

# 整体性保护

不仅需要保持单个金融机构的健康，而且还需要进一步采取更为广泛的“宏观审慎”方法，以保护整个金融体系。

路易斯·I. 杰克姆、俄尔恩德·W. 尼尔

长期以来，政府不遗余力地监管金融机构，以确保金融机构的安全、健康及履职尽责的能力——针对那些依靠民众筹集资金的商业银行等机构尤为如此。但是，正如这场全球性金融危机所显示的那样，传统的监管办法（常被称为“微观审慎”）并不足以保证整个金融体系的健康。

传统的监管办法对主要面向批发市场运营的投资银行而言往往较为宽松，因为零售储户面临亏损的可能性较小。而且，微观审慎的政策将金融体系的稳定性视为单个健康机构的总和。但是它并没有考虑到如下因素，即对于某种行为而言，即使从一个机构的视角看是审慎的，而当所有的机构都从事类似行为（无论是通过销售可疑资产、收紧信贷标准，还是一味紧守现金）时，也可能造成诸多问题。同时，微观审慎的监管办法通常也无法认清以下事实：某些机构对其他金融机构和市场均可形成威胁，而许多大型的金融公司正是凭借这些市场来筹集和投放资金的。

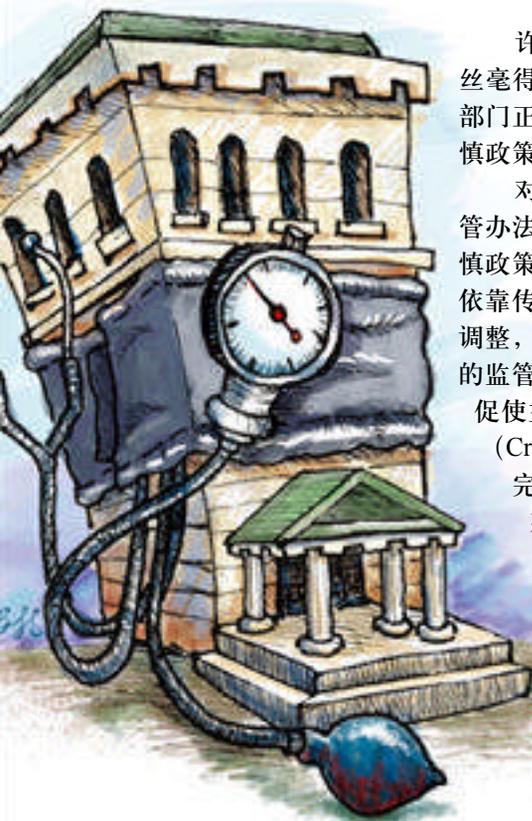
## 更加广泛的办法

许多国家的主管部门日益认识到，传统的监管办法使得金融脆弱性的发展势头丝毫得不到遏制，结果引发了全球金融危机。正是基于此项认识，这些国家的主管部门正在探索一种更加系统性的金融监管办法。这种整体性的办法被称为“宏观审慎政策”。

对于针对诸如商业银行的金融机构（健康金融体系的重要组成部分）的传统监管办法，宏观审慎政策并不寻求对其加以取代；恰恰相反，宏观审慎政策对微观审慎政策起到丰富和补充的作用。宏观审慎政策可以经常性地部署传统监管工具，并依靠传统的监管者来贯彻和实施监管措施。但在使用上述工具时，它会作出相应的调整，以抵御金融体系中日益增长的风险。这种不断完善的方法或许需要一种新型的监管体制来对金融体系进行监测，从而发现金融稳定性风险日益增长的迹象，并促使主管部门采取行动，应对上述风险。宏观审慎的方法并非是一种全新的概念（Crockett, 2000年）。但是，只有在发生了全球金融危机之后，决策者们才逐渐完全认识到现代金融市场出现系统性混乱的可能性和它所导致的代价以及控制系统性风险的必要性。因此，这种办法仍然处于不断完善的过程之中（金融稳定委员会/IMF/国际清算银行，2011年）。

## 宏观审慎政策的应用范围

宏观审慎政策的设计初衷是为了确定并降低金融体系稳定性所面临的风险，从而减轻金融服务混乱给经济造成的高昂代价，因为金融服务不仅对金融市场的运行（如提供信贷），而且对保险和支付及清算服务的运营都起到了重要的支撑作用（金融稳定委员会/



IMF/国际清算银行, 2009年; IMF, 2011a)。

“信贷紧缩”便是此类混乱的一个实例。在信贷紧缩中, 银行和其他贷方蒙受损失, 致使面向家庭和公司的信贷大幅削减, 这无疑又抑制了整个经济活动。

产生此类混乱的根源要么是金融部门的整体性或总体性缺陷, 要么是所谓具有系统性的单个金融机构(与其他诸多机构存在财务关系的大型金融机构)的破产。

当金融部门从整体上过多地面临同样的风险时, 便会产生总体性缺陷——无论这些风险是信贷风险(借款者无法偿还)、市场风险(抵押品价值下降), 还是流动性风险(资产难以售出或债务再融资难度增大)。例如, 在最近这场危机发生的前期, 美国和其他地区的信贷与房地产抵押品的价值联系日益紧密。当房地产市场崩溃时, 借款者因为房地产价值下降而面临着市场风险, 同时又因为其偿还贷款的能力减弱而又面临着信贷风险。此外, 为了出借资金, 许多国家的信贷提供者越来越多地从批发市场(如从货币市场共同基金)借取资金, 从而对客户的传统存款的依赖程度越来越小。当上述市场枯竭(尤其自2008年雷曼兄弟公司破产后)之后, 借款者因无法对即将到期的债务进行再融资而面临着流动性风险(Merrouche 和 Nier, 2010年)。

假如金融机构普遍面临着上述风险来源, 或与上述风险来源有着千丝万缕的联系, 那么许多或所有的金融中介(如银行和其他贷方)便可能承受压力, 因为资产的价值在下降, 而更换可贷放资金(负债)的成本却在上升。这无疑将损害整个体系提供关键金融服务的能力, 其中包括面向经济体的信贷和款项支付。

单个金融机构的破产可造成系统性的风险, 当它对其他金融机构继续向整个经济提供金融服务的能力产生破坏作用的时候。只有与其他许多机构具有十分密切联系的大型机构, 才能导致上述溢出效应的产生, 因为其本身的破产会威胁整个金融体系的稳定性。而通过下列四种蔓延途径中的一种或多种, 则会引发上述溢出效应:

- 其他金融机构受到破产机构的直接影响;
- 破产机构廉价出售资产, 导致所有同类资产价值的下降, 迫使拥有此类资产的其他机构蒙受损失;
- 其他金融机构对于破产机构所继续提供的金融服务具有依赖性, 如信贷、保险和支付服务; 以及
- 在该机构发生系统性破产之后, 导致其他机构的融资成本和运营成本上升(Nier, 2011年)。

例如, 2008年雷曼兄弟公司的破产不仅导致其他金融机构的直接损失, 而且致使所有金融机构的融资成本出现了大幅跃升, 因为对于雷曼兄弟公司的破产究竟会在哪些领域引发后续的亏损, 资金提供者并不十分确定, 因此无论对任何机构出借资金, 都抱着万

分谨慎的态度。

为了确保宏观审慎政策能够减少总体性缺陷和单个系统性机构破产所导致的预期成本, 它必须将两类公司纳入其政策覆盖的范围——系统性机构和所有的杠杆信贷提供商(利用借取的资金发放贷款)。

系统性机构不仅包括大型银行, 还包括那些向其他金融机构提供至关重要的支付和保险服务的机构。例如, 美国国际集团(AIG)向其他金融机构提供至关重要的保险服务, 以保障这些机构所持有的与抵押品相关的证券的价值。假如允许AIG破产, 那么这种保险所提供的保障将会消失, 其他机构便会面临巨大的损失风险。

所有杠杆式信贷提供商——无论规模大小——都属于宏观审慎政策所涵盖的对象, 因为其集体性的缺陷可影响其对整个经济的信贷供应(Nier, 2011年)。尽管银行几乎始终是最重要的杠杆式信贷提供商, 然而也必须将某些司法管辖区重要类别的非银行借贷机构纳入宏观审慎政策的范围, 否则就会产生如下风险: 提供信贷的责任将由银行转移到受约束较小的非银行机构。

## 实际政策

宏观审慎政策必须部署一系列的工具, 以应对总体性缺陷和单个机构的破产。因为单个的工具可能不足以应对各种各样的系统性风险来源, 宏观审慎政策的主管部门必须能够根据自身的分析, 针对所确定的特殊脆弱性量身定制具体的宏观审慎工具(Lim等人, 2011年)。

目前, 正在开发多种工具, 最近已经将某些开发的工具用于解决随时间而积聚的合计风险。其中一项重要的工具是“动态资本缓冲”。长期以来, 监管部门要求金融机构维持一定的资本额度(通常是股票和留存收益), 以吸收(或缓冲)贷款或证券的亏损。动态缓冲(由在瑞士巴塞尔的与会国际监管专家组提出)将引领宏观审慎政策主管部门对金融机构提出要求: 当有迹象显示出现信贷异常猛增时, 或有迹象显示出现了由信贷拉动的资产价格猛增时, 必须增加其资本额度。资本缓冲的发展具有两个方面的作用。因为贷方机构必须筹集代价更加高昂的自有资金, 信贷的成本无疑会上升, 而信贷的增长则会减缓。与此同时, 此缓冲机制应当增加金融体系的弹性, 以确保金融体系在高涨转向萧条时更好地吸收所有的亏损。这无疑又会降低代价高昂的信贷紧缩的发生机率。

这种动态或反周期的资本缓冲仅仅是宏观政策主管部门针对具体脆弱性所能采用的众多工具之一。在过去, 为防止繁荣—萧条信贷周期的出现, 曾经用到了其中的许多工具(尤其在新兴市场经济体中), 同时

也纳入了其他工具，以应对市场风险和信贷风险之间的相互作用（如限制住房抵押贷款的贷款价值比率）以及随着信贷强劲增长而出现的流动性风险的增加（如采取措施，防止对脆弱的批发融资过度依赖）：

- 部门风险权重的变动：旨在发挥比动态资本缓冲更为直接的作用，迫使金融机构增加资本，以应对向正在积聚过度风险的部门发放的新贷款。例如，土耳其最近提高了向住宅市场发放新贷款的标准，以遏制这一细分市场贷款增速过快的现象。

## 宏观审慎政策必须部署一系列的工 具，以应对总体性缺陷和单个机构 的破产。

- 动态准备金：这些措施迫使银行预留资金，以弥补经济繁荣时期为数不多的贷款亏损。这样，银行的资产负债表才能处于更好状态，以便随时吸收萧条时期所造成的亏损。西班牙于 2000 年推行了动态拨备机制，不久前，智利、哥伦比亚、秘鲁和乌拉圭也推行了这一机制。

- 贷款价值比率：如今，限制贷款价值比率的做法得到了广泛应用，以减少房地产市场繁荣—萧条周期的系统性风险。限制贷款价值比率以限制贷款额度，使其远低于房产的价值，有助于限制住房的杠杆作用。此外，他们也可对激增的住房价格采取抑制措施，并在房地产市场周期逆转时，减少负资产住房被迫违约的机率（IMF，2011b）。债务收入比率常常对其形成有益的补充，旨在对花费在清偿债务上的家庭收入额度进行限制。

- 针对外币借款的措施：假如借款者所借贷的是外币，那么如若该外币价值上升且他们没有事先针对这一后果采取保护措施，他们的还贷能力将会受到巨大影响。外币价值上升的威胁增加了贷方的信贷风险，因为对于借款者而言，清偿变得更加昂贵了。旨在降低此类风险的宏观审慎措施包括：针对外币贷款实施产品组合限制，同时施行其他的针对性限制措施，如要求具备更多的资本及针对外币贷款实行更加严格的贷款价值比率和债务收入比率要求——最近，新兴中欧和东欧的许多国家采取了这一办法。

- 流动性要求：当融资较为容易时，如若增加所需的流动资产缓冲（可被容易而快速地转化为现金的资产），则在融资枯竭时，这些资产便是可供利用的现金储备。流动性要求的增加随时间而变化，这种办法还可抑制由短期和脆弱的批发融资拉动的信贷扩张，从而降低对此类融资依赖的危险性。最近，新西兰和韩国推行了这种措施。

- 同时，主管部门也需要随时能够应对因单个系统性金融机构的破产而引发的风险。目前尚在讨论之中的大多数此类工具均可降低某些极其重要而不能破产的金融机构的破产可能性。最近，金融稳定委员会（成立于 2009 年的一个国际监管机构）宣布，对世界经济发挥着重要作用的一些金融机构——主要是在全球范围内有业务运营的银行和大型投资银行——将必须遵从更高的资本额度要求，具体数额须与该机构对全球金融体系所构成的风险水平相关。这些额外的资本要求将有助于抑制此类金融机构的增长，并使其作出更加充分的准备，以随时吸收亏损。尽管如此，旨在降低单个系统性金融机构因破产而引发的影响的其他工具也将有所帮助。例如，当一些金融机构与大型的系统性金融机构建立业务联系时，要求前者维持更多的资本，似乎是具有充分依据的，因为正是这种业务联系才会传递大型金融机构破产所引发的效应。另一项具有强大潜在作用的工具要求提高上述业务联系的透明性，其中包括衍生品市场中的金融机构之间的业务联系，以期减少不确定性，并藉此减少单个系统性金融机构的破产对整个市场造成的影响。在雷曼公司破产之后，正是这种不确定性，才加剧了金融市场的冻结。

## 发挥实效的宏观审慎政策

由于宏观审慎政策尚处于实施的早期阶段，若要真正充分地发挥实效，它必须面对三个至关重要的问题：

- 构建（或改进）其制度支持；
- 设计一个分析框架，有效地监测和评估系统性风险，以便对相应的政策行动提供指导；以及
- 建立国际合作。

制度支持：宏观审慎政策的制度基础设计应当考虑到各个国家的具体情况和制度实施起点的差异性。尽管如此，对于所有的国家而言，一些总的目标是相同的。这些方案应当能够促进对发展之中的风险进行有效甄别；确保强有力的激励机制，以促使金融机构采取及时而有效的行动抵御上述风险；并有利于对系统性风险具有影响的各种政策之间的协同（Nier 等人，2011 年）。

为了实现上述目标，所建立的体制应当避免采用复杂且过于分散的结构。假如存在许多参与者，制度冗余和对立可对风险甄别及系统性风险缓解产生抑制作用，从而破坏宏观审慎政策的有效性。此外，为了创建强有力的行动激励机制，此框架应当确定一个发挥领导作用的部门，赋予其明确的职责和相应的权力，以便使其负责实现自己的目标。

在所有的方案中，独立的央行应当发挥重要作用。央行不仅在风险评估方面拥有专长，而且作为向面临

流动性问题的金融机构提供贷款的最后贷款人，央行也会主动地及时采取行动，降低日益增长的风险。此外，央行另一项强大作用是促进与货币政策的协同，这无疑创设了影响信贷需求和供应的整体环境。政府的参与十分有益，可确保对税收政策提供支持，并促进所需的立法变革，以使主管部门降低系统性风险，如针对非银行贷方机构和其他系统性机构成立监管部门。但是，由于政府具有政治性质（如若发挥过多的作用），可能引发许多风险，因为政府往往倾向于反对在经济繁荣时期采取宏观审慎措施，而实际上，在经济繁荣时期往往最需要采取这样的措施。

**衡量系统性风险：**一个同样重要的问题是，如何构建一个分析框架，使其在早期有效地确定系统性风险，并促使宏观审慎政策的主管部门采取及时而适度的行动。对此，已经做了一些尝试，以便为整体系统性风险（其可触发宏观审慎工具的采用）制定一个统一的指标。尽管这样的一种指标颇具吸引力——因为这种指标方便沟通，也可轻松用于衡量政策措施的有效性——但迄今为止的事实表明，几乎不可能找到这样一种工具。

决策者们转而尝试应用一组指标（IMF，2011c）。这种办法认识到，系统性风险不止一个维度。更多的信息也有助于确定哪一个工具或哪些工具的组合可最有效地解决潜在问题。例如，为了捕获总风险，宏观审慎政策主管部门必须监测整体性的信贷、流动性和市场风险及在某一特定部门中上述风险的累积情况，如在住房或消费信贷部门。然后，应当对上述风险进行分析，以决定哪一个政策工具可以最有效地应对这些风险。

**国际合作：**由于各国的金融体系有着千丝万缕的国际联系，而且所提供的金融服务也往往超出国境的范围，因此必须在国与国之间对宏观审慎政策进行协调与合作。国际合作是必要的，因为国外提供的信贷可加剧信贷高涨和资产泡沫。同时，通过合作也可限制国际系统性机构将业务运营转移至限制措施最少的其他司法管辖区的可能性，从而避免这些机构利用一个国家来对抗另一个国家。

通过利用常见的工具及针对上述工具应用的“互惠互利”国际协议，可促进国际间的合作。一个很好的实例是在金融稳定委员会的支持下所建立的动态资本缓冲机制。但是，当一些国家认为需要采取一些根本不具互惠性标准的工具时，这该如何是好呢？对此，并没有任何明确的答案，随着全球金融体系的不断发展，这应当成为国际谈判所关注的重点。

## 没有灵丹妙药

即使是最好的宏观审慎政策，也不可能防止所有

的金融危机。因此，各国需要一个强有力且十分灵活的最后贷款人——通常是央行——以便缓解流动性方面所出现的临时性资金短缺现象，并采取颇具公信力的政策，解决面临破产金融机构的问题或将其关闭。此外，宏观审慎政策并非在真空中运行。对于创建一个有助于健康金融体系的稳定环境而言，合理的货币、税收和开支政策也必不可少。

最后，决策者们应当保持清醒的头脑，如同其他任何公共政策一样，宏观审慎政策并非毫无成本，而且可能需要在金融体系的稳定性和效率之间作出某些权衡。例如，当要求金融机构维持较高水平的资本和流动性时，决策者们可能的确增强了金融体系的稳定性，但是他们所采取的这些措施提高了信贷成本，因而可能迫使经济增长下降。对利益和成本的平衡往往需要进行艰难的抉择。■

路易斯·I. 杰克姆（Luis I. Jácome）是IMF货币与资本市场部副处长；俄尔恩德·W. 尼尔（Erlend W. Nier）是该部门的高级金融业专家。

### 参考文献：

- Crockett, Andrew, 2000, "Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability," remarks before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, September 20–21 (Basel).
- Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements (FSB/IMF/BIS), 2009, "Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations," report to the G-20 finance ministers and central bank governors (Basel).
- , 2011, "Macroprudential Policy Tools and Frameworks," progress report to the G-20 (Basel: October).
- International Monetary Fund (IMF), 2011a, "Macroprudential Policy: An Organizing Framework," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2011b, "Housing Finance and Financial Stability—Back to Basics?" Global Financial Stability Report, Chapter 3 (Washington: April).
- , 2011c, "Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act?" Global Financial Stability Report, Chapter 3 (Washington: September).
- Lim, Cheng Hoon, Francesco Columba, Alejo Costa, Piyabha Kongsamut, Akira Otani, Saiyid Mustafa, Torsten Wezel, and Xiaoyong Wu, 2011, "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences," IMF Working Paper 11/238 (Washington: International Monetary Fund).
- Merrouche, Ouarda, and Erlend W. Nier, 2010, "What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007," IMF Working Paper 10/265 (Washington: International Monetary Fund).
- Nier, Erlend W., 2011, "Macroprudential Policy—Taxonomy and Challenges," National Institute Economic Review, Vol. 216, No. 1, pp. R1–R15.
- , Jacek Osinski, Luis I. Jácome, and Pamela Madrid, 2011, "Institutional Models for Macroprudential Policy," IMF Staff Discussion Note 11/18 (Washington: International Monetary Fund).