当今金融稳定的挑战——新瓶与旧酒

安德鲁·贝利

谈谈全球金融稳定及目前面临的挑战。关于金融稳定问题，风险往往可以罗列成一张很长的清单，让人产生一种“随意挑选”的心态，觉得问题多到无从下手，或者缺乏坚实的理论支撑。因此首先从理论入手，然后将当今的一些重大问题置于理论框架中进行探讨。

系统的金融稳定理论的奠基人是海曼·明斯基（Hyman Minsky）。他的核心论点是，货币与金融的相互作用对理解经济非常重要，尤其是理解经济对压力的敏感性。金融不稳定会加剧经济不稳定，而货币和金融的制度性安排确实至关重要。资本和金融工具在市场中被交易，其价格在市场中得以确定，这些价格独立于但同时与当前经济产出的价格相关联。金融实践会随时间变化，而这些变化可能影响经济运行。因此，经济可能在稳健与脆弱的金融结构之间震荡，脆弱的结构可能导致金融危机。而随着上一次金融危机的记忆逐渐褪去，人们常常认为新纪元已经到来。在这种情况下，如同卡珊德拉（Cassandra）般的警告声称基本情况并未改变，依然存在会产生严重经济后果的金融断裂点，但这些警告常被忽视。一段话难以充分表达明斯基思想的广度，但其核心已足够清晰。[①]

结束理论探讨前，还要提一提历史学家的重要贡献。查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）通过案例研究指出，金融市场与宏观经济之间的联系不仅仅是通过货币流动（银行系统）实现的，它们也可能通过国际商品套利运作。自主性冲击会改变投资机会，引发乐观情绪并推高均衡价格水平，但随着时间推移，人们对资产价格不断上涨的预期会减弱，恐慌随之而来。投资者从流动资产转向现已高估的非流动资产这一过程发生逆转，如果逆转过于迅速，便会引发崩盘或恐慌。[②]金德尔伯格借用亚当·斯密（Adam Smith）的观察指出，当贸易利润高于平常水平时，过度投机往往成为普遍错误，利润率最高的国家往往走向衰败。[③]

最近，哈罗德·詹姆斯（Harold James）提醒我们，虽然大萧条在大西洋两岸常与银行倒闭相关，但当时金融市场与实体经济之间有着重要的互动。这一互动的效果是减少企业和个人的财富与抵押品，进而抑制信贷供给，迫使借款人抛售资产，从而进一步压低资产价格。这是欧文·费雪（Irving Fisher）的债务通缩理论以及本·伯

安德鲁·贝利（Andrew Bailey），英国央行行长。本文系贝利2024年10月22日在彭博监管论坛上的讲话，原文链接：https://www.bankofengland.co.uk/speech/2024/october/andrew-bailey-keynote-address-at-the-bloomberg-global-regulatory-forum。徐恒革编译。

① 明斯基是一位多产的作者。其主要工作参见Minsky H P.Stabilizing an unstable economy[M].New Haven:Yale University Press,1986；其对凯恩斯和凯恩斯主义者的看法参见Minsky H P.John Maynard Keynes[M].New York:Columbia University Press,1975。

② 金德尔伯格也是位多产的作者。其经典著作是Kindleberger C P.Manias,panics and crashes: a history of financial crises[M].New York:Basic Books,1978.

③ Smith A.The nature and causes of wealth of nations[M].Oxford:Clarendon Press,1978.

南克（Ben Bernanke）的信贷传导机制。此外，正如詹姆斯指出的，应对突发危机需要非常规的公共政策措施，例如，采取短期行动来缓解长期问题，尽管单靠这些措施可能并不符合长期稳定的需要。[①]

以上是关于理论和历史的讨论，接下来把这些理论应用于当今的现实世界。

首先提一个整体性的观点。金融稳定领域中存在一种宏观审慎方法与更具分散化的危机清单之间的张力。宏观审慎政策必须关注可能威胁整体系统的风险，包括关联性、集中性、互联性及不透明性等因素。这种宏观审慎方法更具野心，也更难实现。就其所获关注而言，往往随危机而来，随危机而去，周而复始。一次严重的危机会使人们短暂地关注宏观问题，但随着记忆逐渐淡去，危机清单可能再次占据主导。我们必须克服这种清单式的倾向，保持对系统性视角的关注，重视那些对整体系统稳定至关重要的关联、集中、互联及不透明因素。这就是明斯基等人的精神所在，并且提供了更为坚实的基础。所以，**一是**采取宏观审慎方法非常重要，尽管这可能更具挑战性。

二是卡珊德拉被阿波罗神诅咒，使她所说的预言即使真实也不被人们相信。当然，她的预言并非好消息。在金融稳定领域，她专注于分布的极端尾部。有人会说，她超前于时代，因此错过了成为央行行长的机会。借用她的预言之力，在明斯基“随着金融危机的记忆逐渐褪去，人们开始幻想一个新纪元即将到来”的观点下，可以观察到全球金融危机过去大约15年后，这种情况再次发生。人们说，“你们已经解决了那个问题，我们可以放心了”。但之前阐述的理论和历史是永恒的，所以不应掉以轻心。不能认为监管是完美的，我们确实需要讨论适当的监管水平，但不能把这种讨论与威胁的永恒性质混淆。

三是关于明斯基对战后凯恩斯经济学的批判，尽管这并不是对凯恩斯本人观点的批评，这一点在金德尔伯格和詹姆斯的著作中也得到了强化。他们认为货币和金融之所以重要，是因为二者相互作用，从而引发不稳定。金融危机前的讨论错误地将问题简化为资产泡沫是否存在，不仅是错误的，还可能是危险的。

自金融危机以来，全球银行和非银行金融规模的相对比例发生了变化，非银行占比不断增加。因此，监管机构的重点也逐渐向非银行转移。全球金融稳定委员会的工作计划中可以看到这种转变。某种意义上，不应对这一转变感到意外。我们加大了对银行的监管力度，这反映了危机带来的教训。

不过我们应该记得明斯基等人的关注点。非银行部门的宏观审慎风险并非源自这一转变，它已存在了一个多世纪。金德尔伯格对1873年柏林、纽约和维也纳恐慌的研究正是一个很好的例子。[②] 当代的金融中介重心向非银行转移，使这种风险更加紧迫，但不应将其视为新问题。

① James H.Seven crashes: the economic crises that shaped globalization[M].New Haven:Yale University Press,2023.

② Kindleberger C P.The panic of 1873[M]//Kindleberger C P.Historical economics: art or science.New York:Harvester Press,1990.

在非银行领域及其与银行系统的互动方面（明斯基称其为货币与金融的互动），我们需要在监管之外，再增添两种关键工具：监测和应对。

非银行部门非常庞大并且不断增长。其性质各异，在关键领域不透明，内部关联复杂且难以观察。我们在银行业中开发了危机后的压力测试工具，这些工具以机构为核心，但如果仅限于此就是错误的。因此，我们还开发了跨行业工具，以捕捉系统性风险。例如，个别银行的限制信贷行为可能导致整个系统出现更糟糕的结果。

对于非银行部门及其与银行系统的互动，我们必须专注于模拟压力的传播，并据此识别制度上的薄弱环节和缺乏韧性的地方，例如，市场和基础设施中的脆弱性。英格兰银行正在进行第一次系统性压力测试探索。我们并不声称涵盖系统中的每一个风险，这更像是一个流动性测试（Flow Test）——模拟冲击，让它们在系统中流动，观察结果。我们预计在2024年底公布测试结果。**四是**我们需要开发更多的监测工具以识别风险。

五是涉及当局在危机中的应对工具。正如之前提到的，詹姆斯指出，应对此类危机需要采取非常规措施来解决短期问题和缓解长期问题，但这些措施可能并不总是与长期稳定性兼容。这看似一个难题，但不应这么认为。中央银行是银行系统最后的流动性提供者。在危机中广泛使用这一职能并被期望这样做，是沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot）19世纪对英格兰银行的要求，也是中央银行运作的核心准则。实际操作中，至少有三个因素支持着这一“白芝浩方式”。

①货币是独特的，它不同于金融。货币必须始终保持其名义价值，而金融资产的名义价值会自然波动。②货币在保持名义价值的规范下发展，形成了所谓的“货币单一性”（Singleness of Money）。银行系统发展出一种双层货币结构，即中央银行的货币（央行创造的货币）和商业银行的货币（银行存款），货币单一性是连接二者的关键。这就是为什么中央银行必须负责货币政策和银行监管。③假设当中央银行向银行系统注入货币时，这些货币会自然地按需流向各处，但会带有一定的成本。换句话说，如果非银行领域有流动性需求，我们可以通过银行系统来满足。

可以认为，明斯基并不反对前两个观点，但对第三个观点持怀疑态度。此外，金德尔伯格通过案例研究也对第三个观点提出了疑问。现代非银行部门的增长加剧了对这一假设的怀疑。历史上，我们在非银行部门中也曾有过紧急干预，以防范金融稳定问题。但我们仍在试图解决一个难题：能否在保持货币在银行系统内独特性的同时，对非银行部门的金融稳定问题进行适当的干预？

答案是肯定的。货币是独特的，中央银行和银行系统之间的关系也是独特的。这是高层次上的白芝浩观点。银行必须能够随时获得中央银行的流动性支持——随时可得，否则就可能引发问题。这一机制巩固了货币的单一性，确保中央银行和商业银行的货币在名义（及实际）价值方面完全一致。在正常情况下，这应足以满足非银行部门的需求，因为流动性会通过银行流向需要的地方。但在压力时期，这种流动性可能无法实现。为了避免系统性危机，并考虑到非银行部门的扩张，中央银行应当考虑为非银行部门设立永久性的应

急流动性设施。但这些设施不应成为传统意义上的常设设施，因为这里的关键问题并非货币的价值。非银行机构无法自行决定何时能获得中央银行的支持。相反，中央银行可以在发现经济环境压力加剧并可能带来风险时，启动这些设施。但这些设施仅在必要时暂时提供，并应尽快撤回和偿还。这也回应了詹姆斯所提的关于短期和长期一致性的问题。

英格兰银行正采取类似措施，为那些暴露于系统性风险的多种非银行机构建立应急流动性支持机制，以在需要时启动这些设施。但要再次强调的是，这些设施不是传统意义上的常设设施。

随着全球金融危机的记忆逐渐淡去，讨论的重点转向经济增长、竞争，以及金融在这些目标中的作用，明斯基的分析在当下尤为重要。明确来说，这些目标确实非常重要，毋庸置疑。但我们通过痛苦的经验认识到，只有在金融稳定的基础上才能实现这些目标。这两者之间没有权衡可言。作为金融稳定政策制定者，我们能为可持续经济增长做出的最大贡献，就是确保金融体系在受到冲击时具备韧性。

这一基础需要对货币的名义价值及其单一性有信心。货币和金融是不同的，二者应被区别对待。盈利和部分亏损应被视为正常现象。我们不应通过监管限制这些结果，而应促成高效的市场，建立稳固的制度基础，并制定清晰的博弈规则。作为监管当局，我们的职责是干预并防止对金融稳定基础的损害，因为这可能影响经济增长。这些干预可以是持续的监管措施，也可以是在威胁极大且代价高昂的情况下进行的紧急、临时干预——假设此类大规模事件会频繁发生而持续性地进行监管是不经济的。大部分的尾部风险通过监管应对效果更好，但极端情况更适合通过一次性干预来解决。这并不是监管的失败。

总结对金融稳定的五个观点。一是系统性问题至关重要，不应在各类琐事中被忽视。二是必须重视明斯基的警示，即金融危机的记忆会逐渐淡去。三是金融中介从银行转向非银行——可以说是从货币转向金融，这带来了独特的挑战。四是其中一个挑战是迫切需要新的监测工具。五是中央银行也需要重新思考其向非银行部门提供流动性的方式，但不能破坏货币的单一性和独特性。N

学术编辑：陈俊君