中都直接控制个体银行的固定效应和年份固定效应。此外,本文还控制了一系列常见的银行特征,包括:银行的年龄  $Bank\_Age$ ,即从银行设立的年份到理财产品发行年份之间的距离(取自然对数);银行的总资产规模  $Bank\_Size$ ,即银行在年末时刻的总资产(取自然对数);银行的净资产回报率  $ROE$ ;银行的不良资产占比  $Bank\_NPL$ ,其单位是%;银行是否为上市公司  $Dum\_List$ ,如果在年末已经上市,则该变量取值为 1,否则为 0<sup>③</sup>。

① 这些取得基金销售牌照的非银行金融机构类型主要包括:独立基金销售机构、证券公司、保险公司、期货公司、证券投资咨询机构等。

② 具体内容请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

③ 变量的描述性统计请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

### 3. 回归模型设定

参照 Acharya et al.(2017),本文使用包含银行固定效应和年份固定效应在内的 OLS 模型进行回归检验。在检验假说时,本文均设定 4 个回归方程,分别以  $\log\_WMP1$ 、 $\log\_WMP2$ 、 $WMP1\_Asset$ 、 $WMP2\_Asset$  作为被解释变量,每个回归方程都包括全部的控制变量。本文的核心假说变量包括三类,对应假说 1、假说 2 和假说 4 分别为资本充足率监管压力( $Press\_CAR$ )、央行对商业银行的直接贷款占基础货币的比例( $CB\_Lend$ )、市场化利率与银行基准存款利率之差( $Spread$ ),而假说 3 和假说 5 实际是机制检验,分别要验证的是小银行身份( $Small\_bank$ )对于  $CB\_Lend$  与理财发行量关系的强化作用,以及非银行金融机构的资金竞争压力( $MMF\_License$ )对于  $Spread$  与理财发行量关系的强化作用。据此可以设计两类回归方程,在第一类方程中,将  $Press\_CAR$ 、 $CB\_Lend$ 、 $Spread$  三个假说变量连同全部控制变量都放入回归,由此可以直接检验假说 1、假说 2 和假说 4,尤其是可以在暂时不考虑机制变量强化作用的条件下,直接观测到  $CB\_Lend$ 、 $Spread$  对于理财产品发行量的总体影响(假说 2 和假说 4)。在第二类方程中,除了上述三个假说变量和全部控制变量外,再引入  $CB\_Lend$  与  $Small\_bank$  的交叉变量以及  $Spread$  与  $MMF\_License$  的交叉变量,由此通过重点观察交叉变量的系数来检验强化机制假说 3 和假说 5。此外,考虑到理财产品发行量在银行层面的集聚性,所有回归标准误的估计都采用银行层面的集聚标准差(Cluster by Bank)。

### 4. 回归结果

(1)对假说 1 的检验。关于假说 1 的检验结果列示在表 1,从中可以看出资本金监管压力变量  $Press\_CAR$  在四个回归中的系数都是正数,并且都至少在 5%的水平上具有统计显著性。在经济意义上, $Press\_CAR$  1 单位标准差(0.0299)的提高,平均能够增加非保本型理财产品 1.16 个,占  $WMP1$  的中位数 83 的 1.40%,能够增加全部理财产品 1.14 个,占  $WMP2$  中位数的 0.86%。此外,从标准化的理财产品数量看, $Press\_CAR$  1 单位标准差的提高,能够将  $WMP1\_Asset$  提高 0.0206,占其均值(0.0706)的 29.21%,能够将  $WMP2\_Asset$  平均提高 0.0225,占其均值的 22.61%。 $Press\_CAR$  具有显著的经济意义,尤其是对在银行间更具可比性的标准化的  $WMP\_Asset$  的影响更大。总体看,银行面临的资本金监管压力能够显著推动银行理财产品的发行,这与假说 1 的预测是一致的。

(2)对假说 2 检验。从表 1 可以看到  $CB\_Lend$  在四个回归中的系数都是正数,并且都至少在 5%的水平上具有统计显著性。从经济意义看,央行对银行债权占基础货币的比例  $CB\_Lend$  每增加 1 单位标准差,平均能够增加非保本理财产品 1.45 个,占  $WMP1$  中位数的 1.74%,平均能够增加全部类型理财产品 1.22 个,占其中位数的 0.93%。此外,从标准化的理财产品数量看, $CB\_Lend$  1 单位标准差的增加,平均分别能够将  $WMP1\_Asset$  和  $WMP2\_Asset$  提高 0.0161 和 0.0207,分别占其均值的 45.09%和 36.67%。总体看,央行对银行的直接贷款占基础货币供应量的比例越高,银行理财产品的发行量越多,结果支持假说 2。

(3)对于假说 4 的检验。从表 1 可以看到市场化利率与银行存款基准利率之间的价差  $Spread$  在四个回归中都为正数,并且都至少在 5%的水平上具有统计显著性。在经济意义上, $Spread$  1 单位标准差(0.6573)的增加,平均分别能够提高银行的非保本理财产品和全部理财产品 8.72 个和 4.17 个,分别占其中位数的 10.51%和 3.16%。此外,在对标准化的理财产品发行量的影响上, $Spread$  1 单位标准差的增加,分别能够将  $WMP1\_Asset$  和  $WMP2\_Asset$  提高 0.0681 和 0.0768,分别占两者均值的 96.45%和 77.31%,因此, $Spread$  的影响具有显著的经济意义。总体看,利率价差能够显著推动银行发行更多的理财产品,这与假说 4 的预测是一致的。

(4)对于假说 3 的检验。关于假说 3 的结果列示在表 2,从中可以看到  $CB\_Lend$  与  $Small\_Bank$

表 1 对假说 1、假说 2 和假说 4 的检验回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	log_WMP1	log_WMP2	WMP1_Asset	WMP2_Asset
<i>Press_CAR</i>	5.0198** (2.1869)	4.2478** (2.0770)	0.6897*** (3.4943)	0.7509*** (3.7176)
<i>CB_Lend</i>	4.6607*** (3.3326)	2.5410** (2.1184)	0.2033** (2.5378)	0.2605** (2.4707)
<i>Spread</i>	3.2951*** (4.1309)	2.1729*** (3.0648)	0.1036** (2.0544)	0.1168** (1.9760)
<i>Small_Bank</i>	-0.0555 (-0.2045)	-0.1885 (-0.7061)	0.0011 (0.0809)	0.0047 (0.3274)
<i>Bank_Size</i>	0.3502 (0.8474)	0.6664* (1.9582)	-0.0343 (-1.3865)	-0.0379 (-1.3374)
<i>Bank_ROE</i>	-2.7872 (-1.6266)	-3.0488* (-1.7451)	-0.1764 (-1.5106)	-0.2133 (-1.4197)
<i>Bank_NPL</i>	-0.0718 (-0.7562)	-0.1018 (-0.9650)	-0.0001 (-0.0175)	0.0000 (0.0006)
<i>Bank_Age</i>	1.1586*** (2.7621)	0.9997** (2.1679)	0.0445* (1.9469)	0.0546* (1.8180)
<i>Dum_List</i>	0.6044* (1.9093)	0.4431 (0.9932)	0.0361 (1.3604)	0.0425 (0.9214)
<i>Constant</i>	-15.4854 (-1.4149)	-21.0052** (-2.3029)	0.6724 (1.0609)	0.7146 (1.0009)
年份固定效应	是	是	是	是
银行固定效应	是	是	是	是
样本量	785	785	785	785
调整的 R <sup>2</sup>	0.7590	0.7961	0.6100	0.6291

注:括号中是稳健性 t 值,根据银行层面的集聚标准差进行计算(Cluster by Bank);\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10%的水平上显著。以下各表同。

的交叉变量在四个回归中都为正数,并且至少在 5%的水平上具有统计显著性。从经济意义看,在第(1)列回归中,交叉变量的系数为 3.5076,这意味着对于 *CB\_Lend* 1 单位标准差的增加(0.0794),小银行发行的非保本理财产品量平均要比大银行多出 1.32 个,小银行发行的全部理财产品的数量要比大银行多出 1.35 个,分别占两类变量中位数的 1.60%和 1.02%。此外,从标准化的理财产品量看,对于 *CB\_Lend* 1 单位标准差的增加,小银行发行的非保本理财产品和全部理财产品的标准化值相对大银行平均要高出 0.0235 和 0.0357,分别占两个标准化变量均值的 33.28%和 35.99%。总体看,基础货币供给结构的变迁,对小银行理财产品发行行为的影响要显著高于对大银行的作用,其影响具有显著的异质性,结果支持假说 3。

(5)对假说 5 的检验。关于假说 5 的检验结果列示在表 2,从中可以看到 *Spread* 与 *MMF\_License* 的交叉变量在 4 个回归中都是正数,并且都至少在 5%的水平上具有统计显著性。从经济意义看,在 *Spread* 的中位数水平上(1.8445),*MMF\_License* 1 单位的增加,能够使得 *WMP1* 和 *WMP2* 分别提高 3.84 个和 2.55 个。在标准化的理财产品发行量上,在 *Spread* 的中位数水平上,*MMF\_License* 1 单位

表 2 对假说 3 和假说 5 的检验回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	log_WMP1	log_WMP2	WMP1_Asset	WMP2_Asset
<i>Press_CAR</i>	4.8289** (2.1276)	4.0420** (2.0221)	0.6736*** (3.3772)	0.7264*** (3.6477)
<i>CB_Lend</i> × <i>Small_Bank</i>	3.5076** (2.5753)	3.7805*** (3.1541)	0.2959*** (3.5957)	0.4501*** (4.2198)
<i>Spread</i> × <i>MMF_License</i>	0.7299*** (4.3119)	0.5078*** (3.2888)	0.0273** (2.3696)	0.0318** (2.2014)
<i>CB_Lend</i>	-0.2828 (-0.2120)	-1.6639 (-1.4707)	-0.0757 (-1.0612)	-0.1246 (-1.4854)
<i>Spread</i>	-1.4892*** (-3.0770)	-1.0691** (-2.4020)	-0.0647* (-1.6967)	-0.0723 (-1.5102)
<i>Small_Bank</i>	-0.4614 (-1.3996)	-0.6260* (-1.9521)	-0.0332** (-2.1911)	-0.0474*** (-2.7033)
<i>Bank_Size</i>	0.2781 (0.6778)	0.5886* (1.7237)	-0.0404 (-1.6275)	-0.0471 (-1.6384)
<i>Bank_ROE</i>	-2.7604* (-1.6941)	-3.0199* (-1.8146)	-0.1742 (-1.5775)	-0.2099 (-1.4934)
<i>Bank_NPL</i>	-0.0801 (-0.8751)	-0.1108 (-1.0796)	-0.0008 (-0.1343)	-0.0011 (-0.1487)
<i>Bank_Age</i>	1.0129** (2.5895)	0.8427* (1.9612)	0.0322 (1.6254)	0.0359 (1.3971)
<i>Dum_List</i>	0.8638** (2.4438)	0.7227 (1.6129)	0.0579*** (3.2511)	0.0758** (2.2962)
<i>Constant</i>	-8.3395 (-0.7126)	-15.1060 (-1.5196)	1.0537 (1.5153)	1.2315 (1.5297)
年份固定效应	是	是	是	是
银行固定效应	是	是	是	是
样本量	785	785	785	785
调整的 R <sup>2</sup>	0.7630	0.8021	0.6231	0.6470

的增加能够将 *WMP1\_Asset* 和 *WMP2\_Asset* 分别提高 0.0531 和 0.0587, 分别占其均值的 71.32% 和 59.07%, 因此, 交叉变量具有显著的经济意义。总体看, *MMF\_License* 能够显著正向强化利率价差与理财产品发行量之间的正向关系, 这与假说 5 的预测是一致的。

## 五、稳健性检验与进一步的分析

### 1. 稳健性检验

(1) 不完全排除资管新规和理财新规的影响。由于 2017—2018 年的资管新规和理财新规等一系列严格制度的颁布和强力推行对银行理财产品的发展产生了直接的外生冲击, 甚至导致了银行理财产品数量和余额绝对值的下降。实证设计需要考虑到这种外生冲击, 遵循一般的实证规范, 至少可以有两种处理方法: 一是剔除 2017—2018 年的样本, 二是通过在实证模型中引入时间固定效应来尽力控制制度变迁带来的影响。第一种方法的优点是直接排除了外生冲击的影响, 可以获得更为纯净的样本, 在这个纯净样本下, 假说逻辑不会受到外生事件的直接干扰。在适用条件下, 如果外

生冲击明显改变了理论假说赖以成立的前提和逻辑,则选择剔除污染样本可能是比较合适的处理方法。第二种方法的优点是不损失样本,相对大的样本更有利于满足回归估计的各类统计性质,其适用条件是外生事件没有显著改变待检验理论假说的逻辑和前提。

前文主回归中采用了2004—2016年的样本。但是新规是否从根本上改变了本文的理论假说所揭示的变量关系,该问题在很大程度上还是实证问题,因此,在此处稳健性检验中,本文再次选择用2004—2018年的全样本进行回归测试,以检验本文的假说关系是否依然成立。

新的回归结果列示在表3和表4,从表3可以看到,资本监管压力指标 *Press\_CAR* 与市场化利率、存款基准利率差值指标 *Spread* 在4个回归中都依然为正数,并至少在5%的水平上显著为正,这与假说1和假说4的预测是一致的。进一步地,从表4可以看出,两个交叉变量 *CB\_Lend*×*Small\_Bank* 与 *Spread*×*MMF\_License* 的回归系数都依然为正数,并都在1%的水平上具有统计显著性,这与假说3和5的预测是一致的。值得注意的是,表4显示新型基础货币投放渠道占比变量 *CB\_Lend* 在3个回归中并不具备统计显著性,这意味着,资管新规和理财新规确实对新型基础货币投放渠道影响银行理财的机制产生了一定的冲击,但是由于交叉变量 *CB\_Lend*×*Small\_Bank* 依然是显著的,这种冲击并没有完全颠覆假说2的逻辑,表明新型基础货币供给渠道对于银行理财产品的拉升效应主要集中在小银行身上。总体看,即使在2004—2018年的样本下,本文的假说依然相对稳健的成立。

(2)采用新的核心假说变量定义方法。关于资本充足率的定义,巴塞尔协议一直以来的规范都是将监管指标设定为两类,即一般资本充足率与核心资本充足率。前文主回归是基于一般资本充足率定义资本监管压力,此处又进一步计算了银行在核心资本充足率上面临的压力,即用监管层要求的核心资本充足率目标减去银行实际的核心资本充足率,由此获得新的资本金压力指标 *Press\_CAR\_Core*。在主回归关于 *CB\_Lend* 的定义中,使用的是新型基础货币供给量(央行对存款机构债权)占基础货币总体比例做的定义。由于总体基础货币中除了央行对存款机构债权和外汇占款这两个核心成分外,还包括一些其他的成分(对政府债权、对其他金融性公司债权、对非金融部门债权等),为了更加准确直接地衡量新旧基础货币渠道相对数量,还可以直接用央行对存款机构的债权除以外汇占款量,由此定义了新的变量 *CB\_Lendfx*。

采用上述新变量定义方法的回归结果列示在表5和表6,从表5可以看出三个假说变量的系数在四列回归中都依然显著为正,这与假说1、假说2和假说4的预测是一致的。从表6可以看出两个交叉变量在四列回归中也都显著为正数,这与假说3和假说5的预测是一致的。

由于入选央行公开市场操作一级交易商名单的银行业也可能是总资产比较小的城商行或农商行,将这部分银行界定为大银行不甚妥当。为了缓解这个问题,可以直接根据银行总资产排序来界定大小银行。具体而言,根据银行在每个年度末的总资产量对全部商业银行进行排序,从大到小,排序在该年度前1/3银行被界定为大银行,新变量 *Dum\_Small1* 取值为0,其余银行为小银行, *Dum\_Small1* 取值为1。根据新定义,此处重新做了关于假说3的检验, *Dum\_Small1* 与 *CB\_Lend* 的交叉变量依然显著为负,实证结果的性质不变<sup>①</sup>。

此外,对假说5的检验涉及非银机构的资金竞争压力的测度,基金销售牌照数量的发放能够间接地测度这种压力。进一步地,可以考虑使用基金募集资金来源中的非银资金来源与居民储蓄存款比率这种更为直接的指标。在基金管理公司的资金来源中,其与银行合作的委外业务和通道业务主

<sup>①</sup> 本文还分别根据总资产规模的前1/4和1/5来定义新的 *Dum\_Small2* 和 *Dum\_Small3*,回归结果性质不变,具体内容请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

表 3 稳健性检验——对假说 1、假说 2 和假说 4 的检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	log_WMP1	log_WMP2	WMP1_Asset	WMP2_Asset
<i>Press_CAR</i>	5.5669** (2.3408)	4.8710** (2.2505)	0.5432*** (3.6914)	0.6535*** (3.3538)
<i>CB_Lend</i>	1.7598 (0.5253)	-1.7903 (-0.6335)	-0.3554 (-1.6285)	-0.6446** (-2.5646)
<i>Spread</i>	1.2233*** (12.7791)	1.0832*** (12.0344)	0.1031*** (9.3987)	0.1416*** (7.3894)
<i>Small_Bank</i>	-0.0669 (-0.3201)	-0.1789 (-0.9666)	0.0027 (0.2553)	0.0088 (0.7047)
控制变量	是	是	是	是
样本量	1070	1070	1070	1070
调整的 R <sup>2</sup>	0.7481	0.7820	0.6320	0.8530

注：此处省略了控制变量及常数项的回归结果。以下各表同。

表 4 稳健性检验——对假说 3 和假说 5 的检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	log_WMP1	log_WMP2	WMP1_Asset	WMP2_Asset
<i>Press_CAR</i>	5.1867** (2.2239)	4.4662** (2.1421)	0.5147*** (3.4620)	0.6125*** (3.1957)
<i>CB_Lend</i> × <i>Small_Bank</i>	3.2121*** (2.9636)	3.4205*** (3.5897)	0.2405*** (4.1612)	0.3465*** (5.0089)
<i>Spread</i> × <i>MMF_License</i>	0.2851*** (9.8672)	0.2308*** (8.9394)	0.0171*** (6.4431)	0.0225*** (6.5089)
<i>CB_Lend</i>	7.3286** (1.9883)	2.7987 (0.8931)	-0.0170 (-0.0669)	-0.1959 (-0.7078)
<i>Spread</i>	0.0521 (0.7976)	0.1387** (2.2973)	0.0332*** (4.4894)	0.0496*** (4.3785)
<i>Small_Bank</i>	-0.6568** 5.1867**	-0.8070*** 4.4662**	-0.0414*** 0.5147***	-0.0548*** 0.6125***
控制变量	是	是	是	是
样本量	1070	1070	1070	1070
调整的 R <sup>2</sup>	0.7570	0.7920	0.6461	0.8590

要是通过基金专户和基金子公司来募集，而公募证券投资基金的资金主要来源于非银行的居民单位，因此，为了排除基金公司的源于银行的资金，此处采用公募证券投资基金净资产相对于居民储蓄存款的比例来测度非银机构的竞争压力(变量名称为 *Compete*)。新的定义方式下，重新检验了假说 5，该指标与 *Spread* 形成的交叉变量 *Spread*×*Compete* 回归系数依然为正数，并至少在 5% 的水平下具有统计显著性。<sup>①</sup>

① 具体内容请参见《中国工业经济》网站 <http://www.ciejjournal.org> 附件。

表 5 稳健性检验——改变核心解释变量的定义方法 a

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	log_WMP1	log_WMP2	WMP1_Asset	WMP2_Asset
<i>Press_CAR_core</i>	5.2648** (2.2167)	4.4525** (2.1254)	0.7504*** (3.8615)	0.8172*** (4.0719)
<i>CB_Lendfx</i>	2.8534*** (3.2054)	1.4535* (1.8906)	0.1224** (2.3960)	0.1479** (2.1716)
<i>Spread</i>	3.3348*** (4.1665)	2.1557*** (3.0346)	0.1142** (2.3208)	0.1286** (2.2293)
<i>Small_Bank</i>	-0.0612 (-0.2281)	-0.1919 (-0.7310)	0.0004 (0.0365)	0.0037 (0.2835)
控制变量	是	是	是	是
样本量	760	760	760	760
调整的 R <sup>2</sup>	0.7590	0.7970	0.6210	0.6371

表 6 稳健性检验——改变核心解释变量的定义方法 b

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	log_WMP1	log_WMP2	WMP1_Asset	WMP2_Asset
<i>Press_CAR_core</i>	4.8781** (2.0625)	4.0403* (1.9588)	0.7188*** (3.5620)	0.7705*** (3.8328)
<i>CB_Lendfx</i> × <i>Small_Bank</i>	2.1907** (2.4092)	2.3350*** (2.8888)	0.1794*** (3.3016)	0.2646*** (3.7659)
<i>Spread</i> × <i>MMF_License</i>	0.7428*** (4.3457)	0.5008*** (3.1971)	0.0286** (2.4755)	0.0332** (2.3089)
<i>CB_Lendfx</i>	-0.2643 (-0.3031)	-1.1278 (-1.5115)	-0.0508 (-1.1188)	-0.0847 (-1.5674)
<i>Spread</i>	-1.5083*** (-3.0908)	-1.0164** (-2.2394)	-0.0620 (-1.6174)	-0.0701 (-1.4793)
<i>Small_Bank</i>	-0.3727 (-1.1980)	-0.5240* (-1.7258)	-0.0251* (-1.8616)	-0.0339** (-2.2021)
控制变量	是	是	是	是
样本量	760	760	760	760
调整的 R <sup>2</sup>	0.7632	0.8020	0.6321	0.6520

## 2. 进一步分析

根据假说 2 的推论,在新型基础货币投放渠道下,以央行公开市场操作一级交易商为代表的大银行相对其他小银行更容易从央行直接获得各类低成本的资金,促使小银行通过发行定价市场化的理财产品与大银行竞争资金,进而推动银行整体(包括大银行和小银行)增加了理财产品发行,这体现的是基础货币投放渠道变迁对于银行业内部通过理财产品竞争资金的刺激效应。在此过程中,银行业整体还面临着非银行金融机构的竞争,非银机构带来的这种竞争压力越大,银行业整体的存款流失越严重,存款总量的增长速度就越慢,这可能会进一步加剧银行业内部小银行通过理财产品与大银行竞争资金的行为,进而推动整个银行业理财产品发行数量的上升。由此可以推断,非银机



构为银行业带来的资金竞争压力可能会强化基础货币投放渠道变迁与理财产品发行量之间的正向关系。

为了检验上述推论,本文构建基础货币投放渠道变迁( $CB\_Lend$ )与非银行金融机构竞争压力( $MMF\_License$ )之间的交互变量  $CB\_Lend \times MMF\_License$ , 然后将其放入回归模型,在控制了其他假设变量和控制变量的条件下检验该交互项的显著性。回归结果显示,新的交互项的系数为正数,并至少在5%的水平上具有统计显著性。为了保证结果的稳健性,使用前文所述的  $Compete$  指标来测度非银机构为银行带来的资金竞争压力,由此形成  $Compete$  与  $CB\_Lend$  的交互项  $CB\_Lend \times Compete$ 。回归结果显示,新交互项的回归系数依然是正数,并且至少在5%的水平上具有统计显著性<sup>①</sup>。这意味着两个变量确实存在着显著的交互作用,即非银机构为银行带来的资金竞争压力能够显著正向强化新型基础货币投放占比与银行理财产品发行量之间的正向关系,非银机构带来的资金竞争压力越大,银行理财产品与新型基础货币投放占比之间的正向关系越强。

## 六、结论与政策启示

2008年全球金融危机之后,中国的银行理财产品开始迅速膨胀,其被视为中国影子银行系统最重要的组成部分。本文系统研究了理财产品的崛起机制,主要发现包括:银行的实际资本充足率相对监管机构所要求的目标充足率差距越大,面临的资本金监管压力越大,其发行的理财产品尤其是表外的非保本型理财产品的数量越多;央行基础货币投放渠道的急速变迁迫使小银行通过发行定价市场化的理财产品来竞争资金来源,央行对银行的贷款相对传统的外汇占款的比例越高,则银行理财产品的发行总量越大,并且这种正向效应主要集中在小银行;理财产品是银行应对利率市场化带来的非银行金融机构资金竞争压力的一种重要工具,市场化利率与存款基准利率之间的价差越大,银行发行理财产品的数量越多,并且以基金为代表的非银行机构由于相关牌照管制放松为银行带来的资金竞争压力越大,理财产品与利率价差之间的正向关系越强。

本文的研究发现具有丰富的政策含义,其带来的启示包括:

(1)重新反思严格的银行资本金监管标准。中国的金融监管机构紧密跟随巴塞尔协议 III,对商业银行分类强制划定了相对较高的资本充足率监管标准。在中国间接金融体系主导的模式下,商业银行是资金通向实体经济的主要管道,而传统的银行贷款又是其中能够较好地平衡风险与收益的核心管道。在中央银行基础货币供给稳步增长的背景下,新增流动性最终将被吸纳进入商业银行系统,成为银行的显性或隐性的负债。面对负债的扩张以及由此带来的成本增加,理性的银行必须考虑如何基于这些负债创造高回报率的资产以覆盖其成本。但是过于严苛的资本充足率要求将直接限制银行将新增负债流动性配置到传统的表内贷款的能力。为了在形式上满足资本金监管标准,银行只能再造一个与传统信贷通道完全平行的新的表外资产配置管道。本文的研究证实理财产品正是银行实现信贷资产出表的重要工具之一。通过理财产品或其他方式将负债与资产出表,只是在形式上出表,银行面对表外理财产品潜在投资损失,不可能真正要求理财产品投资者自负盈亏。如果银行对其发售的理财产品放弃刚性兑付,个体风险事件很可能会引发与银行挤兑扩散机理类似的系统性危机。进一步地,由于理财资金的表外运作模式,银行围绕传统信贷资产筛选、发放、监管等流程所形成的一系列行之有效的并且银行业善于运用的风险管控机制都将无法直接运用到表外理财资金的配置过程中。这将加剧表外理财资产配置的风险,使其总体风险高于传统的银行信贷项目,在刚性兑付的规则下,这将加剧系统性金融风险。因此,回到银行再造表外资产通道的逻辑起

<sup>①</sup> 具体内容请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

点,如果能够相对适当地放松过于严苛的资本充足率标准,则银行创设影子银行的动机将显著弱化,此时表外信贷资产才能真正主动回归表内,风险会得到相对更加有效的控制。反之,如果资本充足率要求不降低,强制银行表外理财产品所配置资产回表,在银行自有资本无法迅速补足的条件下,面对自身表内负债的膨胀,只能是“按下葫芦浮起瓢”,即使银行被迫放弃了理财产品通道,其依然会“创新”出其他表外资产配置通道,从而引发新的不确定性,加剧系统性金融风险。

(2)央行在确定作为基础货币投放渠道的贷款银行对象时,需要适度考虑公平性。在外汇占款总体下降的趋势下,为了保证货币供给的稳定性,央行选择通过针对银行各类抵押贷款作为基础货币投放的新渠道。由于央行的贷款实际偏向以公开市场操作一级交易商为代表的大银行,歧视小银行,小银行无法公平地获得源自央行的新增流动性,进而推动了小银行通过发行高息的表外理财产品与大银行展开存量资金竞争。为了兑付理财产品的高回报,小银行在自身资产管理能力相对较弱的条件下,又需要将理财资金委托给外部其他金融机构运作,资金被层层转包,这将拉长资金达到最终融资方的链条长度,增加各类中介环节,进而将显著提高实体企业融资的成本。如果要限制表外理财产品的过度膨胀,央行可以在贷款对象、公开市场交易对手的选择、贷款抵押品的要求等方面适度放松过于严苛的标准,使得合规的小银行也能成为央行贷款的对象,可以像大银行一样直接获得源于央行的稳定的基础货币,由此小银行通过发行高息理财产品进而表外运作的动机将会弱化,这有助于减少资金从银行进入实体企业的环节,降低实体企业的融资成本。

(3)进一步推动银行存款利率的市场化,减少各类隐性的干预或窗口指导,赋予各类银行更大的存款定价权。在各类非银行金融机构的资管产品定价市场化的背景下,银行存款利率依然受到窗口指导,市场利率与存款基准利率的价差必然导致非银行机构的套利行为,由此直接对被束缚了手脚的银行形成资金竞争压力。发行利率市场化的理财产品正是银行应对非银行机构资金竞争压力的一种本能反应。考虑到表外理财产品运作的各类问题以及可能引发的系统性金融风险,如果要引导表外理财资金有序回归表内,监管层需要为面临强大资金竞争压力的银行松绑,赋予其为表内存款定价的更多自主权利,保证银行存款也能自由提供市场化的收益率。反之,在银行存款无法提供与其他非银行机构资管产品类似的回报率背景下,强制压缩银行理财产品,只能导致资金变相脱媒,逃离银行体系,进入可控性更差的其他影子银行系统中,从而可能进一步加剧系统性金融风险。

#### [参考文献]

- [1]高蓓,张明,邹晓梅.影子银行对中国商业银行经营稳健性的影响——以中国14家上市商业银行理财产品为例[J]. 经济管理, 2016,(6):138-153.
- [2]郭晔,赵静.存款竞争、影子银行与银行系统风险[J]. 金融研究, 2017,(6):81-94.
- [3]胡诗阳,祝继高,陆正飞.商业银行吸收存款能力、发行理财及其经济后果研究[J]. 金融研究, 2019,(6):94-112.
- [4]刘姗,余升国.基础货币投放结构的宏观经济效应[J]. 商业研究, 2017,(12):57-65.
- [5]钱雪松,谢晓芬,杜立.金融发展、影子银行区域流动和反哺效应——基于中国委托贷款数据的经验分析[J]. 中国工业经济, 2017,(6):60-78.
- [6]孙国峰,贾君怡.中国影子银行界定及其规模测算[J]. 中国社会科学, 2015,(11):92-110.
- [7]项后军,闫玉.理财产品发展、利率市场化与银行风险承担问题研究[J]. 金融研究, 2017,(10):99-114.
- [8]肖立晟.人民币理财产品:概况、运作、风险与监管[J]. 国际经济评论, 2013,(3):93-102.
- [9]徐忠.中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿[J]. 金融研究, 2017,(1):1-21.
- [10]张明.中国影子银行:界定、成因、风险与对策[J]. 国际经济评论, 2013,(3):82-92.
- [11]祝继高,胡诗阳,陆正飞.商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系金融输出方的实证研究[J]. 金融研究, 2016,(1):66-82.

- [12] Acharya, V. V., J. Qian, and Z. Yang. In the Shadow of Banks: Wealth Management Products and Issuing Banks' Risk in China[R]. SSRN Working Paper, 2017.
- [13] Allen, F., X. Gu, J. Qian, and Y. Qian. Implicit Guarantee and Shadow Banking: The Case of Trust Products[R]. Central University of Finance and Economics Working Paper, 2017.
- [14] Allen, F., Y. Qian, G. Tu, and F. Yu. Entrusted Loans: A Close Look at China's Shadow Banking System[J]. Journal of Financial Economics, 2019,133(1):18-41.
- [15] Chen, Z., Z. He, and C. Liu. The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes[J]. Journal of Financial Economics, 2020,137(1):42-71.
- [16] Dang, V. T., H. Wang, and A. Yao. Shadow Banking Modes: The Chinese versus U.S. System [R]. Columbia University Working Paper, 2015.
- [17] Financial Stability Board. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation [R]. FSB Working Paper, 2011.
- [18] Hachem, C. K., and Z. Song. Liquidity Regulation and Unintended Financial Transformation in China[R]. NBER Working Paper, 2016.

## Transition of Distribution Channels of Monetary Base, Competition of the Fund Sources and Rising of Banks' Wealth Management Products in China

SHAO Xin-jian<sup>1</sup>, WANG Xing-chun<sup>1</sup>, XIAO Li-sheng<sup>2</sup>, QIN Jia-qi<sup>3</sup>

(1. School of International Trade and Economics UIBE, Beijing 100029, China;

2. Institute of World Economics and Politics CASS, Beijing 100732, China;

3. School of Business, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Wealth management products (WMPs) issued by commercial banks have been developing rapidly since 2008 and are regarded as the cornerstone of the complex shadow banking in China. Based on the panel data of 171 banks from 2004 to 2018, this paper focuses on the driving forces of WMPs development in China. The main conclusions include: From the perspective of banks' assets allocation, banks are inclined to change the traditional on-balance sheet loans into off-balance sheet assets held by WMPs in order to meet the increasingly strict requirement on banks' capital. The larger of the gap between banks' real capital adequacy ratio and the required ratio, the more WMPs they will create. Central bank are distributing more basic money through various direct lending channel than through buying the excessive foreign exchange in the open market. Under this circumstance, small banks' relative share of total monetary base is decreasing significantly, which forces small banks to issue market priced WMPs to compete fund with big banks. With the reform of interest rate marketization, the financial products issued by various non-bank financial institutions are priced by the market freely, whereas the deposit interest rate are still regulated or subject to window guidance. As a result, banks have to issue WMPs whose return are not regulated by the authority to compete on fund source with non-bank financial institutions. The more non-bank financial institutions licenses are granted by government, the more pressure will these institutions exert on banks. As a result, these licenses will strengthen the positive relationship between rate gap and WMPs. Our research has provided some new perspectives on the driving mechanism of WMPs' development and it can also help the authority to improve the supervision on Chinese shadow banking and WMPs.

**Key Words:** banks' wealth management products; capital adequacy ratio; distribution channels of monetary base; non-bank financial institutions

**JEL Classification:** G21 G28 E51

[责任编辑:李鹏]