

英国金融稳定治理框架：权衡、改革与启示*

郑联盛

金融稳定治理框架的目标是以治理安排为支撑来维系金融体系稳定性，包括政策目标、赋权主体、政策工具、协调机制以及危机处置等要素，呈现出单一机构体系、双支柱框架、新加坡模式和责任共担模式等政策实践。危机后，英国对其金融稳定政策及治理框架进行了全面反思，以应对金融稳定的内在挑战和完善金融稳定的治理安排，并据此进行重大的制度改革。英国是全球危机10年来金融稳定体系建设和改革最为深远的经济体之一，构建了以英格兰银行为核心主体，货币政策、宏观审慎和微观监管三支柱相融合，三个专业委员会相对独立决策，突出宏观审慎政策主导功能的金融稳定治理体系。这为正在进行货币政策与宏观审慎政策双支柱政策调控体系建设以及金融监管体系改革的中国提供重要的政策参考。

关键词：金融稳定 治理框架 英国 三支柱

全球金融危机过去10周年，金融稳定机制建设成为国际社会的重大政策议题。不管是二十国集团（G20）主导下的国际政策合作，还是美国、欧盟、英国、中国等重要经济体的具体政策实践，加强系统性风险防范和金融危机处置成为了一个政策共识^[1]，构建宏观审慎政策框架和完善金融稳定治理体系成为较多

郑联盛系中国社会科学院金融研究所副研究员。

* 本文是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”（14CJL017）和国家社科基金重点项目“中国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”（13AJY018）阶段性研究成果。感谢徐奇渊研究员、李宏瑾副研究员、何帆教授、朱鹤博士等的意见和建议。当然文责自负。

[1] 周小川：“金融政策对金融危机的响应——宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑与主要内容”，《金融研究》，2011年第1期，第1~14页；Turner, Adair, *Economics After the Crisis: Objectives and Means*, MIT Press, 2012, pp.1-3.

经济体的政策选择。^[1]

金融危机 10 年来的金融稳定政策实践中，英国实施了 160 多年来最为重大的金融体系改革，亦是国际社会金融稳定治理体系最为全面的改革实践之一，构建了金融稳定治理体系和宏观审慎政策框架，已形成了以广义金融稳定为目标，以货币政策、宏观审慎和微观监管为支撑的三支柱金融稳定治理体系。2017 年以来，中国金融体系改革深入发展，人民银行基于多目标政策框架^[2]构建了货币政策和宏观审慎政策双支柱政策调控体系，银行监管和保险监管进行了机构整合。如何统筹货币政策和宏观审慎政策，以及在更大范围内统筹微观监管，同样是中国实现金融稳定目标的重大政策任务。^[3]英国的经验可以为中国金融改革特别是金融稳定机制及治理体系建设提供重要的参考。

本文分为四个部分。首先简单介绍金融稳定治理框架的内涵、基本要素以及国际政策实践的四种模式。其次讨论英国金融稳定治理框架的权衡与融合，特别是关注金融稳定的内在挑战以及金融稳定治理体系的核心要件。再次重点介绍英国金融稳定治理框架的政策实践，重点分析英国三支柱的治理体系、三个专业委员会的决策职能以及宏观审慎政策的核心支柱功能。最后是结论和启示。

金融稳定治理框架：内涵与实践

全球金融危机后，基于系统性风险防范的金融稳定机制建设成为重要的政策任务，包括政策目标、政策主体、政策工具、协调机制以及危机处置等要素在内的金融稳定治理框架进行了多种多样的制度机制改革，呈现出单一主体模式、双支柱框架、新加坡模式以及中间治理模式等政策实践。

（一）金融稳定的内涵

金融稳定没有权威的定义，在全球金融危机之前其定义往往与金融不稳定或金融危机紧密关联。最为典型的系统性冲击或金融危机模型主要有 D-D 模型、

[1] 李宏瑾：“全球金融危机十年：经验、教训与启示”，《金融评论》，2018 年第 5 期，第 36 ~45 页；郑联盛：“货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架：权衡与融合”，《金融评论》，2018 年第 4 期，第 25~39 页。

[2] 周小川：“把握好多目标货币政策：转型的中国经济的视角”，2016 年 6 月 24 日在华盛顿 IMF 中央银行政策研讨上的发言稿。

[3] 李波：《构建货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架》，中国金融出版社，2018 年，第 267~273 页。

传染模型、不稳定假说、货币危机模型等。全球金融危机之后，金融稳定与系统性风险更为紧密地关联起来，认为金融稳定的内涵是金融体系整体保持稳健运行状态，不产生系统性风险，不对金融和经济体系造成破坏性影响。

在金融危机的反思中，顺周期性、影子银行、系统重要性、货币政策风险承担效应、监管制度错配等被认为是系统性风险的重要根源。在诸多经济体中，金融稳定政策一定程度上被认为是金融稳定的内生因子，非审慎政策往往是金融风险的触发及放大因素。加强系统性风险防范和应对成为一个共识，构建宏观审慎政策框架以及完善金融稳定治理体系成为重要的政策选择。

（二）金融稳定治理的基本要素

充分有效的机制安排是金融稳定政策框架的基础。有研究认为金融稳定政策框架包括四个要素：一是政策主体；二是法定职权与政策工具；三是政策协调；四是危机应对与机构处置机制^[1]。在金融稳定机制的构建上，国际清算银行认为完善的金融稳定机制需要有明确的法定授权、充分的信息统计与分析能力、针对性的政策工具、合作与冲突的转换功能、紧急救助举措、危机处置的决策机制及措施安排等六个方面的要求。^[2]为了构建具有弹性、持续稳定的金融稳定体系，需要一个“愿意行动”“能够行动”、有效合作和妥善处置风险的动态治理体系作为支撑。^[3]

全球金融危机之后，美国、欧盟、英国等发达经济体和中国、巴西、俄罗斯等发展中经济体都进行了不同程度的金融稳定机制改革。各个经济体的制度安排存在差异性，但是，金融稳定治理体系基本由五个要素所组成：一是金融稳定目标，二是金融稳定政策机构，三是政策工具，四是政策冲突解决机制，五是透明度要求或约束机制。

（三）金融稳定治理的实践模式

过去10年，金融稳定机制建设一直处在不断深化中，金融稳定机制的治理范畴亦在不断扩大。危机后不久，G20、国际货币基金组织（IMF）等都认为宏观审慎政策是金融稳定的基础保障，宏观审慎作为系统性风险应对的核心政策与

[1] Tucker, P., “Microprudential Versus Macroprudential Supervision”, Paper presented at Boston Federal Reserve Bank Conference, 2-3 October 2015.

[2] Bank of International Settlement(BIS), “Central Bank Governance and Financial Stability”, May 2011.

[3] IMF, FSB and BIS, “Elements of Effective Macroprudential Policies—Lessons from International Experience”, August 2016.

货币政策、微观监管相对分离，形成货币政策、宏观审慎和微观监管三个支柱，分别对应物价稳定、金融稳定和金融机构稳健三个目标，广义金融稳定框架应该由这三个支柱所组成^[1]，在危机时刻金融稳定机制的治理范畴甚至延伸至财政、产业与结构政策等。不过，货币政策、宏观审慎政策与微观监管的组织机构和制度安排存在较大的差异性^[2]，金融稳定治理框架大致存在四种典型模式^[3]。

一是单一机构模式。这种模式是由单一机构主要负责金融稳定职能特别是宏观审慎政策框架。澳大利亚央行的研究发现，58个经济体中的15个将宏观审慎职能明确授权给单一主体，其中14个由中央银行承担单一主体职能，1个由非央行机构承担。^[4]瑞典是非央行机构承担宏观审慎政策职能的代表。日本与瑞典模式相近，宏观审慎职能主要由日本金融厅承担，但日本央行具有一定的金融稳定权力（主要体现为风险监测）。在单一机构模式中，央行作为金融稳定单一机构的治理安排具有显著的普遍性。

二是双支柱模式。即中央银行承担货币政策与宏观审慎双重职能。匈牙利、比利时均是中央银行承担货币政策和宏观审慎职能，微观监管由匈牙利金融监管局和比利时金融监管局分别承担。欧元区金融稳定治理安排是准“双支柱”治理体制，欧洲央行承担了货币政策以及在欧洲系统性风险委员会授权下的宏观审慎两项职能。中国人民银行承担了货币政策和宏观审慎政策职能，正致力于构建“双支柱”政策调控框架。由于设立了国务院金融稳定与发展委员会，人民银行“双支柱”体系是否会转变为责任共担模式需要继续观察。

三是新加坡模式或超级央行模式。新加坡模式是单一机构承担货币政策、宏观审慎单一主体和主要微观监管职能，新加坡央行（新加坡金融管理局）是金融稳定的“集大成者”或“超级央行”。与上述单一主体模式相比较，新加坡模式的政策主体同时具有货币政策、宏观审慎和微观监管权力。英格兰银行（Bank of England, BOE）同时具有货币政策、宏观审慎和微观监管权力，只是英国微观

[1] Smets,F, “Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?”, *International Journal of Central Banking*,10:263 - 300, 2014.

[2] Masciandaro, D. and A. Volpicella, “Macro Prudential Governance and Central Banks: Facts and Driver”, *Journal of International Money and Finance*, 61:101 - 119, 2016.

[3] 郑联盛：“货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架：权衡与融合”，《金融评论》，2018年第4期，第25~39页。

[4] Reserve Bank of Australia(RBA), *Monetary Policy and Financial Stability in a World of Low Interest Rates*, December, Sydney, 2017.

监管实施“双峰”架构，分别由英格兰银行内部的审慎监管局和英格兰银行之外的金融行为监管局承担。^[1]俄罗斯、尼日利亚、泰国、越南等实施新加坡模式或相近框架。新加坡模式对金融稳定的认知基本超越宏观审慎政策的范畴，而将宏观审慎、货币政策和微观监管三个支柱融合在一起。这种治理模式被认为是集权治理模式。

四是责任共担模式或中间模式。这种模式是金融稳定政策由多个政策主体共同承担，典型的治理安排是委员会模式和分布式决策模式^[2]。分布式决策模式是金融稳定政策分散至多个政策主体同步进行。委员会模式是通过建立监管机构联席会议或相对独立的金融稳定委员会（或相似机制）作为金融稳定政策特别是宏观审慎政策的主体，同时协调货币政策及微观监管政策。全球金融危机后，诸多经济体建立了金融稳定委员会或相似安排来应对系统性风险及保障金融稳定。从国际经验看，金融稳定机制责任共担和多主体安排具有更广泛的普遍性，本质上是中间形态的治理安排，比如美国是系统性监察委员会下的责任共担治理模式。印度、墨西哥、波兰等亦实施中间模式。

英国金融稳定治理框架：权衡与融合

全球金融危机后，英国对系统性风险应对和金融稳定政策进行了全面的反思，认为英国金融稳定机制存在金融周期与经济周期差异性、理性预期与非理性预期转化、泰勒规则和明斯基一边界偏离以及外溢效应等挑战，同时，金融稳定治理面临政策主体、政策措施、政策统筹以及危机应对等现实要求。对英国而言，金融稳定治理框架的权衡与融合的核心是英格兰银行职能再定位。

（一）危机反思与央行再定位

在全球金融危机中受到重创使得英国深刻反思1997年金融监管改革以及金融稳定政策的有效性。1990年代，在通货膨胀目标制兴起过程中，央行政策独立性成为一个重要的政策保障^[1]，英国随即实施了重大的金融改革，英格兰银行

[1] 2012年改革后，审慎监管局作为英格兰银行的直属但独立运作机构负责宏观审慎。2016年改革将审慎监管局转为英格兰银行的内设部门。

[2] Bank of International Settlement(BIS), “Central Bank Governance and Financial Stability”, May 2011.

的银行监管权力被剥离并与英国证券投资委员会重组为统一金融监管机构——金融服务管理局。但是，全球金融危机爆发后，中央银行的职能定位特别是“单一目标、单一工具”政策体系成为政策反思的核心内容之一^[2]，英国政府认为1997年建立的金融治理体系无法满足甄别系统性风险和应对金融稳定的内在要求，尤其是中央银行的金融稳定职能难以及时发挥，需要对金融稳定治理体系进行实质性改革，以匹配系统性风险应对的现实需要。^[3]

英国对央行在金融稳定职能中的重视使得英格兰银行的职能再定位成为核心问题。英格兰银行认为，基于中央银行现有金融稳定职能、专业性、信息优势、独立性等优势，中央银行应该在宏观审慎政策制定和执行中发挥突出的核心作用。^[4]彼时，受到金融危机以及欧洲主权债务危机冲击，欧盟同样认为中央银行需要在金融稳定上发挥领导功能（leading role）。中央银行在金融稳定中发挥更为重要的职能成为英国和欧盟的共识。但是，美联储则认为物价稳定目标要求联储保持独立性和公信力，金融风险尤其是资产泡沫的甄别和应对不是中央银行的强项，中央银行亦没有足够的政策工具更有效应对资产泡沫及金融稳定问题。^[5]

（二）金融稳定的核心挑战

1. 金融周期与经济周期的差异

包括英格兰银行在内的诸多央行在货币政策和宏观审慎政策的顺周期性实际上是各有所指。前者针对经济周期，后者针对金融周期，问题的核心在于经济周期和金融周期的不同步性^[6]。货币政策在政策逻辑中以长期物价稳定作为目标，虽然不同货币当局对逆风而动的政策逻辑不置可否，但是，大部分货币当局实际操作中往往是以经济周期波动作为参照系的。

[1] Taylor, John B, “An Historical Analysis of Monetary Policy Rules”, in John B. Taylor (ed.) *Monetary Policy Rules*, Chicago: University of Chicago Press, 1999; Bernanke, B.S & M. Gertler, “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, *American Economic Review*, 91(2):253-257, 2001.

[2] Blanchard O., G. Dell’Ariccia & P. Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, 2010.

[3] Bank of England, “Financial Services Act 2012”, December 19, 2012.

[4] King, M, “Twenty Years of Inflation Targeting”, Speech at the Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, October 9, 2012.

[5] Yellen, J. L., “Monetary Policy and Financial Stability”, Speech at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, Washington, D.C. July 2, 2014.

[6] Borio, C., “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, BIS Working Papers No.395, 2012.

稳健货币政策是金融稳定的基础，但是，由于其对经济周期的关注及金融周期与经济周期的差异，使得货币政策尤其是通胀目标制狭隘地关注相对中短期的物价水平和经济产出，而忽视了中长期的风险累积和金融失衡。同时，货币政策自身对最优利率的偏离，使得货币政策本身变成周期波动和金融不稳定的内在因素。更重要的是，短期利率向长期利率传导存在周期不匹配性，同时还存在因利率过低而引发更严重的内生风险承担。^[1]短期利率的调整可能不是长期利率调整的最佳时点，周期的差异性及其动态不一致性使得货币政策与金融稳定政策具有内在的不匹配性，受短期利率政策影响的金融周期的潜在脆弱性反而增加。

2. 理性预期与非理性预期的转化

英国推崇的通胀目标制一个重要的假设是居民、企业和金融机构的行为是建立在未来的理性预期之上，但是，这种预期往往是建立在金融资产价格尤其是房地产价格及其预期之上。金融资产价格的短期预期可在中长期中被强化且难以逆转，结果是实体经济运行偏离了均衡的水平以及理性预期成为非理性预期。宏观审慎和微观监管的范畴中同样会面临理性预期向和非理性预期转化问题，比如，资产价格下跌时投资者理性选择是卖出资产，而这将导致更大的资产价格下跌。

预期的非理性和金融的不稳定在政策上会有两种情形：一是资产价格长期向上。这会使得居民和企业倾向于加杠杆，负债率逐步提高，实体经济对资产价格暴露过度。二是资产价格长期低迷。这会使得居民和企业进行去杠杆或资产减值，整体呈现资产负债表紧缩压力。前一种情形要求货币政策要大幅度降低利率，后一种情形要求货币政策要长期实施低利率，而全球金融危机的经验表明这两个以利率为核心的政策选择无法及时有效地实现金融及经济的稳定性。^[2]

3. 泰勒边界与明斯基—泰勒边界的偏离

虽然，政策利率经常会偏离泰勒规则，但是，泰勒规则是通胀目标制下的基础性政策参考。央行在货币政策行事过程中具有各自的“泰勒边界”或“拇指法则”，考虑了金融稳定的泰勒规则被称为明斯基—泰勒边界（Minsky-Taylor Frontier）^[3]。与泰勒规则比较，加入一个金融稳定因子到传统的宏观经济稳定目标体系中将使货币政策决策更加全面，政策当局可据此调整利率、资本金、杠

[1] Borio, C., & H. Zhu, “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism”, BIS Working Paper No. 268, 2008.

[2] Woodford, M., “Inflation Targeting and Financial Stability”, *Economic Review*, 1:7-32, 2012.

[3] King, M., “Twenty Years of Inflation Targeting”, Speech at the Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, October 9, 2012.

杆率等政策工具，新政策框架具有应对系统性风险、实现金融稳定的“事前防范”政策逻辑。

但是，泰勒对明斯基—泰勒边界持批评意见，认为明斯基—泰勒边界无法对金融机构风险承担进行有效应对，同时会导致物价和产出的波动性增加，这将使得泰勒规则面临更大不确定性。而且，明斯基—泰勒边界的合意水平较难明确衡量，这使得金融稳定框架变成一种相机抉择的逻辑。在大繁荣时期，包括英格兰银行在内的货币政策对泰勒规则偏离以及所谓的明斯基—泰勒边界偏离造成了非常坏的负面冲击，使得风险溢价被严重低估。^[1]

英格兰银行认为合理的政策权衡是将因风险承担而自我扩张的明斯基—泰勒曲线回移至泰勒曲线的边界之内。在一个自我强化的信贷周期中，杠杆提升和信贷扩张对于利率是相对不敏感的，这使得明斯基—泰勒曲线过度偏离合意水平。英格兰银行为了防止银行部门过度承担风险，设置了杠杆率等宏观审慎指标的“天花板”，防止明斯基—泰勒边界大幅偏离合意水平。“上限管理”的政策实践逻辑一定意义上是相机抉择和简单规则的结合。

4. 内部政策与外溢效应的统筹

在开放条件下，一个经济体将面临货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定的“三难选择”，但是，政策实践比“三难选择”更为复杂。英镑自由浮动同时资本自由流动，以期能够获得货币政策独立性。但是，英格兰银行明确指出，相对独立的内部利率政策还需要考虑利率对汇率的影响，以及外部国家政策的外溢效应。2003—2005年英格兰银行实际上已监测到资产泡沫的风险，但是，美国过久地实施过低利率的政策，使得英国利率政策缺乏足够自主性。^[2]

美国等货币政策偏离具有显著的外溢效应，能导致一个负面的反馈机制，这使得货币政策和金融稳定政策更加紧密。^[3]在内部政策和外溢效应的统筹中，英格兰银行的最大挑战是长期利率和汇率的错误定价及其引起的金融失衡问题。这就要求英格兰银行货币政策需要将外溢效应作为政策决策的因子，但此举可能与国内政策方向是相悖的。作为政策应对，逆周期资本、系统重要性资本缓冲、外部头寸总额及结构管理都是具有外溢效应管控的举措。

[1] Taylor, J. B., “Remarks on Monetary Policy Challenges”, Economics Working Paper 13105, Stanford University, 2013.

[2] King, M., “Twenty Years of Inflation Targeting”, Speech at the Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, October 9, 2012.

[3] Bordo, M and J. Taylor, *Rules for International Monetary Stability*, Hoover Institution Press, 2017.

（三）治理框架的核心考量

金融稳定、物价稳定与微观监管职能关系紧密联系，宏观审慎、货币政策和微观监管的权衡与融合成为英国金融稳定机制改革的核心政策问题。从英国政府对金融稳定治理体系的理解和政策实践看，金融稳定治理体系的核心考虑有三个方面。一是金融稳定的政策决策和公众沟通最好是单一主体负责，并赋予其覆盖所有金融体系的法定职责。同时，宏观审慎政策框架应授予一个相对独立于政策压力的机构，以塑造长期政策公信力。二是金融稳定相关的三个支柱并非需要放在单一主体下，但多主体安排的基础要件是顺畅的信息交互机制。金融稳定相关的三个支柱或两个支柱如置于单一主体之下，微观审慎、宏观审慎以及货币政策需要有独立的委员会来分别控制，以缓释多目标权衡造成的政策不确定性^[1]。最后，金融危机的处置是极其关键的，需要构建具有系统性应对能力的危机管理框架。

在货币政策与宏观审慎政策的关系上，英国政府笃信货币政策与宏观审慎政策不是简单的线性替代关系，而是非线性的互补关系。中央银行具有系统性风险甄别、在时间维度系统性风险的应对具有经验、政策和决断，在市场沟通和公共预期引导、在政策独立性、在政策效率以及货币政策与宏观审慎政策的内在统筹等都具有优势。英格兰银行可以利用货币政策和宏观审慎政策共同应对顺周期问题。在系统重要性和内在关联性等空间维度风险的应对上，宏观审慎应更加具有主导性。中央银行的确无法避免物价稳定与金融稳定的目标权衡和政策权衡，但是，可以通过机构设置（比如独立委员会）来缓释这种冲突。

在宏观审慎与微观监管的关系上，英国政府同样认为宏观审慎和微观监管是互补关系。宏观审慎政策目标虽然是金融体系的整体稳定性，但是，宏观审慎政策主要工具基本是与微观监管紧密相连的。为此，将宏观审慎和微观监管的职能相互统筹，对于金融稳定可能是较好的政策选择。这个逻辑与全球金融危机后“单一目标、单一工具”的政策反思是相似的。

英国金融稳定治理框架：政策的实践

金融危机后10年，英国金融稳定治理框架一直处在日益完善之中。英国基于危机的应对、反思和改革，确立了金融稳定目标和金融稳定战略，并据此不断

[1] Bank of England, “Bank of England and Financial Services Act 2016”, May 4, 2016.

深化金融稳定治理体系改革和立法安排，建立了以英格兰银行为核心载体、以货币政策、宏观审慎和微观监管三支柱结合以及三个专业委员会独立运行的治理框架。其中，宏观审慎的主导性通过制度安排得到了强化，英格兰银行的职权亦通过相关安排加以约束。

（一）英国金融稳定战略

金融危机后的政策反思和制度设计中，英国金融体系改革的核心就是要建立适应金融现代化的金融稳定治理框架，以保证金融体系整体稳定性。英国政府认为，金融稳定的目标是两个：一是金融体系整体稳定，这包括所有的金融子系统；二是促进经济增长和就业。可见，英国政府对金融稳定的目标界定不仅局限于金融体系，而将其拓展是对实体经济增长的支撑及贡献上，即这是一个二元目标的政策框架。^[1]

在金融稳定的核心战略上，英国政府强调，金融稳定政策的战略是通过制度改革、机制调整和治理完善提高金融机构稳健性、金融市场稳定性以及整个金融体系的弹性。^[2]英国金融稳定战略具有三个重要的方面：一是通过建立审慎管理框架以确保金融体系的整体韧性；二是动态调整审慎政策使得金融体系能有效应对潜在冲击；三是确保金融体系能够有效吸收或缓释冲击，为经济增长和就业提供有效支撑。从金融稳定战略的角度，英国强调宏观审慎政策的重要性、金融风险的缓释机制以及对经济增长的支持作用。

（二）金融稳定的立法安排

2008年全球金融危机后，英国对金融体系进行重大的改革，这被称为是《1844年新银行法》实施以来最为重大的系列制度改革，其中最为关键的是法律制度的出台、立法安排的推进和组织机构的调整。英格兰银行从职能上成为了货币政策、宏观审慎和部分微观监管的单一主体（a single body），将1997年改革中的银行监管权重新拾回，并具有对保险公司、证券及投资公司的部分监管权，同时还具有金融基础设施的主导监管权力。

英国金融稳定治理体系的立法安排经历两个阶段。第一个阶段是金融危机后至2016年。2009年英国政府针对金融危机的系统性冲击和投资者保护问题出台了《2009年银行法》，完善了金融服务赔偿机制，设立金融政策委员会负责金融

[1] Kohn, D., “Implementing Macroprudential and Monetary Policies: The Case for Two Committees”, presentation at FRB Boston Conference, October 2, 2015.

[2] Bank of England, “Financial Stability Strategy”, September 2017.

稳定政策制定，初步揭示了金融稳定治理的集权模式^[1]。2012年12月英国政府颁布《2012年金融服务法》明确金融稳定的目标，强化了英格兰银行的金融稳定法定职责，并进行微观监管的组织结构改革，基本确立了以英格兰银行为核心的金融稳定治理集权模式^[2]。本阶段改革和立法的重点有三个。一是英格兰银行的法定职能。英国政府据此修改了《英格兰银行法》，增加金融稳定目标条款（2A条款），明确了英格兰银行金融稳定的目标和职能。二是金融服务管理局及微观监管体系改革。根据《2012年金融服务法》的改革要求《2000年金融服务和市场法》被实质性地修改，拆分了金融服务管理局，建立了审慎监管局和金融行为监管局，并对两个新机构的法定职责和组织安排进行界定。三是金融稳定的决策及治理机制。《2012年金融服务法》和《英格兰银行法》均赋予英格兰银行金融政策委员会作为金融稳定或宏观审慎政策的决策主体，同时还赋予委员会关于金融稳定的诸多法定职权，比如，可以就金融稳定问题向财政部和英格兰银行理事会等任何政策主体提出政策建议。

第二阶段是2016年至今。英国政府认为金融稳定治理体系中，宏观审慎和微观监管的关系仍较为疏远，需要强化英格兰银行的微观监管职能，使其更具金融稳定的统筹性。2016年英国通过《2016年英格兰银行与金融服务法》进一步改革了其金融治理体系并强化了制度安排^[3]。一是强化英格兰银行微观监管权力，将审慎监管局相对独立运行的从属机构转变为英格兰银行的内设部门。二是取消审慎监管局理事会，设立英格兰银行审慎监管委员会负责审慎监管的政策制定，即新委员会是政策制定者，审慎监管局是政策执行者，不再具有政策制定权。^[4]三是审慎监管委员会与货币政策委员会、金融政策委员会同级并行，委员会主席均由英格兰银行行长担任。同时，《英格兰银行法》进行了相应修订。2016年以来，英格兰银行还不断强化金融基础设施的审慎监管，2018年颁布了对支付系统监管的最新指引。

（三）三支柱与三委员会

从英国的实践看，其金融稳定治理体系基本包括了金融稳定治理的基本要素

[1] Bank of England, "Banking Act 2009", February 12, 2009.

[2] Bank of England, "Financial Services Act 2012", December 19, 2012.

[3] Bank of England, "Bank of England and Financial Services Act 2016", May 4, 2016.

[4] 2016年之前，作为英格兰银行附属机构，审慎监管局的政策决策主要来自两个方面：一是英格兰银行金融政策委员会的政策指示；二是审慎监管局理事会的政策制定。

以及英国对金融稳定治理框架的核心考量^[1]。金融危机后，英国进行了以《2012年金融服务法》和《2016年英格兰银行和金融服务法》为核心及其相关组织、机构及机制改革，构建了宏观审慎、货币政策与微观监管相结合、三个专业委员会独立决策的金融稳定“三支柱”治理框架。

1. 三支柱治理框架

三支柱治理框架的核心政策主体是英格兰银行。英国政府强化了英格兰银行稳定职能，并明确其金融政策委员会承担金融稳定的法定职能以及制定宏观审慎政策的职能，并不断强化英格兰银行的微观监管权。英格兰银行已经成为“超级央行”，是英国金融稳定治理框架的“集大成者”和核心政策主体。

在金融稳定支柱上，《2012年金融服务法》和《英格兰银行法》（2018年）^[2]增强了英格兰银行的金融稳定职能，增设了宏观审慎政策框架，同时确定了金融稳定目标：1）致力于金融稳定，据此要求英格兰银行对所有金融体系负责（将 financial system 改为 financial systems）；2）促进经济增长和就业。

在货币政策支柱上，《2012年金融服务法》和《英格兰银行法》维持货币政策的目标不变：1）保持物价稳定；2）促进经济增长和就业。金融稳定第一法定目标与货币政策第一法定目标是不同的，但是，货币政策第二法定目标与金融稳定政策的第二法定目标完全一致，使得金融稳定和货币政策两个框架在经济增长方面的法定职能取得交集。

在微观监管支柱上，《2016年英格兰银行与金融服务法》和《英格兰银行法》主要通过调整审慎管理局的机构属性和设立审慎监管委员会来强化英格兰银行的微观监管权。2016年之前英格兰银行的微观监管职能主要由其下属的审慎监管局承担，彼时审慎监管局具有相对独立的组织架构和运行机制。2016年后，审慎监管局从英格兰银行下属相对独立运行的附属机构转变为内设部门。在微观监管组织架构上，英国实施近似“双峰”监管的模式，金融机构监管由审慎监管局主要承担，金融市场行为和消费者保护主要由金融行为监管局承担。

2. 三委员会与独立决策

将货币政策、宏观审慎及微观监管等相结合的制度安排，可将原来存在于多个机构的博弈内化为单个机构的内部统筹，但是，为了保障物价稳定、金融稳定和微观监管的相对独立性，英国致力于将货币政策、宏观审慎和微观监管三个支

[1] Bank of England, “Changes to the Bank of England”, *Quarterly Bulletin*, Q1, 2017.

[2] Bank of England, “Bank of England Act 1998”, July 3, 2018.

柱相对分离，逐步构建了以三个专业委员会为支撑的制度安排和决策机制。

三委员会的安排重在强化独立决策的机制。《2012年金融服务法》设立了金融稳定委员会和货币政策委员会，金融稳定委员会致力于金融稳定目标和宏观审慎政策的制定、建议和审议，后者致力于物价稳定目标和货币政策的制定。金融政策委员会地位要高于审慎监管局理事会，金融政策委员会可就金融稳定政策向审慎监管局及其理事会发出政策指示。《2016年英格兰银行和金融服务法》取消审慎监管局理事会并建立了审慎监管委员会，主要负责审慎监管局及微观监管的政策决策，并且明确规定三个委员会级别相同，各委员会根据目标定位及政策考量进行独立决策。

三委员会在人员安排上实现了交叉，提高了三个政策框架的内在协调性。《2012年金融服务法》及《2016年英格兰银行和金融服务法》对三个委员会设置相对独立的政策目标、政策工具和决策机制的同时，又在委员会人员设置上安排了重叠关联。英格兰银行行长同时担任三个委员会的主席，负责金融稳定政策、市场与银行业事务的两个副行长亦是三个委员会的委员。央行行长，负责金融稳定政策、市场与银行业事务、货币政策的三个副行长均担任金融稳定委员会和货币政策委员会的委员。

（四）宏观审慎与核心支柱

通过立法调整和治理体系改革，英国同时构建了其宏观审慎政策体系，主要包括五个要素：金融稳定委员会、金融体系稳健性框架、金融基础设施监管、压力测试机制及金融机构处置机制。英国金融稳定治理框架中，宏观审慎政策具有核心支柱功能。

1. 金融政策委员会与政策主导性

在与英国财政部的关系上，负责金融稳定的金融政策委员会具有较高的地位和较大的政策影响力。根据《英格兰银行法》规定，英国财政部长每年必须先给金融政策委员会发函说明政府的经济政策及其对金融稳定的可能影响，以及财政部长对金融稳定的关切。英格兰银行行长代表金融政策委员会对财政部长的信函做出回复并阐明金融稳定的相关政策安排。金融政策委员会具有向财政部等部门提出金融稳定的政策建议权，如果财政部不采纳，则需要进行公开披露，说明不采纳的理由。从财政部长与委员会信函的先后次序及建议事项可见委员会在金融稳定框架中的地位和作用。

在法定职能安排上，金融政策委员会的法定职权使其在金融稳定范畴上的地

位高于货币政策委员会和审慎监管委员会。虽然《英格兰银行法》规定三个专业委员会级别相同且均由央行行长担任主席，但是，《英格兰银行法》金融稳定条款赋予金融稳定委员会两类权力：一是政策指示权力（powers of direction），可以就逆周期缓冲资本、资本金要求、杠杆率、贷款价值比、收入负债比以及利息覆盖率等政策进行决策，同时可以就金融稳定相关的监管问题向审慎监管局和金融行为监管局提出政策指示或政策建议，审慎监管局和金融行为监管局必须执行政策指示。二是政策建议权（power of recommendation）。委员会可以就金融稳定问题向任何相关人员（anyone）提出缓释风险的建议，可以就金融稳定问题向包括财政部、英格兰银行等任何政府部门（any authorities）提出政策建议。相关部门可选择不接受相关建议，但必须就此决定公开说明。《2016年英格兰银行和金融服务法》进一步要求英格兰银行理事会必须就金融稳定战略设置政策评估环节，并由金融政策委员会承担评估职责。

2. 宏观审慎指标与资本金核心

英国金融体系稳健性框架主要涉及宏观审慎政策及其工具。宏观审慎政策主要致力于维系金融体系稳健性，甄别和防范潜在的系统性风险，英格兰银行特别关注顺周期效应和系统重要性。在指标体系上，英格兰银行的金融稳定指标主要包括逆周期资本缓冲、资本充足率、杠杆率、贷款价值比（LTV）和债务收入比。其中，杠杆率、贷款价值比和债务收入比等采用行业上限管理的政策，这就是明斯基-泰勒边界中的“天花板”管理^[1]。

针对金融基础设施，英格兰银行认为其是宏观审慎政策的重要组成部分，并承担对支付系统、中央证券存管系统以及中央对手方体系等金融基础设施的监管职责。2013年英格兰银行公布了金融基础设施监管的政策指引，2018年颁布了对支付系统监管的最新指引。

在宏观审慎政策和系统性风险防范上，资本充足率是宏观审慎政策的核心。英国资本充足率的要求体现了显著的宏观审慎政策思维，顺周期效应、系统重要性以及系统性风险都被纳入其中，并考虑到经济周期与金融周期的差异性。英格兰银行认为，资本充足率是确保市场信心和防止预期扭曲的基础政策工具^[2]。一

[1] King, M, “Twenty Years of Inflation Targeting”, Speech at the Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, October 9, 2012.

[2] Bank of England, “The Financial Policy Committee’s Framework for the Systemic Risk Buffer”, January 29, 2016.

级资本充足率包括核心一级资本、系统性资本缓冲 (systemic buffers)、资本留存缓冲、逆周期资本缓冲以及具有英国特色的PRA资本缓冲。其中, 系统性资本缓冲包括全球系统重要性资本缓冲 (G-SII buffer) 和系统性风险缓冲 (systemic risk buffer), 数值一般为加权风险资产的0~2.5%之间。如果全球系统重要性银行的系统重要性资本缓冲低于系统性风险缓冲要求, 那么需要追加额外资本以满足系统性风险缓冲要求, 即针对大型复杂金融机构的系统性风险缓冲可达加权风险资产的3%而非2.5%^[1]。PRA资本缓冲是审慎管理局针对特定银行杠杆率、系统重要性以及外溢冲击等额外要求的监管资本缓冲, 相关银行根据宏观审慎管理局的要求数值实施^[2]。

3. 事前防范与事后处置

在系统性风险防范和处置上, 英格兰银行在宏观审慎政策框架中以压力测试和机构救援作为事前和事后的两个核心环节。在压力测试方面, 英格兰银行将其金融机构分为两种类型: 一是大型银行和住房贷款协会 (building societies) ^[3] 进行法定年度压力测试。英格兰银行金融政策委员会和审慎监管局负责制定压力测试的政策。二是无需进行法定年度压力测试的金融机构需要进行内部压力测试, 审慎监管局每六个月公布一次情景模拟作为此类机构进行压力测试的情景与政策指引。

在金融机构救援与处置上, 英格兰银行基于金融稳定理事会、欧盟关于金融机构救援与处置框架的指引以及《2009银行法》制定了金融机构救援与处置的法律框架, 建立了机构救援的特别决议机制 (Special Resolution Regime), 完善金融服务赔偿计划, 并在其后改革中完善金融机构救助与处置机制。该框架主要由英国财政部颁布救援与处置的指引, 英格兰银行具有直接进行金融机构救援与处置的权利。对于大型复杂金融机构的救援及处置, 英格兰银行偏向于使用自我纾困 (bail-in) 政策, 包括债务减计、债转股等政策。对于中型金融机构, 英格兰

[1] Vickers, J., "The Systemic Risk Buffer for UK Banks: A Response to the Bank of England's Consultation Paper", *Journal of Financial Regulation*, 2:264-282, 2016.

[2] Prudential Regulation Authority, "PRA Statement on the Interaction between the PRA Buffer and the CRD IV Combined Buffer", March 2016.

[3] 英国的住房贷款协会 (building societies) 是一类由会员共同出资组成的贷款及金融服务机构, 主要运作方式就是会员储蓄用于会员贷款, 与美国信用联盟 (信用社) 具有相似性。此类机构在英国金融体系中具有重要的地位, 其中全英房屋贷款协会 (Nationwide Building Society) 是英国第四大住房抵押贷款机构。

银行偏向于使用转让政策，要求陷入困境的中型金融机构出售全部或部分资产。对于风险较小的金融机构处置，在消费者保护充分的情况下可使用各种市场手段以重塑其偿付力或进入破产程序。

（五）权力约束机制

英国金融稳定治理框架是以英格兰银行为核心的集权治理模式，英格兰银行因此成为了“超级央行”。在央行职责拓展和政策范畴扩大的过程中，中央银行的权力在不断地膨胀，“超级央行”的职能定位可能潜藏金融治理权力垄断问题以及新的金融稳定问题。在通胀目标制框架下，英格兰银行必须钉住物价稳定，通货膨胀率是央行内部最强的自我约束指标，而金融稳定和微观监管的内外部约束都缺乏明确、简单的指标或手段。央行职能扩大成为“全能央行”，由于缺乏有效的内部约束和外部监督，容易造成金融治理集权（financial dominance），长期的集权可能导致政策审慎性和透明度在降低。^[1]

为了解决英格兰银行权力扩大过程中潜在的集权问题，英国通过三个机制安排来约束英格兰银行的行为。一是立法安排。《英格兰银行法》规定英格兰银行隶属于财政部，“与货币政策无关的问题，财政部具有向英格兰银行发布指令的权利”^[2]，可见财政部可以就金融稳定和微观监管等问题向英格兰银行提出政策指示或建议。二是人员安排。财政部不能干预英格兰银行理事会的人员任命，但是，对于专业委员会成员构建则有一定的影响力。具有内部通胀约束和独立性要求的货币政策委员会，4名外部委员由英格兰银行任命。金融政策委员会13名委员中的1名委员为财政部代表（没有投票权），5位外部委员由英格兰银行提名但需由财政部同意并任命。审慎监管委员会12名委员，财政部直接选任6名委员。三是审计安排。《2016英格兰银行和金融服务法》在扩大英格兰银行微观监管权力的同时，允许国家审计署进行审查以加强央行的治理和问责制。这是1946年以来英国国家审计部门首次具有审查英格兰银行的权利。

[1] Brunnermeier, M and Y Sannikov, “A Macroeconomic Model with a Financial Sector”, *American Economic Review*, 10: 379 - 421, 2014.

[2] 此前《1946年英格兰银行法》规定：关系国家利益时，经协商英格兰银行行长，财政部有权指示英格兰银行行事。《1998年英格兰银行法》对财政部的权利做出调整，剥夺了财政部在货币政策对英格兰银行的指示权，以提高央行货币政策独立性。

结论与启示

系统性风险的防范、处置和应对是金融稳定的基础保障，宏观审慎政策是系统性风险应对的核心政策。金融稳定治理框架是实现金融稳定目标实现的基础，是发挥金融稳定机制政策功能的核心依托。金融稳定治理框架一般包括政策目标、政策主体、政策工具、政策冲突解决机制以及权力约束机制等要素。

在英国金融稳定机制和治理框架的构建过程中，中央银行职能再定位成为了关键因素，英国金融稳定治理的核心逻辑是英格兰银行在金融稳定中发挥核心功能，是以英格兰银行为核心的集权治理模式。在完善金融稳定治理框架中，英国主要考虑两个问题：一是金融稳定机制的内在约束，尤其是金融周期与经济周期、理性预期与非理性预期、泰勒边界与明斯基—泰勒边界以及内部政策和外溢效应等的统筹问题。二是金融稳定治理的设计安排，主要涉及单一主体和多元主体、统一决策和独立决策、政策冲突和政策统筹、相机抉择和事后处置等现实治理问题。英国政策实践的基本逻辑，是以组织机构调整和制度机制改革来实现物价稳定、金融稳定和微观稳健的多目标权衡与融合。

英国金融稳定治理框架是全球较为完善的政策体系。以明确的金融稳定目标和战略作为引领，以《2012年金融服务法》《2016年英格兰银行和金融服务》和《英格兰银行法》的出台或修订为制度支撑，构建了货币政策、宏观审慎和微观监管三支柱相统筹的金融稳定治理框架。货币政策委员会、金融政策委员会和审慎监管委员会相对独立决策，缓释了英格兰银行作为核心主体面临的多目标权衡压力。在金融稳定机制上，突出了金融政策委员会及宏观审慎政策等的核心功能。最后，通过立法安排、人员结构和审计机制等强化了对英格兰银行的权力约束。

英国金融稳定机制和治理框架的实践对中国具有以下五个重要的启示。首先，确认金融稳定的法定政策主体是首要工作。在多主体的政策框架下，明确核心政策主体是解决责任不明的关键。在核心政策主体的选择中需要考虑到现有的金融稳定治理框架中的政策主体及其分工，同时进行必要的机构改革。英国主要是强化英格兰银行的金融稳定政策主体地位。对于中国而言，需要对国务院金融稳定发展委员会和中国人民银行在金融稳定职责和分工上进一步明晰。

其次，对政策主体进行明确赋权是基础性工作。准确赋予宏观审慎政策主体

及相关部门的法定职责，同时明确宏观审慎政策主体的“硬权力”和“软权力”，这将确保政策主体“能够行动”的权利。赋权最好的方式是通过立法来实现。英国最重要的改革是建立金融政策委员会并对其权利进行了清晰且细致的法律界定。

再次，政策工具的发展、完善和融合是基本“抓手”。针对不同的金融稳定调整和治理权衡，需要具有针对性的政策工具和组织保障。宏观审慎政策工具的核心是资本金充足率，在压力测试和机构处置上亦设置了详尽的指导方案。英格兰银行的货币政策、宏观审慎政策和微观监管的政策体系和立法安排中都对具体的政策工具做了说明。更重要的是，基于全局性、总量性的货币政策与基于针对性、逆周期性的宏观审慎政策的有效融合应该在微观层面获得体现，政策工具的指向性应保持一致。对于中国等转型经济体而言，还需要考虑金融改革开放和发展金融市场的现实要求和工具安排^[1]。

第四，相对独立的决策机制和有效的政策冲突解决机制。英国通过三个专业委员会进行相对独立的决策，同时基于金融稳定委员会的政策主导功能来突出金融稳定的重要性，以及通过三个委员会的人员交叉来缓释三个支柱的政策冲突。当中央银行同时追求多个政策目标，面对的直接难题就是一个多目标的优化问题。这个难题的解决可通过科学动态确定目标函数中各个目标对应的权重系数来缓释，同时，还需要在体制机制安排上进行改革。在金融稳定框架内，治理体系的关键是解决货币政策、宏观审慎和微观监管的矛盾调和、关系统筹和政策链接。

最后，金融稳定政策透明度及约束机制。英国尤其强调对金融稳定和微观监管政策权力的外部约束。央行职能扩大成为“超级央行”，容易造成金融治理集权，且可能缺乏有效的外部监督措施。如何约束权力巨大的金融监管机构是金融稳定治理体系的重要内容，需要建立有效的内外约束机制，这对于中国金融稳定的政策及治理体系是一个基础性的任务。■

[1] 周小川：“把握好多目标货币政策：转型的中国经济的视角”，2016年6月24日在华盛顿IMF中央银行政策研讨会上的发言稿。

UK's Financial Stability Governance Framework: Trade-off, Reform, and Implications

Zheng Liansheng

142

The governance framework for financial stability, including policy objectives, mandates, tools, coordination, and crisis management, is to realize stability of financial systems. It presents four governance models, namely, single authority, two-pillar framework, Singapore model, and responsibility-sharing system. In the wake of the global financial crisis, the UK government comprehensively reassessed its financial stability policy and governance framework to cope with the inherent challenge of financial stability and improve governance arrangements for financial stability; and based on that, it has carried out major reforms of its financial stability policy and related governance framework. In the past 10 years, the UK has become one of the few economies that have conducted profound reforms in financial stability governance regime, which features the Bank of England as the core player, the integration of the three pillars of monetary policy, macroprudential management and micro-regulation, and three professional committees to make independent decisions to highlight the leading functions of macroprudential management policies. The experiences of the UK serve as insightful policy references for China, which is carrying out its financial regulatory reform.

Think Tank

160