

---

# 跨境金融关联、宏观审慎政策协调 与国际性银行危机传染 ——理论机制与政策启示<sup>1</sup>

中国人民银行南昌中心支行课题组

理论和实践都表明，银行信贷扩张和房价过快上涨是引发银行危机的重要诱因，且国家间紧密的金融关联会增加危机发生的可能性，而现有研究对于金融关联国家之间的宏观审慎政策协调是否可以降低银行危机发生的概率这一重要理论与实践问题并未进行深入探讨。目前宏观审慎政策实践走在世界前列，一些行之有效的经验做法极有可能成为世界样板，这进一步凸显了探讨宏观审慎政策国际协调的重要性。本文基于跨境金融关联视角，尝试就宏观审慎政策协调对国际性银行危机传染的影响机制进行探讨，得到启示：金融关联国家出现系统性银行危机会加大国内发生系统性银行危机的概率，金融关联国家实施宏观审慎政策会降低国内银行危机发生的概率。据此，本文提出政策建议。

**【关键词】** 金融关联 溢出效应 监管套利 宏观审慎政策 银行危机

**【中图分类号】** F830 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-169X (2018) 12-0004-04

D01: 10.19622/j.cnki.cn36-1005/f.2018.12.001

## 一、研究背景

2008年全球金融危机以后，宏观经济政策国际协调备受关注。最新研究已将研究视角拓展至宏观审慎政策等领域的国际协调，各国政策当局不仅关注经济增长、通货膨胀、就业和国际收支等传统目标，还开始关注金融稳定。虽然距离全球金融危机已经过去十年，但国际上对于金融危机进行可信预警的探索从未停止。理论和实践都表明，银行信贷扩张和房价过快上涨是引发银行危机的重要诱因，且跨境金融关联会加剧银行危机传染，而现有研究对于金融关联国家的宏观审慎政策协调能否降低银行危机发生的概率这一重要理论与实践问题并未进行深入探讨（IMF，2018）。国际经验亦显示，在金融一体化环境下，溢出效应和监管套利会放大金融风险的传播效应，而宏观审慎政策国际协调有助于提高一国宏观审慎政策的有效性（BIS，2018）。对于中国而言，目前宏观审慎政策实践走在世界前列，一些行之有效的经验做法极有可能成为世界样板，这进一步凸显了探讨宏观审慎政策国际协调的重要性。事实上，国内已有研究主张将宏观审慎政策纳入国际协调范畴，从而可以进一步完善宏观政策国际协调机制（IMI，2018）。然而，虽然少数实证研究指出监管套利会引发宏观审慎政策的跨部门替代，强调应将影子银行体系纳入宏观审慎管理范畴，但是尚未涉及宏观审慎政策国际协调。因此，在跨境金融关联视角下探讨宏观审慎政策协调对国际性银行危机传染的影响具有重要的理论价值和现实意义。

最新研究比较关注跨境金融关联对金融危机传染的影响且强调宏观审慎政策及其国际协调的重要作用，特别是在防范系统

---

<sup>1</sup>中国人民银行南昌中心支行课题组组长：张智富；成员：郭云喜，曾省晖，彭岚，张朝洋，黄倩，徐玉立，许一涌。（江西南昌330008）

---

性金融风险及危机传染时，要同时考虑危机起源国经济特征以及关联国家经济结构和经济脆弱性的影响。从理论研究看，金融危机传染理论很大程度上是行为金融、银行挤兑、信息不对称等经典理论在全球化背景下的典型应用。从实证研究看，跨境溢出效应、宏观经济脆弱性和经济特征相似性等都是一国容易遭受外部冲击的重要原因，且银行借贷、资本流动及国际金融中心的特殊地位等在危机传播中发挥了越来越重要的作用。经济学界和政策当局对金融风险传染及危机预防的关注度和重视度与日俱增，但是对于跨境金融关联及宏观审慎政策协调在危机传播或治理中的作用仍缺乏清晰认识。各国实施的宏观审慎政策及其效果各异，一国的宏观审慎政策实施可能通过不同渠道对其他国家金融风险造成影响，本国实施宏观审慎政策的国内效果与关联国家实施宏观审慎政策对国内的溢出效应也可能存在差异。因此，探讨国内及关联国家宏观审慎政策对国内金融风险的影响，尤其是对于宏观审慎政策国际协调的分析，可以为我国健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架提供参考。

## 二、理论机制

### （一）金融关联国家爆发金融危机与国内银行危机的关系

金融危机传染路径可分为溢出效应和纯传染两类。其中：溢出效应是指首先发生危机的国家的危机溢出到其他尚未发生危机的国家，使其他国家出现竞争力降低、商品价格走低和流动性减弱等基本恶化现象；纯传染是指由其他地区危机引发的危机，并非基本面改变或者溢出效应所致，而是纯粹由危机发生使市场风险规避情绪上升及风险意识提高等风险敏感度发生改变，即由于市场恐慌心理传染引发的危机。同时，监管套利行为既可能导致政策失灵，也可能造成系统性风险累积。这主要表现在三个方面：一是银行倾向于选择在监管薄弱的国家或地区设立分支机构，进而降低其贷款成本和资金成本；二是国际性银行相对本地银行而言具有竞争优势，会增加向监管严格的国家的借款人的贷款；三是本地银行在国内严格的监管要求下，可能会降低国际贷款业务的审批标准。

理论上，金融关联传染可以通过银行借贷、投资组合等途径进行传导。例如：金融危机使银行在危机国遭受损失时通过卖出他国资产以维持资本充足率，使投资者在危机国资产价格下跌时卖掉他国资产以满足追加保证金要求；在金融机构的证券组合面临损失或在一国不良贷款上升时，可能收缩整体的风险资产规模，其风控措施会降低风险市场的头寸，如投资者通常给予新兴市场一定比例的投资配置，在新兴市场资产级别发生改变时会调整该市场投资比重，且非对称信息会放大投资组合重新配置的影响。如果一国发生银行危机，该国的国际贷款提供者及投资者会面临信贷风险或资产贬值损失，银行及投资者会提前调整信贷和资产规模及结构而将资金撤出与危机国有类似特征或密切关联的国家，进而使危机影响传染至其他国家，而其他国家中之前存在信贷增速过快、资产泡沫过多等较高脆弱性的国家可能因为危机传染而爆发金融危机。

据此，本文认为：金融关联国家出现系统性银行危机会加大国内发生系统性银行危机的概率。

### （二）金融关联国家宏观审慎政策与国内银行危机传染中介变量的关系

宏观审慎政策的主要作用就是对市场参与者过度承担风险的动机进行约束，使各经济主体对系统性风险的影响内部化，从而发挥降低系统性风险的作用。理论上，宏观审慎政策可以有效降低银行风险承担。例如，宏观审慎政策有助于约束银行信贷和资产价格的不可持续性增长，减轻金融变量与经济变量的周期性反馈，控制经济主体事前的风险承担。事实上，全球金融一体化使各国金融监管可能面临部分缺位，特别是考虑到国际性银行可能产生溢出效应或跨境套利情况下表现得越发明，一国指望在不开展宏观审慎政策国际协调情况下实现国内金融稳定将变得更加困难。目前，对宏观审慎政策国际协调的理论研究大多基于纳什均衡结果，即比较国家独立决策和协调决策的结果。例如，宏观审慎政策不协调可能导致货币战争并压低全球利率，只有在一些国家出现失业或者陷入流动性陷阱而其他国家出于审慎原因积累储备的情况下才能实现宏观审慎政策国际协调；在无监管合作情况下，独立监管者会选择相对中央银行监管标准而言更低程度的监管，而中央监管者会考虑系统性风险并通过实施较高监管标准来改善福利，故而两国在信息对称并具备约束性执行机制情况下将监管权委派给中央监管者是激励相容的。

理论上，通过与金融关联国家开展宏观审慎政策协调，可以比较恰当地应对宏观审慎政策的跨境溢出效应及监管套利行为。首先，通过一定的国际安排来健全完善国家宏观审慎框架，并在国际层面倡导这种有助于实现全球金融稳定的政策协调，更好发挥宏观审慎政策的正外部性。现有机制包括 IMF 的监督和金融部门评估计划、FSB 的同行评审、BIS 的中央银行定期高层会晤以及分配给欧央行的附加权力等。其次，在坚持“互惠”原则的前提下结合各自国内风险来设计和实施宏观审慎政策，尤其是对于特定国家的借款人，对国内外机构为其提供的所有信贷和面临的所有信用风险都施加约束，有助于提高宏观审慎政策的有效性。例如，巴塞尔协议 HI 引入了逆周期资本缓冲，欧盟当局对其成员国提供了实施宏观审慎政策的操作指引等。再者，由于各国宏观审慎政策实施存在不一致，特别是结构维度的宏观审慎政策（如对系统重要性金融机构要求适当的附加资本等）可能增加监管薄弱地区的风险活动，故而通过实施最低标准、签订补充协议或加强窗口引导等方式可以对市场行为进行适当管控。现有机制包括针对国内系统重要性银行的巴塞尔监管框架以及针对全球系统性重要银行的总损失吸收能力要求等，特别是鉴于全球金融体系存在紧密的跨境关联，巴塞尔委员会对全球系统重要性银行施行了大量监管措施。目前，各国正在积极探索和实施宏观审慎政策，客观上构成对全球系统风险的控制，形成了宏观审慎政策国际协调的客观效果，对控制宏观审慎政策的跨境替代效应和监管套利以及避免金融风险 and 危机的国际传染具有重要作用。

据此，本文认为：金融关联国家实施宏观审慎政策会降低国内银行危机发生的概率。

### 三、政策启示

#### （一）国内层面，研究健全双支柱调控框架以及完善宏观审慎管理框架

研究健全货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架及加强宏观审慎管理的有效举措，在当前经济转型背景下需统筹考虑宏观审慎管理在不同时期的实施方向和力度。一是强化金融监管和金融安全网建设。强化微观监管，特别是对银行及其他金融机构的资本充足率、流动性、表外理财、杠杆率、信息披露等进行明确规定，并定期对系统重要性金融机构进行压力测试，制定有序有力的法律和制度框架，防范微观金融风险并抑制风险传染。管好系统重要性金融机构和金融基础设施，逐渐消除

“大而不倒”下的隐形担保问题和道德风险，发挥好金融稳定发展委员会作用。建立多部门分工协作、信息交换机制以及相应法律法规，构建跨部门风险预警和处置机制，形成包括再贷款、再保险、合规性建设等多层次、立体化的安全救助体制和保障制度。二是完善宏观审慎政策工具。在逐步扩大金融开放过程中，突出防范系统性金融风险的重要性，不断完善宏观审慎政策工具及相关金融政策和货币政策工具，扩容应对跨境金融溢出效应时的备选政策工具。三是全面推进金融业综合统计，特别是对系统重要性金融机构以及跨国金融机构的资本流动等数据信息的统计。加大金融信息统计和系统性风险的跨部门分析研究，加强对包括银行、投资基金、大型机构投资者等国际金融主体或国际金融行为的统计数据监测及分析，加强对跨境资本流动、主要经济体及金融市场的监测和关注。

#### （二） 关联国家之间，强化沟通合作、信息互换和构建区域金融安全网

由于金融领域的外部性更突出，金融风险的跨境传递会促使各国监管部门之间相互支持，故而宏观审慎政策国际协调可能比宏观经济政策国际协调更有利。一是加大双边、区域和多边金融安全合作机制建设。推动国际金融治理体系改革，提升在 IMF、G20 等多边合作平台或机构中的话语权，强化金砖国家、上合组织等区域合作，推进功能性的、次区域的金融合作机制。二是探索建立超主权中央组织来协调宏观审慎政策，或是定期开展关联国家间的政策磋商，最大程度将宏观审慎政策的外部性纳入政策制定、执行及效果评估。围绕那些容易引发短期资本流动且很容易飞快流出的政策，强化协调或加强磋商，减少政策溢出效应。加强宏观审慎政策与货币政策协调，防范和减轻发达国家特别是美国货币政策的变化对全球资本流动的影响。三是加强关联国家间信息互换机制建设和预期管理。关联国家要加强信息互换机制建设，特别是面对重大冲击时，各国政策当局应及时、高效地向公众发布明确、一致的信息，稳定市场信心，有效阻断危机的纯传染路径。

---

### （三） 国际层面，充分发挥巴塞尔协议和多边组织在政策协调中的作用

目前，巴塞尔协议中关于逆周期资本缓冲的互惠性原则为宏观审慎政策协调提供了重要范例，但逆周期资本缓冲的实施时间较短，其政策有效性仍有待检验。一是持续完善并扩大巴塞尔协议中最低监管标准的适用范围和覆盖领域。巴塞尔协议作为对全球金融机构监管的最低标准，在应对系统性风险方面具有一定成效，协议内容也在围绕金融机构内部风险管理和金融监管框架不断完善，但是当前主要在宏观审慎政策工具的逆周期资本缓冲、最低资本要求的框架中运用了相关标准化原则，未来随着全球一体化程度的持续加深，类似的标准化原则可以而且应该扩大到更多宏观审慎政策工具以及金融风险评估中的一些风险衡量指标，以减少因政策差异形成的跨境金融交易中的套利。二是 IMF、BIS 等国际多边组织应针对宏观审慎政策工具及国际协调开展进一步的经验研究、实证分析和理论论证。例如：加强宏观审慎政策实际使用情况的信息收集、整理和分析，围绕跨境金融溢出效应、宏观审慎政策工具执行所产生的国内和跨境效应等问题开展更多经验分析，针对当前宏观审慎政策国际协调中结构性政策协调和逆周期性政策协调下产生的收益进行理论、经验、实证等多维度的分析，不断优化系统性金融风险的评估指标和模型等。

#### 参考文献

- [1] Bank for International Settlements (BIS). Macroprudential frameworks: experience, prospects and a way forward[C]. Speech by Bono C, Head of the Monetary and Economic Department of the BIS, on the occasion of the Bank's Annual General Meeting, Basel, 24 June 2018.
- [2] International Monetary Fund (IMF). Friend or Foe? Cross-Border Linkages, Contagious Banking Crises, and Coordinated Macroprudential Policies [R]. IMF Working Paper No. 18/9, January 2018.
- [3] International Monetary Institute (IMI). Report on RMB Internationalization in 2018 [R]. IMI Report No. 1810, July 2018.
- [4] Jeanne O. Macroprudential Policies in a Global Perspective [R]. CEPR Discussion Paper No. DP9875, March 2014.
- [5] Kara G I. Systemic risk, international regulation, and the limits of coordination [J]. Journal of International Economics, 2016, 99(2): 192-222.