

金融稳定与货币政策的职能融合: 经验与启示

王章慧¹ 郑联盛²

(1. 中国社会科学院研究生院, 北京 102488; 2. 中国社会科学院金融研究所, 北京 100028)

摘要: 金融稳定与货币政策的协调经历了融合、分立、再融合等动态演进过程, 并形成了英国大一统模式、美国的双层体系以及相对分立等模式。各国模式虽不同, 短期目标不同, 但是, 金融稳定与货币政策的协调与融合存在长期的内在自恰性, 二者相互分离可能引发系统性错误。金融稳定与货币政策职能的协调与统筹是系统性风险应对以及宏观审慎管理框架的基础。改革完善适应现代金融市场体系的监管框架, 并与货币政策形成有效的协调机制, 是中国防范和应对区域性及系统性风险的关键, 未来需要重点关注金融监管者与央行的权责问题、金融稳定的机构设置或核心责任主体问题以及金融稳定与货币政策融合的政策工具发展问题。

关键词: 金融稳定; 货币政策; 系统性风险; 金融监管; 宏观审慎

中图分类号: F830.2

文献标识码: A

文章编号: 1001-8204(2017)01-0046-07

金融稳定已成为全球金融危机后国际社会重大的政策问题。全球金融危机对中国造成了重大影响, 在危机应对和反思的过程中, 我国政府和各金融监管主体都对系统性风险的应对及其制度问题进行了深入讨论。2010年底周小川提出金融危机应对逻辑和建立宏观审慎框架的必要性以保障金融稳定[1]。“十二五”规划强调了要“构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”。但整体而言, 基于系统性风险防范的金融宏观审慎管理制度框架的建设并没有取得实质性进展, 系统性风险应对框架和金融监管协调问题尤为突出, 金融稳定的任务日益严峻。习近平总书记在“十三五”规划建议说明中提出, “频繁显露的局部风险特别是近期资本市场的剧烈波动说明, 现行监管框架存在着不适应我国金融业发展的体制性矛盾”。

由于中国经济下行的趋势将持续, 系统性风险将逐步累积甚至日益显性化, 我国需要加强金融宏观审慎管理制度建设, 加强统筹协调, 改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架, 健全符合我国国情和国际标准的监管规则, 实现金融风险监管全覆盖, 防止发生系统性区域性金融风险, 以保障金融稳定。但是, 一个重大的问题是基于系统性风险应对的宏观审慎管

理框架及金融稳定职能如何与宏观调控中最为重要的政策之一——货币政策如何有效协调, 使得货币政策传导机制有效、金融稳定保障机制健全。在改革完善金融监管体系的过程中, 如何将金融稳定职能与货币政策职能内在地统筹在一起, 如何解决货币政策与金融稳定具有内在的长期关联性、自恰性以及短期冲突性[2]。这对于提高货币政策效率和保障金融稳定都具有重要的政策含义[3]。

一、金融稳定与货币政策的关系演进: 基于理论的分析

金融监管机构的金融稳定职能与中央银行的货币政策职能的协调一直是一个重大的政策问题。上世纪90年代经济学家一度认为, 金融监管机构应该与中央银行保持相对独立, 中央银行也进行了一场轰轰烈烈的独立性改革。1997年英格兰银行相对独立于财政部, 1998年日本银行相对独立于大藏省。在中央银行走向独立的过程中, 金融监管机构与中央银行之间的关系成为一个热点问题。虽然, 金融稳定与货币政策的协调很多并没有写入诸多经济体金融监管者的法定职能之中, 但是, 这是金融监管体系面临的重大难题。

历史上, 大部分国家的中央银行在相当长的时间

收稿日期: 2016-07-20

作者简介: 1. 王章慧(1974-), 男, 河南郑州人, 中国社会科学院研究生院博士生, 研究方向: 金融政策; 2. 郑联盛(1980-), 男, 福建永春人, 中国社会科学院金融研究所副研究员, 研究方向: 金融理论与金融市场。

基金项目: 国家社科基金青年项目“西方国家金融危机与制度弊端分析研究”(项目编号: 14CJL017); 国家社科基金重点项目“我国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”(项目编号: 13AJY018); 国家社科基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(项目编号: 15AJY017); 中国社科院金融所2016年重点课题“新常态下我国金融体系改革研究”。

内都承担货币政策与金融稳定的职能,而且货币政策与金融稳定被认为存在内生的自恰性。《美国货币史》作者之一 Schwartz 教授认为,货币政策的稳健性可以实现物价的稳定,从而有效降低金融风险发生的可能性,同时还会减少金融风险的严重程度[4]。稳定的货币政策可以有效降低利率不匹配的风险,从而保持金融机构稳健性和金融体系稳定性。McCallum 基于美国的分析亦认为中央银行可以实现货币政策的宏观目标以及作为最后贷款人的监管目标[5]。西班牙央行的研究亦表明,货币政策的目标和金融稳定的目标在长期是一致的,货币政策是有效降低银行业危机的基础手段[6]。Hellwig 则指出,银行部门及金融监管体系的道德风险对于货币政策是一个重大威胁,金融稳定亦是货币政策制定的前提条件[7]。

但是,上世纪 90 年代后期,物价稳定及货币政策独立性变得日益重要,中央银行独立性成为一种趋势,同时,金融稳定职能与货币政策职能相对独立或分离亦是一种潮流。Merton 认为信息技术创新下的金融创新革命性地改变了金融结构,亦挑战了原有的监管框架,需要考虑独立的统一监管和监管有效性的问题[8]。现代金融体系具有内在传染性,这种传染性使得流动性的决定更加多元化[9]。流动性状况的逆转和金融市场的资金融通功能受到冲击,使得市场的整体流动性大幅萎缩(即信用骤停)而产生流动性危机,在流动性风险的应对中,统一的应对框架更加具有针对性和有效性,即金融稳定职能及其机构的设置应该相对独立于中央银行。

但是,在实践中,金融监管部门和中央银行分立的制度设计亦存在内部缺陷,货币政策与金融稳定目标的协调一直是一些实行统一监管体系经济体的重大问题,而实现分业监管体系的经济体其金融稳定职能与货币政策职能的统筹更加困难。Goodhart [10]、Goodhart 等 [11]以英国统一监管体系为例、Hoening[12]以美国金融危机为参照认为,货币政策与金融稳定协调的挑战主要在于四点:一是部门利益的分立性。但凡成为统一监管者之后,其与央行的地位就非常微妙,而这往往是部门利益的体现。二是信息交互的有限性。统一监管者一般会将一些不利于金融稳定的信息在交互时刻意过滤,使得央行获得金融稳定的相关信息的有效性或及时性变差。三是金融中介的复杂性。由于金融创新兴起,使得金融机构的资产及风险相互交叉持有,这使得货币政策的传导更加复杂,同时金融稳定面临更大的空间传染问题,金融结构及其风险分布实质性改变[13]。四是风险应对的局限性。当金融体系遭遇重大风险时,统一监管者会认为其应对能力是足够且有效的,但是,一旦发生诸如流动性风险等系

统性冲击时,只有提供流动性的主体才是有效的应对主体,即只有央行才能提供无限的流动性。全球金融危机之后,金融稳定与货币政策的职能重构又成为一种趋势。

在全球金融危机之后,出现了加强金融稳定与货币政策间相互协调甚至融合的趋势。金融稳定与货币政策职能的融合体现在以下三个方面:一是系统性风险及其应对的主体更加明确,美国、英国和欧盟都设立了系统性风险的应对主体,并以此构建宏观审慎管理框架。宏观审慎与货币政策的边界有所模糊[14],货币政策一定程度上已经将金融稳定作为一个重大的内生变量。二是中央银行的职能被进一步扩大,金融稳定职能成为央行重要的职能,英格兰银行成为“大一统”监管者,而美联储成为超级监管者。同时,中央银行的政策调整如基准利率的下降和流动性的提供被认为是金融稳定的核心保障。三是微观监管标准得以强化。这不仅有利于监管空白的填补和金融风险的应对,同时,还有利于中央银行通过微观指标来强化系统性风险的观察、货币政策的传导以及金融稳定目标的达成。对中央银行而言,欧洲央行指出,在金融稳定的职能纳入其政策框架中需要考虑三个核心问题[15]:一是经济主体都是具有跨期前瞻的秉性,货币政策不能只考虑当期;二是不同经济部门的名义负债是一组非零的跨部门头寸;三是在不同潜在的冲击下经济主体的政策选择只能是遵守信用或违约。

二、金融稳定与货币政策协调的模式选择

纵观各国实践,无论是将金融稳定职能置于央行翼下,还是由独立于央行的金融监管者专司其职,如何处理金融稳定与货币政策之间的关系,是各国金融监管者回避不了的重大问题。一方面,离开货币政策,难以做好有效的金融监管。货币政策是宏观经济政策的核心支柱之一,货币政策改变将引发微观金融主体行为变化,并对金融结构改变、金融风险分布以及金融体系稳定性产生影响,货币政策是金融稳定的内生决定因素。另一方面,离开金融监管,难以制定适宜的货币政策。金融监管是金融体系稳健性的有力保障,而金融体系的稳健性又是货币政策传导和有效性的前提。金融风险的爆发使得货币供应在一定程度上脱离了中央银行的控制,从而严重削弱了中央银行对货币供应的控制能力和程度[16][17]。如果缺乏有效监管,金融风险及其引致的系统性问题将严重制约货币政策的空间,货币政策与金融稳定需要一个自恰的制度框架。各国解决这一问题的思路略有不同。简言之,金融稳定与货币政策的协调可以分为三种模式:

一是英国“大一统”模式。由中央银行负责货币政策和金融稳定,将货币政策和统一监管的制度性矛盾

内化为机构内部的沟通与协调,并提高金融风险应对的及时性、统筹性和针对性。这种模式的核心就是统一监管与货币政策的协调内部化。

二是双层体系。在美国的体系中,系统性风险监察委员会已经成为准统一监管主体,也是金融稳定和系统性风险的责任主体。由系统性风险监察委员会授权机构美联储实际负责金融稳定目标,并承担最为重要的金融监管职能,金融稳定成为美联储第三大政策目标。这种模式的核心是缔造一个超级监管者。

三是分立模式。挪威、瑞典、丹麦、日本、韩国等国家的中央银行和统一监管机构呈现出分立的特征,澳大利亚的监管体系是“双峰”模式,但是,其金融稳定主体与澳大利亚储备银行呈现分立态势。值得注意的是,这几个经济体的央行和统一监管者的协调都有既定的机制,挪威是以部际协调会议为主,日本以法律方式对协调加以规范,澳大利亚采用谅解备忘录的方式加以协调。

三、金融稳定与货币政策的融合:基于英国的分析

英国在1997年开始施行统一监管体系,由金融服务管理局作为金融稳定的责任主体,而英格兰银行负责货币政策。在全球金融危机期间,英国北岩银行挤兑危机是中央银行与统一监管者分立制度内在缺陷、金融稳定与货币政策职能不自恰的一个典型代表。

北岩银行1997年10月上市之后运行稳健,成长性和价值性俱佳,1997年至2006年资产扩张了7倍,2006年销售收入增长依然超过20%,资本充足率为11.6% [18]。但是,在较为快速的扩张中,银行的资产负债结构以及期限结构的不合理性在次贷危机中表现出来,2007年上半年现金流增长是-43% [19]。以抵押贷款为主且依赖批发市场融资的北岩银行受到较大冲击,2007年8月9日北岩银行首次遭遇融资困境,8月16日向英格兰银行等申请救援。但是,直到9月14日英国金融服务管理局、英格兰银行和财政部才出台联合声明。监管当局认为北岩银行资质良好,但是,同时承诺流动性支持。长达一个月的决策过程和一份相互矛盾但无实质性举措的联合声明使得市场恐慌情绪蔓延,大规模挤兑开始产生,直到10月9日财政部扩大储户保障范围至2007年9月19日之后的存款。其后,英格兰银行由于和金融服务管理局的利益纠葛对于流动性支持一直含糊其辞,而财政部对于储户利益的保障也是扭扭捏捏。特别是财政部在9月20日的储户利益保障安排中强调新的账户要严格按照原有的储户保障条款进行,即2000英镑以内的存款才得以全额保障,31700英镑以上则没有任何保障,期间保障比例为90%。这引发了北岩银行更大的危机并最后破产被收购。这是150多年来英国银行体系首次大规模

的挤兑危机,即使在大萧条时期,英国金融体系和银行部门都没有出现重大的挤兑风险。

在反思北岩银行破产中,监管协调有效性、风险处置一致性以及流动性注入及时性被认为是英国金融管理体系的弊病 [20],其中最为核心的是英格兰银行和英国金融服务管理局之间的利益博弈。英国金融服务管理局、英格兰银行和财政部那个似是而非、相互矛盾的联合声明引发了大规模的挤兑,而其中更多是制度安排的弊端。英国金融监管与中央银行以及金融稳定与货币政策之间的制度问题主要体现在四个方面:一是对于北岩银行的风险信息认识不足。这种信息不对称在于北岩银行管理层对于信息的刻意隐瞒以及金融服务管理局的处置不当。二是三个风险处置主体的利益博弈。金融服务管理局意识到其处置能力有限但是羞于与英格兰银行坦诚沟通,英格兰银行认识到流动性支持的重要性但认为北岩银行应该为风险买单而提出惩罚性成本,财政部则坚持不能动用纳税人的钱。三是应对举措的不合理。银行危机的处置最为核心的两个原则是:流动性注入和储户利益保障,但是,联合声明没有明确的流动性支持和储户利益保障的实质性举措。最后是没有一个明确的责任主体。虽然三个相关机构联合发表声明支持北岩银行,但是却没有一个核心的责任主体来主导危机的救助,使得三家机构一直处于利益博弈之中。这种制度弊端最终导致北岩银行陷入流动性危机并破产,并使英国的金融稳定遭受历史性的冲击。

1997年英国金融服务管理局成为英国金融市场统一的监管机构,行使法定监管职责,直接向英国财政部汇报。但是,全球金融危机的爆发,特别是北岩银行引发的150年来英国首次大型银行挤兑事件触发了对金融监管体系的改革。基于北岩银行破产危机的反思,英国进行了金融监管体系的重大改革,是发达经济体中改革力度最大的国家。英国认为,以金融服务管理局为统一监管机构的体系不适应危机救助的需要,不利于应对系统性风险和保障金融稳定,需要将货币政策与金融稳定相统筹。

2012年1月英国金融体系进行了重大调整,将金融稳定的职能重新划归中央银行所有:一是金融服务管理局被拆分为两个机构,即金融审慎管理局和金融行为监管局,前者负责宏观审慎管理,并成为英格兰银行的附属机构;后者作为金融服务管理局的实体延续,并负责金融行为的微观监管。二是成立了金融政策委员会,亦是英格兰银行的直属机构,负责识别和监控系统性风险,具有对金融稳定相关事宜向财政部、央行提出建议,并对金融审慎管理局和金融行为管理局提出指示和建议的权力;三是金融政策委员会、金融审慎管

理局主要承担宏观审慎管理的责任,委员会属决策机构,金融审慎管理局承担宏观审慎管理的核心执行职责,并具有对金融行为管理局的单向否决权。四是英格兰银行成为系统性风险防范及应对以及宏观审慎管理框架的实质主体,宏观审慎管理决策最核心的金融政策委员会和主要执行机构——金融审慎管理局都是其附属机构,而微观监管主体——金融行为监管局名义上直接向国会和财政部汇报,但是,本质上受到金融政策委员会的极大制约,为此,英格兰银行集货币政策制定执行、宏观审慎管理、微观审慎监管以及金融稳定保障等职能于一身,成为英国金融监管体系的大一统机构[21]。

四、金融稳定与货币政策的融合:基于美国的经验

全球金融危机是大萧条以来全球最为严重的金融危机,美国对这次危机进行了深刻反思,并最后通过了多德-弗兰克法案,对美国的金融监管体系进行了重大改革与完善,致力于建立一个应对系统性风险和复杂内在关联性的金融监管新框架,并完善了金融稳定与货币政策的内在协调机制。美国金融监管体系改革和金融宏观审慎管理框架的建立中,最为核心的有五个内容[22]:

一是建立金融宏观审慎管理的协调机制。新监管体系建立了一个由财政部长作为主席和主要监管主体负责人组成的金融稳定监察委员会,委员会负责监控和管理美国金融系统性风险,委员会是一个决策主体,更是一个协调主体。委员会的职能主要体现在三个方面:第一,如果委员会在评估后认为某大型金融机构对金融体系稳定构成风险,则将建议美联储在资本金、杠杆率等方面对该机构实行更加严格的微观审慎监管要求;第二,在特别的条件下,该委员会有权对金融控股公司等大型金融机构进行分拆,具体执行则授权美联储来实施。第三,协调美国各个监管主体的立场,形成一个统一的系统性风险应对机制。

二是美联储的超级监管地位的确立。新监管体系中美联储监管职能大幅扩大,成为超级监管主体,具有全局系统监管职能。新法案在保持美联储传统的最后贷款人监管职能之外,还授权美联储对大型、复杂、综合性(特别是业务在多个金融领域交叉形成的内在关联性)金融机构实施全面监管,以确保系统性信息及风险的了解、辨别与防范,并可以采取相应的微观审慎措施。经过金融稳定监察委员会的批准和授权,美联储可以拆分规模过于庞大的金融机构(特别是金融控股公司),从而防范“大而不倒”效应引发的系统性风险,而不需考虑该机构是否属于银行。可见,虽然在组织形式上,美联储并没有英格兰银行“大一统”的职能,但是,本质上美联储已经将货币政策与金融稳定的职能

融合于一身。

三是系统重要性机构的审慎监管机制。多德-弗兰克法赋予联邦监管机构(金融稳定监察委员会)一项新权利,使其能够对未接受纳税人资金救助但陷入困境的大型金融公司进行接管和分拆(具体操作由美联储执行),以防止此类机构的倒闭引发整个金融体系的动荡。新体系还设立了一个由美国联邦存款保险公司主导的流动性应对计划以及金融机构清算程序,但是,美联储是流动性支持的最终主任主体。在危机中,如何接管和清算金融机构问题,新法案规定美国财政部将预先支付有关接管倒闭金融公司的前期成本,但政府则必须制订出一项详尽的资金还款方案。法案规定,监管部门还必须对接管资产规模超过500亿美元的金融机构的相关费用进行评估审核,以便明确未来收回接管过程所需要支付的费用。

四是创立沃尔克规则。该规则致力于打破混业经营和分业监管的制度错配,限制了大型金融机构的自营交易业务,即将分离大型银行控股公司的传统商业银行业务和自营交易业务。一定程度上,沃尔克规则打破了1999年《金融服务现代法》的混业经营模式,而重新确立《格拉斯-斯蒂格尔法》关于商业银行和投资银行的分立原则。沃尔克规则同时要求银行对私募股权基金和对冲基金的投资额不能超过所投资基金总资产的3%以及银行自身核心资本总额的3%,据此限制金融机构利用自有资金进行自营交易。此外,沃尔克规则对银行规模也进行了限制,要求银行进行兼并重组时,收购后的关联负债规模不得超过所有金融机构负债规模的10%。

五是填补监管漏洞,最为主要的是成立联邦层级的保险业监管主体以及将影子银行体系纳入监管框架之中。新框架注重在联邦层面对保险业进行有效的监管,以协调联邦-地方州政府在保险监管上的监管职权;同时,将此前广受争议的对冲基金、私募股权基金等影子银行业务纳入传统的监管框架中,防止出现监管空白和监管漏洞。

但是,我们知道,物价稳定和充分就业是美联储政策框架的两大基础目标。在金融危机后,特别是系统性风险应对的新型监管框架中,金融稳定成为美联储第三政策目标。基于系统性风险应对的金融稳定目标与货币政策如何协调成为美联储的重大任务[23]。

在美国金融危机之前,货币政策的两个目标是就业与物价,金融稳定似乎不是央行的职责之所在。美联储主席耶伦指出,在全球金融危机之前,金融稳定目标仅仅是货币政策决定的“小伙伴”。金融监管体系使得金融体系存在一个自我纠偏机制,货币政策对于金融稳定的效力似乎不够显著。但是,金融危机之后,虽

然金融稳定仍然不是央行的核心目标,但已经成为多重目标之一。央行的政策决策考虑中,系统性风险防范下的金融稳定成为一个多元化目标,而不再是可有可无的“小伙伴”[24]。

美联储副主席费舍尔在2015年11月关于货币政策独立性的演讲中强调,传统货币政策的运用和宏观审慎政策的实行是存在差异性的,宏观货币政策是一个总量型框架,而宏观审慎政策典型目标都是落到特定的行业部门上,比如房地产部门。美联储物价稳定、充分就业两个传统政策目标和金融稳定新目标的融合将是总量政策、部门政策和协调机制的融合。在这个逻辑下,美联储如何在保持货币政策框架独立性和管理系统性风险协调,同时在宏观审慎管理与微观监管体系协调,是美国金融体系稳定的一个重大议题[25]。

美联储致力于货币政策与宏观审慎管理的融合。美联储副主席费舍尔强调,在金融危机后的政策框架中,因为美联储责任多元化,联储需要更多考虑货币政策与宏观审慎框架的融合,宏观审慎框架及其存在问题是需要在货币政策中重点考虑和应对的。特别是从金融危机的教训看,系统性风险应对和金融稳定已不仅局限于顺周期效应,更多地是体现在金融体系内部的内在关联性上。他引用英国和澳大利亚的案例认为,很大程度上中央银行在发挥金融稳定职能的同时可以保证货币政策的独立性[14]。美联储非常规货币政策退出大致可以分为停止购买债券、加息和削减资产负债表“三部曲”,但是,美联储此前在加息问题上犹犹豫豫,在资产负债表整固上更是迟迟不决,实际上在通货膨胀没有压力的情况下,美联储更多是考虑到了充分就业和金融稳定的因素,比如,高达4万亿美元的资产如果削减至金融危机之前的8000多亿美元,那么就会带来总量、结构和市场等多重冲击。即美联储通过调整其货币政策的实施路径来促成其金融稳定的目标的达成,以实现传统货币政策目标与金融稳定新目标的融合。

在宏观审慎和微观监管的协调上,美联储主席耶伦此前强调金融体系稳定性更多需要依赖于宏观审慎和微观监管,而不是货币政策,但是“货币政策却是宏观审慎框架的基础”,因为系统性风险的应对不仅是结构问题,更是总量性质的[25]。考虑到美国宏观审慎管理和微观监管主体关系上,美联储主席耶伦认为这是系统性风险监察委员会、美联储和微观监管主体的职能分工问题。对于宏观审慎管理,系统性风险监察委员会是协调机制,是决策主体;而美联储是最后贷款人,需要对可能引发系统性风险的金融主体(机构、市场等)承担监管职能;微观监管主体需要考虑行业风险及其对系统性风险的外溢性。除了履行多德-弗兰克

法案赋予美联储超级监管者职能外,对于系统性风险防范和金融稳定的常规任务上,美联储应致力于发挥三个重要的作用:一是发挥宏观经济和金融体系的动态监测功能;二是研判系统性风险的水平和关键环节并作出应对方案;三是提高金融体系应对风险的内在能力[23]。

虽然从宏观审慎管理制度安排上看,系统性风险监控委员会处于决策地位,美联储则是超级监管者和主导性机构,但是,美联储没有强调美联储在宏观审慎管理中的主导性,反而强调了监管机构在宏观审慎中的作用以及微观监管的重要性和基础性。美联储副主席费舍尔认为,从美联储所强调的金融稳定目标达成中,金融监管机构和微观监管是基础性工作,而货币政策框架由于缺乏针对性的政策工具反而在宏观审慎管理职能具有一定的局限性[3]。金融体系中的微观监管主体应该关注四大领域的监管改革[26][27]:其一,银行体系的宏观审慎与微观监管框架,重点把控资本要求、基础损失吸收率以及短期批发性货币市场风险。其二,系统性重要机构的监管体系,重点加强各种监管以降低违约或破产概率、要求1%~2.5%的附加资本金、建立违约或破产的处置机制(比如破产遗嘱)、强化对外资银行的监管标准。其三,增强金融市场的弹性。主要是加强金融基础设施特别是金融市场的风险吸收能力,提高OTC市场的透明度和稳定性,市场基础设施的日常监控以及货币市场与再回购市场的深化与监管。其四是影子银行体系的监管,重点把控杠杆率、期限错配以及透明度,对短期批发资金市场以及短期证券融资交易加强监管,甚至需要实行机制化的资本或流动性指标管理。

总之,从美国的经验看,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,金融稳定成为美联储继物价稳定及充分就业之后的第三大政策目标。根据新的金融监管体系安排,美国金融稳定监察委员会对系统性风险负责,处在宏观审慎管理体系的最上层,是美国金融监管体系名义上的决策主体。美联储作为金融稳定监察委员会的授权对象,成为实质上的“超级监管者”,是宏观审慎框架的主导性机构,金融稳定的功能成为美联储第三个政策目标。过去的两三年,美联储亦在探索和完善宏观审慎管理框架,特别是协调货币政策与金融稳定的关系以及宏观审慎与微观监管的关系。目前看来,物价稳定、充分就业和金融稳定三个目标是可以融合在一起的,宏观审慎和微观监管的协调亦是可以有效深化的。但是,美联储并没有“贪功”,反而强调了监管机构在宏观审慎框架中的基础性和货币政策的局限性,特别是货币政策至金融稳定的传导机制以及货币

政策传统目标和金融稳定目标的不一致性及权衡[3]。

五、结论与建议

从过去 20 多年来金融稳定与货币政策职能的关系看,以统一监管体系建设为基础的金融稳定职能一度与中央银行主导的货币政策职能相分离的趋势,特别是上世纪 90 年代末为甚。但是,全球金融危机爆发之后,美国、英国以及欧盟等发达经济体在反思危机爆发及传递过程中的问题发现,金融稳定与货币政策存在紧密的自恰性,二者相互分离可能会使得金融风险的处置出现系统性错误,而使得整个宏观政策框架出现较大风险。从英美的实践看,金融稳定与货币政策职能的协调与统筹是系统性风险应对以及宏观审慎管理框架的应有之义。

从国内近期金融体系的风险暴露和市场波动的现实情况看,金融稳定与货币政策等宏观政策的有效协调及融合的紧迫性更加凸显。不管是保持分业监管的现有模式,还是走向统一监管框架,或是其他形式的金融监管体系,金融稳定职能与货币政策职能的融合是防范和应对系统性风险的必要基础。从国外的经验看:一是货币政策是金融稳定的基础保障和宏观审慎管理的核心举措,特别是在系统性风险暴露阶段,货币政策要发挥“市场做市商”和“最后贷款人”的角色,确保流动性等系统性风险冲击因素得以平抑。二是金融稳定不仅是金融监管当局的责任亦是中央银行的责任。金融危机之后,金融稳定成为美国、英国和欧盟等央行的核心职能。这种政策体制的变化实际顺应了央行在危机中的角色与地位。三是现场监管权的完善。为了适应金融稳定的需要,英、美、欧都对监管体系进行了较大改革,其中英国的改革力度最大,美国整体而言保持了原有的监管框架,但是,强化了美联储的金融稳定职能并赋予美联储现场监管权以及大型金融机构的处置权。四是强化了微观监管标准和机构建设。英美都强化了银行部门的资本金要求特别是系统重要性金融机构需要追缴额外的资本金,设立了新的机构来强化对特定领域的监管或服务,比如美国设立了联邦保险监管办公室、英国设立了金融市场行为管理局等,同时,对此前监管机构的职能进行了整合重构,比如美联储具有了事实上的现场监管权,撤消了储蓄机构监理局并将其职能纳入货币监理署(OCC)。五是协调机制建设更完善,监管边界仍然清晰。虽然英美强化了央行的金融稳定职能,但并没有忽视金融监管者的权力和能力。比如,美国并没有因为美联储具有了对金融控股公司或系统重要性金融机构的监管权而将监管权力从美国货币监理署转移至美联储,美国货币监理署仍然履行在联邦层面注册的银行机构。最后是金融稳定与货币政策职能的协调融合及其相关的职能调整

与机构改革应该与本国经济金融体系的现实情况相结合,更多是进行适应性改革而不是重构[28]。

更加值得注意的是,国外监管权力的扩大并不是“圈地”,更多是对金融稳定的责任,为此,身为“超级监管人”的美联储一般情况下不干涉 OCC 的监管职能以及消费者保护局的监管权力。美联储一直强调监管机构在金融稳定的基础作用,甚至公开承认货币政策与宏观审慎管理、金融稳定职能的融合中,货币政策存在短板,监管机构的微观监管也是宏观审慎框架的基础保障。

从金融稳定与货币政策职能关系的动态变化以及国外相关改革的经验,改革完善适应现代金融市场体系的监管框架,并与货币政策形成有效的协调与融合机制,是未来中国防范和应对区域性及系统性风险的关键。金融稳定和货币政策的职能融合需要通过相应的制度安排来实现,我们需要在以下三个方面进行重点考虑:

第一个问题是监管者的权利和责任问题,即法定职责。依法监管是最基本的原则,进行重大金融监管体系改革、完善金融稳定与货币政策职能等经济体都以立法的方式来明确金融监管者和中央银行对金融稳定的法定责任以及与此相关的监管权。监管职能、边界以及机构设置等的变化一般也是根据法律的调整与完善来实现的。这个问题主要涉及中央银行、监管机构之间的权责问题,亦是金融稳定总体框架的设计问题。

第二个问题是机构设置问题,即责任主体。国内金融稳定职能目前主要由“一行三会”分别承当,金融行业和市场的风险处置更多集中在三个监管机构,但是,一定意义上缺乏金融稳定的核心责任主体。未来改革并完善金融监管体系、明确金融稳定核心主体以及实现金融稳定与货币政策的协调融合可能有三条路径:一是保持一行三会架构,建立更高一层的协调机制,以应对系统性风险、统筹“三会”的监管以及促进金融稳定与货币政策的融合。二是合并三个监管机构建立统一监管体系,比如国家金融管理总局,进而由一行一局来进行金融稳定与货币政策的协调。三是将监管机构合并至中央银行,实行与英国类似的“大一统”体系,金融稳定与货币政策在内部协调。不管是何种改革方案,都需要明确金融稳定的核心责任主体,并界定监管机构的职能及其与中央银行货币政策的关系,第一种和第三种方案应该是在机构设置上就明确了责任主体。

第三个问题是更加完善的金融稳定政策措施及政策工具。这不仅明确了监管者和中央银行的工具,更明确了其职能权限以及如何实现金融稳定与货币政策

的统筹:一是保持对本币的信任和信心,防止出现货币危机;二是在危机时刻承担做市商和最后贷款人职能;三是通过宏观审慎管理框架来消除或缓解系统性风险;四是通过宏观审慎管理和(或)微观审慎监管提升

金融机构的安全性和稳健性;五是建设、监测和管理金融基础设施;六是处置破产金融机构;七是与其他部门进行有效协调。

参 考 文 献

- [1]周小川.金融政策对金融危机的响应——宏观审慎政策的形成背景、内在逻辑和主要内容[J].金融研究,2011,(1).
- [2]王自力.金融稳定与货币稳定关系论[J].金融研究,2005,(5).
- [3]Fischer,Stanley. Monetary policy, financial stability, and the zero lower bound[A]. At the Annual Meeting of the American Economic Association, San Francisco, California on January 12, 2016.
- [4]Schwartz, A. Why financial stability depends on price stability[J]. Economic Affairs, 1995(15).
- [5]McCallum B. T. Monetary policy rules and financial stability[R]. NBER Working Paper Series No. 4692, 1994 April.
- [6]Alicia GarcíaHerrero and Pedro del Río. Financial stability and the design of monetary policy[R]. Bank of Spain working paper 0315. 2003.
- [7]Hellwig, Martin F. Financial stability, monetary policy, banking supervision and central banking[J]. Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, 2014(9).
- [8]Merton, R. C. Financial Innovation and Economic Performance[J]. Journal of Applied Corporate Finance 4(4), 1994.
- [9]Allen, F. and Gale, D. Financial contagion[J]. The Journal of Political Economy, 2000, 108(1).
- [10]Goodhart, Charles. Linkages between macro – prudential and micro – prudential supervision[J]. Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, 2015, 30(10).
- [11]Goodhart, Charles and Tsomocos, Dimitrios P. The challenge Of financial stability: a new model and its applications[M]. Edward Elgar, Cheltenham, UK. 2012. pp1 – 3, 21 – 28, 65 – 67.
- [12]Hoenig, Thomas M. Maintaining Stability in a Changing Financial System: Some Lessons Relearned Again? [J]. Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, First Quarter, 2009.
- [13]Adrian, Tobias, and Hyun – Song. Shin. The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007 – 09 [R]. Staff Reports Working Paper No. 439. New York: Federal Reserve Bank of New York, April 2010.
- [14]Fischer, Stanley. Central Bank Independence [R]. At the 2015 Herbert Stein Memorial Lecture National Economists Club, Washington, D. C. November 4, 2015.
- [15]Smaghi, Lorenzo Bini. Financial stability and monetary policy: challenges in the current turmoil [A]. Speech by Lorenzo BiniSmaghi, Member of the Executive Board of the ECB at CEPS joint event with Harvard Law School on the EU – US financial system, New York, 4 April 2008.
- [16]Allen, F. and Gale, D. Financial fragility, liquidity and asset prices [R]. Warton Financial Institutions Center Working paper, 2001.
- [17]Allen, F. and Gale, D. Financial intermediaries and markets [J]. Econometrica, 2004, 72.
- [18]程实. 北岩银行挤兑危机再认识 [N]. 中国经济时报, 2007 – 11 – 29.
- [19]梁荣松,等. 北岩银行挤兑危机对我国银行业信贷高增长的启示 [J]. 海南金融, 2010, (5).
- [20]张亮. 北岩银行的倒闭与商业银行流动性管理 [J]. 中国金融, 2009, (6).
- [21]郑联盛,钟震. 国际金融监管改革启示 [J]. 中国金融, 2015, (23).
- [22]郑联盛,何德旭. 宏观审慎管理与中国金融安全 [M]. 北京: 社科文献出版社, 2012.
- [23]郑联盛,等. 耶伦的学术思想、政策取向及对经济的影响 [J]. 国际金融, 2014, (1).
- [24]Yellen, Janet L. Rethinking Macro Policy [A]. Speech at a conference of IMF, Washington DC, 2013 April 16.
- [25]Fischer, Stanley. Macroprudential Policy in the U. S. Economy [A]. Speech at 59th Economic Conference of the Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Massachusetts, October 2, 2015.
- [26]FSB. Key attributes of effective resolution regime for financial institutions [R]. Working Paper, October 2011.
- [27]Claessens, Stijn. An overview of macroprudential policy tools [R]. IMF working papers, 2014/14.
- [28]孔萌萌. 金融监管体系演进轨迹: 国际经验及启示 [J]. 改革, 2011, (12).

(责任编辑 吴彤)

Why Is Environmental Aesthetics Dynamic? On the Role of Time in Environmental Aesthetics

LIU Shaoming

(*School of Philosophy, Wuhan University, Wuhan, Hubei, 430072, China*)

Abstract: Any form of environmental aesthetics is carried out in time. Specifically, the aesthetic consciousness of the subject always experiences the environment in time. And the body of the subject needs to participate in the environment through the transformation of space, and the transformation itself is the process of dynamic changes in the body itself. From the perspective of the object, the environment itself has temporal beauties in terms of mutability, permanence, instantaneity, history and futurity. But environmental aesthetics, after all, is an aesthetic process of interaction with the environment. In this process, the senses, the body, and the consciousness itself need to undergo a shared process of "passing" together with the environment in time. At the same time, the aesthetic subject needs to experience the temporal beauty of the environment itself, so as to incorporate the temporal beauty of the environment into the subject's own experience. Therefore, environmental aesthetics reflects two aspects of time: the temporal experience of the subject, and the temporal beauty experienced by the aesthetic subject.

Administrative Law Enforcement and Criminal Justice: An Empirical Analysis

KANG Huiqiang

(*School of Law, Chongqing University, Chongqing, 400044, China*)

Abstract: Judging from the phenomena that the environmental administrative punishments are frequent while criminal judgments are relatively rare, the coordination of environmental administrative law enforcement and criminal justice in our country is running smoothly. From the perspective of internal coordination mechanism, poor transfer of legal cases forms the crux of the obstruction of 'bridging the two laws'. Due to the passive, closed, self-interested nature of environmental administrative law enforcement, and the "low adaptability" of case transfer procedures, a large number of cases involving environmental crime are "dissolved" in environmental administrative law enforcement and difficult to flow into the criminal justice field. From the perspective of external monitoring mechanism, the weakness and ineffectuality of prosecutorial and supervisory powers forms the external cause of the obstruction of bridging the two laws. In order to perfect environmental mechanisms for "bridging the two laws", special efforts should be taken to eliminate the passivity and self-interestedness of environmental law enforcement. And special attention should be paid to the case transfer procedures to adjust the legislation, and to strengthen the active monitoring of case transfers by prosecutorial institutions.

The Dilemma and Solution of the Coordination of Environmental Analysis on the Rationality and Feasibility of Introducing Incentive Theory into Environmental Public Interest Civil Litigation

LI Nan

(*Beijing Normal University, Beijing, 100875*)

Abstract: The incentive system based on plaintiff's rational self-interest can not relieve the conflict between altruism and self-interest in environmental public interest civil litigation. Therefore, it is necessary to re-examine the incentive system of environmental public interest civil litigation by introducing incentive theory of other disciplines. After comparing and analyzing the incentive models of management, psychology and economics, the incentive theory of management and psychology is introduced into the environmental public interest civil litigation. The object of the incentives is the "natural person", whose various needs determine the incentive factors. Through the way of rights and obligations, the incentive factors are legalized. By means of appropriate incentives, more suitable incentive mechanisms for the development of environmental public interest civil litigation should be formed, in order to alleviate the increasingly tense environmental relations.

The Functional Integration of Financial Stability and Monetary Policy: Experiences and Implications

WANG Zhanghui, ZHENG Liansheng

(*Graduate School of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 102488,*

China; Research Institute of Finance, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100028, China)

Abstract: The coordination of financial stability and monetary policy has undergone a dynamic process of integration, separation,

reintegration and so on , and formed the unified British model , the two – tier American system and the relative separation model. Although there are different models in different countries with different short – term goals , the coordination and integration of financial stability and monetary policy have long – term internal self – consistency , and the separation of the two can lead to systematic errors. The coordination of financial stability and monetary policy is the basis of systemic risk response mechanism and macro – prudential management framework. The reform and improvement of the regulatory framework suitable to the modern financial market system , together with an effective coordination mechanism with the monetary policy , is the key to prevent and to deal with regional and systemic risks in China. In the future , special attention should be paid to the rights and responsibilities of financial supervisors and central banks , the establishment of stable financial institutions , the core responsible subject , as well as the development of policy tools for the integration of financial stability and monetary policy.

The Farmland Protection System of China: Implementation Performance Evaluation , Implementation Deviation and Optimization Methods

GUO Zhen

(*School of Public Administration , Zhejiang University , Hangzhou , Zhejiang , 310058 , China*)

Abstract: A large number of research literature has shown that the performance of the existing farmland protection system is low. This protection system is relatively effective in terms of the quantities of farmland , but in terms of quality and ecology , its performance is rather low. The overall dynamic balance of the quantities of farmland is actually the cause of the decline of farmland quality and the deterioration of the ecological environment. For the optimization of farmland protection system , the boundary between government and market should be rationally defined in agricultural land conversion and land allocation. At present , the limitations of research on the performance of the implementation of farmland protection system are: firstly , there are few studies on the quality and performance of ecological protection offered by China's farmland protection system; secondly , few studies are based on rural grass – roots investigation; thirdly , few studies are on regional differences. Fourthly , there is sparse literature on the performance of farmland protection system through in – depth interviews , case studies and questionnaires. Future research should focus on: the choice of strategies of local governments in the implementation of farmland protection system; the evaluation of the performance of China's farmland protection system from the perspectives of quantity , quality and ecology; the economic and social costs of cultivated land protection in China; the rational definition of the boundary between government and market in farmland protection.

The Debate on Sentiment and Reason in Poetics of Song Dynasty

LIU Jing

(*Department of Chinese , Peking University , Beijing , 100871 , China*)

Abstract: People in Song dynasty were extremely strict and harsh about the pursuit of "reason" and the evasion of "sentiment". Any language related to amorous affairs would be regarded as "sensual pleasures" and criticized as being "harmful to the righteousness of reason." In such context , some "virtuous persons" , nevertheless , wrote "amorous words" , creating an interpretative dilemma which the Song people had to face. To achieve legitimacy for sentimentalist poetry in a rationalist poetic environment thus became the direction of efforts of many poets in Song dynasty. In this regard , some vehemently refuted the "amorous words" , while others vigorously defended the "virtuous persons" , but none could obscure the fact that "the virtuous also wrote amorous words". Actually , the key to resolve this problem lies in the reconciliation between "sentiment" and "reason" in the philosophical sense that "upright men must be benevolent". This can be achieved by giving up defense , and recognizing the fact that "men of strength and integrity cherish deep emotions".

An Analysis of the Functions of Bottomless Painted Pottery , Jade Artifacts and Figurines in Niuheliang Site

MA Haiyu

(*Hongshan Culture Research Institute , Chifeng College , Chifeng , Inner Mongolia , 024001 , China*)

Abstract: The stone tombs of Niuheliang burial site is the center of its sacrificial system. The remains of the ancestors were buried inside the stone tombs , while outside there stood figurines and statues. The notions conveyed through the various painted pottery , jade artifacts , and figurines and statues discovered in Niuheliang site of Hongshan culture were: eulogy of the deities , worship of the ancestors , and communication with the gods. Perceived from their decorative patterns and shapes , the painted pottery and jade artifacts were mutually constitutive and closely related. They served as the medium for the interaction between gods and men , and fulfilled the three functions of eulogy of the deities , worship of the ancestors , and communication with the gods. Animal – shaped jade artifacts and fig-