

刘士达

liushd.15@sem.tsinghua.edu.cn

张明

zhangming@cass.org.cn

王喆

wangjiji0425@163.com

存贷比考核、表内科目变换与银行理财产品

——基于 16 家上市银行理财产品数据的实证研究

刘士达 张明 王喆 *

摘要：本文基于 2009 年-2016 年第 3 季度中国商业银行的季度数据和中国社科院金融研究所财富研究中心的理财产品数据，从微观层面探究了商业银行通过发行理财产品进行监管博弈的具体模式及动因。本文研究发现，理财产品尤其是表外浮动型理财产品是商业银行进行监管博弈的主要方式。当存贷比大于 75% 时，商业银行尤其是股份制银行和城市商业银行会发行更多的浮动理财产品；而随着 2013 年 8 号文发布以及 2015 年存贷比考核的取消，商业银行转为通过表内科目变换来规避监管，银行发行浮动理财产品的规模显著下降。上述监管博弈实际上是商业银行面对国家利率管制下监管套利的模式演进，监管如果不从源头对于利率管制问题进行改革，很难从根本上消除商业银行监管博弈产生的风险。

*刘士达为清华大学经管学院硕士研究生，张明为中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员，王喆为中国政法大学商学院硕士研究生。

关键词：存贷比 影子银行 理财产品

Analysis of the Game between Banks and the Financial Supervision

--Evidence from the Wealth Management Products of 16 Listed Banks

Liu Shida, Tsinghua University

Zhang Ming, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences

Wang Zhe, China University of Political Science and Law

Abstract: Using the wealth management products (WMPs) data of 16 listed banks from 2009 to the 3rd quarter of 2016, this paper investigates the modes of how commercial banks in China are using WMPs to circumvent the financial regulation and the motivation behind that. We find that the nonguaranteed WMPs are the main products for banks to circumvent the financial regulation. When the loan-to-deposit ratio is larger than 75%, the stock-holding banks and the city commercial banks in China would issue more nonguaranteed WMPs to circumvent the regulation. Accompanied by the publishing of 8th Notice of the China Banking Regulatory Commission and the cancellation of loan-to-deposit ratio, the commercial banks in China shifted from off-balance WMPs into Balance Sheet Account to circumvent the regulation. We believe that the deep problem behind those circumvention is the interest rate regulation, and if there were no reformations about that, it would be hard to root out the risk behind the games.

JEL Classifications: G2, E4, L2.

一、引言

自 2009 年中国政府实施四万亿财政刺激计划之后，中国商业银行经历了从信贷扩张到信贷收缩的过程。为避免实体经济资金链断裂并进一步导致银行业不良资产上升，中国商业银行转为采用影子银行的方式来绕过监管，通过投资诸如信托受益权、资管计划等非标准化债权，最终实现信贷投放活动。而自 2009 年以来，相关研究先将目光集中在银行理财产品（巴曙松，2013；黄益平等，2012；张明，2013；Acharya et al., 2016）与委托贷款（巴曙松，2013；黄益平等，2012；钱雪松等，2013；Allen et al., 2016；Chen et al., 2016）之上。随着 2013 年银监会发布《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8 号），通过理财产品进行非标准化债权资产投资的模式受到监管限制，商业银行开启了新一轮监管博弈模式，也即通过表内科目变换来规避监管、开展信贷活动，因此银行表内同业科目、自营科目开始受到更多关注（曹国强，2013；郑联盛等，2014；步艳红等，2014；肖崎等，2014；祝继高等，2016；刘士达等，2017；王喆等，2017）。

本文采用 2009 年到 2016 年第三季度中国 16 家上市商业银行的季度数据，以及由中国社科院金融研究所财富研究中心提供的理财产品微观数据，针对商业银行与监管进行博弈的两个阶段进行了实证分析。研究结果表明，在存贷比考核压力下，理财产品是上市商业银行进行监管规避的一种主要方式，当上市银行存贷比超过 75% 时，理财产品规模会出现显著上升。此外，为了进一步说明理财产品是监管规避的一种主要手段，本文还将存贷比的取消作为外生性事件，进行了稳健性分析。

随着商业银行与金融监管的博弈从银行理财转入表内科目，应收款项类投资成为了监管

重压之下银行投资非标资产的新出路。根据刘士达等(2017)的研究,应收款项类投资在 2013 年 8 号文出台后有了较快发展,在 2014 年银监会出台《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发[2014]127 号)后,应收款项类投资更是成为了市场最为关注的商业银行进行监管博弈的主要模式。而随着 2013 年底人民银行开始在商业银行间试行同业存单,而同业存单的出现则让商业银行出现了替代理财资金的融资模式,根据刘士达等(2017)的研究,同业存单和理财产品收益率一度出现倒挂,这自然使得同业存单成为了理财的良好替代品。本文进一步通过实证研究,分析了相关政策、应收款项类投资以及同业存单出现后,商业银行的监管博弈模式是如何转变的,以及这种转变又对商业银行发行的理财产品产生了何种冲击。

相比于已有研究,本文的贡献主要体现在以下几个方面:第一,本文利用 16 家上市银行理财产品微观数据,分析了到底具有何种特点的银行会更加热衷于发行理财产品;第二,本文探究了银行发行理财产品和存贷比考核到底有何种关联;第三,本文还分析了银行在采用表内科目与监管进行博弈后,对于理财产品的发行产生了何种冲击。

本文剩余部分的结构安排如下:第二部分针对中国存贷比制度背景,以及商业银行采用理财产品、表内科目等影子银行模式进行监管博弈的文献进行梳理;第三部分对数据进行了描述性统计;第四部分是实证分析结果;第五部分是结论。

二、制度背景与文献综述

我们首先阐述商业银行存贷比考核产生的制度背景,然后结合中国影子银行的运营模式,对商业银行与监管博弈的模式进行文献综述。

(一) 存贷比考核的来龙去脉

由于中国存在利率管制,存贷款利差较大,商业银行的负债主要来自于存款,而资产中信贷则占据了主导地位。在 1994 年,中国经济发展过热,通胀很高,存贷比一度超过 100%。为了遏制银行过度放贷,75%的存贷比红线被人民银行列入 1994 年 38 号文中的 9 项监控指标之一。随着存贷比规定的执行,中国商业银行存贷比逐渐走低,到 2005 年末,存贷比数据一度降至 70% 以下¹。

但随着 2008 年全球金融危机的爆发,中国政府采用了四万亿财政刺激政策,商业银行体系在这一轮财政刺激中又通过信贷资金加以支持,造成连续两年信贷资金大幅增长,使得存贷比又成为制约银行信贷活动的重要指标。一些银行因此提出了“存款立行”的口号,为了在存款竞争中取得胜利,采取了存款送礼等活动。为了应对监管的季度考核,银行存款出现了“季末冲高”、“季初回落”的现象(陈涤非等, 2013)。银监会为了杜绝此类现象,在 2011 年年中提出了月度日均存贷比考核标准,并在 2011 年先后出台了 44 号文和《商业银行流动性风险管理暂行办法(试行)》(征求意见稿)等文件。而在 2009 年以来的这一轮信贷增长中,中小银行由于存款竞争的压力,成为了存贷比受限的主要对象。在 2015 年 10 月存贷比限制取消前,笔者共有 408 个银行季度存贷比观测值,其中有 94 个季度的银行存贷比观测值超过了 75%,这其中 83 个季度的存贷比数据观测值出现在四大行以外的其他中小银行。

2015 年 6 月 24 日,国务院常务会议正式通过了《中华人民共和国商业银行法修正案(草案)》,将 75%的存贷比红线删去,并将存贷比转为流动指标进行考核。删除存贷比的核心原因,与商业银行和金融监管进行的博弈有着较深关联。而市场针对银行与监管进行博弈的主要关注点又落在中国的影子银行之上。作为中国影子银行的重要组成部分,理财产品与银行表内科目变换分别在 2013 年前和 2013 年后起到了主导作用(刘士达等, 2017; 王喆等, 2017)。

¹ 数据来自于张晓慧, 2006,《正确认识当前的“存差”问题》,《中国金融》第4期

（二）中国影子银行模式与监管博弈分析

1. 中国的影子银行

学界认为，流动性管制与利率管制是中国影子银行产生的根源。Hachem et al. (2015) 从金融中介的角度，分析了流动性管制对于影子银行产生的作用。Hao et al. (2016) 从利率双轨制的角度，对影子银行的诞生和作用进行了分析。黄益平等 (2012)、张明 (2013) 和金萃等 (2012) 也提到，金融管制是中国影子银行产生的根源。

根据 Dang et al. (2014) 的研究，中国的影子银行并非如美国一样采用资产证券化模式，而实际上是通过理财产品、委托贷款等模式实现了监管规避。国外的学者目前主要从委托贷款 (Allen et al., 2016; Chen et al., 2016) 和理财产品 (Acharya et al., 2016) 的视角对中国影子银行体系进行了分析。

国内较多的学者也提到，中国的影子银行主要包括银行理财业务、信托融资、委托贷款等 (巴曙松, 2013; 黄益平等, 2012; 张明, 2013; 金萃等, 2012)。不过随着金融监管不断强化，中国影子银行的相关形式也不断变化。在 2013 年 8 号文之后，银行同业业务如买入返售、同业拆借和同业存放等 (曹国强, 2013; 郑联盛等, 2014; 步艳红等, 2014; 肖崎等, 2014; 祝继高等, 2016) 以及银行自营业务 (刘士达等, 2017; 王喆等, 2017) 则成为了中国商业银行最新的监管规避模式。

2. 商业银行与监管博弈模式分析

（1）理财产品模式

中国的第一支银行理财产品诞生于 2004 年，根据 Acharya et al. (2016) 和刘士达等 (2017) 的研究，理财产品开始出现爆发式增长是在 2009 年，而原因在于四万亿刺激之后中小银行与大银行之间的存款竞争。根据银监会对于理财产品的分类，理财产品可分为保本型和浮动型（不保本型）两大类。两类产品最重要的区别在于，保本理财产品被记录在银行资产负债表内，一般作为结构性存款，具体模式见图 1；而浮动型理财产品并未被计入表内，因此可以通过投资非标准类债券资产（诸如信托受益权、资管计划等）实现信贷出表。

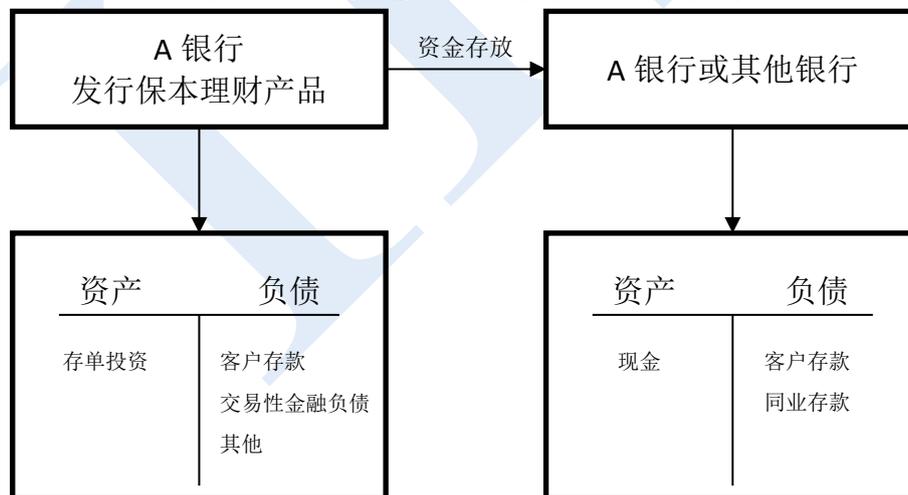


图 1 保本理财产品在银行资产负债表内的记录形式

资料来源：刘丽娜，《商业银行业务模式的新变化》，2012，CF40 学术交流板块，作者自行整理

实际上，浮动型理财产品在银行理财产品中占据主导地位。我们统计了 16 家上市银行这两类产品自 2009 年起每半年的发行规模，结果表明，保本产品在发行最多时，也不超过浮动产品规模的一半 (图 2)。

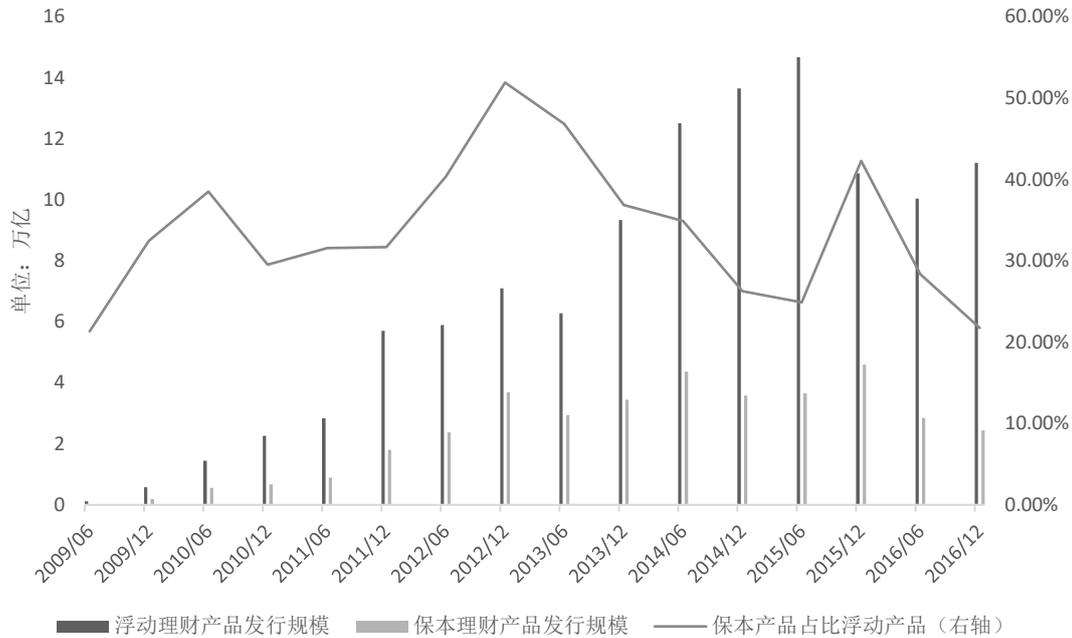


图 2 十六家上市商业银行 2009-2016 年每半年度理财产品发行估算规模

数据来源：社科院金融研究所财富研究中心理财产品数据，作者自行整理

黄益平等（2012）和金萃等（2012）指出，随着 2011 年中央货币政策的紧缩，在 2009 年四万亿刺激下迅速扩张的房地产企业、地方融资平台以及中小民营企业存在着资金链断裂的风险，这些实体机构在信贷紧缩的背景下，难以通过正规渠道从银行获得信贷资金，而一旦资金链断裂，又将导致银行出现不良风险，因此，企业与银行不得不通过影子银行模式进行监管规避，实现资金融通。具体而言，商业银行通过发行理财产品募集表外资金，并借助信托、券商、资管等金融同业机构作为通道（蔡亮，2010；卢川，2012；高海红等，2014），并且最终为实体企业进行融资活动。整个影子银行活动使得投资者（居民）、融资者（企业）和金融中介（银行）都能够各取所需，但唯一存在的问题就是此类信贷活动难以被监管，且对银行经营的稳定性有着负面作用（高蓓等，2016）。一旦产生大量坏账，可能引爆银行业系统性风险。

（2）银行表内科目模式

随着 2013 年银监会出台 8 号文，限制商业银行通过理财资金对非标准债券资产进行投资。银行通过理财借助同业通道提供信贷的模式逐渐收缩。但此前采用理财资金实现的信贷活动需要新的模式来与前序资金进行对接，因此，银行必然采用新的模式来继续实现监管规避。

刘士达等（2017）、王喆等（2017）的研究指出，商业银行在 2013 年 8 号文出台后，采用了同业科目、自营科目等方式进行监管博弈。具体而言，商业银行主要是通过买入返售、应收款项类投资和同业存单所属的应付债券这三个科目来进行监管规避活动。

买入返售的实质还是通过理财产品募集资金，并通过同业科目来降低信贷资产的风险权重，换言之，是通过金融同业的方式来规避直接放贷所面对的更为严格的风险权重。曹国强（2013）指出，买入返售类同业业务是 2013 年“钱荒”爆发的重要诱因之一。郑联盛等（2014）、步艳红等（2014）和肖琦等（2014）也都从定性层面的分析了商业银行通过买入返售等科目进行监管规避的具体模式，他们的研究均指出，此类同业业务使得银行面临高杠杆化、流动性风险变大等问题。随后，祝继高等（2016）则通过银行年度数据对买入返售这一影子银行

模式进行了实证分析，其结果也进一步说明这类业务对于银行的经营稳定性存在着负面影响。

不过，买入返售业务在 2014 年就遭遇了银监会 127 号文的限制，逐渐从监管博弈的科目中退出。随之崛起的则是应收款项类投资和应付债券（同业存单）。应收款项类投资实际上是银行利用自营资金进行相应的投资活动，根据刘士达等（2017）的梳理，目前应收款项类投资中非标准化债权资产的占比已经达到较高水平。以兴业银行为例，其 2016 年半年报披露数据表明，应收款项类投资下的非标资产和理财产品投资规模已经达到了该科目的 85.73%。而同业存单则是 2013 年 12 月央行为了推进存款利率市场化而新推广的金融产品，但是由于同业存单一方面具有在监管考核上被算作存款、可以纳入存贷比考核的特点，另一方面，同业存单因为是基于银行信用发行，发行利率相对较低，因此银行业一度出现了同业存单发行利率与理财产品年化收益率倒挂的现象，这无疑给予了商业银行新的套利空间，因而也出现了银行通过发行同业存单来投资于同业理财等现象。而另一方面，银行通过同业存单实现资金募集，并对接资产项下应收款项类投资科目，也可以进一步实现同业资金转为非标投资，最终实现规避监管的目的。

迄今为止，应收款项类投资科目和同业存单都已经受到银监会与央行的关注，不过截至本文研究的数据样本而言，监管规定还没有对这两项科目产生重要冲击。

三、数据描述性统计

（一）数据来源与处理过程

本研究使用的数据分为两部分。第一部分是 16 家上市银行从 2009 年到 2016 年第三季度的数据，这部分数据源于 Wind 数据库。第二部分数据是 16 家上市银行的理财产品发行数据，这部分数据源于中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心，数据覆盖了 2009 年到 2016 年这 16 家上市银行理财产品的保本类型、起息日期、到期日期、期限、估算规模等指标。

中国社科院金融所财富管理研究中心提供了所有银行在 2009 年到 2016 年发布的理财产品数据 384421 条，笔者对照原始数据按照以下方法进行筛选：第一，剔除了缺少理财产品起息日、到期日、期限信息中任意两者以上的理财数据；第二，剔除了缺少理财产品估算规模的数据；第三，剔除了收益类型缺失（也即不能确定是否为保本或浮动产品）的数据；第四，从这些数据中挑选出 16 家上市银行数据。其中，我们根据高蓓等（2016）的做法，将保本浮动、保息固定和保息浮动理财产品计做保本理财产品；将非保本类产品视为浮动理财产品。其中保本类产品共 139037 条，浮动类产品共 57865 条。最后，为了匹配上市银行的季度数据，本文将处理后的理财产品数据根据不同的商业银行，按照起息日，将每个季度发行的理财产品进行了求和，得到了每个季度每家银行发行的理财产品估算规模。

此外，为了剔除异常值，本文采用 Winsorize 方法，对数据按照 1% 的标准进行了缩尾处理。

（二）变量描述性统计

根据上市银行季度报表数据，表 1 统计了这些银行资产负债表的数据情况。由于农业银行和光大银行在 2010 年才上市；部分上市银行在 2009 年、2010 年没有披露不良率数据，因此整个面板数据是一个非平衡面板。

在理财产品数据方面，本文参考了高蓓等（2016）和 Acharya et al. (2016) 的做法，先后统计了理财产品发行规模占银行资产的比率和理财产品发行规模占比银行权益的比率。

此外，本文还选取了四大行、127 号文发布和存贷比取消等事件作为虚拟变量。

表 1 上市银行资产负债表数据

变量	说明	银行	均值	标准差	最小值	最大值	观察值
bpratio	应付债券	四大行	1.51%	0.57%	0.33%	2.81%	120
	/负债	其他	3.49%	3.30%	0.33%	15.55%	368
irratio	应收款项类投资	四大行	3.43%	2.11%	0.96%	10.59%	120
	/资产	其他	6.92%	7.66%	0.00%	33.28%	368
ldr	存贷比	四大行	66.88	6.93	55.15	78.39	120
		其他	71.73	7.48	46.72	85.09	368
npl	不良率	四大行	1.33	0.39	0.85	2.39	120
		其他	0.94	0.33	0.40	1.87	362
roe	净资产收益率	四大行	12.73%	5.65%	3.51%	23.44%	120
		其他	12.14%	5.61%	3.49%	24.46%	368
lnsize	对数资产	四大行	30.29	0.26	29.70	30.73	120
		其他	28.18	0.94	25.70	29.72	368
d127	127 号文	四大行	0.32	0.47	0.00	1.00	124
	虚拟变量	其他	0.32	0.47	0.00	1.00	372
dumldr	存贷比取消	四大行	0.13	0.34	0.00	1.00	124
	虚拟变量	其他	0.13	0.34	0.00	1.00	372

注释：数据来源于 wind，作者自行整理。其中 2009-2011 年部分银行贷款规模数据 wind 有缺失，采用了资产负债表科目中“贷款及垫款”进行替代；存贷比采用了相应贷款规模和存款规模进行计算。为避免异常值，采用 Winsorize 方法对数据按 1% 的标准进行了缩尾处理。

表 2 理财产品数据

变量	说明	银行	均值	标准差	最小值	最大值	观察值
iss_a	发行规模	四大行	3.29%	2.47%	0.00%	11.26%	120
	/资产	其他	11.07%	21.61%	0.00%	147.00%	368
gua_iss_a	保本产品规模	四大行	3.29%	2.47%	0.00%	11.26%	120
	/资产	其他	2.72%	6.09%	0.00%	35.79%	368
nongua_iss_a	浮动产品规模	四大行	2.36%	1.76%	0.00%	8.35%	120
	/资产	其他	8.22%	16.21%	0.00%	111.08%	368
iss_e	发行规模	四大行	51.91%	42.29%	0.10%	203.69%	120
	/权益	其他	183.46%	364.97%	0.10%	2532.42%	368
gua_iss_e	保本产品规模	四大行	14.79%	16.82%	0.00%	92.55%	120
	/权益	其他	44.65%	97.20%	0.00%	579.45%	368
nongua_iss_e	浮动产品规模	四大行	37.12%	29.98%	0.00%	151.04%	120
	/权益	其他	135.89%	273.10%	0.00%	1945.37%	368

数据来源：社科院金融研究所财富研究中心理财产品数据，作者自行整理。为避免异常值，采用 Winsorize 方法对数据按 1% 的标准进行了缩尾处理。

四、实证分析结果

(一) 基本结果

在文章第二部分,我们从定性层面分析了理财产品发行与存贷比考核的关系。除了存贷比以外,理论上本文应该进一步考察资本充足率对于理财产品发行的影响,但由于资本充足率数据缺失情况较为严重,部分银行在第1季度或第3季度报表中没有披露资本充足率情况,因此,我们略去了对于资本充足率的考察。此外,根据 Acharya et al. (2016) 的研究,资本充足率对于银行在理财产品发行上的影响,并没有存贷比对于银行在理财产品发行上的影响大。综上所述,我们着重分析存贷比对于银行理财产品发行的影响。

根据高蓓等 (2016) 和 Acharya 等 (2016) 的研究方法,我们分别采用如下模型,并分别基于广义最小二乘法 (FGLS) 和面板效应 (FE) 方法来开展研究:

$$iss_e_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ldr_{i,t-1} + \alpha_2 ldr^2_{i,t-1} + \alpha_3 npl_{i,t-1} + \alpha_4 roe_{i,t-1} + \alpha_5 lnsize_{i,t} + \alpha_6 big4_t + \varepsilon \quad (1)$$

$$iss_a_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ldr_{i,t-1} + \alpha_2 ldr^2_{i,t-1} + \alpha_3 npl_{i,t-1} + \alpha_4 roe_{i,t-1} + \alpha_5 lnsize_{i,t} + \alpha_6 big4_t + \varepsilon \quad (2)$$

在 (1) 和 (2) 式中,因变量是理财产品发行规模/权益 (iss_e) 和理财产品发行规模/资产 (iss_a)。自变量则分别是存贷比 (ldr), 存贷比的平方项 (ldr^2), 以及作为控制变量的银行不良贷款率 (npl)、净资产收益率 (roe)、银行对数资产规模 ($lnsize$) 和是否为四大国有商业银行 ($big4$)。

我们猜想,当存贷比大于 75% 时,银行发行理财产品的规模会上升;而当存贷比不足 75% 时,银行不必通过理财产品来进行监管规避。由于发行理财资金的成本高于存款,因此理财产品的发行规模会相对下降。

通过表 3 和表 4,我们先后分析了存贷比对于 16 家上市银行以及四大行和中小银行理财产品/权益以及理财产品/资产发行情况的影响。从表 3 和表 4 的回归模型第 2、3、5、6 列分别考察四大行和中小银行,我们可以发现,对于中小银行而言,均不能拒绝存贷比极值点为 75% 的假设;而四大行也广义最小二乘回归下 (模型 2) 也不能拒绝存贷比极值点为 75% 的假设。这说明,存贷比存在一个极值点,当这些银行的存贷比大于这个极值点时,理财产品的规模会有上升;而当银行存贷比小于这个极值点时,理财产品的发行规模会相对下降。此外,当存贷比大于该极值点时,存贷比一次项前系数越大,则理财产品发行规模应该会上升越快。我们从表 3 和表 4 的回归模型中也可以分析得出,中小银行相比于四大行,在系数上也表现出明显差异,这也进一步说明,中小银行在存贷比达到红线时,理财产品的发行会相比于四大行而言更加激进。

对此,我们针对这个极值点进行了分析,其分析结果列在表 3 和表 4 的最后一行,其结果表明,不论采用何种回归方法,中小银行存贷比的极值点均在 75% 左右,且不能拒绝存贷比极值点为 75% 的假设。而在针对四大行进行的分析中,在采用广义最小二乘法时,存贷比极值点的结果也不能拒绝 75% 的假设。这说明监管部门设置的 75% 红线,事实上成为了商业银行与监管进行博弈的一个重要出发点。当商业银行受制于这一监管红线时,只能通过发行更多理财产品募集更多资金来规避存贷比的考核;而当商业银行在存贷比管制下距离存贷比红线还有一定距离时,因为理财资金成本高于普通存款,因此发行理财的行为会相对收敛。

此外值得注意的是,根据表 3 和表 4 回归结果的第 1 列与第 4 列,我们均能得出四大行与中小银行在理财产品的发行上存在显著不同的结论。不论是理财产品规模/权益还是理财产品规模/资产,我们都可以分析得出四大行在 1% 的显著水平上弱于中小银行,因此,我们也进一步证实了中小银行其实是这一轮监管博弈的主要对象。

表 3 存贷比对于理财产品/权益的影响

银行	全部	四大行	中小银行	全部	四大行	中小银行
----	----	-----	------	----	-----	------

因变量:iss_e	1	2	3	4	5	6
回归模型	FGLS	FGLS	FGLS	FE	FE	FE
$ldr_{i,t-1}$	-0.998*** (-5.28)	-0.190** (-2.04)	-1.696*** (-6.89)	-2.285*** (-3.78)	-0.417* (-1.70)	-2.716*** (-9.70)
$ldr^2_{i,t-1}$	0.007*** (5.13)	0.001* (5.13)	0.011*** (5.13)	0.015*** (3.76)	0.003* (1.72)	0.018*** (9.25)
$roe_{i,t-1}$	-0.043 (-0.05)	0.193 (0.45)	0.997 (0.97)	1.638 (0.84)	0.604* (1.81)	3.502 (1.25)
$npl_{i,t-1}$	-0.526*** (-2.85)	-0.287*** (-3.76)	-0.132 (-0.64)	-0.751** (-2.14)	-0.333*** (-9.95)	-0.067 (-0.13)
$lnsize_{i,t}$	0.327*** (3.58)	0.387*** (4.07)	0.430*** (4.26)	0.910*** (3.25)	0.521 (1.17)	0.666** (2.41)
$big4_t$	-1.257*** (-4.94)			-3.707*** (-3.83)		
bank	×	×	×	√	√	√
N	464	115	349	464	115	349
chi2	47.604	47.597	58.593	-	-	-
R-sq	-	-	-	0.7041	0.2448	0.9119
存贷比极值是否点为 75	73.36*	73.46	75.26	74.45	72.26***	75.71

注：括号中为回归系数 t 统计量，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0；在存贷比极值点是否为 75 的 wald 检验中，*、**、***表示在 10%、5%、1%的水平上显著异于 75。

表 4 存贷比对于理财产品/资产的影响

银行	全部	四大行	中小银行	全部	四大行	中小银行
因变量:iss_a	1	2	3	4	5	6
回归模型	FGLS	FGLS	FGLS	FE	FE	FE
$ldr_{i,t-1}$	-0.057*** (-4.81)	-0.013** (-2.28)	-0.100*** (-6.53)	-0.132*** (-3.96)	-0.021* (-1.70)	-0.158*** (-10.19)
$ldr^2_{i,t-1}$	0.000*** (4.67)	0.000** (2.18)	0.001*** (6.35)	0.001*** (3.94)	0.000* (1.74)	0.001*** (9.26)
$roe_{i,t-1}$	0.008 (0.13)	0.017 (0.64)	0.065 (1.01)	0.088 (0.87)	0.046** (2.08)	0.197 (1.35)
$npl_{i,t-1}$	-0.025** (-2.14)	-0.016*** (-3.35)	-0.001 (-0.07)	-0.038* (-1.72)	-0.020*** (-10.35)	0.007 (0.22)
$lnsize_{i,t}$	0.019*** (3.47)	0.032*** (5.42)	0.026*** (4.15)	0.052*** (2.78)	0.035 (1.31)	0.037** (2.03)
$big4_t$	-0.073*** (-4.76)			-0.215*** (-3.77)		
bank	×	×	×	√	√	√
N	464	115	349	464	115	349
chi2	40.235	59.322	56.242			
R-sq	-	-	-	0.7048	0.0956	0.9206

存贷比极值是否点为 75	73.24*	71.78	75.37	74.32	71.75**	75.64
--------------	--------	-------	-------	-------	---------	-------

注：括号中为回归系数 t 统计量，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0；在存贷比极值点是否为 75 的 wald 检验中，*、**、***表示在 10%、5%、1%的水平上显著异于 75。

（二）稳健性检验

1. 区分理财产品类型

根据前文的分析，由于理财产品存在保本与浮动的区分。保本理财产品会被直接计入表内进行考察，而非保本理财产品被普遍认为是信贷出表的工具。因此，我们自然希望对理财产品进行分类探讨。此外，根据此前的回归结果，采用“理财产品发行规模/权益”做因变量能够更好地体现出中小银行与四大行之间的差异，因此，我们将在随后的回归中主要采用这一变量作为我们的因变量。具体回归模型如下：

$$gua_iss_e_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ldr_{i,t-1} + \alpha_2 ldr^2_{i,t-1} + \alpha_3 npl_{i,t-1} + \alpha_4 roe_{i,t-1} + \alpha_5 lnsze_{i,t} + \alpha_6 big4_t + \varepsilon \quad (3)$$

$$nongua_iss_a_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ldr_{i,t-1} + \alpha_2 ldr^2_{i,t-1} + \alpha_3 npl_{i,t-1} + \alpha_4 roe_{i,t-1} + \alpha_5 lnsze_{i,t} + \alpha_6 big4_t + \varepsilon \quad (4)$$

其中因变量分别为保本类理财产品规模/权益（`gua_iss_e`）和浮动类理财产品规模/权益（`nongua_iss_e`）。自变量则与回归模型（1）（2）相同。

在表 5 中，我们首先考察了保本类理财产品与存贷比规避之间的关系。由于保本类理财产品并非是银行发行理财产品的主体（刘士达等，2017），但由于保本类产品可以被核算为存款，因此，在面临存贷比考核压力时，通过增大保本产品的发行依旧可以缓解监管压力。从实证的结果来看，表 5 的回归模型第 1、4 列中也可以说明，针对所有银行而言，存贷比的一次项与二次项都在 1%的水平上显著，其极值点的分析结果也表明，最多只能在 10%的水平上拒绝 75%的假设；此外，四大行在保本类理财产品的发行规模上也显著小于其他中小银行。

而进一步通过表 5 中回归模型的第 2、3、5、6 列针对四大行与中小银行进行的分析，我们可以发现，四大行在存贷比的系数上并不显著，而中小银行的系数均在 1%的水平上显著。且针对中小银行存贷比极值点的分析结果表明，该极值点也都不能够拒绝 75%的假设。这进一步的说明，中小银行因为受到更多的管制，需要通过理财的形式来规避监管；而四大行由于在全国范围内网点较多，揽储压力较小，相对于中小银行而言不需要通过过激的发行保本理财产品进行揽储来减轻存贷比考核的压力。

表 5 存贷比对于保本类理财产品/权益的影响

银行	全部	四大行	中小银行	全部	四大行	中小银行
因变量:gua_iss_e	1	2	3	4	5	6
回归模型	FGLS	FGLS	FGLS	FE	FE	FE
$ldr_{i,t-1}$	-0.257*** (-4.53)	0.073 (1.60)	-0.454*** (-5.89)	-0.485*** (-3.95)	0.001 (0.01)	-0.571*** (-7.40)
$ldr^2_{i,t-1}$	0.002*** (4.36)	-0.001* (-1.71)	0.003*** (5.78)	0.003*** (3.87)	0 (-0.11)	0.004*** (6.58)
$roe_{i,t-1}$	-0.187 (-0.59)	0.135 (0.62)	-0.029 (-0.08)	-0.638* (-1.70)	0.096*** (2.65)	-0.63 (-1.27)
$npl_{i,t-1}$	-0.249*** (-4.12)	-0.053 (-1.34)	-0.240*** (-3.27)	-0.399*** (-2.95)	-0.066** (-1.97)	-0.370** (-2.09)
$lnsze_{i,t}$	0.064** (2.05)	0.035 (0.73)	0.098*** (2.78)	0.275*** (3.38)	0.124 (0.78)	0.234*** (2.81)

$big4_t$	-0.176** (-2.38)			-0.858*** (-2.83)		
bank	×	×	×	√	√	√
N	464	115	349	464	115	349
chi2	39.808	13.153	44.707	-	-	-
R-sq	-	-	-	0.5217	0.2311	0.767
存贷比极值是否点为 75	73.04*	64.23***	74.04	73.81	-	74.72

注：括号中为回归系数 t 统计量，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0；在存贷比极值点是否为 75 的 wald 检验中，*、**、***表示在 10%、5%、1%的水平上显著异于 75。

由于保本类理财产品并非是监管博弈的主体，我们进一步通过表 6 来对浮动理财产品进行分析。根据表 6 回归模型的第 1、4 列，我们首先可以分析得出的结论是，对于所有银行而言，存贷比依旧存在一个极值点来影响着银行发行浮动理财产品的行为；此外，四大行相比于中小银行，在浮动类理财产品的的发行上也更为稳健。

根据表 6 回归模型的第 2、3、5、6 列，我们可以发现，存贷比的一次项、二次项系数均在 1%的水平上显著，这说明存贷比考核至少对于四大行和中小银行而言在浮动类产品上产生了行为一致的影响。进一步分析这几列回归结果的存贷比极值点，我们发现尽管四大行的存贷比极值点在 1%的水平上显著小于 75%，但对于中小银行而言，我们仍然不能拒绝存贷比极值点为 75%的假设。此外，通过对比表 5 与表 6 相应存贷比一次项与二次项的系数，我们可以发现，不论是四大行还是中小银行，在浮动类产品的发行规模上都相对于保本产品而言更为激进。这也进一步从实证上说明，存贷比考核下，中小银行与四大行都有通过浮动类理财产品进行信贷出表的动力，对于四大行而言，由于受制于存贷比考核的压力相对较小，因此通过浮动类理财产品进行信贷出表的活动不仅规模较小，而且在存贷比未达到 75%时就已经开始相应的出表活动，这从某种程度上可以说明，四大行相对更加保守。而对于中小银行而言，由于存贷比考核压力更大，因此产生监管规避的动力更为充足，在通过浮动类理财产品进行信贷出表活动的行为上也更加激进。

表 6 存贷比对于浮动类理财产品/权益的影响

银行	全部	四大行	中小银行	全部	四大行	中小银行
因变量: $nongua_iss_e$	1	2	3	4	5	6
回归模型	FGLS	FGLS	FGLS	FE	FE	FE
$ldr_{i,t-1}$	-0.672*** (-4.90)	-0.284*** (-3.90)	-1.233*** (-6.91)	-1.675*** (-3.73)	-0.418*** (-2.96)	-1.990*** (-10.33)
$ldr^2_{i,t-1}$	0.005*** (4.74)	0.002*** (3.78)	0.008*** (6.70)	0.011*** (3.69)	0.003*** (3.06)	0.013*** (9.75)
$roe_{i,t-1}$	0.253 (0.36)	0.213 (0.61)	0.983 (1.30)	1.947 (1.06)	0.508 (1.42)	3.703 (1.42)
$npl_{i,t-1}$	-0.088 (-0.65)	-0.250*** (-4.00)	0.225 (1.50)	-0.35 (-1.30)	-0.267*** (-13.27)	0.284 (0.75)
$lnsize_{i,t}$	0.170** (2.54)	0.362*** (4.68)	0.253*** (3.52)	0.620*** (2.88)	0.397 (1.37)	0.449** (2.26)
$big4_t$	-0.936*** (-4.97)			-2.747*** (-3.68)		
bank	×	×	×	√	√	√

N	464	115	349	464	115	349
chi2	42.039	56.771	66.578			
R-sq				0.7058	0.2626	0.9126
存贷比极值点是否点为 75	73.90	70.57***	75.89	74.66	70.57***	76.00

注：括号中为回归系数 t 统计量，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0；在存贷比极值点是否为 75 的 wald 检验中，*、**、***表示在 10%、5%、1%的水平上显著异于 75。

2. 考虑存贷比取消的外生性冲击

2015 年 10 月，存贷比 75% 的红线被正式取消，存贷比在此后作为一个流动性指标被进行监管。我们认为，这一外生性冲击对于本文此前的分析形成了一个很好的自然实验，一方面可以通过这一事件来对此前的研究结论进行稳健性检验，另一方面也能够让本文更清晰地研究理财产品作为影子银行的主要形式，是如何与监管进行博弈的。

由于存贷比考核取消，银行不需要通过发行更多的理财产品，尤其是非保本类理财产品来进行监管规避，因此我们猜想，在存贷比取消后，银行发行非保本类理财产品的规模会有所下降。而另一方面，保本类产品依旧可以作为银行进行揽储的一种手段，因此存贷比取消对其产生的影响可能有所不同。对此，本文通过设置了一个虚拟变量“存贷比取消”（*dumldr*，从 2015 年第四季度起为 1）来进行实证研究。此外，前文主要基于稳健的角度采用了广义最小二乘模型和固定效应模型进行回归，其结果没有明显差异，后文将主要选用广义最小二乘模型进行回归，具体回归模型如下：

$$gua_iss_e_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ldr_{i,t-1} + \alpha_2 ldr^2_{i,t-1} + \alpha_3 dumldr_{i,t-1} + \alpha_4 npl_{i,t-1} + \alpha_5 roe_{i,t-1} + \alpha_6 lnsize_{i,t} + \alpha_7 big4_t + \varepsilon \quad (5)$$

$$nongua_iss_a_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ldr_{i,t-1} + \alpha_2 ldr^2_{i,t-1} + \alpha_3 dumldr_{i,t-1} + \alpha_4 npl_{i,t-1} + \alpha_5 roe_{i,t-1} + \alpha_6 lnsize_{i,t} + \alpha_7 big4_t + \varepsilon \quad (6)$$

表 7 的实证结果验证了我们上述的猜想。通过表 7 回归模型的第 5、6 两列，我们可以观察到，存贷比取消对于四大行在 5% 的水平上有显著影响；而对于中小银行，这一影响甚至在 1% 的水平上显著。而且从规模上来看，存贷比取消后，中小银行发行浮动类产品的规模下降情况，也较四大行而言更为迅猛。

值得注意的是，回归模型的第 1 至 3 列表明存贷比取消对于保本类产品其实并没有显著影响。这也进一步证实了，浮动类产品才是商业银行，尤其是中小银行进行监管博弈的主要方式。

表 7 存贷比取消后对理财产品的影响

银行 因变量 FGLS 模型	gua_iss_e			nongua_iss_e		
	全部 1	四大行 2	中小银行 3	全部 4	四大行 5	中小银行 6
$ldr_{i,t-1}$	-0.258*** (-4.53)	0.073 (1.59)	-0.464*** (-5.89)	-0.686*** (-4.93)	-0.284*** (-3.97)	-1.209*** (-6.50)
$ldr^2_{i,t-1}$	0.002*** (4.35)	-0.001* (-1.68)	0.003*** (5.79)	0.005*** (4.77)	0.002*** (3.88)	0.008*** (6.27)
$dumldr_{i,t-1}$	0.024 (0.34)	-0.03 (-0.58)	-0.04 (-0.48)	-0.23 (-1.49)	-0.182** (-2.29)	-0.470*** (-2.60)
$roe_{i,t-1}$	-0.181 (-0.57)	0.127 (0.58)	-0.04 (-0.11)	0.217 (0.31)	0.184 (0.54)	0.902 (1.11)
$npl_{i,t-1}$	-0.260***	-0.04	-0.219**	0.03	-0.165**	0.470***

	(-3.84)	(-0.89)	(-2.53)	(0.20)	(-2.34)	(2.59)
$lnsize_{i,t}$	0.065**	0.053	0.099***	0.157**	0.483***	0.202***
	(2.06)	(0.96)	(2.90)	(2.43)	(5.48)	(2.96)
$big4_t$	-0.174**			-0.950***		
	(-2.33)			(-5.05)		
N	464	115	349	464	115	349
chi2	39.973	13.736	43.292	43.538	64.486	64.312

注：括号中为回归系数 t 统计量，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0；

3. 考虑新兴监管博弈模式对于理财模式的冲击

根据刘士达等（2017）和王喆等（2017）的研究，自 2013 年 8 号文发布以来，银行逐渐采用了新的方式来实现监管博弈，具体而言，银行分别采用了买入返售、应收款项类投资和同业存单等方式具体实现了监管规避。

考虑到 2013 年 8 号文的出台限制了理财产品对非标资产的比例，银行在此后有两种可行的选择，一种是通过增加理财产品的规模来实现对于原有非标投资的延续，而另一种则是采用新的模式（诸如买入返售、应收款项类投资）来规避该比例限制。但由于买入返售在兴起后不到 1 年的时间内，即被监管部门用 127 号文进行了封锁，因此其存续时间较短，而应收款项类投资和同业存单则作为新兴方式还鲜有关注。因此，我们将着重对于这两种新的监管博弈模式以及其对于理财信贷出表模式产生的冲击进行分析。

（1）应收款项类投资模式对理财产品的冲击

应收款项类投资模式真正受到市场关注，是在 2014 年 127 号文对于买入返售进行限制之后。对此，我们设置了一个虚拟变量“127 号文发布”（ $d127$ ，从 2014 年第二季度起为 1），并通过该虚拟变量和“应收款项类投资/资产规模”（ $irratio$ ）进行双重差分法进行分析。

在表 8 中，我们可以从回归模型的第 2、4、6 列中分析得出，127 号文的出台对于理财产品的发行，尤其是对于中小银行的理财产品发行并没有产生显著负面冲击，在这一规定对买入返售的限制下，中小银行在理财产品发行规模上仍有显著上升。然而，进一步考察应收款项类投资与 127 号文交互项的变化，我们发现，在回归模型中只有中小银行的交互项系数在 1% 的显著水平上显著，且数值均为负数。根据刘士达等（2017）的研究，应收款项类投资的主体依然是中小银行，通过表 8 的实证分析，可以很好地说明应收款项类投资的兴起，实际上是银行从原有的理财监管规避模式向表内科目监管规避模式的转变。

此外，对比表 8 中的第 4 和第 6 列，可以发现，应收款项类投资对于保本类产品和浮动类产品产生的冲击，在系数上也有较大差异。具体而言，应收款项类投资更多是对于浮动类理财产品产生了较大的冲击。这和我们的认知也比较相符，因为保本类产品更多是用于银行揽储，而浮动类产品则是银行进行非标资产投资的主体。当银行逐渐转变为采用应收款项类投资进行非标投资，则意味着原有的采用浮动类理财产品进行非标投资的模式逐渐减少。

值得注意的是，对于四大行而言，不论是 127 号文，还是应收款类投资，抑或是这两者的交互项，都最多仅在 10% 的水平上显著，这说明，四大行并非是新监管规避模式下的主要参与者。

表 8 应收款项类投资对银行理财产品的影响

银行 因变量	四大行		中小银行		四大行		中小银行	
	iss_e		gua_iss_e		nongua_iss_e			
FGLS 模型	1	2	3	4	5	6		
$d127_{i,t-1}$	-0.141	2.185***	-0.13	0.403***	-0.081	1.553***		

	(-0.80)	(7.75)	(-1.63)	(4.43)	(-0.61)	(7.12)
$irrati_{i,t-1}$	-5.503*	4.702**	-2.036	1.377*	-4.250*	3.352**
	(-1.70)	(2.22)	(-1.48)	(1.87)	(-1.84)	(2.12)
$d127_{i,t-1} \times$	7.682	-15.579***	3.029	-3.061***	5.741	-11.108***
$irrati_{i,t-1}$	(1.37)	(-5.93)	(1.19)	(-3.32)	(1.39)	(-5.61)
$ldr_{i,t-1}$	-0.321**	-1.492***	0.035	-0.528***	-0.393***	-0.990***
	(-2.38)	(-5.98)	(0.56)	(-7.12)	(-3.94)	(-5.17)
$ldr^2_{i,t-1}$	0.002**	0.010***	0	0.004***	0.003***	0.006***
	(2.25)	(5.78)	(-0.64)	(6.97)	(3.81)	(4.94)
$roe_{i,t-1}$	0.31	0.927	0.122	-0.13	0.273	0.832
	(0.65)	(0.76)	(0.55)	(-0.33)	(0.76)	(0.90)
$npl_{i,t-1}$	-0.264**	-0.221	0.017	-0.379***	-0.243**	0.117
	(-2.05)	(-0.69)	(0.28)	(-3.49)	(-2.56)	(0.49)
$lnsize_{i,t}$	0.147	0.472***	0.068	0.115***	0.144	0.277***
	(0.80)	(4.21)	(0.83)	(3.08)	(1.06)	(3.38)
N	115	349	115	349	115	349
chi2	42.869	136.678	17.807	79.025	58.155	124.024

注：括号中为回归系数 t 统计量，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0；

(2) 同业存单模式对理财模式的冲击

从目前市场的状况来看，股份制银行和城商行是同业存单的发行主体，因此，我们将着重考察这类银行在应付债券科目（ $bpratio$ ，主要代表同业存单）和理财产品之间的关系。由于同业存单的定价非常市场化，且其基于银行信用，因此发行利率相对较低，同业存单和理财产品的利率甚至出现过一段时间的倒挂。从银行资金成本的角度进行分析，股份制银行和城商行有动力通过发行更多的同业存单来从事更多监管套利活动。

表 9 的回归结果进一步验证了我们关于同业存单的出现对于理财产品发行的负面冲击的猜想。从表 9 回归模型的第 1-3 列来分析，在 2013 年 3 季度之前，由于同业存单还没有正式实施，因此应付债券项对于理财的影响并不显著；而 2013 年 12 月同业存单开始正式实施之后，一方面由于其发行利率相对较低，另一方面由于其作为定期存款的属性能够改善存贷比，且不被纳入同业负债，所以股份制银行、城商行也自然有冲动去通过同业存单来替代原有理财产品的相应功能。

所以，从表 9 回归模型的第 4-6 列可以看到，同业存单对于保本类理财产品和浮动类理财产品都在 1%的水平上产生了显著冲击。通过比较第 5 列和第 6 列，可以得出的结论是，同业存单对于发行浮动类理财产品的冲击远远大于对于保本类理财产品的冲击。

表 9 应付债券（同业存单）对于中小银行理财产品的影响

时间 因变量	2009-2013 第三季度			2013 第四季度-2016		
	iss_e	gua_iss_e	nongua_iss_e	iss_e	gua_iss_e	nongua_iss_e
FGLS 模型	1	2	3	4	5	6
$bpratio_{i,t-1}$	6.872 (1.04)	-2.913 (-0.96)	7.754* (1.87)	-23.135*** (-4.98)	-2.692** (-2.19)	-18.534*** (-5.28)
$ldr_{i,t-1}$	-0.785*** (-2.63)	-0.306*** (-2.82)	-0.651*** (-3.21)	-2.673*** (-7.35)	-0.541*** (-4.86)	-1.947*** (-6.94)
$ldr^2_{i,t-1}$	0.005**	0.002***	0.004***	0.018***	0.004***	0.013***

	(2.43)	(2.71)	(3.02)	(7.31)	(4.92)	(6.90)
$roe_{i,t-1}$	0.032 (0.04)	0.026 (0.06)	0.095 (0.17)	-0.279 (-0.13)	-0.367 (-0.62)	0.122 (0.07)
$npl_{i,t-1}$	-0.492** (-2.35)	-0.274*** (-2.92)	0.043 (0.31)	1.509** (2.29)	-0.061 (-0.36)	1.491*** (2.96)
$lnsize_{i,t}$	0.327*** (3.99)	0.066** (1.98)	0.181*** (3.34)	-0.994*** (-2.95)	-0.215** (-2.54)	-0.787*** (-3.06)
N	205	205	205	144	144	144
chi2	41.539	23.292	34.911	82.732	36.035	81.827

注：括号中为回归系数 t 统计量，*、**、***分别表示系数在 10%、5%、1%显著性水平上异于 0；

五、结论

通过结合上市银行与理财产品的微观数据，本文深入分析了到底具有何种特征的银行会更加倾向于发行理财产品，以及发行理财产品的具体动因何在。此外，本文还研究了 8 号文出台后，监管博弈方式从理财资金出表转为表内科目变换后，表内科目的兴起会对理财产品发行产生何种冲击，以及这种冲击背后的原因。

本文的主要结论是，存贷比超过 75%限制的银行会更有冲动发行浮动类理财产品。事实上，存贷比容易超过 75%限制的银行主要以股份制银行和城市商业银行为主。这说明，中小银行受到存贷比制约的情况比四大行更为频繁，所以中小银行在存贷比管制下更有动力去通过浮动理财产品进行表外活动。而在存贷比考核取消后，这一现象得到了有效缓解。

随着金融监管的不断强化，从 2013 年以后，中小商业银行开始了新的监管套利模式，也即通过应收账款类投资与同业存单模式来替代理财产品的发行，这一现象也是比较稳健的。

值得注意的是，四大行不论是在影子银行的理财模式阶段亦或是在表内科目模式阶段，都比中小银行行为更为稳健。这更加反映出中国影子银行的另一个特征：影子银行活动的参与者以中小银行为主。这一现象产生的原因还是在于中国对金融市场的管制。这一管制不仅仅体现在存贷比方面，更多还是体现在实体融资的各个方面。一方面，国家的金融资源配置仍未完全从政府过渡到市场；另一方面，存贷款利率管制使得从事信贷活动能够享受巨大的利差收益。这就可以解释为何影子银行能够在四万亿刺激计划之后兴起，而中小银行又能够成为影子银行的急先锋与主力军。

参考文献：

- [1] 巴曙松,2013,《应从金融结构演进角度客观评估影子银行》,《经济纵横》第 4 期 27-30 页。
- [2] 步艳红、赵晓敏和杨帆, 2014,《我国商业银行同业业务高杠杆化的模式、影响和监管研究》,《金融监管研究》,第 2 期 33-46 页。
- [3] 蔡亮, 2010,《叫停银信合作产品只是权宜之计》,《金融经济》,第 15 期 24-26 页。
- [4] 曹国强, 2013,《银行同业业务模式的缺陷是本轮‘钱荒’的症结所在》,《21 世纪经济报道》,2013 年 7 月 25 日。
- [5] 陈涤非和孙小光, 2013,《当前存贷比监管的合理性分析与改革建议》,《金融纵横》,第 2 期 53-58 页。
- [6] 高蓓、张明和邹晓梅, 2016,《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》,《经济管理》,第 6 期 138-153 页。
- [7] 高海红和高蓓, 2014,《中国影子银行与金融改革:以银证合作为例》,《国际经济评论》,第 2 期 118-132 页。
- [8] 黄益平、常健和杨灵修, 2012,《中国的影子银行会成为另一个次债?》,《国际经济评论》,第 2 期 42-51 页。

- [9] 金萃、刘淳和周颖辉, 2012,《中国阴影之下的银行业——中国影子银行的规模统计及风险测算》, 工作论文, www.cicfconf.org/sites/default/files/paper_7.pdf
- [10] 刘丽娜, 2012,《商业银行业务模式的新变化》, CF40 学术交流板块, <http://www.cf40.org.cn/plus/view.php?aid=5650>
- [11] 刘士达、张明和王喆, 2017,《中国商业银行是如何规避金融监管的? ——基于理财产品和表内科目的分析》, 中国社会科学院世界经济与政治研究所 IIS 工作论文, No.201703。
- [12] 卢川, 2012,《中国影子银行运行模式研究——基于银信合作视角》,《金融发展评论》, 第 1 期 55-62 页。
- [13] 钱雪松、袁梦婷和孔东民, 2013,《股权关联影响了企业间信贷价格吗——基于我国上市公司委托贷款数据的经验分析》,《金融研究》, 第 9 期 165-179 页。
- [14] 钱雪松和李晓阳, 2013,《委托贷款操作机理与金融风险防范:源自 2004~2013 年上市公司公告数据》,《改革》, 第 10 期 125-134 页。
- [15] 王喆、张明和刘士达, 2017,《从“通道”到“同业”——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向》, 中国社会科学院世界经济与政治研究所 IIS 工作论文, No.201702。
- [16] 肖崎和阮健浓, 2014,《我国银行同业业务发展对货币政策和金融稳定的影响》,《国际金融研究》, 第 3 期 65-73 页。
- [17] 张明, 2013,《中国影子银行:界定、成因、风险与对策》,《国际经济评论》第 3 期 82-92 页。
- [18] 张晓慧, 2006,《正确认识当前的“存差”问题》,《中国金融》, 第 4 期 29-31 页。
- [19] 郑联盛和张明, 2014,《中国银行同业业务:现状、类型、风险和应对》,《金融市场研究》, 第 6 期 43-52 页。
- [20] 祝继高、胡诗阳和陆正飞, 2016,《商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金出方的实证研究》,《金融研究》, 第 1 期 66-82 页。
- [21] Acharya V Viral, Jun Qian, and Zhishu Yang, 2016, “In the shadow of banks: wealth management products and issuing banks’ risk in China”, Working paper.
- [22] Allen Franklin, Yiming Qian, Guoqian Tu, and Frank Yu, 2016, “Entrusted loans: A close look at China’s shadow banking system”, Working paper.
- [23] Chen Kaiji, Jue Ren, and Tao Zha, 2016, “What we learn from China’s rising shadow banking: exploring the nexus of monetary tightening and banks’ role in entrusted lending”, NBER working paper, No. 21890.
- [24] Dang Tri Vi, Honglin Wang, and Aidan Yao, 2014. “Chinese Shadow Banking: Bank- Centric Misperceptions, working paper”, Working paper.
- [25] Hachem, Kinda, and Zheng Michael Song, 2015, “The rise of China’s shadow banking system”, Working paper.
- [26] Hao Wang, Honglin Wang, Lisheng Wang, and Hao Zhou, 2016, “Shadow banking: China’s dual-track interest rate liberalization”, Working paper.

IIS 简介: 国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺, 定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括: 中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款: 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投资研究室所有。未经许可, 不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法, 并不代表作者所在单位的观点。