

# 经济政策不确定性与商业银行资产避险

邓 伟 宋清华 杨 名\*

**摘要** 本文基于中国银行业的数据,研究了经济政策不确定性对商业银行资产避险行为的影响。研究发现:随着经济政策不确定性的增强,商业银行从信贷投放、债券投资、现金资产持有三方面调整资产结构,将高风险资产向低风险资产转移进行资产避险。经济政策不确定性的增强导致商业银行资产流动性囤积效应,降低了商业银行的资产收益率,不利于实体经济融资和货币政策的有效传导。本文的研究发现对于商业银行经营管理和货币政策实施具有重要启示。

**关键词** 经济政策不确定性, 商业银行, 资产避险

**DOI:** 10.13821/j.cnki.ceq.2022.01.11

## 一、引 言

党的十九大报告明确提出,要坚决打好防范化解重大风险等三大攻坚战。2018 年中央经济工作会议进一步强调,打好防范化解重大风险攻坚战,重点是防控金融风险。商业银行作为金融体系的核心,其风险控制对于金融风险的防控至关重要。据《中国金融稳定报告(2020)》,截至 2019 年年底,我国银行业金融机构资产规模达 290 万亿元,占金融业总资产的 81.83%。研究表明,经济政策不确定性会对商业银行产生显著影响,不仅会导致银行业系统性风险增加(Pástor and Veronesi, 2013),还可能进一步影响跨境资本流动,甚至引发宏观经济动荡(Caldara *et al.*, 2016; 杨子晖等, 2020),最终对宏观经济增长和就业产生严重的冲击(Baker *et al.*, 2016; 许志伟和王文甫, 2019)。因此,就经济政策不确定性对商业银行的影响进行全面系统的研究,并分析其中的作用机理具有重要的现实意义。

\* 邓伟、杨名,中南财经政法大学会计学院;宋清华,中南财经政法大学金融学院。通信作者及地址:邓伟,湖北省武汉市东湖高新技术开发区中南财经政法大学文泉楼,430073;电话:(027)88386078;E-mail:dengweihust@gmail.com。作者感谢国家自然科学基金重大项目(208ZD072)、国家自然科学基金青年项目(17CJY059)、国家自然科学基金应急项目(71850004)、国家自然科学基金项目(72072183)、教育部人文社会科学研究项目(20YJC630063)、中央高校基本科研业务费项目(2722019JCG057)的支持。感谢“第三届赣江金融高端论坛”“第五届中国金融经济周期论坛”“金融供给侧改革与第七届金融风险论坛”“2019 年岭南宏观经济学研讨会”点评专家以及匿名审稿人的意见和建议,文责自负。

源自文化维度理论的不确定性规避理论认为,在任何一个社会中,人们对于不确定的事件和情境都会感到是一种威胁,从而试图采取一些手段和方法来降低这些不确定性因素的危害和影响(Hofstede, 1980)。文献表明,不确定性规避理论不仅可以解释不同国家和企业间的文化差异,还可以解释国家和企业在面临不确定性时的行为决策(Kim *et al.*, 2018)。而在经济政策不确定的环境中,企业的行为决策会变得保守,这集中体现为企业会通过各种方式调整资产结构,包括通过对固定资产投资(Kang *et al.*, 2014; Kim and Kung, 2016; 李凤羽和杨墨竹, 2015; 谭小芬和张文婧, 2017)、研发投入(孟庆斌和师倩, 2017; 张峰等, 2019)、并购投资(Nguyen and Phan, 2017)、流动资产投资(王红建等, 2014; 李凤羽和史永东, 2016; 陈胜蓝和刘晓玲, 2018; Phan *et al.*, 2019)、金融资产投资(彭俞超等, 2018)等多方面的资产结构调整以达到不确定性规避的目的。

近年来,以商业银行为代表的金融中介在不确定性冲击影响经济活动中的角色日益受到学术界关注。经济政策不确定性会从信贷规模、贷款定价以及风险承担等方面对商业银行产生影响。随着 Baker *et al.* (2016) 经济政策不确定性指数的开发,大量学者开始使用这一指标研究不确定性对商业银行的影响。信贷投放规模方面,在经济政策不确定性增强的环境中,商业银行主要通过减少信贷投放的方式进行不确定性规避(Bordo *et al.*, 2016; Valencia, 2017)。贷款定价方面, Talavera *et al.* (2012) 的研究表明,较高的不确定性会使银行通过提高利率的方式来识别企业的信息,从而加剧银行信贷资金配置扭曲程度,推高银行的贷款利率进而影响企业的外部融资成本。随着经济政策不确定性的升高,商业银行还会调整贷款定价策略,提高对企业的抵押品要求(谭小芬和张文婧, 2017),增加贷款的审批难度,延长企业获得贷款的等待时间以控制信贷的投放(Alessandri and Bottero, 2020),这也使得银行有动机将增加的成本转嫁给企业,导致企业的银行贷款成本上升。宋全云等(2019)研究发现,银行倾向于提高贷款利率以规避由经济政策不确定性引致的企业贷款违约风险。经济政策不确定性还会对商业银行的风险承担产生影响。顾海峰和于家璐(2019)将银行风险承担分为主动风险承担和被动风险承担,而收紧信贷发放标准正是为了应对经济政策不确定性上升的主动风险承担行为。随着经济政策不确定性升高,企业的银行贷款违约风险反而降低,这从反面印证了经济政策不确定性升高使得银行选择风险评级更低的贷款(宋全云等, 2019)。申宇等(2020)研究发现,经济政策不确定性加大,商业银行出于风险控制和收益稳定性考虑,会显著增加贷款损失准备计提,降低银行风险水平。

本文基于中国银行业的数据,从外部环境变化、宏观经济政策调控、商业银行微观反应的综合视角,研究了经济政策不确定性增强背景下商业银行的资产避险行为,主要研究贡献如下:第一,本文从资产避险的角度全面完

整地揭示了商业银行资产结构调整的动机、方式和经济后果，拓展和丰富了经济政策不确定性对商业银行影响的研究。第二，本文考虑了经济政策不确定性环境中中国货币政策调控对商业银行影响机制的独特性，研究发现具有重要的政策价值。

## 二、理论基础与研究假设

### （一）经济政策不确定性对商业银行资产结构的影响机制

商业银行的资产结构是各种资产的构成及其比例关系，主要包括信贷资产、债券投资、现金资产三类，其不仅受到中央银行货币政策调控的影响，还与商业银行自身经营原则及外部环境变化相关。一方面，在经济政策不确定性增强的情况下，商业银行的贷款投放会变得更加谨慎，这会对商业银行的信贷投放产生负面的影响（Bordo *et al.*, 2016）。但另一方面，经济政策不确定性的增强会引发经济增长放缓（Caldara *et al.*, 2016），中央银行通常采取宽松的货币政策加以应对（Bekaert *et al.*, 2013），刺激银行贷款发放。此外，随着经济政策不确定性的增强，商业银行也可能会增加现金资产、债券资产等流动性较强的资产投资（Berger *et al.*, 2020）。因此，下面先从债券投资的角度分析经济政策不确定性的影响，在后文的传导机制分析中进一步从贷款投放和现金资产的角度进行分析和检验。

经济政策不确定性增强时，商业银行出于资产安全性的考虑会增加对债券的投资。Bordo *et al.* (2016) 研究发现，经济政策不确定性的增加将极大地提高银行的信贷风险，商业银行将持有更多的流动性资产以吸收预期贷款损失，减少银行自身的风险暴露。当经济政策不确定性上升时，企业为防范金融市场风险和经营风险，会减持投机性金融资产，并且增持保值性金融资产（彭俞超等，2018）。相对于贷款而言，债券投资的风险较小。因此，当经济政策不确定性上升时，商业银行会缩减高风险资产的投资，增加低风险资产的配置，从而导致债券投资比重上升。

经济政策不确定性上升时，商业银行出于流动性的考虑会增加对债券的投资。当经济政策不确定性上升时，企业融资可能会更为困难，企业会增加对流动性较强的资产的配置（Berger *et al.*, 2020）。Beber *et al.* (2009) 对欧元区债券市场的研究发现，在市场压力时期投资者更倾向于选择流动性较强的债券。债券投资是商业银行进行流动性管理的重要手段，当出现流动性紧张时，商业银行既可以通过质押债券等方式借入资金，也可以直接出售债券变现，从而起到调节商业银行流动性的作用。

从盈利性的角度来看，经济政策不确定性上升时，商业银行增加债券投资也是较好的选择。除安全性和流动性原则外，商业银行资产配置还需要兼

顾盈利性。对于我国商业银行而言,资产规模降序排列依次是信贷资产、债券资产、现金资产,这三类资产的风险与收益率也依次降低。相对于高风险的信贷资产与低收益的现金资产而言,债券投资的风险与收益均处在适中水平,因此出于安全性、流动性和盈利性的综合考虑,商业银行会增加债券投资。因此本文提出如下研究假设:

**假说1** 经济政策不确定性的增强会对商业银行的资产结构产生影响,导致高风险资产向低风险资产转移的资产避险效应,从而使得债券投资占比上升。

## (二) 商业银行资产结构调整与资产避险方式分析

### 1. 商业银行信贷资产的避险方式分析

商业银行可能通过多种方式调整信贷结构,增加风险较低的贷款投放,进行信贷资产风险规避。因此,下面从风险规避的视角分别分析经济政策不确定性对商业银行贷款的业务结构、信用结构、期限结构的影响。

其一,从业务结构来看,贷款可以分为个人贷款和公司类贷款,随着经济政策不确定性的增强,商业银行会通过增加个人贷款的比重进行贷款风险规避。这是因为就我国而言,个人贷款的风险总体低于公司类贷款。造成这一结果的主要原因在于,近年来我国新增个人贷款中近80%为个人住房贷款,这部分贷款由于审批严格且有住房作为抵押,加之近年来我国房价总体呈现出上涨趋势,因此住房贷款的风险明显低于其他类型的贷款,从而拉低了个人贷款的总体风险。我们统一以中国农业银行2017年的数据为代表进行说明。<sup>1</sup>如中国农业银行2017年的个人贷款中,个人住房贷款的不良率仅为0.36%,是所有类型贷款中不良率最低的。而同期中国农业银行公司类贷款的不良率为2.54%,个人贷款的不良率则仅为0.86%。随着经济政策不确定性升高,银行贷款违约风险反而降低,这表明经济政策不确定性升高使得银行选择风险评级更低的贷款(宋全云等,2019)。

其二,从信用结构来看,贷款可以分为信用贷款和担保贷款,随着经济政策不确定性的增强,商业银行会调整贷款的信用结构,信用贷款的比重可能显著上升。从贷款风险的角度来看,信用贷款的风险低于担保贷款(尹志超和甘犁,2011)。其原因在于信用贷款的发放对象主要是实力强、信用良好的大客户,商业银行会通过授信额度的方式向这部分客户提供信用贷款。尽管这部分贷款没有担保物,但由于经过了商业银行的严格审查,总体风险较低。而对于担保贷款而言,商业银行要求借款人提供担保品的主要目的在于降低事后的道德风险,防止贷款违约,但事实上这部分借款人通常风险较高。

这一推论可以通过银行的贷款实际数据得到验证。中国农业银行2017年担保贷款的逾期率为2.62%,而信用贷款的逾期率则仅为0.57%。因此,随

<sup>1</sup> 其他银行其他年份的数据也能说明问题,具体数据可以向作者索取。

着经济政策不确定性的增强，出于贷款风险规避的动机，商业银行会选择客户，将更高比例的贷款投放给实力强、信用良好的客户，这会使得信用贷款的占比增加。此外，刘莉亚等（2017）从银行竞争的视角发现，我国商业银行的信贷资源配置结构正从传统的担保贷款为主向信用贷款方向转移。

其三，对于贷款的期限结构而言，贷款可以分为短期贷款和中长期贷款，随着经济政策不确定性的增强，商业银行会调整贷款的期限结构，中长期贷款的比重可能显著上升。理论上来说，贷款期限越长，贷款风险越高。但从我国实际情况来看，商业银行会根据借款人的风险情况选择发放贷款的期限，从而造成了中长期贷款的违约风险明显低于短期贷款的现象。这一推论可以通过比较我国商业银行短期贷款和中长期贷款的不良贷款率得到验证。表1以中国农业银行和中国建设银行为代表，列出了2009—2017年短期贷款和中长期贷款的不良贷款率。可以看出，对于两家银行而言，每一年的中长期贷款不良率均低于短期贷款。可见，总体而言，我国商业银行的中长期贷款的实际风险明显低于短期贷款。

表1 2009—2017年的不良贷款率

单位：%

银行		贷款期限结构	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
不良贷款率	农业	短期贷款	3.74	2.74	1.94	1.99	2.26	3.57	6.23	6.73	4.89
	银行	中长期贷款	3.61	2.31	1.87	1.34	0.89	0.83	1.14	1.33	1.13
	建设	短期贷款	3.18	1.93	1.81	2.34	2.68	3.51	5.59	5.18	3.93
	银行	中长期贷款	1.15	1.20	1.28	0.84	0.75	0.75	1.08	1.47	1.94

资料来源：根据银行年报整理得到。

对于风险较高的借款人而言，商业银行往往仅对其发放短期贷款，而对于风险较低的优质客户而言，商业银行则较愿意发放中长期贷款以获取较高的收益，这反而造成了商业银行中长期贷款的实际风险低于短期贷款。短期贷款增加银行成本的“代理成本效应”与长期贷款留住客户的“客户争夺效应”的博弈，在金融发展程度较高的市场环境下，“客户争夺效应”占优，则银行更倾向于发放长期贷款（马君潞等，2013；刘莉亚等，2017）。

造成我国商业银行中长期贷款的实际风险远低于短期贷款的另一个重要原因，是中长期贷款中包含了大量低风险的个人住房抵押贷款。对于个人贷款而言，绝大部分是个人住房抵押贷款，正如上文所言，这部分贷款风险极低，而住房贷款均属于中长期贷款，这也使得中长期贷款的实际风险低于短期贷款。综合以上分析，本文提出如下研究假设：

**假说2** 随着经济政策不确定性的增强，商业银行会调整信贷资产结构进行资产避险，即增加低风险贷款的投放，减少高风险贷款的投放。

## 2. 商业银行债券资产的避险方式分析

随着经济政策不确定性的增强，商业银行可以通过调整债券投资结构的

方式,进行债券资产避险,即增加低风险债券的投资比重并减少高风险债券的投资比重。

一方面,对于政府债券而言,随着经济政策不确定性的增强,商业银行对其投资比重可能显著上升。这是因为政府债券是由中央政府或地方政府发行,以强大的政府信用和财政实力作为保障,与其他债券相比这类债券的投资风险最低。因而,本文预期随着经济政策不确定性的增强,商业银行出于债券投资避险的需要对政府债券的投资比重会显著上升。另一方面,对于企业及其他债券而言,随着经济政策不确定性的增强,商业银行对其投资比重可能显著下降。企业及其他债券主要包含企业债券以及公司债券等,与政府债券、政策性金融债券等债券相比,这类债券的投资风险最高。因而本文预期随着经济政策不确定性的增强,出于对债券投资避险的需要,商业银行对企业及其他债券的投资比重会显著下降。综合以上分析,本文提出如下研究假设:

**假说3** 随着经济政策不确定性的增强,商业银行会调整债券投资结构进行资产避险,即增加低风险债券的投资比重,减少高风险债券的投资比重。

### 3. 商业银行“可用现金资产”的避险方式分析

由于法定存款准备金的变化主要取决于中央银行法定存款准备金率的调整,因而此处仅对商业银行“可用现金资产”结构的调整方式进行分析,其中商业银行的“可用现金资产”包含库存现金、存放同业款项、超额存款准备金。在经济政策不确定性增强的情况下,商业银行会持有更多流动性较强的资产,进行流动性囤积(Berger *et al.*, 2020)。但由于这三类现金资产被占用的方式不同,导致其受经济政策不确定性影响的方向也不同。

随着经济政策不确定性的增强,商业银行的超额存款准备金占比可能会显著增多,且增加幅度显著高于库存现金。王红建等(2014)、李凤羽和史永东(2016),以及Phan *et al.*(2019)发现,随着经济政策不确定性的上升,企业会增加现金持有。银行库存现金与超额存款准备金具有十分类似的特征和用途,可以被商业银行用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金,且均具有极强的流动性。从收益性的角度来看,商业银行的库存现金不能获得利息收入,而超额存款准备金则可以从央行获得一定的利息收入。长期以来,我国央行对超额存款准备金计付利息所执行的利率为0.72%。<sup>2</sup>因此,随着经济政策不确定性的增强,为了尽量减少现金资产的机会成本,商业银行的超额存款准备金占比会显著增多,且增加幅度高于库存现金。

对于存放同业款项,随着经济政策不确定性的增强,该部分现金资产占比可能会显著减少。与库存现金和超额存款准备金的不同之处在于,存放同业款项是商业银行被同业金融机构所占用的资金。正如在经济政策不确定性

<sup>2</sup> 2008年中国人民银行将超额存款准备金利率从0.99%下调至0.72%,此后至2020年4月期间该利率一直维持不变。

增强的情况下，企业会减少应收账款、应收票据、预付账款等商业信用供给（陈胜蓝和刘晓玲，2018），商业银行出于“预防性需求”和“流动性囤积”动机会减少存放同业款项。综合以上分析，本文提出如下研究假设：

**假说 4** 随着经济政策不确定性的增强，商业银行会调整现金资产结构进行资产避险，产生流动性囤积效应。

### 三、研究设计

#### （一）样本选择与模型设定

##### 1. 样本选择

本文选取 2009—2017 年中国银行业的数据进行研究，商业银行持有的债券资产、现金资产以及发放贷款的相关数据采用手工搜集方法获取，主要来源于各个银行年报；宏观经济指标以及银行层面的其他指标主要来源于 Bank-Scope 数据库和 CSMAR 数据库等。剔除数据缺失的银行，最终样本银行共 117 家，其中大型国有商业银行 6 家、股份制商业银行 12 家、城市商业银行 66 家、农村商业银行 24 家及外资银行 9 家。为消除极端值影响，对所有连续变量进行上下 1% 分位数的 Winsorize 处理。

##### 2. 模型设定

本文采用如下控制个体固定效应的面板数据模型进行研究<sup>3</sup>，且所有回归结果均进行了聚类稳健标准误调整：

$$Bank_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_t + \sum controls + FirmFE + \epsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中，经济政策不确定性指标  $EPU$  是本文考察的主要自变量，因变量  $Bank$  为商业银行相关变量。本文考察  $EPU$  与商业银行变量  $Bank$  的同期关系，这是因为如果当年政策发生波动，商业银行在短时间内难以判断未来走势，因此在经营方面会更加谨慎（张峰等，2019），这样更符合本文对资产避险行为的研究。为了减少模型的内生性，商业银行个体层面的控制变量均滞后一期。

#### （二）变量定义

本文分析中，主要变量的名称、符号、含义以及计算方法如表 2 所示。对于本文的核心解释变量经济政策不确定性（ $EPU$ ），该指标由 Baker *et al.* (2016) 构建并由斯坦福大学和芝加哥大学联合发布。<sup>4</sup> 经济政策不确定性指数精确度很高，被国内外研究者普遍使用（Nguyen and Phan, 2017；彭俞超等，2018；张峰等，2019；申宇等，2020；杨子晖等，2020），因此本文不再

<sup>3</sup> 本文还考察了动态面板的模型设定情形，不改变本文的结论。篇幅限制，未展示结果。

<sup>4</sup> 本文还使用 Davis *et al.* (2019) 基于《人民日报》和《光明日报》构建的  $EPU$  数据进行了稳健性检验。篇幅限制，未展示结果。

详细介绍。为了得到 *EPU* 的年度数据, 参考文献中的一般做法, 基于 Baker *et al.* (2016) 的月度数据简单平均再除以 100 得到年度 *EPU* 指标。<sup>5</sup>

在控制变量方面, 本文选择了包括商业银行总资产、资产收益率、资本充足率、净利息收入比例、不良贷款率、权益资产比等银行个体层面的控制变量; 在宏观层面, 选取了居民消费价格指数、GDP 增速、M2 增长率等时间序列控制变量, 考虑到银行的债券投资受到债券市场发行量的影响, 还引入了债券发行增长率作为控制变量, 这些宏观时间序列控制变量的引入有助于消除因变量时间趋势的影响。出于篇幅限制, 本文不对其他变量进行介绍。

表 2 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义	变量计算方法	
因变量	按资产结构分类	<i>Loan</i>	贷款占比	发放贷款及垫款净额/期末总资产	
		<i>Bond</i>	债券资产占比	债券投资总额/期末总资产	
		<i>Cash</i>	现金资产占比	(库存现金+法定存款准备金+超额存款准备金+存放同业款项)/期末总资产	
		<i>AvaCash</i>	可用现金资产占比	(库存现金+超额存款准备金+存放同业款项)/期末总资产	
		<i>LDR</i>	法定存款准备金占比	法定存款准备金/期末总资产	
	贷款结构	业务结构	<i>PerLoan</i>	个人贷款占比	个人贷款/(个人贷款+公司类贷款)
		信用结构	<i>CreditLoan</i>	信用贷款占比	信用贷款/(信用贷款+担保贷款)
		期限结构	<i>LongLoan</i>	中长期贷款占比	中长期贷款/(中长期贷款+短期贷款)
	债券资产结构		<i>GovBond</i>	政府债券占比	国债及地方政府债/债券投资总额
			<i>GbankBond</i>	政策性金融债券占比	政策性金融债券/债券投资总额
		<i>BankBond</i>	其他金融债券占比	其他金融债券/债券投资总额	
		<i>CorpBond</i>	企业及其他债券占比	企业及其他债券/债券投资总额	
可用现金资产结构		<i>HandCash</i>	库存现金占比	库存现金/可用现金资产	
		<i>EReserve</i>	超额存款准备金占比	超额存款准备金/可用现金资产	
		<i>IBFund</i>	存放同业款项占比	存放同业款项/可用现金资产	

<sup>5</sup> 本文还使用月度几何平均 *EPU*、月度加权平均 *EPU* 以及年末 *EPU* 进行了稳健性检验。篇幅限制, 未展示结果。



(续表)

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义	变量计算方法
	经济政策不确定性	<i>EPU</i>	经济政策不确定性	Baker 的 <i>EPU</i> 月度数据简单平均再除以 100 得出年度数据
自变量		<i>Size</i>	银行总资产	银行总资产的自然对数
		<i>ROA</i>	资产收益率	净利润/总资产
		<i>CAR</i>	资本充足率	资本总额对其风险加权资产的比率
		<i>NIAR</i>	净利息收入比例	利息净收入/总资产
	其他控制变量	<i>NPLR</i>	不良贷款率	不良贷款/贷款总额
		<i>Equi</i>	权益资产比	所有者权益/总资产
		<i>CPI</i>	居民消费价格指数	年度居民消费价格指数
		<i>GDP</i>	GDP 增速	年度国内生产总值同比增长率
		<i>M2</i>	M2 增速	广义货币供应量 M2 同比增长率
	<i>Circulation</i>	债券发行增长率	债券总发行量的年增长率	

## 四、实证结果分析

### (一) 经济政策不确定性对商业银行资产结构的总体影响检验

表 3 是经济政策不确定性对商业银行资产结构总体影响的回归结果。对于贷款占比而言,第(1)列中 *EPU* 的回归系数为负,但并不显著;对于债券资产占比而言,第(2)列中 *EPU* 的回归系数显著为正;而对于现金资产占比而言,第(3)列中 *EPU* 的回归系数显著为负。

表 3 经济政策不确定性对商业银行资产结构的总体影响

因变量	贷款占比	债券资产占比	现金资产占比
	<i>Cash</i> 变量符号 (1)	<i>Loan</i> (2)	<i>Bond</i> (3)
<i>EPU</i>	-0.150 (-0.60)	0.899*** (3.71)	-0.916*** (-3.35)
控制变量	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
样本量	786	786	707
R-squared	0.259	0.095	0.465
银行数量	117	117	110

注:括号内为经银行层面聚类调整的 *t* 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上统计显著。后文表格里含义相同,不再说明。

以上结果表明,随着经济政策不确定性的增强,商业银行会调整资产结构,债券投资占比会显著增加,即研究假设1得证。贷款的占比尽管有所减少,但变化并不显著<sup>6</sup>,这一发现与国外研究普遍得出经济政策不确定性显著抑制了银行信贷投放的结论并不相同。这可能与经济政策不确定性对银行信贷投放的影响机制较为复杂以及我国货币政策独特的调控方式有关。尽管经济政策不确定性的增强会打击商业银行批准新贷款申请的意愿,降低商业银行通过新贷款申请的概率(Alessandri and Bottero, 2020),对商业银行的信贷投放产生负面影响(Talavera *et al.*, 2012; Bordo *et al.*, 2016; Valencia, 2017)。但是,经济政策不确定性增强造成居民和企业搁置投资,增加银行储蓄,提高了银行净流动性头寸,从而导致银行可用于发放贷款的资金增加(郝威亚等, 2017)。同时,当经济政策不确定性上升时,中央银行会实施更加宽松的货币政策,以减少不确定性带来的负面影响(Bekaert *et al.*, 2013),货币政策的调整又会对商业银行的信贷投放产生刺激作用。据不完全统计,2019年5月以来全球已有新西兰、澳大利亚、印度、韩国、俄罗斯等超过20个国家的中央银行宣布下调基准利率以应对不确定性环境中经济增长的下滑。且与国外不同的是,我国频繁地使用降低法定存款准备金率的方式以应对经济政策不确定性的负面影响。例如2015年2月至2020年1月期间,我国央行连续12次下调法定存款准备金率,其中大型金融机构的法定存款准备金率从20%下调至12.5%,中小型金融机构的法定存款准备金率从18%下调至10.5%,均处于历史低位。与降息相比,降准作为一种数量型的货币政策工具,会对商业银行的资产负债表产生更大的影响,降准释放的法定存款准备金直接增加了商业银行的可贷资金,更有利于促进商业银行信贷的投放。因此,这两种相反的作用力使得我国商业银行的信贷投放虽然有所放缓,但总体仍然较为稳定。

## (二) 经济政策不确定性对商业银行资产结构的影响机制检验

表3的回归结果表明,随着经济政策不确定性的增强,商业银行的现金资产占比显著减少而债券投资占比显著增加,这表明商业银行将部分现金资产用于增加债券投资。然而,商业银行的现金资产包含“不可用现金资产”和“可用现金资产”两部分,其中前者指法定存款准备金,后者包含库存现金、存放同业款项、超额存款准备金。对于法定存款准备金,在存款余额不变的情况下,其完全取决于央行法定存款准备金率的调整,因此是外生的;而对于库存现金、存放同业款项、超额存款准备金等现金资产,其变化则取

<sup>6</sup> 本文进一步考察了经济政策不确定性对贷款增速的影响,也得出一致的结果。篇幅限制,未展示结果。

决于商业银行自身的行为决策，即受商业银行对经济政策不确定性调整的影响。那么，进一步提出的问题是，商业银行债券投资的增加，其资金究竟来源于哪里？是央行释放的“法定存款准备金”，还是动用了商业银行的“可用现金资产”？为了考察经济政策不确定性对现金资产和债券投资的影响机制，进一步用“可用现金资产”占总资产的比（*AvaCash*）和法定存款准备金占总资产的比（*LDR*）两种指标来表示现金资产结构，对现金资产结构的变化情况进行检验，结果如表 4 的第（1）和（2）列所示。

对于“可用现金资产”占比而言，表 4 第（1）列的 *EPU* 回归系数并不显著，这表明随着经济政策不确定性的增强，商业银行“可用现金资产”在总资产中的占比并没有显著变化。同时，对于法定存款准备金占比而言，表 4 第（2）列的 *EPU* 回归系数显著为负，即随着经济政策不确定性的增强，商业银行的法定存款准备金占比显著下降，这表明商业银行现金资产占比的减少是由于法定存款准备金减少造成的。由于法定存款准备金占比取决于中央银行的法定存款准备金率，因此可以得出这样的推论：随着经济政策不确定性的增强，中央银行通过降低法定存款准备金率的方式释放商业银行的法定存款准备金，这直接导致了商业银行法定存款准备金占比的减少，进而导致了商业银行现金资产占比的减少。<sup>7</sup>

表 4 经济政策不确定性对商业银行资产结构的影响机制检验

因变量	现金资产结构			中介效应检验	
	可用现金 资产占比	法定存款 准备金占比	债券投资 占比	现金资产 占比	债券投资 占比
	<i>AvaCash</i>	<i>LDR</i>	<i>Bond</i>	<i>Cash</i>	<i>Bond</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>EPU</i>	-0.189 (-0.73)	-0.722*** (-10.95)	0.899*** (3.71)	-0.916*** (-3.35)	0.942*** (4.89)
<i>Cash</i>					-0.117** (-2.13)
控制变量	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
样本量	707	707	786	707	707
<i>R-squared</i>	0.294	0.686	0.095	0.465	0.169
银行数量	110	110	117	110	110

<sup>7</sup> 由于本文考察的是法定存款准备金占比，并非绝对规模，因此存款余额的变化仅会影响法定存款准备金规模，并不会对法定存款准备金占比产生明显的影响。

既然释放的法定存款准备金没有导致贷款占比显著增加,那么是否导致了债券投资占比显著增加呢?表4进一步运用中介效应检验对此进行了论证,结果如表4中的第(3)–(5)列所示。当因变量为债券投资占比时,第(4)列中 *EPU* 的回归系数显著为正。而当因变量为债券投资占比且在自变量中加入中介变量现金资产占比时,第(5)列中 *EPU* 的回归系数显著为正,且中介变量现金资产占比 *Cash* 的回归系数显著为负,这表明现金资产在其中发挥不完全中介效应。

结合以上分析结果可以得出如下结论:随着经济政策不确定性的增强,中央银行采取降低法定存款准备金率的操作,释放商业银行存放在中央银行的存款准备金,这使得商业银行的法定存款准备金随着 *EPU* 的上升而减少;被释放的资金并没有被商业银行以现金资产的形式持有,而是主要用于债券投资,导致商业银行债券资产占比显著增加。

### (三) 经济政策不确定性对商业银行资产内部结构的影响与资产避险方式检验

#### 1. 经济政策不确定性下商业银行贷款投放的避险方式

表5是经济政策不确定性对商业银行贷款投放结构的影响结果。对于业务结构而言,当因变量为个人贷款占比时,第(1)列中 *EPU* 的回归系数显著为正。这表明随着经济政策不确定性的增强,个人贷款的比重显著上升。从商业银行贷款的信用结构来看,当因变量为信用贷款占比时,第(2)列中 *EPU* 的回归系数显著为正。这表明随着经济政策不确定性的上升,商业银行信用贷款的占比显著增加。从商业银行贷款的期限结构来看,当因变量为中长期贷款占比时,第(3)列中 *EPU* 的回归系数显著为正。这表明随着经济政策不确定性的上升,商业银行中长期贷款的占比显著增加。因此,随着经济政策不确定性的增强,商业银行会通过调整贷款的业务结构、信用结构、期限结构进行信贷资产避险,研究假设2得证。

表5 经济政策不确定性对商业银行贷款结构的影响

贷款结构	业务结构	信用结构	期限结构
	个人贷款占比	信用贷款占比	中长期贷款占比
因变量	<i>PerLoan</i>	<i>CreditLoan</i>	<i>Longloan</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	0.672**	1.275***	2.392**
	(2.47)	(5.80)	(2.72)

(续表)

贷款结构	业务结构	信用结构	期限结构
	个人贷款占比	信用贷款占比	中长期贷款占比
因变量	<i>PerLoan</i>	<i>CreditLoan</i>	<i>Longloan</i>
	(1)	(2)	(3)
控制变量	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
样本量	735	735	149
<i>R-squared</i>	0.357	0.139	0.326
银行数量	114	114	33

## 2. 经济政策不确定性下商业银行的债券投资避险方式

根据商业银行年报披露的分类方法, 本文将商业银行的债券资产按照发行人分为 4 类: 政府债券、政策性金融债券、其他金融债券、企业及其他债券。对这 4 类债券的结构变化情况进行分析, 回归结果如表 6 所示。

表 6 经济政策不确定性对商业银行债券资产结构的影响

	政府债券占比	政策性金融债券占比	其他金融债券占比	企业及其他债券占比
因变量	<i>GovBond</i>	<i>GbankBond</i>	<i>BankBond</i>	<i>CorpBond</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPU</i>	2.076**	-0.149	-0.00273	-2.467***
	(2.02)	(-0.18)	(-0.00)	(-4.60)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
样本量	755	755	755	755
<i>R-squared</i>	0.055	0.035	0.092	0.113
银行数量	116	116	116	116

从表 6 可以看出, 当因变量为政府债券占比时, 第 (1) 列中 *EPU* 的回归系数显著为正, 这表明随着经济政策不确定性的上升, 商业银行政府债券投资的占比显著增加; 而当因变量为企业及其他债券占比时, 第 (4) 列中 *EPU* 的回归系数显著为负, 这表明随着经济政策不确定性的上升, 商业银行企业及其他债券投资的占比显著增加。因此, 从债券投资风险及其结构变化来看, 低风险债券投资比重的显著上升和高风险债券投资比重的显著下降论

证了商业银行通过调整债券投资结构进行资产避险,研究假设3得证。

银行规模对于银行的经营具有重要的影响。相比小银行而言,大银行更加注重对风险的管理,且具有更多的风险管理方式和经验(Gatev and Strahan, 2010)。因此,我们进一步从银行性质的角度考察经济政策不确定性对债券投资结构的异质性影响。为此,本文将银行样本分为大型国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行以及外资银行5类,分别进行分组回归,结果如表7所示。

从表7可以看出,当因变量为政府债券占比时,对于大型国有商业银行、股份制商业银行以及城市商业银行而言,*EPU*的回归系数均显著为正;而对于农村商业银行和外资银行而言,*EPU*的回归系数均不显著。当因变量为企业债券和其他债券占比时,对于大型国有商业银行、股份制商业银行以及城市商业银行而言,*EPU*的回归系数均显著为负;而对于农村商业银行和外资银行而言,前者*EPU*的回归系数显著为负,后者不显著。

表7 经济政策不确定性对不同性质银行债券投资结构的异质性影响

	因变量	政府债券占比	政策性金融 债券占比	其他金融 债券占比	企业及其他 债券占比
		<i>GovBond</i>	<i>GbankBond</i>	<i>BankBond</i>	<i>CorpBond</i>
		(1)	(2)	(3)	(4)
大型国有商业银行	<i>EPU</i>	3.081*	-1.593	1.227	-1.671*
		(2.30)	(-1.45)	(1.14)	(-2.49)
股份制商业银行	<i>EPU</i>	6.485**	-1.309	-2.145	-1.847*
		(2.88)	(-0.69)	(-1.58)	(-1.85)
城市商业银行	<i>EPU</i>	3.429***	-2.564**	1.403	-2.393***
		(3.24)	(-2.57)	(1.23)	(-2.98)
农村商业银行	<i>EPU</i>	-2.219	3.961	0.815	-2.775**
		(-0.92)	(1.64)	(0.44)	(-2.33)
外资银行	<i>EPU</i>	1.671	4.520	-4.793	-2.298
		(0.47)	(1.21)	(-1.73)	(-0.82)

这表明经济政策不确定性的增强对大型国有商业银行、股份制商业银行以及城市商业银行的债券投资结构产生了显著影响,使得其增加低风险债券投资占比,减少高风险债券投资占比,表现出明显的风险规避效应;而经济政策不确定性对农村商业银行和外资银行的债券投资结构的影响总体而言不

明显。这是因为规模较大的银行更加注重风险管理，且具有更多的风险管理方式和经验，而外资银行由于业务范围受限，因此债券投资变化不明显。如 2010 年 8 月人民银行发布了《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，对相关境外机构进入银行间债券市场投资进行试点，境外机构可在核准的额度内在银行间债券市场从事债券投资业务。2015 年 2 月，中国银监会又发布《关于外资银行在银行间债券市场投资和交易企业债券有关事项的通知》，允许外资银行在全国银行间债券市场投资和交易企业债券。

### 3. 经济政策不确定性下商业银行的现金资产避险方式

最后对商业银行现金资产的避险方式进行分析，分别以 3 类现金资产在“可用现金资产”中的占比作为因变量进行回归，其结果如表 8 所示。

表 8 经济政策不确定性对商业银行可用现金资产结构的影响

因变量	库存现金占比	超额存款准备金占比	存放同业款项
	<i>HandCash</i>	<i>EReserve</i>	<i>IBFund</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	-0.051	2.875***	-2.811***
	(-0.31)	(3.61)	(-3.29)
控制变量	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
样本量	707	707	707
R-squared	0.051	0.164	0.171
银行数量	110	110	110

对于表 8 的第 (1) 列而言，当因变量为库存现金占比时，*EPU* 的回归系数为 -0.051，且不显著；而当因变量为超额存款准备金占比时，第 (2) 列 *EPU* 的回归系数为 2.875，且显著为正。对比这二者的系数大小和显著性程度可以得出，随着经济政策不确定性的增强，商业银行超额存款准备金占比的上升幅度显著高于库存现金。当因变量为存放同业款项占比时，第 (3) 列 *EPU* 的回归系数显著为负，这表明随着经济政策不确定性的上升，商业银行的存放同业款项显著减少。因此，在经济政策不确定性增强时，商业银行会通过增加超额存款准备金并减少存放同业款项的方式囤积流动性以达到资产避险的效果，研究假设 4 得证。

## (四) 经济政策不确定性下商业银行资产避险的经济后果

在剖析了商业银行的资产避险方式后,进一步从商业银行资产流动性囤积和资产收益率两方面考察经济政策不确定性下商业银行资产避险的经济后果,回归结果如表9所示。

表9 经济政策不确定性对商业银行资产流动性囤积程度与收益的影响

因变量	资产流动性囤积程度		资产收益率	净息差
	<i>AssetLH1</i>	<i>AssetLH2</i>	<i>ROA</i>	<i>NIM</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPU</i>	3.434*** (4.21)	1.352*** (4.09)	-0.047*** (-4.21)	-0.123*** (-4.41)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
样本量	707	707	786	750
<i>R-squared</i>	0.221	0.321	0.362	0.336
银行数量	110	110	117	117

首先,分析经济政策不确定性对商业银行资产流动性囤积的影响。<sup>8</sup>从表9中第(1)列可以看出,当因变量为资产流动性囤积程度时,*EPU*的回归系数显著为正,这表明商业银行的资产流动性囤积程度随着经济政策不确定性的增强而上升。类似地,第(2)列是更换资产流动性囤积指标权重得出的结果,*EPU*的回归系数也显著为正。此外,本文还考察了多种流动性囤积权重的设定方式,结果均保持一致。由此可见,经济政策不确定性的增强使得商业银行产生了显著的避险反应,商业银行将更多的资金配置于流动性较强的资产,这也导致商业银行产生了显著的资产流动性囤积效应。

其次,商业银行将高风险资产向低风险资产转移的资产避险和资产流动性囤积也可能对商业银行的收益率造成负面影响。因此,表9以资产收益率(*ROA*)和净息差(*NIM*)作为银行收益率指标,考察了经济政策不确定性对商业银行收益率的影响。可以看出,当因变量为资产收益率或净息差时,第(3)和(4)列中*EPU*的回归系数均显著为负,这表明随着经济政策不确定性的增强,商业银行的收益率下降。

<sup>8</sup> 对于商业银行的资产流动性囤积程度,借鉴 Berger *et al.* (2020)的方法,采用贷款占比、债券占比、可用现金资产占比、法定存款准备金占比的加权平均值表示,计算公式为: $AssetLH = w_1 Loan + w_2 Bond + w_3 (AxaCash - LDR)$ 。其中 *AssetLH1* 的三个权重分别为 1、2、3, *AssetLH2* 的权重均为 1。



## 五、研究启示

本文基于中国银行业的数据，从外部环境变化、宏观经济政策调控、商业银行微观反应的综合视角，研究了经济政策不确定性环境中商业银行的资产避险行为，得出如下有价值的启示。

第一，商业银行调整资产结构进行资产避险是其应对经济政策不确定性上升的正常反应。研究表明，经济政策不确定性上升会增强商业银行的资产避险行为，导致高风险资产配置比重的下降；同时这也意味着经济政策不确定性下降又会减弱商业银行的资产避险行为，导致高风险资产配置比重的上升。因此，商业银行应综合权衡资产的安全性、流动性和盈利性，合理地调整资产结构规避风险，在控制好风险的基础上尽量减少收益损失。同时，经济政策不确定性会对商业银行的资产结构产生显著的影响，进而加大商业银行资产管理的难度。因此，在我国金融监管部门出台资管新规的背景下，应考虑监管政策不确定性可能带来的负面影响。

第二，经济政策不确定性增强抑制了货币政策的有效传导。在我国综合运用各种手段大力促进实体经济融资的背景下，中央银行释放的存款准备金尽管对抑制经济政策不确定环境中商业银行信贷投放的放缓具有一定的作用，但主要流向了债券投资和超额存款准备金等方向。其中，由于发债主体主要是中央、地方政府以及高信用等级企业，而中小企业由于难以达到发债条件无法通过债券市场获得银行融资，这进一步加剧了中小企业的融资困难，因此在控制风险的前提下有必要放宽中小企业的发债条件以促进企业融资。对于超额存款准备金而言，其规模的增加不仅抑制了银行贷款的投放，而且加重了央行的利息负担，因此降低超额存款准备金利率不仅可以减轻央行的利息负担，对于商业银行的贷款投放也可以产生积极的促进作用。

## 参考文献

- [1] Alessandri, P., and M. Bottero, "Bank Lending in Uncertain Times", *European Economic Review*, 2020, 128, 103503.
- [2] Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131 (4), 1593-1636.
- [3] Beber, A., M. W. Brandt, and K. A. Kavajecz, "Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market", *The Review of Financial Studies*, 2009, 22 (3), 925-957.
- [4] Bekaert, G., M. Hoerova, and M. L. Duca, "Risk, Uncertainty and Monetary Policy", *Journal of*

- Monetary Economics*, 2013, 60 (7), 771-788.
- [5] Berger, A. N., O. Guedhami, H. H. Kim, and X. Li. "Economic Policy Uncertainty and Bank Liquidity Hoarding", *Journal of Financial Intermediation*, 2020, 100893.
- [6] Bordo, M. D., J. V. Duca, and C. Koch, "Economic Policy Uncertainty and the Credit Channel: Aggregate and Bank Level U. S. Evidence over Several Decades", *Journal of Financial Stability*, 2016, 26, 90-106.
- [7] Caldara, D., C. Fuentes-Albero, S. Gilchrist, and E. Zakrajšek, "The Macroeconomic Impact of Financial and Uncertainty Shocks", *European Economic Review*, 2016, 88, 185-207.
- [8] 陈胜蓝、刘晓玲, "经济政策不确定性与公司商业信用供给", 《金融研究》, 2018 年第 5 期, 第 172—190 页。
- [9] Davis, S. J., D. Liu, and X. S. Sheng, "Economic Policy Uncertainty in China since 1949: The View from Mainland Newspapers", Working Paper, 2019.
- [10] Gatev, E., and P. E. Strahan, "Banks' Advantage in Hedging Liquidity Risk: Theory and Evidence from the Commercial Paper Market", *Journal of Finance*, 2010, 61 (2), 867-892.
- [11] 顾海峰、于家珺, "中国经济政策不确定性与银行风险承担", 《世界经济》, 2019 年第 42 卷第 11 期, 第 148—171 页。
- [12] 郝威亚、魏玮、周晓博, "经济政策不确定性对银行风险承担的影响研究", 《经济问题探索》, 2017 年第 2 期, 第 151—159 页。
- [13] Hofstede, G., "Culture and Organizations", *International Studies of Management & Organization*, 1980, 10 (4), 15-41.
- [14] Kang, W., K. Lee, and R. A. Ratti, "Economic Policy Uncertainty and Firm-Level Investment", *Journal of Macroeconomics*, 2014, 39 (3), 42-53.
- [15] Kim, B., S. Lee, and K. H. Kang, "The Moderating Role of CEO Narcissism on the Relationship between Uncertainty Avoidance and CSR", *Tourism Management*, 2018, 67, 203-213.
- [16] Kim, H., and H. Kung, "The Asset Redeployability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment", *The Review of Financial Studies*, 2016, 30 (1), 245-280.
- [17] 李凤羽、史永东, "经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究", 《管理科学学报》, 2016 年第 19 卷第 6 期, 第 157—170 页。
- [18] 李凤羽、杨墨竹, "经济政策不确定性会抑制企业投资吗? ——基于中国经济政策不确定指数的实证研究", 《金融研究》, 2015 年第 4 期, 第 115—129 页。
- [19] 刘莉亚、余晶晶、杨金强、朱小能, "竞争之于银行信贷结构调整是双刃剑吗? ——中国利率市场化进程的微观证据", 《经济研究》, 2017 年第 52 卷第 5 期, 第 131—145 页。
- [20] 马君潞、郭牧炫、李泽广, "银行竞争、代理成本与借款期限结构——来自中国上市公司的经验证据", 《金融研究》, 2013 年第 4 期, 第 71—84 页。
- [21] 孟庆斌、师倩, "宏观经济政策不确定性对企业研发的影响: 理论与经验研究", 《世界经济》, 2017 年第 40 卷第 9 期, 第 75—98 页。
- [22] Nguyen, N. H., and H. V. Phan, "Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52 (2), 613-644.
- [23] Pástor, L., and P. Veronesi, "Political Uncertainty and Risk Premia", *Journal of Financial Economics*, 2013, 110 (3), 520-545.

- [24] 彭俞超、韩珣、李建军，“经济政策不确定性与企业金融化”，《中国工业经济》，2018 年第 1 期，第 137—155 页。
- [25] Phan, H. V., N. H. Nguyen, H. T. Nguyen, and S. Hegde, “Policy Uncertainty and Firm Cash Holdings”, *Journal of Business Research*, 2019, 95, 71-82.
- [26] 申宇、任美旭、赵静梅，“经济政策不确定性与银行贷款损失准备计提”，《中国工业经济》，2020 年第 4 期，第 154—173 页。
- [27] 宋全云、李晓、钱龙，“经济政策不确定性与企业贷款成本”，《金融研究》，2019 年第 7 期，第 57—75 页。
- [28] Talavera, O., A. Tsapin, and O. Zholud, “Macroeconomic Uncertainty and Bank Lending: The Case of Ukraine”, *Economic Systems*, 2012, 36 (2), 279-293.
- [29] 谭小芬、张文婧，“经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析”，《世界经济》，2017 年第 40 卷第 12 期，第 3—26 页。
- [30] Valencia, F., “Aggregate Uncertainty and the Supply of Credit”, *Journal of Banking & Finance*, 2017, 81, 150-165.
- [31] 王红建、李青原、邢斐，“经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值”，《金融研究》，2014 年第 9 期，第 53—68 页。
- [32] 许志伟、王文甫，“经济政策不确定性对宏观经济的影响——基于实证与理论的动态分析”，《经济学》(季刊)，2019 年第 18 卷第 1 期，第 23—50 页。
- [33] 杨子晖、陈里璇、陈雨恬，“经济政策不确定性与系统性金融风险的跨市场传染——基于非线性网络关联的研究”，《经济研究》，2020 年第 55 卷第 1 期，第 65—81 页。
- [34] 尹志超、甘犁，“信息不对称、企业异质性与信贷风险”，《经济研究》，2011 年第 46 卷第 9 期，第 121—132 页。
- [35] 张峰、刘曦苑、武立东、殷西乐，“产品创新还是服务转型：经济政策不确定性与制造业创新选择”，《中国工业经济》，2019 年第 7 期，第 101—118 页。

## Economic Policy Uncertainty and Assets Risk Aversion of Commercial Banks

WEI DENG\* QINGHUA SONG MING YANG

(Zhongnan University of Economics and Law)

**Abstract** The impact of economic policy uncertainty (EPU) on the asset risk aversion of commercial banks is investigated with the data of China's banking industry. The results show

---

\* Corresponding Author: Wei Deng, School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, No. 182 Nanhu Avenue, East Lake High-tech Development Zone, Wuhan, Hubei 430073, China; Tel: 86-27-88386078; E-mail: dengweihust@gmail.com.

that the increase in EPU causes the risk aversion of the commercial banks represented by shifting high-risk assets to low-risk ones in multiple ways, including loan granting, bond investment and cash asset holding, which leads to asset liquidity hoarding and reduces the returns of commercial banks, and further dampens the financing of real economy and the transmission of monetary policy consequently. This study provides important implications for the management of commercial banks and the implementations of monetary policies.

**Keywords** economic policy uncertainty, commercial banks, asset risk aversion

**JEL Classification** G21, G32, E58