



影子银行内生脆弱性、宏观审慎政策与系统性金融风险防范

金成晓 蒋润南

摘要 随着影子银行规模的不断发展，影子银行业务促进了金融市场的竞争与融合，推动了金融创新，其在金融体系中的作用愈加重要。本文选取 2013—2022 年 13 家上市银行的影子银行面板数据，通过回归模型、系统 GMM 方法，分别检验了影子银行内生脆弱性与宏观审慎政策及其共同作用对系统性金融风险的影响。研究发现：影子银行内生脆弱性会导致系统性金融风险的增加，从而加剧了对金融安全的威胁。从宏观审慎政策工具和防范影子银行内生脆弱性的共同作用效果看，宏观审慎政策工具中的资本监管压力和贷款价值比能够与影子银行脆弱性指数形成互补，有效地降低系统性金融风险。研究结果揭示宏观审慎政策与影子银行内部控制是防范系统性金融风险、维护金融安全的主要途径。

关键词 影子银行内生脆弱性 宏观审慎政策 系统性金融风险 金融稳定与安全

一、引言

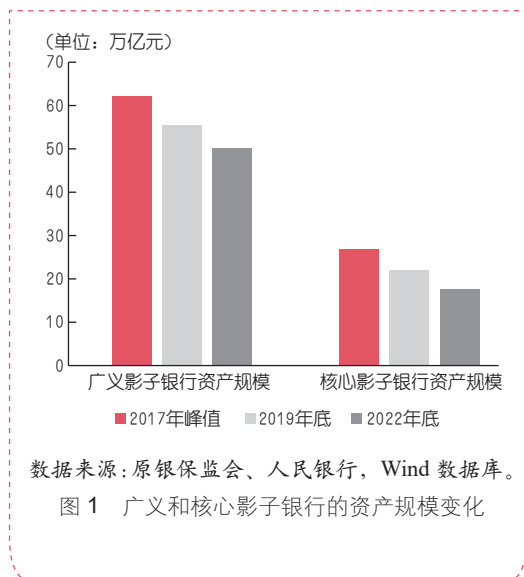
据国际信用评级机构穆迪投资者服务公司发布的 2023 年一季度的《中国影子银行季度监测报告》披露，自 2017 年初以来，中国政府一直在努力解决影子银行问题，从历史最高水平开始，影子银行规模急剧下降。到 2022 年底，广义影子银行总资产规模降至人民币 50.3 万亿元，较 2017 年创纪录的 66.2 万亿元减少近 16 万亿元。2016 年底，影子银行在 GDP 中的份额为 79.6%，2022 年底占 GDP 的份额为 41.8%，下降约 37 个百分点。其中，到 2022 年底包含委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票等在内的核心影子银行业务总资产规模为人民币 17.4 万亿元，相比 2017 年核心影子银行业务规模的 26.9 万亿元减少近 10 万亿元（图 1）。同年核心影

子银行业务占银行总资产比重也由 11% 降低至 4.7%。

影子银行不仅规模显著缩小，更重要的是商业模式的标准化、结构的简单化、资本金的积累和系统风险的降低。但值得注意的是，影子银行并没有消失，而是与传统金融体系长期共存。各类影子银行的功能和风险程度各不相同，因此，建立和完善影子银行长效监管机制势在必行。

经济学家明斯基的“金融脆弱性假说”认为，金融体系的内在脆弱性决定于现代资本主义的本性。本文中影子银行的“内生脆弱性”指的是其独特的运作机制和结构所固有的风险特征。这些脆弱性主要来源于高度的杠杆化操作、依赖短期资金的资金链风险、透明度不足、监管套利，以及与传统金融体系的高度相互连接性。这

金成晓，吉林大学数量经济研究中心教授、博士生导师；蒋润南，吉林大学商学与管理学院。



些因素共同构成了影子银行系统的内生脆弱性,对金融稳定构成潜在威胁。

我国影子银行的主要构成部分为银行的“影子”理财业务及信托产品,其有别于其他发达经济体的影子银行体系的主体结构,如美国影子银行的构成主要包括投资银行、对冲基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资工具等非银行金融机构和金融产品。2008年国际金融危机以来,我国影子银行不断发展,在满足实体经济融资需求、推动金融市场发展及优化金融资源配置等方面发挥相应作用。然而,影子银行与传统商业银行业务体系在经营方式、业务范围、风险控制及服务水平等方面存在较大差异,随之而来的是其对金融安全造成威胁,对系统性金融风险防范带来挑战。

在对影子银行体系脆弱性与宏观审慎政策对系统性金融风险的作用机制进行实证分析之前,需要对系统性金融风险与金融安全的联系,并结合具体的影子银行的行为与特点进行理论分析。

① 传导性影响。影子银行高度依赖于短期融资市场,其产品结构具有期限错配、流动性转换等特征,对于资产端与负债端出现的资金期限不一致的情况,极易出现资金来源短、运用长的局面,从而造成流动性危机,对系统性金融风险在流动性等方面的防范产生威胁,进一步通过金融机构间的连锁反应,将风险迅速向整个金融市场传导。这种传导会导致金融市场的恐慌和不稳定,严重威胁金融安全。

② 复杂性影响。影子银行的产品结构往往十分复杂,因此存在信用转换、高杠杆率等特征,并且影子银行的交易方式大多透明度不足。目前就影子银行的发展形势而言,商业银行等金融机构的表外业务、信托机构及各种小额贷款公司等越来越多的参与者将各类影子商品进行包装售卖,进一步影响了影子业务的复杂性。这种复杂的产品特征与特殊的交易方式,加剧了交易过程中的逆向选择与信息不对称,从而加剧了金融风险。而就系统性金融风险本身而言,其形成方式和传导过程及机制涉及金融机构、监管部门、市场环境等多方面因素,而且这些因素之间相互关联、相互影响。这使得系统性金融风险的识别和防范变得异常困难,不利于维护金融安全与稳定。

③ 预防性影响。维护金融安全无法使金融系统避免一切危机与风险,而是在风险客观存在的前提下做好抵御风险的准备,不断提高防御风险的能力。就影子银行体系而言,目前尚未有较官方的预警模型投入使用,因此在预防性方面,影子银行体系的脆弱性不利于系统性风险的防范,从而加剧了对金融安全的威胁。

④ 政策监管性影响。对于影子银行体



系的监管,目前我国监管体系尚不完善,政策制定方面依旧留存诸多空白,由此导致监管边界不清晰,信息披露不透明,监管工具不足,存在监管套利,以及跨境金融业务国际协调监管难度大等诸多问题。这一系列监管问题使自身本就存在诸多潜在风险的影子银行业务更加脆弱,从而加剧了系统性金融风险。

从以往对影子银行的脆弱性及其风险的研究来看,影子银行系统性金融风险主要集中在概念界定和形成机理层面,定性研究较多,系统性金融风险定量分析较少,且少有从影子银行内生脆弱性角度来探究系统性金融风险问题。本文将影子银行内生脆弱性构建在系统性金融风险研究机理的框架之中,以系统性金融风险形成为起点,探索影子银行内生脆弱性、宏观审慎政策与系统性金融风险的关系,以及由这一过程所产生的系统性金融风险扩散机制,使我们可以在此基础上判断影子银行和宏观审慎政策与系统性金融风险相关的内在脆弱性发生的方向和程度,最终对影子银行系统性金融风险的控制和防范提出建议,从而保障落实金融安全工作的目标和任务,创造一个健康可持续发展的金融环境。

二、文献述评与研究假设

(一) 影子银行内生脆弱性对系统性金融风险的影响

金融脆弱性理论代表之一明斯基指出,当经济的高质量发展与当前金融需求发生矛盾时,将导致金融供给的不平衡,造成金融系统的混乱和部分功能的丧失,甚至可能出现失衡的情况(Mazelis, 2015)。这更多是由自身风险积聚所引发

的一连串条件,换句话说,繁荣与萧条相辅相成,而脆弱性是银行系统的内在属性,是不可避免的风险因素。明斯基指出,投机性借贷的风险比抵偿借贷大得多,前者是先估计资金状况,以判断当前应借入的数额,而后者是通过估计未来的现金流来作为抵偿的有利补充(Meeks & Nelson, 2017)。前者借款期限长、周期长,而且投资获得的收益不能保证本息及时归还,还会出现借新还旧等现象,大大增加不良贷款发生的可能性。

金融脆弱性理论较好地解释了系统性风险的成因(White, 2008),政府当局和金融市场对某一领域有着特定的意图,投资者必然蜂拥而至,这个领域将会空前膨胀,同时麻烦也随之而至,过度投机导致经济疯狂,泡沫的表面下隐藏着巨大的危机。与此同时,银行信用的不断膨胀也是泡沫产生的重要原因,银行风险积聚的时间越长,泡沫一旦破灭,隐藏在银行系统中的风险因素就越多,从而引发金融危机(McKinnon, 1998; 王朝阳和王文汇, 2018)。然而,金融体系固有的脆弱性特征却难以摆脱,主要表现在两个方面。一是当风险发生后,随着时间的流逝,每个人都会慢慢忘记曾经的风险带来的冲击动荡,如果下一波投资热潮再次来临,利益的诱惑会让投资者不够理智,做出选择继续投资。二是对竞争压力的解释。这意味着金融机构或个人为了生存,在社会发展的必然条件下,被迫在金融市场上进行竞争,如果不降低现有借贷条件,就会被市场的洪流淹没,失去机会,因此,必须作出许多违背原则的借贷决策。据此,本文提出假设:

H1: 影子银行内生脆弱性对系统性金

融风险具有促进作用。

（二）影子银行的内在脆弱性与宏观审慎政策对银行系统风险的影响

在对金融脆弱性和宏观审慎监管进行研究时，White（2008）在宏观审慎监管政策与其他宏观政策的协调方面，综合系统地分析了各国宏观审慎监管政策的效果，提出了不同宏观政策的搭配主张，认为单一宏观审慎监管政策的有效性存在缺陷，同时强调宏观审慎监管与货币财政政策相结合，可以弥补单一政策的不足。在宏观审慎政策监管目标的基础上，Hanson（2010）提出宏观审慎监管应侧重于金融机构之间的风险分担，能够在单个金融机构遭受损失时迅速内化为损失，有效地减少道德风险，并将风险控制在局部范围内，从而避免系统性风险。Gauthier et al.（2012）利用加拿大银行部门的数据进行的分析发现，宏观审慎政策工具对资本保留缓冲机制的要求使个别银行破产和系统性危机的可能性降低了25%，而且宏观审慎政策对金融系统的稳定有重要影响。Cerutti et al.（2015）表明，实施宏观审慎政策能够减少银行面临的信贷风险，从而降低银行的系统风险。通过建立DSGE模型，马勇和陈雨露（2013）提出内生金融体系，系统分析了货币政策、金融调控和信贷政策之间的协调关系。模拟结果表明，宏观审慎更适合于简单而明确的规则，而基于宏观审慎视角的政策协调配合有助于稳定经济金融体系，减轻单一政策面临的多目标约束和政策负担。但是模拟结果也提醒我们，在进行政策协调与组合时，要注意“政策叠加”和“政策冲突”的问题。利用LT-TVP-VAR模型，陈守东与张丁育（2016）比较分析了逆周期监管资本工具实

施顺序对金融稳定的影响。结果表明，在资本工具逆周期监管之前，金融体系具有一定的不稳定性，而资本工具逆周期监管之后，金融不稳定性的负面因素会减弱，说明资本监管机制有助于维护金融稳定。刘志阳（2018）以国际货币基金组织（IMF）制定的宏观审慎指数（MPI）为间接变量，选取我国上市商业银行的相关数据进行分析，得到宏观审慎指数对银行系统风险的影响，并指出我国宏观审慎政策的实施能有效降低银行系统风险。利用VAR模型，王沛等（2019）验证了逆周期资本缓冲这一宏观审慎工具对降低银行系统性风险的作用。刘佳丽和马庆（2021）基于2013—2020年省际面板数据，测度各省份影子银行规模和系统性金融风险指数，实证检验我国影子银行对系统性金融风险的影响。结果表明我国影子银行体系各组成部分对系统性金融风险的影响呈现差异性。徐海霞（2022）、武晋（2023）建议在新常态下，将影子银行纳入逆周期宏观审慎监管体系。据此，本文提出假设：

H2：影子银行内在脆弱性与宏观审慎政策具有互补性，两者协调可降低系统性金融风险。

（三）影子银行发展的新常态下金融风险与金融安全问题的讨论

回顾已有文献，直接讨论影子银行与金融安全的文献数量较少，学者们更多关注影子银行对系统性金融风险的影响，或直接分析金融风险与金融安全之间的关系。吴平凡和陈永生（2017）提出应将影子银行风险“可视化”“具象化”，并通过信息的透明度与宏观审慎的监管政策，配合金融部门的政策，为我国金融安全的保驾护航。梁永礼（2018）选取影响金融安



全的16个指标,重新构建金融安全评价与预警的指标体系,并将影子银行这一因素加入指标体系的构建中。李琳璐(2022)将金融安全与系统性金融风险进行比较,不仅对定义与特征进行对比,还将两者之间的相互影响与传导机制进行分析,认为金融安全的影响因素诸多,如系统性金融风险、金融体系抵御风险的能力与政策,以及金融体系中各参与者对市场的信心等。

三、模型构建

(一) 变量选取^①

1. 被解释变量——系统性金融风险(SFR)

系统金融风险的度量方法可以分为两类:一种是基于银行金融数据的度量方法;另一种是基于银行间双边风险数据的度量方法。指标法虽然简单易行,但在指标选择和权重设置等方面存在很大的不确定性和随意性,所得到的结果也比较主观。网络模型法能较好地反映系统金融风险的产生和传导过程,但其数据获取难度较大。另是基于市场收益率数据的测量方法,如溢价法、 ΔCoVar 、MES、CES等。其中, ΔCoVar 和CES两种方法的使用频率较高,相比较而言, ΔCoVar 更能刻画出金融机构“太关联而不能倒”的特征。本文的研究重点是单个银行对银行系统整体系统风险的影响。通过衡量一个金融机构对整个体系的风险贡献,可以确定它对整个体系的重要性。这个方法有力地补充了最初的VaR方法仅关注于一个银行的风险这一概念,因此本文借鉴Adrian & Brunnermeier(2016)的研究成果,采用基于分位数

回归的CoVaR方法,即条件风险价值法(Condition Value at Risk)来度量系统性金融风险。与此同时,在考虑银行市值对系统性风险可能产生的影响的基础上,采用成分期望损失法(CES)对系统性金融风险进行稳健性检验。

2. 解释变量——影子银行内生脆弱性(EVSB)和宏观审慎政策变量(MPI)

当前有四种方法可以用来量化影子银行内生脆弱性:Frankel采用的概率单位模型方法和Rose(1996)引入的Probit和Logit模型;以Sachs(1996)等为代表的STV模型,以及以Kaminsky(1997)等为代表的信号分析法。但是,对于具体指标的选择,理论界至今尚未形成共识。总结国内外学者的研究方法,为将脆弱性概念与数据可获得性相结合,选取不良贷款率、资本充足率、存贷款比率、资产利润率、累积外汇敞口头寸比率五个微观量化指标来衡量影子银行的内在脆弱性。数据来自Wind数据库。基于McKinnon & Pill(1997)及巴塞尔协议III关于金融脆弱性指标的设定及其对应的临界值(表2),将银行的原始指标数据映射到相应脆弱性数值0~20区间,得出最终的赋值结果;运用因素分析法,得出了影子银行的不良贷款率、资本充足率、存款和贷款比率、资产回报率、资本充足率在外汇市场的位置和其他指标中的权重,计算出内生脆弱性度量的最终指标VI。

在宏观审慎政策方面,Cerutti et al.(2015)制定了宏观审慎指标作为间接变量的回归模型。但宏观审慎指标的设计是通过多种宏观审慎政策工具的虚拟变量进

① 变量定义与说明,见表1;表2~6,见增强出版,中国知网—《金融市场研究》。



表 1 变量定义与说明

变量属性	变量名称	代理变量	变量符号	变量定义
被解释变量	系统性金融风险 SFR	股票收益率指数	Co Var	根据银行股票收盘价度量单个银行对整个银行系统的风险贡献度
		市值权重	MVW	考虑市值权重的成分期望损失法衡量
解释变量	影子银行内生脆弱性 EVSB	脆弱性指数	VI	如本节中关于影子银行内生脆弱性的量化方法
	宏观审慎政策 MPI	资本监管压力	REG	1/ 银行实际资本充足率 -1/ 监管部门要求的资本充足率
		贷款价值比	LTV	1- 城市二套房平均最低首付比
控制变量	银行特征变量	资产总额	SIZE	银行总资产的自然对数
		资产收益率	ROA	净利润 / 平均资产总额
	宏观经济变量	GDP 增长率	GDPR	国内生产总值同比增长率
		通货膨胀率	CPI	(现期物价水平 - 基期物价水平) / 基期物价水平

行简单相加而获得的，并不能很好地反映出执行宏观审慎政策的力度和各种宏观审慎政策工具的效果。虽然我国对宏观审慎政策工具的研究已经起步，但存在年限短、数据获得难度大及参考文献数量有限等问题，结合梁琪（2015）、荆中博和方意（2018）等的研究方法，选择资本监管压力（REG）和贷款价值比率（LTV）作为宏观审慎政策的代理变量。资本监管压力是用银行实际资本充足率倒数与监管部门要求的标准差来衡量的，这些标准包括最低资本充足率要求、资本保留缓冲和系统重要性银行的资本补充要求；贷款价值比率用 1- 城市二套房平均首付比来衡量。

3. 控制变量

为确保实证结果真实可靠，选取资产总额（SIZE）、资产收益率（ROA）两种银行微观特征变量，GDP 增长率（GDPR）和通货膨胀率（CPI）两个宏观经济变量作为控制变量。宏观经济趋势对任何经济主体在市场进行的投融资活动都会产生一

定影响，其影响作用不容忽视。

（二）模型设定

为探究影子银行内生脆弱性、宏观审慎政策与系统性金融风险的关系，本文进行两个层次的实证检验。

一是检验影子银行内生脆弱性对系统性金融风险的影响，判断影响方向与程度。设定模型为：

$$\begin{aligned} SFR_{i,t} = & \alpha_0 SFR_{i,t-1} + \alpha_1 MPI_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} \\ & + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \alpha_4 GDPR_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 CPI_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

二是检验影子银行内生脆弱性与宏观审慎政策的共同作用对系统性金融风险的影响。

$$\begin{aligned} SFR_{i,t} = & \beta_0 SFR_{i,t-1} + \beta_1 EVSB_{i,t-1} + \beta_2 MPI_{i,t-1} \\ & + \beta_3 EVSB_{i,t-1} \times MPI_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} \\ & + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 GDPR_{i,t-1} \\ & + \beta_7 CPI_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中， i 为样本所包含影子银行数， t 为年份，影子银行内生脆弱性代理变量 SFR 为



核心解释变量。

(三) 估计方法

在实证模型中考虑系统性金融风险的动态效应,若采用静态的方法,如固定效应法来估计模型,得到的参数值会有偏差。因此,本文采用 Arellano (1995) 和 Blundell (1998) 所提出的动态面板广义矩估计 (GMM) 方法进行计算。该方法可分为差分 GMM 和系统 GMM 方法。系统 GMM 方法可以克服差分 GMM 方法容易产生弱工具变量的缺点,所以本文采用系统 GMM 方法。该方法将方程差分与水平系统相结合,并选取解释变量的时滞项作为工具变量,较好地解决了动态面板模型中易出现的内生性问题,提高了模型估计的有效性。

四、实证结果与分析

(一) 数据选择与预处理

在研究传统商业银行影子银行业务的基础上,根据商业银行的经营模式、不同类型的银行对账单手工整理影子银行数据。中国的影子银行业务从 2008 年开始稳步增长,并且各银行的报表中只有半年报和年报中有影子银行的详细数据。其中,中信银行、民生银行、北京银行由于部分数据的缺失,因此从样本选取中予以剔除,最终得到我国 13 家上市银行,具体包括工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、招商银行、交通银行、上海浦东发展银行、兴业银行、深圳发展银行、南京银行、宁波银行、光大银行和华夏银行 2013—2022 年的半年度非平衡面板数据。银行业的金融数据、股票交易数据、宏观变量数据都取自 Wind,并辅之以银行年度报告。宏观审慎相关数据取自人民银行和金融监管总

局网站。为避免极端异常值的影响,本文对所有连续变量进行 1% 分位数和 99% 分位数的 Winsorize 处理,对解释变量进行归一化处理。

(二) 实证分析

1. 回归结果与分析

GMM 评分法是在一定假设条件下对系统给定模型的评分法,可以使用此方法获得工具变量。为此,有两种检验方法,一是方程随机误差项的自相关检验,当 AR(2)-P 值明显大于 0.1 时,表明无二阶自相关存在,即通过检验。二是干扰项的二阶自相关检验,即 Sargan 检验,要求所用的工具变量与误差项无关,以检验模型中工具变量的选取是否有效。如果无法拒绝零假设的工具变量有效性成立,说明两者不相关,模型通过了检验。在回归分析的基础上,表 3 和表 4 表明模型通过了 AR (2) 和 Sargan 检验。通过验证,证明了本文所建立的系统 GMM 估计模型的正确性、合理性和有效性。

表 3 是影子银行内生脆弱性与系统性金融风险的回归检验结果。脆弱性指数的系数为 0.156,在 1% 的置信水平上显著,即影子银行内生脆弱性与系统性金融风险正相关,结果与研究假设一致。按照 Bernanke et al. (1994) 的“金融加速理论”,金融系统具有周期性变化的特点。在投资旺盛的情况下,金融机构对未来有良好的预期,具有更强的盈利动力,因此放松信贷条件,增加信贷规模。这将进一步刺激投资,资本资产价格会节节攀升,金融动荡会不断积累,如果不加以干预,到了一定程度,就会引发金融危机。影子银行资产负债错配或负债过高而产生的内生脆弱性本身就意味着系统性金融风险的存在。



一是影子银行在其运作过程中，对资产业务的软约束与业务责任的硬约束存在冲突和矛盾，其结果是影子银行采用了借短贷长的商业模式，直接后果是流动性风险。如果大部分影子银行面临这种风险，或者这种风险在机构间过度传播，那么就会出现挤兑，即使具有足够清偿能力的影子银行也可能面临破产。二是高负债交易导致影子银行破产，其破产概率与金融杠杆成正比；过多的债务会迫使企业从事高风险业务，从而产生道德风险。当某个影子银行陷入困境时，其直接后果就是清偿能力的降低。这种清偿能力的下降将因加强了影子银行之间的关联关系而在影子银行之间广泛传播，导致系统性金融风险，从而不利于维持金融安全与稳定。

另外，控制变量中，资产规模系数在10%的置信水平上均显著为负，表明资产规模越大，分散所面临风险的能力越强，资产规模越小，所面临的风险不对称问题越小；资产收益率在5%置信水平上显著为负，表明资产收益率对系统性金融风险具有显著的负效应；资产收益率越低，影子银行越倾向于高风险的投资组合以获得高收益，影子银行承担的风险越大，系统性金融风险也越大。在宏观经济变量中，GDP增长率的回归系数为负值，表明在经济衰退下滑周期中，实体经济受到了很大程度的负面影响，而实体经济所面临的风险又进一步传导到影子银行机构，导致系统性金融风险上升；通胀明显为正，表明了较高的通胀和较高的影子银行系统风险。

表4是影子银行内生脆弱性与宏观审慎政策对系统性金融风险影响的回归检验结果。由表4可知，脆弱性指数与资本监管压力的乘数均为负值，表明通过提升资

本监管压力，可以削弱影子银行脆弱性指数对系统性金融风险的促进作用，资本监管压力作为宏观审慎工具之一，可以对系统性金融风险起到显著的抑制作用，影子银行内生脆弱性和资本监管压力相互配合，能够促进政策目标的实现。另外，影子银行的内生脆弱性与贷款价值比的交乘项系数为正值，表明通过宏观审慎工具之一的贷款价值比和内生脆弱性的共同作用，可以有效提高对系统性金融风险的抑制作用，两者的协调配合有利于实现银行体系稳定。由此可得，影子银行内生脆弱性与宏观审慎政策具有互补性，两者协调可降低系统性金融风险。在2013—2022年的十年间，为有效控制房地产价格的暴涨和频繁波动，我国先后十余次调整贷款价值比率，防止房地产市场风险的过度累积和系统性金融风险的发生，保障金融安全的落实与维系。

2. 稳健性检验

为保证模型估计结果的正确性，采用CES方法测量出来的系统性金融风险作为解释变量，重新估计了模型，回归结果见表5和表6。稳健性检验结果显示，影子银行内生脆弱性对系统性金融风险有正向影响，在5%的置信度下显著。通过内生脆弱性与宏观审慎政策工具的协同作用，可以有效降低系统性金融风险。不管是基准模型的回归，还是影子银行内生脆弱性以及宏观审慎政策的回归，这些变量与系统性金融风险的回归系数符号和显著性都与上文结果基本一致，表明上述回归结果比较稳健。

五、结论与政策建议

（一）研究结论

本文通过对我国现有16家上市银行数



据进行筛选,最终选取在2013—2022年间,除民生银行、中信银行及北京银行外的13家上市银行的影子银行业务相关数据,通过回归模型分析并运用系统GMM方法,对前文中提出的两个假设进行检验,最终得到如下研究结果。

第一,影子银行内生脆弱性与系统性金融风险在1%的置信水平下成正相关,随着影子银行资产规模的发展,这种基于流动性或高杠杆等潜在危机的经济行为,使得影子银行体系的脆弱性随之增强,即使对于金融市场整体而言,信贷规模得以扩张,但随之而来的是流动性风险等诸多问题,对整个金融环境安全与稳定产生严重威胁,从而加剧了系统性金融风险。

第二,通过将影子银行内生脆弱性和宏观审慎政策工具共同作用,探究对系统性金融风险的影响,结果表明影子银行体系内生脆弱性分别在与资本监管压力和贷款价值比这两种宏观审慎政策工具的作用下,对于系统性金融风险均有负向影响,说明在宏观审慎政策的作用下,降低了影子银行脆弱性对系统性金融风险的影响,在一定程度上增强了金融系统抵御风险的能力,从而创造稳定、安全的金融环境。

(二) 政策建议

金融领域的内在特性是内生脆弱性,这是系统性金融风险的内在成因。影子银行作为金融系统的一部分,其内生脆弱性导致了潜在的巨大风险。随着时间的积累,风险将逐步显现,给金融系统的稳定带来严重威胁。但是,实施宏观审慎政策可以在一定程度上减少系统性金融风险。现在不仅是影子银行发展备受关注的阶段,也是金融体系发展与创新的关键时期,应充分吸取金融危机的教训,将影子银行体系

的脆弱性与金融体系的风险把控紧密结合,不断完善影子银行体系的相关规范与政策,以此增强整个金融体系抵御风险的能力,树立金融市场信心,维护金融安全与稳定。

一是严格控制影子银行的杠杆作用。虽然影子银行本身的资金并不多,但通过高杠杆交易,很容易扩大经营规模,同时又积聚了大量的风险,对金融系统的稳定构成了严重的威胁。因此,加强影子银行监管,先严格监管杠杆率,动态监测杠杆率水平,避免金融杠杆率过高风险和资产价格膨胀风险,然后合理控制杠杆率水平。对于影子银行的资本水平提出要求,如对商业银行存在存款准备金要求,从事影子银行业务的金融机构也应有最低资本金的规范与要求,确保影子银行在运作与发展过程中能抵御风险。限制影子银行的杠杆作用,可以有效地避免风险转移,从而增强金融系统应对流动性风险的能力,维护金融安全的稳定形势。

二是完善影子银行的信息披露制度。根据已有影子银行体系运作形式,信息的高度不对称、不透明,加上影子银行业务的复杂性,对影子银行体系的整体把控与风险防范变得愈加困难。为了提高影子银行系统的运行效率,需要建立一套可靠的信息披露制度。为了保障影子银行体系的可持续性发展,有必要使交易双方在信息不对称的大环境中,尽可能地降低风险,提高信息的透明度。要建立健全监管机构对影子银行信息披露的监管制度,建立合理的、可执行的信息披露奖惩机制,切实提高影子银行信息披露的效率;要加强评级机构对信息披露的监管,使其客观、公正地评价影子银行,以保护投资者的合法

权益，减少其逆向选择和道德风险，增强市场信心。

三是健全宏观审慎管理框架。应制定适当的资本和流动性要求，使银行在出现风险时有较好的自我保护和恢复能力；应加强各银行和银行内业务的风险隔离，对具有较高系统性风险溢出的银行，应对其创新工具或跨地区、跨行业和跨机构业务进行更严格的审批，以抑制系统性金融风险溢出水平，减少风险传染和扩散；同时应注意宏观审慎管理工具的设计，以及对各种监管工具的功能进行统筹协调，有效组合调控监管工具，丰富逆周期管理工具，加强实施效果跟踪，克服单一监管工具的缺陷和不足。

四是建立多元政策协调机制。实施宏观审慎政策，在很大程度上稳定了金融体系的发展，也相继适应了日益扩大的经济规模和日益复杂的金融周期波动。但鉴于内生性金融风险不平衡的累积可能已到达某个临界点，即使采用宏观审慎政策能够

进行监管，在某些情况下也会受到限制，特别是经济处于下行周期。因此，政策制定者也需要根据具体目标，不断地跟进相应的辅助政策，如金融监管政策、资本流动政策、财政政策等，在更广的政策框架下，促进政策间更大程度的协调，以更好地维护物价稳定和金融体系稳定。

五是将影子银行纳入国家金融安全的监管体系内。自2017年以来，国家为维护金融秩序，整治影子银行乱象，先后出台多项政策限制影子银行的各个风险特征及风险影响因素。但随着数字金融的发展与新冠疫情后经济的复苏，影子银行仍然存在无序扩张的现象，因此为维护金融安全，稳定金融秩序，有必要建立健全金融安全监管体系。影子银行作为影响系统性金融风险的重要组成部分，应将其纳入国家金融安全监管体系内，从而有效地防范影子银行脆弱性带来的风险，维护金融市场秩序，保障金融安全与稳定。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 卜林,赵航.宏观审慎政策的有效性协调性研究[J].金融理论与实践,2020,489(4):30-37.
- [2] 陈守东,张丁育.逆周期资本监管与金融稳定[J].吉林大学社会科学学报,2016(03):48-57.
- [3] 顾海峰,卞雨晨.跨境资本流动、贷款集中与银行系统性风险:如何理解宏观审慎政策和国际金融环境的作用?[J].世界经济研究,2021(10):39-54.
- [4] 郭丽娟,沈沛龙.银行异质性、系统性风险与宏观经济运行——兼论货币政策与宏观审慎政策的协调与搭配[J].财经论丛,2023(12):58-69.
- [5] 郭娜,彭玉婷,徐丹杉.我国系统性金融风险与“双支柱”调控有效性研究——基于DSGE模型的分析[J].中央财经大学学报,2019(10):30-40.
- [6] 侯成琪,黄彤彤.影子银行,监管套利和宏观审慎政策[J].经济研究,2020,634(07):60-77.
- [7] 况昕,高惺惟.构建“双支柱”监管框架与金融风险防控[J].财经科学,2018,361(04):35-44.
- [8] 兰晓梅,杨胜刚,杨中燕.货币政策与宏观审慎政策协调对影子银行的影响[J].国际金融研究,2020(9):23-33.
- [9] 蓝天.货币政策与宏观审慎政策的协调——基于影子银行治理的视角[J].上海金融,2020,483(10):3-12.
- [10] 李鹏.中国式影子银行宏观审慎监管:现实挑战与框架改进[J].经济学家,2019,11(11):93-103.
- [11] 梁永礼.我国金融系统安全评价与风险预警研究[D].北京:北京交通大学,2018.
- [12] 刘佳丽,马庆.我国影子银行对系统性金融风险影响的实证研究——基于2013—2020年省际面板数据[J].吉林大学社会科学学报,2021,61(06):107-115+232-233.
- [13] 刘志洋.中国宏观审慎监管有效性检验——基于商业银行系统性风险贡献度视角[J].金融论坛,2018,23(12):37-45.
- [14] 马勇,陈雨露.宏观审慎政策的协调与搭配:基于中国的模拟分析[J].金融研究,2013(08):57-69.



- [15] 王朝阳,王文汇.中国系统性金融风险表现与防范:一个文献综述的视角[J].金融评论,2018,10(5):100-113.
- [16] 王沛,余丽霞,曹宣.宏观审慎政策视角下商业银行系统性风险监管研究——基于 VAR 模型分析[J].武汉金融,2019,(07):37-43.
- [17] 吴平凡,陈永生.警惕影子银行威胁金融安全[J].人民论坛,2017,(30):94-9.
- [18] 武晋.我国影子银行对系统性金融风险的影响:理论与实证分析[D].成都:西南财经大学,2023.
- [19] 徐海霞.影子银行、系统性金融风险及其监管政策研究新进展[J].天府新论,2022(04):99-109.
- [20] 中国人民银行西安分行课题组,白鹤祥.基于影子银行视角的我国系统性金融风险测度及预警研究[J].金融发展研究,2018(11):13-22.
- [21] 周晔,陈珏津,丁鑫.宏观审慎政策、国家文化与银行系统性风险[J].经济社会体制比较,2023(06):28-43.
- [22] 朱晓蕾.经济新常态下的金融安全问题及风险防范分析[J].中国储运,2021(01):129-130.
- [23] Adrian T,Brunnermeier M K.CoVaR[J].American Economic Review,2016,106(7):1705-1741.
- [24] Cerutti E,Claessens S,Laeven L.The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence[J].Journal of Financial Stability,2015,28:203-224.
- [25] FSB.Policy framework for addressing banking risks in securities lending and repos[R].Financial Stability Board,2013.
- [26] Gauthier C,Lehar A,Souissi M.Macroprudential capital requirements and systemic risk[J].Journal of Financial Intermediation,2012,21(4):594-618.
- [27] Hanson S,Kashyap A,Stein J.A macroprudential approach to financial regulation[J].Journal of Economic Perspectives,2010,2(1):15-20.
- [28] Mazelis F.The role of shadow banking in the monetary transmission mechanism and the business cycle[R].SFB Discussion Papers,2015.
- [29] McKinnon R I,Pill H.International overborrowing: a decomposition of credit and currency risks[J].World Development,1998,26(7):1267-1282.
- [30] Meeks R,Nelson B,Alessandri P.Shadow banks and macroeconomic instability[J].Journal of Money, Credit and Banking,2017,49(7):1484-1516.
- [31] White W.Past financial crises, the current financial turmoil, and the need for a new macrofinancial stability framework[J].Journal of Financial Stability,2008,4(4):307-312.

Macro-Prudential Policies and Systemic Financial Risks of Shadow Banking

JIN Chengxiao¹ JIANG Runnan²

(1.Center for Quantitative Economics of Jilin University; 2.School of Business and Management Jilin University)

Abstract The continuous expansion of shadow banking has promoted competition and integration in the financial market, thereby spurring financial innovation. The role of shadow banking in the financial system has become increasingly important. This article selects shadow banking panel data from 13 listed banks in China from 2013 to 2022. Through regression models and systematic GMM methods, it tests the endogenous vulnerability of shadow banking and evaluates macro prudential policies and their impact on systemic financial risks. Research has found that the endogenous vulnerability of shadow banking can lead to an increase in systemic financial risks, thereby exacerbating the threat to financial security. From the perspective of the combined effect of macro prudential policy tools and the prevention of endogenous vulnerability in shadow banking, the capital regulatory pressure and loan-to-value ratio of macro prudential policy tools can complement the vulnerability index of shadow banking, effectively reducing systemic financial risks. The article argues that macro prudential policies and internal controls of shadow banks are the main ways to prevent systemic financial risks.

Keywords Endogenous Vulnerability of Shadow Banking, Macro Prudential Policies, Systemic Financial Risks, Financial Stability and Security

JEL Classification D53 E32 G32