

北京金融评论

BEIJING JINRONG PINGLUN

《北京金融评论》编辑部 编

2012年第2辑

北京金融评论

BEIJING JINRONG PINGLUN

《北京金融评论》编辑部 编

2012年第2辑

 中国金融出版社

责任编辑：张翠华

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

北京金融评论 (Beijing Jinrong Pinglun). 2012 年第 2 辑/《北京金融评论》编辑部编. —北京：中国金融出版社，2012. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6434 - 2

I. ①北… II. ①北… III. ①金融—文集 IV. ①F83 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 128079 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 19.25

字数 354 千

版次 2012 年 7 月第 1 版

印次 2012 年 7 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6434 - 2/F. 5994

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

目 录

Contents

特稿

宏观审慎视角下的流动性管理研究

..... 中国人民银行营业管理部课题组 (3)

金融高管论坛

跨国公司总部外汇资金集中运营管理改革框架研究 李 超 (25)

我国小企业发展战略研究 邱火发 (32)

学术探索

主并公司股权结构与上市公司资金占用

——基于控制权转移事件的分析 姚 燕 (45)

市场性状与操纵者利得：基于知情交易者与

市场操纵者混同均衡的模型 赵 萌 (56)

热点关注

“十二五”期间推进我国经济结构调整的银行监管战略思考

..... 王 刚 (73)

浅析我国建立与发展存款保险制度的必要性

——以农业银行为例 滕 磊 (85)

欧洲学期：不对称冲击下财政政策协调新机制 李怀瑾 (95)

对北京地区零售银行服务质量的调研分析 武 飞 冯晓霞 (102)

发展社区银行为中小企业债务融资破局 饶 明 (127)

中国房地产投资信托基金 (REITs) 的动因与方案探讨 张 铁 (140)

分析研究

银行资产管理业务引导民间资本服务中小企业的思路探析

..... 贾昌杰 (151)

浅析银财合作业务发展趋势 李京午 程燕飞 (157)

充分发挥保险行业协会作用 积极促进人身保险市场发展

..... 邹 婧 (164)

企业集团资金集中管理发展研究 李越川 黄娅丽 唐晓佳 (170)

知识产权融资业务回顾和分析 黄 露 (178)

人民币资本项目可兑换研究 何迎新 (188)

金融消费者权益受到侵害的表现、成因及建议 李瑞红 (200)

资本市场支持西部实体经济发展的必要性与对策

..... 胡恒松 李 静 (208)

法规论坛

关于对我国支付体系法规制度建设的思考 饶 林 龙 超 (217)

预付式消费的法律规制探析 徐式媛 (222)

风险防范

利率市场化进程中个人理财产品的发展和风险研究 周 晴 (231)

北京地区跨国公司发展情况分析 王保庆 惠争勤 钟晓清 (245)

从风险管理角度建立我国支付系统监管框架 谢晓晨 李 丽 (253)

金融机构系统性风险暴露与宏观审慎监管 郑 博 (258)

适度监控理念下商业银行操作风险应对策略研究 胡从宝 (263)

不能忽视的基差风险 印小川 史秀红 (270)

工作交流

Internet 接入在银行业的应用及前景调研 雷治平 (281)

关于商业银行发展移动支付业务的思考 朱 睿 (288)

浅议票据利益返还请求权在银行实务中的困惑与应用 杨 莉 (294)

北京金銀平金

特稿

宏观审慎视角下的流动性管理研究

中国人民银行营业管理部课题组^①

一、引言

2008 年爆发的全球金融危机使各国认识到宏观审慎政策对经济金融平稳运行的重要作用，我国“十二五”规划也提出“构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”的政策目标。流动性既是影响经济周期的重要因素，又是宏观审慎政策管理的主要工具，研究如何在宏观审慎视角下加强流动性管理，对于实现宏观审慎政策目标具有重要意义。

（一）宏观审慎政策内涵及其演进

“宏观审慎”并非新概念。1979 年 6 月，巴塞尔委员会前身的库克委员会就提出了“宏观审慎”一词，指出当微观经济问题变为宏观经济问题时就具备宏观审慎性。20 世纪 80 年代宏观审慎内涵扩展到支付体系和金融系统的稳健安全。经过拉美金融危机和亚洲金融危机后，“宏观审慎”理念开始应用于宏观管理，特别是由次贷危机引发的全球金融危机使人们认识到传统微观审慎政策和单一目标货币政策存在严重不足，微观审慎管理重在确保金融机构个体稳健，但个体稳健不等于整体稳定，缺乏对系统性风险的有效识别和应对。中央银行仅盯住价格稳定目标一定程度上忽视了金融体系稳定，而仅调节短期利率的政策也使保证系统性稳定的手段不足（BIS, 2011），金融体系的顺周期性可能导致经济金融失衡问题。因此，有必要采取逆周期、覆盖整个金融体系的宏观审慎政策。

根据金融稳定理事会（FSB）、国际货币基金组织（IMF）和国际清算银行

^① 本文为中国人民银行营业管理部承担的 2011 年中国人民银行重点研究课题，全文略有删减。
课题组组长：杨国中；课题副组长：姜再勇；课题组成员：盛朝晖、李海辉、李宏瑾、尹兴中。

(BIS) 的定义, 宏观审慎政策是指运用审慎工具以抑制宏观和系统性风险, 避免重要金融服务中断对实体经济造成严重影响的政策措施^①。宏观审慎政策采取宏观的、逆周期的视角, 控制金融机构之间的相关性和顺周期性, 以防范系统性风险为主要目标, 将金融体系视做一个有机整体, 既注意控制金融机构相互关联可能导致的风险传递和扩散, 又注重平抑金融体系的顺周期性引发的风险。由此可见, 宏观审慎政策重点关注整个金融体系的内部风险传导和系统性风险, 防止发生系统性危机, 维护金融稳定, 保障经济持续健康发展。因此, 中国有必要也有条件采纳和应用宏观审慎政策^②。

(二) 宏观审慎视角下的流动性内涵

经过三十多年的发展, 宏观审慎的内涵不断丰富。虽然各国仍在致力于宏观审慎政策框架的构建和完善, 但流动性管理始终是宏观审慎政策的关键内容之一 (周小川, 2011)。然而, 尽管人们对流动性问题进行了大量的讨论, 但正如美联储前副主席 Ferguson (2005) 指出的, 流动性本身并不是一个精确的概念, 它可以分为狭义和广义以及根据不同需要的多重概念^③。因此, 我们有必要对宏观审慎视角下的流动性内涵进行深入的讨论。

1. 流动性的定义

《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》曾专门就流动性 (Liquidity) 列出了具体词条, 并从三个方面对其进行了解释: 一是从“到期日” (Maturity) 来界定流动性, 即金融工具转化为现金这一交易媒介而不受损失的能力; 二是从“便通性” (Easiness) 来说明流动性, 即货币作为金融中介所起到的关键作用; 三是从“金融力” (Financial Strength) 来理解流动性, 即从整个经济体的资产负债表出发来定义流动性 (Cramp, 1992)。

根据《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》的解释, 我们可以将流动性划分为微观和宏观两个方面。微观方面, 流动性是指资产转换为支付清偿手段的难易程度, 并可推广至市场流动性, 即在几乎不影响价格情况下迅速达成交易的能力, 这与上述以“到期日”所界定的流动性是一致的。宏观方面, 流动性可分为三个层次: 一是商业银行超额准备金, 它反映了信用体系货币创造的能力; 二是不同统计口径的货

① “Macprudential Policy Tools and Framework”, FSB, IMF and BIS, 14th February, 2011.

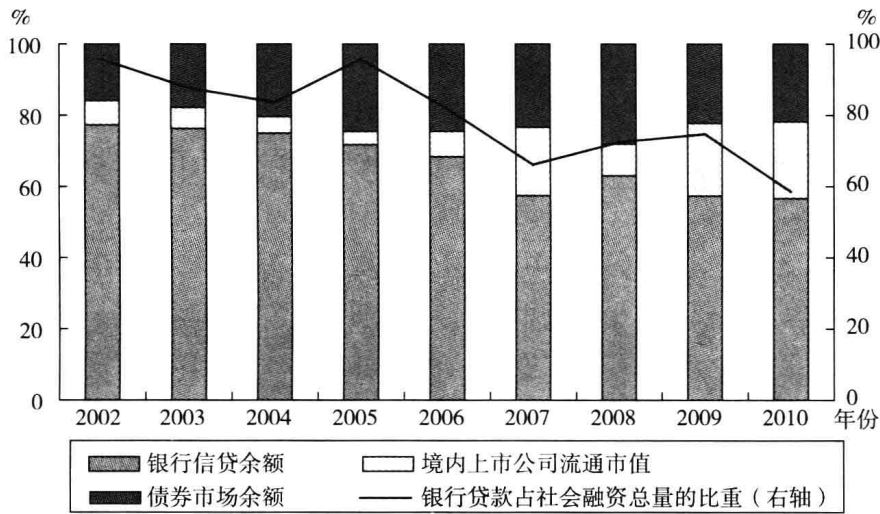
② 周小川:《中国有必要有条件应用宏观审慎政策》, 在第一届“中国金融学科终生成就奖”颁奖典礼上的发言, 新浪财经。

③ 美联储前理事会成员 Kroszner (2007) 甚至指出, 在过去的 6 个月里, 有 2 795 篇独立的文章谈到了流动性, 但流动性是什么含义, 大概有 2 795 种不同的说法。

币信贷总量，即通常所说的信贷、狭义货币 M_1 或广义货币 M_2 ；三是整个社会的金融资产，包括各种存款、银行承兑汇票、各类短期债券、货币市场基金等其他一些高流动性资产。可见，银行信贷、货币供应量和社会金融资产分别与《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》中的“便通性”和“金融力”相对应。

2. 宏观审慎政策与宏观流动性

从上述流动性含义看，流动性是包含了从单一机构、单一资产的变现能力的微观概念到相互关联的多层次宏观流动性概念，是一个完整的动态逻辑链条。就宏观审慎政策而言，其主要目的是防范系统性金融风险，通过逆周期政策措施实现金融稳定。由于单个金融机构的微观流动性并不足以满足宏观审慎的要求，金融体系的风险来自金融机构的集体行动，因此，宏观审慎视角下的流动性更多地属于宏观范畴，主要是指宏观流动性。



资料来源：Wind 及盛松成（2011）。

图1 我国金融市场存量和流量构成情况

由于超额储备是反映商业银行经营的指标，并受政策和货币市场影响较大，因而我们仅将其作为宏观流动性的重要参考性指标。作为反映社会全面金融情况的全部金融资产存量统计并不完全，而反映流量的社会融资总量统计工作刚刚开始并仍在完善中。因此，本课题所要讨论的流动性内涵，主要是指宏观流动性中的银行信贷和货币供应这一层次。在信用货币体系下，流动性主要是通过商业银行的信贷活动展开的，特别是我国以间接金融方式为主，银行信贷余额和新增额始终都在社会融资总量的50%以上（见图1）。因此，我们主要以银行信贷作为研究的重点。事实上，最早提出宏观审慎的背景，就是讨论向发展中国家提供更多的贷款对宏观经济和金融稳定所造成的影响。

3. 宏观审慎视角下的流动性管理内涵

虽然货币、信贷等宏观流动性符合宏观审慎政策含义下的流动性内涵，并且是中央银行货币政策的传统内容，但是在宏观审慎政策要求下，其管理又具有特殊的内涵。宏观审慎视角下的流动性管理是通过引入宏观的、逆周期调节因素，对金融体系实施动态的、全范围但又有差异化的流动性管理措施，以实现金融体系的稳定。它与传统的流动性管理差异在于目标和运用方式的不同。对于以防止通货膨胀为主的货币政策工具而言，流动性管理目标主要是稳定物价水平；对于以保证单个金融机构稳健经营的监管工具而言，流动性管理目标是避免金融机构出现清偿风险，但这些流动性管理目标难以应对金融机构的顺周期行为以及由此带来的经济金融失衡，而宏观审慎视角下的流动性管理目标则是防止金融机构的集体行为引致的经济金融失衡和系统性风险。从具体工具来看，宏观审慎视角下的流动性管理虽然包括准备金率、利率、资本充足率、拨备、杠杆率等传统的流动性管理工具，但其作用范围是针对整个金融体系，防止金融机构之间相互影响、传播导致的系统性和网络化风险。在具体运用时，则将流动性管理工具引入“以丰补歉”的逆周期因子动态调节，并针对金融机构的不同影响力，采取差异化的管理。由于货币政策和宏观审慎政策都是逆周期的宏观管理工具，这种流动性管理上的差异，恰又形成了相互补充，IMF 前首席经济学家 Blanchard（2010）对金融危机进行反思时就指出，仅要求价格稳定并将利率保持在较低水平的货币政策是不充分的，宏观审慎管理是对货币政策的补充，能够发挥利率手段所难以发挥的功能。因此，宏观审慎政策下的流动性管理，兼顾价格稳定和金融稳定。

（三）流动性管理在宏观审慎政策中的意义

2008 年全球金融危机后，Reinhart 和 Rogff（2009）研究了 800 年来人类所经历的金融和经济危机，指出虽然每一次危机形式和演化进程表面上是不同的，但其本质都具有惊人的类似，对经济的过度乐观和宽松的信贷环境是所有危机的共同特征。虽然宽松的信贷和货币环境一定程度上促进了经济增长和就业增加，但过于宽松的信贷和货币供应刺激了总需求，容易引发经济过热、通胀和资产泡沫等风险。Friedman 和 Schwartz（1963）系统研究了美国在 1867 ~ 1960 年发生的 6 次金融大震荡和经济大衰退，发现有 4 次与银行或货币因素有关。Bernake 等人（1996）吸收了真实经济周期理论思想，提出了金融加速器理论，认为信贷渠道可以传导并放大货币政策效应，信贷市场冲击会对经济造成广泛影响。White（2008）则指出信贷、资产价格和投资的周期性变化引起“繁荣—萧条”周期，还伴随着层出不穷的金融危机。随着经济全球化的发展，流动性还受到外部环境的影响。20 世纪 90 年代以来，

国际资本大量涌入新兴市场国家,推动了新兴市场国家的经济繁荣,但是资本流入的大规模逆转又使得这些国家经济陷入严重衰退。李稻葵等(2009)考察全球流动性状况对新兴市场经济的影响,发现美元对全球流动性具有决定性影响,美元流动性充裕时积累的系统性风险在流动性条件变化后将引发严重的金融危机。

由此可见,伴随着金融体系的快速发展,宏观流动性对经济金融体系的运行影响越来越大,现有的流动性管理手段和方式虽然在保持价格稳定和单个金融机构稳健经营方面发挥了积极作用,但难以有效应对宏观流动性顺周期的加速器效应对经济运行带来的冲击,也难以防范流动性跨机构扩散可能带来的系统性风险。因此,有必要将流动性管理纳入宏观审慎政策中,通过建立逆周期的“内在稳定器”机制,对宏观流动性进行调节,以防范金融失衡,维护金融稳定。当前,大多数国家的中央银行都将流动性作为宏观审慎政策的重要内容。就我国的情况而言,在西方主要国家量化宽松货币政策影响下,境外资金流入增加,国内金融体系流动性充裕,金融资产扩张较快,通胀压力较大,对金融体系稳定带来一定隐患,流动性管理面临严峻挑战。因此,在当前加强宏观审慎政策的大背景下,研究流动性管理问题,具有重要的理论意义和现实意义。

二、宏观审慎视角下流动性管理的社会福利分析

持续宽松的流动性环境有利于一定时期内的经济扩张,但也容易积累系统性风险,造成大幅波动,甚至引发金融和经济体系突然崩溃。根据宏观审慎政策要求,保持流动性稳定有助于经济金融的平稳运行,促进整体社会福利水平的提高。

(一) 流动性与经济增长关系的实证分析

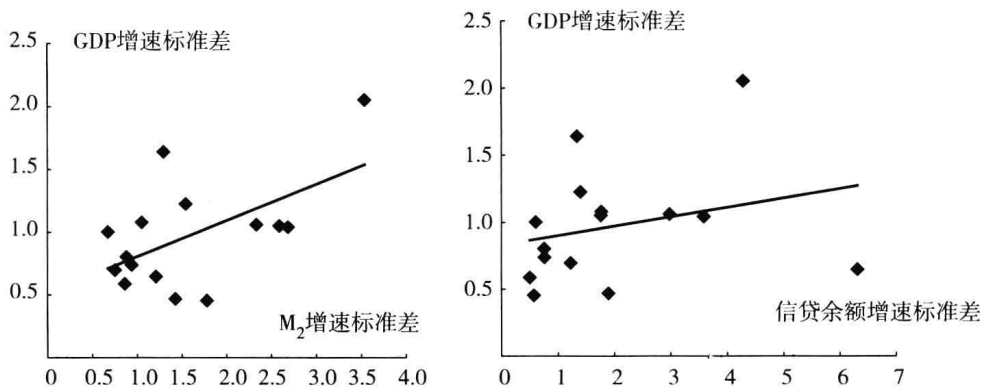
根据流动性内涵的讨论,我们选择广义货币供应量(M_2)、人民币贷款余额(Loan)和当季GDP的同比增长率作为分析变量,利用VAR框架下的Granger因果分析,考察宏观流动性与经济增长的关系。样本区间为1996年第一季度至2011年第二季度。通过平稳性检验可以发现,各变量都是一阶单整 $I(1)$ 序列,Johansen协整检验表明,在5%显著性水平下3个变量具有长期均衡稳定的协整关系^①。因此,我们对宏观流动性与经济增长进行Granger因果检验,发现GDP始终都不是 M_2 或信贷的Granger原因,但 M_2 和信贷则至少都在10%显著性水平下是GDP增长率

^① 通过不同标准对VAR系统最优滞后数的检验(最大试算阶数为5),选择最优滞后阶数为1。限于篇幅省略了具体的检验结果。

的 Granger 原因,这说明宏观流动性促进了经济的增长。因此,有效管理宏观流动性就能够实现经济增长和稳定的目标。

(二) 流动性波动与经济波动

宏观审慎政策的一个内在含义是减少经济增长的波动,通过平稳经济发展增进社会福利。因此,我们进一步考察流动性的波动与经济增长波动的关系。波动指标通常以方差或标准差形式表示,而我国对货币供应量的统计仅是从 1996 年开始,这样,我们仅分析 1996 ~ 2010 年的年度数据。首先根据当年各月 M_2 、信贷和季度 GDP 增长率计算各年 M_2 、信贷和 GDP 增长率的标准差,以衡量其波动情况,并考察 M_2 、信贷与 GDP 之间增长率波动的关系。由于样本数量较少,并不适用 VAR 模型和 Granger 因果分析,因此我们进行了 OLS 分析。由图 2 可见, M_2 和信贷增长率的标准差与 GDP 的标准差都呈现出显著的正相关关系,流动性管理应成为宏观审慎政策重要的内容。



资料来源:CEIC 及笔者计算。

图 2 1996 ~ 2010 年 M_2 、信贷和 GDP 标准差散点图

(三) 宏观审慎政策、经济增长路径与社会福利

通过上述实证分析表明,流动性与经济增长及其波动密切相关,因此保持货币信贷的合理平稳增长,将有助于实现经济的平稳健康发展,这也是宏观审慎政策的内在要求。宏观审慎政策要求经济的平稳增长,这意味着经济沿着平稳但适度水平的增长路径。那么,这与高增长高波动的传统路径相比,对社会福利影响是否存在本质上的差别?很多学者对此进行了理论和实证分析。

Lucas (2003) 利用美国 1947 ~ 2001 年的年度消费数据展开估计,提出了著名的“Lucas 论断”,认为消除所有消费波动性仅相当于将消费水平提高 0.05%,这意

意味着平抑波动、宏观稳定并不能带来多少收益。许多研究对此提出了质疑。Salayer (2007) 应用存在小概率“严重衰退”状态的模型估算了美国经济周期的福利成本, 其估算得到的福利成本远高于 Lucas (2003)。Barro (2007) 表明, 代表性消费者甚至愿意每年放弃实际 GDP 的 20% 以消除所有的“灾难性”风险。

1. 不同增长路径下的社会福利比较: 基本理论模型

宏观审慎政策意味着增长路径的波动性更小, 从方差的角度来考量, 一个理想的状态就是增长的方差为零, 即增长不存在任何的波动。这里, 我们将通过对不同增长路径下消费者的跨期效用比较, 说明宏观审慎政策的操作空间和必要性。模型的基本形式如下:

出于方便考虑, 我们仅分析具有居民的两期收入, 其当期的收入水平为 y_1 。居民收入增长服从于均值为 g 、方差为 d^2 的正态分布, 因此居民的第二期收入水平 $y_2 \sim N((1+g)y_1, d^2)$ 。假设在第一期时消费者面临两种收入增长路径, 一种是宏观审慎政策下的收入增长, 即 $y_2 \sim N((1+g_1)y_1, d_1^2)$; 另一种是传统增长模式, $y_2 \sim N((1+g_2)y_1, d_2^2)$ 。其中, g 、 d 的下标代表不同的增长模式。根据宏观审慎政策和传统增长模式下的增长路径的分析, 可以得到如下假定:

$$g_1 < g_2 \text{ 且 } d_1 < d_2$$

即宏观审慎政策下增长模式为适度增长低波动, 而传统增长模式为高增长高波动。

这样, 由于第一期初始条件相同, 两种增长模式下的福利比较问题也就转换为第二期消费者的效用比较问题。根据 VNM (冯·诺依曼—摩根斯坦) 效用函数, 代表性消费者在第二期的效用函数可以写成:

$$U(y) = E(y_2) - \frac{1}{2}\gamma\sigma(y_2) \quad (1)$$

其中, y_2 表示第二期收入水平, $E(y_2)$ 表示第二期收入水平的预期值, γ 表示代表性居民的风险厌恶系数, $\sigma(y_2)$ 表示收入标准差。

这样, 两种增长模式下代表性消费者在第二期的效用水平分别为: $U^1 = (1+g_1)y_1 - \frac{1}{2}\gamma d_1 y_1$ 和 $U^2 = (1+g_2)y_1 - \frac{1}{2}\gamma d_2 y_1$, 其中 U 的上标代表不同增长路径。

显然, 如果 $U^1 > U^2$, 那么第一种增长路径对代表性消费者来说就一定优于第二种增长路径。由此可以得到如下条件: $(1+g_1)y_1 - \frac{1}{2}\gamma d_1 y_1 > (1+g_2)y_1 - \frac{1}{2}\gamma d_2 y_1$, 即

$$g_2 - g_1 < \frac{1}{2}\gamma(d_2 - d_1) \quad (2)$$

这样,就得到了宏观审慎政策下福利改善的条件:实行宏观审慎政策后的经济增速下降程度要小于经济波动幅度下降与消费者风险厌恶系数一半的乘积。由此可见,消费者风险厌恶系数越高,宏观审慎政策消除经济波动的程度越大,实行宏观审慎政策后越有利于改善社会福利。

另外,根据假设 $g_1 < g_2$ 且 $d_1 < d_2$, 也就意味着 $0 < g_2 - g_1 < \frac{1}{2}\gamma(d_2 - d_1)$ 。

因此,可以将 $g_2 - g_1$ 定义为福利成本或政策空间,即居民愿意放弃一定的预期增长以换取收入增长的稳定性。换句话说,与较高波动较高增长率的增长路径相比,为实现宏观审慎政策目标可放弃的经济增长,即宏观审慎的政策空间,其上限是 $\frac{1}{2}\gamma(d_2 - d_1)$, 而且显著大于0。

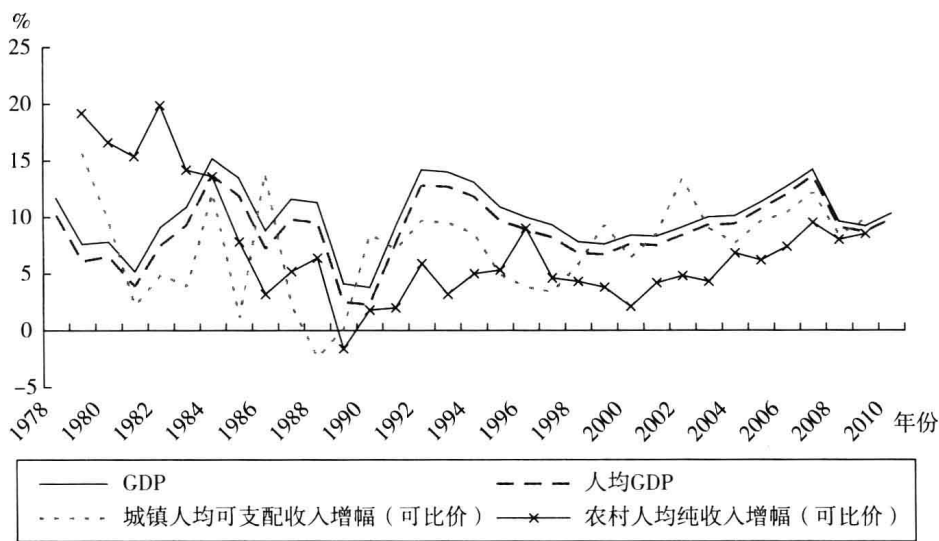
2. 我国宏观审慎增长路径的政策空间估计

为比较不同增长路径下的效用函数,我们需要首先估计居民的风险厌恶系数。根据北京奥尔多投资咨询中心于2007年展开“城市投资者行为调查”项目和 Guiso 等(2007)关于风险规避态度的定义,可以估算出我国居民的风险厌恶系数 $\gamma \geq 1.2496$ ①。

我们考察改革开放后我国 GDP、人均 GDP 和居民的可支配收入情况(见图3),其中 GDP 和人均 GDP 样本区间为1978~2010年,由于数据关系,居民可支配收入样本区间为1979~2009年。我国 GDP 年均增长率高达10.0% (9.997%), 增长率的标准差为2.77%; 人均 GDP 年均增长率高达8.84%, 标准差为2.81%; 城镇居民家庭人均可支配收入平均增长率为7.4%, 标准差为4.2%; 农村居民家庭人均纯收入平均增长率为7.3%, 标准差为5.2%。

这样,将 $\gamma = 1.2496$ 和方差代入公式(2),可以发现对代表性居民而言,上述收入增长路径与以下稳定的收入增长路径带来的效用等价:我国 GDP 可以实现8.26%的稳定增长,人均 GDP 可以实现7.1%的稳定增长;城镇居民家庭人均可支配收入以4.8%的增速稳定增长,农村居民家庭人均纯收入以4%的增速稳定增长。也就是说,在宏观审慎政策下,我国 GDP 和人均 GDP 分别可以有1.7%和1.8%的政策空间,而城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民家庭人均纯收入的政策空间则分别高达2.6%和3.3%。

① “城市投资者行为调查”项目对北京、上海等15个城市的1355名居民的调查,重点考察了居民风险态度等方面的信息。该调查设计了专门问题考察受访者在—一个虚构游戏中汇报的最高价格,根据调查者的回答推算出代表性消费者的平均价格。根据调查数据和前面的基本理论模型,有 $0 \geq -469 + 0.5 \times 2\,500 + 0.5 \times 0 - \frac{1}{2}\gamma \times 1\,250$, 即 $\gamma \geq 1.2496$ 。



资料来源：中经统计数据库。

图3 我国GDP、人均GDP、城镇和农村居民实际收入增长情况

当然，上述估计是根据特定调查数据和经济及收入的实际数据进行的估计。我们可以考察不同风险厌恶系数和不同增长波动情况下宏观审慎政策的政策空间情况。我们进行了模拟估计，结果见表1。

表1 宏观审慎的政策空间（经济波动的福利成本估计） 单位：%

风险厌恶系数 γ	经济情景 1	经济情景 2	经济情景 3
	$d = 1$	$d = 3$	$d = 6$
1	0.5	1.5	3
2	1	3	6
3	1.5	4.5	9
4	2	6	12
5	2.5	7.5	15
6	3	9	18

注： d 代表增长的标准差， γ 代表风险厌恶系数。

可见，经济波动具有相当的福利成本，居民的风险厌恶系数越高，经济增长的波动越大，那么社会福利成本也就越高，宏观审慎的政策空间也就越大。降低经济波动程度有助于改善居民福利水平，宏观审慎视角下的流动性管理在我国具有较大的政策实施空间。

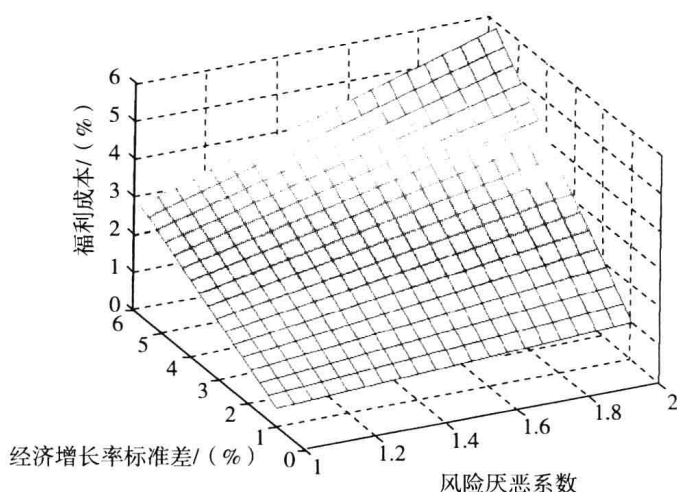


图4 我国增长不确定性的福利成本估计

三、当前我国流动性管理的实际效果分析

第二部分研究表明,实施宏观审慎管理有利于提高社会福利水平,我国具有实施宏观流动性管理的较大的政策空间。实现这一政策目标需要相关管理工具的有效支撑。本部分通过对流动性管理政策效果的分析,为我国开展宏观审慎视角的流动性管理提供政策支持。

(一) 我国流动性管理的主要手段

流动性管理手段包括直接影响流动性的公开市场操作、准备金率、存贷比等工具,也包括间接影响流动性的利率、汇率、资本充足率、贷款拨备等工具,这些工具或属于货币政策工具范畴,或属于监管工具范畴,但都会通过影响银行信贷行为对宏观流动性产生重要作用。例如,提高存款准备金将冻结一部分基础货币并降低货币乘数,从而减缓货币供应速度;通过提高存贷款基准利率有助于增加储蓄并提高贷款成本,抑制信贷需求;金融机构资本充足度的变化、杠杆率等工具对金融体系可借贷资金和风险头寸产生重要影响,从而对银行信贷和货币创造发挥重要作用。长期以来,我国以间接融资方式为主,虽然近些年来我国金融业竞争逐渐加剧,金融创新日益活跃,但银行信贷仍是最主要的融资方式。因此,银行信贷行为仍是传导流动性管理政策传导中的关键一环,银行更激进地放开信贷,体现为资产中信贷资产的比重提高,则货币创造的乘数效应越高,相应地流动性派生也越多;反之亦然。同时,银行的信贷资产配置行为对于其自身风险敞口也具有直接影响,对金融