

我国宏观审慎监管框架下的货币政策调控机制分析

茆训诚, 姚亚伟

(上海师范大学 商学院, 上海 200234)

摘要: 在对宏观审慎监管作用机理分析及其工具认识的基础上,探讨了宏观审慎监管对货币政策调控的影响冲击及两者在双支柱模式下目标的内在一致性,剖析了我国引入宏观审慎监管的必要性。研究认为我国宏观审慎监管的核心应基于宏观审慎货币政策,并提出在宏观审慎监管的框架下,将金融稳定作为货币政策的多目标之一,并从构建经济金融运行的早期预警机制和逆周期的货币信贷动态调控两个层面健全我国宏观审慎监管的货币调控机制。

关键词: 宏观审慎监管; 货币政策; 金融稳定; 政策目标; 监管机制; 政策协同

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-579(2019)02-0105-09

Analysis on Regulatory Mechanism of Monetary Policy Under the Marco – prudential Policy Framework of China

MAO Xuncheng, YAO Yawei

(School of Finance and Business, Shanghai Normal University, Shanghai 200234, China)

Abstract: Based on the analysis of the mechanism of macro – prudential regulation and its tools, this paper discusses the impact of macro – prudential regulation on monetary policy regulation and the internal consistency of the two objectives under the dual – pillar model, and analyses the necessity of introducing macro – prudential regulation in China. The research shows that the core of China’s macro – prudential supervision should be based on macro – prudential monetary policy, under the framework of macro – prudential supervision, we suggested that the regulators should take the financial stability as one of the objectives of monetary policy, and construct the early prewarning mechanism of economy and conversion period dynamic control money credit system to optimize the mechanism of monetary policy under the macro – prudential policy framework.

Key words: macro – prudential policy; monetary policy; financial stability; policy objectives; regulatory mechanism; policy coordination

党的十九大报告明确要求,健全货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控框架。这是在反思全球金融危机教训并结合我国金融体系发展现状及我国国情的基础上做出的重大战略部署,有助于在保持对内对外币值稳定的同时促进金融稳定,提高金融调控和金融监管的有效性,防范系统性风险,切实维护宏观经济稳定和国家金融安全。现行“一行两会”的多头金融监管体制在金融创新、互联网金融、金融机构跨界跨业经营等新金融形态的冲击下存在着严重的监管真空、监管重复等可能引致系统性风险的

收稿日期: 2018-12-20

基金项目: 国家自然科学基金项目“基于流动性视角的资本定价模型重构研究”(编号: 71471117)

作者简介: 茆训诚(1958-),男,上海人,经济学博士,上海师范大学教授。研究方向为宏观金融、货币政策。

姚亚伟(1981-),男,河南漯河人,经济学博士,上海师范大学副教授。研究方向为风险管理、资产定价。

问题,新成立的国务院金融稳定发展委员会作为国务院统筹协调金融稳定和改革发展重大问题的议事协调机构,明确其“协调货币政策与金融监管相关事项,统筹协调金融监管重大事项,分析研判国际国内金融形势,做好国际金融风险应对,研究系统性风险防范处置和维护金融稳定重大政策”等的重要职责,有助于强化央行在宏观审慎管理和系统性风险防范的职责。

一、文献评述

2008年次贷危机是在美国经济增长和物价稳定的背景下爆发的,且呈现出金融体系内生性风险和外来性风险“共振”,宏观、市场和微观三个层面流动性风险之间交互传染及螺旋式增强等新特征,让理论界和业界开始质疑危机前普遍认为的合理的货币政策、综合运用微观审慎监管、实施金融行为监管和政策约束、引入存款保险制度等安全措施所形成的金融稳定机制的有效性。已有研究成果形成的普遍观点经梳理后可概括为:微观审慎监管尽管能够相对有效地监测单个金融机构运营的稳健性,但忽略了金融机构自身对整个金融体系的负外部性和风险溢出效应,同时也无法有效监测和防范金融机构之间、跨市场传染及混业经营等所产生的系统性风险,且随着互联网和信息技术的发展,金融机构通过不断的金融创新将表内资产表外化来隐藏风险,影子银行体系规模的庞大及互联网投融资平台新模式的崛起,导致央行的货币政策调控对终端金融机构影响的可控性及产生作用的有效性下降,同时因信息传导受阻和信息不完全,监管部门的监管效率也相对较低。^{[1][2][3][4]}金融稳定是经济稳定的基础,要维护金融体系的稳定,离不开货币政策和宏观审慎监管的配合和协调。^[5]

在“互联网+”的新经济形态下,由于支付、清算、结算等金融基础设施的统一性和金融统计综合性尚存在一定的缺陷,不仅分业监管部门对不同金融子市场的有效监管难度增加,央行也无法及时、准确、有效地对金融体系的系统性风险状况进行监测,但一旦出现危机,央行又需要扮演最后贷款人的角色,这形成的是权责不对称的危机救助机制,因此央行的货币政策调控目标和调控思路需要调整。以次贷危机后各国竞相实施量化宽松货币政策为例,为维护金融体系稳定和防守系统性风险底线,各国持续维持低利率甚至负利率,央行实施的货币政策缺乏明确的测算依据,而货币政策的溢出效应和传染效应所产生的全球系统性风险尚无法进行客观评估。“量化宽松”掩盖了货币政策在调控经济体系流动性方面的低效率,央行购买国债乃至企业债的行为,是将流动性风险从各市场参与主体转移至商业银行并最终传导至央行的过程;同时货币政策越宽松,商业银行的风险厌恶程度就越低,导致其实际风险承担越大,更易于加速整个金融体系内系统性风险的非线性积累。^[6]在这个过程中,作为市场资金配置核心的商业银行,道德风险和信用风险不断推升,金融机构之间的风险关联性因业务同质化、持有相似的金融产品和面临相对统一的监管标准而联动效应大增,微观审慎框架内的单一金融机构的风险极易通过金融产品价格和金融市场渠道传导溢出至同业乃至整个宏观经济层面。然而,无论是货币政策还是宏观审慎监管政策,政策执行的效果都需要依托金融机构来实现,如何在宏观审慎监管的框架下制定合理的货币政策是各国监管部门和央行需要统筹考虑的关键。

本文将在对目前国际上宏观审慎监管框架下的政策工具认识和应用的基础上,基于宏观审慎监管的框架下剖析监管目标和货币政策调控目标的内在统一性,从理论上论证宏观审慎货币政策在宏观审慎监管中的核心作用,进一步对宏观审慎监管传导的路径及存在问题进行梳理,从而为我国宏观审慎监管框架下的货币调控机制设计提供一定的决策依据。

二、宏观审慎监管框架下的货币政策调控的认识

次贷危机后,以逆周期调节和防范系统性风险为主要目标的宏观审慎监管,成为后危机时代金融监管改革的核心。从作用机理分析,宏观审慎监管主要从三个维度展开:①时间维度,主要关注金融部门和实体经济随时间推移在正反馈作用机制下的顺周期效应,采取适当的逆周期政策来进行防范;②空间维度,主要识别系统重要性金融机构,通过在微观审慎监管框架内对系统重要性金融机构采取附加监管措施来防范系统性风险;③结构维度,主要依据金融系统的结构特征,制定限制金融体系风险承担和抗风险能力的措施,以保持金融体系的健康运营,具体表现在实践中需重点监测特定行业和某些经济子领域可能存在的潜在系统性风险、一些新兴国家市场非正常的跨境资本流动对金融稳定的冲击、经济转轨

和结构调整的国家可能因去产能而导致部分行业的系统性风险集中爆发等问题。但不同国家进行宏观审慎监管时,需结合自身的金融市场发展现状、风险来源、金融机构运营等合理采用政策工具。由于宏观审慎监管的作用主体主要是金融机构,而货币政策的实施传导主体也主要是金融机构,这也意味着宏观审慎政策与货币政策之间具有内在的关联性。

(一) 宏观审慎监管与货币政策之间的关联

1. 我国现行金融监管对货币政策调控的冲击影响

金融体系的监管与央行的货币政策调控之间不可分割,两者协调不充分或分开设置都不利于金融体系的稳定。现行金融监管主要从三个方面影响着货币政策的调控:

一是微观审慎监管下的分业监管降低了央行货币政策调控和宏观审慎监管的有效性。现行框架下央行负责宏观调控、金融改革、金融市场发展与金融稳定,“两会”负责微观审慎监管,但在金融创新和信息技术的冲击下面临着协调不充分的问题,表现在:(1)分业监管和新金融形态影响货币政策的传导效率。分业监管存在监管边界和监管盲区,而数据共享性较差导致央行难以对市场整体风险进行判断和识别,增加了央行化解风险的决策链条和协调难度,放大了央行处置风险的成本(如2015年股灾救市);(2)分业监管导致的市场分割不利于金融有效配置经济资源。监管部门对行业往往倾向于重发展轻监管,行业保护和刚性兑付等掩盖了真实风险,商业银行通过将表内资产表外化、同业代持、同业存单等金融创新主动对冲央行货币政策调控的冲击,这不利于整个金融体系的稳定;(3)金融监管缺乏有效协调机制,干扰和削弱了货币政策的有效性。行业监管政策出台前缺乏与央行沟通和协调,导致监管措施与货币政策很容易形成极端的政策叠加或政策背离,从而严重影响宏观调控效果。(4)权责不对称降低了央行对调控风险的干预效果。宏观调控的有效性依赖于微观审慎工具的配合,在利率、汇率市场化及资本项目可自由兑换的进程中,缺乏微观审慎监管工具的央行无法保障逆周期宏观审慎管理的有效性,无法有效监管金融机构的非理性定价行为。同时金融基础设施监管和金融信息统计的分割格局,也使得央行很难早期识别并介入干预系统性重要金融机构风险,同时也削弱了央行通过货币政策来调节流动性管理以避免金融市场发生过度波动可控力。事实也表明,金融监管与金融救助分离被实践证明是失灵的逻辑,金融监管体制改革的核心依据是事前事中监管与事后危机救助不可分割。

二是宏观审慎监管与货币政策目标需要协调。微观审慎监管能够对货币政策和宏观审慎政策的实施效果产生显著影响,金融监管与央行分离不利于审慎监管与货币政策关系的统一协调,将无法建立高效安全的金融基础设施及其监管体系和宏观审慎政策制度。宏观审慎政策基于宏观的、逆周期和跨部门的视角,本质上属于宏观经济管理和维护金融稳定的范围,其制定和执行应集中在宏观部门即央行,并在此基础上重构金融监管体制。实践中,我国较早就尝试货币政策与宏观审慎政策相结合的探索,一方面积极推动货币政策框架从数量型调控为主向价格型调控为主转型,并创设多种新型货币政策工具,保持金融体系内流动性基本稳定,增强了利率调控和传导能力;另一方面,2011年正式引入差别准备金动态调整机制,并在2016年升级为宏观审慎评估体系(MPA),在宏观审慎管理框架下纳入更多金融活动和资产扩张行为,引导金融机构行为,实施逆周期调节,如将表外理财(2017年)、同业存单(2018年)分别纳入MPA广义信贷指标范围和MPA同业负债占比指标考核。进一步的,央行还从外汇市场和跨境融资两个维度、市场加杠杆融资和以自有资金短期炒作两种行为模式入手,将跨境资本流动纳入宏观审慎管理范畴,以维护金融体系的稳定。

三是央行调控缺乏有效的调控工具。央行作为货币供求调节的“总阀门”,其职责已经从维护币值稳定向金融稳定拓展,无论是银行间市场“钱荒”还是金融子市场的流动性危机,央行为缓解危机对经济或市场的冲击,往往不能再局限于仅利用传统的货币政策工具,还需要综合考虑宏观经济周期和金融周期的阶段,采用多样化的货币政策工具来稳定金融体系。但目前宏观审慎框架尚未覆盖资本市场,且对资本市场整体杠杆率的监测和逆周期调节尚未建立,央行也因缺乏必要的监管信息和监管手段及政策工具,无法依据资本市场的杠杆水平进行有效的逆周期调节来维护金融稳定。而且危机时央行扮演最后贷款人的角色,容易破坏央行通过调控短期利率作用长期利率的机制,且长期的救助预期带来的低利率环境易助涨金融机构的风险偏好、产品的价格泡沫及金融机构的逆向选择和道德风险,增加金融体系的系统性风险累积,甚至可能面临明斯基时刻,结果是央行货币政策调控边际效果下降。

2. 双支柱模式下货币政策与审慎监管目标的内在一致性

在现代金融体制中,货币政策能否有效实施日益依赖于金融监管,而金融监管的有效性日益依赖管理者之间的信息沟通,因此金融系统能否稳定运营日益依赖于货币政策、宏观审慎管理与微观审慎监管的统筹协调。

在技术操作层面,尽管宏观审慎监管政策与货币政策均具有宏观管理的属性,都可以进行逆周期调节,但两者的着力点和侧重点不同:(1)政策目标定位异中存同。宏观审慎监管的目标在于防范系统性风险和维护金融稳定,在这个过程中可能涉及宏观层面的财政政策和产业政策调控及货币政策的配合;货币政策的目标往往伴随着金融周期的波动而表现出单目标(价格稳定)和多目标(价格稳定、充分就业、经济增长、金融稳定等)的切换,同时肩负宏观经济调控的职能。因此,宏观审慎监管与货币政策表面上目标存在差异,但实质上相通,由于货币政策在经济周期的某些情况下会失效,因此从宏观的视角来协调政策工具的组合运用可能会更加有效;(2)政策作用的重心在于金融体系的“表”和“里”。宏观审慎政策直接作用于金融体系本身,注重维护金融稳定;而货币政策主要针对整体经济和总量问题,注重经济增长和物价水平的稳定,两者可以相互补充和强化。不过次贷危机表明,货币政策主导下的价格稳定并不等于金融稳定,央行采取货币政策来维护价格稳定的预期有可能加速金融机构的逆向选择行为和道德风险,这意味着构建货币政策与微观审慎监管的协调机制非常必要,但如果缺乏宏观审慎监管机制,微观审慎监管虽然能够相对保持单个金融机构的稳健,却忽略了金融体系的内在顺周期性及金融机构之间因金融产品、流动性传染而导致的系统性风险。

客观上讲,货币政策负责“流动性的供给”,是金融体系危机爆发调控的最后一道防线,央行可以调整货币政策来影响公众的预期和信心以平衡总供给和总需求。宏观审慎监管政策工具在防范和化解系统性风险的同时,会对价格稳定产生影响;而货币政策在影响价格预期的同时,也会对金融体系带来冲击。因此,宏观审慎监管政策与货币政策之间需要建立有效的沟通协调机制,在充分评估政策之间相互影响的基础上,平衡好金融稳定和价格稳定的关系。

(二) 宏观审慎监管框架体系下进行货币政策调控的必要性分析

金融体系的良性运行依赖于金融市场子系统、银行子系统、金融监控子系统以及宏观经济子系统的平衡协同发展,而金融机构作为金融体系中资源配置的“核心主体”,直接影响着宏观审慎监管目标和货币政策调整目标的实现。但随着互联网金融的兴起、影子银行向金融体系的纵向渗透及商业银行风险承担行为下的逆向选择行为和道德风险等因素,使得作为信用中介和信息中介的商业银行扭曲金融资源的配置,导致货币供给和信贷政策的失衡,造成流动性游离于实体经济的虚拟运转,不仅推高了金融资产价格泡沫,而且极易将宏观经济推向“滞胀”的境地,放大了金融体系的系统性风险。现有针对系统重要性银行、逆周期资本和微观审慎监管的相关规定,在维护金融稳定来化解系统性风险的目标取向中,由于金融机构创新式的逃避监管,使得商业银行累积的潜在风险不断增加,倒逼监管层进一步采取稳定政策,致使调控目标难以实现。在我国目前以银行为主体的金融体系下,要实现宏观审慎监管的目标,核心载体仍然是货币政策的调控机制,通过对宏观、金融市场和微观三个层面流动性的总量及分布进行监测和监管,有助于宏观审慎监管目标的实现。然而考虑到不同国家金融体制和金融结构的差异,宏观审慎监管的框架体系并没有统一的标准。

我国自2009年由央行提出宏观审慎监管的概念后,一直在进行积极的探索,但由于缺乏有效的市场监管机制,我国经济近年隐现“去库存与保增长、宽货币与稳汇率”等发展悖论,传统的信贷传导机制已难以解释和指导当前的货币运行,货币的内生性正在加强,因此有必要将货币政策的决策与执行严格纳入宏观审慎监管的框架。^[7]尽管实施宏观审慎管理有利于缓解我国金融体系现有的系统性风险,但将货币政策纳入宏观审慎框架下,仍面临一定的瓶颈,具体而言:

一是金融创新带来货币政策传导效率的下降。传统的货币乘数论认为法定存款准备金形成了商业银行信用创造的基础条件,央行可以通过调节法定存款准备金率,成倍地扩张或收缩货币供给量和商业银行的可贷资金数量,实现对经济变量的调节。^[8]但是,随着现代金融体系的深化,货币政策的信贷传导渠道发生了很大变化:首先,商业银行的非存款融资渠道使其能动态地保持充裕的流动性,而不用静态地受制于央行。当央行提高存款准备金率,商业银行可以通过诸如同业借款、发行债券或在离岸市场

进行外部融资等主动负债方式获得被动存款之外的可贷资金。其次,影子银行体系对货币乘数效应形成干扰。影子银行体系通过出售各类金融理财产品获取同商业银行存款一样的可贷资金,这部分非存款外部融资并没有纳入准备金政策的监管范围,成为货币乘数漏掉的一个重要市场因素,央行很难准确估算已经扩大化的货币乘数。尽管影子银行是对我国目前信贷供给紧张、融资体系不完善的有益补充,但由于影子银行投融资过程信息缺乏透明度,游离于监管之外,其投资标的往往是高风险项目,杠杆率水平和流动风险很高,且我国的影子银行体系内生于传统商业银行体系,与银行有着密切联系。一旦影子银行风险爆发,将蔓延至银行系统,最终导致整个金融体系的不稳定。

二是货币创造机制面临着挑战。2010年以来货币创造机制发生了系统性的变化,M2月度增量的波动明显加剧,传统的信贷投放对M2解释力大幅下降,商业银行资产负债表的调整对同业业务的依赖性增强,数量型的货币政策调控已经很难通过银行体系进行有效传导,导致货币政策在某种程度上失灵。同时,金融创新的不断发展和商业银行融资渠道的多样化,也使得商业银行的贷款供给受制存款约束的影响下降。^[9]流动性是金融体系运营的血液,现代货币创造机制已经逐步演变为复杂的流动性创造机制,商业银行作为货币传导主体,其行为并非中央银行可以及时把握和完全掌控,在不同的货币环境中,商业银行会选择不同的风险偏好,在信贷投放方面呈现“主动”与“被动”的行为,这使得商业银行的累积风险随货币环境呈“隐性”和“显性”的表象。但一旦风险显化,金融体系可能因商业银行的流动性的不足而爆发系统性风险。因此对商业银行主体“主动”贷出行为的监控和监测,实施动态的数量型调控工具和价格型调控工具并行,有助于维护金融体系的稳定。

三是引入宏观审慎监管是新常态下经济稳定和货币政策有效实施的内在需求。随着金融混业经营的渗透,分业监管体制在系统性风险的整体评估、协调及应对方面存在着缺陷。随着金融稳定发展委员会的成立,强化了人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范的职责。这将切实推动解决当前一行两会之间金融规则打架、对金融机构和产品监管标准不统一、金融监管存在真空等问题,提升金融监管的权威性和有效性,有助于我国宏观审慎监管体系框架的完善。

货币政策与宏观审慎政策存在紧密的、有机的联系,没有货币政策的支持,单靠宏观审慎政策无法实现金融稳定,没有宏观审慎的政策框架,单靠货币政策也无法在长期内维持币值稳定,两者相辅相成。因此,货币政策目标是宏观审慎政策目标的基础,货币政策目标的实现有助于提供良好的经济金融环境,促进宏观审慎政策目标的实现;宏观审慎政策目标是货币政策目标的保障,金融系统的稳定是提高货币政策传导效率、实现货币政策目标的前提。

三、我国宏观审慎监管框架中的货币调控机制设计

基于银行的风险承担渠道,传统的货币政策怎样影响金融系统的稳定?宏观审慎政策应当如何与货币政策相互协调?对这些问题的研究具有一定的现实意义。

(一) 宏观审慎监管框架中货币政策的多重目标

考虑到商业银行在我国经济体系中的核心作用,可以从商业银行风险承担的视角来对货币政策审慎调控框架进行分析。商业银行的风险承担与货币政策预期之间存在着较强的负相关性,即货币政策越宽松,银行的风险厌恶程度越低,实际风险承担越大,加快系统性风险积累,可能造成金融不稳定,最终影响实体经济。^{[10][11]}目前央行已基本具备宏观审慎监管的职能,且金融稳定发展委员会办公室设在央行,也有助于央行在货币政策与金融监管的统一协调,央行充当货币政策与金融监管的协调执行人具有一定的可行性。从本质上讲,防通胀、促增长的货币政策与维持金融稳定的宏观审慎监管应当相互结合和协调,以避免为促进经济增长实行宽松的货币政策对系统性风险加快累积造成的不良影响。具体而言,央行的货币政策应围绕防通胀、促增长和保稳定三个目标展开,对防通胀和促增长的目标,央行可通过利用数量型工具来调节基础货币,利用价格型工具来作用银行同业拆借利率。在保持金融稳定的目标下,宏观审慎监管通过调节资本充足率来防止系统性风险,中央银行则可以根据对金融状况指数进行调控以减少系统性风险对宏观经济的冲击。因此,为减少执行货币政策可能带来金融不稳定的后果,在制定和执行货币政策时,除了盯住通胀率和经济增长率,也要盯住金融状况指数对货币政策进行审慎调控,以达到防通胀、促增长和维护金融稳定的目标。

(二) 基于宏观审慎监管的货币调控机制设计

1. 在宏观审慎监管框架中完善货币政策目标

从次贷危机的经验看,传统货币政策及其与微观审慎管理的结合,并不能有效保证宏观经济金融体系的稳定。在应对金融失衡方面,货币政策和宏观审慎政策之间相互影响:若政策利率发生变化,将引起市场利率及金融机构的资产负债表发生变化,从而影响商业银行的资本充足率,而审慎监管下的资本金要求变动又会反过来影响市场利率。通常,审慎工具的调整频率较低,而货币政策工具的使用相对频繁。尽管宏观审慎监管框架已逐步形成一套自成体系的工具,但通常央行在利用宏观审慎政策调控经济中具有信息和行动上的优势,因此,基于宏观审慎管理要求,央行必须在货币稳定和金融稳定之间进行权衡,并在宏观审慎管理原则下完善货币政策框架,通过有效的政策工具在两者之间寻找均衡点,才能兼顾金融稳定和货币稳定的双重目标。Barnea et al.的研究也表明,货币政策与金融稳定目标是可以实现政策均衡的,且价格稳定和金融稳定政策工具之间具有可互换性。^[12]因此,考虑到目前金融市场和金融体系的网络特征、联动效应及分业监管格局下的信息不对称对央行承担金融稳定与货币政策制定双重职责的挑战,在我国目前针对顺周期和跨市场风险的宏观审慎框架不明确的背景下,如何构建目标兼容的货币政策是有效宏观审慎管理的关键所在。我们认为,宏观审慎监管框架下的货币政策目标应当包括最终目标和中介目标两个层面。

(1) 最终目标

由于货币政策的执行不总是与利率水平或者系统中的流动性水平相关,单独执行货币政策并不能有效实现金融稳定的目标。在消除金融市场上的扭曲效应或金融扭曲在经济某些部门中更加明显时,货币政策并不是一种有效的工具,例如刺破资产价格泡沫需要政策利率较大的变化。^[13]同样,为维护金融稳定,宏观审慎政策对金融不稳定的源头实施约束也易对金融资源配置造成扭曲,例如从金融稳定的视角限制一般的信贷增长可能会对经济总体产生负面影响。由于货币政策通常从两个方面影响金融稳定:一是通过影响单个机构事前风险承担动机,从而影响杠杆和短期或资金的借入;二是通过影响借贷约束的松紧程度,从而使资产价格和相关的外部性以及杠杆周期恶化。^[14]因此,我们可以将金融稳定目标作为货币政策最终目标之一,使其与促进经济增长、稳定物价、促进充分就业、国际收支平衡构成货币政策目标体系。尽管目前如何实现货币政策的多目标均衡方面并未有全面的方案,但将金融稳定纳入货币政策调控决策的范畴,这有助于降低货币政策与宏观审慎政策的潜在冲突,维护经济金融体系的稳定。而且相对稳定的物价水平能使市场主体(企业和个人)对未来经济的走向产生相对稳定的预期,为经济正常运行创造稳定的宏观环境,从而有利于维护金融稳定。

(2) 中介目标

马理等在常规使用的货币供应量与利率等货币政策中介目标的基础上,将社会融资规模纳入货币政策的中介目标变量体系,并运用结构向量自回归的方法评估比较了三者作为中介目标对货币政策操作工具的脉冲响应,结果表明社会融资规模对操作工具的脉冲响应更加稳定且冲击效果更大,而市场利率对最终目标的影响更加显著。^[15]他们认为货币政策中介目标变量应相互协调并与其他宏观政策配合使用才能达到精确调控的目标。但根据熊启跃和黄宪针对银行资本监管对货币政策传导效果的实证分析,中央银行的货币政策能够显著影响商业银行的信贷行为,但资本监管的实施弱化了货币政策信贷渠道的传导效果,且信贷渠道的传导效果存在非对称效应,资本监管的实施增强了紧缩性政策的效果,减弱了扩张性货币政策的效果。^[16]进一步的,黄宪和夏仕龙提出应用现金等价法来修正M2作为货币政策的中介目标,能够准确反映流动性总量的变化,提升其作为货币政策中介目标的效力。^[17]然而,结合到宏观审慎政策关注的顺周期性和系统性风险的防范等问题,在货币政策中介目标的选择方面,我们认为加拿大中央银行提出的金融状况指数能够更好地从时间维度上校正通胀率与目标通胀率、经济增长率与潜在经济增长率之间的偏差,不仅能反映资产价格的变动,更是金融危机的良好指示器。因此在宏观审慎政策框架的货币政策目标中,中国人民银行可依据我国金融体系的特色,依据宏观审慎政策的要求,修正FCI指数,作为我国货币政策的中介目标。

2. 构建适合宏观审慎监管要求的货币政策调控机制

如前所述,传统的货币政策框架在调控经济运行的整体状况方面存在着不足,难以维护整个金融体

系的稳定。将金融稳定纳入货币政策目标体系,央行可以从全局兼顾短期内可能发生冲突的价格稳定和金融稳定的目标。为了加强这两个目标的协调性,需要根据宏观经济金融运行状况,利用相应的政策工具进行动态调控。这需要央行对整个经济体系的质量进行监控,构建对系统性风险进行监测、处置和化解的完整监管体系。Adrian et al. 构建了一个前瞻性的监测计划来识别和跟踪过去系统性风险的来源,该框架将影响金融稳定的因素区分为冲击和脆弱性及漏洞,其中前者比较难阻止,后者则易于放大冲击。他们将杠杆、到期转换、关联性、复杂性及定价风险作为金融体系的初始脆弱点,并从银行部门、影子银行、资产市场和非金融部门等四个领域来监测系统跟踪这些脆弱点,监管的目标就是采取预防性行动来降低脆弱性时实现系统性风险降低与金融中介成本提升的均衡。^[18] Vives 的研究也表明,脆弱性受到金融中介的资产负债表组成的影响,他们认为金融中介在面对竞争加剧时偿债需求和流动性需求会增加,但较高的信息披露可能恶化脆弱性,因此监管层应当建立审慎和信息披露政策的协调机制。^[19]从现实操作的可行性角度,我们认为可以从构建经济金融运行的早期预警机制和构建逆周期的货币信贷动态调控机制两个方面来实现。

(1) 构建经济金融运行的早期预警机制

货币政策要实现价格稳定和金融稳定的双重目标,可以从三个方面来进行预警监测:

一是金融状况指数。由于 FCI 指标具有较好的可量化性,通过监测这个指标,可以观测货币和金融环境的松紧程度以及通货膨胀的压力,进而为货币政策调控提供依据。

二是实际信贷增长的偏度。实际信贷增长的偏度与金融危机的发生概率存在稳健的负相关性,在宏观审慎政策框架下的货币政策目标中,可以用实际信贷增长的偏度作为早期预警指标。近十年来,我国货币 M2 的增幅增长了近 6 倍,而实际信贷增长还不足 5 倍,这意味着货币供给与实际信贷需求之间存在着一定的失衡,央行应对这一现象进行反应,及时运用相关的货币政策工具进行调控,避免系统性金融危机的出现。

三是流动性阈值的设定和监测。流动性是整个金融体系得以稳健运营的血液,可以从宏观、市场和微观三个层面来认识,由于流动性在金融市场、金融机构之间都可能形成共振式的系统性风险增加,因此央行的货币政策实施不能仅关注于物价稳定的目标,同时要立足于金融市场的流动性风险监测,设置微观产品市场层面的流动性监测、中观层面金融机构的流动性监测和宏观层面的流动性监测体系,在出现流动性风险超过阈值时进行及时处置,化解风险。

(2) 构建逆周期的货币信贷动态调控机制

我国的金融体系是以银行为主导的,信贷不仅是货币投放的主要方式,也是银行资产的重要组成部分,信贷的结构及波动变化构成了我国系统性金融风险的重要来源。货币的创造机制和商业银行的主动行为会极大地影响货币政策的执行效果,这增加了央行利用货币政策调控经济的难度。因此,央行货币政策调控应采取数量型工具和价格型工具并举,密切监测早期预警指标,并据此对经济形势进行预测判断,积极开发和利用合理的货币政策工具进行适时、灵活的逆周期调控。同时,对金融机构实施动态准备金要求和额外资本充足要求的监测,结合其与新增贷款的规模、构成及变化特征,采取差别化的动态调控,是宏观审慎框架下执行货币政策有效性的依据。

但纵观近年我国央行进行逆周期货币政策调控的轨迹,央行在把握经济走势预期、逆周期货币政策操作的动态调控方面还有待改进,主要表现在利率政策的实施过于频繁、货币政策调整的目标覆盖期限较短。例如,2007 年到 2015 年的 9 年间,我国存款准备金利率调整 24 次之多,平均每 4.5 个月一次,并且有 19 次在三个月之内。在宏观审慎监管框架下,货币政策工具的实施目标应尽量覆盖金融周期,以整个周期作为货币政策的考虑对象,采取相对平缓的货币政策工具进行调控,以此维护金融体系的稳定。

在宏观审慎监管框架下进行货币政策调整,还应着手将两者有机配合。一是实施宏观审慎监管时协调货币政策的节奏,在逆周期工具实施过程中综合考虑信贷周期与实体经济周期非同步的特点,在经济周期发展的不同阶段,区分宏观审慎政策与货币政策的轻重缓急;二是扩大货币政策的框架范围,将金融稳定作为货币政策调整的目标之一,配合宏观审慎监管,运用适度扩张和紧缩政策来防止系统性风险的积累,同时还要考虑到在不同的货币环境下,商业银行可能呈现出的不同风险偏好,其信贷投资决

策不仅影响到货币政策的有效性,还直接影响着金融体系的运行状况,因此在制定货币政策时,需要兼顾稳定物价、促进增长和维护金融稳定的目标协调。

四、结论与建议

我国经济已步入新常态及金融不断创新的新阶段,金融互联网和互联网金融的发展已成一种趋势,金融风险的复杂性和系统性程度越来越高,且时间效应突出。因此,在宏观审慎监管框架下从货币政策的角度探讨对金融系统性风险的监测和管理具有较强的现实意义。通过对我国宏观审慎监管框架体系内货币政策调控的相对系统分析,本文主要得到以下结论:

(1) 我国构建宏观审慎监管框架体系具有一定的紧迫性和可行性。目前,我国尚未建立完善的宏观审慎监管机制,虽然国际上通行的宏观审慎指标逆周期资本要求、系统重要性附加资本、杠杆率限制、流动性要求等被纳入巴塞尔协议Ⅲ,但对于我国这样的新兴市场,在宏观审慎管理方面还必须面对因货币错配和资本大量外流对经济造成的冲击等因素。当前迫切需要理顺“一行两会”的分业监管的体系,建立有效的沟通协调机制,尽量避免监管重叠和监管真空及引发的监管套利和形成监管割据等问题。虽然金融稳定委员会有助于一行两会的沟通协调,但实质推进还需要一个过程。同时,央行还缺乏有效的宏观审慎政策工具,体制、机制约束使得宏观审慎工具的创新和发展相对滞后。因此,加快我国宏观审慎监管框架的构建,解决分业监管提高监管效率和防范系统性金融风险、抑制金融体系的顺周期之间实现平衡是央行首先要解决的问题。

(2) 我国宏观审慎监管的核心是宏观审慎货币政策。考虑到我国以商业银行为主体的金融体系,宏观审慎管理的目标仍需要借助于货币政策的调控来实现。随着央行对货币总量的控制能力因信贷传导机制的受阻不断减弱,利用货币政策工具调控宏观经济的有效性下降,货币政策对宏观经济的影响具有更大的不确定性。由于信贷传导机制受阻的根源在于商业银行等主体信息不对称下的逆向选择及道德风险所引致的扭曲资源配置的借贷行为,央行需要数量型和价格型货币政策工具并举,并辅以适当的创新型货币政策工具,配合宏观审慎监管目标,在监管部门和财政部门的共同努力下对商业银行的行为实施有效控制,调控信用创造能力。

(3) 构建经济金融运行的早期预警机制和逆周期的货币信贷动态调控机制是构建适合宏观审慎监管要求的货币政策调控机制的基础。结合我国目前情况,金融状况指数、实际信贷增长的偏度、流动性阈值的设定和监测可以作为金融经济运营早期预警指标。在宏观审慎监管框架下进行货币政策调整,要构建宏观审慎政策与货币政策的协调机制,适当扩大货币政策的框架范围,将金融稳定纳入货币政策目标,配合宏观审慎监管,实现货币政策的多目标均衡。

概括而言,对于我国目前的宏观审慎监管,核心仍然是宏观审慎框架下的货币政策工具优化。本文的建议如下:

(1) 构建流动性风险的监测与评价体系。金融体系的核心是流动性,可以从宏观(货币的供给与需求)、中观(金融机构的融资需求)及微观流动性(资本市场上金融产品与现金之间相互转化的能力)三个方面来衡量流动性。这三个层面的流动性在一定程度上是相互传染的,微观的流动性风险可以逆向传导至金融机构并进一步施压于央行的宏观货币供求,而宏观的货币供给也可以在金融市场传导过程中缓解金融体系的流动性危机。基于系统性风险的动态演化往往遵循“累积—爆发—传染”的过程,在风险的累积、爆发环节宜采取微观审慎监管,而传染环节则体现为宏观审慎监管。在这个过程中,货币政策调控是对整个过程的流动性调节,这也可以为利用流动性指标来监测金融体系的运营质量提供依据。考虑到我国目前系统重要性银行主要由国家控股的现状,央行的货币政策在财政部、发改委、证监会、银监会和保监会的协同下,在实现宏观审慎管理目标方面仍然是主导性的,不过要合理运用货币政策需要在宏观审慎分析框架内构建全面的系统性风险评价检测体系,设计相应的分析方法,为实施宏观审慎政策提供准确的前瞻性信息。

(2) 设计宏观审慎分析的方法。在动态的宏观审慎监管过程中,需要对宏观审慎调控框架下系统性风险管理体系的构建进行解析,为设定监管工具变量取值提供依据。Claessens et al.对目前的宏观审慎工具进行了较为全面的综述和比较分析,^[14]但由于货币政策和财政政策的调控效果在实体经济中交

又互染,特别是在非市场化的环境下,政府的行政干预扭曲了金融机构资源的市场化配置,伴随着商业银行的逆向选择和道德风险,商业银行在整个经济体系中成为系统性风险的承载体,并将这一风险最终传导给中央银行,迫使央行采用被动的货币政策来缓解系统性风险的爆发。同时,在实践中,商业银行自身的风险控制体系也缺乏合理的监控。^[20]在我国总分支行的商业银行体系中,支行的借贷行为可能得不到有效的监管,在互联网金融时代,即使是商业银行的一个分行或一个支行出现问题,也有可能引爆整个金融体系的风险,所以这也需要强化金融机构自身的风险管理能力。因此,在宏观审慎分析框架下,体系不仅包括目前国际上通行的时间维度和空间维度的工具,还应结合我国的经济结构特征、市场结构特征,将结构性因素、行政性因素和非市场化因素纳入到管理体系内,构建全面的宏观审慎管理框架。值得注意的是,从金融安全的角度,供给侧改革的过程,可能会使得流动性风险在一些产能过剩的行业集中爆发而引发的流动性危机。

参考文献:

- [1] 苗永旺,王亮亮.金融系统性风险与宏观审慎监管研究[J].国际金融研究,2010,(8):59-68.
- [2] 张强,张宝.货币政策传导的风险承担渠道研究进展[J].经济学动态,2011,(10):103-107.
- [3] 肖璞,刘轶,杨苏梅.相互关联、风险溢出与系统重要性银行识别[J].金融研究,2012,(12):96-106.
- [4] 金鹏辉,张翔,高峰.货币政策对银行风险承担的影响——基于银行业整体的情况[J].金融研究,2014,(2):16-29.
- [5] 李妍.宏观审慎监管与金融稳定[J].金融研究,2009,(8):52-60.
- [6] 宋清华,曲良波.高管薪酬、风险承担与银行绩效:中国的经验证据[J].国际金融研究,2011,(12):69-79.
- [7] 邢学艳,姚亚伟,茆训诚.货币乘数存在吗——基于中国银行业资产负债数据的信贷传导机制有效性分析[J].南方经济,2014,(9):45-58.
- [8] 李治国.基础货币、货币乘数与货币当局资产负债结构的关系研究——基于中国1994-2006年季度数据的实证分析[J].数量经济技术经济研究,2007,(11):15-26.
- [9] 林勇.中国货币政策工具调控信贷:实证新观点[J].南方经济,2014,(6):25-41.
- [10] 江曙霞,陈玉婵.货币政策、银行资本与风险承担[J].金融研究,2012,(4):1-16.
- [11] 茆训诚,王周伟,吕思聪.风险承担视角下的货币政策审慎调控研究[J].上海师范大学学报(哲学社会科学版),2014,(4):22-32.
- [12] Barnea E, Landskroner Y and Sokoler M. Monetary Policy and Financial Stability in a Banking Economy: Transmission Mechanism and Policy Tradeoffs[J]. *Journal of Financial Stability* 2015, 18: 78-90.
- [13] Bean C, Paustian M, Penalver A, Taylor T. Monetary Policy After the Fall, Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference[R]. Jackson Hole, Wyoming, 2010, August 31-September 1.
- [14] Claessens S, Ghosh S, Mihet R. Macro-prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities[J]. *Journal of International Money and Finance* 2013, (39): 153-185.
- [15] 马理,赵淼,何梦泽.社会融资规模是恰当的货币政策中介目标变量吗?——基于SVAR模型的数据分析与传导效果检验[J].金融理论与实践,2015,(3):7-11.
- [16] 熊启跃,黄宪.资本监管下货币政策信贷渠道的“扭曲”效应研究——基于中国的实证[J].国际金融研究,2015,(1):48-61.
- [17] 黄宪,夏仕龙.货币政策中介目标M2的修正与新生[J].统计研究,2015,(4):14-20.
- [18] Adrian T, Covitz D, Liang N, BE Lo AW, Merton RC. Financial Stability Monitoring[J]. *Annual Review of Financial Economics* 2015, (7): 357-395.
- [19] Vives X. Strategic Complementarity, Fragility and Regulation[J]. *Review of Financial Studies* 2014, (12): 3547-3592.
- [20] Li N, Lee Y. The Bank-lending channel of Monetary Policy Transmission in China: A Comparison Between Chinese and Foreign Banks[J]. *Korea and the World Economy* 2015, (2): 167-193.

(责任编辑:余小江)