

宏观审慎监管中的中央银行角色定位

于震 张鑫*

〔摘要〕 20世纪80年代以来,特别是1997年亚洲金融危机之后,传统金融监管理论和实践屡屡受到挑战与质疑。各国学者和政策制定者逐渐认识到,与传统微观审慎监管相比,宏观审慎监管才是防范和化解金融风险的有力工具。在宏观审慎监管政策实践中,首要问题是明确监管主体。目前,尽管中央银行在各国宏观审慎监管实践中的政策地位不尽相同,但均扮演着重要角色,可以概括为决策者、主导者和参与者三种模式,且各具优缺点。本文从宏观审慎监管政策与货币政策协调性视角出发,通过两种政策的辩证关系分析和国际经验借鉴,探讨了中国人民银行以主导者角色参与宏观审慎监管政策制定和执行的可行性及面临的困难。

〔关键词〕 中央银行;货币政策;宏观审慎监管;政策协调;主导者

金融发展对于优化资源配置,增加产出,促进经济增长发挥着重要作用(史兹国,李雪琴,2015)。然而,金融体系具有内在顺周期性,其过度和无序扩张也会导致诸多不良后果。金融市场运行的突出特征是经济上行过程中的信贷扩张及其引发的经济过热和资产价格泡沫,金融系统性风险在此过程中逐渐累积(刘晓星等,2014)。一旦经济出现下行趋势,银行部门则通过“惜贷”行为收紧信贷投放规模,不仅加剧经济波动进而恶化经济衰退,而且导致金融风险集中释放,造成严重的金融波动,进一步损害实体经济。可见,金融作为经济发展的“双刃剑”,如不进行合理监管,金融资源不仅难以有效服务于实体经济,还可能成为金融与经济危机的源头。

在当前全球金融监管体制改革中,建立和完善宏观审慎监管体系已经成为主流方向。该体系的构建并非完全推翻和否定原有微观审慎监管,而是对其进行有益补充与提升。众所周知,金融监管分为限制性监管和审慎性监管,其中发挥核心作用的是审慎性监管。传统的金融审慎性监管主要以保护投资者合法权益和金融机构稳健运行为目的,称为“微观审慎监管”。其逻辑是个体金融机构稳健运营就能够实现整体金融稳定,这在亚洲金融危机和“次贷危机”之后受到严重质疑。因为金融机构内在顺周期性和共同风险敞口的存在使得看似稳健经营的单一金融部门成为金融危机“导火索”,并导致危机在金融部门和国家之间迅速蔓延。在金融危机频发及传统微观审慎监管对此束手无策的背景下,

*于震,经济学博士,吉林大学中日经济共同研究中心研究员、经济学院教授,博士生导师;张鑫,吉林大学中日经济共同研究中心助理研究员,130012。本文是国家社科基金重大项目“‘一带一路’战略实施中推进人民币国际化问题研究”(15ZDA017)的阶段性成果。感谢吉林大学经济学院硕士研究生丁尚宇为本文所做的贡献。

宏观审慎监管应运而生。“宏观审慎”概念在20世纪70年代由国际清算银行库克委员会提出,“次贷危机”后在世界各国的监管实践中受到广泛认同。宏观审慎监管是通过逆周期的政策安排降低系统性风险,维护金融稳定,避免金融体系风险冲击实体经济(BIS, 2010)。将其与微观审慎监管对比不难发现,在宏观货币政策和微观审慎监管之间,存在着防范系统性风险的空白,这需要宏观审慎政策来填补(周小川, 2016)。

中国建立和完善宏观审慎监管体系势在必行。中国虽为经济大国,但其金融结构并不合理,社会融资过于依赖银行信贷,地方政府债务平台违约风险和房地产泡沫积累了巨大的金融系统性风险。在现实需求推动下,2010年11月中国在《金融业发展和改革“十二五”规划》中首次将“建立健全金融宏观审慎政策框架”放到首要位置,要求进一步构建和完善逆周期的宏观审慎监管政策框架。显然,这是一项复杂的系统性工程,亟需解决若干理论与实践问题。作为核心环节之一,明确宏观审慎监管主体首当其冲。而在这一问题上,已呈现出监管实践领先于理论发展的现实。纵观各国宏观审慎监管中形成的监管主体,中央银行无一例外扮演了重要角色。例如,爱尔兰将全部监管职责纳入到央行之内,中央银行拥有最高决策权;法国和英国等国家采取了“双峰模式”,即将监管安全和监管服务相结合,但中央银行具有最高决策权;澳大利亚形成跨部门监管机构“金融稳定委员会”和“跨部门委员会”,其中中央银行具有最高决策权;美国较为特殊,组建了由财政部主导的金融稳定监管委员会,委员会与美联储功能相互独立,中央银行作为参与者具有政策建议权(刘志洋, 2012)。由上可知,各国中央银行较为普遍的参与到宏观审慎监管实践中,但所处地位却并不统一。

理论界对于中央银行在宏观审慎监管中的角色定位研究较少。一部分学者认为中央银行至少应充当宏观审慎监管的主体。如Blanchard等(2010)认为中央银行以其专业地位决定了其在宏观审慎监管中的核心地位,将审慎监管纳入中央银行有利于各部门通力合作。Aglietta和Sialom(2010)认为中央银行位于金融监管金字塔的顶端,有利于自上而下制定和执行宏观审慎监管政策,维护金融稳定;还有一部分学者认为应该成立专门的监管机构负责宏观审慎监管,但对于中央银行在其中的地位看法不一。如Sibert(2010)提出为保证客观性,宏观审慎监管委员会应该由不属于政府组织的成员担任,但需要与中央银行进行充分的政策协调。国内学者倾向于中央银行在宏观审慎监管中发挥主导性作用。如尹继志(2010)认为强化中央银行监管权限有充分依据,中央银行可以充当宏观审慎监管的决策者。

那么,中央银行在宏观审慎监管中应扮演怎样的角色?鉴于中央银行制定和执行货币政策这一根本职能,问题的答案显然取决于宏观审慎监管政策能否与货币政策相互协调。两者协调程度越高,中央银行在宏观审慎监管中的地位则越高,反之亦然。简而言之,中央银行能否同时行使好宏观审慎监管政策和货币政策职能,并充分实现各自政策目标,是中央银行能否参与到宏观审慎监管及扮演何种角色的评价标准。基于以上思考,本文从两种政策的辩证关系与协调性出发,通过比较中央银行在宏观审慎监管政策的地位差异及其优缺点,结合中国实际,讨论了中国人民银行在宏观审慎监管政策中应扮演的合理角色。

一、宏观审慎监管政策和货币政策的辩证关系

基于目标监管理论,只有两种政策的目标能在一定范围内兼容才存在政策间相互协调的可能性。因此,首先需要考察宏观审慎监管政策和货币政策目标的共性与个性、对立和统一^①。厘清两

^①目前,理论界倾向于从两类政策目标的角度分析两者关系,对两类政策的工具和传递渠道问题关注不多。实际上,两者政策工具和传递渠道的重叠一方面有助于两类政策相互搭配,有利于中央银行同时执行两类政策,而另一方面则需要监管主体注意到两类政策的叠加效应容易造成政策力度过大,偏离政策预期。

种政策关系可以从货币政策广受质疑的“事后补救论”入手。20世纪50年代以来,金融危机传递渠道逐渐从普通商品价格转向资产价格渠道,但大多数学者反对将维护资产价格稳定纳入到货币政策目标集,认为中央银行在资产价格泡沫破灭后进行补救即可。“次贷危机”的爆发和蔓延使得学术界开始反思这一观点。如 White (2009) 在批判货币政策“事后补救论”的基础上提出“事前反应论”,认为中央银行应对资产价格变动做出反应,在价格泡沫破裂前通过政策安排进行调控,并提出了逆周期的资本安排和金融机构杠杆率监控等政策工具。可见,货币政策“事前反应论”的思想和工具本质上与宏观审慎监管高度吻合。另外,货币政策过分专注于传统意义上的物价稳定,忽视金融稳定等潜在影响物价稳定的因素,是其在当前经济环境下难于实现政策目标的重要原因。如 Trichet (2005) 认为,在一国中央银行单一调控物价稳定情况下,价格上涨压力将从实体经济部门转移到虚拟经济部门。部分国家的资产价格泡沫破裂恰恰发生在物价相对稳定环境下,同时资产价格泡沫破裂导致的经济滞胀也使得央行难以保持物价稳定。上述质疑初步揭示了两个现实问题:一是新形势下货币政策已经暴露出自身局限性;二是宏观审慎监管政策能够对货币政策进行必要补充。

具体来说,两种政策在目标上存在着共性和个性。首先,宏观审慎监管政策的“金融稳定”目标和货币政策的“价格稳定”目标之间具有共性:一是宏观属性。两种政策均从宏观经济运行出发,探讨和解决宏观层面问题,在此过程中均采用宏观调控手段与工具;二是逆周期属性。货币政策通过相机抉择、逆经济周期的政策安排来熨平经济周期以实现价格稳定,而宏观审慎监管政策则通过逆周期资本缓冲、动态拨备制度等抑制系统性风险,实现金融稳定,其逆周期属性相对更为明显;三是金融政策属性。金融稳定和物价稳定同属金融政策的重要目标,均是金融机构和金融市场正常运行的重要条件。其次,两种政策的目标也分别具有个性。一是量化程度不同。可量化和可监测的价格指标体系在货币政策实践中早已广泛应用,但目前衡量金融稳定的指标较少,在理论和实务界远未达成共识;二是影响范围不同。货币政策影响整个宏观经济运行,既包括实体经济也包括虚拟经济,而宏观审慎监管政策主要针对金融体系,影响范围相对较小;三是实现途径不同。货币政策体系完整,可通过丰富的政策工具组合和中介指标实现目标,而宏观审慎监管政策体系尚未成熟,没有形成完整的工具体系和组合规则,政策工具和政策效果仍需要深入评估。

然而,上述分析只阐述了两种政策目标的静态关系,从动态角度看两种政策目标同样存在着对立和统一。首先,两者具有统一性,即价格稳定和金融稳定在长期意义上并不冲突,而是体现出相互加强关系。低水平通货膨胀环境及所采取的相应货币政策均有利于金融稳定。多次金融危机爆发的直接原因是部分商品价格的剧烈波动,这从侧面反映了商品和资本市场价格稳定对于金融体系稳定的重要性。另外,从西德经济发展实践看,二战后到上世纪90年代初其经济运行中出现了近40年的低通胀、高增长和金融市场稳定并存的情况,为两者统一性提供了佐证;其次,两者具有对立性,即价格稳定和金融稳定在一些特定情况下存在冲突,价格稳定不是金融稳定的充分条件,主要原因有:第一,资产价格对利率水平变化反应极为敏感。理论上,由利率水平提高导致的资产价格上涨不会造成金融泡沫。但在实践中如果资产组合杠杆率较高,利率变化会影响系统性风险水平(Yellen, 2009);第二,宽松的货币政策为金融机构提高杠杆等风险偏好行为创造了条件。在利率水平持续走低环境下金融机构会主动承担过多风险(Borio & White, 2009)。上世纪美国经济大萧条和90年代的日本经济衰退充分证明了经济危机可以在价格稳定情况下发生。

值得注意的是,宏观审慎监管政策和货币政策目标之间并非简单的确定性关系,而是取决于不同的经济和金融环境(马勇, 2013)。表1归纳了经济周期与通货膨胀多种组合下两类政策目标的动态关系。

表1 宏观审慎监管政策和货币政策目标的动态关系

	高通货膨胀率	预期通胀	低通货膨胀率
经济过热	互补	独立	冲突
经济均衡	独立	独立	独立
经济过冷	冲突	独立	互补

资料来源：Beau, D., L. Clerc & B. Mojon, “Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy”, *Bank of France Working Paper*, no. 390, 2012.

由表1可知,宏观经济平稳运行,即经济体中总供给和总需求保持稳定,且在通货膨胀可预期情况下,货币政策和宏观审慎监管政策的目标可以相互独立共存;当经济过热与通货膨胀预期过高同时出现,或经济过冷与通货膨胀预期过低同时出现时,两大政策目标之间互补;然而,当经济繁荣同时物价水平低于预期,或当经济萧条而物价水平远高于预期时,两者则存在明显冲突。比如,当资产价格存在泡沫,同时价格面临巨大的下行风险时,即金融体系和实体经济的供需存在错位,宏观审慎监管政策应该限制信贷和流动性的扩张,但这必将限制实体经济活动,进一步加剧价格下行风险。也就是说,为了维护金融稳定而采取的宏观审慎监管政策,却对价格稳定产生了负面溢出效应,弱化了货币政策效果。

显然,宏观审慎监管政策和货币政策目标的统一为两种政策相互配合奠定了基础,同时也表明中央银行参与宏观审慎监管具有一定的理论依据。但由于两种政策目标之间还存在冲突,因此在监管实践中更加需要关注的是两种政策如何以及在多大程度上进行相互协调。

二、宏观审慎监管政策和货币政策的相互协调

本文从政策目标、工具和传递渠道三个角度来分析宏观审慎监管政策和货币政策的协调性问题。首先是政策目标的协调。两种政策目标的协调应从完善货币政策目标集着手,使得金融稳定成为货币政策的目标之一,这不仅可以弥补上文提及的货币政策局限性,同时也是适应当前金融业快速发展的现实需要。以中国为例,自改革开放特别是上世纪90年代以来,中国金融市场快速发展,虚拟经济在经济系统中的重要性逐渐提高。面对宏观经济环境和金融结构的变化,中国货币政策目标并未进行适当调整,已经很难达到维护价格稳定,促进经济增长的目的。

2007以来,为应对国际金融危机和保持中国经济增速,中国人民银行将稳健的货币政策调整成适度宽松的货币政策。2011年,人民银行又将货币政策重点重新调整到维持物价稳定,促进经济平稳较快发展。然而,2008年的国际金融危机表明,物价稳定和金融稳定都是经济良性运转的必要前提,缺一不可。在当前的经济金融系统中,仅仅维持物价稳定并不足以保证经济健康发展,货币政策应根据经济金融不同发展阶段和特点,借助广泛的政策溢出效应调整和丰富其目标集。现阶段应将金融稳定纳入到货币政策目标框架下,不再仅仅盯住传统意义上的物价稳定,这是两类政策目标协调的关键所在。

将金融稳定纳入货币政策目标体系并不说明货币政策可以有效满足双重目标。丁伯根法则(Tinbergen's Rule)认为实现N个政策目标,至少需要N个政策工具。因此,宏观审慎监管政策与货币政策相互配合以实现金融稳定是最佳选择。针对两种政策的目标冲突,应在不同经济环境下遵循以下两个原则进行协调。第一,应严格区分两类政策的目标,划清边界,即宏观审慎监管政策的主要目标是维护金融稳定而货币政策的主要目标是保持价格稳定;第二,金融稳定是对货币政策目标的重要补充。“金融加速器”理论认为货币政策会导致金融体系的顺周期性。实践中可以将信贷周期作为宏观审慎监管政策目标,物价稳定作为货币政策主要目标,并且保持严格的独立性和政策界限,这样的政

策搭配可以同时有效的维护物价稳定和金融稳定。另外,两类政策目标协调还需要分析金融不稳定的根源,有针对性的进行调控。当金融危机主要是由技术冲击造成的,危机治理应该主要侧重于遵循泰勒规则的货币政策;当危机主要是由金融冲击造成的,危机治理应该主要侧重于宏观审慎监管政策。如果央行拥有宏观审慎监管政策制定和执行权,则可以打破两种政策目标的限制有侧重的治理危机,提高危机处理能力(陈雨露、马勇,2012)。

其次是政策工具的协调。宏观审慎监管政策工具可分为时间维度和空间维度两大类。时间维度的宏观审慎监管政策工具旨在实现逆周期性,包括逆周期的资本调节、动态拨备和杠杆率限制等;空间维度的宏观审慎监管政策工具旨在控制系统性风险在金融体系内部的累积和传递,维护系统重要性机构稳定。货币政策工具常见的主要有利率、信贷供应量和公开市场操作等。对比宏观审慎监管政策和货币政策的工具可以发现,在信贷控制等方面两种政策工具存在着较多重叠。在使用同一政策服务不同的政策目标的背景下,可能存在政策滥用,影响调控效果。因此,政策工具的协调需要建立既分工明确又相互促进的机制。分工明确是指货币政策和宏观审慎监管政策应明确各自的核心政策工具。比如,货币政策的核心工具应该是存款准备金率和利率,宏观审慎监管政策的核心工具应该是以动态拨备为代表的资本缓冲工具。在核心工具分配清晰后,监管当局就可以根据不同的金融环境和危机诱因使用恰当的政策工具。同时,宏观审慎监管政策和货币政策的搭配应该充分考虑政策出台的时点问题。

货币政策的作用时点应该在宏观经济的反转时期。宏观审慎监管政策的作用时点应该与货币政策有所区分,与货币政策保持一段时期间隔,目的在于减少政策间的冲突,降低宏观经济的波动幅度。具体来说,当宏观经济走势进入下降通道,中央银行将实施扩张性的货币政策。由于货币政策时滞性,经济转好需要一段货币政策发挥效果的时间。届时,宏观审慎监管开始根据新一轮经济上行的特点制定和执行相关政策以降低系统性金融风险,维护金融稳定。表面上看,宏观审慎监管政策抑制了经济增长的趋势,实质上该政策的执行可以缓解宏观经济的波动幅度,增强经济发展的平稳性。相反,当宏观经济处于极度繁荣时期,中央银行通过出台紧缩性货币政策进行宏观调控。一段时期后如果经济出现衰退迹象,宏观审慎监管机构应开始着手出台一系列宏观审慎监管政策防范系统性风险的发生,目的在于遏制经济衰退速度和宏观经济波动幅度。

最后是传递渠道的协调。宏观审慎监管对象涉及各类金融中介机构,除了传统受到中央银行和各级监管当局监督管理的金融机构之外,更主要的是要监管影子银行体系的风险。然而,影子银行机构及业务的隐蔽性、复杂性和欠规范性,使得对这类机构的监管无论是在监管信息收集还是在金融风险确认上均面临巨大困难。因此,鉴于影子银行业务往往与正规金融机构业务存在千丝万缕的联系,宏观审慎监管主体可以通过加强对正规金融机构的应急信用额度、专营权、资产负债表外业务等方面的监管,来调控其与影子银行业务的联系,进而间接实现对影子银行体系的监管。从这个角度来说,宏观审慎监管政策不会对货币政策传导机制产生过多影响。相反,由于两种政策关注的都是能为经济系统提供流动性的货币金融机构,使得宏观审慎监管政策的传导渠道与货币政策的传导渠道极其类似。实践中,中央银行在货币政策传递渠道方面积累了大量经验,为分析宏观审慎工具传递渠道监测提供了便利。

综上所述,在现代经济金融发展新形势下,货币政策目标集急需加入金融稳定的考量,宏观审慎监管政策和货币政策在政策目标、政策工具、传递机制方面能够有效协调,这为中央银行参与宏观审慎监管政策提供了理论和实践上的支持。基于政策协调视角,中央银行理应参与宏观审慎监管,但在具体的政策地位方面仍需要进一步分析。下文将具体讨论世界各国中央银行在宏观审慎监管中的政策地位差异及其优缺点。

三、中央银行在宏观审慎监管政策中地位差异及优缺点

中央银行制度的形成和发展虽然并非完全为维护金融体系稳定,但却与其关系紧密。中央银行演进的内在动因经历了政府融资推动、信用货币发行推动、票据交换与清算推动、最后贷款人推动等各个阶段,其职能范围已经广泛渗透到宏观和微观监管诸多领域。中央银行在发行统一货币单位和组织全国银行系统清算过程中直接或间接维护了金融体系稳定。中央银行作为“发行的银行”、“银行的银行”和“政府的银行”,在历史和逻辑层面均具有维护金融稳定的先天优势。鉴于此,理论界普遍认为中央银行应该拥有一定的宏观审慎监管决策权(叶庆文,2013)。从2008年全球金融危机后各国宏观审慎监管改革实践来看,中央银行在宏观审慎监管政策中的地位可以归纳为三种类型:决策者、主导者和参与者。

第一,决策者。决策者是指中央银行在宏观审慎监管中处于最高地位,单独享有宏观审慎监管的唯一决策权,无须与其他监管部门进行政策协调。具体表现为三种形式:第一种是中央银行同时拥有宏观审慎监管政策的决策权和执行权,一般是金融监管高度集中的小国采用这种模式,如新加坡模式;第二种是中央银行同时拥有政策唯一决策权和部分微观审慎政策执行权。在这种模式下中央银行往往具有较高的独立性和行政地位,负责执行部分传统微观审慎监管职责,如荷兰模式;第三种是中央银行只拥有政策唯一决策权,宏观和微观审慎政策的执行权均分配给微观审慎监管机构。目前该模式尚无国家采用,究其原因是中央银行完全没有执行权难以对政策实施过程和效果进行有效监控。

支持中央银行充当宏观审慎监管政策决策者的学者认为,中央银行在维护金融稳定方面具有市场地位和技术等多方面优势。主要包括:(1)宏观经济管理优势。中央银行在长期制定和执行货币政策过程中积累了较强的宏观经济分析预测经验和人才优势,可以保证宏观经济信息的全面准确,为宏观审慎监管决策奠定了基础(陈雨露和马勇,2012);(2)中央银行在一国金融体系中具有较高的市场地位并充当最后贷款人角色,可以经常性通过道义劝告,引导公众形成合理预期(BIS,2012);(3)中央银行独立行使宏观审慎监管政策决策权可以增强政策主动性,且在混业监管环境下可以充分进行政策协调(尹继志,2010)。

反对中央银行充当宏观审慎监管政策决策者的学者则认为:(1)中央银行的独立性有限,往往在一定程度上受到政府偏好影响,难以完全根据宏观经济形势和金融发展特点制定宏观审慎监管政策;(2)世界各国中央银行的主要目标倾向于物价稳定,中央银行完全拥有宏观审慎监管决策权可能导致其滥用监管权力,过度使用宏观审慎监管政策辅助其实现货币政策目标;监管权的高度集中还可能导致中央银行的官僚作风(Masciandaro,2009);(3)一旦宏观审慎监管失败还可能影响中央银行信誉(BIS,2010)。这种模式对于新加坡和爱尔兰等人口和金融资源有限的小国比较合适,对大国并不合适(Wall,2012)。除上述观点之外,本文认为中央银行单独行使宏观审慎监管政策决策权的主要缺点是政策观点单一,难以充分了解和协调各方意见,在政策导向和利益链条没有理顺情况下,政策实施会遇到诸多阻碍。

第二,主导者。主导者是指中央银行在其内部设立委员会或在独立的宏观审慎监管委员会中听取各方意见但主导宏观审慎监管政策的模式。该模式下中央银行一般在宏观审慎监管委员会中充当主席角色。由于大部分国家和地区尚未实行高度集中的金融监管体制,金融监管往往需要多个监管机构之间进行分工,而宏观审慎监管政策需要机构之间有效的相互协调。所以在各国实践中,中央银行充当宏观审慎监管政策主导者的情况比决策者要多。如欧盟和英国,组建了宏观审慎监管委员会或类似机构,委员会成员涵盖了传统的微观审慎监管机构、财政部、中央银行和委员会独立成员,成员各享有一定比

例的宏观审慎监管政策决策权和建议权,各成员根据委员会决议具体负责宏观审慎监管政策的执行。

支持中央银行充当宏观审慎监管政策主导者的学者认为:(1)委员会模式可以避免中央银行充当决策者模式的缺陷,形成更为全面的监管视野,并有助于加强执行机构对政策的认同感和执行力(BIS, 2012)。(2)委员会成员实行民主决策,听取各方意见,可以弥补中央银行充当决策者情况下权利垄断和道德风险缺陷(曹凤岐, 2013)。(2)委员会模式兼顾多重目标,形成兼顾多方的政策安排。鉴于存在这些优点,中央银行主导宏观审慎监管政策的制定和执行受到了大部分学者的赞同。Nier 等(2011)也明确指出中央银行适合主导宏观审慎监管政策。

反对中央银行充当宏观审慎监管政策主导者的学者认为:(1)成员机构的政策独立性可能受到潜在影响(Charles, 1995);(2)中央银行作为委员会主席虽具有较大的决策权,但具体的政策执行却要依靠微观审慎监管部门,若一国央行的行政地位和独立性较低,容易造成政策时滞和执行效果不佳;(3)由财政部主导宏观审慎监管更为合适(Merrouche & Nier, 2010)。这种观点主要基于美国财政部在金融危机后采取了迅速的危机应对措施,有效控制了金融危机蔓延。与之相反,英国在审慎性监管改革过程中忽视了财政部作用,而其央行对危机爆发反应迟钝,导致北岩银行等金融机构相继破产,加剧了危机。但这种观点并不占主流,因为宏观审慎监管更加侧重事前对于系统性风险的监测和控制而非事后补救。

第三,参与者。参与者是指中央银行在其原有监管范围内负责宏观审慎监管或在宏观审慎监管委员会中仅享有政策建议权和对应的执行权模式,即中央银行仅在其原有监管范围内补充宏观审慎监管的内容即可,无须牵头其他监管机构。参与者模式有两种表现形式:

第一种是中央银行在法律授权的宏观审慎监管委员会中仅作为普通参会机构,接受委员会决议,基本上只享受政策建议权。美国目前采用这一模式,其金融稳定监管委员会下的宏观审慎监管委员会由财政部主导(常健, 2011)。赞同者认为,财政部在加速宏观审慎监管立法方面的作用比中央银行显著,且财政部能够更加及时的应对危机爆发,有效发挥危机管理和破产清算职能(G30, 2009)。反对者认为,财政部主导宏观审慎监管政策容易受到政策当局干预,政治风险使得宏观审慎监管政策难以发挥效果(王璟怡, 2012)。在西方政党体制下,财政部长所属政党参与选举时可能不愿意采取严厉的宏观审慎监管措施,导致宏观审慎监管政策的强度较弱甚至难产,因而财政部主导宏观审慎监管政策应制定和规范更强的约束机制。可见,从提高宏观审慎监管政策执行力和政策常态化建设视角来看,财政部并不适合充当宏观审慎监管政策的主导者,但可以在危机处理方面适当提高其在委员会中的职能地位。

第二种是中央银行和其他涉及到宏观审慎监管的部门各自为政,独立制定和执行宏观审慎监管政策。这种模式实际上是将宏观审慎监管权力进行分割,每个机构在自己的职权范围内识别系统性风险,制定和执行相关的宏观审慎监管政策。这种模式虽难以实现权责统一,但每个监管机构监管动力较强,能够集中力量在其政策目标上。然而,这种模式在金融监管逻辑中存在严重问题。宏观审慎监管的目标是控制系统性风险、维护金融稳定,而系统性风险往往在不同种类金融机构间的业务往来中积累和传递,因此需要进行全局性统一监管。

四、中国人民银行主导宏观审慎监管政策的可行性与困难

如前所述,中央银行是否可以参与到宏观审慎监管之中以及扮演怎样的角色都取决于货币政策和宏观审慎监管政策的协调程度,且中央银行在其中扮演的角色并没有绝对优劣之分,需要从金融制度沿革、政治法律环境及经济发展阶段与态势等各个方面加以具体分析。这为确立中国宏观审慎监管主

体提供了相应启示。结合中国国情,本文认为中国人民银行在维护金融稳定职能方面具备诸多的优势和法律依据,适合充当宏观审慎监管政策的主导者。当然,也面临一定的困难和挑战。

(一) 中国人民银行主导宏观审慎监管政策的依据

第一,法律依据。现行的《中国人民银行法》第二条规定:“中国人民银行在国务院领导下,判定和执行货币政策,防范和化解金融风险,维护金融稳定”。虽然并没有详细的相关法律条文说明人民银行具有制定和执行宏观审慎监管政策的权力,但金融危机以来中国实际上形成了在国务院领导下,中国人民银行协调各方制定和实施宏观审慎监管政策的模式。目前,中国人民银行内设金融稳定局,形成了各金融监管机构信息分享与协调、政策建议与讨论、政策执行与反馈,以及流动性救助等多方面的宏观审慎监管制度。另外,《中国人民银行法》赋予中国人民银行的监管权力适用于宏观审慎监管“着眼于金融体系全局、系统风险管理和跨行业监管”等要求。2015年12月中国人民银行决定2016年起成立“宏观审慎评估体系”,具体由货币政策司负责^①。由此可见,中国人民银行在宏观审慎监管实践中已经承担起系统性风险监测和评估的工作,事实上强化了其在宏观审慎监管中的职能和地位,但具体的宏观审慎监管政策决策和执行机制尚处于空白阶段。

第二,流动性管理依据。金融危机爆发往往起因于金融系统内少数重要机构出现的流动性危机,而监管当局流动性救助不及,进而引发一系列连锁反应导致更大范围的危机蔓延。中国虽然在2015年5月1日起正式实施《存款保险条例》,但起步的费率远远低于发达国家,是否能够全面覆盖和抵御潜在的金融系统性风险还有待时间检验。而考虑到中国金融系统性风险主要来自银行体系,系统重要性机构一旦出现流动性风险,可能在很长一段时期内中央银行充当最后贷款人补充金融机构流动性仍然是“后备”手段,金融机构的道德风险远未彻底消除。如果中央银行主导宏观审慎监管政策就可以采用动态拨备等一系列宏观审慎监管手段对金融机构的流动性进行有效监控,既可以有效抑制系统性风险,又可以降低中央银行救助的可能性与成本。中央银行同时使用宏观审慎监管政策和最后贷款人政策具有明显的协同效应。

第三,金融机构统一监管的依据。中国正处于金融分业经营向混业经营的过渡阶段,但金融监管实行较为严格的分业监管,监管真空和多重监管并存。现阶段,完善中国的宏观审慎监管必须协调各分业监管机构政策,无论采取央行内设委员会还是独立委员会的模式,都需要一个牵头和负责的委员会主席。考虑到财政部的政治风险问题,中国人民银行是在中国金融分业监管环境下主导宏观审慎监管政策的不二人选。但需注意的是,强化中国人民银行的宏观审慎监管职能需要进一步提升其独立性。

第四,金融监管实践依据。中央银行主导宏观审慎监管已成为世界范围的主流趋势。例如英国政府授权英格兰银行主导宏观审慎监管,将原金融服务局的监管权限授予英格兰银行,并成立了涵盖各金融监管部门的金融稳定理事会协调各方意见。金融稳定理事会吸取了北岩银行破产教训,在较短时间内提升了英国金融业稳定程度。这一经验为中国加强中央银行在宏观审慎监管中的地位提供了有益借鉴。而且已有研究表明,日本央行主导宏观审慎监管后日本金融体系的抗风险能力和国际竞争力显著增强(于震和张超磊,2015)。

(二) 中国人民银行主导宏观审慎监管政策的优势

中国人民银行主导宏观审慎监管政策有着先天优势。第一,宏观经济调控方面。中国人民银

^①“宏观审慎评估体系”是在差别准备金动态调整和合意贷款管理机制基础上建立的系统性风险监测和评估体系。该体系将资本充足率作为核心,同时全面关注资本和杠杆、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险和信贷政策执行等内容,被视为中国金融混业监管改革的前期准备和有益尝试。

行经历了中国金融体制改革和宏观调控演进的各个阶段,在此过程中积累了大量宏观经济和金融风险的调控经验。在信息收集、分类处理和金融基础设施方面相对于其他金融监管部门有着压倒性优势。而宏观审慎监管恰恰需要获取充分、有效的信息以跟踪和监测系统性风险,若由其他机构主导宏观审慎监管,则难以满足数据获取在数量、质量以及时效性上的要求;第二,流动性管理方面。中国人民银行通过公开市场业务操作、再贴现和存款准备金率等传统政策工具,配合近期提出的常备借贷便利(SLF)、公开市场短期流动性调节工具(SLO)和抵押补充贷款(PSL)等创新性政策工具对金融系统流动性进行全面调控,在工具集和实践经验上满足宏观审慎监管的需要;第三,支付和清算方面。制定有效的宏观审慎监管政策需要对系统性风险的积累和传递进行全面实时监控。中国人民银行拥有全国统一的支付清算系统,能够通过该系统监管金融机构的资金存量和流量情况,并可以适时加以引导和调节,从而利于提高宏观审慎监管政策的执行效率;第四,中央银行的相对独立性。宏观审慎监管政策框架涉及多个金融监管机构和利益主体,宏观审慎监管政策主导部门虽需要听取各方意见,但必须有能力进行独立决策。相对美国等国家的中央银行来说,中国人民银行虽独立性有限,但仍比国内其他监管机构独立性强。《中国人民银行法》中明确指出中央银行制定和执行货币政策以及履行其他相关职能时不受国家机关和或个人的干预。此外,中国人民银行在人才、团队、市场信誉等方面相对于其他监管机构有着较大优势。综上所述,中国人民银行适合充当中国宏观审慎监管政策的主导者。

(三) 中国人民银行主导宏观审慎监管政策的困难和挑战

如上所述,宏观审慎监管政策与货币政策的潜在冲突客观存在,加之不同国家经济金融发展水平、制度环境和监管理念不同,面临的宏观审慎监管政策问题也不尽相同。因此,即便中央银行主导宏观审慎监管政策已经成为国际趋势,其面临的困难和挑战仍不可回避。结合中国国情,中国人民银行如果作为宏观审慎监管政策的主导者,同时担负起维护价格稳定和金融稳定的职责,在具体实施过程中可能会面临以下问题:

第一,金融稳定目标和经济周期的界定存在困难。对于实现物价稳定目标,目前已有明确的定性和定量度量指标,如各类物价指数。而对于金融稳定,甚至都不存在一个普遍认可且清晰的测度。同时,宏观审慎监管政策和货币政策的配合很大程度上基于政策当局对于经济周期运行阶段的判断。遗憾的是,对于经济周期的识别在理论上同样存在较大分歧。针对经济周期研判不明的情况,可以通过使用公开市场操作等货币政策工具进行试探性调整,但以动态拨备为代表的宏观审慎监管工具则无法经常进行此类操作,这无疑增加了央行在实际操作中实施两种政策搭配与协同,以及对政策施行者进行问责和考核的难度。

第二,与其他监管部门的沟通协调困难。中国人民银行独立行使货币政策维护价格稳定,但制定和执行宏观审慎监管政策却需要协调各方建议,更需要各方配合执行。结合中国注重行政级别的国情,无论中国人民银行内部的委员会还是其牵头的独立委员会,中央银行有效组织其他部门开展宏观审慎监管政策都必须拥有较高的行政级别和独立性。虽然中国人民银行建立历史较长,但同银监会和财政部等部门均为国务院直接领导和管理的正部级行政单位。从这个角度看,中国人民银行如何建立宏观监管机构之间顺畅有效的沟通交流机制,实现在金融稳定目标上的多方政策合力,是需要解决的一个重要问题。

第三,特定环境下的政策背离难以协调。虽然在大多数情况下货币政策和宏观审慎监管政策能够协调,但在特定环境下两政策之间的矛盾难以避免(陈雨露和马勇,2012)。例如为了维护金融稳定而进行的危机救助,使得央行释放了大量流动性,一旦经济复苏,过量的流动性无法及时收回,加之市场

利率较低,很可能催生新一轮通货膨胀,这有悖于央行价格稳定的管理目标。在政策目标冲突的情况下,进行有目标取舍的政策安排还是坚持政策搭配方案仍需进一步考量。

第四,中国人民银行的独立性面临双重困境。有效的宏观审慎监管政策要求金融监管当局具有较高的独立性。但中国人民银行隶属国务院,独立性较低,重要的金融政策仍需国务院批准才可以执行,这是第一重困境。若由中国人民银行主导宏观审慎监管政策势必在政策的制定和执行过程中顾及及其他监管部分的相关意见,甚至受到某些强势部门的压力左右。例如,央行的宽松政策不仅显著增加了自身资产未来出现损失的风险,而且使其对财政部门的依赖性大大增强,这是第二重困境。在双重困境的制约下,中国人民银行的独立性难以保证。

基于以上分析可知,中国人民银行在主导宏观审慎监管政策制定和执行上具有一定比较优势,但同时受到独立性等各方面问题影响。鉴于构建和完善中国宏观审慎监管政策框架迫在眉睫,未来这一议题仍需理论和实务界进一步深入探讨。

(责任编辑:杨嵘均)

参考文献:

- 曹凤岐:《“一行三会”应变为“一会一行”》,《经济参考报》2013第8期。
- 常健:《美国金融监管的法律变革与特点评析》,《中国矿业大学学报》(社会科学版)2011年第4期。
- 陈雨露、马勇:《宏观审慎监管:目标、工具与相关政策安排》,《经济理论与经济管理》2012第9期。
- 刘志洋:《宏观审慎监管机构安排的国际实践》,《银行业研究》2012第8期。
- 刘晓星等:《主权债务管理:模式选择、宏观协调与金融稳定》,《东南大学学报》(哲学社会科学版)2014年第1期。
- 马勇:《植入金融因素的DSGE模型与宏观审慎货币政策规则》,《世界经济》2013第7期。
- 史兹国、李雪琴:《金融支持经济解析——基于省域1998—2013年面板数据的检验》,《东南大学学报》(哲学社会科学版)2015年第5期。
- 王璟怡:《宏观审慎与货币政策协调研究动态综述》,《上海金融》2012第11期。
- 王伟、李海平:《中央银行在我国银行业宏观审慎监管体系中的角色研究》,《上海金融》2012第3期。
- 叶文庆:《宏观审慎监管机构的监管权力探讨》,《金融监管》2013第3期。
- 尹继志:《宏观审慎监管的内容与框架》,《南方金融》2010第12期。
- 于震、张超磊:《日本宏观审慎监管的政策效果与启示:基于信贷周期调控视角》,《国际金融研究》2015第4期。
- 周小川:《(专访周小川之四)探索宏观审慎政策框架》,《财新周刊》,2016年2月13日。
- Aglietta, M. & L. Sialom, 2010, “A Systemic Approach to Financial Regulation: A European Perspective”, *International Economics*, vol. 123, no. 13, pp. 70—82.
- Bank for International Settlements, 2010, “Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision Reinforces Basel Committee Reform Package”, *BIS Press Release*.
- Bank for International Settlements, 2012, “Central Bank Governance and Financial Stability”, *BIS Paper*, no. 56.
- Beau, D., L. Clerc & B. Mojon, 2012, “Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy”, *Bank of France Working Paper*, no. 390.
- Blanchard, O. J., G. Dell'Ariccia & P. Mauro, 2010, “Rethinking Macro-Prudential Policy”, *IMF Staff Position Note*, February 12, 2010.
- Borio, C. & W. White, 2009, “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes”, *BIS Paper*, no. 147.

- Catte, P., 2011, “The Role of Macroeconomic Policies in the Global Crisis”, *Bank of Italy Occasional Papers*, no. 69.
- Charles, D., 1995, “Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?”, *Oxford Economic Papers, New Series*, vol. 47, no. 4, pp. 539—560.
- Committee on the Global Financial System, 2010, “Macro-Prudential Instruments and Frameworks: A Stock Taking of Issues and Experiences”, *CGFS Papers*, no. 38.
- Masciandaro, D., 2009, “Politicians and Financial Supervision Unification outside the Central Bank: Why Do They Do It”, *Journal of Financial Stability*, vol. 5, no. 2, pp. 14—17.
- Merrouche, O. & E. W. Nier, 2010, “What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Build-up of Financial Imbalances 1999–2007”, *IMF Working Paper*, vol. 10. no. 26.
- Group of 30, 2009, “Financial Reform: A Framework for Financial Stability”, *Group of Thirty Report*.
- Nier, E., L. Jacome, J. Osinski & P. Madrid, 2011, “Institutional Models for Macro-Prudential Policy”, *IMF Staff Discussion Note*, vol. 11, no. 18.
- Sibert, A., 2010, “A Systemic Risk Warning System”, *Voxeu Org.*
- Trichet, J., 2005, “Asset Price Bubbles and Monetary Policy”, *Speech at the Mas Lecture, Monetary Authority of Singapore, Singapore*, June 8, 2005.
- Wall, L. D., 2012, “Central Banking for Financial Stability: Some Lessons from the Recent Instability in the United States and Euro Area”, *DBI Working Paper*, no. 379.
- White, W., 2009, “Modern Macroeconomics is on the Wrong Track”, *Finance and Development*, vol. 46, no. 4, pp. 15—19.
- Yellen, J. L., 2009, “Linkages between Monetary and Regulatory Policy: Lessons from the Crisis”, *Presentation to the Institute of Regulation and Risk, North Asia, Hong Kong*, November 17, 2009.

The Role of Central Banks in Macro-prudential Supervision

YU Zhen, ZHANG Xin

Abstract: Since the 1980s, especially after Asian financial crisis in 1997, traditional finance supervision theory and practice have been seriously discredited. Scholars and policy-makers around the world have recognized that macro-prudential supervision is a more effective tool to prevent and defuse financial risks compared to the traditional micro-prudential supervision. The key to successful macro-prudential supervision in practice is to decide who should play the leading role in making the supervision. Currently the roles played by the central banks vary from country to country, but they are all very important. Though each has its own strength and weakness, the central banks usually serve as the policy makers, leaders or key participants in macro-prudential supervision. Proceeding from the perspectives of macro-prudential supervision policy and coordinated monetary policy, this paper, based on an analysis of the dialectical relationship between these two kinds of policies and the lessons drawn from the practices of other countries, is intended to examine the feasibility of and possible difficulties in macro-prudential supervision faced by People’s Bank of China which is expected to play a leading role in making and implementing the macro-prudential supervision policy.

Key words: central banks; monetary policy; macro-prudential supervision; policy coordination; leading participant