



## 本期提示

▶ Iris Claus, Leo Krippner (2018) 指出金融在经济中起着关键作用并且通过研究、政策、监管等方式促进了其在实践中不断发展。作者在文章中提供了当代金融话题的一些最新研究，如：非常规的货币政策、隐性银行担保和金融欺诈相关联以及通胀风险溢价、金融与生产率、天使投资、风险投资、关系贷款和小额信贷等话题。

▶ Björn Richter, Moritz Schularick, Ilhyock Shim (2018) 提出央行依赖于宏观审慎政策来管理金融周期，但是实施的宏观审慎政策对货币政策的核心目标“产出和物价稳定”的影响在很大程度上是未知的。本文通过研究表明最大贷款价值比率变化的产出成本非常小，尤其是在发达国家。同时，这类政策成功地降低了家庭信贷和抵押信贷的增长。结果说明，央行能利用宏观审慎工具来管理金融扩张，而不对货币政策目标产生重大影响。

## 目录

|                   |    |
|-------------------|----|
| 1、一些金融热点话题 .....  | 3  |
| 2、宏观审慎政策的成本 ..... | 11 |

## 1、一些金融热点话题

作者：Iris Claus, Leo Krippner 陈书菲编译

**导读：**金融在经济中起着关键作用，通过研究、政策、监管等方式促进了其在实践中不断发展。本文提供了当代金融话题的一些最新研究。因全球金融危机而产生的反思大多与非常规的货币政策、隐性银行担保（implicit bank guarantees）和金融欺诈相关联。通胀风险溢价（inflation risk premia）、金融与生产率、天使投资、风险投资、关系贷款（relationship lending）和小额信贷等话题也存在不断的研究，这些研究与数据和实践的发展有关。众筹和加密货币这最后两个主题是近期技术发展的产物。

### 1. 非常规货币政策

《关于非常规货币政策的国际证据和经验教训的调查：我们未来是“新常态”吗？》<sup>1</sup>的文章中，Pierre Siklos 等讨论了非常规货币政策（unconventional monetary policy, UMP）的有效性以及对未来的影响。非常规货币政策可以定义为不同于 07 年金融危机前通过短期利率政策实现政策目标的传统做法的政策方式，如量化宽松（QE）政策（中央银行改变其资产负债表的规模或构成）和前瞻性指导政策。

文章结论是非常规货币政策在抵消金融危机的负面影响方面具有很大的作用，但不一定能够促进其长期经济增长。在没有财政政策和经济结构政策的情况下，非常规货币政策无法使经济恢复到危机前的水平。

### 2. 隐性担保

Sebastian Schich 指出银行存在隐性政府担保，主要是由于市场参与者预期政府可能会救助那些被认为“太大而不能倒闭”（TBTF）的银行债权人。政府对全球金融危机实施的政策可能进一步巩固了这种看法。

虽然隐性银行债务担保可能在短期内使一些利益相关者受益，但它们会产生经济成本和额外风险。特别是，它们倾向于削弱市场规律，鼓励银行杠杆和风险承担，扭曲银行与非银行之间、小型银行与大型银行之间以及不同国家银行业之间的竞争。它们还为政府和纳税人创造了或有负债（Contingent liabilities）。

<sup>1</sup> [A survey of the international evidence and lessons learned about unconventional monetary policies: Is a 'new normal' in our future](#)

限制隐性担保价值的政策措施及其成本因国家而异。一个总体目标是健全银行资产负债表，从而降低保证价值。另一种途径是解决银行破产的顺畅和有效问题，从而减少隐性担保存在的看法。由于难以进行适当的估值并且可能会加强对保证存在的看法，因此明确收取用户费用作为银行“使用”此类担保的抑制因素不太可行。将一些银行确定为对全球系统具有重要性的银行，并使其受到特殊的、更具侵入性的监管处理，这种行为被视为对“使用”隐性担保的间接证据。然而，到目前为止还没有发现这种特定方法成功的证据。

Schich 总结了隐性担保的措施。这些措施虽然难以估价，但可用于评估限制 TBTF 的进展。有证据表明，隐性银行债务担保的价值已经低于全球金融危机（GFC）期间达到的峰值，但尚不清楚这些价值是否已经低于危机前的价值。

剩下的未决问题是隐性银行债务担保的价值应该进一步降低多少？在什么水平上认为是足够低，以至于进一步降低价值的成本将超过这样做的收益？

### 3. 金融欺诈 (Financial fraud)

已有的金融欺诈的实证文献研究分为三个方面：第一个是财务报表欺诈，涉及投资实体的虚假陈述；第二个是具有完全欺诈性计划的金融欺诈；第三个是欺诈性的不当销售行为，包括产品或服务明显不满足客户的需求。

金融欺诈在整个金融行业内普遍存在，包括一些金融机构的多次参与，而并不仅仅归因于一些“坏苹果”。事实上，文献综述中强调了学者认为促进金融欺诈的四个最新发展。首先，金融放松管制导致了新的利益冲突和不正当的激励结构，这来源于各级金融公司（以及基金经理和财务顾问等新的中介机构）的激励性薪酬结构。不考虑法律影响，不正当的激励结构可以使企业朝着短期盈利和股票价格最大化方向发展，而法律处罚可以简单地视为开展业务的成本。其次，在过去几十年中，金融市场已经涌入大量相对不成熟的投资者，这使得市场参与者可以欺诈更多、更容易被剥削的投资者。第三，由于金融市场交易中日益增加的复杂性，欺诈者有了欺骗其他市场参与者的机会。第四，近几十年来一直在增加的一些集体投资基金的秘密可以促进欺诈。对于基金经理使用的自营交易模型来说保密是合理的，但是与基金相关的金融欺诈和财务报表欺诈可以在不完全披露的环境中成熟。

在一些现有工作的基础上继续研究这个领域，可以调查欺诈对市场运作和金融系统稳定性的影响、促进金融欺诈的政治和经济结构以及放松管制和金融欺诈之间的关系。

在目前异常低利率的环境中，尤其可以研究的是鼓励承担过量的风险并促进庞氏计划（Ponzi）的事件是怎么发生的。

#### 4. 通胀风险溢价

Alexander Kupfer 在《用通胀挂钩债券来估算通胀风险溢价：论述》一文中研究了通胀挂钩债券（ILBs）中的溢价，该数据随着新数据的不断提供而增加，特别是在美国的过去 20 年。通货膨胀预期（Inflation expectations）是一个未被观察到的变量，是决策者和投资者的重要经济变量。原则上，名义债券和 ILB 应可以对不同范围的隐含通胀预期进行多次测量（与调查的通胀预期不同）。然而，名义 ILB 差价受到以下影响：通胀风险溢价、流动性溢价、通货膨胀指数滞后以及嵌入式通缩期权（一些 ILB 排除了低于面值的指数）。允许这些偏差可以提高隐含的通胀预期名义上的 ILB 利差，对于名义主权债务或者 ILB 主权债务发行的决策也很重要。通胀风险溢价的迹象也提供了一些关于经济状况的线索。

估算通胀风险溢价的策略在所有文献中有很大差异，包括回归模型、期限结构模型（有或者没有通胀数据）和宏观金融期限结构模型。这些研究普遍发现通胀风险溢价的幅度和变动是重要的。关于流动性溢价，它在 ILB 发行的最初几年和 GFC 时期最高。除了在后一种情况下即 GFC 期间，其他期间指数滞后和通缩被认为是可以忽略不计的。

该研究还提出了未来研究的潜在方向。目前，正在进行的研究有使用期限结构模型，同时考虑名义收益率的适当下限，而 ILB 收益率可自由演变为负值。同样的，因为在发行 ILB 时，消除该溢价会带来巨大的财政节约，所以需要 ILB 流动性溢价及其决定因素进行进一步深入的分析。最后，未来研究的另一个领域是扩展用 ILB 衡量实际均衡利率的最新期限结构方法，并研究包括 ILB 数据的两个或多个国家的期限结构模型。

#### 5. 金融与生产率（Finance and productivity）间的关系

越来越多的证据表明金融发展是生产率增长的重要因素。相反，阻碍金融有效发展的金融摩擦可以通过各种渠道阻碍生产率增长。例如，阻碍低生产率企业退出市场的低效率破产制度会抑制生产率的增长。在经济发达的经济体中，摩擦成本似乎是有限的，但在发展中经济体中则相当大。

生产率增长的主要驱动力是知识生产，有证据表明融资的有效性促进了更高的教育程度。总的来说，兼并和收购活动与生产率的提高有关，但混合着金融部门对生产率的直接贡献。20 世纪 90 年代后期的发展是巨大的，可能与当时的科技泡沫（The tech



bubble) 有关。跨国和单一国家的研究认为, 金融自由化与经济总生产率增长相关联, 例如股票市场开放和解除外资管制。

研究表明, 股权融资对于刚成立的和小型企业的增长特别有效, 而且它还是资助研究的主要外部资源。最近对经济盛衰时期的研究表明, 商业周期对生产率的影响尚无定论。

## 6. 天使投资

天使融资 (Angel finance) 是一种非传统的资金来源。天使投资是指高财富人士为初创企业提供想法、资本、建议和实际操作, 以换取所有权权益。他们通常在机构投资者之前投资于一个企业生命周期的早期阶段。天使投资对风险资本家起着补充作用。天使投资的投资者们通常更多地参与选择阶段并优先与这些企业家接触, 而风险资本家则领导交易阶段。在投资后的阶段, 天使投资更多地参与指导, 而风险资本家更多地通过合同和监督委员会来参与监督。

天使投资的文献分为三个主题领域。首先是天使投资的特征。第二个是天使投资市场, 第三个是天使投资流程, 随着 2011 年以来发布的论文数量的增长, 该流程已成为研究最多的方向。然而, 发达经济体和新兴经济体之间出现了较大的差距。新兴市场的特点往往是政治不确定性、腐败、缺乏早期投资支持机构以及对少数股东的法律保护。天使投资通过采用非正式网络和共同投资的投资策略来应对这些困难。在新兴经济体中, 天使投资通过共同投资以降低高水平的金融、法律、货币、政治、经济和市场风险, 而在发达经济体中, 他们通常通过共同投资以降低金融风险。

定量分析是天使投资研究中最常用的方法。然而, 一个关键的难题是天使投资通常是匿名的和不可见的, 因此难以识别哪些抽样有问题, 而且大多数研究依赖于便利样本 (Convenience samples)。

## 7. 风险投资

风险资本投资对于刚建立的或成长中的私营公司具有长期性、非流动性和少数股权投资性质。近年来, 外国资本对风险投资的重要性日益增加, 但外国风险投资公司面临着地理、文化和制度上的差距, 这限制了国内使用策略来减少信息不对称。回顾了有关风险投资国际化的文献, 并提出了未来研究的途径。他们讨论了哪些风险投资公司进行了跨境投资、在哪些国家投资、风险投资公司如何处理外国投资的负债以及国际风险资本投资的结果。

外国风险投资公司的资源、基金、辛迪加和监督投资组合公司的方式与国内风险投资公司不同。风险投资公司的国际化战略通常受目标国家的制度环境影响，并由其管理者（人力资本）的经验，以及包括移民国际技术社区（社会资本）在内的银团合作伙伴网络决定。投资交易特征和劳动合同用于减少信息不对称、监管和资源转移的问题。外国风险投资公司的另一个策略是与当地风险投资公司联合，将监管和增值外包给当地的共同投资者，因为当地投资公司不用面对地理、文化或制度方面的差距。关于国际风险投资资本，就以下两个方面而言：一是投资组合公司的发展，二是风险资本投资者退出投资组合公司后获得的金融回报，作者发现说法不一，并得出结论认为其需要更多的研究。

#### 8. 关系人贷款

一个更传统的资金来源是通过关系人贷款（Relationship lending），Andi Duqi、Angelo Tomaselli 和 Giuseppe Torluccio 在《关系人贷款仍然是一个喜忧参半的福音？贷款人和借款人的利弊评论》中提及到了关系人贷款。小企业面临的主要难题是，他们通常没有经过审计的财务报表和交易债务或股权。一种常见的贷款技术是关系人贷款，它可以帮助克服这些信息困难。银行通过与公司、公司所有者和当地社区联系获得的专有信息来决定是否向公司贷款以及以何种条件贷款。因此，关系人贷款与基于交易的贷款（或公平借贷）不同。对于后者，银行大多使用可核实的硬信息，这些信息来自财务报表、信用评分或担保。在文献中，作者评估了关系人贷款的主要决定因素是如何影响借贷方的利益和成本。他们发现，与向中小型企业提供公平借贷相比，关系人贷款有助于银行从优秀借款人中筛选出不良信贷并减少信贷配给，但借款人的优势似乎取决于借款人在市场上建立的声誉。特别是，对于向多家银行贷款的公司而言，这并不是最佳选择，因为这会向市场发出低质量的信号。

关系人贷款的方式通常由位于客户附近的小银行实施，而大型银行倾向于基于交易的贷款，这可能是因为大型银行拥有实施和利用的工具，这些工具基于交易贷款。有证据表明，在危机期间，比起交易银行，关系人银行会提供更好的条件来延长信贷，因为它们通过在经济危机期间收取较高的利率来弥补危机期间的影响。

关系人贷款可能会导致两个问题。第一个问题是软预算约束（A soft budget constraint），当借款人处于财务困境、项目风险变得更大、银行延长贷款以避免公司破产时就会出现这种情况。第二个问题是滞留问题，当关系人贷款使银行可以垄断信息

并允许银行收取更高的利率时发生。

根据各种巴塞尔协议，包括一系列关于银行法律和法规的建议，银行越来越多地依赖于使用筛选硬信息的技术。作者认为，巴塞尔协议将阻止银行收集和处理软信息，并建议进一步研究最佳银行业务的实践及其与监管、银行稳定性和实体经济的联系。

### 9. 小额贷款

小额信贷（Microfinance）是最新对金融领域的介绍，现在有更多的数据和研究用于分析。Marek Hudon 和 Niels Hermes 在《小额信贷机构绩效的决定因素：系统文献》中研究了关于小额信贷机构绩效的文献。小额信贷机构为贫困家庭提供金融服务，这些家庭被排除在正规金融体系之外。这些机构在长期内改善穷人生活方面的成功例子和它们在捐助支持方面的独立性都是评价其绩效的标准。然而最近，焦点已从社会转向财务业绩，注意力主要集中在成本效率上，因为提供金融服务的成本降低可以最大限度地提供金融服务对减贫的贡献。

Hudon 和 Hermes 从文献中得出了一些结论。经营规模对小额信贷机构的财务绩效有积极影响，但并不总是影响其社会绩效。补贴资金对财务绩效的影响不一，但补贴往往会改善社会绩效。大多数研究都集中在补贴上，可能是因为大多数小额信贷机构仍然依赖政府的补贴，只有少数研究其他资金来源，例如存款、股权和债务。存款和储蓄会导致管理收入的波动，所以缺少对存款作为资金来源的关注，会对小额信贷机构的社会绩效产生影响。只有少数研究考虑了国内金融体系的发展与小额信贷机构绩效之间的关系。在治理方面，大多数论文都关注董事会的作用，很少有人讨论透明度和披露的重要性。

最后两篇论文是由于技术进步产生的金融新话题。技术可以通过提高效率促进金融创新，从而促进潜在市场的发展。或者说纯粹的技术进步可以带来全新的金融产品。

### 10. 众筹

Fabrice Herve 和 Armin Schwienbacher 在《众筹与创新》中研究了一种新形式的融资，即小企业的众筹（Crowdfunding）。众筹活动在专门的平台上进行，通过标准化流程来开展活动，并提高了项目的知名度。现在，各种项目通过众筹来筹集资金并且出现了各种类型，包括奖励、捐赠、贷款和股权众筹。许多由众筹资助的项目都是艺术和社交类型的。

众筹可以为小型创新公司提供股权融资，而这是专业投资者无法提供的，并且与本



文研究的天使投资和风险投资存在一些主要差异。普通投资者不会购买股权，而是购买票据等证券。相比之下，天使投资者和风险投资基金通常购买普通股和可转换优先股。普通投资者除了提供财务资源外，还可以通过向企业家提供反馈和想法来参与项目。

然而，从人群中获取信息和反馈可能并不总是促进创新项目的发展，例如当企业家必须花费大量时间与人群互动时。此外，比起专业投资者资助的项目，众筹由于大量个人的参与，披露了更多有关公共领域的项目信息。因此，难以复制或仅略微创新的项目更有可能寻求集资。关于众筹研究的主要理论和预测方面仍有待实证检验。

### 11. 加密货币

带来新金融产品的纯技术进步的一个例子是使用计算机加密技术来创造所谓的加密货币 (Crypto-currencies)。在《加密货币：不太有趣的货币介绍》中，Christie Smith 和 Aaron Kumar 介绍了关键概念以及未来潜在发展需要注意的事项。Smith 和 Kumar 总结了加密货币和分布式账本技术 (Distributed ledger technology) 的崛起和未来潜在的影响，特别强调了与加密货币相关的一些风险，并讨论了这些技术对支付系统、金融机构、市场和监管机构的一些潜在影响。

作者得出结论，加密货币没有货币的三个基本属性，因为它们尚未被普遍接受或用作账户单位，而且它们的波动性使它们成为不确定的价值储备。然而，加密货币具有一些使其具有吸引力的特征，这有助于解释对它们的需求不断增长的原因。例如，加密货币允许更快的跨境交易，可能会降低交易费用，还有交易不可逆性和伪匿名（即使相关起诉说明无法保证绝对匿名）。

加密货币目前只占全球交易的很小一部分，因此尚未与传统金融系统和中介机构构成重大竞争。而且，虽然已经在努力使加密货币适应信贷提供，但金融中介机构存在用于评估和监督借款人的规模经济，这意味着这些中介机构可能会继续在促进信贷方面发挥主导作用。

加密货币及其作为交易媒体的未来发展并不明确。加密货币和分布式账本技术很可能成为全球支付系统的重要组成部分（分布式账本和加密技术的使用也有更广泛的用途）。但是，在交易中广泛使用加密货币或者分布式账本技术将取决于来自替代交易技术 (Alternative transaction technologies) 的竞争，并且需要解决可扩展性问题，以便在全球范围内进行中间交易的竞争。显而易见的是，如果加密货币要在交易中发挥重要作用，必须解决加密货币的监管和法律地位。监管和法律改革需要考虑到大多数加

加密货币的分散性以及它们超越国界的能力。毫无疑问，鉴于从开始到普遍使用加密货币以来时间的短暂性，将来会有更多关于加密货币的研究。

原文链接: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/joes.12298>

作者单位: Iris Claus (卡怀托大学), Leo Krippner (新西兰储备银行)

## 2、宏观审慎政策的成本

作者: Björn Richter, Moritz Schularick, Ilhyock Shim 陈书菲编译

**导读:** 央行越来越依赖于宏观审慎政策来管理金融周期,但是实施的宏观审慎政策对货币政策的核心目标“产出和物价稳定”的影响在很大程度上是未知的。该文的研究表明最大贷款价值(Loan to value, LTV)比率变化的产出成本非常小,尤其是在发达国家。同时,这类政策成功地降低了家庭信贷和抵押信贷的增长。这些结果说明,央行能利用宏观审慎工具来管理金融扩张,而不对货币政策目标产生重大影响。

全球危机后,世界各国央行和监管机构越来越多地依靠宏观审慎政策来维持金融稳定。已有研究认为,决策者可以使用宏观审慎工具来缓和信贷和资产价格周期(例如, Akinci 和 Olmsted-Rumsey, 2018; Bruno, 2017; Kuttner 和 Shim, 2016)。这可能会减小负产出的极端风险(Tail risk),这种风险来源于过度信贷与金融危机之间的联系。(Schularick 和 Taylor, 2012; Jordà et al., 2013)。然而,关于这些工具如何影响货币政策传统目标的经验证据还很少。一定程度上来说,这些证据的缺乏是由于存在两个经验方面的难题,从而使得识别和测量影响的效果变得困难。在最近的研究中, Richter et al. (2018)在应对这两个难题方面取得了进展。

### 叙述性识别法和 LTV 政策的强度调整

首先,宏观审慎政策不是随机制定的。当我们要评估宏观审慎政策的产出和价格效应时,我们需要确保这些政策在实施时不是针对当前或预期的产出和通货膨胀的发展情况。因此,为了解决这个问题,我们把重点放在某一个特定的工具上,它经常被用来应对信贷和房地产市场的繁荣-萧条周期,但很少用来应对实体经济变量—贷款价值(Loan to Value, LTV)上限的变化。我们的研究基于手工收集整理的数据集,它详细描述了决策者在改变 LTV 上限时的意图。本着与货币政策冲击的叙述性识别类似的精神,我们认为,就货币政策的目标而言,在没有参考当前或预期的产出和通货膨胀趋势下而采取的宏观审慎政策可以被视为外生的。我们在 Shim et al. (2013)开发的数据库的基础上,汇编了一个全面的、新的面板数据集,这其中包括对 89 项 LTV 措施的季度观察,这些

措施没有将产出或通货膨胀作为目标。

其次，衡量宏观审慎政策的实施力度是很困难的，现有数据库通常使用虚拟或指示变量来表示对 LTV 限制的放松(-1)、紧缩(+1)或没有变化(0)。当我们使用虚拟变量时，最大贷款价值比率从 80%下降到 60%和从 80%下降到 75%的表示结果是一样的。显然，这两项政策的影响可能不同，调整的规模也是有影响的。因此，我们可以利用 LTV 上限的变动幅度来估计 LTV 上限的一个百分点变化对产出和通货膨胀的影响。贷款上限的改变往往只适用于按揭市场的某一特定部分，因此我们亦会对受按揭贷款政策影响的贷款范围作出调整。只有在以前有 LTV 限制的情况下，我们才能为这种变化赋值。因此，我们的样本减少到 53 个措施，这些措施既对实体经济是外生的，也在上述意义上可以量化。根据引用的文献，我们将为 LTV 限值收紧赋一个正值，例如+10 表示从 80%改变为 70%。

### 对产出和通货膨胀的影响

利用这个新的数据集，我们使用局部投影法(Local projection, Jordà, 2005)来估计 LTV 限值变化的脉冲反应(Impulse response)。我们发现，在 16 个季度之后，最大贷款价值比率下降 10 个百分点将导致产出下降 1.1%(见图 1)。粗略计算表明，LTV 收紧 10 个百分点政策的两年期影响，与政策利率上调 25 个基点的影响程度大致相当。然而，对这些影响的估计并不准确，其只存在于新兴市场经济体，而不存在于发达经济体(见图 2)。我们还发现，收紧 LTV 限值比放松其限值具有更大的产出效果。价格反应最初是稍微正向的，但在大多数模型中甚至比 GDP 的反应还要小。消费的反应与 GDP 的反应相似。

为了排除我们的结果是由全球危机后采取的 LTV 措施所导致的，我们只考虑在 2006 年之前实施 LTV 的变化，所得到的结果与上述结果非常类似。最后，为了确保我们的结果不受单个国家的影响，我们逐个放弃中国、香港特区和冰岛——最经常使用 LTV 政策的地方，取得的结果也与上述结果一致。

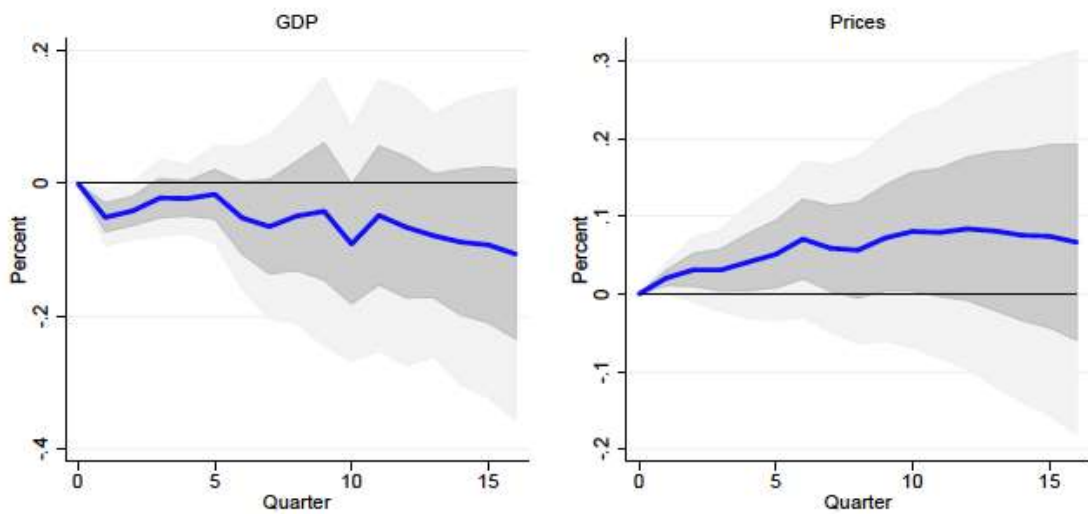


图1 宏观审慎政策的产出与通货膨胀效应

注：记蓝线显示在最大LTV比率下降1个百分点后，16个季度的实际国内生产总值累积反应系数和16个季度的价格水平。阴影区域指1标准差(暗)和1.96标准差。

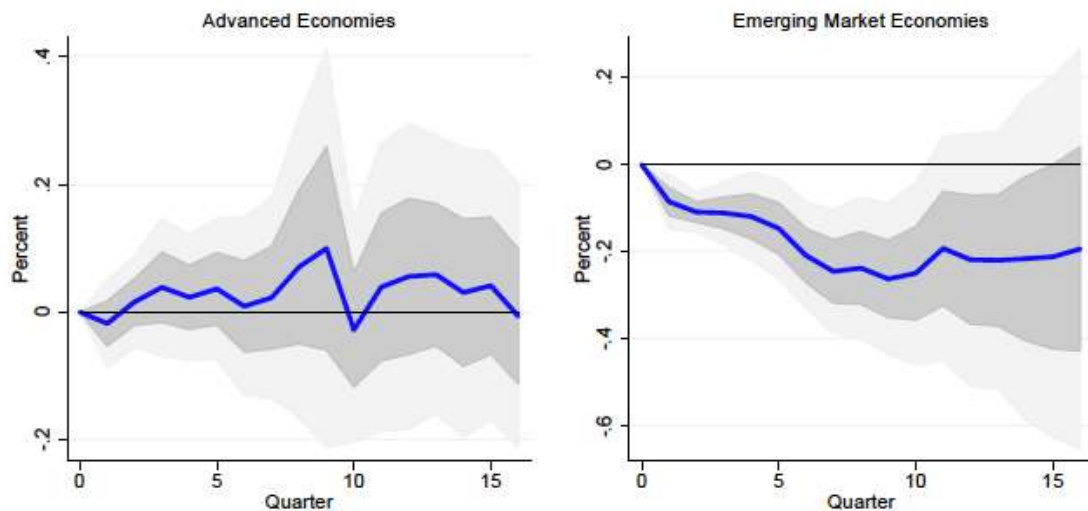


图2 子样本产出效应

注：记蓝线显示在最大LTV比率下降1个百分点后，16个季度的实际国内生产总值累积响应系数。阴影区域指1标准差(暗)和1.96标准差。

### 对金融周期的影响

这些结果表明，LTV变化对产出和通货膨胀的影响似乎非常小。接下来，我们研究LTV限值的变化是否达到了调节金融周期的预期目标。为了解决这个问题，我们不能采用以前的方法：大多数LTV的改变显然是针对信贷和住房市场发展的反应。因此，我们采用两步逆倾向加权策略（Two-step inverse propensity weighting strategy）来重新随机化LTV的变化。在第一阶段，我们估计了处理概率（The probability of a



treatment), 在我们的例子中, LTV 极限收紧(这里我们使用一个虚拟变量)。在第二阶段回归中, 观测值与可接受的估计处理概率成反比, 从而更加接近随机分配的理想状态。

使用这一程序, 我们确实发现收紧 LTV 限制降低了信贷和资产价格的增长。特别是在 16 个季度之后, 家庭信贷和抵押贷款显著减少了约 5%(图 3), 而房价在这四年中显著下降了 8%(图 4)。收紧 LTV 限制对股票价格也有负面影响, 但这是微不足道的。

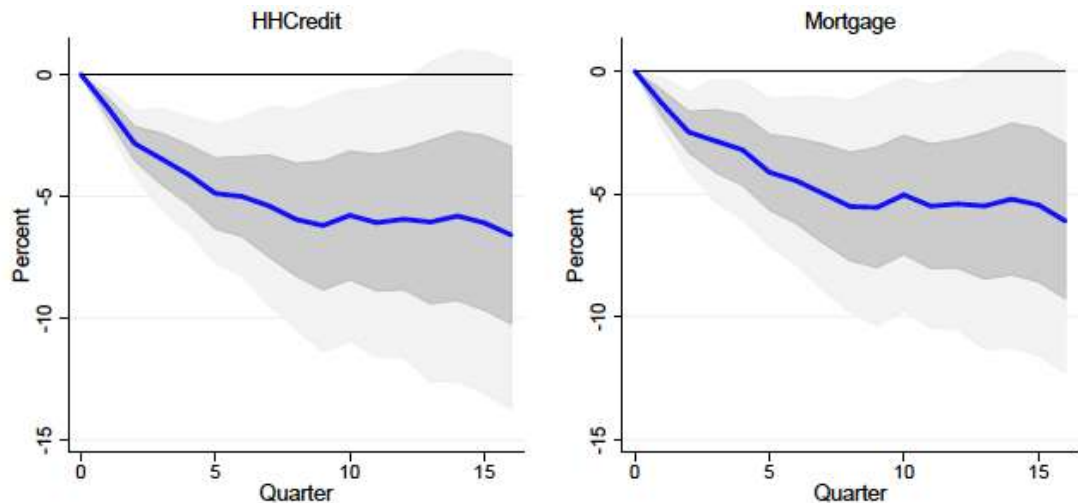


图 3 信用变量

注: 记蓝线显示了在最大 LTV 比率收紧后 16 个季度实际家庭信贷和实际抵押贷款的累积反应系数。阴影区域指 1 标准差(暗)和 1.96 标准差。

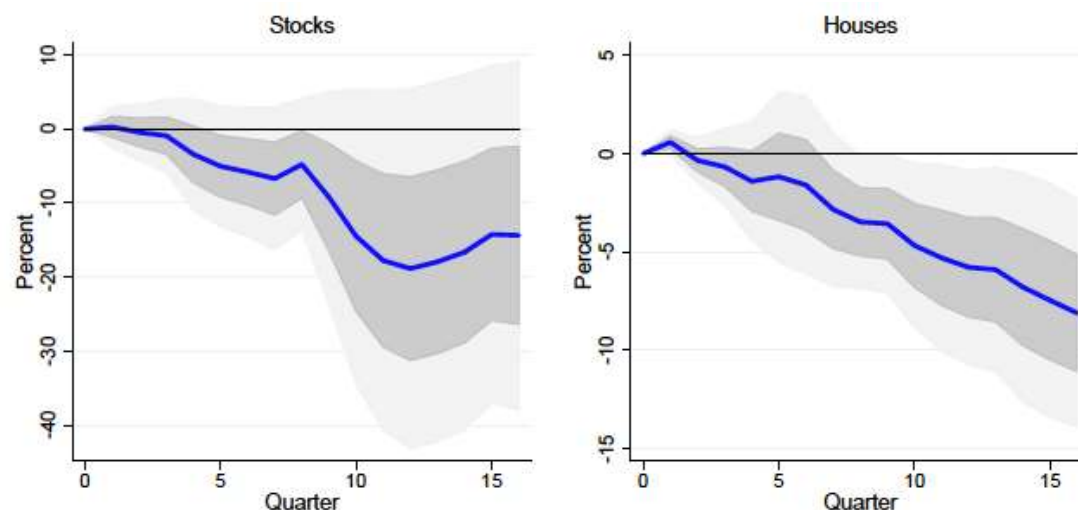


图 4 资产价格

注: 记蓝线显示了在最大 LTV 比率收紧后 16 个季度的实际股票价格指数和实际房价的累积反应系数。阴影区域指 1 标准差(暗)和 1.96 标准差。

## 结论

各国央行可以使用宏观审慎工具来管理金融扩张，而不会对货币政策目标产生重大影响。此外，我们使用经有限调整的、量化的 LTV 变化的这个变量，为决策者提供如何校准宏观审慎工具的指导。最后，证据表明，在金融目标下实行的最高贷款价值比率的变化，往往对预期的信贷和房价产生相当大的影响。

原文链接: <https://voxeu.org/article/costs-macroprudential-policy>

作者单位: Björn Richter (波恩大学), Moritz Schularick (波恩大学),  
Ilhyock Shim (国际清算银行)

**声 明**

《国际研究镜鉴 (Financial Regulation Research International)》为内部交流刊物，报告中所引用的信息均来源于公开资料，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地（以下简称“研究基地”）对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。文中的观点、内容、结论仅供参考，研究基地不承担因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究基地所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地是由中国社会科学院批准设立的院级非实体性研究单位，由中国社会科学院金融研究所作为主管单位，专门从事金融法律与金融监管领域的重要理论和实际问题研究。

地址：中国北京朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层 1101 室

邮编：100028

网址：<http://www.flr-cass.org>

电话：+(8610) 59868205

E-mail：[flr-cass@cass.org.cn](mailto:flr-cass@cass.org.cn)