



### 主题论坛（三）

## 资本项目开放、全球资本流动及金融风险控制

陆 磊：中央金融监管应避免过度微观渗透

Stijn：谈宏观审慎政策和传统的货币政策之间的协调问题

Donald：对于中国建立宏观审慎制度的几点建议

乔依德：谈宏观审慎的系统性

※ 以下呈现部分论坛嘉宾观点

# 中央金融监管应避免过度微观渗透

陆磊

陆磊，广东金融学院院长，清华大学国家金融研究院副院长



我今天跟大家讨论的主题是如何探索权责对称的监管体制。我没有把宏观审慎和微观审慎加以区分，是因为在理论上还没有一种观点可以说服我，必须区分宏观或者微观。

第一个观点，就中国而言，在过去一段时间我们讨论资本项下的可兑换，同时也可以观察到，在资本项下可兑换还没有充分完成之前所出现的微观层面的热钱流动，并进而在宏观层面上出现了央行的外汇占款的变化，货币供应量和全社会融资总量的变化，所以从微观变到了宏观。因此反过来，如果我们期望得到一个宏观审慎的监管体制的话，那么是不是有必要把微观和宏观加以足够的切割呢？什么才是一个合适的管理机制或者是体制？恐怕权责对称的管理体制是我们应该追求的一个方向。我的主要观点有如下几个：

为什么要权责对称？全球金融危机以后，世界各国都在做全球金融体系的调整或者改革，美国提出 G20 专门下的类系统，欧盟也在做金融监管的改革，比如成立了 ESRB 和 ESFS。国际上的变化基于什么？我想还是权责对称。

第二个观点，金融危机后中国的经济发生了变化了，作为世界工厂，由于全球总需求的萎缩，致使我们无法再承担高速的出口增长给国内带来的这样一种盈余或者红利，因此，我们经济周期被打乱了，融资结构和融资方式发生全面变化，并对监管的有效性提出了极端挑战。其中有如下几条：

第一，危机后发展最快的影子银行是在中国，影子银行的发展使得各类机构越来越趋同，我们很难区分基金公司和商业银行到底在资产管理方面存在哪些差别，这是第一点。

第二，互联网金融对传统金融稳定和微观金融机构的盈利性和成本构成了冲击，我按照高息从老百姓那里拿到钱转存到金融机构，金融机构成本上升盈利性是否能得到保证？盈利性得不到保证，未来的金融稳定是不是足够让我们怀疑呢？如果金融机构的融资成本过高，实体经济的融资成本会是什么样呢？会不会出现金融脱离实体经济，只有投机行业或者资产价格才值得我们炒呢？

第三，中国是个大国，在地方负债和区域性金融监管责任方面我们又应该怎样设计或者怎样分担呢？所以，这又是一个权责对称的问题。

大家也知道现在谈到影子银行刚性兑付问题，这就是一个权责对称，谁该为此承担责任呢？所以，这是第二个主要观点，供大家参考。

第三个观点，综合以上两点，中国的金融监管制度无论立足于宏观审慎也好，微观审慎也好，有哪些重构的可能性呢？于是，我们有以下三个子观点：

第一，我们是单一目标还是双峰目标，大家知道英国的事件和之前澳大利亚的事件可能是按照双峰目标实现的。所以，它是在宏观和微观层

面上进行切割的，宏观层面上我们要确保审慎，确保金融体系性稳定，我们有央行的金融稳定局。微观上更立足于消费者保护，也就是合同是什么？合同说明的透明度是否充分，是不是双方都按合同履行，以避免欺诈，这就是所谓的微观审慎。这两者是不是有统一的可能性呢？

第二，是块还是条，中国是大国，以条线实施监管更容易实现金融稳定，但一定会以效率损失为前提，这是因为庞大的国土面积，差异巨大的区域经济发展导致我们会面临资金的跨区域流动问题，这会不会使得区域之间的经济和金融差距进一步拉大呢？如果按块状设置倒是获得了权责对称的可能性，但不能避免免费搭车。所谓免费搭车就是指有一些金融机构寄希望当地政府为其提供隐性担保，这会不会压抑金融部门创新的动力和空间呢？所以，在未来一段时间，中国会面临着监管制度理念上的变革。

第四个观点，既然如此，有没有一种可能性推动我们建立权责对称的监管制度？这是第一点，中央和地方或许应该进行监管层面的分工，中央金融监管应避免过度的微观渗透。可能出现的问题由谁来承担呢？地方的金融办、金融局是否有可能发展成区域性的监管体？这在中国的山东省已经进行了实践。第二点，还必须要为创新预留空间，比如监管规则下我们的金融产品已经趋同了，其权利义务关系如何，保护消费者的同时也应该教育消费者，作为监管体而言，或许在未来纷繁复杂的创新会使得账户成为核心环节。所以，功能监管，以账户为中心的监管设计就可以提出来了。第三点，“体检”还是“遗嘱”，现在全球监管谈遗嘱，但是中国很特殊，中国有庞大的准备金或者备付金，

这部分是不是本身具备保障功能呢？此外，我们要建立存款保险机制，存款保险机制建立起来之后，是不是有可能在事前对金融机构进行体检，并进而实施差别性的保费，以实行对金融机构审慎经营的内在激励呢？这就是我今天所谈的主要观点。

下面是一些基本的展开，我只是告诉大家宏观和微观为什么要结合，宏观层面上我们看到的是全社会融资总量的上升，微观层面看到的是影子银行的崛起。宏观层面上看到融资脱离实体经济，微观层面上看到的是缺乏优质借款人，实体经济的负债率实在太高，这两者能分开吗？比如宏观层面看到资产价格泡沫化，微观层面看到的是他们往往是更优质的借款人，比如政府的融资平台。

在宏观层面我们看到的是融资平台的总量问题过于庞大，但在结构层面上我们可以看到的是各地的负债率和评级并不尽相同，的确存在评级很高的借款人的负债率并不高，是不是有可能存在谁的孩子谁抱走的更加好的监管安排呢？地方的风险和管理应该是由谁来办呢？再比如我们可以看得到中国和美国之间的利差和在香港的NDF的变化，与此同时我们可以看到热钱的流动。所以，我们要问我们屏蔽的效果是否充分？资本的严格管制是否有效？所以，结论是功能监管的重要性应该提出来，无论“一行三会”模式如何调整，地方金融监管的制度或许应该考虑建立起来。还有跨境的监管协调机制应该建立起来，最重要的是跨国的宏观经济政策协调，请注意外部性，当我们观察到一些国家实行放松的或收紧的货币政策，往往会对另外一些经济体构成外部冲击，这些冲击也会影响到受冲击国的宏观的金融稳定。■



# 谈宏观审慎政策和传统的货币政策之间的协调问题

■ Stijn-CLAESSENS

我想给大家介绍一下宏观审慎政策的协调问题和我们目前总结的一些经验和教训。

首先，我要讲的是目前对宏观审慎政策的效果下结论还为时尚早，因为很多国家才刚刚开始进行实验，还没有明确结论。危机之前的世界是怎么样的呢？我们有宏观政策，包括货币政策、财政政策，外部的一些国际经济政策，也有一些防范个体风险的微观审慎政策，但中间缺少对整个金融稳定和防范系统风险进行管理的宏观审慎政策，所以现在在这两者之间搞出了宏观审慎的政策。

现在的问题是传统的宏观经济政策和宏观审慎政策之间有哪些互动关系，两者互相影响的问题值得研究。传统的货币政策主要目的是保证物价的稳定，而宏观审慎政策主要是推动金融的稳定，所以，虽然是两项完全独立的政策，但它们存在一些交集，需要互动。每一项政策都有自己的局限性，正是因为有这种局限性才需要由替代补充性的政策来发挥它的作用。传统的货币政策有局限性的话，比如像欧元区，欧元区有一些货币政策的统一性，单个国家的货币政策独立性是不足的，货币联盟形成的时候，一个国家没有完全独立的货币政策的时候，就需要有宏观审慎的货币政策来发挥更大的作

用，来维持一个地区或者一个国家的金融稳定。所以，宏观审慎政策和传统的货币政策之间互相有非常好的互补和协调作用。

从体制安排来讲，很多国家已经实施了这样的组织体制，由中央银行来统一协调宏观审慎政策和传统的货币政策之间的关系。但是，这种体制有一个潜在风险就是出现双重目标，既要保证物价稳定，又要保证金融稳定，这时就需要非常明确的决策过程和协调机制来协调双重目标。

另外，其他的一些政策比如竞争政策和财税政策，也会和宏观审慎政策发生互动关系。所以，和这些政策之间怎样加强协调，也是宏观审慎政策实施过程中很重要的问题。

接下来讲宏观审慎政策和工具在实施过程中的经验和教训，很多的工具其实是老工具而不是新工具，对银行业我们有资本金的要求，有流动性限制的要求，有一些准备金拨备的要求，这些都是旧工具。但是我们也有一些新工具在逐步引入到监管体系当中来，不管在亚洲、拉丁美洲还是东欧这些新兴市场国家，也开始实施更多的新型监管工具。

到目前为止，还没有一个非常好的经济工具包来帮助设计一套非常完美的机制告诉我们在什么时候什么情况下应该用什么样的宏观审慎管理政策工具来处理相关问题。我们目前还处于非常初级的阶段，没有充分的证据来评估宏观审慎政策工具的效果到底如何，有一些国家主要是通过一些缓冲机制或者局限限制机制的建立来保证金融的稳定，但是并没有非常完整的体系框架，也没有充分的证据来明确地评估宏观审慎政策工具产生的影响。目前为止会产生哪些负面作用或者副作用。❏



## 对于中国建立宏观审慎制度的几点建议

Donald KOHN



美国以及全球经济依然还没有从全球金融危机中彻底复苏，这次危机是自从大萧条以来最严重的一场危机，全世界都在做巨大的努力去减少风险，避免危机再次出现，美国以及其他一些国家都彻底革新了监管制度、监管机构，目标是使整个金融体系更加韧性，现在这项工作还没有结束。我希望能介绍英美宏观审慎的经验供中国参考。如何在资本账户放开的同时确保金融体系的稳定，这是中国正面临的巨大挑战，这种监管放开是必须要进行的过程，只有这样才能促进资源优化分配，能够使得住户、家庭和机构能充分享受到金融服务的好处，而且能够以风险平衡的方式来分配金融资金。这跟中国在全球经济体系、金融体系中的重要地位是完全匹配的。同时中国实体经济还在经历重要转型，从靠投资和信贷拉动的增长模式转变成以消费拉动的增长模式，要实现这种转型就需要各家监管机构，以及央行之间密切合作，“一行三会”必须要全方位去评估和审视整个

金融体系的脆弱性和不足之处。

我想从英美的经验来谈谈我对中国问题的理解，你们可以从中吸取经验。

第一个经验，我知道中国也在强调如何在宏观的审慎政策中更好地进行全局全系统的监管，识别风险。我想说的是，比如存款利率如果放松会带来让人担忧的风险。80年代我们也做过同样的事情，现在中国存款利率是有上限的。存款方实际上通过别的渠道，比如货币市场基金等来变相提高他们的存款利率，这实际上也加大了市场风险。这就使得一些银行和公司想追求高回报就愿意承担更多的风险，他们也想降低成本。所以对这些银行，要提高它们的金融稳定性，提高对它们的监管度。我觉得存款利率的放松，在中国当然是必须的，但是一定要小心谨慎地把宏观审慎与微观审慎政策有效结合起来，共同监管存款利率放松的过程，不能一下就放开。而且一定要因地制宜，考虑到当地的金融环境和金融政策，还要考虑是否能够基于满足资本更高的要求，更好的基于市场的效率和趋势来付融资的成本或者给存款定一个合理的利率区间。

第二个经验，金融中介服务为金融行业带来了巨大活力，但也引发很多脆弱性，刚才几位发言人讲到一些资产证券化和一些证券公司、股市的发展都揭示出这些金融中介为金融体系带来的不止是活力，更有风险和脆弱性，在80年代末、90年代初的时候我们也经历过这样的问题。2000年时，一些银行支持发行不透明的复杂的资产证券化产品，比如一个天气预测的期货或者是相关的衍生产品，这些衍生产品

使得它的长期资产应用期限、风险窗口影响实际上已经超越了金融体系。一方面我们当然要去鼓励证券和资产证券化业务的发展，另一方面这些风险和开发出来的产品与投资工具一定要够透明，知道它的风险在哪里，这样才能真正支持资本市场的发展，带来良好的流动性，才能真正为宏观金融稳定的目标服务。

第三个经验，监管放松和市场化进程有时也会带来监管套利。监管放松或者过严监管也会为市场带来一些负担，市场必须要严格按照监管的这些参数去满足要求，市场上的监管套利问题也要得到审慎解决。我们看到系统风险有时通过其他投资渠道被放大，这是我们在美国过去几年发生的问题，这方面我们要吸取经验和教训。我想在我们讲金融稳定的时候，尤其是尾部风险带来风险和冲击时，很多投资者都没有做好思想准备，没有想到尾部风险会扩大，所以，这时宏观监管部门就要介入，宏观监管政策要尽可能透明，要进行比如相关的压力或者风险信息的公开披露，这样才能帮助个人和机构投资者更好地去了解，使得市场参与者们真正去参与，促进金融稳定。还有透明度能够帮助公众政府来更好地做出判断，是不是还有加强监管部门的能力，来加强金融体系的稳定性。

第四个经验，宏观审慎政策必须是全面的，需要强有力的实施，而且也要有效地与微观审慎政策相结合，宏观审慎政策想要发挥作用主要通过微观审慎政策工具来传导和实现，但是我们要考虑那些外部效应，微观监管审慎政策的实施者们必须要了解他们微观的行动会对全局系统风险带来什么影响，他们必须愿意分享数据，分享系统风险数据。从美国的经验来看，我要强调美国的各监管机构都必须要有有效地分享信息数据才能更好地保护金融体系，应对金融风险。我不知道这样的方式在中国是否适用，但是我觉得监管过程中相关机构一定要协同作用，才能保护金融体系。

第五个经验，宏观审慎政策实施，一是要将央行作为一个核心主体，作为一个流动性的守门

人，一个额外风险的对冲和监管者，央行必须要能够严密地监管各微观机构，跟踪市场，有能力理解市场风险，并且有人才真正地去评估跟踪金融市场的创新和发展，才能真正实现监管。二是系统性风险的监管者们他们必须要有效地相互协调，才能真正有效地控制信贷快速扩张，尤其是在经济繁荣资本成本低的时候，信贷高速扩张一定要小心谨慎，央行必须要有能力保证它的独立性，而且这些证券交易的监管机构和其他类型的监管机构在具体监管流程和协同过程中必须要能够保证各自一定的独立性，我不知道中国在这方面适用的方案是什么，但这是我们的经验和教训。

第六个经验，宏观审慎监管机构必须要能直接实施他们的政策和措施，而且能够有效地采取逆周期调整和宏观管理，如果看到有结构上以及周期上的风险在聚集时，监管机构必须要有政策工具进行选择、对冲和管理，这些政策最好是能够取得各机构的共识和支持，这样才能实现全体系的金融稳定。但是宏观审慎监管者们也必须要能够及时地去应对问题，解决问题，要能够比微观监管机构更快，更灵活。在英国 FPC，我注意到他们一直在负责在巴塞尔 3 协定下来作为资本的缓冲期监管资本的流动，他们必须有快速通道，能够迅速把这些政策信息传导到微观监管者中并要求他们快速实施，真正发挥作用，成为一个逆周期的资本缓冲者。

我不知道中国的情况怎么样，是不是能有效地从宏观监管机构到微观监管机构迅速传导这些政策，能够更好地保护金融体系。我相信中国的监管放松一定会改善中国金融体系的稳定性和生产力，这是长期趋势。但是短期来说，放松监管会带来更多风险，需要更多的监控，需要对金融体系尤其是对监管体系，金融体系全体系的稳定性有更深入的理解。以我个人在英国和美国的经验，我觉得如果对于下行风险没有有效保护，如果没有全体系全局的观点是很难真正防范系统风险的，中国金融机构在这方面也积累了丰富的经验，我相信你们未来能做得更好。■

# 谈宏观审慎的系统性

乔依德



乔依德，卓越  
发展研究院院  
长、上海发展  
研究基金会副  
会长兼秘书长

要理解宏观审慎有一个关键词——系统性，这个系统性就是跨企业、跨行业、甚至是跨金融行业和实体经济的，为什么需要进行宏观审慎？应该从金融体制本身来分析，我归纳了金融体制有三个特点，一是体系本身具有扩张性倾向。二是宏观金融的反馈机制会使金融体系过份地暴露在风险当中。三是金融系统内部有各个子系统，因为彼此关联，某一个子系统发生问题会让整个金融体系变得脆弱。

中国在当前的情况下实行宏观审慎政策所面临的挑战有三个：

第一，金融改革与其他改革如何同步协调进行？美国的经验是，利率市场化进行以后，存款利率放开，整个市场利率会上升。这对很多金融机构的资产管理能力提出了很大挑战，如果没有具备应对挑战的能力，尽管利率市场化是有必要的，但会给整个金融体系带来更大的风险。

利率市场化的目的是希望市场每个主体对利率敏感，如果国有企业不改革，政府职能不转变，利率市场化这些主体对利率没有充分的敏感度，也会影响利率市场化的效果，这是第一个挑战。

第二，最近中国经济增速在下降，金融风险在上升，如何在稳定经济增速的同时控制金融风

险，这是面临的第二个挑战。最近PPI十几个月在负的区间，CPI最近数字只有1.2，通缩的倾向值得注意，而且我们国家产能过剩，利率很高，国有企业市场上贷款就将近10%，再加上如果房地产很快下跌对金融系统会造成很大的冲击。所以，如果过度监管，会对经济增长的速度带来负面影响，如果经济增长速度下降得过快，那又造成金融风险的加剧。所以，这是一个很微妙，很复杂的控制。

第三，我国和欧美国家的经济周期是不一致的，我们是在下行的压力当中，而欧美现在是在复苏当中，这种情形下我们国家如何把握经济增长跟风险控制这两者的关系，是我们面临的第三个挑战。

美国经济在复苏，它的货币政策也进行调整，它的QE逐步在减少，这样使跨境资本发生了很大的变化，以前从发达国家流向新兴发展中国家，现在则从新兴发展中国家回流到美国，QE对中国到底有没有什么影响？央行有一个报告中说由于中国持续的经常账户顺差，较低的外债高储蓄率、资本管制，以及具有外汇储备等有利因素，美国推出QE不会对中国造成显著冲击。这就提出一个问题，一方面很多文件加快资本项目开放，另一方面因为资本管制，使中国能免受QE推出的冲击，这是一个悖论。我认为资本账户还是要开放，如果资本账户不开放，资本不能自由地跨境流动，汇率形成机制就不能形成，人民币就不能走出去，我们作为第二大经济体，尽管这是一个长期的过程，但这步总归是要走的。金融危机以后，全球的跨境资本流动跟以往比带有不同的特征，我们要加以注意。全球作为一个系统，仅仅看一个国家是不行的，要控制全球风险，必须各个国家合作协调。■