

第七章 宏观审慎政策与应对顺周期性

宏观审慎政策框架对于提高金融体系的稳定性十分重要。金融危机加速了宏观审慎框架的发展。¹ 同时，当局在使用审慎工具实现系统性目标方面积累了更多的经验。应抓住机遇，切实建立可信的宏观审慎框架。

宏观审慎政策的主要目标是抑制系统性风险——影响宏观经济稳定的金融体系动荡的风险。² 为实施宏观审慎政策，应调整个体金融机构审慎监管中常用的工具，以抑制整体金融体系的风险（见专栏）。

宏观审慎政策通过解决金融体系的两个关键外部性来抑制系统性风险。第一个是金融机构之间的相互联系和共同风险敞口导致机构一同倒闭。第一章讨论了当前旨在减少上述原因引起的脆弱性的一系列动议。

第二个外部性是顺周期性。顺周期性是指金融体系内部以及金融体系和宏观经济反馈作用放大的现象。正如我们近期所看到的，顺周期性能够推动不可持续的繁荣的出现。随着经济繁荣的逆转，顺周期性能够加剧动荡并导致严重的经济衰退。

抑制顺周期性与传统的逆周期宏观经济政策紧密相关。同样，构建抑制顺周期性的有效框架面临与制定财政和货币政策类似的问题。例如，如何定义目标？如何权衡逆周期变动的工具和作为自动稳定器的静态指标？与规则相比，相机抉择的空间有多大？应由谁来决定工具设置？与宏观经济政策，特别是货币政策的关系如何？本章将研究这些问题，从而明确应对顺周期性的宏观审慎框架的基本要素。但在此之前，我们强调以下三大点。

第一，宏观审慎目标不应超出政策制定者的能力范围。特别是，不应将管理经济周期作为目标。以抑制信贷周期或盯住资产价格为目标同样不太现实。最为实际的目标是加强金融体系抵御金融压力的能力。这一目标可通过在金融体系及时、逆周期地累积和释放资本及其他缓冲来实现。该方法还应有助于抑制信贷过快增长和不可持续的资产价格变动。

第二，在设计提高系统抗风险能力的工具时，应尽可能地使用简单的规则和指引，例如，限制极端涉险以及与明确的系统性风险指标挂钩。强调简易的规则将有助于政策制定者平抑公众通常对景气时期采取逆周期措施的强烈反对情绪。不应将工具设置与缺乏充分理解和可靠性的风险指标紧密挂钩。

必须抓住机遇，建立宏观审慎框架……

……应对机构之间相互联系和共同敞口导致的共同失败的风险……

……以及金融体系针对顺周期性的脆弱性

抑制顺周期性与逆周期宏观经济政策相关

宏观审慎目标应切合实际

工具的设置应尽可能地使用简易的规则

1. 如见 G20,《提高监管稳健性并加强透明度》,2009年3月;M Brunnermeier, A Crockett, C Goodhart, A Persaud 和 H S Shin,《金融监管的基本原则》,《日内瓦世界经济报告》,2009年7月11日。

2. 详见 J Caruana,《系统性风险:如何应对?》国际清算银行论文,2010年2月12日, www.bis.org/publ/othp08.htm。

专栏：什么是宏观审慎工具？

危机以来，“宏观审慎”一词成为热点，被广泛应用到许多政策措施（其主要目标超出金融稳定的特定范围）中。^①对宏观审慎政策不加区分地广泛使用可能阻碍并影响政策制定，从而降低公众对宏观审慎政策的支持。

许多政策功能——包括货币、财政和汇率政策——能够并且常常以一种方式或另一种方式推动金融稳定。然而，只有明确以维护整体金融体系稳定为主要目标并对金融稳定有最直接、可靠影响的工具才应被认为是宏观审慎的。

这些工具是审慎工具。宏观审慎政策实际上拓展了传统审慎工具的角度，后者在单个金融机构和工具的层面上推动稳健经营并抑制涉险。宏观审慎工具的定义当然存在灰色地带，而且工具的适用性能随着经济和金融体系结构的变化而改变。例如，新兴市场经济体越来越多地使用准备金要求维护金融稳定，根据其抑制流动性风险的程度，准备金要求可被视为是宏观审慎的。

在现有审慎工具之上或对现有审慎工具设置进行调整以构建核心宏观审慎工具集合是有益的，能够明确区分宏微观审慎工具。在现有审慎工具之上实施宏观审慎工具强调宏观审慎功能的独立性和宏、微观审慎角度的差别。它阐明了宏观审慎政策的重点，即着眼于整体金融体系稳定，而不是金融体系内个体机构的稳定。此外，宏观审慎工具的这一严格定义有助于使治理安排保持简单，因而更有可能加强问责制以及政策的明确性。

^① 关于这一术语使用更详细的讨论，见 P. Clement, 《“宏观审慎”一词：起源和发展》，《国际清算银行季报》，2010 年 3 月，第 59 ~ 67 页。

中央银行应密切参与……

……货币政策必须根据金融体系风险的累积逆向操作

加强金融体系稳健性是可实现的

第三，中央银行应密切参与制定和实施宏观审慎政策。这一必要性反映了中央银行在系统性分析和干预方面的丰富经验，同时也反映了抑制顺周期性和实施货币政策之间紧密、双向的关系。

还有一些问题值得注意。不存在消除金融体系不稳定因素的最有效手段。宏观审慎框架应反映各国国情。提高金融体系抗风险能力无法预防经济衰退。最后，货币政策在维护金融稳定中应扮演重要角色。特别是货币政策必须根据金融体系风险的累积逆向操作。同时，通过扩大有效政策目标的范围，货币政策也能够继续保持对价格稳定的关注。

宏观审慎框架的基本要素

宏观审慎框架的基本要素包括：明确定义的和切实可行的目标、操作战略、根据行业特征进行选择、治理安排、对经济环境的敏感性以及国际协作。

定义明确的和切实可行的目标

宏观审慎政策的目标必须追求明确而切实地减少系统性风险。基于当前的认知水平，可以对金融体系应对冲击的资本缓冲进行逆周期管理，从而提高金融体

减少决策过程产生的顺周期性的措施	
目标	干预措施
改善银行的风险计量	要求风险模型使用全周期或保守的参数
加强对系统性风险的认识	定期公布脆弱性的官方评估结果
减少财务报告的顺周期性	要求采用全周期估值
加强市场纪律	要求披露风险状况，包括风险衡量中的不确定性
降低过度涉险的薪酬激励	衡量经风险调整的员工绩效时，要求采取更长的时间区间；采取后期支付较多的奖金支付方式

表7.1

系的稳健性，可靠地维护金融稳定。³ 宏观审慎目标可包括抑制信贷和资产价格的过快增长，但我们应认识到这一目标难以实现。这对现有的认知提出挑战，并且可能要求采取一些尚未通过检验的措施。宏观审慎目标不应过于遥远，如明确抑制信贷繁荣和不可持续的资产价格上涨。

宏观审慎目标

相比之下，使用审慎工具逆周期地管理缓冲并不是新生事物。提高金融体系实力的最有效的方法是确保金融体系有充足的缓冲并在经济下行时释放缓冲。这将减少经济下行时期廉价出售和信贷紧缩的风险，并可能通过抑制景气时期的涉险来熨平金融周期。

以这种方式应用的工具有很多，还有一些工具正在研究中。一些措施旨在减少金融机构决策的短期性和其他顺周期特征，其实施不受当时的金融和经济环境左右（表 7.1）。

有许多工具可以使用

其他工具直接限制资产负债表结构（如资本、流动性或拨备标准）、贷款合同特征（如贷款价值比率上限）或其他类型的风险敞口（如限制货币错配）。这些工具可以一次性地设计并普遍应用，或根据系统性风险评估的变化进行调整（表 7.2 和表 7.3）。

建立逆周期缓冲最高效的方法是在景气时期积累缓冲。虽然这一方法仍处于早期阶段，且通常不作为明确的宏观审慎目标，但危机以来这一方法已被广泛使用，相关的具体建议正在评估中。⁴ 例如，巴塞尔银行监管委员会在其银行监管改革建议中采用了这一方法。⁵

近期证据显示，使用传统的审慎工具实现宏观审慎目标的确有助于提高金融体系的抗风险能力。⁶ 特别是，过去十余年中，亚洲经济体广泛使用这类措施加

目前已使用的工具在提高金融体

3. 见国际清算银行，《应对金融体系顺周期性：可能的框架》，金融稳定论坛工作组关于市场和机构稳健性文件，2008年9月。

4. 例如，见金融稳定论坛，《金融稳定论坛关于抑制金融体系顺周期性的报告》，2009年4月。

5. 见巴塞尔银行监管委员会，《加强银行部门抗风险能力》，2009年12月。

6. 见全球金融体系委员会，《宏观审慎工具和框架：一些问题和经验》，CGFS 论文，第 38 号，2010年5月。

直接抑制金融机构活动的审慎工具		
	工具	机制
贷款合同	房地产贷款LTV比率上限	限制贷款人对房地产市场下行的风险敞口；限制高杠杆化房地产投资
	住户贷款的偿债对收入比率上限	限制借款人违约机会；限制高杠杆化房地产投资
融资合同	融资合同最低保证金或垫头（与资本要求挂钩）的逆周期变动	抑制对较低垫头有担保贷款的系统性风险的低估；降低因突然调整抵押品质量的风险认识使担保融资供给急剧收缩的风险
金融机构资产负债表	逆周期超额资本要求	在景气时期积累逆周期资本缓冲以抑制涉险，并在困难时期使用缓冲，从而使金融体系更容易吸收其面临的压力
	调整风险权重	确保资本缓冲对特定部门的风险累积敏感
	统计拨备	预期经济下行时期减值增加，从而降低景气时期拨备不充分的风险
	存贷比上限，核心融资比率和其他流动性要求	抑制依赖短期或不稳定融资市场支持贷款快速增长的趋势

表7.2

系抗风险能力上似乎是有效的……

……但其对金融繁荣的影响未受到检验

强该地区银行实力的做法可能有助于解释这些银行受房地产市场繁荣影响较小的原因。

然而，迄今为止的经验总体上并没有显示出缓冲逆周期变动对信贷和资产价格有强大且持久的影响。尽管亚洲国家十分积极地采用与房地产贷款有关的措施，该地区房地产价格依然大幅、频繁波动。

然而，成功熨平信贷和资产价格周期从长期来看是值得追求的。随着对宏观审慎工具设计与经济金融相关性的认识逐渐深入，积极抑制信贷和资产市场过度繁荣的方法将得到发展。这一方法可能要求工具的使用更严格或更加广泛，并更加依赖判断和相机抉择。在这一情形下，由于宏观审慎政策在宏观经济政策中的作用更为显著，因此宏观审慎治理安排将必须更加强健，以管理宏观审慎政策与货币政策的相互作用。

实际上，熨平信贷和资产价格周期将使宏观审慎政策对宏观经济稳定的贡献最大化，进而最大化其对货币政策的支持。但迄今为止的经验显示，据此定义的雄心勃勃的宏观审慎目标可能导致不利的后果，在目前阶段应该避免。

抑制信贷和资产价格过快增长的最优方法是同时实施宏观审慎政策和针对失衡积累逆向操作的货币政策。二者缺一不可。

正在使用或建议使用的逆周期审慎工具	
正在使用	
房地产贷款LTV比率上限 居民贷款的偿债对收入比率上限 调整风险权重 统计拨备 存贷比上限，核心融资比率和其他流动性要求	中国香港、韩国、马来西亚、新加坡 中国香港、韩国 印度、土耳其 西班牙 阿根廷、中国、中国香港、韩国、新西兰
建议使用	
融资合同最低保证金或垫头（与资本要求挂钩）逆周期变动 逆周期超额资本要求	由全球金融体系委员会提出 巴塞尔银行监管委员会正在考虑
表7.3	

操作战略

根据工具针对系统性风险变动进行调整的幅度和频率，以及调整是受规则还是相机抉择支配，宏观审慎操作有所不同。工具的设置甚至可能是完全固定、“一劳永逸”的，而且通过抑制极端涉险而仍然发挥自动稳定器的作用。

在经济上行时期，对贷款条件（如贷款价值（LTV）比率、偿债对收入比率和保证金限额）、⁷ 货币错配⁸ 以及（相对较少使用的）根据长期平均损失经验值进行贷款损失拨备（“全周期”或“动态”拨备）⁹ 等设置固定比率或绝对限额的做法十分普遍。

目前正在考虑更多地使用“一劳永逸”的工具。例如，巴塞尔银行监管委员会推进的资本改革根据压力条件假设而非近期损失记录（高度顺周期变化）确定交易账户最低资本要求。¹⁰ 类似地，全球金融体系委员会建议考虑基于抵押品资产全周期估值建立保证金要求，这将减少保证金对经济金融环境的顺周期敏感性。¹¹ 对于银行资本，可以设置高于监管下限的固定缓冲，允许银行在发生损失时释放或至少部分地使用缓冲。

固定地限制涉险的做法在经济上行时期被频繁采用

7. 对于使用 LTV 比率限制，风险权重和其他措施抑制房地产贷款，如见 S Gerlach 和 W Peng, 《香港银行贷款和房地产价格》，《银行与金融期刊》，第 29 期，第 2 版，2005 年 2 月，第 461 ~ 481 页；马来西亚中央银行，《2009 年金融稳定和支付体系报告》，2010 年 3 月；印度储备银行，《印度银行业趋势和发展报告，2008 ~ 2009 年》，2009 年 10 月。

8. 见 M Goldstein 和 P Turner, 《控制新兴市场货币错配》，国际经济学院，华盛顿，2004 年 4 月。

9. 见 J Saurina, 《西班牙贷款损失拨备：一个有效的宏观审慎工具》，西班牙银行，《金融稳定评估》，第 17 卷，2009 年 11 月，第 11 ~ 26 页。

10. 见巴塞尔银行监管委员会，《提高银行业抗风险能力》，2009 年 12 月。

11. 见全球金融体系委员会，《保证金要求和扣减在顺周期中的作用》，全球金融系统委员会论文，第 36 号，2010 年 3 月。

工具设置可以是固定的，并发挥自动稳定器的作用……

……或者根据系统性风险指标的变动而变动

在应对房地产市场繁荣时，相机调整经常使用

结构完善的规则能够使决策者预先做出承诺并发挥自动稳定器的作用

规则对可观测指标的含义比其具体形式更加重要

根据工具使用率随周期变动的程度，工具的固定设置仍然能够发挥自动稳定器的作用。例如，在较低水平上固定的LTV比率上限在信贷繁荣时期（银行扩张房地产贷款）比衰退时期（风险厌恶程度上升，从而使银行不愿以较高的LTV比率放贷）更具约束力。同时，设计固定工具时应注意避免导致顺周期性。例如，如果在上行时期具有约束力，最低资本要求能够抑制涉险。但如果在压力出现时才具有约束力，最低资本要求将鼓励草率地抛售高风险资产和收紧信贷条件。

随风险指标的变动而调整的工具设置可以紧密或仅仅是宽松地与指标挂钩。例如，资本缓冲可在资本成本较低时积累，并且只是大致地呈逆周期变动。或者，可更严格地依赖于系统性金融困境的先行指标来指导工具设置。

目前正在研究系统性风险的衡量方法，从而为工具设置提供指引。国际清算银行和其他机构的研究显示，简单的指标——基于信贷/GDP比率和资产价格与历史水平的同时偏离——能够十分可靠地实时并在样本外发出未来几年金融困境的信号。随着系统性风险先行指标的完善，工具设置能够更为敏感地对指标做出反应。¹² 最终，随着建模足够完善，政策制定者能够将工具设置与系统性风险紧密挂钩，从而将风险控制可在可接受的范围内，方法与在通货膨胀目标制中使用通货膨胀预测类似。

实际上，对于与定量风险指标不完全挂钩的工具设置，政策制定者往往严重依赖相机调整。特别是在亚洲，在繁荣时期，出于对金融体系过热的担忧，对房地产相关贷款进行调整。当局将房地产价格的走势、房地产业信贷增长、二手房市场销售情况和建筑活动作为风险指标，据此采取行动。措施包括收紧对贷款合同条件（如LTV比率）的限制，提高监管资本的风险权重，提高准备金和其他流动性要求，以及有时对外币风险敞口进行限制。通常，政策制定者同时做出几项调整——如调整LTV比率的同时限制对某些行业贷款的集中度（表7.4）。政策制定者通常每隔几年即对工具设置进行调整，但各国的积极程度不同。

有较充分的理由支持基于简单、透明的规则调整工具设置。规则的主要好处在于，一旦设定，不要求持续的论证。如果结构完善且经得起检验，规则能够减少不确定性。通过减少认识和决策的时滞，并使当局预先承诺在必要时收紧工具设置，规则也能发挥自动稳定器的作用。在景气时期，金融业、政客和公众认为经济前景乐观，会对任何相机性收紧措施提出强烈反对，这时预先承诺尤为重要。此外，每个人，包括当局自己都强烈地倾向于相信“这一次情况与以往不同”。因此，规则尤其有助于减轻监管者在经济扩张阶段采取限制性措施面临的压力。

包括巴塞尔银行监管委员会资本改革下项目在内的一系列国内和国际动议正在研究逆周期资本缓冲的规则。例如，将缓冲设置为信贷过快增长和其他系统性风险相关指标的函数。规则还可规定只有在指标超出阈值时才进行调整。指标的信号价值越高，阈值的设置越严格。规则能否消除游说问题更多地取决于其能否将政策行动与可观测指标相联系而不是规则的具体形式。

然而，在任何情况下都有效的规则并不存在。一些程度的相机抉择将不可避免是必要的。相机抉择使政策制定者能够灵活地运用广泛的风险指标并对系统性风险的变化做出判断评估。相机抉择还允许政策反应根据涉险和脆弱性累积的性质进行调整（只要风险和脆弱性可实时识别）。此外，与明确且可预测的规则相比，相机措施更难规避。

逆周期资本缓冲的设计说明了上述问题。正如上年年报所讨论的，很难设计

12. 见C Borio和M Drehmann《评估银行危机的风险——再次探讨》，《国际清算银行季报》，2009年3月，第29～46页。

应对房地产市场发展的相机审慎干预措施举例		
经济体	第一次干预的时间	干预措施
中国香港	1991年	限制随房地产价值变动的LTV比率（LTV限制）；鼓励居民房地产贷款保持审慎的监管函；建议对中国香港使用的房地产相关贷款对总贷款比率的行业平均值进行限制；建议限制居民抵押贷款增长率对名义GDP增长率的比率
马来西亚	1995年	限制LTV；限制房地产业贷款增长
新加坡	1996年	限制LTV
韩国	2002年	限制LTV，限制本地区定义的特定房地产市场使用的偿债对收入比率，且该限制根据期限和抵押品价值变动
印度	2005年	根据规模和LTV比率对居民和商业房地产风险权重和拨备实施差别要求；对包含敞口限额、抵押品和保证金的董事会层面房地产风险敞口政策的要求

表7.4

简单的规则，将缓冲与一小部分宏观经济指标项挂钩，从而可靠地在正确的时间积累和释放缓冲。例如，信贷/GDP比率在缓冲积累阶段是合适的指标，但其变动通常滞后于压力的出现，导致缓冲的释放较为缓慢（图7.1）。

理想的变量既能在景气时期作为金融困境的先行指标，又能在困境出现时作为同步指标。因为这一变量极有可能不存在，在资本缓冲的操作中，一些相机抉择可能无法避免。

行业特征

政策制定者可以在整个金融业普遍应用工具，或针对带来系统性威胁的经济体特定行业风险敞口应用工具。鉴于风险来源本地化，应采取有针对性、行业性的方法，从而避免直接对整个经济造成影响。例如，房地产行业经常是金融不稳定的一个来源，因而通常被作为盯住的目标。

然而，针对特定行业的战略也面临一些困难。如果这些战略能够被规避，它们无法有效地为整个体系提供保护。同时，由于上述战略能够影响（或被曲解为）信贷分配政策，为确保政策意图重点明确而恰当，治理安排的负担加重。最后，制定上述战略需要更多关于行业发展的系统性影响的信息和判断。因此，政策制定者应对采取高度针对具体行业的方法持谨慎态度。

对银行逆周期资本要求的设计说明了行业特征问题。将资本缓冲的增加与银行房地产业贷款上升相挂钩将确保缓冲考虑源自该行业的系统性风险。然而，这无法解决该行业的问题传导至金融体系和更广泛的经济而带来的间接敞口。此外，银行可能对限制范围较窄的措施做出反应，通过放松对其他领域的贷款条件来维

根据行业特征进行干预

……但可能更容易被规避并影响信贷分配

持总体贷款增长。针对日益增加的信贷工具和行业的特别措施易被滥用。

治理

宏观审慎政策需要精心
设计治理安排

无论是限制相机抉择，还是提供实施相机抉择所必要的独立性以避免游说压力，治理安排都是必要的。限制相机抉择的另一原因是它使治理更加简单，这是一个清晰、可实现的目标。

然而，如何衡量宏观审慎目标（对于政策制定者的问责十分重要）面临很大的挑战。¹³ 金融稳定的概念是多方面的。与价格稳定相比，它也是难以把握的。在金融困境出现之前，金融体系可能在很长的时间内十分脆弱。即使脆弱性能够被可靠地衡量，它们可能只是逐渐累积，因而很难发出明确的信号提示采取行动。同时，高涨的资产价格、较低的杠杆率、较小的风险溢价和较低的波动性掩盖了过度涉险。然而，即使目标无法准确界定，需要明确阐述加强金融稳定的战略以及打算采取的措施。

应较好地协调工具、原理和目标

另一个挑战是，掌握工具的监管者倾向于（或被要求）将重点放在个体机构而不是整个金融体系的安全和稳健上。因此，他们可能不太熟悉从宏观经济角度考虑问题。相比之下，中央银行在理解市场行为以及金融体系和实体经济之间的关系上具有优势。事实上，主要是中央银行采取上述相机措施应对经济过热的苗头。中央银行更有动力使用工具实现宏观审慎目标（如通过调整整个金融体系的贷款条件），从而为其宏观经济政策功能提供补充。

需要具备明确职责并掌控工具的具体部门

应建立新的、具体的制度性结构以支持宏观审慎框架的进一步发展。这些安排应整合中央银行在宏观经济和金融市场方面的专业经验以及金融监管者在审慎监管方面的专业经验。需要指定具备明确职责、权力并掌控工具的具体负责部门。参照当前货币政策委员会模式建立金融稳定委员会是一个选择。

这一安排应保留中央银行的独立性，包括财务独立性。但这一安排可能也对中央银行问责制有重要影响。在很多情况下（特别是进行危机管理时），与货币政策决策相比，金融稳定决策可能需要与政府更多的沟通合作。

与政府加强沟通合作并不需要牺牲中央银行的自主权。然而，有必要建立明确的协作机制，并明确中央银行金融稳定职责和战略。通过要求立法机关审查或向公众披露政策行动和决策过程，可以加强问责制。这些程序对于货币政策和金融稳定政策都很常见。然而，迄今为止，中央银行的金融稳定报告比货币政策报告发布频率更低，更缺乏政策指向。可能需要对此做出改变。

具体国情和国际层面

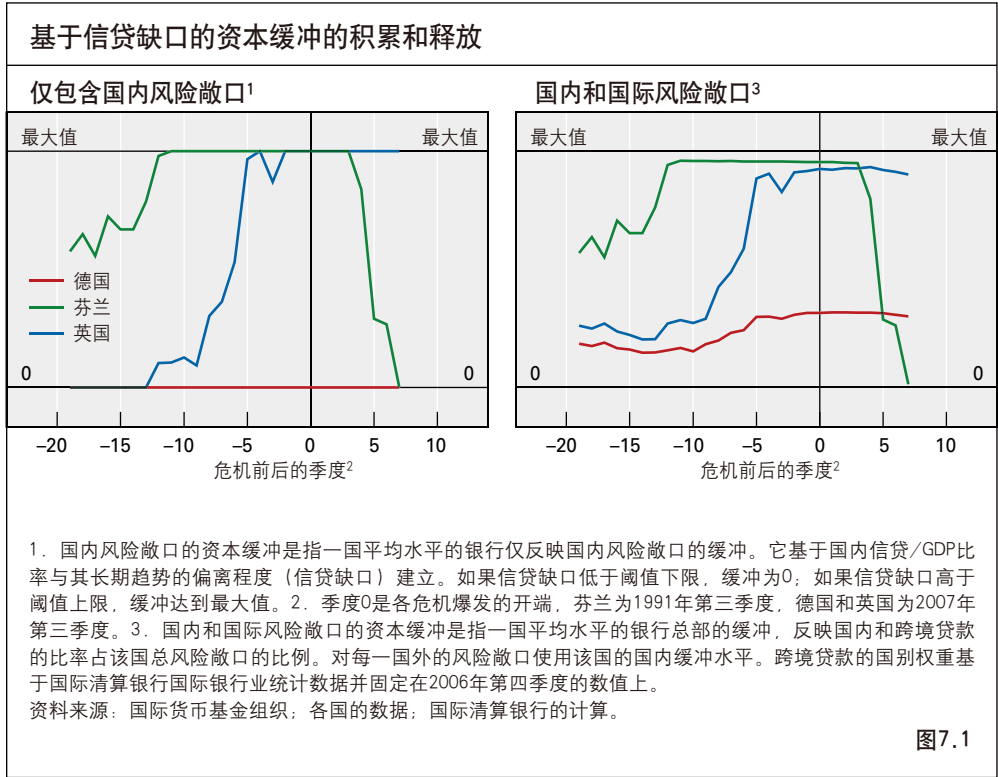
应考虑具体国情……

当局选择的目标、战略、工具和治理安排应能反映其具体国情。例如，迄今为止，在以银行为主导的金融体系中，宏观审慎干预更为频繁，规避宏观审慎措施（如通过证券化）的机会较少。在实施固定或有管理的汇率的经济体（如中国香港特别行政区和其他亚洲经济体）或货币联盟国家（如西班牙），宏观审慎干预似乎也更为常见，这些国家无法动用官方利率实现宏观经济稳定目标，或操作空间有限。

……以及出于国

宏观审慎框架和设计存在国际性变动的可能性也强调了国际协作的必要性。

13. 见 C Borio 和 M Drehmann 《建立金融稳定的操作框架：衡量的模糊性及其结果》，《国际清算银行工作论文》，第 284 号，2009 年 6 月。



工具的设置必须认识到各国金融发展的不同步，以及金融机构跨境经营的情况。例如，资本缓冲的设置应与机构暴露于所有国家系统性风险的敞口（无论是由于跨境贷款还是在东道国经营引起的）相挂钩。将国际风险敞口纳入考虑能够在资本缓冲规模的确定和动态调整上有较大的区别（图 7.1）。

际考虑

母国和东道国当局应紧密合作。应将一些职责转移至东道国，从而设计工具应对其辖区的风险敞口，并将当地的金融情况告知母国。

对货币政策的影响

宏观审慎框架的实施将影响金融体系的行为，进而改变货币政策传导机制。货币政策需考虑宏观审慎措施对资产价格和收益的影响。

成功的货币政策和宏观审慎政策将互为补充……

通过稳定金融体系，成功的宏观审慎政策将从几个途径减轻货币政策的负担。它将降低导致或放大经济波动的金融动荡的频率和强度，通过阻止金融困境降低利率工具效用，提高货币政策的有效性。也许最为重要的是，在经济下行时期面临金融稳定威胁时，如果宏观审慎措施有效，将减轻货币政策过度削减利率的压力。

大部分时间，两种政策——宏观审慎政策和货币政策——将同时收紧或放松。然而，应认真权衡两种政策的相对效力。例如，如果出现通胀风险，宏观审慎措施无法取代利率的上调。宏观审慎措施更适用于加强金融体系的抗风险能力，但与利率工具相比，宏观审慎措施对总需求和通胀预期的影响较小且不确定。

……并影响彼此的工具设置

然而，有时候宏观审慎政策和货币政策以相反的方向实施，特别是在金融体系面临压力但通胀风险也较高的情况下。这时可能要放松宏观审慎政策，以缓解金融体系压力，同时收紧货币政策，以降低通胀压力。这一组合并不意味着政策

货币政策仍将关注价格稳定……

……但是也需要在推动金融稳定方面发挥更大的作用

如果政策区间延长, 货币政策的金融稳定目标不是必需的

治理安排必须保护价格稳定目标的可信性

冲突。相反, 它说明了两类政策如何互为补充。

在建立了宏观审慎框架的政策体系中, 货币政策仍将主要负责维护价格稳定。即使金融体系具备抗风险能力, 金融活动的起落仍能够带来较大的经济动荡, 即使没有金融动荡的巨大推动, 衰退和通胀风险仍可能上升。

然而, 为实现更长期的宏观经济目标, 货币政策必须在推动金融稳定方面做出更大贡献。经验显示, 仅关注稳定通胀的货币政策战略(通常关注两年的短期状况)在确保金融稳定上缺乏前瞻性, 从而难以维护更长期的通胀稳定。信贷和资产价格在通胀较低的稳定时期以及高通胀时期均有大幅上涨。因此, 如果预测区间相对较短, 货币政策无意间顺应甚至助涨金融脆弱性的累积。货币政策制定者必须更重视这一点, 延长其目标区间。

此外, 出于上几节讨论的原因, 也不应想当然的预期旨在提高金融体系抗风险能力、处于初级发展阶段的宏观审慎政策能够实质性地抑制信贷和资产价格高涨。在景气时期积累更多缓冲对信贷增长的潜在影响仍未可知。相比之下, 我们更了解货币政策对更广泛的贷款条件的影响。

考虑金融稳定并不需要全面调整货币政策框架。系统性风险在很长的时间内累积。拓展货币政策目标区间, 超出通常关注的两年, 将有助于货币政策制定者权衡金融稳定面临的长期威胁(包括对利率设置的影响)和近期通胀, 这将导致更全面地评估经济面临的风险状况。许多中央银行已开始向这一方向努力。

中央银行的模型和政策目标区间应考虑更长期的金融稳定风险, 这显示了货币政策承担明确金融稳定职责的必要性。这一方法明确金融稳定是备受关注的宏观经济稳定的一部分。但赋予货币政策明确的金融稳定职责仍是有益的, 因为在低通胀的经济繁荣时期, 这将减轻中央银行收紧货币政策面临的外界压力。在这种情况下, 金融稳定职责将允许货币当局收紧货币政策, 从而应对更长期的稳定威胁。

在任何情况下, 治理安排的某些普遍特征在维护中央银行物价稳定承诺可信性上十分关键: 包括宏观审慎和货币政策功能的清晰职责和战略、操作独立性、确保就决策与公众有效沟通的机制以及采取何种方法处理可能面临的权衡等。在此, 治理安排也将取决于各国具体国情, 包括中央银行在审慎监管中的作用。

总结

维护长期金融和宏观经济稳定要求实施完善的宏观审慎框架并调整当前的货币政策框架。当前在政策上的统一认知为完成上述任务提供了契机。

宏观审慎政策面临的挑战是逐步构建有效并获得公众支持的框架。宏观审慎政策很明显不能成为也不能被当做经济的万能药——即使在金融稳定的情况下衰退也将不断地发生。公众预期需要与政策框架能够实现的目标保持一致。

已有证据显示, 当前阶段宏观审慎政策的目标应注重提高金融体系的抗风险能力。成功地实现这一目标还有助于抑制信贷过快增长以及不可持续的资产价格变动。随着时间的发展, 知识进一步累积, 相应地我们能够扩展这一框架, 将重点更多地放在熨平信贷和资产价格周期上来。

可使用简单的宏观审慎工具来提高金融体系的抗风险能力。对工具的固定限制、自动稳定器和对工具设置的大致调整(即根据可获得的系统性风险指标的可靠性进行调整)能够相当容易地实施。当明确特定行业(如房地产业)是系统性

问题的常见来源，则可针对这些行业采取措施。然而，一般情况下，宏观审慎政策对于过分精确地针对具体经济部门应保持谨慎，因为这可能类似信贷分配政策，而且宏观审慎政策应坚定地保持其系统性特征。

宏观审慎政策制定者应精心设计治理安排，为宏观审慎政策的实施提供稳定基础。宏观审慎政策应具备一定的操作独立性，但除了这些一般性的考虑，治理安排将反映各国具体国情。

成功的宏观审慎政策将为货币政策提供支持。但货币政策的实施必须与宏观审慎框架的建立和实施相适应。此外，为了保证对金融和宏观经济稳定的贡献最大化，货币政策不应仅关注近期通货膨胀。拓展政策目标区间自然将允许货币当局更全面地考虑金融稳定。在此过程中，货币政策事实上也将更有效地维护更长期的价格稳定。