



宏观审慎监管与宏观调控政策的协调

□ 刘泽云

宏观审慎监管是针对金融系统性风险的监管，目的是保持金融稳定。它与微观审慎监管有较明显区别，微观审慎监管的目的在于限制单个金融机构的危机，保护存款人、投资者和消费者的利益；宏观审慎监管是将整个金融市场当成一个整体对待，目的在于限制系统性危机，降低金融不稳定对宏观经济的负面影响，但二者采取的措施或工具并无明显区别。金融危机爆发以来，人们发现，仅仅关注单个金融机构风险的微观审慎监管，不足以保证整个金融系统的稳健。因此，加强宏观审慎监管已经成为学术界和各国政府的共识。但由于产生系统性风险的因素很多，无论是货币政策还是财政政策，它们的实施都会对金融稳定产生影响，相应地，金融系统的稳定

状况也会反过来影响货币政策甚至财政政策的效果。如何协调好宏观审慎监管与宏观调控政策的关系，就成为必须认真对待的核心问题。

一、宏观审慎监管与货币政策的协调

在本次金融危机发生之前，主流的货币政策框架具有以下特点：一是将维持以消费价格指数为代表的价格稳定作为首要目标，并且货币政策通常盯住的是一个一到两年的中期通货膨胀预期目标，而不是把资产价格作为政策目标，除非资产价格变化预示着通货膨胀预期的变化。二是利率逐渐成为常规政策工具，而对利率的调整通常通过公开市场操作来完成。三是在衡量通货膨胀时，通常将产品和劳动力市场缺口作为主要变量，对于

货币或者信贷资产价格的变化则没有给予足够的重视。四是中央银行不应刺破资产泡沫，而应该在泡沫破裂后以向市场注入流动性等方式进行及时处理，减少泡沫破裂对经济的影响。在这个框架下，货币政策与宏观审慎监管政策之间的关系具有如下特点。首先，尽管过去几十年出现了物价水平稳定、经济平稳增长的局面，但同时金融危机发生的频率和损失程度却并未下降，反而呈上升趋势，此外，世界范围内的贸易不平衡也越加严重。这说明，以消费价格指数为代表的中期价格稳定并不是金融稳定的充分条件，货币政策不能完全起到金融稳定的作用，不能替代宏观审慎监管。其次，历史上历次严重的通货膨胀以及日本90年代以来的通货紧缩都导致了金融系统风险大增，甚至出

现大量破产事件，这表明价格稳定是金融稳定的必要条件。最后，一旦系统性风险爆发，泡沫破裂，在上述货币政策框架下中央银行不得不采取注入流动性等措施及时处理，这反过来对价格稳定又造成潜在的风险。例如，在本次金融危机期间，主要发达国家相继推出了量化宽松的货币政策，但如何及时退出，降低这些政策对通货膨胀的影响，已经成为这些国家中央银行必须妥善解决的问题。

从货币政策本身的传导机制看，以资本充足水平和流动性水平为代表的宏观审慎监管会对银行信贷行为产生影响，从而影响货币政策的效果。例如，在扩张性货币政策下，假设中央银行采取降低存款准备金和注入流动性的做法，银行则会增加可用来放贷的资金规模。如果银行资本充足水平高于最低监管要求，银行在利润最大化的驱动下，会利用新增的资金对私人部门发放新的信贷，一直到资本充足水平等于最低资本要求。否则，银行不能用新增的资金对私人部门发放新的信贷，而只能将资金投入不占用资本的政府债券或其他类似的资产上，这就影响了货币政策的效果。假设中央银行采取了降低政策性利率的措施，最直接的效果是降低银行从央行筹集资金的成本，由于银行资产和负债期限结构的不对称，一般会提高银行发放贷款的积极性和盈利能力。同时，私人部门的信贷需求也会上升，但如果银行资本充足率不满足最低监管要求，则银行也不能发放新的贷款而只能将低成本融入的资金用于政府债券等资产的投资。在紧缩性货币政策下，资本充足水平高的银行会想方设法从央行以外的渠道获得资金或者调整资产结构，以满足央行提高存款准备金和收回流动性的要

求，同时发放新的贷款，以满足盈利的需要。如果资本充足率水平仅仅达到最低资本监管要求，尽管也会想方设法从央行以外的渠道获得资金或者调整资产结构，但就只能以满足央行提高存款准备金和收回流动性的要求为限了。在一般情况下，因为私人部门贷款的收益高于其他资产，央行以外的资金会从资本充足水平低的银行流向资本充足水平高的银行，从而整体上会减弱紧缩货币政策的效果。同样道理，银行流动性水平也会对货币政策的效果产生影响。因为从货币政策的实践看，中央银行运用货币政策的工具比较频繁，通过公开市场操作注入市场的流动性大多期限较短。在这种情况下，央行对流动性的注入对于商业银行而言只是增加了新的短期资金，为了满足流动性监管需求，银行对信贷的投放也必须考虑期限匹配和未来流动性的问题，这实际上限制了对私人部门信贷供应的有效性。总之，在资本约束和流动性约束的情况下，货币政策的传导机制会受到影响，货币扩张或者收缩不再是标准的乘数效应了。如果宏观审慎监管与货币政策不相协调，货币政策的效果当然会受到影响。

从宏观层面和传导机制方面可以看出，货币政策和宏观审慎监管政策之间协调的重要性，但究竟两者之间要如何协调呢？这主要集中在以下两个方面：一是完善以前的货币政策框架，引入宏观审慎的视角。具体而言，货币政策的价格稳定目标不应局限于中短期稳定，也不应局限于消费价格指数，而应该以能够促进经济增长的持续的价格稳定为目标，应该关注更长期的价格稳定，关注金融体系失衡。在这个前提下，需要时，可能要在短期通胀压力不大的情况下，主

动预先采取收紧措施防止系统性风险的进一步积累，而不再像以前那样，在泡沫破灭后，事后进行处置，或者是建立货币政策的适当干预机制，当金融失衡在正常范围内时，货币政策主要仍旧集中于价格稳定和经济增长，超出范围后，就对金融失衡做出反应。二是在实施宏观审慎监管的过程中，对于经济增长和经济周期也应予以足够关注。具体而言，逆周期宏观审慎政策的实施一定要考虑信贷周期领先于实体经济周期。特别是在经济衰退期，不能在实体经济没有明显复苏的情况下，根据前期的信贷增加而过早地采取提高资本充足率要求、提高贷款价值比等监管政策，造成“宽货币、紧信贷、低增长甚至负增长”的局面。可行的办法是，按照上述适当干预的原则建立一种机制，即在经济上行和繁荣期，需要货币政策更加关注金融失衡和系统性风险的积累，更加主动地与宏观审慎政策配合，在经济下行和萧条期，需要宏观审慎监管更加关注实体经济增长，更加主动地与货币政策配合。

二、宏观审慎监管与财政政策的协调

在现有的讨论中，对于宏观审慎监管与财政政策的协调涉及不多。但政府财政政策的稳健同样是金融稳健的必要条件，所以这两者之间的协调也非常重要。如果政府财政赤字过高，大量持有国债或其他政府债权的金融机构和个人就会面临政府违约的风险。这必然导致系统性风险的上升。因政府过度负债，导致恶性通货膨胀和金融体系崩溃的例子，在历史上并不少见。而最近欧洲主权债务危机可以算是在通货膨胀并不明显的情况下出现金融体系不稳定的重要例

子。另一方面，一旦发生金融危机，尽管中央银行会通过注入流动性等方式参与处理，但最后真正承担损失的还是政府财政，或者说广大纳税人。本次金融危机中，通过政府注资的方式挽救问题机构，或者说政府的杠杆化取代金融机构杠杆化的做法，就是这方面最好的证明。

从财政政策发挥作用的渠道看，宏观审慎监管也会对其产生一定的影响。在收入政策方面，宏观审慎监管的影响主要集中在对政府赤字和其他公共部门债务方面。例如，在扩张性财政政策下，政府一般会扩大赤字或者公共部门债务，但在银行资本充足水平高于监管最低要求的情况下，银行会优先考虑发放私人部门信贷，因为一般情况下政府和公共部门债权的账面收益要低于其他信贷。只有当银行资本充足率没有空间时，政府和公共部门的债权才会因资本占用低而受到银行的青睐。换言之，当银行体系资本充足水平接近监管最低要求时，政府通过举债的方式筹集资金会比较顺利，具体体现在成本较低和数量较大两个方面。在支出政策方面，宏观审慎政策的影响主要通过私人部门信贷供给间接发生作用。例如，在扩张性财政政策下，政府扩大支出刺激经济。如果银行资本充足水平高于监管要求，私人部门同时仍然能够获得信贷支持，那么在其他条件不变的情况下，扩大财政支出对于私人部门的挤出效应就会比较小，在政府支出和私人部门支出的双重作用下，财政政策效果明显。如果资本充足率水平已经没有空间，私人部门不能获得信贷，扩大财政支出对于私人部门的挤出效应就会比较大，政府部门在推动经济方面的作用因为私人部门的信贷需求得不到满足而显得很突出，但由



于缺乏私人部门的配合，财政政策效果却受到抑制。在流动性要求方面，银行持有的政府和其他公共部门债权一般都能够被认为是具有较好流动性的资产，因而总体上影响不大。

在协调宏观审慎监管与财政政策上，需要注意以下几点。一是财政政策也应该引入宏观审慎的视角。特别是在政府债务和财政赤字管理方面，必须用更加长远的观点看待政府债务的积累，充分认识到过高负债率对金融稳定带来的影响，解决好政府任期有限与政府债务长期甚至无限的矛盾。二是在评估时，对于各种形式的隐性政府债务予以充分重视，合理全面掌握政府债务的总体情况和趋势。三是对于银行持有的不同层级政府和公共部门债权的资本和流动性监管要求方面，监管当局可以在巴塞尔协议的基础上进一步予以适当区分，更加准确反映风险水平，更加有针对

性地实施审慎监管。例如将中央、省及以下政府区分开来，将政府发行的可流动性债券和公共部门从银行获得的信贷区分开来等等。四是继续按照上述适当干预的原则建立一种机制，即在经济上行和繁荣期，需要财政政策更加关注金融失衡和系统性风险的积累，更加主动地与宏观审慎政策配合，在经济下行和萧条期，需要宏观审慎监管更加关注实体经济增长，更加主动地与财政政策配合。五是在对问题机构的救助和处理方面，政府充分利用宏观审慎监管的成果，及时果断地进行救助和处置，防止问题蔓延。例如，对于已经制定恢复计划和处置计划的银行，可预先安排、设计相应的救助措施，对于问题机构的救助可以参照系统重要性水平进行等等。

(作者单位：财政部财政科学研究所)

责任编辑 冉鹏