

我国央行宏观审慎管理框架研究

——基于政策工具传导机制角度的分析

中国人民银行银川中心支行 祁永忠*

目前,人民银行已经初步构建了包括宏观审慎评估体系(MPA)、向中证金公司发再贷款、公开市场操作、市场监管、存款保险和窗口指导在内的宏观审慎管理政策框架。该框架基本能够满足协调性、匹配性、可控性和相关性等四个方面的要求,但也存在着进一步改进的空间。借鉴次贷危机后,美国、欧盟、英国等发达经济体宏观审慎管理框架的构建过程,笔者建议从淡化对微观审慎的过度关注、改进宏观审慎评估体系、再贷款和公开市场操作,完善人民币汇率制度,构建本位币一体化监管体系,加强预期管理等方面完善人民银行宏观审慎管理政策框架;同时,提高我国宏观审慎管理政策的相互配合程度。

2000年,国际清算银行提出了“宏观审慎”和“微观审慎”的概念,前者的目标是降低系统性金融风险,后者的目标是降低单个金融机构的风险。但这一概念提出后并没有引起重视。2008年国际金融危机爆发以来,金融管理当局发现微观审慎监管并不能有效应对系统性金融风险,也就是说,即使微观金融机构的各项监管指标都符合监管要求,也不能规避系统性金融风险的发生。随之,宏观审慎管理被提上议事日程,美国、欧盟、英国等都尝试构建宏观审慎管理框架。中国较早开展了宏观审慎管理框架研究,2011年实施差别准备金动态调控机制,同时加快利率、汇率市场化改革及存款保险制度建立,并于2015年底将差别准备金动态调控升级为宏观审慎评估体系(MPA),这标志着我国央行宏观审慎管理政策框架的初步构建。

1. 央行宏观审慎管理政策框架的理论基础

Bartholomew and Whalen(1995)、翟金林(2001)指出,所谓系统性金融风险指的是一种可能性,即:受到系统内外部因素影响,金融市场发生剧烈波动、危机或瘫痪,使单个金融机构不能幸免,从而遭受经济损失的可能性。这种风险不能通过分散投资加以消除,因此又被称为不可分散风险。系统性风险主要包括价格波动风险、流动性风险、溢价风险和信用风险。一般说来,流动性是指在交易成本尽可能低的情况下,投资者能够迅速、有效地执行交易的能力,表现为换手率的高低;波动性是指金融资产回报率的波动程度或金融资产价格的波动程度;溢价性是指金融资产收益率偏离价值的程度或金融资产偏离无风险资产收益率的程度;而信用是指资金交易主体遵守交易合约,及时、完整交割交易标的的能力。

宫晓琳(2012)、苏明政(2014)认为,金融系统具有联动性,金融风险具有传染性,表现为

* 祁永忠,经济学博士,中国人民银行银川中心支行经济师。作者电子邮箱:qiyongzhong@aliyun.com。本文仅代表作者个人观点,不代表中国人民银行的观点。

不同金融机构风险之间的传染,不同金融市场之间的风险传染和不同种类金融风险之间的互相传染。金融管制的放松是金融市场风险传染的外在原因,金融市场信息的市场传递是风险传染的内在原因,投资者的交易行为是影响金融市场风险传染的直接原因。

宏观审慎管理就是利用金融系统的联动性,通过宏观审慎管理政策工具与某一/某些金融市场中的某些系统重要性金融机构进行交易,控制这一/这些特定市场的特定风险,从而影响这一特定金融市场的系统性风险,进而通过金融市场的联动机制,最终实现金融市场的整体稳定。

宏观审慎管理框架很复杂,其政策工具大体包括货币政策、财政政策、监管政策和产业政策——各类政策工具协调配合,通过不同的政策传导路径达到控制系统性金融风险的目的。本文着重从央行货币政策工具角度分析宏观审慎框架,探讨了央行宏观审慎管理政策的构建,以及宏观审慎管理政策与财政、监管、产业政策的协调。

(1)如果一个国家的金融市场分割不严重,金融市场的联动性较为紧密,金融风险的传染性较强,那么央行就可以通过与某一个核心金融市场中的系统重要性金融机构进行交易,以控制这一核心金融市场的核心金融风险,从而控制核心金融市场的系统性风险,进而通过金融市场的联动机制,最终实现金融市场的整体稳定。其宏观审慎管理政策框架的构成要素至少应该包括以下几个方面:界定央行可以操作的政策工具;界定哪一个金融市场在金融市场是居于主导地位的核心市场;这一核心金融市场中,有哪些系统重要性金融机构;这一核心的金融市场中,哪类金融风险是居于主导地位的核心风险。

其宏观审慎管理的传导机制可以表述为:宏观审慎管理政策工具——核心金融市场的核心风险——核心金融市场的系统性风险——金融市场系统性风险。

(2)如果一个国家的金融市场分割严重,金融市场的联动性较为松散,金融风险的传染性不强,那么央行就要在不同的金融市场上,与不同的交易对手进行交易,从而影响不同类别的金融风险,进而控制系统性金融风险。

其宏观审慎管理政策传导机制可以表述为:宏观审慎管理政策工具——某一金融市场各类金融风险——金融市场系统性风险。

由此可见,金融市场分割程度是央行宏观审慎管理政策框架构建的前提条件。市场分割是一把双刃剑,金融市场分割程度越小,金融风险的传染性和突发性就越强,但可以简化央行宏观审慎管理政策框架,央行只需关注于核心市场、核心风险和系统重要性金融机构,以此联动性地控制金融市场系统性风险;金融市场分割程度越大,金融风险的传播性和突发性就较弱,但这加大了宏观审慎管理的复杂程度,货币当局不得不分别关注不同金融市场、不同金融风险 and 不同交易对手,以此来控制金融市场系统性风险。同时,也要看到,宏观审慎管理政策工具的割裂也会加剧金融市场的分割,货币当局对金融市场的过度微观干预会加剧金融市场的分割。

政策工具传导机制顺畅程度是央行政策框架构建的前提条件。政策传导机制越畅通,经济增长(物价稳定)、结构调整与宏观审慎的正向关联度就越大,央行政策最终目标就越单一,央行政策框架就越简单;而政策传导机制越不畅,经济增长、结构调整与宏观审慎的正向关联性就越小,央行政策最终目标就要同时兼顾,经济增长(物价稳定)、结构调整和宏观审慎,央行政策框架就越复杂。同时,也要看到,央行政策框架的割裂也会加剧货币政策传导机制的阻滞,也就是说,人为过度关注经济增长(物价稳定)、结构调整和宏观审慎会加剧政策传导机制的阻滞。

2. 人民银行目前的宏观审慎管理框架

2.1 人民银行宏观审慎管理政策工具

目前,人民银行宏观审慎管理政策工具有以下几类:宏观审慎评估体系(MPA)、向中证金公司发放再贷款、公开市场操作、市场监管、存款保险和窗口指导。

2015 年底,人民银行升级差别准备金动态调控机制,推出宏观审慎评估体系。该体系(MPA)的总体目标是构建以逆周期为核心、依据系统重要性程度差别考量的宏观审慎评估体系,用准备金利率为激励手段来激励约束银行业金融机构的资产负债扩张节奏,促进货币信贷总量平稳适度增长,防范货币市场流动性风险。该体系有三方面内容:其一,评估指标方面,包括资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、跨境业务风险、信贷政策执行等七类指标;其二,基于系统重要性的差别化评分标准,表现为依据银行业金融机构的系统重要性对银行业金融机构的各项评估指标进行差异化评分;其三,MPA 评估结果的差别化运用,分为正常情况下启用 10% 的存款准备金利率浮动,需要增加宏观调控力度的情况下启用 20% 的存款准备金利率浮动,较为极端情况下启用 30% 的存款准备金利率浮动^①。

再贷款。2015 年 7 月,为支持股票市场稳定发展,中国人民银行向中国证券金融股份有限公司发放再贷款,以帮助该公司补充流动性^②。该工具类似美联储在次贷危机后推出的针对非存款类金融机构的创新货币政策工具,扩展了人民银行再贷款的发放对象。

公开市场操作。中央外汇业务中心进入外汇交易中心,以即期美元外汇交易为主,直接介入外汇交易,影响汇率市场流动性。2016 年 3 月 31 日央行公布,截止 2 月 29 日,中国央行的外币对本币远期合约和期货合约多头头寸为 24.38 亿美元,空头头寸 289 亿美元,这是人民银行首次公布外汇远期和期权交易数据,这表明,央行外汇公开市场操作已经从即期交易拓展到远期和期货交易。据新闻报道,梧桐树投资公司及其旗下的坤藤投资和凤山投资 2015 年四季度开始介入股市,共购入 A 股 14 家上市公司股票,其中投资银行股最多^③。该工具类似于金融危机后美联储、英央行的资产购买计划,人民银行借此工具将公开市场操作从货币市场和外汇市场,拓展到资本市场。

人民银行的金融市场监管手段主要是汇率制度、房贷政策和外汇管理。

(1) 汇率制度。自 2005 年 7 月 21 日起,人民币汇率制度实施以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度:一是盯住“一篮子货币”的汇率调控方式。人民币汇率不再盯住单一美元,而是参照一篮子货币、根据市场供求关系来进行浮动。二是中间价的确定。中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价,作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。央行决定自 2015 年 8 月 20 日起,做市商在每日银行间外汇市场开盘前,参考上日银行间外汇市场收盘汇率,综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化情况,向外汇交易中心提供人民币对美元中间价报价。同时规定:人民银行规定银行间外汇市场人民币兑美元的成交价可在当日人民币兑美

① http://www.sohu.com/a/128835558_481683。

② http://news.cnr.cn/native/gd/20150709/t20150709_519132702.shtml。

③ http://news.xinhuanet.com/finance/2016-04/02/c_128858187.htm。

元中间价上下2%的幅度内浮动,外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价不得超过当日汇率中间价的幅度由2%扩大至3%。

(2) 房贷政策。2010年4月17日国务院下发《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》是我国房贷政策的发端。根据2015年5月30日,《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》和2016年2月2日《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》,在不实施“限购”措施的城市,居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款,原则上最低首付款比例为25%,人民银行分支机构可根据各地实际情况向下浮动5个百分点,对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房,最低首付款比例调整为不低于30%。

(3) 外汇管理。近年来,央行外汇管理逐渐从“重审批”转变为“重监测分析”,从“重事前监管”转变为“强调事后管理”,从“重行为管理”转变为“更加强调主体管理”,从“有罪假设”转变到“无罪假设”,从“正面清单”转变到“负面清单”,按照先货物贸易、再服务贸易、最后资本项下的顺序逐步放开外汇管制。2016年4月,人民银行决定在全国范围实施全口径跨境融资宏观审慎管理,依据微观主体资本或净资本计算微观主体跨境融资风险加权余额——在此余额内,企业和金融机构均可按照规定自主开展本外币跨境融资。对超上限开展跨境融资的,将依照《中国人民银行法》和《外汇管理条例》对借款主体进行处罚。同时,中国人民银行将进入机构的跨境融资行为纳入宏观审慎评估体系(MPA)考核。

存款保险。2015年5月1日存款保险制度正式施行。该制度基本框架包括以下内容:实行强制保险,我国存款保险覆盖境内依法设立的所有存款类金融机构。实行限额赔付,将限额确定为50万元,能够为99.63%的存款人(包括各类企业)提供全额保护。基准费率和风险差别费率相结合,基于风险的差别费率制度,对风险较高的存款类金融机构适用较高费率,反之适用较低费率。充分发挥存款保险及时防范和化解金融风险的作用,赋予存款保险早期纠正与风险处置等必要职能。

窗口指导就是央行通过发布信贷政策指导意见、召开座谈会、新闻发布会、学术研讨等信息沟通手段,引导市场预期,从而间接影响市场主体行为,实现宏观审慎的政策目标。窗口指导是一种温和的、非强制性的政策工具,是一种劝谕式监管手段。窗口指导包括两个方面:一是对市场走势的预期管理;二是对央行政策的预期管理。市场的预期管理方面,人民银行的主要窗口指导手段有政策执行报告、新闻通告、学术研讨、基准利率等。目前,我国存贷款利率全部实现了市场化,人民银行存贷款基准利率更多的是起到预期引导的作用。人民行政策的预期管理方面,人民银行的主要窗口指导方式是通过发布信贷政策指导意见、召开座谈会、新闻发布会、学术研讨等方式进行政策宣示,对央行今后公开市场操作、再贷款、再贴现等政策工具的运用规则和运用规划作出宣示。

2.2 宏观审慎管理政策传导路径

我国金融市场分割较为复杂,表现为两个方面:其一,货币市场、股市和外汇市场之间的资金交易和信息传播不畅,货币市场、股市和外汇市场之间的市场分割较为严重;其二,货币市场、股市和外汇市场内部的资金交易和信息传播比较顺畅,货币市场、股市和外汇市场内部的市场分割不严重。基于此,我国初步构建了“宏观审慎管理政策工具——宏观审慎管理中介目标——金融市场系统性风险”的宏观审慎管理政策框架。其总体思路为:通过宏观审慎管理政策工具分别管理货币市场、股市和外汇市场的流动性风险,进而分别控制货币市场、股市

和外汇市场风险,最后,实现金融市场系统性风险的管理。宏观审慎管理政策工具的传导机制有下面五个渠道:

(1)存款保险制度——存款类金融机构微观审慎——存款类金融机构系统性风险。具体路径如下:央行以存款保险制度盯住存款类金融机构的偿债能力,对不同风险的存款类金融机构实施不同档次的保费率,正向激励其提升扛风险能力,以单个存款类金融机构的微观稳定实现金融市场的稳定。

(2)宏观审慎评估体系、房贷政策、窗口指导——货币市场流动性风险——货币市场价格波动风险、溢价风险、信用风险。具体路径如下:央行通过宏观审慎评估体系、房贷政策和窗口指导来管理货币市场流动性,进而控制货币市场价格波动风险、溢价风险和信用风险。这一传导路径以同一市场中不同种类风险之间的关联性为依据,以宏观审慎管理为政策工具稳定货币市场流动性,以货币市场流动性为中介目标控制货币市场价格波动风险、溢价风险和信用风险。

(3)向中证金公司发放稳定再贷款、梧桐树投资公司公开市场操作、窗口指导——股市流动性风险——股票市场价格波动风险、溢价风险。具体路径如下:央行通过向中证金公司发放稳定再贷款、梧桐树投资公司公开市场操作和窗口指导来管理股票市场流动性,进而控制股票市场价格波动风险和溢价风险。

(4)外汇市场公开市场操作、汇率制度、外汇管理、窗口指导——汇率市场流动性风险——汇率市场汇率波动风险、溢价风险。具体路径如下:央行通过外汇市场公开市场操作、汇率制度、外汇管理和窗口指导来管理外汇市场流动性,进而实现外汇市场价格波动风险和溢价风险的控制。

(5)货币市场风险、股市风险、汇市风险——金融市场系统性风险。具体路径如下:央通过以上四个传导路径分别管理货币市场风险、股市风险和汇市风险,进而实现金融实现系统风险的控制。

3. 对我国央行宏观审慎管理框架的评价

下面,从协调性、匹配性、可控性和相关性等四个方面对我国宏观审慎管理政策框架进行评价。所谓协调性是指宏观审慎管理最终目标之间是否具有高度相关性;所谓政策工具的匹配性是指宏观审慎管理政策工具与宏观审慎管理最终目标的搭配是否符合丁伯根法则;可控性是指宏观审慎管理政策工具是否能显著有效地影响宏观审慎管理中介目标的变化;相关性是指宏观审慎管理中介目标的变动与宏观审慎管理最终目标变动的相关程度。

3.1 协调性

宏观审慎管理政策框架最终目标的不协调性是宏观审慎管理政策框架最终目标需要设立的理由,因为只有宏观审慎管理政策框架最终目标不协调,才需要将各个最终目标单列;如果最终目标是协调的,那么只要将宏观审慎管理政策框架最终目标简化为一个,实现了这一个目标其他目标就自然实现了,也就没有必要设置多个宏观审慎管理政策框架最终目标。

由于我国金融市场准入的监管较为严格,同一市场主体不一定能进入不同金融市场,各类金融主体在资金运用上有着不同的监管要求,各个金融市场的参与者是异化的,金融市场产品不丰富,套利机会不多,金融市场严重分割,金融市场很难短期内均衡。因此,货币市场、股市、

汇市的联动性较多的体现为信息传递的联动性,资金联动性还有待进一步提高。谷壮海,陈文杰(2016)的研究表明:股票市场对其他子市场流动性的影响较大,其余各子市场之间流动性的联动效应相对较弱,各子市场运行机制相对独立。

股市与汇市之间的联动性较为紧密。乔涵(2013)认为,外汇市场的波动对股票市场的波动影响较强,股票市场的波动对外汇市场的波动影响十分强。刘慧和张云翼(2013)选取2007年1月4日至2011年3月9日的日均数据,利用协整检验和误差修正模型研究汇价与股市间长短期联动关系。实证结果表明:股市与汇市之间存在长期的负向均衡关系,且两者之间在长期互为因果关系,在短期中汇市之于股市的作用更为强烈。

货币市场与股市之间的联动性较低。沈传河和王向荣(2015)运用联动形态结构分析方法,分析了货币市场与股票市场之间的互动性,实证检验表明货币市场和股票市场的互动性是比较明显的,体现出独特的联动形态结构。闫杜娟等(2013)通过股改前后两阶段对比发现:货币市场与股票市场关联性从无发展为低度负相关,即关联性增强,并具有时滞性和非对称性特点。同时发现:同业拆借市场较回购市场与股票市场的关联更显著。也就是说,货币市场与股市之间的相关性较为显著,但相关系数较低。

货币市场与汇率市场之间的联动性不密切。李继翠(2016)基于2008年2季度到2015年2季度时间序列数据,对我国利率与汇率在协调过程中表现出的基本规律进行了分析,研究结果表明:汇率与利率的相关性并不显著。陈文新和祝艳梅(2016)采用2007年1月4日到2015年2月12日的的数据,研究人民币汇率与Shibor的波动溢出效应,结果表明:人民币汇率与Shibor呈负相关关系,两个变量的波动均存在显著的ARCH效应。也就是说,货币市场与汇率市场之间的存在负相关,但相关性不显著。

在我国货币市场、股票市场、外汇市场中,股票市场居于主导地位,控制股市风险可以一定程度上控制货币市场和外汇市场风险,反之则不成立。因此,我国将货币市场、股票市场、外汇市场的稳定分别作为宏观审慎管理的最终政策目标存在一定程度的重复,因为股票市场居于主导地位,可以将股票市场作为宏观审慎管理的最终目标,通过控制股市风险来控制货币市场和外汇市场风险。

3.2 匹配性

丁伯根法则(Tinbergen's Rule)指出:要实现几种独立的政策目标,至少需要相互独立的几种有效的政策工具。我国央行宏观审慎管理政策的最终目标是相互独立的四个政策目标,那么要实现四个相对独立的宏观审慎管理政策目标,必须要有至少四组政策工具。

我国宏观审慎管理政策工具的分配基本符合定伯根原则:用宏观审慎评估体系、房贷政策和窗口指导控制货币市场风险,通过向中证金公司发放稳定再贷款、梧桐树投资公司公开市场操作和窗口指导控制股市风险,通过外汇市场公开市场操作、汇率制度、外汇管理和窗口指导控制汇市风险,用存款保险防控微观风险。这中间基本上不存在政策工具之间的重叠,能够实现一个政策工具单一对应一个政策目标。实践中,政策工具与政策目标的对应并没有严格执行,例如,在执行中,经常出现用宏观审慎评估体系作为实现微观审慎的工具(见表1)。

我国宏观审慎管理政策工具的分配基本符合定伯根原则,这只能说明:宏观审慎管理政策工具与宏观审慎管理最终目标有相关的可能性,到底这一相关性是不是显著,还有待于作具体分析。

表 1 宏观审慎管理政策工具与最终目标的匹配性

	货币市场	股票市场	外汇市场	微观审慎
存款准备金	宏观审慎评估体系	——	——	——
再贷款	——	向中金公司发放 稳定再贷款	——	——
公开市场操作	——	梧桐树投资公司公 开市场操作	外汇交易中心直接 介入汇市	——
市场监管	房贷政策	——	汇率制度、外汇管理	——
存款保险	——	——	——	存款保险
窗口指导	窗口指导	窗口指导	窗口指导	窗口指导

3.3 可控性

理论上,因为央行能够发行货币,在央行掌握足够多资金的情况下,通过直接或间接介入的方式,央行就能够影响金融市场的流动性。因此,央行通过政策工具控制货币市场、股市和汇市的流动性是不存在问题的。

刘志洋和宋玉颖(2016),岑磊和谷慎(2016),唐宏飞(2016)等认为,宏观审慎评估体系控制货币市场流动性的效果可能不尽人意。其一,逆周期是否是系统性金融风险的合理衡量指标,也就是说广义信贷偏离目标 GDP 和通胀的缺口越大是否就能说明货币市场流动性风险较高,这两者之间的相关性有多高是值得研究的;其二,评分指标过于关注微观监管指标,微观指标得分占评估总得分的 57%;其三,MPA 基于金融机构系统重要性的差别化评分标准区别度不大。现行的差别化评分标准只体现在资产负债情况、资产质量评分标准的微小差别上,不同系统重要性银行在资本和杠杆情况、流动性、定价行为、跨境业务风险、和信贷政策执行方面的评分标准没有体现出差异性;其四,MPA 评估结果差别化运用的情景区别不够明晰。MPA 的逆周期调节主要体现在根据情景、场景对评估得分的差别化运用上,现行评估体系对正常情况、增加宏观调控力度和极端情况等情景的具体度量并不明晰;其五,MPA 评估结果的激励约束作用有待进一步观察。MPA 的主要激励手段是差别准备金利率,存款准备金利率的正负 10% - 30% 对金融机构资产负债平稳增长的激励作用有多大也是一个值得研究的问题。

2015 年 5 月 7 日,银监会宣布中国证券金融股份有限公司已获得人民银行充足流动性支持,并持续通过多渠道向证券公司提供足额资金。同时,中金公司通过股票质押的方式,向 21 家证券公司提供了 2600 亿元的信用额度,用于证券公司自营增持股票。这是唯一一次央行公开为股市注入资金。通过此次操作,中国证券金融股份有限公司实际上已经从专门的融通机构转变为股市平准基金,形成了央行——中国证券金融股份有限公司——证券公司的资金注入体系。这一为股市注入资金的渠道是否能够有效维持股市流动性还有待于检验。截止 2015 年末,央行梧桐树投资公司及其旗下凤山投资和坤藤投资通过过二级市场购入,已经成为工商银行、浦发银行、中国联通等 14 家 A 股上市公司的前十大流动股东,市值达 295 亿元。这在一定程度上提高了股市流动性,稳定了股市的恐慌情绪。这也是人民银行首次介入资本市场。

近年来,我国国际收支顺差规模增长迅速,已从 1998 年的 215.50 亿美元增加到 2004 年

的 1770.93 亿美元,迈上千亿元大关,此后逐步上升到 2010 年的 5246 亿元;此后,我国国际收支顺差逐年下降,2015 年首次出现逆差。由于我国前期实施严格的资本管制和强制结售汇制度,我国累计了高达 3 万亿美元的外汇储备,央行有足够的外汇资金介入外汇市场,以保持外汇市场的合理流动性。随着我国资本管制和强制结售汇制度的逐步放开,以及国际收支顺差的逐年收窄,我国央行手里的外汇储备预计会逐步降低。今后,央行是否有足够的外汇储备介入外汇市场以维持汇率稳定,也是一个值得关注的问题。人民银行与其他央行扩大货币互换规模和种类以备外汇公开市场操作的不时之需,是一个可行的方案。

3.4 相关性

巩兰杰(2009)基于超高频数据建立了久期、价差和波动性的联立动态模型,研究了金融资产流动性指标和波动性的关系,结果表明:金融市场流动性与市场波动性有显著的相互影响。具体来看:

我国股市流动性风险和波动性风险之间呈现高度相关性,人民银行能够通过影响股市的流动性风险进而影响股市价格波动风险。例如,刘喆、庄新田等(2011年)通过构建关联网络构建和拓扑统计量实证研究得出:绝大部分的股票价格波动相关系数和流动性相关系数大于 0,说明我国沪深股票市场股票之间的价格波动及流动性大多呈同向变动趋势。同时,该研究表明:存在少量的具有较大市场影响能力的股票,它们对于网络的整体价格波动/流动性关联起着重要作用。孙兴哲、庄新玲(2006)以沪深 A 股具有代表性的 20 支股票为样本,利用一种新的衡量流动性的指标——有效流速,研究了流动性与波动性之间的关系,得出流动性与波动性呈正相关关系的结论。

我国学术界对我国金融市场波动性、流动性相关性的研究集中在股票市场和期货市场,而对于货币市场和外汇市场的研究几乎处于空白,货币市场波动性、流动性的关系,外汇市场波动性、流动性的关系还值得进一步研究。

3.5 对溢价性风险和信用风险的考量

目前人民银行已经构建了基于经济增长(物价稳定)、宏观审慎和结构调整三大并行最终目标的政策框架,分别用不同的政策工具、通过不同的政策传导机制,实现经济增长(物价稳定)、宏观审慎和结构调整。金融市场系统性风险主要包括:流动性风险、波动性风险、溢价性风险和信用风险。央行宏观审慎管理政策框架应该重点关注流动性风险和波动性风险,金融市场溢价性风险和信用风险的控制主要通过总量货币政策工具和结构性货币政策工具实现。以宏观审慎管理政策框架来控制金融市场的溢价风险和信用风险的效果并不明显,当然这还缺乏进一步的实证检验。

4. 人民银行宏观审慎管理框架的完善

4.1 宏观审慎管理政策工具的完善

设置宏观审慎政策目标的必要性。目前,我国货币政策传导机制不够畅通,经济增长(物价稳定)、宏观审慎和结构调整之间的关联性不够紧密,经济增长本身并不必然引致金融稳定,因此,有必要将宏观审慎作为单独的政策最终目标提出。实证检验表明:在货币市场、股票市场、外汇市场中,股票市场居于主导地位,控制股市风险可以一定程度上控制货币市场和外

汇市场风险,反之则不成立。因此,可以通过控制股市风险来控制货币市场和外汇市场风险。

淡化对微观审慎的过度关注。人民银行不应该直接将微观审慎纳入政策最终目标,原因是:其一,银监会、证监会、保监会在微观监管方面已经较为完备;其二,正向激励银行业金融机构不断提升微观监管指标并不一定是合适的,因为,金融机构运营是安全性、盈利性、流动性的统一,过于强调安全性、流动性一定程度上是对盈利能力的侵蚀;其三,我国已经构建了完备的金融机构退出兜底保障,存款保险、证券投资者保护基金、信托业保障基金、保险保障基金、期货投资者保障基金相继建立,投资人的利益是有保障的,由微观金融机构倒闭所引起的信用风险的扩散是可控的;其四,过度强调微观审慎管理可能会加大宏观审慎风险,一个通常的例子是:当央行为避免金融机构倒闭而对其注入大量资金的同时也鼓励了银行对其经营风险的模式,加大了金融系统的道德风险,使大量金融机构漠视产品风险而过度追逐收益,当市场风险敞口积累到一定程度会影响市场整体的稳定。央行应该基于宏观审慎而关注微观审慎,也就是把微观审慎作为实现宏观审慎的手段而关注微观审慎。因此,人民银行应该将系统重要性金融机构的微观审慎作为宏观审慎管理的中介目标,而不是单独将微观审慎作为一个单独的政策目标。

完善宏观审慎评估体系。一是明确 MPA 定位。明确 MPA 的政策定位,是化解单个银行机构的微观风险,还是化解银行业系统性风险,或者是鼓励银行业加大对实体经济的支持力度。不同的政策目标对应不同的评估体系和政策工具,用 MPA 去平衡围观审慎、宏观审慎和结构调整存在政策工具与目标之间的不一致性。建议将 MPA 明确为化解银行业金融机构系统性风险。二是适当调整评估指标权重。在评估体系指标中,适当降低微观监管指标的指标数量和权重,增加逆周期指标、定价行为、信贷政策执行的指标数量和权重。具体如下:将资本和杠杆情况、流动性、资产质量、外债风险等微观监管指标作为阈值,即将微观监管指标分为合格和不合格两类,如果金融机构的上述指标符合监管要求就可以进入 MPA 评分环节,否则直接取消其 MPA 评估资格。三是增强各类机构评分标准的差异性。适当拉开 N-SIFIS、R-SIFIS、CFIS 等不同系统重要性金融机构的区别。

向中证金公司发放稳定再贷款和梧桐树投资公司直接介入股市方面:一是将向中证金公司发放的再贷款标准化成为新型宏观审慎管理政策工具,将梧桐树投资公司标准化为央行资产购买计划平台,新型政策工具作为央行介入股市的一线准备,构建央行——中证金公司——证券公司的资金注入体系,将资产购买计划作为央行介入股市的二级准备,只有在股市流动性非常规趋紧,而且在新型政策工具作用不显著的情况下,才启用资产购买计划。二是明确梧桐树投资公司退出股市的具体时机。日常中,央行不应过度介入股市,不能将烫平股市日常波动作为央行的宏观审慎政策的中介目标,央行在非常规情况下介入股市后要及时、稳妥的退出。三是增加政策透明性,央行应该明确向中证金公司再贷款发放和收回条件,明确梧桐树投资公司的投资策略,引导市场及时形成正确的预期,节省政策执行成本。

完善人民币汇率制度,构建本位币一体化监管体系。完善人民币中间价形成机制,适度增大人民币汇率的波动范围,增强人民币汇率的弹性,形成人民币汇率双向浮动的市场化的汇率形成机制,并维持人民币汇率在合理范围内基本稳定。建立健全跨境资金流动监管的政策法规,加快构建完善的本外币一体化跨境资金流动监测体系,对跨境资金流动实施主体监管,统一本外币业务企业“负面清单”的形成机制,实施本外币等同的业务约束措施,在充分考虑本币作为主权货币特殊性的基础上,最大程度降低监管不协调带来的风险。随着人民币国际化程度提升和资本项目可兑换程度提高,本外币监管的政策差异将不断缩小并最终趋于一致。

窗口指导方面需要做三方面工作:一是加强透明度,公布政策规则,并严格执行;二是承诺守信,对前期窗口指导中承诺过的政策,在后期要兑现诺言,对不能实现的也要对社会做出解释,树立央行威信;三是加强研究,加强对经济形势的预判,提高对金融和经济形势预判的准确性和及时性。

加快央行政策框架转型。继续将央行政策的最终目标定位为经济增长(物价稳定)、宏观审慎和结构调整,分别用不同的政策工具、通过不同的政策传导机制,实现经济增长(物价稳定)、宏观审慎和结构调整。宏观审慎管理政策框架应该重点关注流动性风险和波动性风险,金融市场溢价性风险和信用风险的控制主要通过总量货币政策框架和结构性政策框架来实现。

4.2 宏观审慎管理工具的相互配合

我国宏观审慎管理框架的构建并不能局限在央行所能控制的是政策工具本身,央行政策工具实际所起的作用还要依赖于政策传导机制和金融市场分割程度,而这恰是央行所掌控不了的部分。因此,只要配合财政、监管和产业政策,打通货币政策传导途径,破除金融市场人为分割,才能使宏观审慎管理框架发挥最大效用。

深化改革,增强微观主体的利率敏感性。其一,推动国有企业改革。分类推进国有企业改革,健全公司法人治理结构,建立国有企业领导人员分类分层管理制度,深化企业内部用人制度改革,以管资本为主推进经营性国有资产集中统一监管、推进国有企业混合所有制改革。其二,逐步解决国家隐性担保问题。进行财政创新并对传统的政府隐性担保机制进行规范,破除政府对金融机构、国企、纳税大户的隐性担保。其三,进一步放宽民间资本市场准入。凡是法律法规未明确禁入的行业和领域都应该鼓励民间资本进入,凡是我国政府已向外资开放或承诺开放的领域都应该向国内民间资本开放。加强和改善政府服务,主动服务民间投资,削减行政审批事项,推行并联审批,缩短投资核准报建周期,推动民间投资项目尽早落地。

适当扩大央行的监管权限,提高宏观审慎管理有效性。从美国、英国和欧盟金融监管体系的改革经验看,中央银行在金融监管体系的地位和作用不断被强化,已经成为一定意义上的“超级监管者”;同时,金融稳定成为继经济增长、物价稳定之后主要央行的第三大政策目标。为了增强央行宏观审慎管理的有效性,可以考虑借鉴英国的做法,即:央行有权否决金融监管当局的决定,这一安排最大限度的考虑了我国金融监管的实际。

破除金融市场人为分割,缩短金融市场均衡时间。逐步降低机构投资和个人投资者金融金融市场的准入条件,逐步统一银行间市场和交易所市场的投资准入条件,逐步取消不同金融产品的投资准入差异,构建统一的金融市场,丰富金融产品,扩大套利机会,缩短金融市场均衡时间,促进股市、债市、汇市的良好互动,提升宏观审慎管理政策工具的实施效果。

放眼未来,随着货币政策传导机制的逐步畅通和金融统一市场的构建,宏观审慎政策目标将与经济增长、结构调整将高度重合,宏观审慎也将逐步退出历史舞台。

参考文献:

Bartholomew, P. F. and Whaler, G. W., 1995, Fundamentals of Systemic Risk in Banking, Financial Markets and Systemic Risk, *Research in Financial Services: Private and Public Policy*, 127-135。

岑磊、谷慎,2016,宏观审慎政策效应及其与货币政策的配合,《财政研究》第4期,26-38。

陈明玮、袁梦怡、王博,2016,1 新常态下宏观审慎工具的有效性——基于 DSGE 模型的分析框架,《财经问题

研究》第一期,59-65。

陈文新、祝艳梅,2016,人民币汇率市场与货币市场的波动及溢出效应,《金融论坛》第 1 期,50-58。

方意,2016,宏观审慎政策有效性研究,《世界经济》第 8 期,25-49。

宫晓琳,2012,宏观金融风险联动综合传染机制,《金融研究》第 5 期,56-69。

巩兰杰. 流动性与波动性动态关系研究[J]. 北京航空航天大学学报(社会科学版), 2009, 02:14-16.

李继翠、裴旭东、肖继五,2016 年,经济下行期我国利率与汇率联动协调研究,《财经问题研究》第 7 期间,47-53。

刘慧、张云翼,2013 年,我国汇市与股市间的相关性研究,《中国商贸》第 11 期,89-90。

刘喆、新田、付佳,2011 年,我国证券市场波动性与流动性的复杂网络特性,《东北大学学报(自然科学版)》第 11 期,1663-1667。

刘志洋、宋玉颖,2016 年,宏观审慎监管政策工具实施及有效性国际实践,《中国社会科学院研究生院学报》第 1 期,50-55。

马新彬,2016 年,宏观审慎政策协调机制,《中国金融》第 1 期,62-63。

乔涵,2013 年,金融风险内部传染效应分析——基于中国债券市场、股票市场、外汇市场的传染机制,《金融经济》第 16 期,87-89。

沈传河、王向荣,2015 年,金融市场联动形态结构的非线性分析,《管理科学学报》第 2 期,66-75。

苏明政,2014,《我国系统性金融风险的测度、传染与防范研究》,东北财经大学。

孙兴哲、庄新玲,2006 年,股票流动性对收益率波动性的影响,《控制与决策》编辑委员会学术年会论文集。

唐宏飞,2016 年,对我国宏观审慎评估体系的认识,《金融会计》第 4 期,65-71。

闫杜娟、张卫国、姜茜娅、谷任,2013 年,中国货币市场与股票市场的关联性研究,《河南科学》第 9 期,1540-1543。

翟金林,2001 年,银行系统性风险的成因及防范研究,《南开学报》第 4 期,83-89。