**货币政策传导与系统性金融风险文献综述**

王继红

对外经济贸易大学统计学院

摘要：影子银行在推动金融创新、解决中小企业的融资难方面发挥着积极的作用。但同时影子银行的高杆杆、期限错配等特征也对金融稳定造成了极大的隐患。2013年，我国创设了多种结构性货币政策以鼓励金融机构支持三农、中小微企业的发展。本文基于影子银行风险承担角度，对传统货币政策和结构性货币政策的实施有效性及其对系统性金融风险影响的相关研究进行梳理。

关键词：货币政策；结构性货币政策；影子银行；系统性金融风险

**引 言**

传统的宏观经济模型集中关注货币政策变化引起的信贷数量的改变，忽略了风险偏好对经济主体行为的影响。金融中介理论的发展，引发学者开始将银行主体对风险的容忍度、风险承担意愿等因素加入货币政策传导效率来进一步分析货币政策的传导渠道。2007年次贷危机引发的全球金融危机，引发各国金融机构开始关注非银行金融中介对经济发展的重要影响，在传统金融体系之外承担信用中介作用的影子银行受到重要关注。全球影子银行规模正以20%的年均增长率赶超商业银行（FSB，2014），影子银行的快速发展在起到信贷扩张作用的同时，积累了巨大的信用风险，对货币政策的有效性带来了挑战也对影响了金融系统的风险。2017年的全国金融工作会议中，习近平总书记指出“防止发生系统性金融风险是金融工作的的根本性任务，也是金融工作的的永恒主题，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”。2018年的中央工作经济会议提出，要“打好防范化解重大风险攻坚战”。党的十九大报告中更是明确要求，“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。防范化解重大金融风险居于三大攻坚战的首位，而货币政策的传导路径是否通畅更是直接影响实体经济发展。

为应对金融危机带来的极大冲击，发达经济体的中央银行都积极实施了非常规货币政策，旨在克服常规货币政策名义利率零下限困境和传导机制的有效发挥。当前，我国也面临着流动性总量盈余与结构性资金短缺的矛盾、银行惜贷情绪与中小微企业融资困难等问题。借鉴欧美发达国家的经验，我国央行也陆续创设了多种结构性货币政策以实现资金导向的精准灌溉。结构性货币政策的实施旨在解决“三农”中小微企业融资难融资贵问题，引导金融机构支持实体经济。结构性货币政策是否有效解决了我国当前的结构性矛盾？

本文基于影子银行角度，梳理货币政策传导与系统性金融风险的相关文献，从中分析货币政策传导的有效性及其对系统性金融风险的影响。本文的后续安排如下：第一部分分析传统货币政策的传导机制，主要从风险传导机制、风险承担渠道的存在性检验、影子银行的风险承担及其对系统性风险的影响展开论述；第二部分考察了结构性货币政策传导的相关文献，主要从结构性货币政策传导机制，实施效果及其对系统性金融风险的影响进行梳理；第三部分是本文的结论。

1. **传统货币政策传导**

**1.1货币政策的风险传导机制**

货币政策的传导渠道依据银行贷款与其他非货币金融资产之间的可替代性，分为货币渠道和信贷渠道两大类。货币渠道侧重利率变化对产出的直接影响，信贷渠道侧重利率变化通过信贷规模对产出的作用。依据作用机制的差异，货币渠道具体可分为利率渠道、资产价格渠道和汇率渠道，信贷渠道具体分为银行贷款渠道和资产负债表渠道。然而，以上传导渠道忽视了风险偏好对经济主体行为的影响，货币政策会通过金融机构的风险认知和容忍度去影响其经营决策行为，最终作用于投资和社会总产出。

Borio和Zhu（2008）首次提出了货币政策的风险承担渠道，该渠道指出货币政策的调整影响了金融机构的风险偏好或风险容忍度，进一步通过资产组合调整、信用风险定价以及贷款决策等渠道影响实体经济。风险承担渠道强调了金融机构特别是商业银行的风险偏好和风险承担意愿，从行为主体决策的微观角度分析了货币政策传导机制（张强和张宝，2011）。依据现有学者的既有研究，货币政策风险承担渠道主要有以下五方面的作用机制：

第一，估值、收入和现金流机制。宽松货币政策提高了资产抵押品价值、收入及利润，影响了银行对违约概率、违约损失率和市场波动的估计，从而降低了银行的风险感知能力，银行风险偏好及风险容忍度随之改变（Borio 和 Zhu，2008）。低利率通过对价值、收入和现金流的影响，进而影响银行的风险衡量，促使银行承担更多风险。

第二，追逐收益机制。追逐收益机制是在市场名义利率与商业银行收益目标间相互作用产生的。宽松货币政策会导致无风险资产收益率下降，为实现粘性的名义收益率，金融机构会涉足更多的高风险业务，许多原本无法获得银行贷款的经济主体会在此机制影响下获得贷款, 从而增加了银行自身的风险承担。市场利率与目标收益率的差距越大，追逐收益效应越强。安全资产收益的降低迫使银行增加对高风险资产的增持，从而获得更高收益的同时也承担了更高的风险（Rajan，2006）。

第三，中央银行沟通反馈机制。货币政策通过银行预期货币当局在不同状况下的行为而影响银行风险承担。央行可以通过信息披露与金融市场的沟通消除未来的不确定性，但在长期低利率的货币政策环境下会增加银行的风险承担（Altunbas et al., 2009）。在经济处于下行时期或市场受到不利冲击情形下，央行将实施宽松的货币政策或救助政策以抵御经济下行风险，预期破产概率的降低将提高银行的风险偏好进而鼓励银行承担更多风险。

第四，杠杆机制。风险承担的杠杆机制是指金融机构具有固定的杆杆率目标，当银行的利润或者资产组合投资遭受冲击时，银行将通过买卖资产进行应对，从而加大了银行风险承担（Adrian 和 Shin，2009）。宽松的货币政策引起金融机构的资产价格上升、资产规模扩大，这使得金融机构的杠杆率在负债保持不变的条件下下降。风险资产的需求提高促使银行承担承担更高风险。

第五，风险转嫁机制。风险转嫁机制认为在信息不对称和有限负债制度条件下，金融机构具有逆周期的风险承担。由于银行存在不会将其对债权人造成的损失内部化的道德风险，往往会承担高于社会最优的风险承担（方意等，2012）。紧缩货币政策提升融资成本将进一步减少金融机构的收益，从而产生更大的动机去配置高风险资产。因此，风险转嫁机制强调了货币政策对负债方融资成本成本和收益的影响。

**1.2 货币政策风险承担机制的存在性检验**

有关于货币政策风险承担机制的研究，理论研究方面，Dell'Arriccia 和Marquez（2006）发现过低的利率会引起银行放松信贷标准，降低银行的利润水平，银行为获得更高利润会从事高风险的业务，由此表明低利率环境增加了银行风险承担的意愿。Rajan（2006）进一步指出低利率的货币政策环境降低了银行的收益，银行为追求高收益会配置高风险资产，从而承担了更多的风险。Dell′Ariccia（2010）通过一个含有银行部门的两期模型指出银行面对宽松货币政策时，通过资本结构的调整会提高杠杆率从而承担了更高的风险。通过构建银行的动态模型，Fabian（2011）解释了银行风险承担及其过度风险承担的原因。研究指出，有限负债制度增加了银行的贷款风险，银行自身的风险也会高于能够内部化存款人损失的社会计划者水平，由此导致过度的风险承担。并且，利率的降低会增加银行贷款引起杠杆增加，加剧过度的风险承担。

更多的学者则聚焦于货币政策传导风险承担渠道的存在性检验。Jiménez等（2007）利用西班牙1985-2006年间的信贷数据，实证分析了短期利率对贷款违约率的影响，结果显示，短期来看，由于未偿贷款数量远高于新增贷款，低利率降低了银行的信用风险，但从中长期来看，较低的短期利率促使银行降低贷款标准，增加了银行的风险承担。Ioannidou 等（2009）利用玻利维亚银行数据，也证实了长期低利率货币环境下商业银行因为增加了高风险贷款数量从而承担了更高的风险。Maddaloni和Peydro（2011）利用欧元区16个国家的客户信贷信息，发现低利率导致商业银行的信贷标准降低，宽松货币政策环境下风险信贷的增加使得商业银行承担了更多的风险。Altunbas等（2010）利用15个欧盟国家和美国的上市银行的数据也得出长期低利率的货币政策环境加剧了银行的风险承担。Gaggle和Valderrama（2010）研究了货币政策对银行商业贷款组合的风险，其结论也指出宽松货币政策环境提高了银行商业贷款组合的预期违约率。这表明货币政策对银行风险容忍度的影响放松了银行对风险水平一般的贷款及风险水平较高的贷款的信贷标准（Maddaloni和Peydro，2011），因而增加了银行的风险承担。

**1.3 风险承担渠道的异质性**

也有学者将关注点聚焦于银行微观特征的异质性所引起的风险承担的差异性。Brissimis和Delis（2009）利用1994-2007年间的美国和欧盟数据考察了风险承担机制的异质性特征，实证结果表明银行风险承担渠道会因为银行的流动性和资本充足率的不同产生异质性影响。Berger等（2009）研究美国1984-2008年间的季度数据发现货币政策对银行流动性创造的影响仅仅对小规模银行是有效的。Delis和Kouretas（2010）利用欧元区2001-2008年度银行数据，揭示了银行风险承担与利率间的负向关系，而且这种负向关系对于股本较高的银行影响减小，对于资产负债表外项目较高的银行，影响较大。Buch 等（2011）对美国银行数据的实证分析发现，货币政策对小型银行的风险承担影响程度较大，大型银行风险承担不变，而外国银行的风险承担下降，并且长期低利率水平下，规模较小的银行会产生过度的风险承担。此外，货币政策对银行风险承担的影响可能因国家和时间而异，并取决于当地银行市场条件（如银行杠杆率和以及银行市场的可竞争性）以及影响这些条件的因素（DeNicolò等，2010）。Lopez等 ( 2011) 对哥伦比亚2000-2008 年季度贷款数据的数据研究发现，经济增长率与银行风险容忍度相关，GDP 增长率越高往往导致贷款风险率的提高，这表明银行风险承担会受到GDP等宏观经济因素的影响。

国内研究方面，徐明东和陈学彬（2012）基于我国59家商业银行的微观数据,实证检验了货币政策对银行风险承担机制的存在性,其结论还进一步指出货币政策与银行风险承担的关系具有非对称性并且依赖于银行的资本充足状况。牛晓健和裘翔（2013）研究了银行的风险水平与利率政策的关系，研究表明长期的低利率会通过风险承担机制作用于银行系统提高银行的风险，同时该效应具有持续性易滋生系统性金融风险。不同于上述学者的研究，张强等（2013）等认为银行风险承担渠道作一个完整的渠道包括两个阶段：货币政策对银行风险承担的影响和银行风险承担变化对信贷的影响。通过对我国2002-2012年间货币政策的银行风险承担渠道的实证分析，结果表明, 我国货币政策的银行风险承担渠道是存在的，货币政策对银行风险承担有着显著负向影响并且银行风险承担对其信贷投放有着显著的正向影响。金鹏辉等（2014）从我国银行业整体层面角度探究了货币政策和银行风险承担行为之间的关系，实证分析表明在银行业整体维度上我国货币政策风险承担渠道的存在性，并进一步指出风险承担渠道独立于传统的资产 负债表渠道而存在。江曙霞和陈玉婵（2012）基于我国14家上市银行的数据，利用门限回归模型分析了货币政策对银行风险承担的影响，其结论指出货币政策对银行风险承担的影响是非线性的：宽松货币政策通过提高银行风险承担意愿放大货币政策的扩张效应，而紧缩性货币政策可能通过降低银行风险承担的意愿产生较大的紧缩效应。在风险承担的异质性影响方面，方意等（2012）的研究表明货币政策对银行的风险承担依赖于银行的资本充足率，当银行的资本充足率逐渐降低时，风险承担的风险转移效应逐渐增强。刘晓欣和王飞（2013）利用国内1997-2011年间的121家银行数据验证了我国货币政策渠道的存在性并且分析了银行的规模性、流动性及盈利性等微观特征对风险承担的影响。其结论指出，相较于大型银行城商行的风险承担对利率的调整更加敏感；在同等利率水平影响下，资本充足率越高的银行的风险水平越低；流动性增强有利于降低银行风险水平，但在紧缩的货币政策下，流动性增强会增加银行风险。刘生福和李成（2014）利用我国62家商业银行2000-2012年间的财务数据发现，货币政策调控对银行风险承担行为具有显著的负向影响，并且这种负向关系对数量型货币政策更为敏感，银行风险承担行为对货币政策的影响具有明显的异质性特征：大型银行更加规避风险而盈利能力较弱的银行倾向于高风险资产组合。王晋斌和李博（2017）也指出具有较高资本充足率和资产收益率的银行由于运营能力强，其风险资产占比较低，因此风险承担的意愿不强，相反的，资产收益率较低的银行可能为获得更高目标收益加大风险资产配置以承担更多风险。

以上主要分析了商业银行的风险承担机制及其异质性特征，然而，次贷危机引发学者及监管部门对影子银行的关注。诸多学者和业界人士认为影子银行的过度扩张是导致次贷危机以及由此而引发的金融危机的重要推手。影子银行由于没有正规部门的流动性支持，并且缺乏相关的监管约束，因此，影子银行部门更倾向于过度的风险承担（FSB，2013）。

**1.4 影子银行与货币政策传导**

Mazelis（2014）运用含有影子银行的DSGE 模型考察了货币政策的信贷渠道传导效应，结论指出影子银行的扩张显著削弱了货币政策的信贷渠道传导效应。裘翔和周强龙（2014）将影子银行视为商业银行信贷投放体系在高风险领域的延伸，在DNK-DSGE框架下探究了影子银行对货币政策信贷传导渠道有效性的影响。研究结果表明，影子银行的逆周期扩张行为降低了货币政策的执行效果。通过引入银行和影子银行的信用创造和流动性创造功能，王振和曾辉（2014）分析了影子银行对货币政策的影响机制，其理论和实证分析结果表明影子银行的发展增大了货币供应量等中介目标的监测难度，并影响到信贷、利率等货币政策传导机制的效果。李向前和孙彤（2016）指出影子银行规模的扩大，在一定时期内降低了经济增长波动幅度、加剧物价水平的稳定性并降低了央行对M2的控制力，因而对货币政策的有效性产生了较大的冲击。吕思聪和赵栋（2015）通过构建包含货币政策、银行间市场利率和影子银行的分析框架，在市场均衡状态下分析了三者之间的传导关系，实证结果表明，影子银行规模的扩大导致银行间市场利率上升但弱化了货币政策执行效果。高然等（2018）指出影子银行为商业银行通过转移资金实现监管套利提供了可能，导致紧缩性货币政策下影子银行融资规模的增长，降低了货币政策的有效性。也有学者研究了不同货币政策区间或货币政策工具下，影子银行对货币政策的执行效果的影响。毛泽盛和许艳梅（2015）指出影子银行的存在强化了扩张性货币政策效果，但削弱了紧缩性货币政策效果。这意味着影子银行的存在弱化了货币政策非对称效应从而降低了货币政策的有效性。林琳等（2015）采用分阶段VAR模型，分析在不同货币政策区间探究了影子银行对货币政策实施效应。分析结果表明，货币紧缩阶段，影子银行的存在降低了货币政策的实施效果，并且对数量型工具的影响更大；而在货币扩张阶段，影子银行扩大了货币政策执行效果。徐云松（2018）也指出扩张性货币政策对影子银行体系的规模的影响在短期和长期内有所不同，影子银行在一定程度上放大了宽松货币政策实施效果。马亚明和徐洋（2017）指出当影子银行体系存在 “货币窖藏” 功能时，因为影子银行充当了货币渗漏的“漏斗”，无论是价格型货币政策工具，还是数量型货币政策工具，影子银行削弱了货币政策的实施效果。与马亚明和徐洋（2017）观点不同，温信祥和苏乃芳（2018）指出由于影子银行形成的非正规金融市场对货币政策的敏感性较低，在一定程度上削弱了价格型货币政策的传导效果。

**1.5 影子银行的风险传导**

有关影子银行风险承担机制的研究，学者们主要围绕影子银行的周期性特征展开讨论。Den和Vincent（2011）认为紧缩性货币政策的实施使得银行中介面临信贷规模受限，转而寻求规避监管的证券化模式提供流动性资金，以满足企业外源融资需求，因此推动了影子银行贷款规模的扩张。Verona等（2011）在DSGE模型中，将影子银行设计为与商业银行在直接融资和间接融资链条下的平行的金融机构，得出影子银行规模是顺周期变化的结论。FSB（2013）也指出由于影子银行没有正规部门的流动性支持并缺乏相关的监管约束，因而影子银行部门更倾向于过度的风险承担，其规模具有明显的顺周期性。以上分析普遍认为以证券化为特征的影子银行具有顺周期的特征，但也有学者持有不同的观点，Jimenez等( 2014)发现紧缩货币政策虽然可以控制商业银行的信贷规模，但却不会降低影子银行等金融机构的流动性扩张。Funke 等(2015)在对中国影子银行的分析中得出，由于金融抑制和利率管制，货币政策利率的导致中国影子银行的资产负债表扩张和杠杆率上升，表明影子银行的发展并不表现顺周期性。Mazelis(2015)、Nelson等（2015）也指出紧缩性货币政策减少了商业银行放贷，但促使了影子银行的资产扩张。

国内研究方面，周莉萍（2013）指出金融机构自身的负反馈环机制如果能正

常运行，就可以抵消正反馈环产生的顺周期性；反之，则会被强大的正反馈机制主导价格趋势，形成顺周期性。由于金融体系中的正反馈环机制长期占居主导地位，因此，影子银行体系表现为典型的顺周期性。陆晓明（2014）在对中美影子银行系统的对比分析中指出，尽管美国的影子银行以证券化为主，中国的影子银行以信贷中介为主导，但是中美的影子银行均表现为顺周期性，即影子银行资金会随着经济和市场增长时不断流入，反之则相反。林琳等 （2016）指出预期影子银行的融资利差预期决定了商业银行发展影子银行业务的行为，商业银行对表内业务的预期利差收益下降越敏感，越有动力发展表外业务和影子银行业务。同时，经济上升时期金融机构忽视系统性金融风险的行为加剧了影子银行顺周期效应。利用2006-2016间的月度数据，方先明和权威（2017）指出缺少监管的信贷型影子银行，在经济处于上升期时，为追逐高收益其规模增长迅速，而当经济下行期时，为规避风险缩减规模，表现出明显的顺周期性。有别于上述学者持有的影子银行顺周期观点，裘翔和周强龙（2014）基于DNK-DSGE模型框架，研究 了商业银行体系与影子银行体系并存环境下，影子银行对货币政策传导效果的影响，研究结果显示商业银行的信贷规模变化是顺周期的，而影子银行的规模变化呈现出逆周期性变化，削弱了货币政策的有效性。胡利琴等（2016）在对影子银行风险承担渠道的非对称机制的研究中指出，不同类型的货币政策工具对影子银行产生非对称影响：货币数量变动使得影子银行规模表现出逆周期性,而利率变动下影子银行规模呈现顺周期性。基于符号约束的SVAR模型，高然等（2018）对中国影子银行的周期性特征进行检验，结果表明，不同于商业银行融资规模的顺周期变动，影子银行融资规模的变动呈现逆周期特征。王妍等（2019）利用16家上市银行数据，研究了不同货币政策工具下影子银行的规模变化，其结果指出中国的影子银行在数量型和价格型货币政策工具下均呈现逆周期的变化特征。

以上分析表明我国存在货币政策的风险承担渠道，影子银行作为商业银行的信贷补充，其规模扩张表现出一定的逆周期性。并且影子银行的逆周期性扩张削弱了货币政策的执行效果，由于监管不到位，影子银行具有期限错配和高杠杆率等特征导致金融风险逐渐积聚，容易引发系统性金融风险。

**1.6 影子银行风险承担对系统性金融风险的影响**

影子银行具有的高杠杆率促使其对资金流动性极具依赖，因而在出现流动性短缺及再融资匮乏时必然导致金融系统的不稳定（Reinhart 和 Rogoff，2008）。Turner（2012）指出影子银行的存在增加了金融交易的链条，因而在存在过度交易和监管不到位的情形下，会将风险大量聚集到传统金融部门影响金融体系的稳定性。通过各类创新工具，影子银行业务会将金融创新、杠杆操作和过度交易等造成的金融风险转移至资本市场，导致资本市场的风险最终演变为系统性金融风险（Duffie，2008）。影子银行以资产证券化为基础，利用低风险、期限短的“类货币工具”购买风险高、流动性低的长期资产（Pozsar等，2010），这种短期负债倾向极易导致资金流失，引发流动性危机。而在遭遇流动性危机时，由于缺乏政府的流动性和信用支持，影子银行其内生的脆弱性会传染蔓延到整个金融系统，导致金融体系的系统性风险加大（Adrian等，2013）。Gennaioli 等（2013）也指出影子银行体系在理性预期的假定下是趋于稳定的，但当市场参与者忽视尾部风险时，影子银行的流动性干涸极易引发系统性金融风险。通过购买大量的资产支持类证券，影子银行增加了金融系统的杠杆水平，使得风险溢出增加了金融系统的不稳定性（Roland et al.，2014）。

中国的影子银行以商业银行为主导，其发展历程是商业银行不断突破政策限制追逐利润与监管跟进之间持续博弈的动态过程（任泽平，2017）。隐性担保使得刚性兑付成为中国影子银行独有的特征，商业银行表内外资产腾挪其实质是强化了金融风险传染效应（李建强等，2019）。影子银行不断突破传统商业银行的业务界限、大胆而复杂的金融创新、信息的披露不完整以及刻意的规避金融监管等特性给整个金融体系带来了新的脆弱性，甚至是系统性金融风险（何德旭和郑联盛，2009）。黄益平等（2012）认为在住房价格下降和经济增长放缓的背景下，影子银行本身确实存在着较高的风险。但因为这些潜在风险以及个别的违约事例并没有造成资产价格下跌引发的资产负债表恶化和资产被迫抛售的恶性循环，因此，影子银行不会导致系统性风险。巴曙松（2013）也明确指出中国影子银行虽然具有流动性转换和信用风险的特征，但因为总体上已被纳入正规的监管体系内，并不具备可能引发系统性风险的高杠杆和期限错配的特征，因此其规模和风险尚未对系统性风险产生巨大的影响。

然而，随着影子银行的不断发展，学者们普遍认为中国影子银行的发展加剧了系统性金融风险。由于影子银行缺乏有效的金融监管，通过增加社会融资成本、 降低货币政策有效性、影响银行体系稳定的方式影响着我国的金融稳定性（封思贤等，2014）。同时，影子银行与商业银行系统关联性的增强也使得影子银行局部流动性危机可以迅速扩散到商业银行，影响商业银行稳定性，致使我国金融系统脆弱性上升（李从文和闫世军，2015）。作为中国影子银行最重要组成部分，高蓓等（2016）分析了理财产品对商业银行稳定性的影响机制。从银行规模、产品类型以及产品期限都表明理财产品的发行会显著降低商业银行经营稳定性。而商业银行作为我国金融体系中的重要组成部分，其风险必然会因为金融机构间的风险传染效应加剧系统性金融风险的发生。影子银行大多是通过持有高风险资产、高杠杆化经营以获得高额利润，具有较差的风险冲击的承受能力。同时，影子银行系统提供了许多的对市场信息、情绪等更为敏感的风险转移金融衍生产品，这使得更多的投资者暴露在风险之下，这些都会增加整个金融体系的不确定性（李向前等，2013）。因为影子银行业务在投融资过程中,并没有将银行体系的风险分散，反而使银行体系承担了更多风险。一旦商业银行主导的这些影子银行业务出现大面积亏损，极易造成连锁效应，成为系统性风险爆发的导火索（李鹏，2019）。林琳和曹勇（2015）以D-D模型为基础，模拟了中国影子银行存在下系统性风险爆发时金融网络系统特性和风险传染机制，仿真实验结果显示：在流动性充足情况下，影子银行增加了系统性风险程度，流动性不足使系统性风险程度增加，并且影子银行的存在增大了系统性风险程度。商业银行规避监管、取得监管套利的行为主导了影子银行的发展，在信贷扩张中形成高杠杆、高度期限错配以及忽视系统性金融风险的顺周期行为集聚了大量的金融风险，当市场短期资金波动性急剧上升时，必然导致资金链断裂引发系统性风险（林琳等，2016）。因此，影子银行增加了我国金融机构脆弱性，加剧了经济失衡程度，从而成为触发我国系统性金融风险的重要因素（李鹏，2017）。

以上研究表明，不同于商业银行的顺周期，我国影子银行具有逆周期性特征。逆周期扩张的影子银行对系统性金融风险的发生造成隐患。因此，有必要抑制影子银行规模的扩张，防范影子银行在加杠杆过程中将风险转嫁到传统银行，增加发生系统性金融风险的可能性。影子银行作为银行传统业务的补充，不可否认其增加了中小微企业的融资渠道，一定程度上解决了这些企业融资难的问题。为降低社会融资成本，促进实体经济发展，我国自2013年陆续推出了创新性货币政策工具，旨在鼓励金融机构加大对国民经济中薄弱环节的支持，结构性货币政策的实施，是否起到了有效促进实体经济发展、抑制影子银行规模的作用？接下来，本文将对结构性货币政策传导的相关研究进行梳理。

**二、结构性货币政策传导**

总量型货币政策（传统货币政策）是对资金供求进行一般或总量的调节政策，其作用对象是整个经济体系。我国目前经济面临着资金流向与结构转型升级错配、流动性总量盈余与结构性短缺的双重矛盾（楚尔鸣等，2019）：一方面，央行释放的资金主要流向了国有企业、地方政府融资平台、房地产等领域，而难以流向小微企业和“三农”领域；另一方面，民营企业、中小微企业融资难和融资贵的问题没有得到有效解决。而结构性货币政策是产业结构政策的重要组成部分，它是有选择地对某些特殊的信用加以调节和影响并追求结构性调节效果的政策（楚尔鸣等，2015）。因此，央行希望通过结构性货币政策的实施，实现资金向民营、“三农”和小微企业等部门的定向支持以及降低小微企业和“三农”等定向部门较高的融资成本。

**2.1 结构性货币政策的内涵**

全球金融危机的爆发，让各国的金融体系几近崩溃。为应对经济危机带来的经济总量下滑与部分经济体融资难等结构性问题，欧美等国家采取了量化宽松为主，前瞻性指引为辅的货币政策，旨在为金融市场注入流动性，降低长期利率以维持金融稳定。然而, 资产负债表的持续恶化、金融机构的高风险预期加剧了金融机构的“惜贷”，基础货币倍数扩张所增加的流动性并没有真正进入经济实体。这表明危机期间，潜在的流动性陷阱阻碍了货币政策传导机制的有效发挥（Mishkin，2011）。为此，各国货币当局采取了非常规的选择性“信贷宽松”政策，以解决传统货币政策传导受阻和实体经济流动性缺口等问题。

欧美发达经济体实施结构性货币政策的目的在于缓解经济体融资难的问题，通过逆周期调节来熨平经济波动，刺激经济增长复苏。如美联储于2008年推出的定期贷款拍卖（TAF）旨在定向鼓励和支持房地产抵押贷款、汽车及其他消费贷款、助学贷款、小企业贷款等。2012年7月英格兰银行推出的融资换贷款计划（FLS）目的在于降低银行负债端的融资成本，刺激金融机构加大对实体部门尤其是中小企业的信贷投放。欧洲央行于2014年6月启动的定向长期再融资操作（TLTRO）通过为银行提供的低成本贷款，定向引导以确保贷款流向家庭与非金融企业促进信贷扩张。

金融危机期间各国所使用的结构性货币政策是对现有货币政策框架的一次明显背离，但由于结构性性货币政策有助于实现资金的定向投放，其对于“新常态”经济下我国货币政策实现定向调控目标具有重要借鉴意义（汪川，2015）。当前，我国经济发展进入“新常态”，经济中的结构性矛盾成为制约我国经济健康发展的重要因素。因此，中国人民银行积极创设了多种结构性货币政策工具，主要以定向降准、定向再贷款、公开市场短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）以及抵押补充贷款（PSL）为代表，以期从“大水漫灌”式的粗放型调控转向“定向滴灌”的管理机制。

“定向降准”于2014年4月实施，对发放“三农”、小微企业等符合结构调整需要的实体经济贷款达到一定比例的银行业金融机构适当降低准备金率。“定向降准”具有一定的针对性，不仅增加金融机构的可贷资金，而且有利于降低“三农”、小微企业的融资成本，将金融资源更好地投放到“三农”、小微企业等薄弱环节促进经济结构的调整。

常备借贷便利（SLF）由央行于2013年初创设，其主要功能是满足金融机构的短期大额流动性需求，以抵押的方式（抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等）向符合宏观审慎要求的中小金融机构提供流动性支持，并于2015年2月宣布在全国推广分支机构常备借贷便利。常备借贷便利的期限一般为1-3个月，主要以7天和隔夜为主，利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。常备借贷便利是由金融机构主动发起的、与中央银行之间的“一对一”交易，具有较强的针对性。

中期借贷便利（MLF）于2014年9月由中国人民银行创设，是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具。中期借贷便利以质押的方式（质押品为国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券）向符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行投放基础货币，引导其加大对小微企业和“三农”等重点领域和薄弱环节的支持力度。中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用，通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响，引导其向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，促进降低社会融资成本。

为支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度，中国人民银行于2014年4月了创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending，PSL）。抵押补充贷款采取质押方式发放，抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产，2016央行将PSL的扩大至中国进出口银行和农业发展银行共计三家银行，支持领域也由棚改项目扩至重大水利工程贷款、城市地下管廊建设、人民币“走出去”项目贷款等。抵押补充贷款在通过增强货币政策在较长期限利率的引导能力来提高其传导效率，以及提高金融资源配置效率等方面均发挥了重要作用（刘康，2020）。

结构性货币政策是具有差异化的货币政策，该政策的实施有助于央行将基础货币注入与商业银行的放贷行为紧密挂钩，引导信贷资金流向经济发展中的重点和薄弱环节。结构性货币政策的实施，是否起到了降低融资成本，促进实体经济发展的作用？基于此，学者们展开对结构性货币政策传导机制及其传导效果的研究。

**2.2 结构性货币政策传导机制的检验**

有关结构性货币政策的传导机制，学者们主要从结构性货币政策的银行信贷传导机制、信号传导机制、利率传导机制及风险承担机制方面展开讨论。Albertazzi等（2017）检验了非常规货币政策的银行信贷渠道，研究指出资本和经济约束是决定银行通过信贷渠道改变信贷供给进而影响货币政策效果的关键因素，在信贷紧缩时，对银行资本水平的过度监管削弱了非传统货币政策的实施效果，降低了银行的信贷供给能力。信号渠道是指中央银行依据经济形势与政策目标的要求，发布结构性货币政策的工具和操作信息，通过向市场释放信号，提振市场信心，改变市场预期。金融市场对公告信息做出及时反馈，改变货币市场和债券市场利率，引导社会资本流向（楚尔鸣等，2019）。这一渠道的有效性取决于央行的信誉，也取决于市场预期和信心对宏观经济和金融市场状况的影响程度。受到未来市场预期及国际利率因素影响，Andersson（2011）指出货币政策的信号渠道会因为金融资产利率期限的不同对货币市场和债券市场利率产生不同程度的影响。有学者也指出，美联储的结构性货币政策公告、欧央行的市场证券项目等都有效降低了债券收益率（Krishnamurthy和Vissing-Jorgensen，2011；Fratzcher等，2014），表明结构性货币政策信号渠道的有效性。

国内有关结构性货币政策传导渠道的研究方面，刘澜飚等（2017）使用事件分析法验证了我国结构性货币政策信号渠道的存在性。实证结果表明，结构性货币政策的信号渠道在货币市场和债券市场较为明显，但是利率期限的延长弱化了政策的影响作用并且在改变市场预期的作用方面不甚明显。张克菲和吴晗（2018）探究了结构性货币政策的利率传导机制，实证结果表明，SLF操作对短期利率水平具有一定引导作用，但作用不显著；MLF和PSL操作对中期利率的引导作用在短期显著，但在长期不再显著；此外，PSL 操作对长期利率水平的引导较为有效。蒋先玲和赵一林（2016）建立向量自回归模型（SVAR），主要检验了常备借贷便利工具（SLF）的利率传导机制。结果显示，SLF通过构造利率走廊上限有效降低了货币市场利率，增加了银行贷款，显著刺激了投资，但对消费的刺激作用有限。有关结构性货币政策的风险承担机制方面，沈丽和侯秀美（2019）运用事件分析法测度了结构性货币政策对银行风险承担能力的影响程度，结论指出结构性货币政策工具创设和实施，增加了银行的贷款规模，降低银行内部的流动性，从而使得银行的风险承担能力上升。沈丽等（2020）运用压力指数衡量商业银行整体风险，实证检验了数量型、价格型和数量价格综合型三种类型的结构性货币政策对商业银行整体风险的影响。结果显示，数量型结构性货币政策对商业银行整体性风险的影响程度最大，有利于抑制银行风险；数量价格综合型的结构性货币政策一定程度可以降低商业银行风险；价格型结构性货币政策在一定程度上会促进商业银行系统性风险的发生。。

**2.3 结构性货币政策的实施效果**

Churm等（2012）的研究发现，英格兰银行融资贷款计划（FLS）的实施，促进了商业银行信贷供给的增长。Boeckx等（2014）、Draghi（2014）的研究也指出，欧洲央行推出的定向长期再融资计划（TLTRO）通过商业银行作用于实体经济，降低了金融机构和企业的融资成本，有效刺激了经济增长。Wu（2010）指出定期拍卖工具（TAF）通过缓解金融机构的流动性风险，对缓解银行间货币市场的资金紧张具有较强的效果。Christensen等（2014）利用无风险（美国国债）和高风险利率（金融债券和伦敦银行同业拆借利率）期限结构的六因素无套利方法分析了TAF的有效性，结果表明TAF降低了三个月期 LIBOR利率的流动性风险。但也有研究指出，结构性货币政策的调控效果不明显。Taylor和Williams（2009）基于LIBOR-OIS spread 仅受流动性和信用风险影响，信用风险可近似于可测变量以及TAF仅影响流动性风险假设下，探究了TAF对LIBOR-OIS spread的影响。研究发现，美国定期拍卖工具（TAF）的实施并没有有效缓解信贷的市场紧缩。Thornton（2010）也指出TAF并没有降低LIBOR利率的流动性溢价，反而增加了金融和其他债券利率的风险溢价。Steve和Rumler（2019）利用政府债券收益率及通胀预期数据分析了欧元区非常规货币政策的执行效果，研究表明非常规货币政策通过通胀预期对实际利率产生影响。由于对名义收益率的负面影响以及通胀预期的正面影响的作用，非常规货币政策（SMP和OMT）降低了实际收益率，而有些非常规货币政策（如LTRO、CBPPT）对名义收益率有正面影响，而对通胀预期几乎不产生影响。这表明，部分结构性货币政策起到了调节利率的作用。

国内研究方面，卢岚和邓雄（2015）通过对结构性货币政策的出台背景及国际比较的阐释，研究了欧美国家采用FLS、TLFRO 以及TAF等主要结构性货币政策工具的运行机制和模式。指出我国应综合运用多种价格型货币政策工具，降低特定实体经济部门的融资成本,构建完善的抵押品分类和违约风险度量框架,建立完善的激励相容机制以推进利率市场化改革，提高金融资源配置效率。马天禄（2016）梳理了欧元区、英国和匈牙利地区的结构性货币政策操作经验，提出结构性货币政策的实施应该根据融资结构、传导路径以及经济中突出的结构性问题进行灵活有效的操作。封北麟和孙家希(2016)从政策内涵、出台背景、适用条件、政策目标与操作方面对我国的“结构性”货币政策与欧美国家具备结构调整功能的选择性信贷政策进行对比分析，指出中国的结构性货币政策的设计必须提升其与金融机构的资产配置偏好、行为特征以及非金融行业生产流通周期的适应性，在结构调整方面与财政政策相互配合以达到更好的政策效果。当前，我国面临着经济结构调整和转型的压力，李波等（2015）从货币政策和财政关系角度出发，结合国内外的实践案例，分析了“结构性”货币政策的成因与效果等问题。其结论指出，结构性货币政策的有效性面临着诸多挑战，在稳增长、调结构过程中货币政策和财政政策应协调配合、共同发力，并进一步指出“结构性”货币政策是“不得已而为之”的辅助性政策，货币政策主要还是总量政策。胡育容和范从来（2017）通过理论梳理和模型分析，从基本内涵、动因、传导机制及运用空间四个层面探讨了结构性货币政策实施的机理。分析结果表明，结构性货币政策作为总量货币政策的一种结构性的补充，为经济体结构转型与升级提供一个良好的金融环境，并通过导流效应、截流效应、成本效应和信号效应对经济结构调整产生边际作用，其作用空间依赖于货币资金市场供需曲线斜率和不同市场间资金转换成本。冯明和伍戈（2018）通过构建包含两部门的异质性商业银行寡头竞争模型，从理论上刻画“定向降准”的结构性效应。研究发现，定向降准并非解决小微企业和“三农”等定向部门融资贵问题的根本性举措，定向部门的贷款需求价格弹性的增加，都会进一步弱化定向降准的结构性效果。楚尔鸣等（2019）指出货币政策的传导机制不畅是结构性困境的深层次根源，应通过建立激励相容的考核机制、创新“压制长板”的策略方式以协调去杠杆与稳增长的矛盾、加强信息沟通与实施监管等措施提高结构性货币政策效果。

也有学者从实证角度定量分析了结构性货币政策的实施效果。运用事件分析法，余振等（2016）研究了中国央行推出的结构性货币政策PSL操作的实施效果。研究结果表明，中国以PSL为代表的结构性货币政策工具取得了一定的效果，但在个别阶段效果较小且不稳定。同时还指出结构性货币政策工具的效果并非完全依赖于大规模的流动来实现。郭晔等（2019）检验了定向降准货币政策对农业和小微企业信贷资源产生的作用。分析结果表明，定向降准政策具有“普惠”效应，由于定向降准政策同时具备总量微调效应和结构调整效应，可以有效促进三农企业和小微企业获取信贷资源。同时研究还表明，银行竞争有助于在一定程度上增强定向降准政策的“普惠”效应。马理等（2017）分析了不同经济状态下，定向降准货币政策对农业、工业以及服务业的产出、价格与固定资产投资的影响，结果指出定向降准对不同产业产生了差异化影响，在一定程度上提高了农业的产出、价格与固定资产投资水平，同时也对其他产业产生了溢出效应。王倩等（2016）指出结构性货币政策降低了银行的流动性，促进了银行贷款规模的增加，这表明结构性货币政策的实施，有利于改善银行的流动性状况、缓解流动性的结构短缺和总量过剩的情况。成学真等（2018）将结构性货币政策分为数量型和利率导向型两类，从经济增长效应、利率效应、财富效应和价格效应四个方面比较结构性货币政策的效果。研究结果表明利率导向型的结构性货币政策效果优于数量型结构性货币政策，因此结构性货币政策在实施过程中应注意数量型和利率导向型的搭配使用，逐步实现利率市场化的转变。巴曙松等（2018）运用时间分析法，通过非传统货币政策实施前后长短期利率的变化分析非传统货币政策的实施效果。实证结果指出中国的结构性货币政策满足了金融机构流动性需求，也降低了市场利率，为供给侧结构性改革、金融稳定、创造了良好的条件，但随着工具的持续使用，实施效果边际递减。

**2.4 结构性货币政策、影子银行与系统性金融风险**

非常规货币政策的金融市场风险包括金融机构道德风险和金融稳定风险（伍桂和何帆，2013）。一方面，非常规货币政策的实施会因为金融机构的冒险行为，产生道德风险，进而影响金融市场的正常运行（Cecioni et al.，2011），另一方面，结构性货币政策的实施降低了市场收益率，促使了追求高收益的投资者承担了过度风险，从而影响了金融稳定和宏观经济稳定（Williams，2012）。

不同于欧美发达国家被动采取结构性货币政策的行为，中国结构性货币政策的实施是为了缓解经济中的结构性矛盾，发挥对实体经济的定向调节作用，是一种主动调控行为（成学真等，2018）。借贷便利类等结构性货币政策工具能够有效降低未来的市场预期利率（Woodford，2012），而回报率的降低会促使银行在利益最大化和竞争效应的驱动下选择高风险高收益的投资，银行风险承担增强（Borio和Zhu，2012）。结构性货币政策通过价格机制也降低了短板领域的高成本，提高其收益，强化了金融机构的风险缓释与风险承担（楚尔鸣等，2019），多样化的流动性供给渠道以及资金成本的降低，增加了商业银行风险承担的意愿（王倩等，2016）。

常备借贷便利工具（SLF）由中国人民银行为解决临时流动性需求而采取的一种短期流动性调节方式。这种短期流动性支持扩充了金融机构的流动性供给，促进了流动性在不同金融机构间之间的调节，引导资金由金融机构向实体经济输送和转移。充足的资金流动性避免了银行出现资金短缺，但也可能刺激银行的冒险倾向，从而承担更高的风险（马勇和李振，2019）。并且，人民银行虽然能控制初始货币的流向，却难以控制货币资金的最终流向（万冲和朱红，2017）。加之“短板”和薄弱环节信息不对称、不可控风险因素，商业银行的决策行为与央行政策意图可能存在着不一致，央行无法彻底约束商业银行改变资金用途进行资金套利的倾向（楚尔鸣等，2019）。这将促使商业银行在收益追逐机制下对银行的信贷规模进行分流，导致更多资金以“类信贷”方式流入难以从银行表内融资的经济实体。同时获得支持的商业银行可能会通过影子银行业务在各金融机构间调节资金流动进而向企业提供信贷支持。

结构性货币政策扩充了商业银行获得流动性供给的渠道，但由此导致的资金成本的降低增加了商业银行承担风险的意愿。并且银行的微观特征也可能会影响银行的的风险承担。Brissimis 和 Delis（2009）利用美国和欧盟的数据，指出风险承担渠道会因为银行的流动性和资本充足率异质性而产生差异。Buch 等（2011）的研究也表明在相同的宽松利率背景下，银行会因为资产规模的不同存在风险承担的异质性。规模越大、资本越充足的银行，其风险承担行为对货币政策的敏感性越低（徐明东和陈学彬，2012），规模较大的银行，可以通过资产多元化降低自身所面临的风险，但是规模较小，盈利状况较差的银行可能会更为激进的进行高风险的投资以追求高收益（周晶和陶士贵，2019）。结构性货币政策，如常备借贷便利、中期借贷便利，以抵押或质押方式由央行向符合宏观审慎政策的银行定向“投放”流动性，相较于中小商业银行，大型商业银行拥有更为充足的抵、质押品，因此更易于从央行获得流动性支持。大型商业银行在获得资金后，会将资金通过同业等渠道传导至中小银行进而进入非银金融机构(张克菲和吴晗，2018)。并且，常备借贷便利对大型银行信贷的促进作用更强，同时银行体系流动性的充裕会增强常备借贷便利对银行信贷扩张的作用（王倩等，2016）。这就表明对于大型银行来说，流动性的充裕增加了银行的风险承担意愿，促使银行在利益追逐机制下从事高风险业务以获得更高收益。对于MLF来说，由于银行只能以优质债券质押的方式申请流动性支持，银行的信贷结构决定了能否获得 MLF及相应的操作规模，进而影响对实体经济的资金流向。

结构性货币政策实施的过程中存在着货币实际用途监管困难、“预期管理难”等问题，这无疑增加了中央银行的政策操作难度。特别是，基础货币供给模式由满足实体经济内生需求，让位于调整银行流动性缺口的金融需求，将有可能导致金融系统的“资金空转”和过度流动性波动。长期以来，我国金融体系的资源配置方式以信贷投放为主，房地产行业、地方政府融资平台等部门存在的预算软约束问题，形成了国民经济正常循环中的“滞阻”，资金难以有效传导到小微企业、“三农”行业等（李波等，2015）。一方面，商业银行为绕开金融监管追求自身收益会探索创新金融工具；另一方面，信贷规模监管的趋严，如2010年国务院19号文提高了融资平台公司贷款的风险权重、2011年央行实施合贷款约束机制等，加深了民企、中小企业融资难度。作为传统金融系统的补充，影子银行的发展缓解了金融系统长期存在的中小微企业融资难、融资贵问题，完善了信贷市场的发展。然而，金融机构间的交叉杠杆、影子银行的快速发展，会消耗大量的银行体系流动性，增加金融系统的脆弱性。

对于结构性货币政策对系统性金融风险的影响，国内学者们表现出不一致的看法。有学者认为，因为常备借贷便利等结构性货币工具的实施不涉及人民银行大规模的资产购买，而且期限短、规模有限，不会导致人民银行因资产负债表恶化而暴露在严重的违约和市场风险中，有利于防范局域性或系统性危机而助推金融服务实体经济（封北麟和孙家希，2016）。李建强和高宏（2019）也认为通过定向引导、精准发力，提高商业银行对中小企业放贷意愿，结构性货币政策的实施降低了中小企业融资成本，有利于托底经济，优化信贷结构。孙国峰和段志明（2016）指出中期借贷便利能够有效降低商业银行的贷款利率、理财资金利率，显著扩大了社会信贷规模并降低了理财资金规模。

结构性货币政策提供的短期大额流动性需求刺激了银行对高风险资产的投资，增加了银行的风险偏好和风险承担意愿。因而，容易获得流动性支持的大型银行可能会借助影子银行业务在金融机构间调节流动性。由于风险会借助金融机构间关联性和共同风险敞口在整个金融体系内扩散（Borio，2003）。影子银行业务会通过金融机构间的相互关联性和风险传染性，增加诱发系统性金融风险爆发的可能性。中国目前的“通道式”影子银行业务的健康循环性较差，影子银行的规模越大，对社会信用的良性扩张的负向作用越大，导致金融体系的不稳定性增加（吴丹，2019）。很多影子银行业务通过大资管行业进行，在统一监管强化过程中，流动性风险和偿付风险将可能更加显著，表外业务可能会通过“创新”迂回进行，形成新的表外风险（何德旭和郑联盛，2019）。“三农”、民营及中小微企业之所以倾向于通过影子银行进行融资，是因为其经营的高波动性和较高的贷款风险，使得这些企业难以从商业银行获得充足的信贷支持。因此，MLF的“定向灌溉”从一定程度上降低了这些企业对影子银行的融资诉求。但由于央行未对中期借贷便利操作对象的资金流向做出明确规定导致出现资金分流现象，导致中期借贷便利对信贷的激励作用不显著（李成等，2019）。并且，结构性货币政策主要通过降低银行融资成本，间接地引导资金流向，对资金的最终使用方向及风险状况的约束力有限（孙丹和李宏瑾，2017）。因此，在实施过程中容易引发资源配置失衡以及市场功能扭曲等问题，同时信息不对称问题也会给银行的套利行为提供机会空间（李波等，2015），对金融系统的稳定性造成一定的影响。当结构性货币政策给予“指定银行”负债端资金低成本的便利时，利润最大化行为可能会促使“指定银行”利用这一便利进行套利，导致不合理用途信贷资金增加（胡育蓉和范从来，2017）。近期的“央行好经被歪念”现象，也表明结构性货币政策滋生企业道德风险的问题，极易引起系统性金融风险。

以上研究表明，结构性货币政策的实施有助于缓解金融机构的流动性匮乏，鼓励金融机构对实体经济，尤其是民营和小微企业等国家重点领域和薄弱环节的支持，因为金融的重要性就体现在服务于实体经济。但应同时加强资金流向的监管，以防由于金融机构的套利行为或中小企业的道德风险加大对系统性金融风险的影响。对于结构性货币政策对系统性金融风险的影响，从定性或理论角度研究较多，相关的实证研究较少，还有待进一步研究。

**三、本文结论**

本文从影子银行角度，梳理了传统货币政策和结构性货币政策的传导及其对系统性金融风险影响研究。传统货币政策下，宽松货币政策增加了商业银行的风险承担，而游离于银行监管体系之外的影子银行，由于具有期限错配、流动性转换及高杠杠等特征，促使商业银行承担更高的风险。传统货币政策下，影子银行的逆周期扩张，削弱了货币政策有效性，增加了系统性金融风险发生的可能性。结构性货币政策意在降低金融市场利率，为国民经济中的薄弱环节融资创造良好的条件。结构性货币政策有利于流动性在不同机构间的调节，但利益追逐机制会促使商业银行从事高风险业务，诸如影子银行业务，以获得更高收益，从而强化了金融机构的风险承担。同时，结构性货币政策无法控制货币资金的最终流向，同时也无法约束商业银行改变资金流向进行套利的倾向，这有可能会对系统性金融风险产生影响。结构性货币政策在中长期内面临较大的不确定性，随着非传统货币政策的短期成效褪去，由金融机构利润压缩、居民财富不平等、市场风险承担加大等带来的负面效应将逐渐显现（巴曙松等，2018）。现有研究表明，无论是传统货币政策还是结构性货币政策，都可能引起影子银行规模的增加，加剧系统性金融风险发生的可能性。金融监管的日渐趋严，已经有效控制了影子银行规模的扩张。未来监管应进一步加强对金融产品穿透式监管，打破刚性兑付。我国结构性货币政策实施的实践不是很长，其有效性还有待在实践中进一步检验。

**参考文献：**

[1]Adrian T , Ashcraft A B, Cetorelli N . Shadow Bank Monitoring[J]. Staff Reports,2013.

[2]Adrian T, Shin H S. Money, Liquidity, and Monetary Policy[J]. American Economic Review, 2009, 99(2): 600-605.

[3]Albertazzi U. The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy[J]. SSRN Electronic Journal, 2016.

[4]Altunbas Y, Gambacorta L, Marques I D．Bank Risk and Monetary Policy [J]. Journal of Financial Stability, 2010, 6(3): 1-129.

[5]Altunbas Y, Gambacorta L , Marques-Ibanez D . An Empirical Assessment of the Risk-Taking Channel[J]. Social Science Electronic Publishing, 2009.

[6]Andersson M, Hans D., Sellin P.. Monetary Policy Signaling and Movements in the Swedish Term Structure of Interest Rates[J]. Journal of Monetary Economics, 2006, 53(8): 1815-1855.

[7]Berger A N.，Bouwman C H S.. Bank Liquidity Creation [J]．Review of Financial Studies，2009，22(9)：3779-3837．

[8]Boeckx J., Dossche M., Peersman G.. Effectiveness and Transmission of the ECB’s Balance Sheet Policies[R]. CESifo Working Paper, 2014.

[9]Borio C.. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? [J]. CESifo Economic Studies, 2003, 49 (2): 181-215.

[10]Borio C., Zhu H.. Capital Rregulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transition Mechanism [J]. Journal of Financial Stability，2012，8 (4): 236-251.

[11]Brissimis S N.，Delis M D.．Bank Heterogeneity and Monetary Policy Transmission [R]．ECB Working Paper，2009, No.1233．

[12]Buch C M.，et al. In Search for Yield? Survey-based Evidence on Bank Risk Taking[R]. Deutsche Bundes bank Discussion Paper, 2011, No.10.

[13]Cecioni M., Ferrero G., Secchi A.. Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice [R]. Bank of Italy Occasional Papers, 2011 (102): 1-40.

[14]Christensen J H E., Lopez J A., Rudebusch G D.. Do Central Bank Liquidity Facilities Affect Interbank Lending Rates?[J]. Journal of Business & Economic Stats, 2014, 32(1): 136-151.

[15]Churm R A., Radia , Leake J.. The Funding for Lending Scheme, Bank of England Quarterly Bulletin[R]. 2012.

[16]Delis M D., Kouretas G P.. Interest Rates and Bank Risk-taking [J]. Journal of Banking & Finance, 2011(35)：840-855．

[17]Dell′Ariccia G., Laeven L., Marquez R.. Monetary Policy，Leverage and Bank Risk taking[R]. IMF Working Paper，2010，No. 276.

[18]Dell’Ariccia, G.,Marquez R.. Lending Booms and Lending Standards[J]. Journal of Finance, 2006, (61): 2511-2546.

[19]De Nicolò G., Dell’Ariccia G., Laeven L., Valencia F.. Monetary Policy and Bank Risk Taking[J]. SSRN Electronic Journal, 2010.

[20]Den H W., Vincent S.. The myth of financial innovation and the Great Moderation[J]．The Economic Journal, 2011, 121( 553): 707 -739．

[21]Draghi M., Introductory Remarks at the EP’s Economic and Monetary Affairs Committee, Speech, 2014.

[22]Duffie, Darrell. Innovations in credit risk transfer: implications for financial stability[J]. Social Science Electronic Publishing, 2008, 68(3): 1-18.

[23]Financial Stability Board(FSB).Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.http://www. fsb.org/2014/11/global－shadow banking-monitoring-report-2014，2014．

[24]Financial Stability Board (FSB). Policy Framework for Addressing Banking Risks in Securities Lending and Repots [R]．Financial Stability Board，2013．

[25]Fratzscher M., LoDuca M ., Straub R.. On the International Spillovers of US Quantitative Easing[R]. ECB working Paper, 2013.

[26]Funke M., Munich C.. Monetary Policy Transmission in China：A DSGE Model with Parallel Shadow Banking and Interest Rate Control [R]．Working Paper, 2015.

[27]Gaggl P., Valderrama M T.. Does a Low Interest Rate Environment Affect Risk Taking in Austria?[J]. Monetary Policy & the Economy, 2010(4): 32-48.

[28]Gennaioli N., Shleifer A.,Vishny R.. A Model of Shadow Banking [J]. Journal of Finance, 2013, 68(4)：1331-1363．

[29]Ioannidou V P., Ongena S., Peydro J L.. Monetary Policy, Risk-Taking, and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment[J]. Social ence Electronic Publishing, 2015, 19(1):1-45.

[30]Jiménez，G., Ongena S., Peydró J L., Saurina J.. Hazardous Times for Monetary Policy: What do Twen⁃ ty-three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk[R].CEPR Discussion Paper，2007, No.6514.

[31]Krishnamurthy A., Vissing J A.. The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy[J]. Working Paper, 2011.

[32]López M., Tenjo F., Zárate H..The Risk-Taking Channel and Monetary Transmission Mechanism in Colombia[R]. Apresentation prepared for the 2nd BIS CCA Conference on“Monetary Policy, Financial Stability and the Business Cycle”, Ottawa, 2011.

[33]Maddaloni A., Peydró J.. Bank Risk-Taking，Securitization，Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the U.S. Lending Standards[J]. The Review of Financial Studies，2011, 24(6)：2121-2165.

[34]Mazelis F.. The Role of Shadow Banking in the Monetary Transmission Mechanism and the Business Cycle[R]．SFB Discussion Papers, 2015．

[35]Mishkin F S.. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis[J]. NBER Working Papers, 2011, No.16755.

[36]Nelson B., Pinter G., Theodoridis K.. Do Contractionary Monetary Policy Shocks Expand Shadow Banking？[R]．Bank of England Working Paper, 2015, No.521．

[37]Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A B.. Shadow banking[J]. Staff Reports, 2010, 105(458): 447-457.

[38]Rajan R G.. Has Finance Made the World Riskier? [J] . European Financial Management, 2006, 12 (4): 499 -533.

[39]Reinhart C., Rogoff K S.. Is the 2007 Subprime Financial Crisis So Different？ An International Historical Comparison [R]. NBER Working Paper，2008，No.13761.

[40]Roland M., Benjamin N., Alessandri P.. Shadow Banks and Macroeconomic Instability[R]. Bank of England， 2014，No.487.

[41]Steve A ., Rumler F.. The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study[J]. Journal of International Money and Finance, 2019, 94(6.):48-61.

[42]Taylor J B., Williams J C.. A Black Swan in the Money Market[J]. American Economic Journal Macroeconomics, 2009, 1(1): 58 -83.

[43]Thornton D L.. The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: The Term Auction Facility[J]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2011, 93(6): 439-454.

[44]Turner A. Shadow Banking and Financial Instability[C]. Speech at CASS Business School，2012.

[45]Fabian V.. Monetary Policy, Bank Leverage, and Financial Stability[J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 2014, 47(10):20-38.

[46]Verona F., Martins M F., Drumond I..Monetary Policy Shocks in a DSGE Model with a Shadow Banking System [R]．CEF UP Working Papers, 2011, No.1101.

[47]Williams J C.. The Federal Reserve’ s Unconventional Policies[R]. FRBSF Economic Letter, 2012 (34): 1-9.

[48]Wu T.. On the effectiveness of the Federal Reserve's new liquidity facilities[R]. Working Papers, 2008.

[49]巴曙松. 应从金融结构演进角度客观评估影子银行[J]. 经济纵横，2013(4)：27-30.

[50]巴曙松，曾智，王昌耀. 非传统货币政策的理论、效果及启示[J]. 国际经济评论，2018(2)：146-161.

[51]楚尔鸣，曹策，李逸飞. 结构性货币政策:理论框架、传导机制与疏通路径[J]. 改革，2019(10)：66-74.

[52]成学真，陈小林，吕芳. 中国结构性货币政策实践与效果评价-基于数量型和利率导向型结构性货币政策的比较分析[J]. 金融经济学研究，2018，33(1)：36-47.

[53]封北麟，孙家希. 结构性货币政策的中外比较研究--兼论结构性货币政策与财政政策协调[J]. 财政研究，2016(2)：34-40.

[54]冯明，伍戈. 定向降准政策的结构性效果研究--基于两部门异质性商业银行模型的理论分析[J]. 财贸经济，2018，39(12)：64-81.

[55]封思贤，居维维，李斯嘉. 中国影子银行对金融稳定性的影响[J]. 金融经济学研究，2014，29(4)：3-12.

[56]方先明，权威. 信贷型影子银行顺周期行为检验[J]. 金融研究，2017(6)：64-80.

[57]方意，赵胜民，谢晓闻. 货币政策的银行风险承担分析--兼论货币政策与宏观审慎政策协调问题[J]. 管理世界，2012(11)：9-19.

[58]高蓓，张明，邹晓梅. 影子银行对中国商业银行经营稳定性的影响--以中国14家上市商业银行理财产品为例[J]. 经济管理，2016，38(6)：138-153.

[59]高然，陈忱，曾辉，龚六堂. 信贷约束、影子银行与货币政策传导[J]. 经济研究，2018(12)：68-82.

[60]郭晔，徐菲，舒中桥.银行竞争背景下定向降准政策的“普惠”效应---基于 A 股和新三板三农、小微企业数据的分析[J]. 金融研究，2019(1)：1-18.

[61]何德旭，郑联盛. 影子银行体系与金融体系稳定性[J]. 经济管理，2009，31(11)：20-25.

[62]何德旭，郑联盛. 银行的重点风险环节与应对[J]. 中国金融，2019， 895(1)：32-33.

[63]胡利琴，陈锐，班若愚. 货币政策、影子银行发展与风险承担渠道的非对称效应分析[J]. 金融研究，2016(2)：154-162.

[64]黄益平，常健，杨灵修. 中国的影子银行会成为另一个次债？[J]. 国际经济评论，2012(2)：42-51.

[65]胡育蓉，范从来. 结构性货币政策的运用机理研究[J]. 中国经济问题，2017(5)：25-33.

[66]金鹏辉，张翔，高峰. 货币政策对银行风险承担的影响--基于银行业整体的研究[J]. 金融研究，2014(2)：16-29.

[67]江曙霞，陈玉婵. 货币政策、银行资本与风险承担[J]. 金融研究，2012(4)：1-16.

[68]蒋先玲，赵一林. 基于SVAR的常备借贷便利工具传导机制有效性研究[J]. 国际商务（对外经济贸易大学学报），2016(4)：105-116.

[69]李波，伍戈，席钰. 论“结构性”货币政策[J].比较，2015(2).

[70]李成，李一帆，刘子扣，韩笑. 新形势下中国新型货币政策工具的传导机制与调控效应[J]. 金融经济学研究，2019(3)：25-35.

[71]李丛文，闫世军. 我国影子银行对商业银行的风险溢出效应--基于GARCH时变Copula-CoVaR模型的分析[J]. 国际金融研究，2015(10)：64-75.

[72]李建强，高宏. 结构性货币政策能降低中小企业融资约束吗？--基于异质性动态随机一般均衡模型的分析[J]. 经济科学，2019(6)：17-29.

[73]李建强，张淑翠，袁佳，魏磊. 影子银行、刚性兑付与宏观审慎政策[J]. 财贸经济，2019(1)：83-97.

[74]刘澜飚，尹海晨，张靖佳. 中国结构性货币政策信号渠道的有效性研究[J]. 现代财经(天津财经大学学报)，2017(03)：12-22.

[75]林琳，曹勇. 基于复杂网络的中国影子银行体系风险传染机制研究[J]. 经济管理，2015，37(8)：109-119.

[76]林琳， 陈伟，刘波. 影子银行背景下中国货币政策的实施效应[J]. 经济与管理研究，2015，36(9)：37-42.

[77]林琳，曹勇，肖寒. 中国式影子银行下的金融系统脆弱性[J]. 经济学(季刊)，2016，15(3)：1113-1136.

[78]卢岚，邓雄. 结构性货币政策工具的国际比较和启示[J]. 世界经济研究，2015(6)：3-11.

[79]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)：93-103.

[80]吕思聪，赵栋. 货币政策、影子银行和银行间市场利率[J]. 国际金融研究, 2019, 382(02):45-55.

[81]刘生福，李成. 货币政策调控、银行风险承担与宏观审慎管理--基于动态面板系统GMM 模型的实证分析[J]. 南开经济研究，2014(5)：24-39.

[82]陆晓明. 中美影子银行系统比较分析和启示[J]. 国际金融研究，2014(1)：55-63.

[83]李向前，孙彤. 影子银行对我国货币政策有效性的影响[J]. 财经问题研究，2016(1)：49-55.

[84]李向前，诸葛瑞英，黄盼盼. 影子银行系统对我国货币政策和金融稳定的影响[J]. 经济学动态，2013(5)：81-87.

[85]刘晓欣，王飞. 中国微观银行特征的货币政策风险承担渠道检验--基于我国银行业的实证研究[J]. 国际金融研究，2013(9)：75-88.

[86]马理，潘莹，张方舟. 定向降准货币政策的调控效果[J]. 金融论坛，2017，22(2)：46-55.

[87]马勇，李振. 资金流动性与银行风险承担-来自中国银行业的经验[J]. 财贸经济，2019(7)：67-81.

[88]马天禄. 结构性货币政策的国际实践[J]. 中国金融，2016(1)：69-71.

[89]牛晓健，裘翔.利率与银行风险承担-基于中国上市银行的实证研究[J]. 金融研究，2013(4)：15-28.

[90]马亚明，徐洋. 影子银行、货币窖藏与货币政策冲击的宏观经济效应--基于DSGE模型的分析[J]. 国际金融研究，2017(8)：54-64.

[91]毛泽盛，许艳梅. 影子银行、信贷渠道与货币政策非对称效应[J]. 财经论丛，2015，192(3)：39-47.

[92]裘翔，周强龙. 影子银行与货币政策传导[J]. 经济研究，2014(5)：91-105.

[93]任泽平. 中国影子银行报告：银行的影子和监管博弈. 中国搜狐财经网，2017年11月23日.

[94]孙丹，李宏瑾. 经济新常态下我国货币政策工具的创新[J]. 南方金融，2017(9)：10-17.

[95]孙国峰，段志明.中期政策利率传导机制研究--基于商业银行两部门决策模型的分析[J].经济学(季刊)，2017，16(01)：349-370.

[96]沈丽，侯秀美. 结构性货币政策对银行风险承担能力的影响[J]. 福建金融，2019(11)：17-24.

[97]沈丽，侯秀美，李文君.结构性货币政策对商业银行整体风险的影响[J].山东工商学院学报，2020，34(1)：48-56.

[98]汪川.“新常态”下我国货币政策转型的理论及政策分析[J].经济学家，2015，5(5)：35-42.

[99]万冲，朱红. 中国结构性货币政策的效果评估及优化思路[J]. 学术论坛，2017(4)：83-91.

[100]吴丹. 影子银行信用扩张的非对称传导效应研究--基于NARDL模型的研究[J]. 统计与信息论坛，2019，34(7)：61-68.

[101]伍桂，何帆. 非常规货币政策的传导机制与实践效果:文献综述[J]. 国际金融研究，2013(7)：18-29.

[102]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(1)：27-45.

[103]王倩，路馨，曹廷求. 结构性货币政策、银行流动性与信贷行为[J]. 东岳论丛，2016(8)：38-52.

[104]温信祥，苏乃芳.大资管、影子银行与货币政策传导[J]. 金融研究，2018(8)：38-54.

[106]王振，曾辉. 影子银行对货币政策影响的理论与实证分析[J]. 国际金融研究，2014(12)：58-67.

[107]徐明东，陈学彬. 中国微观银行特征与银行贷款渠道检验[J]. 管理世界，2011(5)：24-38.

[108]徐云松. 货币政策、影子银行与银行流动性[J]. 首都经济贸易大学学报，2018(5)：18-27.

[109]余振，顾浩，吴莹. 结构性货币政策工具的作用机理与实施效果-以中国央行PSL操作为例[J]. 世界经济研究，2016(3)：36-44+69+134.

[110]周晶，陶士贵. 结构性货币政策对中国商业银行效率的影响--基于银行风险承担渠道的研究[J]. 中国经济问题，2019(3)：25-39.

[111]周莉萍.影子银行体系的顺周期性: 事实、原理及应对策略[J]. 财贸经济，2013(3)：71-78.

[112]张强，乔煜峰，张宝. 中国货币政策的银行风险承担渠道存在吗?[J]. 金融研究，2013(8)：84-97.

[113]张克菲，吴晗. 结构性货币政策工具如何影响利率传导机制?--基于SLF、MLF和PSL的实证研究[J]. 金融与经济，2018(11)：15-21.

[114]张强，张宝. 货币政策传导的风险承担渠道研究进展[J]. 经济学动态，2011(10)：103-107.