

宏观审慎监管政策工具实施 及有效性国际实践^{*}

刘志洋 宋玉颖

【提要】实施宏观审慎监管成为2008年金融危机爆发后国际金融监管当局的共识。本文从工具组合的视角总结了宏观审慎政策工具实施的国际经验,并从宏观审慎政策工具和宏观审慎监测指标体系两个方面梳理了宏观审慎监管国际实践的有效性。在经验分析基础上,本文认为宏观审慎监管政策工具的选择与国家类型和本国国情有关,且实施特点具有组合实施的特征;整体上宏观审慎监管政策工具的实施是有效的,但宏观审慎监测指标的表现则有待提高。因此,中国应在借鉴国际宏观审慎监管实践经验基础上,针对本国国情构建宏观审慎政策工具箱。

【关键词】宏观审慎监管 监管工具有效性 系统性风险

【中图分类号】F832.1 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1000—2952(2016)01—0050—06

一、引言

2008年金融危机使得全世界再一次感受到金融危机的恐怖。学术界与监管当局进一步认清了由于金融体系顺周期性以及金融机构之间的传染风险给经济带来的巨大成本,也认识到实施宏观审慎监管的必要性。2008年金融危机始自发达国家,但新兴市场国家实施宏观审慎监管的经验也非常丰富。IMF近期对世界48个新兴市场国家宏观审慎工具的使用进行了调查,这些国家宏观审慎工具的主要类型包括:贷款价值比(Loan-to-value, LTV)、债务收入比(Debt-to-income, DTI)、控制信贷增速(Limits on credit growth, LCG)、控制外币贷款(Limits on foreign lending, LFC)、准备金制度(Reserve requirements, RR)、动态准备金

制度(Dynamic provisioning, DP)、逆周期资本要求(Countercyclical requirements, CTC)、限制盈余分配(Limits on profit redistribution, LPRD)。

学者们在2008年金融危机后对实施宏观审慎监管的有效性进行了研究。由于样本量的原因,学者们多数研究集中在国家层面,即研究宏观审慎工具对一国信贷、资产价格以及金融稳定的影响。本文拟对宏观审慎监管政策工具实

^{*} 本文为国家社会科学基金青年项目《中国银行业宏观审慎监管政策工具组合及有效性研究》(项目编号:15CJY083)阶段性研究成果,教育部人文社会科学重点研究基地、中国人民大学中国财政金融政策研究中心重大项目《我国金融风险管理和监管问题研究》(项目编号:11JJD790009)阶段性研究成果。

施的国际经验进行梳理，探寻影响宏观审慎政策工具选取的因素，并总结国际宏观审慎监管政策工具的实施效果，以期为中国实施宏观审慎监管提供政策参考。

二、国际上宏观审慎政策工具箱的构成及实践经验

宏观审慎政策工具箱非常庞大，包括传统微观审慎工具以及新的政策工具。宏观审慎监管包括两个维度，即截面维度和时间维度，因此宏观审慎政策工具也分为时间维度下的工具和截面维

度下的工具。时间维度下的工具又可分为经济繁荣期时的工具和经济衰退期时的工具。根据宏观审慎工具的作用对象，Stijn Claessens 等^①认为宏观审慎工具可以分为：①针对借款人的工具；②针对金融机构资产负债表的工具；③逆周期调控工具；④其他制度性工具。其中①主要是控制需求因素，②、③和④主要针对供给因素；①和②主要是为了降低周期的放大作用，③和④则主要是为了保证金融体系的稳定。表 1 为宏观审慎工具的组合。从表 1 可以看出，许多微观审慎工具均可以通过时变的调整来实现宏观审慎的目标。

表 1 宏观审慎工具组合

	对借款人的限制	对金融机构资产负债表的限制	逆周期性质的工具	其他类型的工具	
				税收	相关制度体系建设
截面维度：传染风险加剧时期	对资产结构进行约束	针对金融机构的风险敞口进行限制	针对系统重要性计提资本	针对规模、网络结构外部性进行征税	设立中央交易对手，建立危机救助机制，信息披露制度建设
经济繁荣期	LTV、DTI，交易准备金和折扣率调整，控制信贷增速及投放目标	控制期限错配、货币错配，运用准备金制度	逆周期资本计提、杠杆率控制、动态准备金制度	对于特定金融活动进行征税	盯市制度，红利分配制度，加强市场纪律建设等
经济衰退期	LTV、DTI，交易准备金和折扣率调整	流动性覆盖率，净稳定资金比率	逆周期资本释放，动态准备金释放	降低税率	产品标准化，建立金融安全网

来源：Stijn Claessens, Swati R. Ghosh and Roxana Mihet, Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities, IMF Working Papers, No. 155, 2014.

在 IMF 的统计样本中，有 24 个国家至少在一年内使用过 LTV，9 个国家使用动态准备金制度，8 个国家对外币借贷进行了限制，7 个国家使用 DTI，6 个国家控制信贷增长以及控制盈余分配，5 个国家使用准备金制度，只有 2 个国家运用逆周期资本调控工具。进一步，如果按照使用时间进行加权，比如如果某个工具使用两年，记为两次运用，则 LTV 的使用达到 44%，DTI、控制信贷增长、控制外币借贷和动态准备金制度占比均为 8%，准备金制度占比 5%，盈余分配占比 3%，逆周期资本要求占比

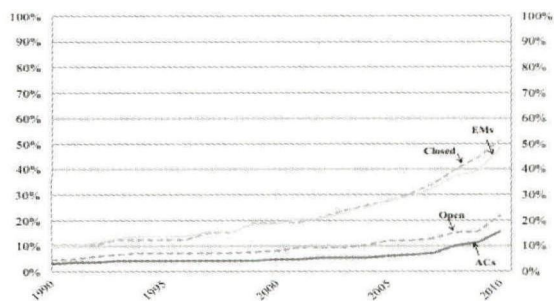
1%。从上述数据统计来看，样本内国家应是组合使用了宏观审慎政策工具。

根据本国国情选择正确的宏观审慎工具，对该国宏观审慎实施会起到事半功倍的效果。本国金融结构、金融制度等因素都会影响宏观审慎工具的选择。比如银行体系与资本市场在该国金融体系中的比重是选取宏观审慎工具主要

① Stijn Claessens, Swati R. Ghosh and Roxana Mihet, Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities, IMF Working Papers, No. 155, 2014.

考虑的问题之一。银行体系的行业组织形式也会影响宏观审慎工具的选取。Stijn Claessens等^①指出国有银行占据主导地位的国家,一方面实施宏观审慎监管会更为容易;但另一方面国有银行会受到政治压力,使得将信贷配置到低效率的企业,此时宏观审慎监管的实施效果可能不好。如果一国金融对外开放度高,则宏观审慎监管可能会被规避。除此之外,制度环境(比如数据积累状况、监管当局技术水平等)也会影响一国宏观审慎监管的实施。

图1 IMF统计样本中宏观审慎工具使用经济体占比:新兴市场经济体(EMs)VS发达经济体(ACs),资本账户开放经济体(Open)与资本账户管制经济体(Closed)



来源: Lim, C. F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel and X. Wu, Macro-prudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper, No. 238, 2011.

2000年至2010年,新兴市场经济体对宏观审慎工具使用更为频繁,这是因为新兴市场经济体的金融市场功能存在缺陷,更容易受到外部冲击,因此需要频繁地运用宏观审慎工具应对金融体系可能出现的问题。Stijn Claessens等^②运用Chinn和Ito^③在2008年所构建的开放度指数证明了宏观审慎工具使用频繁的经济体往往金融体系自由化程度不高。从图1可以看出,新兴市场经济体对宏观审慎工具的使用频率远高于发达经济体,且资本账户管制经济体宏观审慎工具使用频率也较高。即使对于同一宏观审慎工具,不同类型经济体使用方式也不同。在发达经济体,LTV使用最为频繁,包括加拿大、法国、我国香港、意大利、韩国、挪威、新加坡、西班牙、瑞典,而只有香港和韩国使用DTI,新加坡控制信贷增速,奥地利控

制外币借贷,西班牙采用动态准备金制度。对于资本账户管制的经济体,准备金制度运用较为频繁。整体上,新兴市场经济体使用宏观审慎工具时间较长。同时,新兴市场经济体非常关注国际资本以及由此引发的流动性风险,因此更常常会使用与流动性有关的工具,并控制信贷增速,限制盈余分配。发达经济体更关注金融机构过度杠杆化引发的系统性风险,因此使用频率较高的宏观审慎工具常常为LTV、DTI等。

三、宏观审慎监管政策工具实施的有效性

许多学者已经有针对性地分析了宏观审慎工具应对金融体系脆弱性是否有效的问题。Lim等^④通过实证分析,认为LTV、DTI、控制信贷增速、准备金制度和动态拨备有助于缓解信贷和杠杆率的顺周期性问题。IMF^⑤研究了宏观审慎工具能否有效应对金融脆弱性(包括信贷过快增长、房价快速上涨和国际资本流入),以及对实体经济的影响,同时还研究了宏观审慎工具在宽松和紧缩时对经济体和金融体系的影响是否是对称的。整体上,IMF认为时变资本充足率要求和准备金制度能够有效应对信贷快速增长,LTV能够有效应对房价过快上涨,准备金制度能够有效应对实行浮动汇率制度的新兴市场经济体的资本流入。然而在对称性问题上,

- ① Stijn Claessens, Swati R. Ghosh and Roxana Mihet, Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities, IMF Working Papers, No. 155, 2014.
- ② Stijn Claessens, Swati R. Ghosh and Roxana Mihet, Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities, IMF Working Papers, No. 155, 2014.
- ③ Chinn, Menzie D. and H. Ito, A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 2008, Vol. 10 (3), pp. 309-322.
- ④ Lim, C. F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel and X. Wu, Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper, No. 238, 2011.
- ⑤ International Monetary Fund, The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies, IMF Board Paper and Background Paper, January, 2012.

政策实施效果不是特别明显。IMF 的研究成果还表明除 LTV 外，其他宏观审慎工具对实体经济的影响不是很显著。Crowe 等^①研究 LTV 对房地产价格的影响，认为根据房地产价格周期调整的 LTV 政策能够有效地熨平房地产周期。他们认为宏观审慎工具专注性有利于降低政策成本，且即使宏观审慎工具无法有效缓解金融体系过热，但能够有效解决金融体系困境问题。Vandenbussche 等^②研究宏观审慎工具对中欧、东欧和东南欧国家房地产价格的影响，结论表明时变的资本充足率要求以及针对信贷增长和外汇融资的准备金制度有助于降低房地产价格增速。Dell’Ariccia 等^③研究宏观审慎工具对信贷周期的影响，结论表明宏观审慎工具能够有效降低信贷的泡沫程度，且一旦出现泡沫，宏观审慎工具也能够降低泡沫破裂的概率。Kuttner 等^④使用 57 个国家 30 年的数据，研究九类非利率政策工具，包括宏观审慎工具在稳定房价过快增长和住房贷款增长方面的作用，研究结论表明住房贷款增速与 DTI、LTV、房地产风险敞口限制以及房产税有关。

有些宏观经济政策也可以作为宏观审慎工具来使用，但效果不是特别显著。Dassatti Camors 等^⑤使用银行数据，研究乌拉圭准备金要求的非预期提高的影响，结论表明，虽然整体信贷下降但个别高风险公司获得了信贷，而系统重要性银行却没受到准备金制度的影响。所以他们认为准备金要求上升虽然意味着信贷降低，但风险未必降低。

四、宏观审慎监测指标的表现——来自国际的经验证据

(一) 跨国分析

良好的指标体系能够在金融危机爆发前指示监管当局运用宏观审慎工具缓释系统性风险，在系统性风险逐渐缓释后指示监管当局适时取消相关宏观审慎监管工具的使用。在分析家庭部门系统性风险累积状况中，国际上通常考虑两类指标体系：与信贷增长有关的变量和房地产市场价格变量（见表 2）。

表 2 国际度量家庭部门风险的指标体系

变量名称	变量说明
信贷增长变量	
信贷与 GDP 比值	度量每期比值与长期趋势值的缺口
家庭部门贷款与 GDP 比值	度量每期比值与长期趋势值的缺口
家庭部门信贷增长率	度量每期比值与 15 年移动平均值的偏离程度
家庭部门负债率	度量每期比值与 15 年移动平均值的偏离程度
房地产市场价格	
房地产市场价格年增长率	度量每期比值与 15 年移动平均值的偏离程度
价格与租金比值	度量每期比值与长期趋势值的缺口

来源：Committee on the Global Financial System, Macroprudential Instruments and Frameworks: a Stocktaking of Issues and Experiences, CGFS Papers, No. 38, 2012.

表 2 中的指标体系是国际上通常用来刻画家庭部门脆弱性的指标体系。但是从指标表现来看，一些指标无法作为宏观审慎监管的监测

① Crowe, Chris W., Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan and Pau Rabanal, How to Deal with Real Estate Booms; Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper, No. 91, 2011.

② Vandenbussche, Jérôme, Ursula Vogel and Enrica Detragiache, Macroprudential Policies and Housing Prices—A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe, IMF Working Paper No. 303, 2012.

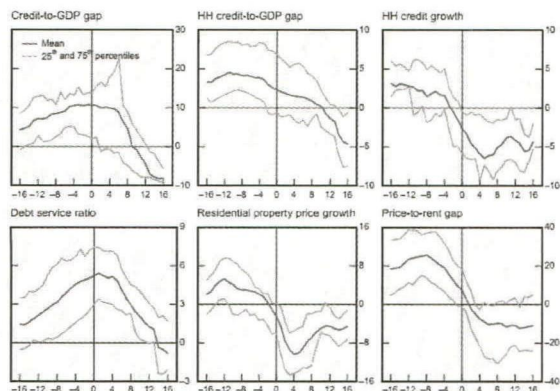
③ Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven and Hui Tong, Policies for Macroeconomic Stability: Options to Deal with Credit Booms, IMF Staff Discussion Note SDN/06 , 2012.

④ Kuttner, Kenneth N. and Ilhyock Shim, Can Non-interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies, BIS Working Papers , No. 433, 2013.

⑤ Dassatti Camors, Cecilia and Jose-Luis Peydro, Macroprudential and Monetary Policy: Loan-Level Evidence from Reserve Requirements, Universitat Pompeu Fabra Spain, mimeo, 2014.

指标体系(见图2)。比如,在2008年金融危机爆发后,指标“信贷与GDP缺口”还在一直上升,显然不符合宏观审慎监管的要求。

图2 2008年金融危机爆发前后各指标的表现



注:横轴0表示金融危机爆发时间,正负16表示金融危机爆发前后16个月。中间红线为各指标均值,蓝线为25%和75%分位点。纵轴0表示各指标一般正常值。样本为19次金融危机中11个国家的数据。HH表示household。

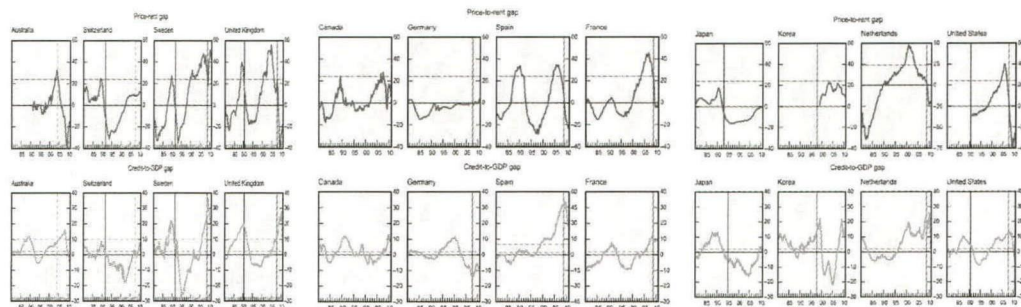
来源:Committee on the Global Financial System, Macro-prudential Instruments and Frameworks: a Stocktaking of Issues and Experiences, CGFS Papers, No. 38, 2012.

(二) 各国实证分析

在分析各国家庭部门系统性风险方面,国际主要关注两个指标:信贷与GDP比值缺口和房地产价格与租金比值缺口。这两个指标相关性较低,因此互补性较强。图3为各国金融危机前后指标的表现情况。横线表示各指标的临界值,其中房地产价格与租金比值缺口阈值(Threshold)设定为24%,而信贷与GDP比值缺口阈值(Threshold)设定为2%。从图3中我们可以看出:

第一,指标发出信息不明确。指标显示金融体系脆弱性加剧并不意味着危机必然发生。比如,澳大利亚在21世纪初,由于政府进行了一系列旨在降低房地产部门热度的改革(这可以说是宏观审慎监管),金融失衡程度逐渐降低。但是澳大利亚政府后来表示,其采取这些政策大都根据主观判断,而与这些指标没有关系。再比如瑞士,2008年金融危机爆发后,银行需要政府救助时,指标却显示其金融体系不会发生危机。

图3 各国房地产价格与租金比值缺口和信贷与GDP比值缺口(%)



来源:Committee on the Global Financial System, Macro-prudential Instruments and Frameworks: a Stocktaking of Issues and Experiences, CGFS Papers, No. 38, 2012.

第二,对于某一个具体国家来讲,当该国经济金融体系发生结构性变化时,指标的指示作用就有待商榷。比如瑞典,自从1998年开始房地产价格与租金比值缺口指标就指示金融体系存在失衡状况。但是瑞典的房地产业是一个高度被监管的行业,租金高低并不是基于市场交易的结果,而是被管制的结果,因此该指标

并不适合作为其宏观审慎监管的参照指标。

五、结论及政策启示

2008年金融危机爆发后,各国纷纷吸取教训,实施宏观审慎监管以保证金融体系的稳定。在经验分析基础上,本文认为整体上宏观审慎监管政策工具的实施是有效的,但宏观审慎监

测指标的表现则有待提高。在中国，无论从时间维度来看，还是从空间维度来看，都存在系统性风险。时间维度的主要表现是信贷和资产价格的快速增长，空间维度的主要表现是金融体系错综复杂的关联度。因此，中国金融监管当局有必要使用宏观审慎政策工具抑制风险在金融体系内的累积。

为了保证宏观审慎监管实施的有效性，中国金融监管当局应该做到：第一，发挥宏观审慎监管政策工具调控的目标性和针对性。实证分析表明，如果宏观审慎监管全局调控的话，会影响西部地区信贷供给，因此中国实施宏观审慎监管应针对中国不同地区实行差别化调控。第二，组合实施宏观审慎监管工具，且增加与货币政策等宏观经济政策的配合。当宏观审慎监管政策工具组合实施得恰到好处时，宏观审慎监管能够提前调控金融体系的风险，从而降低货币政策的压力。在我国，如果通过宏观审

慎监管政策组合实施，而不是通过货币政策提高基准利率来调控信贷，货币政策的两难境地会得到一定程度的缓解。第三，进一步推进金融自由化改革。中国利率市场化、汇率市场化以及资本账户逐渐开放会降低宏观审慎监管的实施压力，因为这会降低由于金融体系扭曲所导致的系统性风险累积程度。第四，根据中国国情，设计自身宏观审慎监管政策工具箱，使之符合当前中国金融发展进程。第五，完善相关制度框架，使宏观审慎监管政策工具达到最大的实施效果。这种制度框架包括各部门之间的协调机制、法律框架的修改以及宏观审慎监管实施机构的设立等。

本文作者：刘志洋是东北师范大学讲师、经济学博士；宋玉颖是中国农业银行长春培训学院教师、经济学博士
责任编辑：任朝旺

International Practices of the Implementation and the Effectiveness of Macro-Prudential Regulation

Liu Zhiyang Song Yuying

Abstract: Implementing macro-prudential regulation has become the consensus among international regulators since the 2008 financial crisis. This paper summarizes international practices of macro-prudential regulation tools and the effectiveness of macro-prudential regulation tools and macro-prudential regulation monitoring systems from the perspective of portfolio tools. Based on such empirical evidence, the paper argues that, the choice of certain macro-prudential regulation tools depends on the type of a state and its basic conditions, and the implementation of macro-prudential regulation has composite features. Besides, the empirical study also reveals that the macro-prudential regulation tools are effective in keeping financial stability but the performance of the macro-prudential regulation indicator system needs further improvement. Therefore, China should draw on the experience of international practices and build its own macro-prudential regulation tool box.

Keywords: macro-prudential regulation; effectiveness of tools; systemic risk