

货币政策与宏观审慎政策研究： 共识、分歧与展望^{*}

周莉萍

内容提要：本文重点分析了货币政策与宏观审慎双支柱政策三种实现模式的核心内容、政策利弊及若干共识。分析表明，中央银行是维护金融稳定的主导机构之一，但货币政策不是维护金融稳定的最佳选择。在长期，或可以通过改变货币政策规则、新增货币政策工具或者推动货币政策框架转型来兼顾金融稳定目标。货币政策和宏观审慎双支柱政策应该发挥各自的相对优势，首先侧重自身有调控优势的政策目标，其次要兼顾与另一政策的配合，尽量不对冲；信用创造是二者都应关注的金融活动，也是协调的重点；二者的协调配合模式是动态的，应该考虑不同的经济发展阶段、经济发展周期、本国金融结构等因素。针对国内双支柱政策，本文提出了几点建议：货币政策宽松时期应避免力度较大的强宏观审慎政策；宏观审慎政策的重点应放在系统重要性金融机构的日常监管和破产清算以及金融机构之间的内在关联性；落实宏观审慎评估工具，加大对房地产市场的覆盖；进一步完善货币政策自身机制。

关键词：货币政策 宏观审慎 双支柱政策 逆风而行策略

一、引言

自宏观经济学基本框架形成以后，学术界曾就价格稳定的政策机制进行过充分讨论，甚至形成了不同的流派，如凯恩斯主义、新凯恩斯主义、货币主义学派等，但最终亦达成了一些共识，从而推动现代宏观经济理论研究进入新阶段。次贷危机之后，各国和地区对防范系统性风险、维护金融稳定的政策机制更加重视，学术界的理论讨论也更加激烈。

在2008年国际金融危机之前，货币政策和微观审慎金融监管可以被明确区分，各自都有不同目标和工具体系。货币政策主要使用利率和汇率工具以保持价格稳定，同时，央行作为最后贷款人为银行体系提供流动性。微观审慎监管主要使用流动性和资本监管要求等工具以防止单个金融机构倒闭及可能的道德风险。事关系统性风险的金融机构之间的关联性等问题成为监管空白。次贷危机之后，金融稳定目标被置于一国宏观金融管理的核心目标之列，新型宏观审慎政策主要应对系统性风险，维护金融稳定。系统性风险的来源有两大类，除了杠杆和羊群效应推动的信贷和流动性顺周期性之外，还包括系统重要性金融机构等构建的金融网络内在关联性，它们是当前宏观审慎政策发挥作用的主要领域。就金融顺周期性而言，与之紧密关联的是信贷周期、杠杆和资产价格泡沫等，货币政策毫无疑问对顺周期性的影响因素有直接或间接推动作用。故此，关于货币政策与宏观审慎政策的交叉研究越来越多。

目前，围绕采用什么政策来维护金融稳定，研究大致集中在三个层面：中央银行的货币政策如何承担金融稳定职责；货币政策与宏观审慎政策如何协调配合以维护金融稳定；宏观审慎政策如何构

^{*} 周莉萍，中国社会科学院金融研究所国家金融与发展实验室，邮政编码：100028，电子邮箱：zlpifb@cass.org.cn。本文得到国家金融与发展实验室以及第一创业证券的支持。感谢匿名审稿人的修改意见，当然文责自负。

建自身的工具体系以维护金融稳定。

第一层面的讨论是：既然执行主体同为央行，那么货币政策与宏观审慎政策应该合二为一，货币政策需要新增一个政策目标，即金融稳定，或者至少货币政策在实施过程中应该兼顾金融稳定目标，而不是起相反作用。但是，一部分知名学者极力反对让货币政策承担金融稳定职责。例如，Svensson(2012a, 2017)认为，货币政策维护金融稳定的成本远高于收益；货币政策不是抵御金融风险的第一层次工具，而是最后一个层次的工具；利率不是唯一可用的工具，利率等货币政策工具都需要漫长的传导过程，产生效果较慢，还有诸多比短期利率更有效的工具可以维护金融稳定。因此，学界有了第二层面的讨论：货币政策与宏观审慎政策应该分开执行，但二者可以协调配合，寻求最佳配合模式和效果。货币政策与宏观审慎政策如何配合？目前，最前沿的讨论集中在这一层面，这也是最具有实践指导意义的讨论。这一层次的讨论意味着宏观审慎政策是相对独立的，传统的货币政策无须改变太多。因此，有不少学者将研究的重心直接放在了宏观审慎政策自身，由此形成了第三层面的讨论：宏观审慎政策作为独立的政策工具如何维护金融稳定。这一层面的讨论相对容易深入，集中在新工具体系的设计、部门宏观审慎政策之间的配合等。

围绕上述三个层面的问题，本文梳理了次贷危机后的国内外学术讨论，试图厘清货币政策与宏观审慎双支柱调控模式目前形成的基本共识、存在的分歧，并结合我国的双支柱政策构想以提出相关政策建议。

二、维护金融稳定：中央银行(货币政策)可能的角色

中央银行制度是20世纪银行危机的产物，它在一定程度上结束了自由银行业的混乱，以最后贷款人的职能稳定了整个金融体系，天然具有金融稳定职责。2008年国际金融危机也基本上肯定了央行在实现金融稳定中的核心作用。因此，学界形成了第一层面的讨论，核心是将宏观审慎职责内嵌于中央银行的货币政策执行框架中，从宏观审慎监管的理论渊源入手，探讨中央银行或者货币政策如何承担宏观审慎和金融稳定职责。

(一) 货币政策承担金融稳定职责的缘起及可能的途径

宏观审慎需要一个对金融体系有全局性认知的机构来执行，传统的微观监管主体难以胜任，中央银行首当其冲。从宏观审慎的理论来源和政策实践来看，这一点都毫无争议。巴塞尔委员会的前身Cooke Committee早在1979年就已经在国际会议上正式提出过宏观审慎的概念，指出“当微观经济问题开始引起宏观经济问题时，微观审慎问题就变成了所谓的宏观审慎问题”(Borio, 2009)。1986年，巴塞尔委员会在《国际银行业的创新活动》中也提出了宏观审慎政策的概念，将其定义为促进“广泛的金融体系和支付机制的安全和稳健”(BIS, 1986)。金融创新往往处于传统金融监管尚未触及的真空地带，监管机构即使管住了单个金融机构，也未必能管住金融体系的系统性风险。因此，Borio et al(2001)、Borio(2003)、Adrian & Brunnermeier(2009)等从学理上指出，金融体系的系统性风险并不等于单个金融机构风险的简单加总，单个金融机构健康并不意味着整个金融系统安全，其原因在于个体行为与系统安全存在冲突(Diamond & Dybvig, 1983)、金融风险外部性(Allen et al, 2010)、信息不对称、道德风险、顺周期性、监管套利(Crockett, 2000)等情况。这些早期研究和实践构成了危机后宏观审慎政策和监管的主要理论基础，初步研究结果显示，宏观审慎监管不同于以往的微观监管，需要一个新的执行机构。

危机后，中央银行主导了金融监管体制改革，在新的宏观审慎政策框架中发挥了核心作用。因此，宏观审慎政策的执行主体往往被默认为中央银行。中央银行承担宏观审慎职责确实也有一定的内在合理性，原因有二：(1)宏观审慎政策与货币政策的中介目标一致。宏观审慎政策的核心工具，无论是逆周期资本缓冲还是贷款—价值比，都旨在抑制金融机构在信贷扩张过程中承担过多的风险。中央银行的货币政策最重要的中介目标就是信贷，这是继各层次货币总量指标失效之后最为广泛使用的中介目标，也是经典、有效的传导机制。故从中介目标——信贷来看，货币政策

与宏观审慎政策完全一致,中央银行同时执行货币政策和宏观审慎政策有内在合理性。(2)在多国《中央银行法》中,中央银行被赋予了金融稳定职责。历史实践也证明,中央银行通过货币政策发挥最后贷款人职责,本身就是在维护金融稳定以防止整个金融体系崩溃。因此,一部分学者主张将宏观审慎政策目标,即金融稳定内嵌于货币政策执行框架中,集中讨论了货币政策如何维护金融稳定的问题。

将宏观审慎职责与货币政策融合的一种途径是,将资产价格稳定和金融稳定目标融入当前货币政策的价格稳定目标,即扩展价格指数的范围和涉及的生命周期,将股票价格和房屋价格等资产价格纳入其中,强调一个人的“终身生活成本”(A lifetime cost of living)(Alchian & Klein, 1973; Goodhart & Hoffmann, 2000, 2002; Goodhart, 2001)。在这一思想指导下,为了稳定资产价格,防止资产价格泡沫破裂后的破坏性风险,后来的学者提出了较为明确的一种做法,即货币政策采取逆风而行(Lean Against the Wind)的策略,在泡沫破裂之前主动刺破资产价格泡沫(Cecchetti et al, 2000, 2003; Borio & Lowe, 2002; Borio & White, 2003; Woodford, 2012)。着眼于降低经济中长期下行风险,巴塞尔委员会、欧洲央行是该策略的坚定支持者(Trichet, 2005, 2010; ECB, 2005, 2010; BIS, 2014)。在实践中,日本央行在20世纪80年代践行了逆风而行货币政策策略,主动刺破房地产市场泡沫,其也是该策略的一贯奉行者和支持者。次贷危机之前的美联储则持完全相反的观点,主张央行不应主动刺破资产价格泡沫,而应在资产价格泡沫破灭后进行清理(Himino, 2016)。很多学者在逆风而行框架下对货币政策和宏观审慎监管的配合模式展开研究,比如对泰勒规则等货币政策规则的改造(Verona et al, 2017)。Bean et al(2010)对美国和英国在2003—2006年间的逆风而行策略进行了评估,发现其较好地平缓了信贷/资产价格泡沫。Laseen et al(2017)在新凯恩斯主义模型下研究了逆风而行的利率政策策略能否降低系统性风险、提高福利,研究发现,当金融部门的杠杆包含了没有被通货膨胀和产出捕捉到的实体经济信息时,逆风而行的金融变量能明显提高社会福利;逆周期的资本监管要求能降低系统性风险并提高生活福利,但金融紧缩时期突然的货币政策紧缩策略无法降低系统性风险。

逆风而行的货币政策策略要求提前构建一个清晰的、央行可容忍的资产价格波动范围,因此遭到了部分学者的反对。另外,反对者还认为,货币政策对资产价格的总体影响并不确定,很难断定是好还是坏。Røisland(2017)研究认为,逆风而行的货币政策难以摆脱时间不一致问题,尤其当金融周期产生的政策成本不对称时。Tomulesa(2013)研究认为,中央银行提高自身与市场的沟通能力和政策透明度,例如实行前瞻指引型货币政策,有助于提高经济政策的有效性,从而有助于金融稳定。此外,货币政策的前瞻指引策略或者规则被部分学者认为是减少资产价格泡沫、维护金融稳定的重要途径(Okina et al, 2000)。

(二) 货币政策承担金融稳定职责的局限性

长期以来尤其是2008年以来,国内外很多学者认为,资产价格泡沫等因素如果没有严重影响到未来通货膨胀水平,货币政策不应过度关注这些影响金融稳定的因素。一方面,学者们认为这些现象都是短期的暂时性问题,且货币政策没有更多的工具可以应对新目标;另一方面,他们认为央行应保持独立性,以获取公众对中央银行稳定通胀和产出的信心(Kindleberger, 1995; Filardo, 2000; Blanchard, 2000; Bernanke & Gertler, 2001; Greenspan, 2002; Kohn, 2006; Gruen et al, 2005; Bean et al, 2010; Kuttner, 2011)。更有学者认为,资产价格泡沫的根源是动物精神,而货币政策无法改变这一点,反而会激化或加重动物精神(Blanchard, 2000)。Cecchetti(2015)认为,在绝大多数情况下,货币政策应该专注于价格稳定和经济增长,将金融稳定目标留给审慎监管主体;只有极少数情况下,货币政策必须兼顾金融稳定目标,即审慎监管当局的政策完全失效。还有学者认为,央行在执行货币政策时,应善意地忽略金融稳定目标,应该将金融稳定留给市场自律或者审慎监管主体,同时,货币政策制定者应考虑资产价格因素,则货币政策对金融稳定的贡献就是保持价格稳定、较低的通货膨胀(Bernanke & Gertler, 2001)。在实践中,“善意忽视”资产价格泡沫的货币政策策略一度

非常流行,现代中央银行的一般均衡模型框架也不把金融摩擦作为经济周期波动的一个主要因素,这导致货币政策和金融稳定政策是分别执行的。因此,在国际金融危机之前,多个国家或地区的货币政策与审慎监管是分开的。学术界一致认为货币政策的首要目标是保持价格稳定,其次是充分就业、促进经济增长、保持国际收支平衡等。Issing(2003)等也证明,实体经济的价格稳定在一定程度上能促进金融稳定,但并非充分条件。

根据丁伯根原则,货币政策若要同时兼顾金融稳定目标,政策工具数量应与政策目标保持一致,这就需要探讨新的货币政策工具、规则或框架。货币政策工具强调将通货膨胀缺口和产出缺口最小化,然而却依赖审慎监管以避免风险过度导致金融不稳定(Mishkin, 2010)。理想的状态是,二者在一个框架下执行,共用一套政策工具。因此,Bernanke(2002)提出,在短期货币政策制定中,中央银行必须把价格稳定和金融稳定看成高度互补和一致的目标,在一个统一的货币政策框架下实现灵活的通货膨胀目标是实现这一目标的最好货币政策框架。但事实上,虽然价格稳定和金融稳定确实是高度互补的政策目标,但要在一个框架下保持一致却有非常大的难度。Suh(2014)研究发现,宏观审慎政策对于稳定信贷非常有效,对通胀的影响则非常有限;相反,货币政策对于稳定通胀非常有效,对于稳定信贷则相当迟钝。

总体来看,关于中央银行或者货币政策承担金融稳定职责的问题上,经济学家们大致形成了若干基本共识,即中央银行一直以来都对金融稳定负有基本职责,作为最后贷款人提供流动性支持,是维护金融稳定的主导机构之一,但这并不意味着央行必须是宏观审慎政策的执行机构。危机后,大部分经济学家认为,央行传统的货币政策框架内不宜新增金融稳定目标,从实施效力和成本来看,将宏观审慎监管内嵌于货币政策框架难度较大。总之,货币政策不是维护金融稳定的最佳选择。但共识之外也有不少分歧,例如,国内外不少学者依然在探索通过改变货币政策规则、新增货币政策工具或者推动货币政策框架转型来兼顾金融稳定目标;也有极个别央行认为其只能发挥最后贷款人职责,不负责金融稳定等。

三、货币政策与宏观审慎监管的协调和配合

目前的学术讨论表明,在传统货币政策框架内部增加新的金融稳定目标仍是理论难题和实践难题。Caruana(2011)认为,对于审慎监管或者宏观审慎监管而言,金融稳定都是一个巨大的任务。因此,还需货币政策来配合实现,需要调整货币政策策略,使得央行在保持低通胀的同时可以应对金融失衡。因此,学界很快出现了第二层面的讨论:宏观审慎政策可以有相对独立的工具和决策体系,而传统的货币政策目标和执行框架可基本不变。但关于两者之间如何协调配合,可探讨的空间很大。

(一) 双支柱政策可能的落脚点

货币政策与宏观审慎双支柱政策的核心内容之一是如何协调配合,落到实处。部分学者证明了货币政策与宏观审慎政策的协调配合确实增加了社会福利。Greenwood-Nimmo & Tarassow(2016)研究发现,紧缩型的货币冲击加速了金融脆弱性,提高了信贷/GDP比例和金融比例(企业债务/内部资金)。相反,当利率固定时,信贷约束型宏观审慎冲击在短期内能降低信贷/GDP比例,但无法降低金融比例。所以,当货币政策的短期利率能根据宏观审慎冲击自由变动时,信贷/GDP和金融比例都将下降,即降低了金融的脆弱性,这显示出宏观审慎政策与货币政策协调管理的重要性。Malovana & Frait(2017)研究发现,金融危机之后适应性的货币政策滋生了新的信贷周期,增加了金融脆弱性;此时,依靠宏观审慎监管政策提高银行资本比率效果不一定最好,其产生了更高的不确定性。因此,宏观审慎政策与货币政策有必要协调配合,避免政策冲突。

那么两种政策如何协调配合,政策的着力点在哪里?以下几种观点或者视角值得关注。

1. 二者的协调配合应该落在抑制资产价格泡沫方面。代表性研究包括 Allen & Gale(2007), Allen & Carletti(2009), Reinhart & Rogoff(2009), Gelach(2010), Allen & Rogoff(2011), Svensson(2012b), Canuto & Cavallari(2013), Geoge(2015), Collard et al(2017)。持该观点的学者认为

金融危机的主要根源是货币以及信贷政策等引起的资产价格泡沫,因此,金融稳定政策的主要目标之一是抑制资产价格泡沫。所以,宏观审慎政策与货币政策的协调配合的具体任务之一,就是在面对资产价格泡沫时二者应该一致而不是相左,即目标是共同抑制或刺破资产价格泡沫,保持金融稳定。宏观审慎政策自身具有紧缩性质,抑制资产价格泡沫是其内在职责。如果两者相左,则意味着货币政策不主动刺破资产价格泡沫,而是继续放松信贷,释放流动性继而吹大泡沫,此时必然对冲宏观审慎政策的执行效果;而宏观审慎政策在刺破资产价格泡沫时,若不顾及给实体经济部门带来的负面影响,力度控制不当,也必然削弱货币政策支持实体经济的实际效果。总之,抑制资产价格泡沫应是双支柱政策的协调重点。但也有学者给出如下货币政策不应关注资产价格泡沫的理由。

2. 应该从政策的相对优势比较角度讨论二者的分工和协调模式。任何政策都有特殊的工具、目标和优势,让每一类政策发挥自身的相对优势非常重要。作为宏观审慎政策重点关注的目标,信贷和资产价格是一件事情的正反两面:前者是金融不稳定的促成因素,后者是金融不稳定的外在表现,货币政策和宏观审慎政策可以相机抉择进行配合,优势互补。Rubio(2016)提出用货币政策工具中的短期利率调节信贷增长,用宏观审慎工具即贷款—价值比(Loan-to-Value, LTV)调节资产价格。Røisland(2017)则认为,货币政策的相对优势是稳定产出,宏观审慎政策的相对优势是稳定金融变量。因此,最优的合作模式是货币政策专注于稳定产出,不要刺破泡沫,不要逆风向而行,让宏观审慎政策调节资产价格。

3. 货币政策有明显的松紧特征,宏观审慎政策自身天然带有紧缩性质,宏观审慎政策应通过自身力度控制与不同类型的货币政策主动配合。代表性研究如 Bruno et al(2017)认为,宏观审慎政策在紧缩型货币政策期间的实施效果好于宽松型货币政策期间。其隐含的政策含义是,在紧缩型货币政策期间实施宏观审慎政策,在宽松型货币政策执行期间则最好终止宏观审慎政策、改用其他政策。Taylor & Zilberman(2016)研究发现,宏观审慎政策与货币政策有几种配合模式:在面临信贷冲击时,逆周期监管比货币政策更为有效,有助于稳定价格、金融体系和宏观经济;在面临供给冲击时,最优政策组合是宏观审慎监管配合强有力的反通胀政策。

4. 货币政策和宏观审慎政策的协调配合应与国家经济发展阶段和特征相匹配。代表性研究是日本央行的学者 Sato(2014),认为不同国家在不同经济发展阶段的货币政策和宏观审慎监管有不同的侧重点和配合模式。例如,不少发达国家常年将通货膨胀维持在较低水平,此时价格稳定已经实现,其配合的侧重点应该是维护金融稳定;对于日本这种长期处于通货紧缩状态的国家,稳定价格是政策配合的重点。

5. 要从更加广阔的视野研究宏观审慎政策与货币政策的协调配合。宏观审慎政策作为2008年国际金融危机之后的新型政策工具,需要与以往所有的宏观经济、金融管理政策配合,包括货币政策、微观审慎监管等,但不限于货币政策。代表性研究来自IMF的学者,其系统分析了宏观审慎政策与其他宏观金融管理政策之间的配合,认为有效的宏观审慎政策有助于提高货币政策的执行效果,使货币政策更好地稳定价格(Vinals, 2013)。而在宏观审慎政策缺失或者执行不力的国家,货币政策疲于同时兼顾价格稳定和金融稳定,总体效果不佳。同时,宏观审慎政策不能代替微观审慎监管,强有力的微观审慎监管是金融监管体系的根基,能保证宏观审慎政策在金融机构的有效传导。但二者之间存在摩擦,例如宏观审慎政策具有逆周期性,在经济不景气时,宏观审慎政策会要求放松监管,增加信贷;而微观审慎监管此时则要求加强监管,增加资本金,以保护单个金融机构运营安全。这种摩擦需要宏观审慎政策与微观审慎政策之间的协调,例如,可以在经济景气时加强监管,增加资本缓冲,以减少经济不景气时的高资本金要求。

6. 应从金融中介视角研究宏观审慎政策与货币政策的协调配合。代表性研究是 Kiley & Sim(2017)等。该观点认为,无论是货币政策还是宏观审慎监管,其对准的目标都是金融中介,其是政策传导的主要环节。因此,从金融中介视角研究双支柱政策效果是较为重要的研究路径。Kiley & Sim(2017)构建了一个有金融摩擦的金融中介模型,考察了最优宏观审慎监管在金融中介遭受

冲击时所产生的效果。他们认为，货币政策不应对信贷周期过度反应，而是应该致力于使经济免受金融摩擦的扭曲效应影响。逆周期的宏观审慎政策能提高福利，但面临挑战：在金融中介冲击下，拉姆齐最优宏观审慎监管规则能为宏观经济提供稳定的收益，而一个基于逆周期杠杆税的简单规则将对社会福利产生摩擦作用。除非金融中介冲击对整个金融体系非常重要，否则宏观审慎的杠杆税不会产生正面作用。这一研究表明，宏观审慎监管在不同的金融结构中的执行效果有差异，在银行主导型金融体系中，双支柱政策效果明显，在市场主导型金融体系中，双支柱政策效果则不明显。

（二）货币政策与宏观审慎双支柱政策评析

本文也非常赞同从金融中介视角深入研究双支柱政策，关注政策自身与金融中介、实体经济的传导和关联，是货币政策、宏观审慎政策的共同点，也是二者与微观审慎政策的不同，后者关注单个金融中介，忽略金融中介之间的关联性、风险的传染性等。我们认为，货币政策与宏观审慎双支柱政策协调的重要内容是各类信用中介的信用创造活动。从历次金融危机来看，过度负债都是金融失衡、金融危机最主要的根源，费雪的观点经久不衰。而过度负债怎样形成？其直接来源是信用中介进行大规模的信用创造（期限转换、流动性转换），加大杠杆倍数。这个本质原因可以为货币政策和宏观审慎的协调配合找到准确的着力点，即信用中介和信用创造活动。次贷危机之后，主要发达国家为应对低迷的通货膨胀率，推出了适应性的货币政策，直接推高了信贷总量，制造了新的潜在系统性风险，这也是当前货币政策和宏观审慎政策配合的主要方向。总之，信用创造是双支柱政策的重点协调内容之一，如果协调得当，则货币政策会更加有效，流动性效应或流动性之谜现象会减弱。那么两者之间如何协调？以国内为例，首先，要全面监测非银行部门的信用创造活动，将所有信用中介活动纳入监管的“聚光灯”下。同时，构建影子银行体系等非银行信用中介统计指标体系，监测信用创造机制和潜在的风险传染机制。其次，要构建国内的资金流量表、信用中介资产负债表等目前国内没有的资金流量、存量监测体系。再次，建立能协调央行和所有监管机构的信用监测机制，从机构和机制上打破分业壁垒，以获取所有金融机构的信用活动数据。

关于这一层面的讨论，学界也有反对的声音。其中之一认为，货币政策与宏观审慎政策没有必要协调。Rubio & Carrasco-Gallego(2014)研究发现，无论货币政策与宏观审慎政策合作协调与否，只要二者独立并存，就能提高社会福利，而且，当二者不协调时，提高社会福利的效果最佳。他们还发现，给定一个正向的技术或房地产需求冲击，宏观审慎当局通过降低贷款一价值比就可以缓解信贷泡沫，最终维护金融稳定。另一种反对声音认为，货币政策与宏观审慎根本无法相互独立，谈何配合？事实上，严格区分资产价格膨胀和通货膨胀很难，资产价格变化往往来自通货膨胀预期的改变；盯住资产价格或许会产生新的道德风险问题，因为预期到货币政策会对资产价格变化有所反应，个体的风险偏好将增加；对于理性的前瞻型个体而言，货币政策和资产价格之间存在循环关系，因果关系反而会弱化；资产价格纳入通货膨胀指数的权重不容易确定(Filardo, 2000)。

总体来看，宏观经济政策依循一定的内在规则，但也时刻处于相机抉择状态，决策当局经常在短期目标和长期目标之间面临选择。挪威中央银行的学者 Røisland(2017)认为，宏观审慎政策和货币政策是相互替代还是协调配合，取决于政策工具的使用成本，以及决策者对政策工具能实现目标的把握程度。如果政策成本很低且决策者对政策工具的效力比较有把握，这两项政策可以相互替代。如果政策成本很高且决策者对工具效力无十足把握，则二者应该协调配合，具体一点就是货币政策应该配合宏观审慎政策，及时主动刺破泡沫。因此，货币政策与宏观审慎双支柱政策不可避免对总需求、总供给、资源配置、经济活动、经济增长等产生影响。这一领域虽然重要，但由于宏观审慎政策实施的时间较短，研究成果还不多。

金融危机通常是由一个短期突发事件引爆，这导致无论是货币政策还是金融监管，在应对危机时盯住的必然是短期目标，即遏制危机，减少损失。产生于金融危机之后的宏观审慎监管，主要工具包括逆周期资本充足率和流动性要求等，基本目标是金融稳定，同时，其收缩性质也应对了危机期间

量化宽松货币政策的长期潜在通胀风险。由此可知,宽松型的货币政策与宏观审慎监管政策组合是制衡型组合,政策存在相互掣肘,目的是金融稳定,对于经济增长而言则是一种非常迟钝的工具组合;而紧缩型货币政策与宏观审慎政策组合则是强化紧缩型组合,旨在抑制经济过热。

货币政策与宏观审慎监管的双支柱政策显然是金融危机的产物,属于适应性政策,相对关注短期目标。因此,有学者认为,双支柱政策使中央银行过于关注短期目标,商业银行的资本充足率未必处于最佳水平,有可能过高,其中长期可能对经济增长产生不确定性影响,产生新的脆弱性。因此,双支柱政策应谨慎推进,以在长期达到平衡(Hoenig, 2017)。

总之,货币政策与宏观审慎政策的协调配合还有很长的路要走,在关注其短期目标的同时,必须考虑其对经济体系的中长期影响。在此基础上,经济学家们探讨了不同的协调配合模式。虽然有极个别学者从根本上否定货币政策与宏观审慎双支柱模式,但大多数学者还是形成了若干共识点:货币政策和宏观审慎双支柱政策应该发挥各自的相对优势,首先侧重自身有调控优势的政策目标,其次要兼顾与另一政策的配合,尽量不对冲;信用创造是二者都应关注的金融活动,也是协调的重点;二者的协调配合模式是动态的,应该考虑不同的经济发展阶段、经济发展周期、本国金融结构等因素。

四、宏观审慎政策独立工具体系研究

前文的辨析表明,货币政策和宏观审慎政策有相对清晰的政策识别度,宏观审慎政策应在具体操作中相对独立于货币政策。因此,有些国家在金融危机之后将金融稳定职责从货币政策职责中独立出来,或在央行内部、货币政策委员会之外成立独立的宏观审慎政策执行机构,例如英格兰银行下属的金融稳定局;或在央行之外成立宏观审慎政策执行机构,例如瑞典的金融稳定机构——Finansinspektionen,瑞典央行不负责宏观审慎职能,只发挥最后贷款人职责。

无论执行主体是谁,宏观审慎政策应该是维护金融稳定的第一道防线,货币政策居于次要地位。甚至有研究认为,不当的货币政策造成了金融失衡,宏观审慎政策则是纠正金融失衡。从这个意义上而言,宏观审慎政策完全独立于货币政策,是解决金融稳定的根本途径。2008年国际金融危机前后的事实也印证了这一点。IMF的学者也认为,相对独立的宏观审慎政策专注于金融稳定,将使货币政策专注于通货膨胀和产出(Claessens et al, 2013)。因此,一国金融体系需要强有力的宏观审慎政策来维护金融稳定,所以,探讨宏观审慎政策自身工具体系更有意义,其次才是探讨与其他政策之间的协调配合。甚至可以说,宏观审慎政策自身执行到位就是对其他金融政策包括货币政策的强有力支持,这也就是第三层面的讨论。

Williams(2015)认为无论是传统的还是非传统的货币政策工具都难以实现金融稳定目标,无法降低系统性风险,很难找到合适的宏观审慎工具,因此,最终宏观审慎目标还将依赖微观审慎监管工具来实现。宏观审慎政策的工具体系设计是研究重点,因此,这一层面的讨论集中在宏观审慎政策相对独立的工具体系设计及影响、不同部门之间的政策外溢效应等。

(一)宏观审慎政策的工具体系

宏观审慎政策直接对准的是系统性风险、金融失衡和金融周期。金融失衡源自对金融周期的模糊认识,金融周期往往是金融失衡的形成和破灭。由于金融失衡的原因是多维度的,因此IMF学者认为,宏观审慎政策工具也应该是多维的,至少应该包括三方面的工具:一是逆周期资本缓冲;二是部门性工具,如贷款—价值比、债务—收入比;三是流动性工具,例如遏制信贷过快增长中的融资风险(Claessens, 2014)。在英格兰银行整理的全球宏观审慎工具箱基础上,本文梳理了当前全球的宏观审慎工具体系如下表1。

作为最典型的资产部门,各国都高度重视房地产部门的潜在价格泡沫及风险,并通过房地产信贷政策调控将其纳入宏观审慎政策管理框架之中。房地产信贷作为部门性宏观审慎工具作用的对象,学者对此也有大量的研究。在已有研究中,衡量金融周期的基本指标是信贷/GDP。因此,信贷、

房地产信贷等首先是不少国家的宏观审慎政策工具。Cerutti et al(2017)考察了 119 个国家在 2000—2013 年间的宏观审慎政策,发现新兴经济体使用宏观审慎政策的频率最高,尤其是与外汇相关的政策工具,而发达国家使用更为狭义的政策工具居多,降低了信贷尤其是房地产信贷的增长速度。总体来看,宏观审慎政策有助于管理金融周期,但其在泡沫破裂时期效果不佳。由于住房价格波动对宏观金融体系的影响较为明显和突出,因此,针对房屋价格波动的宏观审慎政策研究被学者们高度重视。实践中,大多数经济体的宏观审慎政策主要盯住房地产部门,尤其是发达经济体,且实施效果更佳。Funke et al(2018)以新西兰为例研究发现,贷款乘数(loan-to-value)约束政策能有效降低房屋价格,并且不阻碍货币政策正常发挥作用。Akinci & Olmstead-Rumsey(2018)研究发现,限制房价上涨等有针对性的宏观审慎政策更为有效,尤其对那些银行融资非常重要的经济体而言更如此。Punzi & Rabitsch(2018)研究了宏观审慎政策对不同能力的同质借款人的影响之后发现,一项仅盯住居民的去杠杆政策在经历了逆向的非系统性房地产投资风险冲击后,其对社会和个人都具有提升福利的作用,即盯住经济体内所有居民的宏观审慎政策产生了正向的影响。

表 1 全球宏观审慎工具体系

类别	工具名称	工具解释	实施国家和地区
资产负债表工具	逆周期资本缓冲	经济扩张时提高资本充足率,经济下滑时降低资本充足率	巴塞尔协议 III、西班牙(2000)
	部门资本充足率要求	对个别部门信贷施加额外的资本要求,如系统重要性金融机构	巴塞尔协议 III、澳大利亚(2004)、印度(2005)
	动态资本要求	基于压力测试的资本变更	巴塞尔协议 III
	金融机构最高杠杆率	商业银行总资产/股本最高比例限制	巴塞尔协议 III、加拿大(1980s)、瑞士(2011)
	时变的流动性缓冲	经济扩张时提高流动性比例要求,经济下滑时降低	克罗地亚(2003)、新西兰(2008)
交易的期限和条件工具	贷款—价值比	贷款总值/抵押品总值比例上限	多国
	债务—收入比	总债务/债务人收入比例上限	多国
市场结构工具	中央对手方	金融交易使用中央清算机制,而不是场外交易	多国
与货币政策交叉的相关工具	动态准备金	结构性调整存款准备金	
	货币错配	防止借款人和贷款人货币错配的相关规则	
	信贷增长上限	设定信贷增长上限	
	利率政策	为抵押贷款设定参考利率	

资料来源:作者整理自 Bank of England(2010)。

宏观金融体系压力测试也是一个重要的工具,但目前没有被广泛实践。日本央行是实践者之一,该行认为宏观压力测试可以模拟一项未知的金融冲击对整个金融体系产生的影响,为监管当局设计预警体系做好准备,能有效降低潜在系统性风险(Sato, 2014)。

一部分学者认为,宏观审慎政策不应该是一套固定的工具体系,而应根据经济、金融发展和外部环境变迁不断动态变化。Akinci & Olmstead-Rumsey(2018)研究发现,多数经济体的宏观审慎政策通常会跟随货币政策、银行存款准备金以及资本流动限制的变化而变化。Tong(2017)通过研究 26 个国家的 257 家银行发现,美国的货币宽松政策通过资本流动等途径增加了全球商业银行的违约风险,也应验了 IMF 提倡资本管制的回应。

(二)宏观审慎政策部门间合作

金融稳定和全球金融稳定在经济学意义上是公共产品,需要跨部门和跨境合作(Ramos-Francia & García-Verdú, 2017)。宏观审慎政策设计的初衷也是跨部门金融监管,弥补各部门微观审慎监管造成的监管空白,监测潜在的系统性风险。但金融监管不能解决所有可能引起系统性金融风险的潜在因素,比如监管套利。当宏观审慎政策或原来的微观审慎监管政策对正规金融体系施加更加严格

的监管措施时,为逃避监管,信贷扩张等活动会转移至监管触及不到的地方,如影子银行。当所有的影子银行也被纳入宏观审慎监管体系之中时,或许又有新的金融机构或活动出现,资金再次进入新的领域。监管套利的根源难以被完全消除,宏观审慎监管政策就难以完全发挥作用。因此,虽然宏观审慎政策初衷是应对整个金融体系的潜在风险,但在操作中,难以以统一标准覆盖所有的潜在风险领域。故在能力范围之内,我们所能做的就是,尽量考虑所有部门、所有类型金融中介的金融活动,促进不同部门、不同类型金融中介之间的宏观审慎政策合作,而不是以促进金融创新等政策名义为监管套利保留真空地带。

关于不同部门之间的宏观审慎合作。从理论上而言,如果金融变量仅仅通过产出缺口效应影响通货膨胀,货币政策和宏观审慎政策可以分开执行,即货币政策盯住通货膨胀和产出稳定,宏观审慎政策则通过影响金融变量维护金融稳定。在此前提条件下,宏观审慎政策具有独立性,其不应该和货币政策拥有同一个执行主体(Svensson, 2015),宏观审慎政策主导机构有权力指出哪些货币政策工具威胁到了金融稳定。但现实情况是,金融监管等政策不仅仅影响产出缺口和总需求,还通过影响包括政府、家庭和企业在内的不同部门的决策,进而影响总供给。例如,金融监管政策通过影响企业融资成本间接影响总供给。所以,宏观审慎政策执行部门即便具有相对独立性,其决策过程也应首先关注不同部门宏观审慎政策之间的协调配合,继而关注与其他宏观金融管理政策之间的协调配合。在政策实践中,当前全球现有的宏观审慎政策工具也是分部门、分领域设计的,包括广义的跨部门工具、居民部门工具、企业部门工具,还包括流动性工具、信贷工具、资产负债表工具、其他结构性工具等。这本身也要求部门之间协调配合以发挥政策合力。Bruno et al(2017)研究发现,针对特定部门的宏观审慎政策也具有外溢效应。例如,银行部门的资本流动管理政策在2007年以前增加了全球债务性证券的发行总量,债券市场的资本流动管理政策则提高了跨境银行信贷、国内银行信贷以及信贷总量的增速。日本央行曾在2012年构建了金融活动指数,对整个金融体系各种类型的金融活动进行活跃度评估,用红色、蓝色和绿色等区分不同的活跃等级,构建整个金融体系的“热度地图”,衡量金融失衡的程度并及时采取措施,防止系统性风险(Sato, 2014)。不同国家和地区的宏观审慎政策也需要合作。毫无疑问,在全球跨境融资的现实情况下,一国国内的宏观审慎政策具有一定的外部性。跨境融资和国内融资会相互替代,如当宏观审慎政策导致国内融资条件收紧时,如果跨境融资条件不变,则其将取代国内融资,从而弱化一国国内的宏观审慎政策。鉴于全球金融稳定属于全球公共产品,合作将更有利于实现金融稳定(Ramos-Francia & García-Verdú, 2017; Agénor & Silva, 2018)。因此,国家之间加强宏观审慎政策合作就非常必要。比较典型的案例是欧元区。欧元区的货币政策由欧央行统一制定,但宏观审慎政策则由各成员国单独制定。因此,欧元区的双支柱政策具有特殊性和典型性。Rubio(2018)研究发现,对于高杠杆经济体,非常有必要实施更加剧烈的宏观审慎政策。但是,鉴于欧元区的特殊情况,除非对两个国家或整个欧元区有利,各个国家的宏观审慎监管才会采取合作。Agénor & Silva(2018)探讨了促进国际宏观审慎政策合作的路径,包括统一最低监管标准,加强监管全球系统重要性金融机构,强化合作监管产生的收益研究等。

(三)宏观审慎政策自身校准:规则还是相机抉择?

除了跨境、跨部门合作外,影响宏观审慎政策自身有效性的因素还包括其自身属性,比如遵循规则还是相机抉择等。任何一项宏观经济政策都需要考虑政策成本、政策传导和执行效果。哪种方式才能更好地降低成本且提高执行效果?采取一定的规则还是相机抉择?宏观审慎政策也面临这样的选择。宏观审慎政策如果遵循一定的规则,则可以减少政治干预,保持政策独立性;规则也代表一种潜在的政策承诺,可以给予市场确定的预期,成为潜在的稳定器(Borio, 2010)。但规则需要合适的指标或指数,否则没有合理的“锚”,也容易形成新的监管套利,导致宏观审慎政策无效。相机抉择则能使宏观审慎政策的工具体系灵活多变,随着潜在系统性风险的不断变化灵活应对任何一种对金融体系有潜在威胁的风险,从而提高政策的有效性(IMF, 2014)。

Vinals(2013)认为,可以设计一种混合型的宏观审慎工具体系,兼顾规则和相机抉择的优势。

这套工具体系包括一些具有自动稳定器作用的工具(如逆周期资本缓冲),以及一些更加灵活和临时性的工具。一部分学者认为,宏观审慎政策可以遵循货币政策规则,例如泰勒规则,由此才能与货币政策协调配合(Angelini et al,2014; Suh,2014)。Laureys & Meeks(2017)认为,如果宏观审慎政策采取相机抉择策略,其效果好于固定规则策略。

整体来看,目前的学术研究集中在货币政策与宏观审慎政策如何配合这一问题上。双支柱政策一开始就被赋予金融稳定的角色,但货币政策的传统目标有多个:稳定价格、充分就业、稳定长期利率、促进经济增长、保持国际收支平衡等短期和长期目标。不同目标之间的冲突不可避免,因此,在追求金融稳定的同时,双支柱政策也必然对实体经济产生影响,值得进一步关注和探讨。

五、国内学者对双支柱政策的探讨

2008年国际金融危机爆发后,国内学者结合国内外金融体系发展演变,对宏观审慎政策、货币政策与宏观审慎双支柱调控模式进行了较为系统和全面的探讨。

(一)对宏观审慎政策框架的基本认识

与以往的宏观金融政策和微观审慎政策相比较,宏观审慎政策的本质是什么?周小川(2011)深入探讨了逆周期宏观审慎政策的内涵和意义,认为宏观审慎政策框架是一个动态发展的框架,其主要目标是维护金融稳定、防范系统性金融风险,其主要特征是建立更强的、体现逆周期性的政策体系。在国内,宏观审慎政策主要包括对银行的资本要求、流动性要求、杠杆率要求、拨备规则以及对系统重要性机构的特别要求、衍生产品交易的集中清算等。在此基础上,学者们围绕逆周期政策体系提出了具有较强实践性的观点。李文泓(2009)认为,现阶段宏观审慎监管的一项重要任务是降低金融体系的顺周期效应,构建逆周期机制,通过降低信贷活动、资产价格以及整个经济周期的波动来减小金融失衡,缓解系统性风险。方意(2016)研究了宏观审慎政策及其组合的有效性,认为盯住房价贷款价值比、盯住产出存贷比与盯住信贷存贷比政策是有效的;宏观审慎政策有效的前提在于盯住目标和最终监管对象保持一致,且政策工具的影响力度较大;在政策传导机制中,非耐心家庭与企业家贷款“替代效应”的方向及强弱程度显著影响政策效果。

每个国家的金融体系 and 经济发展千差万别,经济体系自身也随时间动态发展,因此,宏观审慎政策在设计之初就应遵循动态特征。围绕此命题,国内学者对其理论基础进行了探讨。马勇(2013)初步讨论了宏观审慎的动态方法论及其理论基础,认为宏观审慎必须关注动态性的核心论据是,经济和金融系统的各种关键性参数会在动态过程中发生结构性变化。所以,健全的宏观审慎理念必须关注经济动态机制中的市场结构、市场过程和市场条件,而宏观审慎动态方法论的本质职能是通过经济和金融系统的动态变化而被理解。史建平和高宇(2011)对宏观审慎监管理论的发展脉络进行了系统性梳理,论述了国内外宏观审慎监管理论的起源和演进,以及危机后宏观审慎监管体系的发展。

(二)如何构建中国的货币政策与宏观审慎双支柱调控模式?

党的十九大报告提出构建货币政策与宏观审慎双支柱调控框架,货币政策被赋予新的内涵。国内不少学者对实现金融稳定的政策组合进行了深入探讨。其中部分学者重点探讨了货币政策与宏观审慎政策的协调配合,另一部分学者探讨了如何创新货币政策机制以执行宏观审慎职责,即前文所探讨的双支柱调控的前两种模式。

1. 货币政策与宏观审慎政策如何协调配合。部分学者对双支柱政策的理论基础、理论模型进行了探讨。王晓和李佳(2013)对金融稳定目标下货币政策与宏观审慎监管之间的关系进行了文献梳理,发现已有的研究集中在宏观审慎监管的提出、与货币政策配合的必要性和方式以及二者实施主体的争论等。郭子睿和张明(2017)探讨了货币政策与宏观审慎协调使用问题,认为货币政策会通过金融机构的风险承担行为影响金融稳定,货币政策制定需要考虑金融稳定。在应对金融失衡尤其是信贷驱使的资产价格泡沫时,货币政策应该采取“事前的逆向管理”措施与宏观审慎监管协调使用。二者协调的程度取决于经济周期和金融周期的一致性程度、冲击的类型以及宏观审慎政策框架

的制度安排。未来的研究重点在于协调的时机、频率与强度,协调的规则以及采用的模型等。汪川(2018)通过模拟双支柱调控模型,认为单纯的货币政策导致了较高的产出和通胀波动性,从而导致较大的福利损失,与宏观审慎政策结合可以降低福利损失水平。而且,相比前瞻型宏观审慎政策,后顾型宏观审慎政策具有较好的稳定性,产出缺口和通货膨胀变量的波动性都较小。马勇和陈雨露(2013)在 DSGE 模型框架下系统考察了包括货币政策、信贷政策和金融监管政策在内的宏观审慎政策规则及三者之间的协调搭配问题。他们认为,基于宏观审慎的货币政策、信贷政策和金融监管政策通过合理的组合和搭配,不仅能更好地稳定经济和金融体系,而且可以有效降低单一政策所面临的多目标困境和政策负担。从政策的运用方向和力度来看,宏观审慎政策的协调搭配需要避免“政策冲突”和“政策叠加”问题,前者会削弱政策效果并增加政策实施成本,后者则可能导致经济系统以一种非预期的方式进行调整。张亦春和胡晓(2010)借助奥地利学派的力量观点分析了当前西方主流货币政策框架在 2008 年国际金融危机中所起的作用,认为货币政策应当更加积极主动应对金融失衡,而强化的灵活通胀目标制是重新实现价格稳定和金融稳定统一的最优货币政策框架。王爱俭和王璟怡(2014)使用 DSGE 模型分析了货币政策与宏观审慎政策之间的关系,认为宏观审慎政策中的逆周期资本工具对于稳定金融波动有积极意义;宏观审慎政策对于货币政策能够起到辅助作用,尤其在市场受到金融冲击时。程方楠和孟卫东(2017)构建了一个植入房价波动的 DSGE 模型,基于中国经济数据考察了宏观审慎政策与货币的协调搭配,认为从协调机制来看,宏观审慎政策应根据信贷的不同对象和具体投放情况进行调整,而货币政策应继续致力于物价稳定;从协调规则来看,两种政策均青睐标准的泰勒规则;从协调实践来看,两种政策在实施中均涉及方向和力度的选择,协调中需避免政策冲突和政策叠加问题。

2. 货币政策如何创新以执行宏观审慎职责。诸多学者探讨了货币政策如何创新机制和工具以执行宏观审慎职责。王馨(2012)对我国货币政策的有效性不足以及引入动态资本充足率之后的货币政策效果进行了实证和理论分析,认为应构建一个符合宏观审慎监测功能的货币政策目标体系,创新货币政策工具,将流动性管理的总量调节与宏观审慎政策框架结合起来。马勇(2013)基于中国经济的 DSGE 模型框架,将资产价格、杠杆率水平和市场融资溢价等直接纳入中央银行的货币政策反应函数,对各种扩展型的货币政策规则及其稳定效应和福利效果进行分析和评估。结果表明,基于宏观审慎的货币政策更青睐简单而清晰的规则,而不是复杂的多目标规则。张敏锋和林宏山(2017)构建了包含有金融加速器的多部门 DSGE 模型,基于贝叶斯估计方法研究认为,逆周期的双支柱政策有利于降低系统性金融风险;双支柱政策均应采用泰勒规则,二者如果采取政策叠加的方式,其降低系统性金融风险的效果会弱化。方意等(2012)利用我国 72 家商业银行 2003—2010 年间的面板数据研究了货币政策的银行风险承担问题,认为我国货币政策影响了银行的风险承担,且资本充足率在其中起到重要作用;资本充足率主要影响风险转移效应,且影响呈非线性关系,对负相关效应几乎无影响;货币政策与宏观审慎政策是互补还是替代关系,主要依赖于经济运行和银行的资本充足率。总之,学者们基于中国的金融体系发展实践,拓展了在货币政策框架内实现金融稳定目标的研究,做出了理论贡献。

那么,由哪一机构具体来执行宏观审慎职责?是否应放在中央银行体系之内?其他国家多数将宏观审慎职责赋予新的金融稳定机构,部分机构独立于中央银行。比如在美国,由财政部长负责的金融稳定监督委员会是具体的执行机构,同时美联储负责系统重要性金融机构的监管;在欧元区,则是欧洲央行理事会、金融稳定委员会具体执行宏观审慎职责;在英国,英格兰银行下属的金融政策委员会及审慎监管局执行宏观审慎职能;在日本,则是金融厅和日本银行共同执行宏观审慎职责。我国目前由人民银行具体执行宏观审慎政策,国务院直属的金融稳定委员会也已经展开工作,未来的协调机制值得深入探讨。国内学者对该问题的探讨还有限。其中,李妍(2009)讨论了在有效的宏观审慎监管框架中中央银行的地位以及中央银行与其他相关部门的关系。周浩(2011)建议确立以货币政策制定机构为主的宏观审慎监管框架,并强化央行的监管职能。

六、结论及政策建议

(一) 主要结论

关于货币政策与宏观审慎双支柱政策,学术界目前的讨论刚刚开始,存在诸多分歧,比如,货币政策如何承担金融稳定职责等。虽然就这些问题尚未达成一致的观点,但大多数学者就双支柱政策自身意义、双支柱政策配合模式以及宏观审慎政策工具体系等重大问题形成了若干共识。当然,这些共识仅限于理论探讨,其政策实践效果有待进一步检验。

中央银行如何维护金融稳定?中央银行是宏观审慎政策、货币政策和微观审慎政策的协调者,而不是全部政策的执行者。首先,中央银行的货币政策职责不应独立承担金融稳定职责;其次,货币政策当前没有有效的工具维护金融稳定,甚至由于货币政策的时滞性,政策叠加所人为造成的金融不稳定也不在少数,数次金融危机历史也印证了这一点。因此,为了对抗潜在的金融系统性风险,需要强有力的宏观审慎政策。总之,中央银行是维护金融稳定的主导机构之一,但货币政策不是维护金融稳定的最佳选择。在长期,或可以通过改变货币政策规则、新增货币政策工具或者推动货币政策框架转型来兼顾金融稳定目标。

货币政策和宏观审慎双支柱政策如何协调配合?基本共识是,二者应该发挥各自的相对优势,使双支柱政策发挥合力。首先侧重自身有调控优势的政策目标,其次要兼顾与另一政策的配合,尽量不对冲;信贷、信用创造是二者都应关注的金融活动,也是协调的重点;二者的协调配合模式是动态的,应该考虑不同的经济发展阶段、经济发展周期、本国金融结构等因素。

就宏观审慎政策自身而言,其是对原有宏观政策的补充而非替代,其自身有效就是对货币政策和其他宏观金融管理政策的最大支持。其工具体系目前涉及多部门、多维度(资产负债表、市场交易期限、市场结构等),但不足以覆盖所有的风险,应动态发展。而且在相对独立的语境下,宏观审慎政策需要与其他所有的宏观政策协调配合。这是因为金融体系的系统性风险随时在变化,历次金融危机形成的路径不可能完全相似,一国金融体系内部结构在不断变化,金融风险累积的路径也在变化。因此,旨在防范系统性风险的宏观审慎政策必定是动态变化的。当然,历次危机也有相同的地方,例如金融体系的顺周期性。因此,2008年国际金融危机之后形成的全球性共识之一是,构建逆周期性政策框架,降低顺周期性累积的风险。另外,如果一国由于历史和货币制度等原因导致其系统性金融风险主要来自本国之外,比如发达国家阶段性的量化宽松和货币政策开启和结束产生的外溢效应,其应对手段应该聚焦在金融开放和资本流动方面,而不是过度关注本国金融体系内部运行,这一问题应该得到更深入的讨论。

(二) 国内双支柱政策未来实施建议

目前,我国的宏观审慎政策体系在原有的微观审慎监管基础上增加了新的政策工具,例如广义信贷目标、同业负债等资产负债管理工具,且整合了原有的微观审慎监管工具体系。同时,我国也对商业银行等传统系统重要性金融机构,以及具有系统重要性特征的新型互联网金融机构等实行了宏观审慎评估体系。总体来看,我国已经形成了有别于货币政策的、相对独立的宏观审慎政策体系,在防范系统性风险的框架内,弥补了以往货币政策不能达到的目标领域。结合前文研究,本文就双支柱政策如何协调配合以及发挥政策合力提出如下政策建议:

1. 双支柱政策应充分考量中国的金融结构特征。中国的商业银行依然在金融体系中占有重要地位,其表内活动影响一般信贷,表外活动尤其是表外理财影响信用创造,是国内信用创造活动的主体。从这个角度来看,国内金融结构更倾向于是一种银行主导型。此时,商业银行和影子银行组成的金融中介体系对宏观金融政策的传导至关重要。宏观审慎政策的实施对信贷会有比较明显的收缩效果,对信用创造有杠杆税的功能。

2. 货币政策宽松时期应避免使用力度较大的强宏观审慎政策。宏观审慎政策自身具有强烈的逆(金融)周期性质,而货币政策往往是逆经济周期、顺金融周期性质。因此,二者很容易产生政策冲

突。诸多学术研究也证明,紧缩型货币政策与宏观审慎政策的配合效果较好,反之,宽松型货币政策与宏观审慎政策的配合效果较差。其原因是,宽松型货币政策对应的是疲弱的实体经济,金融机构需要配合货币政策传导,为实体经济“输血”,此时,微观审慎监管政策与宏观审慎政策的正常执行,即可以达到监管目标,也能助力货币政策有效执行。若改变执行力度,执行更强有力的宏观审慎政策,将掣肘货币政策的执行目标,不利于货币政策有效传导,宏观审慎政策自身也难以收到最佳效果。

3. 宏观审慎政策的重点在于系统重要性金融机构的日常监管和破产清算,以及金融机构之间的内在关联性。2008年国际金融危机证明,“太大而不能倒”问题必须得以彻底解决,才能避免道德风险及大型金融机构破产倒闭引发的传染风险、社会成本。系统重要性金融机构的监管和“生前遗嘱”破产清算制度是此次危机之后最重要的学术研究和实践成果之一。目前,在经历了货币政策宽松与资产价格膨胀之后,国内金融机构或将进入金融周期的下行阶段,叠加金融结构转型、资产价格周期和外部竞争压力,个别机构破产清算风险较大,所以应在金融周期新阶段到来之前尽快落实强有力的“生前遗嘱”制度,防患于未然。

4. 诸多国家的宏观审慎政策主要对准的是资产体系尤其是房地产,相关政策工具也是围绕房地产市场调节,这些值得国内借鉴。国内目前的宏观审慎评估体系对房地产市场的覆盖面不大,政策工具有待丰富。而且,值得注意的是,国内的房地产市场近年来经历了数个波动周期之后不断膨胀,已经成为影响企业、商业按正常模式运行的阻碍因素,也是影子银行体系的重要资金流处。鉴于此,国内的宏观审慎评估体系应该加大对房地产市场的覆盖,落实国家关于房地产市场的方针政策,尽早落实评估工具体系,引导金融机构合理投资。

总之,鉴于金融中介在国内信用创造体系中的主导作用,目前的宏观审慎政策对于收缩信贷、抑制资产价格泡沫有较明显的作用。因此,短期的国内货币政策应专注于稳定产出和价格,从总量上保持稳健中性。宏观审慎政策则是维护金融稳定的主要政策,但必须兼顾与货币政策、财政政策和微观审慎监管政策的协调,以形成政策合力。在中长期,需要借助国内货币政策框架转型,可以在货币政策自身方略中考虑金融周期、金融摩擦以及金融稳定因素,提升货币政策维护金融稳定的能力。

参考文献:

- 程方楠 孟卫东,2017:《宏观审慎政策与货币政策的协调搭配——基于贝叶斯估计的 DSGE 模型》,《中国管理科学》第 1 期。
- 方意,2016:《宏观审慎政策有效性研究》,《世界经济》第 8 期。
- 方意 赵胜民 谢晓闻,2012:《货币政策的银行风险承担分析——兼论货币政策与宏观审慎政策协调问题》,《管理世界》第 11 期。
- 郭子睿 张明,2017:《货币政策与宏观审慎政策的协调使用》,《经济学家》第 5 期。
- 李文泓,2009:《关于宏观审慎监管框架下逆周期政策的探讨》,《金融研究》第 7 期。
- 李妍,2009:《宏观审慎监管与金融稳定》,《金融研究》第 8 期。
- 马勇,2013:《宏观审慎的动态方法论基础》,《金融评论》第 3 期。
- 马勇,2013:《植入金融因素的 DSGE 模型与宏观审慎货币政策规则》,《世界经济》第 7 期。
- 马勇 陈雨露,2013:《宏观审慎政策的协调与搭配:基于中国的模拟分析》,《金融研究》第 8 期。
- 史建平 高宇,2011:《宏观审慎监管理论研究综述》,《国际金融研究》第 8 期。
- 汪川,2018:《货币政策与宏观审慎政策“双支柱”调控模式研究》,《金融与经济》第 3 期。
- 王爱俭 王璟怡,2014:《宏观审慎政策效应及其与货币政策关系研究》,《经济研究》第 4 期。
- 王馨,2012:《论宏观审慎管理与货币政策的有效性》,《经济学动态》第 10 期。
- 张敏锋 林宏山,2017:《基于 DSGE 模型的“货币政策+宏观审慎政策”双支柱调控政策协调配合研究》,《上海金融》第 12 期。
- 张亦春 胡晓,2010:《宏观审慎视角下的最优货币政策框架》,《金融研究》第 5 期。
- 周浩,2011:《从英美欧金融监管体制变革看我国宏观审慎管理发展趋势》,《经济体制改革》第 3 期。
- 周小川,2011:《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、内在逻辑和主要内容》,《金融研究》第 1 期。

- Adrian, T. & M. Brunnermeier(2009), “CoVaR”, Federal Reserve Bank of New York Working Paper, No. 348.
- Agénor, P. & L. Silva(2018), “Financial spillovers, spillbacks and the scope for international macroprudential policy coordination”, BIS Paper, No. 97.
- Akinci, O. & J. Olmstead-Rumsey(2018), “How effective are macroprudential policies? An empirical investigation”, *Journal of Financial Intermediation* 33(C):33–57.
- Allen, F. & D. Gale(2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press.
- Allen, F. & E. Carletti(2009), “An overview of the crisis: Causes, consequences and solutions”, *International Review of Finance* 10(1):1–27.
- Allen, F. & K. Rogoff(2011), “Asset price, financial stability and monetary policy”, Paper Presented at Nov. 12, 2010, Swedish Riksbank Workshop on Housing Markets, Monetary Policy and Financial Stability.
- Allen, F. et al(2010), “Financial connections and systemic risk”, NBER Working Paper, No. 16177.
- Angelini, P. et al(2014), “The interaction between capital requirements and monetary policy”, *Journal of Money, Credit and Banking* 46(6):1073–1112.
- Bank of England(2010), “Instruments of macroprudential policy: A discussion paper”, Prepared by Bank of England and Financial Services Authority staff.
- Bean, C. et al(2010), “Monetary policy after the fall”, Paper presented at Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, 28 Aug.
- Bernanke, B. & M. Gertler(2001), “Should central banks respond to movements in asset prices?”, *American Economic Review* 91(2):253–257.
- Bank for International Settlements(1986), “Recent innovations in international banking”, Report prepared by a Study Group established by the Central Banks of the Group of Ten countries, Basel, April (Cross Report).
- BIS(2014), 84th Annual Report, 2013/14, www.bis.org.
- Blanchard, O. (2000), “Bubbles, liquidity traps, and monetary policy: Comments on Jinushi et al, and on Bernanke”, <https://economics.mit.edu/faculty/blanchar/papers>.
- Borio, C. (2003), “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation”, BIS Working Papers, No. 128.
- Borio, C. (2009), “Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision”, Banque de France Financial Stability Review, No. 13, Sept.
- Borio, C. (2010), “Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism”, *De Gruyter* 6(1):1–25.
- Borio, C. & P. Lowe(2002), “Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus”, BIS Working Paper, No. 114.
- Borio, C. et al(2001), “Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options”, BIS Papers, No. 1.
- Bruno, V. et al(2017), “Comparative assessment of macroprudential policies”, *Journal of Financial Stability* 28(1):183–202.
- Canuto, O. & M. Cavallari(2013), “Asset prices, macroprudential regulation and monetary policy”, World Bank Economic Premise, No. 116.
- Caruana, J. (2011), “Central banking between past and future: Which way forward after the crisis?”, Speech presented at the South African Reserve Bank 90th Anniversary Seminar, Pretoria, 1 July.
- Cecchetti, S. et al(2003), “Asset prices in a flexible inflation targeting framework”, in: W. Hunter et al(eds), *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, MIT Press.
- Cecchetti, S. et al(2000), “Asset prices and monetary policy”, Report prepared for the conference *Central Banks and Asset Prices*, Organized by the International Centre for Monetary and Banking Studies, Geneva, May.
- Cecchetti, S. (2015), “On the separation of monetary and prudential policy: How much of the precrisis consensus remains?”, *Journal of International Money and Finance* 66:157–169.
- Cerutti, E. et al(2017), “The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence”, *Journal of Financial Stability* 28(1):203–224.
- Claessens, S. et al(2013), “The interaction of monetary and macroprudential policies”, <https://www.imf.org/external/>

nal/np/pp/eng/2013/012913.pdf.

- Claessens, S. (2014), "An overview of macroprudential policy tools", IMF Working Paper, WP/14/214.
- Collard, F. et al(2017), "Optimal monetary and prudential policies", *American Economic Journal: Macroeconomics* 9 (1):40—87.
- Crockett, A. (2000), "Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability", BIS Review, No. 76.
- Diamond, D. & P. Dybvig(1983), "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy* 91 (3):401—419.
- ECB(2005), "Asset price bubbles and monetary policy", *ECB Monthly Bulletin*, April.
- ECB(2010), "Asset price bubbles and monetary policy revisited", *ECB Monthly Bulletin*, Nov.
- Filardo, A. (2000), "Monetary policy and asset price", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Q III, 11—37.
- Funke, M. et al(2018), "House prices and macroprudential policy in an estimated DSGE model of New Zealand", *Journal of Macroeconomics* 56(C):152—171.
- Gameiro, I. et al(2011), "Monetary policy and financial stability: An open debate", *Banco de Portugal Economic Bulletin*, Spring.
- Gerlach, S. (2010), "Asset prices and monetary policy: Some sceptical observations", in: M. Balling et al(eds), *The Quest for Stability: The Macro View*, Vienna: SUERF.
- George, E. (2015), "Monetary and macroprudential policy: Complements, not substitutes", Bank for International Settlements, Asia-Pacific High-Level Meeting, Manila, Philippines, Feb. 10.
- Greenspan, A. (2002), "Opening remarks", in: *Rethinking Stabilization Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, 1—10.
- Greenwood-Nimmo, M. & A. Tarassow(2016), "Monetary shocks, macroprudential shocks and financial stability", *Economic Modelling* 56(C):11—24.
- Gruen, D. et al(2005), "How should monetary policy respond to asset-price bubbles?", *International Journal of Central Banking* 1(3):1—31.
- Himino, R. (2016), "Japanese responses to asset price bubbles: Comparison with the U. S.", *Public Policy Review* 12 (2):253—290.
- Hoenig, T. (2017), "The long-run imperatives of monetary policy and macroprudential supervision", *Cato Journal* 37 (2):195—205.
- IMF(2014), "Staff guidance note on macroprudential policy: Detailed guidance on instruments", prepared by IMF staff and completed on Nov. 6.
- IMF(2015), "Monetary policy and financial stability", Staff Discussion Note, Sept.
- Kiley, M. & J. Sim(2017), "Optimal monetary and macroprudential policies: Gains and pitfalls in a model of financial intermediation", *Journal of Macroeconomics* 54:232—259.
- Kindleberger, C. (1995), "Asset inflation and monetary policy", *BNL Quarterly Review* 192(4):17—37.
- Kohn, D. (2006), "Monetary policy and asset prices", Remarks at "Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice", A European Central Bank Colloquium held in Honour of Otmar Issing, Frankfurt, 16 March.
- Kuttner, K. (2011), "Monetary policy and asset price volatility: Should we refill the Bernanke-Gertler prescription?", Prepared for the Conference "New Perspectives on Asset Price Bubbles: Theory, Evidence and Policy", Loyola University Chicago, April, 8.
- Laseens, S. et al(2017), "Systemic risk: A new trade-off for monetary policy", *Journal of Financial Stability* 32 (C):70—85.
- Laureys, L. & R. Meeks(2017), "Monetary and macroprudential policies under rules and discretion", Bank of England, Staff Working Paper, No. 702.
- Malovana, S. & J. Frait(2017), "Monetary policy and macroprudential policy: Rivals or teammates?", *Journal of Financial Stability* 32(C):1—16.
- Mester, L. (2017), "The nexus of macroprudential supervision, monetary policy and financial stability", *Journal of Financial Stability* 30(C):177—180.

- Mishkin, F. (2010), “Monetary policy strategy: Lessons from the crisis”, NBER Working Paper, No. 16755.
- Okina, K. et al(2001), “The asset price bubble and monetary policy: Japan’s experience in the late 1980s and the lessons”, *Monetary and Economic Studies* 2(9):395—450.
- Pellegrina, L. et al(2013), “The central banker as prudential supervisor: Does independence matter?”, *Journal of Financial Stability* 9(3):415—427.
- Punzi, M. & K. Rabitsch(2018), “Effectiveness of macroprudential policies under borrower heterogeneity”, *Journal of International Money and Finance* 85(C):251—261.
- Ramos-Francia, M. & S. García-Verdú(2017), “On The relationship between macroprudential policy and other policies”, BIS Paper, No. 94.
- Reinhart, C. & K. Rogoff(2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Roisland, Ø. (2017), “On the interplay between monetary policy and macroprudential policy: A simple analytical framework”, Norges Bank Working Paper, No. 18/2017.
- Rubio, M. & J. Carrasco-Gallego(2014), “Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare”, *Journal of Banking and Finance* 49(C):326—336.
- Rubio, M. (2016), “Short and long-term interest rates and the effectiveness of monetary and macroprudential policies”, *Journal of Macroeconomics* 47(A):103—115.
- Sato, T. (2014), “Macroprudential policy and initiatives by the Bank of Japan”, Speech at Japan Society in London.
- Suh, H. (2014), “Dichotomy between macroprudential policy and monetary policy on credit and inflation”, *Economic Letters* 122(2):44—149.
- Svensson, L. (2012a), “Comment on Michael Woodford, *Inflation Targeting and Financial Stability*”, *Riksbank Economic Review* 1:33—39.
- Svensson, L. (2012b), “The relation between monetary policy and financial policy”, *International Journal of Central Banking* 8(1):293—295.
- Svensson, L. (2015), “Monetary policy and macroprudential policy: Different and separate”, Preliminary Conference Draft, Be presented at “Macroprudential Monetary Policy”, the Federal Reserve Bank of Boston’s 59th annual Conference to be held at the Boston Fed on October 2—3.
- Svensson, L. (2016), “Cost-benefit analysis of leaning against the wind: Are costs larger also with less effective macroprudential policy?”, IMF Working Paper, No. 16/3.
- Svensson, L. (2017), “Cost-benefit analysis of leaning against the wind”, *Journal of Monetary Economics* 90(C):193—213.
- Taylor, W. & R. Zilberman(2016), “Macroprudential regulation, credit spreads and the role of monetary policy”, *Journal of Financial Stability* 26(C):144—158.
- Tomulesa, I. (2013), “Central bank communication and it’s role in ensuring financial stability”, *Procedia Economics and Finance* 20(2015):637—644.
- Tong, E. (2017), “U. S monetary policy and global financial stability”, *Research in International Business and Finance* 39(PA):466—485.
- Trichet, J. C. (2005), “Asset prices bubbles and monetary policy”, Speech at the Mas lecture, Monetary Authority of Singapore, 8 June.
- Trichet, J. C. (2010), “The great financial crisis: Lessons for financial stability and monetary policy”, *Colloquium in Honour of Lucas Papademos*, ECB, 20 May.
- Verona, F. et al(2017), “Financial shocks, financial stability and optimal Taylor rules”, *Journal of Macroeconomics* 54(PB):187—207.
- Vinals, J. (2013), “Making macroprudential policy work”, Remarks at Brookings, Sept, 16.
- Williams, J. (2015), “Macroprudential policy in a micro-prudential world”, Comments delivered at the symposium on Asian banking and finance, Singapore, May 28.
- Woodford, M. (2012), “Inflation targeting and financial stability”, NBER Working Paper, No. 17967.

(责任编辑:刘新波)

(校对:刘洪愧)