

## 宏观审慎政策工具是精准的吗？——以日本为例

2008 年全球金融危机爆发后，宏观审慎工具备受关注且被认为可能是熨平周期的最佳工具。与短期利率相比，宏观审慎工具往往被视为针对局部问题的精准工具。

BIS 以日本的经验为例，研究 20 世纪 70-90 年代量化限制（Quantitative Restriction，QR）这种宏观审慎政策工具对经济的影响后发现：

- 尽管 QR 仅要求银行限制与房地产相关的贷款，实际上 QR 不仅对房地产行业有负面影响，而且对整个经济都产生了负面冲击，导致银行对所有行业的放贷量萎缩和 GDP 的下滑。
- 银行和非金融企业资产负债表的变化是 QR 对整个经济传导的重要渠道。
- 20 世纪 70-90 年代，日本的金融去监管进程未完成，银行是最主要的金融中介，一般企业基本没有可替代的融资途径，这一特性很可能加剧 QR 对整个经济的影响。因此，该研究结果对那些金融系统基于银行的经济体更有参考价值。

### 一、研究背景

2008 年全球金融危机爆发后，宏观审慎工具备受关注且被认为可能是熨平周期的最佳工具。与短期利率相比，宏观审慎工具往往被视为针对局部问题的精准工具。20

世纪 70-90 年代，日本使用了一种宏观审慎工具——量化限制（Quantitative Restriction，QR），作为对冲房地产信贷繁荣的逆周期工具，该工具限制银行对房地产相关经济活动的贷款，具有局部性的特征。因此，BIS 在

众多的政策工具中选择研究日本的 QR。

首先，BIS 采用因子扩充向量自回归模型（Factor-augmented VAR, FAVAR）来估计参数，然后用冲击反应函数（Impulse Response Function）来研究 QR 和短期利率这两个政策工具的冲击对经济活动的影响是局部性的还是全局性的。

FAVAR 模型最早由 Bernake, Boivin and Elias (2005) 提出，来探讨货币政策对经济的影响，其优势在于较传统 VAR 模型，纳入因素分析，将无法被直观捕捉的信息也包含入模型，可以更適切地反映经济。但 Belviso and Milani (2006) 也指出 FAVAR 无法明确定义共同因子所代表的经济意义。

其次，BIS 对个体银行和个体非金融产业群的数据分别进行横截面分析（Cross-Sectional Analysis），来探究 QR 对整体经济影响的传递渠道。

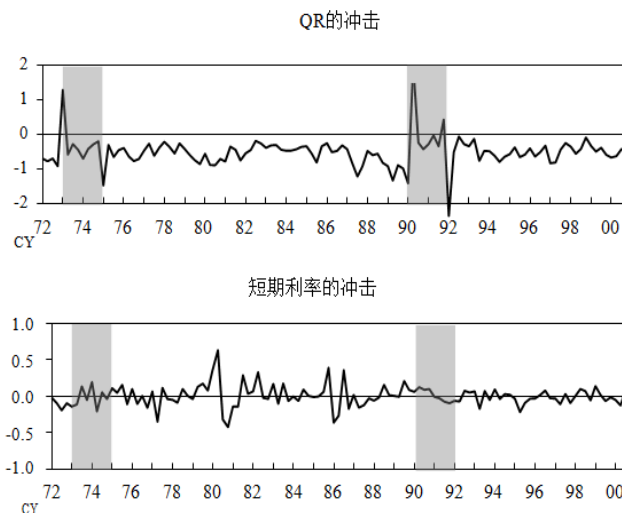
## 二、研究结果

基于因子扩充向量自回归模型的参数，和冲击反应函数的结果发现，尽管 QR 的监管范围有限，却会对经济活动产生全面的影响。如图 1 所示，灰色部分表示 QR 和加息的时期，QR 冲击比加息冲击的波动更大。

冲击反应函数结果显示，出其不意的紧缩政策 QR，不仅造成对房地产行业放贷量的缩减和土地价格的下滑，而且导致对所有行业放贷量的萎缩和 GDP 的下跌。如图 2 所示，QR 和加息的正冲击造成向房地产行业的借贷量和商业土地价格的显著下滑，总借贷也受到负面影响。与加息冲击的影响相比，QR 的冲击持续时间更持久。如图 3 中的影响，这两个冲击对 GDP、消费、投资和股价都有显著的负面影响。同样，QR 的负面影响比加息更持久。QR 和加息对平减率（Deflator）造成的影响不一。QR 使平减率

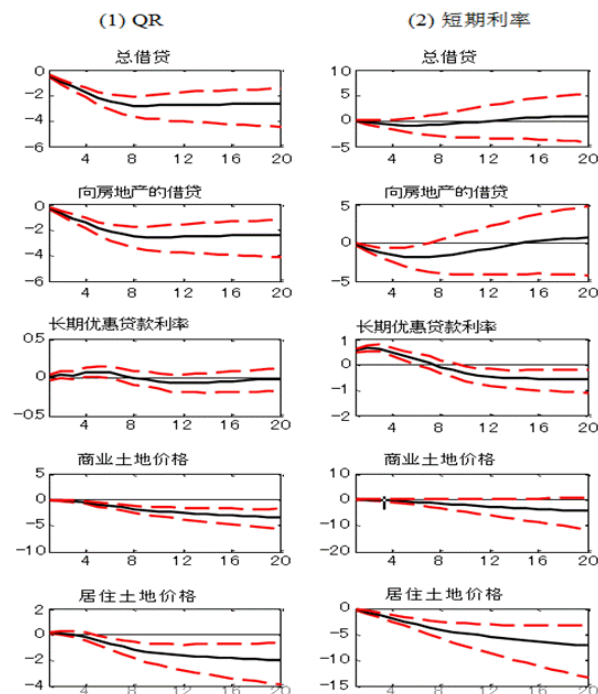
上升，而加息则使之下降。该论文还使用其他敏感性分析的方法进行检验，最后得出相似的定性结论。

图 1 QR 与短期利率的冲击



来源：Sonoda, K., & Sudou, N. (2016). Is macroprudential policy instrument blunt?.

图 2 QR 和短期利率对银行相关变量的冲击反应函数



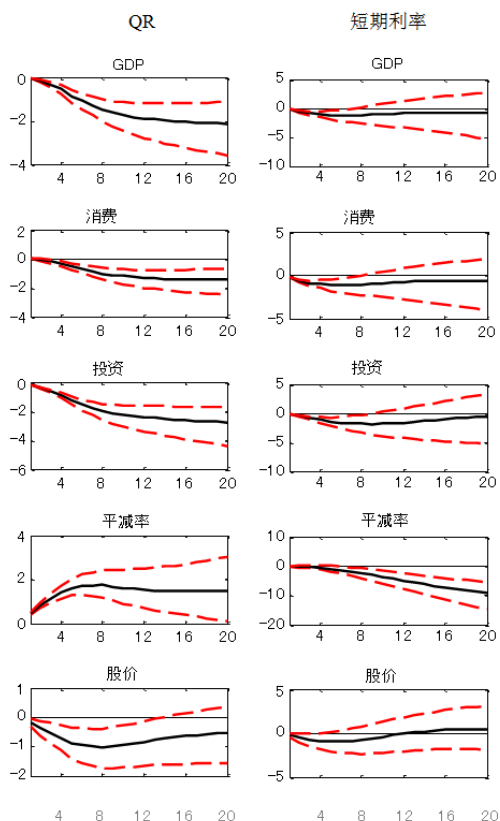
注释：一个单位的正冲击对银行相关系数的影响。

红线表示 90% 的置信区间，X 轴表示季

度，Y轴表示与趋势偏离的百分比。

来源: Sonoda, K., & Sudou, N. (2016). Is macroprudential policy instrument blunt?.

图 3 QR 和短期利率对宏观经济相关变量的冲击反应函数



注释: 一个单位的正冲击对银行相关系数的影响。

红线表示 90%的置信区间, X轴表示季度, Y轴表示与趋势偏离的百分比。

来源: Sonoda, K., & Sudou, N. (2016). Is macroprudential policy instrument blunt?.

为了探究为何 QR 会对经济产生全面的影响, BIS 使用个体银行和个体非金融产业群的数据分别进行横截面分析。研究发现,就 QR 引发的收缩性冲击的负面影响而言,那些向房地产行业放贷越多的银行,承受的负面影响越猛烈;那些持有土地资产占净值越大的产业群,承受的负面影响越剧烈。这些发现映证了 QR 的效应经过银行和非金融

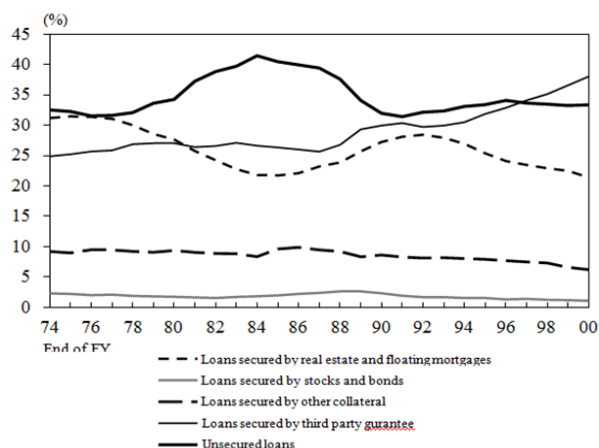
企业的资产负债表而传导至整个经济的观点。

这个传导渠道可细分为三步。第一步,由于房地产的繁荣,当时日本经济中的一大批非银行企业、银行和个人都持有大量的土地作为资产,当 QR 引起土地价格下跌后,这些经济参与者的资产端缩水,资产负债表受到伤害,于是对他们的经济活动也造成负面影响。

第二步,鉴于当时土地被广泛地作为非金融企业贷款的抵押物(如图 4 所示,20%-30%的银行贷款抵押物都是房地产和浮动按揭),对这些企业而言,土地价格的下滑就等同于其抵押物价值的缩水,于是进一步恶化企业的融资条件。

第三步,对银行而言,借款企业资产负债表的恶化会导致不良贷款的激增,从而加剧破坏银行自身的资产负债表。鉴于银行作为金融中介的特殊身份,银行资产负债表的恶化会造成对经济第二轮的负面冲击,因为银行会减少放贷。这会导致 QR 的溢出效应,从房地产企业外溢到其他行业。

图 4 贷款抵押物类型的份额




来源: 日本央行

总之,研究发现尽管一个宏观审慎政策工具的初衷是针对特定的交易或借款者,却可能产生全方位的影响。正如日本的 QR,其政策目标仅是房地产交易和土地价格,最

终则对总体经济产生了广泛影响，其中银行和非金融公司的资产负债表起到了关键性的传导作用。

不可否认，该论文的分析并没有全面揭示 QR 影响总体经济的所有潜在渠道，尤其是由于缺乏数据，没有分析居民行为的作用。此外值得一提的是，QR 的影响可能会受制于金融系统的结构。日本的银行是最主要的金融中介，而这一特性很可能加剧 QR 效应。

从上述角度看，该论文的结果可能更适用于那些金融系统基于银行的经济体，而非金融系统基于市场的经济体。目前对其他潜在渠道或金融结构的影响的研究还不明朗，这或将是后续研究的方向。 

#### 参考文献：

Bernanke, B. S., Boivin, J., & Elias, P. (2004). Measuring the effects of monetary policy: a factor-augmented vector autoregressive (FAVAR) approach (No. w10220). National Bureau of Economic Research.

Belviso, F., & Milani, F. (2006). Structural factor-augmented VARs (SFAVARs) and the effects of monetary policy. *Topics in Macroeconomics*, 6(3).

Sonoda, K., & Sudou, N. (2016). Is macroprudential policy instrument blunt?.