

# 如何有效地实施宏观审慎政策\*

◎何 东

**摘要：**本文基于国际货币基金组织关于宏观审慎政策的研究和对国际经验的总结，介绍有效宏观审慎政策框架的基本要素。有效宏观审慎政策框架必须以一个良好的制度与机构安排为基础。当政策行动的收益有待确定而成本往往立刻显现时，决策者可能会有无所作为或不及时行动的偏差。应该设计机构安排，来克服这些偏差，强化采取行动的意愿和能力。有效宏观审慎政策也需要细化专门的政策程序。该政策程序应涵盖以下几个关键步骤：评估系统脆弱性、根据风险评估采取政策行动、校准应对风险的政策响应、评估政策有效性以及与公众进行有效的政策行动的解释与沟通。

**关键词：**宏观审慎政策 金融体系脆弱性 政策设计

## 一、引言

宏观审慎政策是指主要使用审慎工具来增强金融体系应对冲击的韧性、防止脆弱性随时间累积以及控制金融体系内部的结构脆弱性，从而达到限制系统性风险和降低金融危机的频率和严重性的目标。与传统的微观银行监管

---

作者系国际货币基金组织货币与资本市场部副主任。

\* 本文只代表个人观点，特别借鉴了IMF (2014)、IMF-FSB-BIS (2016)以及Adrian、He、Liang和Natalucci (2019)。

相比，宏观审慎政策更注重个体金融机构和市场参与者行为的外溢性和顺周期性，更加强调政策工具的逆周期或动态的调整。2008年国际金融危机以来，宏观审慎政策日益受到各国中央银行和监管机构的重视。中国也正在建立一个系统的宏观审慎政策框架，赋予央行宏观审慎政策和管理职能。

本文基于国际货币基金组织关于宏观审慎政策的研究和对国际经验的总结，介绍有效宏观审慎政策框架的基本要素。其出发点是，有效的宏观审慎政策要求宏观审慎当局有明确的授权，清晰的目标和充分的权力，并与强有力的问责制相匹配。落实宏观审慎政策也需要细化专门的政策程序。该政策程序应涵盖以下几个关键步骤：评估系统脆弱性、根据风险评估采取政策行动、校准应对风险的政策响应、评估政策有效性以及与公众进行有效的政策行动的解释与沟通。

## 二、概念框架

实施宏观审慎政策需要一套概念框架，来帮助识别和监测系统性风险的可能来源以及理解宏观审慎政策的传导机制。在本文的框架中，宏观金融失衡加剧，是因为经济活动中的风险担当（Risk Taking）行为是内生的，会随风险价格的下降而增加。在利润最大化动因的驱动下，金融条件越宽松，借贷双方就越愿意承担风险，比如加杠杆或增加期限错配，金融体系的脆弱性越可能增加。当金融条件在受到各种冲击骤然收紧的情况下，脆弱性将放大冲击，导致金融条件进一步收紧，并减少经济增长。这一过程是相辅相成的，或者说存在一个正反馈机制，因为当资产价格下跌时，脆弱的金融机构被迫减少债务，导致资产价格和经济增长进一步下降。

本框架明确区分了冲击（Shock）、风险定价（Pricing of Risk）和脆弱性（Vulnerabilities）的概念。由于冲击难以预测，监测风险的着重点放在可以传导冲击的风险定价和放大冲击的金融脆弱性上。具体而言，我们将风险价格定义为投资者和金融中介承担风险而需要得到的补偿（Compensation for Risk-taking），即无风险资产价格加上风险溢价。风险偏好和风险价格相互影响：

风险偏好越高，风险价格越低；而风险价格越低，越鼓励金融机构和投资者承担更高的风险。反之则相反。金融体系中的风险价格以及融资的难易程度汇总起来，称为“金融条件”。

金融脆弱性定义为受到风险担当激励而动态发展形成的金融失衡。这种失衡对金融条件是内生的，因其体现了借贷双方的风险偏好和风险定价互动的演变过程。金融中介机构对宽松的金融条件的内生反应可能导致它们提高杠杆率，增加贷款供应，以及进行更大的期限和流动性转换。较高的资产价格提高了资本充足率，缓解了金融中介机构的风险管理限制，金融中介机构则可以进一步增加杠杆率，更加依赖短期融资和期限错配。宽松的资本约束可以让边际投资者增加杠杆率，降低资产的风险溢价。

过度压缩的风险溢价容易出现逆转。假设一次负面冲击见诸现实。随着风险偏好下降和金融条件收紧，其对经济体的影响——产出和就业的损失——将取决于资产价格的下跌幅度，以及金融脆弱性会在多大程度上放大冲击。当负面冲击发生时，资产估值的水平越高，资产价格就越容易暴跌。风险价格上涨的第二个放大渠道是金融脆弱性。如果金融脆弱性较高，导致强制去杠杆和甩卖，会放大资产价格的下跌幅度，引发恶性循环。借款人的净值下降，贷方的风险管理限制变得具有约束力，导致信贷、产出和通货膨胀下降。

本框架强调在金融条件宽松和风险偏好强烈的情况下需要对未来经济增长所面临的下行风险保持警惕，因为金融脆弱性可能会滋生其中。从政策设计来说，可以通过引入合适的逆周期宏观审慎工具，在风险偏好强烈的情况下提高资本和流动性缓冲垫，适当增加信贷成本，降低风险承担的诱因，避免风险价格和金融条件大起大落，限制金融脆弱性的积累，并增强金融机构、企业和住户对负面冲击的韧性。

货币政策和宏观审慎政策都会深刻影响金融条件的变化，但通常情况下，宏观审慎政策对降低金融脆弱性的作用更直接，成本更小。货币政策通过调整中央银行资产和负债的成本、规模和结构，以影响整个经济体的无风险资产的收益率曲线；但货币政策对风险溢价的直接影响力有限或缺乏精确

度。宏观审慎政策主要通过使用审慎工具来减少杠杆、期限和货币错配以及金融机构之间复杂的关联程度，通过提高信贷成本来限制过于宽松的金融条件，更直接地降低金融脆弱性。

总体而言，高效和成功地保护金融稳定与实现物价和就业稳定目标的侧重点不同。货币政策专注经济增长概率分布的预期均值，而宏观审慎政策专注经济增长概率分布的左边尾值（即严重的下行风险）。货币政策和宏观审慎政策有不同的“中间”目标，工具箱也不尽相同。货币政策影响广泛，杀伤力大；而宏观审慎政策更有针对性。成本效益分析告诉我们，货币政策大部分时间都应专注于总需求管理，而宏观审慎政策则侧重于提高抵御能力和减少金融体系的脆弱性。在某些情况下，特别是当宏观审慎政策已经收得很紧但金融脆弱性持续增加时，货币政策可能需要比只是管理总需求所要求的态势收得更紧，来协助宏观审慎政策，防止金融脆弱性进一步上升。

### 三、制度与机构安排

有效宏观审慎政策框架必须以一个良好的制度与机构安排作基础。由于未来的不确定性，当政策行动的收益有待确定而成本往往立刻显现时，决策者可能会有无所作为或不及时行动的偏差。应该设计机构安排，来克服这些偏差，强化采取行动的意愿，并增加政策的合理性。还应确保政策制定者在面对不断变化的系统性威胁时有采取行动的能力，并促进各监管机构之间的有效合作。

明确的授权是分配责任的基础。从国际经验来看，宏观审慎政策的决策权应该授予一个有强大召集力和影响力、并对整个金融体系有广泛了解的中央机构。这种授权可以分配给现有的权力机构、决策委员会，或跨机构的理事会。每个制度模型都各有利弊，需要符合国情和制度背景。但通常依靠中央银行发挥重要的作用，因为央行具有逆周期或动态调节的思维特征，并享有较高的独立性。从各国经验来看，大概有三种关于宏观审慎政策当局的制度模型：一是把宏观审慎政策的决策权分配给央行，二是分配给央行主持的

专职委员会，三是分配给央行外部的机构间委员会。委员会成员包括各主要监管机构。如果央行本身没有银行监管职能，有效实施宏观审慎政策则高度取决于央行与监管机构的紧密合作。

由于侧重点的不同，以及工具和近似目标的差异，货币政策和宏观审慎政策的制定适合在不同的委员会中进行。鉴于这两组政策的相互作用和相互依赖性，每个委员会的成员都需要充分了解另一个委员会的政策。这需要深入了解对方的策略和意图、行动的理由和预期效果。这种程度的理解可以通过委员会之间的沟通和重叠的成员来实现。如果两个委员会共用同一个主席，例如中央银行行长，也可以促进协调。

宏观审慎政策当局必须有足够的授权以获得采取行动的能力。这些权力应确保该当局可以从其他监管机构获取信息并填补数据空白；启动和校准监管工具；指定个别机构为系统重要性机构的权力；调整监管范围的权力，以捕获新产品或新功能可能引起的金融风险。

权力的强弱可以变化和进行不同的搭配。有些权力是“硬”的或“直接”的，使宏观审慎政策当局直接控制某些审慎工具的使用，而不需要依赖每家监管机构的同意。有些权力是“半硬”的或“间接”的，使宏观审慎政策当局能够向其他监管机构提出正式建议，并加上“遵守或解释”机制。有些权力是“软”的，使宏观审慎政策当局能够表达意见或发出警告。每种类型的权力都是有用的，政策框架的有效性可能会受益于这些权力的组合，因为仅靠软权力不足以确保有效性。

#### 四、分析和监测系统性风险

宏观审慎政策当局应制定系统风险评估的监测框架，编制金融条件指数和脆弱性指标。对于每个关键的潜在脆弱性，都应该开发一组指标。这包括来自普遍信贷繁荣的脆弱性；来自家庭部门的脆弱性，包括住房市场；来自企业部门的脆弱性，如杠杆、外部借款和外汇借款；金融部门流动性和外汇错配导致的脆弱性；来自非银行中介活动和市场化融资、新型金融产品和套

利的脆弱性；以及来自系统重要性机构和基础设施的结构脆弱性。

应该针对经济体中信贷的借贷双方去监测一系列的衡量金融条件的指数。随着中国金融体系的市场化和复杂性程度的增加，监测的重点应该更关注风险的价格信号，比如各种债权类产品的收益率和风险溢价。价格信号比数量信号能更准确更及时地反映金融条件和风险变化的情况。通常来说，边际借款者（即资产负债表健康状态一般或较差的借贷者）的融资成本对金融机构和投资者风险偏好的变化特别敏感，因此仔细监测它们融资条件的变化对判断整体金融条件特别有意义。

宏观审慎政策当局应评估数据缺口，采取行动弥合数据缺口。数据缺口可能阻碍新兴风险的识别，导致工具使用的效率低下。为弥合数据缺口，可扩展监管数据、建立数据库和启动新的调查数据（如对影子银行和市场化融资的调查数据）。宏观审慎政策当局还应建立数据和信息共享机制，确保一个机构的数据可供委员会的所有成员机构使用。

一旦建立了监测体系，宏观审慎政策当局应至少每季度评估金融条件和脆弱性的变化情况。该演练应该成为宏观审慎政策当局定期风险和脆弱性评估的核心。分析人员需要判断，金融条件和脆弱性在当前和未来的不同情景下将怎样提高金融稳定风险。挑战在于需要足够长的时间序列数据，以及能够去除趋势和结构断层的分析方法。监测各种指标的主要难点在于：如何判断趋势和均衡值？如何判断什么样的金融条件是中性的？怎么计算失衡的程度或缺口？除了充分利用不同的计量手段，还需要决策者有深刻的理论认识和丰富的实践经验。

在数据充分的条件下，可以将自下而上的指标体系延伸，建立一个未来GDP增长概率分布与当前金融条件和脆弱性之间关系的预测模型。具体而言，此方法的目标在于衡量一个自上而下的综合指标——在险增长（Growth-at-Risk），即预期GDP增长条件概率分布的左边尾部的5%或10%分位数。该方法可以回答的问题是：在5%的概率下，目前的金融条件和脆弱性会导致经济增长下降到什么水平？

可以把在险增长作为衡量金融稳定的一个简明扼要的指标。金融条件变

化对经济增长的影响是非对称和非线性的：金融条件骤然收紧对经济活动的打击大于金融条件放松对经济活动的刺激；并且，经济增长概率分布左边的尾部分位数受到的影响大于中位数和右边分位数受到的影响。在险增长分析采用分位数回归的方法，可以帮助我们更准确地理解这种非对称和非线性的影响。实证分析显示，较宽松的金融环境可缓解近期的增长下行风险，但预计会提升中期的下行风险。似乎存在一个跨期取舍的问题，即宽松金融条件带来的近期的高增长、低波动，会增加中期（三年后）低增长、高波动的风险。在险增长方法是一个可以与平均增长预测一同定期更新的连续性指标：经济增长的预期均值是货币政策的目标，而在险增长可以看作是宏观审慎政策的目标。

宏观审慎政策当局应考虑系统脆弱性的宏观经济驱动因素。当局应考虑宏观经济发展在过去如何影响了系统脆弱性，并围绕“前景展望可能如何影响未来的风险”形成前瞻性的观点。这应该考虑国内货币政策、国内财政政策以及外部环境（资本流动和汇率变化）。同时，也应考虑不同经济部门之间的联系以及某个领域的脆弱性对其他经济部门的潜在反馈效应。

宏观审慎政策当局应启动针对新兴风险的主题分析，建立技术工作组来负责开展分析。在考虑新兴风险时，当局也应考虑每个成员机构能够提供的市场信息以及监管信息。每次会议期间，对于每项潜在风险，应该邀请成员机构分享其从监管对象企业或市场联系人处获得的信息。特别有用的是关注市场的热点或兴奋点：越赚钱的产品或领域越容易产生风险（Follow the Money）。

## 五、确定和建立宏观审慎政策工具

事前建立可用的宏观审慎政策工具箱有助于确保在必要时及时运用相关工具。经验显示，建立宏观审慎工具的法律和操作基础可能需要较长时间，且可能需要政治层面的辩论和共识。因此，早在系统脆弱性加剧之前，宏观审慎政策当局致力于构建全面的工具是非常有用的。此外，微观审慎实践中

的常用工具（如监管指引）也可进行调整，以实现宏观审慎目的。

宏观审慎政策当局应该有“硬”的或“直接”的权力控制主要宏观审慎工具的使用，特别是那些需要逆周期或动态调节的工具。当实施依赖于其他监管机构时，硬权力可以避免延迟和其他可能出现的摩擦。如果其他监管机构不愿意或无法采取行动，直接权力也可能作为“备份”。宏观审慎政策当局应该能够单方面为所有银行设置逆周期资本缓冲，同时为大型银行设立逆周期杠杆缓冲。对于某些类型的风险，它还应该能够按部门改变风险权重。它应该有权通过“贷款对收入”比例和“首付比”对家庭借贷施加限制。它应该负责设立银行（年度）宏观审慎压力测试中使用的情景。

更广泛而言，宏观审慎政策当局应该定期向各监管机构作出关于审慎工具使用的指引。在时间层面可采用一系列工具应对系统脆弱性，具体包括增强应对冲击的韧性和抑制脆弱性的顺周期性积累。这些工具包括：（1）基于资本的工具（包括普遍工具和部门工具）；（2）资产侧工具/贷款限制；（3）与流动性有关的工具。自国际金融危机爆发以来，上述许多工具的使用有所增加。

金融体系内的结构性蔓延风险也可以通过一系列政策工具来应对。部分机构倒闭会给整个体系带来系统性风险，为增强这些机构的韧性，制定了审慎要求，例如，对全球和国内系统重要性银行和保险公司采用附加资本要求。此外，为减轻这些机构倒闭产生的蔓延效应，正在实施额外的损失吸收要求，以促进全球系统重要性银行的有序处置。

应对非银行金融中介活动或影子银行带来的金融稳定风险的政策工具也需要开发。控制证券借贷市场杠杆率的工具还不够发达。鉴于市场化融资中使用抵押品的现象已非常普遍，保证金和折扣率做法可能加剧系统性风险，因为这会导致金融体系在经济上行期过度积累杠杆，而在下行期内出现去杠杆。针对保证金和折扣率要求的潜在宏观审慎工具正在积极考虑中（如ESRB 2017）。具体来说，在不同时段对保证金和折扣率设置下限，将确保宏观审慎政策当局能够以逆周期的方式调整折扣率和保证金水平。



## 六、根据评估结果采取政策行动

宏观审慎政策当局应至少每季度评估“宏观审慎政策立场”。这包括评估脆弱性演变情况，评估现行的宏观审慎政策能否适当地控制风险或是否需要变更这些政策。后一项评估还包括，评估此前行动在控制新兴脆弱性方面的有效性。

宏观审慎政策当局应至少每季度提出必要的政策变更建议，以确保妥善控制脆弱性。当局应至少每季度就以下问题提出建议，即逆周期资本缓冲的“缓冲率”是否应该变更。当局也应该定期考虑是否应收紧或放松其他宏观审慎政策。

政策行动建议应该由央行工作人员起草，经宏观审慎政策当局投票决定。关键在于确保及时应对日益加剧的脆弱性，从而避免冗长的决策程序。因此，政策行动建议的投票应采取简单多数的形式。在此背景下，在宏观审慎政策当局召开会议之前，将政策行动建议的起草工作下放给央行工作人员将很有益处。在议程的准备过程中，央行也应从其他成员机构处征集意见。

工具投入使用包括如下要素：（1）设计和校准政策工具的强弱，确保针对明确识别的脆弱性，同时避免不必要的成本；（2）事前成本效益分析和应对宏观审慎工具效果存在漏损的可能性；（3）事后评估宏观审慎干预的影响，并重新考虑工具的选择和校准；（4）考虑放松宏观审慎工具的可能性。在实践中，往往需要同时考虑所有要素，而非依次考虑各要素。

### （一）根据风险校准政策应对

政策工具启动方法应当与风险状况相匹配。这涉及如下几个方面的选择。

一是渐进式方法或强有力的方法。若多个指标显示风险水平很高或急剧上升，可能须采取强有力的方法收紧现有工具以缓解风险。相反，若指标显示情况较为温和，可采取更为渐进的应对措施。若工具试图解决随时间变化的风险，如逆周期资本缓冲，也可部分启用有关工具。更普遍来看，可以在早期采取渐进式行动来应对部分政策工具效果的不确定性。

二是全面行动或定向行动。若脆弱性普遍加剧，一般需要启用和收紧影响所有敞口的普遍工具，可能包括收紧资本和流动性缓冲。若未出现广泛的信贷繁荣，仅特定（如部门）脆弱性增强，作用范围更窄的方法也许能更高效地解决具体问题。例如，若风险来自家庭部门的外币借款，收紧其贷款价值比和偿债收入比限制就能有针对性地解决这种特定风险。

三是单一工具或多种工具。收紧任何一项工具的边际收益最终都会下降，因为会产生扭曲和更强的规避动机。几种工具多管齐下，可以缓解这种效应。例如，贷款价值比、贷款收入比和偿债收入比限制能解决借款人的信贷需求问题并增强其韧性，进而为作用于供给侧、提高银行韧性的资本工具提供补充。

四是自动规则或自由裁量。规则的主要优势是，“一经制定，照此执行”。若设计完善，规则可发挥自动稳定器作用并成为有效的预先承诺手段，有助于减轻不作为偏向。然而，规则也可能受到套利影响，以预先确定的指标范围为目标的做法可能导致风险向意料之外的方向转移。规则的设计也通常受到限制，因为缺少能使工具自动运行的可靠指标。而自由裁量措施避免了设计有效规则的内在困难，能更容易地根据某时点上的特定风险状况来调整宏观审慎措施。在实践中，多数国家依赖“有指引的自由裁量”（Guided Discretion）法，将指标与判断相结合。

在实践中，工具的精确校准往往面临数据短缺和传导过程存在不确定性的困难。国别经验表明，宏观审慎政策的制定日益依赖量化分析，但判断仍起主导作用。一个原因是，关于政策对市场参与者行为和预期的影响，截至目前，量化方法提供的指导有限。除高度依赖判断以外，这通常意味着渐进地收紧工具，以及倾向于采用侵入性较弱的工具来开展政策行动。这种方法有一定好处，但也要权衡弊端，即在严重风险情形下必须采取更果断的行动。

## （二）考虑放松工具的潜在可能

有效的政策实施包括事前考虑放松宏观审慎工具的场景。虽然部分工具可设计为允许自动放松（如动态拨备），但政策制定者通常需要根据具体情

况，主动决定放松工具的适当性、时机和速度。

宏观审慎政策的目标能为此提供指导：防止信贷供给中断并给实体经济带来严重的负面影响。具体而言，若系统性风险随时间消散，可以逐步放松一些宏观审慎限制措施。不过，若风险变为现实，即面临金融压力，也可放松宏观审慎缓冲要求。在这种情况下，迅速、果断地放松政策可能最有助于实现宏观审慎目标，在宏观审慎措施对向实体经济发放信贷构成约束的情况下尤为如此。然而，放松宏观审慎限制措施的决定需要维护信心，确保有适度的韧性来抵御未来的冲击。此外，关于放松宏观审慎工具的经验依然有限，在压力情景下，放松的效果如何仍具有不确定性。

用来指导放松政策工具的指标可能有别于启动和收紧阶段有用的指标。缓慢变动的存量变量和比率（如信贷规模对GDP缺口）是识别风险积累的有用工具，但基于市场的指标和流量变量（如信贷增长和违约率变化）能更好地捕捉金融周期的拐点，并更准确地预测即将出现的系统性风险。压力的来源和对应的工具不同，有用的指标可能也有所不同。例如，银行间市场的压力指标能为宏观审慎流动性工具的放松提供有用的信号。

## 七、宏观审慎政策沟通

宏观审慎政策当局应定期发布其风险评估和对政策的观点。当局应围绕上述领域每季度发布风险和脆弱性评估。这可能包括绘制各项脆弱性的总结表，显示各项风险是加剧、保持不变或有所缓解。当局的沟通工作也应围绕“现有宏观审慎政策能在何种程度上充分控制风险”发表观点，包括评估现有措施的有效性，并公布其认定为适当的政策变更。

宏观审慎政策当局应逐步制定并公布一项政策战略。该战略应详细说明宏观审慎政策当局旨在实现的宏观审慎政策目标，描述用于评估风险的指标集，概述改变宏观审慎政策制定的政策程序。该文件有助于各方更好地理解宏观审慎政策当局的工作，同时也为其工作争取必要的政治支持。

参考文献

- [1] Adrian, Tobias, Dong He, Nellie Liang, and Fabio Natalucci. A Monitoring Framework for Global Financial Stability, Staff Discussion Note 19/06, International Monetary Fund, August, 2019.
- [2] ESRB. The Macroprudential Use of Margins and Haircuts, European Systemic Risk Board, February, 2017.
- [3] IMF. Staff Guidance Note on Macroprudential Policy, International Monetary Fund, November, 2014.
- [4] IMF-FSB-BIS. Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience, International Monetary Fund, August, 2016.