

Rethinking on Macro Prudential Policy 对宏观审慎政策的再思考

■ 程 炼

最近的一段时间可谓中国金融体系的多事之秋，各种“状况”纷至沓来，企业、投资者、金融机构和金融监管当局都面临着严峻的考验。从“去杠杆”、资管新规到P2P风险处置，我们都看到长期与短期、时间与空间、经济与金融等各个维度各种因素的相互作用，也更加认识到金融监管时刻如履薄冰的状态。与此同时，金融风险及其政策应对的复杂性也让我们不得不再次重温金融监管的一些基本概念的内涵，其中之一就是宏观审慎政策。

宏观审慎政策可以说是此次全球金融危机后人们对于金融监管体系进行反思得到的最重要理论成果之一，并且已经付诸许多国家的政策实践。在我国，十九大报告提出“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，也正式确立了宏观审慎政策的地位。不过，虽然宏观审慎政策框架在全球金融危机之后才广为人知，其基本概念早在20世纪70年代就已经被提出，而中央银行的金融监管职能也并非新鲜事。实际上，由于其“最后贷款人”的角色，中央银行“天生”就肩负着金融稳定的功能。只不过，受制于“丁伯根法则”——要同时实现多项政策目标，至少需要与其数量相等的政策工具，在全球金融危机爆发前的主流观念是在央行的货币政策工具有限的情况下，稳定功能和价格稳定功能应该分离，这也就是所谓的“杰克逊·霍尔共识（Jackson Hole Consensus）”。

尽管让中央银行承担更多的金融稳定职能已经成为全球金融危机后的一个潮流，但杰克逊·霍尔共识背后的机制却并未被否定。在政策工具有限的情况下，如何同时实现金融稳定和货币政策的其他目标，依然是学界和政策当局所关切的重要问题。在最糟糕的情况下，如果中央银行并无新的武器可用，那么让其承担金融稳定职责只是给货币政策增加了另一个外部约束条件，用以体现“价格稳定并不等于金融稳定”的理念，但其实际效果却是值得怀疑的。毕竟对于金融稳定而言，货币政策是个相对“粗犷”的工具，远不像微观审慎监管措施那么细致。幸运的是，经过努力，人们为宏观审慎政策找到了诸如“流动性覆盖比率”“净稳定融资比率”等新的指标工具，而电子化支付结算系

统的发展更使得央行获得了直接对金融体系中的资金流动进行直接干预的能力，从而使得其金融稳定目标实现获得了依托。但即便如此，前面的问题也仍然没有获得完全的解决。因为“丁伯根法则”背后的机制是政策工具在经济效应上的独立性：如果几种政策工具的经济效应相互之间独立性越强，那么其组合使用可以实现的政策目标也越多，反之，如果几种政策工具在最终经济效应上是完全重合的，那么它们实际上是同一种工具，对于扩大政策目标范围没有任何意义。从这一角度来看，宏观审慎政策在工具发掘上的成就依然非常有限：虽然很多工具指标在入手点上各不相同，但是都会产生很明确的货币政策扩张或紧缩效果，从而使得中央银行依然无法摆脱在货币政策目标与金融稳定目标上的权衡。

使得情况更为复杂的是，当中央银行肩负多个政策目标时，其政策选择不仅仅是在不同目标之间的“权衡”，而是必须考虑到这些目标相互的非线性关系。在大多数语境下，当我们讨论中央银行的宏观审慎政策时，我们所指的实际上是顺周期性，最典型的例子就是经济高涨时期不断扩张的资产泡沫和经济紧缩时期金融机构抛售资产导致的流动性枯竭。为了预防这类金融风险，中央银行所要做的就是遏制经济主体行为的顺周期性——在信用扩张时踩刹车，在信用紧缩时加点油，也即所谓的“逆风而行（leaning against the wind）”。但是，实际情况并不那么简单。例如，对于许多国家的中央银行，促进经济增长是其政策目标之一。

在人们致力于探讨央行可得的各项政策工具对于金融稳定目标作用的同时，另一个角度的问题也同样值得我们重视，那就是宏观审慎政策工具对于中央银行其他政策目标的影响。在赋予中央银行宏观审慎政策功能及相应工具之后，我们实际上也赋予了它利用宏观审慎政策工具来实现其他政策目标的可能性。而从技术上看，随着全球金融危机使得各国经济陷入紧缩，非常规性货币工具正获得越来越普遍的应用，其中也不乏某些金融监管政策的身影。可以推想，当宏观审慎政策成为中央银行的常规职能时，其政策工具与传统货币政策工具之间的界限也会逐渐淡化甚至消失。实际上，在宏观审慎政策框架的概念体系中本身就为其

上述功能预留了位置。在理论探讨中,宏观审慎政策目标主要有三种:第一,金融体系的安全性或系统风险防范,即防止由于某些金融机构的倒闭导致金融体系功能的丧失。这是宏观审慎政策被广为认可的基本目标,它所带来的直接效应就是导致对“具有系统重要性”金融机构的特别关注。第二,金融体系或金融中介功能的稳定性。这一目标不仅要求保证金融体系的健全,而且要求尽量减少金融中介功能,也即信用供给的波动,它的提出主要是针对微观审慎监管所表现出的顺周期性,这也是当前宏观审慎政策的主流共识。第三,宏观经济或实体经济的稳定性。这一目标是金融中介功能稳定的进一步扩展,而且就其实质而言更具根本性,因为金融的最终目标是实体经济服务。但是这一目标与具体金融活动的距离太远,因而可操作性相对较弱,也未能成为宏观审慎政策的主流意见。不过正如我们前面所提及的,从中央银行的角度来看,将宏观审慎政策的目标放在宏观经济稳定的层次则有助于避免将眼光局限于金融监管本身,而是能够从更高也更为丰富的视角来考虑宏观审慎可能发挥的功能,从而也为其承担金融稳定职能提供了额外的激励。

在理想情况下,宏观审慎政策目标的上述扩展是一种帕累托改进。因为在中央银行以社会福利最大化为目标的前提下,政策工具范围的扩展将会使得其各项政策目标获得更好的实现。不幸的是,在现实当中则未必如此。首先,正如前面已经提及的,至少在目前我们还无法建立经济增长、通货膨胀、金融稳定等各项政策目标与社会福利之间的确切关系,这也是为什么经验在货币政策制定中具有如此重要性的原因。其次,在面临多重目标并且目标之间关系并不清晰的情况下,中央银行有可能对于这些目标并无一视同仁。根据激励机制的基本原理,在目标的可观测性以及与其努力的相关性存在差异的情况下,代理人会给予那些容易观测并且和自己的努力相关性更大的目标以更高的权重。从这一点上看,金融稳定目标处于相对不利的地位。在经济增长、通货膨胀、金融稳定这三个目标当中,通货膨胀有非常成熟的度量指标,并且基本上被认为是中央银行货币政策的直接结果,因此也就不难理解为什么各国中央银行通常把价格稳定作为第一要务。经济增长虽然也有成熟的测度体系,但它更多地受制于其他部门的政策措施,所以中央银行主要扮演“配合性”的角色。相形之下,金融稳定尽管在理念上具有极高的重要性,但却很难加以清晰合理的测度,并且在大多数情况下,维护金融稳定主要是微观审慎监管的职责,因此我们很难指望中央银行在实际政策实施过程中赋予金融稳定特别高的权重。在这种情况下,让中央银行将其实现货币政策目标的工具箱扩展到宏观审慎政策范围内,对于金融稳定而言并不一定是有利的。

传统货币政策和金融稳定目标的潜在冲突还体现在政策风格或“文化”上。在传统的货币政策领域,规则与相机抉择之间的选择一直是争论的热点。在此次全球金融危机爆发后,鉴于“处置非常情况需要使用非常手段”,相机抉择和政策手段的灵活性似乎得到了更多的青睐。然而在传统的金融监管领域,规则和政策一致性则是主流方向。这不仅是由于监管框架赖以建立的法律传统,更是由于金融稳定本身就有赖于金融体系内主体行为的稳定性,而后者则又极大地依赖于规则及其预期的稳定性。如果金融监管规则朝令夕改,不仅会使得金融主体失去稳定预期,承受巨大法律风险,严重损害金融监管当局的权威,而且还会带来巨大的金融套利风险,直接危及金融稳定。从这个角度来看,维持稳定一致的金融监管规则是一个必要的选择,尽管这并不意味着金融监管体系无须修改完善。然而如果金融监管规则被用于实现货币政策或其他宏观经济目标,那就难以保证这些规则的稳定性。反过来,这种做法很容易加剧货币政策领域本身已经存在的政策动态不一致问题,诱发金融机构的投机倾向,甚至导致后者为了获得有利的监管环境而通过制造风险进行“逼宫”,导致软预算约束和金融风险。

上述货币政策与金融监管在政策风格与文化上的冲突也折射出了宏观审慎政策框架在概念上的折衷性质。通常状态下的金融监管和货币政策在风格上如此不同,却能够在宏观审慎政策框架的概念之下得以结合与统一,追根溯源,仍在于系统性风险与金融危机的“非常规性”。和通常的金融风险不同,系统性风险的一个重要特征就是它的复杂性和非线性,这使得人们无法根据通常状态下的金融与经济指标简单外推来获得对金融危机的预测,从而也使得系统性风险和金融危机被划归到需要单独加以考察和处置的非常态类别。这种特殊性不仅使得金融危机的处置和防范措施可以完全不同于通常的金融监管或宏观经济政策,也使得经济与金融主体在政策预期上将它们与经济和金融政策的常态区分开来,从而使得宏观审慎政策这样的概念组合得以存在。但也正因为此,在对宏观审慎政策框架加以落实和应用的时候,一定要意识到其特殊性,而不能简单加以推广,甚至“泛化”到其他领域的政策当中,否则很容易导致政策目标的误置和政策效果的扭曲。无论如何,从操作层面而言,宏观审慎政策仍然是一个新的概念,需要通过实践来摸索经验,进而对理论进行反思和完善。因此,面对着金融稳定这一重要目标,宏观审慎政策的操作首先要求我们秉承审慎的态度,不忘初心,方能持重行远。●

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

责任编辑:董治
yifj_dz@126.com