

高蓓

gaobeicass@163.com

张明

zhangming@cass.org.cn

邹晓梅

zouxm8948@163.com

## 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 \*

**内容提要：**理财产品作为中国影子银行最重要组成部分，对商业银行经营稳定性具有重要影响。本文系统分析了影子银行负债端理财产品对商业银行经营稳定性的影响机制，并通过全面广义最小二乘法（FGLS），以中国 14 家上市商业银行 2009 年至 2015 年数据进行检验。结果表明：发行理财产品通过降低资本比率与资产收益率，降低商业银行经营稳定性；不同规模商业银行发行理财产品，或是同一商业银行发行不同类型、不同期限理财产品，均会对商业银行经营稳定性产生负面影响，但影响机制因理财产品预期收益率大小不同存在差异；银监会“8 号文”对大银行的影响尤为突出。

**关键词：**影子银行；理财产品；商业银行；经营稳定性

**中图分类号：**F832.2 **文献标识码：**A

**文章编号：**1002—5766（2016）05—000—0

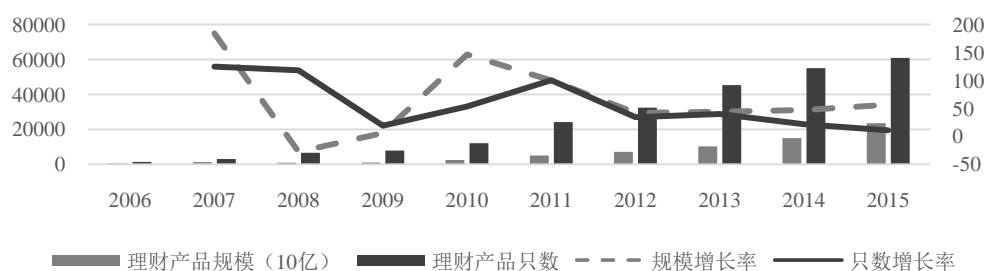
---

\***基金项目：**国家社会科学基金青年项目“西方国家金融危机与制度弊端分析研究”（14CJL017）。  
**作者简介：**高蓓\*（1978-），女，陕西人，助理教授，经济学博士，主要从事货币政策、金融市场等研究，Email: gaobeicass@163.com；张明（1977-），男，四川人，研究员，经济学博士，主要从事资本流动、汇率政策、金融市场等研究，Email: zhangming@cass.org.cn；邹晓梅（1986-），女，四川人，助理研究员，经济学博士，主要从事金融市场等研究，Email: zouxm8948@163.com。  
本文已发表于《经济管理》2016年第6期。

## 一、引言

中国的影子银行体系产生于 21 世纪初,但其大规模发展主要在 2010 年之后。2008 年中国政府为应对美国次贷危机带来的负面冲击,实施了 4 万亿人民币的财政刺激方案,同时,还暂时取消了对商业银行的信贷额度控制,导致 2009 年人民币贷款增量达到 9.6 万亿元,同比增长 131%,创下历史新高。由于信贷飙升导致通胀率上升和资产价格上涨,因此,中国的货币政策从 2010 年起逐渐转向稳健。在控制商业银行贷款额度的同时,限制商业银行对房地产开发商和地方融资平台的新增贷款。但从商业银行角度来说,为了在维持已有客户的同时吸引新客户,以保持自身利润增长和防止不良贷款率显著上升,需要继续对前期贷款客户提供贷款,满足其后续建设所需资金。但在严格的存贷比、资本充足率和利率管制下,商业银行无法通过正常渠道吸收存款和发放贷款,需要通过发行理财产品吸引更多资金。因此,以银行理财产品和各种通道业务为特征的影子银行体系应运而生,为商业银行规避上述监管提供了新的工具。而负债端理财产品作为资产端各种通道业务发生的基础和前提,被认为是最狭义的影子银行,以其为例研究影子银行问题具有很强的代表性。

如图 1 所示,理财产品发行规模和只数从 2009 年开始呈持续上升趋势,虽然 2015 年 10 月我国商业银行存款利率上限放开,但理财产品发行并没有受到太大影响,截至 2015 年底,全国银行业金融机构的理财产品存续 60879 只,理财资金账面余额 23.5 万亿元,较 2014 年末增长 56.5%。因此,发行理财产品仍然是中国商业银行最重要的融资渠道之一,但与之前不同的是,非保本型理财产品规模明显增多。各家商业银行通过理财产品争夺存款,并为理财产品提供了高于一般同期存款利率的收益。



但理财产品在为客户提供高收益的同时,也可能给作为发行者的商业银行带来较大风险。例如,2012 年底,华夏银行上海分行 1.4 亿元理财产品出现兑付困难<sup>1</sup>,打

<sup>1</sup>2012 年 11 月 26 日,华夏银行上海嘉定支行代售的“中鼎财富投资中心(有限合伙)入伙计划”首

破了理财产品零违约记录。随后，中信银行<sup>2</sup>、工商银行<sup>3</sup>和建设银行<sup>4</sup>均发生过理财产品违约，这使得影子银行体系的相关风险逐渐显现出来<sup>5</sup>。另外，2015年6月底开始产生的“股灾”也显示了影子银行体系可能带来的风险。由于部分银行理财产品通过杠杆的形式进入股市，当股价大跌后会直接影响理财产品的价值，并直接波及银行体系的稳定性。因此，研究以理财产品为代表的影子银行体系对商业银行经营稳定性的影响具有重要意义。目前，对理财产品和影子银行风险的认识不断深化，相关研究大量涌现，但主要为定性研究和宏观定量研究，对微观数据的定量研究较为缺乏。本文利用商业银行微观数据来研究理财产品发行与商业银行经营稳定性之间的关系，正是为了弥补这一研究不足。

与国内外现有文献比较，本文的主要贡献如下：首先，利用14家中国上市商业银行的微观数据，全面分析了发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响及具体机制。结果表明，发行理财产品会显著降低商业银行经营稳定性，其中理财产品活跃程度越高，商业银行的资本比率与资产收益率越低；第二，利用多种方法，对发行理财产品和商业银行经营稳定性之间的关系进行了稳健性检验，包括区分银行规模、区分保本型和非保本型理财产品、区分短期和中长期理财产品等。结果表明，不同规模的商业银行发行理财产品，或是同一商业银行发行不同类型、不同期限的理财产品，均会对商业银行的经营稳定性产生负面影响，其中对资本比率的影响均显著为负，但对资产收益率的影响的显著性存在差异。这种差异与理财产品预期收益率的大小有关，当理财产品预期收益率较高时，其对银行资产收益率的影响较为显著，反之则反是。上述

---

期产品到期，但本息均无法兑付。“中鼎入伙计划”产品共分为四期，最后一期产品2013年3月到期，四期产品均由中发投资担保有限公司进行担保。虽然最后经过协商，投资者均拿回了本金，但却打破了理财产品零违约记录。

<sup>2</sup>从2011年起，中信银行郑州黄河路支行前副行长郭文雅等人以超过银行同期利率数十倍的高额回报，向多位中信银行客户销售“理财产品”数千万元，再将吸纳到的资金通过“发放高利贷”牟利，最终资金链断裂，导致110多名银行客户的4000万元无法追回。

<sup>3</sup>2011年2月，中诚信托成立了为期3年的“诚至金开1号”集合信托计划，由工商银行山西分行代销，向山西振富能源集团有限公司(简称振富集团)投资30亿元，但2013年该计划兑付出现风险且持续恶化，最后经过多方协商，工商银行、中诚信托和山西省政府共同承担。

<sup>4</sup>2012年吉林信托成立了“吉信·松花江77号”信托计划，该信托产品共有6期，每期期限均为24个月，总计9.727亿元，由建设银行山西分行代销，资金用于山西联盛能源有限公司受让山西福裕能源有限公司子公司投资建设的450万吨洗煤项目、180万吨焦化项目和20万吨甲醇项目的收益权，但2013年该计划出现兑付危机。

<sup>5</sup>虽然这些理财产品或为银行代销产品，或为银行内部员工的个人揽储行为，在法律层面上，银行不承担任何风险，但由于这些产品均通过银行柜台销售，考虑到国家对银行长期存在的隐性担保，几乎所有购买者将其等同视为银行存款。当出现违约行为时，为了维持社会稳定，多数情况下银行会在政府的督促下最后承担部分或全部赔偿责任。

分析表明，本文的研究结论具有较强的稳健性；第三，利用双重差分（DIF-in-DIF）方法研究了“8号文”，即中国银监会在2013年第一季度下发的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》对商业银行经营稳定性的影响。结果表明，“8号文”的出台会显著提高商业银行经营稳定性，尤其是对大银行而言。

本文剩余部分结构安排如下：第二部分为文献综述；第三部分分析了理财产品发行对商业银行经营稳定性的具体影响机制，并介绍了实证检验的基本模型；第四部分对变量选取和数据来源进行了说明；第五部分为实证结果和稳健性检验；第六部分为结论及政策建议。

## 二、文献综述

2008年爆发的美国次贷危机，使得影子银行体系成为全球关注的焦点。影子银行是由美国太平洋投资管理公司的McCulley于2007年在美联储召开的经济研讨会首次提出的概念，并将其概括为被杠杆化的非银行投资通道、工具和结构。McCulley同时还指出，影子银行由于无法获得美联储的贴现窗口支持，故而抗风险能力较弱。之后经济学家Pozsar、金融稳定委员会（FSB）和欧盟委员会均给出了对影子银行的定义。从2010年起，中国的影子银行体系进入快速发展阶段。但迄今为止，对中国影子银行的概念界定较为模糊，中国监管机构并未就影子银行给出一个被广泛认可的正式定义（张明，2013）。

但可以肯定的是，中国影子银行体系与美国影子银行体系之间存在较大差异。根据陆晓明（2014）的分析，美国影子银行体系由非银行金融机构主导，围绕资产证券化展开；而中国影子银行体系主要由商业银行主导，更多是对银行产品的替代，并不涉及复杂的证券化产品。但两者仍然存在一些共同点，例如都具有期限转化功能，都游离于监管体系之外，且都不享有存款保险保护和央行贴现窗口的支持等。因此，无论是美国以资产证券化为主导的影子银行体系，还是中国对商业银行进行替代或补充的影子银行体系，都可能增加金融体系的总体风险。

影子银行作为对非正常银行通道之外的金融渠道的统称，对影子银行与商业银行经营稳定性的研究主要以美国资产证券化为代表。理论上认为资产证券化通过结构化安排，将低流动性非标准资产转化为高流动性标准资产，从而实现风险降低。然而，2008年次贷危机的爆发彻底改变了人们对资产证券化的认识。Casu等（2010）利用



美国银行控股公司 2001 年至 2007 年数据，研究资产证券化对银行风险加权资产占比的影响。结果发现证券化对银行风险的影响最终取决于证券化的交易结构。Casu 等（2013）进一步研究发现，虽然理论上认为资产证券化有利于金融机构降低融资成本、改善风险管理及提高盈利水平，但实践效果受多种因素影响可能完全相反，因此，资产证券化并不比其它方法更优秀。Michalak&Uhde（2012）利用欧盟 13 国及瑞士商业银行数据，分析了资产证券化对商业银行稳健性的影响。结果表明，资产证券化与商业银行稳健性负相关，具体而言，资产证券化与商业银行盈利性负相关，与资本比率负相关，与商业银行收益的波动性正相关。Salah&Fedhila（2012）利用美国商业银行 2001 年至 2008 年数据，分析了资产证券化与银行信用风险和经营稳定性之间的关系。结果表明，资产证券化虽然伴随着信贷质量恶化和信用风险上升，但却可以增加银行稳定性。具体从产品而言，MBS 能够提高银行稳定性，但 ABS 不利于银行稳定性。

中国的影子银行产品在某种程度上可以视为资产证券化的雏形。在负债端，将发行银行理财产品作为融入资金的主要工具（肖立晟，2013）；在资产端，则通过银信合作（陈思翀，2013）、银证合作（高海红和高蓓，2014）和银银合作（郑联盛和张明，2014），将表内资产转移至表外以达到规避监管的目的。

自 2010 年中国影子银行快速发展以来，认为影子银行可能引起金融风险已经成为学术界和实务界的共识。如巴曙松（2009）总结美国次贷危机的经验，提出中国影子银行游离于监管之外，积累了大量风险；钟伟和谢婷（2011）认为中国影子银行内、外均存在脆弱性，虽然不会立刻导致系统性金融风险的爆发，但完善监管已经成为一项紧迫的任务（黄益平等，2012）。一般来说，影子银行造成金融风险的原因有杠杆操作，过度创新，以及监管缺失（何德旭和郑联盛，2009），而影子银行的顺周期性（周丽萍，2013）将加剧金融风险的破坏性，金融风险最终以资金链断裂的形式爆发（林琳和曹勇，2015）。

对影子银行与金融风险的关系，先后有数篇文献从不同角度进行了定量分析，一致认为影子银行会扩大金融风险。其中毛泽盛和万亚兰（2012）认为影子银行规模与银行体系稳定性存在阈值效应，当影子银行规模低于阈值时，影子银行的发展能够提高银行体系的稳定性，相反则降低银行体系的稳定性。李建军和薛莹（2014）分析了影子银行的传染机制，提出信托公司部门是主要的风险源，银行部门是系统性风险最主要的承担者。李丛文和闫世军（2015）从定量角度研究了影子银行对商业银行的溢

出效应，结果表明影子银行对不同类型商业银行风险溢出差别较大，风险溢出由高到低依次为股份制银行、城商银行和国有银行。

理财产品作为影子银行的一种形式，由于数据可得性原因，目前对理财产品引发金融风险的研究主要以事实陈述和评论等定性分析为主，定量研究相对较少。其中，马秋君和李巍（2011）以中资与外资银行 2009 年至 2010 年发行的部分结构性理财产品为样本，对其收益和风险进行分析。研究发现，理财产品的收益和风险呈现出非对称性，且中资与外资银行在产品收益和风险特征方面差异较大。苏薪茗（2014）对金融市场 2008 年至 2013 年数据进行实证分析，发现银行理财产品“资金池-资产池”运作模式虽然尚未进入“庞氏结构”，但利差下降可能导致“庞氏骗局”风险，因此，运作模式需要有所转变。上述两篇文献均利用宏观数据对理财产品进行实证分析。

与已有文献不同，本文利用商业银行微观数据系统分析了发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响机制。具体来说，本文借鉴 Michalak&Uhde（2012）以及 Salah&Fadhila（2012）分析资产证券化对商业银行经营稳定性影响的研究思路，以 Z 指数来反映商业银行的经营稳定性<sup>6</sup>，利用中国 14 家商业银行 2009 年至 2015 年理财产品数据，来分析发行理财产品是否会损害商业银行的经营稳定性。

### 三、影响机制与基本模型设定

#### 1. 影子银行影响商业银行经营稳定性的具体机制

按照 Roy（1952）对 Z 指数的定义，可以看到
$$Z = \frac{\text{平均资产回报率} \times \text{平均资本比率}}{\text{平均资产回报率的变动率}}$$
，杠杆率渠道<sup>7</sup>和收益率渠道是影响商业银行经营稳定性的两大主要渠道。一般而言，杠杆率越低、收益率越高，商业银行经营稳定性越高。然而，在杠杆率与收益率之间存在着微妙的权衡。

（1）杠杆率渠道。理财产品虽然可被视为资产证券化的雏形，但两者之间存在较大差异。真实出售是资产证券化的核心特征。相比之下，发行理财产品对商业银行杠杆率的影响要复杂很多。例如，发行保本型理财产品和非保本型理财产品，对商业银行杠杆率的影响完全不同。

---

<sup>6</sup>Z 指数最早在 1952 年由 Roy 提出，用来表示商业银行的经营稳定性。按照 Roy 的模型，Z 指数 = (平均资产回报率 + 平均资本比率) / 平均资产回报率的标准差。Z 指数越大，商业银行经营稳定性越高，反之则相反。

<sup>7</sup>杠杆率为平均资本比率的倒数。

具体来说，保本型理财产品由于类似存款，进入银行资产负债表，相应监管较为严格，因此，银行对保本型理财产品的资产配置较为谨慎，例如首先购买国债，之后将国债通过人民银行或同业质押融入资金，再将所得资金贷款给客户，实现资产方和负债方同时扩张，从而提高银行杠杆率。

而非保本型理财产品由于是表外资产，不受资本充足率和存贷比等政策监管。在2013年“8号文”出台前，非保本型理财产品主要通过银信合作或银证合作渠道，直接或间接地向企业和融资平台发放贷款，也可以通过购买商业银行的表内贷款、票据类资产和应收账款，来实现表内资产表外化，从而增加银行权益资本和可贷资金。在此前提下，银行可以实现资产扩张，从而导致杠杆率上升<sup>8</sup>。

(2) 收益率渠道。根据资产收益率的定义， $ROA = \frac{\text{净利润}}{\text{总资产}}$ 。理财产品作为准利率市场化产品，将大幅缩小银行利差以向储户让渡利益，而银行利差缩小无疑会对银行净利润产生负面影响。另一方面，理财产品也会通过杠杆率渠道来影响银行总资产规模。这两者将同时对资产收益率产生影响。

此外，由于存在对银行体系的隐性担保和刚性兑付，例如当银行理财产品存在兑付困难时，银行往往从维护自身声誉角度出发，选择以自有资金对理财产品本金进行兑付，这也会对商业银行收益率产生负面影响。

## 2. 基本模型设定

为了验证影子银行是否通过杠杆率渠道和收益率渠道影响商业银行的经营稳定性，本文进行了细致的实证分析。首先，设定基本模型，利用商业银行微观数据研究发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响及具体机制；其次，利用多种方法，对发行理财产品和商业银行经营稳定性之间的关系进行稳健性检验，包括区分不同规模银行、区分产品类型、区分产品期限等；第三，研究“8号文”的出台对商业银行经营稳定性的影响及具体机制，在此基础上，利用双重差分法（DIF-in-DIF）研究“8号文”对大银行和中小银行经营稳定性的影响是否存在不同；最后，分析考虑买入返售后，发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响是否有所不同。

本文设定的基本回归模型如下：

$$Z_{i,t} = c + \beta * wmpextent_{i,t} + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

<sup>8</sup> “8号文”之后，同业业务对银行杠杆率的影响较大。例如，A银行可将自己发行的理财资金转存到B银行作为同业存款。同时B银行可以通过买入返售或者同业代付等方式变相帮助A银行进行信用扩张。

$$E / A_{i,t} = c + \beta * wmpextent_{i,t} + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

$$ROA_{i,t} = c + \beta * wmpextent_{i,t} + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

其中 Z、E/A 和 ROA 均为因变量，i 表示具体银行，t 表示时间，wmpextent 表示理财产品活跃程度，controls 指其它反映银行结构特征和宏观经济状况的控制变量，包括银行规模、流动性比率、贷款比率、存款比率、GDP 实际增长率和贷款占 GDP 比重， $\mu_{i,t}$  为残差项。

由于上述面板数据时间期限均为 27 个季度，银行个数均为 14 个，属于标准的长面板模型。与短面板模型相比，长面板由于所含时间较长，扰动项  $\mu_{i,t}$  可能存在组间异方差、组内自相关和组间同期相关。对此，本文进行了相关检验，包括通过沃尔德方法（Greene, 2000）来检验组间异方差、通过沃尔德方法（Wooldridge, 2002）来检验组内自相关、通过 Breusch-Pagan LM 方法（Greene, 2000）来检验组间同期相关。结果表明，该面板数据存在显著的组间异方差、组内自相关和组间同期相关，对此，本文将通过全面广义最小二乘法（FGLS）进行估计。

#### 四、变量选取与数据处理

##### 1. 变量选取与定义

本文的被解释变量主要为 Z 指数，此外还分别以平均资本比率（E/A）和平均资产回报率（ROA）作为被解释变量，以解释发行理财产品对商业银行经营稳定性的具体影响机制<sup>9</sup>。

解释变量主要为理财产品活跃程度（wmpextent），此外还包含不同类型理财产品活跃程度：保本型理财产品活跃程度（fixwmpextent）和非保本型理财产品活跃程度（floatwmpextent）；不同期限理财产品活跃程度：短期理财产品活跃程度（swmpextent）和中长期理财产品活跃程度（lwmpextent）。理财产品活跃程度是指商业银行理财产品发行规模占商业银行总资产的比重；保本型（非保本型）理财产品活跃程度是指保本型（非保本型）理财产品发行规模占商业银行总资产的比重；短期（中长期）理财产

<sup>9</sup>本文在计算银行平均资本比率和平均资产回报率时，均考虑银行表外资产。此外，本文对没有包括表外资产的原始数据也进行了实证检验，两个检验结果没有变化，但回归系数大小有所不同。具体来说，考虑表外资产的实证结果的回归系数的绝对值大于不考虑表外资产的情况。



品活跃程度指短期（中长期）理财产品发行规模占其商业银行资产的比重。

本文控制变量的选择与 Dionne&Harchaoui（2003）、Uzun&Webb（2007）、Jiangli & Pritsker（2008）等类似，主要包括反映银行结构特征的变量以及反映宏观环境变化的变量两类。本文具体控制变量的选择根据研究目的的不同，在已有文献的基础上进行了酌情调整。例如，由于本文以 Z 指数作为被解释变量，因此，将控制变量中的资本比率和资本收益率剔除；另外，考虑到金融周期对发行理财产品可能产生的影响，加入了贷款占 GDP 比重。

具体来说，本文反映银行结构特征的控制变量包括银行规模（size）、流动性比率（liqratio）、贷款比率（loanratio）和存款比率（deporatio）。其中，银行规模为总资产的自然对数；流动性比率为流动性资产占总资产之比，贷款比率为总贷款占总资产之比，两者均反映了银行的资产方特征；存款比率为存款占总资产之比，反映了银行的负债方特征。

反映宏观经济状况的控制变量包括实际GDP增长率（gdpgrowth）和贷款占GDP比重（loangdp）。其中，实际GDP增长率反映了宏观经济增长状况；贷款占GDP比重反映了金融周期的变化。<sup>10</sup>

## 2. 数据来源与处理

除对商业银行资产规模进行估计外<sup>11</sup>，其他有关商业银行财务数据均来自Wind数据库，理财产品发行数据来自中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心，数据区间为2009年第一季度至2015年第三季度。为了匹配理财产品发行数据，建立平衡面板回归模型，本文剔除了2009年之后上市的中国农业银行和中国光大银行，保留其余14家上市银行<sup>12</sup>。

为了方便研究，本文对数据进行了如下处理：第一，根据中国人民银行对银行规模的划分标准，将14家上市银行划分为两类，其中本外币资产总量大于（等于）2万亿元的银行为全国性大型银行（简称中资大银行），包括中国银行、中国工商银行、中国建设银行和交通银行，其余10家全国性股份制商业银行或城市商业银行为中小

<sup>10</sup>贷款占GDP比重根据wind数据，由作者计算得到。

<sup>11</sup>与市场专业人士讨论认为，由于非保本型理财产品发行占理财产品发行的绝大部分，而非保本型理财产品属于银行表外资产，因此在讨论理财产品发行对商业银行经营稳定性的影响时，不可忽视非保本型理财产品的作用，需要对银行资产规模进行重新估算。

<sup>12</sup>14家上市银行分别为中国银行、中国工商银行、中国建设银行、交通银行、中信银行、民生银行、华夏银行、浦发银行、平安银行、招商银行、兴业银行、北京银行、南京银行和宁波银行。

商业银行（简称中资中小银行），与大银行相比，10家中小银行普遍存在规模较小、资本充足率较低、且资金获取成本较高等特点；第二，根据中国社科院金融研究所财富管理研究中心的数据，将保本浮动、保息浮动和保息固定理财产品合计为保本型理财产品，非保本浮动理财产品记为非保本型理财产品；第三，同样对上述理财产品发行数据进行处理，将委托期限小于90天的理财产品记为短期理财产品，委托期限长于90天的理财产品记为中长期理财产品。

### 3. 估计银行资产规模

银行发行的理财产品包括保本型和非保本型理财产品。按照现行会计处理办法，保本型理财产品作为银行存款的替代，计入银行资产负债表，而非保本型理财产品因为其代客理财性质，不属于银行负债，因此，不记入银行资产负债表。但实际上，由于中国银行业刚性兑付的存在，以及银行对自己声誉的爱护，非保本型理财产品与保本型理财产品不存在本质的差异，在某种程度上都被视为银行的负债。

但不同的是，保本型理财产品所对应资产计入表内，非保本型理财产品所对应资产一般通过银证、银信等通道业务产生，这些资产虽然不计入表内，但或有风险实际上仍由银行承担。因此，本文在计算商业银行经营稳定性指数时，包含了这部分潜在风险。

考虑到中国目前金融市场并不像美国那样发达，理财产品的基础资产也没有像欧美影子银行那样被重复抵押，因此，本文用非保本型理财产品的规模近似代替银行表外资产规模<sup>13</sup>。通过这种方法，本文可以大致估计包括银行隐形杠杆在内的总杠杆。具体来说，考虑银行表外资产后，平均资本比率=银行权益资本/（银行总资产+非保本型理财产品），由于资产规模基数增加，此时的平均资本比率比账面值下降，杠杆率上升。

另一方面，非保本型理财产品虽然没有对应的表内资产，但产生的收益同样体现在表内的银行利润项下。因此，真实的资产回报率仍然需要考虑银行表外资产。具体来说，平均资产回报率=净利润/（银行总资产+非保本型理财产品），同样，由于资产规模基数增加，平均资产回报率比账面值下降。

---

<sup>13</sup>这里假设理财产品发行期限低于90天，且理财产品连续发行，即理财产品发行流量等于其存量。

#### 4. 平稳性检验

表 1 列出了所有银行组、中资大型银行组和中资中小银行组相关变量的均值、中位值和标准差。可以看出，大型银行组 Z 指数、资本比率和 ROA 均值均大于中小银行组 and 所有银行组，但同时，大型银行组理财产品活跃程度明显低于中小银行组和所有银行组。从简单的数据比较中可以看出：理财产品活跃程度较高的银行，ROA 较低，但承担的风险却较高。风险与收益存在明显的不匹配现象。本文将对这一现象进行更细致的检验。

表 1 数据描述性统计

	所有银行			中资大型银行			中资中小银行		
	均值	中位值	标准差	均值	中位值	标准差	均值	中位值	标准差
Z 指数	143.75	125.71	56.61	183.29	172.21	65.24	127.93	110.53	43.83
资本比率	5.88	5.91	1.04	6.28	6.29	0.61	5.72	5.69	1.13
ROA	0.29	0.29	0.06	0.31	0.30	0.05	0.28	0.28	0.06
理财产品活跃度	9.18	4.15	21.10	4.00	3.45	2.90	11.25	4.80	24.61
保本产品活跃度	2.47	0.51	6.40	1.01	0.52	1.28	3.05	0.51	7.46
非保本产品活跃度	6.71	3.01	15.31	3.00	2.58	2.40	8.19	3.39	17.85
中长期产品活跃程度	2.59	1.30	4.91	1.28	1.11	0.97	3.12	1.55	5.69
短期产品活跃程度	4.52	1.98	6.78	2.55	2.03	2.00	5.31	1.92	7.78
买入返售活跃度	9.35	7.71	7.13	3.16	2.70	1.82	11.83	9.57	6.96
银行规模	28.44	28.45	1.26	29.93	30.10	0.51	27.85	28.05	0.93
流动性比率	21.11	21.10	4.08	21.70	22.15	3.11	20.88	20.42	4.39
存款比率	71.63	72.27	7.71	76.66	76.76	5.00	69.62	70.13	7.69
贷款比率	49.22	49.91	7.18	51.88	52.56	2.67	48.15	48.37	8.09
观察值	378			108			270		

注：除了 Z 指数和银行规模外，其余变量的单位均为%。

资料来源：本文整理。

针对长面板数据特征，本文选择 LLC 检验这种面板单位根检验方法来对反映银行特征的变量进行单位根检验。结果显示面板数据均为平稳序列（表 2）。此外，本文对宏观控制变量也进行了单位根检验，结果显示 GDP 实际增长率和贷款占 GDP 比重为平稳序列（表 2）。

表 2

单位根检验结果

银行结构特征变量	所有银行 LLC 检验	中资大型银行 LLC 检验	中资中小银行 LLC 检验	宏观环境变量	DF 检验
理财产品活跃程度	-3.12***	-1.72**	-2.61***	GDP 实际增长率	-4.98***
保本产品活跃程度	-2.41***	-1.34*	-2.23**	贷款占 GDP 比重	-6.45***
非保本产品活跃程度	-4.20***	-2.23**	-3.57***		
中长期产品活跃程度	-2.74***	-4.00***	-1.87**		
短期产品活跃程度	-2.20**	-1.56*	-2.39***		
银行规模	-3.66***	-2.80***	-2.54***		
流动性比率	-1.93**	-2.66***	-2.63***		
贷款比率	-3.11***	-2.40***	-2.99***		
存款比率	-3.66***	-2.44***	-2.82***		

注：LLC 检验和 DF 检验的原假设均为“存在单位根”，前者针对面板数据，为  $t$  统计量；后者针对时间序列，为  $z$  统计量。

资料来源：本文整理。

## 五、实证结果与稳健性检验

### 1. 实证结果

本文的计量软件采用 STATA12.1 版本。基本回归结果表明（参见表 3 模型 1）：整体上而言，发行理财产品将会显著降低商业银行经营稳定性。理财产品活跃程度每上升 1 个百分点，商业银行的 Z 指数会降低 0.47 个百分点，该结果通过了 1% 的显著性检验。

在其他控制变量中，银行规模、流动性比率和存款比率对商业银行 Z 指数的影响显著为正；GDP 实际增长率和贷款占 GDP 比重对商业银行 Z 指数的影响显著为负。即银行规模越大、资产流动性越高、存款越多，商业银行经营稳定性越好；经济增速越高，贷款占 GDP 比重越高，商业银行经营稳定性越差。

关于理财产品对商业银行经营稳定性影响机制的回归结果（参见表 3 模型 2 和模型 3）表明：发行理财产品对商业银行资本比率和资产回报率的影响均显著为负，即发行理财产品对商业银行经营稳定性的负面影响是通过降低资本比率（或扩大杠杆率）和降低资产收益率这两种渠道来实现的。发行理财产品越活跃，资本比率越低，同时，资产收益率越低。

### 2. 稳健性检验

（1）区分银行规模。如上所述，根据中国人民银行对银行规模的划分标准，本文将 14 家上市银行划分为中资大银行和中资中小银行两组，分别检验在不同规模银行组中，发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响及具体影响机制。



根据对两组长面板数据分别进行组间异方差、组内自相关和组间同期相关的检验结果，本文仍然采用全面 FGLS 方法进行回归。回归结果表明：对大银行而言（参见表 3 模型 4 至模型 6），发行理财产品通过降低资本比率降低商业银行经营稳定性，但对资产收益率的影响不显著；对中小银行而言（参见表 3 模型 7 至模型 9），发行理财产品通过同时降低资本比率和资产收益率，从而降低商业银行经营稳定性。

不同规模银行组中，发行理财产品对资产收益率的影响的显著性的不同，可能与不同规模银行所发行理财产品的预期收益率及活跃程度不同有关。一般来说，大银行由于规模大，且为国有银行，信誉度较高；而且，由于其本身网点多，存款来源充足，发行理财产品的动力较低。相反，中小银行由于规模小，网点少，存款来源不足，更倾向于发行理财产品作为对传统存款的有效补充。因此，中小银行发行理财产品活跃程度和收益率通常都会高于大银行，以吸引更多投资者。这在本文中具体表现为，大银行发行理财产品会降低资产收益率，但不显著；与之相对，中小银行发行理财产品会显著降低资产收益率。

（2）区分产品类型。按照理财产品所承担风险大小的不同，将商业银行所发行理财产品划分为保本型理财产品和非保本型理财产品，一般将保本浮动、保息浮动和保息固定的理财产品归为保本型理财产品，非保本浮动的理财产品归为非保本型理财产品。根据监管要求，保本型理财产品被视为银行存款，进入银行资产负债表，非保本型理财产品被视为银行的资产托管，属于银行表外业务，不受存贷比和资本充足率等监管指标影响。因此，两者对商业银行经营稳定性的影响及影响渠道必然有所差异。本文将分别研究不同类型理财产品对商业银行经营稳定性的影响及具体影响机制。

根据对两组长面板数据分别进行组间异方差、组内自相关和组间同期相关的检验结果，本文仍然采用全面 FGLS 方法进行回归。回归结果（参见表 4）表明：保本型理财产品通过降低资本比率降低商业银行经营稳定性，但对资产收益率的影响不显著；非保本型理财产品通过同时降低资本比率和资产收益率，从而降低了商业银行经营稳定性。

不同类型理财产品发行对资产收益率影响的显著性不同与其预期收益率的不同有关。一般来说，保本型理财产品类似于银行存款，风险较小，因此，预期收益率较低；而非保本型理财产品原则上风险由客户自己承担，因此，预期收益率较高。在本文中表现为，保本型理财产品会降低商业银行资产收益率，但不显著；而非保本型理

理财产品会显著降低商业银行资产收益率。

表 3 理财产品对商业银行经营稳定性的影响及影响渠道

	所有银行			中资大银行			中资中小银行		
	模型 1 Z	模型 2 E/A	模型 3 ROA	模型 4 Z	模型 5 E/A	模型 6 ROA	模型 7 Z	模型 8 E/A	模型 9 ROA
wmpextent	-0.47*** (-8.13)	-0.02*** (-7.64)	-0.0004** (-2.40)	-0.94* (-1.82)	-0.02* (-1.86)	-0.001 (0.44)	-0.44*** (-6.99)	-0.02*** (-6.55)	-0.0004** (-2.25)
size	29.33*** (3.61)	1.05*** (3.25)	0.07*** (2.64)	85.84*** (6.31)	2.67*** (5.57)	0.15*** (2.71)	17.51* (1.78)	0.59 (1.46)	0.04 (1.30)
liqratio	0.54* (1.77)	0.03** (2.46)	0.001 (0.78)	-1.96** (-2.36)	-0.03 (-0.86)	0.01*** (3.06)	0.47 (1.34)	0.02* (1.73)	-0.0001 (-0.11)
loanratio	0.28 (0.76)	0.03* (1.83)	0.001 (1.06)	-1.19 (-1.40)	0.02 (0.72)	0.01** (2.10)	-0.73 (-1.38)	-0.005 (-0.22)	0.001 (0.54)
deporatio	1.58*** (4.82)	0.07*** (5.17)	0.004*** (4.15)	0.49 (0.63)	0.01 (0.49)	0.01** (2.30)	1.82*** (4.73)	0.08*** (4.87)	0.004*** (3.68)
gdpgrowth	-3.51*** (-3.38)	-0.16** (-3.82)	-0.01** (-2.10)	-2.29 (-1.66)	-0.05 (-1.04)	0.01* (1.95)	-3.29** (-2.44)	-0.19*** (-3.36)	-0.01*** (-2.97)
loangdp	-0.31** (-2.01)	-0.01** (-2.08)	-0.0004 (-0.87)	-0.14 (-0.63)	0.002 (0.24)	0.003*** (3.11)	-0.33* (-1.67)	-0.02** (-2.11)	-0.001** (-2.06)
观测值	378	378	378	108	108	108	270	270	270
F	3265.90	405.27	309.20	2709.35	160.09	116.75	2024.76	296.84	175.43

注：括号内为 z 统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示通过 1%、5% 和 10% 的显著性水平检验。

资料来源：本文整理。

表 4 不同类型理财产品对商业银行经营稳定性的影响及影响渠道

	模型 1 Z	模型 2 E/A	模型 3 ROA	模型 4 Z	模型 5 E/A	模型 6 ROA
fixwmpextent	-0.78*** (-5.59)	-0.03*** (-5.33)	-0.002 (-1.59)			
floatwmpextent				-0.48*** (-6.53)	-0.02*** (-1.91)	-0.001*** (-3.46)
size	11.47 (1.61)	0.38 (1.28)	0.09*** (3.73)	20.94*** (2.81)	0.70** (2.29)	0.10*** (3.96)
liqratio	0.61** (2.25)	0.04*** (3.32)	0.002* (1.76)	0.44 (1.62)	0.03*** (2.81)	0.001 (1.42)
loanratio	1.29*** (3.76)	0.07** (5.05)	0.002** (2.27)	1.16*** (3.41)	0.07*** (4.92)	0.002** (2.10)
deporatio	0.43 (1.50)	0.02* (1.68)	0.004*** (4.74)	0.68** (2.34)	0.03** (2.33)	0.005*** (4.90)
gdpgrowth	-2.93*** (-3.48)	-0.12 (-3.40)	-0.004 (-1.30)	-2.66*** (-3.15)	-0.11*** (-2.99)	-0.003 (-1.10)
loangdp	-0.22* (-1.72)	-0.01 (-1.47)	0.0001 (0.17)	-0.16 (-1.21)	-0.01 (-0.98)	0.0002 (0.40)
观测值	378	378	378	378	378	378
Wald	2446.09	393.98	302.35	2650.15	395.59	296.81

注：括号内为 z 统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示通过 1%、5% 和 10% 的显著性水平检验。

资料来源：本文整理。

(3) 区分产品期限。商业银行所发行理财产品，往往具有不同期限，如期限较短的有 7 天、30 天和 90 天等，期限较长的有 180 天、270 天和 365 天等。本文为了研究的方便，将委托期限小于（等于）90 天的理财产品记为短期理财产品，委托期限长于 90 天的理财产品记为中长期理财产品，随后分别研究了不同期限理财产品对商业银行经营稳定性的影响及具体影响机制。

根据对两组长面板数据分别进行组间异方差、组内自相关和组间同期相关的检验结果，本文仍然采用全面 FGLS 方法进行回归。回归结果（参见表 5）表明：短期理财产品通过降低资本比率降低商业银行经营稳定性，但对资产收益率的影响不显著；中长期理财产品通过同时降低资本比率和资产收益率，从而降低了商业银行经营稳定性。

表 5 不同期限理财产品对商业银行经营稳定性的影响及影响渠道

	模型 1 Z	模型 2 E/A	模型 3 ROA	模型 4 Z	模型 5 E/A	模型 6 ROA
swmpextent	-0.50*** (-5.53)	-0.02*** (-4.50)	-0.001 (-1.28)			
lwmpextent				-0.74*** (-7.91)	-0.03*** (-6.88)	-0.001*** (-4.82)
size	17.28** (2.35)	0.60** (1.96)	0.09*** (3.52)	19.70*** (2.69)	0.67** (2.21)	0.11*** (4.42)
liqratio	0.52* (1.94)	0.03*** (3.10)	0.001 (1.51)	0.46* (1.73)	0.03*** (2.77)	0.001 (1.50)
loanratio	1.24*** (3.66)	0.07*** (5.13)	0.002** (2.12)	1.16*** (3.42)	0.07*** (4.81)	0.002** (2.22)
deporatio	0.59** (2.04)	0.03** (2.10)	0.004*** (4.57)	0.66** (2.31)	0.03** (2.36)	0.005*** (5.21)
gdpgrowth	-2.72*** (-3.22)	-0.11*** (-3.08)	-0.004 (-1.27)	-2.72*** (-3.25)	-0.11*** (-3.13)	-0.003 (-0.96)
loangdp	-0.18 (-1.42)	-0.01 (-1.16)	0.0001 (0.12)	-0.14 (-1.12)	-0.005 (-0.93)	0.0003 (0.71)
观测值	378	378	378	378	378	378
Wald	2509.56	377.18	286.45	2776.84	445.38	314.52

注：括号内为  $z$  统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示通过 1%、5% 和 10% 的显著性水平检验。

资料来源：本文整理。

与不同类型理财产品对资产收益率的影响类似，不同期限理财产品对资产收益率的影响的显著性的不同与其预期收益率的不同有关。一般来说，短期理财产品期限较短，预期收益率较低；中长期理财产品期限较长，预期收益率较高。在本文中表现为，短期理财产品会降低商业银行资产收益率，但不显著；而中长期理财产品会显著降低商业银行资产收益率。

(4) 引入政策冲击。从 2010 年起迅猛发展的理财产品很大程度上降低了商业银行的经营稳定性。例如，2012 年底华夏银行上海分行 1.4 亿元理财产品出现兑付困难，打破了理财产品零违约记录，之后中信银行、工商银行和建设银行均出现理财产品违约。针对影子银行系统风险上升，中国银行业监督管理委员会在 2013 年前后出台了一系列监督管理文件，其中最严格的还属 2013 年第一季度下发的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，业内俗称“8 号文”<sup>14</sup>，对理财产品的无序扩张进行了严格监管。本部分将主要研究“8 号文”（d8）的出台对商业银行经营稳定性的影响及具体机制。具体回归模型见式（4）至式（6）：

$$Z_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * d8 + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

$$E / A_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * d8 + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (5)$$

$$ROA_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * d8 + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (6)$$

<sup>14</sup>规定商业银行应合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额，理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4% 之间孰低者为上限。

根据对长面板数据分别进行组间异方差、组内自相关和组间同期相关的检验结果，本文仍然采用全面 FGLS 方法进行回归。回归结果（参见表 6 模型 1 至模型 3）表明：“8 号文”出台后，商业银行的经营稳定性比之前显著提高，其中资本比率显著提高，但对资产收益率的影响不显著。原因可能在于，“8 号文”主要对理财产品投资非标资产的比例进行控制，最直接的影响是资本比率（或银行杠杆率），但对理财产品的收益率没有实质影响，因此，在回归结果中表现为对资产收益率影响不显著。

为进一步分析“8 号文”的出台对大银行和中小银行的影响是否存在不同，本文利用双重差分法，引入银行分组虚拟变量（sizedummy）及银行分组虚拟变量与“8 号文”政策虚拟变量的交叉项（sizedummy\*d8），具体回归模型见式（7）至式（9）：

$$Z_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * sizedummy + \beta_3 * d8 + \beta_4 * sizedummy * d8 + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (7)$$

$$E / A_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * sizedummy + \beta_3 * d8 + \beta_4 * sizedummy * d8 + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (8)$$

$$ROA_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * sizedummy + \beta_3 * d8 + \beta_4 * sizedummy * d8 + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (9)$$

根据对两组长面板数据分别进行组间异方差、组内自相关和组间同期相关的检验结果，本文仍然采用全面 FGLS 方法进行回归。回归结果（参见表 6 模型 4 至模型 6）表明：“8 号文”的出台通过显著提高大银行的资本比率提高了大银行的经营稳定性。

表 6 银监会“8 号文”对商业银行经营稳定性的影响及影响渠道

	模型 1 Z	模型 2 E/A	模型 3 ROA	模型 4 Z	模型 5 E/A	模型 6 ROA
wmpextent	-0.46*** (-8.19)	-0.02*** (-7.66)	-0.0005*** (-2.66)	-0.45*** (-8.21)	-0.02*** (-6.46)	-0.0005*** (-2.66)
sizedummy				123.50*** (4.29)	1.15** (2.40)	-0.29*** (-3.10)
d8	6.01* (1.91)	0.31** (2.49)	-0.02 (-1.62)	0.55 (0.15)	0.42*** (3.21)	-0.02 (-1.31)
sizedummy*d8				13.27*** (2.83)	0.23 (1.15)	-0.002 (-0.11)
size	16.80 (1.65)	0.40 (1.00)	0.10*** (3.14)	20.57** (2.02)	-0.54*** (-3.39)	0.10*** (3.10)
liqratio	0.71** (2.32)	0.04*** (3.18)	0.0003 (0.30)	0.51* (1.65)	0.04*** (3.02)	0.0003 (0.32)
loanratio	-0.03 (-0.07)	0.01 (0.71)	0.002 (1.67)	-0.35 (-0.90)	-0.02 (-1.61)	0.002 (1.63)
deporatio	1.52*** (4.82)	0.06*** (5.15)	0.004*** (4.44)	1.70*** (5.35)	0.06*** (4.83)	0.004*** (4.33)
gdpgrowth	-3.67*** (-3.54)	-0.17*** (-4.19)	-0.01** (-2.04)	-3.42*** (-3.43)	-0.21*** (-5.81)	-0.01** (-2.04)
loangdp	-0.41** (-2.63)	-0.02*** (-2.90)	-0.0001 (-0.28)	-0.36** (-2.28)	-0.02*** (-5.97)	-0.001 (-0.29)
观测值	378	378	378	378	378	378
Wald	4703.04	760.89	272.29	4827.86	766.72	272.32

注：括号内为 z 统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示通过 1%、5% 和 10% 的显著性水平检验。

资料来源：本文整理。



(5) 引入同业业务。2013 年初“8 号文”出台后，以“银证合作”和“银信合作”为代表的通道业务明显有所降温，但由于银行存贷比、资本充足率和利率管制等监管条件并没有改变，因此，银行进行金融创新的动力依然较强，2013 年以来同业业务迅猛发展，成为新型监管套利模式<sup>15</sup>（郑联盛和张明，2014）。当前中国同业业务的主要类型包括存放同业、同业代付和买入返售等，其中买入返售是最近发展起来的最为重要的同业业务<sup>16</sup>。因此，本文最后的研究考虑，在引入买入返售后，发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响是否不同，包括区分只有买入返售，以及同时考虑买入返售及理财产品发行。具体回归模型见式（10）至式（12）：

$$Z_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * psexent_{i,t} + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (10)$$

$$E / A_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * psexent_{i,t} + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (11)$$

$$ROA_{i,t} = c + \beta_1 * wmpextent_{i,t} + \beta_2 * psexent_{i,t} + \alpha * controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (12)$$

根据对长面板数据进行组间异方差、组内自相关和组间同期相关的检验结果，本文仍然采用全面 FGLS 方法进行回归。仅考虑买入返售的回归结果（参见表 7 模型 1 至模型 3）表明：与发行理财产品一样，买入返售也会降低商业银行经营稳定性；但不同的是，买入返售在降低商业银行资本比率（或提高杠杆率）的同时，提高了商业银行资产收益率。同时考虑买入返售和发行理财产品的回归结果（参见表 7 模型 4 至模型 6）表明：即使考虑买入返售后，发行理财产品同样会降低商业银行经营稳定性，包括降低资本比率和资产收益率。

<sup>15</sup>以信托收益权的买入返售为例，银行通过银信合作持有的信托收益权在“8 号文”出台后被视为非标资产，但在现有模式下，甲银行可将所持信托收益权转让给银行乙，同时承诺半年后购回。这种操作将银行甲的非标资产转变为同业资产，虚增了存款规模，以此同时，甲需要的风险拨备和所占资本金都会显著下降，扩大了银行放贷能力。

<sup>16</sup>买入返售指资金融出方与其他有关方以合同或协议的方式，按一定价格买入资产，到期日再按合同规定的价格将该批资产予以返售。

表 7 同业业务对商业银行经营稳定性的影响及影响渠道

	模型 1 Z	模型 2 E/A	模型 3 ROA	模型 4 Z	模型 5 E/A	模型 6 ROA
wmpextent				-1.20*** (-8.82)	-0.06*** (-10.35)	-0.003*** (-7.06)
psextent	-0.66** (-2.15)	-0.02* (-1.88)	0.003*** (3.62)	-0.61** (-2.14)	-0.04*** (-3.17)	-0.001 (-0.64)
size	13.34* (1.81)	0.39 (1.27)	0.12*** (4.59)	11.45 (1.58)	-0.04 (-0.11)	0.10*** (4.16)
liqratio	-0.02 (-0.07)	0.02 (1.20)	0.004*** (3.43)	-0.04 (-0.11)	0.03** (1.97)	0.004*** (3.78)
loanratio	0.78* (1.83)	0.06*** (3.35)	0.005*** (3.83)	0.57 (1.35)	0.05*** (2.96)	0.005** (3.84)
deporatio	0.24 (0.85)	0.01 (0.99)	0.005*** (5.47)	0.43 (1.48)	0.02 (1.31)	0.005*** (5.40)
gdpgrowth	-2.67*** (-3.30)	-0.11*** (-3.14)	-0.001 (-0.27)	-3.26*** (-3.99)	-0.14*** (-4.17)	-0.002 (-0.72)
loangdp	-0.19 (-1.53)	-0.01 (-1.24)	0.001 (1.41)	-0.32** (-2.55)	-0.01** (-2.46)	0.0005*** (1.00)
观测值	378	378	378	378	378	378
Wald	2055.23	238.48	274.39	3119.02	498.70	360.75

注：括号内为 z 统计量，\*\*\*、\*\*、\* 分别表示通过 1%、5% 和 10% 的显著性水平检验。

资料来源：本文整理。

## 六、结论及政策建议

本文利用 2009 年第一季度至 2015 年第三季度期间 14 家中国上市商业银行数据，分析了发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响及具体影响机制。

文章得到的主要结论包括：第一，整体而言，发行理财产品会显著降低商业银行经营稳定性，具体影响机制如下，发行理财产品的活跃程度越高，商业银行资本比率越低，同时，资产收益率越低。第二，区分银行规模来看，无论大银行还是中小银行，发行理财产品均会降低商业银行经营稳定性。其中，对资本比率的影响均显著为负，但对资产收益率的影响与银行规模有关。第三，区分产品类型来看，保本型理财产品和非保本型理财产品均会降低商业银行经营稳定性。其中，对资本比率的影响均显著为负，但对资产收益率的影响与产品类型有关。第四，区分产品期限来看，短期理财产品和中长期理财产品均会降低商业银行经营稳定性。其中，对资本比率的影响均显著为负，但对资产收益率的影响与产品期限有关。

此外，本文研究了“8 号文”出台对商业银行经营稳定性的影响，以及对不同规模商业银行的影响是否存在差异。结果表明，“8 号文”的出台显著提高了商业银行的经营稳定性，其中对大银行的影响尤为突出。最后，本文分析了考虑买入返售后，发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响及具体机制。结果表明，考虑买入返售后，发行理财产品对商业银行经营稳定性的影响依然显著为负。

理财产品作为中国影子银行体系的重要组成部分，虽然成功规避了各种监管，并

在某种程度上有助于实体经济的发展，但由于其监管较为宽松，对银行经营带来了比正规银行产品更为突出的风险。因此，有效识别和化解发行理财产品过程中可能产生的新风险，对维持金融稳定至关重要。对此，本文提出相关政策建议：

第一，完善相关法律法规。理财产品作为银行中间业务，目前在中国还没有相应的法律法规对之进行规范，往往造成监管部门在实际工作中无法可依，也易于导致客户对理财产品的误解。因此，相关部门应根据理财产品的特点，及发展中存在的问题，适时出台配套的法律法规。在法律法规制定中，首先应明确理财产品的定位，还原理财产品“代客理财”的真正面目；其次，应明确规定理财产品的投资标的，避免过度投机；最后，应明确理财产品的监管机构，做到权责分明。

第二，强化对理财产品的监管。理财产品作为金融市场的一种创新，在现行“分业监管”体制下，很难有一家机构实现对其完全有效监管，往往存在监管真空和监管漏洞。针对这种现象，短期内应加强机构间的监管协作，长期中应对监管体制进行改革；此外，应加强理财产品信息披露，尤其是资金具体流向，同时应谨慎披露预期收益率，避免对投资者造成误导；最后，在微观层面，应对理财产品的资金托管加强监管。资金托管作为风险防范的一项重要措施，应严格规范不同账户资金隔离，对托管业务不规范的中小银行，可要求其托管业务通过第三方开展。

第三，防范理财产品发行风险。首先，提高客户风险意识。商业银行和监管部门应履行风险告知义务，同时，必须打破理财产品刚性兑付局面，允许相关产品违约，从而培育和增强客户群体的风险承担意识；其次，对理财业务与银行正常业务进行风险隔离。包括对两者分开管理，分账核算，并加强对理财产品的内部管理，保证理财产品研发、销售、投资、以及信息披露每个环节都公开透明；最后，建立理财产品的风险拨备制度。在参考传统业务风险拨备计提方法的基础上，根据理财业务的特点，尽快建立相应的风险拨备制度，以促进理财业务的可持续发展。

#### **参考文献：**

[1]Casu, B., Clare, A., Sarkisyan, A. & Thomas, S. Does Securitization Reduce Credit Risk Taking? Empirical Evidence from US Bank Holding Companies[J]. European Journal of Finance, 2011, 17, (9-10): 769-789.

- [2]Casu, B., Sarkisyan, A., Clare, A. & Thomas, S. Securitization and Bank Performance[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2013, 45, (8): 1617-1658.
- [3]Dionne, G. & Harchaoui, T. M. Banks' Capital, Securitization and Credit Risk: An Empirical Evidence for Canada[R]. HEC Working Paper No 03-01, 2003.
- [4]Greene, W. H. *Econometric Analysis*[M]. New Jersey Prentice Hall, 2000.
- [5]Jiangli, W. & Pritsker, M. The Impacts of Securitization on US Bank Holding Companies[R]. Online at <http://ssrn.com/abstract=1102284>, 2008.
- [6]Michalak, T. & Uhde, A. Credit Risk Securitization and Bank Soundness in Europe[J]. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2012, 52, (3): 272-285.
- [7]McCulley, P. Teton Reflections, *Global Central Bank Focus*[R]. PIMCO, September, 2007.
- [8]Roy, A. D. Safety First and the Holding of Assets[J]. *Econometrica*, 1952, 20, (3): 431-449.
- [9]Salah, N. B. & Fedhila, H. Effects of Securitization on Credit Risk and Banking Stability: Empirical Evidence from American Commercial Banks[J]. *International Journal of Economics and Finance*, 2012, 4, (5): 194-207.
- [10]Uzun, H. & Webb, E. Securitization and Risk: Empirical Evidence on US Banks[J]. *The Journal of Risk Finance*, 2007, 8, (1): 11-23.
- [11]Wooldridge, J. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*[M]. Cambridge MIT Press, 2002.
- [12]陈思翀. 中国信托业的特征与风险[J]. 北京: 国际经济评论, 2013, (4).
- [13]巴曙松. 加强对影子银行系统的监管[J]. 北京: 中国金融, 2009, (14).
- [14]高海红, 高蓓. 金融体系改革与中国影子银行: 以银证合作为例[J]. 北京: 国际经济评论, 2014, (2).
- [15]何德旭, 郑联盛. 影子银行体系与金融体系稳定性[J]. 北京: 经济管理, 2009, (11).
- [16]黄益平, 常健, 杨灵修. 中国的影子银行会成为另一个次债? [J]. 北京: 国际经济评论, 2012, (2).
- [17]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]. 北京: 国际金融研究, 2015, (10).
- [18]李建军, 薛莹. 中国影子银行部门系统性风险的形成、影响与应对[J]. 北京: 数量经济技术经济研究, 2014, (8).



- [19]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]. 北京: 经济管理, 2015, (8).
- [20]陆晓明. 中美影子银行系统比较分析和启示[J]. 北京: 国际金融研究, 2014, (1).
- [21]马秋君, 李巍. 我国银行结构性理财产品的收益与风险分析[J]. 北京: 经济社会体制比较, 2011, (6).
- [22]毛泽盛, 万亚兰. 中国影子银行与银行体系稳定性阈值效应研究[J]. 北京: 国际金融研究, 2012, (11).
- [23]苏薪茗. 银行理财产品是庞氏骗局吗? —基于中国银行业理财产品市场的实证分析[J]. 北京: 金融论坛, 2014, (11).
- [24]肖立晟. 人民币理财产品分析[J]. 北京: 国际经济评论, 2013, (4).
- [25]张明. 中国式影子银行: 界定、成因、风险与对策[J]. 北京: 国际经济评论, 2013, (4).
- [26]郑联盛, 张明. 中国银行业同业业务: 现状、类型、风险与应对[J]. 北京: 金融市场研究, 2014, (6).
- [27]钟伟, 谢婷. 影子银行系统的风险及监管改革[J]. 北京: 中国金融, 2011, (12).
- [28]周丽萍. 影子银行体系的顺周期性: 事实、原理及应对策略[J]. 北京: 财贸经济, 2013, (3).

# The Influence of Shadow Banking on Operating Stability of Commercial Banks in China

—Taking the 14 Listed Banks' Wealth Management Products as an Example

GAO Bei<sup>1</sup>, ZHANG Ming<sup>2</sup>, ZOU Xiao-mei<sup>3</sup>

(1. School of Economics and Finance, Xi'an JiaoTong University, Xi'an, Shanxi, 710061, China;

2. Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Science, Beijing, 100732, China;

3. Investment Research Institute, National Development and Reform Commission, Beijing, 100045, China)

**Abstract:** Shadow banking system came into being from 2000 in China, and they developed rapidly after 2010. Because Wealth Management Products (WMPs) in liability side are basis and premise of channel business in assets side, they are considered as shadow banking system in most narrow sense. So we take WMPs as an example to study the question of shadow banking system. The size and number of WMPs kept on a rise from 2009, and until the end of 2015, there were 60879 WMPs surviving in financial institutions, and the book balances were 23.5 trillion. All commercial banks competed for deposit through WMPs, and they provided the WMPs with higher interest rate than the general deposit. But in fact, though the WMPs have a higher yield, they may bring greater risk to the commercial banks which are the issuer of WMPs. Therefore, it is significant to study the impact of the shadow banking system, which is represented by the WMPs, on the commercial banks' operating stability.

Different with the existing literature, this paper analyzes the impact mechanism of WMPs on commercial banks' operating stability, and uses quarterly data from China's 14 listed commercial banks between 2009 and 2015 to test out the impact mechanism by FGLS method. At the same time, the paper robust tests the relations between WMPs and the commercial banks' operating stability using a variety of methods, for example, the distinction of the bank sizes, the distinction of the WMPs' types, and the distinction of the WMPs' issue periods. The main results include: Generally speaking, the issuance of WMPs would impair the commercial banks' operating stability significantly by reducing the commercial bank's capital ratio and asset turn ratio. For different size banks issuing WMPs, or the same bank issuing different types or different maturities of WMPs, these activities

would have negative impacts on the commercial banks' operating stability. Moreover, the impacts on capital ratios are significantly negative, but the impacts on return on assets are different in significance. This difference is related to the expected yields of different WMPs. The CBRC's No.8 rule significantly improved the operating stability of China's commercial banks, especially for large banks. At last, even if considering Buying Securities and Return Sale, the impact of WMPs on the commercial banks' operating stability is still significantly negative.

Hence, some measures must be proposed to maintain the financial stability. Firstly, the authorities should improve relevant laws and regulations timely based on the characteristics and existing problem of WMPs. In the formulation of laws and regulations, the position of WMPs must be cleared to restore the right side, the investment targets of WMPs must be defined to avoid excessive speculation, and the regulatory agency of WMPs must be cleared to divide the responsibilities. Secondly, for the regulatory vacuum and loopholes of WMPs, in the short term, the regulatory cooperation between institutions should be strengthened, and in the long term, the regulatory system should be reformed. Besides, the information disclosure of WMPs should be strengthened, especially the specific flow of funds, at the same time, the disclosure of the expected rate of return should be cautious to avoid misleading investors. Thirdly, some precautions must be taken against the issued risk of WMPs. For example, in order to improve the customer's risk awareness, commercial banks and regulatory authorities should fulfill the obligation to inform the risk, and the rigid payment situation must be broken. Besides that, both the risk isolation between the WMPs and normal business, and the risk provision system should be established.

**Key Words:** Shadow Banking System; Wealth Management Products; Commercial Banks; Operating Stability

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。