

Monetary Policy in Euro Area and Macro Prudential Policy Coordination

欧元区货币政策与宏观审慎政策协调

■ 汤柳

时下欧元区的货币政策与宏观审慎政策双支柱策略源于几年前的一项重要制度安排。2013年，欧洲理事会正式批准在欧元区设立欧洲银行单一监管机制（SSM），由欧洲中央银行直接监管欧元区的系统重要性银行，并对银行监管承担全面职责，并赋予更多的宏观审慎权力。几年来，在这一制度安排基础上，货币政策与宏观审慎政策双支柱策略在欧元区逐渐发展起来。透析两支柱的协调实践和逻辑无疑具有重要启示价值。

欧元区关于货币政策与宏观审慎政策配合的实践

确立货币政策和宏观审慎政策相互协调的机构框架

欧元央行体系行长理事会成为货币政策、宏观和微观审慎政策的最终决策主体。在货币政策方面，其决策流程是：成员央行、欧洲央行的研究部门以及欧元体系的各类委员会和工作组实施相关政策分析和建议，在此基础上，行长理事会通过投票机制完成货币政策的决策。在宏观审慎方面，其决策流程是：根据单一监管机制决定的监管机构设置，由欧洲央行、各国监管当局（有的是央行，有的则是金融监管局等）组成的监管董事会，向行长理事会提出微观或者宏观审慎政策建议，行长理事会批准同意方可实施。

欧洲央行被赋予银行体系的宏观审慎监管权力。根据欧盟《单一监管机制法规》规定，欧洲央行在宏观审慎方面的监管目标包括以下三个方面：第一，平滑金融周期波动，避免风险的过度累积；第二，与微观审慎监管共同协作，增加金融部门的弹性并限制传染效应；第三，促进系统性视角的金融监管，以构建市场参与者正确的激励机制。据此，在与各国监管当局合作的基础上，欧洲央行获得的宏观审慎权力包括以下两个方面：第一，可以向行长理事会提出有关决议，成员在提出宏观审慎决议之前，应征询欧洲央行意见。第二，在法律规定的范围内，欧洲央行将发挥校准工具的作用，可以要求各成员国执行更高宏观审慎监管

工具，如资本缓冲要求、系统重要性机构的资本缓冲要求以及流动性工具要求等，以及其他有助于降低系统性风险的宏观审慎措施。

随着协调框架的确立，欧元区宏观审慎政策体系进一步发展起来。在金融法律框架方面，主要包括《单一监管机制法规》《单一监管机制框架法规》《资本要求指令（CRDIV）》《资本要求法规（CRR）》《银行救助处置（BRRD）》《存款保证方案（DGS）指令》等。在宏观审慎监管工具方面，最初，欧洲监管当局设立的是逆周期的宏观审慎工具，逆周期资本缓冲（CCyB）和针对房地产金融的贷款价值比（LTV ratio）。接着，设定了涉及全球系统重要性机构缓冲（G-SII buffer）、其他重要性机构（O-SII buffer）、资本留存缓冲（CCoB）、系统性风险缓冲（SRB）等。此外，还设定了流动性基础的政策工具、资产基础的政策工具等，并考虑对金融体系内的其他有相同风险特征的机构也提出相似的监管要求。除此之外，欧盟将杠杆率的设定作为资本要求和资本缓冲的补充。不仅对银行、投资基金和住宅房地产的杠杆限制已经存在，还提出设立抵押衍生品和证券融资交易的保证金要求等。

货币政策与宏观审慎政策协调的主要原则

货币政策和宏观审慎协调配合是货币政策、微观审慎、宏观审慎相互协调的一个方面。欧洲央行体系拥有有关货币政策、微观审慎和宏观审慎监管的三重决策权力。一方面，这三种政策有着不同的任务、目标和工具。另一方面，三种政策是相互影响和相互配合的关系。在欧洲危机救助过程中，欧洲央行体系对于协调三者关系有着深刻的体会。微观审慎监管不能防止合成谬误，导致欧洲金融体系面临系统性风险的冲击；由于获得的银行信息不够充分，大规模的流动性救助使得欧洲央行陷入道德风险和扭曲的风险之中，在危机初期的货币政策实施过程中，由于银行体系失去弹性，修复资产负债表的要求使得货币政策传导机制几乎失效。由此，对于三种政策的配合协调和统一决策，有助于欧元区货币稳定和金融稳定的实现。

欧洲央行体系的货币和审慎政策决策的机构框架相互分离。鉴于货币政策和监管政策存在潜在利益冲突,如果把两种政策决策的机构框架混为一体,可能对公众传递错误信号。公众会误认为货币政策决定不仅取决于货币和经济层面的因素,还受制于金融机构的有关反应。这样一来,货币政策的可信度将会受到威胁。为此,欧元区的货币政策和宏观审慎政策决策的机构设置实施分离,限制二者之间的信息交换,并采取不同的分析框架。

货币政策和宏观审慎政策的协调有助于政策目标的实现。价格稳定和金融稳定是相互受益、互相促进的关系,其中货币政策提供了总体的金融条件,而宏观审慎政策则更加细化,并针对部门 and 失衡问题。这些政策在传导中相互作用,并影响彼此的政策目标,因此需要相互配合协调。

欧元区货币政策与宏观审慎政策相配合的效果评价

积极意义

有助于降低欧元区结构性差异所导致的非对称货币政策效应。在欧元区,统一货币政策和结构性缺陷导致外围国家存在低成本融资和私人部门杠杆率过高,外围国家的金融周期特征明显大于中心国家。货币政策与宏观审慎政策相结合,有助于各国采取差异性宏观审慎政策,熨平结构性差异带来的非对称货币政策效应。

降低统一货币政策与分散金融稳定责任所引发的系统性风险。欧洲央行体系承担货币政策和宏观审慎政策的最终决定和协调的责任,有助于欧元区整体金融稳定的实现。一方面,以往统一的货币政策和分散的金融稳定责任制度导致了欧元体系在金融稳定体系中权利与义务的不匹配。欧洲央行作为最后贷款人的角色,却没有保障其获得充分监管信息的权利。另一方面,欧洲有关研究曾指出,在金融政策方面存在稳定的金融体系、一体化的金融体系和分散的各国金融稳定政策之间的不可能三角定律。因此,统一的货币政策有助于欧元区金融体系的一体化进程,宏观审慎政策的决策权力又进一步集中到欧洲央行体系手中,有助于金融稳定的实现。

有关争议

单一主体下分隔货币政策和监管政策决策机构的做法是否有效。对于欧元区的机构设置,欧洲智库专家认为,尽管货币政策

与银行监管政策在日常和危机时刻的操作和目标并不相同,但是将欧洲央行的货币政策和银行监管职责相互分离没有意义,因为在金融危机之下,货币政策的最大威胁就是金融体系的崩溃,并且实施两种操作的主体是同一机构。此外,欧元银行体系有关货币政策与金融稳定的决策代表也存在较多的重叠。

决策的协调成本进一步扩大,是否导致政策反应滞后?从欧洲量化宽松政策的姗姗来迟可以看出,欧盟的决策机制素来需要巨大的协调成本来支撑。单一监管机制的组织结构和权力分配充分体现了欧盟的“权力分散”的特征。在货币政策、宏观审慎政策和微观审慎政策的决策执行过程中,涉及欧洲央行、各国监管当局(有的是各国央行,有的是金融稳定当局)、各国中央通过行长理事会、监管理事会、执行委员会等多个主体。为了减少由各国监管当局和欧洲央行代表组成的监管委员会在提案中的意见不一致,单一监管机制还设立了专门的调解委员会负责相关协调工作。此外,在监管提议决策过程中,欧洲央行还成立了“宏观审慎论坛”,负责与各国监管当局进行提前信息沟通。因此,对于欧洲而言,宏观审慎与货币政策的相互配合意味着协调成本的扩大,可能导致政策反应更加缓慢。

欧洲央行的独立性和权力过大的争议。一方面,对于央行获得银行监管的权力,有研究认为,当央行角色重要性增加时,可能会导致更大的政治压力,从而失去其自主性,这一情况也适用欧洲央行。监管委员会的部分成员为各国监管当局,是受到财政制约机构,如何参与欧洲央行单一监管机制的独立决策,同样引起关注。另一方面,部分研究认为,应给予欧洲央行更多的宏观审慎权力,欧洲央行应当承担更加重要的地位。目前,宏观审慎政策的制定和执行权力是由欧洲央行和各国监管当局共同承担,如果太多权力留着各国层面,新兴的金融失衡将在一些国家失察。

对我国的启示

在国内金融监管改革方面,我国已经在2015年建立了宏观审慎评估体系,十九大报告明确提出“构建货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。尽管欧洲央行体系是一个跨国家的央行机构,但是作为经历了金融危机和欧债危机洗礼的货币和监管当局,其货币政策和宏观审慎政策相协调的经验是值得我国关注和借鉴的,其中有以下几个方面:

一是构建货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架是系统工

程。从欧洲的实践来看，宏观审慎及其与货币政策的配合机制是建立在理论基础上的科学设计。对我国而言，一方面，宏观审慎政策体系还需要不断验证和完善过程。从宏观审慎监管工具的设计到宏观审慎政策体系，包括对于数据获取、政策目标的量化、中介目标的确定以及工具的选择，直至事后的评估需要逐步发展起来。另一方面，货币政策和宏观审慎政策配合的原则和机制，以及对于宏观经济的政策效果需要实践与评估。

二是加强有关监管机构和部门之间的协调与沟通。首先，从欧洲央行经历来看，有效的协调至关重要。我国目前成立金融稳定发展委员会，并将在央行和监管当局之间建立协调小组。如何保证协调机制高效顺利运转应成为未来工作重点。其次，加强监管机构信息沟通。例如，成立类似欧洲央行主导的“宏观审慎论坛”，以加强决策之前的信息沟通。最后，微观审慎政策也应纳入最优政策组合的协调范畴之中。

三是关注政策协调在非银行领域的延伸。对于欧洲，随着欧

洲银行业的监管已经得以实质性强化，随之而来的欧洲出现银行融资向债券市场融资转变、以机构投资者为主的非银行金融中介规模有所增大、银行业务活动向监管较小的影子银行部门转移的现象。对此，监管当局认为目前仍然缺乏足够监管工具来应对在非银行机构以及影子银行体系的潜在系统性风险。对于我国，目前的情况也是基本相同的。因此，尽管银行体系是我国的重点监管领域，但是对于实现货币稳定和金融稳定的目标范围而言，非银行金融机构及有关交易活动也是政策协调需要关注的领域。●

（作者单位：中国社科院金融研究所、国家金融与发展实验室）

责任编辑：韩晓宇
Hxymy2007@126.com

全球视线月度资讯

日银行长黑田东彦：讨论放缓购买ETF的问题还为时过早

4月3日，日本央行行长黑田东彦称，现在讨论央行应在何时及如何减缓购买上市交易基金（ETF）还为时尚早。他重申了维持央行大规模刺激政策，以尽早实现2%通胀目标的重要性。

美国公布301征税清单：贸易战来袭，征税不止25%

4月3日，美贸易代表公布对华301调查征税建议，并公开征求意见。征税产品建议清单将涉及中国约500亿美元出口，建议税率为25%，涵盖约1300个税号的产品。

美国2月贸易逆差创近十年最高 关税无助贸易失衡

4月5日，英媒称美国2月贸易逆差增至近九年半高位，进口和出口均创历史新高，表明国内和全球需求强劲。在美国和中国针锋相对打出关税牌，令贸易战恐慌加剧和金融市场震荡之际，传来了美国贸易逆差恶化的消息。

德意志银行任命克里斯蒂安·索英为首席执行官

4月9日，德意志银行任命克里斯蒂安·索英为首席执行官，结束了约翰·克莱恩不到三年的时间里的打理，因为人们对这家欧洲最大投资银行未来的发展方向提出了质疑。

加拿大通胀及零售双双沉沦

4月20日，纽市盘初公布的加拿大3月CPI及2月零售数据均不及预期，数据说明年初加拿大经济表现不尽人意，料令加拿大央行在进行利率决策时更趋谨慎，并进一步侵蚀市场对加拿大央行进一步加息的预期。

墨西哥与欧盟“升级” 将近20年前签署的自贸协定

4月21日，墨西哥和欧洲联盟达成一项原则性协议，在美国重新谈判北美自由贸易协定、对进口钢铝产品征收高关税等背景下，“升级”将近20年前签署的自贸协定条款，以期扩大双方农业等领域贸易。

伊斯兰发展银行助力非洲发展

4月26日，总部设在沙特阿拉伯的伊斯兰发展银行举行的第四十三次年会上宣布，将向科特迪瓦、塞内加尔、突尼斯等多个非洲国家提供超过50亿欧元的贷款，用于帮助这些国家发展教育、私营经济、金融等行业。

英国一季度GDP增幅创五年新低

4月27日，公布的数据表明，英国经济增长在今年一季度显著放缓，GDP仅增长0.1%，为2012年四季度以来最低，且低于预期。其中建筑业产量大幅缩减。