中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

宏观审慎监管
研究与实践

廖岷 孙涛 丛阳/著



MACRO
PRUDENTIAL REGULATION
Research And Practice

中国经济出版社

版权信息

书名：宏观审慎监管研究与实践 作者：廖岷;孙涛;丛阳

书号：9787513636162

出版社：中国经济出版社

版本：2015.01

定价：59元

出版说明：版权所有 侵权必究

第一章 导论

第一节 背景

始于2007—2008年的全球金融危机以始料未及的方式给现代金融业提出警醒，看似成熟发达的金融市场体系在危机中突然显得脆弱不堪，系统性风险迅速形成并蔓延，投资者信心瞬间丧失，先前看似稳健、庞大的金融机构顷刻坍塌。危机之后6年的今天，巨大的危机压力似乎暂时渐远，但人们对现行金融体系的发展、对系统性风险识别、预警和防范的反思却未曾止步。人们逐渐意识到，随着金融市场的深化与发展，金融体系和金融机构规模的扩大和结构的复杂，金融衍生产品种类的增加，金融机构之间以及金融机构与金融市场之间的关联性不断增强，金融风险在金融体系中的分散、传导和积累变得越发复杂，以《巴塞尔协议》为核心的资本监管在维持单体机构稳健运行的同时，却难以保障整个金融体系的稳定；而整个金融体系的崩溃却能迅速传导至每一家看似稳健的单体机构，并对实体经济造成巨大冲击。由于系统性风险有可能会在表面平静的经济体内部累积，不能将寻求金融稳定作为宏观经济政策工具组合的附属目标，而需要采取更加精细的宏观审慎政策工具去应对系统性风险的上升。(1)因此，全球金融危机后，国际监管组织和各国对系统性风险防范的重视提升到前所未有的高度，自2009年4月以来，历次二十国集团（G20）峰会都将宏观审慎监管议题写入公报，以强化宏观审慎监管来防范系统性风险成为了这次金融危机留给现代金融体系的最重要“遗产”(2)。

然而，从危机的演变进程来看，系统性风险在各国、各地区的表现形式却不尽相同。美国次贷危机更多暴露出对金融衍生品的过度创新和疏于监管所诱发的系统性风险，从“持有—到期”到“发起—分销”模式的转变，使得基础资产在资产证券化、再证券化过

程中，其质量未能得到严格把控，其中蕴含的风险和缺陷被“分销”到了金融市场的每一个角落；欧洲的主权债务危机表面上可以视为美国次贷危机的延伸，危机导致的经济萧条使得各国政府纷纷推出刺激经济增长的宽松政策，然而，其系统性风险的实质源于其经济的深层次结构问题：部分欧洲国家由于长期高福利和高财政赤字，以及欧洲财政一体化机制的匮乏，迫使欧洲中央银行最终承担缓解危机的重任，推出延续至今的量化宽松。伴随着主要发达国家量化宽松政策的推进，系统性风险的阴霾呈现从欧美发达国家逐步向新兴经济体蔓延的趋势，新兴经济体更多面临着经济、金融市场弹性与韧性不足的问题，资本大进大出导致资产价格波动等系统性风险。可见，由于美国、欧洲、新兴市场所表现出来的完全不同形式的系统性风险，在研究和使用宏观审慎监管框架和工具时，其内容就必然各不相同，其有效性也必然有一定的差异。

毫无疑问，中国的系统性风险有着特定的内涵。尽管此次全球金融危机对中国经济和金融市场的直接冲击及引致的损失不及欧美国家，但我们采取的一些危机应对措施也直接或间接地带来了新的风险隐患。尤其是近年来，伴随着实体经济面临的“经济增长换档期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”的“三期叠加”，伴随着金融体系的迅速膨胀，金融深化进程的加速，融资渠道和方式的多样化，一些重要领域，如地方政府融资平台、房地产市场以及影子银行等的快速发展，金融体系风险和不稳定性在不断积累和逐步凸显。2013年底，国家审计署公布全国政府性债务超20.6万亿元（截至2013年6月），全国政府负债率为36.74%，债务率高达105.66%（截至2012年底）[(3)]。2014年5月，中国社科院发布《金融监管蓝皮书》估计中国广义影子银行的规模为27万亿元，占银行业资产比例达到19%。2014年6月，英国《金融时报》有关全球影子银行系列专刊中将中国影子银行列为第一篇文章，并认为是对全球有系统性威胁的问题。中国当前面临的系统性风险到底规模有多大，

包括哪些领域，哪些因素可能成为诱发危机的潜在威胁，其传导机制如何，当前面临的房价下行压力会否成为压垮骆驼的最后一根稻草，未来终将面临的美联储中性或紧缩货币政策是否会诱发资本大规模外流、影子银行骤然收缩，从而形成对当前金融风险的叠加之势？这些问题犹如高悬的利剑，值得我们警醒，亟待我们深究。

站在全面深化改革的十字路口，防范系统性风险、维护整个金融体系的稳定至关重要，这不仅是为了金融行业本身的稳健可持续发展，更是服务于中国实体经济转型改革大局的重要基石。因此，如何充分借鉴本次全球金融危机的经验和教训，更加有效地识别中国潜在的系统性风险来源、强度和传导机制，更有针对性地建立宏观审慎监管的制度框架，运用包括宏观审慎监管政策工具在内的各种政策，加强对系统性风险的防范和处置，成为现阶段中国金融监管者面临的首要职责和重大挑战。更有的放矢地分析上述问题和挑战，更充分有效地推动相关政策讨论便是本选题的初衷。

第二节　理论研究综述

一、对系统性风险的理论研究分析

从传统经济学理论来看，关于系统性风险的理论主要隶属于金融危机理论。每一次金融危机的发生和蔓延都会引起人们对于经济运行和政策执行的深刻反思，并尝试进行理论解释和寻求应对之道。金融危机理论包括货币危机理论、银行业危机理论、外债危机理论和全面危机理论。其中，关于系统性风险形成的理论主要包括两大维度，一是认为系统性风险是基于时间积累的，是与经济周期波动密切相关、与金融机构内在不稳定性相关的，是循环往复、周期性产生的，基于这一观点的论述主要有债务—通货紧缩危机理论、金融不稳定假说等。另一个维度是认为系统性风险是互相传染

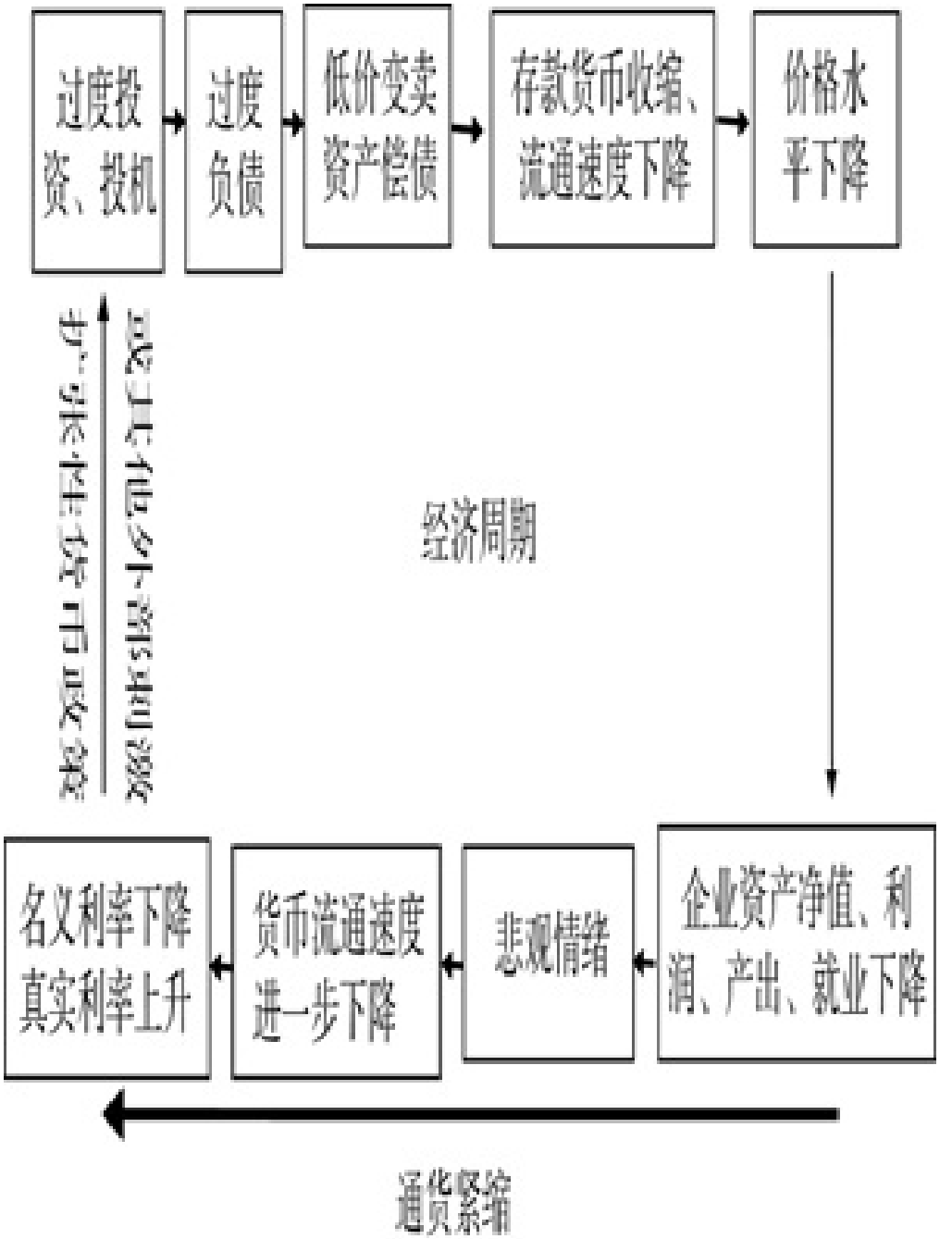
的，从行为金融学[(4)]的角度来看，由于信息不对称、经济人的有限理性，极易诱发金融机构的同质性、集体非理性和系统性风险，且在银行内部和金融体系之间导致风险传染，基于这一观点的论述主要有羊群效应、银行挤兑模型和银行间风险传染等相关论述。

（一）债务—通货紧缩危机理论——Fisher（1933）

1929年的“大萧条”引发众多经济学家对金融危机的形成机理的理论思考。Veblen（1904）、Hawtery（1926）等首先提出债务—通货紧缩危机理论，之后，Fisher（1933）、Keynes（1936）、Minsky（1985）、Kindleberger（1996）在此基础上进一步发展了该理论。

“债务—通货紧缩”理论是指经济主体的过度负债和通货紧缩相互作用、相互增强，从而导致经济衰退甚至引起严重的萧条。“债务—通货紧缩”的实质是经济周期论，即把危机的生成和积累看成是市场非理性行为和非均衡发展的结果，是与经济周期密切相关的一种经济现象。该理论的核心思想是：一些外部事件（如新技术、新产业、新资源的出现等）使得经济部门出现新的盈利机会，从而导致投资增加，使产出、物价和利润水平上升。物价与利润水平的上升，既刺激了投资，也诱发了旨在获得资本利得的投机。投资和投机的资本来源主要通过债务融资，最重要的是银行贷款，使得存款和货币供给增加，导致物价进一步上升。这一切使得人们对经济预期更为乐观，从而提高了货币流通速度，使经济以更快的速度扩张，物价水平上升也使得未清偿债务的实际价值降低，更进一步鼓励借贷活动，直至达到“过度负债”状态，即许多债务人没有足够的流动资产来清偿到期的债务，导致被迫性的债务清偿，引起连锁的债务—通货紧缩过程，如图1－1所示。

图1－1　债务—通货紧缩过程



在债务清偿的过程中，企业违约、破产情况增多，在经济上升、扩张期积累的经济金融风险逐步显露、甚至进一步放大，银行体系在过度负债以及后续要求清偿的过程中，会对危机的形成推波助澜，其自身也有可能面临严重的危机。

（二）金融不稳定假说——Minsky（1992）

Minsky（1992）提出，金融机构所经历的周期性危机和破产浪

潮，以及由此引发的宏观经济动荡和危机，是由其内在特征决定的。Minsky（1992）根据贷款性质，将企业的融资方式分为三类：

第一种是根据自身需要进行融资。这类融资企业倾向于用未来的收入来履行它们的还债义务，如果未来收入不确定，他们就不会借款。因此，这类企业的财务安排最为保守，融资情况是安全的。

第二种是投机性融资。这类融资企业预计近期偶尔会出现资金短缺，但是靠收入可以履行他们的长期还债义务。因此，这类企业虽然有一定风险，但基本上还是安全的。

第三种是滚动融资。这类企业借款目的在于对长期项目的投资，在较长时间内不但无法进行还本付息，还需要进行滚动融资，因此风险最高。

Minsky（1992）没有说明在一个经济体中，上述三种融资方式的企业占比，但他认为，在经济扩张时期采取投机性或是滚动融资方式的企业比例会上升，因为企业都寻求那些更能赚钱但项目周期更长、获利前景相对不确定的机会。经济扩张的繁荣景象使得银行对企业未来收入的预期较为乐观、发放贷款的审慎度下降。甚至，银行也可能和企业一样，对风险投资产生兴趣。信贷需求的增加必然导致利率上升，利率上升会使得高风险企业的资金成本上升，财务状况恶化。当一个或几个高风险企业出现破产倒闭，就会导致整体市场的忧虑甚至全面恐慌，并将这种恐慌反馈给金融机构，导致银行不良资产规模迅速上升，并丧失对负债的清偿能力，使得金融机构也面临倒闭的厄运，最终爆发金融危机。

对于金融危机周期性循环往复的长波，Minsky（1992）提出两种解释：一是竞争压力，银行为了不失去顾客和市场，在竞争环境下会做出不审慎的借贷决策；二是代际遗忘，当上一次的金融危机

已经过去很长一段时间，人们会忘记上次的苦痛经历，贪婪战胜了恐惧。

（三）危机传染理论

危机传染的渠道分为基本面传染和非基本面传染，基本面传染主要是通过金融资产价格变动、经济基本面变动等，是直接传染。非基本面传染主要属于行为金融学范畴，风险由于投资者或其他人的行为导致，体现为金融恐慌、羊群行为、信心丧失等与投资者情绪和行为有关的风险传染，是间接传染。

1.羊群效应导致的同质性——Shiller（1995）

Shiller（1995）定义羊群行为是一种社会群体中相互作用的人们趋向于相似的思考和行为方式。有效市场假说认为市场本身是功能完善的，投资者是理性的，市场价格能够充分反映一切可以获得的信息，因此市场供求关系决定市场价格，金融市场实现有效的资源配置。然而，由于各种信息传导机制的制约，对市场现状的认知和对必要信息的获取存在差异，在信息不对称条件下，微观金融机构的市场行为很难完全理性。信息失灵导致行为人在心理上的广泛从众性，普遍认为其他人比自己更具备信息优势，倾向于随从他人的决策行为而确定自己的选择，导致多数人的策略行为具有统一化的趋势，即“羊群效应”。

羊群效应可以很好地解释金融行业的有限理性行为：金融机构的行为很难具备长期眼光，而跟随被认为在信息方面占据优势的金融机构进行金融操作，被认为是最具理性的，将最大程度地规避市场风险。同时，理论上说，由于金融行业的完全竞争属性，任何金融机构都很难具备价格方面的竞争优势，信息资源方面的优势将决定竞争力的强弱，这也就扩大了羊群效应的效用空间。大量金融机

构往往都倾向于根据其他金融机构普遍的金融行为判断信息属性，并据此对自己的金融行为策略做出调整。另外，资本的逐利性也导致大批金融机构采取相同的金融操作，大量的资金纷纷涌入同一产品市场，金融机构的同质性不断增强。此外，金融机构相似的风险管理模型和经营策略也助长了上述同质性。

在此基础上，金融体系将面对共同风险敞口，随着共同风险敞口的逐渐扩大，一旦发生系统性冲击，在自身缓冲机制不健全的情况下，金融机构的集体损失将在所难免，且金融体系的整体危机也将迅速波及实体经济。因此，由于羊群效应导致的同质性是风险迅速传染的重要原因。

2.银行挤兑模型——Diamond和Dybvig（1983）

Diamond和Dybvig（1983）提出银行挤兑模型（DD模型），该模型认为银行的一项重要功能就是可以将流动性负债转化为非流动性资产，同时提供私人市场不能提供的有效的风险分担功能。然而，这使银行很容易受到挤兑的威胁，在遇到挤兑时又非常脆弱。挤兑可能会由随机事件引发，并引起金融危机。DD模型主要尝试解释为什么个别银行的流动性困难或破产倒闭会导致整个金融体系的不稳定，即解释了银行之间的风险传染效应。

该模型认为银行挤兑是存款人对其他存款人预期的一个纳什均衡。他们设计了一个三期模型，假定先来后到的服务顺序和资产变现的成本，存款人的提款行为有两种均衡：当存款人预期挤兑将要发生时，其最优行为是尽快去银行提取存款；当存款人预期挤兑不会发生时，将存款留在银行。该模型认为：存款人关注的并非银行的清偿能力，而是来自其他存款人行为带来的潜在流动性问题。具体来说，当一家银行陷入流动性困难或破产倒闭，造成该银行存款人的存款损失时，在其他银行存款的存款人也对自己存款的安全产

生担忧。但是由于他对破产银行的影响并不清楚，只能凭借所观察到的信息决定是否提款。那些较为谨慎的存款人就会去银行提取存款，这种行为对个人而言是正常的，然而一旦被其他存款人所了解，存款人就都会依据对其利益最大化的原则行事，加入提取存款的行列，引起银行挤兑。由于银行不可能有百分之百的存款支付准备，因此即使经营正常、资产质量良好的银行，在面临大规模挤兑时也会陷入难以清偿的危机。一般来说，在信息不对称的条件下，包括经济衰退、某银行经营管理的重大失误、不良资产问题等外部因素，改变了个人的预期，并由个体传递到群体，当公众群体采取一致行动时，就会造成银行挤兑的危机。

3.银行间系统性风险的传染理论——Allen和Gale（1998，1999，2000）

银行间同业市场有助于在银行系统内重新分配流动性，但银行间同业市场会面临风险传染。Allen和Gale（1998）分析了一家典型银行，这家银行持有具有风险收益的非流动性资产，当存款人预期风险资产的盈利较低，或出现其他可能导致挤兑风险的问题时，银行面临清偿的危机，如果银行竭力出售其风险资产以满足存款人的流动性需求，会导致风险资产价格的迅速下降，则有可能使危机在整个资产市场上扩散。Allen和Gale（1999）考虑了银行间互相持有存款的因素，如果银行对其在其他银行的存款进行兑现以满足其客户流动性要求，会导致风险扩散，最终导致银行倒闭。Allen和Gale（2000）研究了金融危机通过银行间市场以跨区持有头寸的途径来传染，证明了市场的不健全和地区之间的高度相关是系统性风险蔓延的重要原因。

（四）国际上有关系统性风险的研究

为总结历次金融危机的经验教训，国际上已有大量文献研究系

统性风险。第一类是关于系统性风险的概念，De Bandt和Hartmann（2000）定义系统性风险为经历系统性事件时遭遇初始冲击的结果。Perotti和Suarez（2009b）认为系统性风险是一种受到传播的风险，冲击超越其直接的经济影响传播扩散至实体经济，导致危机发生。Borio（2003）认为系统性风险的积累不仅仅在于时间的演变，而是与商业周期密切相关，风险是内生性的反映。系统性风险在过度繁荣中积累酝酿，在新一轮经济低迷与收缩中或是爆发或是有所缓和，并始终伴随着金融体系和实体经济之间的交互作用。

第二类是关于系统性风险的衡量，主要包括基于资产负债表和市场的指标、金融预警指标、基于向量自回归模型（VaRs）三大类。在过去十年的研究中，越来越多文献确定了资产负债指标对于衡量系统性风险的作用（Carson和Ingves，2003；Bordo等，2000），以及金融市场指标（Moonhouse，2004；IMF，2008）和一些基于CDS或其他衍生工具指标对于衡量系统性风险的作用（Illing和Liu，2006；Tarashev和Zhu，2006，2008）。

还有一种对系统性风险的衡量是基于信贷和资本市场，并强调一定的预测性（Borgy等，2009；Borio和Lowe，2002；Borio和Drehman，2009b；Gerdesmeier等，2009；Alessi和Detken，2009；Fornari和Lemke，2009）。早期的研究如Calvo等（1993）、Eichengreen（1996）、Turner和Goldstein（1996）、Frankel和Rose （1996）等指出，较高的系统性风险一般与以下现象有关：流动性不足、对私人部门的过度借贷、过快的信贷增长和不完善的制度。在此基础上，IMF（2008）构建了“金融稳健性指标”，由于指标的来源和选取规则相对简单，便于监管监测和政策执行，因此是一种实用性较强的国际通行方法，尤其适用于金融市场相对不发达的发展中国家金融市场。

第三种衡量系统性风险和金融不稳定的工具包括向量自回归模型（VARs）以及宏观压力测试的方法（Drehmann等，2006；Misina和Tessier，2008），此类经验模型预测工具比较灵活，尤其适用于信息来源更为多元、交易产品结构较为复杂的发达国家金融市场。通过经济冲击的传导效应进行跟踪分析，也可通过脉冲响应[(5)]衡量对宏观经济和金融体系的结构性冲击。

从传统经济学理论分析和国际上现有研究来看，对系统性风险形成的分析主要从时间维度和跨个体机构、跨部门传染维度。需要说明的是，这次全球金融危机的理论解释，既有与传统金融系统性风险和危机理论的相似之处，也有更多新的现象需要在理论上进一步做出研究和解释。此次金融危机当中所表现出来由于金融创新和资本全球流动而带来的许多新情况，如高杠杆率、高关联性、流动性风险与信用风险的高度关联、过度流动性与实体经济有效信贷需求不足、货币市场、信贷市场与资本市场之间的风险传递机制等，都需要有关金融危机和系统性风险的理论研究有新的突破，以便为全球未来宏观审慎监管提供新的理论基础。

二、对宏观审慎监管的理论研究分析

宏观审慎监管的概念并非2007—2008年金融危机后才提出的。早在20世纪70年代后期的库克委员会（Cooke Committee）上就已经提出，然而相较于宏观经济和货币政策理论而言，有关宏观审慎监管的理论探讨和研究相对较晚并有待检验。当然，这与人们对金融危机的性质、原因和对策的逐步认识和反思密切相关。

（一）宏观审慎监管体现“新凯恩斯主义”的思想

目前，全球范围内还未对宏观审慎监管形成统一、明确的定义，也没有相对体系化的理论分析框架。我们认为，无论发达国家

还是新兴市场，各国宏观审慎监管的实践大大领先于理论上的准备。从宏观审慎监管提出的背景来看，体现了“新凯恩斯主义”的思想传承。

20世纪30年代左右，凯恩斯（Keynes，1926，1936）先后出版《自由放任主义的终结》和《就业利息货币通论》，奠定了“凯恩斯主义”的核心思想：（1）对自由资本主义制度弊端的基本诊断是：“我们生存于其中的经济社会，其显著缺点乃在于不能提供充分就业，以及财富与所得之分配有欠公平合理”。（2）要修补制度的这些缺陷，政府就必须终结“自由放任主义”，采取积极的行动。这类行动的核心包括两个部分：运用积极的货币政策和财政政策，进行总需求管理，使经济走向充分就业的均衡；运用收入再分配政策，降低财富和收入的严重不均等程度，以扩大有效需求。这些政策主张在20世纪50—60年代取得巨大的正面影响，对熨平经济周期起到重要作用。

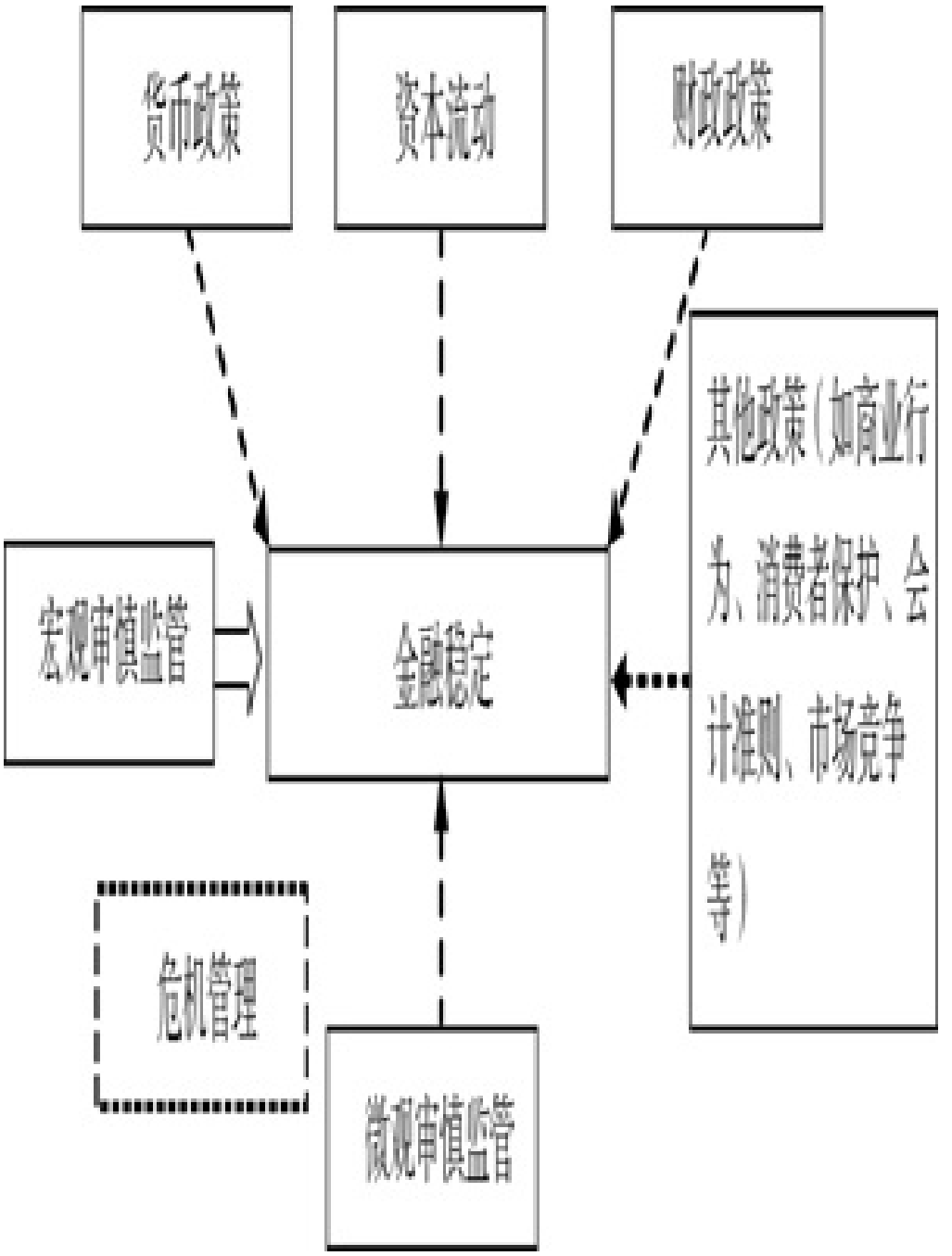
然而，伴随20世纪70年代初布雷顿森林体系的崩溃，石油危机的冲击以及经济滞涨暴露出“凯恩斯主义”的理论缺陷和政策不足。由此，以货币主义、理性预期学派、供给学派为代表的“新自由主义”经济学开始兴起，并伴随“撒切尔新政”和“里根革命”成为主流。但凯恩斯主义并未消亡，而是在凯恩斯主义的基础上进一步深入和细化，其最主要的贡献在于：第一，使凯恩斯主义宏观理论的微观基础更加牢固，把各种价格和工资黏性的解释建立在个人理性行为的基础上。第二，论证了市场的不完全性、信息的不对称性、交易成本的存在如何放大各种外部冲击对经济运行波动的影响。第三，细化总需求管理政策，并根据市场的不完全性，对货币政策理论进行补充和完善，除了关注货币、利率等主要政策变量以外，也关注如信贷配给等其他变量；细化财政政策——把作为总需求政策组成部分的再分配政策和作为总供给政策组成部分的税

收激励等区别开来。

从1994年爆发的墨西哥金融危机到1997年亚洲金融危机，2002年拉美金融危机，直到2007年的美国次贷危机，对新自由主义的“去政府”倾向和过度“自由化”政策主张产生巨大质疑和冲击。Stiglitz（2008）、Krugman（2008）等不少学者的主张又重新回到了凯恩斯主义。宏观审慎监管因与加强政府干预一脉相承，旨在构建宏观、微观监管体系，防范系统性风险，所以从政策主张上体现了“新凯恩斯主义”的思想。

（二）宏观审慎监管与金融稳定的关系

图1—2　维护金融稳定的政策框架



2011年，金融稳定理事会（FSB）、国际货币基金组织（IMF）和国际清算银行（BIS）向G20提交了《宏观审慎政策工具和框架》，这是目前国际上针对宏观审慎政策首次较为清晰、明确的论述，也体现了国际上对宏观审慎监管的共识。需要指出的是，宏观审慎监管并不等同于维护金融稳定、防范系统性风险的所有制度安排，而仅仅是维护金融稳定的一项手段。

金融稳定作为金融运行的一种状态，需要金融当局采取不同的

政策措施及方式（包括货币政策、资本流动管理、金融监管、财政政策等手段）来影响金融机构、金融市场和实体经济，从而在客观上要求全面和综合地整体考量金融稳定实施的手段或政策工具。宏观审慎监管作为管理金融体系系统性风险的重要政策工具，对维护金融稳定至关重要，但有效的宏观审慎监管是维护金融稳定的必要而不是充分条件，宏观审慎监管政策需要与其他政策相互配合(6)。

通过限制系统性风险的积聚来维护整个金融体系的稳定是宏观审慎监管政策的首要目标。相比之下，维护金融稳定可能是其他公共政策的次要目标。如货币政策的目标为价格稳定（Schoenmaker，2010）。Hannounh（2010）列举了影响金融稳定的不同政策工具及其目标。虽然确保金融体系稳定性的主要责任在宏观审慎监管政策（管理系统性风险），然而其他政策也有助于宏观审慎监管政策的顺利实施。虽然政策目标的层级划分有所不同，但维护金融稳定和化解系统性风险是所有经济金融政策的共同责任。

表1—1　影响金融稳定的不同政策

政策	主要政策目标	代表性工具
微观审慎监管	限制金融机构的个体风险	资本要求、杠杆率、流动性比率
宏观审慎监管	限制金融体系的系统性风险	逆周期资本缓冲、资本附加、流动性附加、动态拨备、动态贷款价值比LTV等
货币政策	价格稳定、流动性管理	利率政策、准备金要求
财政政策	管理总需求、建立财政缓冲	税收、相机抉择的财政政策

资本流动	限制系统内货币错配、防范资本大幅流出流入波动造成的冲击	限制外币资产类型、限制外汇头寸，管制资本大幅度抽逃
其他政策	多目标	金融市场基础设施

资料来源：Hannoun，2010；童大龙，2012。

微观审慎监管和货币政策对维护金融稳定也将起到一定作用。在实践中，微观审慎监管政策工具起到的缓冲作用越大，越不需要宏观审慎监管政策的介入（Bank of England，2009）。货币政策针对经济失衡的应对越充分，就越不需要采取宏观审慎监管行动（White，2006）。此外还需强调的是，在维护金融稳定时，宏观审慎监管不能替代其他的经济政策，特别是强有力的微观审慎监管政策和稳健的宏观经济政策。虽然在个别情形下针对某类失衡，采取其他经济政策和宏观审慎监管政策均能取得成效，但这并不意味着在一般情况下，不同政策能够相互替代，更多的情况是各政策之间的互补和协调关系。

（三）国际上有关宏观审慎监管的代表性研究

针对宏观审慎监管的历史演变、目标、政策工具等相关论述将会在后续章节详细介绍，下文主要介绍国际上一些比较具有代表性的观点。

Borio（2003）构建宏观审慎监管的初步框架，包括宏观审慎监管的内涵、框架、政策机制以及方法工具等。他对宏观审慎监管和微观审慎监管进行了详细比较，并正式提出了宏观审慎监管体系的两个基本维度，即时间维度和跨部门维度，分别描述了两个维度上

系统性风险的形成路径。这篇文章奠定了之后宏观审慎监管研究的基础思路，宏观审慎监管框架中的工具和机制都可以从这两个维度的方向进行设计和区分。Borio等（2004）强调，单个金融机构的有限理性可能催生金融体系的整体非理性，进而在某种机制作用下引起金融动荡。在经济上升阶段，个体金融机构集中扩张资产负债表的表内表外业务，可以为经济发展提供强劲动力；而在经济衰退期，随着资产价格泡沫的破裂，金融发展出现停滞，而正向反馈机制将进一步放大实体经济的衰退。在此基础上，宏观审慎政策设计需要为之提供足够的安全防范和风险应对手段，有效控制金融体系的天然顺周期性。因此，与微观审慎监管相比，宏观审慎监管主要针对系统性风险在某一静态时点上的具体分布以及伴随时间的推移如何扩散发展，前者在于防范大多数金融机构遭遇集体损失，后者则是要防范金融体系与实体经济的正向反馈导致的系统性风险的进一步放大。

Knight（2006）论述并概括了宏观审慎监管的两个基本要素，一是区别于以往微观审慎监管只关注单个金融机构，宏观审慎监管关注整个金融体系，致力于降低金融体系的不稳定可能对宏观经济造成的损失，二是关注单个金融机构行为对系统性风险的贡献，注意到金融市场价格与宏观经济本身也极易受到金融机构微观行为的影响。

Kern Alexander等（2006）提出，宏观审慎理念具有区别于以往监管理念的整体视角：一是关注金融集体行为而非个体行为，着重衡量金融体系的整体失败对实体经济造成的损失成本。二是强调系统性风险对于金融体系的整体依赖，金融机构的集体行为将极易造成市场震荡和对宏观经济的剧烈冲击。

Kamgna（2009）的研究显示，宏观审慎监管向监管当局提出了三个方面的主要问题：一是如何在不影响金融发展和经济周期的前

提下保证监管政策的执行效力；二是如何隔离多数金融机构共同面对的特定市场风险敞口；三是如何协调政策工具以提高金融机构防范和应对金融风险的实际能力。在将系统性风险作为关注重点的条件下，监管资源将主要分布于金融体系的特定风险敞口和相应金融活动，监管政策将主要集中于限制金融机构的集体行为所可能带来的系统性影响以及对特定金融市场上的风险规避。

White（2006）进一步对宏观审慎监管的政策框架提出了建议，他认为除了具体的金融监管工具，宏观审慎政策还需要与货币政策和财政政策实现有效配合，金融稳定涉及相关各个领域的机制协调、信息共享和有效互动，这需要广泛和相互关联的政策框架作为保障。同时，这种政策互动也将形成各个政策决策之间的利益制衡，避免某一单边政策的过度实施，最大程度地降低金融市场的脆弱性，避免实体经济的剧烈波动。

Bernanke（2009）认为在未来宏观审慎监管当局的职能设计上，应该包含以下几方面的具体职能：一是有效弥补既有监管体系的制度漏洞，不留死角地填补监管真空，不只服务于金融体系，还应同时建立对消费投资行为的保护机制；二是有效监测分布广泛而迅速发展的系统性金融风险，在关注微观金融机构的同时，必须同时关注跨机构、跨市场、跨区域的金融活动和市场行为；三是有效分析金融机构内部、金融机构与金融体系、金融体系与实体经济之间的广泛联系和彼此间承担风险的具体程度，预计可能的连锁反应将会带来的系统影响；四是有效评估金融体系风险管理行为的实际功效，关注市场行为的演变对系统脆弱性产生的影响，降低金融衍生产品及杠杆率等具体变量的变化引起系统性风险的可能性。

从传统经济学理论分析和国际上在宏观审慎监管领域有代表性、影响力较大的研究来看，宏观审慎监管的理论分析主要基于新凯恩斯主义“国家干预”的理念，目前对宏观审慎监管的理念、目

标、政策框架都进行了一定程度的研究，从中可以总结出三点：一是宏观审慎监管主要着力于监测和防范系统性风险，包括时间和空间上积累的系统性风险，它虽然关注金融体系可能面临的损失，但更加关注金融不稳定对市场和宏观经济可能造成的冲击和影响，因此从系统性风险的程度和影响因素出发，去选择宏观审慎监管工具会更具针对性和有效性。二是宏观审慎监管要关注金融体系中个体金融机构的非理性行为是否正在形成一致化的趋势，这种共同行为是否会带来系统性的影响，采取何种政策工具能够预防或纠正这种可能导致潜在系统性风险的金融行为。三是宏观审慎监管在运用过程中需要密切注意与货币政策、财政政策等宏观经济政策以及其他金融监管政策之间的配合，注意政策叠加和抵消效应，加强与其他政策的协调，共同维护金融稳定。

三、国内有关系统性风险和宏观审慎监管的研究

本轮国际金融危机前，国内有一些关于系统性风险的研究（翟金林，2001；包全永，2005），但关于宏观审慎监管的研究甚少，仅有李宗怡和冀勇鹏（2003）在《对我国实施银行业宏观审慎监管问题的探讨》中，首次提出了宏观审慎监管的理论，并从系统性风险的根源出发，提出了对我国银行业实施宏观审慎监管的方法。

金融危机后，伴随国际国内对监管的反思，国内学者关于宏观审慎监管的研究成果也明显增多，这些研究大多以Borio（2003）的分析为蓝本，对宏观审慎监管的基本概念、特点、对系统性风险的防范、监管框架以及具体政策工具等进行论述，主要包括以下几个方面：

（一）关于宏观审慎监管内涵的探讨

关于宏观审慎监管的内涵，虽然表述不同，但基本涵盖对金融

体系整体进行监管、防范系统性风险和维护金融稳定三层含义。（成家军，2009；巴曙松，2010；何德旭，2010；苗永旺、王亮亮，2010；黄亭亭，2010；陈雨露、马勇，2012）。中国银行业监督管理委员会（2009）明确提出“贯彻国家宏观调控政策，实施宏观审慎监管”，通过增加逆周期资本缓冲、实施动态风险拨备、动态调整贷款价值比率（LTV）以及重点关注系统重要性机构等防范单体机构风险和系统性风险。中国人民银行（2010）提出宏观审慎管理的根本目标是防范系统性风险，并指出了宏观审慎管理框架的三个方面：“一是宏观审慎分析，以识别系统性风险；二是宏观审慎政策选择，以应对所识别的系统性风险隐患；三是宏观审慎工具运用，以实施和实现宏观审慎政策目标。”李妍（2009）认为系统性风险呈现出一些新的特征：一是金融创新、混业经营导致金融市场同质性增强，加剧了金融市场动荡；二是金融体系的顺周期性特性，容易引起市场大起大落；三是金融市场作用扩大，场外交易系统性风险增大；四是金融创新过度，金融机构杠杆率过高。仅依靠微观监管无法解决这些问题可能带来的系统性风险，必须建立宏观审慎监管框架。

（二）关于宏观审慎监管框架和监管主体

曹凤岐（2009）认为我国应该建立统一监管、分工协作、伞形管理的金融体系的长远目标，建立统一的金融监管机构（中国金融监督管理委员会）进行综合金融管理，并建议分三个阶段对中国金融监管体系进行改革。夏斌（2010）也指出，有必要在现有机构的基础上，成立一个宏观审慎管理小组或机构，汇总搜集相关数据，研究制定具体的相机抉择目标，制定一系列政策指标，参与在宏观审慎管理上的国际合作等，统一向国务院决策负责。而李妍（2009）、夏洪涛（2009）、尹久（2010）对此持不同观点，他们强调了中央银行在宏观审慎监管框架中的重要性，认为宏观审慎监

管的本质是宏观流动性管理，与中央银行的职能、货币信贷政策工具、独立性等方面有内在一致性，应该由中央银行牵头承担宏观审慎监管的职责。

（三）关于宏观审慎政策工具

宏观审慎监管的主要目的是防范系统性风险，现有的研究大多是针对宏观审慎监管的两个维度提出相应的政策工具（巴曙松等，2010；王力伟，2010）。时间维度方面：宏观审慎监管工具主要是解决金融体系中的顺周期性问题，李文泓（2009）认为应建立金融体系的自动稳定器，实施逆周期的监管政策。具体工具包括逆周期的缓冲资本机制、动态拨备制度，在会计准则、杠杆率和薪酬制度等制度安排中植入逆周期因素，缓解系统性风险，最终达到维护金融稳定的目标。跨部门维度方面：金荦、陶玲（2009）认为，要针对那些“大而不倒”的大型金融机构，对其应实行最低资本要求和设置较高的资本缓冲器。黄亭亭（2010）认为，应根据个体机构对系统性风险的贡献程度调整宏观审慎监管工具。相关监管工具包括：增加监管的深度和覆盖范围，对具有系统重要性机构实施更审慎的监管，更好地计量和管理对手方风险，提高透明度。邹传伟、谢平（2013）尝试构建银行宏观审慎监管基础理论新范式，指出宏观审慎监管与微观审慎监管的区别不在于监管工具，而在于监管标准，并证明了逆周期资本要求、附加资本、流动性监管等宏观审慎工具在经济学理论上的合理性。

从国内现有文献看，虽然学者们对该问题的研究角度很多，但关于宏观审慎监管的监管对象和框架、政策工具、监管协调等方面并未达成统一、公认的论述。更重要的是，尽管宏观审慎监管的概念早已有之，但主要是针对其必要性、重要性、有效性的理论阐述，缺乏在实际中的验证。

四、现有研究和实践述评

金融危机后，防范系统性风险成为金融监管和风险管理的最重要任务，加强宏观审慎监管也就成为了危机反思的重要组成部分。为了提高监管措施的有效性，尽量减少措施的负面作用和效应，在现代金融监管工作中，监管方法或工具的理论支持和精细化的数量测试愈加受到重视，但金融危机之后各国宏观审慎监管工具的探索和使用恰恰没有这两方面的充分准备。在各国宏观审慎监管的实践探索中，虽然已经达成了一些基本共识，但工具本身的缺陷也不容忽视。共识之一，宏观审慎监管时至今日仍然缺乏系统的基本理论支撑，关于其内涵或是外延都没有明确的界定，然而各国的宏观审慎监管实践走在了理论研究之前。共识之二，各国宏观审慎监管工具的运用总体上是有效的，对各国不同形态的系统性风险隐患发挥了一定抑制作用。共识之三，一些工具的使用存在非对称性效果或是非预期性后果，如全球影子银行近年的快速扩张，是宏观审慎监管工具典型的非预期效果之一。共识之四，全球需要加快这方面的探索，更多开展数量化测算分析，对工具使用的效果进行评估，同时研究并理顺工具的传导机制，以更好地使用宏观审慎监管工具，避免其成为妨碍全球和各国经济增长的“替罪羊”。

本书正是基于这一背景，希望从中国当前经济实际出发，对宏观审慎监管工具进行验证，分析中国经济金融现状以及目前所面临的潜在系统性风险，探索更有效地实施宏观审慎监管的政策和工具建议。

第三节　逻辑架构与主要创新

一、逻辑架构

本书主要分为导论、国际篇和中国篇，共计八章。

第一章为导论。包括先题背景、理论研究综述和逻辑架构与主要创新。通过分析现实背景折射选题初衷，从传统经济学理论和现有文献综述梳理系统性风险和宏观审慎监管的分析框架和研究重点，从而提出本课题想要着力突破的难点在于探索宏观审慎监管的实证研究。

国际篇包含第二章至第四章，主要是针对金融系统性风险和宏观审慎监管的理论阐述。其中，第二章阐述了金融系统性风险的定义、监管的目标，系统性风险的发展阶段和各阶段监测重点，以及系统性风险的识别和评估方法。第三章全面梳理了宏观审慎监管的概念和框架，包括宏观审慎监管概念的发展脉络和概念内涵。同时，通过广泛的国际比较和案例研究分析了国际上宏观审慎监管机构设置的主要模式、监管工具及其有效性。第四章从维护金融稳定的角度，分析了宏观审慎监管政策与其他政策配合协调的理论依据，并具体阐述宏观审慎监管政策与货币政策、微观审慎监管政策、资本流动管理政策的政策协调方式。

中国篇包含第五章至第八章，主要是针对中国金融系统性风险研究和实施宏观审慎监管的政策实践实证研究。其研究思路在于“识别中国潜在的系统性风险来源和强度——针对这些风险设计和选择有效的宏观审慎监管工具——分析宏观审慎监管与其他政策的协调效应”。其中，第五章是对中国金融系统性风险的实证研究，借鉴IMF金融稳定图的实证分析方法，结合中国当前的经济金融实际，构建中国的系统性风险地图，实证分析目前中国金融稳定面临的两个突出风险。在此基础上，本章通过对系统性风险传导的理论分析，从集中度、关联性和流动性三个角度深入分析当前我国面临的潜在系统性风险，并探讨当前潜在系统性风险的触发条件，为更有针对性地制定和实施宏观审慎监管政策提供依据。

第六章阐述了我国金融监管部门目前采取的宏观审慎监管机制，详细介绍了时间维度、跨部门维度宏观审慎政策工具的使用情况，并以紧缩的资本类宏观审慎政策、流动性宏观审慎政策、资产类宏观审慎政策作用为例，对三类政策工具的传导机制进行研究。此外，根据第五章中所分析的中国系统性风险来源和强度，采用多元线性回归方法对宏观审慎政策与系统性风险状况之间的相关性进行实证研究，分析宏观审慎政策工具的有效性。

第七章实证分析了中国宏观审慎监管与其他政策工具的协调效应。通过模拟银行业资产负债表，推导货币政策、宏观审慎监管政策、微观审慎监管政策等主要政策工具对整体资产负债表的影响，研究多工具共同作用于银行业产生的协同效应，并结合2007—2008年全球金融危机后我国三个政策调整阶段（宽松货币政策阶段、紧缩货币政策阶段和当前的稳健货币政策阶段）中，政策协同的有效性状况，实证分析表明我国的金融政策，特别是货币政策和监管政策（宏观审慎监管、微观审慎监管）方面存在协调不足的问题，出现了“政策不足”或“政策超调”的现象。

第八章为结论和政策建议。总结了本课题的主要结论、创新性价值以及未来的研究方向，并在此基础上提出保持银行体系规模合理增长、防范房地产领域的“集中度”和“关联度”风险、应对流动性风险可能引发的系统性隐患、保持宏观审慎工具箱的持续有效性、切实强化信息共享、做实部门间的沟通协调机制六大建议，以提升中国运用宏观审慎监管工具应对系统性风险的有效性，并推动中国宏观审慎监管制度框架的进一步完善。

二、主要创新

本书通过理论分析、实证分析和案例分析相结合的研究方法，对系统性风险和宏观审慎监管进行全面深入的研究，其主要创新有

三个方面。

一是以指导实践、解决实际问题为主要目标。在前人研究的基础上，着重结合中国近年来经济金融发展实际和金融监管部门采取的宏观审慎政策工具，不囿于理论上对宏观审慎监管必要性、重要性等的分析，而是侧重于系统性风险防范和宏观审慎监管政策的实践，具有很强的现实意义。

二是从传统经济学理论中追根溯源。从金融危机理论、凯恩斯主义学派中梳理与系统性风险形成和宏观审慎监管相关的经典理论，并从中引出对系统性风险时间维度和跨部门维度，以及宏观审慎监管政策工具和协调的分析框架。

三是通过实证研究进行论证。尝试运用金融风险图、多元线性回归以及构建数理模型等多种实证研究方法，对中国当前面临的系统性风险现状、采取的宏观审慎政策工具有效性和政策工具的协调效应进行了实证分析和论证，为今后更精细化的研究奠定了基础。

IMF, 2013，Key Aspects of Macroprudential Policy, June.↩

G20，FSB, IMF（2009，2010，2011，2012，2013）;FSA（2009）;De Larosiere et al.（2009）；Brunnermerier et al.（2009）↩

负债率：年末债务余额与当年GDP的比率，衡量经济总规模对政府债务的承载能力。债务率：年末债务余额与当年政府综合财力的比率，衡量债务规模大小的指标。↩

行为金融学是心理学、行为理论与金融分析相结合的研究方法与理论体系，分析人的心理、情绪和行为对投资者的金融决策、金

融产品价格和金融市场趋势的影响，在20世纪80年代初开始迅速发展。它认为投资者的决策行为会受到心理、情绪、知识和能力的影响和限制，产生系统性的认知偏差。↩

脉冲响应：脉冲响应函数分析法是用来分析VAR模型的一种方法，体现为线性系统对单位脉冲信号的相应，可以用来分析外部冲击的影响程度。↩

IMF, FSB and BIS, 2011b, Macroprudential Policy:An Organizing Framework.↩

第二章 金融系统性风险概述

近几十年来，尤其是2007年爆发美国次贷危机并最终引发全球金融危机后，宏观审慎监管（Macro－prudential Regulation）政策的研究和实践成为各国防范和化解金融系统性风险的重要手段。为深入研究宏观审慎监管政策的框架、工具及其有效性，我们首先讨论金融系统性风险的定义、识别和评估。

第一节 金融系统性风险的定义

什么是金融系统性风险（以下简称“系统性风险”）？系统性风险的内涵和特征是什么？在讨论系统性风险的监测和化解之前，有必要将这些问题一一厘清。IMF在其2009年《全球金融稳定报告》中着重阐述了这一问题(1)。IMF认为，尽管系统性风险这一概念已被广泛使用，但很难精确定义和准确量化。在很多情况下，系统性风险只有在发生时，其存在及影响才能得到确认，它通常表现为大量金融机构（多为银行）违约导致金融体系在整体范围内运转失灵。因此，简言之，系统性事件可以被视为是金融不稳定的极端案例，但究竟多大程度的不稳定可以被视为危机，目前仍无定论；另外，从影响范围看，也可以根据其对机构、市场和国家层面的影响范围来定义系统性风险。

各类文献对系统性风险的定义大致可分为三类。第一类是将系统性风险视为宏观冲击，即对经济或金融体系的巨大负面冲击。系统性风险是指“导致金融市场有效配置资金能力中断的非预期突发事件的可能性”(2)。这一类定义大都未能阐述宏观冲击的传导机制和传染对象。

第二类定义则更加关注冲击的传导机制以及潜在的溢出效应。

例如，Kaufman（1995）将系统性风险描述为一种多米诺骨牌倒塌的连锁反应风险，即从单一事件传导至系统内各个机构和市场的一系列损失的总和的可能性[(3)]。这一描述与美联储的定义大致吻合。根据美联储的描述，如果支付网络内的某一机构缺乏偿债的能力或意愿，则可能发生系统性风险，因为某机构的结算违约可能导致其债权人也无法履行自身债务承诺。因此，网络内单一机构违约将对该网络内的其他吸收存款机构造成负面影响，并可能影响到网络外的存款吸收机构以及非金融机构[(4)]。同样，BIS也曾给出类似定义：系统性风险是指“单个机构无法履约造成其他参与者违约，从而形成连锁反应并导致更大范围金融困境的风险”[(5)]。

在这一类定义中，机构之间以及市场之间的紧密关系是系统性风险发生的先决条件，且单个机构的违约（而非第一类定义中的宏观冲击）可能是系统性风险产生的源头，风险以多米诺骨牌式的“连锁反应”效应传导放大。以银行业为例，通过银行间市场紧密关联，一家银行违约可能导致一系列连锁反应。例如，银行A对银行B违约，银行B损失金额高于其资本，银行B因此不得不对银行C违约，银行C遭受高于其资本金的损失，并继续将风险往下延续。通过这种方式，A银行的违约将风险传导到了整个行业。从上例中不难看出，银行资本充足率越低，杠杆率越高，则越容易在其他银行违约时被拖入支付困难的局面，也越容易将损失传导给链条上的其他银行。金融体系系统性风险一旦实质性形成，其传播速度快、涉及面广，无论是财务健康机构还是财务困难机构都将受到影响，在没有外部力量介入的情况下，自身几乎没有有效措施消除系统性风险的破坏性影响。

随着金融全球化的深入、新技术手段的运用和金融市场的快速发展，银行的融资渠道、业务模式、经营范围、产品复杂性都发生了深刻变化，源于市场紧密联系的流动性风险成为系统性风险传染

的重要途径，单个机构或产品的信用或流动性问题可能引发市场担忧，导致流动性迅速萎缩（廖岷，2008）。如2007年美国次贷危机中，次贷产品的违约行为触发了市场对可能产生的损失、复杂金融产品估值和流动性的担忧，投资者继而对大部分资产支持债券（ABS）市场失去信心，纷纷从信用市场及其他市场撤离；而后，这场始于信用市场的冲击因资产市场流动性匮乏而广为传播。银行和资产管理机构纷纷囤积流动性，并最终致使全球货币市场资金短缺，还波及一些依赖批发市场获得流动性的银行（如英国北岩银行Northern Rock和苏格兰哈里法克斯银行HBOS），引发全球性金融危机。

第三类定义同样关注初始于外部冲击的溢出效应，但不同于第二类定义中由一系列直接冲击组成的连锁反应。第三类定义聚焦于不同市场主体的相似风险暴露，风险通过“相同冲击”或“相似冲击”效应传导，市场主体间的相关性与间接因果关系（而非“连锁反应”中的直接因果关系）导致了风险的传导与放大。

例如，A金融机构由于另一大型金融或非金融机构的破产而遭受巨大损失，市场会担忧其他金融机构是否也会因此遭受损失，并评估损失的可能性和严重程度。其他金融机构与A机构在经济、政治或其他方面的相似程度越高，损失的可能性越大，市场参与者结束与这些机构的交易关系的速度越快。由于最初冲击的强度、其他金融机构的风险暴露等信息都难以迅速获得，市场参与者往往需要付出时间或财务成本，才能合理评估哪些机构可能受到负面影响以及受影响的程度。出于规避风险的考虑，此时多数市场参与者会迅速将资金转移至公认安全的机构，或者至少在市场信息混乱的时期将资金转移至相对安全的机构，而不会等待确切信息的最终公布再做决定。而且，在极端紧张的情况下，市场参与者往往根据市场情况而非价格来调整其资产组合，在这种情况下，无论利率多高机构都

不会融出资金——而那些被市场参与者认为安全的金融机构，事后可能也会被证实同样存在相似的风险敞口。羊群效应将使得市场资金同步同方向撤离，市场信心普遍丧失，金融机构几乎均被牵涉其中，“相同冲击”传导效应普遍显现。资金的逃离还可能导致相关金融机构的证券价格下行，市场利率上升，随之而来的流动性问题也可能会溢出到那些最初并未受冲击影响的银行。简而言之，第一块多米诺骨牌并未直接推倒其他多米诺骨牌，但是市场参与者会因第一块多米诺骨牌的倒下而开始研究周边的多米诺骨牌是否也存在相同的不稳定因素。由于难以获得准确信息并形成合理估计，市场资金由于市场参与者的羊群效应而出现同向大规模流动。事后分析可能会显示某些机构虽然对破产A机构没有风险敞口，但也同样受到了挤兑。在市场信息不充分的阶段，市场参与者的避险情绪以及羊群效应加剧市场流动性紧张局面，流动性管理脆弱的银行可能会受到严重冲击。

综合以上含义，IMF（2013a）将金融系统性风险定义为导致金融市场服务功能失灵、无法正常运转，并对实体经济带来严重负面影响的金融风险。一般意义上讲的系统性风险的诱发因素来源于以下几个角度。一是时间维度或集中度，金融资产的行业、地区、客户集中度越大，越容易受到宏观经济波动和企业经营周期的影响。二是跨部门维度，即关联性，这一维度在发达国家表现为由于金融衍生产品的使用，它使得金融机构基础资产之间的关系更加紧密。三是流动性，金融体系中资产负债期限存在系统性的错配偏差也容易引发系统性问题。四是外部市场环境突变，比如利率、汇率水平大幅变化，导致一些企业和个人偿债能力大幅波动。集中度、关联性和流动性可以视作风险的内生条件，而外部市场环境可视作风险的外部触发条件。

第二节　系统性风险监管的目标

传统观点认为实现效率最大化是系统性风险监管的首要目标。鉴于系统性风险的危害，监管者有必要防范系统性风险的发生，同时保持市场效率，即保持市场竞争，保护投资者权利，防范外部性冲击，防止市场失灵。在市场运行过程中，市场参与者往往着眼于其自身单个机构利益的最大化，不会为了减少对其他机构的风险传导而限制自己的冒险行为，更不会把整个体系的利益作为自己的行为目标。在某种程度上，金融体系也成为了“公地悲剧”(6)——所有市场参与者尽可能利用金融市场提供的资源和便利，实现自我利益和市场效率的最大化，却无激励、无意识或不愿意自我克制、内化（Internalize）防范系统性风险的成本和维护市场效率。此外，虽然市场参与者都希望免遭系统性风险，但是行为心理学研究显示，市场参与者往往会低估系统性风险的影响；毕竟相较于其他风险，系统性风险出现的概率极低。鉴于以上原因，对系统性风险的监管不仅是适当的，而且是必要的。

系统性风险监管的另一重要目标是维护金融稳定。系统性风险监管的目标除了着眼于经济效率和市场效率以外，还必须考虑到金融体系中重大风险的社会成本，例如，由金融危机引发经济衰退进而导致失业和贫困加剧、民众生活质量的降低、犯罪率上升等(7)。系统性风险所可能引发的这些社会后果，更加凸显了监管系统性风险的重要性。从监管的角度出发，明确效率以外的目标对于监管成本收益的考量也具有特殊意义。若金融稳定得以持续，市场平稳运行，可能导致一系列社会性问题的金融市场运转失灵就不会出现。因此，从分析的角度，金融稳定是除了效率之外的另一个系统性风险监管目标。

尽管对系统性风险的监管必须兼顾效率和稳定这两大目标，然而，在决策者们建立系统性风险监管制度或是选择监管工具时，即便某些监管制度或工具能够实现维护市场效率和金融稳定的目标，

还必须考虑到监管的直接成本和间接成本。直接成本相对较小，主要包括实施监管的人力资源成本、办公成本、以及相关的监测与合规成本。相比之下，间接成本更值得我们在决策之前与事后政策评估中予以考虑。间接成本主要包括监管的非预期效果，如道德风险、对实体经济的冲击、对创新的遏制以及对影子银行活动的推动等。例如，政府救助行将破产的机构，可能会带来很多隐患：由于不审慎经营的金融机构未能自行承担损失而助长了市场的道德风险；机构破产本可以推动其他市场参与者调整经营理念和商业模式，政府救助使得市场丧失了部分自动调节和自我提升的功能；强化对正规监管金融体系的监管使得更多高风险业务发生于无监管的体系之中，从而催生出新的系统性风险隐患。

第三节　系统性风险的发展阶段和监测重点

从历次金融危机的形成和爆发来看，虽然系统性风险来源和冲击传播渠道存在不同，但基本遵循一定的发展规律。以2007年爆发的全球金融危机为例：从美国发生次贷危机，到逐步演变为发达经济体的债权市场危机，直至金融危机向实体经济蔓延，系统性风险的全面发生并非一蹴而就。其从产生到发展蔓延有三个阶段，即积聚阶段、冲击阶段和放大阶段（如图2—1所示），在每个阶段，系统性风险的监测重点有所不同。

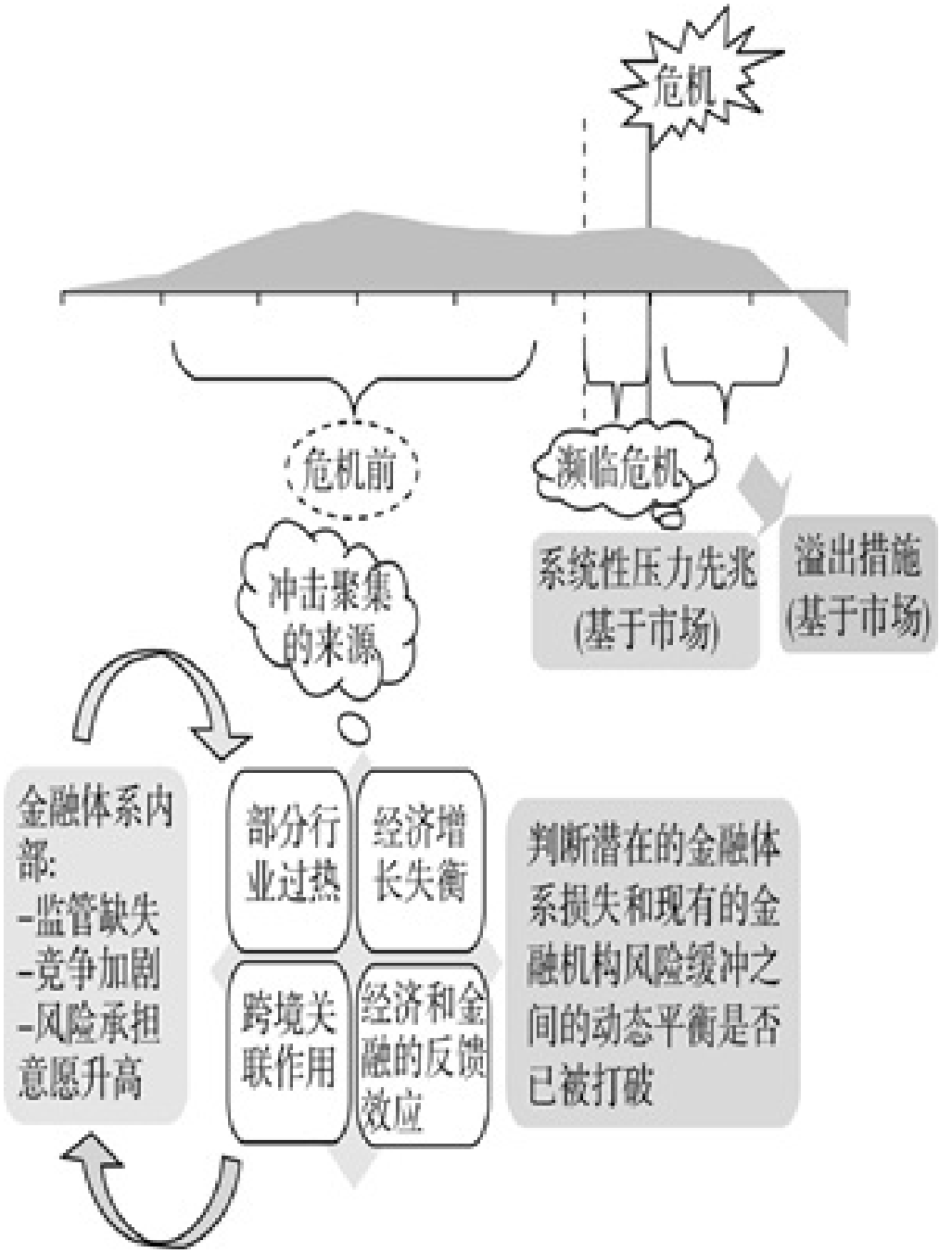
积聚阶段。系统性风险来源随着时间的推移不断累积，开始逐步以区域性、行业性风险的形式显现。部分行业过热（如房地产市场）及金融冒险行为不断增加，整个金融体系暴露出越来越多的风险，这可能来源于宏观经济的周期性变化和冲击、也可能来源于金融体系本身的风险管理缺失和监管缺位、行业竞争加剧等；此外系统性风险的积聚也和日益增长的跨境风险暴露及监管套利等问题密切相关。实际上，系统性风险的早期预警体系应在这一阶段发挥主

要作用，这时应通过寻找冲击聚集的来源，评估系统性风险发生的可能性，计算潜在的金融体系损失和现有的金融机构风险缓冲之间的动态平衡是否已被打破，从而为早期抑制系统性风险传播的监管行动提供指导。系统性风险的识别和评估方法将在本章第四节予以介绍。

实质性冲击阶段。金融危机在此阶段即将爆发，系统性风险已经达到临界值。金融行业逐渐严重的失衡情况及金融机构过度的风险承担行为使得整个金融体系趋于脆弱。特别是受到外部冲击的影响时，金融体系容易发生过度反应。此时系统性风险衡量的重点是金融体系和实体经济的潜在损失，监管政策的手段在于尽可能避免危机发生，以及减少金融危机对金融体系和实体经济的过度负面冲击等“弥补措施”。

危机放大和传播阶段。大多数金融危机的冲击力影响广泛，不仅限于金融体系内部，还将波及其他经济部门甚至整个实体经济。在更加开放的全球化背景下，通过跨境资本流动和国际贸易两个渠道，危机还可能波及其他国家的金融体系和经济。在这一阶段，实体经济和金融体系之间存在“正反馈效应”，金融危机和经济危机呈螺旋式上升态势。此时系统性风险衡量需着眼于放大机制的来源及渠道，诸如金融机构之间的互联、金融资产的潜在减价抛售及跨境风险敞口和相关的恶性循环。监管措施应在于控制传播途径，并降低反馈机制的严重性。

图2－1　系统性风险的发展阶段(8)



资料来源：参考新西兰中央银行网站。

第四节　系统性风险的识别和评估方法

要实现系统性风险监管的主要目标，对系统性风险进行识别和评估是重要前提。只有对系统性风险实施有效监测和评估，才能增强决策者采取必要措施化解风险的能力，并帮助决策者决定特别措施退出的时点。一般而言，在对金融系统性风险进行识别和预警

时，由于风险程度判别本身的复杂性，监管者容易犯两种错误：一是容易出现“风险漏报”的错误，也就是应该发现的风险没有被发现；二是容易出现“风险误报”的错误，即过早预警了不是风险的风险。这两种错误对监管者而言是两难选择，害怕出现一种错误往往会增大出现另一种错误的可能；因此，决策依赖的信息就至关重要。然而，由于系统性风险具有多样化的来源、多形式的传导及多方位的影响，在各个地区不同金融体系下又具有不同形式，要在全球范围内实现对系统性风险的全面监测和准确评估难度极大。从目前的文献研究和各国实践来看，根据监测的方法，对系统性风险的监测大致可分为指标法和模型法；根据监测数据的来源，对系统性风险的监测可以分为市场数据监测法和财务数据监测法。虽然大多数西方发达国家由于金融市场较为成熟、历史数据较为完备而选择模型法(9)，但也有学者以2007—2008年金融危机为背景，测试各类指标或模型在监测和识别系统性风险方面的有效性，得出简单可行的指标法优于复杂模型的结论(10)。市场数据监测法主要依赖于股票价格、期权价格和信贷违约掉期差价等市场数据监测并评估系统性风险；财务数据监测法主要使用流动性、资本充足率、盈利能力、杠杆率、资产质量、集中度、股价等单个机构数据，以及同业风险敞口、同业关联度等同业数据监测系统性风险。此次金融危机彰显了对系统性风险实施监测的极端重要性，客观上也为验证各类监测指标的有效性提供了难得的实证素材。

各国中央银行、监管当局以及包括IMF、BIS和FSB在内的国际和地区经济组织通常使用各类经济指标来监测系统性风险以及金融体系的稳定程度。IMF在借鉴前人研究成果的基础上，于2006年推出了《金融稳健指标汇编指南》（Compilation Guide on Financial Soundness Indicators），并在之后持续更新完善其金融稳健指标列表，从对金融机构财务指标的监测扩展到包括财务指标、宏观经济指标以及市场指标的全面监测，并通过实证研究评估这些指标识

别系统性风险的能力和范围。根据评估结果，IMF将指标分为领先指标（Leading Indicators）和同步指标（Near－coincident Indicators），前者能够识别风险的积聚（第一阶段），后者能够在危机即将发生时做出预警（第二阶段）。IMF对这些指标的研究和监测已经成为各国监测系统性风险，实施宏观审慎监管的重要基础。

一、综合监测宏观经济指标和金融机构财务指标

鉴于危机显示出宏观经济与金融体系存在不可分割的复杂互动关系，宏观经济指标越来越多地被纳入对系统性风险的监测范围之中。

近年来，IMF以及主要经济体中央银行均对传统的DSGE（动态随机一般均衡）宏观经济模型进行了多种形式的改进，一个共同的改进方向是将实体经济与金融体系的关联纳入其中，从而更好地研究和体现宏观经济政策的有效性。IMF在其2011年9月的《全球金融稳定报告》中，建立了一个结构性宏观金融模型，涵盖实体经济与金融体系的各类指标，研究不同指标在不同形式危机冲击之前和之后的表现，评估各指标在识别系统性风险方面的前瞻性和有效性。

IMF的研究（2010a，2010b，2011，2013a）得出了以下结论：第一，信贷增长是系统性风险积聚的重要表现。信贷增长可能源于生产率的提高和实体经济的健康发展，或是源于资产价格高涨和银行贷款标准放松，在后一种情况下，信贷增幅往往较大，持续时间较长，银行资本充足率的下降幅度较大。第二，只有在信贷额对GDP比率发生大幅增长时，才应引起关注。第三，信贷增长指标需结合其他指标，才能更有效识别系统性风险，如实际汇率升值（特别对于发展中国家）、股票价格上升都是很好的辅助指标。仅仅依靠信贷额对GDP比率这一单一指标，无法辨别信贷增长是源于经济

面向好的增长还是风险的积聚。必须结合资产价格、资本成本、银行市值、实际的贷款价值比等方面的信息，决策者才能判断信贷增长是好的增长还是风险的积聚。例如，若信贷额对GDP比率上升5个百分点以上，同时股票价格上涨15%以上，那么今后两年内发生金融危机的概率将升至20%。若信贷持续强劲扩张，且资产价格大幅上升，贸易赤字持续恶化，银行市值显著缩水，将预示着未来会出现金融稳定方面的问题。第四，经济金融体制中的某些因素可能导致监测指标在不同经济体中的有效性有所差异。例如，外汇管制制度下的外币贷款上升可能意味着更大的风险积聚。

对于银行业的系统性风险，一些评级机构也多使用宏观经济指标和金融机构财务指标来评估系统性风险。比如，惠誉评级主要采用银行财务数据，辅以部分宏观经济指标共同来监测评估系统性风险。该评估方法具体包括银行体系指标（BSI）和宏观审慎指标（MPI）两个维度。银行体系指标（BSI）用于测度银行体系内部的风险，包括银行体系中单个银行的评级和评估系统性风险程度两个方面，其中前者用于度量银行单体的脆弱性，后者则是为了识别体系中多数银行存在的问题以及可能引发银行业危机的风险因素，主要包括银行间头寸、借款人债务状况、无担保的外币借款、主权信用暴露、贷款集中度、存款集中度，以及同时出现低流动性、低资本充足率以及高活期存款占比三种情况的概率，监管体系的透明度等系统性因素。宏观审慎指标（MPI）的系统性分析则关注私人部门信贷、固定资产价格泡沫和主要货币升值等宏观经济状况。

二、监测金融机构财务指标

早期的金融稳健指标主要为财务数据指标，如2009年IMF对资本充足率、资产质量、杠杆率、流动性、盈利能力和股票市场六个方面进行研究，指出杠杆率是评估系统性风险的有效指标之一，资产回报率具有一定的系统性风险监测效力，资本充足率和流动性在评

估系统性风险方面的能力较弱[11]。

具体而言，在资本充足水平方面，IMF采用的指标为资本/资产比率、普通股/资产比率、一级资本/风险加权资产比率以及一级和二级资本之和/风险加权资产比率；资产质量指标包括不良贷款率和拨贷比；杠杆率指标包括贷款/普通股比率和短期贷款/总贷款占比；流动性指标包括存贷比和贷款/资产比率；收益和利润指标包括资产收益率和资本收益率；股市表现指标包括市盈率、每股收益率和每股账面价值。在考察三类银行（即无须救助银行、受救助商业银行和受救助美国投资银行）的以上各指标在1998—2008年以及2005—2007年两个时间段内的情况后，IMF得出了以下结论。

第一，资本充足水平方面的各项指标并不能有效识别系统性风险。这和我们平常的认知有所不同，传统观点认为较低的资本充足水平说明了该金融机构存在不足，而分析显示，危机中受救助商业银行的四项资本充足水平指标远高于无须救助商业银行的整体水平。

第二，杠杆率指标识别风险的能力较强。受救助商业银行和受救助美国投资银行的贷款/普通股比率和短期贷款/总贷款占比均高于无须救助银行的相应指标，说明这些杠杆率指标特别有助于识别系统性风险。

第三，传统的流动性指标识别系统性风险能力较弱。部分原因可能是因为这些流动性指标无法全面度量批发性融资的风险。

第四，资产质量指标的风险识别能力因具体指标而异。在这一点上，它们与资本充足水平指标有类似之处。研究显示，受救助商业银行的不良贷款率低于无须救助的商业银行，这说明不良贷款率并不能十分有效地揭示系统性风险。然而，相较于受救助商业银

行，无须救助商业银行的拨贷比较低，这说明拨贷比指标比不良贷款率指标有更强的指示作用。

第五，收益和利润指标的风险识别能力也因具体指标而异。受救助机构的资产收益率远高于无须救助机构，说明了高风险高收益这一基本原因。然而，资本收益率指标并不能明显区分受救助机构和无须救助机构。这两个指标出现不同的功效，充分反映了受救助机构一般通过较高的杠杆率和较高的负债水平创造利润的做法。

第六，股市指标识别系统性风险能力较强。受救助机构的市盈率、每股收益率和每股账面价值均高于无须救助商业银行。这说明，股票价格和收益高并不一定意味着机构运营更健康，反而可能伴随着更高的风险。

金融机构财务指标法简单明了，使用方便，适用于市场数据难以获得、金融机构业务不太复杂、资本市场不太发达的国家。但因其使用金融机构的历史财务数据是静态的低频数据，具有滞后性，其缺陷主要体现在三个方面：一是难以预测宏观经济和市场状况的变化，例如，在某一阶段营利性很强的投资头寸和银行贷款，可能因为市场状况恶化而确认重大减值损失；二是难以反映源于其他金融机构的溢出效应；三是难以反映金融机构的经营目标以及内部管理质量高低。为克服以上缺陷，在监测系统性风险的实践中，监管部门逐渐增加了对宏观经济指标、市场指标的监测。

三、监测市场指标

无论是金融机构财务指标或是宏观经济指标，都无法在短期内预测即将发生的系统性风险事件，无法在危机到来的前夕给予决策者清晰的警示信号，需要其他指标作为补充。IMF在其2011年9月的《全球金融稳定报告》中认为高频率的市场指标是在几个月的区间

内识别系统性风险的最佳指标，而条件风险价值模型（CoVar）则是一个能较好预测迫近的系统性风险的市场指标监测模型[12]。CoVar模型由美联储的Adrian和Brunnermeier于2010年共同提出[13]，模型以LIBOR－OIS（伦敦银行同业拆放利率—隔夜指数掉期）利差和收益率曲线为基础，评估金融机构对于系统性风险的边际贡献，反映单个机构危机对于其他机构的溢出效应。其中CoVar的Co同时代表了条件性（Conditional）、联动性（Comovement）、传染性（Contagion）和贡献度（Contributing）。此外，运用市场数据监测系统性风险的主要模型还包括协方差模型（Covariance Model）、结构性信用风险模型（Structural Credit Risk Models）、多变量密度函数模型（Multivariate Densities Models）以及吸收率模型（Absorption Ratio Models）[14]等。

在各国中央银行或监管部门的实际监测实践方面，奥地利中央银行的系统性风险监测系统（SRM）是模型法的一个典型代表，该模型对系统性风险的监测分为两步：第一步，通过宏观经济变量与市场结构变化的历史数据得到风险因子的多元分布，并据此模拟风险因子组合的不同情景，进而形成分析系统性风险的情景假设。第二步，将风险因子映射至资产组合的损失程度，SRM模型分别从市场风险（根据利率、汇率的变化计算利率敏感型资产和汇率敏感型资产的公允价值）和非银行间信用损失（建立贷款损失与宏观风险因子之间的关系）两个方面入手，再结合银行间头寸，模拟在前述不同情景假设下银行体系的损失收益情况。SRM模型包括四方面分析结果：基本面和传染违约分析、根据评级分类模拟违约概率（PD）的分布、整体损失分布分析以及最后贷款人的风险价值（VaR）。英格兰银行、荷兰中央银行和墨西哥银行也均结合本国实际情况，使用系统性风险模型来监测、分析银行体系的系统性风

险。

然而，运用市场数据并通过复杂模型监测系统性风险的方法主要有两个缺陷。第一，市场指标不一定能够前瞻性地揭示金融机构相互关联性的增强。CoVar模型虽然被认为能较好地解释美国2007—2008年金融危机，但这一模型无法揭示贝尔斯登和雷曼兄弟在危机爆发之前相互关联性的上升。如果决策者们能够及时识别相互关联性的市场信号，则可以采取措施让机构为其过度冒险行为付出资本或流动性成本。市场相互关联性的迅速增强之所以难以察觉，一个主要原因在于同业间的风险敞口缺乏透明度。第二，模型法必须满足一系列假设，且只能针对有大量市场交易数据的机构或国家进行监测，而且还会因为模型的不确定性而存在系统偏差。

四、领先指标和同步指标

根据指标前瞻性的强弱以及所识别的系统性风险所处的时期，IMF将指标分为领先指标（Leading Indicators）和同步指标（Near－coincident Indicators），前者能够识别风险的积聚，后者能够在危机即将发生时做出预警。先行指标主要用于识别正在积聚的系统性风险，指标主要源于变化相对缓慢、低频率的财务报表数据的集合，如反映信贷增长的信贷与GDP比率，以及辅助这一指标的其他指标，如实际有效汇率、资产价格、资本流入、流动性指标等。使用先行指标在风险积聚阶段识别风险，对于避免潜在的危机具有重要意义，使金融机构有充分的时间增加资本和流动性缓冲，并减少其风险敞口。

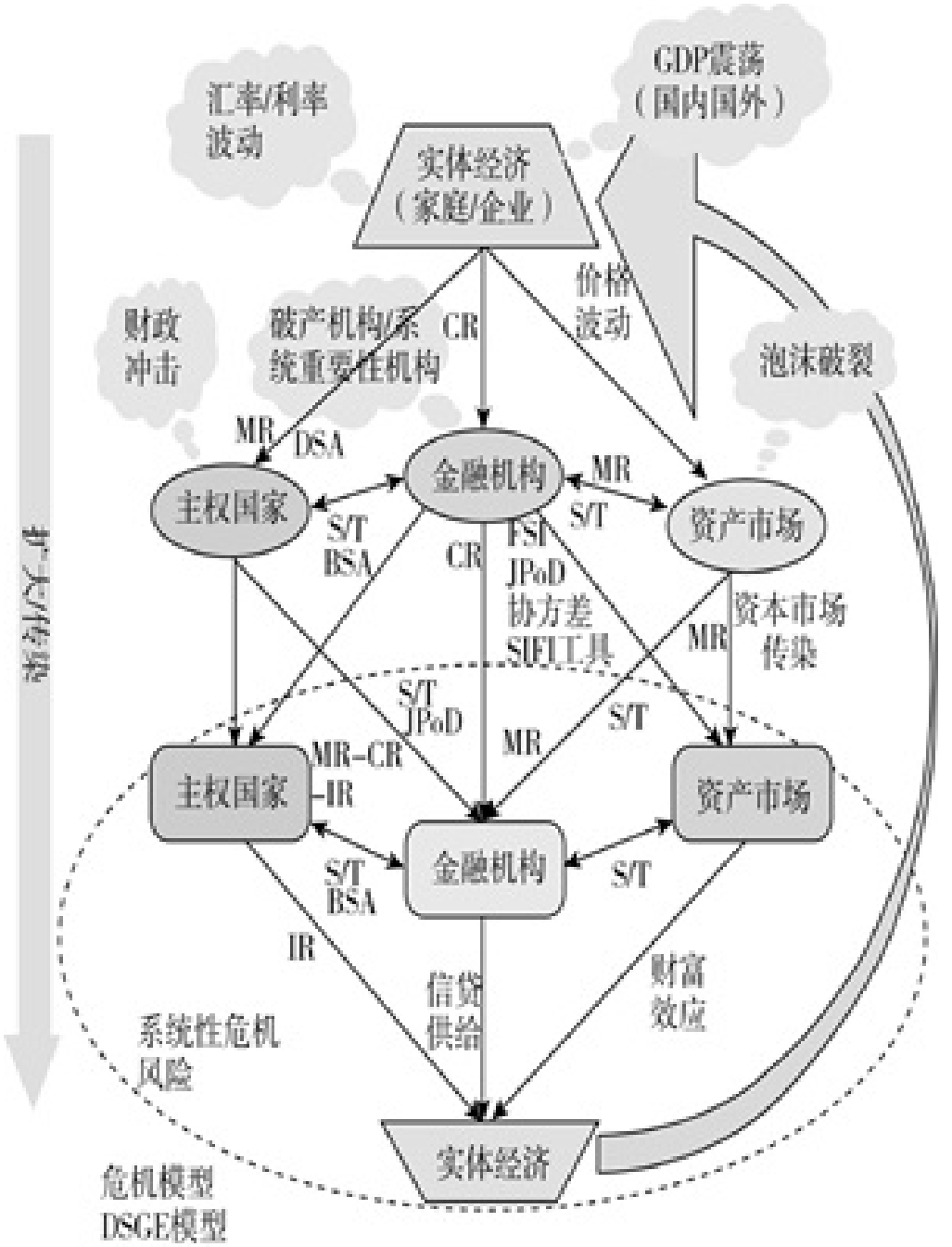
同步（高频）市场指标有助于在短期内识别即将到来的危机，从而使决策者能够迅速做出应对，如要求金融机构使用资本或流动性缓冲。基于LIBOROIS利差和收益率曲线基础上的CoVar指标是其中较为有效的指标。一旦此类指标进入警示区，各国当局和国际组

织应立即采取必要行动；或者可将此类指标纳入宏观审慎监管的工具箱中成为自动触发因素。（Blancher等，2013；Arsov等，2013）

五、从系统工程视角监测系统性风险

在实际应用中，由于系统性风险来源的多样性和传导的复杂性，一国中央银行在监测系统性风险时不会仅用单一类型的监测工具，而会从多个层次、多个角度，综合使用以上监测方法。

图2—2　系统性风险的阶段性监测(15)



注：MR表示市场风险；IR表示利率风险；CR表示信用风险；BSA表示资产负债表分析；DSA表示可持续性债务分析；S/T表示压力测试；FSI表示财务稳健指标；JPoD表示共同违约概率。资料来源：参考新西兰中央银行网站。

图2－2是一个结合系统性风险发展阶段使用多类型工具监测系统性风险的模型：在第一阶段，即系统性风险积聚期，一方面需要通过宏观经济指标监测外部冲击的风险，包括主权国家财政风险、

实体宏观经济的不均衡性、资本市场泡沫风险等；另一方面需要通过金融机构财务指标和市场指标监测金融体系本身的系统性风险情况。可借鉴IMF结构性宏观金融模型，全面涵盖实体经济与金融体系，并利用宏观压力测试、共同违约概率等工具，模拟风险传导的途径和可能损失的强度。

在第二阶段和第三阶段，系统性风险积聚到了临近引发金融危机的程度，并不断传播和扩大，同时与实体经济形成“正反馈”效应。这一阶段，系统性风险监测重点在于预警金融危机和判断危机的扩大途径，可一方面利用DSGE宏观经济模型判断反馈机制的情形，另一方面利用市场指标、压力测试、资产负债表分析（Balance Sheet Analysis）、或有债权分析（Contingent Claim Analysis）等监测风险传导机制。

从图2－2的监测系统我们不难发现，金融机构、主权国家、资本市场、实体经济之间复杂的相互作用和传导机制，以及系统性风险发展阶段的差异，使得系统性风险监测工作十分困难，需要从系统工程[(16)]的视角进行系统化的分析和评估。

虽然目前已有众多系统性风险监测的研究和实践，但这一领域仍处于起步阶段，尚无公认的系统性风险监测和评估的方法或模型。从此次金融危机以及危机后的反思和改革进程看，未知的风险远大于已知的技术，要有效识别系统性风险，挑战巨大；要在非理性繁荣中理性识别并应对系统性风险，金融监管者需要高超的专业素养和非凡的担当勇气。

第五节　小结

这一章为以后各章做理论铺垫，对宏观审慎监管的主要目标——防范系统性风险的定义、内涵、特征等做了介绍。

从历次危机的发展轨迹看，系统性风险从产生到发展蔓延一般经历三个阶段：积聚阶段、实质性冲击阶段以及危机放大和传播阶段。在每个阶段，风险监测的重点各有不同。其中，为实现系统性风险监管的两大主要目标——效率和稳定，风险积聚阶段及危机预警阶段的系统性风险的识别和评估是重要前提。由于系统性风险具有来源多样化、传导多形式及影响多方位的特点，以及在各个地区不同金融体系和不同金融市场发展水平下具有不同的形式，因此，很难在全球范围内实现对系统性风险的全面监测和准确评估。从目前各国的研究和实践来看，较成熟的风险识别和评估方法主要有结合宏观经济指标和金融机构财务指标的监测、对金融机构财务指标的监测、对市场指标监测、使用先行指标和同步指标以及使用系统工程视角监测系统性风险等。但是，无论是使用哪一种方法，都离不开货币当局和监管部门的主观判断，而这恰恰是一种平衡的艺术，一种选择的艺术，也是宏观审慎监管产生积极、有效作用的重要保证。

在对系统性风险建立了深入了解的基础上，下一章将详细介绍宏观审慎监管。

IMF.Global Financial Stability Report, April2009.↩

Frederic Mishkin, 1995, "Commenton Systemic Risk.In Research in Financial Services:Banking, Financial Markets, and Systemic Risk", vol.7, edited by George Kaufman, 31—45.Greenwich, Conn.: JAI.↩

George G.Kaufman, 1995, "Comment on Systemic Risk.In Research in Financial Services:Banking, Financial Markets, and Systemic Risk", vol.7, edited by George G.Kaufman, 47－52.Greenwich, Conn.: JAI.↩

Board of Governors of the Federal Reserve System, 2001, "Policy Statement on Payments System Risk", Docket No.R—1107, 1－13.Washington, D.C., May 30.↩

Bank for International Settlements (BIS), 1994, "64th Annual Report", 177.Basel, Switzerland:BIS, 1994.↩

公地悲剧（Tragedy of the commons），是指当资源或财产有许多拥有者，他们每一个人都有权使用资源，但没有人有权阻止他人使用，由此导致资源的过度使用。↩

美国大萧条之后，失业和贫困加剧，犯罪率明显上升。↩

Systemic Risk Monitoring（"SysMo"）Toolkit—A User Guide, IMFWorking Paper, July 2013.↩

刘春航.银行业系统性风险度量框架的研究[J].金融监管研究，2011（12）.↩

María Rodríguez—Moreno and Juan Ignacio Peña, Systemic riskmeasures:the simpler the better? BIS Paper No.60, 2011.↩

IMF, 2009, "Global Financial Stability Report", September.↩

IMF, 2011, "Global Financial Stability Report", September.↩

Adrian, Tobias and Markus K.Brunnermeier, 2010, "CoVaR", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports

No.348，November 2010.↩

谭洪涛.金融稳定监管视角下的系统性风险研究述评［J］.经济学动态，2011（10）.↩

Systemic Risk Monitoring（"SysMo"）Toolkit—A User Guide, IMFWorking Paper, July 2013.↩

系统工程（Systems Engineering）：系统工程是运用系统思想直接改造客观世界的一大类工程技术的总称。系统是由互相关联、互相制约、互相作用的若干组成部分构成的具有某种功能的有机整体。系统工程是以研究大规模复杂系统为对象的新兴边缘科学，是处理系统的一门工程技术。对新系统的建立或对已建立系统的经营管理，采用定量分析法（包括模型方法、仿真实验方法和优化方法）或定量分析和定性分析相结合的方法，进行系统分析和系统设计，使系统达到整个系统预定的目标。↩

第三章 宏观审慎监管概述

鉴于防范系统性风险的重要性，越来越多的学者和政策制定者们认为，监管者应加强宏观审慎监管，以维护整个金融体系的稳定。宏观审慎监管框架包括五个部分：一是识别和监测系统性风险的分析框架；二是宏观审慎政策的制度性安排，即谁来负责监管系统性风险；三是抑制风险，防止风险蔓延成为系统性风险的监管工具组合；四是宏观审慎监管政策和其他影响金融稳定的公共政策的协调配合；五是对政策有效性的评估(1)。其中识别和监测系统性风险已在第二章中予以介绍，本章将从宏观审慎监管概念的发展脉络、概念框架、机构设置、监管工具及其有效性等方面全面梳理宏观审慎监管政策的国际理论研究和实践经验。在宏观审慎监管的有效性评估方面，越来越多的国家和地区的监管者开始意识到，除了评估其政策、工具的有效性以外，还需要更加注意评估实施宏观审慎监管的“非预期效果”的问题。

第一节 宏观审慎监管的发展及其定义

一、宏观审慎监管概念的起源与发展

（一）在20世纪70年代的文献中开始出现

BIS对宏观审慎监管概念的历史演变进行了细致的梳理(2)。“宏观审慎”（Macro－prudential）一词在国际范围内最早提出是在20世纪70年代。1979年6月28—29日，巴塞尔监管委员会的前身库克委员会首次提到“宏观审慎”一词，当时会议的议题是国际银行贷款到期转换的潜在数据收集。摘要部分会议内容如下：“委员会所关注的微观经济范围内的微观审慎问题，一旦开始融入宏观经济因素就应该称之为宏观审慎问题。委员会应对宏观审慎问题保

持合理关注，并把这些问题与宏观经济问题联系起来。”虽然该术语与微观审慎相比似乎具备新的含义，但其主要关注对象并没有改变，仍为单个银行的放贷行为。因此当时的宏观审慎概念与我们今天讨论的内容有很大不同。

更接近于我们今天讨论的“宏观审慎”的内容出现在英格兰银行发布的一份关于银行业创新项目的背景材料中。该项目由Alexandre Lamfalussy（时任国际清算银行经济顾问和ECSC[3]主席）主持，相关材料于1979年10月发布，探讨了使用审慎手段可以作为约束信贷的替代措施之一。文件对单个银行的微观审慎（Micro－prudential）监管措施与宏观审慎监管措施作了对比，提出“审慎监管措施主要涉及银行稳健经营和单个银行对存款人的保护，大部分‘微观审慎’方面的银行监管工作已经完成。然而，这种微观审慎监管需要与关注更广范围的宏观审慎监管相配合。‘宏观审慎’的理念是，作为一个整体，市场所面临的问题与单个银行所面临的问题有所不同。”材料还从三个方面论证了微观审慎监管措施无法顾及到更广的市场层面：一是尽管单个银行的增长看上去是可持续发展的，但银行业信贷总额却无法长期持续增长；二是对风险的看法欠完整，侧重于对单一贷款人评估，而不是全部贷款人更广泛的风险；三是单个银行往往视利率风险至关重要，却低估了流动性风险的重要性。流动性风险管理要求从整个市场的角度来审视风险。

“宏观审慎”这一术语在Lamfalussy工作小组向十国集团（以下简称“G10”）理事会提交的14页最终报告中至少出现了7次。该报告强调：“无论是微观审慎监管还是宏观审慎监管，对国际银行业的有效监管是十分重要的”。然而，宏观审慎一词并没有在随后的1980年4月G10理事会发布的公告中保留下来，但公告仍强调了“保持国际银行体系稳健和稳定”，并侧重于“加强对国际银行

业发展的定期和系统性监测”。

（二）1986年开始出现于正式文件中

“宏观审慎”一词第一次出现在正式文件中可回溯到1986年。在ECSC发布的名为《当前国际银行业的创新》（Recent Innovations in International Banking）[(4)]的联合报告中，用为数不多的几个段落专门阐述了“宏观审慎监管”的概念，明确将其定义为“维护广义金融体系和支付安排安全稳健性”的政策。报告提到了金融创新增加了整个金融体系的风险，特别是极大地推动了资本市场的衍生产品及证券化的发展。报告特别强调了金融体系与金融创新发展相关的几个缺陷：监管套利，对新产品的风险溢价定价较低，高估市场流动性，信息欠透明，市场价格波动性的潜在增长，整体债务程度的大幅攀升等。

当时监管机构的监管重点仍针对单个银行，但在巴塞尔银行监管委员会[(5)]的推动下，欧美国家已开始着手解决金融系统性风险的问题。《当前国际银行业的创新》报告着力区分了ECSC与各国监管机构不同的监管考虑，主要结论包括加强相对于机构监管而言的功能监管，避免不同监管领域之间的差距，以及金融创新给货币政策带来的负面影响等。

之后几年中，“宏观审慎”一词基本上销声匿迹，只在BIS的一些内部文件中仍有提及，且主要是由ECSC使用。1992年ECSC发布的《国际银行关系的最新动态》的Promisel报告[(6)]提及了宏观审慎。当时G10领导人提出“关注银行在非传统市场特别是在衍生产品市场上的相互作用和联系，要重点检查银行同业市场的各组成部分，并对呈上升势头的现象予以宏观审慎关注”的要求，在此背景下成立了一个工作组来完成此报告。之后ECSC的一个工作组在报告标题

中引用了此术语，报告标题为“关于衍生产品市场规模和宏观审慎风险的计量”（Issues Related to the MeasurementofMarket Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets）。报告关注衍生品市场缺乏透明度、市场功能集中在少数机构及市场流动性可能被损害的问题。该术语还出现在BIS第67次年度报告中关于中央银行演变的一个章节（BIS，1997）。在上述两例中，“宏观审慎监管”概括的主要是改善整个金融体系稳定性的政策，关注点在于单个机构和金融市场间的联系。

20世纪90年代末，以1997年亚洲金融危机为主要触发点，宏观审慎监管被数次提及。如1998年1月，IMF题为《迈向一个健全的金融体系框架》（Toward a Framework for Financial Stability）的报告中提到：“必须实行持续有效的银行监管，这主要通过非现场监测实现，包括在微观审慎和宏观审慎两个层面。宏观审慎分析是通过了解市场情况和宏观经济信息，包括关注重要的资产市场、金融中介机构、宏观经济发展和潜在失衡现象。”上述报告发布后，关于金融体系脆弱性的评估（即“宏观审慎指标，MPI”）得到极大发展。这些评估后来与金融部门评估项目（FSAP）(7)合成一体，成为全面评估金融体系脆弱性的重要内容和标准。

2000年10月，时任BIS总经理的Andrew Crockett在国际银行监管会议的讲话中，对比分析了微观审慎监管和宏观审慎监管。他指出，要实现金融稳定，就必须大力加强宏观审慎层面上的监管，并阐述了宏观审慎监管的两个显著特点。第一，宏观审慎监管关注的是整个金融体系，其目标是减少金融衰退期产生的成本。第二，宏观审慎监管认为整体风险取决于金融机构的共同行为及风险具有内生性。与之相对应的，微观审慎监管被认为是为防止单个机构的破产风险，其最根本的出发点是为了保护存款者和投资者的利益。同时，微观审慎监管视整体风险为独立于单个金融机构之外的外生因

素。

（三）2007—2008年全球金融危机后受到广泛关注

宏观审慎监管真正受到广泛关注始于美国次贷危机爆发，由于这次金融危机的特殊性和系统性风险造成的巨大影响，各国金融监管当局和国际组织都深刻地认识到，金融监管改革势在必行。宏观审慎监管得到了国际社会的广泛认可和接受。为此，国际组织和多国金融监管当局开始广泛探讨和研究宏观审慎监管的含义、框架、工具和实施方案。2008年起国际和国家两个层面均出现了明显动向，G20、IMF、FSB等国际组织，美国、欧洲以及一些新兴市场经济体的监管机构都对建立有效的宏观审慎监管框架进行了探索并付诸实施，运用宏观审慎监管理念和措施应对危机，并对维护金融稳定产生了良好的初步效果。

2009年，G20峰会上得到广泛认可的报告——《关于加强金融体系的声明》正式发表(8)，这一报告主要呼吁加强宏观审慎监管，并宣布成立FSB，将其作为促进全球金融稳定的国际组织（Re－established with A Stronger Institutional Basis and Enhanced Capacity as the Financial Stability Board）。G20的报告提出要加强宏观审慎监管，将其作为微观审慎监管的重要补充。建立FSB的这一举动，意味着在国际范围内开始有专门的组织机构开展宏观审慎监管的推动与协调工作。2009年7月，巴塞尔委员会专门成立宏观审慎工作组，以推动宏观审慎监管，并以宏观审慎原则为指导，对原来一些以微观审慎原则为主的监管政策进行了大幅度的修改，比如强化银行逆周期资本监管、强化流动性风险管理、强化系统重要性机构的监管、跨境危机处理、推动银行监管标准实施、修订会计准则等，并形成了《巴塞尔协议Ⅲ》。该协议在2010年11月G20首尔峰会上经各国表决通过。这标志着，世界主要国家对宏观审慎监管理念基本认同，并对各国和国际范围防范系统

性风险、维护金融稳定提出了更高的要求。

二、宏观审慎监管的定义

关于宏观审慎监管的含义并无统一的定论，而且“宏观审慎监管”的意义在不同的语境下也有所不同。到目前为止，大部分文献中提到的定义均涉及以下几个共同要素[(9)]，这些共同要素包括：

（一）宏观审慎监管将金融体系视为一个整体，而非只聚焦于单个机构

宏观审慎监管的作用是发现并管理整个金融体系的风险。为达到这个目的，宏观审慎监管需包含“规制”（Regulation）和“监管”（Supervision）的工具。Jacques de Larosière在2009年的《欧盟金融监管高层报告》中区分了金融“规制”和“监管”的概念，前者指的是指导金融机构行为的标准和要求；后者指的是这些标准和要求的实施方式以及相关的制度设计。因此，宏观审慎监管既要考虑如何建立恰当的制度和出台规制要求，也要涵盖确保金融机构遵守这些标准和要求的制度性安排，以保证监管要求的顺利执行。

与微观审慎监管相比，宏观审慎监管的目标是确保金融体系的稳健，而微观审慎监管的目标是确保单个金融机构的安全。由于金融体系是由众多单个机构所构成的，微观审慎监管和宏观审慎监管的目标常常是一致的，但在某些情况下，两者也会存在一定的矛盾。如在2007—2008年爆发的全球金融危机期间，特别是在2008年第三季度，许多银行所持有的通过资产证券化创造的复杂金融工具的价值下跌严重。为了单个金融机构的安全性，微观审慎监管机构会鼓励金融机构尽快处置这些资产。但是与此同时，单个机构的行动可能会造成所有金融机构的恐慌，而且多家机构的趋同行动更会

造成银行业整体融资困难以及流动性蒸发，从而导致整个金融体系的大幅震荡。而宏观审慎监管机构在应对这种情况时，则会考虑单个机构的行为对整个金融体系的影响。

（二）宏观审慎监管关注由于机构之间的联系，在金融体系内部产生的风险及其蔓延

一是宏观审慎监管并不是要消除风险。风险和波动性是一个健康运行的金融体系不可或缺的要素。如果没有风险和波动性，那么金融市场也无法为实体经济提供资金支持和进行合理定价。因此，宏观审慎监管并不是要彻底消除风险和波动性，而且从经济角度来讲，确切地量化出多少风险和波动性是不可能的，宏观审慎监管是要增强金融体系的弹性和韧性，以防止风险和波动性的不断放大可能引发金融危机的情况，从而维护金融体系的稳定。

二是宏观审慎监管应具有前瞻性。与宏观经济政策相似，宏观审慎监管应具有前瞻性、预防性，事前的预防措施要比事后的补救措施更加重要。由此，宏观审慎监管机构必须在系统性风险演化成危机之前及时发现风险，分析数据，发布预见性的指引或监管要求，并管理和化解风险。

三是宏观审慎监管关注金融机构及各个市场参与者之间的相互关联性，以及经济波动下市场主体由于共同风险暴露（Exposure）所带来的风险。复杂金融工具及信用衍生产品的使用、同质化经营所带来的共同风险暴露，以及业务关联产生的高度相关性，使得金融体系在单个大型金融机构破产后导致的风险蔓延面前显得十分脆弱。微观审慎监管与宏观审慎监管之间一个重要的区别是微观审慎监管把系统性风险视为金融体系的外部问题，而宏观审慎监管把系统性风险视为金融体系的内部问题，即金融机构之间的联系，而这种联系包括显性的合约式联系，还包括不同机构面临共同金融风险

敞口的隐性联系。

在过去的十年中，随着复杂金融工具的使用，风险逐渐分布到各类市场参与者身上，而参与者又把这些风险用各种不透明的方式重新包装出售到金融市场，金融机构间显性的合约式联系增长十分显著。贝尔斯登、雷曼兄弟的破产，以及世界各地许多大银行的流动性危机把金融机构间的相互关联性带入了公众视野。隐性的相互关联性也有所上升。如Jacques de Larosière（2009）指出，全球金融危机很大程度上是由于金融机构对经济周期变化的共同风险暴露的上升而造成的，这一点在第一章的“债务—通货紧缩”理论中已做过分析。

（三）宏观审慎监管工具的目标是减少系统性风险，增强金融体系的弹性和韧性

宏观审慎监管和微观审慎监管的工具有一定重合，但使用的方法不同，最典型的例子是资本要求。微观审慎监管使用的资本要求是为了确保单个机构在压力情形下有能力吸收损失，而并不直接关注整个金融体系的稳定。资本监管也可以用在宏观审慎监管中，但此时形式为逆周期资本缓冲或系统重要性资本附加，目的是确保整个体系的弹性和韧性，同时减少金融体系在时间维度和跨部门维度上的系统性风险。

如前所述，仅关注单个机构会忽略个体对金融市场和金融体系造成的外部影响。但是在实际情况中，单个金融机构处于一个高度关联的金融体系中，不断面临外部的各类冲击。使用宏观审慎监管工具增强金融体系的弹性和韧性，抑制顺周期性，并管理机构间的相互关联性风险，可以有效促使机构在繁荣时期抑制过度逐利行为，并为整个金融体系应对金融危机创造缓冲条件，从而内部化这些外部冲击。如英格兰银行所述，“鉴于单个机构不可能完全内部

化其自身的危机给其他机构带来的成本，宏观审慎监管的目标就是激励整个银行业将这种成本内部化”（Bank of England，2009）。

（四）宏观审慎监管政策和其他领域经济政策具有互补性，但需注意政策间的内在矛盾，并各自保持一定的独立性

为了保证宏观审慎监管取得实际效果，就必须给某一机构或职能部门赋予相应权力，为宏观审慎监管工作制订有效的计划，包括系统性风险数据收集和分析，设计和使用宏观审慎监管工具，并与其他政策，如货币政策、微观审慎监管等进行协调。各国可能会选择不同的制度安排实施宏观审慎监管。一些国家选择新设一个金融稳定委员会并赋予其监测系统性风险和使用宏观审慎工具的职责，而另外一些国家则倾向于把这些监管职责和权力赋予现有的机构。不管采用何种制度安排，宏观审慎监管机构必须拥有足够的资源及授权，来制定和实施恰当的宏观审慎监管政策，而且必须采取相对透明的方式进行决策和使用工具。另外，尤为重要的是宏观审慎监管政策应相对独立，不应成为微观审慎监管或货币政策的附属品。

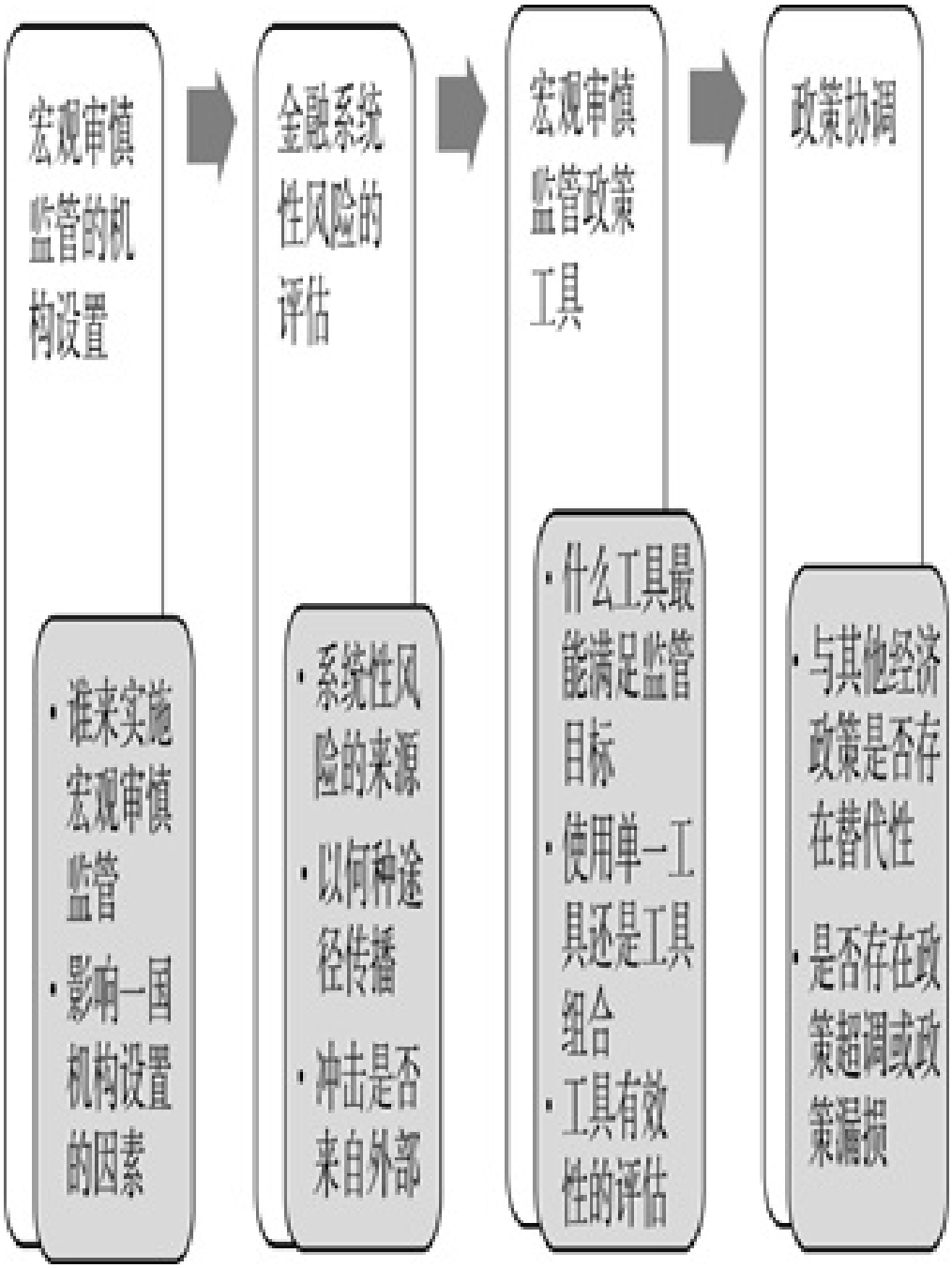
宏观审慎监管机构还需分析并评价其他经济金融政策对系统性风险和金融稳定的影响。宏观审慎监管一般不会直接干预货币政策工具，但若货币政策对金融稳定的存在负面影响，需要采取宏观审慎监管措施予以应对。例如，当过低的政策利率导致金融失衡并可能引发潜在系统性风险时，宏观审慎监管机构有责任使用相应工具应对金融体系内上升的风险。

因此，结合宏观审慎监管特点，我们将宏观审慎监管定义为用于防范和管理金融系统性风险的自上而下的金融监管政策框架。

图3－1总结了宏观审慎监管的四个要素，包括宏观审慎监管的

机构设置、系统性风险评估、监管工具选择和实施及政策间的协调。在第二章中已介绍了系统性风险的监测，故在本章第二节至第四节中将针对宏观审慎监管机构设置、监管工具、监管效果做详细阐述，并在第四章介绍政策协调。

图3—1　宏观审慎监管的四个要素



第二节　宏观审慎监管机构设置与案例研究

宏观审慎监管的执行要依靠权力部门的推进，本节将探讨由谁负责宏观审慎监管，以及其机构职责、机构设置方式和设置原则等。

一、宏观审慎监管机构的权力和职责

IMF（2011b）指出，如果使用相对静态的监管规则，那么当金融行业发生动态变迁时，这些静态的规则将不再适用并可能限制金融市场的发展，带来新的风险。因此宏观审慎政策框架必须能够灵活应对市场可能发生的变化和出现的各种风险。这就需要决策者拥有三种权力：一是信息收集的权力；二是指定管辖范围的权力；三是制定规则和调整规则的权力。

信息收集的权力。制定宏观审慎监管政策首先需对整个金融体系的系统性风险进行周期性的评估，而风险评估需要大量数据和信息支持。宏观审慎监管机构通常会要求获得定期的微观审慎监管数据以便评估单个金融机构破产可能引发的系统性风险，以及评估整个金融体系内积聚的风险程度。此外，还应给予宏观审慎监管机构直接从金融体系各类参与者（包括金融机构和非金融机构）直接获取信息的权力，以评估不受监管的各类企业或个人对金融系统性风险的“贡献”。

指定管辖范围的权力。宏观审慎监管机构需要拥有把所有单个具有系统重要性的机构（包括非银行机构和金融基础设施提供者，如中央交易对手方等）纳入其政策管辖范围的权力，此外对于那些由于群体性的市场行为而可能引发系统性风险的个体机构，宏观审慎监管机构也有权对其市场行为进行干预。

制定和调整规则的权力。允许宏观审慎监管机构根据系统性风险的来源和程度来选择政策工具，这就凸显了宏观审慎监管机构需

要有充分的制定规则和调校规则的权力。但是，此项权力并不意味着把制定所有金融规则的权力都授予宏观审慎监管机构。

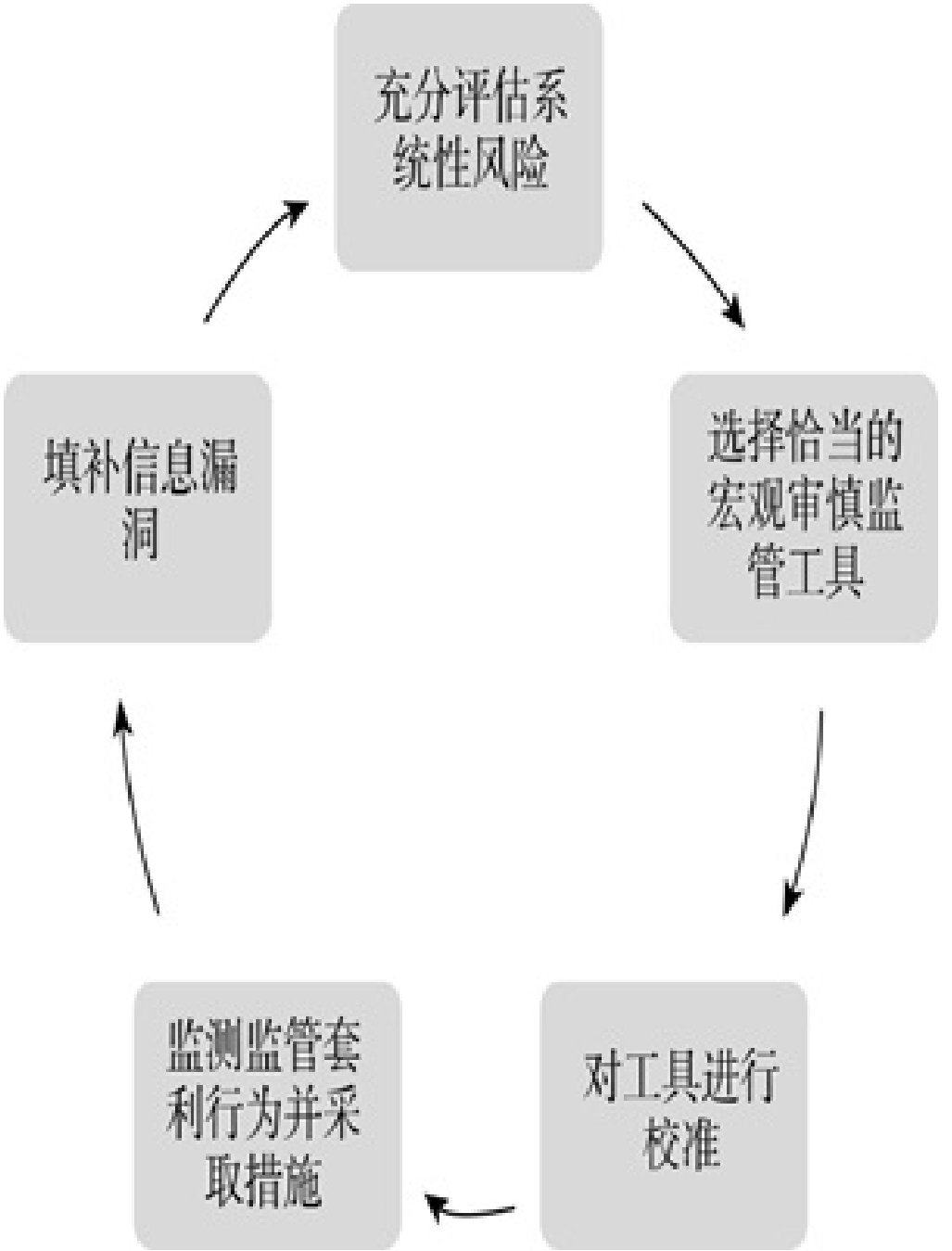
此外，除了以上权力，宏观审慎监管机构还应具有向其他监管机构、经济管理部门进行政策建议或风险提示的“软权力”（Soft Power），例如，宏观审慎监管机构发现金融体系的风险来自于宏观经济的失衡时，有权力向财政部等机构提出政策建议。

在此基础上，IMF（2013a）总结出宏观审慎监管机构的五个职责，如图3－2所示。

一是评估系统性风险的职责。宏观审慎监管机构的首要职责即为监测和评估系统性风险，从而指导之后的决策和监管行动。

二是选择和使用合适的宏观审慎监管工具。鉴于各国的系统性风险呈现出不同的程度和形式，因此目前并没有应对风险的“最佳实践”，各国宏观审慎监管机构需要因地制宜地使用工具，针对性地防范风险。IMF（2013a）指出鉴于系统性风险的产生和传播速度很快，而设计和推出一项新的政策工具需要时间，因此宏观审慎监管机构需要提前建立一个监管工具箱，一旦风险发生，即可进行迅速调整。

图3－2　宏观审慎监管机构的五个职责



资料来源：IMF（2013a）。

三是对监管工具进行校准的职责。由于系统性风险的不断变化，在工具推出后，宏观审慎监管机构需要在监测风险的同时，及时对工具进行调整。鉴于金融体系和风险传导的复杂性，监管工具的传导机制也具有不确定性，如果发现监管工具推出后，对市场的影响与预期的传导机制存在差异，且可能引发市场扭曲和新的风险，监管部门需要立即调整。这需要监管部门的判断力，并评估使

用工具对市场的正面影响是否能抵补其带来的“成本”。此外，宏观审慎监管机构需要与市场进行沟通，明确地传达推出这些工具的政策目的，从而引导市场的预期，这也有利于降低工具的非预期效果带来的成本（Giese等，2013）。

四是监测监管套利行为并采取措施的职责。宏观审慎监管机构需要监测推出宏观审慎监管工具后，引发的金融机构绕开监管的监管套利行为。如一项监管措施的作用对象为银行，那么非银行机构由于不受监管措施约束，将成为绕开监管的中介机构，但是系统性风险却并未减少。因此，为了尽量减少这一情况，宏观审慎监管措施应针对市场行为，而不应仅限于某类机构，即宏观审慎监管机构的监管对象应包含所有可能引起系统性风险的市场主体，这与前文中其“指定管辖范围的权力”相对应。

五是持续减少信息漏洞的职责。信息漏洞将阻碍监管部门充分地判断系统性风险，以及评估监管工具的效果，但这一问题普遍地存在于发达国家和发展中国家（Cerutti等，2011；Heath，2013）。因此，宏观审慎监管机构需要重视这一问题，并注重提升信息颗粒细度、频率和及时性（Granularity，Frequency and Timeliness），并加强对金融体系外数据的收集，包括政府部门、企业部门和家庭部门。

需要注意的是，宏观审慎监管机构权力的授予和职责的履行需要法律的支持，因此应修订金融管理的相关法律条款，并在法条中列示宏观审慎部门的主要政策目标（管理系统性风险与其他经济金融政策共同维护金融稳定），从而实现其在拥有恰当权力的基础上，履行明确界定的职责。

二、宏观审慎监管机构设置的主要模式

G20（2010）认为宏观审慎监管机构的设置可概括为两类，一类为单一机构负责制，另一类为多机构共同负责制，两类模式各有优劣。

（一）单一机构负责制

在单一机构负责制中，由一家行政机构制定和实施宏观审慎监管政策，其优点显而易见：职责和责任被明确分配给单一机构，这样就减少了数个机构共同担责的情况下（在下文中将会详细探讨）产生的激励和问责问题。该单一机构可以是已经存在的机构，如一国中央银行或金融审慎监管机构，也可以是新设立机构，专职负责系统性风险监测和管理。

由中央银行承担宏观审慎职能。具体而言，分为由中央银行直接承担宏观审慎监管职能，或在中央银行内部设置相对独立的委员会负责宏观审慎监管。由中央银行承担宏观审慎监管职能具有天然的优势(10)，一是在多数国家，从传统职能而言，中央银行一直承担着维护金融稳定的功能，而金融稳定恰恰是宏观审慎监管的目标；二是宏观审慎和货币政策之间的协调可以发生在机构内部，而不是各机构之间，从而提升决策的效率；三是鉴于中央银行在货币政策和支付系统中的地位，中央银行具备分析系统性风险的专业知识和技能，而系统性风险分析是制定宏观审慎政策决策的前提（IMF，2011b）；四是鉴于货币政策本身的独立性要求，如能由中央银行实施宏观审慎监管政策，也可保持较强的独立性，相对而言受到政府（如财政政策）干预较小。

然而，反对者认为，中央银行的首要目标为维护价格稳定，这会干扰金融稳定政策的独立性，而且会默许中央银行用货币政策替代宏观审慎监管政策，或用宏观审慎监管政策干预货币政策，从而导致在两类政策方面都仅能取得次优的效果。货币政策与宏观审慎

监管政策有时也存在冲突，比如国际金融危机之后，一些国家中央银行采取的量化宽松货币政策通过维持较低利率水平，对经济增长起到一定的刺激作用，但从宏观审慎监管政策的角度看，过多的流动性也快速增大了金融体系风险偏好，形成了新的系统性风险隐患。

由已有的审慎监管机构承担宏观审慎职能。在一些国家已建立了独立于中央银行的金融审慎监管机构，可以由该机构承担宏观审慎职能。优点为一是宏观审慎政策经常依赖于一些传统审慎监管工具，如资本要求；二是金融审慎监管机构日常搜集的数据，如单个机构的资本、杠杆率和流动性比率对于宏观审慎监管而言是必须的，因此金融审慎监管机构在工具和数据方面具备优势。缺点为宏观审慎监管和微观审慎监管存在冲突。

新设立一家专门的宏观审慎监管机构。新设机构的最大优势在于避免了宏观审慎监管和货币政策、微观审慎监管、财政政策等其他政策之间的冲突，有助于从独立的视角制定和实施宏观审慎监管政策。Sibert（2010）提出宏观审慎监管专职委员会[(11)]应该至少包括以下5名成员：一名宏观经济学家、一名微观经济学家、一名财务人员、一名金融工程师以及一名业界专家，这5名成员均不属于政府机构以及国际组织。Sibert（2010）强调，该委员会之所以不包括任何监管当局人员，主要是为了保证宏观审慎监管判断的客观性和独立性。但同时，新设机构需要更多的资源，因此政府需要衡量新设机构产生的成本和收益。

（二）多机构共同负责制

由于宏观审慎监管需要与其他政策相互协调，因此，可以由包括中央银行、审慎监管机构和财政部等在内的多个机构共同承担宏观审慎监管职能。该模式的优点包括每家机构除宏观审慎监管外，

还能更加专注于自身的目标，如中央银行关注价格稳定，微观审慎监管机构关注单个金融机构的安全性和稳健性。

建立正式沟通机制的“委员会”模式。通过建立委员会，可以促进机构间的信息交换，并促进各机构在实现金融稳定目标方面的参与。G20（2010）指出这种委员会形式也存在着一些风险：一是多机构在沟通和协调的过程中将降低政策制定和实施的效率。如各机构在某些问题上产生分歧，这些分歧持续存在而未能及时解决，从而导致行动延迟，在经济或金融危机时期，这种低效率的后果会十分严重。二是共同负责的形式给清晰的问责机制带来困难。因为许多部门都参与了决策，那么当危机发生时，具体由哪一家机构对此负责难以判定，从而缺乏问责的约束力。三是引发政策决定和工具控制之间的分离。虽然由多机构共同制定措施，但在具体实施时，仍将根据工具的性质由单个机构执行，那么在执行过程中，可能与政策的最初设想发生偏离。最后，为了增加本机构在决策过程中的影响力和话语权，机构可能在委员会中安排职位较高但实际缺乏专业能力的人员，这会削弱委员会的专业判断力。

在委员会的具体成员和负责方式方面，各国由于金融体系实际情况、历史沿革不同而存在差异。以亚洲国家为例，1997年亚洲金融危机后，亚洲国家和地区的政府已初步形成了维护金融稳定，防范系统性风险冲击的宏观审慎理念，并在金融管理部门的合作机制方面进行了探索，多个国家都建立了金融稳定委员会，IMF（2013d）对主要亚洲国家的宏观审慎监管机构设置进行了梳理，如表3－1所示。

表3－1　亚洲国家和地区宏观审慎协调机制

监管机制	是否存在宏观审慎协调委员会	委员会主席
澳大利		中央银行

中央银行和监管部门分离模式	澳大利亚	√	中央银行行长
	日本	√	副总理
	韩国	√	
中央银行负责监管模式	中国香港	√	财政部长
	印度	√	财政部长
	马来西亚	×	
	菲律宾	√	中央银行行长
	新加坡	×	
	泰国	√	中央银行行长
	越南	×	

资料来源：IMF（2013d）。

无正式沟通机制的模式。这个模式中的决策方式是“分散决策”（Distributed Decision Making），而不是由委员会负责决策，每个机构决定归属于该机构管辖的宏观审慎政策工具的使用并对此负最终责任。然而，在这种“分散决策”模式下，每家机构只关注其自身的特定目标，最终成功汇集相关专业知识的可能性大大降低。把中央银行的宏观经济和市场方面的专业判断与金融审慎监管机构可获得的具体机构的信息汇集在一起会更加困难。另外，宏观审慎监管政策领域在这种情况下出现“公地悲剧”的可能性更大，即使每家机构都有使用其所属资源和工具以确保控制系统性风险的职责，但是当管理系统性风险的整体努力不足时，仍然可能爆

发危机，而且在各自决策的框架下，可能出现一些无人监管的真空区域，如“影子银行”，而系统性风险会在这些领域积聚起来（IMF 2011c）。

金融具有公共物品的特质，本身即为一种资源，即如同一块“公地”，对于金融资源的占有、使用者而言，虽然金融资源的使用没有排他性，但是却存在竞争性，谁占有了更多的金融资源，就能够在定价方面有更多的话语权，以及获得“大而不能倒”的潜在政府救助优势，从而取得利益。这样对于金融“公地”而言，过度竞争、过度创新屡有发生，并曾引发金融危机。2007年美国次贷危机中抵押证券多次衍生、脱离实体经济即为一例，因此宏观审慎监管者的责任在于维护“公地”的秩序和稳定性。当有多个机构制定宏观审慎监管措施时，一是多机构均无法全面掌握金融机构和金融市场的信息，二是由于监管对象的不同而存在监管真空地带（如跨业经营行为、新型金融业态），三是政策力度的差异滋生监管套利行为，四是多机构均不对系统性风险的发生负全责，因而可能使得各机构使用宏观审慎监管工具方面的努力不足，这四个方面均削弱了对金融体系宏观审慎监管的有效性，“公地悲剧”发生的概率较高。

一些国家为了避免机构之间缺乏沟通的问题，设立了“金融管理者俱乐部”等方式，为中央银行、微观审慎监管部门、财政部等相关部门设立了非正式的沟通渠道，通过定期或非定期的碰头会等形式，沟通金融稳定、系统性风险管理方面的新形势和隐患，了解其他机构的政策措施和思路等，但是由于这些沟通渠道缺乏“委员会”模式下的正式约束，其有效性受到质疑。

三、影响一国宏观审慎监管政策机构设置模式的因素

在选择一国宏观审慎监管机构设置方面，需要考虑各国的情

况，而且现有的各国金融管理制度安排具有深厚的历史渊源，立法机制、金融市场也均有差异。IMF（2011c）总结了七个因素，可能对宏观审慎监管的机构模式选择产生较大影响，分别是资源可得性、货币政策制度、金融体系的规模和复杂程度、现有制度结构的历史、法律传统以及政治经济学。

资源的可得性。如一个经济体具有便捷的资源可得性（包括一系列专有技术、具有丰富经验和专业技能的员工、吸引高级管理人才），才有可能建立独立的宏观审慎监管机构。在那些很难雇佣到合格员工的国家（如一些新兴市场经济体或低收入国家），从制度上集中可用资源会产生更大的效用，因此由中央银行负责宏观审慎监管更具优势。相比之下，在一些发达国家，这方面是次要考虑的因素。此外，2007—2008年全球金融危机引发的财政缩减，使得一些国家因高成本而放弃新设专门机构来负责宏观审慎监管。

货币政策制度。宏观审慎监管机构设置模式的选择会受到一国货币政策制度的微弱影响。在中央银行的货币政策行动受到严格限制的经济体，如参与货币联盟或实行货币局制度（Currency Board）的经济体，将宏观审慎监管职能赋予中央银行，能确保宏观审慎监管的相对独立性。在这种情况下，单一机构的集权也较少。

金融体系的规模和复杂程度。原则上，金融体系的规模和复杂程度，以及金融机构之间的竞争程度会影响模式的选择（Goodhart和Schoenmaker，1995）。但是，近年来的经验表明，在开放经济体中，即使相对简单的金融体系也可以迅速扩大化及复杂化，从而引发系统性风险。最著名的例子就是冰岛，该国银行体系的资产占GDP的比重在短短几年内（2003—2008年）就从200%增长至近1000%，这一扩张主要源于批发融资市场。批发融资市场上的金融产品创新（如信用违约掉期）和零售金融市场上的金融产品创新

（如外币抵押贷款），同样可以改变金融体系内各组成部分之间的关联度，也会改变面临总体冲击时整个金融体系的反应程度。因此，由于金融体系的规模和复杂程度变化迅速，这点已不再是机构设置选择的实质性驱动因素。

现有金融管理制度结构的渊源。在历史沿袭因素影响金融稳定制度安排的方面有很多实例。例如Goodhart和Schoemaker（1995）分析了作为最后贷款人的欧洲的中央银行如何逐渐承担起监管者的角色。而在那些较晚成立中央银行的国家易于形成中央银行和监管机构分设的形式，如美国，其依照1863年和1864年的《国民银行法》成立了联邦特许银行和货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency，OCC），货币监理署作为财政部下属部门对联邦特许银行进行监管，而联邦储备委员会（FED）直到1913年才成立。一些拉丁美洲国家（如智利、哥伦比亚、厄瓜多尔和秘鲁）在美国经济学家Edwin Kemmerer的指导和影响下成立了中央银行和单独的监管机构。传统制度模式也可以影响到宏观审慎职责的分配。

法律传统。一些国家的关于机构自主权的宪法保护，会对涉及机构间约束性指令的模式造成法律障碍，例如，在智利，为保障委员会的独立性，中央银行在宏观审慎监管委员会中只具有观察员的身份。

政治经济关系。在政治经济学的学术角度而言，一些政策领域若授权给一个独立的决策机构，比多机构共同决策的效果要好。而金融监管政策符合这一类政策领域的特征，包括需要技术专长，以及易于受到特殊利益集团强大游说的影响，因此从该角度而言，倾向于由一个独立的机构负责宏观审慎监管。然而，具体到各个国家，其政治经济学的思路具有一国特色。例如，各国对于授予技术型政策部门（包括中央银行）决策权的意愿有所不同，某些国家当

下更乐意在政策领域中保持激烈的政治辩论和内在制衡，这样就更倾向于多机构共同负责的委员会模式或由中央银行共同负责货币政策和宏观审慎监管的模式。

IMF（2011c）指出，在七个影响因素中，可获得的资源、现有金融管理制度安排的历史、法律传统以及政治经济关系四个因素对模式选择影响较大。相比之下，金融体系的规模和复杂程度以及现有货币政策框架影响较弱。

四、设计宏观审慎监管机构设置模式的原则

各国宏观审慎监管机构设置的选择受制于不同的限制条件，并且，即使是相同的制度安排，不同国家实施宏观审慎监管政策的有效性也不尽相同。因此，IMF（2011c）结合不同模式的利弊，提炼了14个宏观审慎监管机构设置模式的原则，用于指导各国结合自身情况，选择最适用于本国国情的机构设置模式。

表3—2　宏观审慎监管机构设置模式的原则

	原则一：中央银行应在宏观审慎监管政策中发挥重要作用	利用可从中央银行获得的专业知识和市场信息，同时促进与中央银行其他职能（包括货币政策、提供流动性和支付系统监督）之间的协调
	原则二：复杂、分割的监管结构不利于降低整体金融体系的风险	监管职能分割降低了风险识别的有效性，并增加了如下可能性：金融体系虽然不断发展，但对金融稳定产生威胁的系统性风险却有所上升。监管职能分散还会因为需要集体决策而带来摩擦，并

	险	降低将风险识别转化 成有力行动的可能性
总体原则	原则三：财政部的参与是有益的，但是让财政部发挥主导作用可能会带来 重大风险	财政部参与宏观审慎监管政策制定有助于促进与财政 政策的协调。但是，财政部发挥主导作用会导致如下 风险：在经济景气时延迟采取宏观审慎政策行动。财 政部发挥主导作用同样可能会危及既定政策领域（如 货币政策和监管政策）的制度独立性
	原则四：可对系统性风险防范和危机管理分别进 行单独的制度安排	财政部由于其职能应在危机管理中发挥重要作用，即 使同时负责系统性风险防范和危机管理的机构能够有 效地平衡两方面的关系。但为了同时满足这两种需 求，在很多情况下，宏观审慎监管框架不应隶属于危机 管理框架
	原则五：应建立有效的信息共享机制	应该通过消除信息共享的现有法律障碍、建立数据收 集和信息集中的机制，来确保评估系统性风险所需全 部数据和信息的可得性。所有可以获取相关数据的各 方都应该积极行动，提供评估系统性风险所需的信息
	原则六：至少	

系统性风险的 有效识 别、分析 和监测	有一家参与 系统性风险分 析的机构 能够获得所有 可用的数 据和信息	考虑到金融体系中不断演变的相 互作用机制的复杂 性，由多个机构承担部分分析会 导致评估深度各不 相同
	原则七：应充 分利用现有 的专业知识	这一原则与原则一呼应，系统性 风险评估涉及对整个 金融体系以及金融体系与实体经 济之间相互作用的结 构性分析，因此中央银行应在风 险评估中发挥重要 作用
	原则八：所有 处理相关知 识和信息的机 构都应该 参与这一过程	对单一机构进行风险评估的部门 应参与进来
	原则九：机构 设置应该有 助于提高宏观 审慎监管 工具实施部门 的行动意 愿并降低政策 行动延误 的风险	法律框架应该为及时有效的宏观 审慎监管行动建立一 个正式的职责和问责机制
	原则十：宏观 审慎监管职 责可委派给一	当多个机构共同实施系统性风险 管理时，在几个机构 的职责中规定维护金融稳定的内

宏观审慎监管制度机制	个单独的机构、组织或决策委员会，并由该机构负责实现管理系统性风险、维护金融稳定的目标	容有助于确保机构间或机构与政策委员会之间的合作。同时，把宏观审慎监管职责分配给多个机构可能会导致集体行动问题，这会降低问责和激励的有效性，并难以在实践中得到解决
	原则十一：宏观审慎监管职能分配给如下机构：这些机构的其他目标与宏观审慎监管政策目标密切保持一致，且若这些机构不采取行动，将付出很大的代价	这需要中央银行和其他监管机构共同发挥强有力的作用，而财政部的参与应该受到一定限制
	原则十二：宏观审慎监管职责需要辅以适当的权力	包括获取信息的权力、采取或发起监管行动的权力和改变监管范围的权力
	原则十三：职责和问责机制应该防范过于严格的	为了限制权力的过度自由裁量性使用，职责本身可以规定次级目标和次级需要，并辅以强有力的问责机制。问责机制应有很高的透明度，包

宏观审慎监管 制度机制	宏观审慎监管政策	括政策工具的发布，决策的沟通以及工具有效性的事后（Ex post）评估
	原则十四：设计问责机制的方式不应过度损害宏观审慎监管政策的有效性	问责机制不应给特殊利益团体就争取过度宽松的宏观审慎监管政策进行游说留有过多的空间

资料来源：IMF（2011c）。

五、案例研究

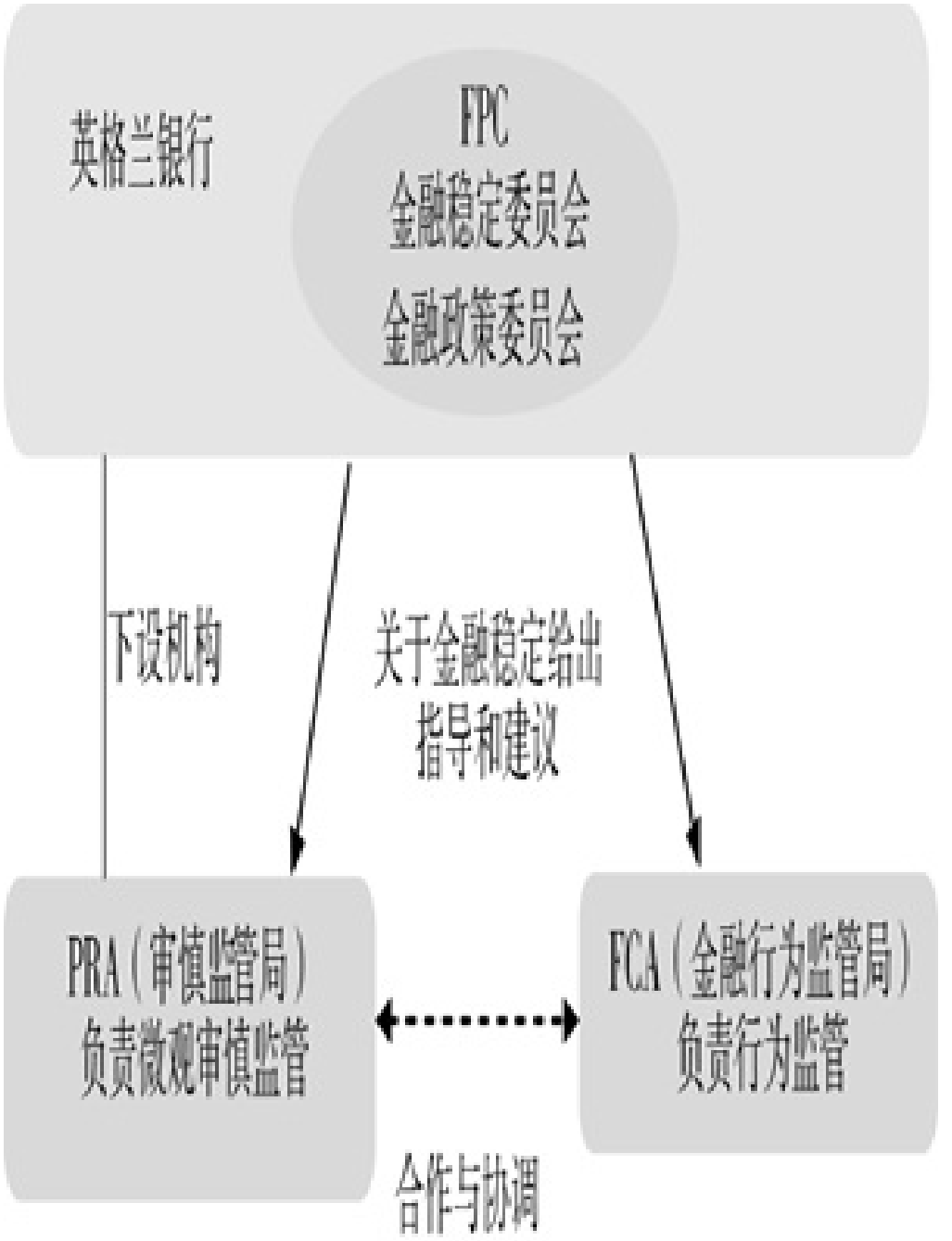
2007—2008年国际金融危机后，各个国家开始强调宏观审慎监管的重要性，并着手设置专职的宏观审慎监管机构或加强部门间的协调机制，本部分选取了四个有代表性的国家和地区予以介绍，英国在中央银行内部设置委员会承担宏观审慎监管职能，马来西亚为典型的直接由中央银行牵头负责宏观审慎监管，美国由各个部门共同设立了“金融稳定监督委员会”，为“多机构共同负责制”，并介绍了欧盟的单一监管机制和金融稳定安排。

（一）英国

国际金融危机后，英国对国内金融监管的组织架构进行了调整，并明确了在中央银行内部设立专职委员会承担宏观审慎监管的职责。2011年6月16日，英国政府正式发布了包括《2012年金融服务法草案》在内的题为《金融监管新方法：改革蓝图》的白皮书（以下简称《白皮书》），全面阐述了政府的监管改革设想。2012年1月26日，草案正式提交议会。英国新的监管架构已经于2013年4

月1日正式开始实施。该架构最大的特点是将金融服务局（Financial Services Authority，FSA）进行了分拆，新架构更强调宏观审慎监管的重要性，并明确了宏观审慎监管、微观审慎监管和行为监管之间的分工和配合。英格兰银行下新设金融政策委员会（Financial Policy Committee，FPC），作为宏观审慎监管机构，负责监控和应对系统性风险。新设审慎监管局（Prudential Regulation Authority，PRA），作为英格兰银行的下设机构，负责对各类金融机构进行审慎监管。新设金融行为监管局（Financial Conduct Authority，FCA），负责监管各类金融机构的业务行为，促进金融市场公平竞争，保护消费者。

图3－3　英国新金融监管架构



资料来源：黄志强（2012）。

《白皮书》明确和强化了英格兰银行的金融稳定职能，规定英格兰银行董事会应由行长、一名主管金融稳定的副行长、一名主管货币政策的副行长、一名主管审慎监管的副行长和不超过9名董事组成。其货币政策委员会中应当包括行长、主管金融稳定的副行长和主管货币政策的副行长。立法中明确规定，应有一名副行长主管金融稳定，其序位仅次于行长，并且作为货币政策委员会的成员。

这些都表明，英格兰银行在金融稳定方面的职能、职责有所扩展和强化。《白皮书》还进一步规定，英格兰银行董事会必须根据其金融稳定目标制定金融稳定战略，同时要不时审查并在必要时修订该战略。

FPC以英格兰银行董事会下设委员会的形式存在，由英格兰银行行长担任主席。其成员包括英格兰银行行长和副行长（同时也是PRA主席）、FCA总裁、英格兰银行行长经商财政大臣后任命的两名成员（从英格兰银行执行董事中选任）、财政大臣任命的四名外部成员，以及一名不享有表决权的财政部代表。FPC成立后，英格兰银行原有的金融稳定委员会已被撤销。

FPC的主要职责是识别、监控并决定采取措施消除或减少系统性风险，以维护和增强英国金融体系的风险抵御能力。为实现法定目标，FPC主要履行以下四项职能：（1）监控英国金融体系稳定性，以便识别和评估系统性风险；（2）向PRA和FCA发出指示(12)；（3）向英格兰银行、财政部、PRA、FCA或其他监管机构提出建议；（4）编制《金融稳定报告》。总的来说，FPC是一个位于监管框架顶峰的具有较大权力的机构，在全系统范围内观察风险积累情况并采取相应行动。因此，创设该委员会被认为是英国政府强化金融稳定框架的基石。

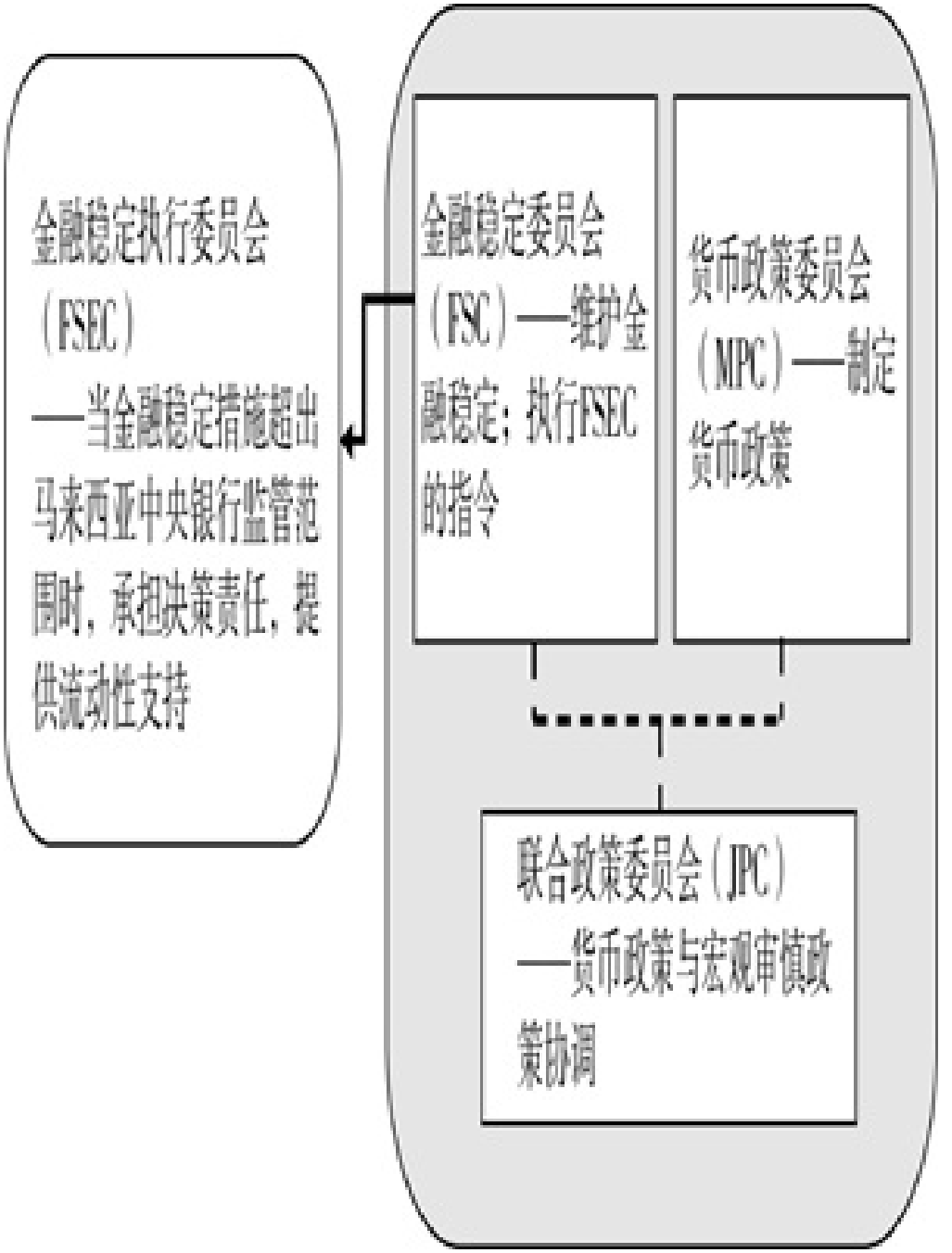
（二）马来西亚

马来西亚在中央银行内部设有金融稳定部，金融稳定部下属的10个监管部门都可以发起宏观审慎监管政策评估及建议。这10个部门可以先在技术层面分析这些问题。如有必要，随后再升级到金融稳定政策委员会（Financial Stability Committee，FSC）进行讨论、批准。FSC主席是中央银行行长，成员包括中央银行副行长及负责金融稳定部门的行长助理。随着《2009马来西亚中央银行法

案》的生效，FSC在微观审慎和宏观审慎方面的职责得到进一步巩固。

《2009马来西亚中央银行法案》中规定，中央银行监管范围之外的潜在风险是由金融稳定执行委员会（Financial Stability Executive Committee，FSEC）监管（如图3－4所示），该委员会包括中央银行行长、一名中央银行副行长、财政部秘书长、马来西亚存款保险公司负责人、证券委员会主席、其他相关监管机构负责人，以及来自市场的专业人员，覆盖法律、会计和金融事务领域，其中中央银行行长担任委员会主席。FSC作为中央银行内部最高级别的决策部门要向FSEC在金融稳定方面提供建议，同时当FSEC制定了宏观审慎监管措施，将由FSC负责执行。

图3－4　马来西亚—宏观审慎监管机构设置



资料来源：马来西亚中央银行网站。

此外，由于马来西亚中央银行同时承担制定和执行货币政策和宏观审慎监管，因此在成立了金融稳定委员会（FSC）和货币政策委员会（Monetary Policy Committee，MPC）的基础上，设置了联合政策委员会（Joint Policy Committee，JPC）来协调两种政策的冲突，评估其对金融体系和整体经济的影响。当FSC和MPC发现了某些市场情况，或认为有必要对两类政策进行协调时，可申请召开

联合政策委员会（JPC）。JPC的成员均为马来西亚中央银行的高管，包括行长、副行长、助理行长，其中行长担任JPC主席。

（三）美国

为更有效地监测、分析和控制金融市场的系统性风险，维护金融稳定，美国于2010年7月21日通过的《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》（以下简称《美国金融监管改革法案》）授权组建金融稳定监督委员会（Financial Stability Oversight Council，FSOC）。

2010年10月1日，FSOC正式成立并召开了第一次会议。会议通过了《美国金融稳定监督委员会组织规则》（Bylaws of FSOC，以下简称《组织规则》），进一步阐明了FSOC的治理原则和程序。

在职责方面，在美国金融监管改革法案的基础上，《组织规则》进一步明确了FSOC的职责和权力。FSOC承担以下三方面的法定职责：一是识别可能影响美国金融稳定的各类风险；二是增强金融市场的自我约束，降低政府救助的压力和相应的道德风险；三是有效应对危及美国金融体系稳定的新的风险隐患。据此，其主要权力包括：一是推进信息的收集与共享，并以此促进监管协调。二是从美国金融市场实际出发，全面加强系统性风险的识别与防范，包括认定具有系统重要性的非银行金融机构并将其纳入美联储监管范围；认定具有系统重要性的金融市场基础设施和支付、清算与结算系统；建议对规模较大、关联性强的机构实施更为严格的审慎监管标准，以及对美国金融稳定形成严重威胁的机构，有权建议强制分拆等。三是有权建议美国国会修改法律，减少监管空白。

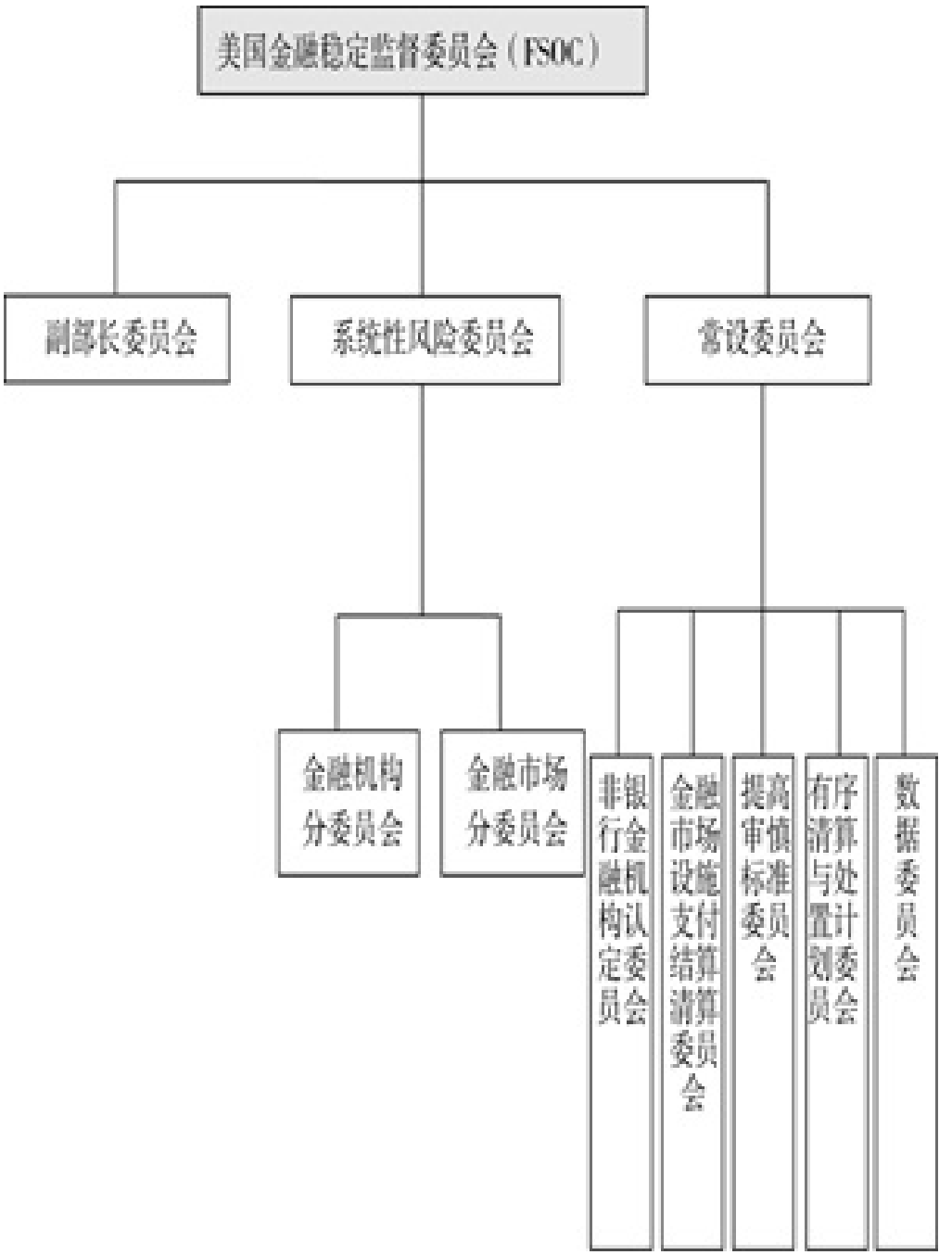
就人员组成而言，FSOC体现了广泛的代表性，由十名有投票权的成员和五名列席成员组成。拥有投票权的成员包括九名联邦金融

监管机构人员和一名拥有保险专业知识的独立成员。九名成员分别为财政部部长（同时出任FSOC主席）、联邦储备委员会（FRB）主席、消费者金融保护局（CFPB）局长、货币监理署（OCC）署长、证券交易委员会（SEC）主席、联邦存款保险公司（FDIC）总裁、美国商品期货交易委员会（CFTC）主席、联邦住房金融局（FHFA）局长、全国信用合作管理局（NCUA）董事会主席。列席成员以顾问身份参与FSOC的运作，分别包括新成立的金融研究室（Office of Financial Research）主任、联邦保险办公室主任、各州保险委员会选出的州保险监管者代表、各州银行监管机构选出的州银行监管者代表以及各州证券监管机构选出的证券监管者代表。

就日常运作而言，FSOC主席即财政部长，其负有重要责任：一是负责召集并主持委员会定期会议，拟定工作计划和议程；二是负责指导、管理委员会的日常工作；三是协调委员会各项研究工作，并与金融研究室进行研究讨论；四是协调、准备委员会对国会的年度报告；五是出席国会并代表委员会作证。

在定期工作机制方面，FSOC主要通过定期召开会议的方式形成各项决策，按程序表决通过后付诸实施。根据《组织规则》的规定，经FSOC主席或过半数有投票权成员提议，可以召开委员会会议，但定期会议的频率不能少于每季度一次。在日常工作机制方面，为履行法定职责，FSOC设立三个由成员监管机构不同层级人员参加的专门委员会，负责推动FSOC各项日常工作，如图3－5所示。

图3－5　美国—金融稳定监督委员会



资料来源：美国金融稳定监督委员会网站。

（四）欧洲银行业联盟和单一监管体制

2007—2008年全球金融危机后，深陷金融债务和主权债务危机的欧盟决定推动欧洲银行业联盟，以解决不断升级的欧洲金融系统性风险，推动金融业稳定，这也体现了宏观审慎监管的理念。

银行业联盟这一理念于2012年12月获得欧盟领导人通过，是与

货币联盟、财政联盟等并行的一个概念，就是建立欧洲银行业的单一监管、单一处置和共同存款保险等机制，实现金融市场的一体化，打破银行与主权债务危机之间的恶性循环，增强欧洲金融稳定。

银行单一监管机制。银行单一监管机制将银行监管从国家层面上升到欧洲层面，能有效协调各国监管行为，确保审慎规范的应用，实现对纳入银行的宏观审慎监管，有效追踪系统风险集聚。最终经过各方博弈与妥协，欧盟各国财长于2012年12月14日签署了银行业监管协议，同意授权欧洲中央银行直接监管欧元区17个成员国的银行和那些同意接受监管的非欧元区成员国的银行，为最终实现银行业联盟迈出了重要的一步。银行单一监管机制将由欧洲中央银行和国家权威机构组成，欧洲中央银行将成为监管机制的核心，负责监管机制的运行。非欧元区欧盟成员国可通过“紧密的监管合作”方式（Close Supervisory Cooperation）加入该机制。欧洲中央银行于2014年中对欧元区130家大银行进行一次全面的“压力测试”，以确保所辖地区金融系统的稳定和安全，欧盟银行业单一监管机制预计将在该“压力测试”后正式启动。

银行单一处置机制。有效的银行单一处置机制，是银行单一监管机制的必要配合与补充措施。欧洲银行业联盟将设立一个独立的欧洲处置机构，形成银行单一处置机制。银行单一处置机制在及时处置相关受困银行的同时，避免扰乱金融稳定。该机制能促进银行处置和责任分担，从而避免出现延迟处置或处置成本过高的情况。此外，该机制还能实现规模经济，避免不连贯和重复操作，集中人力资源制订和实施银行复苏及处置计划。银行单一处置机制还将设立由金融部门出资的共同处置基金以及额外的紧急资金支持，用于处置受困银行，从而使纳税人的损失最小化，保护银行储户，确保由银行股东和债权人吸纳银行损失。2013年6月末举行的欧盟财长

会议及欧盟峰会达成两项重要协议，即允许欧洲稳定机制为困难银行设置600亿欧元（约合783亿美元）的直接援助金，并确定银行股东、债权人及大储户应分担银行救援成本，以减轻纳税人负担。这两项协议为欧洲银行业联盟如何清算问题银行确立了准则。2013年7月10日，欧盟委员会就“单一处置机制”发布新方案。根据新方案，单一处置机制将由一个处置委员会和一项处置基金构成。

共同存款保险机制。有可靠财政支持的共同存款保险机制在维护市场信心及分散银行业系统性风险方面十分重要。永久性的欧元区财政援助基金，即欧洲稳定机制也应当成为存款保险措施的强力后盾。欧盟紧急援救项目账下的资金不足以满足存款保险机制的需要，因此亟待建立共同保障机制。

欧元区联盟的建立不是一蹴而就的，目前各项支持性的法案正在制定和推动中。2014年4月15日，三项法案已获欧洲议会通过，分别是《银行业恢复与清算法案》（Bank Recovery and Resolution Directive）、《银行业单一清算机制法案》（Single Resolution Mechanism）、经修改后的《存款保险计划法案》（Deposit Guarantee Schemes Directive）。

欧洲银行业联盟的成立在宏观审慎监管方面有以下意义：

一方面，单一监管机制的设立意味着欧洲稳定机制将能绕过主权，直接向受困银行注资，打破银行同主权债务之间的恶性循环。自欧债危机爆发以来，银行系统与欧洲主权债务间的关系已经十分明显。第一方面，为了应对银行系统频频出现的危机，孱弱的欧洲各国政府往往被迫动用中央银行进行注资，这种对银行系统的大规模救助实质上进一步加重了政府的债务负担，加大了引发欧洲政府出现主权债务违约的风险。第二方面，欧洲主权债的主要债权人是欧洲各大银行，当一国政府的负债过高时，该国的银行往往也就被

裹挟进主权债务的泥沼中。单一监管机制通过欧洲中央银行这个超越国家层面的机构行使统一监管权力，打破了银行与主权债务之间的微妙关系，也同时打破了二者之间的恶性循环。

另一方面，欧洲银行业联盟中的单一银行监管机制能够加强欧元区银行业统一监管，实现超越国家的利益追求，避免国别监管偏见，能够有效预防和监测银行业风险，防范银行业风险的系统性蔓延，强化金融一体化，利用欧洲银行业内在联系，改善宏观经济不平衡状况，从而保证欧元区单一货币政策更加顺利实施。

此外，除了单一监管体制外，欧盟还于2011年底成立欧盟系统性风险委员会（European Systemic Risk Board），该委员会由欧洲中央银行和欧盟国家的中央银行行长负责，负责监测欧盟体系的金融系统性风险，该委员会还负责统一制定一套标准，对欧盟内跨国金融机构面临的风险进行统一评估，并对可能引发系统性风险的金融机构提出监管建议或发出警告。此外ESRB还建议欧盟各国也进行合理的宏观审慎监管安排，目前德国已于2013年3月成立了独立的金融稳定委员会（Germany Financial Stability Committee），由德国中央银行牵头，成员包括财政部、金融审慎监管机构等。

第三节　宏观审慎监管工具与案例研究

一、宏观审慎监管工具的分类

关于宏观审慎监管工具的分类，目前在学术研究和监管实践中有多种方式：

一是按照监管工具是否专门针对系统性风险分类。IMF（2011j）将宏观审慎监管工具分为专属类工具和校准类工具（如表3－3所示）。专属类工具指宏观审慎监管机构为防范和化解

系统性风险而量身定做的政策工具，是当前宏观审慎监管的核心工具。另一类工具虽然最初并不与应对系统性风险直接相关，甚至原本属于微观审慎监管和宏观经济管理工具范畴，但经过修正后明确可用于防范系统性风险，称之为校准类工具。目前学术界提出的宏观审慎监管工具有不少是现有微观审慎监管工具的改进。同一监管工具可以根据使用方法和作用对象不同而服务于多种经济目标。

表3－3　宏观审慎监管政策工具

专属类工具	逆周期资本缓冲 对非核心负债征税 对特定部门风险权重的调整 系统重要性资本附加要求 对未通过中央对手方清算的交易提出更高资本要求
校准类工具	动态拨备 贷款价值比率（LTV）、债务收入比率（DTI）限制 对经营活动许可范围的限制 货币错配或敞口限制 存贷比限制 信贷规模或增速的限制

资料来源：IMF、FSB and BIS（2011b）。

二是BIS于2010年发布的报告根据抑制金融体系脆弱性的不同方面对宏观审慎监管工具进行了划分（如表3－4所示）。如针对影响金融体系脆弱性的三个方面——杠杆率、流动性和相互关联度，按照不同类型的金融领域，分别采用不同的监管工具以抑制风险积聚。

表3—4　针对不同金融体系脆弱性的宏观审慎监管工具分类

		金融体系构成				
		银行/存款类金融机构		非银行金融机构	证券市场	金融基础设施
		资产负债表(13)	贷款协议			
脆弱性	杠杆情况	资本充足率 风险权重 动态拨备 利润分配限制 信贷增长上限	LTV DTI 贷款期限上限		保证金/扣减限制	
	流动性或市场风险	流动性要求 差别准备金要求 外汇贷款限制 外汇错配限制 外汇敞口头寸限制	估值规则	差别准备金要求	中央银行资产负债表操作	通过交易所交易
	相互关联度	集中度限制 系统重要性资本附加				中央对手方

资料来源：BIS, 2010, "Macroprudential instruments

and frameworks:a stocktaking of issues and experiences″, CGFSPapers No.38, May 2010.

三是按照定量和定性对监管工具分类，这也是对工具分类的另一种常见做法。定量工具包括逆周期资本缓冲、动态拨备、对系统性重要金融机构的资本和流动性附加要求、LTV和DTI等，通过定量指标的设定，实现抑制信贷和杠杆率过度扩张、降低系统重要性金融机构倒闭可能性等目的。定性工具通常是指如监管干预、公开声明等难以量化的宏观审慎监管工具。

四是按照监管工具作用的维度进行分类。Borio（2003）提出的宏观审慎监管的两个维度，进而相应地将政策工具划分为两类：时间维度和跨部门维度。

五是按照政策工具的作用渠道。宏观审慎政策可以分为与资本相关（如逆周期资本缓冲，动态拨备和限制利润分配）、与流动性相关（限制净外币头寸和货币错配，限制期限错配和准备金要求）和与信贷相关（如LTV、DTI、外币贷款上限控制以及信贷增长控制）的三大类措施。

下文将按照当前的主流分类方法，即按照时间维度以及跨部门维度的分类方式对主要的宏观审慎监管工具进行介绍。

二、宏观审慎监管的主要工具

G20与FSB围绕宏观审慎监管的框架提出了如下工具建议：第一，提出逆周期资本要求；第二，对系统重要性金融机构专门制定更加审慎的监管规则；第三，对商业银行的整体杠杆程度予以关注；第四，降低资本监管的顺周期性，提高资本要求；第五，解决国际会计准则的顺周期性；第六，从微观行为入手在银行层面对系统性风险监控进行研究；第七，进一步完善宏观压力测试，采用全

行业、全市场或整个经济体系的压力情景，分析金融体系的抗风险能力。

从国际组织和各国的监管实践来看，后危机时代宏观审慎监管工具的设计主要从以下两个维度展开：一是时间维度，即应对金融体系固有的顺周期性；二是跨部门维度，即应对特定时间内金融机构共同的或相关联的风险暴露。

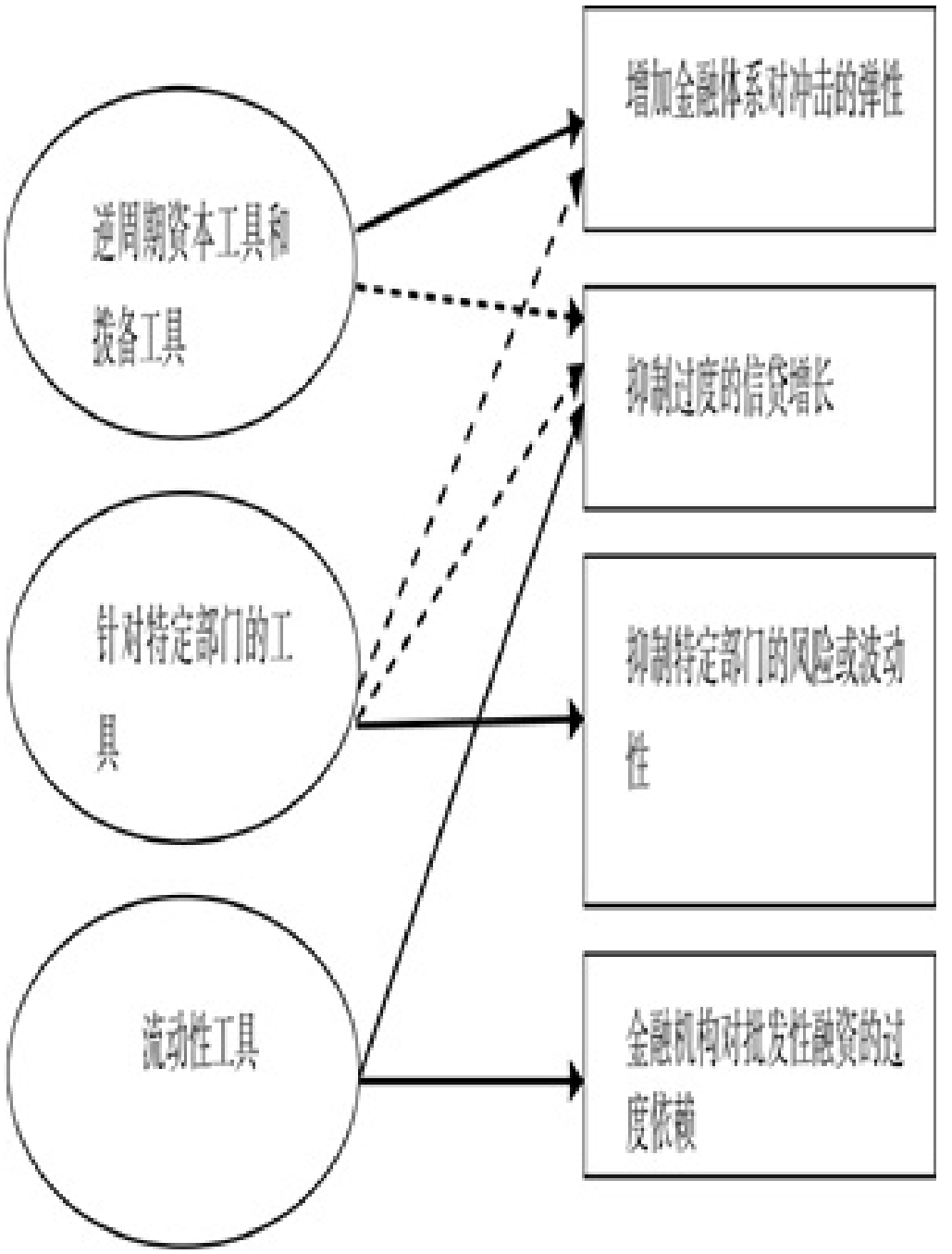
从时间维度来看，宏观审慎监管不仅应注意金融体系风险如何随时间推移而演进，更应考虑系统性风险如何通过金融体系内部以及金融体系与实体经济之间的相互作用被放大。时间维度工具应充分考虑风险的时变特征和非线性影响，采用逆周期调控手段，防止金融失衡累积，缓和经济周期对金融体系的冲击。

从跨部门维度来看，宏观审慎监管应注意特定时点上风险如何在金融体系的各个金融机构间分布和相互作用。跨部门维度工具通过识别和处理金融机构的共同风险暴露及其关联性等，降低系统性风险的积聚，以防止风险传染和扩散甚至危及整个金融体系。由于不同的机构具有不同的系统重要性程度，宏观审慎监管工具应根据单个机构对系统性风险的贡献程度及其倒闭的溢出效应进行相应调整。

（一）时间维度工具

时间维度的工具可以进一步细分为三类：一是逆周期资本工具和拨备工具，二是针对特定部门的工具，包括资本工具和贷款价值比等，三是流动性工具，特别是针对金融机构的批发融资行为。

图3－6　时间维度工具的类型及其对应的目标



资料来源：IMF（2013a）。

1.逆周期资本工具和拨备工具

逆周期资本缓冲（Counter－cyclical Capital Buffers）：无论是1994年墨西哥经济危机、1997年亚洲金融危机还是2007—2008年全球金融危机，无不以信贷的过度扩张作为先导。信贷激增使得信贷结构和质量出现下降、信用风险加速聚集，对经济产生负面效

应，甚至引发金融危机，造成实体经济的衰退。针对新巴塞尔资本协议在信贷扩张风险监管上所暴露出的不足，巴尔塞委员会在2010年发布的《巴塞尔协议》中引进了资本留存缓冲（Capital Conservation Buffer）和逆周期资本缓冲来降低资本要求的顺周期性，以实现动态的资本监管。特别是针对信贷扩张问题设计的逆周期资本缓冲机制，以信贷/GDP缺口比率作为衡量信贷扩张情况的标尺，资本计提能够随之在0～2.5%的区间内做出动态调整。建立逆周期资本缓冲的基本思路是在信贷高速扩张的经济上行期计提超额资本，以提高银行贷款的边际成本，抑制资产负债表的扩张；在经济下行期银行可将逆周期资本缓冲用于吸收损失，维持信贷供给以支持经济活动，从而缓解因金融失衡的累积而形成系统性风险。建立逆周期资本缓冲在一定程度上能够控制整体信贷规模，但由于逆周期资本缓冲针对整体的风险暴露，因此可能导致银行在控制贷款规模时选择减少有利于社会民生领域的投入，而将信贷投放于高收益但高风险的行业。此外，当金融机构已持有高于监管要求的资本缓冲时，推出逆周期资本缓冲要求的效用甚微。

动态拨备（Dynamic Provisioning）：动态拨备制度最早由西班牙监管当局（2000）提出，并将其引入银行管理和监管实践，在本次国际金融危机后引发关注和讨论。美国次贷危机暴露出现行《国际会计准则》计提贷款损失准备的已发生损失模型（Incurred Loss Model）存在明显的顺周期性。在经济繁荣期，信贷高速增长、银行利润丰厚但信用风险已经开始聚集的时候，现行会计准则要求银行提取的减值准备相对较低，这会激励银行进一步放贷。因此需要一种机制能够对银行风险定价和估值中存在的系统性偏差进行动态调整，运用前瞻性拨备规则来一定程度上降低贷款损失准备金的顺周期性。

2.针对特定部门的工具

设置贷款价值比率上限（Loan－To－Value Caps，LTV）：即使一些经济政策能够在一定程度上避免经济中的信贷总量扩张，但通常难以避免危机前的过度信贷创造集中于特定部门，如住房按揭贷款或商业房地产部门等。因而，对特定部门的信贷扩张进行约束具有重要意义。LTV是指按揭贷款总额与房地产价格的比率，该比率越低，说明个人平时负担的还款数额越少，还款压力越小，相应的还款能力也应越强。该比率的迅速扩大表明银行业风险普遍提高，宏观审慎监管机构通过对该比例设置上限的来缓解银行业的过度放贷行为，进而避免顺周期性的扩散，在一定程度上降低系统性风险。房地产价格不合理上涨导致作为抵押品的资产可能被高估，设置LTV上限有助于限制住房按揭贷款的过度发放。此外，对于房地产投机者来说，较低的LTV意味着更大的资本投入和较小的回报率，使得其投机意愿降低，有助于抑制房地产泡沫。此外，IMF（2013a）提出，LTV等比率对一国房地产价格和总需求可以产生强烈的影响，因此逐步地提升或放松相关比率，而非一步到位，有利于缓冲对实体经济的冲击（加拿大和荷兰的经验）。目前，这一宏观审慎监管工具在很多国家被广泛使用。

设置债务收入比率上限（Debt－To－Income Caps，DTI）：DTI作为宏观审慎监管工具被单独使用时主要是为了确保银行资产质量。与LTV共同使用时，DTI用于进一步限制房屋产权人的借款能力，有利于更好地抑制抵押贷款的顺周期性。根据经济周期的不同阶段对DTI进行相应的调整，能够实现逆周期调控的作用，从而有助于化解系统性风险。新加坡金管局在2013年6月28日引入新的贷款服务框架对房地产市场进行调控。新政引入了标准算法的总债务比率（Total Debt Servicing Ratio，TDSR），要求金融机构考虑借款人的其他负债，包括信用卡和汽车贷款等以加强审慎的贷款行为；并将非首套房贷款首付由之前的10%提升至25%。与DTI相比，TDSR考虑的是借款人的总债务水平，而不限于一笔贷款，所以

其能够更加全面地衡量借款人的偿债能力，同时，对银行充分掌握借款人的信息提出更高的要求。

表3—5　使用LTV和DTI的国家和地区

特定部门	使用该工具的发达国家和地区	使用该工具的发展中国家和地区
LTV上限	加拿大（2008）、芬兰（2010）、中国香港（1991）、以色列（2012）、韩国（2002）、挪威（2010）、荷兰（2011）、新加坡（1996）	保加利亚（2004）、智利（2009）、中国（2001）、哥伦比亚（1999）、印度（2010）、印度尼西亚（2012）、拉脱维亚（2007）、黎巴嫩（2008）、马来西亚（2010）、匈牙利（2010）、波兰（2011）、罗马尼亚（2004）、塞尔维亚（2004）、泰国（2004）
DTI上限	加拿大（2008）、中国香港（2010）、韩国（2005）、荷兰（2007）、挪威（2010）、新加坡（2013）	哥伦比亚（1999）、匈牙利（2010）、拉脱维亚（2007）、马来西亚（2011）、波兰（2010）、罗马尼亚（2004）、塞尔维亚（2004）、泰国（2004）

注：国家后的括号中为开始运用的年度或1990年以来的首次调整年度。资料来源：IMF（2013b）

针对特定部门的风险权重：即要求银行针对某个部门的贷款在计算资本时提高其风险权重，从而使得相关贷款的成本增加，从而银行减少对这些部门的风险暴露和信贷供给。这些特定部门可以是针对的某些行业的贷款，包括房地产贷款、个人信贷，也可以是外汇贷款等某一类型的贷款。这一工具的优点在于针对性强，但是其有效性在一定情况下会被削弱，例如，当相关部门贷款的边际利润很高，此时，即使监管部门提高了其风险权重，成本有所增加，但银行仍有很强的意愿向该部门发放贷款。例如，韩国、以色列的经验表明，当房地产价格处于快速上涨区间时，该工具的效果有限，需要与LTV等工具共同使用（IMF，2013a）。

表3－6　使用针对特定部门风险权重的国家及涉及的贷款类别

特定部门	已使用该工具的国家和地区
无担保个人贷款	巴西（2010）、俄罗斯（2013）、土耳其（2011）、马来西亚（2011）
住房按揭贷	阿根廷（2004）、澳大利亚（2004）、保加利亚（2004）、爱沙尼亚（2006）、中国香港（2013）、印度（2008）、爱尔兰（2006）、以色列（2010）、韩国（2002）、马来西亚（2005）、挪威（1998）、秘鲁（2012）、波兰（2007）、西班牙（2008）、瑞士

款	（2013）、泰国（2009）
商业贷款	印度（2005）
外汇贷款	波兰（2007）、秘鲁（2010）、克罗地亚（2006）、乌拉圭（2006）、塞尔维亚（2006）

注：括号中为开始运用的年度或1990年以来的首次调整年度。资料来源：IMF（2013b）。

3.流动性工具

稳定资金要求（Stable Funding Requirement，SFR）：中国香港金融管理局[(14)]预期到未来美国量化宽松政策退出和美国政府债务违约的不确定性将对香港市场信心和流动性产生较大冲击，于2013年10月对部分存款基础小、贷款增速快的银行提出针对性的监管要求，即稳定资金要求（SFR）。中国香港金管局规定，2013年底相比于2012年底贷款增长＞20%的银行，须执行稳定资金要求。这些银行须补足的稳定资金缺口＝（客户贷款－客户存款的70%）×稳定资金比率－可以使用的稳定资金。“稳定资金比率”由监管部门根据银行不同的贷款增幅设置不同的比率，相关银行须于2014年2月底前达标。这一指标的引入旨在增加银行业抵御流动性冲击的能力，降低未来银行业出现系统性危机的可能性。

核心融资比率（Core Funding Ratio）：新西兰中央银行为弥补银行体系流动性管理的薄弱环节，即银行过度依赖批发融资来支持信贷发放，于2007年11月正式宣布着手改进银行体系流动性管理

制度，2009年10月22日颁布了流动性审慎管理新政策，并自当年4月1日起开始实施。新的流动性管理政策引入了核心融资比率，商业银行的这一比率需达到65%。年核心融资比率＝（年核心融资量/全部贷款和垫款）×100%≥65%。其中，年核心融资量＝包括次级债和关联方融资在内的所有期限超过1年的资金余额＋原始期限两年或两年以上的交易性债券及截至报告日的期限超过6个月但小于1年的交易性债券×50%＋根据存款规模核定比例的可立即兑现或期限小于等于1年的非市场资金＋一级资本），2013年1月核心融资比率要求进一步提高至75%以上。

杠杆率（Leverage Ratio）：2009年12月，巴塞尔委员会发布《增强银行业抗风险能力（征求意见稿）》，正式引入杠杆率作为巴塞尔风险资本监管框架的补充措施。杠杆率一般是指资产负债表与权益资本的比率。高杠杆率意味着在经济繁荣阶段，金融机构能够获得较高的权益收益率，但当市场发生逆转时，将会面临收益大幅下降的风险。商业银行等金融机构一般都采取杠杆经营模式。美国次贷危机爆发前，美国商业银行的杠杆率一般为10～20倍。引入杠杆率作为资本监管的补充手段，能反映股东出资对存款人的保护和抵御风险的作用，有利于维持银行的最低资本充足水平，确保银行拥有一定水平的高质量资本。也能够避免加权风险资本充足率的复杂性问题，减少资本套利空间，并有利于控制银行资产负债表的过快增长。

存贷比（Loan－to－deposit Ratio）：是指商业银行贷款总额除以存款总额的比值，即银行贷款总额/存款总额。从国内外的实践看，存贷比具有以下作用：一是管控流动性风险，这是存贷比的首要目标；二是在客观上可以起到控制信贷过快增长的作用；三是与银行体系稳定和宏观经济表现具有相关性。从IMF和BIS的实证研究来看，存贷比较低的国家，其银行体系更为稳健，国际金融危机

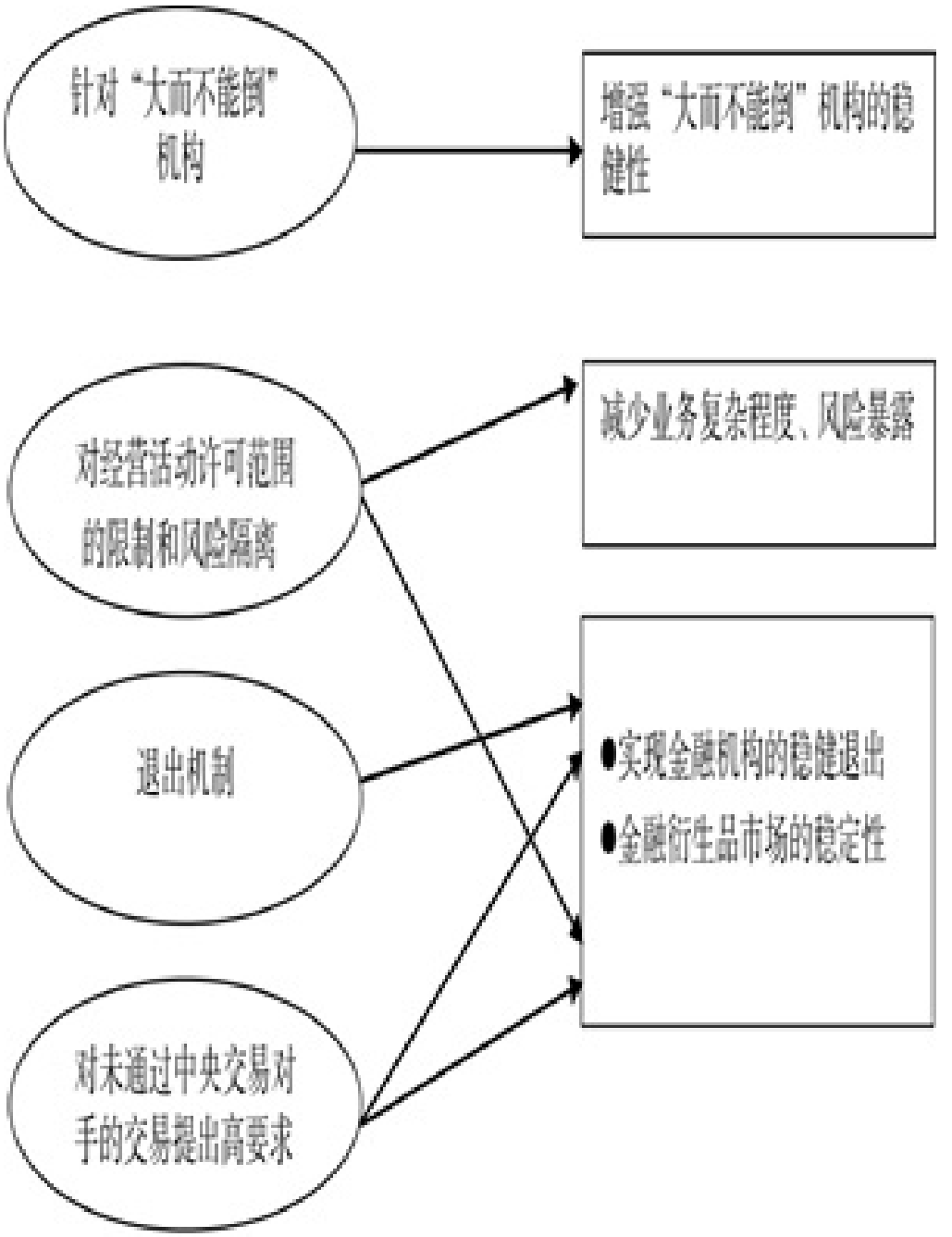
期间宏观经济的表现也更好。1995年我国颁布的《中华人民共和国商业银行法》规定“贷款余额与存款余额的比例不得超过百分之七十五”，标志着存贷比在我国成为一个法定监管标准。目前，美国、荷兰、比利时及中国香港等诸多国家和地区的监管机构将存贷比作为流动性风险监测指标，中国、韩国、阿联酋等少数国家将存贷比作为监管指标。美国、加拿大、荷兰、比利时、新加坡及中国香港等国家和地区的银行还在内部管理中将存贷比作为重要的流动性风险指标之一，并对外公开披露。此次国际金融危机后，金融稳定理事会、欧洲系统性风险理事会，以及英国、比利时等国家已将存贷比作为银行业系统性风险的重要监测指标。

英格兰银行2014年5月发布的金融稳定报告（Taking Uncertainty Seriously:Simplicity versus Complexity in Financial Regulation）(15)得出结论：对于零售银行而言，杠杆率和存贷比是最为简单、有效的工具，被证实能够在危机发生前有效辨别出有倒闭风险的银行。我们认为，存贷款指标是控制经济金融体系中杠杆率的重要“总阀门”，商业银行不能出现贷款大于存款的情况，许多国家出现大于100%存贷比的情况，是造成系统性风险的重要根源之一。当然，随着银行资产负债表结构的变化，适当调整存贷比分子分母的内容也是必要的。

差别存款准备金（Differential Reserve Ratio）：存款准备金虽然是中央银行货币政策的重要工具，但差别存款准备金制度却可以作为一项宏观审慎监管工具，已在新兴市场国家广泛运用。该制度的内容是，金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩，实行差别存款准备金制度可以制约资本充足情况不佳、资产质量不高的金融机构的贷款扩张，是一项针对特定机构的监管政策，与存款准备金要求相比，对金融业整体影响较小。

（二）跨部门维度工具

图3－7　跨部门维度工具的类型及其对应的目标



资料来源：笔者根据IMF（2013a）整理绘制。

1.针对“大而不能倒”机构

系统性资本附加要求（Systemic Capital Surcharge）：系统

性资本附加要求是指对系统重要性金融机构（Systemically Important Financial Institutions, SIFIs）的附加资本要求。在2007—2008年爆发的金融危机中，美国国际集团、花旗银行等大型金融机构所暴露出的风险以及政府巨额的财政救援，凸显了“大而不能倒”机构容易引发系统性风险的特点。系统重要性金融机构这一概念在危机后首次提出，指的是那些由于规模性、复杂性和系统关联性，其无序破产将对更广范围内的金融体系与经济活动造成严重干扰的金融机构。具体而言，全球系统重要性金融机构（G—SIFIs）指的是那些跨国经营的、具有较大规模、较高市场重要性和全球关联性，一旦陷入困境或破产将会威胁全球金融体系的稳定性，并对全球经济产生一定负面影响的金融机构。相应地，国内系统重要性金融机构（D—SIFIs）的影响一般限于一国之内。巴塞尔委员会将对进入首批全球系统重要性金融机构名单的28家银行提出1%～2.5%的附加资本金要求，且附加资本必须完全由普通股权益构成。实施额外的资本要求，将有助于提高系统重要性金融机构的损失吸收能力，减少倒闭的可能性及溢出效应。这也意味着大型商业银行将为其过度的规模扩张付出成本，面临更高的资本充足率和杠杆率压力。

金融机构风险税制度：Acharya and Richardson（2009）在2007—2008年全球金融危机后提议基于系统性风险的贡献程度予以征税，创造一个系统性基金，采用类似美国联邦存款保险公司的做法，有助于减少金融机构竞相成为“大而不能倒”机构的激励。IMF（2010b）提议，向全球银行和金融机构征收“金融稳定贡献税（Financial Stability Contribution, FSC）”“金融机构活动税（Financial Activities Tax, FAT）”和“金融交易税（Financial Transaction Tax, FTT）”。“金融稳定贡献税”对除股本和受保险存款以外的银行负债征税，税款积累成为一只纾困基金，主要用于支付未来对银行和金融机构的救助成本。IMF认为

在具体征税时，金融机构支付的费用应当反映其对系统性风险的贡献程度，而且税率应为浮动的，可根据风险状况进行调整。“金融机构活动税”属于金融部门征收的增值税，能够部分抵消金融机构过度膨胀的风险。“金融交易税”对金融交易征税，与交易量挂钩，用于限制投机资本大规模流动，避免市场剧烈波动。目前，金融机构风险税收制度仍停留在各国自行设计和要求的阶段，虽然在G20会议上部分国家进行了提议，但是各国并未对统一征税达成一致。欧盟委员会于2013年2月14日正式通过并推出了金融交易税（FTT），预计将从2014年下半年起对德国、法国等11个国家的所有金融工具的买卖进行征税（原计划于2014年1月开始征税，后欧盟宣布暂缓执行，预计至少将推迟半年时间）。

2.对经营活动许可范围的限制

“沃尔克规则”要求将自营交易与商业银行业务分离，禁止银行利用参加联邦存款保险的存款，进行自营交易、投资对冲基金或者私募基金，旨在减少引发本轮金融危机的风险投资行为。此外，根据《美国金融监管改革法案》，为确保对某些机构的有序处置，美联储可以要求金融机构削减其特定资产或业务，以满足更高的审慎监管要求。

2012年10月，欧盟公布了有关银行业改革的利卡宁报告（Liikanen Report, Report of the European Commission’s high－level expertgroup on bank structural reform），要求交易资产规模超过1000亿欧元或超过银行总资产的15%至25%的银行，需要将交易业务纳入独立法人实体以实现风险隔离。2013年12月18日，根据银行业独立委员会发布的银行业改革最终报告，英国颁布了《2013年银行业改革法案》［Financial Service（Banking Reform）Act2013］，要求在银行集团内部设立单独的零售银行法人实体，与风险较高的自营业务、投资银行等业务实现“结构性分

离”。

3.退出机制

在跨部门工具中，还有一类特殊的工具，即金融机构的退出机制。有序的金融机构退出机制，特别是针对系统重要性银行，有助于维护市场信心、保持金融体系的有效运行。由于微观审慎监管无法避免单个机构倒闭的可能性。在单个机构发生突发事件时，如某个金融机构由于管理不善导致违约或破产，监管部门如何应对这一事件对整个金融体系能否继续维持稳定、避免风险传导导致的连锁反应十分重要，因为如果政府不能迅速消除风险并解决问题就可能影响金融市场的信心。因此退出机制是宏观审慎监管框架的重要组成部分，同时退出机制也是危机管理框架的一部分（参见第四章第五节）。

根据退出机制的流程，宏观审慎监管工具也可相应分为四个阶段：事前安排、应急机制、存款保险制度和问题银行处置方式。

事前安排——生前遗嘱（Living Wills）：为降低因对系统重要性机构进行救助产生的道德风险，2011年7月FSB提出要预先设定有效的风险处置和清算安排，明确当局的处置权力和工具，针对全球系统重要性金融机构成立专门的危机管理工作组（Crisis Management Group, CMG），制订恢复和处置计划（Recovery and Resolution Plans, RRPs, 又被称为生前遗嘱）。系统重要性金融机构应制定并向监管机构提交，当陷入实质性财务困境或经营失败时快速有序的处置方案，以促使机构恢复日常经营能力，或者实现部分业务功能分拆或机构整体有序关闭的制度安排。一些国家和地区已制定相关法律法规，建立健全恢复和处置预案。例如，2010年通过的美国多德—弗兰克法案要求系统重要性银行机构必须提供在不要求向纳税人申请援助的前提下制定完备的生前遗嘱。2014年8

月5日，美联储及联邦存款保险公司共同发布声明，表示11家大型银行于2013年10月提交的第二稿修订版生前遗嘱中，存在的共同问题为这些机构仍然在假设条件中暗含能够获得官方直接或间接的（如来自美联储贴现窗口的应急资金）流动性支持，监管机构认为银行的这种假设是不审慎也是不切实际的。因此，11家银行需要在2015年7月1日前再次递交新的方案。

应急机制——应急资本机制：当系统重要性金融机构出现危机时，政府会面临选择困境。若不进行救助，问题机构倒闭可能加速金融体系的崩溃；进行救助则意味着巨大的社会救助成本，大量纳税人的钱被用来挽救这些濒临破产的银行，同时“大而不能倒”的预期容易造成金融机构不审慎经营的道德风险。为增强系统重要性银行损失吸收能力，《巴塞尔协议Ⅲ》中提出了应急资本机制，即要求银行在无法持续经营时，普通股之外的资本都应具有冲销或转化为普通股的能力，以减少银行的债务负担或增强资本实力，帮助其恢复正常经营。应急资本机制包括应急资本（Contingent Capital）和自救债券（Bail－in Debt）等应急形式。这一机制的建立为债权人承担一定的损失提供了可能性，有利于减少系统重要性金融机构的道德风险。

存款保险制度：存款保险制度是一种金融保障制度，是指由符合条件的各类存款性金融机构集中起来建立一个保险机构，各存款机构作为投保人按一定存款比例向其缴纳保险费，建立存款保险准备金。当成员机构发生经营危机或面临破产倒闭时，存款保险机构向其提供财务救助或直接向存款人支付部分或全部存款，从而保护存款人利益，维护银行信用，稳定金融秩序。随着金融业日益自由化、国际化的发展，金融风险明显上升，绝大多数西方发达国家相继在本国金融体系中引入存款保险制度，越来越多的新兴市场国家和地区也进行了这方面的尝试。

问题银行的处置方式：一是银行重组，包括银行合并、银行联合和银行并购（兼并和收购的统称）三种方式。二是银行接管，是指政府部门根据法律授权，针对经营陷入困境银行的一种管理程序，用以恢复银行正常经营、重新达到审慎监管要求，或保存银行的现存价值从而便于出售、合并或者清算。美国、英国、日本、新加坡、中国香港等许多国家和地区都规定了接管制度。三是银行破产，在美国等国家，强调银行破产在破产申请人、破产标准、清偿顺序、社会影响等方面具有不同于普通公司破产的特殊性。因此在美国，银行并不像普通商事公司一样适用破产法典，而是适用《联邦存款保险法》，规定法院不主持银行清算，而是由联邦存款保险公司主持。美国次贷危机爆发后，2007年至2012年，联邦存款保险公司共处置了488家破产银行机构。

4.对未通过中央对手方（Central Counterparty, CCP）清算的交易提出更高资本要求

为解决源于银行和其他金融机构通过衍生品市场导致的相互关联性产生的系统性风险，国际金融监管改革完善了与衍生品交易相关的基础设施，如建立中央对手方机制。一个设计良好、具有完备的法律制度保障和风险管理安排的中央对手方能够有效地减少结算风险，提高结算的效率，改善市场的流动性，从而发挥稳定金融的作用。但由于成本等因素，部分交易仍未纳入该制度。为此，《巴塞尔协议Ⅲ》提高了对双边场外交易风险暴露的资本要求，对达到严格标准的中央对手方的抵押品和钉市风险暴露将适用0的风险权重，从而为场外衍生品交易向中央对手方集中提供了很强的激励。

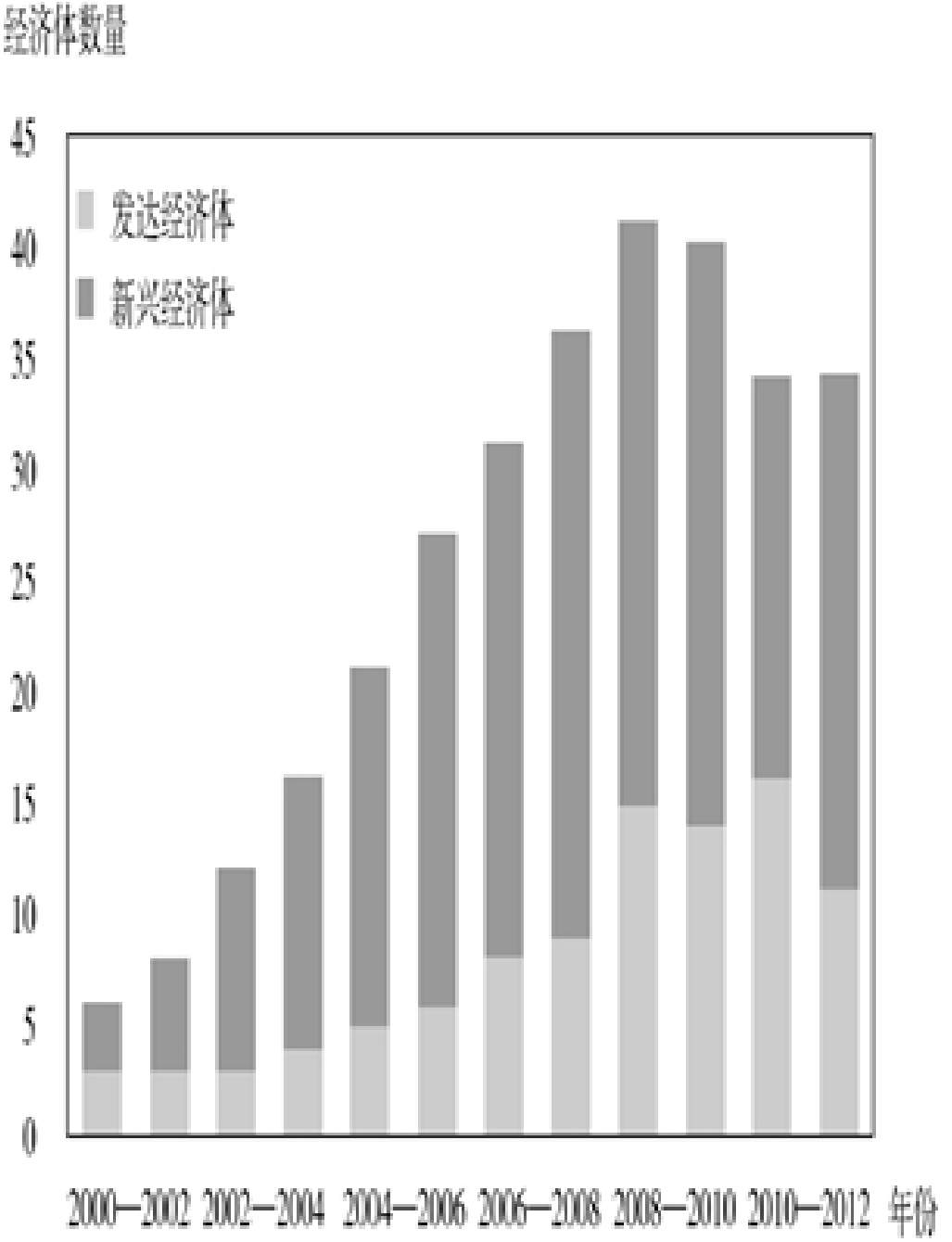
除了以上工具外，各国还根据本国的实际情况，对以上监管工具或其他微观审慎监管工具、财政工具等加以改造创造，宏观审慎监管的政策工具箱在不断丰富。此外，宏观审慎监管在管理那些通

过银行等受监管的金融机构渠道流入的跨境资本带来的系统性风险时，也发挥着极其重要的作用，使用的工具包括外汇贷款限制、货币错配限制等（详见第四章第四节），在下面的案例中也有涉及。

三、案例研究

目前发达经济体和发展中经济体均广泛地使用了宏观审慎监管工具应对系统性风险。Lim and other（2013）统计了过去10年首次使用或调整宏观审慎监管工具的经济体数量，发达经济体和发展中经济体的数量均有增长。本节选取了四个国家的实践情况予以具体阐述。

图3—8　首次使用或调整宏观审慎监管工具的经济体数量统计



资料来源：Lim and other（2013）。

（一）韩国

2000年以来，韩国经历了房地产资产价格泡沫，以及银行业短期外汇借款的急剧上升，为了维护金融稳定、抑制系统性风险积聚，韩国中央银行使用了有针对性的宏观审慎监管工具，如使用限制外汇衍生品头寸等工具抑制资本流动，使用LTV、DTI等工具应对

房地产泡沫，并取得了较好的效果[16]。

1. 抑制资本流入带来的风险

1997年亚洲金融危机后韩国加大了资本和外汇市场的开放力度，造成了21世纪初期大量国际资本涌入韩国。然而，2008年全球金融危机爆发后的4个月内（2008年9月至2009年1月）约有695亿美元的短期资本迅速流出韩国资本市场，其中最主要是437亿美元的银行短期外债，其次是134亿美元的外国债券投资和74亿美元的股票投资。同期，韩国货币贬值了24%，股市下挫18%。因此，国际资本大量流入和快速流出对韩国金融市场和经济产生了较大的负面影响。

随着全球金融危机后短期资本流入再度快速增长，韩国政府推出了“资本流动波动风险应对计划（Plan for the Capital Flows’ Fluctuation）”。这一计划旨在增强韩国经济对抗外部冲击的能力。

表3—7　韩国抑制资本流动的宏观审慎监管措施及其预期效果

措施	具体内容	生效日期	期望效果
限制外汇远期头寸	资本金的50%（国内银行），250%（外资银行）	2010年10月	控制银行短期外债规模
	资本金的40%（国内银行），200%（外资银行）	2011年7月	

恢复对外国债券投资者征税	14%（利息收入），20%（出售所获利得）	2011年1月	限制海外投资者对于债券市场的影响
对银行负债征收宏观审慎税（针对非存款外汇负债Non—deposit Fx Liabilities）	0.2%（1年以下） 0.1%（1～3年） 0.05%（3～5年） 0.02%（5年以上）	2011年8月	延长银行外币负债的到期时间，筹集银行业救援资金

资料来源：Macroprudential Framework in Asia [M] .IMF, 2013.

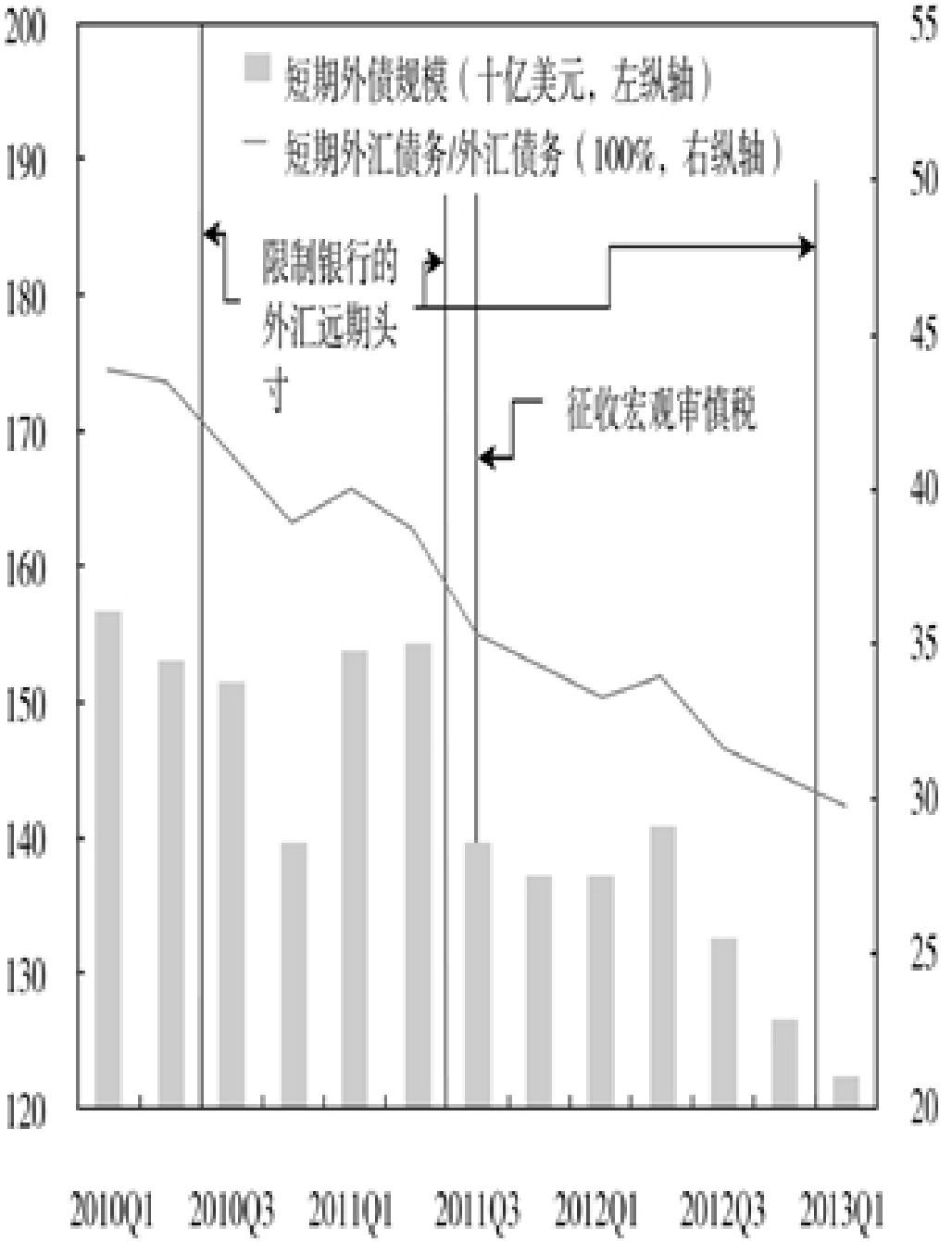
第一，韩国政府通过限制银行的外汇远期头寸来控制银行的外债规模，遏制韩国与发达经济体之间的巨大利差所引发的热钱流入。所采取的具体措施为将国内银行的外汇远期头寸上限设定为其资本金的50%，外资银行分支机构的上限为其资本金的250%。除上述限制外，韩国货币当局采取的措施还包括向国内企业提供的外币贷款禁止用于国内用途而仅限于海外使用、设定外币流动性指导比率等。

第二，自2011年1月起恢复对外国投资者投资债券征税，以缓解资本流动引发的市场波动。2009年5月，韩国一度取消了针对外资投资韩国国债与货币稳定债券（MSB）的预扣税和资本利得税，以吸引长期外资。2011年新方案将对海外投资者购买韩国债券利息收入和资本利得征税，即对韩国国债及中央银行债券的利息收入征收14%的税收，以及对债券出售所获利得征收20%的税收。这一税率同

样适用于国内投资者。重启该项征税旨在减少外国债券投资的预期收益以便限制债券市场的资本流入，而且通过对资本利得施以更重的税率以抑制短期投机和鼓励长期投资。

第三，韩国政府于2010年12月引入了针对金融机构的非储蓄外汇负债的宏观审慎税，征税对象不仅包括短期外债，还包括长期外债。其中，将对短期外币借款征收更高的税收，因其可能对市场带来更大的风险。到期时间越长，该税的税率越低。这一措施从2011年8月开始生效。所得税收收入将在必要时作为市场上的外币流动性提供支持。该税的目的是延长银行外币负债的到期时间并抑制外币贷款，旨在切实控制系统性风险，防止外部冲击导致国内经济不确定性增加。

图3－9　韩国抑制资本流动的监管措施对短期外债的影响



资料来源：IMF（2013a）。

2.抑制房地产市场泡沫

从2001年开始，韩国房地产价格开始上行，在首尔等大都市，房地产价格每年上升幅度甚至超过30%，房地产市场泡沫开始累积。影响房地产市场的主要原因包括：一是经济环境和经济政策。韩国实体经济相对低迷，房地产价格在过去一段时间处于相对低

位。因此，自从1997年亚洲金融危机以来，韩国实行扩张性的经济政策，放松了对房地产市场的监管。二是市场供需不平衡。人们改善住房条件的愿望很强烈，想通过住房的区域选择来享受更好的学校、医疗和交通，而城市和部分热门地区住房供应却明显不足。三是银行信贷结构发生变化。银行业竞争更加激烈，为应对公司贷款需求的下滑，银行纷纷发展个人客户，发放大量房地产贷款。

表3－8　韩国—DTI工具的应用

日期	政策变化	%	适用对象	适用机构
2005－08	引入	40	购房者为30岁以下未婚或夫妻中一方已有贷款	所有金融机构
2006－03	严格	40	在“投机地区”购买超过600MW价值以上住房贷款	所有金融机构
2006－11	严格	40	扩大了“投机地区”的范围	银行和保险
2007－02	严格	40～60	“投机地区”所有住房贷款	银行
2007－08	严格	40～70	对非银行金融机构发放的贷款提出更高要求	银行和保险
2008－11	放松	40～70	缩小了“投机地区”的范围	所有金融机构
2009－09	严格	40	首尔“江南”地区3套以上房贷款	银行
		50	首尔其他非投机地区住房	银行

09		50	贷款	银行
		60	其他城市	
2010—08	免除		2套以下住房贷款	所有金融机构
2011—04	严格	40～60	重新引入2009年9月的DTI规定	银行

资料来源：Macroprudential Framework in Asia [M] .IMF, 2013.

表3—9　韩国—LTV工具的应用

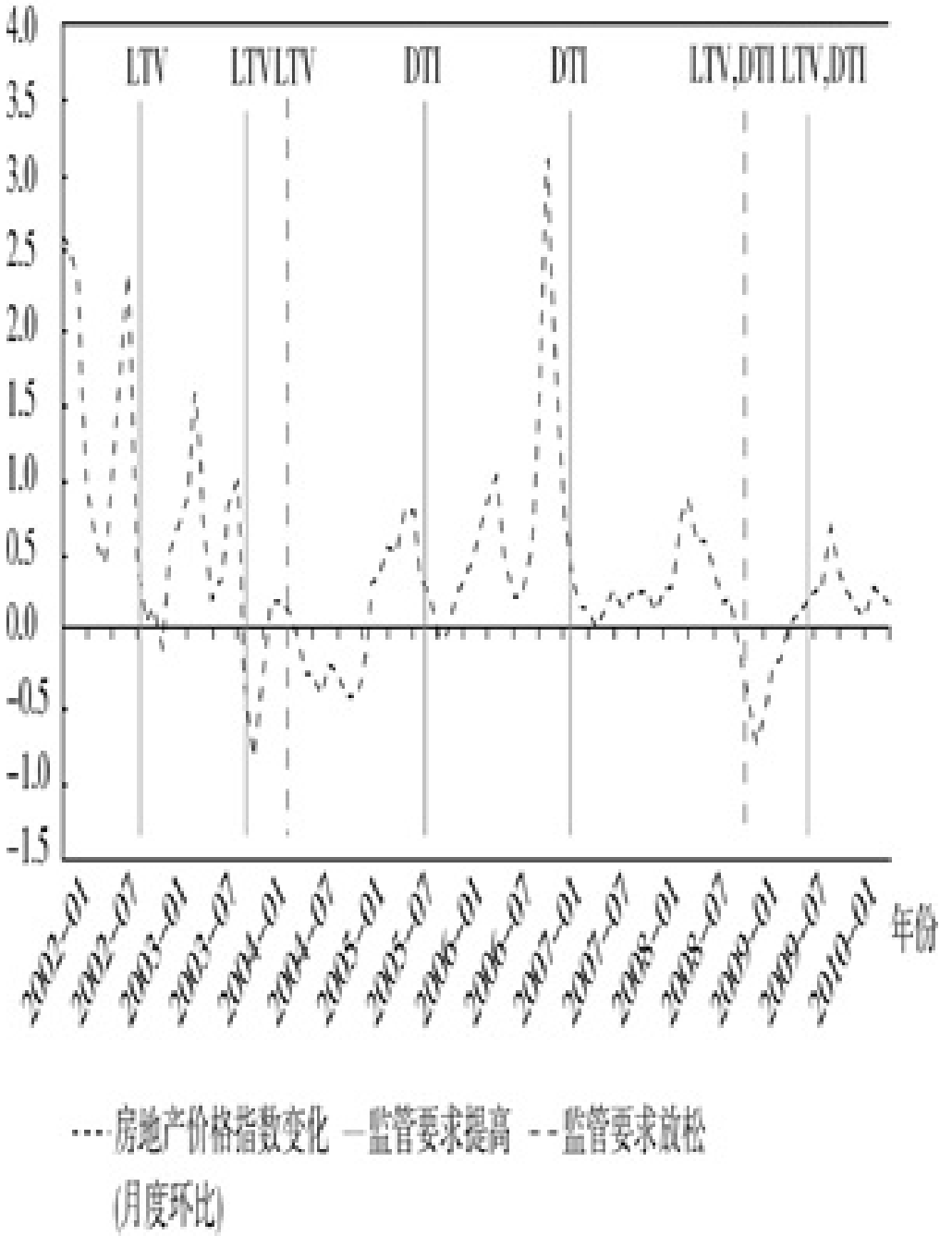
日期	政策变化	%	适用对象	适用机构
2002	引入	60	所有住房贷款	银行
2003—06	严格	50	加入新规：在投机地区购买房产，且贷款年限在三年或三年以下	银行
2003—10	严格	40	加入新规：在投机地区购买房产，且贷款年限在十年或十年以下	银行
2004—03	放松	70	贷款年限在十年以上，且一年内仅偿付利息	所有金融机构
2005—06	严格	40	重新引入：在投机地区购买房产，且贷款年限在十年或十年以下，且房产价格高于6亿韩圆	银行

2006－11	修改	50	在投机地区购买房产，且贷款年限在十 年或十年以下，且房产价格高于6亿 韩圆	所有金融机构
2008－11	放松	50	缩小了“投机地区”的范围	所有金融机构
2009－07	严格	50	在城市地区一般住房贷款的LTV由 60%降为50%	银行
2009－10	严格	50	扩展到所有金融机构	所有金融机构

资料来源：Macroprudential Framework in Asia [M] .IMF, 2013.

与此同时，韩国通货膨胀相对稳定，难以运用紧缩性的货币政策抑制房地产泡沫。为此，韩国引入DTI和LTV，并根据房价变化情况灵活调整（详见表3－8、表3－9）。迄今为止，韩国房地产价格在金融危机前后经历了大幅度的上涨和下跌，但房地产贷款违约率一直处于较低水平，因此，宏观审慎监管工具被认为起到了较好效果。

图3－10　韩国LTV工具和DTI工具应用



资料来源：IMF（2013c）。

（二）巴西

巴西监管当局运用了一系列宏观审慎监管工具，应对来源于国内金融体系和国际资本流动共同引发而上升的系统性风险，包括设置外币贷款上限、限制货币错配、限制金融机构在银行间市场的风险暴露、金融交易税等。其中，金融交易税和限制消费贷款是两大

常用工具[(17)]。

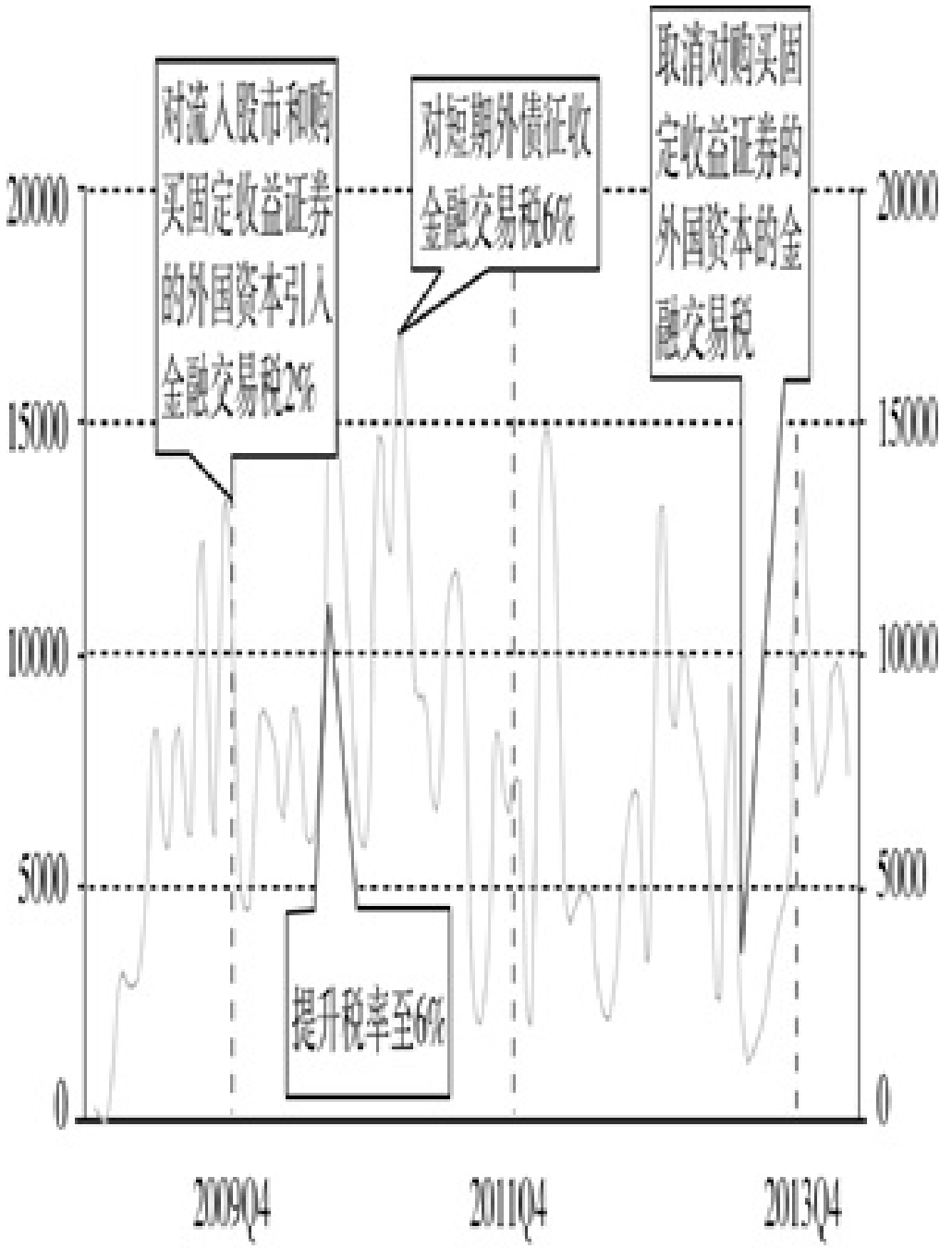
第一，金融交易税用于管理资本流动。为应对外资涌入，巴西监管当局于2009年10月开始对流入巴西股市和政府公债等固定收益证券的外国资本征收2%的金融交易税。当时，美国量化宽松政策出台，大量短期资金开始涌入巴西，导致巴西本币雷亚尔快速升值。为了缓解通货膨胀压力，防止短期资本流入可能引发的泡沫，巴西政府采取了征税这一抑制热钱流入的新措施。2010年10月4日，巴西政府将投资巴西债券和私募股权基金的金融交易税税率提高到4%，同年10月19日，将税率再次提高至6%，同时还将外汇衍生品的交易税税率由此前的0.38%上调至6%，巴西也因此成为金融交易税税率最高的国家。然而，由于海外金融市场利率大大低于巴西国内利率，2011年第一季度，巴西企业和银行从国外贷款的数额仍然激增。同年3月，巴西政府决定对从国外获取的短期贷款征收6%的金融交易税，以遏制投机性热钱的流入。同时，巴西政府提高了巴西人海外购物的金融交易税，要求巴西人在国外使用信用卡购物时，缴纳6.38%的金融交易税税率（之前税率只有2.38%）。

金融交易税有效地减少了短期投资组合的资金流入量，增加了长期投资资金，从而改变了资本流入结构。研究表明，金融交易税比率增加1个百分点，短期投资组合资金流入减少0.73个百分点，并增加0.64个百分点的长期投资流入量。金融交易税在减少特定类型资本流入方面总体而言是成功的。

2013年以来，因市场预期美国经济复苏和美国量化宽松货币政策即将退出，美元兑雷亚尔大幅升值，创近两年来最高纪录，对巴西经济稳定构成一定威胁。在持续观察到流入巴西的国际流动性减少后，巴西政府为解除资金进入巴西固定收益资产的障碍，于2013年6月初取消了对以购买债券等固定收益资产为目的的外国投资资金征收的6%金融交易税。

第二，限制消费贷款。2010年12月，巴西提高了新增家庭贷款的资本要求，以应对消费贷款快速增长带来的潜在不利影响。该措施主要针对到期时间较长或贷款价值比率较高的个人信贷、薪资贷款[(18)]、汽车贷款等。2011年11月，校准后的新工具引入了风险权重的概念，风险权重越小则资本要求越低，同时取消了贷款价值比率的要求，以提高工具的有效性，如表3－10所示。

图3－11　巴西资本流动情况与金融交易税



资料来源：Econindex数据库，作者整理。

表3－10　巴西消费贷款资本要求变化情况

操作对象	条件	资本要求（%）
2010年12月		
	期限在24～36个月之间，且LTV＞80%	

汽车贷款	期限在36～48个月之间，且LTV＞70% 期限在48～60个月之间，且LTV＞60% 期限大于60个月	16.5
薪资贷款	期限大于36个月	
个人贷款	期限大于24个月	
其他划分为零售类贷款的消费贷款		8.5
2011年11月		
汽车贷款	期限小于60个月，且为零售贷款	8.25
	期限小于60个月，且为非零售贷款	11.0
	期限大于60个月	16.5
2010年12月		
个人贷款	期限小于36个月	8.25
	期限在36～60个月之间	16.5
	期限大于60个月	33
其他划分为零售类贷款的消费贷款		8.5

资料来源：Macroprudential Framework in Asia [M] .IMF, 2013.

提高消费贷款的资本要求对降低家庭信贷增速起到了一定作用。该措施实行后，家庭信贷的年均增速从2010年12月的22%下降至2011年12月的11%，汽车贷款的平均期限从2010年12月的19.1个

月下降至2011年10月的18.6个月，尤其是期限超过60个月的汽车贷款占比下降了20个百分点。

（三）新加坡

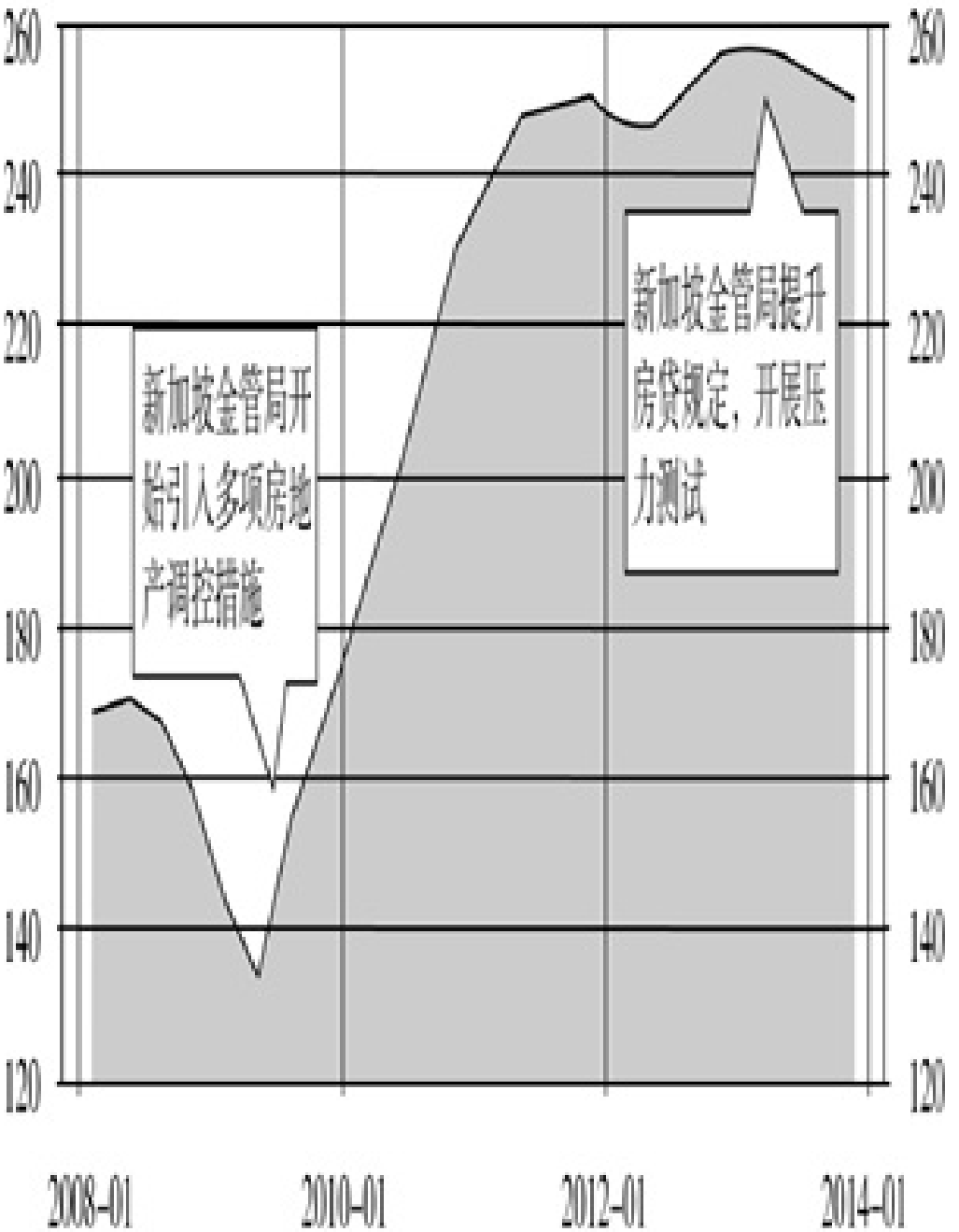
2007—2008年全球金融危机后，美国持续的量化宽松政策给新加坡房地产市场带来了巨大冲击。极低的利率导致很多人买房投资，产生了房地产泡沫。自2009年3月至今，新加坡私人住宅价格上涨了60%，私人住宅价格的上升也带动了整体房地产市场价格升温。2009年6月28日，新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）宣布，申请房贷者的总债务偿还比率不应超过60%，并且这项条例是永久性的。标准算法的总债务比率（Total Debt Servicing Ratio, TDSR）[(19)]，要求金融机构考虑借款人的其他负债，包括信用卡和汽车贷款等，以加强审慎的贷款行为。计算负债率时，对债务人的金融资产给予更保守的折扣。在发放其他以房地产作为抵押或是购买其他种类物业的贷款时，均应计算总债务比率。2009年8月MAS又将购买公共房屋的贷款最长年限从30年降到25年。

2013年，新加坡住宅价格再次攀升至历史高位。2013年6月28日，MAS再次运用房地产贷款的偿还框架（Debt Servicing Framework for Property Loans）对房地产市场进行调控，包括要求金融机构提高房贷首付，非首套房首付比例由之前的10%提升至25%；要求银行计算债务人的房贷月供比，在计算房贷月供时对奖金或租金收入等可变变量应至少打七折计算。银行应审验借款人提供的收入和债务文件；若有共同贷款人，则贷款期限以贷款人的收入为权重加权计算最长贷款期限；同时贷款最长时限不得超过35年，购买HDB组屋住宅[(20)]的贷款期限不得超过30年。

此外，MAS重视对热点行业如房地产行业的压力测试。新加坡的

主要银行均已实行新资本协议下的高级内评法，其对全行的压力测试有明确要求。在第一支柱资本充足率下要求对信用风险，市场风险和操作风险进行压力测试，各家银行对重点行业如房地产行业和住房贷款进行的日常压力测试在此范畴内，其频率为至少每年一次。MAS对各家银行所做的压力测试进行检查，也会就特定压力情形要求辖内银行完成统一压力测试。

图3－12　新加坡房地产指数走势及调控政策



资料来源：Econindex数据库，笔者整理。

MAS在第二支柱内部资本充足率评估法（ICAAP）下要求银行进行全方位压力测试，以覆盖集中度风险、声誉风险等第一支柱未考量的风险，其频率不低于一年一次。即要求银行评估贷款组合中的高集中度带来的信用风险，并设定内部限额进行管理。MAS要求银行每年提交ICAAP文件并对文件进行评价，根据评价结果与银行沟通，并就其认为资本覆盖不足的部分要求追加资本。如集中度过高，监管机构出于审慎原则可以要求银行追加资本。

（四）澳大利亚

在2007—2008年全球金融危机中，澳大利亚金融体系相对稳健。危机中，除了根据国际监管法规出台新资本监管要求和逆周期监管政策等外，澳大利亚较有特色的宏观审慎监管措施在于在跨部门维度上制定对国内系统重要性银行的监管方案，及加强对混业金融集团的监管。

1.国内系统重要性银行监管方案

2013年12月澳大利亚审慎监管署（APRA）确定国内系统重要性银行（DSIBs）为澳新、澳联邦、澳国民和澳西太平洋等四家银行，附加资本要求为风险加权资产的1%，由核心一级资本满足，2016年1月实施。APRA从规模、关联度、可替代性和复杂性四个维度评估国内银行的系统重要性，主要评估指标包括总资产、金融机构间资产和负债、托管资产、通过支付系统结算的支付额、债券和股票市场中的承销额、场外衍生产品名义本金、交易账户和可供出售账户资产总额等。

2.对混业金融集团的三级监管框架

2013年5月APRA出台对混业金融集团的三级监管（Level 3 Conglomerate Supervision）框架，对不同类型金融机构、金融集团划分不同监管层级，赋予不同资本充足率和风险管控等监管要求，2015年1月开始实施。

此前APRA的监管架构分为两个层级，分别是对单体机构的Level 1监管[(21)]和对同业金融集团的Level 2监管[(22)]。APRA认为，澳大利亚很多金融机构采用混业经营模式，而两层级的监管框架中缺少对于混业金融集团的有效监管。集团内各实体间的风险具有传染性，当该集团在其主业之外的经营越活跃，尤其是该经营不受APRA监管时，则当前的监管架构越不能及时监测相关风险，从而导致风险在监管盲区不断积聚，并最终影响受APRA监管机构的稳定性。APRA建立Level 3监管的主要目的就是为了确保混业集团的经营结构在不被监管机构不当干预的情况下，增强监管机构和集团本身对集团内各种风险的理解并进行有效监控。

APRA认为，金融集团面临一些特殊的风险，包括：（1）集团内交易风险。这既包括集团内各实体间的内部交易，也包括集团下多个实体与第三方的共同交易。（2）集团内某实体不利事件对集团整体及其他实体带来的声誉风险。（3）集团内各实体间隐含担保带来的道德风险。（4）操作风险。集团的规模和复杂度越大，操作风险事件发生的可能性越高。（5）公司治理与策略风险。一个集团的法律实体架构、管理结构和业务越多元，会使得公司治理结构越复杂，如一人兼任多个实体的董事成员等。

对于一般的金融集团来讲，APRA认为Level 2监管已经足够，但Level 2监管存在以下方面的限制，包括：（1）不能解决未纳入并表监管机构的双向杠杆（Double Gearing）或杠杆率过高的问题。（2）Level 2监管依赖资产负债表并表管理，并在此基础上提出资

本要求。这种方法仅对同业的实体较为有效。（3）Level2监管不能覆盖集团内所有重要实体，而这些实体对受APRA监管的机构也可能具有重要影响。

由此，APRA建立了Level 3监管，将资本充足水平、公司治理、风险管理等审慎监管要求扩展至那些在APRA监管的多个行业具有重要实体[(23)]或在APRA监管领域外具有重要实体的金融集团。值得注意的是，并不是所有的混业金融集团都纳入Level 3监管范围，而是由APRA进行个案确定（Case by Case）。目前约有10～15个集团将受Level 3监管，覆盖了约65个受APRA监管的实体。

APRA决定某集团是否适用Level 3监管的主要原则是额外的监管要求能否增强集团内受APRA监管机构的稳定性。具体来讲，主要包含以下3条原则：

原则1：若集团的主营业务单一，且在该行业以外无其他重要实体，则仅对集团实施Level 2的并表监管。

原则2：若集团在多个APRA监管的领域拥有重要实体，并且APRA希望从审慎角度对集团整体的资本与风险状况进行定期审查，或集团本身希望持有一部分可在各实体间自由转让的资本，则该集团适用于Level 3监管。

原则3：若集团旗下拥有不受APRA监管的重要实体，则该集团适用于Level 3监管。

以目前总资产在澳大利亚排名第一的澳大利亚国民银行控股金融集团（NAB Group）为例，其主要以集团控股的形式运营了包括银行、投资银行、保险（主要是MLC）、财富管理公司等在内的诸多分支机构。根据APRA的监管架构安排，由于NAB集团的主营仍以银行业务为主，在Level 3监管架构下，将包含其各个银行业单体

机构（Level 1）、银行控股公司和相关服务机构（Level 2），以及财务管理、保险等非银行业机构或控股公司。具体如表3－11所示。

表3－11　澳大利亚国民银行控股金融集团Level 1－3级监管情况

APRA监管架构	机构名称（所在国家和地区）
Level1	National Australia Bank Limited（澳大利亚），National Equities Limited（澳大利亚），NBA Properties Limited（澳大利亚），ARDB Limited（澳大利亚），National HK Investments Limited（中国香港），National Australia Finance（Asia）Limited（法国）
Level2	National Australia Group Services Limited（澳大利亚），National Australia Corporate Services Limited（澳大利亚），National Australia Group Europe Limited（英国），National Australia Group（NZ）Limited（新西兰），Bank of New Zealand（新西兰），BNZ International Funding Limited（新西兰），Clydesdale Bank plc（英国），GreatWestern Bancorporation Inc（美国），National Americas Holdings LLC（美

	国）
Level3（所列机构亦由APRA监管，但在Level 3下将对集团整体提出审慎要求）	National Wealth Management Holdings Limited（澳大利亚），National Australia Financial Management Limited（澳大利亚），MLC Holdings Limited（澳大利亚），MLC Lifetime Company Limited（澳大利亚），MLC Investments Limited（澳大利亚），MLC Limited（澳大利亚），National Australia Trustees Limited（澳大利亚）

资料来源：APRA网站。

第四节　宏观审慎监管的有效性研究

2010年之前针对宏观审慎监管工具有效性的实证分析以针对一国或某一地区国家宏观审慎工具有效性的文献为主，包括Saurina（2009）发现虽然动态拨备制度无法保证在经济下行期降低信贷损失，但是在2007—2008年金融危机中，有效加强了西班牙银行业和单个银行的弹性。Nadauld和Sherlund（2009）通过分析美国次贷危机中房产抵押证券交易数据，认为若在危机前即对从事该类业务的机构及银行提高资本要求，将抑制泡沫产生并可能避免危机发生。

在验证宏观审慎监管工具有效性的文献中，IMF（2011j）关于宏观审慎工具有效性的实证报告突破了单个国家或单一地区样本有限性的制约，而且在验证方法上也较为全面，该报告以49个国家的数据为样本，采取三种方法评估了宏观审慎监管工具在减少系统性风险方面的有效性，并在此基础上总结了推动宏观审慎监管有效性

的国际经验。

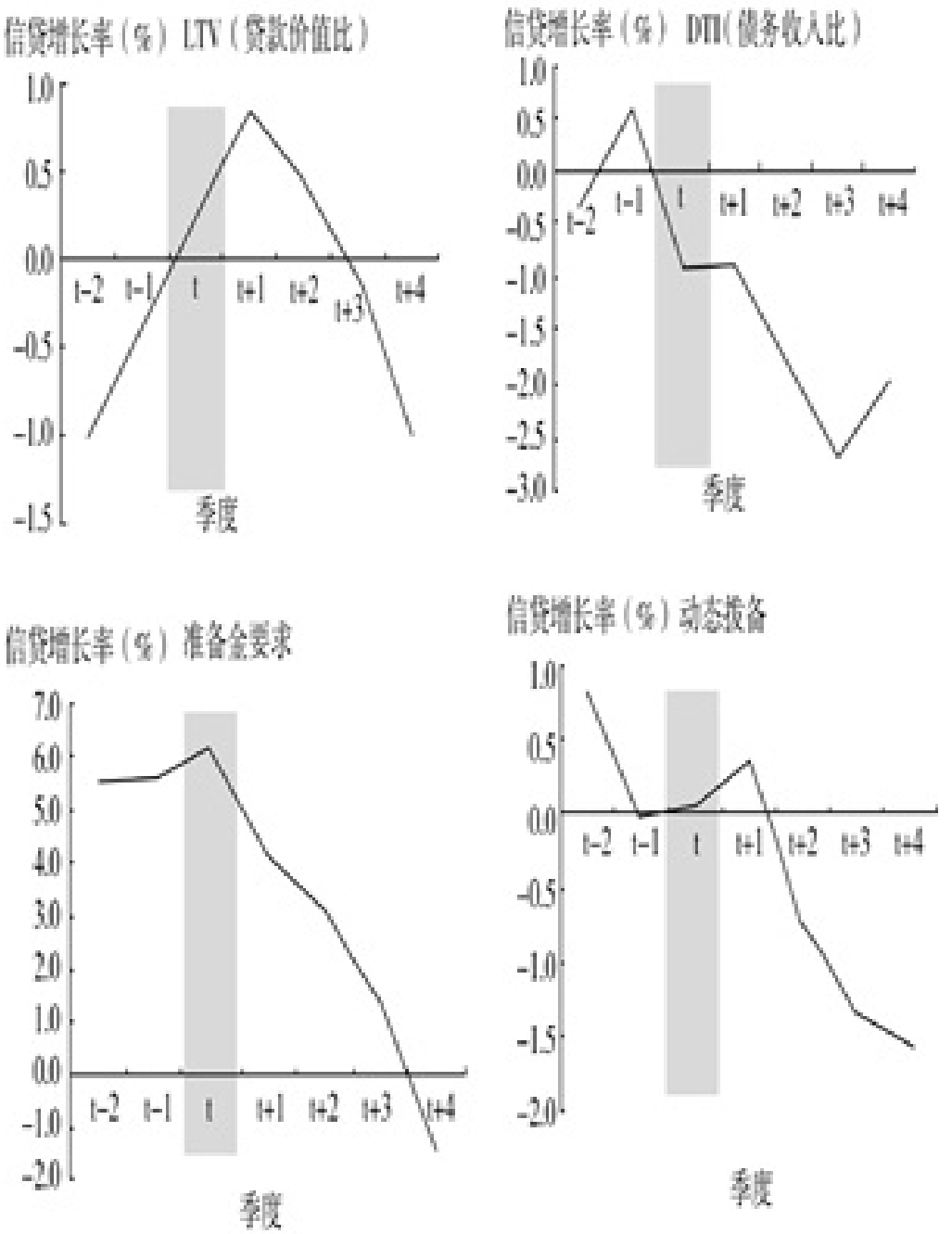
一、关于宏观审慎监管工具有效性的实证分析

一是案例分析，即验证部分国家使用某项工具是否达到预期目的，IMF （2012b，2012c）也使用了此种方法。IMF（2011k）选取了中国、哥伦比亚、韩国、新西兰、西班牙、美国和部分东欧国家的宏观审慎监管政策并分析了推出政策后的市场效果，虽然选取的国家数量有限，但是比较有代表性。IMF分析认为，无论各国金融部门的规模大小和汇率制度如何，宏观审慎监管工具均能不同程度地发挥解决经济问题、维护金融稳定的作用。比如韩国中央银行针对危机引发的资金流动性冲击采用的宏观审慎监管工具，有效遏制了银行短期对外借款上升的趋势；新西兰储备银行在2010年推出了两个流动性错配比率和一个核心资金比率以限制银行流动性风险，有效促使银行改变其批发融资结构；西班牙从2000年引入动态拨备制度，从而使得银行业在2008全球金融危机期间得以覆盖部分上升的信贷损失。

二是简单法，即观察和对比使用宏观审慎监管工具前后的系统性风险指标变化，样本为全部49个国家。简单法研究发现，一些宏观审慎工具能使部分系统性风险变量明显改善，而其他工具则效果并不显著。其中效果最为明显的工具包括LTV、DTI、动态拨备和存款准备金要求。如图3－13所示，在t时点应用这四类工具后，样本国家的平均信贷增长显著下降：超过半数的样本国家在实施LTV限制后，信贷增长和资产价格指数出现了下降。引入DTI要求能降低信贷量，但不能抑制资产价格泡沫。动态拨备要求可使信贷增长和资产价格指数下降。此外，宏观审慎监管工具可有效减少信贷与GDP增长的相关性。已实施LTV和DTI要求以及存款准备金要求的国家，虽然信贷增长与GDP增长仍为正相关关系，但正相关性比未采用这些政策的国家要小得多。实施信贷增长限制或动态拨备要求的

国家，其信贷增长与GDP增长负相关。

图3－13　部分宏观审慎监管工具对信贷增长的影响



资料来源：IMF（2011g）。

三是面板回归分析，以衡量系统性风险的指标为被解释变量，以宏观审慎监管工具（如LTV）调整为解释变量。研究表明，宏观

审慎监管工具可能对信贷增长、系统流动性、杠杆率和资本流动四大系统性风险衡量指标[24]产生影响。分析结果归纳如下：（1）信贷增长：LTV和DTI要求、控制信贷规模、存款准备金以及动态拨备等均能控制信贷增长，并可以降低信贷增长和GDP增长之间的正相关性。（2）系统流动性：期限错配限制（Limits on Maturity Mismatch）能有效控制贷存比，从而减少系统流动性风险。结果显示，使用期限错配限制的国家的贷存比低于未使用国家5个百分点。（3）杠杆：DTI、控制信贷规模、存款准备金、外币贷款限制、逆周期资本要求和动态拨备等与资本相关的宏观审慎监管工具能减少杠杆的顺周期性。（4）资本流动和货币价格波动：对净外汇敞口（Net OpenCurrency Positions, NOP）加以限制能有效限制银行业的外汇敞口风险，实证表明，在限制NOP的国家，外汇负债与外汇资产的不匹配程度将显著降低。此外，IMF（2011g）使用不同的面板回归模型，同样证明了DTI、外汇借款上限、存款准备金要求、以及动态拨备率能够显著削弱信贷和GDP增长率之间的相关性。

此外，表3－12还罗列了2010年以来对宏观审慎监管工具有效性实证分析的其他代表性文献，其使用的分析方法基本均为以上三类方法，但研究的工具对象或选取的国家样本有所不同。而且由于数据的可获得性和样本的充足性[25]，选取的工具相对集中于LTV和DTI。

表3－12　2010年以来对宏观审慎监管工具有效性实证分析的文献及其结论

文献（案例国家和地区）	研究的工具	主要结论
	LTV、DTI、拨	LTV、DTI在控制信贷/GDP、以及房地

Arregui等（2013）	LTV、DTI、拨备覆盖率等	贷/GDP，以及房地产价格上涨方面有效
Ahuja和Nabar（2011）	LTV、DTI	LTV能够控制房地产价格上涨的速度；LTV和DTI能够减缓房地产信贷的增长。
Almeida, Campello, Liu（2005）	LTV	高LTV上限的国家，新增住房按揭贷款和房地产价格对收入冲击更加敏感。
IMF（2012a）,Board paper on interaction between monetary and macroprudential policy	LTV、DTI、针对特定部门的风险权重、拨备覆盖率等	LTV、DTI、针对特定部门的风险权重在控制信贷扩张和房地产价格增长方面有效
Kuttner和Shim（2012）	LTV、DTI、针对抵押贷款的资本要求、拨备覆盖率等	LTV和DTI在控制抵押贷款增长和房地产价格增长方面有效
Lim等（2011）	LTV、DTI、信贷增长上限、拨备覆盖率	均能够一定程度上控制信贷增长的顺周期性
Wong等（2011）	LTV	LTV能够降低抵押贷款违约率对房地产价格变化的敏感

Wong等（2011）	LTV	性；提升LTV上限能从整体上控制房地产融资的杠杆率
Ahuja和Nabar（2011），中国香港	LTV	LTV对信贷增长的影响很小；提高LTV上限通过影响预期，而非影响贷款来影响房地产融资
Craig和Hua（2011），中国香港	LTV	LTV能够降低房地产价格泡沫
Galac（2010），克罗地亚	信贷增长上限、差别存款准备金率、对外汇借款的控制措施	信贷增长上限能够控制国内私人部门的贷款增速，但无法控制各项贷款增速；差别存款准备金率有助于金融机构提高资本缓冲。
Igan和Kang（2011），韩国	LTV、DTI	LTV、DTI能够降低房地产价格增速和减少交易行为
Jiménez等（2012），西班牙	动态拨备率	一定程度上平抑信贷投放的波动
Krznar和Medas（2012），加拿大	LTV、DTI	减少住房按揭贷款增量及房地产价格上涨

资料来源：IMF（2013a）。

二、提高宏观审慎监管有效性的国际经验

IMF（2011k）和IMF（2013a）根据实证分析和各国案例对比的结果，总结出以下七个提高宏观审慎监管有效性的经验，供各国在选择监管工具时予以参考：

1.许多宏观审慎监管工具在解决金融体系系统性风险方面是有效的，且这种有效性不依赖于一国经济发达程度和汇率制度。那些面临大量资本流入或金融市场不发达、实行固定汇率或汇率管制的新兴市场国家，倾向于广泛使用宏观审慎监管工具。而这些工具在实行浮动汇率的国家和发达经济体同样有效。

2.有针对性地使用宏观审慎监管工具来解决特定系统性风险，避免用一种方法解决所有问题。对于由信贷增长和资产价格泡沫引发的系统性风险，可使用与信贷相关的宏观审慎工具，例如，根据经济和信贷周期动态调整LTV和DTI，同时辅之以存款准备金要求和资本工具，可起到较好效果；对于系统性的流动性风险，可采用流动性错配限制等与流动性相关的政策工具，如果流动性风险源于外汇融资，也可考虑限制净外汇敞口头寸；对于因杠杆率过高引发的风险，可使用与资本相关的政策工具，包括逆周期资本缓冲，调整特定部门的风险权重等。

3.多种审慎工具组合运用有利于从不同角度应对相同风险。例如，LTV和DTI在抑制抵押贷款周期性方面相互补充。对于相同风险，LTV从杠杆角度入手，DTI从收入角度入手。一般来说，在应对信贷过度增长所带来的风险时，信贷相关的工具可以和流动性相关的工具一起控制信贷过度膨胀的风险，同时利用与资本相关的工具提供风险缓冲。

4.在不同周期调整宏观审慎监管工具有助于降低顺周期性。部分宏观审慎工具对于金融体系的周期具有“自动稳定器”的作用。如逆周期资本缓冲，在经济上行阶段自动升高，在下行阶段有所降低，有助于降低金融体系的顺周期性。另外，其他一些工具如DTI，需要监管者在不同阶段进行调整。及时地、相机抉择地调整宏观审慎监管工具，能够在实现监管对金融体系负面干扰最小化的同时，降低系统的顺周期性。

5.需注重对不同宏观审慎监管工具或工具组合“成本—收益”的分析。监管工具都存在一定的成本，包括金融机构为满足监管要求而投入的“有形”成本，以及工具可能带来的监管套利行为的“无形”成本。因此需要认真权衡使用宏观审慎监管工具来抑制系统性风险、增强金融稳定的“收益”是否与其“成本”匹配。而且不同工具以及工具组合的成本收益情况不尽相同，需要进行具体分析。经验表明，使用多工具组合的“无形”成本低于使用单一工具的“无形”成本。

6.宏观审慎监管机构应保持与金融市场的清晰的沟通。明确地向金融市场表达使用特定监管工具的原因和目的，有助于形成稳定的市场预期，引导市场在明白监管部门意图的情况下主动地规范行为，从而避免更加严厉的监管。IMF（2013a）提出了三种与市场沟通的方式，包括向公众公开监管部门使用某项监管工具的决策和背景，公开监管部门相关决策的会议纪要，以及定期发布工作报告。

7.良好的政策协调是成功应对系统性风险的必要条件。当金融体系的风险与其他行业的风险相互交织并与商业周期重叠时，宏观审慎工具与货币、财政政策工具的结合使用，能更为有效的应对系统性风险。此外，宏观审慎监管政策着力于金融体系，应主要用于增加金融体系的弹性和韧性，而货币政策聚焦整体经济和价格稳定，目标有所不同，因此需要保持政策的独立性。

第五节　宏观审慎监管的国际协调

全球经济金融一体化的发展，推动了金融体系的全球化进程，按照传统的金融体系的定义，这一金融体系同样包括全球化经营的金融机构、全球化的金融市场和全球化的金融基础设施。然而，这一复杂、关联的金融体系也蕴含着导致系统性风险的各种因素和渠道。任何一个开放的经济体，在享受金融全球一体化带来的红利同时，都无法逃避这个体系一旦不稳定给本国经济和金融带来的损害。因此，在宏观审慎监管方面进行国际协调，既是促进本国宏观审慎监管有效性的必由之路，也是为防范全球性金融危机爆发，保持全球经济金融平衡的现实迫切需要。

2007—2008年全球金融危机爆发后，国际社会对推动国际金融监管合作进行了深入研究和讨论，在理论上取得了共识，即国际金融监管合作已经不再局限于过去为了防止国际活跃大型金融机构进行监管套利、促进金融机构公平竞争、相互尊重各国法律规定等微观层面上，而是把它作为建立全球宏观审慎监管的重要组成部分来对待，旨在建立共同遵守的准则，建立共同的合作与对话平台，防范因全球经济失衡、资本自由流动、金融衍生产品交易等在新的形势下给全球金融体系造成的系统性风险。在当前金融机构的业务更加全球化，而金融监管大多数还是本地区、区域化的现实情况下，开展国际金融监管协调有助于维护全球金融市场稳定，防止金融动荡对全球经济增长产生重大影响。各国主动开展国际金融监管合作的动机，也在于通过合作能够参与国际金融标准与准则的制定，使之不致于对本国的金融体系造成损害。通过加强协调合作，也能够取得各国金融当局的积极配合，识别可能影响本国金融体系的风险因素，防止削弱本国宏观审慎监管效果。所以，金融全球化的迅速发展使金融监管的国际合作变得不可或缺，国际金融监管合作也成

为全球金融危机后建立宏观审慎监管框架中的重要内容。

一、宏观审慎监管的国际协调

宏观审慎监管的国际协调应以何种形式进行协调？回顾一下国际经济、金融监管协调的历史能为我们提供有益的思路。

（一）国际经济金融合作的历史

与应对2007—2008年爆发的全球金融危机相似，过去金融危机也是通过国际政策的协调而解决的。然而，在建立拥有跨国权力的国际化政策机构以及共同准则上，由于各国维护自身利益，并未取得良好效果。例如，在货币政策方面，历史要追溯到1944年的布雷顿森林会议。多国呼吁国际经济秩序重构以避免重回战前“以邻为壑”的状态。在会议上经济学家凯恩斯（John Maynard Keynes, 1883—1946）提议由一家国际中央银行发行货币。或许在当时，这一超越国家主权的想法太过激进，而且国际性中央银行在一定程度上剥夺了各国货币政策的制定权，因此，在英美等国的博弈之中该提议并未达成共识。该会议的一大成果是成立了IMF，其宗旨是通过一个常设机构来促进国际货币合作，为国际货币问题的磋商和协作提供平台；稳定国际汇率，在成员国之间保持有秩序的汇价安排，避免竞争性的汇价贬值；协助成员国建立经常性交易的多边支付制度，消除妨碍世界贸易的外汇管制；在有适当保证的条件下，IMF向成员国临时提供普通资金，使其有信心利用此机会纠正国际收支的失调，而不采取危害本国或国际繁荣的措施；按照以上目的，缩短成员国调整国际收支不平衡的时间，减轻不平衡的程度等。但是，IMF的效力饱受争议，例如，1997年亚洲金融危机后，很多人提议赋予IMF权力以惩戒不负责任的国家，甚至接管其货币政策或金融监管的权力。这些提议实际上要求各国放弃一定程度的主权，因此必然遭受强烈反对，多数国家都难以接受这种程度的外

部干涉。而且，IMF对负债国家施加的制约性条件使其受到新兴市场的普遍反感。在2007—2008年金融危机中，尽管启用了主权借贷工具，但IMF并没有扮演重要的协调角色。

此外，为了解决贸易壁垒，促进资源在全球范围内的有效配置，1994年在摩洛哥的马拉喀什市举行的关贸总协定乌拉圭回合部长会议上决定成立更具全球性的世界贸易组织（WTO），以取代成立于1947年的关贸总协定。WTO没有国际执行权力，仅依靠所有成员国之间达成共识来制定政策。执行力的缺乏常导致服从难题，而且要达成减少贸易障碍的共识往往要通过无数轮的谈判，虽然WTO在各国消除贸易壁垒方面取得了一些成果，但是由于缺乏超越国家主权的具有实际约束力的机构，进展缓慢且存在瓶颈。

虽然也有一些国际经济及金融政策协作成功推行的例子，但多数是应对危机的临时性的反应，缺乏改善整个局面的机制。例如，世界最大的五个经济体在1985年制定《广场协议》并造就了一段时间内的协作性货币干涉。相似地，2007—2008年爆发的全球金融危机中，一些中央银行之间也在创建几乎无限制的货币互换安排方面进行了广泛合作。然而，这些协作性政策的例子并不常见，而且随着大型经济体数目的上升，协作也将变得越来越困难。

（二）关键在于“合作”，而非“集权”

国际经济金融合作的历史告诉我们，虽然国际组织在全球经济发展过程中发挥了积极的作用，但是一旦涉及国家经济管理的主权，甚至于建立全球集中的管理机制，可能难以推行。

虽然在一定地域里已出现了对多国金融业进行集中管理的监管机构，如2013年9月，欧盟设立单一银行业监管机构的决议正式获得通过，这是国家间集中管理机制的一种新兴探索之举。但是在全

球范围，一段时间内，建立一个权力可凌驾于全球各国的金融业监管机构难度较高。因此，宏观审慎监管的国际协作还是应首先明确，国际协作的关键在于“合作”，而非“集权”，“合作”应通过符合各国利益的统一且一致的方法来实现。应在一个共同认可的国际平台上，各国监管者参与谈判，达成共识，然后统一执行。

2007—2008年爆发全球金融危机后，欧美等主要发达国家主导的国际金融监管规则和实践受到较多质疑，而新兴经济体由于遭受到金融危机的负面影响，要求重构国际金融治理框架，并争取相应的权利。因此从2009年起，全球开始探讨全球金融监管框架的改革，并且已经取得了一些进展：一是G20成为国际经济金融管理框架和制度制定的最重要平台。例如，国际金融监管改革的目标和时间表，改革的进展和最终方案敲定等事宜，均通过G20领导人系列峰会逐步明朗和日益明确。二是金融稳定论坛（FSF）升级为FSB，FSB根据G20领导人峰会的授权，负责制定国际金融监管改革规则，监督国际金融体系发展和重大改革规则的推进情况。FSB已出台多个重要文件，涉及国际金融监管改革的多个重要方面（如系统重要性机构、机构处置、信息透明等方面），受到各国的普遍重视。在与IMF的职责分工方面，FSB着力于评估国际金融体系中的系统性风险，加强各国监管机构的有效合作与信息贡献，推动和协调国际标准制订工作，制订全球性金融危机应急预案等，偏重于金融监管；而IMF着力于金融政策、汇率体制、贷款援助等，偏重于稳定货币体系。虽然FSB和IMF等国际组织对国家行为仍缺乏一定约束力，但是还是为加强全球宏观审慎监管，维护金融稳定提供了良好的国际沟通和协调的平台。

在具体实施上，在诸多文献中，专家和学者们主要提倡在以下方面加强宏观审慎监管的国际合作：

以FSB和IMF作为平台，推动协商式的宏观审慎监管合作。Viral

V Acharya（2011）意识到建立具有执行力的国际监管机构的难度，因此指出宏观审慎监管应通过各国协商的方式进行，并建议通过以下步骤推动宏观审慎监管的协调：第一步是拥有大型金融市场的国家的监管部门（比如G20或区域组织）应首先协商，在银行监管的一系列主要原则方面达成一致的意见；第二步是监管部门应向各自政府提交包括具体建议的联合提案，以便推进协调这些原则的讨论与实施，并检测这些原则，最终使之在实际中得以应用，同时，FSB和IMF等国际机构应将评估应用情况进行公布。

建立多边信息交换与共享机制。随着全球经济及国际金融体系的一体化进程，应在多边范围内建立国际金融监管信息储备中心，相互交流有关文件、资料、数据，包括召开必要的国际监管联席会议，促进对重大问题的信息交流、共商对策，在系统性风险显现时迅速反应、共同行动，从而减少国际金融监管的成本。同时母国监管者还必须与东道国监管机构及境外分支机构所在地区的监管分支机构加强合作交流，减少金融监管真空，实现对金融机构海外分支多层次、全方位的有效监管。

建立风险预警机制。风险预警机制包括风险信号采集、风险信号处理、风险状态测评、风险类型识别、风险状态度量、风险等级评估、风险总体判断和风险管理决策。风险预警机制需要专门的实施机构和资源，依照金融产品交易以及资本市场规律，将未来风险模型化和数据化，并定期予以公布。因此，建立一套具备风险评价、度量、决策和控制标准的预警系统对于防范金融危机具有重大意义。

建立国际性金融危机救助系统。目前在世界范围内还没有关于国际性最后贷款人方面的实质性组织和机制安排。关于国际最后贷款人问题的建议很多，概括起来有两种：一是强调母国原则，即按照母国责任原则，外资银行的分行和附属机构在遇到流动性困境时

应首先向其总行（母行）求助，再由母行向本国中央银行求助，东道国并不承担救助义务。二是建立相应的国际机构，这方面的建议较多，主要包括建立国际存款保险公司、国际最后贷款人、非官方国际安全网、国际金融同业支持系统和建立紧急筹款机制等，但这种机制的建立需要长时间的谈判和协调，并需要各国放弃一定的金融管理权，因此困难重重。从实际运用角度而言，第一种建议更易实施，且更具约束力。

建立统一的会计准则规则。建立国际统一的信息披露及共享原则，赋予各国监管者迅速掌握国际投资、短期资本流动、汇率和利率相关方面动态的权力，协调彼此的监管行动以维护国际金融市场稳定。同时应建立统一的国际会计准则，以便于控制系统风险和跨境资本流动，帮助市场及监管者进行有效的监管，避免国际间的会计准则套利行为，从而为金融监管的国际合作打下坚实的基础。

二、缺乏国际协调可能产生的负面效应

如果各国中央银行及金融稳定监管机构之间在实施政策时缺乏国际协调，一些宏观审慎监管政策建议将不会产生效果，或效果大打折扣。实际上，尽管目前大型银行跨境经营及资本流动愈加明显，多数国家的金融监管制定者仍各自为政，缺乏协调。这会导致一些负面效应，其中最突出的是监管套利。例如，当一国监管机构的监管要求比其他国家严格，金融机构就会把其机构或业务转移到监管不是那么严格的国家或地区里，而整体而言，风险在国际范围内并未消除。

以下三个例子描述了由于缺乏宏观审慎监管国际协作而引发的负外部效应。

（一）政府担保定价各异

目前，世界各国存款保险的形式各异，部分国家实行隐性存款保险，部分国家实行明文规定的存款保险制度。在此情况下，各国对存款保险的定价是不同的。例如，A国对银行存款保险的定价是公允的，而B国的商业银行根本不用支付保费，但政府实际上对其提供隐性存款保险。在这种情况下，B国银行就能提供更高的存款利率，从而拥有更大的存款规模，而且融资的成本也较低。这就会影响到A国银行业的竞争力，至少相对于母国为B国的国际化经营的银行而言是这样的。如果A国银行的竞争劣势愈演愈烈，它们就会诱使本国监管机构下调存款保险定价，进而导致A国存款保险的公允价格下降。当各国监管者迫于银行业竞争压力，相继下调存款保险价格，就会导致全世界范围内商业银行的道德风险上升。商业银行过度的冒险行为继而会在银行与保险公司、投资银行、及对冲基金开展业务时传导到金融领域其他部分，引起整个金融业的系统性风险上升。

（二）应急资本和最后贷款人政策的差异

如果建立了达成共识、严格遵守的国际宏观审慎监管协调机制，将大大减轻各国政府的压力，从而减少纳税人为金融机构的问题埋单的概率。假设A国给它的最后贷款人角色增加制约性或隐秘性条款，并要求杠杆率高的机构增持资本并发行应急资本，以便在金融机构陷入困境时进行自救。但是假设此时B国的中央银行没有这些要求，那么总部在A国的一家国际银行发生问题时就能从B国的中央银行获得流动性，国际性银行可以延缓资本发行，这就会使A国中央银行应急资本等宏观审慎监管政策失去作用，并给整个金融业带来额外成本。

（三）系统重要性机构的监管差异

相应地，如果大型复杂金融机构（Large Complex Financial

Institutions, LCFIs）属于系统性风险监控范围，那么国际监管协调就十分必要。一个国家的监管机构很难在一家金融实体不属于其管辖范围的情况下对其征收“系统重要性税”[(26)]。虽然该金融实体不在其辖区内，但是该实体和国内多家金融机构存在业务往来，一旦其偿付力出现问题，本国金融业也将受到影响。合理的方式是所有重要国家共建一个金融业大型复杂金融机构（LCFI）监管机构，该机构对国际共同认可的系统性重要机构征税，或者各国达成一致的税收标准并严格执行。如果每个国家只针对本国的系统重要性机构征收某种形式的LCFI税，依然会出现监管套利，以及为保护本国机构竞争力而发生竞相降低监管要求的情况。

以上三个例子都说明，如果各国在监管时都采取“以邻为壑”政策，缺乏有效协调，都会导致竞相降低监管标准的情况。鉴于政策的国际溢出效应[(27)]及其负面作用，国际协调十分迫切。尽管各国监管机构难以放弃独立性和裁量权，在监管实施的每个细节上都达成一致不太可能，但是，在目前的现实条件下，各国必须在总的改革趋势和大的原则上尽量达成一致。例如，（1）通过统一的定义和计算方式、信息披露标准以及会计流程，公平、一致地对待表内外资产的杠杆率；（2）公平地对存款保险进行定价；（3）避免向无偿付能力的机构提供流动性；（4）共同对全球系统重要性机构进行监管。这些总体性原则需要全球大部分监管者的共同认可和实施，才能最大程度地减少监管套利，确保每个国家宏观审慎监管政策工具的有效性，从而维护全球和各国的金融稳定。

第六节　新常态下对系统性风险防范的挑战

根据本章前三节的内容，2007—2008年全球金融危机后，国际社会及各国无论是从金融业监管改革的机构设置方面还是监管工具方面，均已经开始逐步使用宏观审慎监管的思路，但不可否认的

是，金融危机后的系统性风险仍呈现上升趋势，这对于全球金融业监管者特别是宏观审慎监管者来说，挑战不仅依然存在，而且形势更加严峻。

全球金融危机后，国际宏观经济呈现锯齿形震荡、尾部风险持续释放、经济金融发展不确定性提升，这已逐渐成全球金融市场的“新常态”(28)。在经济领域，危机后各国为抑制本国经济快速下滑，采取宽松的货币政策刺激经济，但经济复苏并不稳定，而且金融与实体再次出现背离，影子银行规模恢复增长趋势。在监管方面，跨境风险处置并无实质性进展，国际监管分割的情况未有好转，而危机后新监管政策的非预期效果不断显露。这些均对新常态下的系统性风险管理提出挑战。

一、2007—2008年金融危机后全球金融与经济失衡情况无好转

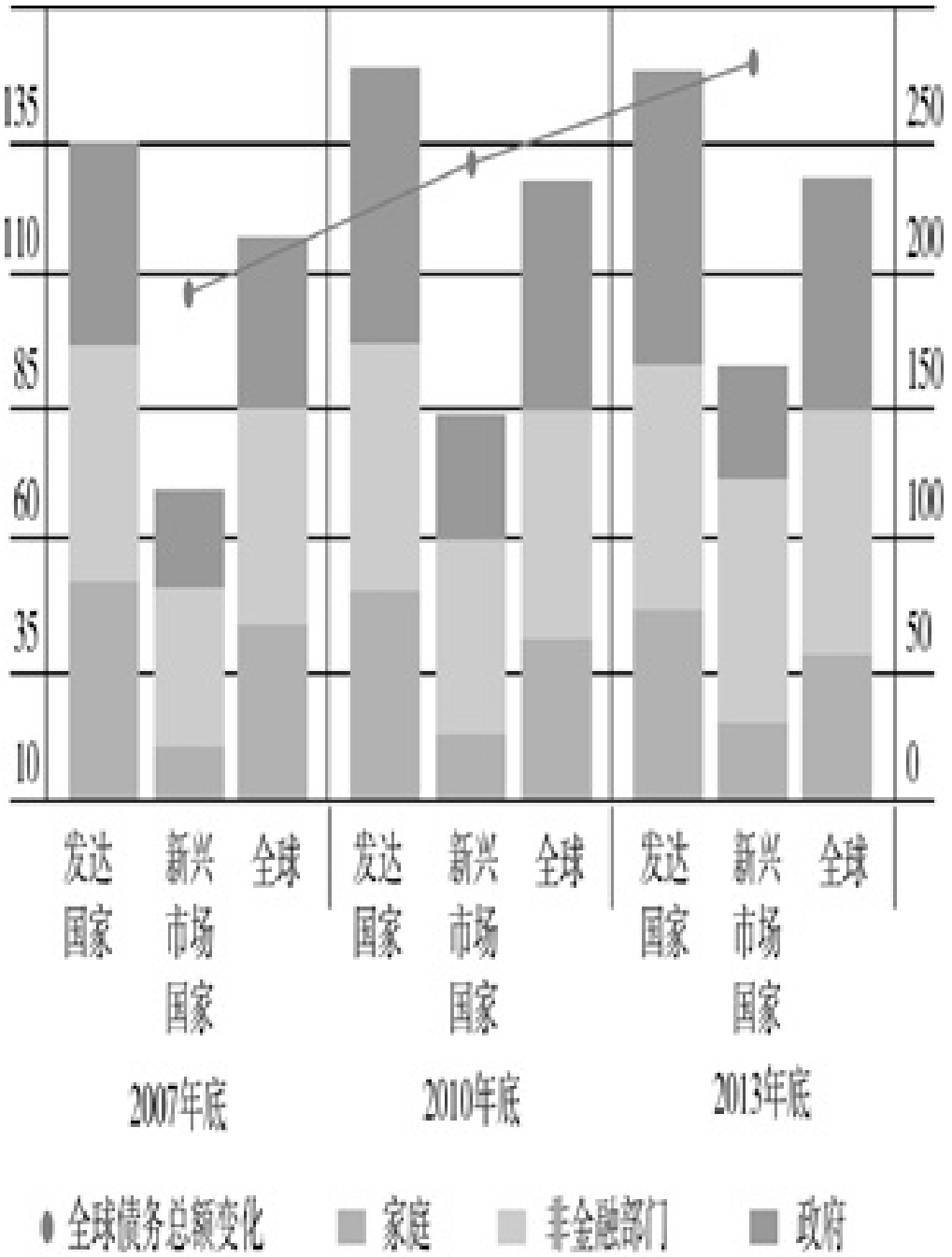
当前，高涨的金融市场与艰难复苏的全球经济之间已存在失衡。全球金融市场，包括股市、债市和大宗商品市场，从2014年初以来一直普遍呈现回升态势，这反映出投资者对各国中央银行扩张性货币政策的乐观态度。但是，我们需要看到的是，金融市场的上涨行情与全球经济基本面之间并无关联。尽管全球经济增长已较危机时期有所稳定，但目前的增速仍低于危机前水平。2014年第一季度，世界经济同比增长了3%，但仍低于1996年至2006年的平均水平（3.9%）。在一些发达经济体，产出、生产率和就业仍低于危机前的峰值。

与此同时，旨在提振国内需求，进而促进经济增长的刺激政策的有效性已受到巨大债务的威胁。自金融危机以来，发达国家政府在减少财政赤字方面取得了进展，但债务水平仍比以往任何时候都要高，并且在继续上升。BIS（2014）的数据显示，在包括意大利、西班牙、法国、美国和英国在内的大多数主要经济体，2014年

的债务都高于国内生产总值的100%。图3－14显示，全球债务水平呈现显著的上升态势。

“金融热、实体冷”所导致的金融空转以及流动性自我循环和快速膨胀蕴含着巨大的金融风险[(29)]。张茉楠（2013）详细阐述了危机后国际社会的这一现象。2008年之后欧美主要中央银行的逻辑是，中央银行与财政关系的重新定义，这种重新定义实际上让中央银行走上了一条“去独立性”之路。实际上，美联储、欧洲中央银行、日本中央银行以及英国中央银行的量化宽松或准量化宽松政策，其货币政策目标已经清晰地变为维持政府债务循环和刺激经济。数据显示，在IMF追踪的1929年以来的14轮经济周期中，本轮全球经济复苏是最缓慢的，但信贷反弹却是最快的。目前全球中央银行的资产规模约为18万亿美元，占全球GDP的30%。

图3－14　全球债务变化情况



注：左轴为债务规模，十亿美元；右轴为债务/GDP，100%。资料来源：BIS, 84th Annual Report, March 2014。

在量化宽松政策的刺激下，全球流动性相对过剩，但全球依旧处于“去杠杆化”“去债务化”的长周期内，这也是经济金融领域的“新常态”之一。根据渣打银行发布的研究报告(30)，由于银行业清理坏账大约需要6～7年，加上公共债务的清理，发达国家从2007年开始将面临所谓的债务长周期（大约10年左右）。在债务周

期过程中，一般有四种方式被采用：债务违约（债务重组）、财富转移（通胀税等）、债务货币化（量化宽松、本币贬值），以及财政紧缩（削减开支、增加税收）。事实上，前三种并未从根本上削减债务，而是通过债务的转移或财富幻觉等方式实施变相违约，最后一种方式才能够真实削减债务，重建财政平衡。然而，财政紧缩的痛苦几乎让背负着高债务的国家难以承受。仅以欧元区为例，由于缺乏刺激经济增长措施，欧元区正面临经济长期停滞的困境。在“财政紧缩—经济衰退—债务负担加重”的循环未被打破的情况下，政府与居民支出萎缩，企业投资意愿下降，政府债务率削减难度也大大提高，通过债务绑架货币的局面已经成为既定事实且难以从根本上得到改变。财政可持续问题不被解决，就将成为影响宏观经济和金融长期稳定的不定时炸弹。在此背景下，金融体系的系统性风险不断上升。

二、全球影子银行规模仍持续上升

金融危机前，发达国家特别是美国的金融监管以控制传统银行金融业的资产损失风险为目标，完全忽视了对影子银行、对冲基金、CDS等银行表外业务的监管。2007—2008年全球金融危机爆发后，FSB高度重视对影子银行的监管问题，而各国也开始制定针对影子银行的监管措施。据FSB统计(31)，2002年主要发达国家影子银行规模为22万亿美元，危机前的2007年迅速膨胀到约60万亿美元，当时传统银行体系总资产约为90万亿美元。影子银行的快速扩张，为后来爆发全球性金融危机埋下了隐患。危机后，全球影子银行缩减到50万亿美元左右，但随后的宽松货币政策，使得当前影子银行规模再度扩张，2011年初已恢复到67万亿美元，已经高于危机前的规模。这说明，危机后针对影子银行的监管有效性仍有待提高。一是各国监管部门的合作面临挑战。这是因为影子银行类型多样，跨部门、跨境业务比例较高，不仅涉及一国的多个监管部门，还涉及

各国和国际机构的监管合作，目前各监管机构难以实现信息共享，难以对影子银行实行全方位监测和有效监管。二是现有监管措施是否有效仍有待检验。如何确定合理的监管层级、合理评价系统重要性，是影响监管有效性的关键因素。此外影子银行监管还缺乏准确规模和交易数据支持，即便是欧美发达国家，各类跨部门、跨境交易数据都难以统计和获得。三是如何平衡加强监管和鼓励金融创新的关系。影子银行本身是金融创新的产物，全球特别是新兴市场国家的金融安全不仅依赖于有效监管，同时也需要完善的金融体系。这就要求监管部门在不断提高风险识别、监控和处置能力的基础上鼓励金融创新，进一步完善金融体系，反过来促进金融安全。

三、跨境风险处置并无实质性进展

经济全球化的特征之一就是金融领域关联性的显著提高。在过去的40多年里，全球GDP增长了4倍，贸易增长了10倍，银行业资产增长了14倍，广义货币供应增长了40倍。金融交易总量的增长速度远超经济总量的增长速度。同时，传统意义上距离非常遥远、相互影响很小的各个金融市场之间的相关性明显增强。在这样的背景下，金融交易活动将各个经济体的生产、消费和进出口活动更加紧密地联系在一起。通过金融交易活动，特别是衍生产品的期限转换、币种转换和风险转换功能，各个国家经济、贸易和资金流之间的紧密程度大大提升，同时，其风险特征也更趋复杂化（廖岷，2012）。经济金融环境的高度关联性，以及2007—2008年全球金融危机中系统性风险在金融机构乃至主权国家间迅速蔓延的教训，推动了危机后各国监管部门对跨境风险处置的安排。虽然各国监管当局一致认同风险跨境处置框架的重要性，但实际推动却进展缓慢。(32)

例如，根据国际监管改革所达成的共识，全球系统重要性机构都在积极或已经制订了恢复与处置计划。然而，全球系统重要性机

构往往都来自发达国家，并在新兴市场和发展中国家设有分支机构。发达国家的监管部门（Home Regulator）在审核本国机构的跨境处置计划时，往往缺乏与新兴市场和发展中国家监管部门（Host Regulator）的沟通和交流。两边监管部门会逐渐产生相互的不信任，这样的不信任会使机构在母国和东道国受到不同标准的监管，如要求制订只针对本国存款人的处置计划。

四、国际监管分割情况持续存在

在第五节中，我们已经阐述了有效的国际协调对宏观审慎监管有效性的重要作用，但是目前国际监管分割情况仍然持续存在。

一是监管政策隐含高额的“全球性成本”，主要的国际金融中心各自为政，缺乏协调。考虑到要对全球系统重要性金融机构采取不同的监管标准，对成本和收益的评估也应当是全球性的。各国割裂的结构性措施将使金融体系难以在国内外存、贷款人之间发挥中介作用，构成有效融资的结构性障碍。

二是国际监管规则不可避免的在各国“被改良”。全球金融危机后，FSB和巴塞尔委员会不断推动在资本要求、逆周期监管、系统重要性金融机构等方面的监管规则。但是各国实施的过程中，出于各种考虑和结合国情，均进行了一定程度的改进，松紧程度不一，不仅提升了国际性银行在不同国家经营的合规成本，也使得国家间的监管规则差异更加复杂，国家间的跨境监管套利仍有空间。

三是国际监管规则在新兴市场国家的适用性问题。目前的全球监管改革主要还是由发达国家制定整体政策和原则，在制定过程中并没有过多考虑政策对发展中国家的适用性，以及发展中国家自身国情的多样性和复杂性。虽然原则是正确的，但关键是原则落地的时间表（Time Frame）和落地方式（Methodology）。

五、新监管政策对新兴市场和发展中国家非预期效果更严重

任何一项监管措施的实施都不可能是面面俱到的，可能伴随着一定的非预期效果，这可能来源于长期稳定和短期利益的取舍、不同金融利益集团的博弈，也可能来源于非预期的监管套利和市场反应。金融危机后的各项国际金融监管改革措施也是如此，其不仅面临着冲击短期经济复苏的压力，还可能对金融稳定产生负面影响。而且正如前文所述，结合新兴经济体特有的经济金融特征来说，这些短期的、局部的负面效应可能被放大，在新兴经济体的非预期效果更加显著。主要体现在以下几方面：

一是发达国家是政策制定者，而新兴经济体只是政策的接受者。新兴经济体只能被动执行监管规定，而不是更深层次地考虑这些规定对于国内市场是否适用、改革范围应如何界定，而且缺少必要的金融可用资源。二是新兴经济体在改革次序上未得到优先考虑（如普惠性金融）。三是新兴经济体的银行业机构所能获取的以市场为基础的资本和流动性资源较少，且被监管者和监管者都缺少应对监管复杂性的能力，可能刺激影子银行融资的需求增长。四是结构化调整措施的实施在新兴市场和发展中国家有较大的不确定性和非预期效果。如果监管覆盖面和有效性跟不上，那些本应在系统内受到严格监管的业务行为会被转移到监管真空地带（如影子银行）。其实质风险并没有减少，反而会因为监管不到位而引发系统性或区域性风险增加，导致系统性风险在灰色阴影下以不易觉察的方式悄然积聚。

在资本充足率方面，资本充足率要发挥应有的作用，需要有配套的金融要素市场，如成熟的资本市场。资本市场不仅仅提供资本补充的平台，更能够通过市场的约束和投资者敏锐的嗅觉对银行的不审慎经营行为进行惩罚。新兴市场和发展中国家不仅缺乏成熟的

资本市场，而且往往存在金融普惠性（Financial Inclusion）还亟须提高的问题。而间接融资又是社会融资的主要渠道，因此在银行资本充足率不足的情况下，政府会不得不出面注资。在有些情况下，以经济发展为首要目标的发展中国家，会预先设定一个经济增速目标，再计算出完成这一目标的资金需求总量，最后测算出要达到资本充足率的银行资本总量，如不足则进行注资。在这样的环境和理念下资本充足率的约束作用微乎其微。

在流动性标准方面，目前，LCR的测算方法没有充分考虑新兴市场和发展中国家的实际金融市场结构，新兴市场和发展中国家往往缺乏合格的流动性资产，如评级在AA－以上的公司债。此外，对主权债务的风险权重各国也有不同的标准，如中国的银行会将中国主权债务的风险权重设定为0，而其他国家的银行则不会将中国主权债务当成零风险权重资产。

在杠杆率方面，目前发达国家的银行正积极采取出售非核心资产、削减海外市场业务，分离投行和大宗商品等业务手段来去杠杆化。而对于新兴市场和发展中国家的银行，要达到4%的杠杆率并非难题，因为本身银行的业务就比较简单，没有太多复杂的结构性衍生产品。而新兴市场和发展中国家要更多考虑的则是企业端的高杠杆率问题，这在国际监管规则中并无体现。在法律机制不健全、信息披露不充分、征信系统不完善、影子银行日渐壮大的背景下，企业杠杆率的高企对银行业和整个金融体系是一个很大的威胁。让杠杆率安全地回归，确保金融体系对经济增长提供可持续性支持具有重要意义。此外，《巴塞尔协议Ⅲ》提出的杠杆率计算问题对贸易融资业务也有不利的影响。在计算杠杆率的规则中，除了对于无条件可以取消的承诺适用10%的信用转换系数外，产生于货物进出口，具有短期自偿性质的信用证适用的信用转换系数仍为20%，其他的表外业务均使用100%的信用转换系数。这些规定比计算表内信

用风险加权资产时适用的规则更为严格。全球范围内已有银行表示担心，部分银行为满足杠杆率要求而放弃部分贸易融资业务，甚至导致企业转向寻求风险相对更高的表内融资形式，这对银行的贸易融资业务发展形成一定程度的制约。

在公司治理方面，金融危机后，全球监管改革对董事会架构和董事的履职情况提出了更高的要求，但是新兴市场和发展中国家比较棘手的问题在于缺乏合适的、称职的董事。称职的标准是懂得现代银行业的经营模式和有效风险管控手段、了解本机构的核心业务及风险点。缺乏这些专业知识，董事的作用就无从发挥，反而出现董事“不懂事”的状况。

第七节　小结

本章对宏观审慎监管的起源发展、机构设置、监管工具等方面做了理论研究。根据前文介绍，可以将宏观审慎监管的要点概括为以下几点：一是宏观审慎监管将金融体系视为一个整体，而非只聚焦于单个机构或经济体（在区域和全球层面）；二是宏观审慎监管关注由于机构之间的内部联系，在金融体系内部产生的风险及其蔓延；三是宏观审慎监管工具的目标是减少系统性风险，增强金融体系的弹性和韧性；四是宏观审慎和其他领域经济政策具有互补性，但需注意政策间的内在矛盾，并各自保持一定的独立性。

关于宏观审慎机构设置，研究表明一般可分为两类：一类为单一机构负责制，另一类为多机构共同负责制，两类模式各有优劣。而资源的可得性、货币政策制度、金融体系的规模和复杂程度、现有金融管理制度结构的渊源、法律传统、政治经济学等因素会影响一国宏观审慎监管机构的设置模式。

关于宏观审慎监管的主要工具，从国际组织和各国的监管实践

来看，后危机时代宏观审慎监管工具的设计主要从以下两个维度展开：一是时间维度，即应对金融体系固有的顺周期性；二是跨部门维度，即应对特定时间内金融机构共同的或相关联的风险暴露。其中，时间维度工具包括逆周期资本缓冲、动态拨备、设置贷款价值比率上限、设置债务收入比率上限、存贷比、核心融资比率等；跨部门维度工具包括系统性资本附加要求、应急资本机制、对经营活动许可范围的限制、对未通过中央对手方清算的交易提出更高资本要求、金融机构风险税制度等。

在宏观审慎监管方面需要进行国际协调，促进一国宏观审慎监管的有效性，更重要的是为了防范国际性金融危机爆发，保持全球经济金融平衡。除此之外，宏观审慎监管也需与其他政策相互协调，包括货币政策、微观审慎政策、资本流动管理政策等，在下一章将会详细介绍。

此外，研究分析表明，全球金融危机之后的金融体系发展和改变结果——影子银行规模更大，金融与实体经济失衡现象更为严重，短期国际资本更大规模的投机性流动以及各国、地区监管改革的分割加剧的趋势都说明在“新常态”市场条件下，未来宏观审慎监管改革及其工具运用将面临更大挑战。

IMF, FSB and BIS, 2011b, ″Macroprudential Policy:An Organizing Framework″.↩

Clement, P, 2010, ″The term ‘macroprudential’：origins and evolution″，BISQuarterly Review, March.↩

ECSC:Euro－currency Standing Committee欧洲货币常设委员会。↩

http://www.bis.org/publ/escs01.htm.↩

巴塞尔银行监管委员会（Basel Committee on Banking Supervision），以下简称“巴塞尔委员会”。↩

Promisel报告：G10要求ECSC成立工作组就衍生品业务调研形成的报告。↩

金融部门评估项目（Financial Sector Assessment Programme），以下简称“FSAP”。该项目是由IMF和世界银行（World Bank）于1999年5月联合启动的评估项目，主要用于评估各国金融体系的稳健性（脆弱性），评估的内容包括金融结构和金融发展评估、金融部门评估、金融监管评估以及基础设施评估。↩

G20,2009, "Declaration on Strengthening the financial system", London Summit, 2 April.↩

G30,2010, "Enhancing financial stability and resilience", G30 macro—prudential working group, October.↩

G30,2010, "Enhancing financial stability and resilience", G30 macro—prudential working group, October.↩

此处的委员会不同于多机构共同负责制下的“委员会模式”。区别为作为新设机构的“委员会”中，委员会成员为专职人员，不隶属于任何其他政府机构；在多机构共同负责制下，部分或全部委员会成员在其他政府部门担任职位，代表了其所在部门的观点和利益。↩

FPC对PRA和FCA下发指示的适用范围包括全体受监管实体或特定

类别的受监管实体，但不针对某个特定受监管实体，PRA和FCA有义务履行监管职能，确保受监管实体实施指示中所描述的宏观审慎监管措施。具体而言：（1）FPC可以就实施指示的手段和期限提出建议；（2）FPC可以要求PRA和FCA在其自由裁量权范围内采取行动；（3）PRA和FCA必须在合理期间内尽快实施指示，且必须就实施情况向FPC提交报告。↩

资本和其他资产负债表要求也适用于保险和养老金机构，此处仅关注信贷类机构。↩

以下简称“中国香港金管局”。↩

Financial Stability Paper No.28—May 2014.↩

IMF, 2012b, "The interaction of Monetary and Macroprudential Policies", IMF Reports, December 2012.↩

IMF, 2012b, "The interaction of Monetary and Macroprudential Policies", IMFReports, December2012.↩

薪资贷款是指按借款人月工资收入的一定比例，向借款人发放的以其个人工资收入作为还款保证的用于个人消费需求的保证贷款，无须担保。↩

总债务比率的计算要求银行计算债务人的总负债水平，同时计算偿付比率应使用主流市场或中期利率的高者。↩

HDB组屋：新加坡的房子分为政府组屋（即HDB组屋）、私人公寓和别墅。HDB组屋约占新加坡房屋总量的80%左右，由政府出资建造。↩

Level1监管范围包括经授权的存款性机构（ADI）、一般保险公

司（General Insurers）、人寿保险公司（Life Companies）、注册养老金实体（RSE）和经授权的非营业控股公司（Authorized Non Operating Holding Companies, NOHCs）。↩

Level2监管主要适用于银行集团和一般保险集团，目前已经将部分公司治理的要求扩展至人寿保险集团。↩

重要实体的判定由APRA进行评估，评估因素包括该实体对集团整体的资本与财务影响、是否具有营运重要性如IT服务中心及是否对集团盈利能力具有潜在的重要影响等。↩

其中，信贷增长以一国私人部门从银行和非银行金融机构融资量的对数增长率衡量；系统流动性为银行信贷/总存款；杠杆率为银行和非银行金融机构的资产/权益值；资本流动用非居民负债/非居民债权度量，理由是该指标可用于表示银行业对外部融资的依赖程度。↩

LTV、DTI工具的调整频率较高，故有多个调整样本可进行实证研究，而且房地产市场价格数据易于获得其可靠性较高。↩

该税收体现对“系统重要性银行”进行救助的社会成本。为了避免系统重要性机构破产对整个金融体系稳定的危害，国际实际上对这类机构提供了隐性保障，为了让机构承担这些保障的成本，故对其进行征税。↩

国际溢出效应是指在全球经济一体化的背景下，国与国之间的经济依存度、货币金融领域的互相影响日益提高，一国制定的经济金融政策不仅对本国国内目标经济变量发挥作用，而且会影响到其他国家金融市场的稳定性和实体经济的健康发展。与此同时，该国的经济变量也会受到其他国家经济金融政策的影响，从而导致一国的宏观经济金融环境更具敏感性，且他国的政策将干扰本国政策的

有效性。↩

“新常态”一词由美国太平洋基金管理公司总裁埃里安提出的概念。在金融领域，“后危机”时代的金融体系不可能简单回归到危机之前，“新常态”的金融体系代表着具有更多不确定性的状态，以及更低的金融杠杆与更多的政府干预的结合。在宏观经济领域，“新常态”被西方媒体形容为危机之后经济恢复的缓慢而痛苦的过程。↩

张茉楠.全球金融空转加剧系统性风险［J］.每日经济新闻，2013.↩

Standard charted Bank, 2011, 2011 Outlook, research report.↩

FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report2012, Nov.2012.↩

FSB于2014年9月29发布关于跨境处置的征求意见稿，但是真正落地实施仍需有待时日。可参见Consultative Document:Cross-border recognition of resolution action, http://www.financialstabilityboard.org/press/pr__140929.htm.↩

第四章 宏观审慎监管与其他政策的协调

传统的金融管理思路认为，如果一国实施完善的宏观经济政策组合，包括货币政策、财政政策、汇率政策，加上较为完善的微观审慎监管政策，那么就能实现金融体系的稳定性。但金融危机的持续发生表明，上述这些政策并不足以保证金融稳定，我们还需加强宏观审慎监管来防范系统性风险。宏观审慎监管政策需要与货币政策、微观审慎监管政策、资本流动政策等相互协调，共同发挥作用。本章将从维护金融稳定的角度来阐述宏观审慎监管与其他政策配合的必要性和政策协调方式。

第一节 宏观审慎监管与其他政策协调的理论依据

一、维护金融稳定的政策框架

从第一章理论框架关于宏观审慎监管与金融稳定的阐述中，我们可以看出宏观审慎监管是促进一国金融稳定的重要手段，但是宏观审慎监管并不是维护金融稳定的唯一手段，促进金融稳定需要更广泛的政策框架。理解宏观审慎监管，需要将其置于这一框架中进行分析。

金融稳定作为金融运行的一种状态，需要采取不同的政策措施（包括货币政策、资本流动管理、金融监管、财政政策等）作用或影响金融机构、金融市场和实体经济才能实现，从而在客观上要求全面和综合地对维护金融稳定的政策进行整体考量。宏观审慎监管作为管理金融体系系统性风险的重要政策工具，对维护金融稳定至关重要。因此，作为维护金融稳定的政策工具之一，宏观审慎监管政策需要与其他政策进行协调与配合[(1)]。

二、经济金融政策的相互协调

20世纪50年代以来，关于加强政策配合以实现开放经济条件下内部均衡与外部均衡政策目标的理论有很大进展。关于政策配合的“丁伯根法则”（Tinbergen’s Rule），以及由蒙代尔（Robert A.Mundell）于20世纪60年代提出的关于政策指派的原则，即“有效市场分类原则”（Principle of Effective Market Classification）等理论的出现发展了开放经济的政策调控理论，并对一国的经济政策协调起了巨大的推动作用。在研究如何协调货币政策、宏观审慎监管政策、微观审慎监管政策，以及其他相关经济金融政策，共同推动金融稳定时，可以借鉴丁伯根法则和有效市场分类原则等理论，为政策间协调的研究提供更为坚实的理论基础。

当一国面临多个经济目标，这些经济目标本身并不一致，并且一国有多种政策工具可供选择，各种政策工具实施的效果也可能相互冲突。针对这种情况，荷兰经济学家丁伯根（Jan Tinbergen）提出了将政策目标与政策工具相联系的模型。丁伯根法则的基本含义是：一国所需的有效政策工具数目至少要和所想达到的独立的经济目标数目一样多，要达到一个经济目标至少需要一种有效的政策工具。由此推论，要达到N个独立的经济目标，至少需要N种独立的有效政策工具。

丁伯根法则对实现经济目标的论述有两个特点：一是假定政府能够集中控制各种政策工具，从而通过各种工具的紧密配合实现政策目标；二是没有明确指出是否有必要指定每种工具侧重于某一目标的实现。这两个特点与实际情况不尽相符，影响了应用效果，蒙代尔于20世纪60年代提出了关于政策指派的有效市场分类原则，对丁伯根法则进行了补充和明确。蒙代尔论述表明：在许多情况下，不同的政策工具实际上掌握在不同的决策者手中，如果决策者不能

紧密协调这些政策而是独立进行决策的话，就不能达到最佳的政策目标。结论是：如果每一个工具被合理地指派给一个政策目标，并且在该目标偏离最佳水平时及时有效地使用相应政策工具进行调控，那么在决策部门分散决策的情况下仍有可能达到最佳调控效果。对一个工具如何指派给相应政策目标，蒙代尔认为应该遵循有效市场分类原则。这一原则的含义是：如果一个政策工具相比于其他工具，对某个经济目标有相对较大的影响力，从而在达到最佳经济目标的过程中能发挥相对优势时，则这一工具可用于达成该目标。如果在工具使用问题上出现错误，则经济会产生不稳定性而距离均衡点越来越远。该理论与丁伯根法则一起确定了开放经济条件下政策调控的基本思想，针对内外均衡目标，确定不同政策工具的使用对象，并且尽可能地进行协调以同时实现内外均衡。

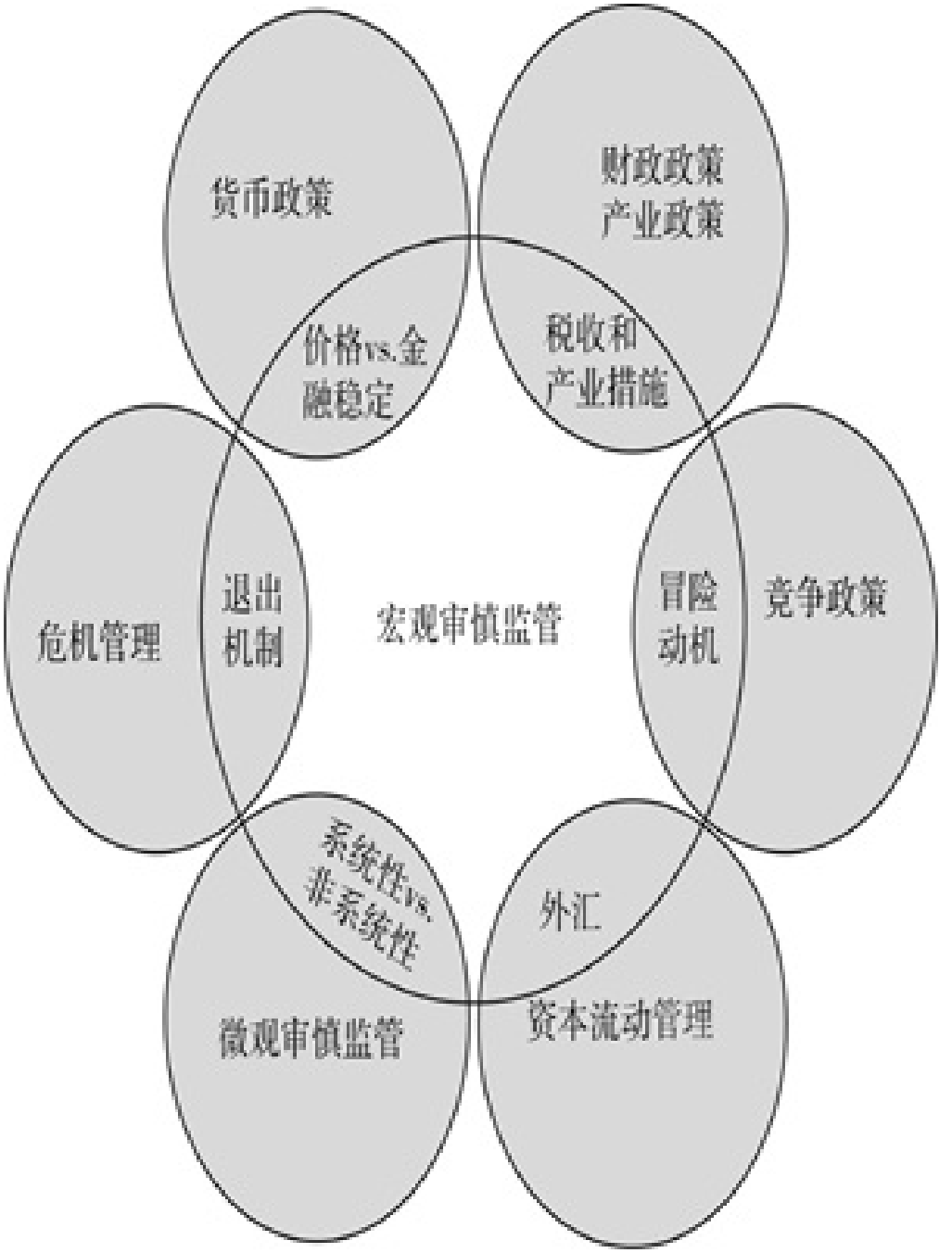
虽然丁伯根法则和有效市场分类原则在传统理论中一般用于指导实现开放经济内外均衡的经济政策（货币政策、财政政策），但是其指导思想已经逐渐推广至更为广泛的经济金融政策协调领域。从第一章的分析可知，货币政策、宏观审慎监管、微观审慎监管、财政政策等均有自身的经济目标，为了达到这些目标，各项经济金融政策缺一不可，而且相互之间并不应存在附属关系或替代关系，否则将影响政策本身的独立性和客观性。与此同时，为了充分估计经济政策的效果对自身和其他经济目标的影响，在政策推出前后，不同政策的制定者们应保持顺畅的沟通，并加强相互理解和政策配合，才能尽量降低一项政策对其他政策目标的负外部性。

三、宏观审慎监管与其他经济政策的关系图

IMF、FSB和BIS（2011b）及IMF（2013a）的报告强调了宏观审慎政策是与其他宏观经济政策（包括货币政策和财政政策）相对独立、平行的概念，但又互为补充、相互影响，共同促进金融稳定。

如图4－1所示，其阐述了宏观审慎监管与其他经济政策的联系，如货币政策和宏观审慎监管分别着力于价格稳定和金融稳定，这使两者有所交叉又各司其职；又如微观审慎监管和宏观审慎监管，前者关注单体机构的风险，而后者关注单体机构中的系统重要性机构以及机构间的联系。此外，危机管理与宏观审慎监管中的退出机制联系紧密，这在第三章中已有过介绍。值得注意的是，图4－1仅是政策关系的一张简化图，在现实世界中，政策间的相互作用和交叉要愈加复杂。例如单一机构的处置过程，除了涉及危机管理、宏观审慎监管中的退出机制，还可能涉及财政政策中的政府注资，以及机构退出对未来市场竞争的影响等。

图4－1　宏观审慎监管与其他经济政策的联系



资料来源：IMF（2013a），圆圈交叉代表政策间的联系。

以上这些联系将在本章进行具体阐述，其中第二节、第三节、第四节将重点分析宏观审慎监管政策与货币政策、微观审慎监管和资本流动管理政策的关系，第五节将阐述宏观审慎监管与其他经济政策（财政政策与产业政策、竞争政策）间的协调问题。

第二节　宏观审慎监管与货币政策的协调

在2007—2008年全球金融危机前的几十年里，宏观经济金融政策概念和工具的发展主要集中在货币政策领域。货币政策的目标是价格稳定，主要依靠通货膨胀目标以及短期利率作为工具（Blanchard, Dell’Ariccia和Mauro, 2010）。然而，危机频发的现实表明，仅维持价格稳定并不能确保宏观经济金融体系的稳定。2007—2008年全球金融危机爆发后，要求使用专门的系统性风险管理框架和工具防范金融危机的呼声越来越高，宏观审慎监管便是备受关注的议题之一。

随着宏观审慎监管政策的不断发展，政策制定者日益把注意力转到宏观审慎监管政策和货币政策两者之间的异同和联系方面。目前较为推崇的模式是同时使用货币政策和宏观审慎监管政策。由于目标不同，货币政策和宏观审慎监管政策之间存在矛盾，可能通过金融体系的内在联系，互相强化或者抵消各自的有效性，因此有必要协调两者关系。

一、宏观审慎监管和货币政策的差别

如在本章第一节中所阐述的，宏观审慎监管的目标在于维护金融体系的稳定、防控系统性风险；而货币政策的目标，有一元化的、多元化的，可以涉及价格、总产出、国际收支等指标[(2)]，但是在这些目标中，特别是从发达国家的经济管理实践来看，主要是价格稳定。

尽管价格稳定和金融稳定之间较少出现矛盾（Issing, 2003），但单纯用货币政策来维持金融稳定，往往会付出巨大的经济成本。比如，多国实践表明，在房价平均每年上升5%的情况下，需要在5年内，把政策利率（Policy Rate）上调100个基点，才可能将房价上涨速度控制在1%（Crowe等，2011）。然而，政策利率

上升100个基点将导致GDP下降0.3个百分点。日本在20世纪80年代以及美国在20世纪20年代的情况就是货币政策应对资产泡沫带来巨大经济成本的例证。由此可见，货币政策对金融稳定的作用是不确定的，而且相对于变化速度快的金融市场而言，货币政策的制定过程迟钝，产生效果有较长时滞，效果有限。这一次全球金融危机发生后，被广为诟病的美联储危机前的货币政策也是最明显的事例，被称之为“格林斯潘看跌期权”（Greenspan’s Put）(3)，它生动地说明了用于干预金融市场的货币政策被市场投机者玩弄于鼓掌之间的事实。

而且货币政策对市场的影响过于直接，正如现任美联储主席Janet L.Yellen于2014年7月2日的一次讲话中所言，货币政策是一类非常生硬的（Blunt）工具，若用调整利率来促进金融稳定，将增加通货膨胀与就业市场的波动，而且针对高杠杆率和货币期限错配问题，货币政策的影响具有不确定性。鉴于价格稳定与金融稳定是不同的政策目标，过于依靠货币政策去维护金融稳定还可能引发市场混乱。

因此，虽然货币政策可以在一定程度上影响市场参与者的风险容忍度和金融市场状况，但是减弱金融扭曲的影响或者打破资产泡沫需要更有针对性的政策工具，即宏观审慎监管，才能提高社会福利水平（Bean等，2010）。

同样，宏观审慎监管也不适合管理货币政策的目标，即价格稳定和总产出，应当将其政策目标集中在金融稳定上。如果用宏观审慎监管政策去实现以上目标，会因为对金融机构行为强加约束而诱发金融不稳定，进而导致额外的市场扭曲。当其他经济工具（特别是货币政策或者财政政策）发挥作用时，保证宏观审慎监管的目标集中在金融稳定上非常必要。另外，宏观审慎监管政策很难完成货币政策的任务：在一个低利率的环境下，宏观审慎监管难以阻止投

资者冒险。（英格兰银行，2009；IMF，2011b；De Nicolò等，2012）

在政策工具方面，经过多年的应用，货币政策已经形成了一套较为成熟的政策工具，其中政策利率、法定存款准备金率、公开市场操作被广泛认为是较为有效的工具。从宏观审慎监管可应用的工具来看（详见第三章第三节），在存款准备金[(4)]和信贷控制等领域与货币政策工具存在着较多的重叠。因此，宏观审慎监管工具与货币政策工具存在着潜在的冲突，如果在应用过程中不能娴熟把握，在应用同一类政策工具服务于不同政策目标的背景下，可能会影响经济调控的效果。

二、宏观审慎监管和货币政策的联系

（一）宏观审慎监管政策可减少货币政策对金融稳定的负面作用

在实践中，金融稳定的程度会由于其所处经济环境以及各类政策工具的使用而不同。因此，应当考虑到货币政策对金融稳定产生的副作用以及宏观审慎监管对总产出、通胀水平等经济变量产生的副作用。

货币政策可以通过影响借款成本、国内资产价格和汇率水平，影响到企业和个人的杠杆率、资产和负债构成。具体而言，货币政策通过以下渠道影响金融，如表4－1所示。

影响金融机构的冒险行为。该类影响又包括冒险和风险转移两类渠道。一是冒险渠道：货币政策主导下的低利率环境，将刺激银行在逐利的目标下提高杠杆率，并降低贷款审查的力度。低利率同样导致非银行金融机构为了实现高回报而进行高风险投资。在经济

扩张期，过度宽松的货币政策持续的时间越长，鼓励金融机构冒险的负面影响将愈加严重。二是风险转移渠道。与冒险渠道相反的，此时政策利率升高将减少金融中介的利差，从而导致发放贷款的金融机构愿意冒险以逐利。该渠道在金融危机前的一段时间里表现突出，金融机构的杠杆率很高，政策利率上升导致存款利率上升，但贷款利率上升幅度却有限，使得机构为维持利差水平而寻求高风险客户或投资机会。冒险渠道和风险转移渠道对金融机构的影响看起来是相反的。IMF（2012c）指出，这两类影响并不矛盾，并将在经济周期的不同阶段发生作用。

影响贷款合同限制性条款的松紧程度和增加不良贷款率。在宽松货币政策的背景下，由于资产价格上升，借款者净资产增加，借款者的资质水平更易满足银行的要求，从而使得银行放松借贷合同中的限制性条款，整体信贷环境也趋于宽松。但一旦银根收紧，资产价值下跌，借款人的偿还能力会迅速下降，可能导致更高的违约率和金融不稳定。

货币政策将影响资产价格和汇率水平。货币政策通过影响资产价格和汇率，影响抵押品的价值，进而影响借贷的难易程度。一方面低利率将刺激资产价格上涨，即抵押品价值上升，资产价格泡沫逐步膨胀，而市场乐观情绪和资产价格的阶梯式上升促使金融市场繁荣；相反地，紧缩的货币政策将导致抵押品价值下降，企业和金融机构由于资不抵债而需要抛售手中的资产，从而产生资产价格下降的连锁效应。另一方面，在一个开放的经济体中，本国利率水平上升将吸引更多的资本流入，同时，由于外部利率低，金融机构外汇借款也可能过度增长。

在不同经济体中、不同经济和金融周期阶段、不同的金融市场构成，以及不同开放程度的金融市场和不同开放程度的资本账户下，这些传导渠道有所不同，且多种传导渠道可能同时产生作用。

例如，2007—2008年金融危机开始前，欧美金融市场结构的变化改变了货币政策的传导渠道（Gambacorta和Marqués －Ibáñez，2011），证券化的发展普遍减少了货币政策对银行信用扩张的影响力。又如，在开放的经济体中，国内货币政策对于国内长期利率和资产价格的影响较小，但此时汇率变化的渠道将比较显著。

表4－1　货币政策对金融稳定的影响

金融不稳定性来源	传导渠道	对金融稳定的影响		实证分析文献	
		↓r	↑r		
贷款合同限制性条款	资产负债表（违约）渠道	↑	↓	Sengupta（2010）	↑r，↓
				Jiménez等（2009）	↑r，↓
				Gertler和Gilchrist（1994）	↑r，↓
				Asea和Blomberg（1998）	↑r，↓
金融机构的冒险行为	冒险渠道	↓	↑	Jiménez等（2009）	↓r，↓
				Ioannidou等（2009）	↓r，↓
				Merrouche和Nier（2010）	X
	风险转移渠道	↑	↓	Gan（2004）	↑r，↓
				Landier等（2011）	↑r，↓
	资产价格			Altunbas等（2012）	↓r，↓

价格带来的外部性	资产价格渠道	↓	↑	Del Negro和Otrok（2007）	↓r，↓
				IMF（2009）	X
	汇率渠道	↑	↓	Hahm等（2012）	↑r，↓
				Merrouche和Nier（2010）	↑r，↓
				Jonsson（2009）	↑r，↓
说明	“↓r”表示政策利率下降，“↑r”表示政策利率上升；“↓”表示金融稳定性下降，“↑”表示金融稳定性上升，“X”表示对金融稳定无影响。				

资料来源：IMF（2012b）。

恰当的宏观审慎监管可以减少货币政策对金融稳定的副作用，并通过缓解单一使用货币政策时的困境，为货币政策创造更多的操作空间（Agenor等2012；Unsal，2011）。针对以上传导渠道，宏观审慎监管均能在事前进行预防：

一是针对紧缩货币政策导致的不良贷款率上升问题，可以事先使用DTI。加强DTI能够减少因利率升高而对借款人偿债能力的冲击，从而避免紧缩货币政策在一些国家曾引发的较大负面影响，如美国曾导致的大面积住房按揭贷款违约的情况发生（Igan和Kang，2011）。这有助于保护银行的资产质量，减少不良贷款率大幅上升对金融市场的冲击。

二是一些宏观审慎监管工具可用来控制金融机构的冒险行为，如提高银行的逆周期资本缓冲或杠杆率要求，有助于限制银行在宽松货币政策下的冒险行为和杠杆过高的情况（Farhi和

Tirole，2012），并且银行将拥有更多的缓冲以吸收坏账风险。

三是当宽松货币政策推升资产价格泡沫时，LTV等工具可用于控制价格泡沫，详见第三章第四节，即LTV可以通过控制信贷增长和改变市场预期，减缓房价上涨的速度（Crowe等，2011；Igan和Kang，2011；Wong等，2011）。

此外，宏观审慎监管工具也可以为非预期冲击提供缓冲，减少货币政策滑入低利率区间时带来的风险。而在货币政策紧缩时期，释放宏观审慎监管工具的缓冲有助于避免非预期冲击对信贷投放和实体经济的负面影响，例如逆周期资本缓冲工具可用于支持货币政策的顺利过渡。

（二）货币政策对宏观审慎监管政策可起到支持和调节的作用

由于宏观审慎监管政策的目标为管理系统性风险，所以其将政策工具的出发点放在风险的抑制上，对价格稳定、经济产出、社会效率等方面关注有限。正如货币政策对金融稳定的影响，宏观审慎监管政策在发挥效用的过程中，可能对经济产出、价格稳定存在负面作用，其影响方式和程度因具体政策工具而有所差异。此外，宏观审慎监管作为一个仍处于发展中的政策体系，在实际应用中仍需要不断探索，难免出现政策不到位或政策用力过猛的情形，可能对金融体系甚至整体经济带来成本。因此，对于宏观审慎监管在实施中可能产生的问题，也需要货币政策的调节。

货币政策作为推动价格稳定的主要经济政策工具，由于政策目标间（价格稳定与金融稳定）的逻辑关系，还将对宏观审慎监管起到支持的作用。价格稳定是金融稳定的重要条件。持续维持在较低水平的通货膨胀率让市场主体形成稳定的预期，维持实体经济的正常运转，为经济的持续增长创造良好的条件，同时实体经济对金融

服务的需求也将推动金融业的长期繁荣。若经济环境中的价格水平不断波动且幅度较大，那么市场主体面临的不确定性将增加，金融交易成本上升，维护金融体系健康运行的难度将加大，储蓄不易转化为投资，金融体系的不稳定性就会增加。当然，价格稳定并非实现金融稳定的充分条件，金融失衡或金融不稳定的情况在价格稳健的环境下有时也会累积和发生。例如，虽然20世纪80年代末日本物价水平相当稳定，但资产市场仍发生了崩溃现象，金融机构积累了巨额不良资产乃至倒闭，并致使日本进入较长的衰退周期。

（三）货币政策与宏观审慎监管政策间的配合

货币政策和宏观审慎监管政策既拥有独立运作空间同时又彼此关联的性质意味着，真正的问题不在于二者之间的取舍，而在于二者之间的协调和配合。宏观审慎监管的结构性调节优势必须以适当的货币总量调节为基础，只有在运用货币政策来防止整体金融失衡的基础上，宏观审慎监管工具才能更加从容地发挥结构性调控功能；而货币政策对金融稳定产生的负面影响，需要宏观审慎监管予以调节。上述配合效应的显著程度取决于一国宏观经济环境和金融状况、银行在金融体系中的份额，以及在银行体系中资本和流动资产的水平和分布状况(5)。

IMF（2012b）选取了最为常用的两种宏观审慎监管工具，分别是逆周期资本缓冲和LTV，通过分析其传导机制，进一步说明宏观审慎监管和货币政策的相互配合效应。

1.逆周期资本缓冲

提高逆周期资本缓冲主要是为了增强银行体系的抗压性和适应力：当信贷迅速增长时，信贷组合的总体质量很可能下滑，就可能造成未来不良贷款率增加以及多家金融机构陷入困境的可能性。因

此，宏观审慎监管机构在经济景气阶段即信贷的高速增长期，需要增加金融机构的逆周期资本缓冲。一旦经济下滑或某些行业出现问题，信贷质量问题暴露无疑，资本缓冲可以吸收损失，减少对银行资产负债表的影响。

在实际操作中，在经济上行期提高逆周期资本缓冲可能造成信贷总量减少，从而影响金融业对实体经济的支持力度，这就需要运用货币政策进行平衡。当宏观审慎监管机构突然提高逆周期资本缓冲要求时，部分银行仅靠留存收益将无法满足新监管要求，因此需要通过其他途径，如发行股票以补充资本金。但是，发行股票有时被视为一种负面信号。此外，在一些国家，银行并不能自如地进入资本市场，或者银行为私有或者合作社形式，这些都导致银行无法使用发行股票的方式补充资本金。因此，为了满足资本要求，在不能增大资本充足率分子的情况下，银行需要缩减分母，从而降低了信贷投放量以减少信用风险资产。这样，提高资本缓冲就对信贷总量和产出造成了负面影响。在此情况下，提高资本缓冲对信贷所起到的抑制效果在必要情况下可通过采取相应的货币政策进行抵消。

在经济下行期，作为宏观审慎监管工具的逆周期资本缓冲可为货币政策提供更多的操作空间，在经济上行期间积聚的资本缓冲可以帮助银行维持信贷供给。Nier和Zicchino（2008）研究发现，资本缓冲能减少不良贷款增加对贷款增长的负面影响，而且这种效果在危机时期更为明显。因此，在逆周期资本缓冲到位的情况下，货币政策制定者不需额外制定货币政策来抵消信贷紧缩对产出的影响。

例如，2008年以来，银行业由于受到金融危机的负面冲击，贷款增速显著降低，实体经济获得信贷的难度加大。在此背景下，众多发达国家的中央银行为了支持实体经济复苏和金融体系的稳健发展而大幅降息。但不断降息的同时，危机前积聚的系统性风险尚未

释放完毕，就又在低利率的持续刺激下重新上升。而如果在危机发生前已实施逆周期资本缓冲，那么资本缓冲在危机后可以帮助维持信贷供给，减缓经济衰退程度。因此，逆周期资本缓冲可在一定程度上帮助货币政策制定者避免陷入不断降息的困局，并在经济下行期间与货币政策相辅相成。

此外，如果在经济周期上行期内构建了资本缓冲，还能促进货币政策的有效传导。如果资本缓冲不足，银行会因为需要持有足够资本而减少对实体经济的信贷供给。此时即使中央银行大幅降低利率，银行也不愿放贷。因此充足的逆周期资本缓冲有助于在经济下行期，通过影响商业银行的信贷供给，确保货币政策传导渠道的通畅（Turner，2012）。

2.LTV比率

理论和实践已表明，LTV和DTI能有效抑制房地产市场“繁荣—萧条周期”对经济和金融体系可能带来的危害。理论上，即使是静态的、微调的LTV比率也能对房地产价格变化产生很大影响。如果LTV随着房地产市场周期的变化而不断调整，那么LTV比率的影响将会有所强化（如韩国）。而且当LTV和DTI配套使用，LTV的影响也将进一就增强（如波兰(6)）。

LTV可以减缓金融加速器机制（Financial Accelerator Mechanisms）(7)的作用，在金融加速器的作用下，信贷和房价会出现双向的正向推动效应。Crowe等（2011）研究发现，LTV上限提升10个百分点，可以使房价上涨速度放缓8～13个百分点，从而在信贷增长区间有效控制房地产泡沫，抑制金融加速器的效应。

LTV和DTI还可以缩短经济下行期持续的时间，缓解经济萧条的严重程度，从而减轻货币政策的压力。如果房价下跌，紧缩的LTV

和DTI可以减少住房按揭贷款违约并减少金融机构承担的损失，还可以降低由资产泡沫破裂造成的金融系统的经济损失。如果经济不景气的程度为轻度，宽松货币政策的需求就没有那么强烈，从而避免长期宽松货币政策导致的再次刺激经济泡沫的困难局面。
IMF（2008）报告显示，在LTV要求较宽松的情况下，为了抵消负面金融冲击带来的通货紧缩影响，货币政策需做出更大的反应，而在LTV较严格的情况下，货币政策仅需要较小的反应。

与逆周期资本缓冲工具类似的，LTV和DTI对货币政策传导机制的影响进一步突显了宏观审慎监管政策和货币政策之间的互补性。2007—2008年金融危机爆发后，在众多发达国家中，很大一部分借款人背负的按揭贷款的实际LTV很高，导致低利率政策无法在房地产泡沫破裂之后有效传导至按揭市场，原因是房价下跌后，贷款的本金已超过房产市值，高LTV值债务人无法利用宽松货币政策下的较低按揭贷款利率进行再融资。严格的LTV限制则可以缓解房地产泡沫破裂的影响，并帮助增强房价下跌情况下货币政策对市场的传导作用。

因此，包括逆周期资本缓冲和LTV在内的一些政策工具可以提升实体经济对抗风险冲击的能力，缓和信贷紧缩和房地产价格泡沫破裂对产出的影响。这些工具可以减少货币政策出台的频率，也可以帮助尽量避免货币政策陷入长期不断降息的困境，还能有助于在经济萧条期间货币传导渠道的畅通无阻。此外，宏观审慎监管政策在发挥效用的过程中，可能对经济产出、价格稳定存在负面作用，其影响方式和程度因具体政策工具而有所差异。对于宏观审慎监管政策在实施中可能产生的问题需要货币政策的调节。

第三节　宏观审慎监管与微观审慎监管政策的协调

微观审慎监管和宏观审慎监管是两个相对应的概念，是金融监

管的两大支柱。微观审慎监管着眼于防范单个金融机构的个体性风险，以保护消费者（存款者和投资者）为目的；宏观审慎监管关注整个金融体系，着眼于防范系统性风险，旨在维护金融稳定。二者只有相互补充和协调，才能构成完善有效的审慎监管。

一、宏观审慎监管和微观审慎监管的差别

（一）微观审慎监管与宏观审慎监管的比较

Andrew Crockett（2000）简要阐述了宏观审慎监管和微观审慎监管的区别，Borio（2003）在Andrew Crockett（2000）的基础上对二者进行了更为详细的区分，并从监管目标、监管对象、监管方式三个方面阐述了两者之间的不同。

1.监管目标不同

对于金融风险的模式，微观审慎监管理论的一个重要假设为：系统性风险是外生的，即单个金融机构不影响整体资产价格、金融市场稳定和实体经济，金融机构之间也不存在相互关联和影响。而宏观审慎监管的出发点是金融体系的系统性风险是内生的，金融机构基于自身利益的、自发的“同向行为”影响金融资产价格进而影响实体经济，而实体经济又通过反馈机制对金融体系产生负面影响；金融机构之间通过资产负债表和金融交易相互关联，并面临共同的风险暴露。

基于上述区别，微观审慎监管认为，只要单个金融机构是稳健的，则整个金融体系就一定是稳健的。监管者侧重于对单个金融机构经营行为、公司治理、信息披露进行监管，确保金融消费者的利益得到保护。微观审慎监管的主要任务就是通过对金融机构的单体监管，使之处于稳健运行状态，避免单体机构破产，从而最终达到保护存款者和投资者的目的。

而宏观审慎监管理论则认为，因受顺周期效应以及金融体系脆弱性本质、业务交叉互联等因素的影响，金融体系中普遍存在着以相关性风险和集合风险为特征的系统性风险，以风险资本要求为基础的微观审慎监管体制不足以有效管理系统性风险。宏观审慎监管是着眼于宏观层面的监管理念，树立掌控全局的意识，以整个金融体系为监管对象，侧重于监测和分析金融体系的潜在系统性风险隐患和脆弱性，通过采取宏观审慎监管政策措施，克服金融体系固有的缺陷，以保证金融体系的稳定性，减少金融危机带来的宏观经济损失。然而，宏观审慎监管在减小外部冲击对金融体系稳定性的威胁，以及防范系统性风险的过程中，并不需要确保每一家单个金融机构都不发生问题。

2.监管对象不同

微观审慎监管关注单个金融机构的风险暴露情况，认为各个机构之间相互独立，并不存在关联和影响，因此通过跟踪一系列监管指标的发展变化来监测和计量每个金融机构所面临的风险；而宏观审慎监管关注的是整个金融体系或者金融体系中的某些系统重要性的金融机构的整体稳定性，并不过分关注一般单个机构是否稳健。随着现代金融市场的发展，宏观审慎监管的监管对象构成也更为复杂，一些非银行金融机构的出现也增加了系统性风险发生的可能性，成为宏观审慎监管的关注对象。

Brunnermeier Markus等（2009）将金融机构分成四类：第一类为“个体系统重要性机构”，该类机构具有很强的风险溢出效应，一旦倒闭对金融稳定具有较大负面影响，这类机构需要微观审慎监管部门和宏观审慎监管部门共同关注。第二类机构为“对系统性风险有影响的机构”，这类机构可能规模有限，而且个体机构的违约对整个金融体系影响微弱，但是同类机构的相关性很强，且面临某

类特定冲击时，将同时进行同向市场操作。此类机构作为一个群体，会对金融市场带来系统性风险隐患。针对该类机构，需要适当的微观审慎监管和一定的宏观审慎监管关注。第三类机构为“非系统重要性大型机构”，特点是规模大、低杠杆，如中型保险公司、养老基金，虽然其个体稳健对于保护消费者十分重要，但是系统性影响低，因此需要细致的微观审慎监管，但无必要实施宏观审慎监管。第四类机构为“小型机构”，其不仅规模小，而且杠杆低，需要从微观层面进行一定的行为监管，不必从宏微观层面进行审慎监管。此外，宏观审慎监管要关注整体金融业的风险情况，包括影子银行的规模和其风险溢出效应等。

表4—2　微观审慎监管和宏观审慎监管对象的差别

机构类型	代表性机构	微观审慎监管	宏观审慎监管
个体系统重要性机构 Individually Systemic	“大而不能倒”机构	√	√
对系统性风险有影响的机构 Systemic as Part of a Herd	中等规模商业银行、高杠杆对冲 基金	适当监管	√
非系统重要性大型机构 Non-systemic Large	中小型保险公司、养老基金	√	×
小型机构Tinies	无杠杆小型金融机构	×	×
整个金融体系 Whole Financial	银行业、证券业、保险业、影子银	×	√

System	行，及其相互联系		

资料来源：Brunnermeier Markus等（2009）。

3.监管方式不同

微观审慎监管是自下而上实施的，依赖于对单个机构进行监督和管理。宏观审慎监管关注的是金融市场的运行，防范系统性风险和弱化顺周期效应，其运行机制较微观审慎监管更为丰富、复杂，不仅包括机构的经营活动，还要分析机构之间、市场之间的联系。宏观审慎监管的关注对象决定了其监管方式是自上而下实施的。

表4—3　宏观审慎监管与微观审慎监管的比较

	微观审慎监管	宏观审慎监管
对系统性风险的理解	风险外生	风险内生
初始监管目标	单个金融机构的风险	金融体系的系统性风险
最终监管目标	保护存款人和投资人的利益	宏观经济的平稳发展
监管对象	单个金融机构	金融体系
监管手段	自下而上	自上而下

资料来源：Borio Claudio等（2011）。

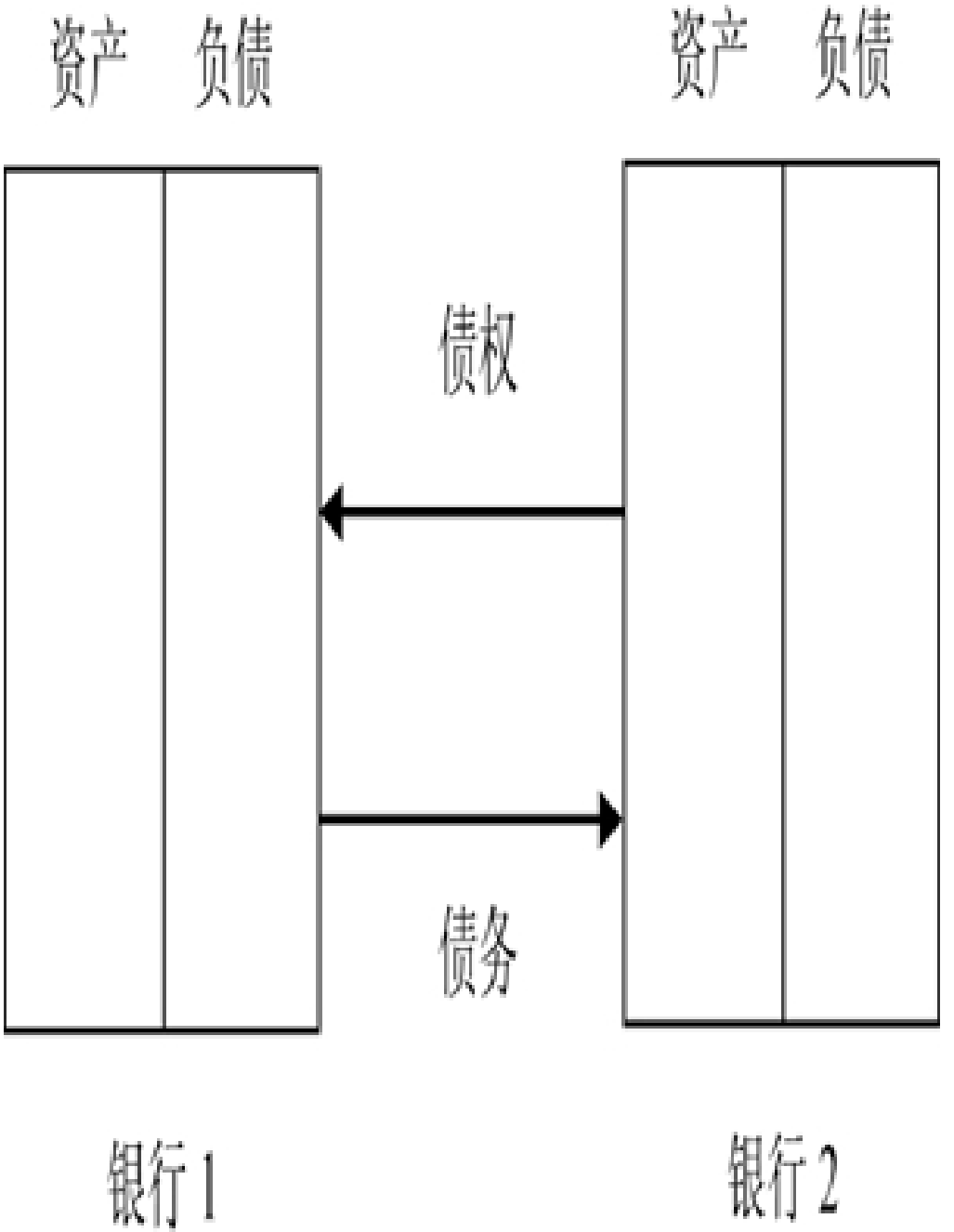
（二）微观审慎监管与宏观审慎监管之间矛盾的理论模型

已有一些学者从理论上分析了微观审慎监管和宏观审慎监管由于目标不同而可能导致的市场无序。如Stephen Morris和Hyun

Song Shin（2009）给出了一个系统性风险传递的经典模型，说明微观审慎监管的目标在于保证单个机构的稳健，但由于“合成谬误”（fallacy of composition），微观审慎监管要求可能导致整个金融体系的瘫痪。

系统性风险传递一般从某个银行受到信贷损失的冲击或破产开始[8]。如图4—2所示，银行2向银行1提供贷款，满足银行1的资金需求。当银行2受到外部冲击而遭受较大损失时，它会用自己的权益资本来弥补，当权益资本耗尽时，银行2只能尽可能地收缩风险敞口。

图4—2　两家机构的借贷行为



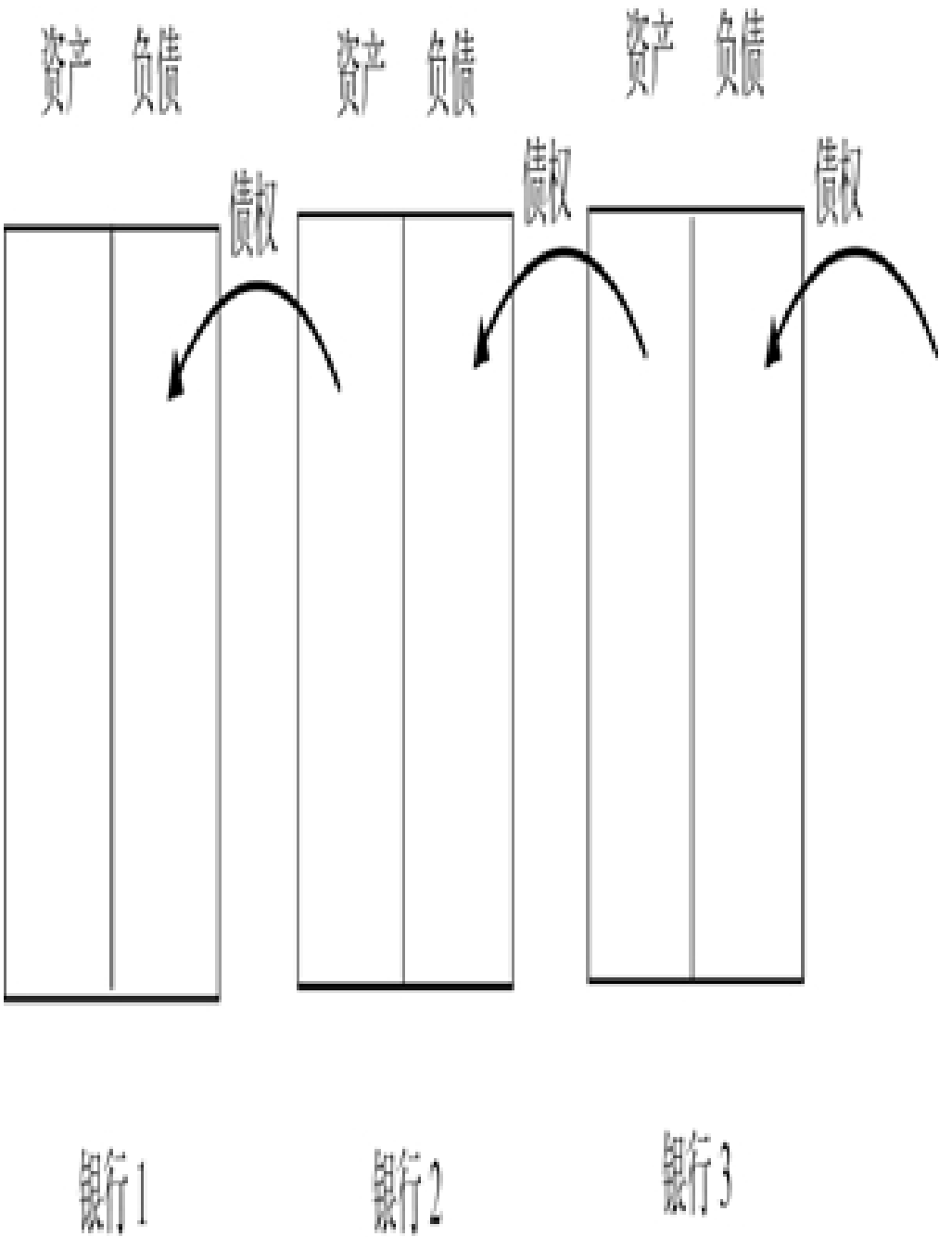
资料来源：Stephen Morris和Hyun Song Shin（2009）。

在上述情况下，如果采用微观审慎监管的方法来确保银行2的持续经营，解决方式为要求银行2减少贷款发放规模。通过减少贷款发放规模，银行2可以缩小风险敞口，从而满足微观审慎监管要求。然而，银行2贷款发放减少或收回资金，必将造成银行1的流动性短缺。在无其他资金来源的情况下，银行1只能降价出售自己的资产。在这个模型中存在着三个假设：（1）银行1没有其他的资金

借贷来源；（2）银行2放款额减少的幅度非常大；（3）银行1的资产缺乏流动性因此只能以超低的价格出售。在这种情况下，银行2紧缩贷款规模的行为无异于挤兑了银行1，也可以说针对银行2的微观审慎监管措施对银行1带来了严重的负面影响。在实际中，该类情形已多次发生，如2007年英国北岩银行（Northern Rock），2008年美国证券公司贝尔斯登（Bear Stearns）和雷曼兄弟（Lehman Brothers）均因遭遇严重流动性问题而最终倒闭。

如果将这一模型扩展到多家银行，则如图4－3所示，银行1从银行2借款，银行2从银行3借款……如果银行1发生信贷违约的冲击，则银行2受到损失，如果银行2的损失大到必须出售其资产的时候，则银行2违约，银行3受到冲击。当银行3的损失足够大的时候，银行3违约，又会使下一个银行受到牵连。这种多米诺骨牌效应便会无限延伸出去。

图4－3　多家机构连锁反应



资料来源：Stephen Morris和Hyun Song Shin（2009）。

该模型的结论是：针对单个金融机构的微观审慎监管的措施并不一定能够实现金融体系的稳定，相反还会给整个金融体系带来前所未有的压力。因此，提高某个机构偿付能力的微观审慎监管目标与维持金融稳定的宏观审慎监管目标之间存在一定的矛盾。

针对该系统性风险传导模型，Markus Brunnermeier等（2009）

指出，该模型存在的缺陷是假设金融机构在面对冲击时采用了被动应对的措施，在实践中，金融机构可能会采取主动措施，避免违约，从而引入了资产价格因素。此外，由于当前金融机构的资产负债表都紧紧盯住市场，即使金融机构之间并未相互直接持有债权，也会通过资产价格变化进行风险传递，并导致系统性风险，而微观审慎监管要求则有可能会加剧这一过程。

以2002年欧洲人寿保险业的情况为例。根据保险公司资产负债表的一般情况，保险公司之间并不相互从对方拆借资金，但其均投资于股票。2002年夏由于股票价格创新低，欧洲保险业发现由于所持资产贬值，它们已渐渐无法满足监管要求，如英国监管部门定期对人寿保险业进行“弹性测试”（Resilience Test），人寿保险公司需证明在股价下跌25%的情况下，公司仍能保持对投保人的清偿能力。因此，为满足这一要求，保险公司纷纷出售股票，以减少对股票类风险资产的敞口。保险公司集体出售股票的行为，进一步加剧股价下跌，并形成恶性循环。为了避免这种情况继续恶化，英国、德国、瑞士等国监管部门暂停了这类“弹性测试”。可见，微观审慎监管所推动的针对单个机构的压力测试等监管工具，也有可能导致系统性风险上升。当前国际金融业更加趋于市场导向，金融机构的资产负债表与市场的价格变动联系更紧密，在2007—2008年金融危机中，这种通过资产价格传导的系统性风险更加显著，影响更广泛。

除了上述研究，Acharya（2009）和Chen Zhou（2010）也通过构建模型，证明了微观审慎监管和宏观审慎监管由于政策目标和监管对象的不同，在同时使用并缺乏协调时可能引发系统性风险的恶化。

二、宏观审慎监管和微观审慎监管的关系

Acharya（2009）、Chen Zhou（2010）以及Stephen Morris和Hyun Song Shin （2009）分别从理论上构建模型论证了微观审慎监管在管理系统性风险方面的真空，并得出了宏观审慎监管和微观审慎监管是相互补充而非相互替代的结论。

（一）宏观审慎监管的缺失将导致微观审慎监管失效

虽然微观审慎监管的目标是维护单个金融机构的稳健运营，但是任何一家金融机构都处于金融市场中，必然受到市场的影响，而且机构间联系紧密，当一家机构面对一些不可预期的来源于市场或其他机构的负面冲击时，即使这家机构的资本充足率满足监管要求，拥有健康的资产负债表，也仍然难以抵御巨大的冲击，无法独善其身。因此，微观审慎监管的有效性依赖于宏观审慎监管。

1.微观审慎监管体系下，跨部门维度的系统性风险难以避免

系统性风险始终存在，且随着金融业的不断发展，金融市场中内生的系统性风险不断增长。但微观审慎监管体系在监测和管理系统性风险方面存在监管真空。而且，金融一体化进程使得金融机构之间的相关性增强，很多风险被机构间的“相互联系”和“相互依存”所掩盖，但风险实际上并未减弱甚至有所增强，系统性风险随之增长。同时，金融创新的不断涌现加剧了风险的相关性和复杂度。更为严重的是，有些联系并没有受到重视甚至完全脱离监管。（De Bandt和Hartmann，2001；Allen等，2009）

在传统的监管体系中，监管部门往往更注重对单个金融机构的监管，长远来看，缺乏对整个金融体系的全面判断，无法确认系统性风险积聚和传染的程度，无法在虚拟经济和实体经济之间建立有效的风险隔离机制。

2.宏观审慎监管能对市场流动性进行有效监管

流动性风险作为商业银行核心风险之一，在以往的金融监管中未得到足够的重视。例如，对金融机构的交易账户流动性风险的监管关注有限。2007年以前，进入交易账户的资产范围不断扩大，一些信用等级较低和流动性较差的金融工具被纳入，而监管当局只是要求银行对流动性较差的头寸建立准备金，并适度作持续检查，没有提出严格的资本计提要求。实际上，2007—2008年全球金融危机爆发后，一些大型商业银行发生的重大损失大部分来自交易账户。另外，传统流动性风险的监管更侧重于对单个金融机构的各项流动性指标的监管，公众预期对金融市场的影响没有得到应有的重视。2007—2008年金融危机爆发表明，当公众预期发生逆转时，往往伴随着资产价格的大幅下跌和单个金融机构的流动性收紧，造成整个金融市场的极度萎缩，从而使流动性指标健康的单个金融机构可能瞬间面临破产风险。因此，在实施流动性风险监管过程中，不仅要对单个金融机构的流动性指标、公众信心和资产价格等方面高度关注，还要在监测和紧急处置金融市场流动性短缺方面加大宏观审慎监管力度。

（二）宏观审慎监管和微观审慎监管间的配合

作为与微观审慎监管相对应的概念，宏观审慎监管与微观审慎监管是金融监管的不同层面，在防范风险目标、风险控制手段和运行机制等方面存在一定的共性和关联。

一是防范风险的根本目标相同。金融监管的根本目标是风险防控，这对微观审慎监管和宏观审慎监管是一样的，只不过二者发挥作用的层面不同。宏观审慎监管目标的实现离不开微观审慎监管，虽然单个金融机构实现了稳健经营，不一定就能保证整个金融体系没有问题，但是假如每个金融机构都无法稳健经营，那么作为所有金融机构有机组合的金融体系就不可能是一个健康的整体。

二是信息收集、监管工具的相互融合。微观审慎监管工具可以作为宏观审慎监管的微观基础，从单个金融机构的层面与宏观审慎监管工具相互结合，从而也能为防范整体的系统性风险进行一定的微观控制，这在一定程度上是不可或缺的。宏观审慎监管工具需要微观审慎监管工具的辅助和配合，而且宏观审慎监管工具箱中的一些工具本身就是来源于微观审慎监管工具。比如，对系统重要性金融机构的监管，使用逆周期的资本调节和拨备调节，对流动性和金融机构杠杆率指标的限制等，尽管这些工具属于不同的工具箱，但是其目标是维持单个机构或金融体系的抗风险能力，因此宏观审慎监管和微观审慎监管之间的联系，要比它和其他经济金融政策之间的关系更为紧密。

表4—4　宏观审慎监管和微观审慎监管的主要工具

工具	微观审慎	宏观审慎
对单个机构的最低资本要求	√	
特定部门风险权重	√	√
第二支柱下资本要求	√	√
逆周期资本缓冲		√
资本留存缓冲	√	
系统性资本附加要求		√
动态拨备	√	√
差别存款准备金		√
杠杆率	√	√
大额风险暴露	√	√
LTV	√	√

DTI	√	√
外汇敞口限制	√	√
流动性要求	√	√
风险管理标准	√	

资料来源：IMF（2013d）。

微观审慎监管工作中对单个机构资本和流动性数据的收集对于宏观审慎监管分析评估很有必要。系统性风险监测和评估是实施宏观审慎监管的前提，在失真的数据基础上进行的金融体系稳健性评估不仅会导致宏观审慎监管无效，而且会因选择宏观审慎监管措施时机的错误，导致金融体系效率低下，最终扭曲市场的资源配置，加剧经济周期的波动，造成实体经济的损失。虽然宏观审慎监管一般立足整个金融市场，在获取对宏观经济数据和市场交易数据方面具有明显优势，但微观审慎监管在对单个金融机构的资本充足状况、流动性指标状况、公司治理有效性状况等的深入了解方面具有天然的优势，负责对系统重要性金融机构进行微观审慎监管所掌握的相关数据，更是宏观审慎监管方面也必须要掌握的。

三是监管运行机制可以互补。微观审慎监管自下而上的监管机制可以对宏观审慎监管自上而下的监管机制进行有益补充，两者结合既能从金融机构角度防范风险，又能从金融体系整体角度进行监督管理，从多个层面捕捉发生金融危机的触发点，并加以防范。

整体而言，宏观审慎监管政策与微观审慎监管政策相互补充，微观审慎监管是宏观审慎监管的基础，宏观审慎监管目标的实现需要金融监管部门之间的配合。

不可否认的是，微观审慎监管和宏观审慎监管由于目标不同也

存在一定的矛盾。因此，在协调两类监管政策时需加强沟通，避免政策间的冲突。IMF （2013c）具体分析了信贷周期中的不同阶段，如何消除宏观审慎监管和微观审慎监管可能存在的矛盾。

在信贷周期上升期间：当单个金融机构的杠杆率不断提高、授信标准有所放松、系统性风险出现上升苗头时，无论从宏观审慎监管政策还是微观审慎监管政策的角度，都需要针对金融机构在信贷周期上升阶段构建资本缓冲和流动性缓冲。然而，虽然宏观审慎监管政策监管和微观审慎监管的政策制定者在大方向上意见一致，但是对资本缓冲和流动性缓冲构建的时机和规模可能存在不同的看法。

两种监管政策之间的差别在信贷周期上升初期阶段并不显著，甚至不容易被发现。然而当信贷上升周期接近顶峰阶段，两者的差别就变得十分明显。在此阶段，微观审慎指标（如资本充足率、拨备覆盖率）看起来可能还十分乐观，而系统性风险指标（如信贷/GDP、核心融资比率）却会不断发出警示信号。这种现象通常被称为“金融不稳定悖论”（Fuzziness in Measuring Financial Instability）——金融体系最脆弱之时正是它看起来最强大之际（Borio和Drehmann，2009）。此时金融机构已满足了微观审慎监管政策的要求，而且市场的向好刺激其不断冒险，且信心十足。但是，一个看起来低风险的市场环境事实上往往蕴含着过度冒险行为。

这种情况下，需要宏观审慎监管政策和微观审慎监管加强风险评估的沟通协调，两者行动的意愿才能越发趋于一致。政策制定者们可通过信息交换以及在可能的情况下参与到彼此的决策过程中，逐步消除双方的主要分歧。这种互动也能增强彼此协调行动的意愿，特别是当各项微观指标并不能清楚地识别系统性风险威胁的情况下，这种互动更有必要。

信贷周期处于下行期间：一旦金融周期发生逆转，金融机构的损失开始出现，两类政策均要评估是否可以调整资本等缓冲工具，以及考量放松的程度和速度。

微观审慎监管政策的重点是保证单个金融机构的资本充足率水平，使其能够消化将来可能发生的信用损失。为了达到这一目的，可以选择的方式包括限制股东分红以节约资本，从而增大资本充足率的分子，或者其他去杠杆化的方法，包括降低贷款增速、出售风险资产（缩小资本充足率分母）等。此外，为了避免某些机构的破产，微观审慎监管可能需要降低监管容忍度，释放一定的资本缓冲，调整对单个机构的监管要求。

宏观审慎监管会特别关注金融体系流向实体经济的信贷总量是否过度萎缩，以防止金融体系和实体经济之间的正反馈机制的作用而加剧系统性风险，或者由于金融机构出售资产导致资产价格面临过大的压力以及流动性萎缩而使得金融市场运转失灵。因此，宏观审慎监管的动机并非维持资本充足率水平，而是旨在通过释放之前积累的逆周期资本缓冲，从而把系统性风险降低至可控水平。宏观审慎监管部门允许单个机构的资本水平有所降低，但前提是不会危及市场参与者对该金融机构的信心。

在信贷下行期，两种政策最为显著的差别在于，二者对于资本缓冲的释放时点和释放程度的选择，以及对微观审慎监管政策导致的潜在去杠杆化的后果有不同的决策思路：宏观审慎监管释放资本缓冲的目的是在不危及金融稳定的情况下防止过度去杠杆化，因为这会极大影响市场参与者的信心并危及市场健康。在信贷周期进入下行期，前期积累的资本缓冲越高，宏观审慎监管部门可以允许的金融机构资本缓冲的释放就越早、越快。换言之，金融体系以及金融机构在周期转折点的弹性越强，政策的回旋余地越大。如果宏观

审慎监管部门认为资本缓冲需要强化，将要求机构补充资本金，而不是提高资本充足率，或鼓励银行剥离非核心业务条线，而不是通过减少向实体经济的信贷投放来缓解资本压力。

与之相反的，微观审慎监管释放资本缓冲的目的是防止单个机构的破产，因此其倾向于在周期进入下行期后的一段时间且危害到银行生存的情况下放松资本缓冲。而且在下行期初期，为了增强机构抵御未来风险的能力，微观审慎监管可能要求机构提高资本充足率。

面对决策思路的差异，微观审慎监管和宏观审慎监管应事先交流各自释放资本缓冲的意图，对于降低风险这一相同目标的追求将有助于增强相互理解。此外，双方应将沟通重点放在释放资本缓冲的时点和程度上，而不是围绕着满足具体的监管比率，这将有助于避免政策之间的矛盾。

综上，宏观审慎监管框架不是建立在推倒微观审慎监管框架之上的，而是随着金融创新的发展和金融市场的演变，为了维护金融稳定，树立起的一种防范系统性风险的新理念，特别是通过对微观审慎监管工具的改造利用，来达到防止系统性风险过度积聚的目的。在与微观审慎监管的具体配合方面，虽然上文已给出了几个例子，但是仍需要在实践中予以探索和改进。

第四节　宏观审慎监管与资本流动管理的协调

宏观审慎监管和资本流动管理从经济政策的本质而言，都是为了达到宏观经济和金融体系稳定的目标（IMF，2011b）。宏观审慎监管是一种监管视角，是一种监管方式，是一类监管政策工具的总和。而资本流动管理则可以理解为对一国资本流动的管理。宏观审慎监管不服务于资本流动管理的目标，而两者的联系在于一些宏观

审慎监管工具可用于应对由资本流动带来的金融系统性风险。

近期对于资本流动管理政策的关注，源于2007—2008全球金融危机后新兴市场经济体资本流动规模的进一步增大。由于新兴市场经济体在全球金融危机后强劲的复苏前景，提振了投资者对其市场的信心，曾吸引大规模资本流入。但从2013年开始，由于美国退出量化宽松货币政策(9)的可能性不断增大，新兴市场又出现了大幅度的资本流出。这可能给新兴市场带来以下风险：

一是货币汇率贬值的风险。资本外流直接导致新兴市场经济体的货币汇率大幅贬值。自2013年5月以来，印度、印度尼西亚、巴西、南非、马来西亚、泰国、土耳其等国货币的币值全线下跌。随着部分新兴国家货币对美元持续贬值，此前看好新兴市场货币的资金乐观情绪明显下降，部分投资者甚至由多转空，将资金转移出新兴市场，进而在一定程度上强化了新兴市场货币的贬值趋势。

二是股市债市受冲击的风险。自2013年5月以来，新兴市场股票市值已蒸发了超过1万亿美元。据新兴市场投资基金研究公司（EPFR）统计，截至2013年6月5日结束的一周中，新兴市场股票基金有50亿美元的净资金流出，创下2011年三季度以来的最大单周资金净流出记录，其中尤以巴西、俄罗斯、印度等金砖国家的资金流出最为严重。另外，新兴市场金融市场波动性大幅上升。与MSCI（Morgan Stanley Capital International）全球股指上涨8.9%形成极大反差的是MSCI新兴市场股指下跌9.55%，其中俄罗斯股市、巴西股市、墨西哥股市、泰国股市、菲律宾股市分别较高点下跌22.74%、22.32%、14.01%、12.78%和11.3%。

三是市场流动性紧缩的风险。如果跨境资本流出的趋势延续并进一步加强，新兴市场经济体的金融市场流动性紧缩局面将会出现，资金借贷成本明显抬升，前期过于依赖外汇融资和批发融资的

机构将陷入困境，金融体系稳定性将受到较大负面影响。

一、资本流动管理的政策工具种类和选择

在IMF（2011g，2011m）中认为，涉及资本流动管理的政策手段主要有三种：宏观经济政策、宏观审慎监管和资本管制手段。

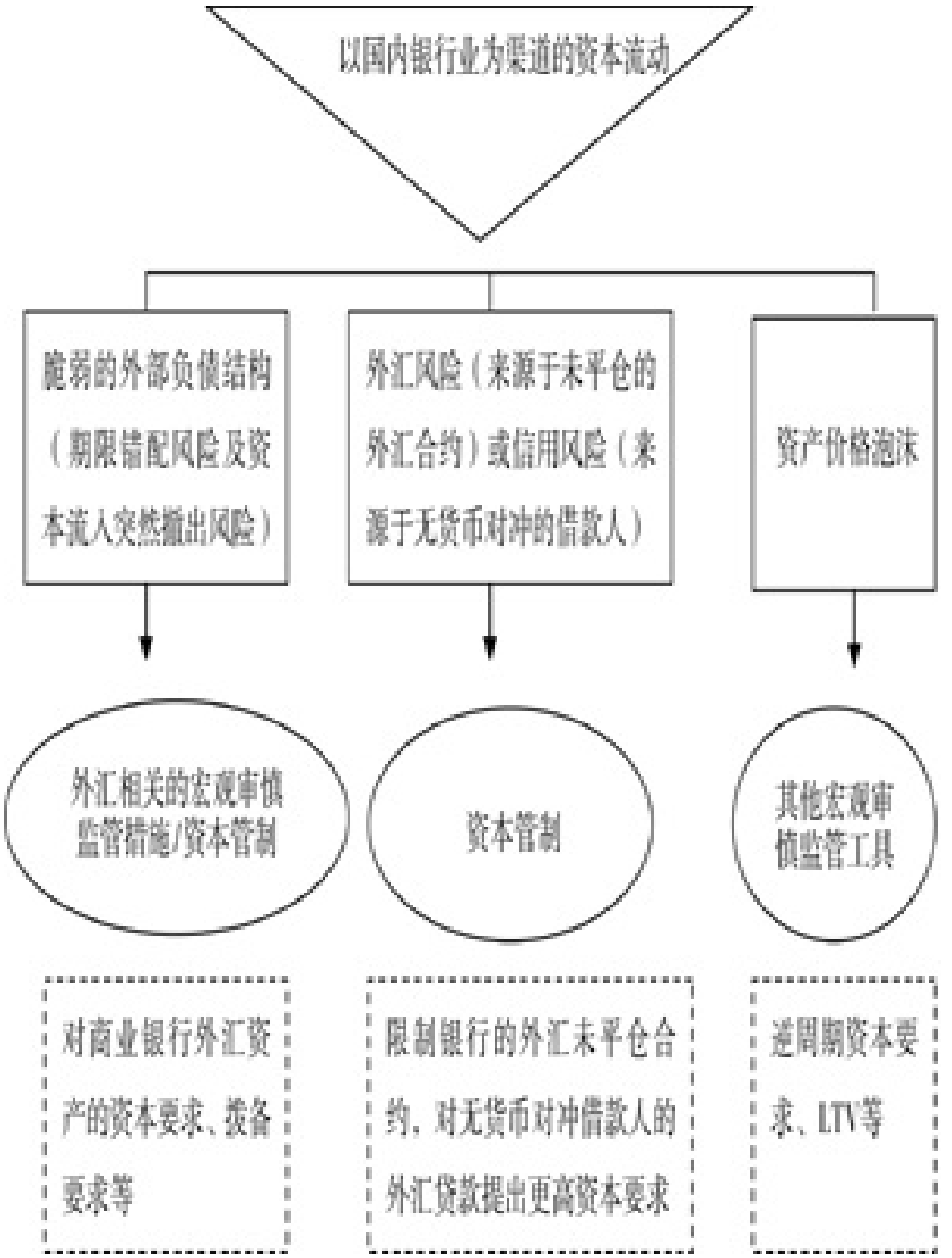
首先是宏观经济政策。宏观经济政策即货币政策和财政政策相结合，主要包括：第一是调节汇率，在货币汇率未高估前允许其适当升值以达到中期均衡水平，汇率应该基于多边、中期因素进行评估；第二是积累外汇储备，使外汇储备达到一定水平足以应对本币的强势升值，并需要考虑在尾部风险事件下资本大量流出时，拥有足够应对的外汇储备量；第三是降低基准利率或实施紧缩的财政政策。降低基准利率有助于降低对外部资本的吸引力，但当通胀率较高或是出现经济过热的趋势时，则不宜降低基准利率，而应在适当范围内实施紧缩的财政政策，保持内部均衡和公共债务的可持续。

在运用宏观经济手段的同时，如果资本流动的风险并未得到有效控制，则应当根据资本流动是否经过国内受监管的金融机构来进行区分，决定采取何种政策工具。

其次是当资本流入主要经过那些受监管的金融体系时，为了限制金融机构过度冒险，增强金融体系整体应对风险的能力，可以通过宏观审慎监管手段来加强调控。宏观审慎监管政策适用于一国受监管的金融机构，主要通过两类工具：第一类是与外汇相关的审慎监管工具，根据交易币种进行区分，主要适用于银行。包括限制银行的外汇未平仓合约，限制银行投资外汇资产的比例，限制银行对缺乏货币对冲的借款人发放外汇贷款等，以及对本币贷款和外币贷款提出不同的拨备要求。第二类是与金融机构经营直接相关的一些监管工具，例如设定用最高LTV来限制信贷过快扩张，限制行业贷

款集中度，实施动态拨备和逆周期资本要求等，如图4－4所示。

图4－4　应对风险的工具选择——资本流动经过受监管的金融机构

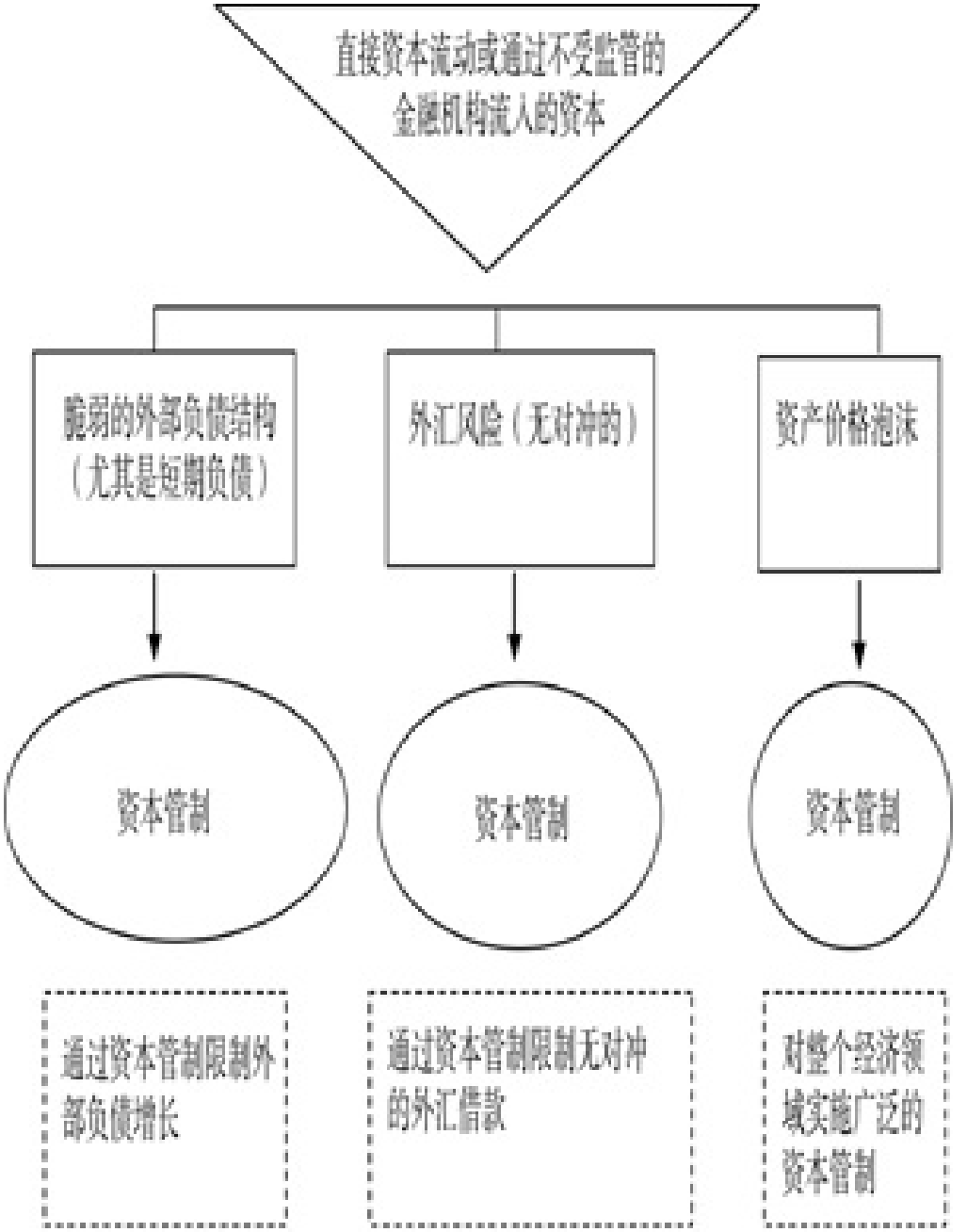


资料来源：IMF（2011m）。

最后是当资本流入不经过受监管的金融体系时，则才有可能采取资本管制。采取资本管制是维护宏观经济平稳和金融稳定的最后

一道防线，通常需要在宏观经济政策手段已经无效，即汇率已调整至均衡水平，外汇储备已无调节空间，财政政策也缺乏进一步紧缩的可能时，才考虑使用。资本管制包括直接控制手段和间接控制手段，直接控制手段是指直接采用数量控制的方法，即对资本流动进行规模限额，授权批准或对某一领域投资禁入等，是较为强硬的措施之一；间接控制手段，是指采用市场化的手段，增加一些特定资本流动的成本，以达到控制资本流动的目的，具体包括外汇交易税和无息强制准备金要求等措施。资本管制分为特别资本管制和整个经济领域的资本管制，其运用范围取决于一国面临的实际情况，如果是为了维护金融稳定，则应当针对那些高风险的资本流入（如短期资金、外币借贷）实施特定的管制措施，如果是为了解决宏观经济问题（如汇率剧烈变动），则可以扩大到所有类型的资本管制，如图4－5所示。

图4－5　应对风险的工具选择——资本流动未经过受监管的金融机构

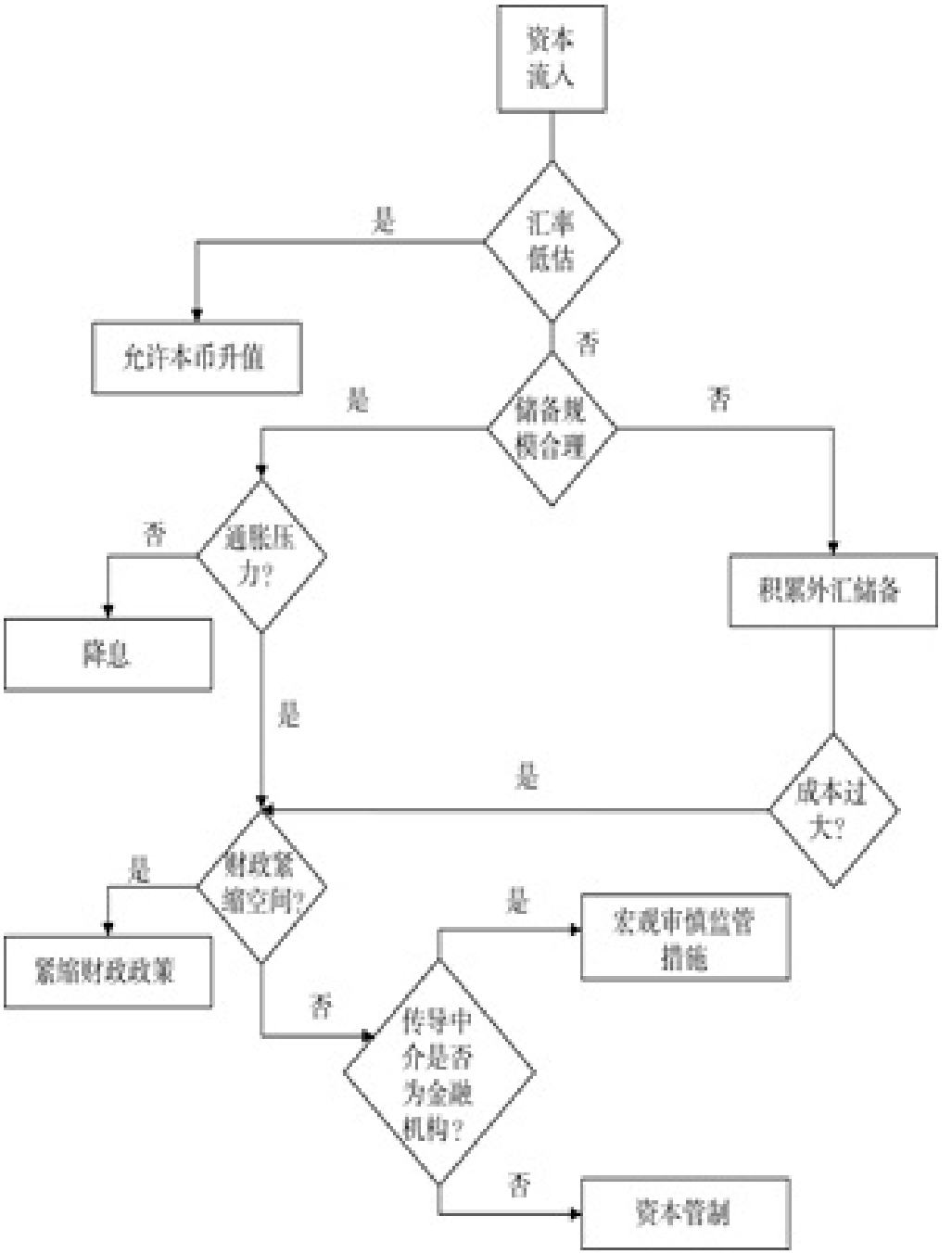


资料来源：IMF（2011m）。

IMF（2011m）梳理了应对资本流动的政策框架，阐明要在不同情况下选择不同的经济金融政策工具，或者多种政策工具，来应对资本通过不同渠道大量流入带来的风险。其主要观点是：首先需将汇率调整到符合中期经济基本面的水平，外汇储备处于合理水平，其次需要确定一国经济是否存在过热现象，能够利用利率政策或财政政策予以调节，最后根据资本流动的渠道，选择宏观审慎监管工

具或资本管制措施（见图4－6）。

图4－6　应对资本流动的政策框架



资料来源：IMF（2011m）。

二、宏观审慎监管和资本流动管理政策的关系

（一）宏观审慎监管和资本流动管理政策的互动关系

实际上，在宏观审慎监管工具箱中，并无工具专门用于资本流动管理，但有些国家（如巴西、韩国等）在实践中，由于其金融系统性风险的主要来源为跨境资本流动，特别是通过金融机构渠道进出本国的资本，因此他们把对这类资本流动带来的系统性风险的管理也纳入了宏观审慎监管的范畴。具体而言，宏观审慎监管工具主要从以下两个方面缓释相关风险。

一是如果资本流动引发了信贷的过度扩张，那么宏观审慎监管工具的使用有助于缓释资本流动带来的系统性风险。首先，宏观审慎监管工具能抑制由资本大规模流入带来的信贷过度扩张，包括对杠杆率的限制要求，将银行总资产与净资本挂钩来限制其资产增长。其次，在应对资本流动风险时，采取逆周期资本缓冲工具，当跨境资本停止流入甚至反转，可以有尽可能多的资本缓冲来吸收损失。

二是宏观审慎监管能通过对金融机构“负债端”的管理来控制系统性的流动性风险，例如对金融机构非核心负债征税。韩国中央银行于2010年12月引入了针对金融机构的非存款外汇负债的宏观审慎税，征税对象不仅包括短期外债，还包括长期外债，税率视债务期限不同介于0.02%至0.2%之间，以控制外币债务量，降低金融机构外汇错配带来的流动性风险，缓和资本流动突然反转可能对金融市场流动性和韩国经济造成的影响。又如新西兰中央银行于2009年10月引入核心融资比率，旨在减轻本国金融机构过度依赖外汇负债和批发融资的情况（关于这两个工具的介绍详见第三章）。

（二）宏观审慎监管工具管理资本流动的有效性

宏观审慎监管在管理国际资本流动方面是否有效，一直是理论界讨论的焦点。目前，多位专家学者分别从理论和实证角度证实了

宏观审慎监管能够控制与国外资本流动有关的信贷增长和债务变化，从而抑制国内信贷膨胀、降低金融不稳定性，比较有代表性的是Unsal（2011）和Qureshi等（2011）的研究。

Unsal（2011）根据Bernanke等人提出的金融加速器理论，加入企业家信贷摩擦机制，通过小型开放经济体DSGE模型[(10)]分析发现，宏观审慎监管与货币政策配合应用，可以减少国际资本流动导致的国内信贷膨胀，减少通货膨胀和产出缺口的波动，增强一国金融体系的稳定性。Unsal（2011）的DSGE模型包括家庭、厂商和企业家。Unsal将资本要求、LTV等宏观审慎管理工具导致的融资成本上升，定义为额外监管溢价。结果表明，与单独使用货币政策相比，配合使用宏观审慎管理（对本国和外国资本）会降低本币和外币贷款的增速，减缓资产价格上涨，产出缺口和通货膨胀的波动将减少一半。

Qureshi等（2011）建立了包含51个新兴经济体1995—2008年面板数据，运用混合回归分析（Pooled Ordinary Least Squares），研究了宏观审慎监管与债务资本以及信贷泡沫两者之间的相互关系。Qureshi等（2011）得出的主要结论有：

（1）外汇相关审慎措施等政策手段，能够降低银行贷款中外汇贷款比例，减少国际流入资本中债务资本占比。比如，当外汇相关审慎措施强度从25%上升到75%时，外债资本比例将下降4%～7%，外汇贷款占银行贷款的比例将降低20%～25%。

（2）国内其他宏观审慎监管措施与信贷泡沫有明显负相关关系。当国内审慎监管强度从25%上升到75%时，新兴经济体每年信贷增速将减少1%～1.5%。而外汇相关审慎措施和资本管制与信贷泡沫的关系不明显。

（3）加强宏观审慎监管能够增强金融稳定。金融危机前，如果新兴经济体实施更多的审慎措施，特别是加强对债务资本管理，其金融业将能够在危机中表现得更加平稳，经济复苏表现更好。比如当外汇相关的审慎措施强度从25%提高到75%时，该国在危机后的经济增速将增加2.5%～3.5%。

三、美联储退出量化宽松货币政策与宏观审慎监管应对

自2007年8月美国次贷危机开始，美联储为了维持金融系统和宏观经济的稳定运行，除了通过降低基准利率和公开市场操作向市场注入流动性等常规货币政策外，大量采用非常规货币政策（Unconventional Monetary Policy）。尤其是2008年9月雷曼兄弟倒闭后，这些非常规货币政策对美联储资产负债表的规模和结构都产生巨大影响。非常规货币政策最大的特征就是量化宽松（Quantitative Easing，QE），是指中央银行在实行零利率或近似零利率政策后，通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性的干预方式，以鼓励开支和借贷，也被简化地形容为间接增印钞票。

表4－5　美联储量化宽松政策演变进程

进程	内容	公布时间	结束时间
QE1	购买3000亿美元的长期国债，1750亿美元的联邦机构证券(11)和1.25万亿美元的抵押贷款支持证券（MBS）(12)。	2008－11－25	2010－04－28
	每月购买750亿美元的长期国债，直到2011年第		

QE2	二季度，国债购入总规模累计6000亿美元，此外，每月购买大约350亿美元国债以取代将陆续到期的MBS。	2010－11－03	2011－06－30
OT1 OT2（扭转操作）	每月出售450亿美元3年期以下中短期国债，并购入相同价值的6年期以上长期国债，OT（扭转操作）总规模累计6670亿美元。	2011－09－21	2012－12－31
QE3	每月购买400亿美元MBS，直至就业明显好转。且明确保持极低利率的条件是失业率高于6.5%，通胀率低于2.5%且长期通胀预期稳定。	2012－09－13	就业明显好转
QE4	每月继续购买400亿美元MBS，同时每月购买450亿美元国债。实为QE3和QE4叠加的“双量化宽松”操作。	2012－12－12	就业明显好转

资料来源：美联储网站。

2013年6月，时任美联储主席的Ben Shalom Bernanke宣布QE退出的时间表为，当失业率降至7%时，美联储将结束QE。当时美联储估计7%的失业率目标将于2014年中期实现。此后，失业率下降速度远超美联储预期，2013年7月为7.4%，8月为7.3%。2013年9月，美联储意外宣布不缩减QE，维持每月850亿美元的购债规模不变。此后2013年11月失业率已达到了7%的目标，2013年12月18日，美联储

发表声明，考虑到就业市场已取得的进展和前景的改善，决定从2014年1月起将长期国债及抵押贷款支持证券的购买规模各缩减50亿美元。这样一来，美联储月度资产购买规模将从原来的850亿美元缩减至750亿美元。这一决定标志着美联储量化宽松货币政策开始进入退出过程。

2014年3月19日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）宣布维持0～0.25%基准利率不变，按照先前速度继续缩减QE购债规模，至每月550亿美元规模。从2014年4月开始，每月将购买250亿美元抵押贷款支持证券（MBS）和300亿美元国债。除非经济前景发生重大变化，美联储将在每次会议上缩减100亿美元购债规模，并有望在2014年末完全退出债券购买计划。

虽然美国量化宽松政策的本意是通过降低国内融资成本，刺激消费与投资，促进经济增长。然而，受高失业率以及房地产市场复苏缓慢等因素的影响，发达国家量化宽松货币政策创造的流动性，在国内吸收能力有限的情况下，通过高度融合的金融市场迅速涌入回报率较高的国家（如新兴经济体）。

大量资本流入新兴市场极大地缓解了这些国家所面临的外部融资压力，但弊端也很明显，不仅推高了不少新兴经济体的资产价格，带来了经济过热和通货膨胀的巨大压力，还加剧了跨境资本流动发生突然逆转的风险。在美联储明确提出退出时间表后，新兴市场的股票和债券基金资金在一个月内净流出250亿美元。新兴市场政府债券价格平均下跌5.3%，公司债券价格平均下跌7.2%，货币平均贬值5.1%，股票平均下跌11.3%(13)。

面对量化宽松政策的逐步退出可能给市场带来的冲击，国家或地区需根据自身的实际情况，选择一种或多种策略来应对短期资本外流。

第一，通过宏观审慎监管政策来增强本国金融机构抵御外部冲击的能力，降低本国金融体系的脆弱性。如果一国政府在经济景气时期，能够实施逆周期的宏观审慎监管政策，避免国内金融机构出现显著的币种错配与期限错配，以及避免国内出现严重的资产价格泡沫，那么该国金融体系就能够更好地抵御短期资本流动造成的不利冲击。其实，如果本币贬值不会加剧本国金融体系的系统性风险，那么本币适度贬值本身就有助于抑制短期资本的持续外流。以香港地区为例，香港金管局2013年10月推出稳定融资要求（Stable Funding Requirement，SFR），要求特定银行补足稳定资金缺口。该指导性要求以期增加银行业抵御流动性冲击的能力，降低未来银行业出现系统性危机的可能性。

第二，通过宏观经济政策来抑制短期资本的跨境流动，当新兴市场国家面临短期资本持续流出时，该国货币当局可以通过加息来提高本国金融体系对短期资本的吸引力，降低短期资本流出的动力。

第三，通过本国中央银行干预外汇市场来抑制由于资本外流造成的本币汇率贬值。该国货币当局可以通过在外汇市场上买入本币、卖出美元来稳定本币汇率。

第四，实施特定的资本流动管理措施。包括价格型措施（例如对短期资本流动征税、对本国金融机构的超额外汇头寸征税）、数量型措施（例如无利息准备金、最低停留期限、额度管理等）或临时采取特定的资本流动管理措施。

第五节　宏观审慎监管与财政政策等其他经济政策的协调

货币政策、微观审慎监管和资本流动政策均直接作用于金融体系，故与宏观审慎监管政策有直接的互动。而财政政策、产业政策、竞争政策和危机管理等，作为经济政策（见图4－1），也与宏观审慎监管相联系，在本节中将分别介绍。

一、财政政策与产业政策

（一）审慎的财政政策可以避免因主权债务过高带来的金融风险

恰当的财政政策和产业政策对避免金融系统性风险和宏观经济间的恶性循环至关重要。例如此次全球金融危机的教训表明，主权债务不断累积蕴含巨大的经济和金融风险。因此审慎的财政政策需维持一国主权债务的安全性和可控性，从而防止主权风险加剧和金融体系恶化的相互影响。

尽管宏观审慎监管者们无法控制财政政策的制定，但是宏观审慎监管者们却有责任协助分析宏观经济环境中存在的风险与不均衡状况，例如金融体系和实体经济间的风险传导机制和可能的风险爆发点，从而提出政策建议。

（二）税收制度可能对宏观审慎监管带来影响

一些税收制度对宏观审慎监管的有效性带来负面影响。

一是当前多数国家的公司税制度使得企业倾向于债务融资而非股权融资，主要原因是债务融资带来的利息费用可以抵扣企业的应税所得，而股权融资对应的红利则需要纳税，这样出于税收制度带来的融资成本的差异，企业更加偏向于债务融资。IMF（2013a）指出，这一税收效应已经影响到企业（包括非金融机构和金融机构）对杠杆率的选择。但是与之矛盾的是，金融监管部门希望银行，特

别是系统重要性银行，多持有股权资本并降低杠杆率，而公司税政策却激励银行少持有股权资本提高杠杆，因此二者间存在着冲突。

二是针对家庭住房按揭贷款的税收制度使得家庭在经济冲击中更为脆弱，并对金融系统性风险有加剧作用。许多国家对家庭住房按揭贷款的利息提供补贴或税收优惠，这种政策模式除降低了一国的税收收入外，还对市场行为有一定的干扰作用：家庭更倾向于通过贷款购置住房，而不是租房，而高额的按揭贷款使家庭很难抵御冲击，大面积的住房按揭贷款违约将波及金融机构的稳健性，进而演化为系统性危机。

虽然某些税收制度可能带来负面影响，但另一些税收安排则有助于维护金融稳定，并可以被宏观审慎监管予以运用。例如第三章宏观审慎监管跨部门维度工具中提到的，目前IMF倡议的“金融稳定贡献税”（Financial Stability Contribution），这一税收计划旨在抑制金融机构的高杠杆和过于依赖批发性融资的现象，并与政府对金融机构的处置机制联系起来。在实际操作中，可以以统一税率对金融机构征税，或者可根据金融机构对系统性风险的贡献程度不同、机构整体风险水平的高低来调整税率。

（三）宏观审慎监管政策可用于管理产业风险

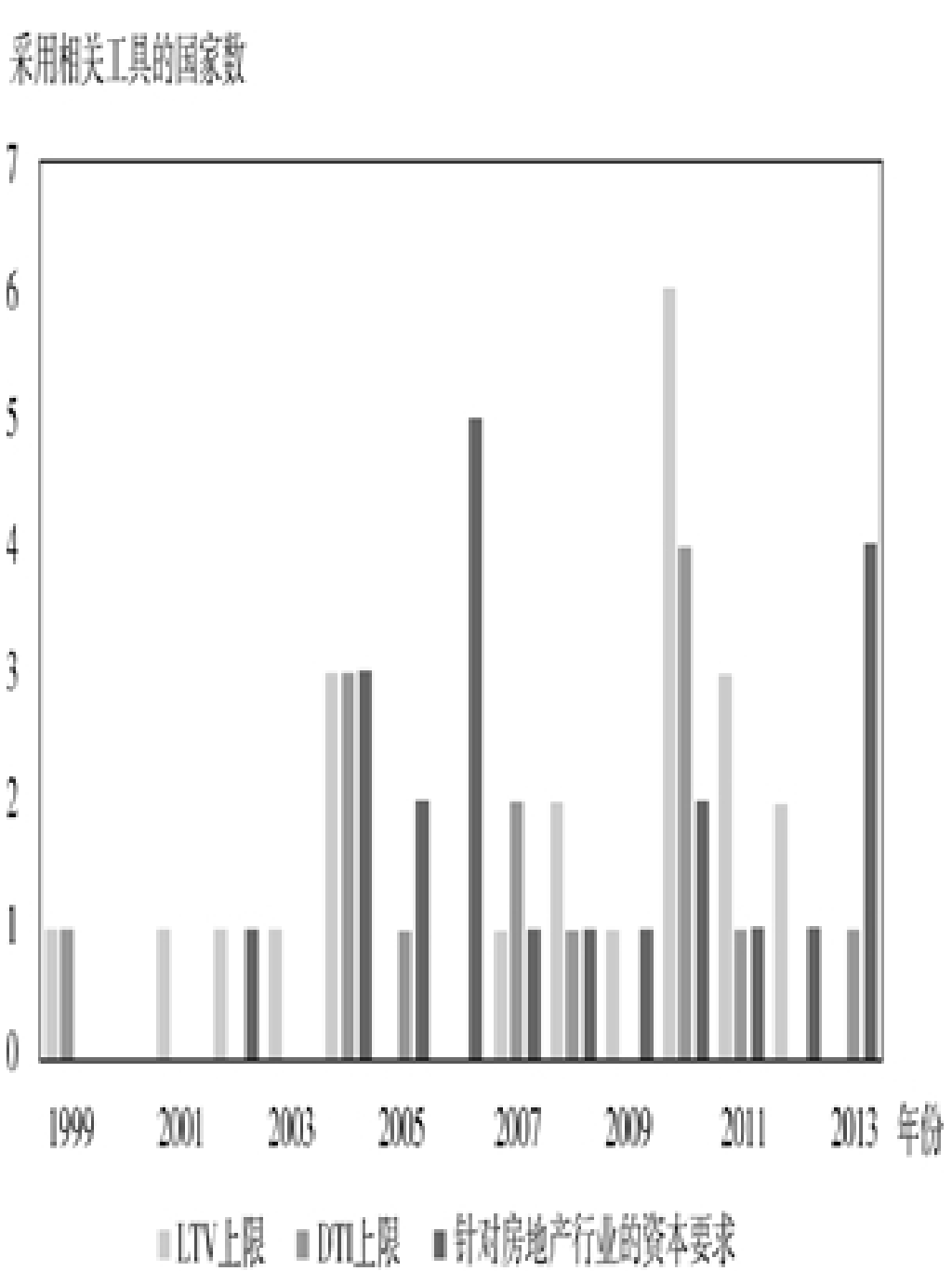
产业政策通过作用于相关行业，从而影响这些行业的投资和资金需求，并对金融机构的信贷投放产生影响，因此宏观审慎监管者们应对产业政策的制定保持密切关注。当这些产业由于产能过剩或资产价格泡沫等原因积聚风险酝酿危机时，一方面需要采取针对性的措施防范产业风险波及金融体系触发系统性风险，另一方面宏观审慎监管者们需要与产业政策制定者进行沟通，从金融体系角度进行政策配合，共同降低产业风险。在利用宏观审慎监管工具应对产业风险方面，房地产行业是一个很好的例子。根据IMF（2013a）的

统计，已有多个国家使用LTV、DTI和针对房地产行业贷款的资本要求工具应对房地产泡沫。从1999年开始，有22个国家使用了LTV工具，其中14个国家同时使用了LTV和DTI，此外有22个国家引入了针对房地产行业贷款的资本要求，有7个国家对这三类工具都进行了使用。

（四）财政政策对金融体系的事后救助安排

财政手段作为化解金融系统性风险的最后手段由来已久。当系统性风险发展到一定程度濒临金融危机爆发时，宏观审慎监管政策作为一种“事前预防性”措施已无法抵御风险蔓延，此时需要求助于财政救助，通过“救助措施”控制风险，如利用财政性措施对金融机构出现的风险进行处置，通过注资、补贴等方式化解风险。实际上，这种监管政策的“事前干预”和财政政策的“事后挽救”是化解系统性风险的两个重要环节，缺一不可。刘泽云（2013）总结了此次金融危机中主要国家对金融体系的财政救助：

图4—7　使用宏观审慎监管工具应对房地产泡沫的国家数量统计



资料来源：IMF（2013a）。

表4—6　部分国家的财政救助措施

国家	日期	具体救助内容
	2008年7月	财政部和美联储联合对陷入困境的“两房”提供援助；提高两家公司能够从财政部获得贷款的额度；财政部获

美国		得授权，可以在必要时收购 其中任何一家公司的股权。
	2008年9月	针对进一步恶化的两房形势，宣布救助两房的新计划：联邦住房金融 局牵头接管两房；财政部与两房签署高级优先股购买计划，财政入 资；为两房和联邦住宅贷款局建立新的有担保的借贷工具；推出购买 政府资助企业按揭抵押证券的临时计划。
	2008年10月	财政部、美联储和联邦存款保险公司联合制定2500亿美元的银行注 资计划，其中1250亿用于购买美国9大银行的优先股，受注资机构3 年内不能增加派息，高官免税薪酬额度不得超过50万美元，政府有 权收购其注资15%的普通股。
	2008年11月	财政部和美联储宣布向9大银行以外的其他21家银行提供336亿美 元的资金。
	2008年11月	财政部和联邦储蓄保险公司共同为花旗银行账面约2060亿美元的 不良资产提供担保。
英国	2008年10月	宣布5000亿英镑的金融机构救助计划；500亿用于购买主要金融机 构的优先股；为银行发债再融资提供2500亿的担保；向苏格兰皇家 银行、劳埃德银行注资，并获得苏格兰皇家银行的控股权。
	2009年1月	宣布继续向银行的债务提供担保，同时将担保扩大到抵押贷款机构

		和汽车贷款公司等机构。
德国	2008年10月及以后	宣布5000亿欧元的救市计划。
法国	2008年10月及以后	宣布3600亿欧元的救市计划，至2009年1月动用105亿通过购入债权的方式向6家银行注资。

资料来源：刘泽云（2013）。

但我们需要注意的是，在化解金融系统性风险时，财政政策不应成为主导政策，这会滋生金融机构的过度冒险和道德风险。

二、金融行业的竞争政策

众所周知，从经济学的角度而言，充分的市场竞争能推动企业更高效地提供产品和服务。但由于金融行业的特殊性，金融机构间的竞争也可能带来系统性风险。已有大量证据表明，如果金融监管机构降低市场准入、设立分支机构的门槛，那么银行业的放贷标准也会随之放松，金融机构将会承担过多的风险（Keely，1990）。

外国竞争者进入国内金融市场虽然对形成完全竞争市场有益，但也将导致银行业对市场份额的争夺更为激烈，息差缩小，银行为争取客户而提高风险容忍度。非银行金融机构的增多使得融资渠道增加，也将进一步加剧信贷市场的竞争，增加系统性风险（Bordo，2011）。因此鼓励金融行业的竞争和维护金融稳定的目标间存在一定矛盾。

此外，自由放任的市场行为也可能增加金融系统性风险。例如金融机构间的并购可能会产生一些“大而不能倒”的实体。同时，因并购而产生的规模庞大、组织结构和业务类型复杂程度高的金融

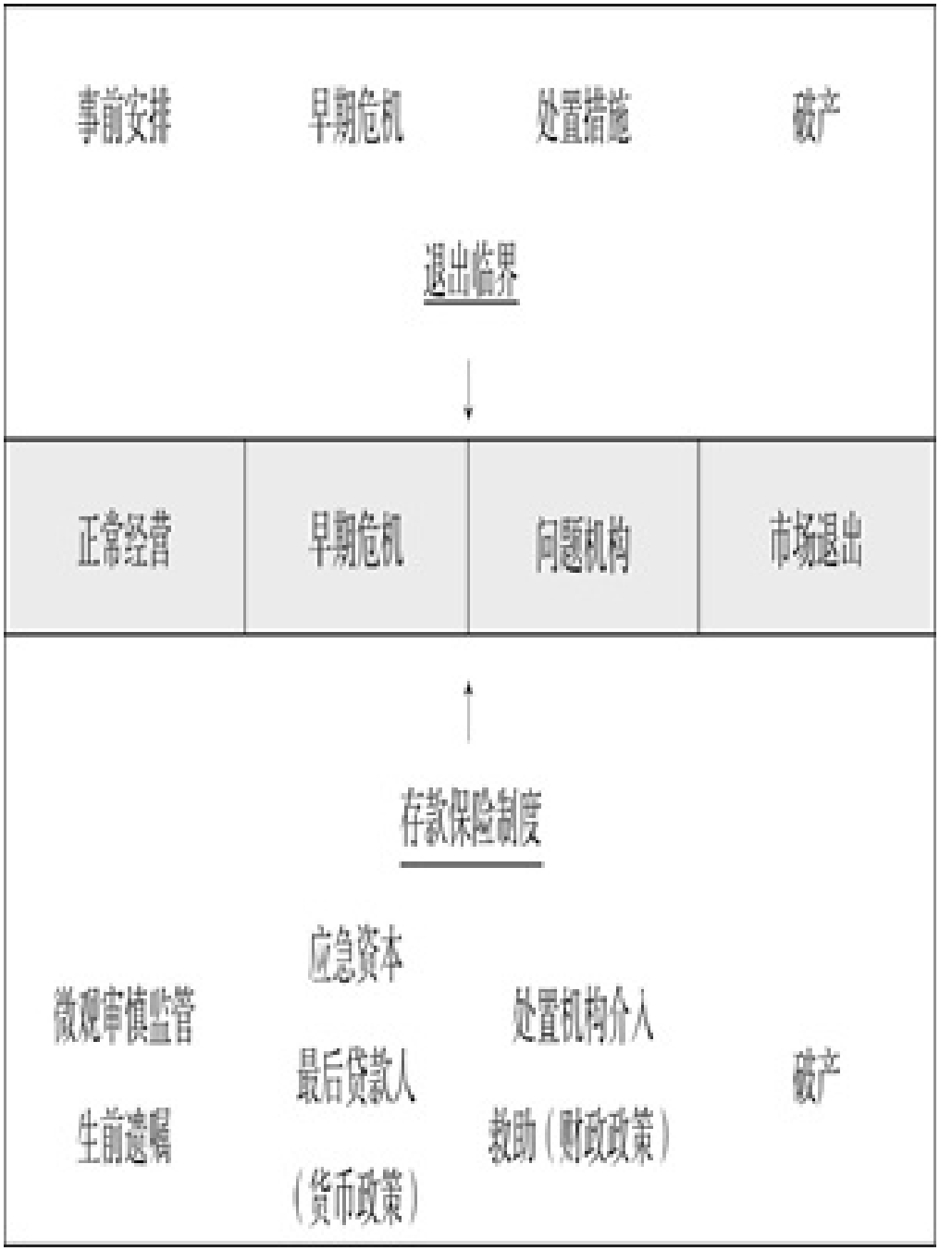
机构可能将“难以处置”（Too Difficult to Resolve）。这就需要预防性的宏观审慎监管措施的介入，将这些过于复杂的金融机构进行拆分或强制其对组织结构进行变革，对高风险业务进行隔离，增加处置的便利性，降低这类机构因“关联性”过高而引发金融系统性风险隐患。

总体来看，需要在促进市场竞争和维护金融稳定、降低金融系统性风险的政策目标间进行协调，IMF（2013a）提出以下途径供各国政策制定者参考：一是将传统上属于竞争政策制定者的部分权力赋予宏观审慎监管机构，如发放牌照（特别是与金融系统性风险联系紧密的机构）、金融机构并购的许可、拆分机构的权力等；二是保证宏观审慎监管机构和竞争政策制定者间应建立强有力的协调与咨询机制，竞争政策制定者的政策目标中也应适当考虑维护金融稳定这一目标，宏观审慎监管机构需就金融行业竞争政策的设计和制定提出合理的意见。

三、危机管理

与上述其他政策不同，危机管理实际上是“一揽子”经济金融政策的组合（如图4—8所示），而并不是一类独立的经济政策。有效的危机管理包括以下内容：微观审慎监管机构采取审慎监管尽量避免单体机构陷入危机；宏观审慎监管政策中的退出机制已基本完善，在事前做好预案，在事后稳健退市（参见第三章相关退出机制工具）；中央银行有空间实施宽松货币政策，在紧急状况下能为金融市场和机构提供流动性，承担最后贷款人的角色；设有专门的处置机构和存款保险机构能够对陷入困境的金融机构进行有效的处置；财政政策在必要的情况下提供注资和财政担保等。

图4—8　危机管理机制的全流程



资料来源：作者绘制。

合理的、健全的危机管理机制有利于宏观审慎监管目标的实现。有效率、有公信力的危机管理能够强化市场纪律，减少市场主体承担过度风险的激励和道德风险，从而强化金融机构的自我约束，降低因机构过度风险暴露和经营不审慎引发金融系统性风险的概率。危机管理需要所有经济金融管理部门紧密的协作，这是危机管理中的最为关键之处。

第六节　小结

本章首先根据第一章金融稳定理论的分析，论述了宏观审慎政策是与宏观经济政策（包括货币政策、微观审慎监管、财政政策等）相对独立、平行的概念，但又互为补充、相互影响，共同促进金融稳定。根据丁伯根法则和有效市场分类原则，货币政策、宏观审慎监管、微观审慎监管、财政政策等均有自身的经济目标，为了达到这些目标，各项经济金融政策缺一不可，而且相互之间并不应存在附属关系或替代关系，否则将影响政策本身的独立性和客观性。与此同时，为了充分估计经济政策的效果对自身和其他经济目标的影响，在政策推出的前后，不同政策的制定者们应保持顺畅的沟通，并增进相互理解和政策配合，才能尽量降低一项政策对其他政策目标的负外部性。

本章第二节、第三节、第四节、第五节继续分析了宏观审慎监管政策与其他政策工具（货币政策、微观审慎监管和资本流动管理）的关系，并进一步阐述各政策间具体的协调关系：其中宏观审慎监管政策应与货币政策和微观审慎监管相互配合，而宏观审慎监管在管理那些通过银行等受监管的金融机构流动的资本时，可以发挥重要的作用。当前正处于美联储量化宽松政策退出，新兴经济体面临资本流出冲击的风险，应前瞻性地使用包含特定宏观审慎监管政策在内的工具采取针对性的预防措施。最后，本章第五节简要介绍了其他几个经济政策（财政政策、产业政策、竞争政策和危机管理）和宏观审慎监管间的互动关系。

由于国情的巨大差异，世界上大多数国家在宏观审慎监管框架与使用工具上虽然有一致的方面，但更多地在工具运用、对系统性风险评估方法和频率等方面体现出了一定的差异化。比如，主要新兴市场国家与欧、美国家的系统性风险比较，两者之间存在较大的

不同。简而言之，前者的系统性风险主要表现在宏观经济政策变动、综合经营风险、微观个体商业模式同质化以及金融市场弹性与韧性不足的风险，而后者则主要来源于高杠杆率和关联交易及影子银行体系等带来的风险。另外，欧、美等国金融体系和市场秩序已经相对成熟，其对系统性风险的研究已取得了一定的成果，而新兴市场的金融体系的发展还不是很成熟，系统性风险与流动性、问题资产、重组、退出等相关的危机应对机制尚未完整建立起来。因此，各国应该根据自身的实际情况因地制宜地构建宏观审慎框架并使用合适的监管工具。此外，各国宏观审慎监管的有效性受限于经济结构、金融市场和政府角色等不同，因此在实施宏观审慎监管时也将存在一定的差异性。

此次金融危机当中及其后出现了许多新的情况，如由于金融创新和资本全球流动带来了高杠杆率、高关联性、流动性风险与信用风险的高度关联等，流动性过剩与实体经济有效信贷需求不足，货币市场、信贷市场与资本市场之间的风险传递等。这些新问题的产生需要在理论研究上对有关金融危机、系统性风险、宏观审慎监管方面有新的突破，需要随着系统性风险的发展不断深化对宏观审慎监管的认识。这一课题针对的是正在不断演化的中国金融体系，也需要结合中国经济金融发展的具体情况开展研究。之后，本课题的“中国篇”第五章至第八章将具体针对我国的潜在系统性风险、宏观审慎监管工具的有效性及宏观审慎监管政策与其他政策的协同效应展开研究，并提出政策建议。

IMF, FSB and BIS, 2011b, ″Macroprudential Policy:An Organizing Framework″.↩

一般而言，货币政策的目标包括稳定物价、充分就业、经济增长和国际收支平衡。↩

Greenspan's Put:1987年至2000年，当时的美联储主席格林斯潘每次在资本市场大跌时都会积极降息或给市场注资，以缓解市场的跌势。↩

如差别存款准备金率可视为宏观审慎监管工具。↩

王刚，李丹丹.浅析宏观审慎监管与宏观经济政策的基本关系［J］.浙江金融，2011（5）.↩

IMF, 2012b, "The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies:Background Paper", IMF Reports, December 2012.↩

金融加速器机制：假设信贷市场存在摩擦或成本、总的融资需求不变以及不对称信息，标准的贷款行为分析模型证明：外部融资额外成本与借款者资产净值负相关。一般而言，借款者的资产净值随经济周期正向变动（比如企业的利润和资产价格就是随经济周期正向变动），那么外部融资额外成本将随经济周期反向变动，由此触发企业融资的波动，随之而来的是企业投资支出和生产波动。我们将由信贷市场状况变化导致的初始冲击被放大的机制称作金融加速器。↩

Stephen Morris and Hyun Song Shin, 2009, "Contagious Adverse Selection", Princeton University Working Paper.↩

量化宽松（Quantitative Easing, QE），是指中央银行在实行零利率或近似零利率政策后，通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性的干预方式，以鼓励开支和借贷。↩

Dynamic stochastic general equilibrium model（动态随机

一般均衡模型）简称DSGE模型，常用于进行针对一国的宏观经济数量分析，以宏观和微观经济理论为基础，采用动态化的方法考察各行为主体（家庭、厂商等）的决策，即在家庭最大化其一生的效用，厂商最大化其利润的假设下得到各个行为主体的行为方程。↩

联邦机构证券主要是由房地美、房利美和联邦住宅贷款银行发行的债券。↩

抵押贷款支持证券（Mortgage－Backed Security, MBS）是资产支持证券ABS的一种，其偿付给投资者的现金流来自于由住房按揭贷款组成的资产池产生的本金和利息。在美国，MBS的主要发行商是政府国民抵押贷款协会GNMA（吉利美）、联邦国民抵押贷款协会FNMA（房利美）和联邦住房贷款抵押公司FHLMC（房地美），GNMA是政府机构，FNMA和FHLMC是政府支持机构，他们发行的MBS又称为机构抵押贷款支持证券（Agency MBS），因为有政府信用作隐性担保，其信用等级仅次于国债。↩

G30成员.量化宽松政策退出对新兴市场的挑战［J］.中国金融报，2013－09－06。↩

第五章 中国金融系统性风险研究

2008年全球金融危机后，防范和化解金融系统性风险成为国际金融监管机构和各国面临的重要挑战之一。由于系统性风险具有多样化的来源、多形式的传导及多方位的影响等特点，其在各个国家和地区不同金融体系下表现出不同形式。因此，尽管系统性风险这一概念越来越被广泛地使用，但对于系统性风险的定义和内涵，则随着各国国情及其关注点的不同而有所差别，与此相对应的监测指标和评估方法也各有侧重，尚未形成一套公认的分析工具和框架，难以在全球范围内实现对系统性风险的全面监测和准确评估。当前，中国面临“三期叠加”的新常态，金融深化加速推进，影子银行和新金融业态迅猛发展，部分单体机构金融风险逐步凸显，因此，如何充分借鉴危机的经验和教训，更加有效地识别和评估潜在的系统性风险，是现阶段我国金融监管者面临的重大挑战，也是实施宏观审慎监管政策的必要基础性工作。

鉴于当前国内外讨论我国金融系统性风险的文章和观点很多，首先，本章通过借鉴已有系统性风险的监测方法，从6个方面对中国潜在的系统性风险情况进行识别。其次，结合中国国情和监管实践，尝试基于金融系统性风险的诱发因素，从集中度、关联性、流动性三个风险角度出发，结合经济增速、基准利率、房地产量价变化三个触发条件，评估我国面临的潜在系统性风险，提出控制中国潜在系统性风险的政策着力点和关键领域。

第一节 中国系统性风险的监测识别

一、方法的选择

目前，各国中央银行、监管当局以及包括IMF、BIS和FSB在内的

国际和地区经济组织通常使用各类经济指标来监测系统性风险以及金融体系的稳定程度。从已有研究和实践来看，系统性风险识别和评估方法主要包括以下三类：

一是从监测方法来分，有指标法和模型法。大多数西方发达国家由于金融市场较为成熟、历史数据较为完备而选择模型法[(1)]。而Moreno等人（2011）以2008年金融危机为背景，测试各类指标或模型在监测和识别系统性风险方面的有效性，得出简单可行的指标法优于复杂模型的结论[(2)]。

二是从数据来源来分，有市场数据监测法和财务数据监测法。市场数据监测法主要依赖于股票价格、期权价格和信用违约掉期差价等市场数据监测并评估系统性风险。财务数据监测法主要使用流动性、资本充足率、盈利能力、杠杆率、资产质量、集中度、股价等单个机构数据，以及同业风险暴露、同业关联度等同业数据监测系统性风险。

三是从监测阶段来分，有早期预警指标法和宏观压力测试法。早期预警指标法来源于“金融不稳定内生周期”理论，将异常的风险溢价或资产价格、信贷扩张作为对未来危机的预警。一般来说，首先确定已有的危机事件，然后选择预测指标，是构建早期预警方法的必要步骤。从中国实际看，改革开放后，尚未出现公认的、明显的金融危机事件，而且由于中国金融业的快速变化，对以往历史情况的研究也难以用于准确和有效地预测未来危机。宏观压力测试法尝试评估金融体系抵御极端事件的能力，但从Borio和Drehmann（2009）的测试结果来看[(3)]，即使对于很大的冲击，也几乎没有得出任何金融机构会倒闭的结论。在本次金融危机发生前，IMF和各国中央银行也曾广泛地使用宏观压力测试，但是基本没有发现金融体系存在很大的脆弱性。

在实际应用中，由于系统性风险来源的多样性和传导的复杂性，一国中央银行在监测系统性风险时不会只使用单一类型的监测工具，而会从多个层次、多个角度，综合使用各类监测方法。2006年，IMF在借鉴前人研究成果的基础上，推出了《金融稳健指标汇编指南》（Compilation Guide on Financial Soundness Indicators），并在之后不断完善其金融稳健指标，从对金融机构财务指标的单维度监测扩展到包括财务指标、宏观经济指标以及市场指标的全面监测，并通过大量实证研究以评估这些指标识别系统性风险的能力和范围。

此后，IMF又在2007年的《全球金融稳定报告》（Global Financial Stability Report）中推出了金融稳定图监测方法。这种方法的最大好处在于，可以将影响系统性风险的各种因素和金融体系的各个层面纳入一个框架，从宏观审慎监管的角度分析风险的变动和联动效应，显示系统性风险的主要聚集区域。与其他系统性风险监测分析方法相比，IMF的金融稳定图监测方法操作简单、易于理解，而且具有较好的预警能力，便于推广和使用。此外，一般风险分析中通常将所有风险因素加权构建单一综合指标进行分析，而金融稳定图由代表不同风险的射线构成，避免了使用单一综合指标分析法可能带来误导性结果的缺陷。

因此，从可操作性、实用性出发，本章将借鉴IMF的方法，构建中国的金融稳定图，以对中国系统性风险状况进行监测识别。

二、中国金融稳定图的构建

借鉴IMF的金融稳定图，我们构建了中国金融稳定图（China Financial Stability Map, 以下简称CFSM），尝试从整个金融体系的视角，识别一系列可能导致金融不稳定的风险，并分析这些风险传染和互动的源头。CFSM由代表不同风险的射线构成，每条射线

由对应的不同指标以相同权重加权构成。CFSM各条射线分为10个等级，其中等级5表示历史平均水平。在构建前要对照每一指标的历史动态，确定当前各项指标相对于其历史平均水平的百分比等级，然后构建得到CFSM，再据此判断各项指标的变动趋势，得出对当前风险状况和走势的判断评估。为此，应尽可能选择有合理时间序列数据的指标，对于无法以量化指标表示的风险则借助于定性的信息和判断。

CFSM的基本构建理念如下：系统性风险往往随着时间的推移而累积，反映了金融部门和实体经济相互影响的加强。信贷扩张导致受经济景气影响较大的行业存在过度投资，过度投资引发资产泡沫、过剩产能和资金的不审慎使用，系统性风险在此期间不断积聚。在繁荣景象背后，存在实体经济资产价格上涨、部分行业产能过剩和金融体系不良贷款上升的多重隐患。

CFSM的基本构建原则如下。

第一，捕捉未来3～12个月的风险。所选指标都是相对高频的数据（如至少是季度数据），以便及时跟踪经济和金融条件的变化。这些指标最好能反映预期，以前瞻性预测风险变化。然而，此类前瞻性指标（如关于预期的调查问卷、市场价格）不太多。

第二，这些指标必须涵盖那些既可以分开衡量但又相互关联的风险类别；既要覆盖主要的金融和宏观经济风险的来源，又要避免导致重要信息相互抵消的可能。

第三，每大类指标应该包括足够多的子指标但又不能过多。必须保证每大类指标有足够多的小类指标支撑，又需避免指标过多导致计算的复杂和重复。

根据上述原则，CFSM评估了四大类风险和两大类条件

宏观经济风险。经济总体情况与金融稳定密切相关。实体经济的兴衰会改变居民和企业的收入，进而影响其偿还债务的能力。通胀或通缩通过影响资产价格、债券市场和实际债务而影响金融稳定，财政政策和债务可持续性影响主权风险。同样道理，对经济的展望也必然影响对金融稳定的判断。而且，金融部门和实体经济之间的相互影响可能引致一个良性循环或恶性循环，信贷激增通常预示着金融风险；宏观经济环境恶化所引致的去杠杆化可能进一步损害经济组织，加剧银行资产质量恶化；房地产价格上升可以促进居民财富、消费和经济增长，而房地产价格下降也会通过抵押品渠道恶化银行资产质量；市场对中国风险的总体判断——与金融体系健康程度密切相关——决定了中国国债的发行难易程度和发行成本。总之，我们综合考虑中国的宏观经济运行、前景展望和市场判断，利用产出、价格、就业率、财政空间、国际收支、房价、信贷等指标来评估中国宏观经济风险。

外部传染风险。外部传染风险源于中国与外部世界的关联。全球其他国家的风险可能会传染到中国，通过贸易流、资本流冲击和影响中国，并进一步影响中国的汇率、经常项目和资本流动。而中国外汇储备的规模反映了抵御外部冲击的实力。我们利用贸易联系、金融联系、国际冲击、储备充足率和汇率等指标来反映外部传染风险。

信贷风险。信贷风险通常来源于几个渠道。私人部门——包括企业和居民——债务和财务状况，是信贷风险的主要来源，本次美国次贷危机的爆发就显示了企业和居民资产负债表稳健性的重要作用。由于国家和银行之间的密切关系，银行资产负债表的风险可能导致国家注资，这意味着银行资产质量下滑会影响公司和居民的资产负债表，并最终形成信贷风险。通过高主权融资成本反映出来的

高主权债务发行，会影响银行的利润率和清偿力，也会加剧信贷风险。因此，我们利用银行信贷、利润率、资本充足率、资产质量、银行杠杆率、企业债务、企业财务状况、居民债务和财富、政府债务等指标来反映信贷风险。

市场和流动性风险。金融机构的市场和流动性风险可以反映在二级资本市场上的压力。这些市场上的发行通常是相互强化的，二级资本市场上的融资和流动性风险与银行的融资和流动性风险会互动。因此，我们利用国内外利差、银行信贷、流动性资产、银行外债等指标来反映市场和流动性风险。

货币条件和金融条件。货币条件与货币政策相关，金融条件与银行提供信贷的意愿和能力相关。货币政策会影响金融稳定，金融条件会影响经济增长。前者会通过短期实际利率和货币供应量的变化来实现，后者会通过银行和非银行金融机构的信贷增长反映出来。因此，我们利用利率、货币供应量、银行和非银行金融机构信贷等指标反映货币和金融条件。

风险偏好条件。投资者对中国的风险偏好可以通过其对风险的定价和投资决策反映出来。我们通过证券流入、FDI、股市和汇率波动和主权信用违约互换（CDS）等指标来反映风险偏好。

从指标系统来看，CFSM监测指标共分五个层次，分别是综合指标、要素、子指标、变量和数据。各层次逻辑关系如下：

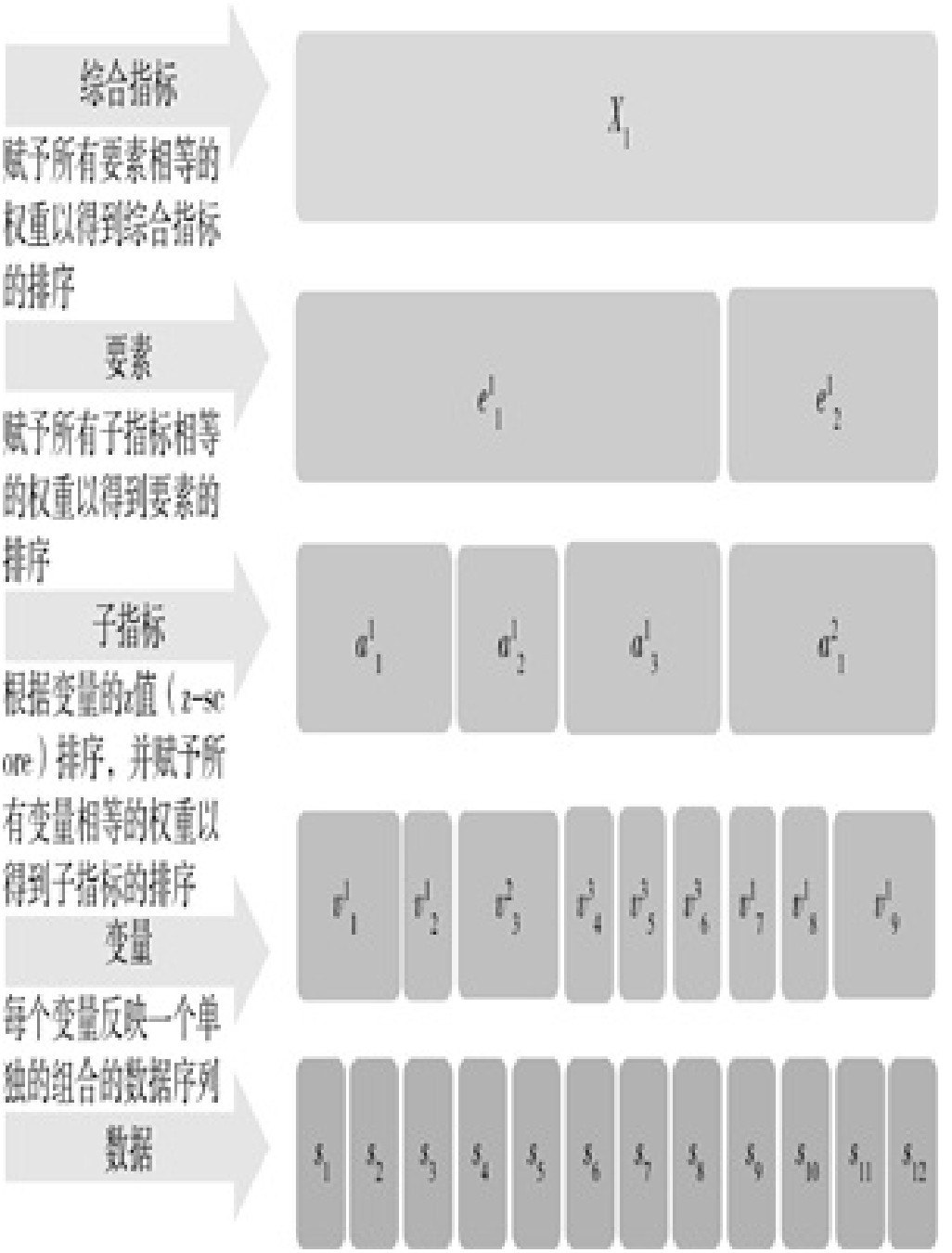
变量：每个变量反映一个单独的组合数据序列。

子指标：根据变量的z值（z－score）排序，并赋予所有变量相等的权重以得到子指标的排序。

要素：赋予所有子指标相等的权重以得到要素的排序。

综合指标：赋予所有要素相等的权重以得到综合指标的排序，如图5－1所示。

图5－1　CFSM的指标系统

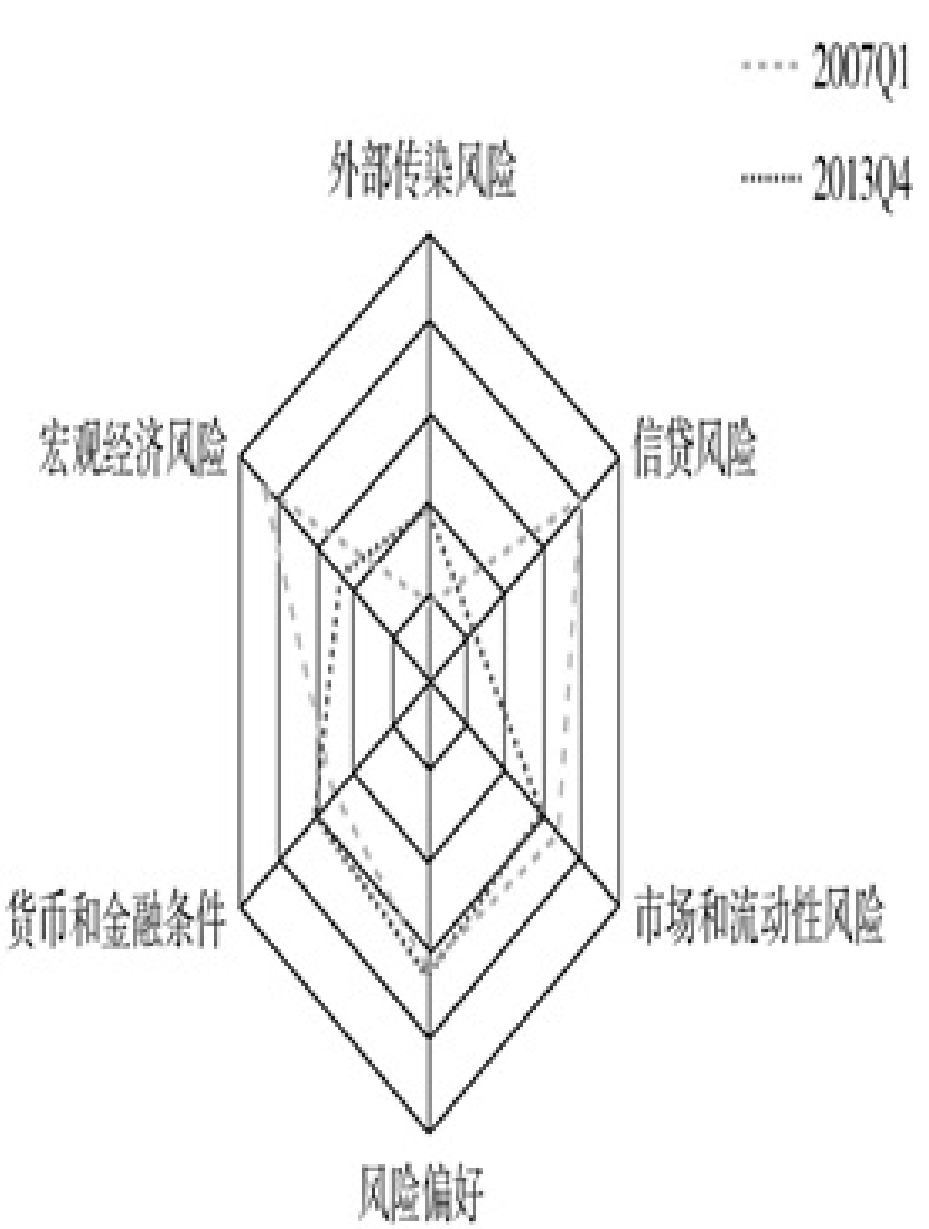


我们把上述指标标准化为介于0和10之间的数值，0表示低风险、紧的货币和金融条件或低风险偏好，10表示高风险、松的货币和金融条件或高风险偏好(4)。

三、结果评估

根据上述方法和分析，我们把宏观经济和金融体系的四个风险与两个条件分为不同的时点，在结合全球背景和考虑到数据约束的同时，抓住中国的关键风险和经济金融环境，引入涵盖当前发展的前瞻性指标。为此，我们选择了相关数据、变量、子指标和要素来构建“综合指标”(5)，并根据综合指标的结果，描绘了中国金融稳定图。

图5－2　中国金融稳定图：2007Q1—2013Q4



说明：离中心越远，风险越大，货币金融条件越宽松，或风险偏好越大。

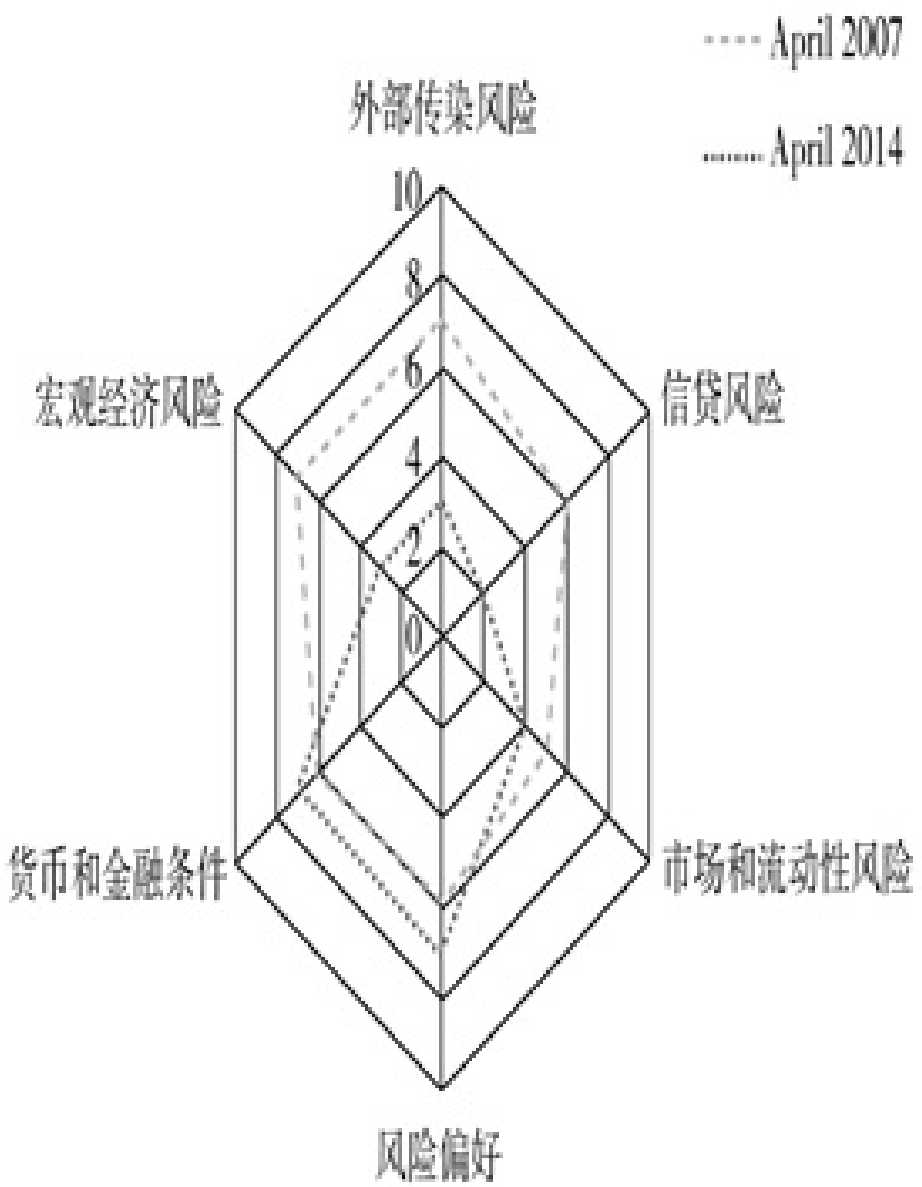
资料来源：作者绘制。

图5—2表明，自从全球金融危机爆发以来，信贷激增和房价上涨构成对中国金融稳定的核心挑战。具体而言，相比于全球金融危机爆发前，货币供应量和信贷的高速增长、企业和居民债务的上升都推高了信贷风险；经济增长速度下滑、投资和信贷扩张等助推了宏观经济风险；全球流动性扩张、低全球利率和国内货币供应量的持续扩张加大了市场风险和国内流动性错配风险；外国直接投资等

资本流入和主权债务风险基本稳定，汇率和国债收益率波幅较小，这些决定了总体风险偏好没有大的变化；虽然国际环境不稳定引发较大外部冲击，但我国的资本项目管制和雄厚的外汇储备在一定程度上缓释了风险累积，贸易增长率下降、经常项目顺差缩小使得外部不均衡有所缓解，外部传染风险有所下降(6)；商品通胀压力下降也有助于降低货币和金融风险。

中国的金融稳定情况与全球的情况既有相似之处，也有差异。相似之处在于，在过去7年间，中国和全球的宏观经济风险、信贷风险、市场和流动性风险都在上升。差异在于全球的风险偏好下降、货币金融条件偏紧和新兴市场风险加大。之所以出现这种差异，是因为：全球经济衰退和缓慢复苏决定了上升的全球宏观经济风险，多国的信贷扩张导致信贷风险上升，全球流动性扩张和多国货币供应量的增加推高全球市场的流动性风险。尽管目前投资者的冒险心态有所恢复，但还没有恢复到全球金融危机前的水平。一些陷入资产负债表衰退的发达国家的银行信贷增长乏力导致货币和金融条件偏紧。资本流入、信贷扩张、资产价格上涨和经济结构调整压力等导致新兴市场风险加大，如图5－3所示。

图5－3　全球金融稳定图



说明：离中心越远，风险越大，货币金融条件越宽松，或风险偏好越大。

资料来源：作者绘制。

综合上述分析，在过去7年间，中国金融稳定面临两个突出的风险：信贷激增加大了信贷风险，并与房地产价格互动推升了宏观经济风险。从总体风险来看，潜在系统性风险仍然处在逐渐积累并稳步上升的通道中。

中国金融稳定图的构建，有助于我们利用各类指标对系统性风

险的宏观变化进行监测识别，从宏观层面说明我国系统性风险种类和动态变化。然而，需要看到的是，我们尚不能据此研判导致系统性风险的根源，更难以清晰说明防范潜在系统性风险的政策着力点。此外，中国本质上是一个正向市场经济过渡的新兴加转轨的大国经济体，经济体制和金融体系具有一定独特性。比如说，金融市场的定价机制尚不完善，导致风险偏好的变化无法得到准确的反映；间接融资市场占据绝对主导地位，直接融资市场发展较为缓慢，融资结构单一；金融机构受政府，尤其是地方政府的影响较大，部分地方政府把商业银行当做第二财政使用；经济发展长期依赖投资，尤其是公共部门投资驱动的模式，客观造成了商业银行“贷大贷长贷政府”的经营模式(7)，金融机构在经营理念和行为模式上具有较高的同质性；金融“脱媒”，银行业风险不“脱媒”的现状(8)，等等。这些特征难以用指标量化的方式进行描述和分析，也决定了中国系统性风险的特殊性，需要结合中国当前实际进行更为深入的定性加定量分析。

第二节　中国金融系统性风险的可能来源

目前针对中国金融系统性风险的来源和表现，学术界也有较多不同观点，包括房地产、地方政府融资平台、影子银行、杠杆率、理财产品、流动性等，众说纷纭。根据我国金融监管部门多年宏观审慎监管工作的实践和探索经验，从金融系统性风险是指“能够导致金融市场最终功能失灵、无法正常运转”(9)的角度来看，能够带来系统性影响的风险事件或领域，应该具备几个基本条件：一是集中度。金融资产的行业、地区、客户集中度越大，越容易受到宏观经济波动和企业经营周期的影响。只有当金融资产集中于某一个领域的比重过高，如银行的信贷资金对某一个行业的风险敞口过大，才具备有系统性影响的可能。二是关联性。在发达国家或成熟金融市场，其关联性更多体现在以基础资产再构建的衍生产品或复杂的

结构化产品，如资产证券化、资产抵押债权工具等，从而提升了银行体系内外的关联性。在新兴市场或以银行融资为主的国家，其关联性则更多地体现在多种融资渠道的资金配置共同指向同一种基础资产、同一类企业或同一种行业，当这些基础资产的价格发生巨幅变化时，造成多个渠道共振或相互影响。但前一种关联性的风险传递速度更快，影响范围更广。三是流动性。金融体系资产负债期限存在系统性错配偏差的情况下，也容易引发系统性问题，这是2008年金融危机给全球金融风险管理和监管留下的最大启示。下面，我们就从这三个方面来具体分析我国面临的潜在金融系统性风险隐患。

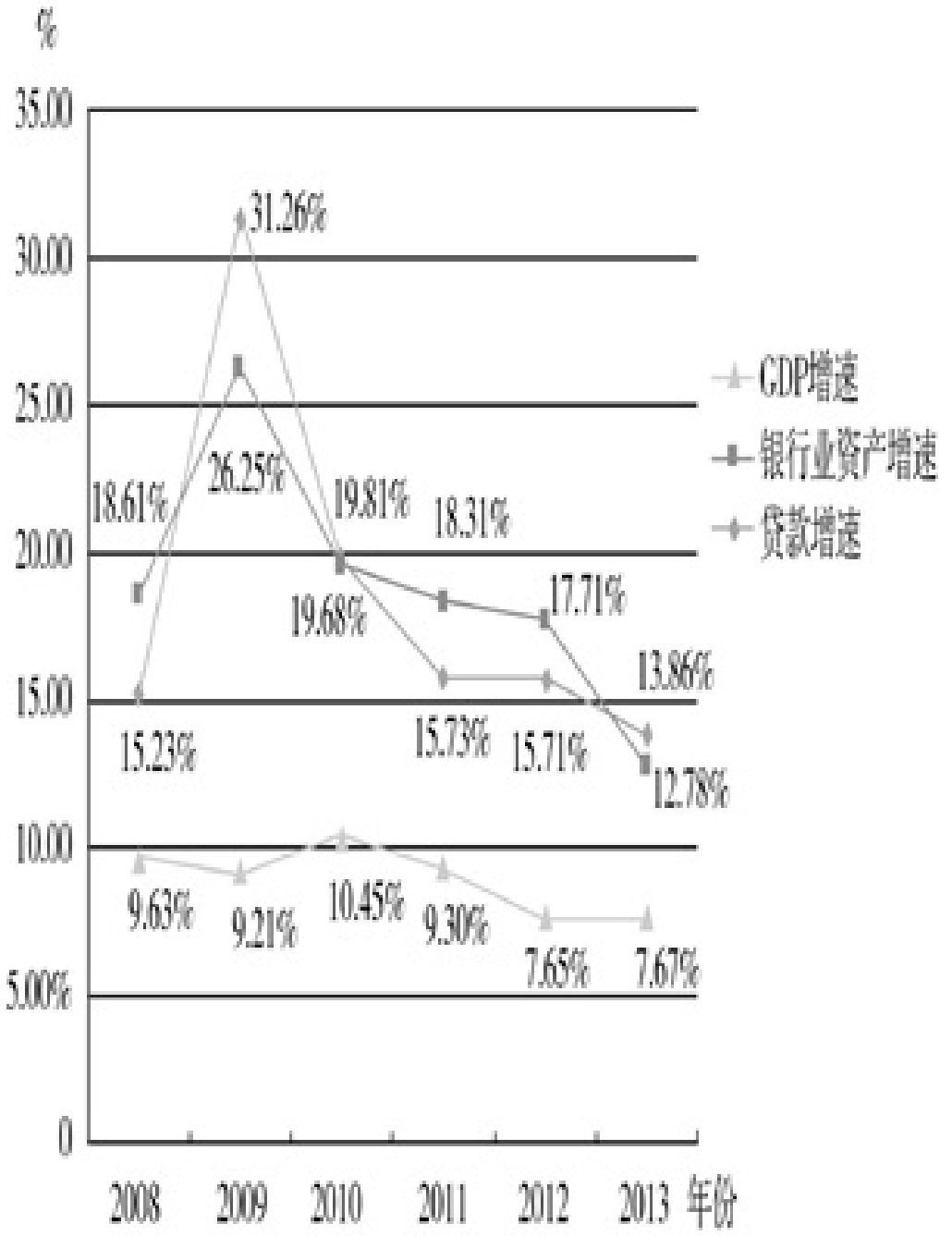
一、集中度

从国际上历次金融危机的产生来看，一国金融资产相对实体经济规模的比重过大，以及信贷资产向部分行业或客户的基础资产过度集中配置时，都会产生潜在的系统性风险隐患。从中国当前实际来看，集中度风险主要体现在两个层面：一是宏观层面，银行业规模相对实体经济规模的比重进一步上升，且上升的趋势尚未改变；二是微观层面，银行信贷资金大量向房地产业集中。

（一）银行业的刚性扩张

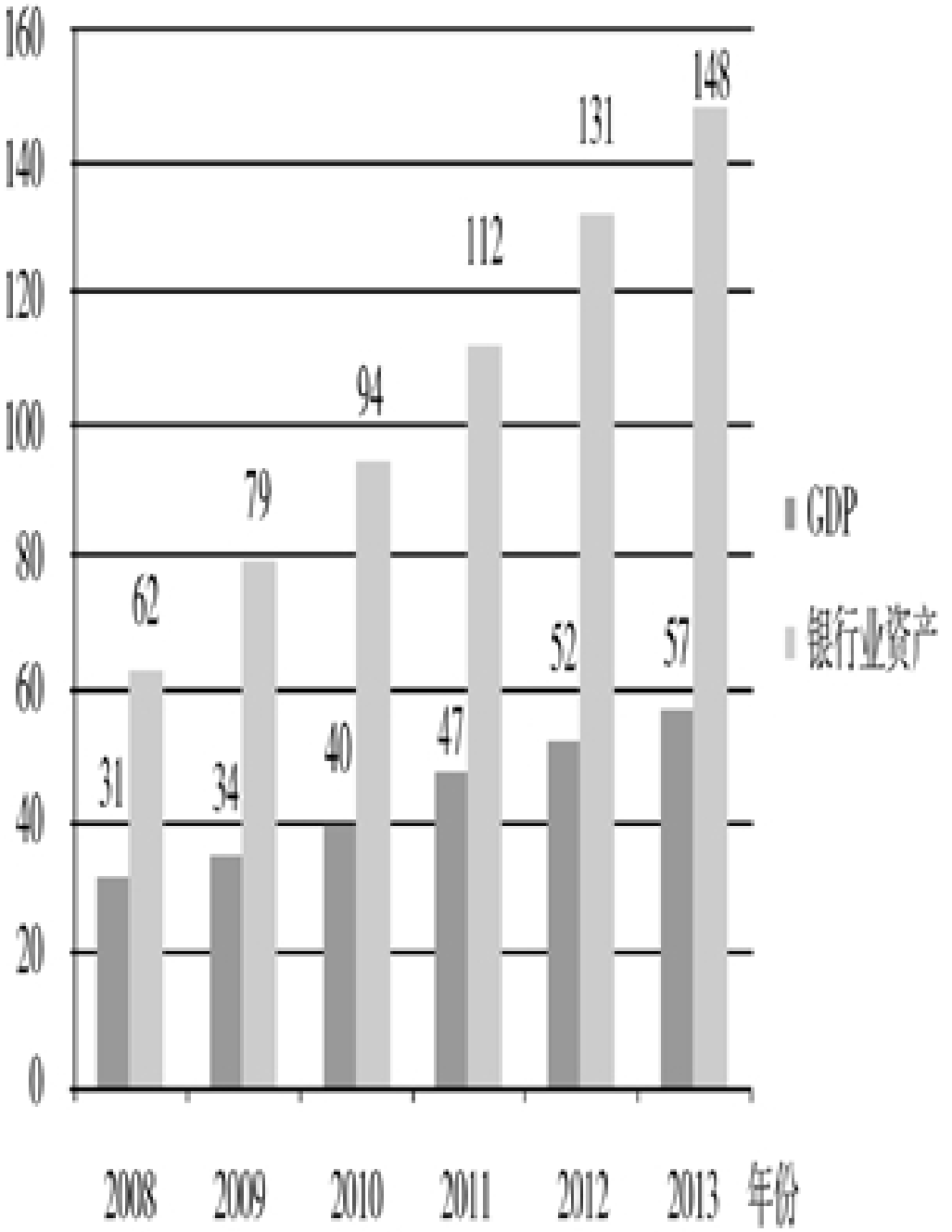
中国是银行业占据绝对主导的金融体系，金融资产的90%以上由银行业持有，金融业与实体经济的关系更多体现在银行业同实体经济的关系上，而银行业“大而不强”的特征明显，因此潜在的系统性问题主要与银行业有关。若银行业不加快调整资产结构和商业模式，银行业潜在的系统性影响还会继续上升。

图5－4　2008—2013年中国GDP、银行业资产及各项贷款增速比较



数据来源：国家统计局、中国银监会，作者绘制。

图5－5　2008—2013年中国GDP与银行业资产规模

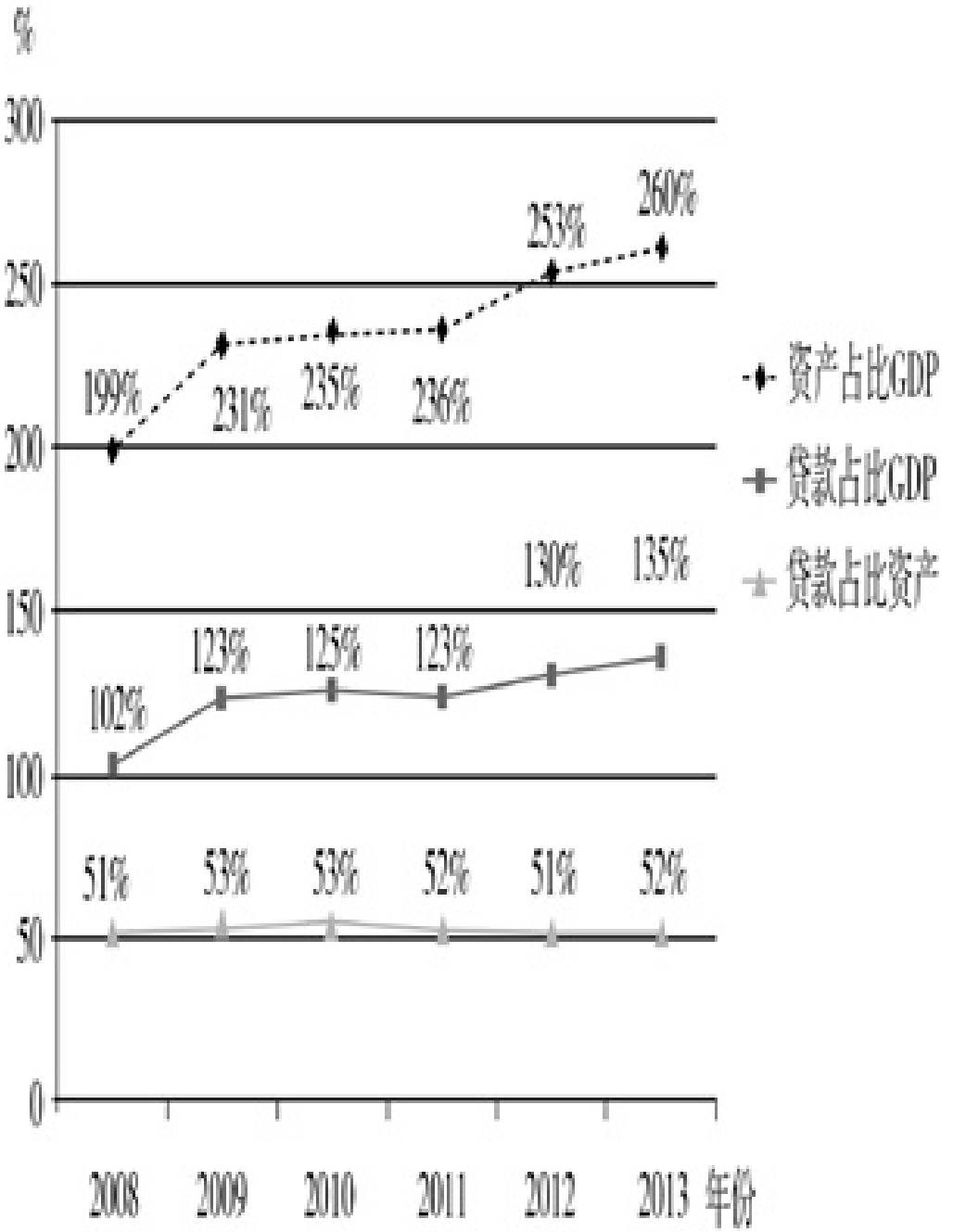


数据来源：中国银监会，单位万亿人民币，作者绘制。

2008年—2013年，中国GDP增速分别为9.63%、9.21%、10.45%、9.30%、7.65%、7.67%[(10)]；银行业资产从62.39万亿元增长到148.05万亿元，年均增长18.87%；银行业各项贷款余额从32万亿元增长到76.74万亿元，年均增长为19.11%。即使扣除通货膨胀因素，我国银行业规模的增长速度仍然远远高于GDP的增长速度。

在我国银行业信贷长期刚性扩张的情况下，我国银行业资产规模、信贷规模对GDP的比例持续走高。

图5－6　2008年—2013年中国银行业资产、贷款规模对GDP比例

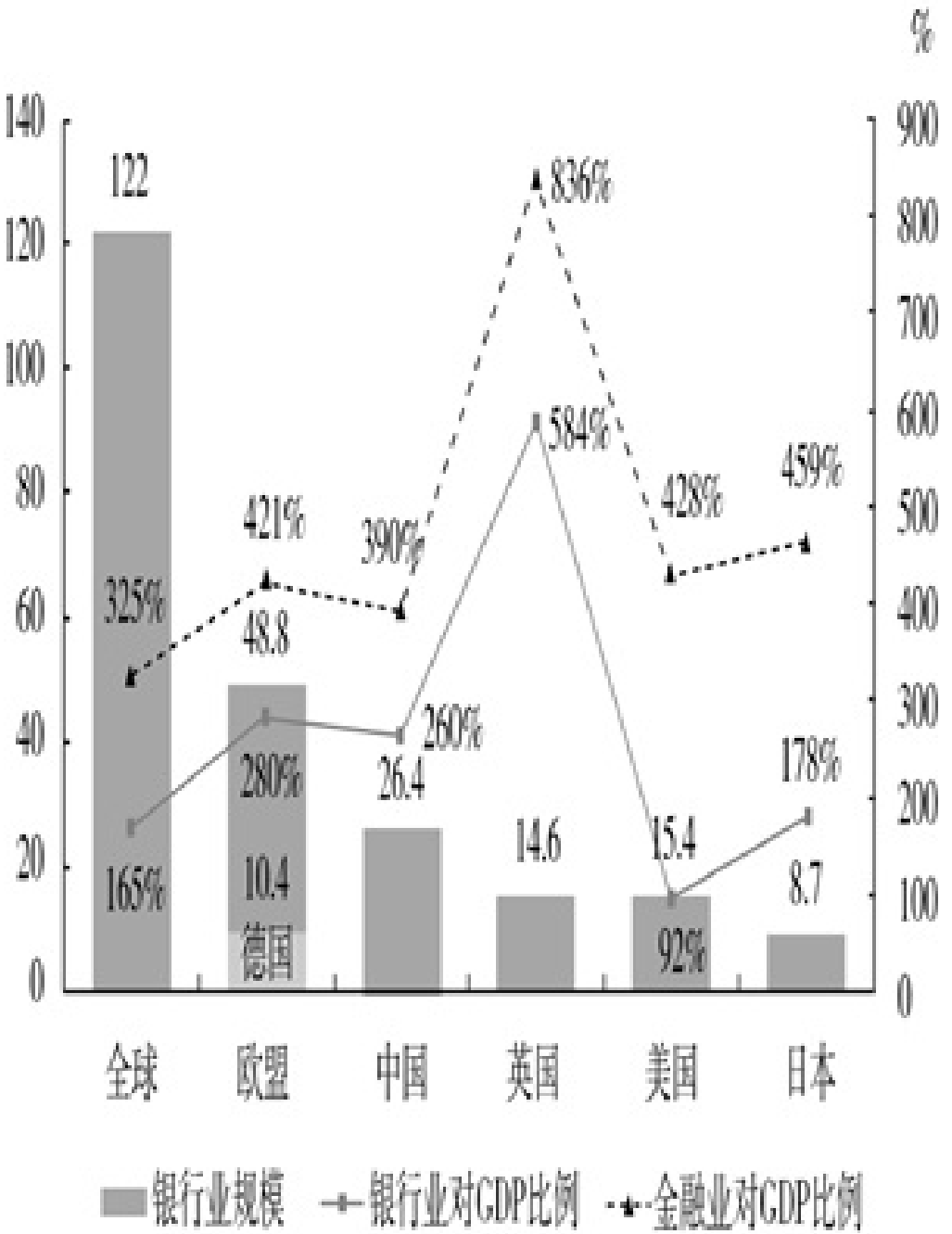


数据来源：国家统计局、中国银监会，作者绘制。

从国际上看，2013年末，中国的金融业与GDP的比例，虽略高于

全球平均水平，但仍低于发达国家；而银行业资产规模及其对GDP的比例两项数据则明显高于大部分主要经济体，更是高于全球平均水平（如图5－7所示）。中国银行业资产规模已经占据全球银行业的22%，在所有国家中排名第一。中国存在金融业发展相对滞后而银行业体系过于庞大的现象。

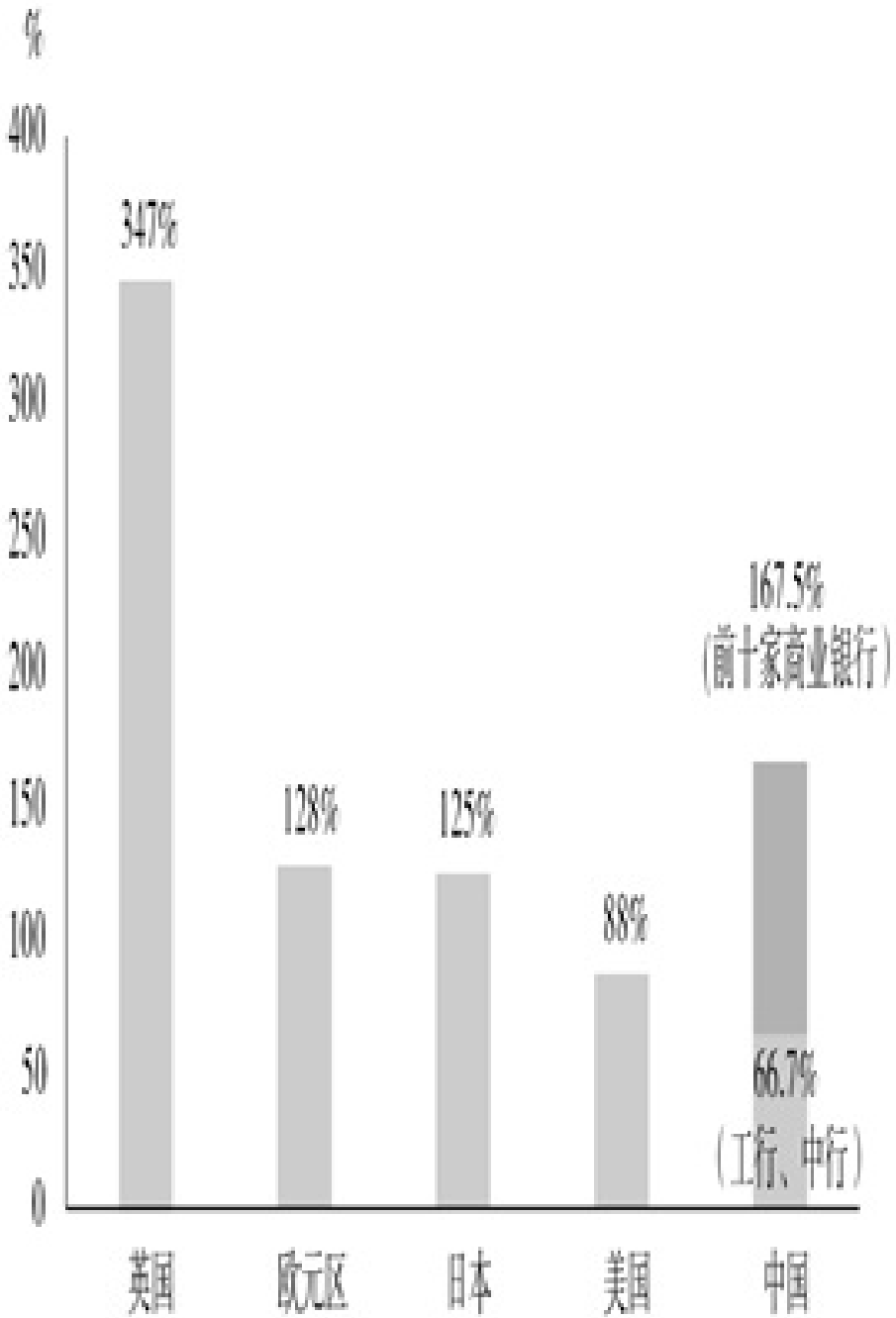
图5－7　2013年主要经济体金融结构图



数据来源：世界银行、Bloomberg，银行业资产规模单位为万亿美元，作者绘制。

再从金融稳定理事会（FSB）定义的全球系统性重要性金融机构（G－SIBs）来看，由于中国金融业海外业务相对较小，目前只有工商银行、中国银行两家银行属于全球系统重要性银行，二者调整后的表内外资产总额对GDP的比例为66.74%，低于其他主要经济体。如果考虑对中国经济具有重要影响的前10家银行来看(11)，这一比例就攀升至167.50%，超过其他多数主要经济体，如图5－8所示。

图5－8　主要经济体系统重要性银行调整后表内外资产总额对GDP比例



数据来源：其他经济体来自IMF，中国来自相关银行年报及统计局，作者整理。

在此背景下，未来银行业如果不良率继续上升，化解的成本也将随之增长。做一个简单测算，以2013年末为初始点，假设银行业规模保持12%的年均复合增长率，GDP维持7%[(12)]的年均复合增长率。那么到2020年，由于规模的不匹配增长，工农中建四家银行中任意三家的资产总和都会超过同期GDP总量；银行业不良率如果上

升1个百分点，新增不良资产对GDP的增量比例为6.48%，如果上升5个百分点，新增的不良资产对GDP的增量比例则高达32.42%。这种集中度的潜在影响不容忽视，如果银行业出现系统性的不良率上升，届时将对中国经济造成较大的冲击，可能吞噬大量的新增社会财富。

表5－1　2020年银行业不良资产对GDP影响测算表　　单位：万亿元

项目	银行资产年均增长率12%，GDP年均增长率7%			假设2020年末不良率上升X个百分点，由此造成的不良资产新增量			
	2013年	2020年（预计）	增量		1%	3%	5%
银行业资产	148.05	327.29	179.24		3.27	9.82	16.36
工行	18.91	41.80	22.89		0.42	1.25	2.09
农行	14.56	32.19	17.63		0.32	0.97	1.61
中行	13.87	30.66	16.79		0.31	0.92	1.53
建行	15.36	33.96	18.60		0.34	1.02	1.70
交行	5.96	13.18	7.22		0.13	0.40	0.66
中国GDP	56.88	107.36	50.48	占GDP增量	6.48%	19.45%	32.42%

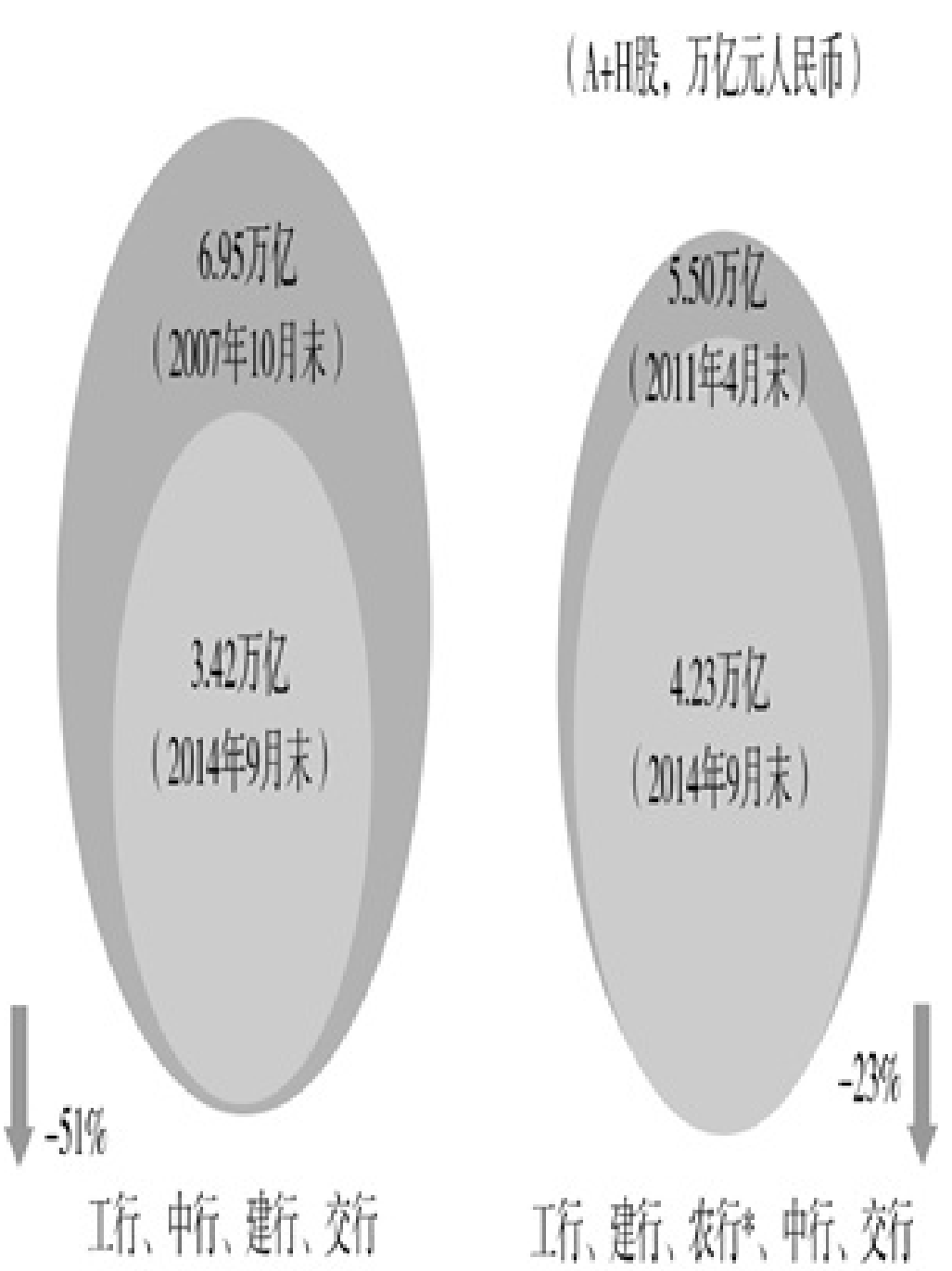
数据来源：国家统计局、中国银监会、五大行年报。

此外，根据工商银行测算[(13)]，如果国内银行业主要依靠利息

收入的盈利模式没有根本性改变，若行业净息差降至1.5%，全行业将进入亏损区间；如果业务结构、客户结构不进行优化调整，预计2020年银行业净息差可能降至2%左右，2025年就可能进一步降至1.4%左右。可见，在银行业规模不断上升的同时，银行业未来的风险抵御能力无论是外生的，还是内生的，都可能出现下降。因此，如果银行业无法自我消化其产生的不良资产，其对实体经济的系统性影响是巨大的。

近四年来，我国股市在低位徘徊，我国大型商业银行的市值持续下降，工商银行、中国银行、建设银行、交通银行四大银行的市值总额从2007年11月的峰值一路下泻，截至2014年9月末，已下降约51%。再以农业银行上市后的情况进行比较，从2011年4月末至2014年9月末，五大行市值下降了23%。与美国相比，我国上市银行P/E，P/B水平持续下行。尽管同期股市整体也有所下降，但在我国银行业高盈利的背景下，大型银行市值的大幅下降还是表明了投资者对我国银行业潜在系统性风险的担忧。

图5－9　中国大型银行市值变化情况



数据来源：Wind，*中国农业银行于2010年7月上市，作者整理。

表5－2　H股上市我国银行加权平均值

年份	P/E	P/B
2007	38.7	6.0

2014*	4.99	0.96
*截至2014年9月30日		

表5－3　美国上市商业银行加权平均值

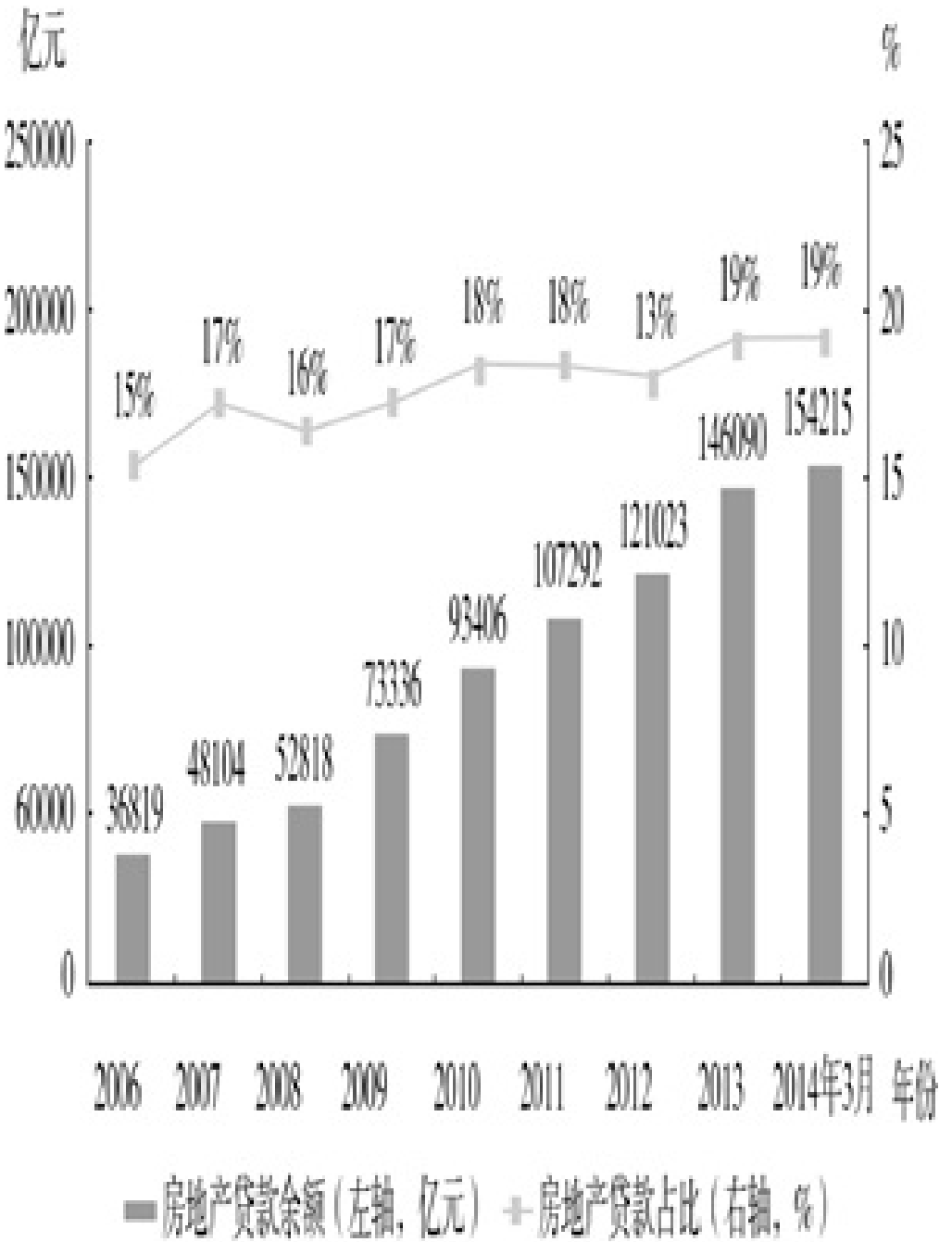
年份	P/E	P/B
2009	6.2	0.90
2010	10.2	1.04
2011	9.1	0.80
2012	12.1	0.99
2013	14.9	1.25

数据来源：Wind（中国），Bloomberg（美国）。

（二）信贷向房地产业的过度集中

过去几年，银行信贷是房地产企业融资的重要渠道。2006年—2013年，房地产贷款余额从3.68万亿元增长到15.42万亿元，多年高速增长，总量不断膨胀。房地产信贷指标呈现出“四高”特征，即高行业集中度、多数贷款在房价高位时期发放、高一线城市占比、高商业地产占比，集中体现了房地产行业贷款在总量和结构方面存在的系统性隐患和脆弱点。

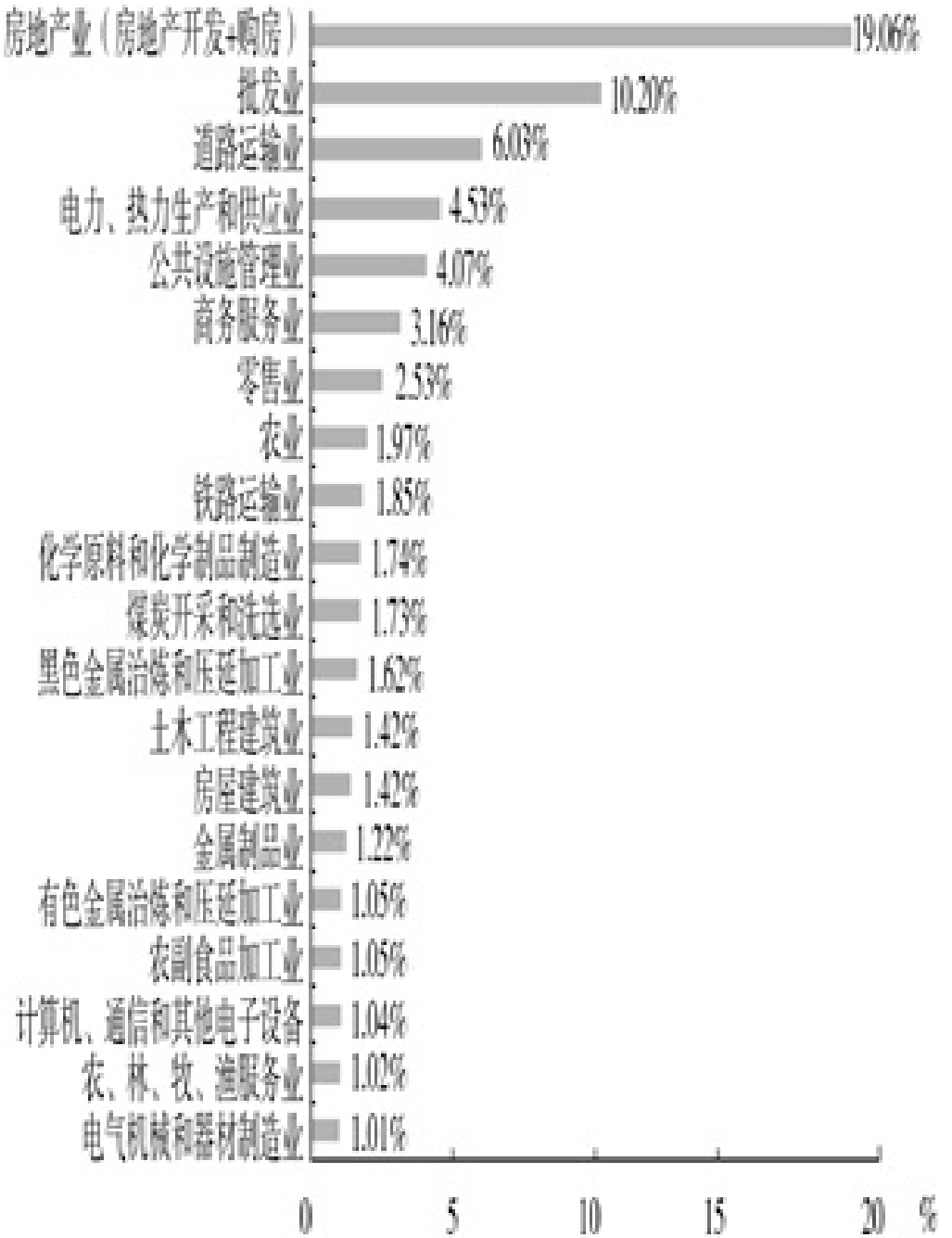
图5－10　中国主要银行金融机构房地产贷款余额和占比



数据来源：中国人民银行，作者绘制。

1.高行业集中度。2006—2013年，银行业房地产贷款占比全部贷款从15%左右增加到19%左右，行业信贷集中度不断提高；房地产贷款年均复合增长率为22%，高出各项贷款年均增长率4个百分点。图5－11表明，从行业比较来看，2013年末，我国主要银行金融机构房地产贷款余额14.6万亿元，占比19.06%，在国民经济行业分类的96个大类中排名居首，比排名第二的批发业高出近10个百分点。

图5－11　按国民经济行业分类前20大类行业信贷集中度（2013年末）



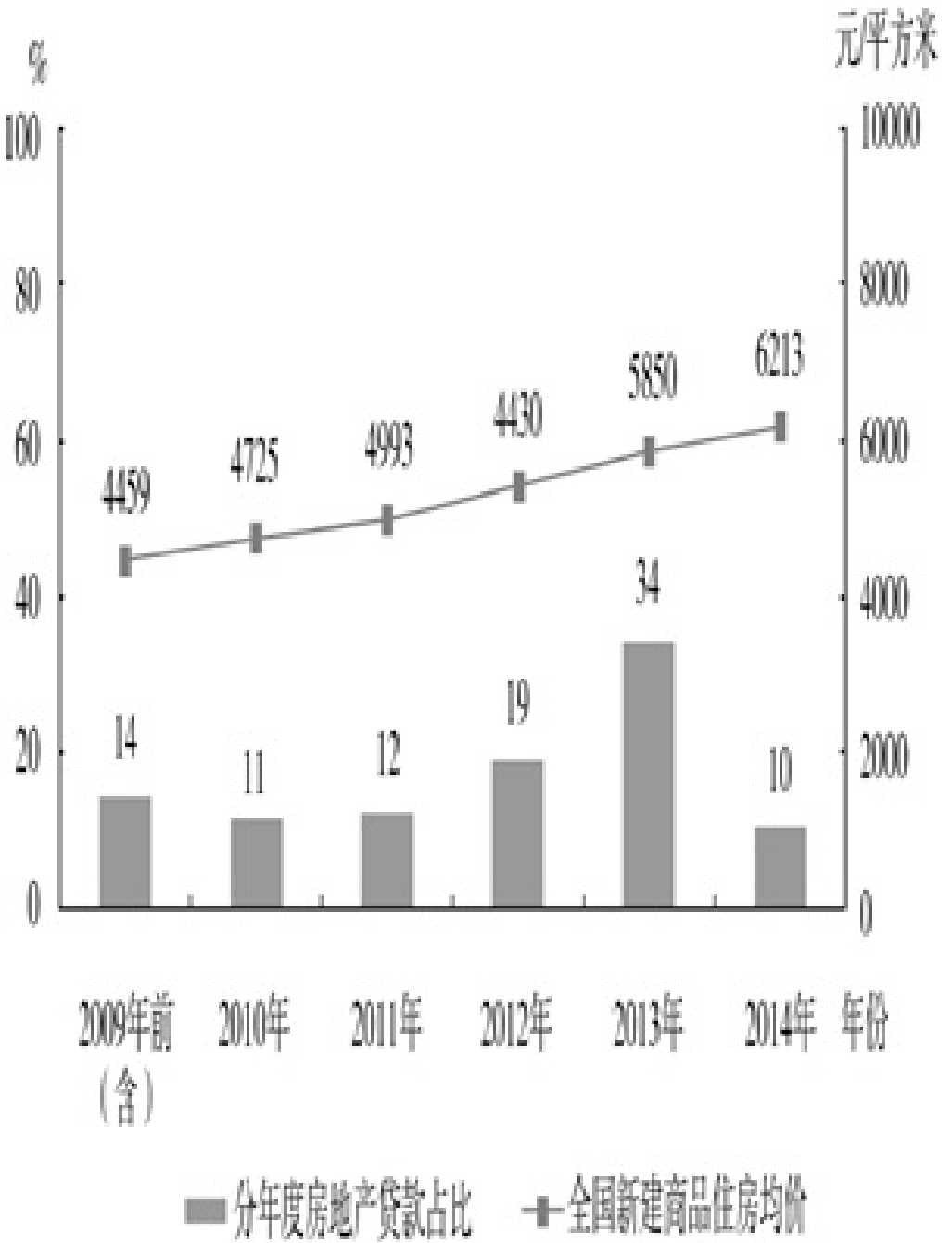
数据来源：人民银行，作者绘制。

这里有三点值得注意：一是根据国家统计局2011年最新发布的《国民经济行业分类与代码》统一标准来看，图5－11列举的前20大类行业中，除房地产业外的其他行业本身又可以细分为多个种类

以及小类行业。如大类批发业，实际上包括9个种类行业，涉及57个小类的细分行业。这些细分行业之间关联性不强，不指向同一基础资产，而房地产业的细分行业少，基础资产集中在房屋和土地上，其贷款风险主要取决于房地产走势。二是除房地产业之外的其他行业中，还存在各类以房地产作为抵押物的贷款。在当前银行信贷行为“轻信用、重抵押”的情况下，抵押物的价值变化将直接影响贷款质量。因此，从全国来看，如果加上以房地产作为抵押的其他贷款，保守估计房地产直接和间接贷款占各项贷款的比重将进一步提高到35%左右。三是房地产业的产业链条长，国民经济中大部分产业都与房地产业有关联关系，联系密切的如钢铁、建筑、建材、家具、社会服务、商业等行业，房地产波动通常会对相关上下游行业产生较大的冲击波，如果算上这部分行业的贷款，房地产相关贷款规模更大、占比更高。

2.多数贷款在房价高位时期发放。如图5－13所示，银行业机构房地产贷款多数在近几年高房价时期发放的，2012年以来发放形成的房地产贷款占全部房地产贷款的63%，其中从2013年以来发放形成的房地产贷款占44%，这在一定程度上容易理解，因为房价、地价不断快速上升，较晚时期发放的每笔贷款的金额也相应上升，因此，较晚时期发放的房地产贷款占比就较高。然而，这些贷款一旦遇到楼市调整，首先会被影响，风险当然也更容易显现。

图5－12　2014年3月末房地产贷款余额分年度发放情况



数据来源：中国银监会、国家统计局，作者绘制。

3.高一线城市占比。据估算，北京、上海、广州、深圳四个一线城市的房地产贷款占全国房地产贷款的比重为23%，如果加上天津、重庆两个准一线城市，六大城市房地产贷款占比近29%。需要指出的是，二三线城市局部单个风险不太容易产生系统性影响，但反过来，一线城市对全国的影响就很大，因此，近三成占比的一线城市房地产信贷资产相对具有系统性影响。

4.高商业地产贷款占比。2010年以来房地产业出现明显变化，在住宅地产迎来新一轮调控的背景下，各大房地产开发商纷纷转战商业地产，并在全国各地蓬勃兴起，银行机构的信贷投放增多，当前商业地产贷款占全部房地产贷款的比重已上升至12%。

二、关联性

讨论我国金融系统性风险，一定要将融资对应的基础资产联系起来。2009年以来，我国房地产企业整体资产负债率逐年攀升，2012年达到72%。而上市房地产开发企业资产负债率2013年达到75%，2014年一季度更是创高至76%。房地产企业资产负债率的显著提升很大程度上是多渠道融资的结果，这正好符合新兴市场关联度的特点，即多种渠道资金共同指向了同一基础资产——房地产。2012年我国企业总负债占GDP的比率为151%，在全球主要经济体中位居第一，其中房地产企业总负债占GDP的51%，占据了企业总负债的1/3。可见，多渠道融资助推了房地产企业的高杠杆化经营，资金链的脆弱性更加突出。

多种社会融资渠道很大一部分都指向房地产这一基础资产，这也包括当前议论较多的影子银行和地方政府融资平台两大风险领域。

从影子银行角度看，近几年，我国影子银行业务规模快速膨胀[(14)]。从非银行业渠道来看，影子银行主要包括小额贷款、融资担保、互联网金融、第三方理财以及民间融资等业务，这些业务的一致特点是资金成本较高（15%～30%），除了少数维持资金短期周转的应急所需，大部分资金投向了高投资回报领域，而房地产业正是长期维持较高投资回报率的少数行业之一。从银行业渠道来看，影子银行主要包括投资类同业业务、部分理财业务、信托业务和委

托贷款等银行表内外业务及非银行金融机构业务。根据作者统计，2013年末，上海辖内基础资产投向房地产和地方融资平台的同业资产占投向特定目的同业资产的35%；全国理财产品规模10.21万亿元，信贷类投资理财产品约占25%；全国房地产信托余额1.03万亿元，占全部信托余额的10%。

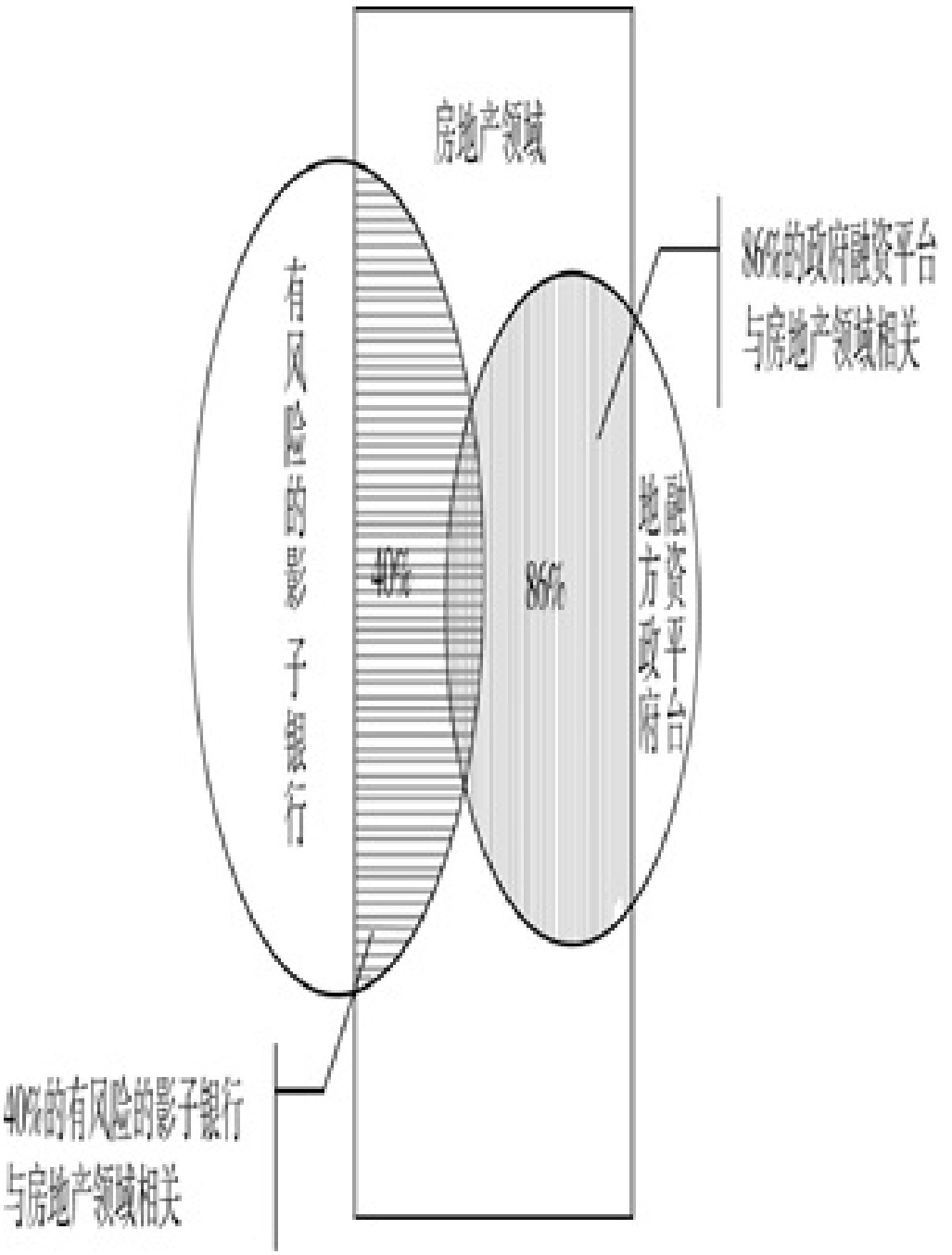
可见，我国影子银行是在信贷持续收紧的背景下，作为银行信贷的“另辟蹊径”而出现的，并不存在多次证券化、批发融资监管缺位等类似欧美国家影子银行业务的特征，其最终去向也不外乎房地产企业、地方政府融资平台等传统信贷热衷、却受监管限制的行业，其实质仍是“类信贷”活动。

从地方政府融资平台角度看，根据国家审计署审计结果(15)显示，2013年6月末，全国地方政府性债务规模（包括负有偿还责任的债务和或有债务）从2010年底的10.72万亿元增加到17.89万亿元，增长了66.9%，并指出地方政府债务中23.47%的资金投向土地储备和保障房建设，承诺以土地出让收入偿还的债务占37.23%。经对2013年末地方融资平台贷款的结构分析，地方融资平台全口径贷款中用途投向房地产相关行业（园区、土地储备、保障性安居工程）的贷款占比24%，以土地出让收入作为还款来源的贷款占比70%，以土地使用权作抵押和收益权作质押的占36%，如剔除重叠部分，估计86%的平台贷款与房地产有关。可见，地方融资平台风险与房地产市场密切联系。

通过梳理，地方政府融资平台贷款的86%左右都与房地产市场相关，而影子银行，更多的是“类信贷”，借助信托和资管计划通道，为房地产企业和地方融资平台提供融资。监管实践经验表明，有风险的影子银行业务40%以上直接或间接投向了房地产。因此，这两个领域的系统性风险实际最终还是回到房地产行业上，风险大部分其实是重叠的，如果将其独立来看，显然会夸大当前的风险，

也不利于我们准确找到政策的着力点。

图5－13　影子银行、房地产行业、政府融资平台的交叉关系



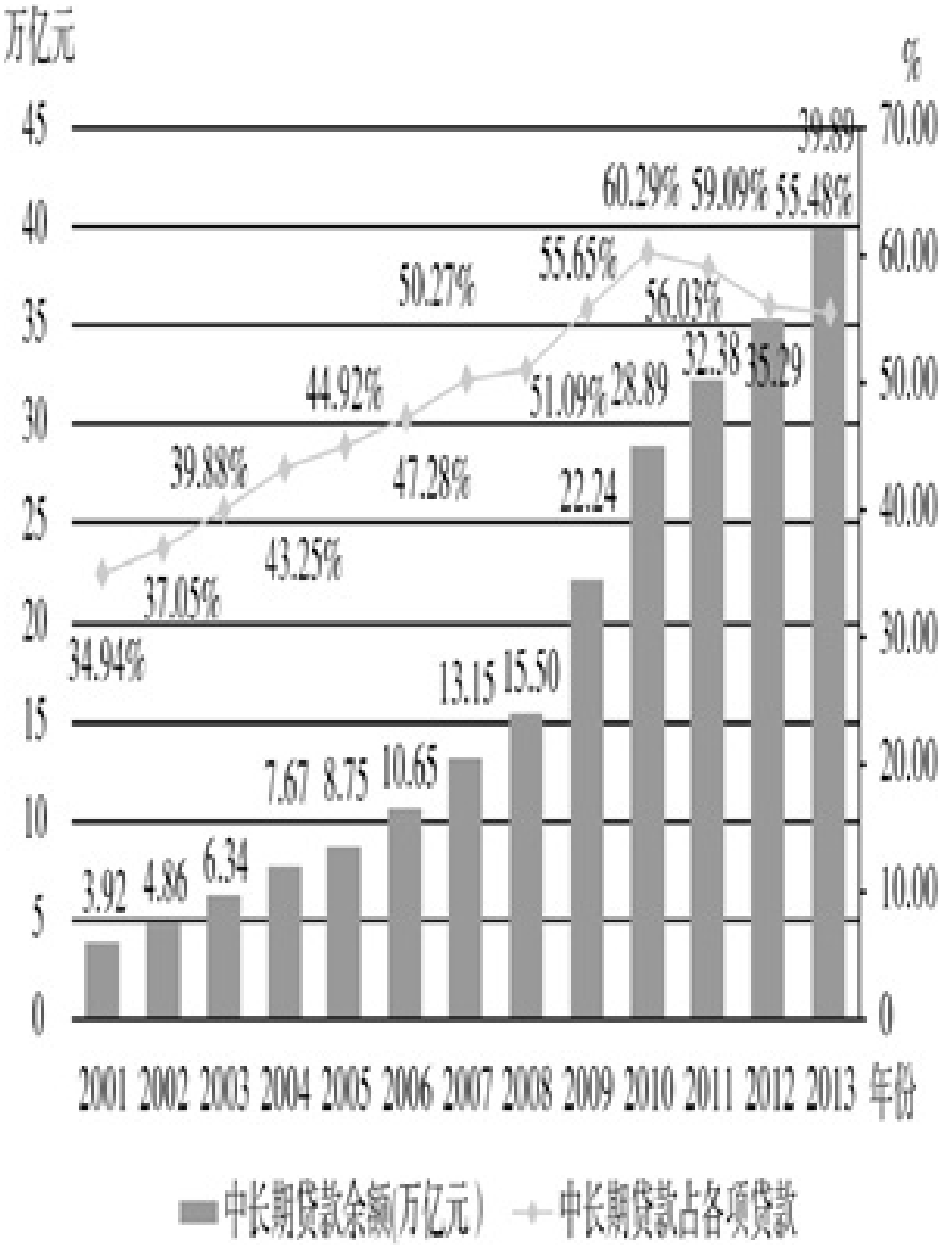
三、流动性

银行体系资产负债期限错配程度加大带来的流动性风险隐患，

体现了银行经营的内在脆弱性。以往高度依赖投资的经济增长模式和相对稳定的高净息差，都从客观上刺激了银行业“借短贷长”的经营模式。据作者测算，这些年银行“贷大、贷长、贷政府”的信贷资金占比仍然超过全部信贷的60%到70%。

从存贷款结构来看。贷款方面，银行业中长期贷款余额由2001年末的3.92万亿元增长到2013年末的39.89万亿元，占全部贷款的比重由34.94%持续攀升至55.48%（如图5－14所示）。存款方面，定期存款余额从2006年末的约18万亿元增长到2013年末的约55万亿元，占所有存款比重则是在50%左右波动，并未出现明显的下降或者上升的趋势（如图5－15所示）。相较于资金投向的长期化趋势，资金来源的稳定性并未同步提升，其内在流动性错配因而进一步加剧。

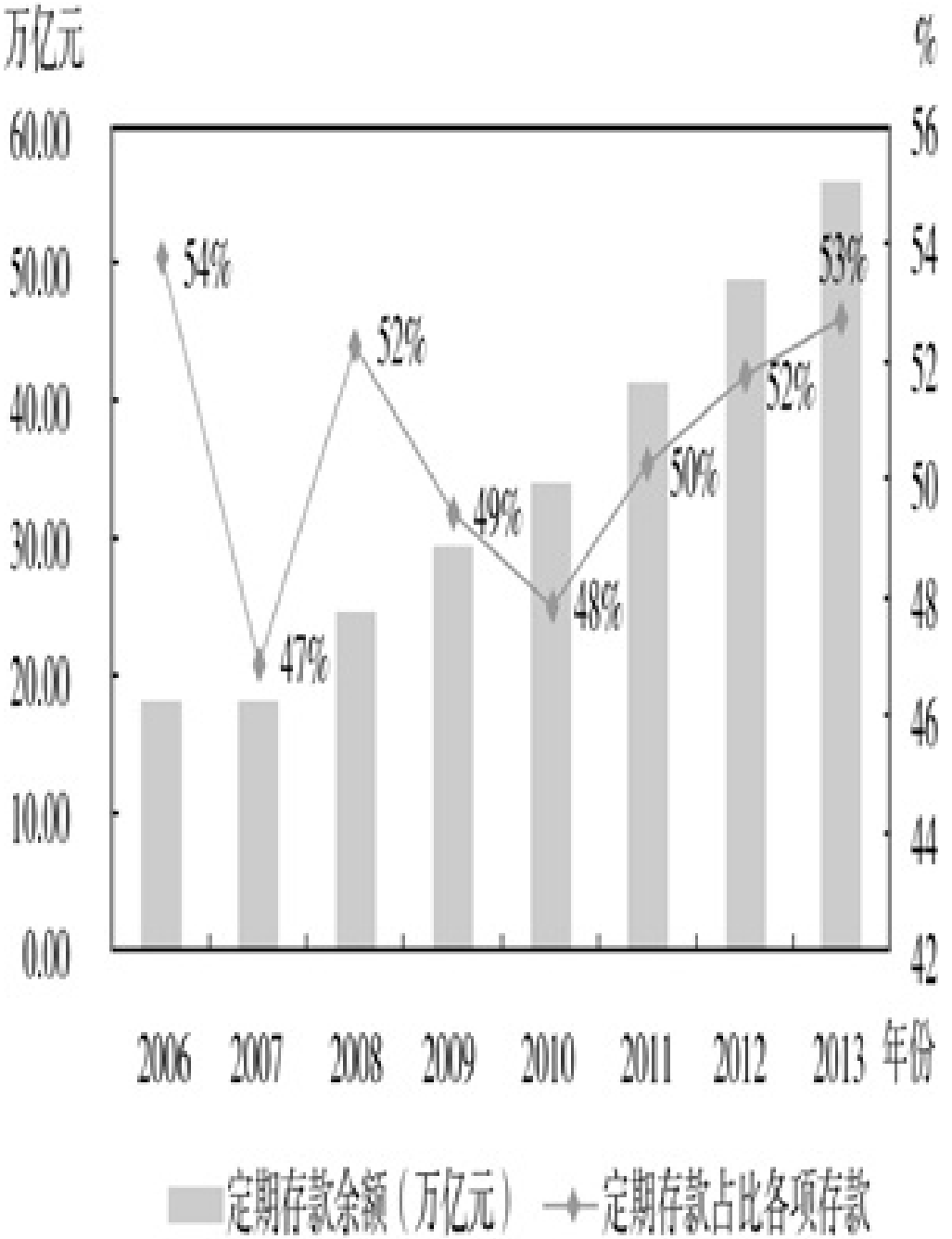
图5－14　中长期贷款余额及占比趋势图



数据来源：Wind，作者绘制。

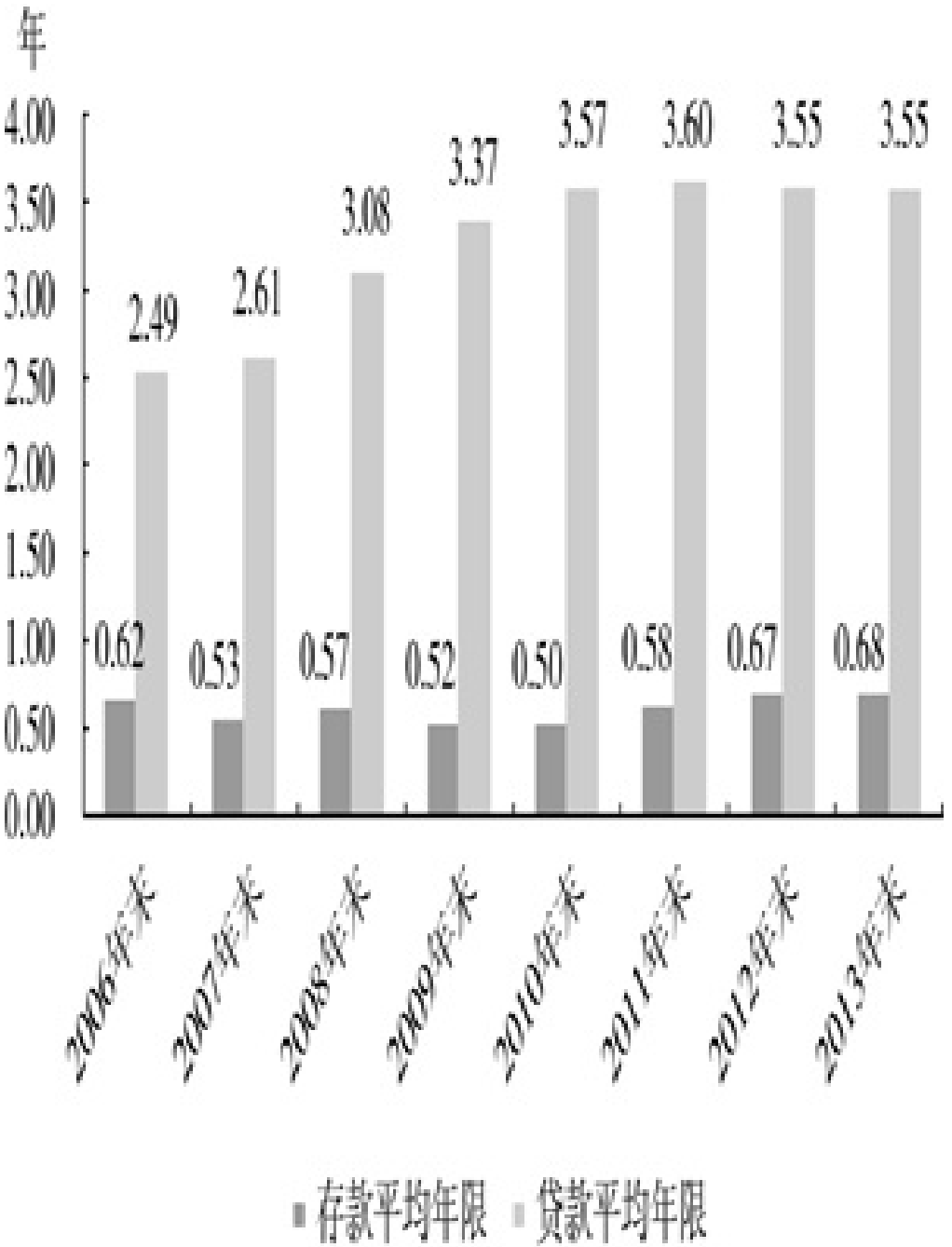
再来看存贷款平均期限。根据测算，2006年—2010年，存款平均期限在小幅减少后，从2010年开始有持续小幅增加，总体变化幅度不大，2013年末约为0.68年；贷款平均年限则表现出了较明显的持续增加态势，从2006年的2.49年增加到2013年的3.55年，增长幅度为42.50%[(16)]。存贷款的平均期限差从2006年的1.87年扩大到2013年的2.87年，差距明显拉大，期限错配情况进一步加剧。

图5－15　定期存款余额及占比趋势图



数据来源：Wind，作者绘制。

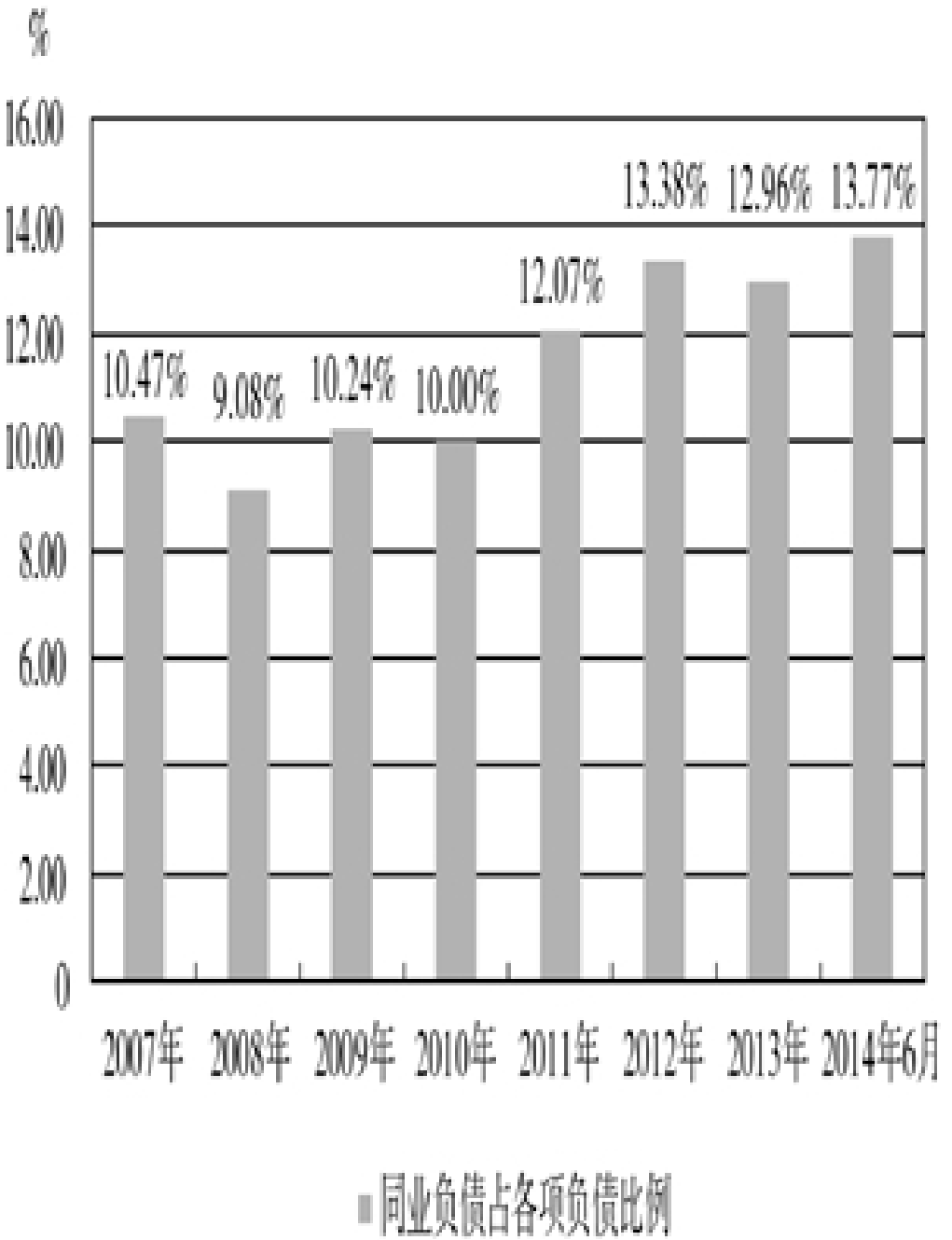
图5－16　2006—2013年全国银行业存贷款平均期限趋势图



数据来源：作者估算。

此外，近年来，商业银行大量开展的同业业务增长迅速(17)，并进行错配以谋求最大化盈利，导致银行的资产负债表期限错配问题更加严重。比如同业负债，已从2007年的10.47%增加到2014年6月末的13.77%，增幅达30%（如图5－17所示）。相较传统存款业务，同业负债这类批发融资的稳定性更差一些，因此同业负债占比的上升对商业银行流动性管理提出了更高的要求。

图5－17　历年同业负债占各项负债比例图



数据来源：中国银监会，作者绘制。

再如理财业务，根据中国银行业协会《2013年中国银行业理财业务发展报告》，我国银行理财产品短期化的特点较为显著，2013年银行理财产品的平均期限仅为118天，主要以六个月以内的短期

产品为主，期限不超过六个月的理财产品占比86%，一年以上的理财产品占比不足2%。采用期限错配的模式来发行短期理财产品（即通过多期短期理财产品续接滚动发行的方式投资于长期资产）已成为当前银行开展理财业务的一种常见做法。

此外，为抵消2008年全球金融危机的影响，以美国为首，北美、欧洲、澳大利亚、日本等国家和地区盛行量化宽松和零利率政策。从近期信号来看，美联储2014年4月表示应考虑退出政策，7月宣布债券购买计划的规模进一步缩减100亿美元，8月公开的美国二季度GDP增长速度超乎预期，美联储提前加息的预期升温[(18)]。据分析，随着美国量化宽松和零利率政策退出，将可能带来包括中国在内的全世界新兴市场经济体资本的极度波动[(19)]，对企业尤其是金融机构的流动性管理提出了很大挑战。

可以看出，由于传统信贷业务“借短贷长”的进一步强化和同业业务、理财业务的迅速发展，我国银行业的期限错配带来的流动性风险正在累积；国际环境的变化，将有可能打开流动性风险的闸口，这都对我国商业银行流动性管理提出了更高的要求。但由于长期以来储蓄率较高、利率固定以及中国人民银行较多较容易的短期资金支持等原因，我国商业银行的管理水平没有与风险积累保持同步进步，体现在考核导向不正，存在“重存款规模、轻存款质量和稳定”的现象，风险管理以资产管理为核心，负债管理和流动性管理能力相对较弱；风险管理意识不足，长期依赖中国人民银行对市场的流动性支持，短期流动性管理不够审慎；缺口管理手段落后，无法形成硬性约束；风险管理粗放，核心存款的计量和管理不够细化，事先规划的效能弱化；基础信息系统支撑不够，量化管理深度不足等方面。2013年的“钱荒”事件，就是对国内银行业流动性风险管理的一次重要警示。

综上，通过集中度、关联性和流动性三个角度分析，可以得出结论：当前我国潜在的金融系统性问题主要与银行业有关，若银行业不加快调整资产结构，未来的风险自我抵御能力可能下降，银行业潜在的系统性影响会进一步上升；就单一行业而言，房地产是当前可能引发系统性风险的唯一行业隐患，房地产市场的健康发展对经济金融的安全稳健运行具有重要意义；金融体系整体流动性风险隐患的上升及其管理要更加重视。

第三节　中国金融系统性风险的触发条件

虽然我国房地产存在潜在系统性影响，但并不意味着当前已成为金融系统性风险。如果说集中度、关联性和流动性是风险的内生条件，那么外部市场环境的突变，比如利率、汇率水平大幅变化，会导致企业、个人偿债能力的大幅波动，可以看作风险演化的外部触发条件。从中国当前情况来看，作者认为主要有三个触发条件，而这三个触发条件目前并没有出现。

一、经济增长率短期内迅速下降

这个触发条件出现的可能性非常小。从目前来看，我国2014年二季度GDP增速为7.5%，三季度GDP增速为7.3%，符合市场预期。IMF预计我国2014年GDP增速为7.4%，2015年为7.1%。在国内定向宽松和刺激经济支持下，投资和国内消费都对经济增长有着持续的拉动作用，再加上外部经济体的缓慢复苏，出口有所上升，GDP跌破5%～6%的可能性不大。此外，新型城镇化、制造业的持续升级、第三产业兴起等也将给经济的中长期增长带来较大空间。

二、官方基准利率短期内急剧攀升

利率在短时间内的急剧上升，将带来两个方面的作用：一是基准利率的大幅上升，带来社会融资成本的提高，造成企业资金链条

绷紧，尤其是可能导致资产负债率较高的房地产企业的资金链断裂，引发集中度风险和关联性风险的爆发。二是存贷差的大幅缩小严重影响银行业盈利水平，削弱银行业自身的风险抵御能力。如果出现银行破产的极端情况，也将带来金融市场的动荡。作者认为，这个条件的出现也基本没有可能。我国整体的通胀预期比较温和，不具备大幅提升官方基准利率的条件，同时从金融市场各种产品的定价情况来看，一些通胀预期也基本提前反映在了价格中。我国官方基准利率基本没有在短期内出现大幅变化的可能。

此外，目前即使利率大幅上升，对借款人负债成本的影响也较为有限。经作者测算，利率每上升1个百分点，上市房地产开发企业资产负债率将从2013年末水平上升0.15个百分点，当利率上升3%、5%和10%，所对应的资产负债率为75.5%、75.8%和76.6%；同时，利率每上升1个百分点，住房按揭贷款申请家庭的债务收入比（DTI）将上升3个百分点，当利率上升3%、5%和10%，所对应的DTI为41%、48%和64%，当利率上升5.5个百分点时，整体DTI将超过50%。可见，除非大幅度提升利率水平，否则家庭DTI不会明显变化。

三、全国房地产市场短期内量价大幅下调

作为基础资产，如果房地产价格出现全国性的大幅下跌，无论对银行信贷还是其他融资渠道，都将形成系统性的信用风险和偿债风险。作者认为由于中国存在地区差异，只要国民经济不出现硬着陆，全国房地产短期量价大幅下降的可能性就不大。这是基于以下判断

图5－18　全国新建住宅价格环比走势



数据来源：Wind，作者绘制。

（一）房地产市场面临内在调整要求。中国房地产市场经历了15年的市场化改革，从全国销售均价变化来看“14涨、1跌”，房地产市场自身的驱动力已经变弱，市场的核心问题已经从总量不足过渡到住房资源配置的不平衡，不同地区、不同家庭之间的居民住房水平存在明显差异，一线城市房价畸高，部分二三线城市面临住房供应过剩压力，市场有调整的需要。正如2014年5月份以来，一

线到二三线城市的房地产成交量和价格都有所调整，部分二三线城市量价出现了较大幅度下降。

（二）短期内房地产市场出现断崖式下跌的可能性不大。中国各地区差异较大，房地产市场呈现分化格局。在一线城市，房地产价格走势具有较强的经济增长和市场需求支撑。尽管对房地产市场的未来走势现在看法确实很不一致，但一线城市目前价格总体较为稳定是不争的事实。从国际经验来看，人口尤其是流动性人口是房地产价格波动的重要因素。而一线城市具有无可比拟的人才吸引力和聚集力。据估计，今后十年内每年仍然约有800万新毕业大学生，其中很大一部分会流向一线城市，这些在短、中、长期都会形成真实住房需求。事实上，北京、上海、广东等省市人均住房面积低于全国平均水平。

在二三线城市之间也存在较大的差异。不排除个别地区、部分二三线城市出现房价下降20%～30%的可能，比如菏泽、新乡、株洲、乌鲁木齐、湛江、厦门、衡水等城市房价自2010年以来累积涨幅均超过50%[(20)]，这些城市的未来市场可能面临较大的调整压力。但其他部分的中、西部城市，房地产价格甚至不到一线城市的五分之一，下跌空间相对有限。而个别二三线城市房价即使下跌30%或成交量大幅下滑，但由于体量太小，并不具有系统性影响。温州房价回落近40%就是一个典型个案，其对全国的影响其实很有限。

此外，随着西部大开发战略和新型城镇化战略的稳步实施，也将带来相对落后地区的经济发展以及人口由农村向城市、小城市向大城市的迁移，形成普遍的潜在住房需求。从第六次人口普查数据可以看出，全国城镇家庭中52%的家庭人均住房面积低于30平方米，其中29%的低于20平方米，房地产需求仍大量真实存在。

（三）房地产相关贷款能够承受一定程度的房价下跌。房地产

相关贷款存在较高的安全边际（目前的政策是：房地产开发贷款资本金比例一般不低于30%，房地产抵押贷款抵押率一般不超过70%，住房按揭贷款首套房首付比例不低于30%），即使房价全国普跌，贷款仍具备较强的抗风险能力。经测算，历年发放形成的房地产贷款所对应的加权房价约5400元/平方米，而7月份全国房价约5600元/平方米，理论上房地产相关贷款能够承受房价下跌33%所引发的抵押物贬值风险。

根据上海辖内的压力测试显示，银行业对目前房地产价格出现10%～15%左右幅度的下降可以承受；若房价出现大幅下跌，不良率上升最明显的三个领域将是以房地产为抵押的贷款、个人商用房贷款和房地产上下游行业贷款。即使同时考虑系统性风险的三个触发条件，上海辖内三家样本法人银行在极端情景下，即GDP增速降为5%、基准利率上升6个百分点、房价下跌40%、成交量下降60%，压力测试显示，A银行（股份制银行）、B银行（城市商业银行）、C银行（外资法人银行）房地产相关贷款不良率分别为3.63%、6.02%和2.04%，分别比基准情况上升2.84个百分点、5.36个百分点和1.56个百分点，资本充足率分别为10.23%、11.1%和12.21%，分别比基准情况下降0.62个百分点、0.75个百分点和0.36个百分点，对房地产相关贷款的整体冲击影响不大。

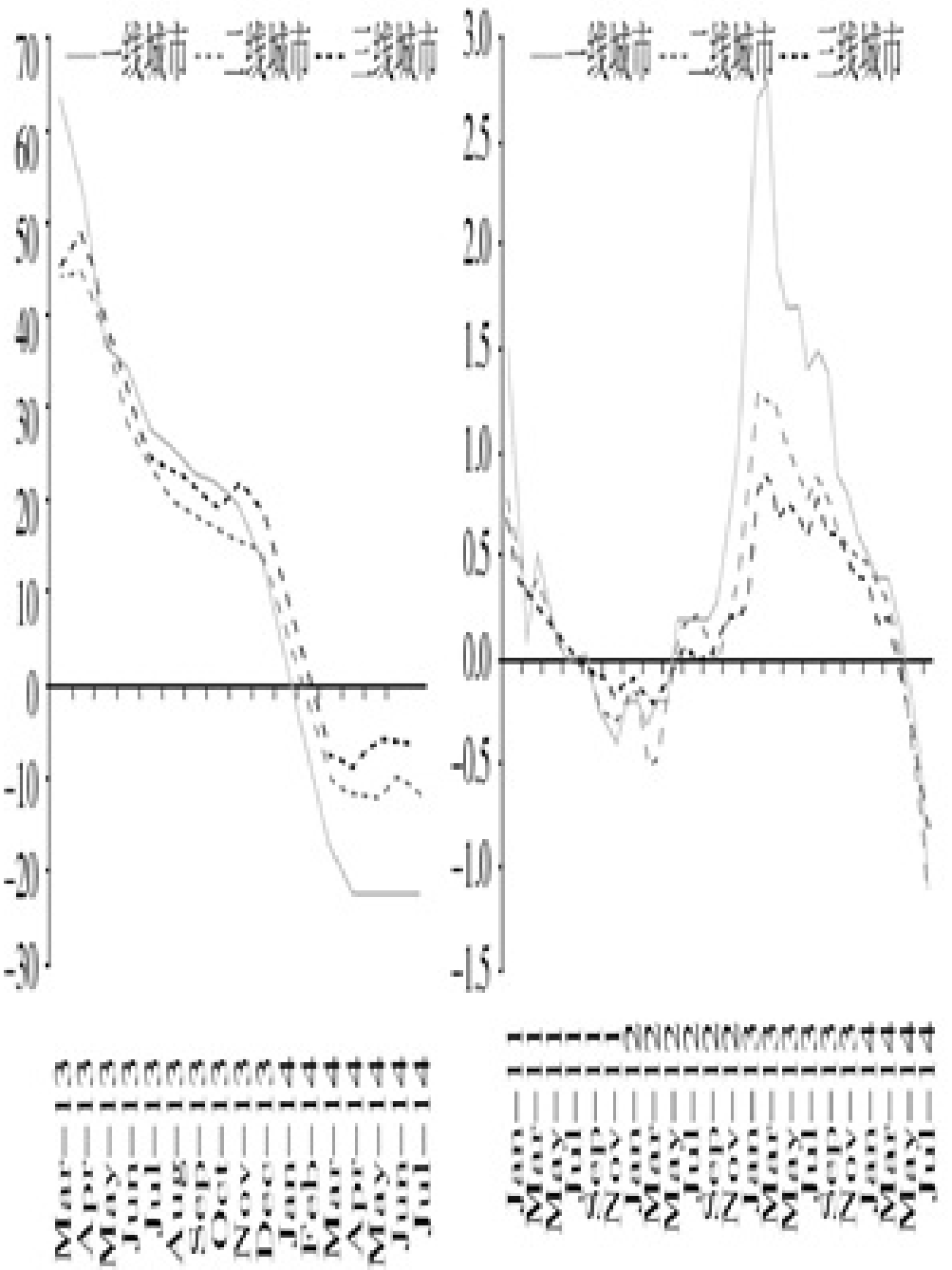
持续观察表明：目前，上述三个触发条件还没有出现。值得肯定的是，这些年，我国货币当局和银行业监管部门在强化宏观审慎监管方面，一直都高度重视房地产信贷风险的管理和监管。经研究表明，目前主要的一些宏观审慎监管工具如LTV、DTI、总债务比率（TDSR）等都始终得到重视和动态实施（详见第六章分析）。因此，这些年房地产信用风险总体得到了有效监控和管理；流动性风险则随着风险的不断增加也越来越受到金融机构、货币当局和监管部门的重视。

但相比其他两个条件，房地产的量价走势已经出现了一定程度的下跌趋势，其变化是最不稳定也是最不确定的，如何避免其出现短期快速超调，是后续调控政策应当重点考虑的问题。以下几个方面应予以关注

一是从2014年7月开始一线城市出现的量价加速下跌苗头值得高度关注，因为一线城市房地产市场变化的系统性影响更为显著。比如上海，成交量方面，新建商品房和二手房分别低于2010年以来各自月均成交量的11.9%和11.5%；成交价格方面，5月、6月、7月新建商品房的环比跌幅分别是0.3%、0.7%和1.4%，呈加速趋势；库存方面，7月去库存时间从2013年末的10个月快速上升至19个月。如图5－18所示，2014年1—7月，一线城市新建商品住房销售面积同比下降22.14%，而同期二、三线城市的降幅为11.58%和6.35%，2014年以来一线城市销售下滑趋势更加明显；7月，一线城市新建商品住房价格环比跌幅加大，跌幅超过三线城市，与二线城市相当。

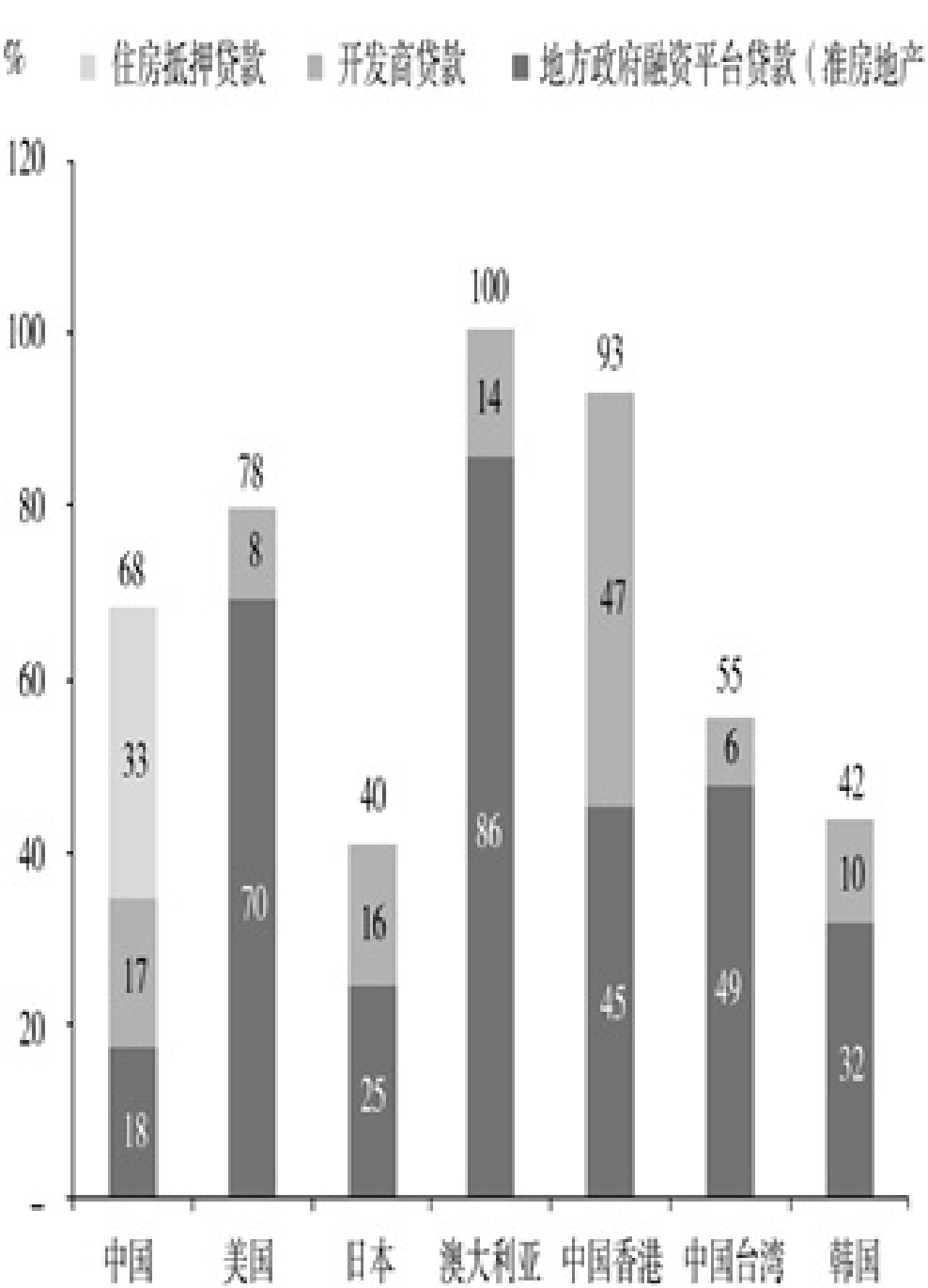
二是当前关注房价波动的同时更应关注市场成交量的急剧变化。美国次贷危机爆发路径是因为房价大幅下跌导致借款人沦为“负翁”后弃房弃贷，然后进一步引发房价的下降，最后导致整个银行的系统性风险。而中国的房地产潜在风险与美国不同，由于住房按揭制度的差异性，比如中国严格控制贷款成数，并且要求借款人承担无限责任，因此理论上个人按揭贷款风险不大。反而，更有风险的是房地产企业，成交量下降会导致企业卖房、卖地收入的下降，最终导致房地产企业资金链的断裂，并使风险逐步向上下游行业蔓延。高华证券研究数据显示，中国金融机构的房地产相关信贷业务占2013年GDP的比重为68%，与发达国家相当，但开发商贷款和地方融资平台贷款占比较高，因此房地产交易量的疲软可能对银行业的资产质量构成较大威胁[(21)]。

图5－19　新建商品住房销售面积累积同比涨幅（左）和价格指数环比涨幅（右）



数据来源：Wind，作者绘制。

图5－20　房地产相关贷款和地方政府融资平台贷款占GDP比重

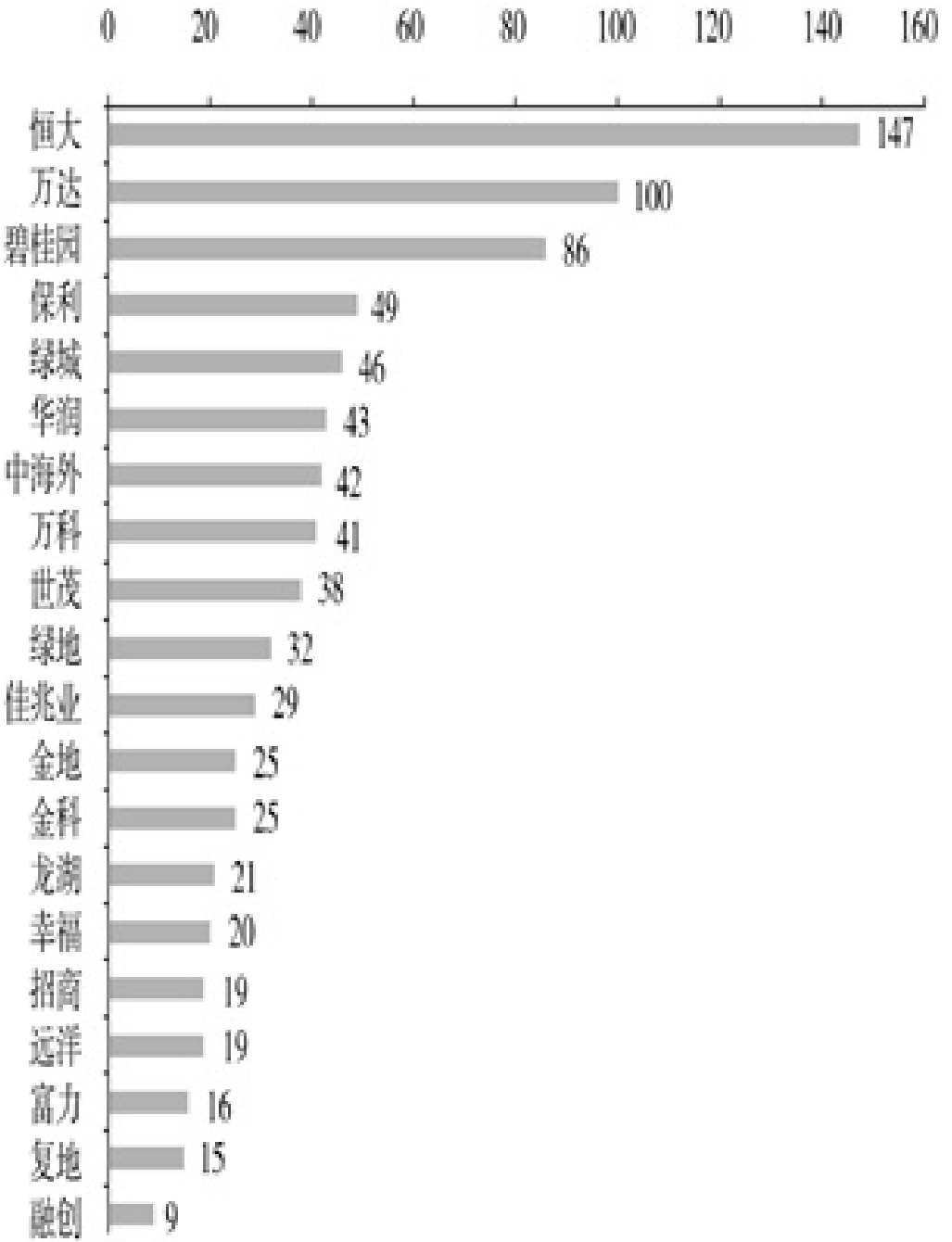


资料来源：高华证券研究。

三是房地产企业多区域经营可能会加快风险传导。房地产企业在高杠杆、高库存背景下已经隐藏着较大的偿付危机，而跨地区、多地域的经营格局则使原本高度区域化、相对风险独立的房地产市场，容易形成风险的相互传导。如图5－21显示，前二十强房地产企业的业务分布城市数量少则9个，多达147个，平均41个。尽管单个二三线城市项目出现风险不会引发系统性风险，但由于房地产企

业自身资金链在不同城市之间也有关联性和传染性，一旦风险扩散，最终也会有系统性影响。

图5－21　中国前20强房地产企业业务分布城市数量



资料来源：WIND及相关公司网站资料，作者绘制。

值得高度重视的是，房地产相关贷款要具备较强抗风险能力，需绝对避免出现以下两个问题，否则会加大或埋下潜在系统性风险

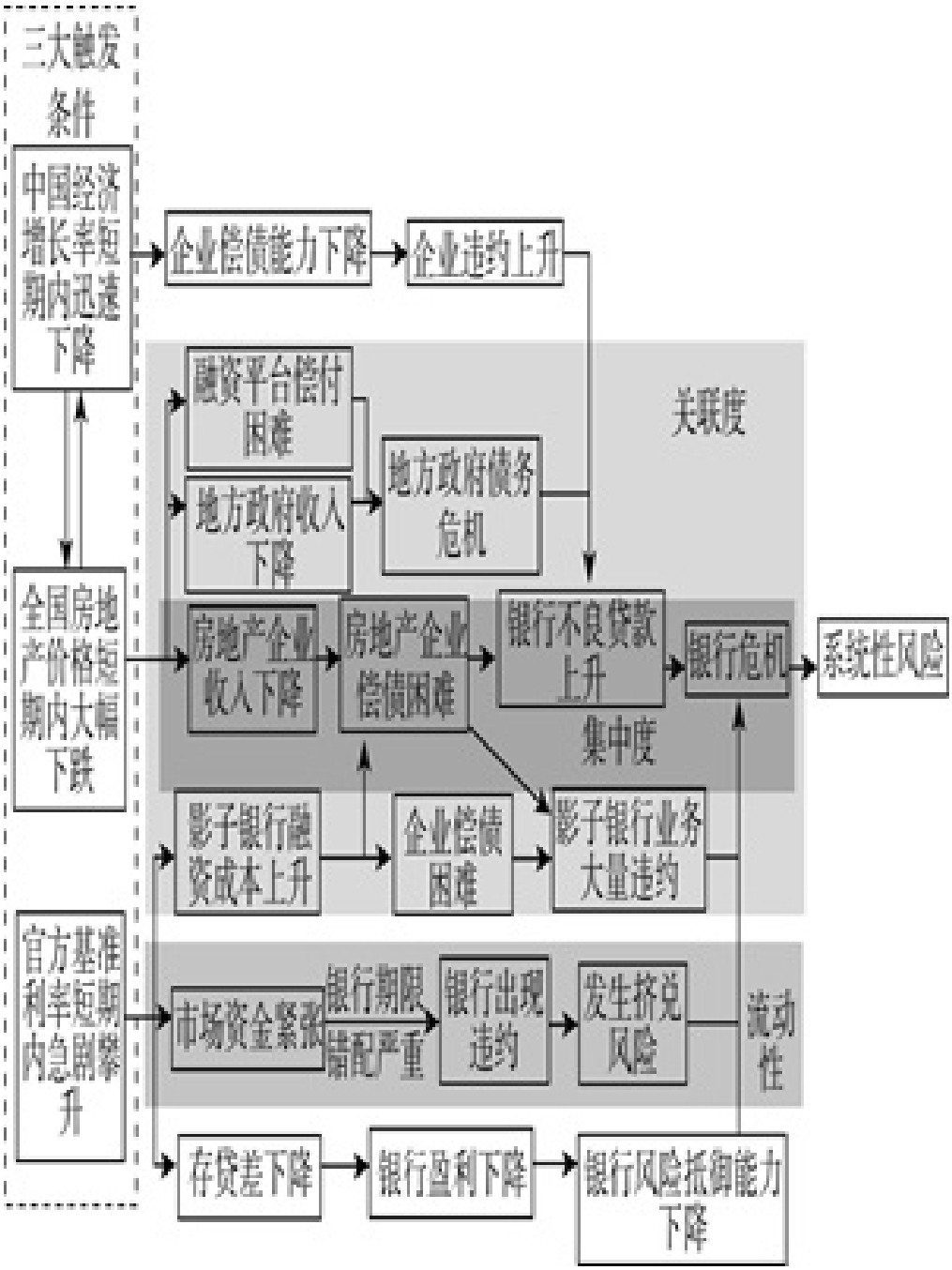
隐患

第一，银行风险管控尺度出现系统性放松。银行在贷款价值比（LTV）控制、住房信贷差别化政策落实和名单制管理上不能有系统性地放松标准和出现偏差，这些是监管部门多年最强调的领域。

第二，房地产估值的系统性偏差。LTV和DTI两个控制指标发挥作用的基础是房地产估值要准确，这是我们衡量LTV和DTI是否审慎的关键所在，但有些情况值得关注。比如，储备土地用于贷款抵押时，存在评估价值过高且抵押率测算不规范的现象，某抵押土地评估的楼面地价超出所在地区平均楼面地价的25%，超出另一评估公司给出价格的1倍。又如，部分银行钢贸行业不良贷款的处置数据显示，房地产拍卖价平均为办理抵押登记时评估价的67%，银行到手价平均为评估价的60%，这还是考虑房价上涨因素后的处置结果。这种情况危害性很大，如果存在系统性估值偏差，银行抵御房价下跌的抗风险能力将大打折扣。

按照以上分析，课题组就三个触发条件的变化，通过集中度、关联性和流动性三个渠道，对金融系统性风险的形成和传导机制初步进行了构建。

图5－22　中国金融系统性风险传导图



资料来源：作者绘制

四、相关政策建议

从我国金融系统性风险来源和触发条件来看，我国宏观审慎监管应该抓住具有系统性影响的房地产行业信贷风险和流动性风险，以进一步发挥宏观审慎监管的有效性，前瞻防范金融系统性风险[(22)]。

（一）防范房地产风险

宏观层面，采取差异化、分类化的手段，逐步缓释市场整体风险。一是落实分类调控政策。结合房地产供需现状，对一些库存压力大，房价深度下跌的城市，适当调整限购政策，消除个别地区和城市的不稳定因素，整体保持房地产基本稳定；坚持双轨制运行，加大保障房供应力度。二是继续执行差别化信贷政策，支持保障性安居工程和普通商品住房建设，优先满足真实首套商品住房需求，适当支持改善性住房需求，控制高价位、大户型高档商品住房和商业地产的信贷投入，抑制投资投机需求。三是稳定保障房申请预期。实施保障房名单制管理，提高保障房申请全流程的透明度。将保障房建设规划、实施进度与申购需求紧密关联，给底层家庭明确、稳定的解决住房问题的预期，也使地方政府心中有数，合理把握建设进度。

微观层面，坚持宏观审慎监管工具的差异化运用和执行基础，继续探索压力测试工具在防范区域性和行业性风险中的作用。一是坚持使用个人住房贷款价值比（LTV）这一有效工具，并进一步探索其差异化运用，防范房地产信贷的“集中度风险”。二是关注并防范基础性数据系统性偏差导致的工具失效。完善个人诚信建设和税收征管体系，避免收入不透明和负债信息不对称造成债务收入比和家庭总债务支出收入比这两项指标的系统性失真；要求银行坚持严格的审贷标准，把好房地产贷款准入关，加强房地产押品审慎估值的动态管理，避免出现系统性评估偏差。三是高度关注总负债率较高的房地产企业，加强对这类企业的除信贷外的其他渠道融资情况的监控，依靠更严格的贷前审查更深入的贷后管理，加强对企业多头授信、超额融资的控制，迫使企业合理控制负债率。四是强化压力测试工具的使用和结果运用。提高压力测试方面的技术和专业性，逐步推进压力测试工具的规范化和常态化使用，探索统一宏观

压力情景下的整体压力测试。

（二）防范流动性风险

一是督促银行提高流动性风险管理意识和技术水平。改变依赖同业进行短期资金管理的习惯，加强对资产负债期限的主动管理，提高现金流缺口管理的精细化程度。健全流动性风险压力测试机制，增强流动性应急方案的可操作性，提高流动性应急资金来源的充分性和可靠性。

二是完善流动性指标监管体系，提升对流动性风险的监管能力。继续坚持使用存贷比工具，但可适时调整存贷比计算公式。定期对LCR与NSFR的假设条件进行验证，实现流动性风险的监管意图。此外，建议可考虑借鉴香港金管局的做法(23)，引入稳定资金要求（SFR）工具，将影响系统稳定的特定风险内化为单体机构更高的流动性管理要求，抑制商业银行资产刚性扩张的冲动。

三是强化外部纪律约束。金融监管部门协调明确对金融机构提供额外流动性支持的条件、范围和期限，并对部分情况实施惩罚性贴现利率，加大市场信息披露，更好地发挥市场对金融机构不审慎经营行为的约束作用。

第四节　小结

有效识别和准确评估风险是防范金融系统性风险、加强宏观审慎监管的重要前提。本章全面分析了我国当前潜在的系统性风险程度、风险来源、触发条件及触发可能性。通过借鉴IMF金融稳定图监测法，认为我国金融系统性风险隐患正在累积。同时，基于系统性风险的三个分析角度、三个触发条件，得出的基本结论是：我国银行“大而不强”的特征致使潜在系统性影响上升，而就单一行业

而言，房地产是当前可能引发系统性风险的唯一行业隐患。金融体系的整体流动性风险也值得高度重视。目前尚不具备引发系统性风险的触发条件，但房地产量价变化是最不稳定因素。最后，针对我国面临的系统性风险隐患，着眼宏观审慎监管政策提出精简性的政策建议，为后续章节奠定了良好基础。

本章第一节通过比较目前国际上常见的系统性风险评估监测方法，从可操作性、实用性出发，借鉴采用了IMF的金融稳定图监测法。结果表明，相比于全球金融危机爆发前，货币供应量和信贷的高速增长、企业和居民债务的上升都推高了信贷风险。经济增长速度下滑、投资和信贷扩张等推高了宏观经济风险；全球流动性扩张、低全球利率和国内货币供应量的持续扩张加大了市场风险和国内流动性错配；外国直接投资等资本流入和主权债务风险基本稳定。总体上，过去7年间，信贷激增和房价上涨构成对中国金融稳定的核心挑战，总体潜在系统性风险仍然处在逐渐积累并上升的通道。

本章第二节尝试结合我国金融监管部门多年宏观审慎监管工作的实践和探索，进一步从集中度、关联性和流动性三个方面深入分析当前我国面临的潜在金融系统性风险。从集中度来看，宏观层面，银行业规模相对实体经济规模比重进一步上升，且这个趋势尚没有改变。若银行业不加快调整资产结构和商业模式，银行业潜在的系统性影响还会继续上升。微观层面，银行信贷资金大量向房地产集中，房地产行业信贷在总量和结构方面存在系统性隐患和脆弱点。从关联性来看，中国的金融体系关联性主要体现在，包括银行信贷在内的多种融资渠道很大部分都指向了房地产这一基础资产，房地产市场泡沫的挤出，将有可能造成各类融资渠道的风险共振和交叉影响。从流动性来看，中国银行业的资产负债期限错配问题依然严重，国际环境的变化，将有可能引发更复杂的流动性风险，这

都对我国商业银行流动性管理提出了更高的要求。考虑到我国商业银行的管理水平尚没有与风险积累保持同步进步，因此，金融体系整体流动性风险隐患的上升及其管理要更加重视。分析表明，房地产是当前可能引发系统性风险的唯一行业隐患，金融体系的整体流动性风险也值得高度重视。

本章第三节讨论了我国潜在系统性隐患的三个外部环境的触发条件：经济增长率短期内迅速下降、官方基准利率短期内急剧攀升和全国房地产市场短期内量价大幅超调。课题组认为，尽管目前中国不具备这几个触发条件，但房地产量价变化是最不稳定因素，需要高度关注。最后，结合对系统性风险来源和触发条件的分析，就加强宏观审慎监管政策以及缓释房地产市场系统性风险提出了政策建议，详细建议见第八章。

刘春航等，银行业系统性风险度量框架的研究［J］.金融监管研究，2011（12）.↩

María Rodríguez－Moreno and Juan Ignacio Peña, Systemic risk measures:the simpler the better? BIS Paper No.60, 2011.↩

Borio.C and M.Drehmann, Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences, BISWorking Papers, No 284, 2009.↩

计算Z值和转换为排名的方法详见附录4。↩

具体指标构成详见附录4。↩

尽管金融危机以来中国外汇储备继续增长，但2008到2013年外汇储备的年增长率只有16%，远低于全球金融危机前2000年到2007

年的33%的增速。↩

廖岷.立实体经济之本解金融问题之惑［J］.中国金融四十人论坛主题文章，2013（7）.↩

廖岷.银行业风险未脱媒［J］.新世纪周刊，2013（20）.↩

本文作者定义，详见第二章。↩

数据来源：统计局官方网站，历年的中国统计公报。↩

主要是工农中建交五大国有银行，以及资产规模在3万亿以上的商业银行（招商银行、浦发银行、兴业银行、中信银行和民生银行）↩

随着我国进入“三期叠加”时期，年均7%的实际经济增长率应已属于较为乐观的估计。在表格5－1的实际测算中，以简单考虑了通货膨胀因素（根据历史经验，预估为2.5%）的GDP名义年均增长率9.5%进行计算。↩

姜建清，《新形势下商业银行的转型》，该文为作者在2014年金融四十人年会暨专题研讨会上的主题演讲。↩

对于影子银行的定义和口径，目前存在较大争议。为了对其投向进行完整分析，本书采用大口径定义。↩

国家审计署：《2011年第35号：全国地方政府性债务审计结果》，2011年6月；《2013年第32号：全国政府性债务审计结果》，2013年12月。↩

平均年限的估算方法：以各期限存（贷）款占各项以各期限存（贷）款的比重为权重，以期限上下限平均值赋值，按加权平均计

算得出。比如活期的赋值0年，3个月内的赋值0.125年，3个月－6个月赋值0.375年等等；对于5年以上的存（贷）款，考虑到10年期以上的存（贷）款占比非常少，统一赋值7.5年（5年－10年的平均值）。↩

同业业务规模目前无标准的统计口径，本节相关数据由作者根据银监会报表数据整理估算。↩

相关信息转引自和讯网，http://news.hexun.com/2012/1938/148992244/.↩

刘明康.从今天开始管控好流动性［J］.中国中小企业，2014.↩

由课题组根据Wind资讯数据整理发现。↩

马宁，李南.中国银行业与证券业：杠杆、流动性、影子银行及改革，2014（8）.↩

这里仅是提出概括性的政策建议，具体内容详见第八章。↩

2013年10月香港金管局针对当年香港银行业贷款快速增长的情况，针对增速较高的银行一对一发函要求，2013年底相比于2012年底，贷款增长高于20%的银行，需执行稳定资金要求（Stable Funding Requirement），即需补足的稳定资金缺口＝（客户贷款－客户存款的70%）×稳定资金比率－可以使用的稳定资金。这一作法实际将流动性管理与信贷增长有机结合，“一石双鸟”，针对性很强。↩

第六章 中国宏观审慎监管工具有效性分析

中国是较早实施宏观审慎监管政策的国家之一，已经开展的宏观审慎监管实践与我国金融体系的系统性风险表现密不可分。因此，本章将针对前文所述的系统性风险表现，阐述我国金融监管部门采取的宏观审慎监管机制和主要宏观审慎监管工具，并实证分析主要宏观审慎政策工具的有效性。

第一节 中国宏观审慎监管总体情况

一、中国金融稳定框架和审慎监管

（一）金融监管部门的职能分工

过去十年，在经济快速扩张和结构显著变化的过程中，中国一直保持着金融体系的相对稳定，这不仅在于金融管理制度安排与我国金融体系的特点和发展阶段相适应，更重要的是为了推动监管协调和监控跨市场风险传染，我国在已有金融管理制度安排的基础上初步建立了一个比较完整的金融稳定框架。

自20世纪90年代以来，我国陆续成立中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）、中国保险监督管理委员会（以下简称“保监会”）和中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”），正式形成了由中国人民银行负责货币政策，银监会、证监会和保监会实施分业监管的“一行三会”格局。中国人民银行主要制定和执行货币政策，制定和实施宏观信贷指导政策，负责防范、化解系统性金融风险，维护国家金融稳定与安全；银监会负责对银行业金融机构实施监督管理；证监会依法对全国证券期货市场实行集中统一监督管理；保监会统一监督管理全国保险市场和各类保险机构。此外，财政部、国家外汇管理局和国家发展改革委员会也在维护中国的金融稳定方面发挥着重要的作用。财政部的职责包括分析预测宏观经济形势，负责制定财政政策，参与制定各项宏观经济政策；国家外汇管理局承担外汇储备管理、跨境资金流动监测工作，并负责全国外汇市场的监督管理；国家发展改革委负责汇总分析财政、金融等方面的情况，参与制定财政政策、货币政策和土地政策，综合分析财政、金融、土地政策的执行效果。从上述职责安排可以看出，在我国宏观审慎监管框架中，中国人民银行发挥了主导作用。

关于分业监管和集中监管的优劣之争由来已久，在宏观审慎监管领域也是如此，但并没有实证研究支持分业监管比集中监管更好，或集中监管比分业监管更有效。金融监管模式的选择，及其金融监管体系变迁的路径，都取决于一国经济金融发展的历史以及运行的内外部环境。各国对监管体制的安排更多的是一种政治选择。整体而言，我国采取分业监管的模式是与金融业发展现状相吻合的，有助于提升行业监管部门的专业性和独立性，避免监管政策与货币政策“同步波动”（同时紧缩或放松）造成金融体系的不稳定。以银监会为例，自2003年银行业监管职能从中国人民银行分离出来单独成立银监会以来，我国的银行业监管取得了令人瞩目的进步，监管的有效性明显提升，银监会与中国人民银行及其他监管部门之间建立了正式与非正式的信息共享与合作机制，对于提高监管效率和维护金融业安全稳健运行也发挥了重要作用。2010年，国际货币基金组织和世界银行对我国银行业的金融部门评估（FSAP）中给予我国银行业监管高度评价，《有效银行监管核心原则》的25个项目中，有24个被认为是符合或大体符合，评价结果甚至好于美国

等发达国家。

（二）在金融政策协调方面的探索

为了推动监管协调和监控跨市场风险传染，中国监管部门间的协调机制三次推进。第一次是在2003年，银监会成立；修订后的《中国人民银行法》第一章第九条规定“国务院建立金融监督管理协调机制，具体办法由国务院另行规定”；银监会、证监会和保监会签署《在金融监管方面分工合作的备忘录》规定建立三方联席会议制度，但上述三方联席会议未包括中国人民银行，且召开的次数非常有限。第二次推进为2008年，颁布中国人民银行“三定”方案中，要求“中国人民银行会同银监会、证监会和保监会共同建立金融监管协调机制”，但由于各种原因，上述“一行三会”间的金融监管协调机制并未取得实质成果与进展。

第三次推进在2013年，鉴于政策协调的重要性，2013年建立的中国金融监管协调机制是我国改善金融体系稳定性的新尝试。2013年8月15日，国务院对《中国人民银行关于金融监管协调机制工作方案的请示》（银发〔2013〕185号）进行了批复（即《国务院关于同意建立金融监管协调部际联席会议制度的批复》以下简称《批复》）[(1)]，该《批复》同意建立由中国人民银行牵头的金融监管协调部际联席会议制度，联席会议不刻制印章，不正式行文，按照国务院有关要求认真组织开展工作。该联席会议的职责和任务包括：货币政策与金融监管政策之间的协调；金融监管政策、法律法规之间的协调；维护金融稳定和防范化解区域性系统性金融风险的协调；交叉性金融产品、跨市场金融创新的协调；金融信息共享和金融业综合统计体系的协调；国务院交办的其他事项。该联席会议由中国人民银行牵头，成员单位包括银监会、证监会、保监会、外汇管理局，必要时可邀请发展改革委员会、财政部等有关部门参加。联席会议办公室设在中国人民银行，承担金融监管协调日常工作。

该联席会议的目的是在既未打破原有监管体制又未新增机构的情况下加强系统性风险的分析和防范，并强化宏观审慎监管。第一，国务院在上述批复中指出，联席会议重点围绕金融监管开展工作，不改变现行金融监管体制，不替代、不削弱有关部门现行职责分工，不替代国务院决策，重大事项按程序报国务院。第二，联席会议不刻制印章，不正式行文，按照国务院有关要求认真组织开展工作。第三，联席会议由中央银行牵头，充分发挥中央银行优势。同时工作方式灵活，一方面联席会议通过季度例会或临时会议等方式开展工作，落实国务院交办事项，履行工作职责。另一方面，联席会议建立简报制度，及时汇报、通报金融监管协调信息和工作进展情况。

（三）监管协调中的不足

虽然目前我国已设立的金融监管联席会议制度有助于系统性风险管理的信息共享，但其“联席会议不刻制印章，不正式行文”，“不改变现行金融监管体制，不替代、不削弱有关部门现行职责分工，不替代国务院决策”的特点，决定其更多为沟通平台，而非决策机制。

一是金融政策间协调机制的顶层设计缺乏约束力。金融监管协调部际联席会议增强了各监管部门对重大综合监管事项的协商解决力度，对监管信息的沟通共享提供了便利渠道，但作为非常设机构对监管各方没有直接的管辖权，不具有强制力和决策性质的制度安排，操作层面的协调难度仍然不小。在这方面，英美等国的金融政

策协调机制顶层设计则显得更为合理和有效，英国的中央银行以及美国的金融稳定监督委员会都在监管政策协调和统筹方面发挥了良好的作用[(2)]。

二是缺失金融监管协调立法影响到决策执行力。一般认为金融监管协调分为三个层次，第一个层次是立法基础，即由法律直接规定的框架和安排或由法律做出原则性要求；第二个层次是机构之间签署谅解备忘录，对法律中难以细化的事宜做出明确规定；第三个层次是在操作层面上做出的一系列临时性安排。目前，中国既没有由法律直接规定的协调框架和安排，也没有由法律做出的原则性要求。事实上，第一层次的缺失往往导致谅解备忘录和操作安排流于形式，形式上的协调关系难以起到实质性作用。在这方面，英美等国的监管立法是值得借鉴的，美国于2010年7月21日通过《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，英国于2012年通过《2012年金融服务法》，都通过法律的形式确定了金融监管职责分工和协调机制，构建了良好的法律基础[(3)]。

鉴于中国目前存在多个决策主体，而金融政策协调方面的制度不足，导致政策工具组合的非预期后果显著，特别是本课题第七章以2008年后阶段性金融政策组合的协同效果为例，证明了我国在金融政策，特别是货币政策和监管政策（宏观审慎监管、微观审慎监管）方面协调的不足，已出现了“政策抵消”或“政策超调”现象。不同部门为实现同一或不同政策目标而分别采取不同的政策工具，这些政策的组合要么是通过共振实现了政策效应的强化，要么是由于不同的作用机理而削弱了政策效应，甚至产生了对目标的背离与福利的削减。可见，在客观上已要求不同决策部门在出台政策工具过程中加强协调，从而实现政策工具组合的最佳效应。

二、中国宏观审慎工具运用总体情况

近年来，中国金融监管部门已经采取一系列宏观审慎政策措施来降低银行业系统性风险，提高金融体系整体的稳健性。

总体来看，与其他国家相比，我国金融监管部门所采用的宏观审慎政策工具（见表6－1）体现出以下特点：一是种类较多，体系较为完整，包括应对时间维度风险和应对跨部门维度风险两大类，审慎监管指标调节和行为监管并重；二是目标多元化，从宏观控制到中观微调均有涉及；三是多个金融监管部门，尤其是中国人民银行与银监会共同协作实施。

表6－1　中国宏观审慎政策工具

工具	实施机构	政策目标
应对时间维度风险		
个人住房贷款价值比要求	中国人民银行，银监会	房地产价格、房地产相关资产业务
差别准备金动态调整机制	中国人民银行	信贷增长、资产价格
动态拨备要求	银监会、中国人民银行、财政部	缓解亲周期经营行为，提高损失吸收能力、信贷增长
逆周期资本监管	中国人民银行，银监会	缓解亲周期经营行为，提高损失吸收能力、信贷增长（辅助目标）
杠杆率要求	银监会	缓解亲周期经营行为

特定资产组合资本要求调整	银监会	对特定资产组合的增长进行微调
跨周期的风险加权资产计量方法	银监会	缓解资本计量的亲周期性
应对跨部门维度风险		
加强系统重要性金融机构的监管	中国人民银行，银监会	降低系统重要性金融机构经营失败对金融体系的冲击
流动性风险管理	中国人民银行、银监会	宏观层面的流动性风险
限制同业之间的交易	中国人民银行、银监会	降低金融机构之间的传染性
风险隔离（“栅栏原则”）	中国人民银行、银监会	降低中间业务、高风险业务对传统业务的传染性
早期预警系统	中国人民银行，银监会	

资料来源：2011年第4季度《中国货币政策报告》和廖岷（2012）。

第二节　时间维度宏观审慎政策工具

一、个人住房贷款价值比（LTV）要求

自我国个人住宅市场商业化改革以来，中国人民银行于1998年出台了《个人住房贷款管理办法》，规范商业银行开展个人住房按揭贷款，并规定首付比例不低于30%。为支持个人住宅业务快速发展，中国人民银行又在2001年降低了首付比例要求至20%，该项政策一直持续到2006年。针对房地产市场过热、房价增长过快的情况，我国金融监管部门开始实施动态个人住房贷款价值比政策。2007年，银监会要求商业银行将大面积首套住房（90平方米以上）的LTV从80%下调到70%，并提出二套房贷款首付比例不得低于40%的规定。在此之后，LTV又已多次调整（见表6－2）。

表6－2　银行对房屋按揭的贷款价值比率　　%

年份	日期	第一套住房		第二套住房
		＜90平方米	＞90平方米	
2007		80	70	60
2008			80	60
2009			80	60
2010	9月30日前	80	70	50
	9月30日后		70	50
2011			70	40

资料来源：2011年第4季度《中国货币政策报告》和廖岷（2012）。

动态LTV政策通过两个渠道降低系统性风险：一是抑制资产价格泡沫。对不同购房群体的差异化LTV比率要求直接影响住房消费和投资市场的有效需求，在保护刚性需求住房消费群体获得充足的金融服务的情况下，限制了投资性需求。同时，通过LTV比率的调整，金融监管部门向市场传递信息，遏制未来住房价格上涨预期，

可在一定程度上降低买房需求并缓解房价压力。二是提高风险缓释能力。降低LTV可以提高借款人违约成本，增强偿还贷款的意愿，即使在按揭贷款出现风险时，也能使金融机构获得更高的偿付可能，减少不良资产的出现。

二、差别准备金动态调整机制

中国人民银行于2004年推出了“差别准备金调整机制”，其核心是金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量等指标挂钩。金融机构的资本充足率越低、不良贷款率越高，适用的存款准备金率越高；反之则反是。其政策目标是引导货币信贷平稳适度增长，提升金融体系风险防范能力。在此基础上，2011年初，中国人民银行结合宏观审慎理念和流动性管理需要，推出“差别准备金动态调整机制”，即中国人民银行对逐个银行（Case－by－Case）连续动态调整准备金要求，以应对信贷风险。具体计算公式为：差别准备金率＝稳健性调整系数×（基本宏观审慎要求的目标资本充足率－实际资本充足率）。其中，基本宏观审慎要求的目标资本充足率＝8%的最低资本充足率＋逆周期资本缓冲＋系统重要性附加资本要求。稳健性调整系数的计算则基于银行本身的重要指标，包括流动资金状况、杠杆比率、拨备、信用评级、内部风险管理水平、支付和结算情况以及实施信贷政策的水平等。

差别准备金动态调整机制主要是基于银行信贷偏离经济增长加物价指数的程度，同时考虑各银行对整体偏离的影响以及各自的系统重要性程度和稳健性状况，重在引导并激励银行自我保持稳健和调整信贷投放。在差别准备金动态调整下，信贷偏离度越小、稳健性程度越高的银行，可相应少存放准备金、多放贷款，反之就需多存放准备金，减少贷款投放。由于其按月测度和调整，使得对信贷的调节比信贷总体规模的调整更具灵活性，有助于社会信贷水平的平稳与均衡，货币政策可以根据CPI和GDP的变化回归常态。

此外，2014年，中国人民银行开始实施定向降低存款准备金政策，分别于当年的4月和6月进行了两次操作，实施范围基本上包括了除农信社和村镇银行以外的全部金融机构。定向降准措施有助于建立正向激励机制，引导商业银行盘活存量、用好增量，有利于在不大幅增加贷款总量的同时，使“三农”和小微企业获得更多的信贷支持。当然也应看到，货币政策主要还是总量政策，其结构引导作用是辅助性的。中国人民银行《二季度货币政策执行报告》（2014年8月）指出，“定向降准等结构性措施若长期实施也会存在一些问题，如数据的真实性可能出现问题，市场决定资金流向的作用可能会受到削弱，准备金工具的统一性也会受到影响”。同时，“中长期看，经济内生增长动力的增强、经济结构的调整和转型升级、信贷资源投向和优化，根本上还是要依靠体制机制改革，发挥好市场在资源配置中的决定性作用”。

三、动态拨备

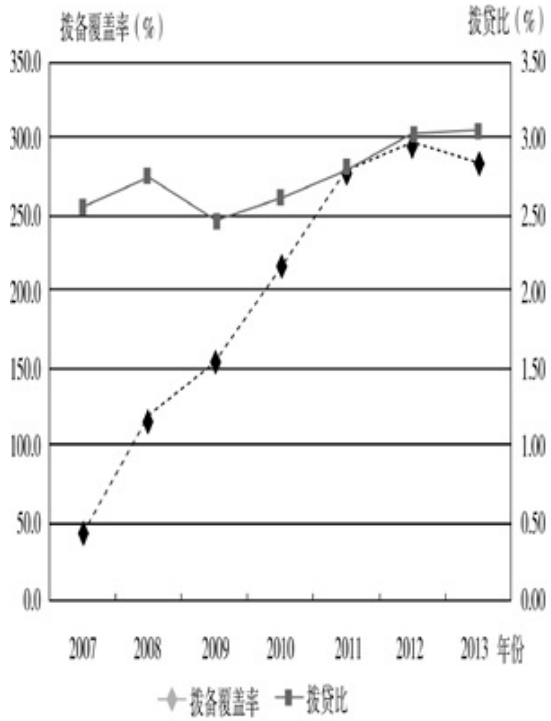
贷款损失准备是商业银行针对信贷类资产提取的减值准备，用以抵御风险，在成本中列支。金融监管当局根据信贷周期变化，运用动态拨备政策工具，可以影响银行发放贷款的成本，进而对银行经营行为进行调节。我国金融监管部门较早开始尝试运用动态拨备进行宏观审慎监管。2002年，中国人民银行发布《银行贷款损失准备计提指引》，将贷款损失准备分为一般准备、专项准备和特种准备，要求按季以风险暴露为基础计提专项准备，并根据特定情况计提特种准备，这些要求已经体现了拨备的前瞻性和主动性，具有动态拨备的雏形，但缺乏相应的操作细则，在监管实践中也很少使

用。2003年银监会成立以后，中国银监会设置贷款拨备率和拨备覆盖率指标衡量商业银行贷款损失准备的充足性。贷款拨备率为贷款损失准备与各项贷款余额之比；拨备覆盖率为贷款损失准备与不良贷款余额之比。

2004—2006年间，中国银监会出台《国有商业银行公司治理及相关监管指引》等相关文件，要求国有银行拨备覆盖率在规定期限内达标，即在财务重组完成当年拨备覆盖率当年不低于60%，5年内达100%。同期，针对中小银行，中国银监会出台《关于股份制商业银行风险评级体系（暂行）》，要求股份制银行拨备覆盖率应达到100%。2009年以来，针对中国银行业信贷规模快速扩张、风险积聚的顺周期特征，中国银监会多次调整贷款损失准备监管要求。首先，2009年4月和7月，在第一次和第二次经济形势通报会上，银监会通过窗口指导的方式要求商业银行将贷款损失拨备覆盖率先后提高到130%和150%。 2010年11月，中国银监会印发的名为《中国银监会关于加强当前重点风险防范工作的通知》中明确提出动态拨备监管标准的原型，对于商业银行贷款损失准备金占贷款余额的比例原则上应不低于2.5%，同时贷款损失准备金占不良贷款的比例原则上应不低于150%，两者按孰高要求执行。2011年，银监会发布《商业银行贷款损失准备管理办法》，以法规的形式明确了以贷款拨备率和拨备覆盖率相结合的动态拨备管理制度，规定银行业监管机构依据经济周期、宏观经济政策、产业政策、商业银行整体贷款分类偏离度、贷款损失变化趋势等因素对商业银行贷款损失准备监管标准进行动态调整，并可依据业务特点、贷款质量、信用风险管理水平、商业银行整体贷款分类偏离度、贷款损失变化趋势等因素对单家商业银行应达到的贷款损失准备监管标准进行动态调整，自2012年起开始正式实施。

由于动态拨备工具具备计算方式简单，针对性强的特点，我国金融监管部门对其使用频率较高，运用也较为成熟。从实际效果来看，动态拨备工具对信贷资产的扩张有良好的调节效果，也能使银行在信贷周期上行时期积累更多的储备，增强抵御经济周期下行时可能出现的损失的能力。

图6－1　2007—2013年我国商业银行拨备覆盖率及拨贷比走势



资料来源：中国银行业监督管理委员会年报（2007—2013年）。

四、逆周期资本监管

1995年，《商业银行法》出台，以法律形式确定了商业银行的资本充足率监管要求，明确商业银行的资本充足率不得低于8%。但是2002年末，中国银行业平均资本充足率水平仅为－1.98%，全国所有商业银行中仅有8家银行达到8%的资本监管标准。在此背景下，2004年银监会《商业银行资本充足率管理办法》逆势而立，通过“准确分类、充足拨备、做实利润、资本达标”的监管路径，督促商业银行提高资本充足率水平。

2008年全球金融危机之后，银监会针对国内商业银行信贷过度扩张、风险高度集聚的顺周期特征，强化资本监管工具的运用，发挥了良好的逆周期监管作用。2009年，中国银监会下发的《中国银监会关于完善商业银行资本补充机制的通知》中，明确提出2010年商业银行应在8%的最低资本要求基础上分别增加3%（大型银行）和2%（中小银行）的逆周期资本缓冲要求。除了资本充足率要求以外，该通知还提高了资本质量要求。2011年4月，银监会《关于中国银行业实施新监管标准的指导意见》，提高资本充足率监管要求。将现行的两个最低资本充足率要求调整为三个层次的资本充足率要求，正常条件下系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别不低于11.5%和10.5%，并应分别于2013年底和2016年底前达到新的资本监管标准。此后，2012年6月，银监会正式出台《商业银行资本管理办法（试行）》，虽然对系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率仍为11.5%和10.5%，但该办法调整了风险加权资产计算规则，取消对中央政府投资公共企业优惠风险权重，引入操作风险资本要求，事实上再次提高了资本要求。

值得注意的是，《商业银行资本管理办法（试行）》虽然正式提出了逆周期资本监管要求的概念，但我国金融监管部门对逆周期资本监管仍缺乏一整套完善的决策机制。虽在监管实践中已经运用了逆周期资本监管政策工具，但在政策时机以及力度的选择上可能

存在一定的不足，导致其尚未充分发挥作用。

五、其他宏观审慎政策工具

除了LTV比例、逆周期资本要求、动态拨备和差别准备金要求这四个最为重要和常用的时间维度宏观审慎政策工具以外，我国监管部门还通过一些针对性较强、精细化程度较高的宏观审慎政策工具，对特定资产组合进行逆周期干预，充分体现了有效“微调”的政策效果。

（一）对特定资产组合资本要求进行调整，以实现精细化调控

在对特定资产组合资本要求进行调整方面，比较典型的是对政府融资平台贷款、小微企业贷款、信用卡业务等出台的相关扶持或抑制性政策，这些都体现了宏观审慎政策工具在“微调”领域的效果。

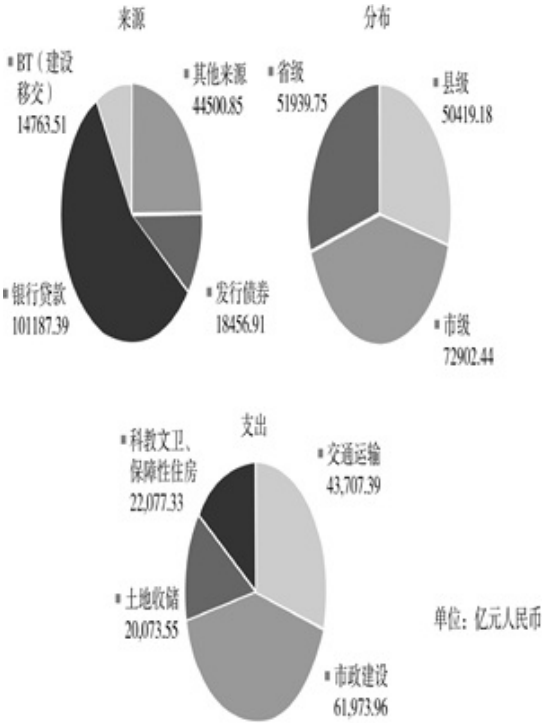
1.对政府融资平台信贷的监管干预

地方政府融资平台由于其规模不断扩大，风险隐患高且难以估计，政府及时加强了对融资平台的管理，并防范平台贷款风险影响银行业资产质量和整体稳健。2010年6月13日，中国政府网公布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号，以下简称《通知》），要求地方政府和相关部门在年内清查地方融资平台债务，并对融资平台公司进行清理规范。

根据国务院的统一部署，中国银监会要求商业银行全面评估和有效防范地方融资平台风险，加强贷款跟踪检查，采取解包还原、总量控制的监管措施。同时，中国银监会还要求金融机构应根据《中国银监会办公厅关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》（银监办发〔2010〕244号）所要求的按现金流覆盖比例划分的全覆盖、基本覆盖、半覆盖和无覆盖平台贷款计算资本充足率贷款风险权重，其中，全覆盖类风险权重为100%，基本覆盖类风险权重为140%，半覆盖类风险权重为250%，无覆盖类风险权重为300%。相较于原来的100%风险权重，银监会大幅提高了商业银行对地方政府融资平台债权的资本要求，遏制商业银行放贷冲动，避免银行业信用风险过度集中。

从政策效果来看，针对地方政府过度举债的行为，以及银行过于依赖政府担保导致平台贷款风险过高的问题，我国金融监管部门通过一系列监管措施一定程度上减缓了风险在政府平台的过度累积。从2013年12月国家审计署公布的政府债务审计结果来看，截至2013年6月末地方债务资金来源中，银行贷款虽然仍为地方政府最主要的举债来源，但占地方政府债务的比例大幅下降（比2010年下降了22.45个百分点），这在很大程度上得益于银监会对商业银行地方政府融资平台贷款的监管。不可否认的是，地方债务余额从2010年末的10.72万亿元上升至2013年6月末的17.89万亿元，增幅为66.93%，债务水平居高不下，说明这一系统性风险隐患依然存在。目前，地方政府举债的来源更加多样化，更多的通过影子银行体系获取资金，也一定程度上助长了影子银行业务的快速发展，在监管套利的过程中产生了新的风险隐患。可以预见，未来几年，政府融资平台贷款风险管理仍将是银监会等金融监管部门的监管工作重点。

图6－2　2013年6月末地方政府债务情况



资料来源：国家审计署2013年12月发布的《2013年6月末全国政府性债务审计结果》。

2.小微企业贷款

为支持商业银行改进小企业金融服务，中国银监会于2011年发布《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，以期引导商业银行进一步开展小企业金融业务，不断优化小企业融资环境，其中的鼓励政策包括：对于风险成本计量到位、资本与拨备充足、小企业金融服务良好的商业银行，经监管部门认定，存贷比、不良贷款比例等相关指标可做差异化考核；对于运用内部评级法计算资本充足率的商业银行，允许其将单户500万元（含）以下的小企业贷款视同零售贷款处理，适用优惠风险权重。在2012年发布的《商业银行资本管理办法（试行）》中，特别提出对小微企业债权的风险权重设置为75%，而对一般企业的债权风险权重则为100%。2011年以来，我国商业银行对小微企业金融服务的支持逐步增强，对小微企业的贷款无论是增量还是增速都超过其他类贷款的水平，这充分体现宏观审慎政策在局部进行微调的良好效果。

3.信用卡业务

2001年开始，国内银行开始大规模进军信用卡市场，信用卡业务市场出现了井喷式的发展。人民银行历年《支付体系运行总体情况》显示，2007年全国信用卡累计发卡量较上年度大幅增长82%，随后的2008年和2009年，全国信用卡累计发卡量增幅虽有所下降，但均保持在30%以上。随着信用卡业务的快速发展，我国商业银行在信用卡业务管理领域的问题开始凸显，风险水平快速上升。针对这一情况，中国银监会陆续出台的19份“通知”和“风险提示”对信用卡业务进行规范。2011年，在充分研究国内外现行信用卡业务相关法律法规和文件、征求专家和业内机构意见的基础上，结合我国实际发展情况和风险管理现状，中国银监会发布了《商业银行信用卡业务监督管理办法》，从信用卡的业务准入、发卡行为、审核授信、额度管理、交易授权、受理收单、催收行为、风险控制等各个环节对我国商业银行信用卡业务进行制度规范。这是我国第一部

专门针对商业银行信用卡业务的部门规章，对我国商业银行审慎、合规发展信用卡业务具有重要意义。其中，第九十八条明确规定，发卡银行应当严格执行资本充足率监管要求，将未使用的信用卡授信额度，纳入承诺项目中的“其他承诺”子项计算表外加权风险资产，适用50%的信用转换系数和根据信用卡交易主体确定的相应风险权重。而在此之前，多数银行对信用卡未使用授信额度不计提监管资本，这一措施在实际上提高了信用卡业务的资本监管要求。这一系列宏观审慎监管措施，对商业银行信用卡业务的非理性过度发展起到了一定的制约效果。2012年和2013年，信用卡累计发卡量增幅放缓，分别为16.0%和18%，信用卡业务发展趋于理性，风险得到了有效的控制。

（二）在新资本协议实施中，要求银行采用跨周期的资本计量方法

依据巴塞尔新资本协议，各国监管部门可以允许符合条件的银行采用资本计量高级方法计算第一支柱监管资本要求，在信用风险方面，商业银行可选择风险敏感度更高的内部评级法计算信用风险加权资产。但是在2008年的国际金融危机中，各国监管部门发现，造成银行经营行为顺周期性的一个重要的原因正是风险敏感度较高的风险计量体系。在经济上行过程中，企业经营状况良好，更容易获得信贷支持，违约的可能性降低，在内部评级法下，银行的监管资本要求也随之降低，放大了银行向实体经济提供信贷支持的能力；而在经济下行过程中，企业经营情况恶化，违约可能性上升，在其他条件不变的情况下，银行的风险加权资产水平会快速上升，资本充足率水平下降，遏制了银行向实体经济提供信贷支持的能力。

为了缓解资本计量敏感性导致的顺周期性，银监会在对首批实施资本计量高级方法的6家商业银行[(4)]的监管评估中，要求商业银行采用更为审慎的方法计算监管资本。一是要求商业银行更多的采用跨周期（Through－the－Cycle，简称“TTC”）评级方法。所谓跨周期评级方法是指评级方法反映了在一个非常长的时期内（这个时期长到使整个经济周期的平均影响为零）的违约可能性，评级的形成使用了借款人所有的静态和动态特征，评级每年会随着客户自身情况的好坏而变化，但不会随着宏观经济条件的变化而发生变化。与此相对应的是时点（Point in Time，以下简称PIT）评级方法，即评级的形成运用了当时能获得的所有借款人特征信息和总体信息，借款人评级随着经济前景的变化而迅速变化。在资本规划方面，不受周期影响的TTC评级的优势是显而易见的。商业银行和监管部门不会在经济较好的时期对银行资本充足率水平过度乐观，出现经济危机时，银行的资本充足率水平也不会出现快速、大幅的下跌，能够有效的缓解资本充足水平的顺周期性。二是要求使用更长的违约观察期。巴塞尔新资本协议对内部评级法的要求是违约观察期不应少于5年的数据积累。进入21世纪以来，我国商业银行经过不良资产剥离、商业化改革，经营能力得到增强，恰逢宏观经济形势良好，近年来不良贷款率逐年下降，客户违约率处于相对较低水平。银监会注意到，仅凭最近5～8年的数据对历史违约率进行观察，容易造成低估风险和资本要求的问题，一旦经济形势变化，很容易出现顺周期情形。银监会在对6家银行的资本计量高级方法评估中，引入长期违约中心趋势（Central Trendency，CT）对资本计量模型进行校准，延长数据观察期，使得资本计量结果反映更长期的风险水平，并建立CT逐年校准的机制，缓解资本计量方法的顺周期性。

第三节　跨部门维度宏观审慎政策工具

一、加强系统重要性金融机构监管

宏观审慎监管的跨部门维度中，主要关注的是系统重要性金融机构。系统重要性金融机构在金融体系中具有重要的影响力。当系统重要性金融机构出现危机时，会给整个金融体系带来巨大威胁。在中国现行情况下，国家主导的金融体系不会对“大而不能倒”的金融机构出现危机时坐视不管，甚至还会有“小而不倒”的问题，但对这些金融机构的保护并不意味着不会产生系统性风险或金融危机。目前，我国金融监管部门正在结合金融危机以来巴塞尔委员会制定的新监管标准，研究国内系统重要性银行的界定和相应监管政策安排。事实上，近年来，我国金融监管部门对系统重要性金融机构的监管已经积累了大量的经验。

（一）提高系统重要性银行的监管资本要求

2009年，中国银监会下发的《中国银监会关于完善商业银行资本补充机制的通知》中，明确提出2010年商业银行应在8%的最低资本要求基础上分别增加3%（大型银行）和2%（中小银行）的逆周期资本缓冲要求，这是第一次提出对大型银行和中小银行的不同监管资本要求，即大型银行监管资本要求高于中小银行1个百分点。此后，2012年，银监会正式出台《商业银行资本管理办法（试行）》，明确系统重要性银行的附加资本要求为1%。目前，虽然关于如何界定系统重要性银行尚无明确规定，但1%的附加资本要求已明确适用于五家大型银行。

（二）对系统重要性银行的更为严格的监管要求

2010年初，银监会针对大型银行探索创立了名为“腕骨”（CARPALs）的监管指标体系。这个模型由资本充足性（Capital Adequacy）、贷款质量（Asset Quality）、风险集中度（Risk Concentration）、拨备覆盖（Provisioning Coverage）、附属机构（Affiliated Institutions）、流动性（Liquidity）、案件防控（Swindle Prevention和Control）等七方面13项指标构成，同时辅之以银行监管者的有限自由裁量权。这七项指标的第一个英文字母拼起来正好是英文单词“腕骨”（CARPALs），再加上有限自由裁量一共包括八个方面。“腕骨”指标体系也体现了银监会对大型银行采取更为严格和审慎的监管标准，以防范其经营失败导致对整个金融体系的毁灭性冲击。

（三）要求系统重要性银行制定恢复与处置计划

恢复与处置计划又称“生前遗嘱”，是增强银行风险预警和管理能力，维护金融系统稳定的重要宏观政策工具。我国金融监管部门正在推动大型银行和规模较大的全国性股份制银行研究和制定恢复和处置计划。2013年12月19日，中国银行公告称，作为全球系统重要性银行，根据金融稳定理事会和中国金融监管机构要求，制定恢复与处置计划。这是我国第一家制定“生前遗嘱”的银行，在此之后又有招行、建行等多家银行完成了“生前遗嘱”的制定。

（四）提高系统重要性银行信息披露标准

在巴塞尔新资本协议的三大支柱中，第三支柱——市场纪律被赋予了非常重要的角色。除了银行的自我约束和监管部门的监督检查之外，还需要通过有效、充分的信息披露，让更多的市场参与者通过“用脚投票”等决策方式对银行的行为进行监督和约束，弥补

监管资源的有限性。除了一般的信息披露要求之外，银监会提高了系统重要性银行的信息披露要求。2014年1月，银监会发布《商业银行全球系统重要性评估指标披露指引》（以下简称《指引》），该《指引》适用于两类商业银行：一是上一年度被巴塞尔委员会认定为全球系统重要性银行的商业银行；二是上一年年末调整后的表内外资产余额为1.6万亿元人民币以上的商业银行。《指引》要求上述银行于每年4月底前披露调整后的表内外资产余额、金融机构间资产、金融机构间负债、发行证券和其他融资工具、通过支付系统或代理行结算的支付额、托管资产、有价证券承销额、场外衍生产品名义本金、交易类和可供出售证券、第三层次资产、跨境债权和跨境负债12个指标。这项政策意味着，除了中国银行、工商银行两家全球系统性重要银行以外，目前农业银行、建设银行、交通银行、平安银行、华夏银行、光大银行、招商银行、中信银行、浦发银行、民生银行、兴业银行11家银行也需要按这一标准进行信息披露。

值得关注的是，虽然我国金融监管部门对系统重要性银行做出了一系列监管安排，但最为重要一项基础制度——市场退出机制尚未建立，社会公众普遍都会认为我国的大型银行是由中央政府提供隐性担保，不会出现破产倒闭的问题，这将在很大程度上影响整体监管的效果，也破坏了市场运行机制的有效性。如何解决“大而不能倒”的问题正是金融危机之后宏观审慎监管所面临的一大挑战。目前，银监会正在积极推进商业银行破产处置条例的起草工作，逐步推进商业银行市场退出机制的建设。

二、风险隔离政策

风险隔离政策亦被称为“栅栏原则”，在监管实践中，其政策含义主要包括两方面：一是我国现在的分业监管模式，尤其是银行业和证券市场的严格隔离。二是针对商业银行近年来在创新业务中出现的问题和风险，银监会出台了一系列针对理财、投行和同业业务的政策要求，与传统银行业务进行风险隔离。

（一）分业经营要求

我国现行法律法规严格限制商业银行跨业经营。如《商业银行法》第四十三条规定，商业银行“在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”。再如《金融违法行为处罚办法》第十八条规定“金融机构不得违反国家规定从事证券、期货或者其他衍生金融工具交易，不得为证券、期货或者其他衍生金融工具交易提供信贷资金或者担保，不得违反国家规定从事非自用不动产、股权、实业等投资活动。”

以商业银行与证券市场风险隔离为例。为应对股市不断累积的“泡沫”及其不断向银行业扩散的系统性风险，2007年1月，中国银监会发布《关于进一步防范银行业金融机构与证券公司业务往来相关风险的通知》，禁止信贷资金被挪用进入股票市场，旨在防止将来资本市场泡沫破裂带来的风险传染。文件规定，“严格禁止银行资金通过各种方式违规流入股市”“严格禁止任何企业和个人挪用银行信贷资金直接或间接进入股市，银行业金融机构不得贷款给企业和个人买卖股票。若发现挪用贷款买卖股票行为，银行业金融机构要采取及时、必要的措施立即收回贷款”。之后，银监会各级机构派出检查队伍，对各级商业银行与证券公司业务往来中的违规挪用客户交易结算资金和信贷资金违规流入股市等行为进行现场检查。2007年6月18日，银监会宣布对被中国核工业建设集团公司

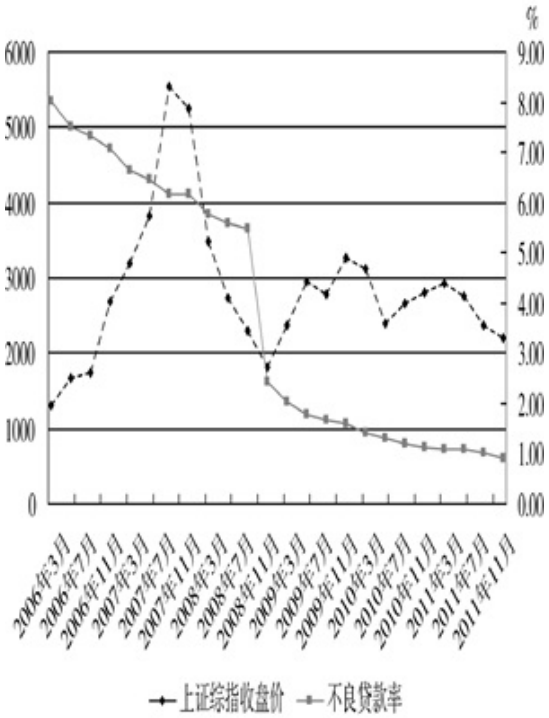
和中国海运（集团）公司挪用信贷资金的八家银行分支机构进行行政处罚。中国核工业建设集团公司和中国海运（集团）公司共计挪用了近45亿元的信贷资金进入房地产市场和证券市场。这些措施对商业银行加强信贷管理和监控信贷流向起到了威慑作用，有助于从严控信贷管理的方式，防范资本市场泡沫向银行业扩散。

2006—2008年，中国股市经历了大涨大跌。从2005年上证综指为1100点左右飙升至2007年10月的6124点，被称为“快速泡沫化”的进程。受到全球金融危机的外部冲击和“大小非解禁”等中国股市特色事件的影响，之后股市又迅速去泡沫化，从6000点以上对称性暴跌至2008年9月的2200点。在这个过程中，“泡沫化”阶段银行信贷资金入市冲动明显，但通过以上严查“资金违规入市”，以及规范信贷管理等结构化的监管措施，股市泡沫破裂阶段，银行业受到的影响较小，并未出现大规模坏账的情况。中国银监会实际上是通过风险隔离的方式，通过规范信贷资金的流向，避免信贷违规入市，控制了风险在银行业和证券业之间的传导，避免股市波动对银行业稳健经营的威胁。

表6－3　银监会查处信贷资金违规进入股市和房地产案例

相关银行	企业	情况（备注）
交通银行北京分行、北京银行	中国核工业建设集团公司	挪用短期贷款进入房地产市场、证券市场和其他渠道。累计获得流动资金贷款共计51笔金额23.66亿元。全部贷款中，有87.32%的银行信贷资金被企业挪用，其中6.12亿元被划入与中国核工业建设集团公司有关联关系的房地产企业，1.32亿元被挪用于证券市场和其他方面。
招商银行、工商银行、中国银行、兴业银行、中信银行、深圳发展银行	中国海运（集团）公司	挪用贷款资金申购新股。累计获得27亿元流动资金贷款中，至少24亿元被直接或间接划至证券经营机构用于申购新股。

图6－3　2006—2008年上证综指和商业银行不良贷款率变化情况



（二）创新业务风险隔离

近年来，我国商业银行业态变化非常迅速，金融创新步伐加快，同业业务、理财业务、投行业务、跨市场产品、影子银行等逐步活跃，融资渠道多元化趋势进一步显现。有些银行把理财业务与存款贷款等传统业务混在一起，既混淆了两类不同性质的银行业务，又隐匿了风险，增加了监管难度。同业业务原本是银行间临时性、短期性资金头寸调度业务，而有些银行在某种程度上把它变成了一种展业和盈利方式，以同业业务的名义大量开展投融资业务，存在较大的资金期限错配和流动性风险。投行业务虽为中间业务，但银行在融资过程中起到了举足轻重的作用，不仅通过各种形式为企业发行债券进行担保，还通过大量所谓的结构化融资等业务模式，规避信贷规模管制，业务风险和传统信贷业务交错混杂，难以隔断。在理财、同业和投行业务中，商业银行广泛运用各类“通道”机构，信托、证券、基金和保险等类型的金融机构均成为商业银行“类信贷”业务的重要渠道，各种跨市场产品层出不穷，不同市场之间的风险传染性显著上升。

针对这一情况，我国金融监管部门采取了一系列监管措施。2009年至2013年期间，银监会陆续出台多个通知，针对银信合作、理财业务、信贷资产转让等业务提出具体监管要求或做出规模限制，禁止商业银行通过各类新型业务进行监管套利。

在此基础上，2014年，银监会出台《关于规范商业银行同业业务治理的通知》和《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》等一系列规定，要求商业银行深化业务治理体系改革，重点是在巩固前中后台分设的基础上，适应银行集团化发展要求，根据不同业务特点，分别实行子公司制、条线事业部制、专营部门制。其中，理财业务推行条线事业部制，由总行事业部统一产品设计，其他部门和分支机构仅负责产品销售；同业、投资等业务实行专营部门制，由法人总部建立专营部门单独经营，分支机构不再经营。信托、租赁、基金、投行等非银行金融业务实行子公司制，独立经营，严格建立防火墙。银监会明确要求商业银行在同业、理财等创新业务和传统存贷业务之间建立“防火墙”，系统、人员和流

程都严格隔离，建立独立的风险控制体系。这些监管要求被认为是能够从根本上改变同业、理财业务非理性发展，防范风险传染的重要措施。但值得注意的是，治理体系的改革只是诸多必要措施其中之一，其还无法彻底解决商业银行利用新型业务进行监管套利的问题，加上社会公众对理财“刚性”兑付的普遍认识，无法彻底隔断与银行自营业务之间的风险传染。在治理体系改革的同时，监管部门必须加强两方面工作：一是行为监管，加大对商业银行销售行为和套利行为的监管干预，对其中的违规情形要加大处罚力度；二是立法改革，明确商业银行理财业务的法律属性，加强投资者教育，打破“刚性”兑付的潜规则。

三、对金融机构之间的交易进行限制和规范

金融机构相互之间的资产负债业务是风险在金融体系中快速传播的重要渠道。本次金融危机中，欧美一些银行大量从金融机构借入短期资金，投资于次级债等资产，通过期限高度错配以获取收益。在市场流动性良好的情况下，这种业务模式能够得以持续，但在流动性紧张的情况下，这种业务模式会放大系统性的流动性风险，使得在非常短的时间内整个市场就从流动性充裕转变为流动性缺乏，甚至于很多原本交易活跃的资产陷于停滞的状况。而金融机构之间过度放大的资产负债业务，在这种情况下又称为系统性风险的“帮凶”，通过在金融机构之间的快速传染，几乎击溃了整个金融体系。

我国金融监管部门一直非常注重同业之间的业务往来，通过法律法规进行了非常严格的限制。《商业银行法》第四十六条规定，商业银行开展同业拆借业务的，“禁止利用拆入资金发放固定资产贷款或者用于投资”。2007年，中国人民银行颁布《同业拆借管理办法》，对同业拆借业务的额度和期限都进行了规定。其中，最高拆入限额和最高拆出限额均不超过该机构各项存款余额的8%；银行类金融机构拆入资金的最长期限为1年；信托公司拆入资金的最长期限为7天；同业拆借到期后不得展期。除了同业拆借业务以外，商业银行还相互大量持有对方发行的次级债（附属资本），在这种情况下，虽然单个机构的资本充足率增加了，但整个银行体系的资本水平并没有实际提升，反而加大了银行体系的相互传染性。针对这一情况，2009年，中国银监会发布《关于完善商业银行资本补充机制的通知》，对银行间交叉持有的次级债在资本充足率计算中进行严格扣除，避免了银行体系资本充足率虚增的问题。

2008年以来，为绕过信贷规模管制和资本监管要求的约束，国内商业银行表外业务、理财业务和同业业务（包括投资业务）出现了快速的扩张，这些业务本质上都是银行传统存贷款业务的延伸，是以成本较低的短期融资来匹配收益较高的长期资产，存在严重的期限错配问题，流动性风险快速上升。更有甚者，部分商业银行通过所谓“抽屉协议”等方式对非标资产提供隐性的担保，掩盖了风险实质。上述业务模式隐含了各种问题，银行业系统性风险水平快速上升。2013年6月，银行间市场和债券市场经历了一轮不折不扣的流动性危机。从6月初开始银行间市场资金就开始日渐紧张，至6月下旬资金紧张格局达到极致，隔夜和7天回购利率均一度突破20%，创下历史新高，大部分金融机构都在找钱。流动性的紧张导致投资者陷入极大的恐慌之中，股市一度两天内最大跌幅超过10%，债券收益率也是大幅飙升，尤其是短期债券收益率在一周时间内上升了超过200bp，均属历史罕见。

针对这一情况，2014年5月，中国人民银行、银监会、证监会、

保监会和外汇管理局联合发文《关于规范金融机构同业业务的通知》（银发〔2014〕127号，以下简称《通知》），对同业业务进行了规范。《通知》对结合业务实际情况，与时俱进的对同业业务进行了重新界定，并要求金融机构开展的以投融资为核心的同业业务，应当按照各项交易的业务实质归入上述基本类型，并针对不同类型同业业务实施分类管理。《通知》要求金融机构开展买入返售（卖出回购）和同业投资业务，不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保。对于同业业务高度期限错配的情况，《通知》要求金融机构应当合理配置同业业务的资金来源及运用，将同业业务置于流动性管理框架之下，加强期限错配管理，控制好流动性风险；并同时要求金融机构办理同业业务，应当合理审慎确定融资期限，其中，同业借款业务最长期限不得超过三年，其他同业融资业务最长期限不得超过一年，业务到期后不得展期。最后，《通知》对同业间的交易规模和集中度进行了限制，要求单家商业银行对单一金融机构法人的不含结算性同业存款的同业融出资金，扣除风险权重为零的资产后的净额，不得超过该银行一级资本的50%。单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一。

第四节　宏观审慎政策传导机制

本章前三节具体介绍了我国宏观审慎监管机制和政策工具的使用情况，本节将从不同类型政策工具作用的角度分析宏观审慎政策的传导机制，即宏观审慎政策实施过程中所能影响的变量和最终的效果。鉴于上述几节在对宏观审慎工具进行分类时是对工具进行跨时间维度和跨部门维度的分类，但在研究宏观审慎监管政策的传导机制时，需要按照其直接影响对象的不同区分不同类型政策工具，进而分别研究其传导途径。目前，国内外对宏观审慎政策传导机制的系统性研究较少，本节主要借鉴CGFS（2012）通过宏观审慎工具影响预期和金融机构选择的方法，分析其对金融市场、金融体系弹性、信贷周期的影响过程。

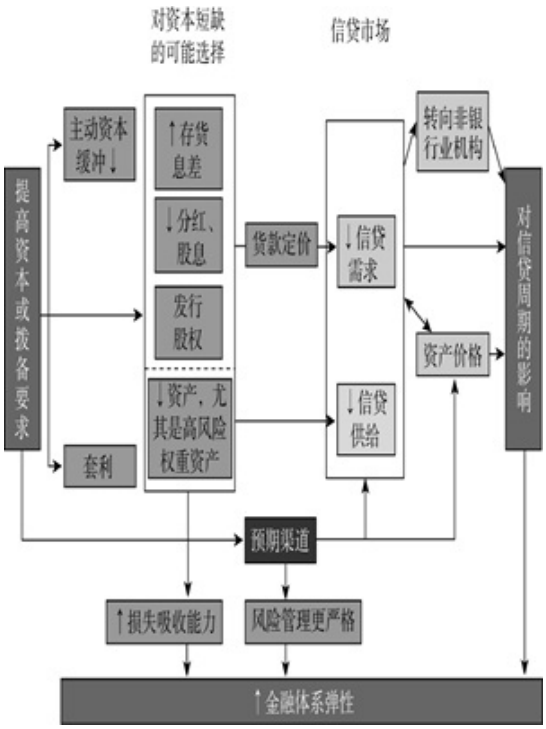
一、传导机制视角下的宏观审慎工具分类

在研究宏观审慎监管工具传导机制时，根据宏观审慎工具的直接影响目标，可将各种工具分为三类：一是资本类的宏观审慎工具，如逆周期资本监管要求、动态拨备等；二是流动性宏观审慎工具，如流动性覆盖率（LCR）和净稳定融资比率（NSFR）等；三是资产类的宏观审慎工具，指的是通过加强对借款者实施更严格的借款约束以限制信贷数量，此类工具主要应用在房地产抵押贷款方面，如LTV等。下文将以紧缩的资本类宏观审慎政策、紧缩的流动性宏观审慎政策、紧缩的资产类宏观审慎政策作用为例，对三类政策工具的传导机制分别进行研究。正常时期的宽松宏观审慎政策和紧缩宏观审慎政策的传导机制类似，只是传导过程中各因素的反应和效果正好相反。

二、资本类宏观审慎政策工具的传导机制

资本类宏观审慎政策的传导机制详见图6－4。

图6－4　资本类宏观审慎政策工具的传导机制示意图



注：　表示可能发生的市场行为；　表示可能发生的银行反应；　政策工具及目标；　影响有效性的因素。

（一）主要政策目标传导机制——增强金融体系弹性

增强金融体系弹性这一目标主要通过图形下半部分实现。首先，紧缩的宏观审慎政策能直接增强金融体系的弹性，因为更高的资本充足率水平使得银行抗冲击能力更强，因而降低金融体系信贷供给和其他中介服务中断的可能性。其次，紧缩宏观审慎政策的强烈政策信号也促使银行提高了风险管理要求，进而提高整个金融体系面对冲击的弹性。除此之外，紧缩的宏观审慎政策能影响信贷周期，降低金融体系的信贷扩张，使得风险积累减缓，进而间接增强金融体系的弹性。

（二）辅助政策目标传导机制——影响信贷周期

1.通过金融机构和金融市场的传导

紧缩的资本类宏观审慎政策对信贷周期这一目标的影响主要通过图形上半部分实现。如提高资本充足率要求等将导致金融机构面临资本金短缺的问题，为此，金融机构有四种方案选择：一是提高贷款利率与存款利率的利差；二是降低股息分配和红利发放；三是发行新的股权融资；四是减少持有的高风险权重资产等。其中前三项都是降低贷款的需求，而第四项选择则是降低贷款的供给。这几项选择必将导致最后的信贷总量下降，从而影响信贷周期。

2.通过市场预期的传导

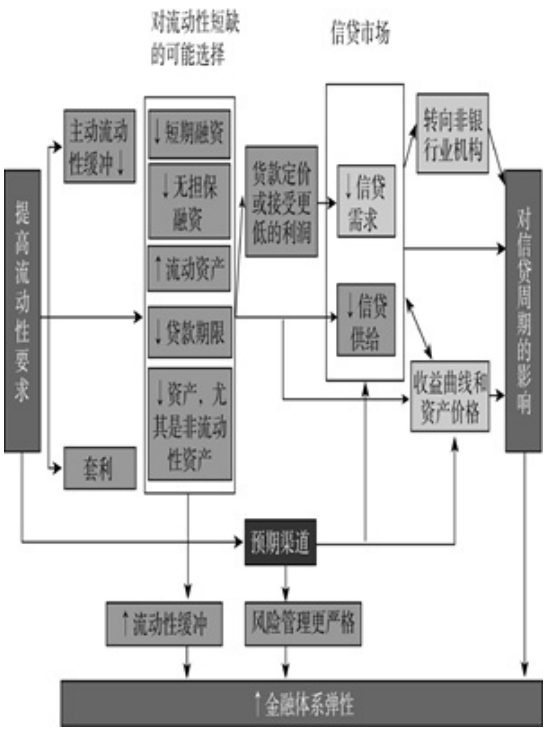
和货币政策的传递渠道一样，预期因素在宏观审慎政策的传递渠道中也起着非常重要的作用。相对于仅依靠沟通和道义劝解的金融稳定政策来说，紧缩的宏观审慎政策信号更加强烈，可信度更高。商业银行将据此提高信贷标准，从而影响信贷周期。

三、流动性宏观审慎政策工具的传导机制

流动性宏观审慎政策的传导机制详见图6－5。

以提高流动性宏观审慎政策要求为例，紧缩政策对信贷周期这一目标的影响主要通过图形上半部分实现。紧缩的流动性政策将导致金融机构面临流动性短缺，为此，金融机构有五种选择方案：一是将短期融资替换为长期融资；二是将非担保融资替换为担保融资；三是将非流动资产替换为流动资产；四是缩短贷款期限；五是减少持有非流动性资产等。其中选择一、二都将增加稳定的融资，但是这会导致融资成本的增加；选择三、四则会减少银行的盈利，这将导致贷款利率与存款利率价差的增大，从而减少企业的贷款需求；而选项五，减少非流动资产相当于直接减少贷款的供给。因此，这几种选择将导致信贷下降，从而影响信贷周期。和资本类的工具一样，预期在这一环节也起着重要作用。

图6－5　流动性宏观审慎政策工具的传导机制示意图



注：　表示可能发生的市场行为；　表示可能发生的银行反应；　政策工具及目标；　影响有效性的因素。

此外，增强金融体系弹性这一目标主要通过图形下半部分实现。紧缩的宏观审慎政策能直接增强金融体系的弹性，商业银行应对流动性压力时期的能力更强——因为它们有更多的流动性储备，减少对波动性较强的短期融资的依赖。除此之外，和紧缩的资本类宏观审慎政策一样，紧缩的流动性宏观审慎政策还能通过影响信贷周期、预期因素来间接影响金融体系抗击冲击的弹性。

2013年底，中国香港金管局推出的稳定融资要求（SFR），对信贷增速较高的商业银行实施更严格的流动性监管标准，这一措施正充分体现了流动性监管兼具宏观审慎和微观审慎作用的特点。(5)

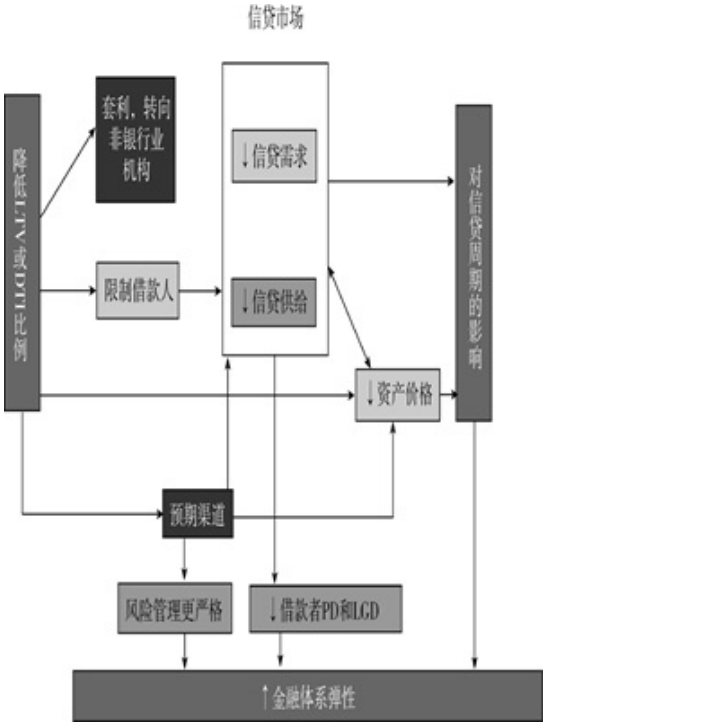
四、资产类宏观审慎政策工具的传导机制

资产类宏观审慎政策的传导机制详见图6－6。

与上述两类政策工具相同，对信贷周期的影响这一目标主要通过图形上半部分实现。紧缩的资产类宏观审慎政策通过限制部分借

款者的融资可得性限制信贷数量，进而降低房屋需求和增加储蓄。紧缩的资产类宏观审慎政策还通过降低贷款违约概率（PD）和违约损失率（LGD）来直接增强金融体系的弹性。首先，提高LTV比例将降低借款人的违约意愿，因为借款者违约会导致自身承担更大的损失。其次，降低LTV将抑制杠杆率，在出现违约时，银行可以获得更多的处置价值以弥补损失，从而降低违约损失率。

图6－6　资产类宏观审慎政策工具的传导机制示意图



注：　表示可能发生的市场行为；　表示可能发生的银行反应；　政策工具及目标；　影响有效性的因素。

需要注意的是，由于紧缩的资产类宏观审慎政策（LTV等）仅仅针对某些借款者，因此其对信贷周期的影响可能并不是特别大。和其他两类宏观审慎政策不同的是，预期因素可能在短期内起着增强信贷周期而不是抑制信贷周期的作用。因为当购房者预期LTV政策即将收缩时，可能提前进行借贷，并导致房地产价格（至少是暂时）的加速上涨。一般而言，这种情况可以通过缩短执行时滞来实现。

五、传导机制有效性的影响因素

期望各项宏观审慎政策通过相应的传导路径达到预期的政策目标，需要金融监管部门有良好的政策决策机制，也需要多数市场主体的理性行为，还得有良好的预期传导机制。

（一）政策时机选择

由于逆周期性是宏观审慎政策工具的重要特性，是否能够及时识别和度量“周期”是宏观审慎政策工具发挥作用的重要前提。一方面，在启动宏观审慎政策的阶段，过早或过晚使用相关工具的结果完全不同。政策实施得过晚比提早干预的代价高得多。在金融体系系统性风险形成期，行动过于迟滞则会使政策实施缺乏充足时间产生牵制力，进而影响政策有效性。另一方面，在政策退出阶段，过早取消宏观审慎政策可能会向市场传递错误的信号，而过晚取消

宏观审慎政策则会因银行过度去杠杠化反而导致顺周期效应。

（二）政策漏损

宏观审慎政策发挥预期作用，需要多数市场主体能够自觉将政策要求进行内化，依据监管要求修订自身的政策，并且能够通过有效的公司治理严格执行，提高风险管控能力。但是，必须认识到，完美的市场和金融监管仅存在于理想的模型中，在现实世界中，当金融监管部门推出宏观审慎政策后，市场参与者为了实现超额收益，将绕开监管，通过“金融创新”或其他途径开展已被管制的业务[(6)]。当这种监管套利行为成为一种普遍经营模式时，宏观审慎监管工具的效应就会大大削弱。可以说，监管套利的存在是影响宏观审慎工作传导机制有效性最为重要的因素。此外，严厉的宏观审慎政策还有可能将信贷“挤出”商业银行，影子银行体系则在信贷供给中发挥了更大的替代作用。这些都将加剧金融体系系统性风险的放大和传染，形成宏观政策调控的“非预期效果”[(7)]。

（三）预期影响

与货币政策传导机制相似，预期对宏观审慎政策工具传导机制的作用十分重要。若市场参与者能够以正确的方式对政策进行解读，则会合理的改变其行为方式（如减少对过剩行业的风险暴露，强化信贷发放标准等），实体经济也会做出相应的调整，使得宏观审慎政策的传导更为顺利，降低系统性风险的效果更为显著。而在危机时期，预期在宏观审慎政策的传导中则扮演了更为重要的角色。良好的预期可以避免金融机构在危机期间的采取过度的、非理性的风险处置措施，有助于重塑对市场的信心，增强金融机构之间的信任，避免宏观经济“断崖式”的衰退，以及风险在金融机构之间快速传染，确保宏观审慎政策的顺利传导。而一旦市场参与者无法形成正确、良好的预期，宏观审慎政策的传导将遭遇严重的制约，甚至可能进入恶性循环。

第五节　主要宏观审慎政策工具效果实证分析

一、实证方法

（一）模型选择

本研究第五章构建了我国的系统性风险图，从宏观经济风险、货币和金融条件、风险偏好、市场和流动性风险、信贷风险和外部传染风险六个维度构建多边形，通过面积和形态变化描述系统性风险的累积程度和主要来源。本章采用多元线性回归方法对宏观审慎政策工具与系统性风险状况之间的相关性进行实证分析，以判断宏观审慎政策工具的有效性。

（二）变量选择

1.被解释变量——政策目标的选择

由于系统性风险地图包含的指标数量较多，而根据第五章的分析结论，现阶段中国金融稳定的核心挑战来源于银行规模激增偏离实体经济、房地产风险传染以及流动性风险。由于中国金融监管部门长期以来通过存贷比和流动性比例两大监管指标对商业银行流动性风险进行监管，两个监管指标始终保持稳定，即75%的存贷比和25%的流动性比例监管要求并未进行周期性调整，而流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金比率（NSFR）近期刚刚实施，对流动性风险的宏观审慎政策有效性分析缺乏时序性数据积累。因此本章重点针

对银行规模偏离实体经济和房地产风险传染两大风险，选择与此密切相关的信贷增速、房地产贷款增速和房屋销售指数三个指标作为被解释变量，来研究宏观审慎政策工具的效果。其中，信贷增速和房地产贷款增速分别作为银行规模和房地产相关风险资产的近似替代。

2.解释变量——政策工具的选择

我国采用的宏观审慎政策工具多达十余种，本章选择了部分主要的宏观审慎政策工具作为解释变量，并增加个别货币政策工具作为解释变量，以此对不同类型政策工具的有效性和相互作用进行比较研究。具体的选择标准包括：

一是时间维度的宏观审慎政策工具，以便于进行时间序列分析；

二是重要性，在各类政策报告和研究文献中被提及最多的宏观审慎政策工具；

三是历史数据可得性，自2008年以来有官方统计信息披露的政策工具，以确保数据质量的可靠性；

综上标准，本章选择存款准备金率（货币政策工具）、贷款损失准备率、逆周期资本要求、杠杆率以及个人住房贷款价值比作为解释变量。

3.控制变量的选择

在考虑解释变量对被解释变量的作用时，理论上应该保证其他的变量大体稳定，但在现实世界中，这一假定通常是不满足的。对此的处理办法通常是将其他的一些可能对被解释变量有显著影响的因素也加入模型中，从而起到对这些相关因素所造成的影响进行“控制”。这些相关因素也即是我们通常所讲的控制变量。

在对宏观经济以及其他各方面风险的管理控制中，GDP增速通常都是非常重要的一个考量指标。在评价信贷增长、房地产价格水平带来的风险时，都需要放在一个特定的经济环境下进行考量，否则将有失偏颇。基于此，本课题认为GDP增速应该作为一个控制变量加入模型之中，最终的分析结果表明GDP增速对几乎所有的被解释变量都有显著的影响。

二、实证结果

表6－4　各主要政策工具对信贷增速的政策效果

	参数估计	标准差	t统计量	Pr（＞｜t｜）	显著度
截距	（62.24）	11.93	（5.22）	0.0000	***
存款准备金率	（0.67）	0.29	（2.36）	0.0214	*
贷款损失准备率	（0.26）	0.08	（3.11）	0.0028	**
逆周期资本要求	5.96	0.95	6.29	0.0000	***
杠杆率要求	1.02	0.65	1.55	0.1256	
个人住房贷款价值比	0.72	0.09	8.23	0.0000	***
GDP增速	1.16	0.19	5.95	0.0000	***

表6－5　各主要政策工具对房地产贷款增速的政策效果

	参数估计	标准差	t统计量	Pr（＞｜t｜）	显著度
截距	37.15	21.44	1.73	0.0879	.
存款准备金率	（1.84）	0.51	（3.58）	0.0007	***
贷款损失准备率	（0.59）	0.15	（3.95）	0.0002	***
逆周期资本要求	8.60	1.70	5.05	0.0000	***
杠杆率要求	5.23	1.18	4.44	0.0000	***
个人住房贷款价值比	（0.50）	0.16	（3.18）	0.0023	**
GDP增速	4.53	0.35	12.96	＜2e－16	***

表6－6　各主要宏观审慎政策工具对房屋销售价格指数的政策效果

	参数估计	标准差	t统计量	Pr（＞｜t｜）	显著度
截距	41.68	17.18	2.43	0.0181	*
存款准备金率	（0.56）	0.41	（1.36）	0.1802	
贷款损失准备率	（0.15）	0.12	（1.28）	0.2042	
逆周期资本要求	1.03	1.36	0.75	0.4546	
杠杆率要求	5.25	0.94	5.57	0.0000	***
个人住房贷款价值比	（0.70）	0.13	（5.57）	0.0000	***
GDP增速	3.27	0.28	11.67	＜2e－16	***

表6－7　显著度标记具体含义如下表所示

显著度标记	置信度	显著水平
***	＜0.1%	极为显著
**	＜1%	显著
*	＜5%	较为显著
.	＜10%	较不显著
	＞＝10%	不显著

三、结果分析

（一）从政策目标的角度看政策工具的有效性

1.在对信贷增速的控制方面，存款准备金率和贷款损失准备金率对信贷增速有显著的控制作用，存款准备金率和贷款损失准备金率每上升一个点，能够分别影响信贷增速下降0.67和0.26个百分点。

2.在对房地产贷款增速的控制方面，存款准备金率、贷款损失准备金率和个人住房贷款价值比对房地产贷款增速有显著的控制作用，存款准备金率、贷款损失准备金率和房贷款价值比每上升一个点，能够分别影响房地产贷款增速降低1.84、0.59和0.50个百分点。

3.在对房屋销售价格的控制方面，仅个人住房贷款价值比对房屋销售价格指数有显著的控制作用，个人住房贷款价值比每上升一个点，能够影响房价销售指数增速降低0.70个百分点。

4.对于上述三个政策目标，逆周期资本要求和杠杆率要求都没有体现出理想的政策效果，甚至出现了与预期方向相反的结果，这需要结合其他影响因素进一步分析。

（二）对主要政策工具有效性的综合分析

1.逆周期资本监管要求作为宏观审慎政策工具的效果分析

实证结果来看，逆周期资本监管要求对政策目标没有体现出很好的政策效果，甚至存在正相关关系，也就是随着资本充足率要求的升高，系统性风险反而增大，对系统性风险的调节能力不如预期。综合分析其原因主要包括以下几个方面：一是逆周期超额资本机制的首要目标是保护银行业免遭信贷过度投放时系统性风险积聚带来的损害，即在经济过热之后金融体系出现压力时，银行业总体上有充足的资本保障信贷供给，且其偿付能力不受到市场质疑。从这一点来说，银监会通过逆周期资本要求使银行业在信贷快速扩张的同时整体资本充足水平仍保持稳步上升，风险抵御能力增强，已经充分实现了其政策目标。实证分析结果显示，资本充足率和杠杆率监管要求每提高一个百分点，分别能够使银行业平均资本充足率水平提高0.91和0.45个百分点，政策效果显著（见表6－8）。而对于信贷周期的“逆向”调节仅是实施逆周期资本监管的附带益处，不是主要目标，效果的实现也受到其他宏观经济政策的影响。巴塞尔委员会也认为“超额资本不是管理经济周期或资产价格的工具，理想情况下，应通过财政政策、货币政策和其他公共政策行动来解决这些问题”。二是有效的逆周期资本监管需要一整套完善的决策机制来实现，巴塞尔委员会要求“每个国家的相关监管当局应监测信贷增长，评估信贷增长是否过度，是否会导致系统性风险的积聚”；同时，“信贷/GDP是超额资本决定的有效参考基准，但不是监管当局制定和解释超额资本决策时的主导因素，监管当局应解释超额资本决策时所使用的信息以及使用的方式”。2009年以来我国监管部门对逆周期资本监管要求调整，更多的是跟进国际监管改革的努力和尝试，而缺乏一整套完整的逆周期资本要求决策机制，《商业银行资本管理办法（试行）》对此也没有相关规定，在政策时机的选择上可能存在一定的不足，导致对信贷增长制约的有效性受到限制。三是从资本充足率计算的角度来看，逆周期监管资本要求仅是提高了银行业资本充足率监管要求，而如果各银行补充资本金的渠道较为通畅，那么资本充足率作为一个监管要求就不能完全起到控制信贷规模增长的作用。从银监会统计数据来看，2008年底我国银行业的平均资本充足率在三季度末的基础上大幅度上升0.93个百分点，达到12.03%，从而达到了11%的监管要求。2008—2013年6年间，有4年的资本总量增幅超过风险加权资产增幅，增幅之差超过5个百分点，最大差额达到了52个百分点（2008年），资本总额的快速增加使得整个银行业在不断满足逆周期资本要求的情况下仍保持了较强的信贷供给能力。主要原因在于现阶段我国商业银行正享受着体制改革带来的制度红利，尤其是大型国有银行在股份制改革中获得了大量的资本，大幅减轻了资本压力。与此同时，我国正处于经济上升期，市场看好中国经济的持续发展，商业银行的良好盈利表现使得其在市场上获得资本补充相对容易。在这一情况下，商业银行的资本约束机制尚未形成，制约了逆周期监管资本对信贷增速等系统性风险监测指标的调控作用。但是，可以预期的

是，随着资本约束机制的不断增强，逆周期资本监管将更多的发挥其在宏观审慎风险管理领域的作用。

表6－8　资本类政策工具对实际资本充足率水平的影响

	参数估计	标准差	t统计量	Pr（＞｜t｜）	显著度
截距	3.35	0.64	5.21	0.0000	***
资本充足率要求	0.91	0.05	19.04	＜2e－16	***
杠杆率要求	0.45	0.15	3.03	0.0035	**
GDP增速	－0.17	0.05	－3.67	0.0005	***

2.杠杆率监管要求作为宏观审慎政策工具的效果分析

和逆周期资本监管相似，杠杆率作为宏观审慎政策工具对系统性风险的调节能力也不如预期。除了同样受资本约束机制影响以外，其原因还在于以下几方面：一是杠杆率监管要求目标在于经济过热时，限制银行体系杠杆率的积累，避免不稳定的去杠杆化过程对金融体系和实体经济的破坏作用，而缺乏根据信贷周期适时调整监管标准的机制，不能主动对信贷周期或经济周期进行调控。二是我国银行业长期以来一直实施的存贷比监管要求在某种程度上替代了杠杆率的政策效果。与部分发达国家银行更多的参与交易业务、表外业务等复杂业务不同，我国银行业长期以来一直坚持以传统存贷业务为主，与实体经济密切结合，存贷比监管要求基本上达到了对商业银行资产负债比例监管的效果。在这一情况下，新增杠杆率监管要求事实上是对原有监管规则的一个强化和完善，并非大幅提高监管标准，故不能“立竿见影”的发挥对系统性风险的逆周期调节作用。三是我国商业银行实际杠杆率水平高于监管要求。在2010年，巴塞尔委员会组织的全球定量测算中，我国商业银行的平均杠杆率水平为4.6%，高于4%的监管要求，商业银行实际杠杆率水平与法定监管标准之间仍有一定的缓冲，新监管标准的实施不会立即对商业银行的经营产生直接的影响，这也是其没有充分体现对系统性逆周期调节的重要原因。但是，可以预见，随着我国商业银行业务复杂程度的上升，表外业务和交易业务规模的不断扩大，杠杆率监管要求将在宏观审慎监管领域扮演更为重要的角色。

3.以存款准备金制度为例对货币政策有效性的分析

从实证结果来看，存款准备金率对涉及表内信贷的系统性风险指标，如信贷增速和房地产贷款增速等，均有比较好的控制效果，但值得关注的是，存款准备金率和影子银行占比之间显著正相关，即随着存款准备金率的提高，影子银行业务更为活跃，存款准备金率每提高一个百分点，影子银行占比将提高5.53个百分点（见表6－9），这一结果对存款准备金制度的有效性提出了很大的挑战。从微观金融主体的行为来看，随着存款准备金率的提高，以及信贷规模管制力度的加大，银行通过理财、同业和投资等业务方式，以信托公司、证券公司、资产管理公司等为通道，大量开展类信贷业务，对表内信贷形成了实质性的替代，且占比越来越高，同时那些未纳入监管或未得到充分监管的信贷中介也快速发展，导致以信贷为主要目标的货币政策手段事实上效果并不理想。而相对于存款准备金制度，从《巴塞尔协议Ⅰ》到《巴塞尔协议Ⅲ》，以及期间数份补充文件，资本监管制度都在对各种套利行为进行约束，现有的资本监管规则更为全面，与银行资产结构和业务特征的结合更为紧密，这也就导致资本监管中出现监管套利的可能性降低（目前银行

采用“抽屉协议”、不规范的会计处理等方式隐匿风险资产实际上是一种违规行为，而非套利行为）。从实证结果也可以看出，资本充足率和贷款损失准备率与影子银行占比之间则不存在显著的相关关系，即对影子银行业务的活跃程度的影响并不显著。

表6－9　各主要政策工具对影子银行占比[8]的政策效果

	参数估计	标准差	t统计量	Pr（＞｜t｜）	显著度
截距	（313.67）	61.87	（5.07）	0.0000	***
存款准备金率	5.53	1.38	4.00	0.0002	***
贷款损失准备率	（0.58）	0.40	（1.47）	0.1474	
资本充足率要求	2.37	4.44	0.53	0.5964	
杠杆率要求	（0.05）	3.13	（0.02）	0.9876	
个人住房贷款价值比	1.98	0.43	4.57	0.0000	***
政府部门负债率[9]	2.72	0.46	5.94	0.0000	***

资料来源：人民银行。

第六节　小结

本章针对前文所述的系统性风险表现，阐述了我国的金融监管部门的宏观审慎监管机制，并对我国的宏观审慎政策工具进行了全面的梳理和总结，这是目前所有类似文献中最为全面和完整的。

本章第二节和第三节重点描述了个人住房贷款价值比、差别存款准备金率、贷款损失准备率、逆周期资本工具等时间维度主要宏观审慎政策工具，以及系统重要性银行监管、风险隔离政策等跨部门维度主要宏观审慎政策工具的理论基础、运用实践和政策效果。本章第四节则主要从三类宏观审慎政策工具效用的角度对政策工具传导机制进行了分析和阐述。

本章第五节在第五章所构建的系统性风险地图的基础上，依据一定的标准筛选了部分解释变量（宏观审慎政策工具）和被解释变量（系统性风险指标），采用多元线性回归方法对宏观审慎政策工具与系统性风险状况之间的相关性进行实证分析，以判断宏观审慎政策工具的有效性。分析结果显示，存款准备金率、贷款损失准备率对信贷增速、房地产贷款增速有显著的控制作用；个人住房贷款价值比对房地产贷款增速和房屋销售价格指数有显著的控制作用，体现了良好的政策效果；逆周期资本要求和杠杆率要求对提升银行业整体资本充足率水平这一指标的影响效果较为显著，充分体现了主要政策目标，但受制于决策机制不完善以及资本总量的快速增长，对信贷增速等系统性风险指标没有体现出很好的辅助性政策效果。对于各类宏观审慎政策工具有效性的分析可能还需要一个相对较长的、宏观政策相关平稳时期的数据积累，才能得到更为精确的结果，这也是后续深入研究的努力方向。

中国人民银行网站，http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2013/20130820153053035278021/20130820153053035278021_.html.↩

详见本书第三章。↩

详见本书第三章。↩

这6家商业银行包括：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和招商银行。↩

详见本书第三章。↩

正如本节针对特定部门资本要求和贷款价值比工具的传导图所示，当工具推出后，将发生政策规避情形，参与者通过其他方式（如非银行、金融脱媒）等继续开展被限制部门的业务。↩

影子银行对系统性风险的传导机制详见附录二。↩

影子银行占比，我国尚无官方的影子银行规模数据统计，在此以社会融资总量扣除本外币贷款、保险公司赔偿和直接融资（银行承兑汇票、新增企业股票、企业债净发行额）来替代，统计通过银行、证券、保险三类金融企业之外的信贷中介向实体经济提供融资的总量。影子银行占比即上述影子银行规模/社会融资总量。↩

政府部门负债率：政府部门负债由中央政府负债、地方政府负债、铁道部负债、资产管理公司负债和海外负债构成，政府部门负债率＝政府部门负债/当年国内生产总值。一般认为，影子银行占比和GDP增速并无直接相关关系，但和政府部门尤其是地方政府融资平台的融资行为密切相关，特别是2010年对地方政府融资平台贷款加强监管以来（本章第二节已有相关论述）。在此，将政府部门负债率作为控制变量，可以剔除相应的影响，更好的分析各类政策工具对影子银行占比的影响。↩

第七章 中国宏观审慎监管与其他政策的协同效应研究

在第四章中，本书已分别从宏观审慎监管与货币政策、微观审慎监管及资本流动管理政策的关系及协调方面梳理了已有研究文献，并指出在完美的政策协调情况下，金融政策工具之间应为互补而非替代关系，为维护金融稳定的共同目标，应推动分工更趋合理、更有效的政策配合。但是在实践中，由于不同工具隶属于各个决策部门，而作用对象均为金融行业，那么当协调不足或失效时，会发生政策抵消或政策超调。本章选取在我国具有代表性的货币政策工具、宏观审慎监管工具和微观审慎监管工具，利用简化的银行业资产负债表，模拟分析多工具共同作用时的协同机理，并利用这些代表性工具2008年至今的调整情况，分析在各个经济发展时期工具协调的有效性。

第一节 理论模型与基本结论

一、多政策协同分析的模型选择

由于第四章的分析主要集中在逻辑阐述，本章第一节通过建立理论模型，选取代表性的宏观审慎监管政策工具与其他政策工具，分析政策间的协同效应。

在多金融政策协调方面，已有的理论模型十分有限，且主要分为两种类型，一是一般均衡模型法，代表为Goodhart等（2013）的论文，通过模拟一个经济体（其中包括多类经济主体，以及两类商品和两期禀赋经济），研究偶发性资产价格崩盘风险对经济结构的影响，以及多监管政策对金融机构和居民部门福利的冲击或改进；二是资产负债模拟法，代表为美国芝加哥联储经济学家Bliss和

Kaufman（2003）的模型，其关注法定存款准备金率和最低资本充足率的双重约束下，通过简化的银行业资产负债表分析了银行信贷顺周期性和逆周期监管政策的有效性等问题。黄荣哲和农丽娜（2011）、李向前（2013）均采用了Bliss和Kaufman（2003）的分析方法，其中黄荣哲和农丽娜（2011）主要对相关分析方法进行介绍并论证加强逆周期监管工具使用的重要性，李向前（2013）在此基础上加入了流动性比率的约束。

一般均衡法作为一类规范的经济学分析方法，主要考虑政策对整体经济福利的作用和改进，难以具体分析多政策间的相互影响，而资产负债表模拟法，能够通过金融机构资产负债表的路径，直接分析政策的协同效应。本章旨在模拟宏观审慎监管工具、微观审慎监管工具以及货币政策作用于银行体系的效果，因此借鉴Bliss和Kaufman（2003）方法，基于银行业资产负债表，加入存贷比约束，分析多政策工具共同作用下对银行业信贷供给的影响，与此前研究相比对监管工具进行了补充，并结合中国金融政策工具的调整情况分阶段分析政策协同的有效性。

二、模型推导

（一）模型的主要假设

在本章模型中，使用简化的银行资产负债表和资本充足率计算方式：一是在模型中银行的业务简化为吸收存款和发放普通贷款。这样银行的总资产仅包括存款准备金和贷款，负债全部为存款，忽略了银行间市场和其他投资类的资产与负债部分。二是将计算资本充足率时所用的风险加权资产近似为贷款总额，意味着无其他类型风险资产，且无表外资产。但在实际中，商业银行的风险加权资产计算方式要更加复杂。

（二）从单一政策工具到多政策工具的推导

1.当仅存在单一政策工具约束时，均衡状态下银行仅满足最低监管要求

以法定存款准备金率（r）为例，仅有准备金率要求时，均衡状态下，银行不会持有超额准备金，原因是发放贷款或购买其他有价证券的收益率将高于持有超额准备金。因此，银行在利益最大化的驱使下，所有新增存款将全部用于发放贷款或购买债券。此时，将单个银行的均衡状态推至整个银行业，均无超额准备金。

当中央银行降低法定存款准备金率，或通过公开市场操作购买证券向市场注入流动性，此时商业银行持有了多余的准备金，为了再次达到平衡，银行将扩大贷款规模。在这类单约束情况下，金融管理部门（此时为中央银行）达到了调整预期，即通过调整银行业的资产负债表，实施宽松货币政策。

2.当存在多政策工具约束时，有时银行将被迫持有高于监管要求的风险缓冲或准备金

Bliss和Kaufman（2003）以法定存款准备金率（r）和资本充足率（c）为例，设定中央银行的准备金率要求为10%，资本充足率要求为9%。假设银行业的情况如表7－1所示，此时商业银行均处于最低监管要求的均衡状态，并无超额准备金或多余资本。

表7－1　银行业的初始状态

存款准备金总额（R）	112	存款（D）	1120
法定存款准备金	112		
超额存款准备金	0	资本（C）	100
贷款总额（E）	1108		

总资产（A）	1220	负债＋权益（D＋C）	1220

	实际比率	监管要求
存款准备金率（%）	10	10
资本充足率（%）	9	9

为了刺激经济，中央银行以购买资产的方式向银行体系注入100的流动性，银行业贷款减少100个单位，同时超额存款准备金增加100个单位，因此在短期内，银行业的资产负债表不再是均衡状态，银行应增加贷款规模。但是由于银行业仅有100个单位的资本，为了满足最低资本充足率要求，银行仅能达到表7－2状态，即持有90个单位的超额存款准备金。当监管部门未对银行业调整资本要求时，中央银行的流动性投放并未达到预期效果。

表7－2　中央银行注入流动性后银行业的资产负债表变化

存款准备金总额（R）	212	存款（D）	100
法定存款准备金	112		
超额存款准备金	90	资本（C）	1220
贷款总额（E）	1108		
总资产（A）	1320	负债＋权益（D＋C）	1320

	实际比率	监管要求
存款准备金率（%）	17.4	10
资本充足率（%）	9	9

从以上分析可知，当银行业面临两个监管约束时，有时银行业将被迫持有超额存款准备金或多余资本，这也证明了，当缺乏监管协调的情况下，金融管理部门（中央银行或监管部门）经常无法达

到调整预期，在本例中，中央银行宽松货币政策的路径受阻。

此外，还有一种可能性为银行业能够融到足够的资本（前提还包括总体获利增加），对资本总额进行补充后，能够在满足资本要求的情况下增加贷款总额，且不再持有超额存款准备金。如表7－3所示，补充了66个单位的资本后，贷款总额扩大到2074。但是在实际情况下，银行业很难融到充足资本来实现最优的均衡状态。特别是在经济不景气时，资本的成本十分高，而银行业经营的第一要务为收益最大化，此时银行业可能放弃融资，而如表7－2所示持有超额存款准备金。在经济上升期，融资成本低，银行更容易扩大资本额从而增加贷款规模，这也验证了资本成本影响下的资本充足率要求的顺周期性。

表7－3　银行业增加资本后的资产负债表变化

存款准备金总额（R）	212	存款（D）	2120
法定存款准备金	212		
超额存款准备金	0	资本（C）	166
贷款总额（E）	2074		
总资产（A）　2286		负债＋权益（D＋C）　2286	

	实际比率　监管要求
存款准备金率（%）	10　10
资本充足率（%）	9　9

随着监管政策约束的数量增加（如杠杆率），银行业资产负债表调整过程中，能够达到均衡状态的难度更大，银行将被迫持有高于监管要求的风险缓冲或准备金的概率更高。下面将监管政策约束在Bliss和Kaufman（2003）的基础上再加入杠杆率和存贷比，推导监管约束间的协同效应。

在模型中，我们将银行业的资产负债表做如表7－4简化：

表7－4　简化银行业资产负债表的各参数

法定存款准备金	R	存款	D
贷款总额	E	资本	C
总资产	A＝R＋E	负债＋权益	A＝C＋D
存款准备金率	r＝R/D	资本充足率	c＝C/E
杠杆比率	k＝C/A	存贷比	d＝E/D

3.模型所选取的四类工具的政策含义

法定存款准备金率（r）：被视作中央银行重要的货币政策工具之一[(1)]。中央银行调整法定存款准备率对金融机构以及社会信用总量的影响较大。中央银行规定的法定存款准备率越高，商业银行上缴的存款准备金就越多，其可运用的资金就越少，从而导致社会信贷总量减少；反之，如果中央银行规定的法定存款准备率降低，商业银行上缴的存款准备金就可减少，其可运用的资金变多，从而社会信贷量增大。

资本充足率（c）：反映商业银行在存款人和债权人的资产遭到损失之后，银行能以自有资本承担损失的程度。规定该项指标的目的在于抑制风险资产的过度膨胀，保护存款人和其他债权人的利益，保证银行等金融机构正常运营和发展。作为典型的微观审慎监管工具，各国金融管理当局一般都有对商业银行最低资本充足率的要求，目的是维持银行抵御风险的能力。

杠杆比率（k）：2008年国际金融危机，银行体系的快速去杠杆化过程削弱了其信贷中介功能，导致信贷紧缩，放大了危机的影响。危机之后，巴塞尔委员会等国际银行业监管组织从多方面对

《巴塞尔协议Ⅱ》资本监管框架进行了完善和修订，其中杠杆率作为资本充足率的补充，成为银行资本监管的新指标。2009年12月，巴塞尔委员会发布了《增强银行体系稳健性（征求意见稿）》，正式引入杠杆率监管作为资本充足率监管的补充措施。杠杆率要求被视为宏观审慎监管的逆周期工具，旨在提高银行风险监管的有效性。

存贷比（d）：指商业银行贷款总额除以存款总额的比值，即银行贷款总额/存款总额。从银行抵抗风险的角度讲，存贷比不宜过高，因为银行还要应付广大客户日常现金支取和日常支付结算，这就需要银行留有一定的库存现金存款准备金（就是银行在中央银行或商业银行的存款），如存贷比过高，这部分资金就会不足，会导致银行的支付危机，如支付危机扩散，有可能导致金融危机，对地区或国家经济的危害极大。存贷比要求兼具微观审慎监管和宏观审慎监管的职能。整体而言，存贷比这一监管要求在国际上使用较少，使用国家以中国和韩国为主要代表。

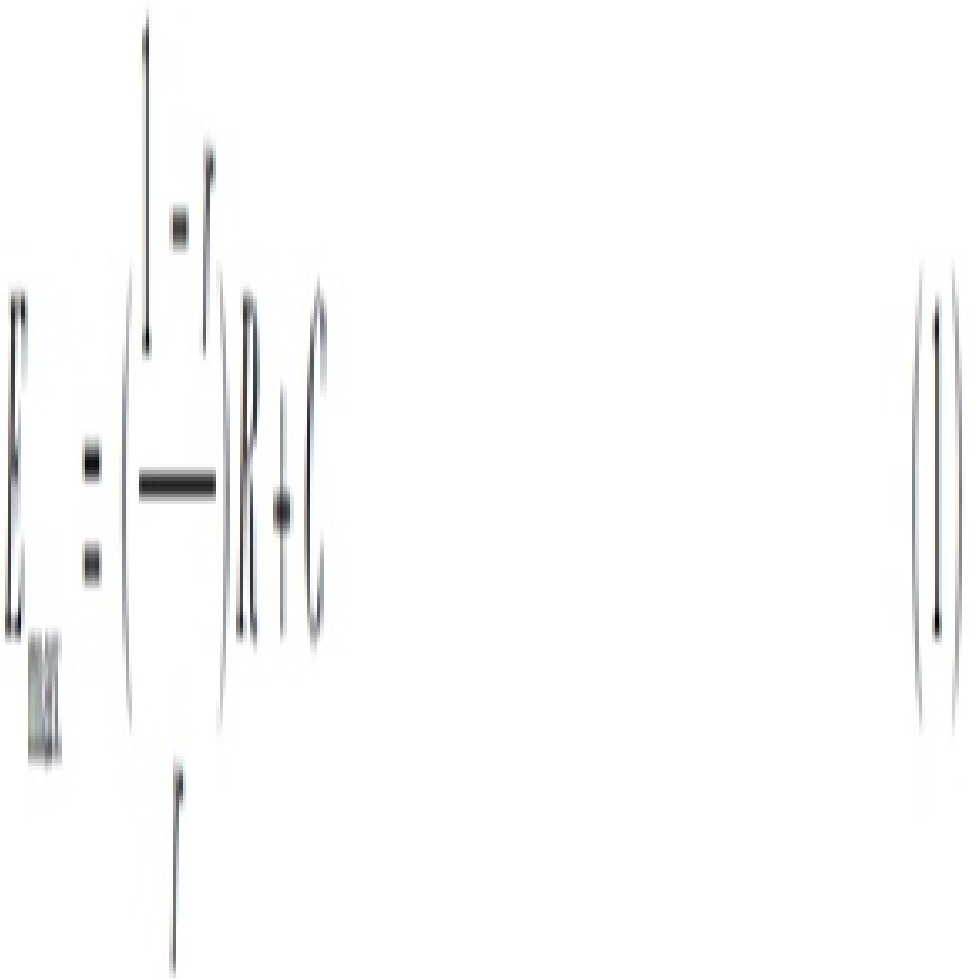
虽然流动性比例、LTV等宏观审慎监管工具也已得到了广泛的应用，但是本课题在建模时，由于采用了简化的银行业资产负债表，而这两个工具均作用于资产负债的一个部分，如流动性比例作用于流动资产和流动负债，而LTV仅针对房地产贷款，因此在分析时难以在总的资产负债表中予以体现和分析，故未能纳入模型中。

（三）模型推导

根据表7－4简化的银行业资产负债表关系及相关假设，推导出盈利资产与存款准备金和相关比率的关系如下：

根据C＋D＝R＋E，且R/D≥r，因此在法定存款准备金率的单一约束条件下，得到存款准备金与信贷投放的关系，从理论上，只要

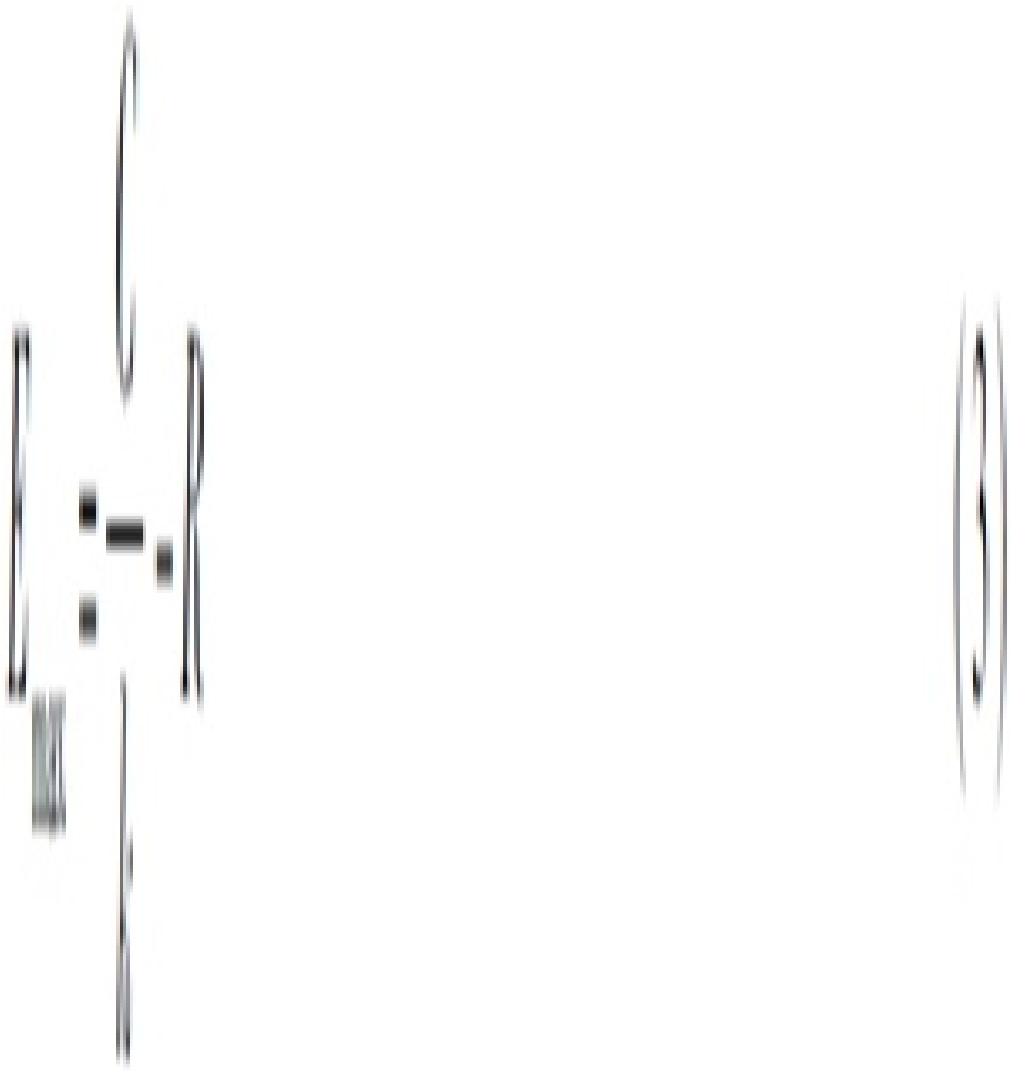
中央银行能不断向商业银行注入流动性，则商业银行向实体经济的信贷投放能够持续地增加：



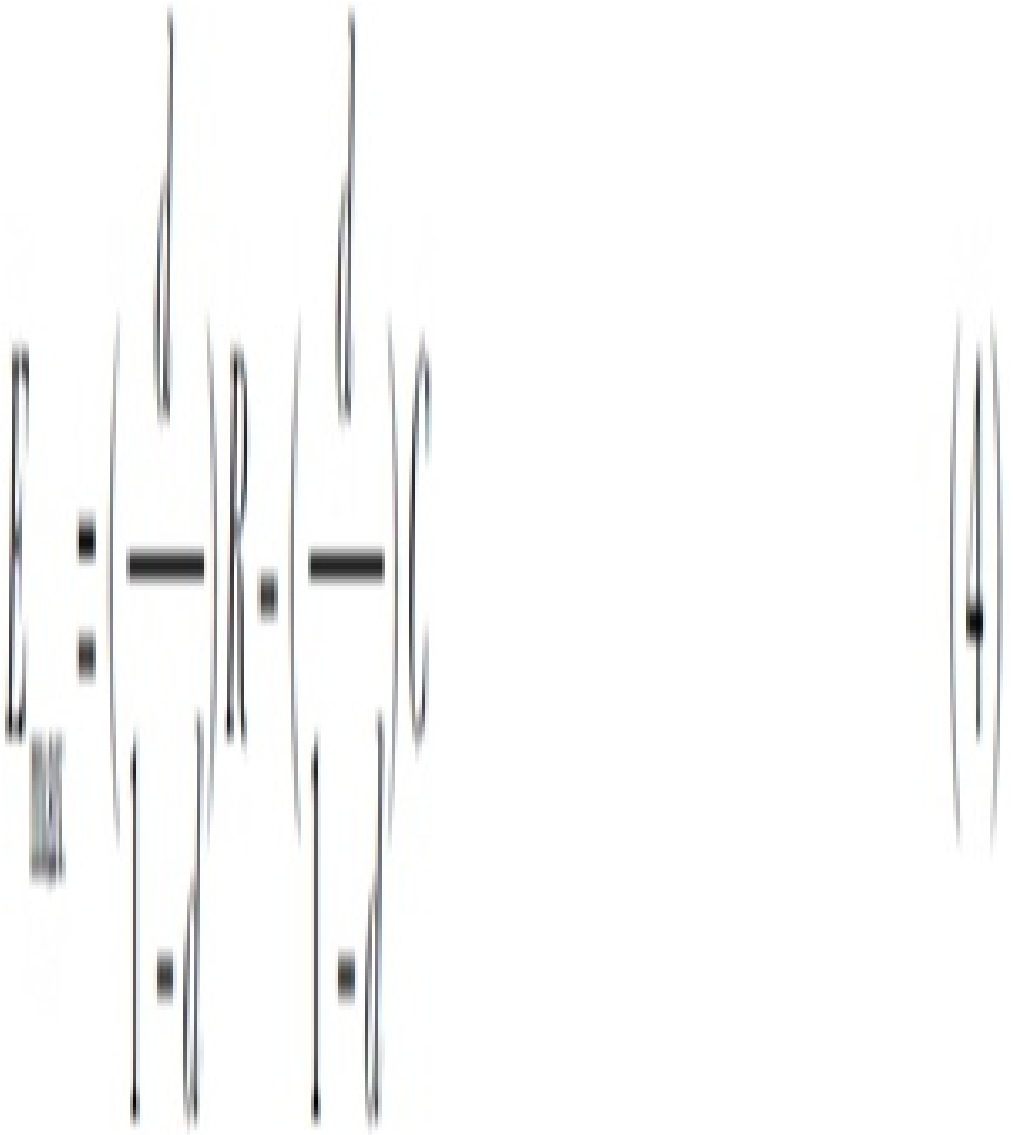
根据资本充足率C/E≥c，当仅考虑最低资本充足率要求时，贷款与资本充足率、资本的关系：



根据A＝C＋D＝E＋R且C/A≥k，那么贷款与杠杆率的关系如下，此时贷款的最大值为C/k：



根据C＋D＝R＋E，且E/D≤d，得到当对存贷比进行限制时，贷款上限如下：

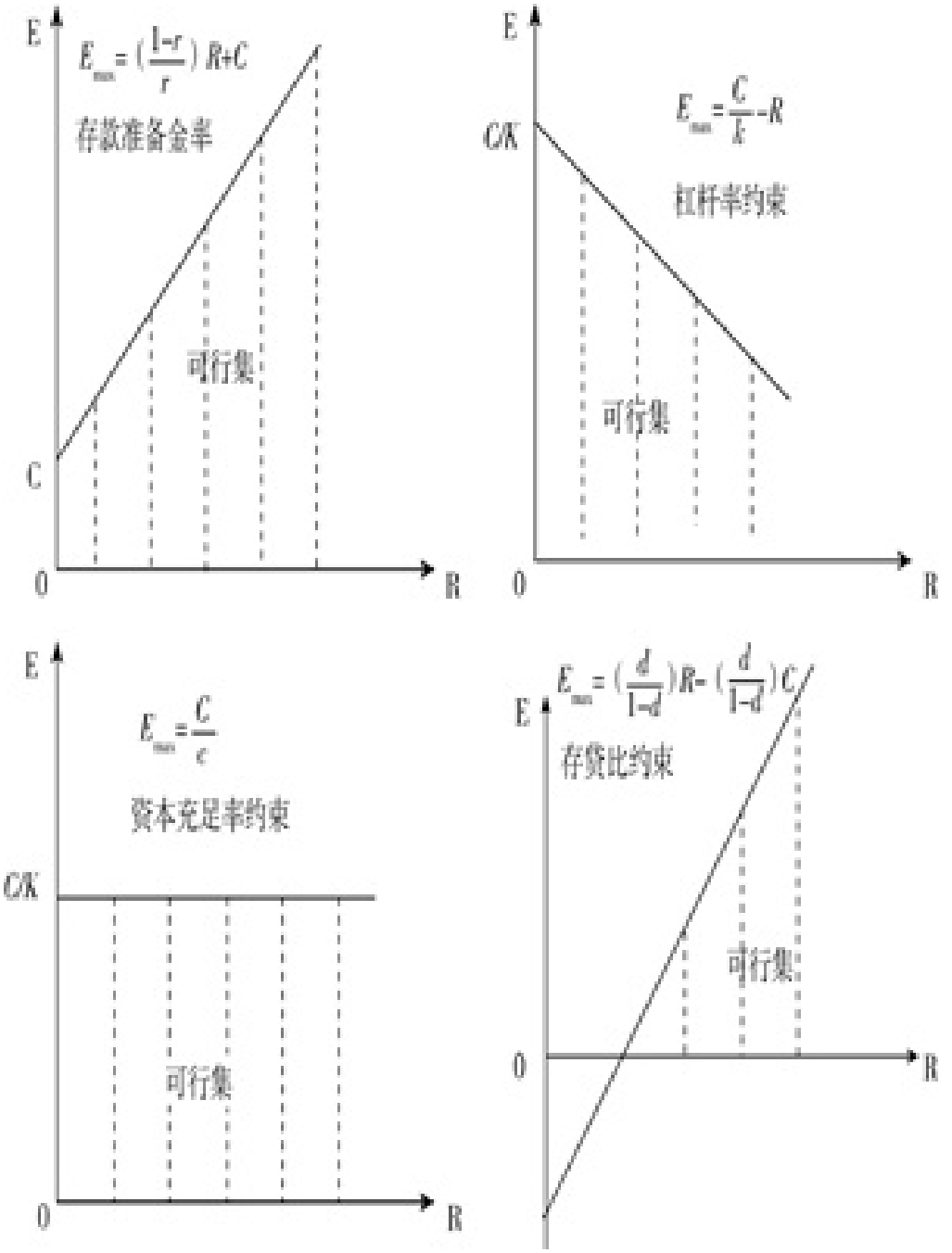


汇总得到多重约束下银行贷款的可行集如下：

$$E \leq \begin{cases} \min\left(\left(\frac{r}{1-r}\right)R + C, \frac{C}{c}\right) \cdots if \cdots \frac{C}{E} \geq c \\ \min\left(\left(\frac{1-r}{r}\right)R + C, \frac{C}{k} - R\right) \cdots if \cdots \frac{C}{R+E} \geq k \\ \left(\frac{d}{1-d}\right)R - \left(\frac{d}{1-d}\right)C \cdots if \cdots \frac{E}{R+E-C} \leq d \end{cases} \quad (5)$$

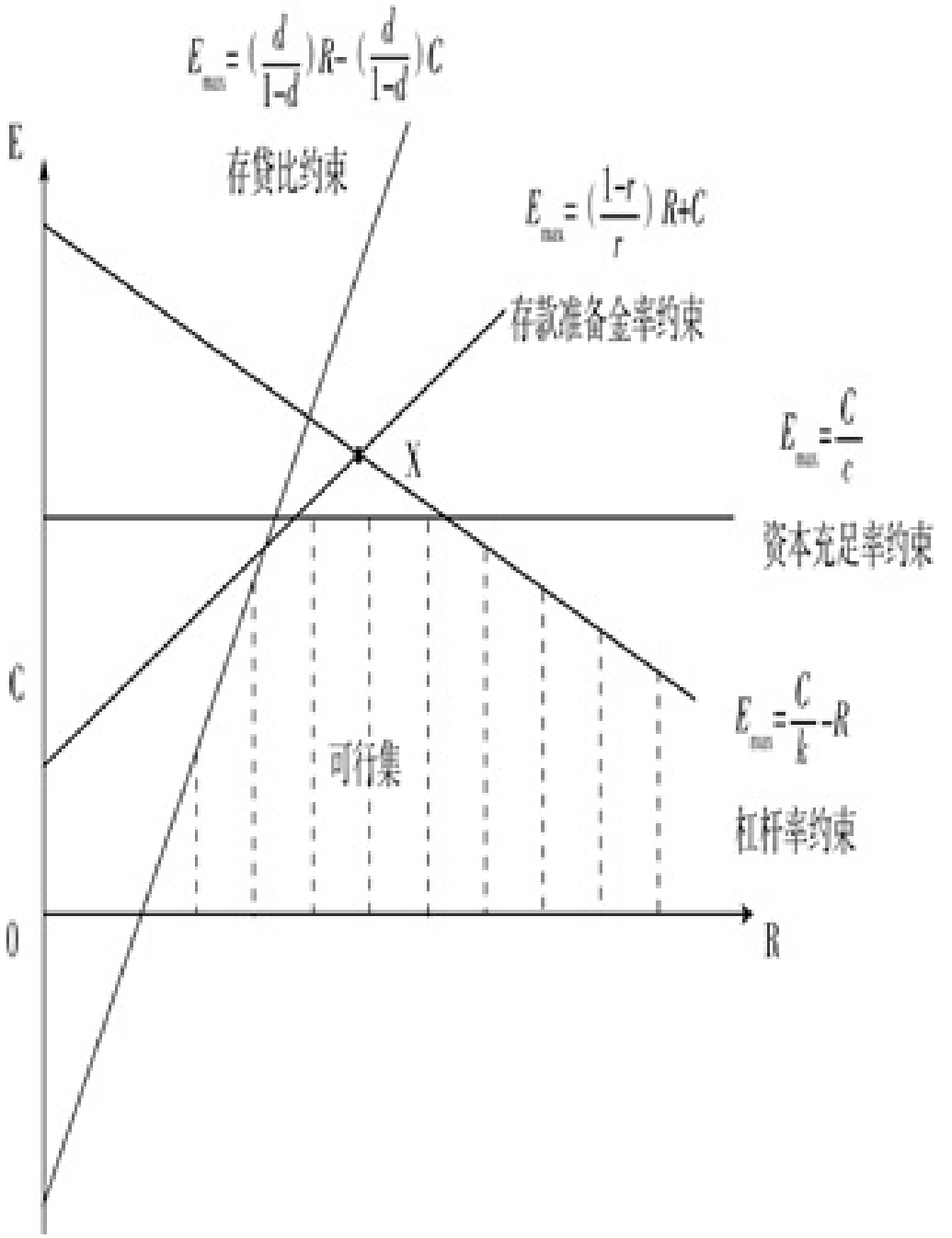
利用图形表示以上约束关系：

图7－1　单约束条件下的可行集



将四个约束工具影响下的银行业信贷总额与存款准备金的关系汇总如图7－2所示，阴影面积为可行集。

图7－2　多约束条件下存款准备金与贷款总额的可行集



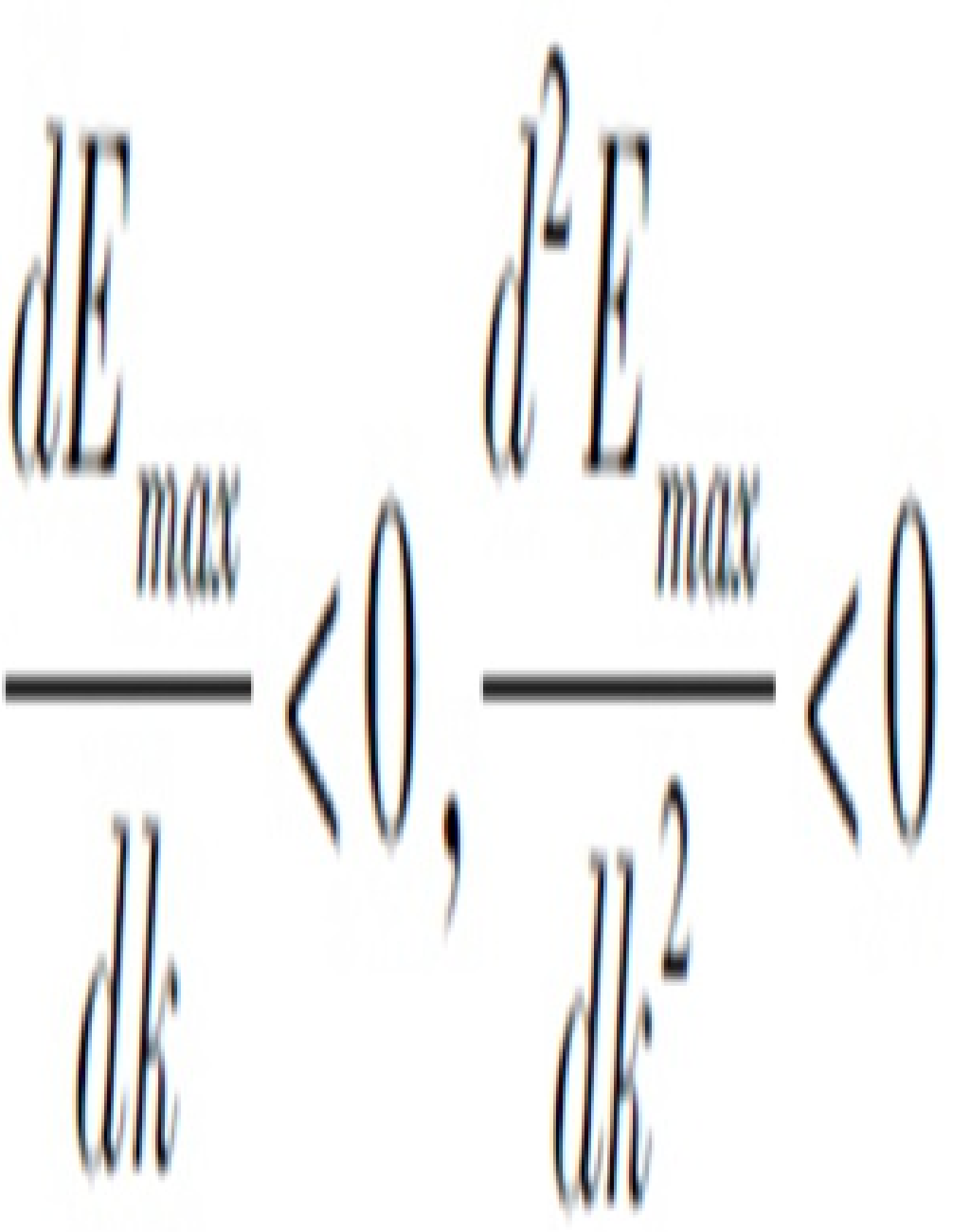
三、基本结论

根据以上推导我们得出如下结论：

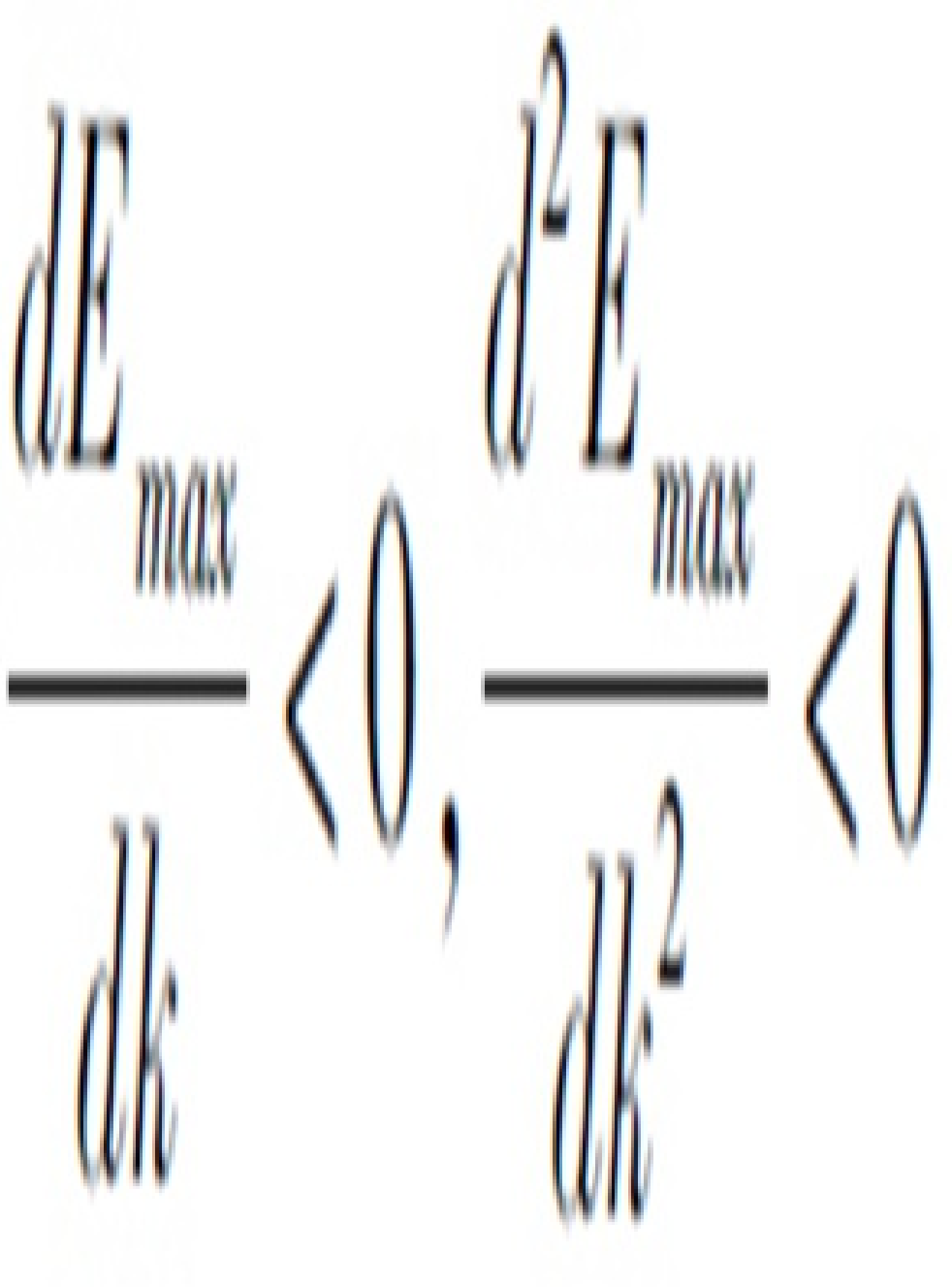
1.当银行资本C、资本充足率c、法定存款准备金率r、杠杆率k、存贷比d都既定时，贷款总额的可行集是确定的（见图7－2中阴影面积），那么此时即使中央银行向商业银行注入流动性，也无法增加信贷供给。如果进一步提高c、r、k，或降低d，那么银行信贷

的规模会相应减少。

2.当杠杆率k发生变化时，由$E_{max}=C/k-R$可知，



。贷款上限的敏感性是非对称的，k减小1%所引起的信贷扩张幅度大于k增加1%所造成的信贷缩减幅度；同理



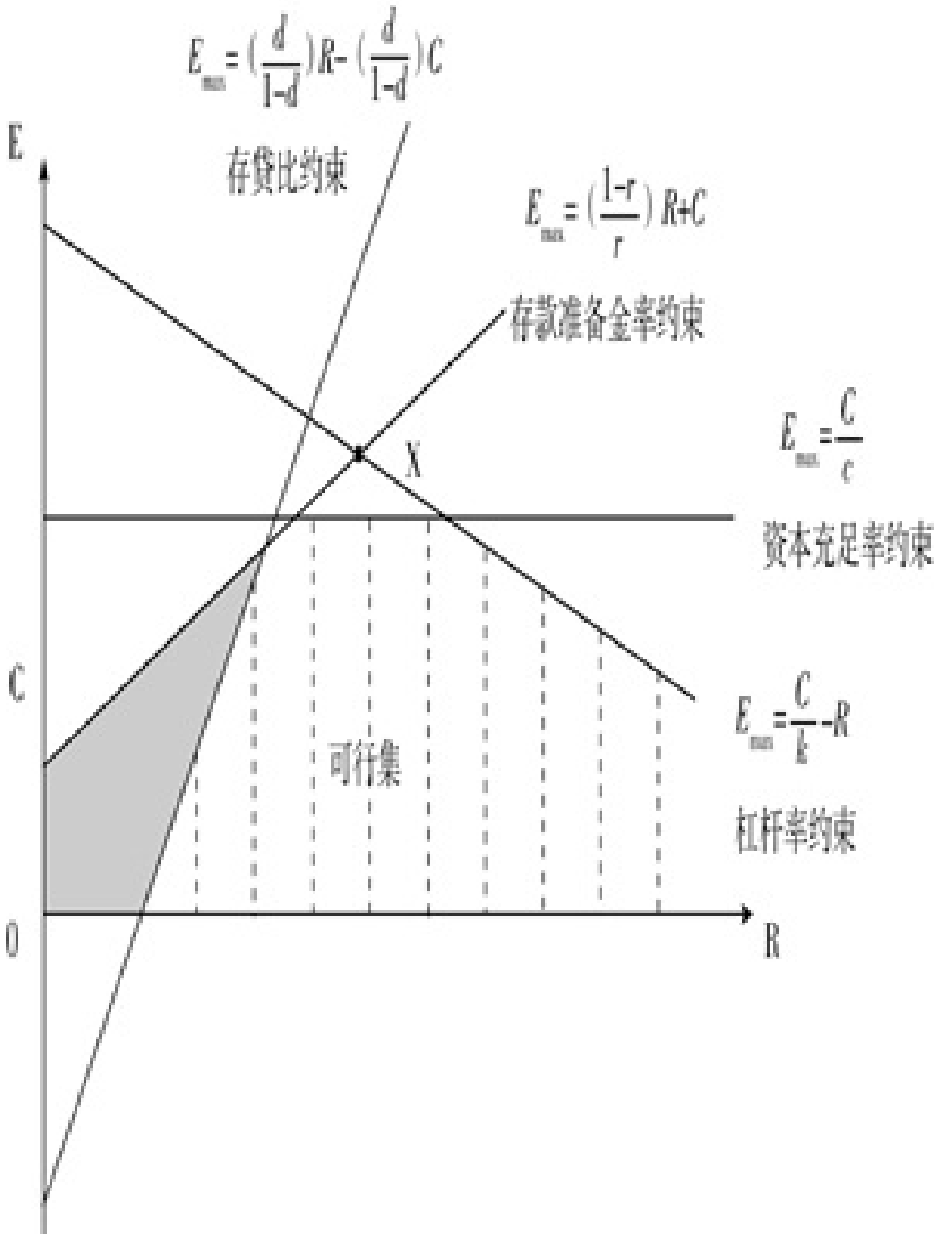
当存款准备金率r变化时，贷款上限的反应也是非对称的，r减少1%所引起的信贷扩张幅度大于r增加1%所造成的信贷缩减幅度。

3.在经济繁荣时期，针对银行资本C，由于此时净利润增速较快，留存收益增加，以及在繁荣期银行更易于进行再融资，因此C在经济繁荣期更容易扩张。除存贷比约束外，法定存款准备金率、资本充足率、杠杆率线均上移，监管要求实质性放松，使得商业银行信贷规模增加。反之，在经济衰退期，银行盈利性不足且再融资困难，因此资本C无法得到有效补充，杠杆率、资本充足率等工具

的约束力更强。因此虽然法定存款准备金率、杠杆率等旨在抑制商业银行信贷扩张的顺周期性，但是在经济上升期，工具的约束力却有所下降。

4.存款准备金率约束和存贷比约束在某些情况下，存在替代效应。由于存贷比约束和存款准备金率约束的斜率均为正值，因此两条约束曲线的方向相同，具体哪个约束对商业银行的信贷投放发挥作用，取决于两条曲线的位置。如在图7－3中，存贷比约束和存款准备金率约束相交，相交前存贷比约束在下方，起约束作用，相交后存款准备金率约束在下方，起约束作用，而灰色面积即显示了存贷比约束对存款准备金率约束的替代效应。而且由于相交后信贷投放还受到资本充足率约束的制约，因此存款准备金率约束发挥效用的空间很小。

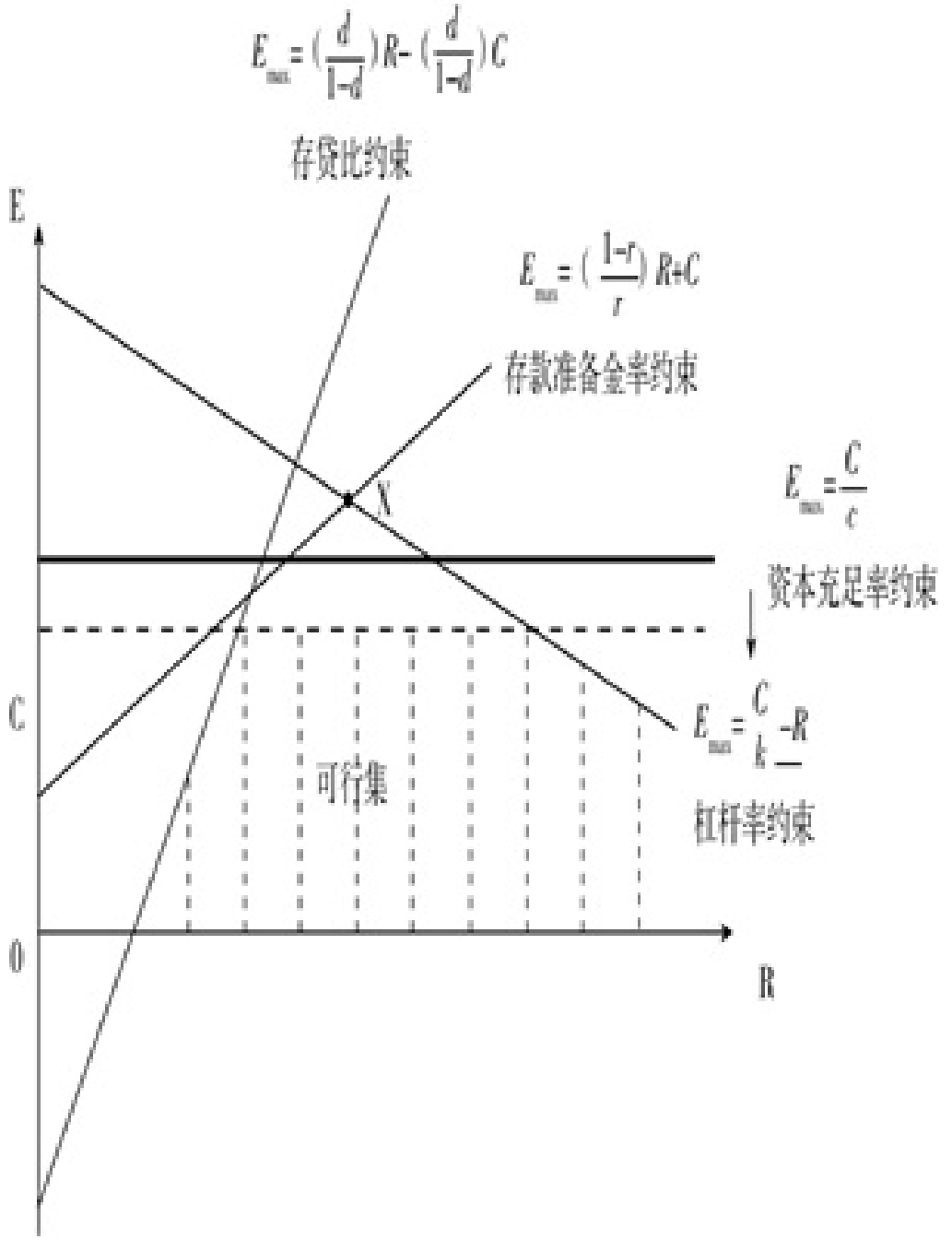
图7－3　存贷比约束和存款准备金率约束的替代性



根据等式（1）和等式（4）的斜率，可以得出在简化情形下（且不考虑其他工具），当1－r＜d时，存款准备金率约束将与存贷比约束相交后，对银行信贷总额进行控制。反之，由于存款准备金约束的截距在存贷比上方，存款准备金率约束将不会与存贷比约束相交，存贷比约束对存款准备金约束将进行完全替代。伍戈和李斌（2012）曾利用货币供应的传导机制阐述过法定存款准备金率和存贷比的替代关系，而本模型的结论又验证了这一观点。

5.如对系统重要性银行实施系统重要性资本附加（s）或逆周期监管资本附加（c′），则资本充足率约束变为：$E_{max}=C/(c+c')$，则资本充足率线将下移，可行集进一步减少，如图7－4所示。

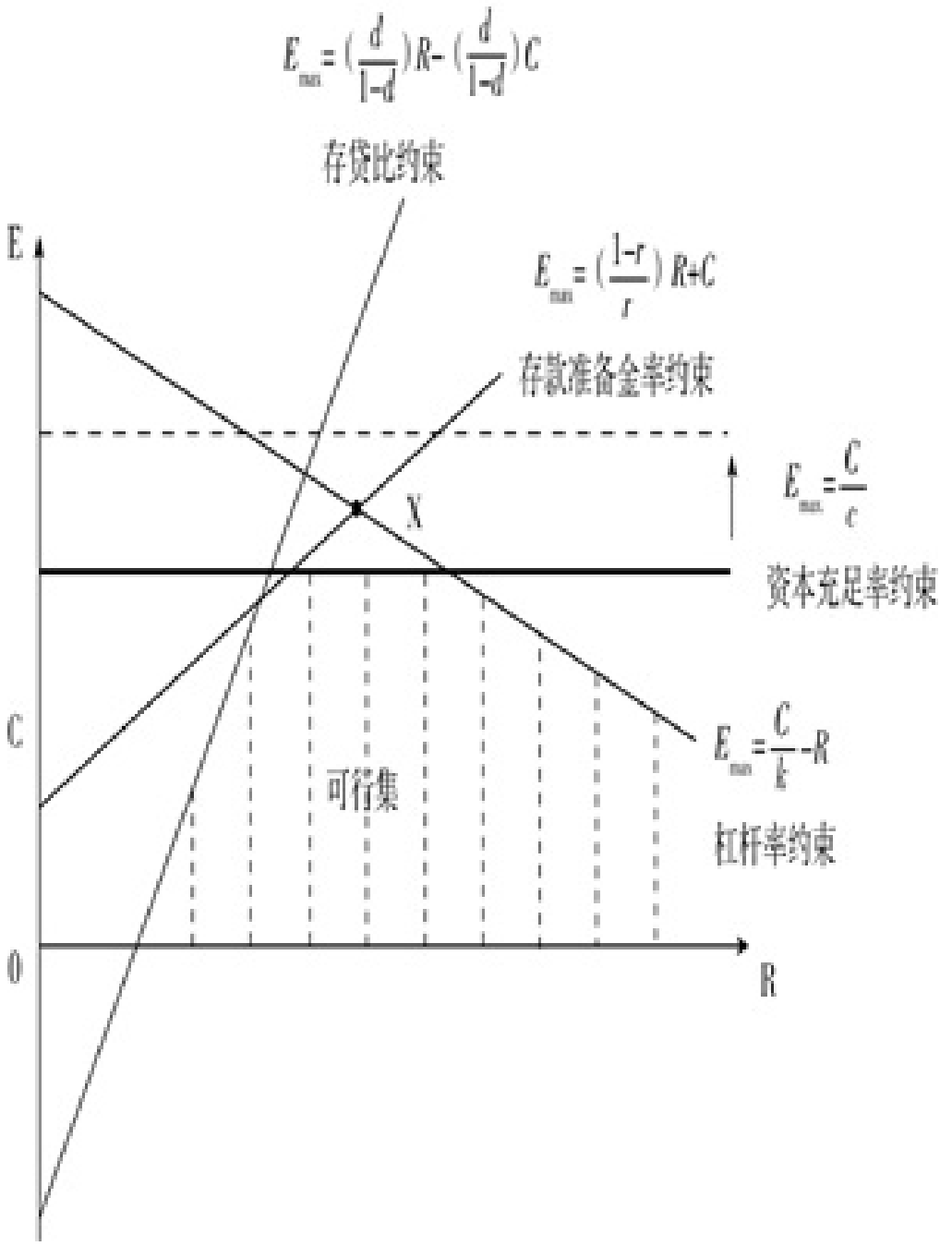
图7－4　加入逆周期资本附加后的可行集情况



6.单个工具或工具组合的有效性与所处区间密切相关。从图7－

5中，我们看出，多个工具共同作用于银行业的资产负债表时，工具的效力与其他工具约束线的斜率、工具约束线之间的交点密切相关。如图7－5中，存款准备金率约束和杠杆率约束当前有交点X，且X的位置高于资本充足率约束，此时资本充足率约束尚有一定的约束作用，但约束区间很小。当放松资本充足率要求，资本充足率约束向上平移，当高于X点时，存款准备金率约束和杠杆率约束的效用已经完全替代资本充足率约束，此时资本充足率约束失效。因此，根据本模型的推导我们发现，当存在多个工具时，我们并无法简单判断哪个工具或哪几个工具的组合有效性更强，而要结合各工具当前所处的区间，以及银行业的资本情况等来进行具体判断。而且在实际应用中，银行业的资产负债结构更加复杂，工具除直接作用于资产负债表，还将通过预期渠道影响银行业的经营决策（而在不同的经济周期阶段和政策背景下，对预期的影响程度有差异），因此在判断工具协同的有效性时，需要结合政策工具所处区间等因素，进行个案分析。

图7－5　工具组合有效性的变化情况（以资本充足率约束为例）



第二节　中国宏观审慎监管政策与其他政策协调有效性分析

一、中国金融政策协调的有效性分析

（一）模型选取的监管工具在我国的应用和调整情况

1. 法定存款准备金率

我国法定存款准备金制度是1984年建立的，除了作为防范金融风险的工具，其更重要的功能是作为中央银行进行宏观调控的主要政策工具。1996年至今，我国存款准备金率共调整37次，于2011年5月18日达到历史峰值21.5%。一般调整幅度在0.5%或1%。

表7－5　2003年以来我国法定存款准备金率调整情况

时间	调整前	调整后
2012年5月18日	（大型金融机构）　20.50%	20.00%
	（中小金融机构）　17.00%	16.50%
2012年2月24日	（大型金融机构）　21.00%	20.50%
	（中小金融机构）　17.50%	17.00%
2011年12月5日	（大型金融机构）　21.50%	21.00%
	（中小金融机构）　18.00%	17.50%
2011年6月20日	（大型金融机构）　21.00%	21.50%
	（中小金融机构）　17.50%	18.00%
2011年5月18日	（大型金融机构）　20.50%	21.00%
	（中小金融机构）　17.00%	17.50%
2011年4月21日	（大型金融机构）　20.00%	20.50%
	（中小金融机构）　16.50%	17.00%
2011年3月25日	（大型金融机构）　19.50%	20.00%
	（中小金融机构）　16.00%	16.50%
2011年2月24日	（大型金融机构）　19.00%	19.50%
	（中小金融机构）　15.50%	16.00%
2011年1月20日	（大型金融机构）　18.50%	19.00%
	（中小金融机构）　15.00%	15.50%

2010年12月20日	（大型金融机构） 18.00%	18.50%
	（中小金融机构） 14.50%	15.00%
2010年11月29日	（大型金融机构） 17.50%	18.00%
	（中小金融机构） 14.00%	14.50%
2010年11月16日	（大型金融机构） 17.00%	17.50%
	（中小金融机构） 13.50%	14.00%
2010年5月10日	（大型金融机构） 16.50%	17.00%
	（中小金融机构） 13.50%	不调整
2010年2月25日	（大型金融机构） 16.00%	16.50%
	（中小金融机构） 13.50%	不调整
2010年1月18日	（大型金融机构） 15.50%	16.00%
	（中小金融机构） 13.50%	不调整
2008年12月25日	（大型金融机构） 16.00%	15.50%
	（中小金融机构） 14.00%	13.50%
2008年12月05日	（大型金融机构） 17.00%	16.00%
	（中小金融机构） 16.00%	14.00%
2008年10月15日	（大型金融机构） 17.50%	17.00%
	（中小金融机构） 16.50%	16.00%
2008年9月25日	（大型金融机构） 17.50%	17.50%
	（中小金融机构） 17.50%	16.50%
2008年6月7日	16.50%	17.50%
2008年5月20日	16%	16.50%
2008年4月25日	15.50%	16%
2008年3月18日	15%	15.50%

2008年1月25日	14.50%	15%
2007年12月25日	13.50%	14.50%
2007年11月26日	13%	13.50%
2007年10月25日	12.50%	13%
2007年9月25日	12%	12.50%
2007年8月15日	11.50%	12%
2007年6月5日	11%	11.50%
2007年5月15日	10.50%	11%
2007年4月16日	10%	10.50%
2007年2月25日	9.50%	10%
2007年1月15日	9%	9.50%
2006年11月15日	8.50%	9%
2006年8月15日	8%	8.50%
2006年7月5日	7.50%	8%
2004年4月25日	7%	7.50%
2003年9月21日	6%	7%

2.资本充足率

1994年，中国人民银行发布了《关于资本成分和资产风险权数的暂行规定》等一系列通知，开始全面推行资产负债管理，在资本充足率监管方面则采用了《巴塞尔协议》中的规定，要求资本充足率不低于8%，核心资本充足率不低于4%。但是这些规定在当时只限于书面形式，没有得到具体的贯彻落实。1995年，《商业银行法》出台，对商业银行的资本充足率监管以法律形式确定下来，《商业银行法》中第三十九条规定商业银行的资本充足率不得低于8%。但

是该项规定只是限于商业银行的贷款业务，商业银行的表外业务仍然没有受到要求；此后，2004年2月23日，银监会发布《商业银行资本充足率管理办法》，对我国商业银行的资本充足率做出了强制性的规定，该办法以《巴塞尔协议》作为理论框架，采用了国际上通用的规则，同时也考虑到了我国银行业的实际情况；2007年2月，银监会发布《中国银行业实施新资本协议指导意见》，要求国内的大型银行于2010年底开始实施新资本协议，其他国内商业银行最迟在2013年底以前全部实施新资本协议。这是我国银行业监管的又一大进步；2012年6月，中国银监会根据《巴塞尔协议Ⅲ》，结合中国银行业的具体特点设计并发布了《商业银行资本管理办法（试行）》，形成了当前的资本监管标准。

表7－6　我国资本充足率主要调整情况

时间	调整依据	大型银行	其他银行
2004年2月	《资本充足率管理办法》	8%	8%
2009年3月	《大型银行监管工作意见》	11.5%	8%
2010年12月	《中国银监会关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》	对政府融资平台风险权重提高到100%～300%	
2011年8月	《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》	11.5%	10.5%
2012年6月	《商业银行资本管理办法（试行）》	调整了风险加权资产计算规则，引入操作风险资本要求	

3.杠杆率

2011年中国银监会颁布《商业银行杠杆率管理办法（征求意见稿）》的要求，中国银行业根据《巴塞尔协议Ⅲ》的要求，杠杆率监管标准为4%，系统重要性机构应当于2013年底前达到最低杠杆率要求，非系统重要性银行应当于2016年底前达到最低杠杆要求。此前，我国并未对银行业杠杆率进行监管约束。

4.存贷比

我国于1995年《中华人民共和国商业银行法》（以下简称《商业银行法》）中规定，“商业银行……贷款余额与存款余额的比例不得超过75%”，自此中国对银行业的存贷比进行监管要求。2014年2月，中国银监会发布《商业银行流动性风险管理办法（试行）》，将存贷比作为流动性风险监管指标之一，其标准仍然为75%。

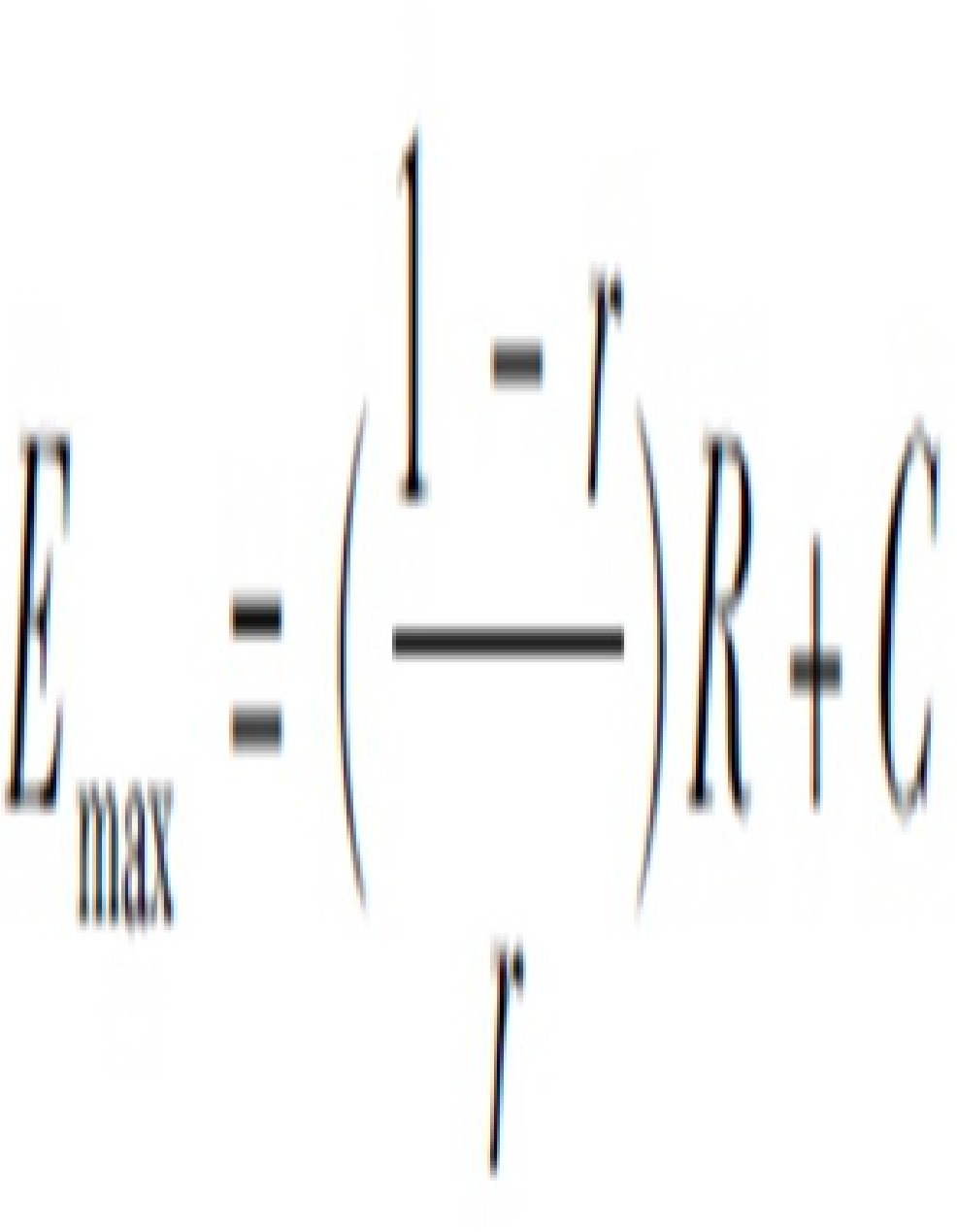
（二）基于阶段性视角的我国金融政策协调有效性分析

从上文对模型中涉及的四个金融政策工具在我国的应用情况来看，可以以法定存款准备金率的变化阶段为依据进行划分，将2008年全球金融危机后爆发至2013年分为三个阶段：宽松货币政策阶段、紧缩货币政策阶段和稳健货币政策阶段，依次分析各阶段政策协调的有效性。

1.2008年中至2010年初：2008年下半年受全球金融危机蔓延、国际金融动荡的影响，中国经济发展面临严峻的考验，此时CPI涨幅不断回落，而金融机构和企业银根紧张、股市持续下跌，使保持经济平稳较快增长的难度加大。为了刺激经济，中国人民银行下调了存款准备金率以及金融机构人民币贷款基准利率。金融危机之前确立的“从紧货币政策”使我国信贷规模增长率在2008年出现过下降趋势，以至于企业普遍感觉信贷吃紧。而金融危机的“意外”到

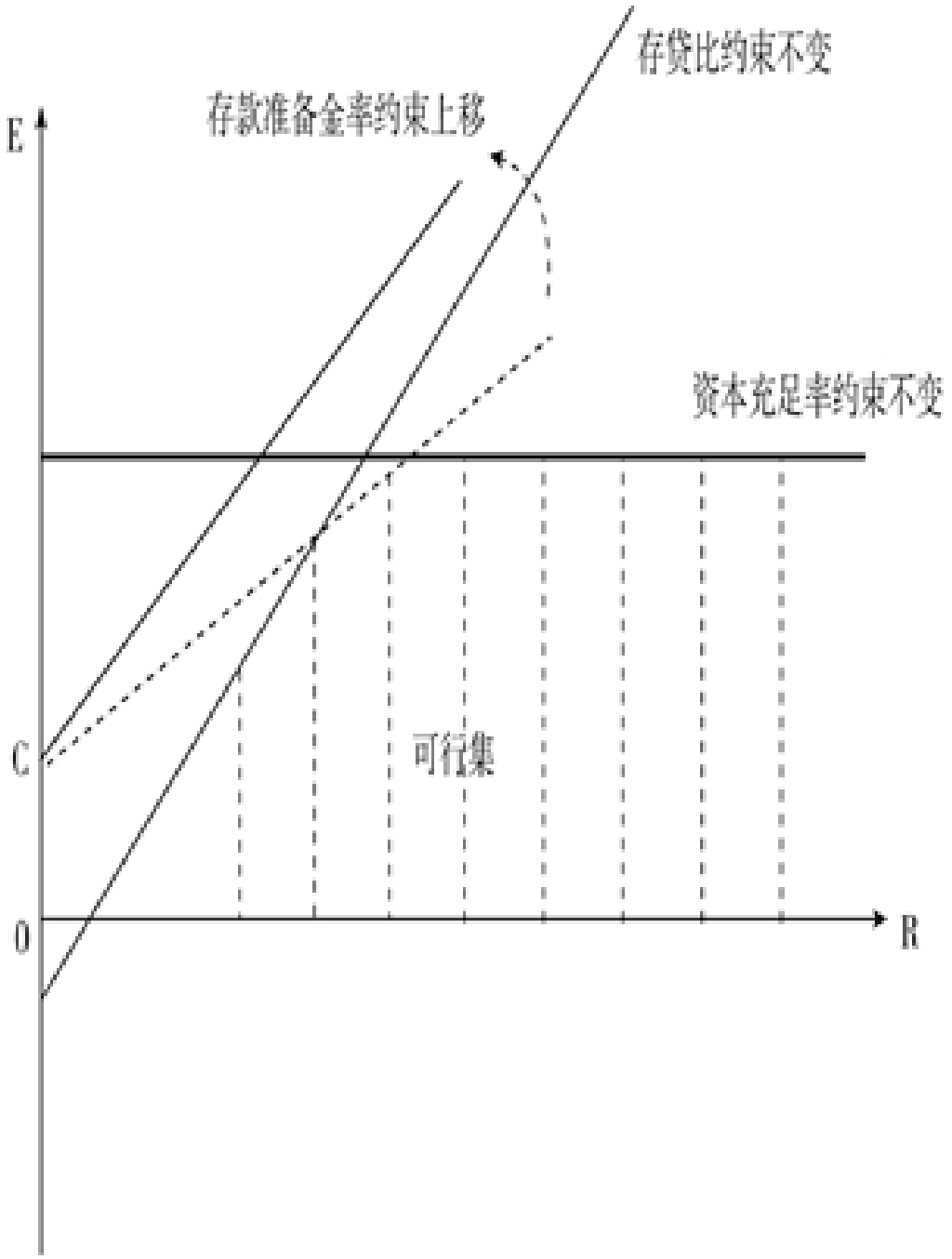
来，改变了中央银行“从紧货币政策”，数度降低存款准备金率。我国从2008年9月开始，对存款准备金率进行下调，旨在放松银根，向社会注入流动性，增大货币供应量，避免危机进一步影响实体经济。此阶段共三次回调，回调幅度分别为0.5%、1%、0.5%，累计下调2%，这是进入2000年以来我国中国人民银行为了限制银行借贷、抑制经济过热，将商业银行存款准备金率连续21次上调后的首度下调。

有效性分析：在这一时期，中央银行实施了宽松的货币政策，存款准备金率由17.5%下调至15.5%，因此法定存款准备金率约束



向上移动。同时，资本充足率和存贷比要求并未调整[(2)]。（见图7－6）。中国人民银行实施宽松货币政策的目的之一，即推动银行扩大信贷规模、刺激实体经济。但是在宏观审慎监管和微观审慎监管工具均未调整的情况下，货币政策有效性被削弱。

图7－6　2008年中至2010年初主要政策工具要求调整情况



一方面，在不考虑存贷比约束的情况下，在经济下行期，由于银行很难以合理价格融资从而补充资本，因此此时的宽松货币政策，难以通过银行的资产负债表刺激实体经济，需要辅之以对资本充足率约束的相应放松，才能够最终通过信贷投放增加货币供给、刺激投资。

表7－7为上市商业银行2007—2013年的股权类再融资情况，包括定向增发、公开增发、配股、发行可转债。其中前三类均能补

充，而可转债仅能在转为普通股后才能纳入一级资本统计，因此在计算“股权再融资”统计时并不纳入可转债发行数据。从表7－7的统计数据可以看出，2008—2009年上市银行股权再融资呈现低谷状态，而且以定向增发为主。这验证了在经济下行期，股票市场低迷、融资成本高的多重压力下，商业银行补充资本的能力受限。虽然这一阶段货币政策趋宽松，但是受资本充足率约束，商业银行的信贷投放规模受到制约，货币政策有效性被一定程度地削弱。

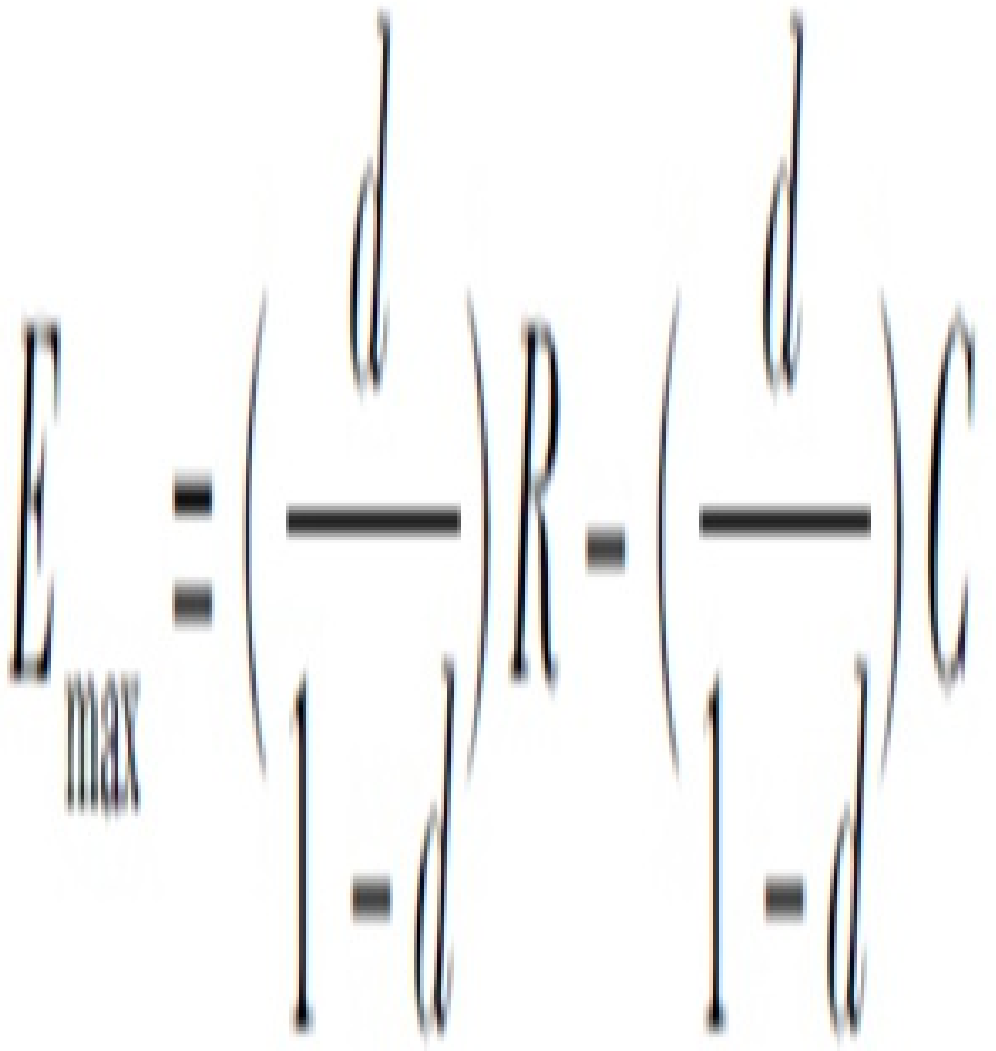
表7－7　上市银行2007—2013年股权类再融资情况

					亿元人民币
年份	定向增发	公开增发	配股	可转债发行	股权再融资统计
2007	181.60	0.00	0.00	0.00	181.60
2008	115.58	0.00	0.00	0.00	115.58
2009	150.00	0.00	0.00	0.00	150.00
2010	507.85	0.00	1，353.16	650.00	1，861.01
2011	492.90	0.00	175.61	0.00	668.51
2012	415.65	0.00	0.00	0.00	415.65
2013	236.71	0.00	275.25	200.00	511.96

另一方面，存贷比约束与存款准备金存在相互替代的效应，虽然存款准备金率曲线上移，但是存贷比约束并未变化，在简化的资产负债表模型中，这一阶段应为存贷比约束发挥主要作用，法定存款准备率的有效性被削弱。代入2009年1月1日，法定存款准备率为16%，资本充足率为8%，存贷比约束为75%，法定存款准备金率曲线

$$E_{max} = \left(\frac{1-r}{2}\right)R + C$$

斜率为5.25，存贷

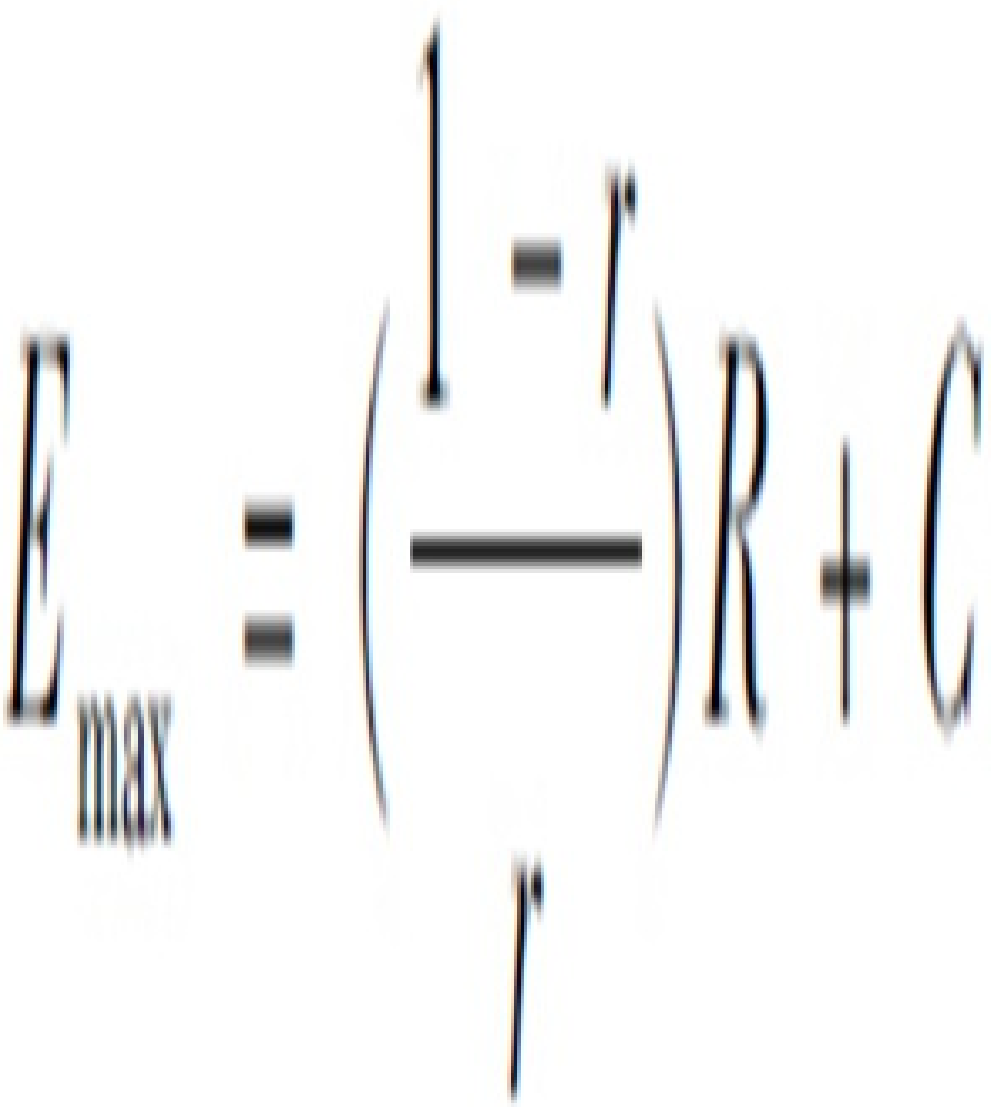


比曲线 的斜率为3，这样法定存款准备金率曲线位于存贷比曲线上方。实际上，根据本课题的简化模型测算，2008年以后存贷比约束一直维持在75%的水平（虽然在实际操作中，曾出现过允许部分中小银行业适当突破存贷比的情况，但对整个银行业而言基本无影响），存贷比约束曲线基本位于法定存款准备金率曲线的下方，因此从模型来看应主要由存贷比工具发挥实际影响商业银行的资产负债表，并构建信贷总额有效区域的作用。同样在简化模型中，之后两个阶段也一直存在替代现象。但值得注意的是，这一结论与第六章宏观审慎监管工

具有效性的实证分析结果存在一定矛盾，在第六章实证结果中，法定存款准备金率对信贷规模（以信贷规模/GDP为被解释变量）仍有较强的控制作用，效用未被存贷比完全替代。这一矛盾与资产负债表模型的简化和政策工具实际使用的情况有关，在后文中将予以具体阐述。

2.2010年初至2011年末：该阶段进入紧缩货币政策阶段，在4万亿经济刺激计划的背景下，资产市场和金融市场的流动性宽松受到金融管理部门的普遍重视。人民银行连续12次上调法定存款准备金率，准备金率从15.5%一路调高至历史最高点21.5%。

有效性分析：该阶段中国人民银行多次调高法定存款准备金

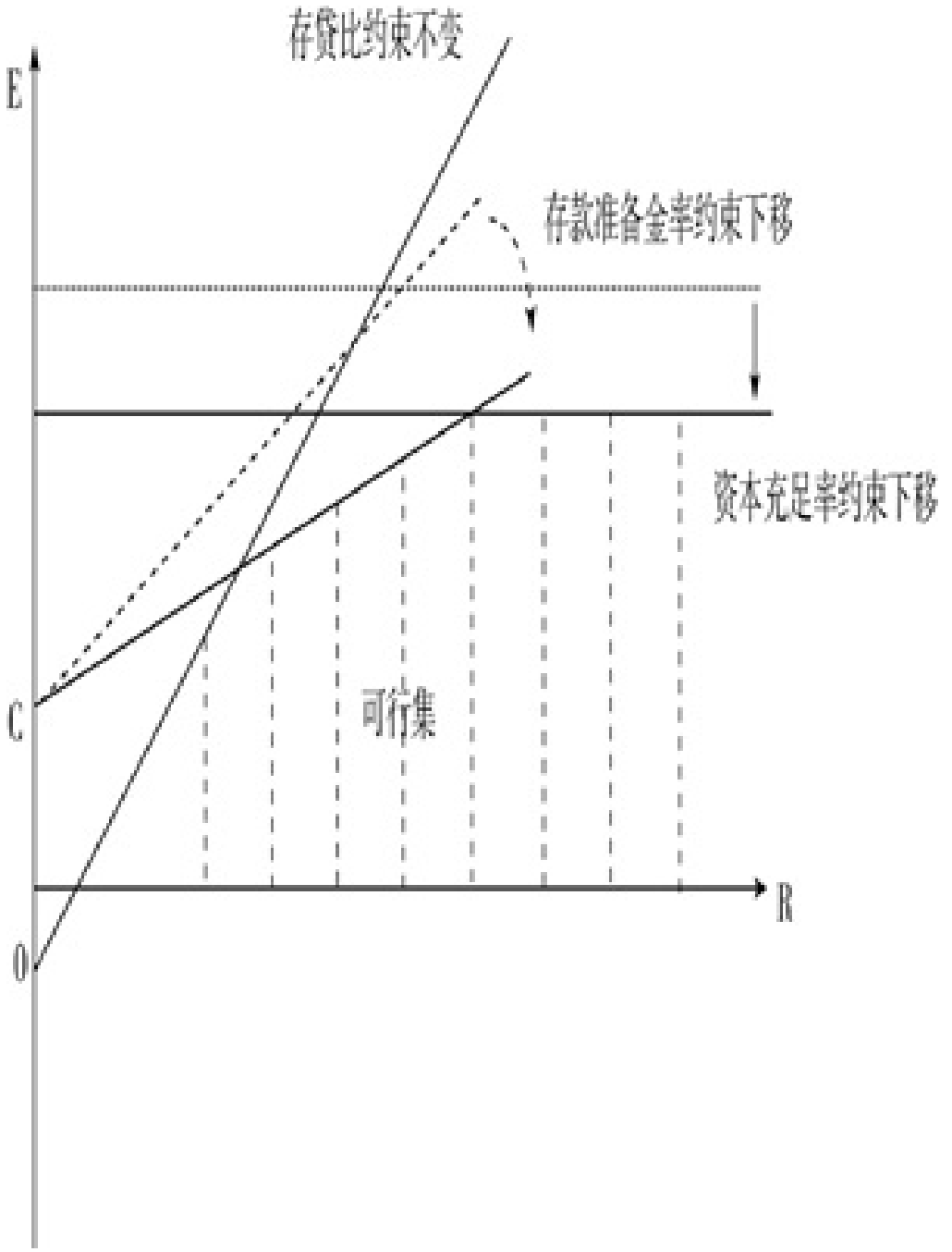


率，曲线下移，同时银监会将商业银行资本充足率要求由8%上升至11.5%，中小银行上升至10.5%，因此资本充足率曲线

$$E_{max} = \frac{C}{c}$$

也较大幅度下移，在不考虑存贷比替代作用的情况下，在这一时期对于银行业而言，受到两个政策工具双重约束变“紧”的影响（如图7－7所示），模型中银行信贷总额的可行区域大幅减少，因此对商业银行信贷投放可能存在政策超调或政策重叠。

图7－7　2010—2011年末主要政策工具要求调整情况

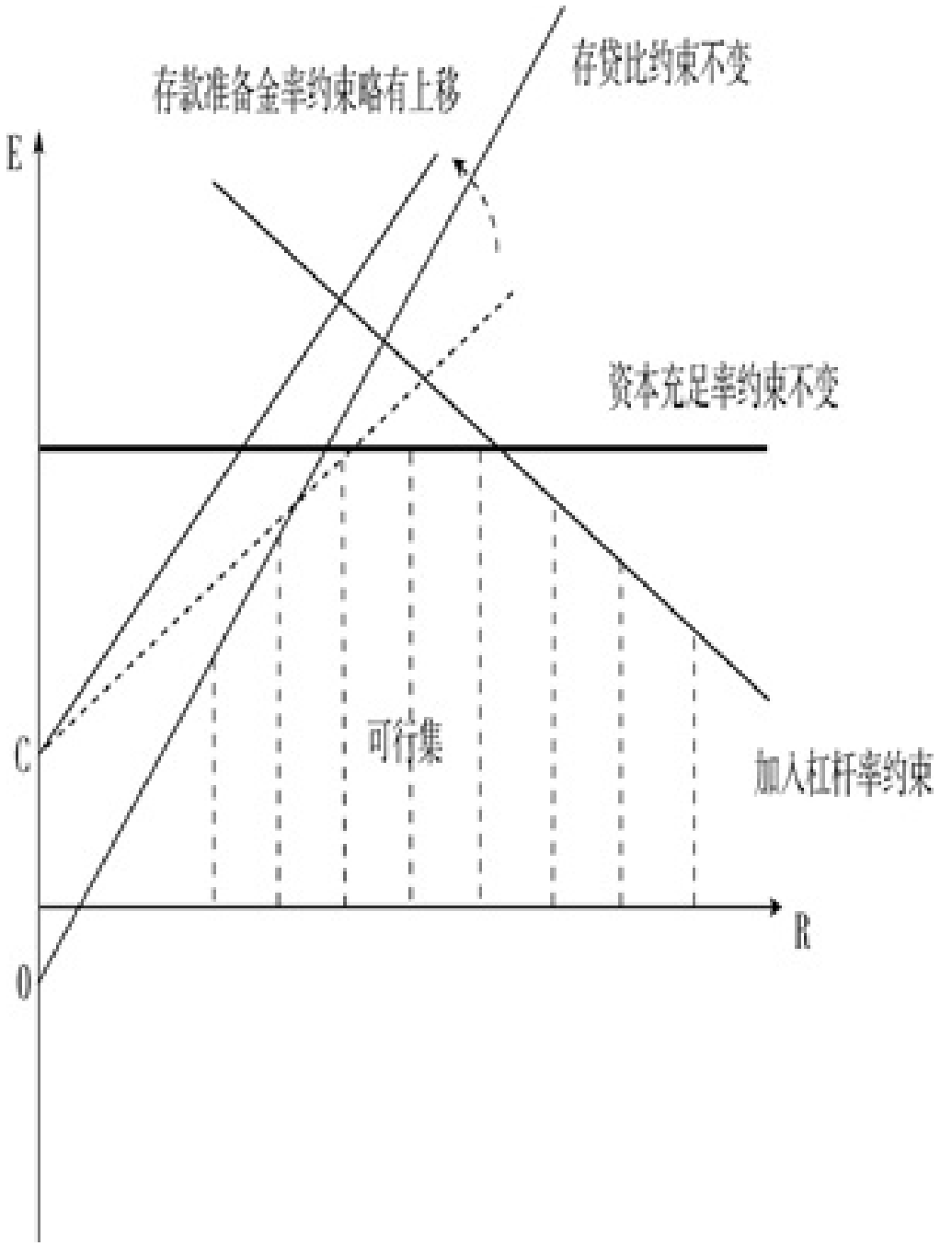


在货币政策不断收紧的过程中，商业银行的货币创造能力已大幅压缩，在此背景下，如再调整资本充足率，则将加剧这一过程。商业银行为了满足监管要求，风险资产及信贷规模被迫减少，工具叠加作用下，商业银行服务实体经济的能力大幅削弱。值得关注的是，这一阶段也是中国影子银行井喷式发展的阶段，2010年社会融资总额中，来自其他社会融资的资金占比较2008年接近翻番。因此政策超调可能导致实体经济无法通过商业银行获得所需资金，只能依靠其他渠道融资。

3.2012年初至今：2012年5月，继中国人民银行小幅下调法定存款准备金率后，存款准备金率基本处于稳定状态。经济的基本面较2011年变化不大，虽然市场流动性多次变化，并经历了2013年6月的“钱荒”事件，中国人民银行开始使用公开市场短期流动性条件工具（SLO）应对市场的流动性问题，在存款准备金的调整方面更加谨慎。

有效性分析：这一时期的政策调整与第一阶段（2008年中至2010年初）的比较相似，也是宽松货币政策下，资本充足率约束未变化。但是由于该阶段货币政策调整的幅度很小，因此并无显著的抵消或叠加效应。此外，这一阶段中国银行业根据《巴塞尔协议Ⅲ》的要求，提出了杠杆率监管标准（4%），模型中商业银行信贷总额的有效区间进一步减小。杠杆率要求作为一项新的宏观审慎监管工具，为未来我国商业银行信贷的刚性扩张预埋了政策安排。

图7－8　2012年初至今主要政策工具要求调整情况



整体而言，从2008年以来货币政策和宏观审慎、微观审慎监管政策的协调来看，中国金融政策协调的有效性不足，特别是在2008—2011年间，存在一定程度的政策替代、抵消或叠加的情形。

二、关于金融政策协同的进一步探讨

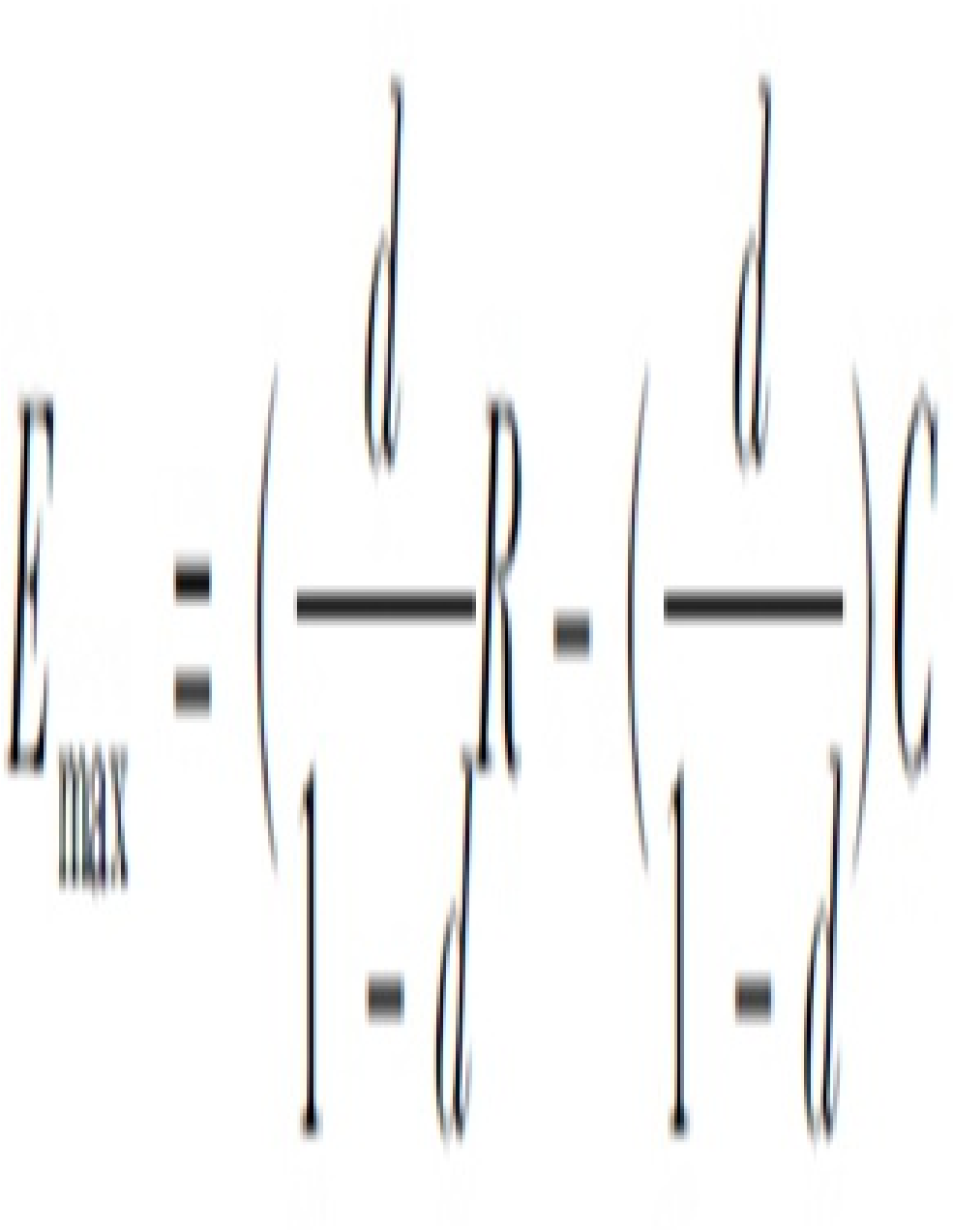
（一）法定存款准备金率和存贷比的替代效应分析

根据本章的模型，在同时存在存款准备金率要求和存贷比等宏

观审慎监管措施的情形下，商业银行的放贷行为既可能受到法定存款准备金率的约束，也可能受到存贷比等的约束，商业银行的最终信贷投放规模取决于上述两者制约力大小的实际比较，即所谓的“短边原则”（伍戈和李斌，2012）。在本章模型中，其取决于

$$L_{max} = \left(\frac{1-r}{r}\right)R + C$$

两条约束曲线 和



的交点和斜率，当存贷比曲线在下方时，存贷比对银行信贷总额起到约束作用，当法定存款准备金率曲线在下方时，法定存款准备金率发挥作用，因此两个监管工具是替代关系。在实际应用中，银行业的情况要比模型假设的更为复杂。正如第六章宏观审慎监管工具政策有效性的实证分析结果显示，存款准备金率对银行信贷规模控制力显著，这与本章模型中存款准备金率效果被存贷比约束替代的结论存在矛盾。主要有以下两点原因：

一是商业银行资产的多元化趋势弱化了存贷比要求对商业银行

的制约，而在模型中假设银行业资产仅包含贷款。除了贷款，商业银行的资产还增加了多种投资方式（如债券和同业业务）等。相应地，资产业务中用于贷款的比例明显缩小，实际存贷比也相应缩小，使得商业银行在现实中更容易满足存贷比的要求。因此虽然根据模型测算，2008年后理论上存贷比应对商业银行的信贷行为起主要约束作用，但实际上由于商业银行资产多元化后的趋势愈加显著，存贷比约束被弱化。而法定存款准备金率作用于存款规模，依然对货币信用创造有较强制约作用。因此在现实环境中，随着商业银行资产结构的变化以及监管要求的调整，两个比率可能交替发生作用，不再是模型中简化后的线性关系。

二是模型未能反映存贷比考核方式的变化。近年来尽管中国存贷比的法定比例维持在75%水平，但存贷比具体考核方式在各个时期是存在差异的，这也对商业银行的信贷行为造成影响：一是存贷比考核频率的变化。例如，在商业银行信贷投放较多的时期，监管部门会提高对存贷比指标考核频率，从而强化存贷比的实际约束效力。考核频率对监管要求的实际约束力有较大影响，考核频率越高，实际约束力越高；二是法定存贷比比值的动态变化。实践中，存贷比考核比例75%并不是一成不变的，例如，根据经济金融形势的变化，为加大对中小企业贷款支持力度等，也曾出现过允许部分中小银行业适当突破存贷比的情况。这些都可能使得商业银行信贷投放行为出现相机抉择的变化。因此两个工具在何时点进行替代不能一概而论，这与政策的实施方式密切相关。

因此虽然法定存款准备金率和存贷比两个工具呈现替代效应，但在实际中尤其是中国的具体实践中，这种替代关系更加复杂。商业银行资产多元化、存贷比考核方式变化等对货币信用创造机制产生了许多复杂的现实影响。如商业银行资产多元化的情况下，存贷比要求对商业银行的约束有所弱化，而考核方式的变化也将影响监

管工具的实际效用。在调整货币政策或宏观审慎监管政策时，需要充分考虑到这两类工具的替代性，并通过政策协调，避免政策调整的无效。

此外，除了存贷比工具与法定存款准备金率存在的替代效应，存贷比工具还曾因只能对贷款总额进行控制等因素而受到争议。例如，2009年我国实施了经济刺激政策，但是实际上从信贷资金投放来看，较多信贷流入房地产、政府融资平台等行业，对实体经济的支持力度并不均匀，甚至造成了一些行业的过热增长和泡沫现象。信贷结构是否合理，应是决定商业银行健康性的更重要考量。

因此，银监会于2014年6月末发布《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》，在不改变存贷比算法的同时，对存贷比分子、分母的范围进行了调整。其中，分子扣除6项，分母增加2项。新的存贷比计算口径已开始正式实施。其中，对存贷比分子扣除6项：包括支农再贷款、支小再贷款所对应的贷款；“三农”专项金融债所对应的涉农贷款；小微企业专项金融债所对应的小微企业贷款；商业银行发行的剩余期限不少于1年，且债权人无权要求银行提前偿付的其他各类债券所对应的贷款；商业银行使用国际金融组织或外国政府转贷资金发放的贷款；村镇银行使用主发起行存放资金发放的农户和小微企业贷款。而在分母的增加项中，中国人民银行目前正在推进的银行针对个人和企业的大额可转让存单（CD）被纳入其中，此外还包括外资法人银行吸收的境外母行一年期以上存放净额。这一调整，是银监会通过存贷比措施向小微和“三农”贷款政策倾斜，鼓励银行调整信贷结构的举措，标志着存贷比工具从总额控制工具逐步转向成为结构调整工具。

（二）协调各金融政策工具时应考虑的因素

根据第四章的阐述，货币政策目标应与宏观审慎监管政策目标

严格区分，即货币政策的主要目标是维持价格稳定、平复资产价格的过度波动。宏观审慎监管政策的目标是维持金融稳定，管理金融系统性风险。因此相比之下，货币政策的目标侧重于整个宏观经济的增长与货币环境的稳定，而宏观审慎监管的政策目标侧重对金融体系的管理。在实践中，如果将金融稳定作为货币政策的目标，则会涉及一个政策工具对多个目标的问题，这将使政策工具面临多个目标的权衡，同时也不符合丁伯根法则（详见本课题第三章）。而且货币政策工具作用于整个金融业，由于其目标是调节货币供应量，针对通货膨胀目标，因此工具调整对银行业的经营影响很大，可谓牵一发而动全身。因此，在维护金融稳定方面，宏观审慎监管政策比货币政策在针对性上更具优势。

表7—8　主要货币政策与宏观审慎监管政策的对比

政策类型	政策工具	作用对象
货币政策	法定存款准备金	信贷余额
	再贴现政策	利率
	公开市场操作	基础货币
宏观审慎监管政策	逆周期资本附加	信贷扩张能力
	杠杆率	信贷余额
	存贷比	信贷余额
	动态拨备制度	信贷扩张能力
	压力测试	信贷扩张能力
	贷款价值比	按揭贷款余额
	特定部门资本要求	风险较高的部门或行业贷款余额
	系统重要性资本附加	系统重要性银行风险承担

由于货币政策和宏观审慎监管政策目标的差异，监管部门可考虑结合不同目标选用恰当的工具组合，但根据本章模型的推导及我国在2008年以来政策工具协同的效果来看，需要注重以下两个原则：

1.避免货币政策工具和宏观审慎监管工具的作用对象完全一致

当作用对象一致时，可能会发生“政策抵消”或“政策超调”，致使政策目标不能实现。如中国人民银行调低法定存款准备金率，该政策工具作用的对象是信贷余额，有防止经济下滑和风险暴露的政策含义，此时为了避免政策协同的不确定性，宏观审慎监管部门可避免使用直接作用于信贷总额的其他监管工具，从而减少两类政策执行时的冲突或过度叠加。这一问题将在第八章政策建议中详细阐述。

2.减少某些宏观审慎监管工具的频繁调整，恰当使用针对特定部门的宏观审慎监管工具

在本章模型中，一些宏观审慎监管工具，如存贷比、杠杆率直接作用于银行的资产负债表，对商业银行的整体信贷余额或信贷扩张能力予以限制，因此稍作调整，即可对银行业的信贷供给产生较大影响，而且由于与货币政策的作用对象一致，容易发生政策协调低效的情况。如果目标仅是维护金融稳定，则应尽量避免对实体经济的“非预期扰动”，不宜频繁调整这些工具。

而从历次国际金融危机的起源来看，银行业的危机常开始于一类资产组合质量的迅速恶化，特别是房地产行业、具有过剩产能的行业等，因此可配合使用针对性的、更具灵活性的针对特定部门的监管工具，从而在避免对整个实体经济扰动的前提下，控制来自特定部门的风险。目前这类工具主要包括贷款价值比——用于限制房

地产按揭贷款的信用风险，以及针对特定部门的资本要求——用于推动银行收缩某些高风险行业的资产配置，且不影响对其他行业的放贷。由于这两类工具很难通过简化的银行资产负债表予以反映，因此下面我们单独通过传导图分析这两种工具的效用：

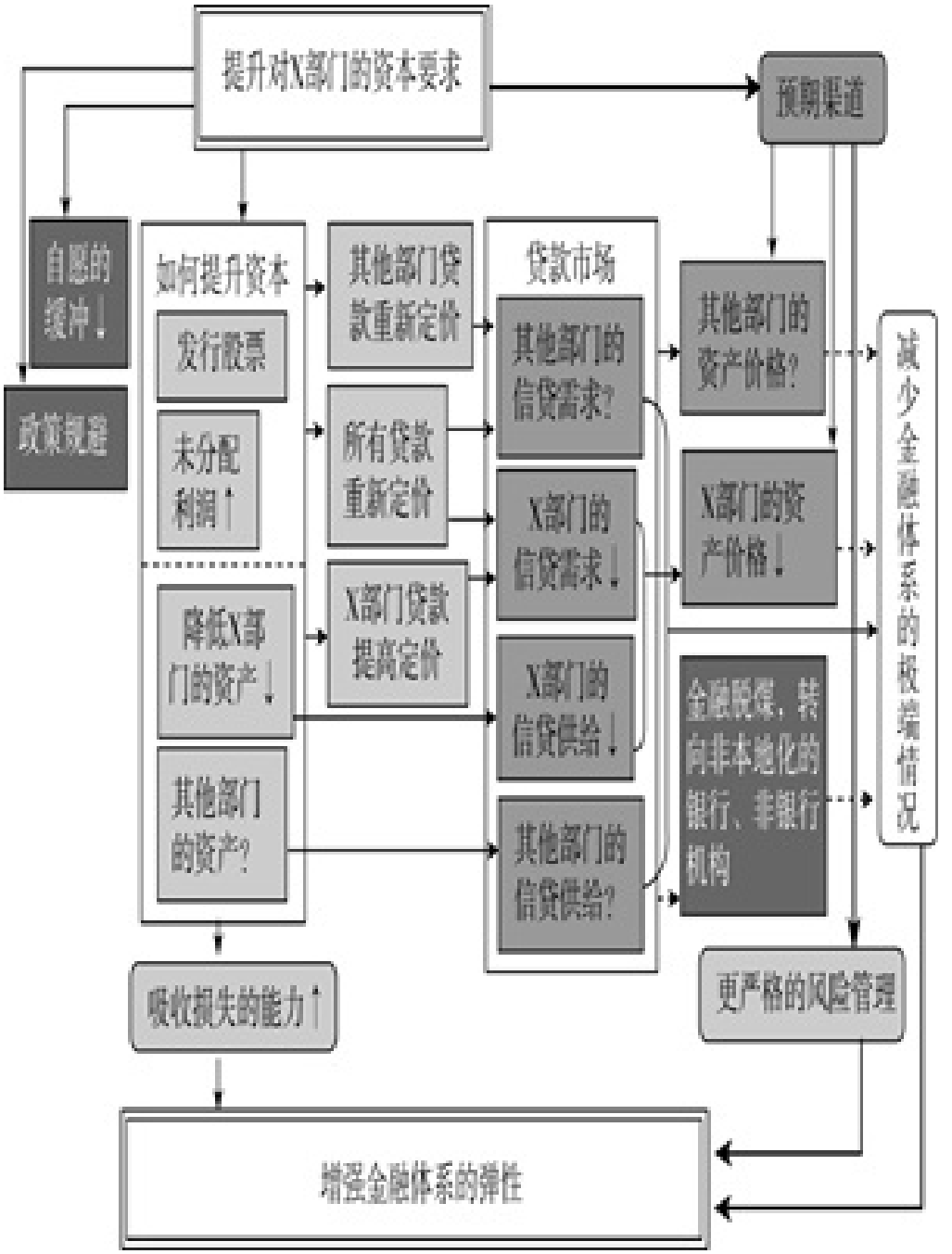
（1）针对特定部门的风险权重或资本要求

当某些经济部门出现过热或信用风险较高，以及银行业的信贷投放过于集中在某个或某几个部门时，由于对于银行业而言这些部门的资产收益率仍很高，因此银行从利润最大化角度出发没有主动收缩这些行业的意愿。但监管部门从防范系统性风险的角度考虑，可以提高这些行业（在图7－9中表示为X部门）的风险权重，如在房地产行业过热时，将该行业的信用风险权重从100%提升至150%或更高，又如当银行对个人的过度授信情况严重时，可提高信用卡授信额度的信用转化系数(3)。这种监管要求通过两个渠道最终影响对特定部门的授信。

一个是资本充足率渠道，商业银行为了保证资本充足率达标，只能提升资本量或缩小风险资产。由于对特定部门X的风险权重要求提升，实质上增加了商业银行对X部门的实际授信成本，那么当对X部门放贷的净收益低于对其他部门放贷的净收益时，商业银行将最终减少对X部门的放贷，或提高对X部门的贷款定价，这样来自X部门的贷款需求也随之减少。另一个渠道是预期渠道，即监管部门通过提升对X部门的资本要求对市场发送了“信号”，除商业银行外的市场参与者由该“信号”预期到针对X部门更严厉的监管调控，就减少了对X部门的投资，从而X部门的资产价格下降，从而X部门的资产收益率下降，商业银行的贷款收益率随之降低。这两种渠道，都能最终减少商业银行对X部门的信用风险暴露。当然，在实际运用中也可能存在监管漏损，例如，X部门由于无法从商业

银行的正规渠道融资，只能求助于其他融资方式或影子银行。

图7－9　针对特定部门风险权重的传导机制



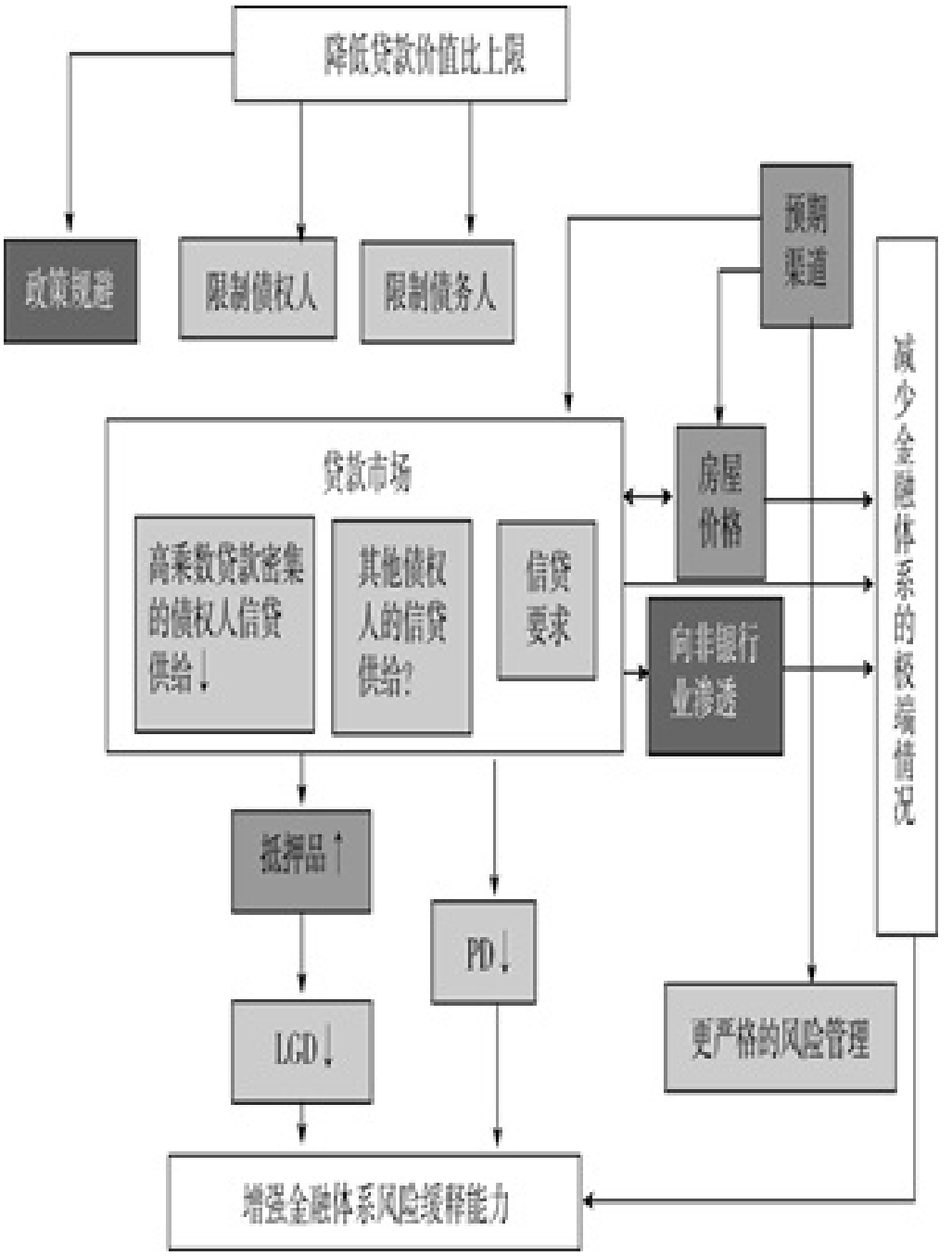
注：　银行反应；　市场反应；　政策漏损。资料来源：作者参考新西兰中央银行网站整理绘制。

此外，除了针对某个行业的信用风险权重的调整外，只要调控的目标为特定行业和部门，监管部门还能通过这一工具调整其他类

型的风险暴露。如在金融体系内部，当某一行业的风险较高时（如资本市场部门的私募基金）或某一类产品的市场波动剧烈（如部分类型的衍生品），监管部门也可以通过风险权重的监管要求，来推动商业银行减少对这些交易对手或产品的敞口。整体而言，针对特定部门的资本要求能够起到针对性的调整效果，在适当管理监管漏损的前提下，通过相机抉择的调整方式，能够达到增强金融体系弹性、降低系统性风险的作用。

（2）贷款价值比LTV

图7－10　贷款价值比工具的传导机制



注：　银行反应；　市场反应；　政策漏损。资料来源：作者参考新西兰中央银行网站整理绘制。

贷款价值比目前已在多个国家普遍运用于房地产信贷风险的管理，在本课题第六章阐述我国宏观审慎监管工具的实践时，也列举了我国对贷款价值比的多次调整。这一监管工具的传导机制与针对特定部门的资本要求很相似，能够分别通过对商业银行放贷的限制渠道和预期渠道这两个渠道来影响商业银行对房地产行业的风险暴

露：设置LTV上限有助于限制房地产抵押贷款的过度发放。对于房地产投机者来说，较低的LTV上限意味着更大的资本投入和较小的回报率，使得其投机意愿降低，有助于抑制房地产泡沫；对于银行而言，一些高风险的债务人被排除在放贷门槛之外。同时通过调整监管要求，政府调控房地产行业的信号得以释放，对这一行业的过度投资将有所抑制。

在第五章和附录一中，均阐述了房地产行业由于其特殊性，对一国的金融系统性风险影响显著，因此防范房地产行业可能引发的系统性风险积聚，应是宏观审慎监管工具的重要任务之一。而货币政策工具，由于以商业银行存贷款的总量调节为主，在调控房地产市场存在一定的局限性(4)。Hui Shan（2014）曾以新西兰和欧元区的例子说明了这一情况。一是过去几年中新西兰的房地产价格飞速上涨，新西兰中央银行为调控房价而上调基准利率。但利率的上调却可能带来本地货币的升值，从而导致其他经济领域的衰退。另外一个例子是发生在欧元区域。所有欧元区国家的基准利率都由欧洲中央银行负责统一确定。但在最近的几年里，德国和西班牙的房地产价格向着截然不同的方向发展，即德国的房价不断上涨，而西班牙的房价则节节下跌。面对这样的国家地区性差异，统一的货币政策显然无能为力，此时针对房地产行业的宏观审慎政策工具（如LTV）则大有用武之地，显得更加对症、更加精确，也不会给宏观经济带来过多的不良影响。

无论是针对特定部门的资本要求，还是贷款价值比，特点都在于针对某一部门或行业的风险暴露予以限制，因此整体而言对商业银行的资产负债表影响较小，能够给予商业银行在整体信贷中予以调整的空间，从而从总额调整的压力转化为结构调整。由于这类工具旨在遏制系统性风险在特定部门的传播，因此适用于在系统性风险的第一阶段，即“积聚阶段”使用。但当系统性风险开始全面显

现，进入传染和冲击阶段时，可考虑覆盖面更广的监管工具，如逆周期资本附加等。

（三）关注定向货币政策与宏观审慎监管工具的互动

2014年中国人民银行开始使用定向货币政策：2014年4月，人民银行发布通知，自4月25日起，中国人民银行下调县域农村商业银行和农村信用合作银行的存款准备金率，其中县域农商行降准2个百分点，县域农村合作银行降准0.5个百分点；2014年6月，中国人民银行扩大定向降准范围，宣布从6月16日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含2014年4月25日已下调过准备金率的机构）下调人民币存款准备金率0.5个百分点。通过定向降准，中国人民银行旨在引导信贷投放，加强金融领域对“三农”和小微企业发展的支持。

这类政策的出台标志着之前着重于总量调节的货币政策工具，开始加入结构性调整的思路。定向降准通过“定向”方式，引导信贷结构偏向特定领域，这与前文中针对特定部门的宏观审慎工具有异曲同工的效果，其注重结构调整的优势明显，避免了全面降准“总量”调节方式缺乏针对性以及“用力过猛”的劣势。与此同时，金融管理部门应关注这类定向货币政策工具与宏观审慎监管工具的相互作用，与针对总量的货币政策相比，定向货币政策对银行业的长远影响，以及与其他宏观审慎监管、微观审慎监管工具的协同效应将更加复杂，更具不确定性。

目前货币政策（定向降准）和宏观审慎监管（2014年6月存贷比要求调整中相关贷款在分子项中扣除）都通过针对性的工具，引导商业银行的信贷结构调整。这些工具由于作用对象和目标相同，均为增加“三农”和小微企业等金融服务薄弱领域的信贷投放，这必然会产生叠加作用。这种叠加下的政策效果和互动关系，需要我们

予以关注。

三、宏观审慎监管与财政政策、产业政策的联系

在本章的模型分析中，已经具体阐述了宏观审慎监管政策与货币政策和微观审慎监管政策的协同情况，这三类政策均直接作用于金融机构和金融体系，联系密切。除此之外，其他经济政策也与宏观审慎监管有一定联系，在本部分补充说明我国宏观审慎监管与其他两个经济政策，即财政政策和产业政策的联系，需要在政策协调中予以关注：

（一）在我国宏观审慎监管已与财政政策、产业政策有过一定配合的实践

由于宏观审慎监管可以从金融稳定方面减少金融体系对宏观经济的“负外部性”，从而维护经济的正常运行。因此从推动宏观经济稳健增长角度，经济金融政策必将相互配合。在我国宏观审慎监管与财政政策、产业政策的配合已有过一些实践。例如，在房地产行业方面，针对房价快速上涨，我国在使用财政政策和产业政策的同时，配合贷款价值比等宏观审慎监管工具和货币政策工具，共同发挥效果，如表7－9所示。

表7－9　中国房地产价格调控措施

财政政策和产业政策	
2010年1月	销售购买未满五年的住房所需支付的税费调升
2010年3月	要求78户不以房地产为主的中央企业逐步退出房地产行业
2010年4月	北京率先规定“每户家庭只能新购一套商品房”，之后其他主要城市陆续

月	推出限购政策
2010年9月	除家庭首套房外，购房免印花税和销售税的优惠措施暂停
2011年1月	对销售购买未满五年的住房，征收基于房屋全部销售收入的营业税（5. 5%）（过去仅基于资本得利部分征税）
2011年1月	上海市和重庆市试行房产税
2012年至2013年	加快保障房建设
2012年至2013年	住房信息系统联网，启动全国40个城市个人住房信息系统建设
宏观审慎监管政策	
2010年4月	贷款价值比率上限对首套住房按揭自80%降至70%，对第二套住房按揭 降至50%
2010年4月	第二套住房贷款利率升至基准利率的1.1倍
2010年10月	第三套住房贷款暂停
2011年1月	对第二套住房按揭的贷款价值比率上限降为40%
货币政策	
2010年至2011年	贷款基准利率自2010年10月至2011年7月调升5次，共125个基点
2010年至2011年	存款准备金率自2010年1月18日至2011年6月20日调高12次，共600

2011年	个基点
2011年至2012年	存款准备金率自2011年12月5日至2012年5月18日调低3次，共150 个基点
2012年	贷款基准利率自2012年6月7日至2012年7月5日下调2次共56个 基点

资料来源：Lim等（2011），中国人民银行和银监会。

使用多经济金融政策有助于从不同方面控制投机，平抑市场。如根据上表，财政政策和产业政策主要用于控制购买房产的经济需求和供给，如推出限购政策抑制需求，保障房政策用于扩大供给（或可理解为引导特定人群的需求），此外还通过印花税、房产税等增加非首套房的购房成本。货币政策用于管理购买资产的资金成本以及引导市场的流动性。宏观审慎监管政策通过商业银行直接作用于房地产贷款，包括贷款价格、贷款供给等。因此这些经济金融政策各有侧重，从供需、资金等方面共同进行调节，疏堵结合，对管理房地产市场资产价格泡沫发挥作用。

（二）我国财政政策和产业政策在某些情况下为宏观审慎监管带来挑战

经济体系和金融体系具有密切的关系，而我国政治和经济结构具有一定的特殊性，这使得我国的财政政策和产业政策必将对金融体系产生重要的影响。例如，王刚、李丹丹（2011）曾以政府融资平台为例阐述财政政策中中央政府和各级地方政府财政支出的结构和税收体系的结构性变革对宏观审慎监管政策的影响：1994年分税制改革后，中央和地方的财政分权结构发生了变化，地方政府在目前总体财政收入中只占三成，而地方经济发展的七成支出需要地方

政府承担，在财政支出的压力下，地方政府在出售地皮的同时，发展地方融资平台，这一方面导致房地产市场价格的螺旋式上升，另一方面还使得参与地方政府融资平台的商业银行该类贷款集中，均推动了中国系统性风险的增加。这两个问题都是当前金融监管部门在采取宏观审慎监管时不可回避的难题。

此外，在产业政策方面，某些产业扶持政策增加了宏观审慎监管的难度。以光伏产业为例，国家曾出台过一系列扶持该产业发展的政策。如2010年《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（国发〔2010〕32号）明确将太阳能光伏发电纳入七大重点产业之一的新能源产业；2011年，国家发展改革委发布《产业结构调整指导目录》，首次将新能源作为单独门类列入指导目录的鼓励类，太阳能光伏发电位列其中；8月，国家发改委下发《关于完善太阳能光伏发电上网电价改革的通知》（发改价格〔2011〕594号），正式拉开了国内光伏发电市场繁荣的序幕。2011年，我国国内的光伏组件总产能就已经达到40GW至50GW，但全球实际市场需求装机量只有28GW，产能过剩显而易见。相关部门意识到其中潜在的重大风险，开始对产业政策做出调整。2012年两会期间，国务院总理政府工作报告中指出“加强统筹规划，制止太阳能、风电等产业盲目扩张”；2013年7月，国务院颁布《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，抑制光伏产能过剩标准出台。光伏产业由政府支持到产能过剩发生亏损的事件，使得向光伏企业发放贷款的银行业遭受负面影响，贷款不良率激增。以中国银行为例，2012年其光伏行业贷款中关注类占比24%，不良贷款率为21.31%。之后银监会在《2013年大型银行监管工作要点》要求大型银行严密关注包括光伏行业在内的九大产能过剩行业的信用风险变化趋势。由于光伏行业贷款在银行业贷款总额中占比有限，因此虽然不良贷款高发，但并未发生系统性风险隐患。从这一事例中，我们可以看出个别产业政策对银行业稳健经营带来的负面影响。

商业银行作为社会资金融通的重要微观基础，产业扶持政策需要通过商业银行作为政策传导中介，并最终体现为对扶持产业的信贷投放增多、贷款利率优惠，因此国家产业政策的调整对商业银行贷款行业的分布产生一定影响。

近年来，包括光伏行业在内，我国政府陆续出台多项产业扶持政策。这些产业在政策红利下市场进入者增加，加大生产投资，行业加快发展。同时，商业银行，特别是大型国有银行，由于其所有制特点和历史原因，对国家的各类产业支持政策响应很快，对相关产业的支持力度也较大，为这些相关行业内“良莠不齐”的企业增加授信支持及融资贷款，在审批的标准上存在一定程度上的“放松”。与之同时，在行业加速发展的同时，产能过剩矛盾并发，价格持续下滑，资产收益率降低，相关产业流动资金紧张，不时出现企业经营陷入困境、亏损面持续扩大、不良贷款增多的现象。另外，一些企业还存在着银行给予的超额授信风险，比如对集团企业的多头授信、重复抵押风险等。

若银行对相关行业内企业信用风险暴露较大，当行业由于产能过剩等原因不良贷款问题集中暴露时，对银行业资产质量冲击很大，并存在系统性风险隐患，这在一定程度上增加宏观审慎监管的难度。那么，如何避免产业扶持—产能过剩—产业调整的怪圈，而使政府支持下的产业发展更加健康和均衡？如何坚持授信原则，避免银行业对扶持产业过度授信或降低授信标准？如何尽早发现某些行业的风险隐患并推动银行业调整贷款结构？

解决以上问题，作者认为有两点思路。一方面，宏观审慎监管者应及时关注产业政策对银行信贷结构的影响，监控这些行业的不良贷款率、信用风险缓释情况的变化，并要求商业银行对风险集中度较高的行业定期开展压力测试，一旦发现风险苗头，尽早推出宏

观审慎监管措施，避免风险扩大成为系统性风险隐患。

另一方面，我们需要认识到微观市场主体的理性是宏观审慎监管政策有效传导的基础。对相关行业的过度授信或降低授信标准，与商业银行自身主动风险管理意识欠缺、过于追求短期利益的问题密切相关。例如，钢贸行业超额融资问题引发的地区性行业系统性风险事件，针对钢贸行业并无产业支持政策，但商业银行对钢贸授信仍一哄而上，最终风险积聚爆发银行遭受损失，因此即使无产业政策的引导，商业银行仍在行业风险判断上存在问题。商业银行作为微观市场主体，应尽量避免追求短期利益的非理性行为，并形成健康的风险文化，避免求规模、求利润而忽视风险防范的信条。当国家推出产业政策时，商业银行应形成自身的判断能力，选择相关行业中的优质企业增加授信，同时以减少授信的方式淘汰该行业中技术落后、管理不善的企业，合理进行风险定价，通过推动市场出清，以市场化的方式减少过剩产能现象的发生，维护相关行业的健康、均衡、共赢发展，才是响应国家产业政策的正确方式，体现现代银行业的经营理念。

整体看来，宏观审慎、货币政策、财政政策等经济金融政策虽分属于不同的政策框架，具有不同的政策目标和政策工具，但是紧密联系，而且互动性极强。关键是要力求准确把握不同政策范畴之下不同政策工具的传导机制与相互影响，在此基础上根据本国当前经济、金融体系的实际状况在政策制定过程中相机抉择。

第三节　小结

本章第一节通过模拟简化的银行业资产负债表，推导货币政策、宏观审慎监管、微观审慎监管政策的主要政策工具对银行业整体资产负债表的影响，研究多工具共同作用于银行业时的协同效应，主要结论包括：一是法定存款准备金率和存贷比对于商业银行

信贷扩张具有一定的替代性，即商业银行的最终放贷数量取决于上述两者制约力大小的实际比较；二是监管工具包括法定存款准备金率、资本充足率、杠杆率等虽然旨在抑制商业银行信贷扩张的顺周期性，但是在经济上升期，工具的约束力却有所下降；三是部分工具如杠杆率和存款准备金率的调整对信贷总额的影响具有非对称性，即放松监管要求所引起的信贷扩张幅度大于同比例提高监管要求所造成的信贷缩减幅度；四是当存在多个工具时，我们并无法简单判断哪个工具、或哪几个工具的组合有效性更强，而要结合各工具当前所处的区间，以及银行业的资本情况等来具体判断，进行个案分析。在此基础上，本章第二节探讨了2008年全球金融危机后我国三个政策调整阶段（宽松货币政策阶段、紧缩货币政策阶段和当前的稳健货币政策阶段）中，政策协同的有效性情况。从实证结果看，鉴于中国目前存在多个决策主体，且协调机制不足，导致政策工具组合的“非预期效果”显著，在2008年后的各个阶段中货币政策和监管政策的协同分别出现了一定程度的“政策抵消”或“政策超调”。

在此情况下，除应尽快加强政策协调的机制外，本章还得出两个结论，一是尽量避免货币政策工具和宏观审慎监管工具的作用对象完全一致。当作用对象一致时，发生“政策抵消”或“政策超调”的概率升高，致使政策目标不能实现。如中国人民银行执行扩张性的货币政策（如降低法定存款准备金率），该政策工具作用的对象是信贷总量，这时宏观审慎监管部门避免使用直接作用于信贷总额的其他监管工具，应减少两类政策执行时的冲突或过度叠加。二是减少某些宏观审慎监管工具的频繁调整，恰当使用针对特定部门的宏观审慎监管工具。例如，在本章协同效应模型中，一些宏观审慎监管工具如存贷比、杠杆率、动态拨备覆盖率等工具直接作用于银行的资产负债表，对商业银行的整体信贷余额或信贷扩张能力予以限制，因此稍作调整，即可对商业银行业的信贷投放发生较大

影响，如果目标仅是维护金融稳定，则应尽量避免对实体经济的“非预期扰动”，不宜频繁调整这些工具。特别是在系统性风险的起源和积聚阶段，可加强使用特定部门资本要求、贷款价值比等更具针对性的工具。此外随着中国开始使用定向货币政策（如定向降准），金融管理部门还需特别关注这类结构调整型的货币政策工具与宏观审慎监管工具的互动。

最后，本章分析了我国宏观审慎监管与财政政策、产业政策的关系。虽然这两类政策可能不直接施加于金融行业，但由于金融的特殊性，它们有以下联系：一是在我国，宏观审慎监管在与财政政策、产业政策的配合方面已有一定实践，如近年来房地产行业的调控已体现出不同领域经济金融政策的配合；二是通过地方政府融资平台和光伏行业的例子阐述了我国财政政策和产业政策在某些情况下为宏观审慎监管带来挑战，同时商业银行应树立风险意识，以市场化方式应对财政政策和产业政策调整。

鉴于差别存款准备金率会影响中国人民银行用于控制商业银行信贷规模增速的“合意贷款”的计算结果。故在该工具中，已涵盖合意贷款的影响。↩

在这一时期，我国尚未实施杠杆率监管。↩

商业银行的表外资产项目是指不反映在资产负债表上，但有可能随时转换为表内项目的资产。信用转换系数是衡量表外资产转换为表内资产的风险程度的指标。将表外资产项目的本金数额乘以信用转换系数，乘出的数额根据表内同等性质的项目进行加权，从而获得相应的风险权重资产数额。↩

Hui Shan, Beyond Interest Rates:Macro－prudential Policies in Housing Markets, Global Economics Weekly,

第八章 结论和政策建议

2008年爆发全球金融危机以来，构建与完善宏观审慎监管框架成为全球金融监管改革的主要方向之一。我国以分业经营和分业监管为主的金融体系更需建立涵盖银行、证券和保险等行业的宏观审慎监管框架，以有效防范系统性风险，维护我国金融稳定。同时，中国目前已进入全面深化改革的新时期，包括金融监管改革在内的各方面改革加快推进，激发市场活力、促进经济转型成为改革的关键词。在此背景下，随着我国金融体系、金融市场以及金融活动的发展和演变，未来一段时期监管理念与模式必将随之发生较大调整，而宏观审慎监管将成为这一调整中的重要组成部分。

如何评估系统性风险？何时使用哪些宏观审慎政策工具以实现既定监管目标？如何协调不同工具，包括宏观审慎工具与货币政策工具的实施，避免政策抵消或政策超调？如何结合中国国情完善宏观审慎监管的机构设置？围绕宏观审慎监管的上述四大要素，本课题通过理论分析、实证分析和案例分析相结合的方式，在对国内外宏观审慎监管理论和实践进行全面梳理的基础上，遵循“识别中国潜在的系统性风险来源和强度——针对风险状况设计和选择有效的宏观审慎监管工具——分析宏观审慎监管与其他政策的协调效应”的研究思路，对中国当前潜在的系统性风险进行了评估，并初步回答了中国宏观审慎监管实践中面临的基础性问题。本章将对研究的主要结论、创新性价值以及主要不足进行总结，并在此基础上提出应对中国潜在系统性风险隐患，改进中国宏观审慎监管的政策建议。

第一节 主要结论与创新点

一、本书的主要结论

（一）我国金融系统性风险隐患正在累积

系统性风险是指能够导致金融市场最终功能失灵、无法正常运转的情况。通过借鉴IMF金融稳定图监测法，从宏观经济风险、传染性风险、信贷风险、市场和流动性风险、货币和金融条件以及风险偏好条件六个方面，分析我国2007—2013年的系统性风险变化情况。分析表明，过去7年间，信贷激增和房价上涨推高了信贷风险和宏观经济风险；虽然国际环境不稳引发较大外部冲击，但我国的资本项目管制和外汇储备在一定程度上缓释了外部风险的累积。

系统性风险也可以从金融资产集中度和关联性等方面进行分析。从集中度上看，我国金融资产90%以上仍然由银行业持有，而银行“大而不强”的特征明显，若银行业不加快调整资产结构，未来的风险自我抵御能力可能下降，银行业潜在的系统性影响会上升。2008年至2013年，我国银行业信贷长期刚性扩张，各项贷款余额从32万亿增长到77万亿，年均增长19%，远超同期GDP增速。银行业资产对GDP比重持续攀升至260%，在主要国家中仅次于英国。在此背景下，未来银行业如果不良率继续上升，化解的成本也将随之增长。据估算，到2020年，若不良率上升5个百分点，新增不良资产将占GDP同期增量的32%。此外，据工行测算，如果国内银行业主要依靠利息收入的盈利模式没有根本性改变，若行业净息差降至1.5%，全行业将进入亏损区间。换言之，银行业未来的风险自我抵御能力可能出现下降。

进一步分析表明，房地产行业是当前能够满足引发系统性风险条件的唯一隐患。房地产信贷指标呈现“四高”特征，即高行业集中度、高房价期发放、高一线城市占比、高商业地产占比，集中体现了房地产行业信贷在总量和结构方面存在的系统性隐患和脆弱点。高行业集中度是指房地产贷款及房地产抵押贷款占银行业各项贷款比重近35%；高房价期发放是指2013年以来发放形成的房地产

贷款占全部房地产贷款的44%；高一线城市占比，即京、津、沪、穗、深、渝房地产贷款占全部房地产贷款比重为29%；商业地产贷款占比已上升至12%。

从关联性上看，多种社会融资渠道很大部分都指向房地产这一基础资产。尽管现在议论较多的两大风险领域是影子银行和地方政府融资平台，但据估算，地方政府融资平台贷款的86%左右都与房地产市场相关，而经验表明，一年期以上风险相对较高的理财产品资金，50%以上直接或间接投向了房地产。因此，这两个领域的系统性风险实际最终还是回到房地产行业上。

资产负债错配加剧以及风险管理能力滞后导致流动性风险加大。从2006年到2013年，银行业存贷款的平均期限差从2006年的1.87年扩大到2013年的2.87年。相较于资金投向的长期化趋势，资金来源的稳定性并未同步提升，商业银行内在流动性错配进一步加剧。此外，由于近年来表外业务和同业业务迅猛发展、储蓄率一直较高、且商业银行较容易获得中国人民银行的短期资金支持，使得国内商业银行的流动性风险管理外部压力不大，因而管理水平没有与风险演变同步进步。

（二）目前尚不具备引发金融系统性风险的触发条件

系统性风险的演化取决于三个触发点：一是经济增长率短期内迅速下降。从目前来看，GDP跌破5%的可能性不大。二是官方基准利率短期内急剧攀升。目前我国整体通胀预期比较温和，官方基准利率基本没有在短期内出现大幅变化的可能。三是全国房地产短期内量价大幅超调。只要国民经济不出现硬着陆，这一可能性就不大。目前从一线到二三线城市的房地产成交量和价格都有所调整，部分二三线城市量价出现较大幅度下降，但个别二三线城市房价即使下跌30%，也并不具有系统性影响。温州房价回落近40%就是一个

典型个案，其对全国的影响其实很有限。

当然，一线城市从2014年7月出现的量价加速下跌苗头值得高度关注，因为一线城市房地产市场变化的系统性影响更为显著。持续观察表明，目前三个触发点中，房地产成交量价的变化是最不稳定的，如何避免其出现短期快速超调，是后续调控政策应当重点考虑的问题。

（三）大部分宏观审慎政策工具实现了预期政策效果

在单一工具使用效果方面，本课题的多元线性回归分析显示，在近年来我国实施的宏观审慎监管工具以及具有宏观审慎效果的货币政策中，大部分工具都实现了预期效果。存款准备金率对信贷/GDP有显著的控制作用；存款准备金率和贷款损失准备金率对政府部门负债率有显著的控制作用；存款准备金率、贷款损失准备金率和二套房贷款价值比对房地产贷款增速有显著的控制作用；存款准备金率、贷款损失准备金率和二套房贷款价值比对房屋销售价格指数有显著的控制作用；逆周期资本要求和杠杆率要求对提升银行业整体资本充足率水平这一指标的影响效果较为显著，充分体现了主要政策目标，但受制于决策机制不完善以及资本总量的快速增长，对信贷增速等系统性风险指标没有体现出很好的辅助性政策效果。

在多重工具使用效果方面，本书通过模拟简化的银行业资产负债表，研究包括货币政策、宏观审慎监管、微观审慎监管政策在内的多重工具对银行业整体资产负债表的影响，得出结论如下：一是法定存款准备金率和存贷比对于商业银行信贷扩张具有一定的替代性，即商业银行的最终放贷数量取决于上述两者制约力大小的实际比较；二是监管工具包括法定存款准备金率、资本充足率、杠杆率等虽然旨在抑制商业银行信贷扩张的顺周期性，但是在经济上升

期，工具的约束力却有所下降；三是部分工具如杠杆率和存款准备金率的调整对信贷总额的影响具有非对称性，即放松监管要求所引起的信贷扩张幅度大于同比例提高监管要求所造成的信贷缩减幅度；四是当存在多个工具时，无法简单判断哪个工具、或哪几个工具的组合有效性更强，而要结合各工具当前所处的区间，以及银行业的资本情况等来具体判断，进行个案分析。对2008年全球金融危机后我国三个政策调整阶段（宽松货币政策阶段、紧缩货币政策阶段和当前的稳健货币政策阶段）的政策协同效果分析显示，鉴于中国目前存在多个决策主体，且协调机制不足，导致政策工具组合的“非预期效果”显著，在2008年后的各个阶段中货币政策和监管政策的协同分别出现了一定程度的“政策抵消”或“政策超调”。在政策层面，若货币政策工具和宏观审慎监管工具的作用对象完全一致，发生“政策抵消”或“政策超调”的概率升高；若频繁调整某些工具，则可能对实体经济带来更大程度的非预期效果。

二、本书的创新性价值

本书以解决宏观审慎监管实践中的问题为主要目标，也希望在理论上有所贡献，主要创新性价值包括：一是注重现实意义。在前人研究的基础上，作者结合在监管部门、中国人民银行和IMF多年的工作经验，重新审视中国近年来经济金融发展实际和金融监管部门采取的宏观审慎政策工具，不囿于理论上对宏观审慎监管必要性、重要性等的分析，而是侧重于系统性风险防范和宏观审慎监管政策实践，不受制于部门利益的束缚，而是从系统性风险治理的角度出发，从中国经济发展和政府架构的现实出发，提倡建立宏观审慎思维，提出了制度层面和操作层面的政策建议，也通过案例提出了防范区域性系统性风险的建议，具有很强的现实意义。

二是注重实证分析。本书尝试通过实证研究，一方面为宏观审慎监管的政策制定、实施、协调提供参考，另一方面为未来进一步

研究提供基础性数据和结论。本课题尝试运用风险图、多元线性回归以及构建数理模型等多种实证研究方法，对中国当前面临的系统性风险现状、采取的宏观审慎政策工具的有效性和政策工具的协调效应进行实证分析和论证，一方面为宏观审慎监管的政策出台、工具选择、政策评估以及政策工具的协调提供具有参考意义的指导，另一方面为未来对宏观审慎监管的进一步研究提供基础性数据和结论。

三、未来的研究方向

在系统性风险识别方面，构建系统性风险地图的方法较好地反映了中国系统性风险的变动趋势，说明该方法有较强的实用性和指导性。但由于数据的可获得性不足，部分数据的处理过于简化和粗糙，对测算和结论的精确性带来一定影响，需要今后在数据更加丰富的基础上，根据中国经济金融发展实际对指标的选择和测算加以改进。同时，该方法尚无法直接为宏观审慎监管部门的具体操作提供必要的、具有可操作性的政策建议。

在实证分析中，本书通过构建模型，验证了宏观审慎监管政策工具的有效性，以及政策协同的有效性。然而，模型建立在对银行实际资产负债表大幅简化的基础上，忽略了银行间市场和其他投资类的资产与负债部分，略去了贷款之外的其他风险资产，也未考虑银行的表外资产。因此本书得出的结论仅仅是一些初步的结论，有待未来实践的检验，以及完善模型后的进一步理论验证。

此外，虽然通过限制系统性风险积聚来维持整个金融体系的稳定是宏观审慎监管政策的首要目标，但宏观审慎监管仅仅是维护金融稳定的一个手段，宏观审慎监管与货币政策、财政政策等其他政策的协调是维护金融稳定的重要基础。本书仅对宏观审慎监管与货币政策的协调进行了初步研究，但对其他政策协调涉及较少。此

外，宏观审慎监管是否简单将风险从一个监管程度较高的板块转移到低监管的板块，是否在客观上鼓励了金融创新或者说监管规避的泛化，这些课题都值得未来作进一步的探讨。

第二节　政策建议

针对中国当前潜在的系统性风险隐患，即银行体系资产规模相对于GDP的过快增长而导致整体银行体系“太大而不能倒”的风险，银行房地产信贷领域累积的“集中度”和“关联度”风险，以及市场约束不足和内在能力欠缺共同导致的银行体系流动性风险，本课题组提出以下政策建议，以提升中国运用宏观审慎监管工具应对系统性风险的有效性，并推动中国宏观审慎监管制度框架的进一步完善。

一、应对金融系统性风险隐患的有关建议

（一）保持银行信贷及银行体系规模的合理增长，以金融结构改革提升金融市场弹性和韧性

大量实证证据表明，金融体系深化与经济增长之间存在正相关的关系，与此同时，信贷规模的快速扩张往往也增大了银行体系的脆弱性。金融体系的双面性特征决定了各国经济中适度的金融体系的重要性。本课题第五章的分析显示，当前中国金融体系特别是银行体系规模快速增长，金融体系与实体经济的失衡已经显现并进一步增大，同时，银行传统信贷与社会其他融资渠道的关联度在增加，而随着利率市场化改革的深化，庞大的银行信贷资产的盈利能力下降，这正在成为中国当下最重要的潜在系统性风险来源，金融体系与实体经济的协调发展与再平衡问题值得高度重视。应继续使用存款准备金率和动态贷款损失准备率，加大市场约束效力以强化资本类宏观审慎工具的使用效果，关注影子银行因素对宏观审慎监

管工具效果的制约作用。当然，金融体系结构改革，特别是多层次资本市场的发展，是提升金融市场弹性和韧性的根本途径。

第一，建议继续使用存款准备金率和动态贷款损失准备率。本课题第六章的实证研究表明，存款准备金率和动态贷款损失准备率对涉及表内信贷的系统性风险指标，如信贷/GDP和房地产贷款增速等，有比较好的控制效果。

第二，建议加大市场约束效力以强化资本类宏观审慎监管工具的使用效果。本书第六章实证研究表明，尽管在中国当前市场环境下，资本类宏观审慎监管工具，如逆周期超额资本，对于信贷周期的逆向调节功能不如预期，但我们认为，资本类工具效果不如预期的一个重要原因是当前中国资本市场在银行资本补充方面的实际约束力不强，银行及时补充资本的能力抵消了资本类工具对信贷周期的逆向调节能力。随着资本市场在银行资本补充方面的约束力进一步增强，应坚持运用资本类宏观审慎工具。为了强化资本充足率的约束效力，建议制定更为严格的资本监管触发值标准，进行更为严格的资本充足率压力测试并加大测试结果的运用等，以提升资本类宏观审慎监管工具防范系统性风险的有效性。此外，资本监管工具从《巴塞尔协议Ⅰ》到《巴塞尔协议Ⅲ》，以及期间数份补充文件，都在对各种套利行为进行约束，更新后的资本监管规则更为全面，与银行资产结构和业务特征的结合更为紧密，有助于降低监管套利的可能性(1)，对银行体系合理增长的调节作用也将进一步显现。

第三，建议在决策时考虑影子银行等因素对宏观审慎工具效果的制约作用。尽管存款准备金率和动态贷款损失准备率可能在控制信贷/GDP方面最为有效，然而第六章的实证分析显示，这两项监管工具与影子银行在融资总量中的占比之间呈显著正相关。换言之，随着存款准备金率和动态贷款损失准备率的提高，银行可能通过理

财、同业和投资等业务方式，以信托公司、证券公司、保险公司等为通道，大量开展“类信贷”业务，对表内信贷形成实质性的替代，从而降低了宏观审慎政策防范系统性风险累积的预期效果。这也是我们在对商业银行的微观审慎监管中所观察到的普遍现象。课题组建议，在实施宏观审慎监管工具保持银行体系规模适度增长时，应充分考虑影子银行等因素对工具效果的制约作用。

当然，在确保银行体系合理增长的同时，中国必须实施金融结构化改革，大力发展多层次资本市场，提高直接融资比例，优化融资结构。这一举措是解决中国银行业资产刚性扩张和影子银行的根本途径，也是提高金融市场弹性和韧性的重要手段。早在1993年，十四届三中全会就提出了“资本市场要积极稳妥地发展债券、股票融资”。具体操作建议可同时遵循两条路径：路径之一，通过大力发展债券市场和股票市场，提高新增融资中的直接融资比例。其中，整合割裂的债券市场是发展债券市场的核心内容。目前，中国债券发行与交易市场分割且规则各异，国债发行由财政部管理，企业债发行由国家发展改革委管理，金融债发行由中国人民银行管理，银行系债务融资工具由银监会管理，在交易所上市的债券交易由证监会监管，在银行间市场上市的债券交易又由中国人民银行监管，整体债券市场效率和基本功能都受到了抑制，迫切需要通过理顺管理体制，统一相关规则，大幅提升债券市场价格发现和资源配置的有效性。路径之二，通过资产证券化等形式减少存量银行信贷资产，加快银行业转型，减少银行资产刚性扩张的压力。国际经验显示，银行主导型的国家也可拥有较为平衡的直接和间接融资结构（如日本、德国2012年直接融资占比也分别达到69.2%和74.4%），关键在于是否过度依赖传统信贷。在中国银行业主导金融体系的国情下，通过资产证券化等形式减少存量信贷，也是改善融资结构的有效途径。然而，绝不能发展不良资产的证券化。次贷危机的经验告诉我们，不良资产的证券化，即使辅以再多的增信措施，也无法

消除实际的风险，而只是将风险掩盖并推迟暴露时间，同时整个金融市场对贷后管理的投入也大大降低，成为金融脆弱性的根源之一，直至危机的集中爆发。

（二）防范房地产领域的金融“集中度”和“关联度”风险

房地产政策是在促进经济增长和防范系统性风险之间的艰难权衡，在宏观层面应坚持住房市场的多元政策格局，即适度抑制高收入群体的投机需求，鼓励支持中间收入层的首套需求和改善需求，兜底保障低收入家庭的安居需求，采取一系列更具差异化的财政、金融和税收政策，实现中国房地产市场的软着陆，逐步缓释市场整体风险。应加快保障房建设，将保障房在住房市场中的占比提高至30%，同时，给申请人一个可获得房子相对明确的时间预期。在这一方面可以学习和借鉴香港和新加坡的良好做法，香港最主要的做法是给予申购者在具体年限内解决住房问题的稳定预期，新加坡政府在向低收入群体、工薪阶层、政府部门人员提供政府组屋时也有类似获得房屋预期年限的政策安排。稳定预期，一方面可以分化房地产价格变化的社会压力，另一方面也是促使各级政府真正了解当地实际保障房建设能力的举措。

在金融监管层面，对这一领域的系统性风险的防范和监测是宏观审慎监管的重中之重。要坚持宏观审慎监管工具的差异化运用和执行基础，增加住房总价、持有目的、收入来源、按揭笔数等更多维度，鼓励不同地区银行、同一地区不同银行根据本地本行情况设置更具差异化的贷款价值比。商业银行要继续探索压力测试工具在防范区域性和行业性风险中的作用。加大风险排查，避免由于家庭收入债务比、房地产抵押品估值出现系统性偏差。

第一，建议进一步细化贷款价值比等工具的差异化运用。一是坚持使用贷款价值比这一有效工具。IMF对22个国家房地产领域金

融风险的统计分析以及本课题对我国贷款价值比工具使用效果的研究都显示，贷款价值比是针对性非常强的专项宏观审慎政策工具，在建立银行风险缓冲垫、预防房地产市场过热、防范房地产行业可能引发的系统性风险积聚方面效果显著，因此应坚持使用贷款价值比工具防范房地产领域的金融“集中度”风险。二是进一步探索工具的差异化运用。鉴于当前中国住房供需的多元格局，课题组建议进一步细化个人住房信贷中贷款价值比政策的差异性。例如，可以在当前根据一套房、二套房等购房套数适用不同贷款价值比的基础上，增加住房总价、持有目的、收入来源、按揭笔数等更多维度，鼓励不同地区银行业、同一地区不同银行根据本地本行情况设置更具差异化的贷款价值比，对商业物业、高价住房、非普通住房、出租等投资用房的按揭贷款进行更精细化的管理。尤其是要完善对商业物业按揭的贷款价值比管理，改变当前不限贷且统一为50%的一刀切做法，同时审慎评估房地产作为抵押物的价值，避免出现系统性评估偏差，防范商业物业相关的金融风险累积。

第二，建议关注并防范债务收入比的系统性失真。建议完善个人诚信建设和税收征管体系，增强银行债务收入比（DTI，不超过50%）和总债务比率（TDSR，不超过55%）这两项指标的真实性、有效性和可执行性，避免收入不透明（如隐性收入或虚开收入）和负债信息不对称（如借款人存在其他非银行借贷）造成上述指标的系统性失真。

第三，建议强化压力测试工具的使用和结果运用。为应对上海辖内房地产贷款及相关抵押贷款比重超过40%的“集中度”和“关联度”风险，上海银监局组织辖内65家银行分行和23家法人银行开展“由房地产到关联、信贷到非信贷、表内到表外”的全口径压力测试。结果显示，在轻度、中度和重度压力情景(2)下，上海房地产相关贷款的不良率将有所上升，但辖内银行抵御房地产风险的能力

总体较强。压力测试同时也发现了三个主要风险点：一是以房地产为抵押的各类贷款不良率升幅突出，二是个人商用房贷款不良率上升最明显，三是房地产相关上下游行业贷款也将受到显著影响。在前瞻性识别风险的基础上，上海银监局要求商业银行提前更精确地关注、缓释和增信房地产风险主要可能暴露的三大领域，即抵押贷款、个人商用房贷款和上下游行业贷款，以进一步提高风险防控的针对性。基于上述案例以及国外压力测试的成熟经验，课题组建议，继续商业银行探索压力测试工具在防范区域性和行业性风险中的作用，从而有效防范房地产等领域的金融“集中度”和“关联度”风险；建议监管部门提高压力测试方面的技术和专业性，逐步推进压力测试工具的规范化和常态化使用，探索统一宏观压力情景下的整体压力测试，不断提升压力测试工具的有效性和实效性。

第四，建议强化对部分较大房地产开发企业的融资情况和负债率的监控。考虑到当前房地产企业通过其他非银行信贷融资占比攀升，且信息不透明的现状，建议加强监测，提高透明度，强化对高负债房地产企业的市场化约束机制。应以全国诚信体系建设为契机，提高房地产企业信息披露的透明度，建立规范、详细的披露指标和披露办法，包括开发、销售、资产、负债、融资金额和成本等信息，并加强对大型房地产企业融资结构和负债率的分析和监控。通过市场力量产生约束作用，使杠杆率过高且经营现金流不足以偿还其未来债务的企业难以继续在市场融入新的资金，同时，对违法违规和提供虚假信息的房地产企业，应提高其失信成本，维护市场纪律和秩序。此外，也要引导和鼓励房地产开发商的兼并收购，用市场化手段化解潜在风险。

考虑到制造业投资对当前中国经济增长的拉动作用在短期内难以明显改善，而出口的拉动作用亦不太可能再大幅扩大其份额，房地产仍将是经济增长的重要支撑的现实情况，金融风险在房地产业的集中趋势必然在很长时期内仍将存在。因此，对这一领域系统性

风险的防范和监测是当前和今后一个时期内宏观审慎监管的重中之重。

（三）应对流动性风险可能引发的系统性隐患

长期宽松的市场条件使得银行忽视了流动性管理核心是风险管理，即满足压力情形下的运转。流动性风险意识和管理的薄弱使得流动性突然紧缺成为了本轮国际金融危机迅速蔓延的重要因素(3)。当前，中国银行业同样存在着流动性风险意识和管理的欠缺。为应对流动性风险可能引发的系统性隐患，课题组建议，从监管的角度，应坚持使用存贷比工具，并辅以流动性覆盖率和净稳定资金比例等流动性工具，防范流动性宏观审慎工具由于同业业务异化而产生的系统性偏差，同时强化央行贴现窗口的市场约束机制。高度重视货币市场基金借互联网渠道在短期内迅速膨胀到“大而不能倒”的市场地位所带来的流动性风险压力。

第一，建议在引入LCR与NSFR的同时，继续坚持使用存贷比工具，但可适时调整存贷比计算公式。坚持使用存贷比工具的原因主要包括三个方面(4)：一是如果仅实施LCR与NSFR的监管要求，完全放弃75%的存贷比监管要求，其实质是降低流动性监管标准，因为目前银行存、贷款业务占资金来源及运用的比重仍然较高，且资产负债结构系数超过75%的情况非常普遍，通过计算可以推导出，对此类银行而言，存贷比的监管标准高于NSFR或LCR的监管标准(5)。二是从银行内部管理上看，LCR与NSFR对于银行的精细化管理水平及信息系统具有很高的要求，当前国内绝大多数银行在计算该两个指标时仍难以做到完全自动化，按月监测或按日监测更是差距遥远。三是LCR与NSFR作为监管标准，各国都还需要经历一个比较长的观察期，我国也不例外。LCR与NSFR所包含的假设多以欧美银行业的经验数据作支撑，其能否较好地符合国内的经营环境与危机状

况还有待考察，对我国银行业金融机构流动性风险度量的有效性也需要进一步检验，此外，过去的经验数据能否适用于现在及未来也值得商榷。因此，课题组建议，在引入LCR与NSFR的同时，继续保留存贷比的监管要求；持续搜集相关数据，定期对LCR与NSFR的假设条件进行验证，以便LCR与NSFR能持续实时地满足现有市场条件，实现流动性风险的监管意图；适时调整存贷比的计算公式(6)。

第二，建议引入稳定资金要求（SFR）等工具，将影响系统稳定的特定风险内化为单体机构更高的流动性管理要求，强调流动能力的逆周期调节功能，确保信贷增长与稳定资金来源匹配。在这一方面香港金管局的做法可资借鉴。2013年10月香港金管局针对当年香港银行业贷款快速增长的情况，针对增速较高的银行一对一发函要求，2013年底相比于2012年底，贷款增长高于20%的银行，需执行稳定资金要求（Stable Funding Requirement），即需补足的稳定资金缺口＝（客户贷款－客户存款的70%）×稳定资金比率(7)－可以使用的稳定资金。其中，公式中的客户仅指企业和个人，不包含同业；稳定资金比率由金管局根据市场变化和单家银行的经营和风险情况灵活调整。这一作法实际将流动性管理与信贷增长有机结合，“一石双鸟”，针对性很强。

第三，建议引导同业业务回归本源，以防范流动性宏观审慎工具由于同业业务异化而产生的系统性偏差。当前同业业务已部分偏离了短期流动性管理的本源，成为了金融机构获得利润的重要来源。应通过持续监管引导同业业务回归本源，防范因此造成的宏观审慎监管中流动性指标的系统性偏差。

第四，建议强化中央银行贴现窗口的市场约束机制，如实施惩罚性贴现利率，加大市场信息披露。中央银行应和监管部门协调明确哪些冲击应通过强化金融机构流动性管理能力应对，哪些冲击应

由中央银行提供额外流动性支持应对，并明确提供支持的条件、范围和期限，其中，应对部分情况实施惩罚性贴现利率，并加大市场信息披露，更好地发挥市场约束的作用。

第五，建议监管部门完善流动性指标监管体系，提升对流动性风险的监管能力。监管部门应改进并完善现有流动性指标监管体系，特别是短期流动性指标。一是提高监管指标的敏感度。由于目前监管指标存在的固有限制，建议引入反映银行短期期限缺口情况的指标，更加关注银行的隔夜、2日到7日等短期缺口。二是提升监管指标监控的频率。由于短期流动性的突发性，而目前短期流动性指标的监管周期较长，难以及时捕捉风险信号，建议提高相关监管指标的监测频率。三是完善监管指标的统计报表。建议补充和完善流动性相关的统计报表，增加银行融资能力信息情况(8)，以更好地评估银行应对短期流动性紧张的能力。上述改进措施是对监管人员专业能力的巨大挑战，相关的监管资源整合和资源投入都是极其重要的部分。

此外，对于市场新产品、新模式以及新趋势所带来的流动性风险，也应引起足够重视。例如，货币市场基金自2013年以来通过互联网渠道迅速扩张，已初步具备“大而不能倒”特征。鉴于超大规模货币基金对中小银行的议价能力很强，银行会接受提前支取不罚息的条款。这样的安排大幅增加了银行的流动性风险。再如，美联储退出量化宽松政策以及未来的加息，将可能对中国带来巨大的流动性压力，因为从历史上看超宽松货币政策的收紧往往会给新兴市场国家带来巨大流动性影响。对于此类具有系统性特征的流动性风险新来源，一定要引起足够的重视，并予以防范。

二、强化宏观审慎监管效能的有关建议

对我国2008年以来主要政策工具效果的实证分析证明：我国货

币当局和金融监管部门采取的众多宏观审慎监管政策是有效和有针对性的。今后，建议在如下方面进一步强化：

（一）强化部门间的信息共享和政策协调机制

2009年以来，全球30多个国家创建了负责宏观审慎监管政策的跨机构委员会，大多数国家由央行直接或通过跨机构委员会负责宏观审慎政策(9)。我国实行的是分业经营分业监管的模式，目前尚无实证研究表明统一监管与分业监管格局在系统性风险防范上有显著的不同，更为重要的是实现风险信息的全覆盖和政策工具的协同性。为此，我国应借鉴危机后大多数国家做法，在分业监管格局基础上建立统一、权威、高效的正式金融监管协调机制，以解决目前信息割裂、政策协调不足的问题。其中，通过立法以做实金融监管协调机制以及有效信息共享，是识别与判断系统性风险并做出准确决策的基础。

第一，建议修订法规，建立统一、权威、高效的正式金融监管协调机制。完善《中国人民银行法》《商业银行法》《证券法》《保险法》《中华人民共和国银行业监督管理法》等法律的相关条款，在条件成熟的时候出台《金融监管法》，赋予专司监管协调的联席会议（或未来可能出现的其他形式的协调机构）以法律保障，借鉴危机后大多数国家的做法，建立统一、权威、高效的正式金融监管协调机制。同时，应制定细则，使监管协调成为可操作的日常实践。在协调联席会或委员会层面，确定其议事规则、决策机制、紧急磋商机制及问责机制等，使其运行兼具法律与技术上的保障。在各机构层面，制定两两沟通合作的细则，明确联合制定监管政策的程序、共同采取监管措施的程序、联合检查的程序、一监管机构可能介入另一监管机构监管活动的程序、日常监管活动的协调程序等具体的操作细则。

第二，建议完善相关制度安排，实现有效信息共享。现阶段，中国金融数据信息的共享不是技术问题，而是法律政策问题和制度安排问题。在统一、权威、高效的正式金融监管协调机制下，做好金融体系数据信息方面的制度安排，在良好的制度安排下实现有效的信息共享，提升我国对系统性风险识别的能力。一是建议构建数据集成和共享平台，实现最便捷和最充分的信息共享，确保全覆盖式的系统性风险监测，具体内容包括：各金融机构使用统一的信息平台报送各类数据和信息；各监管机构使用统一信息平台查找信息分析数据；各监管机构间信息共享的内容不仅包括一般报表资料，还包括分析报告；避免向同一机构收集同样的数据和信息，以减轻被监管者的负担。二是建议探索大数据技术运用，建设更为全面的数据源，为系统性风险预警提供高质量的数据基础。通过大数据的分析，提高把握经济周期规律的能力，把握行为与风险之间的关系(10)的能力，以及识别“黑天鹅型”风险的能力。三是建议持续开展相关基础性研究，确保监测动态有效。研究跨部门跨市场的风险传导的可能路径，探索风险传导的评估方法和标准化的金融统计，从而将风险传导导致的系统性风险纳入监测体系。持续研究创新型金融机构和创新型业务，探索对此类机构和业务的统计监测方法，及时对监测系统进行动态的补充和更新，从而确保监测体系的发展不滞后于市场和风险的演变(11)。

第三，建议加强宏观审慎监管工具与其他监管和政策工具的协同。一是建议协调宏观审慎监管工具与货币政策工具的使用，避免货币政策工具和宏观审慎监管工具的作用对象完全一致。当作用对象一致时，可能会发生“政策抵消”或“政策超调”，致使政策目标不能实现(12)。考虑到无论是何种顶层设计机制，都很难做到政策间的完美协调，且政策效果的精确测算也是一个非常困难的任务(13)。因此，直接从工具的作用对象入手，避免工具的交叉使用

或非预期效应，在当前政策协调尚不完善的情况下可能达到更直接的收效。二是建议在对单体机构的微观审慎监管中进一步树立宏观审慎的理念和视角。一方面可以考虑调整微观审慎监管指标，引入具有宏观审慎意义的监管指标；另一方面，应评估单体机构的关联性，既包括该机构发生风险对其他金融机构的影响，也包括以群组分析等手段评估一地或一类金融机构共同面临的系统性风险因素。三是建议发挥行为监管(14)在防范系统性风险中的作用。行为监管可以通过主动和介入式（Proactive and Intrusive）监管提前预判金融机构的某类产品或业务模式对于金融体系而言有无严重的系统性影响(15)，防范金融产品或商业模式的创新由于强复制性和群体效应而隐含的潜在系统性风险或影响。行为监管的实施可以看作是宏观审慎监管得以落地的最佳手段，也是宏观审慎监管与微观审慎监管的最佳契合点。建议监管部门对银行产品、业务活动以及商业模式深度剖析，增强从系统层面把握风险变化的能力(16)。建议监管部门对银行在产品设计、新业务推出阶段和同质同类经营行为中进行必要的横向分析（Horizontal Review）、监管关注和提前干预，促使机构产生逆周期的内生动力。当然，实施介入式监管必须把握一个合理边界(17)，这相应也对监管者自身业务素质提出了很高的要求。监管者实施早期干预并非代替银行业机构进行风险判断，而是表明监管者已经对于系统性影响有了充分认识，并做好随时进行干预的能力准备和制度保障。

第四，建议逐步形成“监管共同体”文化，避免监管协调成为部门利益的牺牲品。建议打破原先的部门本位观念，从大局出发思考问题，在监管部门之间建立工作人员相互交流和高层人员交叉任职的机制，将灵活的人事制度与多种培养方式相结合进行金融监管队伍建设，既满足协同监管对监管人才的需求，也通过制度化交流逐步形成“监管共同体”文化，从而在基层实务层面大幅提升监管

协调的效率，在顶层架构层面最大程度减少部门利益对监管协调的负面影响。

（二）提高各部门宏观审慎工具运用的科学性

从全球范围来看，宏观审慎监管工具箱的有效性需要长时间的实践检验。在中国市场环境下，各项宏观审慎监管政策工具的特性、优缺点，以及在中国的适用范围，更加缺乏系统深入的研究和长期实践的检验。系统性风险在美国、欧洲和新兴市场国家呈现不同的形式，在研究和使用宏观审慎框架和工具时，其内容必然各不相同，有效性也必然有一定的差异。建议一方面要关注其他国家对不同工具的实施经验和实施效果评估，另一方面，在中国经济发展不平衡、金融改革进行时以及金融市场结构调整的背景下，通过对中国已实施的宏观审慎监管政策工具的效果评估，提高对工具使用规律的认识、保持工具箱的持续有效性是一项重要的工作。

建议做好各类宏观审慎监管工具实施的效果评估，研究建立工具的出台和退出机制，理顺工具传导机制，建立完善宏观审慎工具箱，并保持各类工具的持续有效性。应尽快建立逆周期资本缓冲工具的触发机制，尽快确定国内系统重要性机构的识别标准及相应的宏观审慎工具。必须考虑到部分政策的漏损或非预期效果，加强监管者和市场的双向交流。在新常态下，继续探索宏观审慎监管工具在我国各地区各部门的差异化实施，同时，尤其重视政策出台前的量化测算和部门之间的协调。

第一，建议加强工具实施效果的后评估，研究建立政策工具的触发和退出机制。目前，中国在出台宏观审慎政策工具时主要采用相机抉择的方式[(18)]，在宏观审慎监管实践中面临着工具选择、时机选择、程度选择等一系列重要挑战。中国需根据我国经济金融发展阶段和结构特征，根据不同政策目标以及目标排序，通过定性和

定量分析，评估中国宏观审慎监管政策工具的有效性，借鉴国际经验，探索在中国具有可操作性的政策工具出台和退出规则。

在触发时机方面，基于量化分析的触发机制的建立是宏观审慎政策工具实施的一大挑战(19)，也是未来发展的一大方向。建议尽快建立逆周期资本缓冲工具的触发机制，将信贷/GDP与其长期趋势的偏离作为其主要挂钩变量，并纳入其他反映系统性风险的参考变量，同时考虑到中国经济结构特点和金融机构共同风险敞口集中于房地产行业的特点，在第二支柱资本监管规则中明确具有针对性的贷款集中度风险资本要求的触发机制，适时提高资本监管标准。建议尽快确定国内系统重要性机构的识别标准及相应的宏观审慎工具。识别系统重要性银行同样要考虑到中国银行体系的特殊性，一方面以规模、复杂程度、综合程度等国际通用因素识别系统重要性银行，实施更高的资本要求并制定恢复与处置计划（RRP），另一方面也要考虑到风险较高，覆盖更广的中小银行特别是农村信用社的区域性系统重要性，并针对其资本补充能力较弱的特点，现阶段在资本工具的基础上强化微观审慎监管和行为监管，并更多使用非资本的宏观审慎工具。此外，在触发时机选择方面，需注意到宏观审慎监管工具有一定的时滞性(20)，因此在选择工具的出台时机时应考虑到时间差的因素，在系统性风险隐患发生的节点前即出台政策，为工具发挥作用留有时间。

在工具的退出机制方面，根据既定的政策目标，对宏观审慎监管政策工具的实施效果进行评估，是确定政策工具退出时机的核心依据，也是未来出台新的政策工具的重要经验积累。建议系统开展对宏观审慎监管政策工具的后评估工作，积累在政策工具退出方面的实证研究和操作经验。

第二，建议研究并理顺宏观审慎监管工具传导机制。国内外对

宏观审慎监管工具的传导机制的研究相对薄弱，对中国宏观审慎监管工具的传导机制研究尤为缺乏。本课题第六章的研究只是在这一方面的初步尝试，对于在实际操作中宏观审慎监管政策工具如何在中国引起经济过程中各中介变量的连锁反应，并最终引起宏观经济金融指标变化的渠道、机理和效应，都是未来需要深入研究的课题。课题组提出两点建议：一是必须考虑到部分政策的漏损或非预期效果。在政策制定或者对工具实施效果进行后评估时，除了要分析政策工具的成本和收益，还必须将可能产生的政策漏损或非预期效果考虑在内。非传统银行信贷、来自境外的信贷、以及市场份额较大的外国银行分行群体都是政策漏损的重要渠道。在中国当前经济金融环境下，由于宏观审慎工具的实施而使得部分银行业务向影子银行转移，从而增加了评估全社会实际杠杆率的难度，增加了系统性风险识别的难度，这是中国实施宏观审慎监管最典型的一个非预期效果。未来随着中国金融改革和开放的深化，正规金融体系内部的资产负债结构转变(21)，以及风险的跨业、跨境传导都是值得关注的非预期效果。二是必须加强监管者和市场的双向交流。一方面，有效的交流是决策者管理预期的重要手段。与货币政策传导机制相似，预期对宏观审慎政策工具传导机制的作用十分重要。若市场参与者能够充分理解政策制定者的政策意图，并能以理性的方式对政策进行解读，则有利于较为顺利地将政策内化为金融机构自身的治理要求并予以实施，从而确保政策的有效传导。另一方面，对于决策者识别风险并采取行动而言，来自市场的信号和反馈也是数据和指标之外的有益补充。

第三，在新常态下，要继续探索宏观审慎监管工具在我国各地区各部门的差异化实施，同时，也要尤其重视政策出台前的量化测算和部门间协调。中国作为一个幅员辽阔，快速发展中的新兴经济体，东西南北不同地区的经济金融发展水平存在巨大差异，各金融机构的经营战略、风险管控以及系统重要性亦差异显著，若实行全

国、全行业一刀切的宏观审慎监管政策可能在某些地区或对某些类别金融机构造成预期外的负面效应。然而，中国目前对宏观审慎监管工具的使用过程中，对机构以及地区差异等因素并未给予充分的考虑，政策以普适性政策为主，差异化政策为辅，监管工具运用未充分体现因地制宜、因系统重要性而区别对待的原则。为此，建议充分考虑到不同地区在经济金融发展方面所处的不同阶段，考虑到不同类别机构的系统重要性差异，要细化宏观审慎监管政策目标，实施因地制宜和因行制宜的结构化宏观审慎工具，同时，也要更加重视政策出台前的量化测算和部门间协调。

（三）科学设计和建立危机处置和市场退出机制

即使各项宏观审慎监管政策工具均得到有效实施，也不可能完全排除某个金融机构由于管理不善而违约或破产，或多个机构同时发生经营困难的情况，如何处置危机并确保破产机构有序退出，对整个金融体系能否继续维持稳定至关重要。尽管各国危机管理安排不同，也不存在公认的最佳方案，但不同的制度安排在价值追求方面往往遵循公平、有序、效率和公众优先四项原则。有效的制度安排往往还具有两大重要特征：若实施“救助重开”方案，则当局有足够的授权来救助和重组处于危机中的金融机构以使它维持运营；若实施“关闭清算”方案，则当局有足够的权力和资源来有序关闭陷入困境的机构。具备上述特征的危机管理安排有可能以最小的道德风险成本和财政救助成本来解决金融体系的危机。

我国在过去的危机处置中往往采用“救助重开”方案。尽管“救助重开”方案有助于维持社会稳定，但其财政代价高昂且增加了金融体系中的道德风险，因此，随着市场环境的变化，我国已开始研究建立存款保险和危机处置等制度安排，逐步向市场发出信号，即“关闭清算”方案也是处理危机银行（特别是SIFIs）的方案之一。2013年5月，国务院明确要求，推进制定存款保险制度实

施方案，建立健全金融机构经营失败风险补偿和分担机制，形成有效的风险处置和市场退出机制[(22)]。在这一方面，本课题建议，根据金融机构规模和系统重要性，针对大型系统重要性机构和小型机构，分别建立有针对性的处置和退出制度，明确危机下的应急方案，填补我国在这一方面的制度缺失。建立有限补偿的存款保险制度，保护小额存款人，防范其中的金融道德风险。

第一，建立适合中国国情的存款保险制度。正在酝酿中的存款保险机制有望代替政府隐形无限额担保，填补我国存款保险机制的长期缺位。一方面，针对投保机构，应根据其风险状况实施差别费率的存款保险缴纳制度，以对投保银行主动防范风险形成正向激励，防范搭便车引发的道德风险。为此，未来成立的存保机构应当与金融监管部门密切合作，在监管部门对金融机构风险评估的基础上，根据风险状况收取存保基金，并及时调整费率。其中应避免对机构风险评估能力的重复建设和资源浪费。另一方面，针对存款人，存款保险机制应当能在存款人与银行之间合理分配风险责任。在实施初期，应更加注重对银行的市场约束。不宜给普通存款人造成过度的压力而导致“存款大搬家”。应当事先确定偿付的存款范围、对象、比例和方式，向存款债权人传达稳定的预期，防止造成市场和社会波动。

第二，在存保基础上加快明确不同类型银行的处置和退出机制。其中最重要的环节是在《企业破产法》框架下加快制定《商业银行破产风险处置条例》[(23)]。就具体规定而言，一方面，建议区分金融机构的规模和系统重要性，针对大型系统重要性机构和小型机构，分别建立有针对性的处置和退出制度，明确危机下的应急方案。另一方面，建议区分问题机构所处阶段，针对重整和清算两个阶段，分别明确相关权力与实施措施。建议我国商业银行破产风险处置采取银行重整由监管当局主导，银行清算则由法院执行的立法

模式。在我国，是否需要将未来成立的存款保险机构作为法定的银行破产管理人需要认真研究，从法律意义上来说，存款保险机构兑付中小额债权人的债权后代位成为银行的债权人，与商业银行的其他大额债权人本身存在着利益上的冲突，这也就是在银行清算阶段建议由法院来主导平衡各个债权人利益的原因。

宏观审慎监管是本轮金融危机给我们的宝贵经验之一，即可以从时间维度和跨部门维度出发，去平抑经济周期效应，去尝试解决“集中度”和“关联度”的风险问题。但也必须认识到，宏观审慎监管工具不能解决所有问题。金融与经济的关系，实体经济与虚拟经济的关系，稳定可持续的增长环境，完善的金融市场体系，商业银行自身的公司治理水平，风险管控能力，以及监管当局的有效监管等，都是金融稳定和金融安全的重要因素，这涉及中国经济的结构化改革，并非本课题重点讨论的内容，因此在课题中未能一一展开。宏观审慎监管并非万能良方，但至少是我们思考和行动的必要路径，值得认真对待。

目前银行采用“抽屉协议”、不规范的会计处理等方式隐匿风险资产是一种违规行为，而非套利行为。↩

设定的压力情景为，轻度压力：房价下跌10%、房地产成交面积下降20%、自雇人士和企业经营主可还贷收入下降20%、工薪阶层可还贷收入下降5%；中度压力：房价下跌25%、房地产成交面积下降35%、自雇人士和企业经营主可还贷收入下降30%、工薪阶层可还贷收入下降10%；重度压力：房价下跌40%、房地产成交面积下降50%、自雇人士和企业经营主可还贷收入下降50%、工薪阶层可还贷收入下降20%。↩

王兆星.后危机时代国际金融监管改革探索［M］.北京：中国金融出版社，2013。↩

廖岷等人曾专文具体分析了存贷比、流动性覆盖率与净稳定资金比例三者的关联。廖岷、冯晖，“存贷比、流动性覆盖率与净稳定资金比例的比较”，《中国金融四十人论坛月报》2012年9月。↩

具体推导过程可参见廖岷、冯晖，2012。↩

在本书写作期间，银监会于2014年6月末发布了《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》，修改了存贷比计算口径，在分子部分突出了对小微、“三农”等业务的支持，从分母也就是存款部分来看，则是在现有计算口径基础上增加大额可转让存单以及外资法人银行吸收的境外母行一年期以上存放净额。未来仍有必要根据市场发展对存贷比计算公式作进一步的调整。↩

稳定资金比率根据贷款增速而定。增幅≤20%，比率为0；增幅在20%和30%之间，比率为40%；增幅在30%和40%之间，比率为60%；增幅在40%和50%之间，比率为80%；增幅＞50%，比率为100%。↩

如过去一段时间内最低融资量、平均融资量及最大融资量等数据。↩

在中国的宏观审慎监管实践中，人民银行和银监会都在本轮危机后使用了一系列的宏观审慎监管工具，换而言，央行和监管部门在中国都是宏观审慎监管的主要实施者。↩

其中包括不当行为与风险的相关性，也包括个体机构理性行为的“合成谬误”导致的系统性风险。↩

例如，应研究如何监测创新型金融产品，包括代客理财、信托投资计划、金融衍生品等业务的系统性影响，如何完善对地方政府投融资平台的行业属性、规模划分的口径，以及对其系统性风险的监测和评估方法。↩

如中央银行执行扩张性的货币政策（如调低法定存款准备金率），该政策工具作用的对象是信贷总量，有防止经济低迷和风险暴露的政策含义，所以在采取这类带有宏观审慎政策意味的政策时，需要宏观审慎监管部门避免使用直接作用于信贷总额的其他监管工具，减少两类政策执行时的冲突或过度叠加。↩

例如，中央银行可通过货币供应量公式准确测算调整存款准备金对信贷供给的影响。但是当其他监管工具也作用于信贷供给时，中央原测算的准确性将受到影响，工具的有效性大打折扣。同样的，其他监管部门调整信贷供给的预期目标也难以实现。↩

行为监管的政策目标除了强调金融消费者保护和信息披露质量这一已被普遍接受的内容之外，还同时包括防范系统性风险以及培育公平公正对待客户的金融伦理和文化两方面内容。廖岷，“对危机后银行业行为监管的再认识”，《金融监管研究》，2012年第1期。↩

比如，次贷危机前，金融机构广泛通过使用CDO和资产证券化，把信贷资产的“发起—持有”模式变成“发起—销售”这一新的商业模式，这其实就带来重大的系统性风险影响。在危机之前，我们并没有预见到，原因正是我们没有充分重视这种角度的考量。↩

比如，中国银监会对于银行理财产品的现金池管理模式的介入监管和风险预警，都是基于防范系统性风险的考虑。我们既要看懂看透单个银行的商业模式、产品和业务的内在风险，更要注重分析银行特定商业模式与产品对行业乃至整个经济体可能带来的系统性影响。↩

银行自身有一整套风险偏好框架，决定其战略、商业模式以及新产品新业务是否适合其自身发展，监管当局要对此进行恰当的评

价，需要加强和银行，特别是和银行董事会和高级管理层的沟通，既不能“越俎代庖”，但也要“有所作为”。↩

即使在全球范围内，由于宏观审慎监管尚处起步阶段，监管实践不足，实践检验欠缺，如何最为有效地实施各类工具尚在探索之中，在定性和定量分析基础上的政策工具出台和退出规则更是处于摸索阶段。然而，市场参与者和国际监管当局普遍认为，按规则行事更加透明且具有可预测性，这一点对于市场而言至关重要。但由于规则本身可能存在的设计缺陷和滞后，监管当局的相机抉择必须成为重要的补充。↩

以此次危机后推出的逆周期资本附加工具为例，由于对经济周期和金融周期的判断存在较大差异，在何种条件下推出逆周期资本附加要求，即该工具的触发以及释放时点和条件虽存在很大的争议，但无论是从工具实际实施还是从稳定市场预期角度，都必须建立相应的触发机制。↩

宏观审慎工具从其本质而言是一种预防性和纠偏性工具，如监管部门调整资本充足率、杠杆率要求后，金融机构需要一段时间来调节其风险敞口或资产负债表结构，因此从政策工具推出，继而传导到市场并最终发挥作用，必然经历一定的反应和作用时间。↩

例如，国际货币基金组织2012年《金融稳定报告》显示，欧美银行在《巴塞尔协议Ⅲ》实施后，出现了资产证券化更趋活跃的迹象。IMF，2012，"The Reform Agenda:An Interim Report on Progress toward a Safer Financial System,"Chapter 3 in the Global Financial Stability Report, October（Washington:International Monetary Fund）, http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/02/index.htm.↩

2013年5月，国务院批转发展改革委的《关于2013年深化经济体

制改革重点工作的意见》。↩

2007年全国人大常委会颁布《企业破产法》，其中的第一百三十四条对金融机构破产制度进行了原则性规定。↩

附　录　构建中国金融稳定图的模型方法

一、计算Z值和转换为排名的方法

一般而言，较大的Z值，意味着较高的风险等级、较宽松的货币金融状况或者较高的风险偏好。然而，在计算Z值并将之转换成为排名时，有几个概念是必须要考虑的。

1.变量通常是“单向”或者“双向”的，例如：

（1）财政收支是一个单向的变量——财政收支（相对于GDP）越大于中期均值，宏观金融稳定性越好。财政收支可为正也可为负。其他类似的例子包括股票市场回报和银行体系流动性资产。

（2）相反，政府债务虽然也是单向的，但却是个“反向”的变量。负债（相对于GDP）越小于中期均值，宏观金融稳定性越好。政府债务是有界的，零是其最小值。其他类似的例子包括政府、企业和家庭负债。

（3）相对地，通货膨胀是一个双向的变量——价格在任意方向上距离平均值或者预定义的标准越远，也就是意味着更大的通胀或通缩压力，宏观金融稳定性越不理想。通胀可为正也可为负。其他例子包括产出缺口。

2.Z值的含义取决于变量的本质（见附图1）。我们可以参考上面第一点的例子：

（1）对于财政收支来说，Z值越大，风险越低［见附图1（i）］。

（2）对于政府债务来说，Z值越小，风险越低［见附图

1（ii）］。

（3）对于通货膨胀来说，Z值绝对值越小，无论正负，风险越低［见附图1（iii）］。

3.因此，Z值与排名的映射关系取决于前者的含义。对于不同变量，它可能是“单向”的，也可能是“双向”的（即只需计算Z值的绝对值）：

（1）考虑到转换的一致性，我们将风险最低和最高的情形分别对应到排名0和10（见附表1）。使用上面第二点的例子，排名分配如下（见附图2）：

（2）对于财政收支，排名跟Z值的变化方向相反——Z值越大，风险越低，因此排名也越低［见附图2（i）］。

（3）对于政府债务，排名随着Z值的增加而增大——Z值越大，风险越高，因此排名也越高［见附图2（ii）］。

（4）对于通货膨胀，Z值的绝对值越大（无论正负），则风险越高，因此排名也越高［见附图2（iii）］。

（5）宏观经济条件与它们对应的风险含义不同。对于风险偏好和货币状况这两个对象，越是规避风险或者货币越紧缩，对应的排名越接近于0。排名改变是正或负，往往不取决于它们自身，而是取决于现有的环境。

4.最后需要指出的是，根据它们反映的风险和货币状况，有些变量可能同时是“单向”和“双向”的。银行信贷是一个很好的例子：

（1）考虑宏观风险时，它是一个双向变量。过高的增长率可能

导致过热，然而大幅的放缓或萎缩也会显著影响经济活动。

（2）相对地，考虑货币金融状况时，它又是一个单向变量。信贷增长率越高（即Z值越大），则信贷可得性越高。

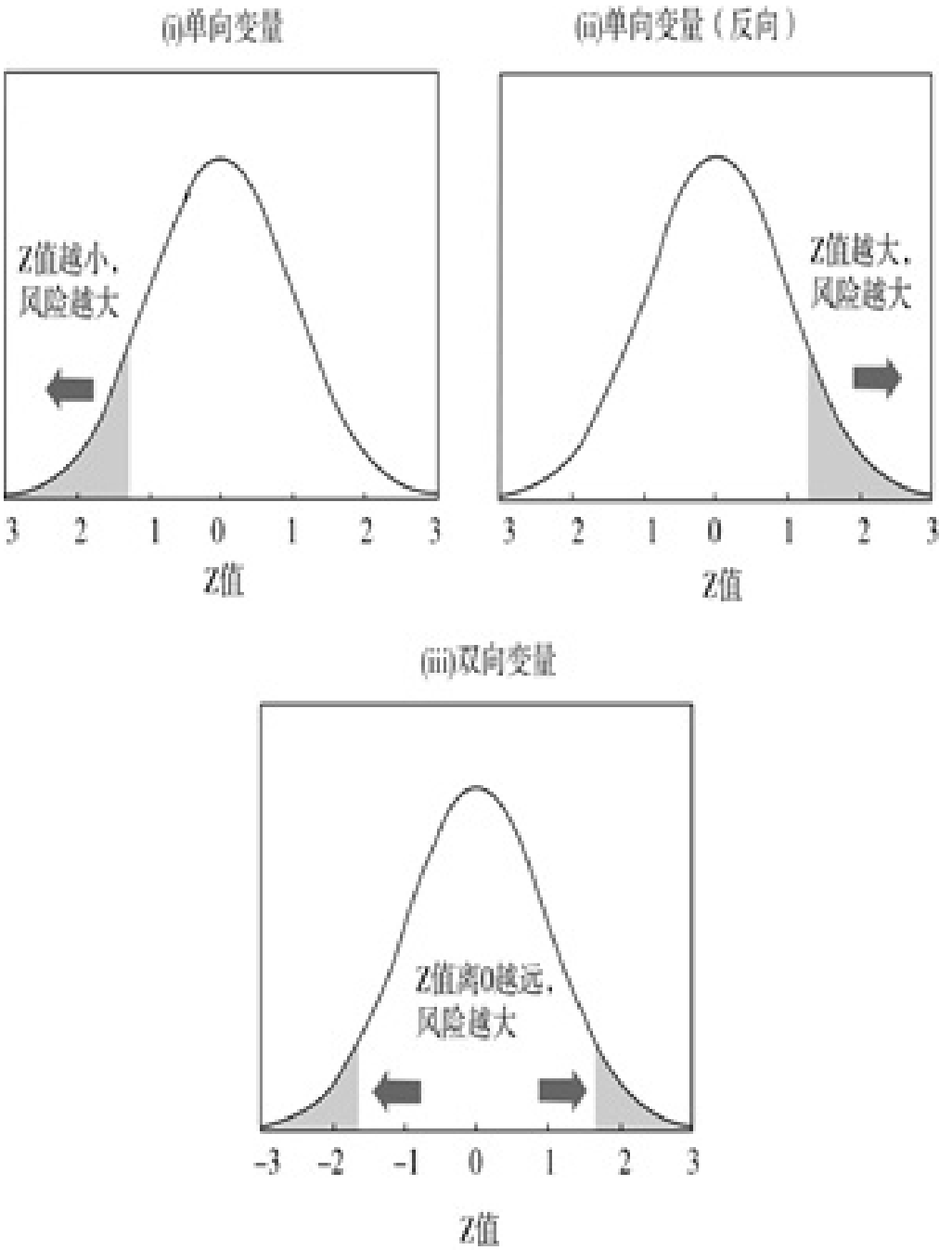
（3）相反，考虑信贷风险时，它是一个单向的（反向）变量。增长率越高（即Z值越大），则银行面临的风险也越大。

附表1　Z值的数值排名赋值

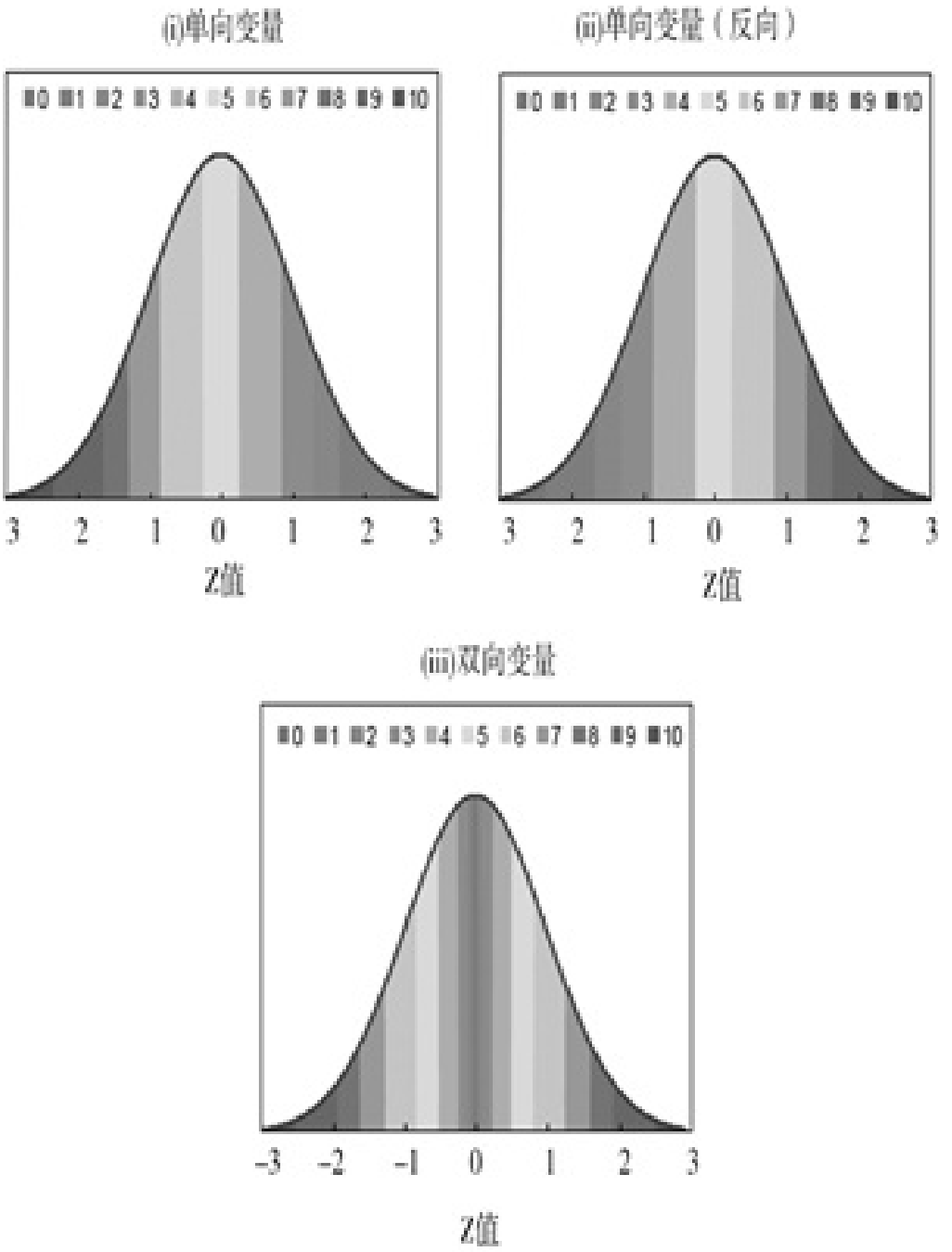
排名	百分比		风险评估
	单向	双向	
0	1以下	49.5～50.5	最低 基准/历史平均水平 最高
1	1～5	47.5～49.5和50.5～52.5	
2	5～10	45.0～47.5和52.5～55.0	
3	10～20	40.0～45.0和55.0～60.0	
4	20～40	30.0～40.0和60.0～70.0	
5	40～60	20.0～30.0和70.0～80.0	
6	60～80	10.0～20.0和80.0～90.0	
	80～		

7	80～90	5.0～10.0和90.0～95.0	
8	90～95	2.5～5.0和95.0～97.5	
9	95～99	0.5～2.5和97.5～99.5	
10	99以上	0.5以下和99.5以上	

附图1　Z值概念及正态分布概率密度



附图2　Z值对数值排名的映射



二、综合指标构建表

附表2　综合指标构建表

要素	子指标	变量	数据
		产出	产出缺口
		价格	通胀率
		就业	失业率

宏观经济风险	宏观经济稳定	财政政策空间	财政盈余占GDP比重
			国债占GDP比重
		外部部门要素	经常账户盈余占GDP比重
		信贷	银行国内信贷增长率
		房地产	房价增长率
	宏观经济展望	产出	工业产出增长率
		投资	总投资增长率
		贸易	贸易（出口加进口）增长率
	市场对国家风险的判断	主权融资成本	主权CDS息差
外部传染风险	外部部门的风险暴露	贸易联系	出口占GDP比重
		金融联系	银行外国总资产占GDP比重
		全球冲击	LIBOR与欧元区OIS息差
			LIBOR与日本OIS息差
			LIBOR与英国OIS息差
			LIBOR与美国OIS息差
			欧元区隐含波动率
			日本隐含波动率
			英国隐含波动率
			美国隐含波动率
			中国外汇储备

			对亚洲的跨境信贷增长率
	外部波动缓冲	储备充足率	外汇储备与短期外债比
			外汇储备与进出口比
	外部波动影响	货币压力	外汇市场压力指数
信贷风险	金融机构资产负债表风险	国内银行信贷	银行国内信贷增长率
			所有金融机构信贷占GDP比重
		银行利润率	资产收益率
			股本收益率
		银行资产质量	不良贷款率
		银行偿付能力	资本充足率
	银行业面临的来自企业的风险	企业债务	企业债务占GDP比重
		企业金融状况	资产收益率
			股本收益率
	银行业面临的来自居民的风险	居民金融债务	居民债务占GDP比重
		居民金融状况	失业率
		居民财富	股市收益率
	银行业面临的来自政府的风险	政府金融债务	国债占GDP比重

市场和流动性风险	二级市场流动性条件和基金市场压力	市场资金和流动性	货币买卖价差
	金融机构资金和流动性压力	银行资金和流动性	国内私人部门信贷与居民存款比
			银行外债占GDP比重
货币和金融条件	货币政策	利率	实际利率
		货币供给	实际广义货币供应量增长率
	银行信贷可得性	国内银行信贷	银行国内信贷增长率
		银行贷款条件	银行信贷增长率
	其他信贷可得性	非银信贷	非银行金融机构的信贷增长率
风险偏好	风险定价	风险溢价	风险溢价
		主权债息差	与美元国债息差
		实际市场波动	股票市场收益波动率
			汇率波动率
	投资决策	证券流动	总证券流入占GDP比重
		FDI流动	总FDI流入占GDP比重

参考文献

[1] Acharya Viral, 2009, "A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation", Journal of Financial Stability, Vol.5, No.3.

[2] Acharya Viral, 2009, "Systemic Risk and Macro-prudential Regulation", New York University Stern School of Business, Working Paper.

[3] Acharya, Viral V., Thomas Cooley, Mathew Richardson, and Ingo Walter, 2010, "Manufacturing Tail Risk:A Perspective on the Financial Crisis of 2007-09", Foundations and Trends in Finance, 4.

[4] Adrian, Tobias and Hyun Song Shin, 2010, "Liquidity and Leverage", Journal of Financial Intermediation, Elsevier, vol.19 (3) .

[5] Adrian, Tobias and Hyun Song Shin, 2010, "The Changing Nature of Financial Intermediation and The Financial Crisis of2007-09", Annual Review of E-conomics.Vol.2.

[6] Adrian, Tobias and Markus K.Brunnermeier, 2010, "CoVaR", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No.348, November 2010.

[7] Agenor Pierre R., K.Alper, and L.Pereira da Silva, 2012, "Sudden Floods, Macro-prudential Regulation and Stability in an Open Economy", BCB Working Paper 267 (Brasilia:Banco Central do Brasil) .

[8] Allen F.A.Babus and E.Carletti, 2009, "Financial Crises:Theory Andevidence", Annual Review of Financial Economics, Vol.1.

[9] Allen F.and Gale D., Optimal Financial Crises.The Journal of Finance, 53:1245-1284, 1998.

[10] Allen F.and Gale D., Innovations in Financial Services, Relationships and Risk Sharing, Management

Science, 1999.

[11] Allen F.and Gale D., Financial Contagion, Journal of Political Economy, 108:1-33, 2000a.

[12] Allen F.and Gale D., Bubbles and Crises, Economic Journal110:236-255, 2000b.

[13] Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta, and David Marques-Ibanez, 2012, "Do bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?", ECBWorking Paper Series 1427.

[14] Andrew Crockett, 2000, "Marrying the Micro-and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability", Speech at Financial Stability Forum International Monetary and Financial Committee Meeting, September, 21, Washington D.C.

[15] Arsov, Ivailo, Elie Canetti, Laura Kodres, and Srobona Mitra, 2013, "Near-Coincident Indicators of Systemic Stress", IMFWorking Paper, forthcoming.

[16] Asea Patrick and Brock Blomberg, 1998, "Lending cycles", Journal of Econometrics, Vol.83, No.1-2.

[17] Bank of England, 2009, "The Role of Macroprudential Policy-A Discussion Paper", November.

[18] Bank of England, 2011, "Instruments of Macroprudential Policy", Discussion Paper 20.

[19] Basel Committee on Banking Supervision, 2010, "Countercyclical Capital Buffer Proposal, Consultative Document", BIS, Basel.

[20] Bean, Charles, Matthias Paustian, Adrian Penalver, and Tim Taylor, 2010, "Monetary Policy after the Fall", in Macroeconomic Challenges:The Decade Ahead:Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, 2010.

[21] Bernanke B., M.Gertler and S.Gilchrist, 1999,

"The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", In J.Taylor and M.Woodford, Handbook of Macroeconomics, Elsevier.

[22] Bernanke, B., "Financial Reform to Address Systemic Risk", Remarks at the Council on Foreign Relations, March 2009.

[23] BIS, 1994, "64th Annual Report", Basel, Switzerland:BIS.

[24] BIS, 2010, "Macroprudential Instruments and Frameworks:A Stocktaking of Issues and Experiences", CGFSPapers No.38, May 2010.

[25] BIS, 2014, Annual Report, March 2014.

[26] BIS, 2009, "Enhancement to the BaselⅡFramework", http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm.

[27] Blanchard, O.G Dell'Ariccia and PMauro, 2010, "Rethinkingmacroeconomic policy", IMF Staff Position Note, SPN/10/03, 12 February.

[28] Blancher, Nicolas, Srobona Mitra, Hanan Morsy, Akira Otani, Tiago Severo, and Laura Valderrama, 2013, "Macroprudential Policy:A Practical Approach to Systemic Risk Monitoring", forthcoming (Washington:International Monetary Fund).

[29] Bliss R.and G.Kaufman, 2003, Bank Procyclicality, "Credit Crunches, and Asymmetric Monetary Policy Effects:A Unifying Model", Journal of Applied Finance, 13 (2), 2003.

[30] Board of Governors of the Federal Reserve System, 2001, "Policy Statement on Payments System Risk", Docket No.R-1107.

[31] Bordo, Michael D., Angela Redish, and Hugh Rockoff, 2011, "Why Didn't Canada Have a Banking Crisis in 2008 (Or in 1930, Or in 1907, Or…)?". NBERWorking Paper

17312.

[32] Borio Claudio, Craig Furfine and Philip Lowe, 2001, "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability:Issues and Policy Options", In:Marrying the Macro-and Micro-prudential Dimensions of Financial Stability, BISPapers No.1.

[33] Borio Claudio and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability:Exploring the Nexus", BISWorking Paper No.114.July 2002.

[34] Borio Claudio, 2003, "Towards a Macro-Prudential Framework For Financial Supervision and Regulation?", BISWorking Paper.

[35] Borio.C., and M.Drehmann, "Towards an Operational Framework for Financial Stability:Fuzzy Measurement and Its Consequences'", BISWorking Papers, No 284, 2009

[36] Borio Claudio and Philip Lowe, 2004."Securing Sustainable Price Stabil-ity:Should Credit Come Back from theWilderness?", BISWorking Paper No.157.

[37] Borio Claudio and Shim, 2007, "What can (macro-) Prudential Policy do to Support Monetary Policy?", BISWorking Papers, No 242, December.

[38] Borio Claudio and Zhu, 2008, "Capital Regulation, Risk Taking and Monetary Policy:A Missing Link in the Transmission Mechanism?", BISWorking Paper, No.268.

[39] Borio Claudio and Drehmann, 2009, "Assessing the Risk of Banking Crises-revisited", BISQuarterly Review, March.

[40] Borio C., and K.Tsatsaronis, "Accounting and Prudential Regulation:From Uncomfortable Bedfellows to Perfect Partners?", Journal of Financial Stability, 2004 (1)

[41] Borio C.and W.White, "Whither Monetary and Financial Stability?" The Implications of Evolving Policy

Financial Stability: The Experiences of Emerging Policy Regimes, in Monetary Policy and Uncertainty:Adapting to a Changing Economy, a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 28-30 August, Jackson Hole, pp.131-211, 2004.

[42] Brunnermeier Markus K.Deciphering, 2009, "the 2007-2008 Liquidity and Credit Crunch", Journal of Economic Perspectives.2009 (1) .

[43] Brunnermeir, Markus A., Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avi Persaud, and Hyun Shin, 2009, "The Fundamental Principles of Financial Regulation", 11th Geneva Report on theWorld Economy, June.

[44] Cecchetti, Stephen G.and Marion Kohler, 2012, "When Capital Adequacy Andinterest Rate Policy are Substitutes (and when they are not) ", BISWorking Papers No.379.

[45] Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens and Patrick McGuire, 2011, "Systemic Risk in Global Banking:What Available Data Can Tell Us and WhatMore Data are Needed?", IMFWorking Paper 11/222.

[46] Chen Zhou, 2009, "Are Banks Too Big To Fail? Measuring Systemic Importance of Financial Institutions".http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1546384&rec=1&srcabs=1541168.

[47] Claessens, Stijn, M.Ayhan Kose, and Marco E.Terrones, 2008, "What Happens During Recession, Crunches and Busts?" IMFWorking Paper 08/274.

[48] Clement, P, 2010, "The Term Macroprudential:Origins and Evolution", BISQuarterly Review, March.

[49] Comittee on the Global Financial System (CGFS) , 2010, "Macro-prudential Instruments and Frameworks:A Stocktaking of Issues and Experiences", May 2010.

[50] Comittee on the Global Financial System (CGFS) ,

2012, "Operationalising the Selection and Application ofMacroprudential Instruments", December2012.

[51] Crowe, ChristopherW., Deniz Igan, GiovanniDell'Ariccia, and Pau Rabanal, 2011, "How to Deal with Real Estate Booms", IMF Staff Discussion Note 11/02.

[52] CFPB, Supervision And Examination Manual, 2012.

[53] De Bandt, O.and P.Hartmann, 2000, "Systemic risk:A Survey", ECBWorking Paper, No.35, European Central Bank, Frankfurt, November.

[54] De Nicolò, Gianni, Giovanni Favara, and Lev Ratnovski, 2012, "Externalities and Macroprudential Policy", IMF Staff Discussion Note 12/05.

[55] Del Negro, Marco, and Christopher Otrok, 2007, "99 Luftballons:Monetary Policy and the House Price Boom Across U.S.States", Journal of Monetary Economics, Vol.54, No.1962 985.

[56] De Larosière, J., Balcerowicz, L., Issing, O., Masera, R., McCarthy, C., Nyberg, L., Pérez Onno Ruding, J., "The High-levelGroup on Financial Supervision in the EU, Brussels", http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf,2009.

[57] Diamond DW, Dybvig PH, Bank runs, Deposit insurance, and Liquidity, Journal of Political Economy 91 (3) :401-419, 1983.

[58] ECB, 2010, "New Quantitative Measures of Systemic Risk.In:Financial Stability Review", December 2010.

[59] Farhi Emmanuel and Jean Tirole, 2012, "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts", American Economic Review, Vol.102, No.1.

[60] Frederic Mishkin, 1995, "Commenton Systemic Risk.in Research in Financial Services:Banking, Financial Markets, and Systemic Rrisk", edited by George Kaufman,

vol.7.

[61] FSA, 2009, "The Turner Reviews:A Regulatory Response to the Global Banking crisis", Working Group Report.

[62] FSB, 2011, "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions"October (Basel:Bank for International Settlements) .www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf.

[63] FSB, IMF and BIS, 2011a, "Macroprudential Policy Tools and Frameworks", Progress Report to G20, October 27.

[64] FSB, IMF, and BIS, 2011b, "Macroprudential Tools and Frameworks", Update to G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors (February) .

[65] G20, 2009, "Declaration on Strengthening the Financial System", London Summit, 2 April.

[66] G20, 2009, "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency", G20Working Group, 25 March.

[67] G20, 2010, "The G-20 Toronto Summit Decaration", Toronto Summit, June 26-27.

[68] G20, 2010, "The Seoul Summit Document", Seoul Summit, November 10-11.

[69] G20, 2011, "Building Our Common Future:Renewed Collective Action For The Benefit of All", Cannes Summit, November 3-4.

[70] G20, 2012, "G20 Leaders Declaration", Los Cabos Summit, June 18-19.

[71] G20, 2013, "G20 Leaders Declaration", Saint Petersburg Summit, September 5-6.

[72] G30, 2010, "Enhancing Financial Stability and Resilience", G30 macro -PrudentialWorking Group, October.

[73] Galati, Gabriele and Richhild Moessner, 2011,

"Macroprudential Policy -a Literature Review", BISWorking Paper No.337, February 2011.

[74] Gambacorta Leonardo and David Marqués-Ibá?ez, 2011, "The New Bank Lending Channel:Evidence from the Crisis", Economic Policy, Vol.6.

[75] Gan Jie, 2004, "Banking Market Structure and Financial Stability:Evidence from the Texas Real Estate Crisis in the1980s", Journal of Financial Econom-ics, Vol.73.

[76] Geanakoplos John, 2010, "Solving the Rresent Crisis and Managing the Leverage Cycle", FRB of New York Economic Policy Review, August.

[77] George G.Kaufman, 1995, "Comment on Systemic Risk.in Research in Financial Services:Banking, Financial Markets, and Systemic Risk", Edited by George G.Kaufman, vol.7.

[78] Gertler, Mark, and Simon Gilchrist, 1994, "Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms", The Quarterly Journal of Economics, Vol.109, No.2, pp.309-40.

[79] Giese, Julia, Benjamin Nelson, Misa Tanaka and Nikola Tarashev, 2013, "How Could Macroprudential Policy Affect Financial System Resilience and Credit?Lessons from the Literature", Financial Stability Paper No.21.

[80] Glocker Christian and Pascal Towbin, 2012, "The Macroeconomic Effects of Reserve Requirements", Document de Travail 374.

[81] Goodhart, Charles A.E.and Dirk Schoenmaker, 1995, "Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?", Oxford Economic Papers 47, p.539-560.

[82] Hahm Joon-Ho, Frederic S.Mishkin, Hyun Song Shin, and Kwanho Shin, 2012, "Macroprudential Policies in Open

Emerging Economies", NBER Working Paper Series 17780.

[83] Hannounh, 2010, "Towards a Global Financial Stability Framework", Cambodia:the 45th SEACEN Governors'Conference, 2010.

[84] Hanson, Samuel.G., Anil K.Kashyap and Jeremy C.Stein, 2011, "A Macro-Prudential Approach to Financial Regulation", Journal of Economic Perspectives, Vol.25 (1).

[85] Heath, Robert, 2013, "Why are the G-20 Data Gaps Initiative and the SDDSPlus Relevant for Financial Stability?", IMFWorking Paper No.13/6.

[86] Hui Shan, Beyond Interest Rates:Macro-prudential Policies in Housing Markets, Global EconomicsWeekly, Issue No.14/16, 2014.

[87] Hyman P.Minsky, The Financial Instability Hypothesis, Jerome Levy E-conomics InstituteWorking Paper No.74, 1992.

[88] Igan Deniz, and Heedon Kang 2011, "Do Loan-to-Value and Debtto-Income limitswork?Evidence from Korea", IMFWorking paper 11/297.

[89] Illing M., and Y.Liu, 2003, "An Index of Financial Stress for Canada", Bank of CanadaWorking Paper No.2003-14 (Ottawa:Bank of Canada).

[90] IMF, 2007, "Global Financial Stability Report".

[91] IMF, 2008, "Financial Stress and Economic Downturns," World Economic Outlook, October (Washington:IMF).

[92] IMF, 2009a, "Global financial stability report".

[93] IMF, 2009b, "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations", World Economic Outlook, October, Chapter 3.

[94] IMF, 2009c, "Global Financial Stability Report:"Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk", http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm,2009b".

[95] IMF, 2009d, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department".

[96] IMF, 2010a, "Financial System Stability Assessment".

[97] IMF, 2010b, "Macroprudential Indicators of Financial System Soundness", Occasional Paper, no.192, April 2010.

[98] IMF and BIS, 2011, Macroprudential Policy Tools and Frameworks:"Update to G20 Financial Ministers and Central Bank Governors", http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_1103.pdf

[99] IMF, 2011a, "Macroprudential policies:An Organizing Framework", IMF Policy Paper, March 2011.

[100] IMF, 2011b, "Managing Capital Inflows:What Tools to use?", IMF Staff Discussion Note, 2011.

[101] IMF, 2011c, "Towards Effective Macro-prudential Policy Framework:an Assessment of Stylized Institutional Models", IMFWorking Paper No.250.

[102] IMF, 2011d, "Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks:An Assessment of Stylized Institutional Models"（Companion Board Paper）, Forthcoming.

[103] IMF, 2011e, "Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise".

[104] IMF, 2011f, "Housing Finance and Financial Stability:Back to Basics?", Chapter 3 in Global Financial Stability Report, April 2011.

[105] IMF, 2011g, "Recent Experiences in Managing Capital Inflows-cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", IMF Policy Paper.

[106] IMF, 2011h, "Policies for Macro-Financial Sstability:Options to Deal with Credit Booms", IMF Staff Discussion Note, forthcoming.

[107] IMF, 2011i, Chapter3, "Toward Operationalizing Macroprudential Policies:When to Act?", Global Financial Stability Report.September 2011.

[108] IMF, 2011j, "New Liquidity Rules:Will itWork as a Macroprudential Policy Tool?", Appendix 1 in New Zealand Staff Report for the2011 Article IV Consultation.

[109] IMF, 2011k, "Macroprudential policy:What Instruments and how to use them?", IMFWorking Paper 11.

[110] IMF, 2011l, "Global Financial Stability Report".

[111] IMF, 2011m, "Recent Experience in Managing Capital inflows Crosscutting themes and Possible Policy Framework", IMFworking paper.

[112] IMF, 2011n, "Housing Finance and Financial Stability-Back to Basics?", Chapter 3 in Global Financial Stability Report, April.

[113] IMF, 2012a"The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies", IMF Board Paper, December 2012.

[114] IMF, 2012b, "The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies:Background Paper", IMF Board Paper, December 2012.

[115] IMF, 2012c, "The Reform Agenda:An Interim Report on Progress toward a Safer Financial System", Chapter 3 in the Global Financial Stability Report, October (Washington:International Monetary Fund), http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/02/index.htm.

[116] IMF, 2013a, "Key Aspects of Macroprudential

Policy-background Paper", June 2013.

[117] IMF, 2013b, "Key Aspects of Macroprudential Policy", June, 2013.

[118] IMF, 2013c, "Macro-prudential and Micro-prudential Policies:toward Cohabitation", IMFworking paper.

[119] IMF, 2013d, "Institutional Arrangement for Macroprudential Policy in Asia", IMFworking paper.

[120] IMF, FSB and BIS, 2011a"Macroprudential Policy:an Organizing Framework-background Paper".

[121] IMF, FSB and BIS, 2011b, "Macroprudential Policy:an Organizing Framework".

[122] International Association of Deposit Insurers (IADI) and Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2009, "Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems", June (Basel:Bank for International Settlements).

www.iadi.org/NewsRelease/JWGDI%20CBRG%20core%20principles_18_June.pdf.

[123] Ioannidou Vasso P., Steven Ongena, and José-Luis Peydró, 2009, "Monetary Policy and Subprime Lending:a Tall Tale of Low Federal Funds Rates, Hazardous Loans and Reduced Loan Spreads", European Banking Centre Discussion Paper 2009-045.

[124] Irving Fisher, The Debt Deflation Theory of Great Depressions, Econometrica.1 (4) :335-57, 1933.

[125] Issing Ottmar, 2003, "Monetary and Financial Stability:Is there a Tradeoff?". BISWorking Paper 18.

[126] Jacek Osiński, Katharine Seal, and Lex Hoogduin, 2013, "Macroprudential and Microprudential Policies:Toward Cohabitation", IMF report.

[127] Jacques de Larosière, 2007, "The Achievements

and Challenges of European Union Financial Integration and Its Implications for the United States", G30 report.

[128] Jiménez Gabriel, Steven Ongena, José-Luis Peydróand Jesus Saurina, 2009, "Hazardous Times for Monetary Policy:What do Twenty-three Million Bank Loans say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-taking?", Bank of Spain Working Papers 833.

[129] Jiménez, 2012."Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply:Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments", Mimeo, Tilburg University.

[130] Jonsson Asgeir, 2009, "Why Iceland?", New York:McGraw-Hill.

[131] JoséDe Gregorio, 2011, "Capital Flows and the Interaction Between Macroprudential Policy and Monetary policy", Keynote speech, Banco Central de Chile.

[132] Joesph Stiglitz, 2008, The Triumphant Return of John Mayyard Keynes

[133] Kamgna, 2009, "Macro-Prudential Monitoring Indicators for CEMAC Banking System", MPRA Paper, No.17095.

[134] Keeley, Michael C., 1990, "Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking", American Economic Review, Vol.80, pp.1183-2000.

[135] Kern Alexander, Rahul Dhumale, john Eatwell, 2006, "Global Governance of Financial Systems", Oxford University Press.

[136] KlausWeyerstrass etal., 2006, "Economic Spillover and Policy Coordination in the Euro Area", European Economy, Economic Papers.http://europa.eu.int/comm/economy_finance

[137] Knight M D, 2006, "Marrying the Micro-and Macroprudential Dimensions of Financial Stability:Six

Years on", BISSpeeches, October.

[138] Landier, Augustin, David Sraer, and David Thesmar, 2011, "The Riskshifting Hypothesis:Evidence from Sub-Prime originations", Presented at the IMF 12th Jacques Polak Annual Research Conference.

[139] Law ofMalaysia, 2009, "Central bank ofMalaysia Act2009", Act701.

[140] Lim, C, F.Columba, A.Costa, P.Kongsamut, A.Otani, M.Saiyid, T.Wezel, and X.Wu, 2011, "Macro-prudential Policy:What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", IMFWorking Paper.

[141] Lim, Cheng Hoon, Ivo Krznar, Fabian Lipinsky, Akira Otani, and XiaoyongWu, 2013, The Macroprudential Framework:"Policy Responsiveness and Institutional Arrangements", IMFWorking Paper, forthcoming.

[142] María Rodríguez-Moreno and Juan Ignacio Pe?a, 2011, "Systemic risk Measures:The Simpler the Better?", BISPaper No.60.

[143] Markus Brunnermeier et al., 2009, "The Fundamental Principles of Fi-nancial Regulation.Preliminary Conference Draft", Geneva Report on theWorld E-conomy 11.

[144] Markus K Brunnermeier, JoséDe Gregorio, Philip Lane, Hélène Rey, Hyun Song Shin, 2012, "Banks and Cross-Border Capital Flows:Policy Challenges and Regulatory Responses", Committee on International Economic Policy and Reform.

[145] Merrouche Ouarda, and Erlend Nier, 2010, "What Caused the Global Financial Crisis?Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999-2007", IMFWorking Paper 10/265.

[146] Moreno Ramon, 2011, "Policymaking from a 'Macroprudential' Perspective in Emerging Market

Economies", BISWorking Papers No.336.January.

[147] Nadauld, Taylor D., and Shane M.Sherlund, 2009, "The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit", Finance and Economics Discussion Series 2009-28.Washington:Board of Governors of the Federal Reserve System, April.

[148] Nier Erlend dan Lea Zicchino, 2008, "Bank losses, Monetary Policy and Financial Stability-evidence from Interplay in Panel Data", IMFWorking PaperWP/08/232.

[149] Nier Erlend W., 2009, "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks:Lessons from the Crisis", IMFWorking Paper 09/70.

[150] Nier Erlend W., 2011, "Macroprudential Policy-Taxonomy and Challenges", National Institute Economic Review, Vol.216, No.1.

[151] Paul Krugman, 2008, The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008, W.W.Norton&Company, New York.

[152] Saurina J., 2009, "The Issue of Dynamic Provisioning.A Case Study", Financial Reporting in a ChangingWorld.European Commission Conference.Brussels, May 7-8, 2009.

[153] Schoenmaker Dirk, 2010, "Burden sharing:From Theory to Practice", DSF Policy Paper Series.

[154] Schiller, R.J., Conversation, 1995, Information and Herd Behavior, Rhetoric and Economic Behavior 85 (3) :181-185.

[155] Sengupta Rajdeep, 2010, "Alt-A:the Forgotten Segment of the Mortgage Market", Federal Reserve Bank of St.Louis Review, Vol.92, No.1.

[156] Shin, H.S., 2010, "Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System", BISWorking Papers No

304.

[157] Sibert A, 2010, "A Systemic Risk Warning System", VoxEU, 16 January, http://www.voxeu.org/article/designing-systemic-risk-warning-system

[158] Stephen Morris and Hyun Song Shin, 2009, "Contagious Adverse Selection", Princeton University Working Paper.http://www.princeton.edu/-hsshin/www/ContagiousAdverseSelection.pdf.

[159] Steven L.Schwarcz, 2008, "Systemic Risk", The Georgetown Law Journal, Vol 97.

[160] Tarullo D.K., 2012, "Developing Tools for Dynamic Capital Supervision", Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago Annual Risk Conference, Chicago, April 10.

[161] SUN Tao, "Identifying Vulnerabilities in Systemically-Important Financial Institutions in a Macro-financial Linkages Framework", IMFWorking Paper, WP/11/111.

[162] Unsal Filiz, 2011, "Capital Flows and Financial Stability:Monetary Policy and Macroprudential Responses", IMFWorking Paper 11/189.

[163] USTreasury, 2011, "Rules of organization of the Financial Stability O-versight Council".

[164] Van den Noord, Peter, 2005, "Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area:Theory and Evidence", Economie Internationale 101.

[165] Vickers, John, 2010, "Central Banks and Competition Authorities:Institutional Comparisons and New Concerns", BISWorking Paper 331.

[166] Wang Bin and Sun Tao, "How Effective Are Macroprudential Policies in China?", IMFWorking Paper, WP/13/75.

[167] William A.Allen and Geoffrey Wood, 2006, "Defining and Achieving Financial Stability", Journal of Financial Stability, vol.2, issue 2.

[168] WilliamR.White, 2006, "Procyclicality in the Financial System:Do We Need a New Macro-financial Stabilization Framework?", BISWorking Paper 193, January 2006.

[169] Wong, Eric, Laurence Fung, Tom Fong, and Angela Sze, 2004, "Residential Mortgage Default Risk and the Loan-to-value Ratio", HKMA Monetary Authority Quarterly Bulletin, December.

[170] Wong, Eric, Tom Fong, Ka-fai Li and Henry Choi, 2011, "Loanto-Value Ratio as a Macroprudential Tools-Hong-Kong's Experience and Cross-Country Evidence", HKMAWorking Paper, 01/2011.

[171] Zhou Jianping, Virginia Rutledge, Wouter Bossu, Marc Dobler, Nadege Jassoud, and Michael Moore, 2012, "From Bail-out to Bail-in:Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions", IMF Staff Discussion Note 12/03 （Washington:IMF）.

[172] IMF, 2014，中国2014年第四条磋商工作人员报告[R].2014（7）.

[173] 巴曙松，等，从微观审慎到宏观审慎：危机下的银行监管启示[J].国际金融研究，2010（5）.

[174] 巴曙松，朱元倩.巴塞尔资本协议Ⅲ研究[M].北京：中国金融出版社，2011.

[175] 巴曙松.发展多层次资本市场促融资结构稳定[J].经济，2012（11）.

[176] 巴曙松，王璟怡，杜婧.从微观审慎到宏观审慎：危机下的银行监管启示[J].国际金融研究，2010（5）.

[177] 白川方明.宏观审慎监管与金融稳定[J].中国金

融，2010（4）.

[178] 包全勇.银行系统性风险的传染模型研究 [J] .金融研究，2008（8）.

[179] 成家军.宏观审慎监管：概念、特点与政策框架 [J] .内蒙古金融研究，2009（7）.

[180] 陈雨露，马勇.宏观审慎监管：目标、工具与相关制度安排 [J] .经济理论与经济管理，2012（3）.

[181] 渤海证券.金融服务行业周报 [N] .2014－05－21.

[182] 曹凤岐.改革和完善中国金融监管体系 [J] .北京大学学报（哲学社会科学版）.2009（04）.

[183] 范小云，曹元涛.银行监管力量重构损害了市场约束的效用吗——基于亚洲银行1991—2005年面板数据的研究 [J] ，经济学，2008（4）.

[184] 方意.中国宏观审慎监管框架研究 [D] .南开大学经济学院，2013.

[185] 国务院关于同意建立金融监管协调部际联席会议制度的批复 [R] .2013（8）.

[186] 国家审计署.2011年第35号：全国地方政府性债务审计结果 [R] .2011（6）.

[187] 国家审计署.2013年第32号：全国政府性债务审计结果 [R] ，2013 （12）.

[188] 高善文.小制度，大问题 [J] .清华金融评论，2014（6）.

[189] 黄志强.英国金融监管改革新架构及其启示 [J] .国际金融评论，2012 （5）.

[190] 黄亭亭.宏观审慎监管：原理、工具及应用难点 [J] .中国金融2010 （12）.

[191] 翟金林.银行系统性风险的成因及防范研究 [J] .南开学报，2001 （04）.

[192] 胡少华.全球金融危机与新凯恩斯主义经济学 [J] .新金融，2009 （7）.

[193] 黄荣哲，农丽娜.信贷顺周期性与相机抉择的逆周期监管政策——基于资产负债表的分析和货币学派观点的思考 [J] .云南财经大学学报，2011（4）.

[194] 何德旭，吴伯磊，谢晨.系统性风险与宏观审慎监管：理论框架及相关建议 [J] .中国社会科学院研究生院学报，2010（11）.

[195] 姜建清.新形势下商业银行的转型 [Z] .金融四十人年会暨专题研讨会主题演讲，2014.

[196] 刘春航，等.银行业系统性风险度量框架的研究 [J] .金融监管研究，2011（12）.

[197] 廖岷.全球金融监管热点问题与思考 [J] .比较，2008（37）.

[198] 廖岷.从全球金融危机看商业银行流动性风险管理的重要性 [J] .西部金融，2009（1）.

[199] 廖岷，冯晖.存贷比、流动性覆盖率与净稳定融资比例的比较 [D] .中国金融四十人论坛月报，2012（9）.

[200] 廖岷.对危机后银行业行为监管的再认识 [J] .金融监管研究，2012 （1）.

[201] 廖岷.Macroprudential Practice in China, Macroprudential Framework in Asia [M] .IMF, 2013.

[202] 廖岷.立实体经济之本解金融问题之惑 [R] .中国金融四十人论坛周报，第206期.

[203] 廖岷.在金融深化背景下看待我国影子银行问题 [J] .新金融评论，2013（2）.

[204] 廖岷.“三维一体”监管治理架构：防范系统性区域性风险新尝试 [J] .中国金融家，2013（6）.

[205] 廖岷.银行业风险未脱媒 [J] .新世纪周刊，2013（20）.

[206] 廖岷.全球金融体系：旧疾未除，又添新伤 [N] .21世纪经济报道，2014－01－20.

[207] 廖岷.全球金融监管改革中各国应加强沟通 [J] ，陆家嘴，2014－01－02.

[208] 廖岷.China’s shadow banking is risky, but how risky? [N] .Financial Times, 2014, July 10.

[209] 李冀申.金融监管与货币政策的协调性 [J] .新金融，2014（9）.

[210] 李文泓.关于宏观审慎监管框架下逆周期政策的探讨 [J] .金融研究，2009（9）.

[211] 李宗怡，冀勇鹏.我国是否应该建立显性存款保险制度 [J] .国际金融研究，2003（07）.

[212] 李妍.宏观审慎监管与金融稳定 [J] .金融研究，2009（8）.

[213] 蓝虹，等.加快建立农村信用社金融风险处置基金有关问题 [J] .农村经济，2012（4）.

[214] 林野.金融系统性风险与宏观审慎监管 [J] .财经，2009（8）：27－29.

[215] 苗永旺，王亮亮.金融体系性风险与宏观审慎监管研究 [J] .国际金融研究，2010（8）.

[216] 潘功胜.大行蝶变——中国大型商业银行复兴之路 [M] .北京：中国金融出版社，2012（3）.

[217] 瑞士银行.理财业务深度报告：监管窗口打开，风险缓释需时间 [R] .2013（4）.

[218] 孙涛.亲历全球金融危机 [M] .北京：电子工业出版社，2013（8）.

[219] 孙立坚.做价值链金融，配好功能监管 [J] .新金融，2013（9）.

[220] 史建平，高宇.宏观审慎监管理论研究综述 [J] .国际金融研究，2011 （8）.

[221] 谭洪涛，等.金融稳定监管视角下的系统性风险研究述评 [J].经济学动态，2011（10）.

[222] 陶玲，等.国际金融危机的社会责任视角分析 [J]，中国金融，2009 （1）.

[223] 王亮亮，等.宏观审慎政策与货币政策的协调机制探讨 [J].青海金融，2012（7）.

[224] 王刚，李丹丹.浅析宏观审慎监管与宏观经济政策的基本关系 [J].浙江金融，2011（5）.

[225] 王华庆.监管之路 [M].上海：上海远东出版社，2014：204.

[226] 王兆星.结构化改革：金融分业混业的中间路线 [J].中国金融，2013 （20）.

[227] 王兆星.金融机构大而不倒破坏市场机制 [J].中国金融，2013（15）.

[228] 王兆星.后危机时代国际金融监管改革探索 [M].北京：中国金融出版社，2013（12）.

[229] 王力伟.宏观审慎监管研究的最新进展：从理论基础到政策工具 [J].国际金融研究，2010（11）.

[230] 吴晓灵.金融消费者权益的保护与自我保护 [J].陆家嘴，2013（8）.

[231] 夏洪涛.强化中央银行宏观审慎监管权限的思考 [J].武汉金2009 （10）.

[232] 夏斌.宏观审慎管理：框架及其完善 [J].中国金融，2010（22）.

[233] 谢平，邹传伟.银行宏观审慎监管的基础理论研究 [M].北京：中国金融出版社，2013（5）.

[234] 余伟文（Eddie Yue），在HKMA－SFC－OECD亚洲研讨会上的讲话 [N]，2012－12, http://www.bis.org/review/r121214b.pdf.

[235] 阎庆民，李建华.中国影子银行监管研究［M］.北京：中国人民大学出版社，2014.

[236] 杨春学，谢志刚.国际金融危机与凯恩斯主义［J］.经济研究，2009 （11）.

[237] 尹久.宏观审慎监管：中央银行行使的依据、目标和工具［J］.武汉金融，2010（08）.

[238] 周小川.在“宏观审慎政策：亚洲视角高级研讨会”上的开幕致辞［N］.2010－10－21，中国人民银行网站.

[239] 周小明.2013年度中国信托业发展评析［R］.中国信托业协会，2014.

[240] 朱小川.近年银信合作监管政策的变化、效果及挑战［J］.上海金融，2011（7）.

[241] 朱波，范方志.金融危机理论与模型综述［J］.世界经济研究，2005 （6）.

[242] 中国国际金融有限公司研究部.在发展中动态解决问题——地方政府融资平台贷款风险可控［R］.2010－03－11.

[243] 中国银监会.银行业消费者权益保护工作指引［Z］.2012.

[244] 赵光毅，王锐.宏观审慎监管的制度安排［J］.中国金融，2013（10）.

[245] 张晓朴.金融风险的演进与金融监管改革［J］.国际货币评论，2013 （3）.

附录一

中国金融四十人论坛简介

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的独立智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。

本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

Introduction of CF40

The China Finance 40 Forum (CF40) is a non-government, non-profit, and independent think tank dedicated to policy research on economics and finance. CF40 was founded on April 12, 2008, and operates as a "40×40 club" that consists of forty influential experts around 40 years old. CF40 aims to enhance the academic foundation of China's finance, provide high-quality research on emerging financial issues, and promote financial reform and development.

附录二

中国金融四十人论坛组织架构与成员名单（2014年）

论坛学术顾问（按姓氏拼音排序）：

1　陈雨露　中国人民大学校长

2　胡怀邦　国家开发银行董事长

3　胡晓炼　中国人民银行副行长

4　黄奇帆　重庆市市长

5　蒋超良　吉林省省长

6　姜建清　中国工商银行股份有限公司董事长

7　李剑阁　孙冶方经济科学基金会理事长

8　林毅夫　北京大学国家发展研究院教授

9　刘　伟　北京大学常务副校长

10　裴长洪　中国社会科学院经济研究所所长

11　钱颖一　清华大学经济管理学院院长

12　秦　晓　博源基金会理事长

13　沈联涛　香港证监会原主席

14　唐双宁　中国光大集团股份公司董事长

15　王　江　美国麻省理工学院斯隆管理学院金融学教授

16　吴敬琏　国务院发展研究中心资深研究员

17　吴晓灵　全国人大财经委副主任委员、中国人民银行原副行长

18　谢　平　中国投资有限责任公司副总经理

19　易　纲　中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长

20　余永定　中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员

21　朱　民　国际货币基金组织副总裁

论坛常务理事会主席：

陈　元　全国政协副主席

论坛常务理事会副主席：

谢　平　中国投资有限责任公司副总经理

论坛常务理事（按姓氏拼音排序）：

1　蔡明兴　富邦金融控股公司副董事长

2　陈东升　泰康人寿保险股份有限公司董事长兼CEO

3　陈文辉　中国保险监督管理委员会副主席

4　陈　元　全国政协副主席

5　丁学东　中国国际金融有限公司董事长

6　樊大志　华夏银行行长

7　吉晓辉　上海浦东发展银行董事长

8　李仁杰　兴业银行行长

9　李若谷　中国进出口银行董事长兼行长

10　李振江　中国农业银行副行长

11　刘　勇　国家开发银行业务发展局局长

12　吕家进　中国邮政储蓄银行行长

13　缪建民　中国人寿保险（集团）公司总裁

14　钱颖一　清华大学经济管理学院院长

15　裘国根　上海重阳投资有限公司董事长

16　任汇川　中国平安集团总经理

17　寿梅生　交通银行副行长

18　宋丽萍　深圳证券交易所总经理

19　屠光绍　上海市常务副市长

20　万建华　国泰君安证券股份有限公司董事长

21　王东明　中信证券股份有限公司董事长

22　王海明　中国金融四十人论坛秘书长

23　王　喆　中国外汇交易中心党委书记

24　吴　焰　中国人民保险集团股份有限公司董事长

25　谢　平　中国投资有限责任公司副总经理

26　阎庆民　天津市副市长

27　张家林　北京艾亿新融资本管理有限公司董事长

28　张育军　中国证券监督管理委员会主席助理

29　周　伟　上海市黄浦区委书记

论坛理事（按姓氏拼音排序）：

1　蔡明兴　富邦金融控股公司副董事长

2　陈东升　泰康人寿保险股份有限公司董事长兼CEO

3　陈一松　中信信托有限责任公司董事长

4　丁学东　中国国际金融有限公司董事长

5　樊大志　华夏银行行长

6　甘为民　重庆银行董事长

7　高　峰　德意志银行（中国）有限公司行长

8　吉晓辉　上海浦东发展银行董事长

9　李仁杰　兴业银行行长

10　李若谷　中国进出口银行董事长兼行长

11　李振江　中国农业银行副行长

12　连　平　交通银行首席经济学家

13　刘　勇　国家开发银行业务发展局局长

14　吕家进　中国邮政储蓄银行行长

15　缪建民　中国人寿保险（集团）公司总裁

16　倪霄峰　Point72资产管理公司副总经理

17　牛冠兴　安信证券董事长

18　裘国根　上海重阳投资有限公司董事长

19　任汇川　中国平安集团总经理

20　万　放　平安资产管理有限责任公司董事长

21　万建华　国泰君安证券股份有限公司董事长

22　王东明　中信证券股份有限公司董事长

23　王　钧　浙江泰隆商业银行董事长

24　王永利　中国银行股份有限公司

25　王　喆　中国外汇交易中心党委书记

26　吴　焰　中国人民保险集团股份有限公司董事长

27　夏　蜀　富滇银行股份有限公司董事长

28　于业明　太平洋资产管理有限责任公司总经理

29　张家林　北京艾亿新融资本管理有限公司董事长

30　张晓蕾　渣打银行（中国）有限公司首席执行总裁兼副董事长

31　赵　民　北京正略钧策企业管理咨询有限公司董事长

32　赵　威　中再资产管理股份有限公司副董事长、总经理

33　郑　杨　上海市金融服务办公室主任

34　周　伟　上海市黄浦区委书记

论坛会员单位

中银国际控股有限责任公司

论坛学术委员会主席：

钱颖一　清华大学经济管理学院院长

论坛学术委员会成员（按姓氏拼音排序）

1　管　涛　国家外汇管理局国际收支司司长

2　黄海洲　中国国际金融公司销售交易部负责人

3　潘功胜　中国人民银行副行长

4　阎庆民　天津市副市长

5　袁　力　国家开发银行副行长

6　钟　伟　北京师范大学金融研究中心主任

论坛监事长：

钱文挥　交通银行副行长

论坛监事会成员（按姓氏拼音排序）：

1　管　涛　国家外汇管理局国际收支司司长

2　陆　磊　中国人民银行研究局局长

3　巫和懋　北京大学国家发展研究院教授

4　钟　伟　北京师范大学金融研究中心主任

论坛秘书长：

王海明

40×40俱乐部成员名单（按姓氏拼音排序）：

政府机关人员：

1　巴曙松　国务院发展研究中心金融研究所副所长

2　陈文辉　中国保险监督管理委员会副主席

3　范文仲　中国银行业监督管理委员会国际部主任

4　方星海　中央财经领导小组办公室国际经济局局长

5　管　涛　国家外汇管理局国际收支司司长

6　纪志宏　中国人民银行金融市场司司长

7　李　波　中国人民银行货币政策二司司长

8　李伏安　中国银行业监督管理委员会非银部主任

9　刘春航　中国银行业监督管理委员会政策研究局局长

10　刘　健　财政部金融司巡视员

11　廖　岷　中国银行业监督管理委员会上海监管局局长

12　隆国强　国务院发展研究中心办公厅主任

13　陆　磊　中国人民银行研究局局长

14　马　骏　中国人民银行研究局首席经济学家

15　潘功胜　中国人民银行副行长

16　祁　斌　中国证券监督管理委员会国际部主任

17　沈晓晖　国务院研究室国际司司长

18　魏加宁　国务院发展研究中心宏观经济部巡视员

19　魏尚进　亚洲开发银行首席经济学家

20　阎庆民　天津市副市长

21　张健华　中国人民银行杭州中心支行行长

22　张　涛　国际货币基金组织中国执行董事

23　张晓朴　中国银行业监督管理委员会政策研究局副局长

24　张育军　中国证券监督管理委员会主席助理

研究机构人员：

24　白重恩　清华大学经济管理学院副院长

25　丁志杰　对外经贸大学校长助理

26　黄益平　北京大学国家发展研究院副院长

27　李稻葵　清华大学苏世民学者项目主任

28　瞿　强　中国人民大学金融与证券研究所副所长

29　姚　洋　北京大学国家发展研究院院长

30　殷剑峰　中国社会科学院金融研究所副所长

31　钟　伟　北京师范大学金融研究中心主任

商业机构人员：

33　高善文　安信证券首席经济学家

34　哈继铭　高盛投资管理部中国副主席

35　黄海洲　中国国际金融公司销售交易部负责人

36　黄金老　华夏银行副行长

37　连　平　交通银行首席经济学家

38　孙明春　博海资本董事长兼首席投资官

39　徐　刚　中信证券董事总经理

40　袁　力　国家开发银行副行长

论坛特邀成员：

1　高占军　中信证券董事总经理

2　郭　濂　国家开发银行金融研究发展中心主任

3　黄　明　中欧国际工商学院教授、康奈尔大学终身教授

4　黄志强　中国银行辽宁分行行长

5　何　东　国际货币基金组织货币及资本市场局副局长

6　金中夏　中国人民银行金融研究所所长

7　李　麟　浦发银行战略发展部总经理

8　李迅雷　海通证券首席经济学家

9　梁　红　中国国际金融有限公司首席经济学家

10　林采宜　国泰君安证券首席经济学家

11　刘尚希　财政部财政科学研究所所长

12　鲁政委　兴业银行首席经济学家

13　马　宁　高华证券公司副总经理、研究总监

14　彭文生　中国国际金融有限公司原首席经济学家

15　沈建光　瑞穗证券亚洲公司董事总经理、首席经济学家

16　盛松成　中国人民银行调查统计司司长

17　孙国峰　中国人民银行货币政策司副司长

18　王志浩　Capital Group亚洲地区经济学家

19　吴高连　中国光大银行专职董事

20　武　剑　中国光大银行专职董事

21　谢　多　中国银行间市场交易商协会党委书记

22　熊志国　中国保险监督管理委员会政策研究室主任

23　许宪春　国家统计局副局长

24　徐　忠　中国人民银行金融市场司副司长

25　宣昌能　中国人民银行稳定局局长

26　张　斌　中国社科院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室主任

27　张承惠　国务院发展研究中心金融研究所所长

28　张霄岭　华夏基金副总经理

29　张晓朴　中国银行业监督管理委员会政策研究局副局长

30　郑京平　国家统计局总工程师

31　诸建芳　中信证券首席经济学家

32　朱　宁　上海交通大学上海高级金融学院副院长

33　周诚君　中国人民银行金融研究所研究员

34　周道许　贵州省人民政府副秘书长、贵州省政府金融工作办公室主任

35　邹加怡　财政部国际司司长

论坛高级研究员：

1　贾　康　财政部财政科学研究所原所长

2　巫和懋　北京大学国家发展研究院教授

论坛特邀研究员：

1　程漫江　中银国际控股董事总经理、研究部主管

2　缪延亮　国家外汇管理局局长高级顾问

3　任泽平　国泰君安证券研究所董事总经理、首席宏观分析师

4　王　信　中国人民银行南昌中心支行行长

5　向松祚　中国农业银行首席经济学家

6　张　明　中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任

7　祝丹涛　中央财经领导小组办公室处长

后　记

当本书付梓提交出版社之后，我们感到由衷的高兴，也感到忐忑不安。这是因为，对中国的系统性风险与宏观审慎监管进行研究是一项艰巨而沉重的工作。我们的工作只是开个头，更多是抛砖引玉，希望促进更多研究人员和业界人士深入研究探讨。当前，大家越来越清晰地认识到，有效识别和防范中国潜在的系统性风险及其来源对中国经济持续稳定发展至关重要，各方对宏观审慎监管的关注度也日益增加。基于此，本书课题组选定“宏观审慎监管研究与实践”这一课题，我们努力从已有研究文献中总结梳理出宏观审慎监管的脉落和政策框架，从一个独特的视角分析中国当前面临的潜在系统性风险来源及其触发条件，研究中国宏观审慎监管工作的开展情况及其效果。在研究的过程中，课题组查阅了大量中外文参考文献，在分析评价的基础上，提出了中国风险图和风险监测方法，运用案例分析、实证分析、数理建模等规范化研究方法，希望通过对系统性风险和宏观审慎监管的研究，对中国金融业的稳健运行和应对系统性风险的挑战，为政策制订者制订构建中国宏观审慎监管工具箱有所裨益。

本书是在中国金融四十人论坛内部课题结项报告的基础上修改完善而成的，是课题组成员和课题所有参与单位共同智慧的结晶。感谢上海银监局董红蕾、林学冠、周叶菁、唐杰、郭陆健、吴默然、吉玉萍、寇宏、范颖、吕婕、周蔚，中国人民银行北京营管部王斌，中国银行上海分行常文婷，瑞士银行定量分析中国分部姜广山先生、曹文峰先生，瑞银证券有限责任公司周泾女士，他们为本书的完成付出了辛勤劳动。中国金融四十人论坛为课题的评审、结项验收等付出了心血，并为本书的及时出版做了很多工作，在此对中国金融四十人论坛秘书长王海明、编辑马冬冬及中国经济出版社副总编辑乔卫兵先生和于宇编辑表示衷心感谢。在中国金融四十人

论坛组织的课题评审会上，中国人民银行副行长潘功胜、中国投资有限责任公司副总经理谢平、中央财经领导小组办公室国际经济局局长方星海、中银国际控股研究部主管程漫江、国务院发展研究中心党组成员隆国强、浦发银行战略发展部总经理李麟、国家开发银行业务发展局局长刘勇、高华证券公司研究总监马宁、北京航空航天大学经济管理学院教授任若恩、国务院发展研究中心宏观经济部巡视员魏加宁、中国人民银行金融研究所副所长温信祥、北京大学国家发展研究院教授巫和懋、中国人民民银行金融稳定局局长宣昌能、国家统计局副局长郑京平等专家学者针对课题报告所研究的问题进行了深入的讨论，并提出了许多有针对性和启发性的修改建议，使研究分析更加全面，使本书稿更趋完善，值此本书出版之际，也向各位同仁表示诚挚的谢意！

欢迎各位读者在阅读本书后提出宝贵建议，我们将继续深入研究，夯实理论基础，完善实证分析，为中国实施有效的宏观审慎监管政策、防范中国系统性风险累积略尽绵薄之力！