

于震
著

中国宏观 审慎监管

工具评价与创新

MACRO-PRUDENTIAL SUPERVISION
IN CHINA

Effectiveness and Innovation of Tools



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

MACRO-PRUDENTIAL SUPERVISION



于震 吉林大学中国国有经济研究中心研究员，吉林大学经济学院教授，博士生导师。研究方向是宏观金融理论与政策、应用计量经济学等。在《经济研究》《数量经济技术经济研究》等期刊上发表学术论文 20 余篇，先后主持国家社科基金、教育部基金等项目 10 余项。

本书得到了 2012 年国家社科基金青年项目“中国信贷周期及其宏观审慎监管研究”（12CJY109）和吉林大学哲学社会科学重点研究基地重大项目“‘一带一路’战略实施中推进我国与沿线国家之间对外贸易研究”（2015XXJD12）的资助，特此感谢。

中国宏观 审慎监管

工具评价与创新

**MACRO-PRUDENTIAL SUPERVISION
IN CHINA**

Effectiveness and Innovation of Tools

于震 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

摘 要

20 世纪 90 年代以来的数次金融危机尤其是次贷危机，无不显示出防范和化解金融系统性风险对于保障宏观经济稳定的重要性。在此背景下，建立和加强以宏观审慎为核心理念的监管体制成为当前世界主要经济体和国际金融组织进行金融监管改革的重点方向。中国较早开展了宏观审慎监管政策的实践，近年来，宏观审慎监管政策在宏观调控体系中的地位逐步提升。从 2009 年中国人民银行在货币政策执行报告中首次提出“要将宏观审慎管理制度纳入宏观调控政策框架”，到 2017 年党的十九大报告中明确要求“健全货币政策与宏观审慎政策‘双支柱’调控框架”，宏观审慎监管政策已经上升到国民经济宏观调控的核心地位。

中国宏观审慎监管政策的框架已经基本形成，但对政策效果的评价和政策工具箱的进一步丰富刚刚开始。由于宏观审慎监管政策实施时间较短，基础数据缺乏，对其政策绩效的评价还处于探索阶段，但这项工作的重要性不容忽视。对政策效果的客观评价有助于判断短期内政策实施的时机恰当与否、工具选择合适与否、实施力度合理与否，在长期势必通过经验累积全面推动构建和完善宏观审慎监管框架，而目前相关的理论研究和经验支持鲜见。另外，由于宏观审慎监管工具缺乏相应的专有政策工具，因

此其政策工具与货币政策工具交叠严重，不仅容易对货币政策工具的效果产生干扰，同时可能出现与货币政策期望效果相冲突的问题，需要对此展开深入讨论。此外，宏观审慎监管的工具箱还有进一步拓展的空间，借鉴其他国家宏观调控管理的经验，同时吸取其教训，结合中国国情探索新型宏观审慎监管工具同样具有重要的现实意义。

本书基于宏观审慎监管政策的制度内涵，围绕宏观审慎监管工具的执行主体选择、总体实施效果、代表性工具的实施效果、在中国的适用性及新型工具创新等几个方面开展了理论与实证研究，并提出了相关的政策建议。本书共分七章，主要观点如下。第一，尽管中央银行在各国宏观审慎监管实践中的政策地位不尽相同，但均扮演着重要角色，可以概括为决策者、主导者和参与者三种模式，且各具优缺点。结合中国国情来看，中国人民银行经历了中国金融体制改革和宏观调控演进的各个阶段，在此过程中积累了大量宏观经济和金融风险的调控经验，在信息收集、分类处理和金融基础设施方面相对于其他金融监管部门有着压倒性优势，适合充当宏观审慎监管政策的主导者。第二，日本基于逆周期的宏观审慎监管政策在抑制金融顺周期性和降低金融系统性风险过程中发挥了重要作用。日本宏观审慎监管的政策效果表明，宏观审慎监管无论在理论上还是实践中都具备有效抑制系统性金融风险、防止金融风险向实体经济传导的积极作用。中国正处在金融业高速发展和对外开放的关键时期，还面临金融监管滞后于金融自由化步伐、金融体系整体抵御风险能力偏弱等诸多问题。因此，在总体战略上，中国不仅应对宏观审慎给予充分重视，还要通过切实可行的金融改革推动其贯彻落实。应在借鉴国际成功经验的基础上，进一步构建中国特色的宏观审慎政策框架，包括建

立健全相应管理机构，通过法律法规明确各管理机构职能和相互协调机制，以及不断完善科学化的管理手段与工具。第三，从已有数据分析来看，动态拨备在我国的初步运用取得了一定成效，切实弱化了原有拨备制度设计上的顺周期性，缓和了拨备的波动。但相对于这一领域的成熟经验，我国的动态拨备制度还存在以下亟待解决的问题，需要借鉴国际经验加以完善：一是合理设置拨备计提上限；二是规范自由裁量权；三是解决一般拨备计提的不对称性问题；四是完善非信贷相关领域一般拨备计提制度。第四，在逆周期资本缓冲工具选择上，以“信贷/GDP”为挂钩变量的模型适用于中国，但存在一些瑕疵，在备选指标“股票市值/GDP”、“房地产投资/GDP”、“汇率”、“M2/GDP”和“外汇储备/GDP”中，“M2/GDP”表现最好，基于受试者曲线的分析结果建议，中国应建立以“信贷/GDP”为主，以“M2/GDP”为辅的逆周期资本缓冲模型。第五，宏观审慎监管政策中以贷款价值比（LTV）为代表的杠杆率工具对于金融加速器机制带来的金融和经济波动放大效应有明显的抑制作用。第六，银行预期的周期变动在时间上领先于经济周期，是经济周期波动的重要驱动因素。银行预期形成具有前瞻性特征，使得银行预期指标与信贷周期指标相比，对经济周期的驱动作用更大。银行预期管理不仅应被列为宏观调控预期管理的重点内容，同时作为从根源上熨平信贷周期的有效手段，也是宏观审慎监管的理想政策工具。

目 录

第一章 导论	1
第一节 宏观审慎监管政策缘起	1
第二节 宏观审慎监管政策内涵	8
第三节 宏观审慎监管工具概述	14
第四节 中国宏观审慎监管改革历程	25
第二章 中国宏观审慎监管政策工具的主体选择	34
第一节 宏观审慎监管政策和货币政策的 辩证关系	36
第二节 宏观审慎监管政策和货币政策的 相互协调	40
第三节 中央银行在宏观审慎监管政策中的地位 差异及优缺点	44
第四节 中国人民银行主导宏观审慎监管政策的 可行性与困难	49
第三章 中日宏观审慎监管政策效果评价与比较	55
第一节 日本金融监管体系向宏观审慎监管的改革	57

第二节	信贷周期与经济周期关联性检验的逻辑与方法	62
第三节	中国和日本信贷周期与经济周期关联性的检验结果分析	70
第四节	基于中日宏观审慎监管政策效果比较的经验借鉴	82
第四章	动态拨备工具的应用效果评价	88
第一节	中国动态拨备制度的基本框架与国际比较	91
第二节	动态拨备制度在中国的应用及效果检验	96
第三节	完善中国动态拨备制度的政策建议	99
第五章	逆周期资本缓冲工具在中国的适用性评价	104
第一节	逆周期资本缓冲工具研究概述	105
第二节	《巴塞尔协议Ⅲ》逆周期资本缓冲模型在中国的适用性检验	112
第三节	中国逆周期资本缓冲计提模型的构建	120
第六章	贷款价值比指标工具的应用效果评价	135
第一节	随机动态一般均衡模型设定	135
第二节	货币政策与宏观审慎政策工具的引入	145
第三节	参数校准与数值模拟	149
第四节	脉冲响应分析	154
第五节	方差分解	162

第七章 基于银行预期管理的宏观审慎监管工具创新	168
第一节 预期研究概述	168
第二节 银行预期作用于经济周期的理论基础	172
第三节 变量选取、研究假设与实证方法	178
第四节 银行预期作用于经济周期的实证 检验与启示	183
参考文献	194
后 记	212

图表目录

图 3 - 1	GDP 的 HP 滤波分析	71
图 3 - 2	信贷规模的 HP 滤波分析	71
图 3 - 3	基于时域方法的相关系数 (1991 年第四季度至 2002 年第四季度)	75
图 3 - 4	基于时域方法的相关系数 (2003 年第一季度至 2013 年第三季度)	75
图 3 - 5	基于频域方法的相关系数 (1991 年第四季度至 2002 年第四季度)	76
图 3 - 6	基于频域方法的相关系数 (2003 年第一季度至 2013 年第三季度)	76
图 3 - 7	中国 GDP 的 HP 滤波分析	79
图 3 - 8	中国信贷的 HP 滤波分析	79
图 4 - 1	不良贷款变动率和拨备变动率	97
图 5 - 1	信贷/GDP 数据	119
图 5 - 2	股票市值/GDP 指标走势	127
图 5 - 3	房地产/GDP 指标走势	127
图 5 - 4	汇率指标走势	128
图 5 - 5	外汇储备/GDP 指标走势	128

图 5 - 6	M2/GDP 指标走势	129
图 5 - 7	受试者工作曲线	132
图 5 - 8	M2/GDP 逆周期资本缓冲模型结果	133
图 6 - 1	货币政策紧缩下不同模型经济体中宏观 变量的反应	155
图 6 - 2	正向技术冲击下不同模型经济体中宏观 变量的反应	157
图 6 - 3	正向货币需求冲击下不同模型经济体中宏观 变量的反应	158
图 6 - 4	偏好冲击下不同模型经济体中宏观 变量的反应	160
图 6 - 5	正向投资效率冲击下不同模型经济体中宏观 变量的反应	161
图 7 - 1	基于时域方法的假设检验结果及比较	187
图 7 - 2	基于频域方法的假设检验结果及比较	188
表 1 - 1	宏观审慎监管的理论发展脉络	5
表 1 - 2	微观审慎监管与宏观审慎监管的模式比较	9
表 1 - 3	宏观审慎监管工具分类	15
表 1 - 4	宏观审慎监管工具在世界各地经济体 使用情况一览	20
表 1 - 5	中国金融监管模式演化进程	25
表 2 - 1	宏观审慎监管政策和货币政策目标的动态关系	39
表 3 - 1	经济周期同步性度量的方法论体系	69
表 3 - 2	日本经济周期和信贷周期的相关性结果	72
表 3 - 3	日本经济周期和信贷周期时段划分	73

表 3-4	中国信贷周期和经济周期相关性结果	80
表 5-1	两分类综合表	125
表 5-2	ROC 曲线下面积	132
表 6-1	结构参数的校准值	151
表 6-2	模拟政策参数的校准值	152
表 6-3	宏观经济变量的标准差和相对波动	162
表 6-4	向前 1 期的方差分解	163
表 6-5	向前 10 期的方差分解	164
表 6-6	排除投资冲击情况下向前 1 期的方差分解	165
表 7-1	基于三种静态方法的假设检验结果及比较	185

第一章 导 论

第一节 宏观审慎监管政策缘起

金融业对经济增长的贡献毋庸置疑，它的快速增长不仅可以直接增加社会总产出、优化资源配置，还可以为实体经济提供资金支持，从而间接促进经济增长。但金融体系也存在与生俱来的顺周期性，表现为在实体经济的繁荣时期，由于抵押资产升值，银行对未来经济前景盲目乐观，产生扩大信贷供给的冲动，最终推动经济向过热方向进一步扩张。而这一阶段发放的贷款极有可能在经济衰退阶段转化为不良贷款。与之相对应，在实体经济出现衰退迹象时，财务状况不佳的企业面临抵押物价值下降的局面，此时银行将采取提高贷款发放门槛等一系列“惜贷”措施来规避信贷风险，而信贷供给量的急剧萎缩进一步恶化实体经济。信贷市场与实体经济的上述动态反馈机制被称作“金融加速器”。^① 通过“金融加速器”机

^① Bermanke, B. S., Gertler, M., Gilchrist, S., “The Financial Accelerator and Flight to Quality”, *Review of Economics and Statistics*, 78 (1), 1996, pp. 1 - 15.

制，信贷扩张与收缩的顺经济周期特性不仅增加了金融体系的系统性风险，而且加剧了宏观经济波动。^① 2008年由美国“次贷危机”所引发的全球性经济危机就是信贷顺周期性未能得到有效控制的结果。作为此次危机的导火索，美国短期利率提高，导致次级房屋信贷行业资金链条断裂，信贷违约现象激增，其后大规模信贷紧缩进一步加剧了房地产泡沫的破裂。危机发生后，世界各国为应对危机的负面影响，纷纷采取了诸如连续降息、加大注入资金等刺激经济的措施。与此同时，完善金融业监管体制与转变监管思路成为广泛共识。

金融监管主要分为审慎性监管和限制性监管，其中发挥核心作用的是审慎性监管。审慎性监管又分为微观和宏观两个层面。传统的金融监管注重微观层面，目的是降低单个金融机构的风险，保护金融消费者利益。微观审慎监管的逻辑是保证单个金融机构的安全以确保由其组成的整个金融体系安全，是一种自下而上的监管思维。而正是这种盯住单个金融机构的割裂式风险监管模式，使得只有站在系统层面才能发现的风险被视而不见，这就决定了传统微观审慎监管极易忽视金融机构与金融市场以及整个宏观经济之间的交互影响。美国联邦存款保险机构提供的数据显示，2006年，99%投保的美国金融结构满足或者超出了最高资本监管要求，美国却仍然成为爆发全球性金融危机的中心。^② 这是因为微观审慎监管的逻辑存在严重的“合成谬误”。^③ 金融机构之

① 赵振全、于震、刘森：《金融加速器效应在中国存在吗》，《经济研究》2007年第6期，第27~38页；李麟、索彦峰：《经济波动、不良贷款与银行业系统性风险》，《国际金融研究》2009年第6期，第55~63页。

② Federal Deposit Insurance Corporation, *FDIC Quarterly Banking Profile*, 2006, 2nd Quarter.

③ Brunnermeier, M., Crocket, A., Persaud, A. D., Shin, H. S., "The Fundamental Principles of Financial Regulation", International Center for Monetary and Banking Studies, 11, 2009.

间的相互关联使得个体层面的稳健在宏观层面存在脆弱性。^① 确保各个机构稳定还可能由于过度保护而破坏市场效率与规则，微观层面的不规则性金融问题会在“创造性破坏”机制下培育更加充满活力的金融体系。^② 微观审慎政策的另一个“合成谬误”是认为对单一机构所采取的孤立性调控措施必定得到总体层面的期望效果。^③ 微观审慎监管的上述不足催生了宏观审慎监管的发展。

20 世纪 90 年代以来的数次金融危机尤其是次贷危机，无不显示出防范和化解金融系统性风险对于保障宏观经济稳定的重要性。在此背景下，建立和加强以宏观审慎为核心理念的监管体制成为当前世界主要经济体和国际金融组织进行金融监管改革的重点方向。国际组织是宏观审慎监管从理论到实践发展的重要推动力量，而国际组织中首要的是巴塞尔委员会。众所周知，“宏观审慎”（Macro-prudential）一词最早出现在 20 世纪 70 年代末库克委员会（Cooke Committee）即巴塞尔银行监管委员会前身的一篇报告讨论中。自此之后，巴塞尔委员会始终在全球金融监管改革中扮演着“总设计师”的角色。从 1975 年提出第一个巴塞尔协议开始，巴塞尔协议逐步建立了以最低资本要求、资本充足率监管和信息披露要求为三大支柱，且以资本充足率监管为核心的银行业监管框架。尤其是 2010 年 9 月各方达成一致的《巴塞尔协议 III》顺应了全球金融创新过程中金融风险生成的新环境，不仅明确了今后金融监管改革的方向是微观审慎监管与宏观审慎监管相

-
- ① Hellwig, M., “Liquidity Provision, Banking, and the Allocation of Interest Rate Risk”, *European Economic Review*, 38 (7), 1994, pp. 1363 – 1389.
- ② Schinasi, M. G. J., “Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice”, International Monetary Fund, 2005.
- ③ Morris, S., Shin, H. S., “Financial Regulation in a System Context”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008 (2), 2008, pp. 229 – 274.

互融合的模式，而且利用更加严格的各国间一致性可量化监管标准，为世界各国及地区保障银行体系和实体经济稳健性、实现宏观审慎监管目标提供了一个完整的指导性蓝本。

次贷危机之后，为确保金融体系在全球范围内的长期稳定，G20 开始替代八国集团成为联合推动国际金融监管制度改革的领导者，其标志之一是 2008 年 11 月在华盛顿举行的首次 G20 领导人峰会上，正式将金融危机的产生机制和加强金融体系监管与改革设置成核心议题。在峰会宣言中，微观审慎监管向宏观审慎监管的理念转向基调基本确立。为促进各国监管政策和标准的统一以及各国监管机构的合作与资源共享，尤其是为了进一步将发展中经济体纳入其中，在 2009 年 4 月举行的伦敦峰会上，原有的金融稳定论坛（Financial Stability Forum, FSF）经过机构和职能的大幅调整形成了一个新的专门性国际组织——金融稳定委员会（Financial Stability Board, FSB），在主权国家之外，为评估金融系统性风险和推动全球金融监管改革提供了必要条件。与此同时，宏观审慎监管在伦敦峰会明确纳入全球金融监管模式。

此外，国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（BIS）和世界银行在宏观审慎监管框架建立的各个环节，包括内涵和目标的论证、监测指标和工具的构建以及监管机构的确定等同样做出了巨大的贡献。尤其是 IMF，在 1997 年亚洲金融危机后始终关注宏观审慎监管领域的革新。利用自身强大的数据和技术优势，IMF 在宏观审慎指标体系的理论和实践中均建树颇丰，其提出的系统流动性风险指数、调整模型与压力测试方法成为监管机构客观评价金融部门的流动性风险、衡量金融机构系统性金融风险以及实施差别化审慎监管的重要工具。