

# “双支柱”调控的研究进展:综述与评介\*

马 勇 姜伊晴

**[摘 要]**建立和健全“货币政策+宏观审慎政策”的“双支柱”调控框架,是党的“十九大”报告关于金融改革发展工作的重要战略部署。中国提出的“双支柱”调控框架,其核心是要将货币政策和宏观审慎政策同时纳入政策框架,通过强化二者之间的协调配合,更好地实现金融和实体经济的共同稳定。本文对最近十年的国内外相关文献进行了系统的归纳和梳理,并在此基础上提出了已有文献尚未解决的问题以及未来进一步的研究方向。本文的综述和评介有助于从理论上深化对“双支柱”调控的认识,也有助于在实践中构建符合中国国情的政策框架。

**关键词:**双支柱 货币政策 宏观审慎政策 文献综述

**JEL 分类号:**G01 G18 G28

## 一、引 言

建立和健全“货币政策+宏观审慎政策”的“双支柱”调控框架,是党的“十九大”报告关于金融改革发展工作的重要战略部署。这表明中国在货币政策和宏观审慎政策的协调配合实践方面,已经走在了世界各国的前列。从近半个世纪全球主要央行的政策经验来看,传统的中央银行和货币政策主要将注意力放在实体经济层面的价格稳定上,但价格稳定并不足以确保金融稳定,因此,通过引入新的宏观审慎政策来实现金融稳定目标,成为近年来世界各国中央银行的基本共识。在此背景下,中国提出的“双支柱”调控框架,其核心是要将货币政策和宏观审慎政策同时纳入政策框架,通过强化二者之间的协调配合,更好地实现金融和实体经济的共同稳定。

从“双支柱”调控政策的理论溯源来看,主要涉及货币政策和宏观审慎政策对金融稳定的权衡考虑以及二者之间的协调搭配问题。早期的“杰克逊霍尔共识”(Jackson Hole Consensus)认为,价格稳定是货币政策的基石,通胀目标制是维护长期价格稳定的有效方式,金融变量只有在影响物价稳定的情况下才应被纳入货币政策考虑(Woodford, 2012)。2008年国际金融危机使得价格稳定与金融稳定相对分离的观点得到了深刻检视,金融稳定和价格稳定具有各自独立的内涵但又彼此关联的观点成为学界的“新共识”。这一新共识反映在政策上的要求是,必须在传统货币政策的基础上引入新的政策工具来致力于金融稳定目标,宏观审慎政策应运而生。当宏观审慎政策作为一种新的调控工具进入政策框架之后,其与货币政策的协调配合关系就成了一个有待研究的现实议题,而“双支柱”调控框架的主要政策思维则是要在一个统一的政策框架下,强调货币政策和宏观审慎

\* 马勇,中国人民大学财政金融学院教授,博士生导师,经济学博士,哈佛大学访问学者,中国人民大学“杰出青年学者”,中国财政金融政策研究中心、国际货币研究所研究员;姜伊晴,中国人民大学财政金融学院。本研究得到北京市社会科学基金重点项目“双支柱调控框架的理论及实证研究”(18LJA001)资助。

政策两大“支柱”之间的充分协调和配合,以更好地实现经济和金融共同稳定的目标(马勇,2018)。

在政策实践方面,除中国明确将“双支柱”作为金融宏观调控主框架外,包括英国、欧元区、匈牙利、比利时、泰国等在内的国家也都开始实施类似“双支柱”的政策框架,美国也在积极研究类似的政策框架。应该指出,尽管“双支柱”政策在实践领域的进展非常迅速,但由于实施时间尚短,很多东西目前尚处于开放式的探索和研究过程之中。毫无疑问,只有在理论上首先对“双支柱”政策的若干基本问题进行充分地讨论,才能尽可能地减少和避免实践中的误区,提高政策实施的效果和效率。有鉴于此,本文的主要目标是对最近十年的国内外相关文献进行系统的归纳性梳理和评价,并在此基础上提出有待解决的问题以及未来进一步的研究方向。

## 二、“双支柱”调控的理论基础

关于“双支柱”调控的理论基础,可以从实施“双支柱”调控的必要性和有效性两个基本方面予以阐述,二者相辅相成,前者重点从经验和实践的角度说明为什么必须在传统货币政策的基础上引入新的宏观审慎政策,而后者则进一步说明了为什么这样做是合理和可行的。

### (一)“双支柱”调控的必要性

20世纪90年代以来,随着金融体系的日渐发达及其对实体经济运行影响的不断深化,传统的单一货币政策调控在实践中屡屡出现无力应对金融失衡所导致的经济和金融不稳定的现象。特别是,在通货膨胀得到良好控制的情况下,金融失衡和系统性风险可能长期潜伏并逐渐积累,最终走向引发系统性崩溃的“明斯基时刻”。在价格稳定和金融稳定经常性发生“背离”的情况下,政策当局如果继续沿用传统的、单一盯住价格稳定的货币政策工具和调控模式,将始终面临“按下葫芦浮起瓢”的困境(Goodfriend,2007;Mishkin,2009;Blanchard et al.,2010)。在价格稳定和金融稳定两个目标必须同时纳入政策视野的情况下,根据“丁伯根法则”,理想的选择是在原有货币政策工具的基础上引入新的宏观审慎政策工具,并通过两种政策工具之间的协调配合,实现两个目标的同时稳定。简言之,建立“货币政策+宏观审慎政策”的“双支柱”调控框架,是实现金融和实体经济(价格)共同稳定的必要政策安排。在理论研究方面,Borio and Shim(2007)强调了宏观审慎政策对货币政策的补充作用,以及宏观审慎政策作为“内生稳定器”的支持作用。IMF(2009)认为,金融稳定与货币稳定在长期内具有一致性,合理有效的宏观审慎政策和货币政策可以互相强化和彼此促进,同时,其构建的结构宏观经济模型分析表明,在没有宏观审慎工具的情况下,货币政策需要对信贷市场的过热迹象做出超乎寻常的反应,这意味着需要付出更高的政策成本。Bean et al.(2010)基于动态随机一般均衡(DSGE)模型,研究了对银行业进行一次性征税或补贴的宏观审慎政策如何影响货币政策的实施,结果显示,货币政策和宏观审慎政策之间并不能完全替代,因此二者应该配合使用。Angelini et al.(2012)的研究也强调,一个合作的中央银行将对宏观审慎当局“伸出援手”,为了更广泛的目标而不仅仅是价格稳定而努力,以改善整体经济的稳定。Galati and Moessner(2013)认为,货币政策与宏观审慎政策并非线性独立的变量,二者在防范和控制金融风险的过程中也并非“0与1”的关系,二者之间的协调配合有利于物价稳定与金融稳定双重目标的实现。Funke et al.(2018)研究了宏观审慎政策和货币政策的相互影响,发现货币政策对资产价格具有较大的溢出效应,而宏观审慎政策可以作为货币政策的有效补充。

在国内研究方面,大部分学者倾向于认为,货币政策和宏观审慎政策的协调使用会产生更好的金融经济稳定作用,特别是当实体经济遭受不利的金融冲击之时(周小川,2011;张健华和贾彦东,2012)。吴培新(2011)认为,现有通胀指标不能准确反映货币币值的变化,这必然会导致资产价格的泡沫,这一方面要求货币政策采取“逆风而动”的调控规则,另一方面需要搭配宏观审慎政策以

解决金融失衡问题。陈雨露和马勇(2012a)强调,货币政策和宏观审慎政策一方面拥有不同的政策工具和目标,难以互相替代,另一方面又彼此关联,特别是,宏观审慎政策在特定领域的“定向调节”优势必须以适当的货币政策调控为基础:在成功的宏观审慎政策背后,必然存在一个审慎的中央银行。在另一项研究中,陈雨露和马勇(2012b)基于跨国实证研究发现,在中央银行同时实施银行监管的国家,经济增速和金融稳定性均相对更高,同时未出现明显的“通胀倾向”,这意味着,货币政策和金融监管在本质上具有兼容性,货币政策的独立性也并不排斥中央银行继续行使金融监管职能,切实加强二者之间的协调和配合才是提高政策效果的核心和关键。马勇(2013a)通过将金融稳定纳入货币政策分析框架,发现中央银行的货币政策立场和取向会影响宏观经济金融环境以及金融机构的风险承担倾向,因而有着重要的金融稳定内涵,金融稳定应该进入中央银行的目标函数。张金城(2014)基于贝叶斯估计对中国货币政策、流动性管控以及宏观经济稳定三者之间的关系与作用机制进行了研究,其实证结果显示,要实现宏观经济的平稳运行,需要促进货币政策与宏观审慎政策的协调使用,并引导货币政策进行适度的逆周期调整。肖崎和阮健浓(2014)认为,银行同业业务的快速发展给货币政策与金融稳定带来了挑战,监管部门应该重视同业业务产生的系统性关联性,规范同业业务发展,将金融稳定因素纳入货币政策框架,加强宏观审慎监管。刘生福和李成(2014)基于中国62家商业银行数据的实证分析发现,货币政策对商业银行承担风险的行为有明显的负向影响,且这种影响具有异质性特征,因此,有必要将金融稳定目标纳入中央银行的宏观审慎政策框架,从而实现中央银行货币职能与监管职能的统一,同时应对异质性的银行进行差别化的宏观审慎监管,以更加有效地促进金融稳定。张朝洋和胡援成(2017)基于中国上市公司数据实证检验了货币政策调整对公司融资约束的影响及其与宏观审慎政策的协同作用,其研究结果表明,宏观审慎政策可以有效降低货币政策在经济下行期或转为紧缩时对公司融资约束所造成的不利影响,从而有助于缓解经济的周期波动和流动性的结构失衡。王佳(2018)结合当前国内外的经济金融形势,说明了金融周期和经济周期之间的彼此分化如何加大了货币政策和宏观审慎政策的协调配合难度,并在此基础上强调了通过政策创新实施“双支柱”调控的重要性。

## (二)“双支柱”调控的有效性

在国外文献方面,许多研究发现,货币政策和宏观审慎政策的有效结合,能够更好地促进经济和金融稳定,从而改善社会福利水平。N'Diaye(2009)基于简化的货币政策框架考察了逆周期的宏观审慎政策对货币政策的支持作用,其研究结果显示,逆周期性宏观审慎政策的纳入能够有效强化货币政策的经济金融稳定功能。Gelain(2011)通过考察货币政策和宏观审慎政策在抑制房价波动方面的效果,发现二者之间的有效配合可以显著提升政策组合的房价稳定效应。Unsal(2011)在开放DSGE模型框架下讨论了货币政策与宏观审慎政策的关系,其研究结果表明,宏观审慎政策可以作为货币政策的有效补充,提升社会福利水平。Beau et al.(2012)结合经济环境对欧盟及美国1985-2010年的数据进行了研究分析,发现大多数情况下,货币政策能够很好地调控经济;当不利的金融冲击波及市场时,稳定经济的最优政策反应是发挥货币政策与宏观审慎政策的协同效应,货币政策专注于稳定物价,宏观审慎政策通过控制信贷过度扩张从而维持金融系统的稳定。Suh(2012)的研究表明,当遭遇金融冲击时,采用宏观审慎政策的福利改善效果显著。Kannan et al.(2012)认为,旨在熨平信贷周期性波动的宏观审慎监管能够提高金融体系的稳定性,若货币政策对引起信贷扩张和资产价格泡沫的机制的反应更强烈,宏观经济将更加稳定。Wang and Sun(2013)研究了中国的宏观审慎政策及其在抑制系统性风险中的作用,其基于171家银行的实证分析显示,一些宏观审慎政策工具(例如存款准备金率,住房相关政策)是有用的,但不能保证可以防范当前经济与金融环境下的系统性危机。不过,目标更明确的宏观审慎政策更有可能遏制与不同规模银行及不同经济发展水平地区相联系的系统性风险。将宏观审慎政策与进一步的改革相结合

(如大型银行的商业化)能够提高其抑制系统性风险的有效性。Roldán-Pena et al.(2014)认为,相比于将货币政策作为稳定经济的唯一工具,货币当局与宏观审慎监管当局通过政策委员会进行合作,并对货币政策目标给予高度重视的做法是帕累托改进的,因此,货币政策应该与宏观审慎政策协调配合,其互补性将有助于改善福利水平。Quint and Rabanal(2014)基于两国模型研究了货币政策和宏观审慎政策的最优协调问题,其研究结果表明,宏观审慎政策规则的引入可以显著降低宏观经济波动并提高社会福利水平。

在国内研究方面,戴金平等(2008)通过在单一约束的商业银行利润函数中植入监管当局惩罚函数,发现监管当局以提高资本充足率为核心的监管行为不仅有效影响了商业银行的信贷行为和风险意识,而且强化了“逆风向行事”的货币政策的非对称效应。张亦春和胡晓(2010)对宏观审慎视角下的最优货币政策框架进行了研究,发现在某些特定的情况下,“预先收紧”的货币政策可能有利于限制金融失衡的积累。王馨(2012)对货币政策实施的有效性不足进行了实证分析,并从理论上探讨了引入动态资本充足率后的货币政策实施效果,提出应该基于宏观审慎监管要求对货币政策目标与手段进行调整与创新,将宏观审慎监管与流动性管理相结合。马勇(2013b)在包含金融因素的DSGE模型框架下考察了多种扩展型货币政策规则,并对其经济稳定效应和社会福利效果进行了评估,其研究结果显示,立足于宏观审慎要求的货币政策在单一和清晰的规则下效果更好。岑磊和谷慎(2016)从社会福利视角研究了宏观审慎政策的稳定效应及其与货币政策的协调搭配,他们的研究表明,在“双支柱”调控框架下,货币政策当局负责维护物价稳定,而宏观审慎政策当局则负责维护金融稳定,二者相辅相成,具有明显的福利增进效应。童中文等(2017)认为,宏观审慎政策与货币政策具有协同性,专注于控制通胀的货币政策能够抑制金融波动,从而降低系统性风险,但在不同的经济金融环境下,上述稳定效应具有一定的非对称性。郑联盛(2018, 2019)认为,货币政策在金融稳定机制中并不占据主导地位,因而需要搭配宏观审慎政策来缓解其所面临的多目标政策负担,在“双支柱”调控框架下,中央银行需要强化金融稳定功能,促进货币政策与宏观审慎政策的协调,同时增强二者之间的互补性,从而达到“多目标”和“多工具”之间的有效匹配,以更好地促进经济和金融稳定。

### 三、“双支柱”调控下的政策协调搭配

在确认了“货币政策+宏观审慎政策”的“双支柱”调控较之单一使用货币政策能够相对更好地实现经济稳定和金融稳定的双重目标之后,接下来的问题是:在“双支柱”调控框架下,货币政策(规则)应该如何与宏观审慎政策(规则)实现具体的协调搭配?目前此方面的研究主要包括三类:一是基于政策比较优势的协调搭配文献,二是基于政策博弈均衡的协调搭配文献,三是基于经济金融环境的协调搭配文献。

#### (一) 基于政策比较优势的协调搭配

基于政策比较优势的协调搭配文献主要是从货币政策和宏观审慎政策在不同条件下的比较优势来确定二者之间的选择和协调搭配模式。这里的不同条件包括不同的冲击来源、约束条件和政策倾向等。从国外文献来看,大部分研究认为,货币政策和宏观审慎政策在调控目标、工具和效率等方面各有所长,因此二者在协调配合的过程中,要根据具体的情况充分发挥各自的比较优势。在基础研究方面,一些学者强调了货币政策和宏观审慎政策在调控过程中应该保持方向的一致性,防止政策方向相悖而削弱政策效果(Reinhart and Rogoff, 2009; Gerlach, 2010; Allen and Rogoff, 2011; Svensson, 2012; Canuto and Cavallari, 2013; Geoge, 2015)。在进一步的深入研究中,Paries et al. (2010)基于带有银行资本约束的模型框架,研究了使得特定损失函数最小化的最优货币政策与资

本比率。Suh(2012)在一个带有金融加速器机制的DSGE模型下研究了货币政策和宏观审慎政策的最优配合模式,发现货币政策应该专注于控制通胀,而宏观审慎政策则应该将重点放在稳定信贷上。Brzoza-Brzezina et al.(2014)研究了多期贷款条件下的货币政策和宏观审慎政策协调,他们发现,多期性会以截然不同的两种形式影响政策效果:一方面,多期合同会在一定程度上降低货币政策的有效性,但仅限于固定利率抵押下的情况,并且不会导致货币政策传导产生显著的不对称性;另一方面,宏观审慎政策的有效性较少依赖于利息支付的类型,但会显示出很强的不对称性特征,通常情况下,紧缩政策的调控效果要强于宽松政策(尤其是对于短期和中期债券而言)。在Bruno et al.(2017)的研究中,宏观审慎政策配合紧缩的货币政策产生的效力要优于其搭配宽松的货币政策产生的效力。Rubio(2016)通过构建一个含有房地产市场与借贷市场的新凯恩斯DSGE模型,分别考察了短期利率与长期利率下,货币政策与宏观审慎政策对宏观经济以及金融市场的稳定作用,其研究结果显示,长期利率下的货币政策与宏观审慎政策的稳定效果较差,但在短期中,旨在抑制金融波动的货币政策会造成更大的宏观经济波动;若使用宏观审慎政策工具中的LTV规则,短期利率下金融市场的稳定性将显著提高,但对于长期利率下的金融市场稳定效果甚微。Roisland(2017)认为,货币政策的比较优势是稳定实体经济,而后的比较优势在于稳定金融体系,所以二者最好的配合模式就是采取顺周期的货币政策,稳定实体经济,同时发挥宏观审慎政策抑制资产泡沫的作用。在区分冲击来源的研究方面,Angelini et al.(2012)运用含有银行部门的DSGE模型考察了货币政策与宏观审慎政策之间的协调问题,其研究结果显示,当经济遭受供给冲击时,相对于仅实行货币政策,使用宏观审慎政策会给宏观经济带来有限的稳定作用,但如果宏观审慎当局与中央银行之间缺乏配合则有可能产生政策冲突,导致不理想的结果;当经济遭受金融冲击时,宏观审慎政策的运用会降低社会福利损失。Tayler and Zilberman(2014)基于具有内生金融摩擦的借贷成本渠道模型,研究了货币政策和宏观审慎政策的协调搭配效应,发现在信贷冲击下,宏观审慎政策的调控效果要优于货币政策,但在供给冲击下,最优的政策组合则是宏观审慎政策搭配反通胀的货币政策。在基于国别数据的研究中,Himino(2016)对美日两国的资产价格泡沫进行分析后认为,货币政策应通过调节短期利率调控信贷规模的过快增长,而宏观审慎政策则应该通过调控“贷款价值比”(LTV)稳定资产价格。Malovan and Frait(2017)基于捷克及五个欧元区国家的研究发现,宽松的货币政策可能会扩大信贷周期,导致金融脆弱性的积聚,而银行资本比率的提高可能会带来一些不确定性,这意味着,货币政策与宏观审慎政策的协调配合来促进二者政策目标的有效实现。Gelain and Ilbas(2017)使用美国的真实数据和金融观察数据,对灵活通胀目标下的中央银行与旨在维护金融稳定的宏观审慎当局之间的协调合作所带来的效益进行了考察,发现货币政策和宏观审慎协作的潜在效益取决于宏观审慎政策对产出缺口的重视程度,通过给予二者同等的权重,可以有效避免协作过程中的政策冲突。

在国内研究方面,王爱俭和王璟仪(2014)的研究结果显示,逆周期性的宏观审慎政策工具能够提高金融系统的稳定性,从而增加社会福利;同时,在调控宏观经济方面,货币政策应占据主导,宏观审慎政策发挥辅助作用,而在调控金融体系(促进金融稳定)方面,宏观审慎政策则应发挥主要作用。梁璐璐等(2014)基于家庭与企业区别调控的思想,构建了一个引入动态“贷款价值比”工具的DSGE模型,并基于该模型讨论了不同政策组合下的宏观经济波动情况。他们的研究发现:当面对传统冲击时,货币政策的调控目标不受宏观审慎政策的影响;但当面对非传统的冲击时,二者的协调配合可以更好地实现通胀目标;此外,尽管宏观审慎政策会通过改变资源在各部门的配置从而改变经济格局,但并不至于对整个经济造成结构性影响,具有中立性。岑磊和谷慎(2016)的研究表明,在“双支柱”调控框架下,货币政策和宏观审慎政策的最优配合策略是货币政策当局和宏观审慎政策当局分别负责维护物价稳定和金融稳定。此外,他们的研究还显示,货币政策和宏观审

慎政策之间的配合效果与外生冲击的性质有关：在需求冲击下，二者之间具有彼此促进的作用；但在供给冲击下，二者之间则存在着一定的潜在冲突。李天宇等(2016)通过构建带有异质性消费者的 DSGE 模型，探讨了宏观审慎政策和扩展型货币政策的调控作用与金融稳定效果，发现二者尽管对信贷市场进行调控的工具和传导机制存在差异，但均能缓解经济上行期的信贷过度扩张问题，从而抑制系统性金融风险，稳定金融体系；同时，物价稳定和金融稳定之间的内在联系使得扩展型货币政策可以在不牺牲物价稳定的前提下实现金融稳定。在程方楠和孟卫东(2017)纳入房价波动的 DSGE 模型中，货币政策和宏观审慎政策应分别以稳定物价和房价稳定为调控目标，同时，为充分发挥宏观审慎政策对房价的结构性调控作用，同时弥补货币政策总量调控中的不足，需要根据房地产市场的类型差异制定差别化的宏观审慎政策，并配合货币政策一起使用。范从来和高洁超(2018)在异质性金融冲击视角下研究了货币政策和银行资本监管的最优策略组合，发现货币政策应该考虑金融因素，盯住信贷价格的泰勒规则优于盯住信贷规模的规则，同时，当面临外部金融冲击时，高力度的货币政策搭配低强度的资本监管可以减少福利损失，而在内部金融冲击下，紧缩的资本监管与灵活的货币政策则构成最优政策组合。在赵玮和赵敏娟(2018)的异质性预期模型中，当经济面临生产冲击和违约风险的冲击时，最优的政策组合是协调使用逆周期性货币政策与宏观审慎政策。郭娜和周扬(2019)基于 DSGE 模型分析了不同外生冲击下货币政策和宏观审慎政策的配合策略，其分析结果显示：在房地产需求冲击下，货币政策通过盯住房价并与宏观审慎政策配合，能够更好地促进房价稳定和降低经济波动；在技术冲击和货币政策冲击下，单一目标的货币政策规则并配合宏观审慎政策能相对更好地抑制房价波动和维护宏观经济稳定。徐海霞和吕守军(2019)在具有抵押品约束特征的 DSGE 模型框架下，发现“双支柱”政策的协调策略要依据具体的冲击而定，当经济面对需求冲击时，二者可以相互促进，但在面临供给冲击时则有可能产生冲突；同时，基于福利最大化的最优政策组合表明，加强“双支柱”框架下的政策互动可以提高经济和金融的稳定性。

## (二) 基于政策博弈均衡的协调搭配

基于政策博弈均衡的协调搭配文献主要是从货币政策当局(中央银行)和宏观审慎政策当局之间的博弈关系和政策互动来考察二者之间的最优协调搭配模式。Paoli and Paustian(2013)通过构建带有金融摩擦的新凯恩斯模型，研究了货币当局与宏观审慎监管机构之间的非合作博弈，他们的研究发现：当金融摩擦同等地影响了所有生产要素的融资时，无论冲击来源于何处以及货币当局与宏观审慎监管机构之间是否存在合作，宏观审慎政策都是一个强有力的附加工具，能够避免无效率的结果；不过，如果政策之间存在权衡并且政策制定是自由裁量的，那么制度安排就变得至关重要——如果货币当局与宏观审慎监管机构之间不合作，那么宏观审慎监管机构充当领导下的结果要优于二者之间进行合作的结果；反之，如果二者在制定政策时考虑对方的反应，那么纳什均衡下的政策效果将次于二者之间合作的结果。在 Rubio and Carrasco-Gallego(2014)构建的具有住房和抵押约束的 DSGE 模型中，宏观审慎政策采用对信贷扩张做出反应的 LTV 规则，而货币政策则采用传统的泰勒规则，通过分别计算出货币政策和宏观审慎政策在“合作”与“非合作”情况下的最优参数，作者发现，两种政策之间的协调配合提高了金融系统的稳定性和社会福利，特别是在二者之间存在“非合作博弈”的情况下；同时，借款人和储蓄者之间存在着权衡，借款人可以通过补偿储蓄者的福利损失实现“帕累托最优”。Collard et al.(2017)基于有限责任和存款保险假设，考察了货币政策和宏观审慎政策之间最优的策略组合。他们建立了一个带有银行部门的新凯恩斯模型，给定利率与银行资本要求，将银行资本金要求视为解决有限责任与存款保险带来的风险激励的工具，寻求货币政策与审慎政策的最优组合，其基准模型是具有不变边际成本且完全竞争的银行，此情形下的最优政策组合是货币政策与宏观审慎政策的简单分工；但在其扩展模型中，银行成本具有外部

性,此情形下的最优政策组合会更加复杂,依赖很多具体的情况。Laureys and Meeks(2018)研究了当中央银行兼具货币政策目标与宏观审慎目标时的政策搭配问题,其研究表明,较之简单的货币政策和宏观审慎政策规则,满足“时间一致性”的政策更为可取;同时,如果允许利率对宏观审慎政策做出调整,那么政策效果将得到改善;此外,当政策制定的权力分置于不同的机构时,相机选择的政策制定者之间的策略互动会产生明显更差的政策组合效应。

在国内研究方面,“双支柱”框架下基于政策博弈均衡的协调搭配研究还比较少。从已有的文献来看,李建强等(2018)通过构建包含政策博弈的DSGE模型,探讨了货币政策、宏观审慎政策和财政政策三者之间的协调搭配问题,其研究表明:当金融与经济周期二者不同步时,宏观调控过程中可能会出现政策冲突或政策叠加的问题,此时如果中央银行与财政部门缺乏有效的协调配合,二者之间的策略互动可能会产生“纳什均衡”,从而降低政策调控效果,导致社会福利的损失。郑联盛(2018)指出,在“双支柱”调控框架下,宏观审慎政策和货币政策之间的利益权衡是采用逻辑完美的“合作均衡”还是相对独立运作的“纳什均衡”,主要取决于金融稳定的治理结构和制度安排,特别是金融稳定机制的体制安排问题。

### (三)基于经济金融环境的协调搭配

在不同的经济和金融条件下,基于“双支柱”的宏观调控如何通过政策之间的有效协调和配合来实现最优的政策目标和效果,是学者和政策实践者持续讨论和重点探索的核心问题之一。此方面的文献认为,货币政策和宏观审慎政策之间的最优协调搭配模式应在不同的经济金融环境和状态下可能会产生不同的结果。从国外文献来看,Borio(2014)指出,政策当局应根据所处的金融与商业周期的不同阶段来判断货币政策与宏观审慎政策的相互作用以及最优的组合方式,因为在某些情况下,二者反向调控是合意的,但在另一些情况下,二者同向作用的效果会最好。在Greenwood-Nimmo and Tarassow(2016)的研究中,收紧货币政策将提高“信贷/GDP”和“债务/权益”等杠杆比率,从而增加金融体系的脆弱性,在同样的利率水平下,约束信贷的宏观审慎政策会在短时期内降低“信贷/GDP”,因此,当货币政策能根据宏观审慎政策调整短期利率时,可以通过降低“信贷/GDP”和“债务/权益”提高金融体系的稳定性。Sato(2014)认为,“双支柱”政策的协调模式与调控的侧重点需要考虑不同国家的国情及发展阶段,比如,在通货膨胀率相对较低的发达国家,调控的目的主要是维持金融系统的稳定,此时宏观审慎调控应占主导地位;相比之下,在那些价格水平长期波动的国家,由于稳定价格水平是首要调控目标,此时应以货币政策作为主要的调控手段。Kiley and Sim(2015)通过构建一个有摩擦的金融中介模型,发现在具有不同金融结构的国家中,“双支柱”政策的调控效果存在明显差异:在银行主导型的金融体系下,“双支柱”政策有显著的调控效果;相比之下,在市场主导型的金融体系下,“双支柱”政策的调控效果变得非常微弱。Brzoza-Brzezina et al.(2017)基于一个典型的具有大量外汇贷款的小型开放经济体,构建了一个具有金融摩擦且房贷能以本币或外币计价的小型开放经济模型,其基于波兰的研究结果显示,大量外币贷款的存在会阻碍货币政策的有效传导,同时也会恶化决策者面临的“产出-通胀”波动的权衡,而宏观审慎政策的使用将改善这种权衡,但其产生的结果要次于同样的政策组合在仅有本币债务的经济体中产生的结果。

在国内文献方面,方意等(2012)基于对我国72家商业银行的数据,讨论了货币政策对银行风险承担行为的影响,并在此基础上分析了货币政策和宏观审慎政策之间的协调搭配关系,其研究表明,二者之间的关系取决于经济环境与银行资本充足率状况:当通胀与银行系统性风险都比较适中时,适度的宏观审慎政策与货币政策搭配即可;当经济存在适度的通胀,而银行的系统性风险较高时,应主要依靠宏观审慎政策进行调控;反之,当经济中的通胀较高、银行的系统性风险较低时,应主要采用货币政策进行调控;如果经济中的通胀与银行系统性风险都很高,则需要二者之间

的充分协调搭配。徐明东和陈学彬(2012)通过对货币政策和银行风险承担行为的相关性进行实证研究,提出中央银行需要结合经济冲击的类型,综合考虑宏观经济与银行资本充足率状况,搭配使用货币政策与宏观审慎政策,特别地,为了抑制系统性风险在银行体系的积聚,当实行紧缩的货币政策时,要协调使用多种短期货币政策工具和宏观审慎政策工具予以辅助。陈雨露和马勇(2012)认为,“双支柱”调控框架下的政策配合可能具有高度的国情依赖特征,即使是同一组政策工具在面临类似的经济环境时,也可能因不同的实施环境而导致效果差异明显,这意味着,对于任何一个特定的国家,“双支柱”调控政策的实施都需要有一个基于本国国情的独立评估,不能简单照搬从其它国家获取的经验数值。李力等(2016)分析了短期资本、金融稳定和货币政策之间的关系,发现随着金融开放程度的提高,货币政策应该对短期资本流动做出必要的反应。郭子睿和张明(2017)认为,对于信贷扩张形成的资产价格泡沫,货币政策应采用事前逆周期调控与宏观审慎政策配合使用,二者的协调程度决定于金融和经济周期的同步性程度以及波动来自何种类型的冲击等具体情况。程海星(2018)运用滚动回归的VAR模型以及累计脉冲响应函数,考察了不同金融周期下货币政策与宏观审慎政策的协调关系,其研究结果显示,金融体系对货币政策调控的反应剧烈,宏观审慎政策是促进金融稳定的主要手段;在金融体系运行相对平稳的时期,宏观审慎政策与货币政策配合调控的作用较佳;在金融体系波动较大的时期,流动性比例监管的效果最好,但如果货币政策与之同向变动,则会增加不稳定因素;在MPA实施之后的金融状况企稳期,逆周期性的资本监管政策效果相对较好,同时货币政策承担了较多的金融稳定职能。洪昊等(2018)基于开放条件下的DSGE模型发现,跨境资金流动会影响货币政策与宏观审慎政策的调控作用,宏观审慎政策对货币政策有一定的替代性,但不能完全替代,为使调控效用最大化,货币政策和宏观审慎政策应该协调使用。马勇和谭艺浓(2019)通过构建包含范式转变的DSGE模型,分析了金融状态变化和货币政策反应之间的关系,他们发现,货币政策对正常范围内(较小幅度)的金融资产价格波动没有必要做出直接的反应,但对明显偏离均衡状态的金融资产价格波动则有必要做出直接反应。进一步的分析显示,这种依据金融状态变化而灵活转换的货币政策规则比传统的线性泰勒规则具有更好的经济金融稳定效应,并且在实践上易于操作,具有明显的社会福利增进效果。

#### 四、“双支柱”调控与其他政策的协调搭配

应该指出,除上述“双支柱”调控框架下货币政策和宏观审慎政策之间的协调搭配之外,还有一些文献在更为宽广的视野中讨论了“双支柱”调控政策与其他政策(如财政政策、信贷政策、外汇政策等)之间的协调搭配关系。这一类文献由于涉及多种政策之间的组合搭配问题,因而在理论建模和实证分析方面通常更为复杂,需要考虑更多的可能情况。

从国外文献来看,Agenor et al.(2014)认为,将宏观审慎政策纳入中央银行的职能体系给宏观审慎政策与货币政策的协调带来了新的挑战,二者协调的必要性在于货币政策与宏观审慎政策工具并非独立,都可以通过影响信贷扩张从而影响到货币与信贷状况,如果将宏观审慎政策作为微观审慎资本与流动性监管的必要补充,同时与货币政策以互补的形式发挥作用,则可以预期最优的政策组合效果。Carvalho and Castro(2017)在一个具有异质性金融摩擦和外国资本流动的DSGE模型框架下,研究了在应对经济和金融周期时应采取的货币政策、宏观审慎政策和财政政策之间的最优组合,其基于巴西的研究结果发现,只有与逆金融周期的宏观审慎政策协调使用时,实施周期性的财政政策才有显著的调控效果,同时,最优的财政政策选择在调控经济周期时是反周期的,而在调控金融周期时则具有轻微的顺周期性。Leduc and Natal(2017)研究了在资产价格与经济活动之间存在内生反馈且允许使用宏观审慎政策的情况下,最优的货币政策是如何决定的。当不存在宏观



审慎政策时,最优的货币政策将根据资产价格进行逆周期调整,并可以通过对金融变量增速做出反应的“限速规则”(speed-limit rule)来近似模拟。在 Leduc and Natal(2017)的研究中,内生反馈回路对于上述结果至关重要,否则价格稳定将是准最优(quasi-optimal)的。类似地,将存款准备金要求与信贷增长挂钩的简单宏观审慎规则,抑制了上述内生反馈回路,从而使价格更加稳定。此外,政府对贷款征收的“或有税”(State-contingent taxes)将有助于整体的福利改善。

在国内研究方面,陈雨露和马勇(2012)认为,由于政策当局在宏观上需要关注经济和金融体系的整体稳定,因而在政策决策和实施的过程中,政策制定者实际上面临的是一个可选政策工具的“工具集”,其中必然内生地包括着货币政策、金融监管政策、财政政策、汇率政策等政策工具之间的协调与配合。在一项相关研究中,马勇和陈雨露(2013)基于 DSGE 模型讨论了宏观审慎视角下的货币政策、金融监管政策和信贷政策之间的协调搭配问题,其研究结果显示,三种政策之间通过有效的协调搭配,可以显著提高经济与金融体系的稳定性,同时改善单一政策所通常面临的“多目标政策困境”。该研究还较早地研究了由于多种政策之间错误搭配或者搭配不当所造成的“政策冲突”和“政策叠加”问题,强调政策组合之间的错误搭配或者反应过度可能会导致经济朝着非预期的方向调整,从而导致政策失效。卜林等(2016)基于 DSGE 模型探讨了货币政策、宏观审慎政策和财政政策之间的协调搭配关系,他们认为,“双支柱”调控不足以实现信贷、通胀和产出的稳定,应该考虑纳入财政政策;同时,“双支柱”政策应充分考虑政策制定过程中彼此的政策反应,比如,在财政扩张的经济背景下,二者非合作的模式会带来更好的调控效果;此外,宏观审慎政策虽然可能会在一定程度上降低财政政策调控的有效性,但同时可以提高财政政策的可持续性从而减少因政策的不连续所导致的经济波动与社会福利损失。黄志刚和许伟(2017)运用多部门的 DSGE 模型分析了住房市场波动同宏观经济稳定之间的关系,认为在无法准确地识别减税降费的力度时,减税降费、宏观审慎政策以及货币政策等结构性调控举措构成的“次优组合”能以最小化福利损失的形式控房价、稳增长和调结构。陈彦斌等(2018)构建了具有资产价格泡沫和高债务特征的 DSGE 模型,讨论了衰退式资产泡沫形成的原因及对策,他们认为,衰退式资产泡沫并非产生于乐观的未来预期与信贷扩张等传统路径,而是来自于高债务的主体对庞氏融资模式的过度依赖,最终导致实体经济萎靡和金融体系活跃的两极分化格局,在这种情况下,宏观调控需要考虑实体经济的杠杆控制,因而更为理想的政策组合是“稳健而较宽松的货币政策+较紧的宏观审慎政策+降低实体经济杠杆”。王永钦和徐鸿恂(2019)也认为,杠杆率会影响资产价格,因此杠杆率是宏观审慎政策的一种工具,同时也应是货币政策的一种调控工具。朱军等(2018)将财政压力和财政整顿等财政方面的因素纳入 NK-DSGE 模型,在一般均衡视角下讨论了不同政策目标下的最优政策组合问题,其研究表明,政府债务规模的上升会对金融市场的定价机制产生重要影响,建立纳入财政整顿政策的“大宏观审慎政策”(即“双支柱+财政整顿”的政策组合)不仅可以继承原有“双支柱”政策的优势,还能在经济上行期有效降低政府债务,确保赤字和债务的稳定,同时削弱经济摩擦对经济运行的扭曲,从而使经济更加接近有效均衡状态。李建强等(2018)基于包含“事前预防”、“事后救助”、“双面信贷摩擦”的 DSGE 模型,发现财政政策应纳入宏观审慎政策框架之中,其中“庇古税”作为一种财政政策工具,可发挥“事前预防”和“事后救助”的功能;同时,考虑规避道德风险的财政政策能够极大地提高宏观审慎政策的实施效果。赵胜民和张翰文(2018)在一个带有抵押约束的 DSGE 模型下分析了房价波动对宏观经济的非对称影响,研究发现,货币政策和宏观审慎政策的协调使用有助于平抑房价波动,并且这种调控作用在房价下跌时的效果更优;相比之下,在房价上涨期间,除了二者之间的协调配合外,还需要辅之以其他的政策调控工具。张泽华和周闯(2019)通过构建带有抵押约束条件的开放 DSGE 模型,考察了来自于短期资金流动的金融经济冲击及相应的“双支柱”组合策略,其研究表明,在资本账户开放程度比较低的情况下,货币

政策和宏观审慎政策的最优配合策略是实行以稳定通胀和产出为最终目标的标准泰勒规则；当资本开放程度较高时，二者最优的组合策略是标准泰勒规则和盯住“外资-产出比”的动态宏观审慎政策的组合，并且该组合的稳定效应与资本账户的开放程度呈正相关关系。

## 五、尚需解决的问题和未来研究方向

总体而言，关于“双支柱”调控框架的相关理论研究，目前尚存在以下几个方面的不足以及需要进一步研究的问题：一是从金融部门的建模思路来看，尽管在传统宏观经济模型框架下引入内生性的金融部门已经成为常见的建模策略，但对于金融部门的内部结构和不同性质金融冲击的刻画仍然不够细致和深入；二是从经济金融活动和政策行为之间的反馈关系来看，在目前的建模技术下，金融部门、实体部门和政策部门之间的多重复杂关联机制通常被严重忽略，或者只是粗略地提及；三是从政策分析来看，目前关于货币政策和宏观审慎政策之间协调搭配的文献相对较多，但关于“双支柱”政策和其它各种宏微观调控政策之间的协调搭配文献还非常少；四是从基于中国的应用研究来看，目前借鉴国外的中小型 DSGE 模型研究中国问题的情况比较多见，而基于中国自身的经济金融特征开发具有“原创性”的大型宏观经济模型的工作尚处于起步阶段。

鉴于现有文献所存在的上述不足，未来关于“双支柱”调控的研究方向主要包括以下四个基本方面：

第一、通过宏观经济理论框架下的结构化建模，明确界定各种不同性质和来源的金融冲击，研究不同性质的金融冲击对宏观经济稳定和金融稳定的动态影响和传导机制，从而为基于金融和实体经济共同稳定目标的“双支柱”调控提供理论基础。2008 年国际金融危机之后，尽管金融不稳定对实体经济的重要影响逐渐达成了普遍共识，但由于金融和实体经济之间的动态关联机制非常复杂，如何科学界定不同性质和来源的金融冲击仍然是宏观经济和金融学领域一个主要的建模难题。现有文献在此方面存在以下两个方面的明显不足：一是对金融冲击的刻画比较单一，一般采用单个金融变量的冲击（如货币、信贷、利差、资产价格等）予以代表；二是对不同性质的金融冲击与宏观经济动态之间的关系和传导路径缺乏明确的刻画。因此，在未来的研究中，一个重要的工作是对不同性质和来源的金融冲击进行更为明确的区分和界定，并在此基础上深入研究不同性质的金融冲击对宏观经济和金融体系的异质性影响，以及不同金融冲击之下的传导机制和路径差异，这有助于我们进一步深入理解金融冲击的内生性传导机制，以及金融不稳定和实体经济波动之间的动态关联机制和复杂反馈路径。

第二、通过构建包含内生性“金融体系——实体经济——政策反应”的 DSGE 模型，对“双支柱”框架下不同政策工具的调控效果进行分析，并在此基础上分析货币政策和宏观审慎政策在不同条件下的相互作用和反馈机制。尽管很多研究表明，货币稳定和金融稳定是互补关系，但也有一些情况下可能出现两种政策之间的冲突。因此，在“双支柱”调控框架下，究竟是货币政策优先，还是宏观审慎政策优先，又或者是二者同时使用，在很大程度上需要区分具体的情况，这也是此类研究的难点所在。一般而言，宏观审慎政策工具影响信贷和资产价格，因此可能会影响货币政策传导机制；反过来，货币政策影响金融机构的决策和资产价格，进而影响金融稳定和宏观审慎政策的评估。因此，货币和宏观审慎政策需要考虑彼此的影响，而两种政策的成功组合必然依赖于具体的情况。与此同时，“双支柱”调控框架在实践中还需要解决另一个重要问题，即各种具体的货币政策工具（利率、汇率、存款准备金等）和宏观审慎政策工具（逆周期资本缓冲、动态拨备、抵押贷款价值比、杠杆比率、保证金要求和流动性比率等）在面临不同的冲击时，各自的稳定效果如何，这也需要进行系统的比较分析。为解决上述问题，可考虑通过构建包含内生性金融体系的 DSGE 模型框架，

对“双支柱”调控框架下各种具体政策工具的组合搭配效应进行更为细致深入的比较分析,这一工作也有助于进一步明确货币政策和宏观审慎政策之间的内生关联和动态反馈机制。

第三、在“双支柱”政策框架的基础上,进一步引入其他经济和金融政策的可能影响,为分析“双支柱”调控框架下的货币政策工具和宏观审慎政策工具如何实现与其他经济金融政策工具(财政政策、产业政策、信贷政策、税收政策等)的协调配合提供必要的理论基础。总体来看,在“双支柱”政策的基础上引入更多政策工具的“多政策协调搭配”文献目前只是零星存在,形式上的讨论较多,缺乏理论上的系统性和深入性。应该说,推进此方面的研究虽有一定的难度,但创新的潜力和空间巨大。在未来研究中,可尝试的工作方向包括:一是建立高度结构化的一般均衡模型框架,并创新多种政策工具的建模方法,为分析多种政策规则之间的关联和影响提供基础;二是通过模拟和实证分析,系统考察主要的经济和金融政策(如货币政策、宏观审慎政策、信贷政策、财政政策、产业政策、税收政策等)是否应该对经济和金融的波动做出反应,以及如何做出反应(包括政策规则、决策依据、反应力度、反应时间等);三是考虑多种不同性质的政策工具之间的协调组合和搭配问题,如通过对传统的政策规则进行扩展(纳入各种可供盯住的目标变量),实现对政策组合范式的系统建模,并在此基础上分析讨论各种可能的政策组合形态对经济和金融稳定的影响。这些分析和讨论将有助于为复杂条件下(即存在多种备选的宏观金融政策)的“多政策协调搭配”提供理论基础和实践解决方案。

第四、基于中国的经济金融结构性特征,构建“中国化”的大型 DSGE 模型框架,为宏观经济政策的分析和决策提供参考。目前,美联储和欧央行等都建立了自身的大型宏观经济分析模型,用于经济和金融政策的分析、决策和评估。近年来,虽然应用 DSGE 模型分析中国经济的文献大量涌现,但大部分文献仍然主要停留在以国外模型为基础、利用中国数据进行校准(估计)的层面,真正基于中国的实际情况构建“原创性”DSGE 模型的基础性研究还非常少见。特别是,目前国内已有的 DSGE 模型基本上都属于中小型模型,无法有效刻画大型经济体内一些复杂的结构性特征。在未来的研究中,一个重要的研究方向是基于中国经济金融的各种结构性特征,开发能够有效解释和模拟中国经济实际运行的大型 DSGE 模型框架。此类模型通常需要纳入更多的结构性方程对实际经济进行更为细致的刻画,从而为宏观经济政策的分析和决策提供更为确切的向导。在具体建模手段的创新上,可考虑对传统的 DSGE 模型框架进行拓展,通过引入国有和民营并存的“二元”经济金融结构、考虑政府部门对经济活动的“内生性”参与、构建渐进开放和管制并存的金融体系、纳入具有“软预算约束”特征的国家资产负债表等方式,建立具有清晰中国特色的大型 DSGE 模型框架。

## 六、概要性小结

本文对“双支柱”调控政策的相关国内外文献进行了系统全面的梳理,并在此基础上提出了此领域研究的未来工作方向。概括而言,现有文献对“双支柱”调控的研究主要包括三个方面:一是关于“双支柱”调控理论基础的研究,即实施“双支柱”调控的必要性和有效性的讨论,此方面的文献大都倾向于认为,实施“双支柱”调控既是必要的,也是有效的;二是关于“双支柱”调控框架下,货币政策(规则)和宏观审慎政策(规则)如何实现有效协调搭配的研究,此方面的研究显示,“双支柱”调控的政策效果主要受到不同条件下的政策比较优势、政策当局的互动博弈以及经济金融环境等方面因素的影响;三是关于“双支柱”调控政策与其他经济金融政策(如财政政策、信贷政策、外汇政策等)协调搭配的研究,此方面的文献尽管目前尚处于初步阶段,但从一个更广阔的政策视野来看,此方面的研究无疑会成为此领域未来研究的一个长期重点和难点所在。

现有文献对“双支柱”调控框架的研究主要存在以下四个方面的不足:一是缺乏对金融部门内

马勇、姜伊晴：“双支柱”调控的研究进展

部结构以及不同性质和来源的金融冲击的详细刻画,二是缺乏对金融、实体经济和政策行为三者之间的多重反馈机制的内生性建模,三是缺乏对“双支柱”调控政策和其他宏观调控政策之间的协调搭配关系的研究,四是缺乏具有鲜明中国特色的大型原创性宏观经济模型。鉴于上述不足,未来的理论研究方向是在一个包含“金融体系——实体经济——政策反应”内生反馈效应的 DSGE 模型框架下,更加明确细致地对金融体系的内部结构进行刻画,同时拓展政策部门的“工具箱”建模,使其能够容纳更多类型的政策和工具,并允许政策工具之间的反馈式互动。在基于中国的应用研究方面,应重点考虑开发能够反映中国经济金融结构性特征的大型 DSGE 模型,并将其应用于中国问题的各种具体分析,从而为国家经济金融政策的决策、实施和反馈提供新的依据。

参考文献

- 卜林、郝毅、李政(2016):《财政扩张背景下我国货币政策与宏观审慎政策协同研究》,《南开经济研究》,第5期。
- 岑磊、谷慎(2016):《宏观审慎政策效应及其与货币政策的配合》,《财政研究》,第4期。
- 陈彦斌、刘哲希、陈伟泽(2018):《经济增速放缓下的资产泡沫研究——基于含有高债务特征的动态一般均衡模型》,《经济研究》,第10期。
- 陈雨露、马勇(2012a):《宏观审慎监管:目标、工具与相关制度安排》,《经济理论与经济管理》,第3期。
- 陈雨露、马勇(2012b):《中央银行的宏观监管职能:经济效果与影响因素分析》,《财经研究》,第5期。
- 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。
- 程海星(2018):《金融周期与“双支柱”调控效果》,《国际金融研究》,第9期。
- 戴金平、金永军、刘斌(2008):《资本监管、银行信贷与货币政策非对称效应》,《经济学(季刊)》,第1期。
- 范从来、高洁超(2018):《银行资本监管与货币政策的最优配合:基于异质性金融冲击视角》,《管理世界》,第1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。
- 郭娜、周扬(2019):《房价波动、宏观审慎监管与最优货币政策选择》,《南开经济研究》,第2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。
- 洪昊、陈一稀、项燕彪(2018):《宏观审慎管理机制对货币政策的影响效应研究》,《国际金融研究》,第9期。
- 黄志刚、许伟(2017):《住房市场波动与宏观经济政策的有效性》,《经济研究》,第5期。
- 李建强、张淑翠、秦海林(2018):《货币政策、宏观审慎与财政政策协调配合——基于 DSGE 策略博弈分析与福利评价》,《财政研究》,第12期。
- 李力、王博、刘潇潇、郝大鹏(2016):《短期资本、货币政策和金融稳定》,《金融研究》,第9期。
- 李天宇、张屹山、张鹤(2016):《扩展型货币政策与宏观审慎监管的金融稳定作用分析》,《经济评论》,第3期。
- 梁璐璐、赵胜民、田昕明、罗金峰(2014):《宏观审慎政策及货币政策效果探讨:基于 DSGE 框架的分析》,《财经研究》,第3期。
- 刘生福、李成(2014):《货币政策调控、银行风险承担与宏观审慎管理——基于动态面板系统 GMM 模型的实证分析》,《南开经济研究》,第5期。
- 马勇(2013a):《基于金融稳定的货币政策框架:理论与实证分析》,《国际金融研究》,第11期。
- 马勇(2013b):《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(2018):《央行调控的实践:健全双支柱调控框架是为了解决什么问题?》,澎湃新闻,2018年1月1日, <https://finance.sina.cn/2018-01-01/detail-ifyqcsft8874891.d.html?vt=4&pos=17>。
- 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。
- 马勇、谭艺浓(2019):《金融状态变化与货币政策反应》,《世界经济》,第3期。
- 童中文、范从来、朱辰、张炜(2017):《金融审慎监管与货币政策的协同效应——考虑金融系统性风险防范》,《金融研究》,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。
- 王佳(2018):《货币政策和宏观审慎政策的协调》,《中国金融》,第21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。
- 王永钦、徐鸿恂(2019):《杠杆率如何影响资产价格?——来自中国债券市场自然实验的证据》,《金融研究》,第2期。
- 吴培新(2011):《以货币政策和宏观审慎监管应对资产价格泡沫》,《国际金融研究》,第5期。
- 肖崎、阮健浓(2014):《我国银行同业业务发展对货币政策和金融稳定的影响》,《国际金融研究》,第3期。
- 徐海霞、吕守军(2019):《我国货币政策与宏观审慎监管的协调效应研究》,《财贸经济》,第3期。

- 徐明东、陈学彬(2012):《货币环境、资本充足率与商业银行风险承担》,《金融研究》,第7期。
- 张朝洋、胡援成(2017):《货币政策调整、公司融资约束与宏观审慎管理——来自中国上市公司的经验证据》,《中国经济问题》第5期。
- 张健华、贾彦东(2012):《宏观审慎政策的理论与实践进展》,《金融研究》,第1期。
- 张金城(2014):《货币政策调控、流动性管理与宏观经济稳定》,《国际金融研究》,第3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。
- 张泽华、周闯(2019):《资本账户开放下的宏观审慎政策和货币政策组合研究》,《世界经济研究》,第4期。
- 赵胜民、张翰文(2018):《我国宏观审慎政策与货币政策的协调问题研究——基于房价波动的非对称性影响》,《国际金融研究》,第7期。
- 赵玮、赵敏娟(2018):《异质性预期下宏观审慎政策与货币政策的协调效应》,《财贸经济》,第4期。
- 郑联盛(2018):《货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架:权衡与融合》,《金融评论》,第4期。
- 郑联盛(2019):《中央银行职能演进与拓展的脉络》,《经济学动态》,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。
- 朱军、李建强、张淑翠(2018):《财政整顿、“双支柱”政策与最优政策选择》,《中国工业经济》,第8期。
- Agenor, P., K. Alper, and L. Pereira (2014): “Sudden Floods, Macroprudential Regulation and Stability in an Open Economy”, *Journal of International Money and Finance*, 48, 68–100.
- Allen, F. and K. Rogoff (2011): “Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy”, Working Papers 11–39, University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center.
- Angelini, P., S. Neri and F. Panetta (2012): “Monetary and Macroprudential Policies”, ECB Working Paper Series No. 1449, European Central Bank.
- Angelini, P., S. Nicoletti-Altimari and I. Visco (2012): “Macroprudential, Microprudential and Monetary Policies: Conflicts, Complementarities and Trade-offs”, Occasional Papers No. 140, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.
- Bean, C., M. Paustian, A. Penalver and T. Taylor (2010): “Monetary Policy After the Fall”, In Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.
- Beau, D., L. Clerc and B. Mojon (2012): “Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy”, Bank of France Working Paper No. 390.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia and P. Mauro (2010): “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
- Borio, C. (2014): “Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?” BIS Working Papers No. 440.
- Borio, C. and I. Shim (2007): “What Can Macroprudential Policy Do to Support Monetary Policy?” BIS Working Papers, 68, 1–18.
- Bruno, V., I. Shim and H. Shin (2017): “Comparative Assessment of Macroprudential Policies”, *Journal of Financial Stability*, 28, 183–202.
- Brzoza-Brzezina, M., P. Gelain and M. Kolasa (2014): “Monetary and Macroprudential Policy with Multiperiod Loans”, NBP Working Papers No. 192.
- Brzoza-Brzezina, M., M. Kolasa and K. Makarski (2017): “Monetary and Macroprudential Policy with Foreign Currency Loans”, *Journal of Macroeconomics*, 54, 352–372.
- Canuto, M. and M. Cavallari (2013): “Asset Prices Macroprudential Regulation and Monetary Policy”, World Bank Economic Premise, No. 116.
- Carvalho, F. and M. Castro (2017): “Macroprudential Policy Transmission and Interaction with Fiscal and Monetary Policy in an Emerging Economy: A DSGE Model for Brazil”, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 10, 215–259.
- Collard, F., H. Dellas, B. Diba and O. Loisel (2017): “Optimal Monetary and Prudential Policies”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9, 40–87.
- Funke, M., R. Kirkby and P. Mihaylovski (2018): “House Prices and Macroprudential Policy in An Estimated DSGE Model of New Zealand”, *Journal of Macroeconomics*, 56, 152–171.
- Galati, G. and R. Moessler (2013): “Macroprudential Policy: A Literature Review”, *Journal of Economic Surveys*, 27, 846–878.
- Gelain, P. (2011): “Macroprudential Policies in A DSGE Model with Financial Frictions”, Dynare Conference Paper, available at <https://archives.dynare.org/DynareConference2011/Gelain.pdf>
- Gelain, P. and P. Ilbas (2017): “Monetary and Macroprudential Policies in an Estimated Model with Financial Intermediation”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 78, 164–189.

## 马勇、姜伊晴：“双支柱”调控的研究进展

- George, E.(2015):“Monetary and Macroprudential Policy:Complements Not Substitutes”, Asia-Pacific High-Level Meeting.
- Gerlach,S.(2010):“Asset Prices and Monetary Policy:Some Skeptical Observations”, Quest for Stability:The Macro View.
- Goodfriend, M. and B. McCallum(2007):“Banking and Interest Rates in Monetary Policy Analysis:A Quantitative Exploration,” *Journal of Monetary Economics*, 54, 1480–1507.
- Greenwood-Nimmo, M. and A. Tarassow (2016):“Monetary Shocks, Macroprudential Shocks and Financial Stability”, *Economic Modelling*, 56, 11–24.
- Himino, R.(2016):“Japanese Responses to Asset Price Bubbles:Comparison with the U. S. ”, *Public Policy Review*, 12, 253–290.
- IMF(2009):“Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations”, *World Economic Outlook*, Chapter 3, October.
- Kannan, P., P. Rabanal and A. Scott(2012):“Monetary and Macroprudential Policy Rules in a Model with House Price Booms”, *Journal of Macroeconomics*, 12, 1–44.
- Kiley, M. and J. Sim (2015):“Optimal Monetary and Macroprudential Policies: Gains and Pitfalls in a Model of Financial Intermediation”, Finance and Economics Discussion Series 2015 – 078, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Laureys, L. and R. Meeks (2018):“Monetary and Macroprudential Policies under Rules and Discretion”, Bank of England Working Paper No. 702.
- Leduc, S. and J. Natal(2017):“Monetary and Macroprudential Policy in a Leveraged Economy”, *Economic Journal*, 128, 797–826.
- Malovaná, S. and J. Frait(2017):“Monetary Policy and Macroprudential Policy: Rivals or Teammates?” *Journal of Financial Stability*, 32, 1–16.
- Mishkin, F.(2009):“Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy”, *Journal of Money, Credit & Banking*, 41, 187–196.
- N'Diaye, P.(2009):“Countercyclical Macroprudential Policies in A Supporting Role to Monetary Policy”, IMF Working Paper, No. 249.
- Paoli, B. and M. Paustian(2013):“Coordinating Monetary and Macroprudential Policies”, *Journal of Money, Credit & Banking*, 49, 319–349.
- Paries, M., C. Kok and D. Rodriguezpalenzuela(2010):“Macroeconomic Propagation under Different Regulatory Regimes:Evidence from an Estimated DSGE Model for the Euro Area”, ECB Working Paper, No. 1251.
- Quint, D. and P. Rabanal(2014):“Monetary and Macroprudential Policy in an Estimated DSGE Model of the Euro Area”, *International Journal of Central Banking*, 10, 169–236.
- Reinhart, C. and K. Rogoff(2009):*This Time is Different:Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton Press.
- Roisland, O.(2017):“On the Interplay between Monetary Policy and Macroprudential Policy:A Simple Analytical Framework”, Norges Bank Working Paper, No. 18.
- Roldán-Pena, J., D. Sámano and A. Torres (2014):“Monetary and Macroprudential Policies: Interaction and Complementarity”, Unpublished Manuscript, available at <https://www.bis.org/events/ccaconf2014/roldanpena.pdf>.
- Rubio, M.(2016):“Short and Long-term Interest Rates and the Effectiveness of Monetary and Macroprudential Policies”, *Journal of Macroeconomics*, 47, 103–115.
- Rubio, M. and J. Carrasco-Gallego(2014):“Macroprudential and Monetary Policies: Implications for Financial Stability and Welfare”, *Journal of Banking & Finance*, 49, 326–336.
- Sato, T.(2014):“Macroprudential Policy and Initiatives by the Bank of Japan”, Speech at Japan Society in London.
- Suh, H.(2012):“Macroprudential Policy: Its Effects and Relationship to Monetary Policy”, Working Papers 12–28, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Svensson, L.(2012):“The Relation between Monetary Policy and Financial Policy”, *International Journal of Central Banking*, 8, 293–295.
- Taylor, W. and R. Zilberman(2014):“Macroprudential Regulation and the Role of Monetary Policy”, Dynare Working Papers, 105, 95–102.
- Unsal, D.(2011):“Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses”, IMF Working Paper, No. 189.
- Wang, B. and T. Sun(2013):“How Effective Are Macroprudential Policies in China?”, IMF Working Papers, No. 75.
- Woodford, M.(2012):“Inflation Targeting and *Financial Stability*”, *Economic Review*, 1, 7–32.

(责任编辑:周莉萍)

## Research on Double-Pillar Policy Framework: Review and Comment

MA Yong   JIANG Yiqing

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872, China)

**Abstract:** One of financial reform and development strategy set up by the 19th National Congress of the Communist Party of China is to improve the double-pillar policy framework of “monetary policy + macro-prudential policy”. The main objective of China’s double-pillar policy framework is to coordinate monetary and macro-prudential policies within a unified framework to stabilize financial system and the real economy. In this paper, we review and summarize the related English and Chinese literature in the recent ten years and discuss the unsolved issues in the existing literature and point out the potential future research directions. The review of this paper would help to deepen the theoretical understanding of double-pillar policy framework as well as to construct a policy framework with “Chinese characteristics” in practice.

**Key Words:** Double-Pillar; Monetary Policy; Macroprudential Policy; Literature Review

**JEL Classification:** G01; G18; G28

## Money Supply, Liquidity Fluctuation and Systematic Financial Risk ——Micro-behavior, Macro-structure and Conduction Mechanism

ZHAO Jian<sup>[a]</sup>   LI Qilin<sup>[b]</sup>   FENG Suling<sup>[c]</sup>

(Business School, University of Jinan, Jinan, 250002, China<sup>[a, c]</sup>;

School of Finance, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China<sup>[b]</sup>)

**Abstract:** The financial market turbulence is often caused from liquidity. In recent years, China’s financial market has been increasingly troubled by liquidity shocks under the background of global monetary policy changes and the ending of China’s monetization process, which has brought great challenges to financial stability and macro-prudential management. This paper explores the structural and cyclical causes of liquidity volatility from the perspective of periodic adjustment of bank balance sheets, and delineates the relationship between China’s monetary cycle and liquidity volatility, providing a basis for financial stability and macro-prudential management. It finds that there is a complex non-linear relationship between the transition of basic and broad money creation and the instability of the financial system. Intuitively, the endogenous and exogenous shocks from real demand, market credit and regulatory changes have caused huge liquidity shocks to the financial market through the change of monetary structure. However, the regulatory policy aimed at maintaining financial stability has become an important exogenous factor of financial instability in the short term. This requires the establishment of a benign and interactive macro-prudential management system based on a profound analysis of