

论文 NO. 2018 年 1

发表时间：2018 年 1 月 16 日

## 防范系统性风险的根本是加快系统性改革

殷剑峰

摘要：中央经济工作会议将防范化解重大风险置于三大攻坚战之首。党的十九大也指出，要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，严防系统性金融风险。改革是防范金融风险的唯一出路。如何更好发挥宏观审慎监管体制的作用，打赢这一攻坚战？

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

“宏观审慎”是一个早在上世纪 80 年代就已经出现的概念，但是直到 2008 年全球金融危机后才成为热点。宏观审慎监管的目的在于防范系统性金融风险，后者指的是导致金融系统崩溃、进而对实体经济产生严重冲击的风险。然而，迄今为止，建立有效的宏观审慎监管体制依然面临着一些重大的理论和实践难题。

**第一个问题是关于系统性风险的度量。**任何一个有效的宏观经济金融政策，其前提是有一个明确的目标或目标体系。例如，常规性货币政策的最终目标是可以明确观察、界定的物价总水平和失业率，与最终目标相联系的是符合可测性、可控性和相关性标准的货币供应量或者利率指标，央行则可以通过短期利率、准备金等操作目标对中间目标、乃至最终目标施加影响。与频繁、可观察的货币政策目标不同，系统性风险则是非线性、极少发生的事件，缺乏连续的高频观测数据。对此，国内外学术界和政策管理层都承认，迄今尚未找到度量系统性风险的方法，也缺乏度量的数据。目前诸如国际清算银行、国际货币基金组织等倾向于使用广义信贷这个指标，但研究表明，上世纪 80 年代以来至少 2/3 的信贷繁荣与危机无关，信贷繁荣驱动的资产价格上涨更多地是反映了经济基本面向好。

**第二个问题是如何评价宏观审慎监管的绩效。**这个问题一方面是源自无法识别和度量系统性风险，另一方面则是因为这样的认识：如此次全球危机所表明，系统性风险一旦爆发就会造成巨大的产出和就业损失，因此，在信贷繁荣的早期进行干预就可以避免随后可能（尽管可能性很小）的危机。这就引出了这样一种权衡：货币监管当局要

么犯 I 型错误——对没有系统性风险的信贷繁荣进行了不必要的干预，要么犯 II 型错误——没有对存在系统性风险的信贷繁荣采取措施。由于全球危机的影响尚未消弭，目下各国货币监管当局都坚定地表明要选择犯 I 型错误，而不是可能产生重大损失的 II 型错误。假设这种选择持续下去，我们会发现，实施宏观审慎的货币监管当局永远不会得到正面评价：如果没有系统性风险事件的发生，我们就不知道如何评价宏观审慎在防范系统性风险中的作用；反之，如果有系统性风险事件发生，我们却可以明确指出宏观审慎是失败的。战国时期魏文王询问扁鹊三兄弟医术的故事，讲的就是这个道理。

**第三个问题是卢卡斯批判和时间不一致性问题。**“卢卡斯批判”指的是政策当局制定政策时都是依据经济当事人之前的行为，而一旦政策制定出来后，经济当事人的行为也会发生变化，进而使得政策失灵。新近的研究表明，宏观审慎措施会改变金融机构的行为，例如逆周期资本不仅没有解决金融顺周期的问题，反而使得金融机构的行为更加一致性，从而加大了整体的波动。“时间不一致性”指的是，此时制定的最优策略在彼时就变成了次优选择。宏观审慎政策的时间不一致性一方面是因为卢卡斯批判，即经济当事人行为变化使得之前的最优策略失灵，另一方面更是因为无法有效评判宏观审慎的效果。如前所述，宏观审慎在最好的情况下也不会得到正面的评价，因此，随着时间的推移和人们对危机的记忆消失，货币监管当局一定会逐渐偏好于犯 II 型错误，而不是吃力不讨好的 I 型错误。现实中可以看到，随着美国经济从次贷危机中修复，特朗普政府正在呼吁取消多德—弗兰克法案中的一些严厉条款（尤其是沃尔克规则）。

**第四个问题是宏观审慎与货币政策的协调问题。**双支柱宏观框架的设计在理论上似乎是简单明了的：货币政策关注传统的价格稳定以及就业和经济增长，宏观审慎关注金融稳定、货币政策和宏观审慎相互配合，进而实现经济和金融的同时稳定。但是，由于货币政策同时会影响金融指标，而宏观审慎同时会影响经济指标，这两个政策间在实践中的配合实际上非常复杂。例如，一个旨在刺激经济增长的货币政策会通过利率、资产价格和经济当事人资产负债表等传导渠道，促进信贷供求，在产出缺口和通胀缺口缩小的同时，广义信贷增速加快，杠杆率提升；与此同时，一个旨在维护金融稳定的宏观审慎措施，例如逆周期资本或者贷款价值比（LTV）的提高，在降低广义信贷增速的同时，又将扩大产出缺口和通胀缺口。这两个政策之间如何确定各自的力度和时机，如何确定各自目标的优先劣后，如何确定货币当局和宏观审慎当局的主从地位，都没有可靠的理论模型和实践中的先例可循。

**第五个问题是宏观审慎与微观审慎的协调问题。**这个问题在本质上是政府与市场的关系问题，即金融资源的配置究竟是由市场发挥决定性作用，还是政府说了算。对银行实施的微观审慎监管旨在通过法定资本金、法定准备金、流动性覆盖比率、存款保险等措施，在促进竞争、优化金融资源配置与防止单个银行破产导致较高的社会成本之间寻求平衡。换言之，微观审慎并不是要防止银行破产，因为从市场配置金融资源的角度看，银行最优的破产数量肯定不是零。这里就涉及一个问题，如何防止单个银行破产通过网络传染效应，引发系统性风险？从政策的设计思路上来看，这个问题可以由宏观审慎来解决。

但是，宏观审慎如果走到极致，是否会通过一系列复杂指标体系扭曲市场主体的行为，是否会导致那些本应该破产的失败银行没有退出市场，进而资源配置效率大幅度下降呢？危机虽然有害，但危机也是市场经济清理失败者的必要过程。在这方面，一个常常被引用的案例就是 1990 年泡沫危机后的日本：由于政府的隐含担保，僵尸企业和僵尸银行不能退出，经济陷入长期停滞。

从上述五个问题来看，国内外关于宏观审慎的争论远远没有结束。事实上，这背后是一个基本的哲学问题：一个二维的蚂蚁如何看得见一个三维的虫洞？或者说，“不识庐山真面目，只因身在此山中”。所以，一方面，利用宏观审慎在危机前就止住危机确实是一个诱人的想法，但是，另一方面，对整个经济金融系统进行全面改革，强化系统应对危机的弹性，提升整个系统配置资源的效率（信贷驱动型资产泡沫在本质上是资源配置效率低下的表现），并准备好充足的措施以降低危机事后的成本，或许是更加实际的做法。