

宏观审慎政策对宏观经济的影响

很久以前，宏观审慎政策就被用来表达对解决金融稳定问题的关切，特别是对新兴市场经济体（EMEs）而言。近年来，尤其是 2007-09 年度金融危机大爆发之后，宏观审慎政策一时成为政学两界热议的话题。然而，对宏观审慎政策的理解，以及该政策对宏观经济的影响仍有许多需要进一步探究之处。有人认为，宏观审慎政策通过防范系统性风险，从而有助于宏观经济稳定；但另有些人认为，宏观审慎政策将对信用供给产生不利影响，从而损害经济活动。

按理说，宏观审慎政策的政策效果应该由其是否能减少金融危机的发生为主要依据，但由于金融危机并不是一个常见现象，所以这种衡量标准往往存在一定局限。因此，评估宏观审慎政策有效性的一种可能的替代方法是评估其对经济增长及长期波动的影响。这两点与经济福祉密切相关，因此可以看作是评判宏观审慎政策的理想替代品。同时，尽管目前关于宏观审慎政策对银行风险和贷款的有效性的研究越来越多，但对长期增长影响的探讨仍然很有限。本文的目的，便是通过使用 64 个发达与新兴经济体的数据，探讨宏观审慎政策、长期（5 年以上）经济增长与宏观经济波动间的关系，以下为文章主要内容。

宏观审慎政策如何影响产出增长与经济波动？

宏观审慎政策通常旨在增加金融体系的韧性，从而减少由金融中介机构所引起的系统性风险。

从某种意义上看，宏观审慎政策或许确实可以支撑宏观经济的稳定，但却以过度遏制经济活动与长期增长为代价，换句话说，宏观审慎政策或许意味着在金融稳定与经济可持续繁荣之间作出权衡——鱼与熊掌不可兼得。但也可能并没有这样令人难办的二择其一：也就是说，更稳定的经济状态将更有利于维持并促进经济增长。研究表明，这两种情况将出现哪种，受多重因素决定。

虽然早期研究发现经济波动对经济增长将产生负面影响，但最近的证据表明，真正对经济增长造成负面影响的并非经济波动本身，而是经济波动引发的政策回应。在货币政策方面，Aghion 等人发现，逆周期的货币政策可以提高行业

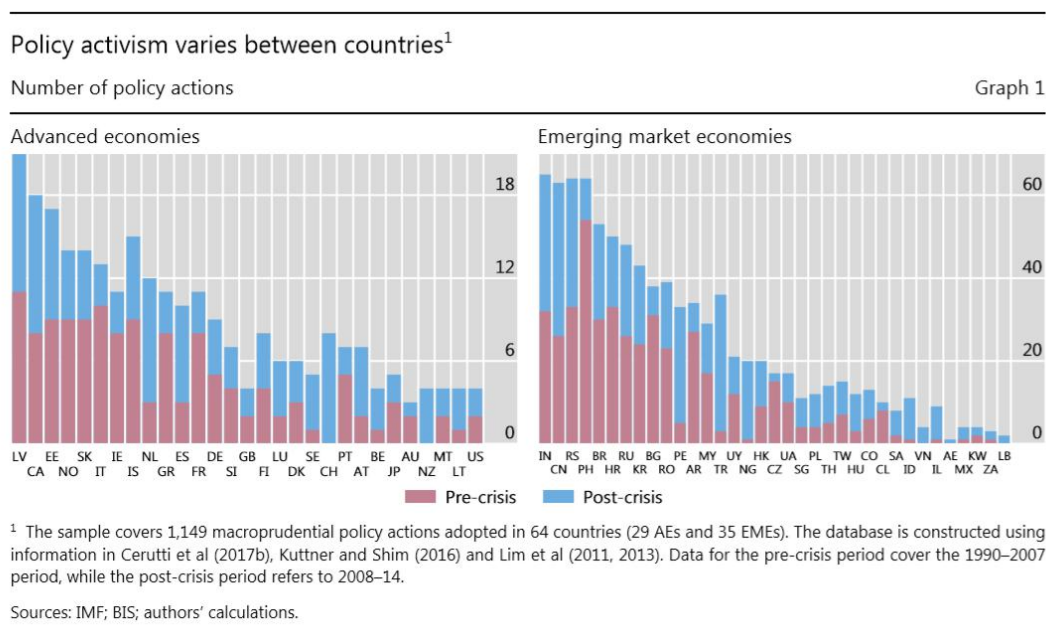
的劳动生产率。财政政策也是类似，Aghion 等人发现，顺周期的财政政策阻抑增长，而逆周期财政政策似乎反而会促进增长，换句话说，合意的财政政策可以通过缓和商业周期的波动来支持增长。此外，他们发现金融因素（信贷约束，金融部门竞争等）是将财政政策与经济增长挂钩的重要传导渠道。

不过，论及宏观审慎政策，其与经济增长之间的关联尚未得到有效关注。目前，政界学界与业界的关注点仍主要集中于具体的宏观审慎措施的利弊分析上，比如，反周期的资本缓冲垫（countercyclical capital buffers）等，且主要聚焦于其对贷款利润与数量的短期影响上。其中，有观点认为，设计不善的宏观审慎政策将通过限制市场自由分配金融资源的能力，从而在原则上降低效率，并最终阻碍经济增长。

然而，宏观审慎措施也可能促进增长。毕竟，它们可以增加金融体系的韧性并缓和金融周期带来的波动。更具体地，一方面，宏观审慎政策可以限制（如果不是防止）金融危机的发生，相伴随的通常是缓慢的复苏和长期的低生产率；另一方面，经济（金融）波动阻抑经济增长，而宏观审慎政策则抑制经济（金融）波动，因此从长期看，宏观审慎政策将对经济增长产生积极影响。

实证研究：宏观审慎对经济增长的影响

我们根据 Lim 等人收集统计的 1990 年代 64 个国家采用的 1149 个宏观审慎政策行动数据，得出了下图 1：



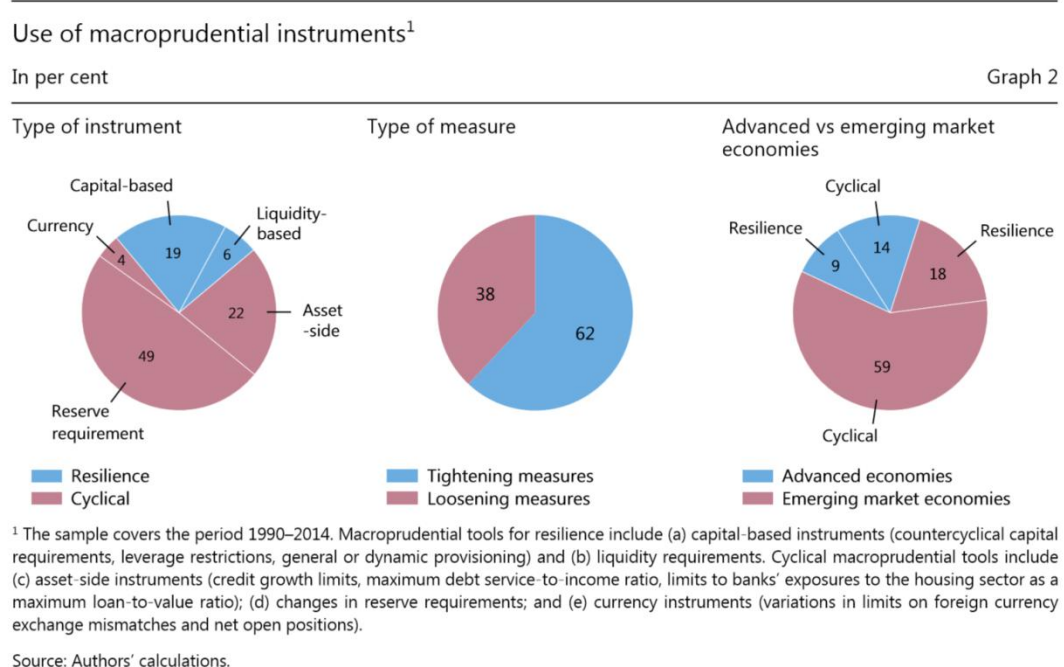
上图 1 显示了不同国家、不同时期下的宏观审慎政策积极性。由图可见，总

的来看，新兴经济体的宏观审慎政策积极度始终要高于发达经济体，且仍在不断增加。同时，上图 1 也显示出不同国家间的宏观审慎政策积极度有着巨大的异质性，而这些异质性可能受一国体量、开放程度、地区等多重因素影响。

由于各国状况的千差万别，宏观审慎工具的选取往往也具有相应的多样性。在各种旨在提高金融部门耐受性或缓和信贷周期波动的宏观审慎工具中，有 5 种最具代表性，它们分别是：

- a. 基于资本的工具，比如逆周期的资本要求、杠杆限制；
- b. 基于流动性的要求；
- c. 基于资产端的工具，比如信贷增速限制、最大债务/收入比限制、银行对房地产行业风险敞口限制（贷款/价值比限制）；
- d. 准备金要求变化；
- e. 货币工具，对外汇汇率错配以及净敞口头寸的限制等。

有趣的是，上述种种工具中，只有 1/4 的措施旨在直接提高金融部门的耐受性，这些措施包括设置或调整资本、流动性要求等，见下图 2 左侧：



相比之下，绝大多数措施都旨在缓和金融周期性波动带来的影响——通过反周期政策来实现，而其中，又有超过一半涉及准备金要求的变动。总体来说，60%的干预措施旨在收紧财政状况（图 2，中图）。而在采用的所有宏观审慎措施中，80%都是由新兴经济体实行的（图 2，右图）。

为了进行更明晰的定量探讨，我们利用 64 个国家在 1990-2014 年的数据，把宏观审慎政策活跃度、单位资本 GDP 增长及经济波动三者相连，制作了下表：

Activism in the use of macroprudential policies and macroeconomic performance¹ Table 1

Variables	(a) More active countries Mean (std error)	(b) Less active countries Mean (std error)	Test difference of effects between groups of countries H ₀ : (a) – (b) ≠ 0
GDP per capita growth	0.028 (0.001)	0.016 (0.001)	0.012*** (0.001)
Output volatility (SD)	0.041 (0.000)	0.033 (0.000)	0.007*** (0.000)
GDP per capita growth/SD	0.849 (0.042)	0.643 (0.040)	0.206*** (0.058)

¹ Averages over the period 1990–2014. This table divides the sample of 64 countries into those that are more active in the use of macroprudential tools and those that are less active. The split is based on an index of activism that counts the number of macroprudential policies activated during the period 1990–2014. A country is considered "more active" if the sum of the total macroprudential measures is above the median for the whole sample. As more than one country has the same median level, we split the countries into 34 "more active" countries and 30 "less active" countries. The macroprudential measures are summed over the following categories over the period 1990–2014: capital-based instruments, liquidity-based instruments, asset-side instruments, reserve requirements and currency instruments.

Source: Authors' calculations.

通过上表我们可以初步发现，使用宏观审慎政策更频繁的国家，其（1）单位资本 GDP 增长率比其他国家高 1%；（2）产出波动性更高；（3）即便产出波动性更高，但总的产出增长仍然高于宏观审慎政策活跃度不高的国家。

那么，这些初步的发现背后的机理又是怎样的呢？

宏观审慎政策、金融发展度与一国开放程度的关系

为了更好地理解宏观审慎政策对长期经济增长的影响，我们利用 GMM（Generalised Method of Moments）模型方法处理了前文列出的数据源，并得到下表：

Do macroprudential policies reduce output volatility and enhance output growth?

Table 2

Explanatory variables	Dependent variable: (a) output volatility			Dependent variable: (b) growth rate of real GDP per capita		
	Total	Resilience	Cyclical	Total	Resilience	Cyclical
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
MaP (index)	-0.0090** (0.0039)	-0.0152** (0.0060)	-0.0082** (0.0040)	0.0147*** (0.0057)	0.0175** (0.0077)	0.0155** (0.0062)
FD	-0.0534*** (0.0115)	-0.0456*** (0.0090)	-0.0495*** (0.0110)	0.0823*** (0.0192)	0.0684*** (0.0158)	0.0797*** (0.0183)
OPEN	-0.0002 (0.0024)	0.0006 (0.0018)	-0.0011 (0.0024)	0.0125*** (0.0032)	0.0120*** (0.0032)	0.0141*** (0.0032)
FD x MaP	0.0193** (0.0076)	0.0285** (0.0135)	0.0185** (0.0077)	-0.0291** (0.0117)	-0.0406*** (0.0152)	-0.0303** (0.0129)
MaP x OPEN	0.0011 (0.0019)	0.0031 (0.0031)	0.0019 (0.0021)	-0.0047** (0.0023)	-0.0101*** (0.0038)	-0.0049* (0.0028)
FD x OPEN	-0.0013 (0.0048)	-0.0017 (0.0039)	-0.0000 (0.0046)	-0.0291*** (0.0072)	-0.0279*** (0.0065)	-0.0308*** (0.0070)
FD x MaP x OPEN	-0.0009 (0.0038)	-0.0060 (0.0067)	-0.0017 (0.0040)	0.0107** (0.0050)	0.0226*** (0.0072)	0.0103* (0.0059)
Other controls ¹	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Time fixed effects	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Number of observations	343	343	343	343	343	343
Number of countries	64	64	64	64	64	64
Serial correlation test ²	0.179	0.165	0.211	0.376	0.396	0.345
Hansen test ³	0.689	0.442	0.706	0.291	0.119	0.776

上表中，MaP 代表宏观审慎政策，FD 代表金融发展度，OPEN 代表经济体开放程度。虽然上表看起来令人眼花缭乱，但经过分析后，我们可以得到以下几点发现：

首先，使用宏观审慎政策较为频繁的国家，其经济波动性往往也比较小，这表明，宏观审慎政策确实可以使宏观经济环境更加稳定。

此外，经济体的开放程度及金融发展程度同样将对宏观审慎政策之效能产生影响。比如，对于完全封闭的经济体（OPEN=0），其金融发展程度与宏观审慎积极度之间的系数（FDxMaP）表明，一个经济体的金融发展程度越高，那么宏观审慎政策对减少其经济波动的效果就越差；类似地，一个经济体的开放程度越高，宏观审慎政策对减少其经济波动的效果也越差。但有趣的是，如果一个经济体的金融发展程度与开放程度同时很高，那么这时宏观审慎政策的效果反而会更好。

更积极的宏观审慎政策同样与更高的单位资本 GDP 增长有关，而经济体的

金融发展度及开放程度也与单位资本 GDP 增长相连。宏观审慎政策、经济体开放程度与金融发展程度及单位资本 GDP 的相关关系呈现出与前述三者和经济波动的关系类似之结果——孤立地看，更高水平的经济开放度或金融发展度将损害宏观审慎政策对单位资本 GDP 增长的促进作用，但如果经济开放度与金融发展度同时很高，那么便会对单位资本 GDP 增长起到更加积极的影响。

非系统性宏观审慎干预的后果

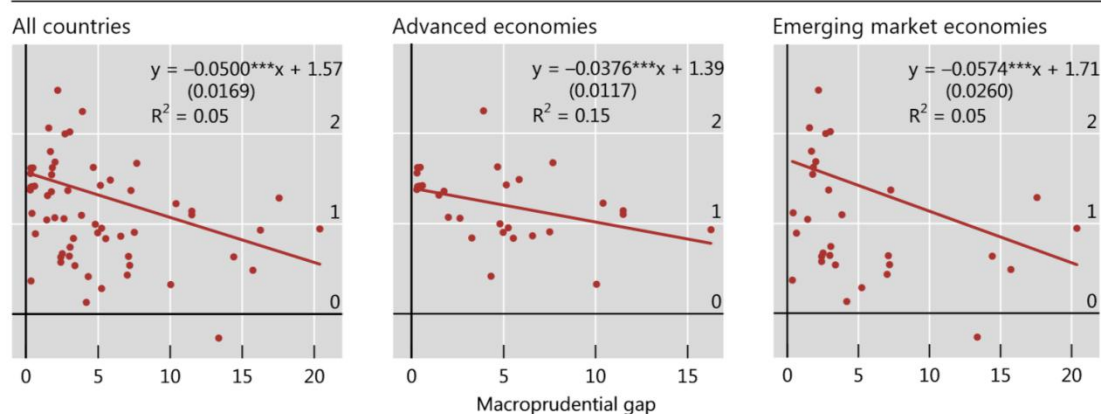
正如泰勒规则将货币政策与产出、通胀等因素联结在一起一样，宏观审慎政策也是一个系统工程中的一部分。下面，我们将着重看一看宏观审慎政策如何与其他宏观经济因素互相作用，首先请参见下表：

Macprudential reaction function		Table 4
Explanatory variables	Dependent variable: Macprudential aggregate index ¹	
	Baseline model (I)	Forward-looking measure for credit (II)
Credit growth	0.2444*** (0.0731)	0.4834*** (0.1377)
Capital inflows ²	0.0147** (0.0067)	0.0156** (0.0071)
Output growth	2.4783** (1.1046)	2.2432** (1.0837)
Other controls ³	yes	yes
Country fixed effects	yes	yes
Time fixed effects	yes	yes
Number of observations	1,418	1,361
R ²	0.1689	0.1772

¹ The macroprudential aggregate index is the number of macroprudential tools activated in country i at time t . Positive values of the index indicate a tightening in macroprudential policies in a given year, while negative values indicate an easing; the index is equal to zero if no action has taken place. ² The growth rate of the net external position (Lane and Milesi-Ferretti (2017)). ³ Additional controls include the lagged value of the dependent variable, the real interest rate, inflation rate, exchange rate against other currencies, the openness measure (Chinn-Ito index), and a banking crisis dummy (1 = banking crisis, 0 = none). Robust standard errors in parentheses; */**/** denotes statistical significance at the 10/5/1% level. The estimation period is 1990–2014.

Source: Authors' calculations.

首先，与我们所估计的结果相仿，当信用/GDP 之比、实际 GDP 与净资本流动增加时，宏观审慎政策的效力或将变强，反之则将变弱。与此同时，我们构建了一个“宏观审慎敞口”（macroprudential）的概念，所谓“宏观审慎敞口”，即一段时间内非系统性的宏观审慎政策行动之和。为了探究宏观审慎敞口与单位资本 GDP 增长间的关系，我们绘制了如下回归图表：



Standard errors in parentheses; ** denotes statistical significance at the 5% level.

Source: Authors' calculations.

上图中，横轴为宏观审慎敞口，纵轴为单位资本 GDP 增长。可以发现，两者呈现负相关关系，这表明，宏观审慎敞口越大的国家（使用了较多孤立的宏观审慎政策），经济表现相对越糟糕。这一点，对发达经济体与新兴经济体而言都成立，新兴经济体的体现则更加明显（参见中图与右图）。

总结

宏观审慎政策的主要目的在于伤害巨大的金融危机的系统性风险，并减少危机本身发生的可能性，因此，如果宏观审慎政策有效，那么它首先应当体现在促成了一个更加稳定之经济的运行。不过，有观点认为宏观审慎政策虽然或许可以令经济运行更加稳定，但却以牺牲一定水平的信贷和投资为代价，因此，从长期看，宏观审慎可能会对阻抑经济增长。

对此，本文首先从经验角度出发探究了宏观审慎政策之间的关联，并论述了其两个反映经济表现的关键性变量——单位资本 GDP 增长与经济波动性之间的联系。结果发现，一个国家使用宏观审慎政策越频繁，它的单位资本 GDP 增长就越高，同时波动性也越小。但是，宏观审慎政策的这一积极效果并非是一定的，它在很大程度上还取决于一国的金融发展程度及开放程度——孤立地看，如果一国仅金融发展程度很高，或开放程度很高，那么宏观审慎政策对减小经济波动性的效能反而会降低。但如果一国的金融发展程度及开放程度同时很高，那么这时宏观审慎政策对减小经济波动之效能就会很强。

最后，我们发现非系统性的宏观审慎政策，即孤立地未通盘考虑的宏观审慎政策，其使用频次与单位资本 GDP 增长负相关。这也就意味着，正如其他政

策一样，如果对宏观审慎政策不善加管理，并考虑相关的配套政策，那么也可能反而给经济增长带来某些负面效果。

编译：张纬杰

参考资料：

Codruta Boar et, What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance? , BIS。