

经济政策不确定性感知与银行经营预期形成机制*

刘 岩[†] 杨梓菲[‡]

2025 年 8 月

摘要：本文利用基于银行年报文本构建的银行政策不确定性感知指数与银行预期指数，研究了银行经济政策不确定性感知对其经营预期形成的影响。基于 2007-2022 年 134 家银行非平衡面板数据的实证结果表明，银行在感知经济政策不确定性提升时，将对未来抱持更加悲观的预期，且银行对经济政策不确定性的行动反应并非被动适应，而是基于预期变化的主动调整；在引入大语言模型对预期语调进行重新判断，并利用银行年报披露的定量业绩目标改变预期的度量方式后，基准结论仍然成立。机制检验与异质性分析表明，宏观经济变化趋势和储户信心在经济政策不确定性感知与银行预期的关系中具有正向调节作用；对于风险敞口偏大、风险抵御能力偏弱、银政关系越不紧密的银行，经济政策不确定性感知对预期的负面影响更为突出。进一步研究表明，银行预期同样受到疤痕效应的影响，过往风险事件中受创较重的银行，后续面对经济政策不确定性风险时倾向展现更为悲观的预期立场。

关键词：经济政策不确定性感知；银行预期；大语言模型；业绩目标；疤痕效应

一、引言

近年来，新冠疫情、地缘政治冲突、美国“关税战”等重大问题频发，世界经济格局发生深刻调整，不稳定、不确定、难预料因素显著增加。为应对错综复杂的经济形势，世界各国纷纷出台系列宏观政策加以应对。然而，频繁的政策变动致使经济政策不确定性程度不断攀升。经济政策不确定性成为影响我国金融稳定、宏观经济发展的新的风险隐患。“十八大”以来，党中央多次针对防范化解金融风险、维护国家金融安全做出重要论述，始终将防控风险这一永恒主题贯穿工作全过程，牢牢守住不发生系统性风险底线。在我国间接融资主导的金融体系下，商业银行作为经济政策的关键传导者、金融体系的核心参与者，历来处于防控风险的关键位置。

伴随着系列经济政策不确定性指数的开发，学界就一般性的经济政策不确定性对银行的影响展开充分的研究，现已形成较为丰硕的研究成果。许多研究表明，经济政策不确定性的提升将影响商业银行经营决策、风险承担与效率。如邓伟等（2022）发现银行在经济政策不确定提升时存在调整资产结构的避险动机，甚至表现出明显的“惜贷”行为（Bordo et al., 2016），限制流动性创造水平（田国强与李双建，2020）。同时，经济政策不确定性对企业盈利和偿债能力的冲击传导至银行层面，将导致银行贷款违约概率增加，被动风险承担水平增加。从效率的角度看，高政策不确定性环境下银行经营绩效向差与风险水平趋升的变化意味着银行利润效率与成本效率受到多维度侵蚀（黄大禹等，2022；陶士贵和康缪峰，2021）。

* 本文研究获得国家自然科学基金面上项目资助（项目号：72173091）。

[†] 中山大学商学院副教授，电子邮箱：liuy2696@mail.sysu.edu.cn。

[‡] 武汉大学经济与管理学院研究生，电子邮箱：826292031@qq.com。

尽管相关领域已有较为丰富的研究积累，但关于经济政策不确定性如何影响银行预期，却鲜有明确的讨论。国外许多研究已经关注到银行等金融中介的预期对信贷决策的决定作用。预期不仅影响信贷提供者贷款供给的意愿，还将影响贷款的定价、贷款投向的领域（Liu and Zhao, 2023; Ma et al., 2021; Ho et al., 2016; Ma, 2015）。更进一步的，银行预期的变化是引起信贷周期轮动的不可忽视的因素（刘岩和赵雪晴，2023），信贷周期在极端情况下的剧烈波动或引发宏观层面系统性金融风险。此外，部分研究还表明银行管理层的乐观预期促进银行的流动性创造（Huang et al., 2018）。因此，银行行为的调整在很大程度上可被视为其预期立场变化的结果。然而，现有文献往往忽视对银行预期的直接研究，而是通过分析经济政策不确定性对银行行为的影响，以行为变化间接推断预期调整的过程。但是，银行对经济政策不确定性的反应究竟是被动适应，还是基于预期变化的主动调整？预期立场与实际行为是否保持一致？尚且没有明确的答案。本文试图从实证角度出发对上述问题予以回应，力求补充“经济政策不确定性→银行预期”这一未被充分探讨的逻辑环节。

此外，有关经济政策不确定性对银行影响的研究仍面临系列实证挑战。现有文献多使用 Baker et al. (2016)、Davis et al. (2019) 或 Huang and Luk (2020) 基于报纸编制的经济政策不确定性指数 *EPU* 开展研究，但是，这类指数存在若干共性问题。第一，*EPU* 是宏观层面加总变量，在研究其对微观主体的行为影响时难以通过引入时间固定效应完全剔除其他宏观因素的干扰。第二，*EPU* 是国家层面的变量，在同一时点为所有个体赋予相同的观测值，隐含个体对政策不确定性感知完全同质的假设，与实际情况不符。在银行领域，葛新宇等（2021）和 Ge et al. (2022) 创造性提出构造 *EPU* 与区域层面特征变量的交乘项，以增强因果识别的效力。然而，中国银行业的经营地域非完全分割，区域性银行仍可以通过集团化或同业业务等方式实现业务跨区溢出。其次，这一方法有效性的前提是区域层面特征变量应具有较强的外生性。如此，选择“好”的交乘变量成为新的挑战。基于此，本文借鉴聂辉华等（2020）在公司金融领域率先提出的“企业不确定性感知指数”概念，首次在银行领域构建“银行经济政策不确定性感知指数”，以期衡量银行对经济政策不确定性冲击的异质性感知，并进一步分析其对银行预期的潜在影响。

参考聂辉华等（2020）的思路，本文基于银行年度报告文本，采用文本分析法构建银行政策不确定性感知指标。具体的，本文人工逐一阅读了 2007-2022 年 2064 份银行年报及年报摘要，覆盖 5 家国有行、12 家股份行和 153 家城商行，并从中筛选并提取了年报披露的“展望性信息”，作为构建指数的基础文本。“展望性信息”主要描述管理层对未来宏观经济的预测、对银行业发展机遇的判断及本银行下一年度的工作计划与安排，多披露于年报的“董事会报告”“管理层讨论与分析”“经营情况讨论与分析”章节。相较回顾性文本，展望性文本信息价值含量更高，能够对银行产生更加显著的实际影响（孟庆斌等，2017；张成思等，2021；张成思等，2023）。类似的，本文基于提炼的“展望性信息”，利用姚加权等（2021）提出的中文正式用语情绪词典，使用“词袋法”进一步构建了银行预期情绪指标。需要注意的是，姚加权等（2021）的负面词表与聂辉华等（2020）的不确定性词表存在一定程度的词语重叠情况，可能导致银行经济政策不确定性感知指标与银行预期情绪指标产生技术性关联。本文从负面词表中剔除了这部分重叠词语，确保两个指标在概念和测算层面完全独立。

基于构建的两个指标，本文得到了一系列实证分析结论。首先，银行在感知经济政策不确定性有所提升时，将对未来抱持更加悲观的预期。这一结论与学界既有的讨论政策不确定

性对银行的影响的讨论成果高度吻合。经济政策不确定性对银行多方面的负面影响将促使银行在感知政策不确定性提升时形成前瞻性的悲观预期，并直接反映在其年报文本中叙述语调中。此外，银行面对更高的经济政策不确定下所形成的悲观预期，将“言行一致”地导致银行短期或中期经营决策发生改变，即银行预期与行为模式相互匹配，银行对经济政策不确定性的反应并非被动适应，而是基于预期变化的主动调整。同时，宏观经济变化趋势和储户信心在经济政策不确定性感知与银行预期的关系中具有正向调节作用。再者，经济政策不确定性感知对不同类型银行预期的影响存在差异，且经济政策不确定性对预期的负面影响在风险敞口偏大、风险抵御能力偏弱或银政关系越不紧密的银行样本中更为突出。

本文在稳健性检验部分进一步调整了对预期的度量方式。一方面，引入在理解金融文本语调方面表现优异的大语言模型（Large Language Models, LLMs）ChatGPT-4 Plus，对年报中“展望性信息”的情绪语调进行判断；另一方面，借鉴刘梦宁和刘运国（2022）在文章中提及的方法，手工收集银行年报中披露的定量业绩目标并构造相对目标设定值，以反映银行预期。两种替代性度量方法所得结果均未改变基准模型的主要结论。此外，本文在进一步研究部分考察了疤痕效应（scarring effects）对银行预期形成的影响，实证结果表明，在事件中受创较重的银行，后续面对经济政策不确定性风险时倾向展现出更为悲观的预期立场。

本文的边际贡献可能如下：第一，本文通过人工逐一阅读的方式筛选并提取了年报披露的“展望性信息”，并基于“展望性信息”首次构建“银行经济政策不确定性感知指数”，用于衡量银行面临的差异化不确定性冲击。该指数在时间序列维度与 Baker EPU指数具有相似走势。第二，本文丰富了经济政策不确定性对银行影响的研究内容，补充“经济政策不确定性→银行预期”逻辑链条，实证表明银行在感知经济政策不确定性有所提升时，将对未来抱持更加悲观的预期，且银行对经济政策不确定性的反应并非被动适应，而是基于预期变化的主动调整。第三，本文在预期的度量方式上进行拓展与创新。一方面，利用大语言模型 ChatGPT-4 Plus 对年报中的“展望性信息”进行语调判断；另一方面，手工收集银行年报中披露的定量目标，创造性构建相对目标设定值作为预期的代理变量。第四，本文发现疤痕效应对银行未来预期的形成机制具有持久影响，为银行预期相关领域的研究提供了补充证据。

本文余下结构安排如下：第二节梳理相关文献并研究假说。第三节介绍研究样本与数据来源，阐述核心指标银行经济政策不确定性感知与银行预期的构建过程，进行实证研究设计。第四节进行实证检验，汇报实证结果。第五节完成机制检验与异质性分析。第六节开展进一步研究，探讨疤痕效应对银行预期形成的影响。第七节总结全文。

二、文献回顾与研究假设

1. 经济政策不确定性对银行的影响

伴随着系列经济政策不确定性指数的开发（Baker et al., 2016; Davis et al., 2019; Huang and Luk, 2020），学界就一般性的经济政策不确定性对银行的影响已形成较为丰硕的研究成果，相关结论核心聚焦政策不确定性如何银行的经营决策、风险承担与经济效率。经营决策方面，邓伟等（2022）发现银行在经济政策不确定提升时存在调整资产结构的避险动机，如增配风险更低、流动性更强的债券资产、减少高风险贷款的投放（宋全云等，2019），甚至

表现出明显的“惜贷”行为 (Bordo et al., 2016), 限制流动性创造水平 (何富美等, 2019; 田国强与李双建, 2020; 陈志成等, 2020)。然而, 这些行为在提升银行安全性的同时, 一定程度牺牲了银行的常规业务收入。为了改善盈利表现, 一方面, 银行借助会计手段, 通过盈余管理的方式平滑利润, 增加短期账面利润 (刘欣蕊和周爱民, 2020; 陈雄兵和邓伟, 2022)。另一方面, 银行或考虑拓宽收入来源, 提升手续费及佣金业务等非利息业务占比 (周爱民和刘欣蕊, 2020), 发展资产证券化业务 (李佳, 2020), 优化盈利水平。

风险承担方面, 首先, 经济政策不确定性冲击会提高银行被动风险承担水平。经济政策不确定性对企业盈利和偿债能力的冲击传导至银行层面, 导致银行贷款违约概率增加, 不良贷款率提升, 信贷风险增大。同时, 银行自身经营稳定性也会受到政策不确定性的负面影响, 导致破产风险提升 (顾海峰与于家珺, 2019)。为应对被动风险水平的上升, 银行可以通过前瞻性增加对贷款损失准备计提的方式缓释信用风险 (申宇等, 2020), 或遏制主动风险承担行为, 整体压降风险加权资产的占比 (顾海峰与于家珺, 2019)。

从效率的角度看, 高政策不确定性环境下银行经营绩效向差与风险水平趋升的变化意味着银行经济效率受到多维度侵蚀。第一, 经济政策不确定性提升时银行来自企业端的有效需求减少, 同时银行基于防范风险的目的放弃或推迟投资部分高收益项目, 资源配置效率与利润效率均受损 (黄大禹等, 2022)。第二, 风险承担是影响效率的重要因素, 经济政策不确定性导致银行风险承担上升, 损害成本效率 (陶士贵和康缪峰, 2021)。第三, 频繁调整业务策略以适应政策的变化亦会增加银行管理层内部的协调成本, 降低管理效率。

此外, 部分学者进一步区分了经济政策不确定性的类别。例如, 李力和黄新飞 (2022) 基于带有随机波动率的货币政策规则测度中国货币政策不确定性, 并在 DSGE 框架下研究表明货币政策不确定性将提升银行不良贷款率, 抑制银行信贷活动。葛新宇等 (2021) 基于中国银行业分域经营的事实, 创造性地将贸易政策不确定性指标与银行总部所在地贸易敞口进行交乘, 识别得出贸易政策不确定性的提升将通过企业经营渠道导致银行被动风险增加, 主动风险承担降低。综上可见, 这些围绕政策不确定性分类别的研究, 其成果与一般性经济政策不确定性对银行影响的结论基本一致。

2. 商业银行预期的影响

企业行为理论强调, 预期是解释企业决策和行为的关键因素之一 (Cyert and March, 1963)。银行作为特殊的企业, 经营决策同样受到预期的影响。现有研究已经充分关注到银行等金融中介 (或银行等金融中介管理层) 的预期对信贷决策的决定作用 (D'Acuneto et al., 2025; Liu and Zhao, 2023)。第一, 预期的变化影响贷款供给意愿与贷款定价。在宏观经济预期向好且通货膨胀率预期降低的情况下, 银行提供贷款的意愿将提升, 贷款利率将下降, 贷款数量相应增加 (Ma et al., 2021; Camarasa and Lamers, 2023)。相反, 持有悲观预期的银行倾向收缩信贷投放, 且若悲观预期源自历史危机事件 (如 2008 年金融危机, 2019 年新冠疫情) 冲击, 这一机制将因“疤痕效应”持续较长的时间 (Ma et al., 2021; Falato and Xiao, 2024)。第二, 预期的立场影响风险偏好和贷款投向。乐观的管理层在经济繁荣时期冒险动机增强, 贷款向高风险高收益领域流动。比如, 次贷危机爆发前, 银行管理层的自信程度与房地产贷款的增加呈现正相关关系 (Ma, 2015; Ho et al., 2016)。此外, 部分研究还表明乐观预期促进银行的流动性创造 (Huang et al., 2018), 以及管理层的情绪对银行股票收益具

有预测能力（Camarasa and Lamers, 2023）。

银行的高杠杆和强外部性意味着，预期对银行行为的影响极易通过金融中介网络传导至其他经济部门，最终形成对宏观经济的系统性冲击。前述关于预期决定信贷政策的文献均指出，银行预期的变化是引起信贷周期轮动的不可忽视的因素：银行预期的过度乐观推动信贷繁荣（Camarasa and Lamers, 2023），引起资产价格持续上涨；但过量的信贷并未形成真实的产出与需求，最终资产价格泡沫破裂，违约概率攀升，银行信贷政策趋于收紧（于震和丁尚宇, 2019；刘岩和赵雪晴, 2023）。极端情况下，信贷周期的剧烈波动或引发系统性金融风险。此外，银行等金融机构的预期分歧同样会加剧金融系统的不稳定性。Li et al. (2025) 研究发现，金融机构下行风险的认知分歧能够有效预测未来金融系统的稳定性，且当认知分歧与信贷扩张形成共振时，金融系统更易陷入不稳定状态。

3. 研究假说

3.1. 基准模型理论假设

不论是研究一般的经济政策不确定性冲击，还是讨论不同类型的政策不确定性冲击对银行的影响，基于文献回顾的结果可发现，经济政策不确定性的提升将对银行经营决策、风险承担和经济效率产生多方面的负面影响。同时，经济政策的频繁变动加大了银行对未来市场、监管等关键因素的判断难度，银行在资产负债管理、资本规划等方面面临更高的操作风险与合规压力。基于上述可预见的消极影响，在感知到经济政策不确定性提升时，银行倾向对未来环境形成更悲观的预期。因此，本文提出以下假设：

H1：银行感知经济政策不确定性提升时，将对未来抱有更悲观的预期。

3.2. 机制检验理论假设

银行预期的形成还受到多种外部环境变量的影响。本文聚焦两个核心的外部环境变量：12月至次年2月综合PMI产出指数平均值和城镇居民未来收入信心指数（喻微锋和康琦, 2021），分别研究宏观经济变化趋势及储户信心在经济政策不确定性感知对预期影响路径中发挥的调节作用。

首先，宏观经济变化趋势方面，宏观经济变化趋势是银行预期形成过程中的关键参照指标。在宏观经济边际改善阶段，企业采购、生产、流通各个环节运行效率有所提升，具体表现为在手订单、新增订单、产成品和采购量等经营指标的向好变化，企业层面的积极改变传导至银行端则表现为银行资产质量的提升与贷款违约风险的降低。此时，银行可能基于实体经济韧性增强、被动风险承担压力减弱的判断，弱化对经济政策不确定性的负面响应，从而形成相对乐观的预期。

再者，储户信心方面。储户信心主要从流动性供给与负债端稳定性两个层面调节经济政策不确定性对银行的预期的影响。若对未来经济环境抱有信心，第一，储户在当期持有高流动性现金资产以应对预防性支出的必要性下降。基于寻求替代性投资机会的考虑，储户倾向将这一部分闲置资金存储在银行账户中。此行为将为银行注入一定的流动性，缓解经济政策不确定提升时期银行面临的流动性压力。第二，乐观预期下储户对银行的持续经营能力和存款安全保障抱持信心，这种信心降低了储户的提款需求，从而抑制了恐慌性挤兑行为的发生概率，有助于维持银行负债端的稳定性（Diamond and Dybvig, 1983）。相反，若储户信心转

弱，流动性供给承压与负债稳定性减弱的双重背景下，银行更容易对经济政策不确定性做出悲观预期。

综合上述分析，本文提出假设 2：

H2：宏观经济变化趋势和储户信心对经济政策不确定性感知与银行预期的关系具有调节作用，且宏观经济产出边际向好和储户信心倾向乐观时，经济政策不确定性感知对银行预期的负向作用越被弱化。

3.3. 异质性分析理论假设

既有文献均表明，经济政策不确定性风险对不同银行类型的影响存在差异。直观而言，风险敞口偏大、风险抵御能力偏弱的银行更容易遭受经济政策不确定性冲击。一方面，风险敞口偏大意味着银行资产负债表中风险敏感型项目占比较高，从而使其经营稳健性更容易受到外部不确定性因素的影响。另一方面，风险抵御能力偏弱的银行往往缺乏足够的“缓冲垫”吸收因政策不确定性冲击造成的潜在损失。基于此，这类银行在经济政策不确定性提升背景下更易形成相对悲观的预期。银政关系同样影响经济政策不确定性对银行预期的作用效果。与政府联系更为密切的银行往往被视为享有政府的隐性背书，在经济政策不确定性提升时，更可能获得来自政府的资金支持或资源保障，从而降低形成悲观预期的可能性。综合以上分析，本文提出假设 3：

H3：经济政策不确定性感知对不同银行类型预期的影响存在差异，且经济政策不确定性对预期的负面效应在风险敞口偏大、风险抵御能力偏弱或银政关系越不紧密的银行样本中更为突出。

三、数据与研究设计

1. 研究样本与数据来源

本文以 2007-2022 年国有银行、股份制银行、城市商业银行共 160 家银行为初始样本，通过人工阅读的方式手动筛选年报中披露了“展望性信息”的银行，并剔除仅含有定量目标的“展望性信息”后，最终使用的样本为 1196 条银行-年度数据，包括 5 家国有行，12 家股份行及 117 家城商行^①。本文使用的银行年报原始资料和银行层面的控制变量均来自中国银行业数据库（China Banking Database, CBD），为合并口径；央行沟通指数数据参考林建浩等（2023）的研究；其余数据来自 CSMAR，中国人民银行调查统计司和国家统计局。

2. 主要变量定义

本文的被解释变量为银行预期 $BankIndex$ ，核心解释变量为银行经济政策不确定性感知指标 $BankEPU$ ，这两个指标均通过文本分析方法中的“词袋法”（Bag-of-Words）构建，具体构建步骤将在下一小节详述。

本文的控制变量均为银行层面控制变量，包括资产余额 $asset$ ，取期末余额对数值；期

^① 构建银行经济政策不确定性感知指标时，所有数字、英文字母及除中文句号以外的特殊符号均会被剔除，仅含定量目标的“展望性信息”经剔除处理后，有效内容含量显著降低，从而难以满足文本分析的基本要求，故不纳入最终的研究样本，但仍然视相关银行披露了“展望性信息”。

末资产余额增速 $assetg$ ；净资产收益率 roe ；成本收入比 cir ；现金占现金储备比 $cashr$ ；杠杆率 lev ；前十大股东中外资持股占比 $foreign$ （申宇等，2019）；前十大股东持股集中度。其中杠杆率 lev 和前十大股东集中度 $sharehhi$ 除以 100 避免回归系数过小。

为增强基准模型反映的银行经济政策不确定性感知与银行预期之间的因果关系，本文选择五个关键财务变量进行一致性检验，分别是拨备覆盖率 pc ，取期末的对数值；不良贷款率 npl ；可用现金占总资产比重 $acashast$ ，可用现金包括现金和超额准备金；同业资产占总资产比重 $ibast$ ，同业资产包括存放同业、拆出资金和买入返售余额；贷款余额占总资产比重 $loanast$ 。其中，拨备覆盖率 pc 和不良贷款率 npl 取当期期末值，其余三个指标采用向前一期的取值设定。有关一致性检验模型的设定及检验逻辑在第四小节详述。

本文额外引入两个外部变量用以探究外部因素在经济政策不确定性感知对银行预期的影响路径中的调节作用。两个变量具体为 12 月至次年 2 月综合 PMI 产出指数平均值 $cpmi$ 和城镇储户未来收入信心指数 ic ，分别衡量宏观经济变化趋势与储户信心^①。其中，综合 PMI 产出指数平均值 $cpmi$ 是经制造业生产指数与非制造业商务活动指数加权求和而成，该指数同时考虑了制造业与非制造业两个生产领域的经济活动景气状况，能够全面反映宏观经济总体发展趋势。由于国家统计局自 2018 年 1 月份起才开始发布月度中国综合 PMI 产出指数，本文研究样本期内可直接获取的综合 PMI 产出指数数据较为有限，为此，本文依据国家统计局公布的计算方法，按照以下步骤手工测算 2007-2022 年期间综合 PMI 产出指数平均值：首先，计算 12 月至次年 2 月制造业生产指数、非制造业商务活动指数平均值（已经过季节调整）；再者，将制造业生产指数平均值与非制造业商业活动指数平均值加权并求和，权重分别为次年第一季度工业增加值、非工业增加值占国内生产总值的比重^②。本文着重考虑 12 月至次年 2 月窗口期内 PMI 指数，主要系银行管理层通常在此期间完成本年年报的编制及董事会审议、批准程序。因此，该时段的宏观经济景气状况最可能影响银行对未来预期的判断与决策。

表 3.1 主要变量定义

变量类型	变量符号	变量含义	计算方法
被解释变量	$BankIndex$	银行预期指数	参考姚加权等（2021）构建
核心解释变量	$BanEPU$	银行经济政策不确定性感知指数	参考聂辉华等（2020）构建
控制变量	$asset$	资产余额	期末资产余额对数值（单位：百万元）

^① 城镇居民收入未来信心指数数据取自中国人民银行发布的《城镇储户问卷调查报告》，该报告以季度为频率在发布于中国人民银行官网 <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116227/index.html>。取第四季度主要考虑该时段与银行管理层编制年报的期间最接近。

^② 不同于国家统计局采用每月制造业、非制造业增加值占当月 GDP 比重为权重计算综合 PMI 产出指数的方法，本文选择优先计算窗口期内制造业、非制造业 PMI 指数均值，再以次年第一季度工业增加值、非工业增加值占当季 GDP 比重为权重进行计算，原因有二，第一，制造业增加值的绝对额数据仅在年度统计中公布，月度或季度频率的绝对额数据不可获取；第二，制造业占工业增加值的比重长期稳定在 80%左右，是工业增加值的核心组成部分，因此工业增加值可作为衡量制造业发展水平的有效代理变量。此外，在我国经济结构中，2007-2022 年间季度工业增加值占 GDP 的比重基本维持在 60%-70%的区间内，表明综合 PMI 产出指数的变动主要受制造业与非制造业分类指数表现的影响，而权重选择对最终结果的影响相对有限。

一致性检验 变量	<i>assetg</i>	资产增速	期末资产余额增速
	<i>roe</i>	净资产收益率	本期净利润/期末平均净资产余额
	<i>cir</i>	成本收入比	本期营业成本/本期营业收入
	<i>cashr</i>	现金占现金储备比	期末现金余额/期末现金储备（含 现金，法定准备金，超额准备 金）余额
	<i>lev</i>	杠杆率	期末负债余额/期末净资产，除以 100
	<i>foreign</i>	外资持股占比	前十大股东中外资持股占比（单 位：%）
	<i>sharehhi</i>	前十大股东集中度	前十大股东持股占比平方和，除 以 100
	<i>pc</i>	拨备覆盖率	期末拨备覆盖率对数值（单 位：%）
	<i>npl</i>	不良贷款率	期末不良贷款率（单位：%）
	<i>acashast</i>	可用现金占总资产比重 ^①	（现金余额+超额准备金余额）/总 资产余额，取下期值
调节变量	<i>ibast</i>	同业资产占总资产比重	（存放同业余额+拆出资金余额+ 买入返售余额）/总资产余额，取 下期值
	<i>loanast</i>	贷款余额占总资产比重	贷款余额/总资产余额，取下期值
	<i>cpmi</i>	宏观经济变化趋势	t 年 12 月至 $t + 1$ 年 2 月综合 PMI 产出指数平均值（单位：%）
	<i>ic</i>	储户信心	来源央行城镇储户问卷调查报 告，取第四季度值

3. 银行经济政策不确定性感知与银行预期指标的构建

3.1 银行经济政策不确定性感知

不同于当前学界研究经济政策对银行行为影响的系列文献，本文没有直接使用 Baker et al. (2016)、Davis et al. (2019) 或 Huang and Luk (2020) 基于报纸编制的经济政策不确定性指数（Economic Policy Uncertainty, *EPU*）来探究经济政策不确定性冲击的影响，主要考虑到这类指数存在以下共性问题。第一，*EPU* 是宏观加总序列，在研究其对微观主体的行为影响时，无法通过控制时间固定效应完全排除其他宏观经济因素的干扰。第二，*EPU* 是国家层面的变量，在同一时点对不同个体产生相同的观测值，在同一时点为所有个体赋予相同的观测值，隐含个体对政策不确定性感知完全同质的假设，这与实际情况显然不符（聂辉华等，2020）。对于前者的识别难题，葛新宇等（2021）和 Ge et al. (2022) 在研究 *EPU* 对中国银行业的影响时提出了一个创新性的识别策略：利用中国银行业经营存在显著的区域分割特征，构造 *EPU*（或分类型政策不确定性指数）与区域层面特征变量的交乘项，增强因果识别的效力。但是，这一策略仍存在一定局限性。首先，中国银行业的经营地域非完全分割，区域性

^① 银行法定准备金外生取决于央行规定的法定准备金率。因此，只有现金（包含存放中央银行款项中的现金余额）和存放央行的超额准备金属于现金储备中的“可用现金”。

银行（如城商行、农商行）仍可以通过集团化或同业业务等方式实现业务跨区溢出。而且，在商业银行数字化转型加速推进的当下，金融科技的发展进一步模糊了区域性银行的传统地理边界。其次，这一方法有效性的前提是区域层面特征变量应具有较强的外生性，即区域变量本身受到经济政策不确定性的影响有限。如此，选择“好”的交乘变量成为新的挑战。综合以上考虑，本文参考聂辉华等（2020）构建企业政策不确定性感知指数的方法，构建了一种能够反映银行面临的差异化政策不确定性冲击的指标。

在构造不确定性感知指标之前，首要步骤是从银行年度报告中提取适用于进行文本挖掘的有效内容。具体的，本文通过人工逐一阅读年报的方式，从 2064 份银行年报（涵盖 2007-2022 年 5 家国有行，12 家股份制银行，153 家城市商业银行年报及年报摘要）中筛选并提取了银行披露的“展望性信息”。判断文本内容是否属于“展望性信息”主要依据以下两个标准^①：第一，年报中存在明确的标题如“展望”“前景展望”“下一年度/新年度任务/工作计划/工作目标/工作重点/工作安排”等，将标题项下的全部内容界定为“展望性信息”。以工商银行 2022 年的年报为例，其在“讨论与分析”章节、“8.6 展望”部分，披露了符合这一标准的“展望性信息”：

“……2023 年是全面贯彻落实党的二十大精神开局之年，中国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变，经济运行有望总体回升，为银行业高质量发展创造了有利条件。也要看到，全球处在新的动荡变革期，世界经济可能面临滞胀局面，对银行业稳健经营带来不利影响。……”

第二，若没有如上明确的标题提示，以年报中讨论下一年度经营环境的文字作为“展望性信息”。以南粤银行 2022 年的年报为例，其在“管理层讨论及分析”章节、“一、宏观经济及银行业环境”部分，披露了符合这一标准的“展望性信息”：

“……2023 年是全面贯彻党的二大精神的开局之年，也是实施‘十四五’规划承上启下的关键一年。当前，经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，全球经济增长面临变局，但我国经济韧性强、潜力大、活力足、长期向好的基本面没有改变。……”

之所以聚焦银行年报披露的“展望性信息”，而非以现有文献普遍关注的“管理层讨论与分析”（Management Discussion and Analysis, MD&A）内容作为构建指数的基础文本（聂辉华等，2020；张成思等，2023），主要有以下考虑。一方面，银行管理层在披露程度与形式上具有一定自主裁量权，不同银行披露的年报在结构上具有较大差异，有的银行年报甚至并不包含“管理层讨论与分析”或类似章节（如恒丰银行 2016 年年报，唐山银行 2011 年年报，赣州银行 2015 年年报）。另一方面，年报内容按照时间的指向性可以分为回顾性文本和展望性文本。回顾性文本旨在分析银行本年度财务指标表现，阐述核心业务经营情况；展望性文本主要描述管理层对未来宏观经济走势的预测，对银行业发展机遇的判断及本银行下

^① 本文不考虑“领导致辞”或“热点问题专栏”等章节中披露的“展望性信息”，这些段落对于展望性信息的表述通常较为简略，同时信息呈现的方式过于零碎，不易系统性收集、整理。

一年度的工作计划与安排。既有文献研究表明，相较于回顾性文本，展望性文本信息价值更高，对银行行为存在更加显著的实际影响（孟庆斌等，2017；张成思等，2021；张成思等，2023）。因此，本文将重点挖掘的文本精炼在“展望性信息”层面^①。

表 3.2 呈现了“展望性信息”在样本银行年报种的披露情况。整体上，63.5%的样本银行披露了符合本文筛选标准的“展望性信息”。其中，国有行披露率（“展望性信息”披露样本量/年报披露数量）为 100%，披露意愿最高，股份行披露率为 94.7%，披露积极性尚可；城商行披露率仅 58.5%。人工阅读年报的过程中可以感知，相较国有行和股份行，城商行年报披露具有较高的自主性，披露结构多元化，同时披露质量参差不齐。表 3.3 展示了“展望性信息”在银行年报中的章节分布特征。整体上，符合本文筛选标准的“展望性信息”多披露于年报的“董事会报告”“管理层讨论与分析”“经营情况讨论与分析”章节（合计占比 93.6%），部分披露于“公司治理”章节（4.6%），还有少数银行将其披露于“工作计划”“公司简介”“经营和风险管理情况”等其他章节（合计占比 1.8%）。可见，“展望性信息”在银行年报中披露的位置较为分散，银行管理层在年报的披露安排上的确存在明显的自主裁量空间。

表 3.2 “展望性信息”披露情况

银行性质	年报数量	披露“展望性信息”样本量	披露率
国有行	80	80	100.00%
股份行	190	180	94.74%
城商行	1794	1050	58.53%
合计	2064	1310	63.47%

表 3.3 “展望性信息”所在章节分布情况

章节标题	样本数量	样本占比
董事会报告/董事会工作报告/管理层报告/高级管理层报告	678	51.76%
管理层讨论与分析	355	27.10%
经营情况讨论与分析/经营管理讨论与分析/经营情况分析/讨论与分析	193	14.73%
公司治理/公司治理情况	60	4.58%
工作计划/工作指导思想和目标	9	0.69%
公司简介/公司业务概要/经营业务概括	9	0.69%
经营和风险管理情况	4	0.31%
其他	2	0.15%
合计	1310	100.00%

基于提取的“展望性信息”，本文借鉴聂辉华等（2020）构建企业经济政策不确定性感

^① 本文并不基于银行年报中披露的“风险管理”章节构建不确定性感知指数。原银监会于 2007 年 7 月 3 日颁布实施的《商业银行信息披露办法》明确规定，商业银行应披露信用风险、流动性风险、市场风险、操作风险等其他风险状况及相应的风险管理情况。受制于会计规则和监管框架的强约束，这类段落表现出明显的同质化及监管导向特征，难以动态体现管理层对政策变化的异质性感知。

知的方法，利用文章整理的经济政策词表和不确定性词表，构建银行经济政策不确定性感知指数，步骤如下。首先，剔除“展望性信息”中所有数字、英文字母以及除中文句号以外的标点符号和特殊符号。其次，将文本按中文句号进行分割，得到 S_{it} 个句子；再以句子为基本分析单元，使用 Python 第三方开源中文分词库 jieba 库对每个句子进行分词。分词之前，定义包含所有样本银行全称、简称、银行会计科目名称、表示经济政策的词语和不确定性的词语的用户自定义词表，以降低分词中的歧义；分词后，剔除分词结果中常见中文停用词^①。再者，遍历每个句子分词后形成的词语组合，统计不确定性词语的数量 u_s 。最后，定位经济政策不确定性句子。如果某一句子同时包含表示经济政策的词语和表示不确定性的词语，则视这个句子为一个描述经济政策不确定性的句子 P 。基于经济政策不确定性句子，按照式组 (3.1) 计算银行经济政策不确定性感知指数 $BankEPU$ ：

$$BankEPU_{it} = \frac{\sum_{s=1}^{S_{it}} u_s \times I_P(s)}{N_{it}} \quad (3.1)$$

$$I_P(s) = \begin{cases} 1, & \text{if } s \in P \\ 0, & \text{if } s \notin P \end{cases}$$

其中， i, t 表示银行 i 和年报披露年份 t ， N_{it} 是“展望性信息”的经分词后的词语总数（含中文停用词）， S_{it} 是按中文句号分割得到的句子数量， u_s 是句子 s 中包含的不确定性词语的数量； $I_P(s)$ 是指示函数，其含义为：如果句子 s 是一个描述经济政策不确定性的句子 P ，则 $I_P(s) = 1$ ，反之为 0。简言之，银行不确定性感知指数本质是在计算所有描述经济政策不确定性的句子中不确定性词语的数量占文本总词数的比重。

为了直观验证新指标的有效性，本文引入文献中普遍使用的 Baker et al. (2016) 基于南华早报编制的 EPU 指数，与构建的银行经济政策不确定性进行对比。图 3.1 描绘了 EPU 指数年度均值（取对数）与 $BankEPU$ 感知指数年度均值的折线图。可见，二者呈现较为相似的走势。比如，2008 年金融危机期间、2011 年银行间市场“钱荒”期间、2018 年中美贸易战时期与 2019-2020 年新冠疫情爆发初期， EPU 指数与 $BankEPU$ 感知指数均呈现一定跃升。不过， EPU 指数与 $BankEPU$ 感知指数也存在一定差异。比如， EPU 指数整体呈现波动中上升的趋势，而 $BankEPU$ 感知指数趋势性并不明显。这表明，外生的、宏观层面的 EPU 冲击与银行的政策不确定性感知并非完全一致，进一步说明在研究中区分 EPU 对银行的差异化影响，即构建 $BankEPU$ 指数具有独特的价值。

图 3.2 绘制了不同性质银行的经济政策不确定性感知指数折线图。可见，国有行、股份行及城商行面临的经济政策不确定性具有较大差异。国有行 $BankEPU$ 波动明显，同时极端时期（如 2008 年金融危机，2019 年疫情爆发期）的政策不确定性感知指数出现“异常”的逆周期下降，而城商行 $BankEPU$ 走势相对平缓，同时绝对值水平相对偏低。经济政策不确定性感知在所有制层面的差异再次表明构造银行层面的不确定性指标具有必要性。

^① 中文停用词表来自 https://github.com/goto456/stopwords/blob/master/cn_stopwords.txt。

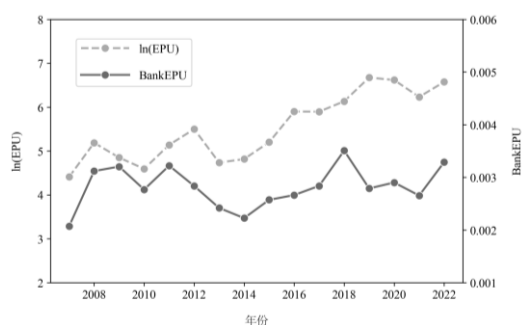


图 3.1 EPU与BankEPU时间序列图

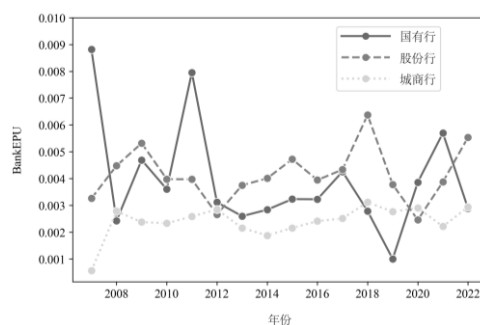


图 3.2 不同性质银行的BankEPU

3.2 银行预期

现有研究衡量银行预期的方式主要有两种。第一，基于官方或非官方组织机构或个人发放的调查问卷结果提炼预期指数。问卷调查能够根据调查者的需求，以定量的方式评估银行的主观态度，因此广泛应用于预期分析中。执行调查的主体可以是各国中央银行。比如，美联储、日本中央银行、欧洲央行定期开展银行信贷管理人员意见调查，收集银行家有关信贷需求、贷款标准及未来贷款表现等方面的看法（于震和丁尚宇，2019；Liu and Zhao, 2023；Falato and Xiao, 2024）。中国人民银行自 2004 年起针对全国约 3200 家银行机构开展银行家调查工作^①。调查以季度为频次开展，调查对象为银行机构总部负责人及其一级、二级分支机构行长或主管信贷业务的副行长，调查的问题包括“银行家对宏观经济状况的看法”“银行家对货币政策的感受”“银行家对银行总体经营状况判断”等。此外，部分研究者会根据自身研究需要，围绕研究主题定制调查问卷（D'Acunto et al., 2025）。第二，基于银行年报、银行会议记录等特定文本资料构造语调指标，以情绪语调作为衡量银行预期的代理变量（Camarasa and Lamers, 2023）。年报等文本的语调通常被视作管理层对预期的表达（姚加权等，2021），情绪的立场（乐观、中立或悲观）天然贴合预期的内涵，适合描述银行的态度倾向。总体而言，问卷虽然能够直接获取银行的预期表态，但央行调查最终形成、披露的预期指数已在行业层面进行量化、汇总，体现的是“银行业整体”的预期，而非单个银行的预期；而面向单个银行开展定制化问卷调查的成本较高。基于此，本文选择基于银行年报文本构造语调指标，以语调衡量银行预期。这一方法在保证有效性与代表性的同时，兼具标准化强、可比性高和覆盖样本数量相对充足的优势。

高质量的文本语调分析依赖权威的情绪词典。目前学术界广泛认可并经过充分测试的是姚加权等（2021）提出的中文正式用语情绪词典，该词典基于 2003-2015 年共 19,970 份年报，采用词典重组与深度学习算法构建而成。正式文本金融领域情绪词典共包含 1,633 个负面词语和 3,592 个正面词语，适合进行年报语调分析。本文拟使用这一情绪词典，以前文所述的“展望性信息”为基础，构造银行预期指标。“展望性信息”直接包含银行对未来状况的前瞻性判断，与“预期”理论内涵具有本质一致性。需要注意的是，姚加权等（2021）的负面词表与聂辉华等（2020）的不确定性词表存在一定程度的词语重叠情况，即个别词语同

^① 《银行家问卷调查报告》披露于中国人民银行官网 <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116227/index.html>。

时被纳入负面词表和不确定性词表^①。在使用“词袋法”进行文本分析时，这种重叠词语可能导致银行经济政策不确定性感知指标与银行预期情绪指标产生技术性关联。为消除伪相关问题对研究结论的干扰，本文从负面词表中剔除了这部分重叠词语，以确保银行经济政策不确定性感知指标严格基于不确定性维度构建，同时银行预期指标则完全依托情绪维度提取，即两个指标在概念和测算层面完全独立。

银行预期指标的构建步骤如下。首先，与构建银行经济政策不确定性感知指标的方法类似，剔除“展望性信息”中所有数字、英文字母以及除中文句号以外的标点符号和特殊符号。将文本按中文句号进行分割，以句子为基本分析单元，使用 `jieba` 库对句子进行分词。常见的中文停用词需从分词结果中剔除。其次，遍历每个句子分词后形成的词语组合，统计正面词语的数量与负面词语的数量。最后基于式组（3.2）计算得到银行预期指标 $BankIndex$ ：

$$\begin{aligned} BankIndex_{it} &= Positive_{it} - Negative_{it} \\ Positive_{it} &= \frac{\sum_{s=1}^{S_{it}} p_s}{N_{it}} \\ Negative_{it} &= \frac{\sum_{s=1}^{S_{it}} n_s}{N_{it}} \end{aligned} \quad (3.2)$$

其中， i, t 表示银行 i 和年报披露年份 t ， N_{it} 是“展望性信息”的经分词后的词语总数（含中文停用词）， S_{it} 是按中文句号分割得到的句子数量， p_s 是句子 s 中包含的正面词语的数量， n_s 是句子 s 中包含的负面词语的数量。在式（4.2）的定义下，银行预期指标 $BankIndex$ 越大，表明正面词语在“展望性信息”总词语中的占比越高，银行情绪语调越偏向正面，即银行预期越乐观。

图 3.3 绘制了 EPU 指数年度均值（取对数）与 $BankIndex$ 银行预期指数年度均值的折线图。整体上，二者在多数期间（如 2007-2010 年，2012-2015 年，2017-2021 年）都呈现此消彼长的变化关系，初步暗示当经济政策不确定性提升时，银行倾向持有悲观预期。图 3.4 区分了不同性质银行的预期指数。相较而言，国有行预期波动的幅度最大，预期立场“大起大落”；股份行和城商行的预期指标在绝对水平和动态变化上都更为接近。

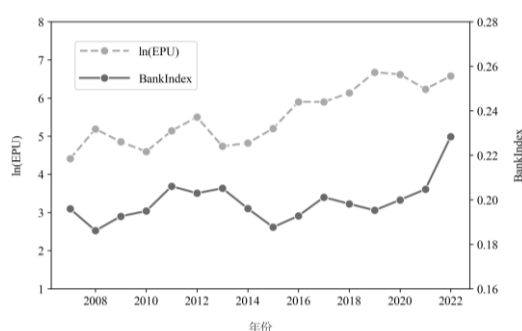


图 3.3 EPU 与 $BankIndex$ 时间序列图

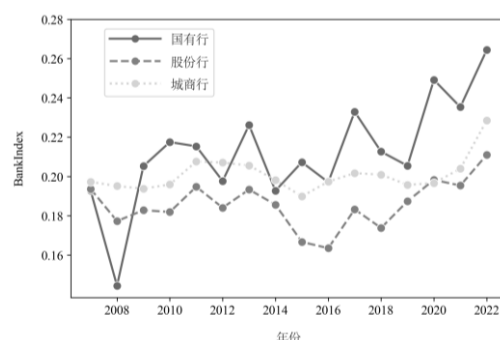


图 3.4 不同性质银行的 $BankIndex$

^① 共有 10 个词语同时出现在姚加权等（2021）负面词表和聂辉华等（2020）不确定性词表，具体为“风险”“波动”“徘徊”“不稳”“错综复杂”“复杂”“危险”“动荡不安”“震荡”“混乱”。

4. 实证模型设定

4.1 基准回归模型

为验证假设 1，本文提出以下基准回归模型：

$$BankIndex_{it} = \alpha + \beta BankEPU_{it} + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

其中， i, t 分别表示银行 i 年报披露年份 t 。被解释变量为前文构建的银行预期指标 $BankIndex_{it}$ ，需要注意的是，从 t 年年报“展望性信息”种提取的银行 $BankIndex_{it}$ 本质是银行对 $t+1$ 的预期；核心解释变量为前文构建的银行经济政策不确定性感知指标 $BankEPU_{it}$ 。此外， $\mathbf{X}_{it}^T$ 为银行层面控制变量，包括 t 年末银行资产规模（取对数）、资产增速、净资产收益率、成本收入比、现金及等价物占比、杠杆率、前十大股东持股集中度和前十大股东外资股占比。 μ_i 控制银行个体固定效应， μ_t 控制时间固定效应， ε_{it} 为随机扰动项。本文使用在银行层面聚类的文件标准误；系数 β 是本文关注的重点。

4.2 一致性检验

为增强基准模型反映的银行经济政策不确定性感知与银行预期之间的因果关系，本文构建如式（3.4）-（3.8）所示的系列模型进行一致性检验。除待检验财务指标外，式（3.4）-（3.8）其余变量的含义与基准模型相同，系数 $\beta_{c1}, \beta_{c2}, \beta_{c3}, \beta_{c4}, \beta_{c5}$ 是本文关注的重点。执行一致性检验的核心目的在于验证基准模型结论的内在有效性：当银行感知到经济政策不确定性上升时，其在年报中体现出的预期的变化（乐观或悲观）是否会“言行一致”地导致银行决策层面发生调整？若预期与行为的变化相互匹配，则表明预期指标能够有效捕捉银行对经济政策不确定性的真实反应。

本文选择五个关键财务指标，根据指标调整的难易程度和决策响应的时效性特征，将指标分为两组，依次进行一致性检验。第一组是对拨备覆盖率（取对数） pc_{it} 与不良贷款率 npl_{it} 当期值的检验，参见式（3.4）-（3.5），其检验逻辑如下：若经济不确定性的提升导致银行产生悲观预期，在不良贷款率还未显著提升的情况下，银行将前瞻性增加对拨备准备金的计提（申宇等，2019）。反之，若银行持有乐观预期，在不良贷款率没有显著下降的前提下，拨备的计提将倾向不变，或有所下降。这里，拨备覆盖率取当期值是考虑到拨备具有较大的调整弹性，管理层有能力在较短的时间内基于风险判断进行灵活调整；不良贷款率的取值时点应与之同步。

$$pc_{it} = \alpha_{c1} + \beta_{c1} BankEPU_{it} + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta}_{c1} + \mu_i + \mu_t + e_{it} \quad (3.4)$$

$$npl_{it} = \alpha_{c2} + \beta_{c2} BankEPU_{it} + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta}_{c2} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3.5)$$

第二组是可用现金占总资产比重 $acashast_{it+1}$ 、同业资产占总资产比重 $ibast_{it+1}$ 和贷款余额占总资产比重 $loanast_{it+1}$ 下期值的检验，参见式（3.6）-（3.8），其检验逻辑如下：若经济不确定性的提升导致银行产生悲观预期，出于预防需求和交易需求，银行倾向增加对可用现金资产的储备，回收同业资产（邓伟等，2022；田国强和李双建，2020）。但是，由于此时银行风险承担的意愿减弱（顾海峰和于家珺，2019），积累在银行内部的流动性并不会转化为有效的信贷供给，即贷款资产占比相对稳定或有所下降。反之，若银行预期相对乐观，前述流动性囤积意愿与“慎贷”、“惜贷”动机均将相对弱化。鉴于银行资产结构调整通常涉及较长的决策与实施周期，本组检验指标采用向前一期的取值设定。

$$acashast_{it+1} = \alpha_{c3} + \beta_{c3}BankEPU_{it} + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta}_{c3} + \mu_i + \mu_t + \tau_{it} \quad (3.6)$$

$$ibast_{it+1} = \alpha_{c4} + \beta_{c4}BankEPU_{it} + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta}_{c4} + \mu_i + \mu_t + \nu_{it} \quad (3.7)$$

$$loanast_{i,t+1} = \alpha_{c5} + \beta_{c5}BankEPU_{it} + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta}_{c5} + \mu_i + \mu_t + \kappa_{it} \quad (3.8)$$

4.3 机制检验

为验证假设 2，本文提出以下调节效应模型，以考察外部因素在经济政策不确定性对银行预期影响中的关键作用：

$$BankIndex_{it} = \alpha_{m1} + \beta_{m1}BankEPU_{it} + \gamma_{m1}BankEPU_{it} \times cpmi_t + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta}_{m1} + \mu_i + \mu_t + \varphi_{it} \quad (3.9)$$

$$BankIndex_{it} = \alpha_{m2} + \beta_{m2}BankEPU_{it} + \gamma_{m2}BankEPU_{it} \times ic_t + \mathbf{X}_{it}^T \boldsymbol{\eta}_{m2} + \mu_i + \mu_t + \omega_{it} \quad (3.10)$$

式 (3.9) 与 (3.10) 的调节变量分别为 12 月至次年 2 月综合 PMI 产出指数平均值 $cpmi_t$ 和城镇居民未来收入信心指数 ic_t ，分别衡量宏观经济变化趋势和储户信心；其余变量的含义与基准模型相同。本文选取的调节变量均为宏观层面变量，于同一时点对不同个体产生相同的观测值。因此，调节变量主效应已被时间固定效应 μ_t 完全吸收，式 (3.9) 与 (3.10) 仅保留其与 $BankEPU_{it}$ 的交乘项。以式 (3.9) 为例，若宏观经济变化趋势的调节效应显著存在，则银行政策不确定性感知 $BankEPU_{it}$ 对银行预期 $BankIndex_{it}$ 的影响系数为 $\beta_{m1} + \gamma_{m1}cpmi_t$ 。其中，交乘项前的系数 γ_{m1} 衡量调节变量 $cpmi_t$ 的边际影响，为本文关注的重点。

5. 描述性统计

在进行回归分析前，本文对所有银行层面的连续型控制变量进行 1% 和 99% 的缩尾处理，宏观层面变量不进行缩尾处理。表 3.4 汇报了处理后的主要变量描述性统计的结果。从表中可以看出，本文构建的银行不确定性感知指数 $BankEPU$ 数值量级偏小，说明“展望性信息”对经济政策不确定性的描述相对有限，银行通常还会以较多的篇幅讨论与经济政策变化关联性较弱的内容，如银行下一年度工作计划或发展目标等。此外，本文构建的银行预期指标 $BankIndex$ 的平均值为正，说明整体而言银行年报的叙述风格以乐观表达为主，这一现象可能表明，在监管与社会责任约束下，中国银行业倾向在年报中展示积极、稳健的形象。

表 3.4 主要变量的描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>BankIndex</i>	1,196	0.1996	0.0502	-0.0181	0.1957	0.4854
<i>BankEPU</i>	1,196	0.0028	0.0042	0.0000	0.0010	0.0351
<i>aseet</i>	1,175	12.5218	1.8944	8.8986	12.3215	17.1189
<i>assetg</i>	1,171	0.2010	0.1659	-0.0624	0.1600	0.9500
<i>roe</i>	1,171	0.1373	0.0676	0.0057	0.1294	0.3366
<i>cir</i>	1,168	0.5980	0.1394	0.2866	0.5822	0.9949
<i>cashr</i>	1,044	0.0217	0.0153	0.0025	0.0184	0.1115
<i>lev</i>	1,175	0.1392	0.0376	0.0569	0.1339	0.2736
<i>foreign</i>	1,175	3.7965	6.9493	0.0000	0.0000	20.0200
<i>sharehhi</i>	1,174	12.2362	12.5218	1.7085	7.9114	59.5735
<i>pc</i>	1,117	5.4337	0.5190	3.4778	5.3391	8.7517

<i>npl</i>	1,169	1.4499	0.7563	0.0000	1.3900	4.3100
<i>acashast</i>	974	0.7617	0.1254	0.2134	0.7554	1.0947
<i>ibast</i>	942	0.0316	0.0326	0.0000	0.0239	0.5766
<i>loanast</i>	1,091	0.4573	0.0910	0.0626	0.4645	0.7456
<i>cpmi</i>	1,196	53.1266	3.0320	45.2411	53.1772	58.7073
<i>ic</i>	1,099	52.9747	3.2994	44.4000	54.1000	57.8000

四、实证研究结果

1. 基准模型回归结果

表 4.1 展示了基准模型的回归结果。其中，第（1）列没有加入任何控制变量，仅使用银行经济政策不确定性感知指标 $BankEPU$ 对银行预期指标 $BankIndex$ 进行回归，结果显示， $BankEPU$ 前的系数在 5%水平下显著为负。第（2）列在第（1）列回归的基础上控制银行资产、资产增速、净资产收益率、成本收入比、现金占现金储备比和杠杆率，此时 $BankEPU$ 前的系数仍然在 5%的水平下显著为负，系数的绝对值水平略有下降。第（3）列进一步加入银行治理层面控制变量即十大股东中外资股占比、十大股东持股集中度， $BankEPU$ 前的系数在 10%水平下显著为负。第（1）-（3）列回归仅控制了银行个体固定效应，第（4）列回归在第（3）列的基础上进一步控制时间固定效应，回归结果仍然稳健。

基准模型的回归结果表明，银行在感知经济政策不确定性有所提升时，将对未来抱持更加悲观的预期。这一结论与学界既有的讨论政策不确定性对银行的影响的讨论成果高度吻合。现有文献已充分说明，经济政策不确定性冲击将对银行经营表现、风险水平和经济效率等多方面产生负面影响。一方面，经济政策不确定性将通过企业经营渠道导致银行被动风险承担水平提升，加剧银行风险厌恶倾向（葛新宇等，2021；顾海峰和于家珺，2019），促使银行调整资产结构避险（邓伟等，2022），滋生“惜贷”“慎贷”动机，抑制流动性创造（田国强和李双建，2020）。另一方面，经济政策不确定性的增加也会直接将削弱银行自身稳定性。此类可预见的负面影响会促使银行在感知到政策不确定性提升时形成前瞻性的悲观预期，并直接反映在其年报文本中叙述语调中。

表 4.1 基准模型回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-1.0362** (-2.4127)	-0.9871** (-2.0068)	-0.9004* (-1.8417)	-0.9619** (-2.0970)
<i>asset</i>		0.0081* (1.9218)	0.0077* (1.8053)	0.0055 (0.5037)
<i>assetg</i>		0.0205 (1.5867)	0.0188 (1.4475)	0.0163 (1.2562)
<i>roe</i>		-0.0498 (-0.7438)	-0.0449 (-0.6729)	-0.0507 (-0.8159)
<i>cir</i>		-0.0075 (-0.2617)	-0.0074 (-0.2640)	0.0012 (0.0432)

<i>cashr</i>		-0.0240 (-0.1499)	-0.0233 (-0.1438)	-0.1018 (-0.5643)
<i>lev</i>		0.0029 (0.0407)	0.0268 (0.3919)	0.0273 (0.3804)
<i>foreign</i>			-0.0009 (-1.6273)	-0.0009 (-1.6144)
<i>sharehhi</i>			0.0008*** (2.6879)	0.0007** (2.4858)
<i>_cons</i>	0.2024*** (166.2319)	0.1058 (1.6166)	0.1004 (1.4742)	0.1272 (0.9165)
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No	Yes
银行数	126	111	111	111
样本量	1188	1029	1028	1028
调整 R^2	0.3112	0.3455	0.3517	0.3877

注：括号内为聚类到银行个体层面的 t 值，***、**、* 分别表示 1%、5%、10%显著性水平。以下各表同理。

2. 一致性检验

表 4.2 展示了第一组一致性检验的结果。第（1）列的被解释变量为拨备覆盖率的当期值，结果显示 $BankEPU$ 前的系数在 10%水平下显著为正；第（2）列的被解释变量为不良贷款率的当期值， $BankEPU$ 前的系数并不显著；两列回归同时控制了银行个体固定效应与时间固定效应。结合两列回归的结果可以发现，银行感知到经济政策不确定性提升时，当期不良贷款率虽然没有显著变化，但拨备覆盖率已经“未雨绸缪”地显著提升。这与申宇等(2019)的研究结论较为类似，即银行为了应对经济政策不确定性可能带来的抵押品价值缩水、贷款违约增多等潜在损失，将前瞻性地增加计提贷款损失准备，强化自身信用风险管理能力。第一组一致性检验的结果从风险缓释角度支持了基准模型的结论。

表 4.2 一致性检验回归结果：拨备覆盖率与不良率

	(1) <i>pc</i>	(2) <i>npl</i>
<i>BankEPU</i>	5.0539* (1.7062)	-3.0590 (-0.7888)
银行层面控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
银行数	107	110
样本量	989	1022
调整 R^2	0.5673	0.6560

表 4.3 展示了第二组一致性检验的结果。第（1）列的被解释变量为可用现金占总资产比重的下期值，结果显示 $BankEPU$ 前的系数在 10%的水平下显著为正；第（2）列的被解释变量为同业资产占总资产比重的下期值，此时 $BankEPU$ 前的系数在 10%的水平下显著为负；第（3）列的被解释变量为贷款占总资产比重的下期值， $BankEPU$ 前的系数不再显著。三列

回归同时控制了银行个体固定效应与时间固定效应。

第二组一致性检验的结果实质体现了经济政策不确定性增强时银行资产结构的策略性调整。伴随经济政策不确定性的提升，银行出于预防性需求将增加对高流动性资产的配置比例。比如，增配具有极强流动性的现金与超额准备金；同时，与企业在经济政策不确定性提升时减少应收类、预付类商业供给类似，压降同业资产规模，减少同业金融机构对自身盈余资金的占用（邓伟等，2022）。此外，为了应对潜在的贷款违约风险，银行面对经济政策不确定性的上升不会贸然增加贷款供给规模，即贷款占总资产的比重倾向稳定，不利于银行的流动性创造。综合看来，流动性偏好与“惜贷”“慎贷”动机共同导致银行内部形成“流动性囤积”，这是悲观预期在资产配置层面的具体实现。

表 4.3 一致性检验回归结果：可用现金资产比、同业资产比和贷款资产比

	(1) <i>acashast</i>	(2) <i>ibast</i>	(3) <i>loanast</i>
<i>BankEPU</i>	0.8813* (1.9089)	-0.5062* (-1.7320)	-0.3881 (-0.8635)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
银行数	106	102	109
样本量	914	900	949
调整 R^2	0.7883	0.4370	0.7236

一致性检验的回归结果说明，银行面对更高的经济政策不确定下所形成的悲观预期，将“言行一致”地导致银行短期或中期经营决策发生改变，即银预期与行为模式相互匹配，银行对经济政策不确定性的反应并非被动适应，而是理性预期下的主动调整。这一结论不仅深化了基准模型的结果内涵，还进一步验证了本文基于年报构建的银行经济政策不确定性感知指标和银行预期指标在经济意义上具备有效性。

3. 稳健性检验

为了进一步确保基准模型研究结论的稳健性，文本采取以下两种方法重新测算银行预期。一是仍以文本情绪语调衡量预期，但通过引入大语言模型（Large Language Models, LLMs）直接对年报中“展望性信息”的情绪语调进行判断（Hu et al., 2025）。二是借鉴刘梦宁和刘运国（2022）在文章中提及的方法，收集银行年报中披露的定量业绩目标并构造相对目标设定值，以目标设定值作为银行预期的代理变量。

3.1. 借助大语言模型判断语调

近年来，ChatGPT、Deepseek 等大语言模型发展迅速，为文本分析技术带来范式级变革。大语言模型通过海量的文本预训练，学习人类语言模式与情感表达方式，能够结合上下文动态解析非结构化文本中的复杂语境与隐含情绪。即使缺乏特定领域的标注数据预训练，大语言模型也能依据用户提示词（Prompts）生成合理的判断。基于上述特性，大语言模型在理解金融文本语调方面具有显著的应用优势。

本文选择借助 ChatGPT-4 Plus 判断“展望性信息”的情绪语调^①。参考 Hu et al. (2025)，在对话界面中输入以下提示词：

“清除你所有的记忆。请你一次性读入我上传的 Excel 文件中的“展望性信息”列，全部共有 1196 条文本，每条为一家银行年报中的展望性描述。我需要你作为一名金融语义分析专家，从语言语境、金融措辞、情绪强度等方面，基于人类语言理解能力，回答这个问题：银行对未来经济环境的看法是怎样的？请不要使用任何程序、代码、关键词提取或自动标签技术，完全基于人工语言理解判断。你需要在 1-5 分范围内选择一个整数分数，代表对未来的预期。打分越大，表明对你认为银行对未来的预期越乐观，反之，则越悲观。每条文本只能打一个分数，具体操作步骤如下：1.你需要一次性读入所有文本，并自动分 10 批处理，每批 120 条（最后一批 116 条）^②；2.每一批处理前都要延续相同的判断逻辑与语言标准，保持判断风格一致。每批处理完后，写入及时结构中存储判断结果；3.输出格式只包含一列“选择”，顺序与原始文本严格对应。4.所有批次处理完后，合并为完整结果，并导出为 Excel 文件。注意，你在判断的过程中，请勿使用任何示例、标签等填充判断结果。你需要做出客观、真实的判断，请开始处理。”

同时，将包含 1196 条“展望性信息”的表格文件输入模型。这份文件已隐去关联的银行名称和年报年份，避免对大模型的判断过程造成不可知晓的干扰。最终，ChatGPT-4 Plus 将返回一份判断结果，内含 1196 个对预期的打分值（打分范围 1-5 分，数值越大，表示预期越乐观），每个分数与输入文件中“展望性信息”的排序严格对应。

表 4.4 展示了以大语言模型判断语调为被解释变量的回归结果。第（1）-（3）列逐步加入银行层面控制变量，三列回归均仅控制银行个体固定效应；第（4）列在第（3）列的基础上，进一步控制时间固定效应。结果显示，四组回归中 *BankEPU* 前的系数均显著为负，表明基准模型的研究结论仍然成立。不过，四组回归中 *BankEPU* 前的系数绝对值约为基准模型的 10 倍，主要系两套模型对预期变量的量纲设定存在差异。

表 4.4 改变预期测算方法：借助大语言模型判断语调

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>BankIndex_GPT</i>	<i>BankIndex_GPT</i>	<i>BankIndex_GPT</i>	<i>BankIndex_GPT</i>
<i>BankEPU</i>	-7.0950*	-9.5591**	-9.0619*	-9.0202*
	(-1.6713)	(-2.0772)	(-1.9260)	(-1.9316)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes

^① 经测试，国内主流大语言模型（如 Kimi、豆包等）在单次输入时存在文本长度限制，难以满足本文处理需求。而部分开源模型（如 Deepseek）则存在一定使用限制，本文上传的表格文件被判别“可能违反使用规则”，禁止输入。相较之下，ChatGPT-4 Plus 支持本文长文本输入，对金融文本情感分析的准确率较高，符合本研究的技术需求。

^② 一次性读入表格文件能够避免每次输入新指令造成大模型判断风格变化，保证大模型在同一处理周期中的标准一致。分批次处理旨在通过设定处理节奏，缓解大模型连续判断过程中存在的“判断惯性”或“模板化回应”问题，减少判断偏差。

个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	No	No	No	Yes
银行数	126	111	111	111
样本量	1188	1029	1028	1028
调整 R^2	0.1879	0.2020	0.2001	0.1973

3.2. 以目标设定值衡量预期

刘梦宁和刘运国（2022）的研究指出，上市公司会在年报中自愿披露定量的经营业绩目标。这一现象在银行样本中同样存在，部分银行会在 t 年年报的“经营情况讨论与分析”“管理层讨论与分析”“董事会报告”“公司治理”等章节披露有关 $t+1$ 年的经营目标。比如，恒丰银行 2014 年年报的“公司治理情况”章节披露了 2015 年全行主要经营计划指标：

“推动各项业绩再上新的台阶，全行主要经营计划指标确定为：总资产规模达到 10000 亿元，比上年增加 1538 亿元，增长 18.18%；自营存款达到折合人民币 6000 亿元，比上年增加 1104.55 亿元，增长 22.56%；自营贷款达到人民币 2780 亿元，比上年增加 437.54 亿元，增长 18.68%；按贷款五级分类划分的不良贷款率控制在 1% 以内；实现净利润 106 亿元，较上年增加 35.68 亿元，增长 50.74%；年末新口径资本充足率达到 11% 以上；拨备覆盖率保持在不低于 250% 的水平。”

这些定量目标实质是银行预期的另一种表现形式：若管理层对未来经营抱持更加乐观的态度，则倾向制定更高的业绩目标。

本文手工收集并整理了样本银行年报中披露的定量经营目标。概括而言，银行主要基于以下方面制定下一年度经营目标：（1）业务发展方面，针对资产余额、负债余额、存款余额、贷款余额等设定目标。（2）质量方面，针对不良贷款率、资本充足率、拨备覆盖率等设定目标。（3）效益方面，针对利润设定目标。（4）管理方面，针对重大案件发生率、经营安全、客户满意度、企业文化与员工队伍建设等设定目标。本文聚焦业务发展与效益层面的经营目标，关注贷款余额、存款余额，资产余额和税前利润四个指标的目标设定值^①。不考虑质量方面的目标主要系质量类指标多为监管指标，银行对监管指标的目标披露基本遵循监管要求的阈值边界，在数值上具有一定刚性，难以动态反映银行预期的变化趋势。此外，本文亦不考虑管理方面的目标。一方面，管理指标与银行预期的关联性较弱；另一方面，管理指标的期末值较少在年报中披露。而依据本文相对目标值的计算方法，难以构建管理类指标的相对目标设定值。

本文按照式（4.1）计算银行 i 指标 k 在 t 年设定的相对目标设定值：

^① 银行对同一指标的披露口径或有不同。本文以金融监督管理总局口径标准为基础，考虑指标在表内反映的期末余额（或当期金额），选取了如下可被采纳的口径。贷款指标采纳口径：贷款余额、本外币各项贷款余额、自营贷款、表内贷款、各项贷款余额（含贴现、含网贷）；存款指标采纳口径：存款余额、本外币（客户）存款余额、一般性存款余额、存款余额（不含同业存款）、自营存款；税前利润指标采纳口径：税前利润、利润总额、账面利润。所有指标均考虑合并值。

$$goal_{ikt} = \frac{ptgoal_{ikt}}{performance_{ikt}} \quad (4.1)$$

其中, $ptgoal_{ikt}$ 表示银行 i 在 t 年年报中披露的有关指标 k 的点估计目标, $performance_{ikt}$ 表示该指标在 t 年末的实际实现值。除以点估计形式外, 部分银行还以增量估计或区间估计的形式披露目标^①; 为此, 本文做以下统一处理: 针对增量型目标, 基于上一年度实际值将其转化为点估计目标; 针对区间估计型目标, 基于审慎性原则选择区间下限作为点估计目标。

此外, 为全面衡量银行预期, 本文基于业务发展与效益层面多个指标的经营目标构建综合目标设定值 (指标组合的方式在下文详述), 计算方法如式 (4.2) 所示:

$$cgoal_{it} = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n goal_{kt} \quad (4.2)$$

其中, n 为选取指标个数, $cgoal_{it}$ 是银行 i 在 t 年的综合目标设定值; 其他变量含义同式 (5.1)。简言之, 综合目标设定值即是对所选指标的相对目标设定值取算术平均。

表 4.5 展示了以定量目标设定值为被解释变量的系列回归结果。第 (1) 列仅考虑贷款余额的相对目标设定值, 第 (2) 列考虑贷款余额、存款余额的综合目标设定值, 第 (3) 列考虑贷款余额、存款余额和资产余额的综合目标设定值, 第 (4) 列考虑贷款余额、存款余额、资产余额和税前利润的综合目标设定值。四列回归同时控制银行个体固定效应与时间固定效应, 结果显示 $BankEPU$ 前的系数均显著为负, 与基准模型的结论仍然一致。至此, 本文已系统分析经济政策不确定性对不同测算方法下得到的预期的影响。无论是基于“展望性信息”获取的定性预期, 还是基于经营目标的构建定量预期, 所有回归结果均表明, 若银行感知经济政策不确定性有所提升, 将对未来持有更为悲观的预期。

表 4.5 改变预期测算方法: 以目标设定值衡量预期

	(1) <i>loan_goal</i>	(2) <i>cgoal1</i>	(3) <i>cgoal2</i>	(4) <i>cgoal3</i>
<i>BankEPU</i>	-2.9566** (-2.5072)	-2.2963** (-2.4610)	-1.5500* (-1.9819)	-4.6980* (-1.7368)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
银行数	48	54	62	62
样本量	260	307	364	374
调整 R^2	0.6046	0.5669	0.4957	0.0473

注: $cgoal1$ 为贷款余额、存款余额的综合目标设定值; $cgoal2$ 为贷款余额、存款余额、资产余额的综合目标设定值; $cgoal3$ 为贷款余额、存款余额、资产余额、税前利润的综合目标设定值。

4. 处理内生性问题

本文在使用基准回归模型估计经济政策不确定性感知对银行预期的影响时存在较强的

^① 如兴业银行 2019 年年报以增量估计的形式披露目标: “贷款余额增加约 4500 亿元; 净利润同比增长约 4%”。又如南京银行 2020 年年报以区间估计的披露制定目标: “存款余额确保达到 8900 亿元, 力争站上 9000 亿元”。

内生性问题。第一，本文研究样本仅包含年报中披露了“展望性信息”的银行。由于银行对于披露决策拥有一定程度的自主裁量权，是否披露此类信息可能导致样本存在选择偏差（Sample Selection Bias）。第二，基准模型的被解释变量银行预期 $BankIndex$ 与核心解释变量银行不确定性感知 $BankEPU$ 均基于文本分析方法构建，存在一定测量误差。第三，基准结果还可能面临反向因果问题。比如，当银行持有悲观预期时，管理层会加大对政策变化的检测强度，这种过度关注会放大银行对政策不确定性的感知程度。同时，相同政策信息在悲观预期下被过度解读可能性增加，管理层此时存在风险认知偏差。第四，尽管基准模型已经控制了时间固定效应，已有文献中常面临的宏观层面遗漏变量问题相对缓解，但仍然无法完全规避遗漏变量的影响。为此，本文拟通过 Heckman 两阶段模型和工具变量法处理内生性问题。

4.1. Heckman 两阶段模型

Heckman 第一阶段回归方程为 Probit 模型。首先，构建衡量银行是否披露“展望性信息”的虚拟变量 $disclosure_dummy_{it}$ ，如果披露了“展望性信息”， $disclosure_dummy_{it}$ 取值为 1，反之为 0。其次，在银行层面控制变量的基础上，额外加入影响银行是否披露“展望性信息”的外生变量外部董事占董事会人数比重 $exdirct_ratio_{it}$ 对 $disclosure_dummy_{it}$ 进行回归。外部董事（External Director）指不在银行内部任职、不参与日常经营管理的董事，其日常职责是通过审议、投票等机制，基于公司治理角度对银行的战略方向、信息披露及风险管理等事项实施独立监督。因此，外部董事占董事会人数比重 $exdirct_ratio_{it}$ 满足第一阶段模型的排他性约束，即该变量能够影响银行披露行为，但不直接影响银行预期态度。参考赵云辉等（2024），本文第一阶段的回归仅控制时间固定效应，不控制银行个体固定效应^①。Heckman 第二阶段回归在基准模型的基础上，加入基于第一阶段回归结果计算得到逆米尔比率 IMR 进行偏差调整，第二阶段回归同时控制了银行个体固定效应与时间固定效应。

表 4.6 展示了 Heckman 两阶段模型的回归结果，第（1）列为第一阶段回归结果， $exdirct_ratio_{it}$ 前的系数在 10%的水平下显著为正，即外部董事占董事会比重越高，银行披露“展望性信息”概率越高，外生变量 $exdirct_ratio_{it}$ 选取合理。第（2）列为第二阶段回归结果，可见核心解释变量 $BankEPU_{it}$ 前的系数在 5%的水平下显著为负，且此时逆米尔比率 IMR 前的回归系数并不显著，表明基准回归模型实质并不存在严重的样本选择偏差，基准结果具有一定稳健性。

表 4.6 Heckman 两阶段模型回归结果

	(1) 第一阶段 $disclosure_dummy$	(2) 第二阶段 $BankIndex$
$exdirct_ratio$	1.2906* (1.9270)	
$BankEPU$		-0.9293** (-2.0817)

^① 第一阶段 Probit 模型中控制个体固定效应将使模型引入大量的银行虚拟变量，这一方面会显著降低模型的自由度，另一方面可能引起多重共线性问题，导致估计结果不稳定。

<i>IMR</i>		-0.0212 (-0.5104)
银行层面控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	No	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
银行数		110
样本量	1566	998
调整 R^2		0.3933

4.2. 工具变量法

本文采用 Lewbel（1997）提出的不需要借助外部因素构建工具变量的思路，以银行经济政策不确定性感知与同一年份全样本经济政策不确定性感知平均值离差的三次方作为银行经济政策不确定性感知*BankEPU*的工具变量。表 4.7 展示了工具变量两阶段的回归结果。第一阶段回归中*IV*前的系数在 10%水平下显著为正，满足相关性要求；第二阶段回归中，核心解释变量*BankEPU*前的系数在 5%水平下显著为负，与基准模型回归结论一致，表明基准结论具有一定稳健性。此外，表末报告的工具变量回归诊断统计结果显示，本文构建的工具变量不存在识别不足问题，亦无弱工具变量风险。

表 4.7 工具变量法回归结果

	(1) 第一阶段 <i>BankEPU</i>	(2) 第二阶段 <i>BankIndex</i>
<i>IV</i>	1592.6795*** (5.1469)	
<i>BankEPU</i>		-1.5758** (-2.0344)
银行层面控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
银行数	111	111
样本量	1028	1028
诊断统计		
识别不足检验		6.8905*** [0.0087]
弱工具变量检验		26.491 {16.38}

注：识别不足检验采用 Kleibergen-Paap rk LM 统计量，弱工具变量检验采用 Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量；[]内为统计量对应 p 值，{ }内为统计量 10%水平下的临界值。

五、机制检验与异质性分析

1. 机制检验

1.1. 宏观经济变化趋势的调节机制

本文以 12 月至 2 月综合 PMI 产出平均值作为宏观经济变化趋势的代理变量。综合 PMI 产出指数是制造业生产指数与非制造业商务活动指数加权求和值,用以反映当期全行业生产景气状况。由于 PMI 指数具有先行性、高频性和基于微观调查基础编制的三大优势,该指数能够有效捕捉行业生产活动的边际变化,为市场主体识别经济周期的“拐点”、预判未来发展趋势提供关键依据。

表 5.1 第(1)列展示了宏观经济变化趋势调节机制的回归结果,交乘项 $BankEPU \times cpmi$ 前系数在 5%的水平下显著为正,表明如果全行业生产状况呈现边际向好变化的趋势,在经济政策不确定性感知提升相同单位时,银行基于实体经济增长动能恢复、被动风险承担压力减弱的判断,倾向抱持更乐观的预期。该结果符合本文假设。

1.2 储户信心的调节机制

参考喻微锋和康琦(2021),本文选择以城镇储户未来收入信心指数作为储户信心的代理变量。表 5.1 第(2)列展示了储户信心调节机制的回归结果,此时,交乘项 $BankEPU \times ic$ 前的系数在 10%水平下显著为正,即乐观的储户信心有助于缓解经济政策不确定性对银行悲观预期的影响效果^①,符合前文假设。

表 5.1 机制检验回归结果

	(2) <i>BankIndex</i>	(3) <i>BankIndex</i>
$BankEPU \times cpmi$	0.1748** (1.9971)	
$BankEPU \times ic$		0.2197* (1.9679)
$BankEPU$	-10.1702** (-2.2038)	-12.6726** (-2.1357)
银行层面控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
银行数	111	107
样本量	1028	958
调整 R^2	0.3898	0.4153

^① 自 2009 年第三季度起,中国人民银行采用新的方法计算储户收入与物价指数。为保证统计口径一致,本文仅考虑 2009 年第四季度至 2022 年第四季度的未来收入信心指数,这使得机制检验回归模型与基准模型纳入样本范围有所差别。为使两者回归结果可比,本文使用 2009-2022 年银行年度样本(剔除 2007-2008 年银行年度样本)重新估计基准模型,该回归结果与原基准模型结论完全一致。篇幅所限,此处不展示剔除样本后的基准模型回归结果。

2. 异质性分析

2.1. 风险敞口视角

本文选择以风险加权资产和存款负债比两个指标度量银行风险敞口，两个指标分别与信用风险、市场与流动性风险挂钩。表 5.2 第（1）和（2）列展示了按照样本风险加权资产中位数分组后的回归结果，对比来看，第（1）列风险加权资产占比更高的银行在感知到经济政策不确定性提升时，对未来抱有更悲观的预期；反观第（2）列风险加权资产偏低的银行，银行预期受经济政策不确定性感知的影响并不明显。风险加权资产占比用以衡量银行资产组合风险暴露程度，风险权重高的资产在经济政策不确定性增大时更易出现资产质量恶化（如贷款违约概率提升）等问题，进一步银行资本充足率相应承压，综合导致银行预期下调。

表 5.2 第（3）和（4）列展示了按样本存款负债比中位数分组后的回归结果，可见存款负债比偏低的银行在经济政策不确定性提升时预期更为悲观，但这一影响在存款负债比较高的银行子样本中并不突出。存款负债比较低表明银行对稳定、低廉的存款负债的依赖程度低，相应的，对批发性资金如同业负债、银行间拆借、回购资金等的依赖程度高。然而，这类市场化资金本身对政策波动高度敏感。经济政策不确定性上升背景下，市场利率波动加剧，叠加同业流动性收缩压力，存款负债比偏低的银行面临资金成本上行与再融资难度加大等风险。以上机制促使此类银行形成更加保守、悲观的预期。

表 5.2 异质性分析回归结果：风险敞口视角

	风险加权资产占比		存款负债比	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高组	低组	高组	低组
	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-0.9883** (-2.1262)	-0.0053 (-0.0089)	-0.3352 (-0.5829)	-1.1820** (-2.4805)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
银行数	92	77	92	77
样本量	517	485	475	538
调整 R^2	0.4350	0.4747	0.4607	0.4180

2.2. 风险抵御视角

从风险抵御的视角看，风险抵御能力越弱的银行，面对经济政策不确定性冲击时越容易形成对未来的悲观预期。本文以净资产收益率衡量银行风险抵御能力，表 5.3 展示了按样本净资产收益率中位数分组后的回归结果，其中，净资产收益率偏低的子样本中 *BankEPU* 前的系数在 5% 水平下显著为负，即风险抵御能力偏弱的银行在感知经济政策不确定性提升时预期更悲观，但这一现象在净资产收益率偏高的子样本中并不显著。

净资产收益率是体现银行盈利水平和资本回报的关键指标，净资产收益率偏低通常意味着银行“造血”能力较弱，资本积累能力不足。在政策不确定性上升、宏观环境波动增强的

背景下，此类银行缺乏充足的“利润垫”以缓冲利率变动、贷款违约或流动性收紧等冲击带来的潜在损失，因而对未来抱持更加悲观的预期。同时，盈利能力不足也削弱了市场和投资者对银行稳健运营的信心，加剧银行外部融资难度，进一步强化其悲观态度。

表 5.3 异质性分析回归结果：风险抵御视角

	净资产收益率	
	(1) 高组	(2) 低组
	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-0.0880 (-0.1684)	-1.1681** (-2.2657)
银行层面控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
银行数	75	96
样本量	503	503
调整 R^2	0.4221	0.4033

2.3. 银政关系视角

本文从股权控制角度分析由银政关系引发的异质性影响。具体的，本文选择十大股东国有股（财政持股与国有企业持股合计）占比与第一大股东是否为财政股两个指标作为银政关系的代理变量，表 5.4 展示了对应的回归结果。第（1）和（2）列按照样本十大股东占比中位数分组，结果显示，国有股东占比低的银行在经济政策不确定性提升时更易形成悲观预期，反之国有股东占比高的组别*BankEPU*前的系数并不显著。第（3）和（4）列按第一大股东是否为财政股进行分组，结果表明，第一大股东非财政股的银行子样本中*BankEPU*前的系数在 5%水平下显著为负，而这一负相关关系并不存在于第一大股东为财政股的组别中。

国有股东持股比例高和财政股为第一大股东均一定程度意味着银行经营将享受政府的隐性背书。在经济政策不确定性提升背景下，此类银行存在更大的可能性获取来自政府的资金支持或资源保障，银行抵御风险的韧性相对更强。这其中，第一大股东为财政股表明政府部门对银行拥有最终控制权，此时银行的政策属性更为突出。得益于与政府更为紧密的关系，在经济政策不确定性上升期间，此类银行具备获取有关未来政策导向等前瞻性信息的优势。基于此，经济政策不确定性感知对预期的负面影响将被进一步削弱。

表 5.4 异质性分析回归结果：银政关系视角

	十大股东国有股占比		第一大股东类型	
	(1) 高组	(2) 低组	(3) 是财政股	(4) 非财政股
	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-0.3629 (-0.5549)	-1.0192* (-1.9073)	-0.4283 (-0.5317)	-1.1304** (-2.2709)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes

个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
银行数	70	69	35	88
样本量	500	520	280	739
调整 R^2	0.4141	0.4094	0.5020	0.3687

六、进一步研究

前文对银行经济政策不确定性感知影响预期的分析,主要建立在预期由当前信息和判断决定的框架之上。然而,预期同样可能受到历史经验的深刻影响。以 2008 年国际性金融危机为例, Ma et al. (2021) 和 Mudd et al. (2010) 的研究均表明,危机中受损较重的经济主体更倾向于预期未来危机的发生,且对危机情境下的经济前景持有更悲观的态度。这一现象即为“疤痕效应”(scarring effects),即过去的重大事件冲击(“疤痕”)会在一定程度上对未来预期与行动的方式产生持续影响。基于此,本文以 2008 年国际金融危机和 2011 年银行间系统“钱荒”为代表性冲击,考察在事件中受创较重的银行,是否在后续面对经济政策不确定性风险时,展现出更为悲观的预期立场。

1. 2008 年金融危机

由美国次贷危机引发的 2008 年金融危机对全球经济产生了巨大而深刻的影响。彼时,中国银行业由于参与国际市场的广度与深度相对有限,并未遭受大范围的直接冲击。然而,国际金融危机的影响仍然能够通过贸易联系、国际资本流动和信心传导机制对中国宏观经济及中国银行体系的稳定性产生间接冲击(Huang and Luk, 2020)。一方面,彼时中国经济高度依赖外向型增长模式,2007 年货物进出口额占 GDP 的比重约 61%,且受金融危机冲击最为严重的欧盟、美国等国家和地区长期为中国主要的贸易对手方。金融危机的爆发导致中国出口大幅受损,国内经济增长动能承压,进而部分企业经营利润下滑甚至陷入经营困境。企业端的风险传导至银行部门导致银行贷款质量面临巨大挑战,资本管理和不良贷款控制的难度显著上升。另一方面,为保证经济“软着陆”,国家出台了系列“保增长、扩内需、调结构”的宽松性宏观经济政策。银行作为金融体系的核心参与者,在支持实体经济恢复与发展的过程中扮演关键角色。

在金融危机尚未触底,国内利差收窄的背景下,中国银行业面临来自监管要求与业绩压力的双重挑战。基于此,本文从监管约束与经营业绩两个维度依次选择 2008 年末资本充足率、拨备覆盖率、2008 年资产余额增速、税前利润增速四项指标,作为衡量样本银行受金融危机影响程度的依据。若四项指标处于较低水平,则视作银行遭受了较高级别度的风险冲击。

表 6.1 第(1)和(2)列展示了按 2008 年末资本充足率中位数分组后的回归结果,可见,资本充足率偏低的组别 *BankEPU* 前的系数在 5% 水平下显著为负,而资本充足率偏高的组别 *BankEPU* 前的系数并不显著。这表明,2008 年资本压力明显增加的银行在面对未来的经济政策不确定性风险冲击时,将因 2008 年金融危机形成的冲击“疤痕”,倾向对未来抱持更为悲观的预期。表 6.1 第(3)和(4)列展示了按 2008 年末拨备覆盖率中位数分组后的回归结果。与按资本充足率中位数分组类似,后续经济政策不确定性感知对银行预期的负面影响仅在 2008 年拨备覆盖率偏低、信贷风险缓释能力偏弱的银行子样本中显著存在。

表 6.1 疤痕效应分析结果：2008 年资本充足率与拨备覆盖率

	2008 年资本充足率		2008 年拨备覆盖率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高组	低组	高组	低组
	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-0.4997	-1.4277**	-0.4453	-1.7264***
	(-0.9153)	(-2.4980)	(-0.8641)	(-2.8295)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
银行数	71	36	74	33
样本量	624	334	639	319
调整 R^2	0.4620	0.3347	0.4206	0.3966

注：仅考虑 2009-2022 年回归样本，表 6.2 同。

表 6.2 基于经营业绩压力视角考察经营业绩受损的所形成的“疤痕”对未来银行预期形成过程的影响。第（1）和（2）列按 2008 年资产余额增速的中位数进行分组，第（3）和（4）列按 2008 年税前利润增速的中位数进行分组。两个分组标准下的回归结果均显示，经营业绩表现较差（即资产余额增速偏低或税前利润增速偏低）的银行在随后时期面对经济政策不确定性提升的风险时，更倾向做出更为负面和悲观的预期判断。

表 6.2 疤痕效应分析结果：2008 年资产余额增速与税前利润增速

	2008 年资产余额增速		2008 年税前利润增速	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高组	低组	高组	低组
	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-0.3667	-1.4470***	-0.3996	-1.2736**
	(-0.6589)	(-2.6902)	(-0.6518)	(-2.2088)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
银行数	60	47	63	44
样本量	501	457	524	434
调整 R^2	0.4060	0.4433	0.3627	0.4340

2. 2011 年银行间“钱荒”事件

2011 年银行间“钱荒”事件发生的根本原因在于，央行为控制不断走高的通货膨胀率实施了持续的紧缩性货币政策。受前期货币超发、投资刺激，叠加国际油价大幅上涨带来输入性压力的影响，自 2010 年起我国通货膨胀率开始上涨，攀升趋势延续至 2011 年。截至 2011 年 7 月，当月居民消费价格指数（CPI）同比涨幅达到峰值 6.5%。在此背景下，央行不断加码紧缩性货币政策，于 2011 年第一季度、第二季度各三次上调存款准备金率；随后紧缩节奏趋缓，第四季度仅一次上调存款准备金率。彼时，中小金融机构存款准备金率已高达 17.5%，

而大型金融机构存款准备金率则达到 21%。

持续上调存款准备金率直接导致银行超额准备金水平不断下降，内部可用资金逐步减少，银行间市场流动性趋紧，质押式回购利率大幅上升，资金成本显著增加，进一步压缩银行净息差空间。基于此，本文选择关注 2011 年末超额准备金、现金占资产比重以及 2011 年息差收入增速三项指标，作为衡量样本银行受到本次“钱荒”事件冲击影响程度的基础，若三项指标水平值越低，则表明银行资金储备越紧，所受冲击越大。

表 6.3 第（1）和（2）列展示了按 2011 年末样本银行超额准备金资产比中位数分组后分别回归的结果，结果表明，2011 年末超额准备金偏低（即受冲击影响更大）的组别，在随后时期面对经济政策不确定性提升的风险，表现出更加谨慎、悲观的态度。对比来看，超额准备金偏高（即受冲击影响更小）的组别中，经济正不确定性对银行预期的负面效应并不突出。表 6.3 第（3）和（4）列展示了按 2011 年末样本银行现金资产比中位数分组后分别回归的结果。类似的，2011 年末现金资产比偏低的子样本中 *BankEPU* 前的系数在 5% 水平下显著为负，即“钱荒”事件冲击影响了未来经济政策不确定性感知对预期形成的作用机制，但这一现象在现金资产比偏低的组别中并不存在。

表 6.3 疤痕效应分析结果：2011 年超额准备金资产比与现金资产比

	2011 年超额准备金资产比		2011 年现金资产比	
	(1) 高组	(2) 低组	(3) 高组	(4) 低组
	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-0.7132 (-1.0959)	-1.1474** (-2.5827)	-0.8630 (-1.5256)	-1.1475** (-2.4146)
银行层面控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
银行数	66	39	65	40
样本量	457	366	456	367
调整 R^2	0.4092	0.4648	0.4652	0.4065

注：仅考虑 2012-2022 年回归样本，下表同。

表 6.4 展示了按 2011 年样本银行净息差收入增速中位数分组后分别回归的结果^①，依然可见经济政策不确定性对银行预期的负面影响仅在净息差收入增速偏低的组别中显著存在。上述结果均表明，重大事件所形成的“疤痕”使得银行在面对后续风险冲击（如本文关注的经济政策不确定性风险）时倾向形成更为悲观的预期。这说明，银行预期并非完全仅由当前信息决定，同样也会受到历史经验的深刻影响，且这种影响是长久并持续的。

表 6.4 疤痕效应分析结果：2011 年净息差收入增速

	2011 年净息差收入增速	
	(1) 高组	(2) 低组

^① 净息差收入定义为银行利息收入与利息成本之差。

	<i>BankIndex</i>	<i>BankIndex</i>
<i>BankEPU</i>	-0.6987	-1.0114**
	(-0.9857)	(-2.3116)
银行层面控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
银行数	58	47
样本量	397	426
调整 R^2	0.4150	0.4529

注：仅考虑 2012-2022 年回归样本，下表同。

七、结论

本文利用基于银行年报中披露的“展望性信息”构建了银行经济政策不确定性感知指标与银行预期指标，并研究了银行经济政策不确定性感知对预期的影响。基于 2007-2022 年 134 家银行非平衡面板数据的实证结果表明，银行在感知经济政策不确定性有所提升时，将对未来抱持更加悲观的预期。这一结论与学界既有的讨论政策不确定性对银行的影响的讨论成果高度吻合。经济政策不确定性对银行多方面的负面影响将促使银行在感知政策不确定性提升时形成前瞻性的悲观预期，并直接反映在其年报文本中叙述语调中。此外，一致性检验的实证结果说明，银行面对更高的经济政策不确定所形成的悲观预期，将“言行一致”地导致银行短期或中期经营决策发生改变，即银行预期与行为模式相互匹配，银行对经济政策不确定性的反应并非被动适应，而是基于预期变化的主动调整。机制检验与异质性分析表明，宏观经济变化趋势和储户信心在经济政策不确定性感知与银行预期的关系中具有正向调节作用；经济政策不确定性对预期的负面影响在风险敞口偏大、风险抵御能力偏弱或银政关系越不紧密的银行样本中更为突出。

本文在稳健性检验部分拓展了预期的度量方式。一方面，利用大语言模型 ChatGPT-4 Plus 对年报中的“展望性信息”重新进行语调识别；另一方面，手工收集银行年报中披露的定量目标，创造性构建相对目标设定值作为预期的代理变量。上述两种替代性度量方法所得结果均未改变基准模型的主要结论。此外，本文进一步考察了疤痕效应对银行预期的影响，实证结果表明，在事件中受创较重的银行，后续面对经济政策不确定性风险时倾向展现出更为悲观的预期立场，即银行预期并非完全仅由当前信息决定，同样也会受到历史经验的深刻影响，且这种影响是长久并持续的。

综合本文的分析与结论，以下政策含义值得关注：首先，面对变化莫测的经济形势，政府在制定经济政策时需妥善把握政策变化与金融稳定间的平衡，关注经济政策不确定性对银行预期的负面影响，识别不同情境下作用机制的差异；加强对市场预期的引导，通过“稳预期”进而实现“稳金融”的目标。其次，本文基于年报文本构建的银行经济政策不确定性感知指标与银行预期指标均表现出良好的解释力和稳健性，表明银行年报文本具有较高的信息价值，监管部门在规范商业银行信息披露行为方面已取得积极成效。不过，商业银行信息披露程度积极性仍有一定提升空间，监管部门需进一步完善信息披露办法的制度建设，在保证披露充分性的基础上，提高信息披露的质量。

参考文献

- [1] 陈雄兵, 邓伟. 经济政策不确定性加剧了银行盈余管理吗[J]. 中南财经政法大学学报, 2022(2): 16-26.
- [2] 陈志成, 张敏, 潘雨晨, 刘震. 经济政策不确定性、风险规避与流动性创造结构性变动[J]. 金融评论, 2022, 14(2): 88-105, 126.
- [3] 邓伟, 宋清华, 杨名. 经济政策不确定性与商业银行资产避险[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(1): 217-236.
- [4] 葛新宇, 庄嘉莉, 刘岩. 贸易政策不确定性如何影响商业银行风险——对企业经营渠道的检验[J]. 中国工业经济, 2021(8): 133-151.
- [5] 顾海峰, 于家珺. 中国经济政策不确定性与银行风险承担[J]. 世界经济, 2019, 42(11): 148-171.
- [6] 何富美, 欧阳志刚, 豆振江. 经济政策不确定性是否抑制了中国银行信贷[J]. 当代财经, 2019(12): 61-72.
- [7] 黄大禹, 凌丹, 邹梦婷. 经济政策不确定性与商业银行绩效——结构特征、影响机制与治理[J]. 上海经济研究, 2022(8): 60-78.
- [8] 李佳. 经济政策不确定性与银行资产证券化[J]. 上海财经大学学报, 2020, 22(4): 64-82.
- [9] 李力, 黄新飞. 货币政策不确定性与商业银行风险承担研究[J]. 系统工程理论与实践, 2022, 42(4): 847-864.
- [10] 刘梦宁, 刘运国. 经济政策不确定性、目标设定与棘轮效应[J]. 会计研究, 2022(7): 89-106.
- [11] 刘欣蕊, 周爱民. 经济政策不确定性与商业银行盈余管理[J]. 经济学家, 2020(12): 33-42.
- [12] 刘岩, 赵雪晴. 银行家问卷调查与信贷周期理论的再检验[J]. 金融研究, 2023(12): 188-206.
- [13] 孟庆斌, 杨俊华, 鲁冰. 管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究[J]. 中国工业经济, 2017(12): 132-150.
- [14] 聂辉华, 阮睿, 沈吉. 企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J]. 世界经济, 2020, 43(6): 77-98.
- [15] 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[J]. 中国工业经济, 2020(4): 154-173.
- [16] 宋全云, 李晓, 钱龙. 经济政策不确定性与企业贷款成本[J]. 金融研究, 2019(7): 57-75.
- [17] 陶士贵, 康缪峰. 经济政策不确定性对商业银行效率的影响——基于风险承担渠道的研究[J]. 工业技术经济, 2021, 40(11): 61-70.
- [18] 田国强, 李双建. 经济政策不确定性与银行流动性创造:来自中国的经验证据[J]. 经济研究, 2020, 55(11): 19-35.
- [19] 姚加权, 冯绪, 王赞钧, 纪荣嵘, 张维. 语调、情绪及市场影响:基于金融情绪词典[J]. 管理科学学报, 2021, 24(5): 26-46.

- [20] 于震, 丁尚宇. 银行预期与中国经济周期波动[J]. 西安交通大学学报 (社会科学版), 2019, 39(5): 49-59.
- [21] 喻微锋, 康琦. 经济政策不确定性会降低商业银行流动性创造水平吗?——基于银行业的经验证据[J]. 当代经济科学, 2021, 43(6): 52-64.
- [22] 张成思, 孙宇辰, 阮睿. 经济政策不确定性、企业货币政策感知与实业投资[J]. 财贸经济, 2023, 44(7): 75-90.
- [23] 赵云辉, 孙源, 冯泰文, 刘洋. 供应商ESG评级分歧何以影响企业运营韧性[J]. 中国工业经济, 2024(11): 174-192.
- [24] 周爱民, 刘欣蕊. 经济政策不确定性、银行竞争与银行收入多元化[J]. 当代经济科学, 2020, 42(2): 68-79.
- [25] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring Economic Policy Uncertainty*[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [26] Bordo M D, Duca J V, Koch C. Economic policy uncertainty and the credit channel: Aggregate and bank level U.S. evidence over several decades[J]. Journal of Financial Stability, 2016, 26: 90-106.
- [27] Cyert R M, March J G. A behavioral theory of the firm[M]. Upper Saddle River, NJ, US: Prentice Hall/Pearson Education, 1963: 322.
- [28] D'Acunto F, Gao J, Liu L, Lu K, Wang Z, Yang J. Subjective Expectations and Financial Intermediation: 11780[R]. CESifo, 2025.
- [29] Davis S, Liu D, Sheng X S. Economic Policy Uncertainty in China Since 1949: The View from Mainland Newspapers[J]. 2019.
- [30] Diamond D W, Dybvig P H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity[J]. Journal of Political Economy, 1983, 91(3): 401-419.
- [31] Falato A, Xiao J. Expectations and Credit Slumps[J]. SSRN Electronic Journal, 2023.
- [32] Ge X, Liu Y, Zhuang J. Monetary policy uncertainty, market structure and bank risk-taking: Evidence from China[J]. Finance Research Letters, 2023, 52: 103599.
- [33] Hu J, Liu L X, Liu C Y, et al. CEO turnover, sequential disclosure, and stock returns[J]. Review of Finance, 2025, 29(3): 887-921.
- [34] Hu J, Liu L X, Liu C Y, Qu H, Zhang Y. CEO overconfidence and financial crisis: Evidence from bank lending and leverage[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 120(1): 194-209.
- [35] Huang S C, Chen W D, Chen Y. Bank liquidity creation and CEO optimism[J]. Journal of Financial Intermediation, 2018, 36: 101-117.
- [36] Huang Y, Luk P. Measuring economic policy uncertainty in China[J]. China Economic Review, 2020, 59: 101367.
- [37] Lewbel A. Constructing Instruments for Regressions With Measurement Error When no Additional Data are Available, with An Application to Patents and R&D[J]. Econometrica, 1997, 65(5): 1201-1213.
- [38] Li R, Li J, Zhu X. Downside belief disagreements and financial instability: Evidence from risk factor disclosures in U.S. financial institutions' 10-K filings[J]. Journal of International

- Financial Markets, Institutions and Money, 2025, 99: 102118.
- [39] Liu Y, Zhao X. On the factors driving bank lending standards: Global evidence from bank lending surveys[J]. Economics Letters, 2023, 233: 111431.
 - [40] Ma Y, Paligorova T, Peydro J L. Expectations and Bank Lending. Working Paper, 2015
 - [41] Ma Y. Bank CEO Optimism and the Financial Crisis[J]. SSRN Electronic Journal, 2014.
 - [42] Mudd S, Pashev K, Valev N T. The Effect of Loss Experiences in a Banking Crisis on Future Expectations and Behavior[J]. The B.E. Journal of Macroeconomics, 2010, 10(1).
 - [43] Pastor Y Camarasa P, Lamers M. Do Actions Follow Words? How Bank Sentiment Predicts Credit Growth[J]. SSRN Electronic Journal, 2023.