

论文 NO. 2018 年 3

发表时间：2018 年 3 月 8 日

宏观审慎政策在中国

彭兴韵

国家金融与发展实验室 副主任

中国债券论坛 秘书长

摘要：党的十九大报告明确提出，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，中国人民银行在《2017 年第三季度中国货币政策执行报告》中专门开辟了专栏来详解双支柱调控框架。正确理解双支柱调控框架政策的来龙去脉，意义重大。我国较早就开始了货币政策与宏观审慎政策相结合的探索和实践，并取得了较好效果。

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》。

从货币政策到宏观审慎政策

货币政策的初衷是实现宏观经济的稳定，币值稳定、经济增长、充分就业和国际收支平衡是其传统四大目标。在国外，后来又演变成主要以物价稳定为核心、同时关注就业的货币政策体系。这样的货币政策框架，并没有给予金融稳定应有的重视。若市场体系是完善的，不存在各种摩擦，央行以稳定通胀率为核心的货币政策，就能够同时达到金融稳定的目的，不需要为金融稳定而另设工具。

然而，无论是实体经济各类产品和要素市场，还是形形色色的金融市场，都是不完善的。为增加就业或促进经济增长的货币政策，可能导致金融市场的流动性大量增加，并进而导致金融资产价格大幅度上涨，或者刺激金融体系信贷过度扩张。尤其是，在经济趋于繁荣时，金融机构往往会放松信贷纪律，恶化信贷市场的逆向选择。当信用扩张导致通胀率上升到超过央行的容忍度时，随之而来的紧缩性货币政策，又导致市场流动性收缩。金融体系存在大量杠杆交易时，紧缩政策可能会引发金融市场的流动性螺旋，导致资产价格大幅下跌，并通过财富效应或金融加速器机制，导致投资、消费、就业等实体经济下滑。因此，以稳定物价或充分就业为目标的货币政策，并不能够自动地促成金融稳定，实体经济也必将为此付出沉重的代价。

由于金融市场更容易受到情绪和心理因素的影响，相对于实体经济而言，波动性更剧烈。当金融体系出现系统性不稳定时，无论是资产价格下跌还是信用紧缩，都会加剧经济的衰退。2008年美国次贷危

机引发国际金融危机后，宏观审慎日益成为国际上的共识，许多国家都积极地探索宏观审慎框架，让货币政策在传统的物价稳定、充分就业中发挥重要的作用，让宏观审慎政策来提高金融体系的稳定性。

宏观审慎政策是限制金融系统范围内风险的政策，目的是应对金融体系内以及对实体经济的负外部性，包括审慎工具和监管措施，旨在缓解过度的金融和信贷周期、防范系统性危机。在时间维度方面，宏观审慎政策旨在缓解金融体系的顺周期性，即在金融周期的高涨阶段具有增加风险敞口的倾向，助长经济的过度繁荣，在衰退时则会过度地厌恶风险，又加剧了信用紧缩和经济衰退。金融的顺周期性既提高了金融危机发生的可能性，也增加了危机时的系统性成本和负外部性。由于金融机构之间存在着千丝万缕的联系，一家金融机构的风险暴露可能导致系统性的挤兑或流动性螺旋，因此，在横截面维度方面，宏观审慎则旨在降低风险在金融体系内部的相互传染。

至此，我们已不难看出，双支柱的调控框架中，货币政策的任务是熨平实体经济周期，宏观审慎政策则试图熨平金融周期，从而达到金融与实体经济的良性循环。

宏观审慎在中国的实践

中国是较早探索宏观审慎政策的国家之一。早在 2009 年，人民银行就开始系统研究宏观审慎政策框架。2010 年，人民银行在《金融稳定报告》中又指出：“为有效防范系统性风险，当前应把握国际趋势并从我国基本国情出发，将宏观审慎管理纳入我国宏观调控及金融

稳定的政策工具组合，实现宏观审慎管理与微观审慎监管的有效协调和补充。”

此后，人民银行便在宏观调控中，灵活应用传统货币政策工具的同时，还不断创造新的货币政策工具和探索宏观审慎政策，并形成了相应的政策体系。到 2016 年，中国国民经济和社会发展“十三五”规划纲要进一步明确要加强金融宏观审慎管理制度建设，加强统筹协调，改革并完善适应

现代金融市场发展的金融监管框架。党的十九大报告明确提出，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，这意味着，宏观审慎正式成为中国宏观经济政策的重要组成部分。

相比理论发展，在实践方面，中国在宏观审慎政策探索上要早得多。例如，2004 年我国就实行了差别存款准备金制度，对信贷扩张太快的银行征收额外的法定存款准备金。是时，人民银行特别指出，在我国资本充足率监管不到位的情况下，差别准备金有利于引导金融机构合理投放信贷。不难看出，这完全契合了宏观审慎思想。在此基础上，我国又于 2011 年引入了差别准备金动态调整机制，2016 年进一步升级为宏观审慎评估体系（MPA），同年，我国还将外汇流动性和跨境资金流动纳入了宏观审慎管理范围之内。

至此，中国立足于国内金融结构的变化，结合国际金融稳定的最新理念，建立了比较完备的宏观审慎政策的基本框架，从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策

执行情况七个方面，引导银行业金融机构加强自律管理和约束，货币政策与宏观审慎政策双支柱的金融调控政策框架基本形成。

鉴于金融机构的流动性越充足，不利冲击的溢出效应会越弱，宏观审慎管理要求金融机构加强流动性管理，以稳定的资金来源发展业务，提高准备金管理水平，自然而然地，诸如流动性覆盖率之类的流动性指标，便成为了宏观审慎评估的重要依据。

在定价行为方面，主要评估金融机构利率定价是否与公平竞争相悖，是否存在非理性利率定价行为。理性、公平的利率定价不仅有利于提高金融体系的效率，也有利于金融的系统稳定。资产质量主要关注金融机构资产质量是否有异常下降。跨境融资风险则适应资金跨境流动频繁和跨境借贷增长的趋势，未雨绸缪加强风险监测和防范。信贷政策执行除了考察信贷的总量变化外，还鼓励金融机构支持国民经济的重点领域和薄弱环节，不断优化信贷结构。

总结中国宏观审慎评估，可以看出，广义信贷、资本与杠杆控制、自律管理是中国宏观审慎评估的核心因素。过去，人民银行在货币信贷调控中主要关注贷款，那是因为当时贷款几乎是货币信用创造的唯一途径。但随着金融创新和金融市场快速发展，仅盯住传统的贷款指标，越来越难以有效实现宏观审慎政策目标。商业银行直接购买债券具有信用创造的功能，银行承担的风险延伸到了债券的信用风险和市场风险。因此，在宏观审慎中，将关注重点从传统的贷款类指标延伸至广义信贷，以更全面有效地反映银行体系的信用创造，是中国金融

结构已然发生重大变化后，提高金融体系稳健性的必然要求。目前，贷款、债券投资、买入返售及存放非存款类金融机构款项、同业存单和表外理财等等，都被纳入到了金融机构广义信贷之中，比较全面地涵盖了银行体系的信用投放渠道。

宏观审慎政策中的核心机制是资本约束，并以此限制过度的杠杆化。过度杠杆化会使金融机构更加脆弱化，因此，限制杠杆、引导金融机构建立并强化以资本约束为核心的稳健经营理念，是宏观审慎管理的重要目标，这是事前防范系统性风险积累的必要措施，其基本工具就是宏观审慎资本充足率。它体现了巴塞尔协议逆周期资本缓冲、系统重要性机构附加资本等宏观审慎要素。

逆周期资本缓冲与宏观经济等因素密切相关，一家金融机构广义信贷增速超过资本水平越多，就需要持有更多的逆周期资本；宏观经济越高涨，就需要持有越多的逆周期资本。系统重要性附加资本则取决于金融机构自身的系统重要性程度，一家金融机构的系统重要性越强，对它的附加资本要求就会越高。若金融机构的实际资本水平低于宏观审慎资本要求，就意味着它的广义信贷增长过快，资本水平不足以覆盖其风险。这时，它要么适当控制广义信贷增长，要么补充更多资本金。当然，宏观审慎评估中的资产负债情况，也是在控制金融机构的杠杆结构。

虽然宏观审慎政策带有一定的强制性，但中国在实践中仍然十分强调自律管理，对金融机构从原来的事前引导转变为主要依靠事中监

测和事后评估。经过数年实践，国内金融机构已经较好地理解和把握了宏观审慎考核的指标体系和评估要求，它们能够对其中绝大多数指标进行自我评估。以资本约束为核心的宏观审慎机制，就是要发挥金融机构的自我约束作用。同时，由事前引导转为事中监测和事后评估后，金融机构对指标的把握和监测方面增强了及时性和可控性。

总之，稳健中性的货币政策有利于促进物价稳定和充分就业，但真正稳健中性的货币政策具有宏观审慎之功效；宏观审慎政策实际上不仅具有总量调控的功能，也有结构调整的效果，是故也具有总需求管理的货币政策效应，相信在不断完善的双支柱调控体系下，中国会迎来更稳健、灵活和韧性的经济和金融系统新时代。