

发展与改革前沿

系统性风险与宏观审慎监管： 理论框架及相关建议^{*}

何德旭 吴伯磊 谢 晨

【提 要】美国金融危机带给各国最大的教训就是传统的微观审慎监管体系并不能保证金融体系的健康运行，加强宏观审慎监管已经成为金融危机后各国金融体制改革的主要趋势。从我国的情况来看，有必要建立我国金融业的宏观审慎监管体系，维护我国金融系统的稳定。我国需要在实践中进一步完善微观审慎监管机制，构建适合我国国情的监管体制架构，尽快建立和完善逆周期监管的相关制度，探索适合我国国情的宏观审慎监管指标。

【关键词】宏观审慎监管 系统性风险 顺周期性 逆周期监管

〔中图分类号〕F831.59 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕1000-2952(2010)06-0005-10

一、引言

2008年爆发的美国金融危机带给世界各国的一个最大的教训就是单个金融机构运转良好并不足以保证整个金融系统的健康运转，传统的以单个金融机构为对象的微观审慎监管体系在防范系统性金融风险方面作用十分有限，甚至有时会增加系统性风险。^{①②③}典型的事例是，在经济复苏、高涨时期，虽然金融机构的财务指标都很健全，各个金融机构此时选择扩大信贷规模也是理性的，但是，所有的金融机构都扩大信贷规模的直接结果必然是造成资产价格的急剧膨胀，从而积聚大量的系统性风险，甚至有可能引发金融危机。Acharya^④和Chen Zhou^⑤分别从理论上构建模型论证了微观审慎监管失败的原因，得出了基于单个金融机构的微观审慎监管会增加金融体系的系统性风险的结论。

美国金融危机发生以来，世界各国及国际货币基金组织(IMF)、国际清算银行(BIS)等国际组织在采取措施应对危机的同时，也在着

* 本文系2008年度国家社会科学基金重大项目《构建金融稳定的长效机制研究——基于美国金融危机的经济学分析》(批准号:08&ZD035)的阶段性研究成果。

① G20, Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency, 2009.

② Borio C. Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation. BIS Working Papers, No. 128, 2007.

③ White W R. Procyclicality in the Financial System: Do we need a New Macro-financial Stabilization Framework? . BIS Working Paper, No. 193, 2006.

④ Acharya V. A theory of systemic risk and design of prudential bank regulation. Journal of Financial Stability, 2009, 5: pp. 224-255.

⑤ Chen Zhou. Why the micro-prudential regulation fails? . http://ssrn.com/abstract=1570644, 2010-03-14.

手进行金融体系改革。虽然各国对构建新的国际金融监管体系还存在争论,但对于加强宏观审慎监管则形成了共识。2009年4月,在G20峰会发表的《强化合理监管,提高透明度》的报告中,正式提出宏观审慎监管是微观审慎监管的重要补充,各国要加强宏观审慎监管。可以说,如何健全和完善宏观审慎监管框架以及注重其与微观审慎监管的有机结合已经成为世界各国亟待研究和解决的重大课题。

有必要提及的是,宏观审慎监管并不是一个新名词。早在20世纪80年代,宏观审慎监管这一提法就出现在BIS的工作论文中,^①但在当时还只是一个模糊的概念,并不具备实践的条件。直到新世纪以来,Crockett、^② Claudio Borio^③以及Claudio Borio和White^④相继完善了宏观审慎监管的概念和框架,宏观审慎监管相关指标的研究也取得了进展,^{⑤⑥}宏观审慎监管问题也才被更多的人所重视。

目前,国内也有了一些研究宏观审慎监管的文献,但其主要集中在概念性的介绍、^⑦技术性层面的研究^{⑧⑨}以及简单的政策框架的介绍。^⑩总体上看,对于宏观审慎监管的理论及政策框架的探讨还不是很深入。本文试图分析宏观审慎监管的理论框架及与之密切相关的政策框架和组织架构,在此基础上结合我国的实际提出相关的政策建议。

二、宏观审慎监管的内涵

虽然宏观审慎监管已经为人们所熟知,但若给出宏观审慎监管的一个能被广泛接受的定义还是比较困难的。BIS认为宏观审慎监管是微观审慎监管的一种有益补充,它的监管对象为整个经济系统;而Evans、^⑪ Hilbers et al^⑫则将宏观审慎监管定义为有利于维护金融系统稳定的一系列方法;Borio^{⑬⑭}从监管对象、监管目的、风险性质以及监管手段等方面对宏观审慎监管和微观审慎监管进行了比较(见表1)。

第一,从监管对象来看,微观审慎监管着眼于金融机构个体,它关注的是金融机构个体的经营是否稳健;而宏观审慎监管则着眼于整

个经济系统,其关注的是整个金融系统的稳定性,除了一些影响系统稳定的大型金融机构外,宏观审慎监管并不关注单个金融机构。具体而言,宏观审慎监管就是监管机构对影响金融系统稳定的重要要素进行监管。由于大型金融机构在市场上的导向作用以及其关联性,大型金融机构的倒闭很可能会引发金融系统的恐慌,严重时甚至会引发金融危机,因此大型金融机构就成为宏观审慎监管的重要对象;还有,由于金融市场在现代经济中发挥着至关重要的作

① 国际清算银行的货币与经济研究部在宏观审慎监管的研究方面一直处于世界前沿。BIS早在20世纪70年代就认识到系统性风险的危害,宏观审慎监管一词1986年正式出现在BIS的文件中,Crockett和Claudio Borio等BIS研究人员为宏观审慎监管概念以及框架的建立做出了开创性的贡献。

② Crockett A. Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability. BIS Speeches, 2000.

③ Borio C. Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation? · CESifo Economic Studies, 2003, 49, 2, pp. 181-216.

④ Borio C and W White. Whither monetary and financial stability? · BIS Working Papers, no. 147, February 2004.

⑤ White W. Procyclicality in the financial system; do we need a new macro-financial stabilisation framework? · BIS Working Papers, no. 193, January 2006.

⑥ Knight M D. Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability; six years on. Speech delivered at the 14th International Conference of Banking Supervisors, October 2006.

⑦ 成家军:《审慎监管:概念、特点与政策框架》,《内蒙古金融研究》2009年第7期。

⑧ 周小川:《关于改变宏观与微观顺周期性的进一步讨论》,www.pbc.gov.cn, 2009。

⑨ 李文泓:《关于宏观审慎监管框架下逆周期政策的探讨》,《金融研究》2009年第7期。

⑩ 李妍:《宏观审慎监管与金融稳定》,《金融研究》2009年第8期。

⑪ Evans O. Macro-prudential Indicators of Financial System Stability. International Monetary Fund, Special Study No. 192, 2000.

⑫ Hilbers P, R Krueger and M Moretti. New Tools for assessing the situation of a financial system. Finance & Development Working Paper, September 2000.

⑬ Borio C. Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation. BIS Working Papers, No. 128, 2007.

⑭ Borio C. The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand? · Erfaringer og utfordringer Kredittilsynet 1986-2006, 2008.

用，如在融资、风险的转移以及定价中发挥着举足轻重的作用，因此宏观审慎监管也会重点关注金融市场的运行情况；另外，近年来，对冲基金、投资银行等“影子银行体系”^①的影响日益增大，也会产生系统性的影响，它们也是宏观审慎监管的重点对象。

表 1 宏观审慎监管与微观审慎监管的比较

	宏观审慎监管	微观审慎监管
直接目标	减少金融系统风险	减少金融机构的风险
最终目的	避免产出下降	保护消费者（存款者或投资者）利益
风险的性质	（部分）内生性	外生性
机构间的共同风险暴露及相关性	重要	不相关
审慎控制的方法	自上而下，关注系统性风险	自下而上，关注个体金融机构的风险

资料来源：Borio, Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation, 2003.

第二，从监管目的来看，宏观审慎监管是为了防范系统性风险的发生，最终目的在于保障金融系统的稳定；而微观审慎监管则是防范个体金融机构的倒闭，最终目的在于保护消费者或储蓄者的利益。纵观近年来的金融危机（如墨西哥金融危机、阿根廷金融危机、亚洲金融危机以及此次由次级债问题引发的美国金融危机），不难发现其中的一个共同点都是由系统性的风险所引发的，在危机爆发前都会伴随一段时间的流动性过剩、信贷快速增长、资产价格上涨、金融机构杠杆率过高等系统性风险，这些系统性风险积累到一定程度就会爆发金融危机。而宏观审慎监管就是为了补充微观审慎监管的不足，它从一开始就将金融系统作为一个整体进行监管，力图避免系统性风险引发的金融危机或使金融危机造成的损失降到最低。

第三，从风险特性方面来看，微观审慎监管假设风险是外生的，只要控制好单个金融机

构的风险就能保证金融体系的良好运转；但近年来的金融危机反复说明，单个金融机构运转良好并不一定能够保证金融体系整体的健康。宏观审慎监管则认为风险是内生的，在经济（或金融）运行的过程中，由于金融机构通常会持有相似的资产，因此必然会有相似的风险暴露，一旦资产价格下滑，则这些金融机构会立即遭遇困境，从而使整个金融体系陷入危机。因此，宏观审慎监管更加关注这种隐藏在金融系统内部、在某一时刻突然爆发的风险。

第四，从金融机构风险暴露的相关性来看，由于微观审慎监管假定系统性风险是外生的，只要单个金融机构的经营是稳健的，那么金融机构之间共同的风险暴露就不重要；与此相反，宏观审慎监管认为系统性风险是内生的，近年来的金融危机反复证明，对于共同风险暴露较多的金融市场，一旦市场遭受负面的冲击，这些拥有共同风险暴露的金融机构经营形势便急转直下，这些金融机构就有同时破产的可能。值得注意的是，在金融混业经营日益成为趋势的今天，金融机构的经营越来越同质化，金融机构更容易出现一荣俱荣、一损俱损的局面。此次美国金融危机再次验证了这一点。美国金融危机发生后，除了华尔街投行等危机肇始者之外，美国保险业巨头 AIG 以及银行业巨擘花旗银行等也深受危机的拖累。鉴于此，宏观审慎监管特别重视金融机构的共同风险暴露。

第五，从审慎监管的方法来看，微观审慎监管认为单个金融机构的健康运行自然会保证金融系统的健康运行，因此微观审慎监管强调的是对单个金融机构的监管，是一种从个体到整体、自下而上的监管方法。宏观审慎监管则认为单个金融机构的健康运行并不足以保证金融系统的健康运行，金融系统的运行存在一个

^① 影子银行（Shadow Banking）就是将银行贷款证券化，通过证券市场获得信贷资金、实现信贷扩张的一种融资方式，它使传统的银行信贷关系演变为隐藏在证券化中的信贷关系。在传统的银行体系中，融资的来源主要是存款，而在影子银行中，金融机构的融资来源主要依靠金融市场的证券化。

“合成谬误”的问题，在金融机构存在大量的共同风险暴露时，来自宏观层面的负面冲击可能会导致金融系统的危机，因此宏观审慎监管更关心来自金融系统层面的风险，资产价格、信贷总量等宏观指标是其重点监控的对象，因此宏观审慎监管是一种更强调整体（或系统）、自上而下的监管方法。

三、宏观审慎监管的决策机制与组织架构

（一）宏观审慎监管的决策机制

与货币政策等公共政策一样，宏观审慎监管的实施也要面临规则与相机选择两种机制。这两种机制并不一定是互相排斥的，也可以在使用中相互配合。第一种机制是按规则行事。这种行事规则是在满足一定的条件后立即采取既定的措施，不考虑当时的特殊情况。第二种机制是相机行事。这种机制要求监管机构自行判断系统的风险状况并制定相应的对策。

不难看出，两种机制各有优劣。第一种机制的优点在于简单易行，可以规避监管机构的道德风险等问题。但是正如前所述，系统性的危机没有令人信服的标准，投资者以及金融机构的风险偏好对于金融危机也有很大的影响，而且，规则行事也容易造成金融机构的监管套利。第二种机制具有很大的灵活性，可以弥补第一种机制的缺陷，但其缺点在于难于控制监管机构的行为，容易引发道德风险。基于此，在选择具体的监管机制时必须考虑到不同国家的国情。对于金融决策的透明度较高且市场机制完善的国家，可以选择第二种机制；对于金融决策的透明度不高且市场机制不健全的国家，则应该选择第一种机制。当然，也可以选择两种机制搭配，根据不同的情况选择不同的监管制度安排。

Jean-Pierre Landau^①依据两种决策机制、并结合宏观审慎的两种情况绘制了一个决策图标，显示了两种规则在不同情况下的行为（见表2）。

表2 宏观审慎监管的两种机制

机制 \ 目的	系统性风险	根据宏观经济状况所做的调整
规则行事	缓冲（资本或流动性） 负债价值比 会计准则	动态资本比率 动态拨备
相机行事	压力测试 新巴塞尔协议第二支柱	资本比率、拨备 计提以及边际资本充足率的相机调整

数据来源：Jean-Pierre Landau, Bubbles and macro prudential supervision, 2009.

（二）宏观审慎监管的组织架构

宏观审慎监管的执行（或实施）要依靠权力部门的推进，因此宏观审慎监管中的权力安排也是至关重要的一环。由于实施宏观审慎监管要求监管部门更多地关注信贷的增长、资产价格的变动、行业杠杆的高低等宏观经济因素，而中央银行在调控这些宏观经济因素上具有天然的优势，因此宏观审慎监管的权力架构一般考虑的是中央银行如何与传统的微观审慎监管部门的协调与配合。一个有效的宏观审慎监管体系必然要求中央银行与微观审慎监管部门之间的信息传递顺畅，微观审慎监管部门将所掌握的单个金融机构的信息及时反馈给中央银行，中央银行根据自己所掌握的信息对金融体系的运行情况进行全面的分析，并将分析结果以及进一步的建议反馈给微观审慎监管机构。

FSA^②认为中央银行与监管机构的权力架构可以分为三种模式：第一种模式是监管机构负责监管政策的制定及执行。在这种模式下，中央银行负责监控系统性风险，并将监管结果及建议反馈给微观审慎监管机构，由微观审慎监管机构来化解系统性风险。第二种模式是中央

① Jean-Pierre Landau, Bubbles and macro prudential supervision. Speech delivered at the Joint conference on “The Future of Financial Regulation”, organised by the Bank of France and the Toulouse School of Economics (TSE), Paris, 28 January 2009.

② FSA, The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis. www.fsa.gov.uk, March 2009.

银行负责宏观审慎监管政策制定。在这种模式下，中央银行负责监控系统性风险并出台政策化解系统性风险，必要时中央银行可以要求微观审慎监管机构配合其政策的实施。第三种模式是由中央银行和微观审慎监管机构共同组成委员会，由委员会负责监管政策的制定。

这三种模式各有优劣。就第一种和第二种模式来说，不管是将监管的主导权交给中央银行还是微观审慎监管机构，其责任都很明确，但是这两种制度安排也会引起中央银行和微观审慎监管机构的内部利益冲突。对于第一种模式，由微观审慎监管机构来同时负责宏观审慎监管政策的制定，同时实现宏观审慎监管和微观审慎监管对于监管机构来说无疑是存在困难的，监管机构需要在两种目标之间取得平衡。例如，在经济发展的高涨时期，为了防范系统性风险，监管机构需要收紧银行信贷、提高银行的资本充足率水平，但是如果此时有金融机构特别是一些大的金融机构陷入困境，就会使监管机构陷入两难的境地。对于第二种模式，中央银行经常使用的手段是利率，其最重要的目标是维持物价的稳定，但是采用利率来实现物价稳定和宏观金融稳定是存在冲突的。例如，如果中央银行意识到有系统性危机发生的可能，它就会使用利率工具消除金融系统存在的隐患，但这样会不利于经济的正常发展，甚至会造成物价的不稳定。因此，中央银行只有通过两种不同的政策工具来分别实现两个目标，此次金融危机中欧洲中央银行（ECB）就成功地使用了两种不同的政策工具实现了两个目标。欧洲央行一方面利用利率来维持物价的稳定，另一方面又利用流动性注入来保持货币市场的稳定。欧洲央行成功的例子说明中央银行可以运用不同的工具来同时实现两个目标。第三种模式相对于另外两种模式最大的缺点就是权力和责任不明确。在这个委员会里，如果中央银行的代表和监管机构的代表没有达成一致意见，那么委员会的运行就会陷入被动。因此必须要有一方来主导这个委员会，这样第三种模式就会与第一种或第二种模式极为相似。

很显然，三种模式并无绝对的好或坏，要

根据各国的国情决定所采用的模式。对于欧盟来说，由于欧盟有统一的欧洲中央银行，且欧盟各国都有自己的微观审慎监管机构，因此应由各国的微观审慎监管机构作为宏观审慎监管的主导方。^①

综合起来看，基于 Lorenzo Bini Smaghi 提出的微观审慎监管与宏观审慎监管的冲突要比物价稳定与金融稳定的冲突更为严重，^② 因此第二种模式更具有普适性。此次金融危机中欧洲央行运用利率和流动性注入两个工具同时实现物价稳定和宏观审慎监管两个目标就是一次成功的实践。

四、宏观审慎监管与系统性风险的控制

宏观审慎监管的内涵及其基本思想并不难理解，难的是宏观审慎监管的实践，其中最重要的是系统性风险衡量的指标选择。一般而言，金融领域系统性风险的分析可以分为横截面维度（cross-sectional dimension）和时间维度（time dimensions）。^{③④} 横截面维度的风险衡量的是某一时点金融系统内累计的风险；时间维度的风险衡量的是隐藏在系统内部、在某一时间爆发的风险。

（一）横截面维度的风险监管

横截面维度的风险是指某一时点金融系统内可能存在的风险，对这种风险的监管关键是

① De Larosière Group 于 2009 年 2 月建议成立欧洲系统风险委员会（ESRC），经过一段时间的讨论，欧盟成立了系统风险委员会，权力架构采用了第一种模式。

② Lorenzo Bini Smaghi: Going forward-regulation and supervision after the financial turmoil. Speech delivered at the 4th International Conference of Financial Regulation and Supervision “After the Big Bang: Reshaping Central Banking, Regulation and Supervision”, Bocconi University, Milan, 19 June 2009.

③ Borio C, Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation? · CESifo Economic Studies, 2003, 49, 2, pp. 181-216.

④ Kamgna, Severin Yves, Tinang, Nzesseu Jules, Tsombou and Kinfaq Christian, Macro-Prudential Monitoring Indicators for CEMAC Banking System. <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/17095/>, MPRA Paper, No. 17095, 2009.

确定监管的范围及相应指标的临界值。

从宏观审慎的监管范围来看,由于宏观审慎监管的目的是为了防止系统性的金融风险,因此所有影响金融系统稳定的因素都要考虑进来。一个国家金融系统最重要的参与者就是金融机构,所有金融机构风险的积聚就是系统性金融风险。因此,监管机构应重点监控能够引起系统性风险的金融活动,如大型金融机构的业务活动以及金融机构之间的共同风险敞口(这一点在经济繁荣时期,从个体金融机构的资产负债表上并不能明显地反映出来),因此需要监管机构从经济和金融整体进行考虑,防止由于某种负面冲击所造成的系统性风险进而引发金融危机。

毫无疑问,在对金融系统进行监管时,最重要的是监管标准的确定。Borio^①认为制定判断标准时一个最重要的原则就是简单、直接。在对金融机构进行监管时要区分金融机构的活动所蕴含的系统性风险和个体风险,大型金融机构的个体风险有可能会带来很大的影响。然而,系统性风险和个体性风险如何区分在理论上仍然还是一个难题。Borio认为对于上市公司来说,其股票价格的波动也许能够反映一些信息;对于非公开上市的公司,资产负债表也许能够提供一些信息,随着风险估计技术的进步,监管机构从资产负债表中能得到的信息会越来越多。可以确定的是,大型金融机构的风险容易引起系统性金融风险,因此金融监管机构应加强对大型金融机构的监管,重点监测大型金融机构的风险状况,适时提高某些大型金融机构的资本充足率水平。

(二) 时间维度的风险监管

由于宏观审慎监管关注的是系统性风险,而时间维度的风险体现的是隐藏在系统内而在不同时期内表现出来的不同风险,因此时间维度的风险是宏观审慎监管更为关注的风险。由于微观审慎监管所具有的顺周期性,金融机构在经济繁荣时期扩大信贷规模,促使经济更加繁荣;而在经济衰退时期金融机构会收紧贷款,使经济陷入更严重的衰退中。因此,应对系统性风险最重要的手段就是逆风向监管,即在经

济繁荣时期提高资本充足率要求,在经济萧条时期则适当降低资本充足率要求,以平抑经济的波动。此外,新资本协议、公允价值准则等外部规则也加剧了金融系统的顺周期性。因此,在建立金融业的逆周期监管机制时,也应采取措施缓解外部规则的顺周期效应。

对时间维度的风险的监管可以从以下几个方面进行考虑。

1. 风险的测量方法及相应对策

逆风向监管的一个重要前提是对时间维度的风险的测量及判断。目前主要有两种观点。

第一种观点认为提高时间维度的风险的测量是很难的,判断系统性风险的大小并没有可信的标准,以往对危机的预测就说明了这一点。然而,相对于判断系统性风险的可能性,却可以很容易比较出目前金融系统的各种指标相比过去的平均值是高还是低。因此,与其等待衡量系统性风险指标的进步,不如用一些相对简单的指标来衡量系统性风险,这样更有利于监管机构做出决定。而且就目前来看,一些经济指标(如资产价格和信贷规模等)能够在一定程度上反映经济系统的运行情况,用这些指标去判断并做出对策显然更有利于政策的实践。Goodhart和Danielsson^②建议将信贷规模和资产价格的增长作为宏观审慎监管的指标,如西班牙监管当局将信贷供给作为监测系统性风险的指标之一,在实践中将过往经济周期中贷款的平均损失作为信贷供给的成本。^③此外,也有学者赞同使用保守的价值估算原则,如将资产的价值按较低的市场价格或账面价格进行估算。这些方法最大的优点是容易操作,监管机构只需按照既定的标准去判断,少去了许多由于信息问题导致的误判或道德风险等问题。当然,

① Borio C, Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation? · CESifo Economic Studies, 2003, 49, 2, pp. 181—216.

② Goodhart C and J Danielsson, The inter-temporal nature of risk, 23rd SUERF Colloquium on “Technology and finance: challenges for financial markets, business strategies and policy makers”, Brussels, October 2001.

③ Borio C and P Lowe, To provision or not to provision. BIS Quarterly Review, 2001, June, pp. 36—48.

这种方式过于简单，判断系统性风险显然还不够准确，因此在判断系统性风险的指标成熟后，这种方法将会退出历史舞台。^{①②}

第二种观点认为监管机构不应该用资产价格、信贷规模等简单的指标来衡量系统性风险，应该努力寻找更严谨的指标。扩大信息采集的范围也许能够更准确地捕捉系统性风险的概况，通过这种方式最终可能会形成判断系统性风险的较为准确的方法，基于这种方法的判断能更好地服务于监管政策，也能使监管机构按照具体的情况进行决策。虽然这种方式的成本较高，但持这种观点的人认为在这个方面进行努力是值得的。很多学者致力于发展一些能够衡量金融危机或者是宏观审慎监管的指标，虽然目前的成果还不能立即应用于实践，但是也取得了一些进步。Borio 和 Lowe^③对一些工业化国家和新兴市场国家采用了一些常见的指标用于预测金融危机的准确度，他们分析了这些指标用于测算系统性风险的可行性，并根据结果进行了相应的修正。其要点在于：一是只用事前信息来测算；二是重点关注累计过程的风险，用指标的标准差来测算；三是只看少数几个关键性的指标（如私人信贷与 GDP 的比率、资产价格和投资等）；四是综合各种因素来考虑这些指标，而不是用一成不变的标准；五是从多种角度来测算系统性风险。根据他们的研究，在三年时间里 60% 的危机被准确地预测到，20 个观测值中只有一个与预测的不一致。但是，这种结果的取得在很大程度上得益于累计效应而不是边际效应，仅信贷缺口一个指标就能准确预测到 80% 的危机。Borio 和 Lowe 也认为他们的研究还可以再加以改进，随着测算技术的完善和进步，监管机构可以参考和利用的信息会更多。

此外，为了预测金融危机对经济系统造成的损失，监管机构引入了压力测试，用以刻画负面冲击所造成的金融系统的损失。尽管目前在这方面已经取得了一些进展，但是还需要进一步的研究。^④在实践中，一方面可以利用相关指标对金融系统发生危机的可能性进行判断，另一方面也可以通过压力测试了解如果发生负

面的冲击时经济系统可能造成的损失，这些信息综合在一起有利于监管机构采取适当的措施防范金融危机的发生。这种自上而下的风险测算方式有利于防止传统风险估算方式所产生的顺周期性，事实上，传统的风险测算方法往往会忽视系统性风险，或者增加风险的顺周期性。一般来说，传统的风险评估方法主要有评级机构的评估、金融机构的内部评估以及全信贷风险模型。评级机构对金融机构风险的评估虽然也会随着经济周期的变动而变动，但对相对风险并不敏感，因此评级机构应加强对金融机构之间相对风险的评估；金融机构的内部评估方法在各金融机构之间差异很大，金融机构的内部评估会加重风险的顺周期性。部分学者的研究表明，采用内部评级法计算监管的顺周期性相比以往增加了 30%；^{⑤⑥}此外，大多数信贷风险模型并没有考虑宏观因素，因此相应的风险估计的顺周期性会随着评级机构的参与以及市场投入的增加而增加。

2. 新巴塞尔协议与顺周期性

虽然巴塞尔委员会采用平滑风险权重函数等方式对巴塞尔新协议的顺周期性进行了缓解，但是理论界和实务界对新协议的顺周期效应仍存在很大的分歧。有学者认为，通过新协议的第二支柱、资本缓冲以及提高银行风险管理水平等方式，可以将新协议的顺周期性控制在合

① Borio C. Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation? · CESifo Economic Studies, 2003, 49, 2, pp. 181—216.

② Borio C. The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand. Erfaringer og utfordringer Kredittilsynet 1986—2006, 2008.

③ Borio C and P Lowe. Assessing the risk of banking crises. BIS Quarterly Review, 2002, December, pp. 43—54.

④ 与微观审慎监管的压力测试相似，其主要思想是评估在遇到资产价格崩溃或经济衰退时金融系统可能遭受的损失，世界银行和国际货币基金组织联合推动的金融部门评估计划 (FSAPs) 是金融系统压力测试的重要尝试。

⑤ Kashyap A K and Stein J C. Cyclical implications of the Basel II capital standards. Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, 2004, 1, pp. 18—31.

⑥ Gordy M and Howells B. Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient? · Journal of Financial Intermediation, 2006, 15, 3, pp. 395—417.

理范围之内。然而,美国金融危机使人们对新协议的顺周期性又有了新的认识,新协议的顺周期效应得以确认。

目前理论界正在积极探讨解决新巴塞尔协议顺周期效应的方法。巴塞尔委员会2009年1月发布的新协议修订征求意见稿中,要求增加交易账户的资本以及规定市场内部风险模型法的资本要求应同时覆盖正常市场条件和压力下的VAR值,将数据更新频率从3个月缩短为1个月,进一步强化风险治理框架的有效性以及风险评估的全面性。

此外,为了缓解新巴塞尔协议的顺周期性,FSA、^① De Larosiere et al.^② 建议在新协议中应强化跨周期评级法的使用。

3. 会计标准与审慎规则

实践证明,会计准则也会影响审慎监管的规则,丝毫不能忽视会计准则对金融稳定的影响。评估方法的不同会对资产净值以及收入的估计造成影响,会计准则有可能会对企业的内部风险管理造成很大的影响。遗憾的是,会计准则的巨大影响直到最近才引起人们的注意。

新巴塞尔协议使人们重新审视了预期收益和非预期收益的损失与信贷供给以及资产价格的关系。关于信贷供给量的讨论开始走向前台,目前普遍达成共识的是前瞻性的拨备能够使会计价值和实际经济价值更加吻合,从而在一定程度上缓解顺周期性。然而人们并没有就如何提高会计的前瞻性问题达成共识,而且对公允价值的关注又引发了人们新一轮的热议。大家争论的一个关键问题是对风险或不确定性的监管是否应该建立在保守的基础上,或者是通过真实而公平的估计抑或是通过其他方法,例如特殊的监管规则(如最低资本金要求)。值得注意的是,引进公允价值记账需要考虑的是当引起金融不稳定的源头是资产价格紊乱时,这种依靠市场价值的方法可能加重金融系统的顺周期性。

显然,会计记账方法和审慎监管规则之间的关系必须理顺,保守的价值估计方法也许简单而有效,但是如果能够区分会计准则与审慎监管规则的关系则会使监管更加透明,而且,

如果能够区分不同的监管目标并且实现这些目标,那么将能够缓解两种目标间的冲突。

五、构建我国宏观审慎监管体系的相关建议

从我国的情况来看,虽然金融监管效率较高,金融体系也较为稳健,短期内并不具备由于系统性风险引发金融危机的条件,但由于我国金融机构相当一部分由国家控股,大部分金融机构在经营理念、行为模式以及风险暴露等方面具有较高的同质性,仍然存在系统性风险的隐患。因此,从长期来看,也有必要建立我国金融业的宏观审慎监管体系,维护我国金融系统的稳定。

第一,进一步完善微观审慎监管机制。微观审慎监管作为宏观审慎监管的基础,在宏观审慎监管体系中居于十分重要的地位并发挥着十分重要的作用。构建我国的宏观审慎监管体系,最重要或者说最为基础性工作是进一步完善微观审慎监管机制。在这一点上,微观审慎监管能力和效率的提高需要放在更加突出的位置,监管能力和效率应与金融业务、金融创新的发展保持动态的协调。一方面,要加快金融监管法规、制度和机制建设,严防出现严重的“监管空心”和“监管死角”;另一方面,要加强监管能力建设和人才储备,提高监管当局对资产负债、投资策略和资产配置等的监管能力和对风险的预警、防范和控制能力;再一方面,要逐步升级监管技术和方法,采用现代的科技手段,对金融风险予以甄别、防范和处置。特别要指出的是,我国尚未建立起包括注入流动性、处置有毒资产、金融机构重组与破产等要素的金融危机应对机制,而从金融危机的救援来看,金融监管当局的有效救援是金融风险

^① FSA. Discussion Paper: A regulatory response to the global banking crisis. 2009.

^② Jean-Pierre Landau. Bubbles and macro prudential supervision. Speech delivered at the Joint conference on “The Future of Financial Regulation”, organised by the Bank of France and the Toulouse School of Economics (TSE), Paris, 28 January 2009.

扩散的有效防火墙，同时，流动性注入和问题资产处置是恢复金融机构和市场功能的重要措施，因此，必须建立一个强有力的最后贷款人和一套运行有序且有效的金融风险或危机应对机制。

第二，构建适合我国国情的监管体制架构。我国目前实行的是“一行三会”的分业监管框架，微观审慎监管职能主要由银监会、证监会和保监会承担，中央银行也承担了少量的微观审慎监管职能。可以说，这种监管构架使微观审慎监管机构很难在未来的宏观审慎监管架构中处于主导地位，银监会、证监会和保监会中的任何一家都不具备处于主导地位的条件。作为宏观审慎监管体系的主导部门，必须具备能够宏观把控全局、协调各部门的共同利益并及时处理单个机构或金融体系中出现的问题的能力，以保证金融业的安全、稳健发展。在这个意义上，中央银行显然最符合宏观审慎监管这方面的要求。不仅如此，由于中央银行独具最后贷款人职能，所以它具有维护金融稳定和实施宏观审慎监管的天然优势。在新的宏观审慎监管架构中，政府应明确中央银行为宏观审慎监管的责任机构，微观审慎监管机构与中央银行应实现信息共享，中央银行负责监控金融体系的系统性风险，并定期将分析结果及建议反馈给微观审慎监管机构，微观审慎监管机构根据中央银行的建议采取适当的措施。有必要提及的是，在我国，财政部门、国有资产管理部门等也在一定程度上承担着金融稳定的责任，所以，建立宏观审慎监管框架，必须建立既兼顾各方又明确分工的协作机制。当然，待条件成熟时，可能还是有必要在现有的监管框架基础上，建立一个更高层次的金融委员会，专司宏观审慎监管和维护金融稳定的职责，全面分析、监控所有可能导致金融体系风险的机构、产品、工具、市场和交易行为，开发和建立宏观审慎监管的工具、标准、指标，防范系统性风险。

第三，尽快建立和完善逆周期监管的相关制度。建立宏观审慎监管体系的一大目的就是消除目前由新巴塞尔协议以及会计准则带来的

对金融系统的顺周期影响，因此，应进一步研究金融体系顺周期的内在机理，并通过逆周期的政策（如逆周期资本缓冲机制、改革计提拨备政策以及公允价值会计准则等）建立适当的逆周期监管机制。不可否认，在这个过程中也面临着规则导向和相机抉择的选择问题。结合我国的实际情况，目前较为合理的可能还是以规则导向为主，辅之以相机抉择。对于逆周期资本监管、杠杆率指标、前瞻性的拨备计提规则以及公允价值的会计准则，可以采取规则的逆周期监管政策，相机抉择只在必要时使用。

第四，探索适合我国国情的宏观审慎监管指标。目前对于系统性风险指标和宏观审慎监管指标的研究已经取得了一些进展，但是这些检测指标并不适合所有的国家和所有情况。因此，应借鉴国际经验，设计适合我国国情的宏观审慎监管指标，并进行连续监测，重点关注每个指标与历史平均值的偏离，在检测中不断修正。以银行业为例，可以选取银行业的信贷指标（如信贷规模占GDP的比值、信贷的增长速度、信贷的行业投向结构等）作为资产价格泡沫的判断依据；同时，可以运用宏观压力测试估计出现危机时经济系统可能遭受的损失；宏观审慎监管机构将上述指标及预期损失情况反馈给银行业监管部门并提出相应的政策建议，银行业监管部门根据指标情况及建议实施具体的监管政策。另外，基于我国金融机构的金融创新发展迅猛，而金融机构自身的风险管理能力远远不够的现实，宏观审慎监管当局需要针对银行、证券、保险等行业的安全性、流动性和盈利性要求，通过强化金融机构资本充足率、资产负债、表内表外业务以及金融体系的清算支付系统的监管，设计一个既能促进金融创新又能防范金融风险的监管指标体系。

第五，注重加强对大型金融机构的风险管理，也就是，在宏观审慎监管框架下，要强调对具有系统性影响的金融机构监管的重要性。随着国有大型金融机构实力增强、大型金融控股集团的形成，我国出现了混业经营的格局，有可能出现类似美国的分业监管和混业经营的制度性矛盾。宏观审慎监管部门应重点加强对

这类机构的监管。一是强化大型金融机构的资产负债管理,严防其杠杆率过度上升,确保大型金融机构的安全性;二是注重对大型金融机构的海外投资和资产进行动态监管,协调好安全性和收益性的关系,以防止金融机构的海外风险敞口过大;三是建立相应的信息收集、风险评估和预警系统,定期或不定期地对大型金融机构进行风险评估,防范系统性风险。

本文作者:何德旭是中国社会科学院数量经济与技术经济研究所副所长、研究员、博士生导师;吴伯磊、谢晨是中国社会科学院研究生院财政与贸易经济系2008级博士研究生

责任编辑:赵俊

Systemic Risk and Macro-Prudential Supervision: Theoretical Framework and Suggestions for China

He Dexu Wu bolei Xie Chen

Abstract: The recent financial crisis has produced a broad consensus in at least two areas. The first is that the traditional micro-prudential supervision can't protect the financial system from collapsing. The second is that we should strengthen the macro-prudential aspects of financial supervision. From our point of view, in order to maintain the stability of our financial system, it is necessary to establish China's macro-prudential supervision of financial system. Firstly, we need to improve the mechanism of micro-prudential supervision; secondly, we should construct a supervision system suited to China's national framework; thirdly, we should establish and improve the system of reverse-cycle regulation and finally we should explore macro-prudential supervision indicators suited to China's national conditions.

Keywords: macro-prudential supervision; systemic risk; periodicity; reverse-cycle supervision

观点选萃

后金融危机时代虚拟财富的三维反思

邵鹏峰

上海财经大学现代经济哲学研究中心博士生邵鹏峰撰文指出,信用维度、特征维度与效应维度是虚拟财富的三个维度,其中信用维度指的是虚拟财富中根本性的部分,贯穿于虚拟财富存在与发展的始终;特征维度是指虚拟财富自身具有的特征,主导着虚拟财富的量与质的变化;效应维度是指虚拟财富的存在对经济运行产生的增值效应、投资效应与消费效应。从三个维度对虚拟财富进行分析,犹如把虚拟财富看作一个三面体,其中信用维度是它的底面,也是支撑面;特征维度是它的俯视面,也是特征面;效应维度是它的基本面,也是展开面。当三面体作为一个系统动起来的时候,就是虚拟财富最光彩夺目的时候。但是任何一个面有问题就意味着虚拟财富将遇到危机,我们把这称为虚拟财富的“三维陷阱”。从本质上来讲,2008年金融危机的根源就是进入了“三维陷阱”,就是金融企业为赚取虚拟财富,不顾触犯金融道德的风险,不断非理性放大金融杠杆,不断积聚金融风险,不断产生巨大的投资与消费效应,泡沫破裂的灾难性后果超出了金融体系所能承受的临界点,进而引发信用违约危机、债务危机等一系列连锁恶性反应,而这一系列灾难的背后凸显出来的则是美国出现了整体性的信用崩盘。

(王姣娜 摘编)