

# 货币政策与宏观审慎政策 双支柱调控框架：权衡与融合\*

郑联盛

**[摘要]** 货币政策与金融稳定两个政策支柱相对分离的杰克逊霍尔共识在过去 30 年中经历了盛行、反思和回归三个阶段。杰克逊霍尔共识的回归本质是金融稳定机制及宏观审慎政策的制度安排,涉及货币政策、宏观审慎及微观监管等三个政策支柱。货币政策不是金融稳定的主导性政策,应该通过拓展宏观审慎政策框架来缓释单一政策的多重目标均衡,同时发挥货币政策与宏观审慎政策的互补性。基于央行职能的拓展可构建与货币政策和宏观审慎双支柱治理框架。在双支柱框架中,央行需要重点发挥两个政策的“链接”功能,实现央行职能与货币政策职能、法定职能与市场职能、合作博弈与均衡博弈等的有效融合。

**关键词:** 货币政策 宏观审慎 金融稳定 双支柱

**JEL 分类号:** G01 G18 G28

## 一、引言

过去 30 余年的政策发展与实践中,货币政策与金融稳定政策的融合与权衡一直是货币政策框架下的一个基础性问题。立足于货币政策与金融稳定政策相对分离的“杰克逊霍尔共识”经历了盛行、反思与回归的三个历史阶段,这实际是金融稳定目标实现的制度安排和治理体系问题。虽然,中国实施了货币政策与宏观审慎政策双支柱的调控框架,物价稳定和金融稳定双重职能集中于中央银行,更加深刻地认清货币政策与宏观审慎政策内在关联、目标权衡以及融合机制,对于进一步发挥双支柱调控框架的物价稳定和金融稳定功能具有重要的政策意义。

从政策框架出发,需要加深认识的问题有五个。首先,货币政策能不能实现物价稳定、经济增长和金融稳定的三个目标,即多重目标权衡问题。其次,逆风而动是否货币政策擅长的政策逻辑,货币政策是否能够及时、有效、逆向性地甄别和应对资产泡沫等金融风险。再次,针对系统性风险的应对要求,货币政策是否具有在时间维度的风险传染(比如顺周期性)和在空间维度的风险传染(比如“大而不倒”、影子银行、内在关联性)针对性政策储备。还有,货币政策自身是否存在显著的风险外溢性或者系统性低估风险水平,货币政策在应对风险同时可能又内生地制造风险。最后,在金融稳定职能上,是否存在货币政策的替代性及补充性政策,实际上是货币政策与宏观审慎政策的关系问题。

\* 郑联盛,中国社会科学院金融研究所,副研究员,经济学博士。本文是国家社科基金青年项目“西方国家金融危机与制度弊端分析研究”(批准号:14CJL017)、国家社科基金重点项目“中国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”(批准号:13AJY018)和国家社科基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(批准号:15AJY017)的阶段性研究成果。本文同时获得国家留学基金委的资助。

从金融稳定职能的治理安排上,中央银行的职能是一个核心问题。在双支柱的政策框架中,中央银行作为物价稳定与金融稳定双重目标的载体,需要关注四个重要的问题。一是货币政策职能与中央银行职能及其在金融稳定框架中的作用,中央银行如何在两个政策框架中扮演“链接”角色。二是厘清法定职能和市场职能的关系融合问题。中央银行“天生”具有金融稳定的市场职能,但是,不同经济体对央行法定职能的界定则存在差异。三是如何在双支柱框架中统筹好合作博弈与纳什博弈,是选择逻辑完美的合作博弈还是相对独立运作的纳什均衡是政策体系的重要问题。最后是宏观审慎政策主体的单一性和多元性问题,是央行一家承担双支柱职能更好,还是包括央行在内的多元主体承担宏观审慎政策好。

本文第一部分是简单的引言。第二部分梳理货币政策与金融稳定政策(宏观审慎政策)的关系发展历程,指出双支柱政策体系的历史背景。第三部分主要基于政策框架的内在权衡机制讨论双支柱框架下的政策目标权衡、政策逻辑匹配、政策工具针对性、政策副作用以及政策职能拓展等问题。第四部分主要讨论如何通过中央银行职能拓展、机制安排以及政策协调来促进货币政策与宏观审慎政策的“链接”与融合。最后是简单的结论与启示。

## 二、货币政策与金融稳定关系的理论反思

### (一)杰克逊霍尔共识

货币政策与金融稳定政策关系是货币金融体系中的一个基础性问题。20世纪90年代中期至全球金融危机之前,物价稳定与金融稳定的两个政策支柱相对分离一度成为重要的理论共识和政策实践。金融稳定政策和货币政策各司其职,只有当金融稳定问题显著影响物价稳定和经济产出及其预期,金融稳定才需纳入到货币政策的权衡决策之中,否则货币政策将走入资产泡沫应对的歧途(Bernanke and Gertler, 2001)。

在以锚定物价水平为支撑的通胀目标制盛行过程中,金融稳定政策与货币政策两个政策支柱相对分离逐步形成了所谓的“杰克逊霍尔共识”(Jackson Hole Consensus)。这个共识具有三个核心(Bernanke, 1995; Woodford, 2012; Svensson, 2011):一是长期价格稳定是经济产出最大化的基础,尤其在新凯恩斯框架下物价稳定是产出保持在潜在自然水平的基本条件;二是货币政策是实现物价稳定的核心工具或价格稳定是货币政策的基本目标;三是锚定物价规则是稳定市场预期、保障央行独立性以及实现长期价格稳定的有效方式,即通胀目标制,包括资产价格在内的诸多金融变量只有影响通胀及其预期才需纳入到货币政策框架之中。

全球金融危机之前,货币政策与金融稳定政策关系的代表性观点及政策启示就是杰克逊霍尔共识,即货币政策与金融稳定两个政策支柱相互分立、只有金融稳定政策影响物价稳定,货币政策才需要考虑金融稳定的影响。在这个共识之下,货币政策以物价稳定为目标,通胀目标制成为诸多大型经济体的政策选择,近40个经济体选择了通胀目标制或弹性通胀目标制,特别是美国、英国、日本、欧元区、澳大利亚、加拿大等发达经济体都实行通胀目标制或弹性通胀目标制。

### (二)杰克逊霍尔共识的修正

全球金融危机最大的启示是物价稳定不是金融稳定的充分条件。20世纪80年代中期以来,全球经济整体处于一个通胀水平稳定、经济波动较低的“大稳定阶段”(The Great Moderation),其中货币政策在稳定物价和稳定产出中都发挥重要的作用(Romer and Romer, 2004; Bernanke, 2004),以物价锚定为基本逻辑的货币政策更加有效地发挥了更为普遍的效应,经济结构的内生强化和经济冲击的分布都产生了积极的效果,物价和经济稳定的未来前景是乐观的。但是,2007年源于美国的次贷危机最后演化为大萧条以来最为严重的金融经济危机,显示物价稳定的政策框架不足以保

障金融体系的稳定性(Davis and Kahn,2008;Woodford,2012;)。

通胀目标制与物价稳定的内在关联一定程度上被过度夸大。一是通胀目标制的物价目标实际上致力于锚定2-3年中短期的通胀水平,缺乏真正的长期稳定视角(Borio and Lowe,2002;White,2006)。二是通胀目标制忽视了商业周期与金融周期的不同步性。在这个逻辑下,货币政策以短期利率调整为核心,希望能够熨平商业周期的波动及其对物价稳定的潜在影响,但是,忽略了金融周期运行下的风险内累积性及利率变化对风险的内生性影响。三是在货币主义和通胀目标制的盛行中,尤其是美国、英国、加拿大等经济体的成功政策实践,忽视了经济体系结构性因素和其他政策对长期通胀的贡献,比如财政政策(公共债务规模)、全球分工等对于物价也具有重要的影响,物价稳定的理解过度地与货币政策关联起来,而低估了其与经济基本面的内在联系(Cochrane,1998)。四是通胀目标制下,货币政策与金融稳定相对分离的逻辑使得这种复杂的“正交关系”与实体经济基本面的相关性逐步脱离(Adrian and Shin,2008),并逐步形成了一种物价稳定与金融稳定划等号的错觉(Smets,2014)。

中央银行在金融稳定目标中发挥更大的职能成为重要的政策共识。金融危机爆发让学术界和政策界重新反思货币政策与金融稳定两个政策支柱的关系,尤其是G20领导人对于金融稳定任务和宏观审慎政策框架的重视,使得金融稳定目标和宏观审慎政策被强化。金融危机之后数年,国际社会和主要经济体的共识是货币政策当局需要强化金融稳定职能,甚至一度流行金融稳定应成为货币政策的第三个政策目标(King,2012),同时大力发展宏观审慎政策及相关工具。超低利率、零利率、量化宽松、扭转操作、量化质化宽松甚至负利率成为货币政策践行金融稳定职能的重要实践,同时,宏观审慎政策成为系统性风险防范应对以及金融稳定目标实现的核心框架。

### (三) 杰克逊霍尔共识的回归

2014年以来,美联储和国际货币基金组织等(Yellen,2014;IMF,2015)等重新梳理货币政策与宏观审慎政策的关联与关系,认为金融稳定职能纳入货币政策框架将会弱化货币政策对通胀的关注、引致新的多重权衡甚至会弱化货币政策独立性以及物价稳定目标的实现,“杰克逊霍尔共识”具有回归的趋势。

“杰克逊霍尔共识”的回归本质涉及的是金融稳定机制的制度安排或治理体系。新近“杰克逊霍尔共识”的回归不是重新回归货币政策与金融稳定政策的简单分离,而是讨论是否存在具有相对独立的政策框架和更加有效的统筹机制,或者两个政策实施的更好机制安排。坚守货币政策与金融稳定政策相对独立、反对金融稳定成为货币政策决策因子的美联储前主席伯南克(Bernanke,2013)认为美联储在货币政策决策中考虑到了金融稳定与物价稳定的某种(但非决定性)权衡关系。在实践上,部分经济体选择由单一机构来作为宏观审慎政策主体,甚至一家“超级机构”承担货币政策、宏观审慎和微观监管职能,更多的经济体则选择由多家机构来共同承担金融稳定职能,由央行担当宏观审慎核心功能的双支柱亦成为重要的政策实践。

## 三、“双支柱”目标的权衡:基于货币政策局限性的分析

货币政策与宏观审慎“双支柱”调控体系的构建有赖于厘清货币政策与宏观审慎政策的内在关系,尤其是目标的内在融合性。但是,根据丁伯根法则,一个目标至少需要一项政策,当金融稳定纳入到货币政策框架之中,就面临多重目标选择问题。这是杰克逊霍尔共识盛行及再度回归的一个重要理论基础。而在实践上,货币政策是否能够发挥金融稳定所需的逆风而动职能,同样存在较为明显的质疑。针对系统性风险的演进逻辑,时间维度和空间维度的风险传染防控及应对是金融稳定的核心任务,但是,货币政策在空间维度的风险传染上缺乏针对性的举措。还有,货币政策既

是金融风险的应对工具,也是金融风险的内生因素,宏观审慎政策对于货币政策的风险外溢效应具有一定的补充作用。从货币政策局限性上,应该更多地发挥宏观审慎政策在金融稳定方面的职能。

## (一) 丁伯根法则与多重目标权衡性

### 1. 货币政策面临多目标矛盾

金融稳定一个恰当的界定是金融体系能充分发挥其三个功能:支付结算、风险管理与储蓄投资转换,并有充分弹性应对三个功能弱化的威胁(IMF,2015)。充分弹性主要是可以有效降低金融危机概率和危机冲击。金融稳定另一种界定是相对于金融不稳定,即金融体系不能出现信用骤停、跨界传染以及危及资金融通的状况(Minsky,1992)。但是,金融稳定的界定相对困难,不像物价稳定和充分就业可以有成熟且简单的指标体系。

在全球金融危机之后,金融稳定作为一个更加重要的政策目标被纳入到政策体系之中,但是,是否由货币政策来承担这个功能存在较大的争议。其中,最为重要的一个约束就是丁伯根法则。根据丁伯根法则,一个目标至少需要一个政策,当金融稳定成为货币政策的法定目标后,货币政策实际上就面临着多重权衡。

目标多重均衡的实现需要重要的条件,但是,货币政策框架可能难以全面满足这些条件。一是货币政策体系需要及时有效地监测到金融风险。二是货币政策对于金融风险的应对处置是有效性的,例如能够明显降低杠杆率、期限错配和资产泡沫,即金融风险与货币政策的内在关联性是明确的。三是货币政策的政策工具是多元且有效的。最后是金融稳定目标的实现不能与物价稳定、产出最优化产生负效应。但是,这四个条件实际上较难同时实现,比如资产泡沫的甄别就是重大难题,利率调整对资产泡沫应对的有效性更是一个重大疑问(Yellen,2014)。

### 2. 通胀目标制下的多重权衡更困难

在通胀目标制下,金融稳定与物价稳定的目标权衡更矛盾更加突出。货币政策需要在物价稳定 and 经济增长目标之间进行权衡,尤其是通胀目标制在货币政策决策中成为共识实际上隐藏着潜在的谬误,那就是过度放大通胀目标实现在经济产出最优化和物价稳定中的贡献(DeGrauwe,2007)。政策实践表明,一定程度上短期产出稳定和中长期物价稳定是可以同时实现的,但是,潜在的成本实际上是非常巨大的,那就是金融失衡的累积和金融危机的呈现(IMF,2015)。一旦将金融稳定纳入其中,那么三个目标的权衡甚至冲突可能就难以避免,一个货币政策难以同时满足三个目标的均衡条件,反而可能引发产出的较大波动或金融不稳定性。

## (二) 逆风而动与政策逻辑匹配性

### 1. 逆风而动:危机反思的政策启示

在全球金融危机之前,由于杰克逊霍尔共识的盛行和通胀目标制在诸多经济体的实践,金融稳定没有成为美国、英国、欧元区、日本等大型经济体货币政策的决定因子,货币政策当局基本是在金融危机爆发之后承当最后贷款人,从中体现其金融稳定的职能。一定程度上,中央银行已弱化了其金融职能的初衷,而坚守其物价稳定的目标并认为它可以较为有效地保障金融稳定,在逆风而动、事前防范(Lean)和危机应对、事后清理(Clean)的权衡中,美英等经济体基本选择了后者(IMF,2015)。

逆风而动的政策逻辑成为全球金融危机政策反思的一个重要启示。美国次贷危机“意外地”演化为大萧条以来最为严重的全球金融危机,央行以及其他政策当局的善后清理成本巨大,欧元区甚至还为此陷入了主权债务危机的泥潭。金融危机之后,中央银行承担更大的金融稳定职能成为重要的政策议题,同时,政策当局需要具有更加显著的逆风而动(Lean Against the Wind,LAW)的政策能力。但是,是否由货币政策来承担金融稳定的核心职能、货币政策能否在金融稳定中发挥逆风而动的功能以及是否存在更好的政策来替代货币政策是三个重要的疑问。第一个问题在上一个小节已进行了分析。

## 2. 逆风而动货币政策面临实践难题

针对货币政策能够发挥逆风而动功能并维系金融稳定问题,学术界和政策界倾向于认为货币政策难以实现逆风而动并保证金融稳定。审慎的货币政策有助于支持金融稳定,逆风而动亦成为了危机之后的重要启示,但是,这个启示却不足以成为采用逆风而动货币政策应对金融风险的政策指引。逆风而动的货币政策实现金融稳定目标需要三个前提。一是传导机制顺畅。政策利率调整对于金融风险的应对是显著且有效的。二是物价稳定和金融稳定的权衡已经在一个内在统筹的机制中得以解决,潜在的权衡程度已经降至最低。三是逆风而动的政策框架需要一个简单、清晰和可观察的指标体系,同时,能够较好地权衡成本与收益(IMF,2013;Svensson,2016)。

货币政策在应对通胀和产出波动中是否能够真正实施逆风而动的政策逻辑已存在质疑(Taylor,1999;Orphanides,2004),在金融稳定的任务实施中更加难以逆风而动,即便是发挥最后贷款人功能。一是金融指标和通胀等可能具有滞后性,而且金融周期长于商业周期,金融风险滞后性可能更加显著。二是货币政策应对金融风险或资产泡沫面临工具局限性。三是货币政策对于资产泡沫的逆风而动可能反而触发逆向选择,货币政策与金融稳定在不同时点上存在方向性矛盾,同时紧缩性货币政策短期内对于金融稳定是不利的。IMF(2015)曾模拟政策利率在1年内提高100个基点,家庭部门债务率在其后4-16个季度下降0.3-0.2个百分点,但是,利率提升后1-2个季度银行和非银行金融机构的杠杆率反而是提升的。四是逆风而动的长期收益有限但潜在成本可能十分巨大,尤其是经济产出、就业促进的成本十分显著。Angeloni et al.(2015)的研究发现政策利率提升100个基点后,企业部门债务水平在16个季度后下降才达到极值水平,约0.7个百分点。但是,一年内利率提高100个基点,对于物价稳定和产出稳定的冲击可能是极其显著的,2004-2006年美国紧缩货币政策时期,两年多累积加息才200个基点。Svensson(2014)基于逆风而动的利率调整来应对金融稳定的成本收益分析中发现,100个基点的利率提升会在一年后提高失业率约0.5个百分点,失业冲击在4-8个季度达到高峰,冲击将延续3-4年。最后是逆风而动的货币政策来应对金融稳定,要求货币政策更加具有弹性,但是,政策弹性意味着决策的摇摆和权衡,将会进一步弱化货币政策锚定通胀水平及预期、中央银行独立性及公信力、以及政策的有效性。

## 3. 逆风而动货币政策难以治理资产泡沫

在金融危机后,逆风而动成为系统性风险防范和金融稳定目标实现的政策前提,金融稳定要求政策当局要在系统性风险暴露之前就进行事前防范(Vinals,2013)。在逆风而动事前防范的政策逻辑中,资产价格成为了金融稳定的核心指标。

资产价格偏离稳态过久就会使得经济金融体系面临运行安全问题(易纲等,2002),但是,货币政策对于资产价格泡沫的应对有效性存在重大的不确定性(Bernanke et al.,2001;Mishkin,2011;Yellen,2014)。一是资产泡沫的甄别是困难的。比如,传统的泡沫指标是信用扩张规模与GDP之比以及房地产市场、股票市场价格及估值指标等,但是,难以为物价稳定设定目标或区间。泡沫程度和风险程度是否过度需要结合特定的经济金融条件加以认识。二是即使存在泡沫,货币政策是否有效工具也存在疑问。比如,利率调整对于债权性市场(债券、信贷)可能有直接的作用,但是,对于股权性市场的直接作用可能是不显著的。三是货币政策调整缓慢且存在权衡的过程。货币政策当局难以短期迅速大幅提高利率水平以应对资产泡沫,否则产出和物价将受到重大的冲击。

## 4. 宏观审慎政策具有逆风而动功能

作为一种政策替代,宏观审慎政策在应对金融风险累积上可能更加具有针对性和结构性,能在结构上实现一定程度的相机抉择。一是宏观审慎政策在微观指标设置上具有前置逆风而动的秉性,比如,逆周期缓冲资本、贷款价值比、动态拨备。二是宏观审慎政策在逆风而动上具有一定的结构性,比如在系统重要性问题的应对上,“一事一例”的处置与恢复机制(比如生前遗嘱、顺序清算

权)可以减少风险暴露阶段出现资产抛售和价格下跌螺旋的程度(FSB,2017)。三是宏观审慎政策不具有利率政策的总量属性,同时需要金融机构资产负债表和非金融机构资产负债表两个阶段的传导,对于物价稳定和产出稳定的冲击相对间接且偏弱。最后是宏观审慎政策同样可以双向操作,可以作为货币政策进入零利率约束之后的有益补充,缓释金融紧缩及其潜在的通缩压力。

值得注意的是,不管是货币政策,还是宏观审慎政策,以及是否有效的逆风而动的政策框架,都无法消除金融体系的风险及其内生性。危机处置与管理是重要的政策职责。大部分的逆风而动都是基于判断力,不像单一规则政策体系那么简单直接。不管是货币政策还是宏观审慎政策,正常情况以规则行事、紧急情况逆风而动可能是较好的选择(Baldwin and Reichlin,2013)。金融风险的内生性决定了危机的必然性,无论货币政策或宏观审慎政策都需要做好金融危机的处置和恢复准备,“最坏打算”及相关“善后清理”机制建设目前成为了金融稳定理事会的一个重要工作(FSB,2011)。

### (三) 系统性风险与金融工具针对性

货币政策在其长期的实践和发展中,已经逐步形成了货币政策目标、工具和相应的传导机制,当然货币政策的逻辑和工具也在动态发展之中,比如非常规货币政策的出现以及零利率约束突破、负名义利率的实施等。宏观审慎政策是全球金融危机以来逐步建立的新兴政策体系,其工具和传导机制的发展相对于货币政策而言处于相对初步的发展阶段。这里以货币政策和宏观审慎政策及相关传导机制来分析其政策的逻辑。

#### 1. 系统性风险演进的时空视角与政策针对性

宏观审慎政策一般从时间维度和空间维度来应对系统性风险并致力于实现金融稳定目标(Borio,2003;BIS,2010;IMF,2013)。从全球金融危机的演进、影响和启示看,时间维度的系统性风险主要体现在顺周期性,货币政策当局和审慎监管当局对于顺周期都相对熟悉且具有较为成熟的政策工具。空间维度的系统性风险是本轮金融危机爆发的核心根源之一,是宏观审慎政策框架兴起的基本方向之一,也是诸多研究和政策实践的核心内容。

表1 宏观审慎政策金融子部门风险脆弱性因子分布

	定价因子	杠杆率因子	流动性因子	关联性因子	与货币政策工具关联
商业银行	信用风险 利率风险 定价风险	资本金 风险资产	负债头寸 期限结构 抵押及非抵押融资	风险头寸 跨市场负债及资产 集中度	强 以利率为主
资产市场	风险溢价 定价中的非价格 因素 期限溢价	信用/GDP 机构投资者杠杆	交易商融资规模及 占比 套利交易规模 共同基金规模 ETFs 基金	衍生品 交易对手方	弱 利率有一定影响
影子银行	证券化产品定价 抵押融资规模 信用利差	证券化层级 资本套利减扣 风险对冲程度	回购 商业票据 货币市场基金	与传统金融机构、基 础市场关联性	弱 利率、公开市场 操作有一定影响

资料来源: BIS (2011)、IMF (2013)、Adrian et al. (2013) 以及作者整理。

例如,多德-弗兰克法案应对金融稳定的核心所指是三个子目标,后两个都是空间层面的风险传染问题:一是强化流动性监测与管理,主要指顺周期问题;二是抑制系统重要性或大而不倒,金融

风险监察委员会和联储可在必要条件下拆分大型复杂的金融控股公司;三是减少内在关联性与内在复杂性,以沃尔克规则为支撑限制混业经营和自营交易。2018年5月美国完成金融监管放松的立法,“经济增长、放松监管和消费者保护法案”放松资产规模从500亿美元至2500亿美元的金融机构的系统重要性审慎监管要求,但同时保留了美联储的自由裁量权;合并资产规模低于100亿美元且交易资产及负债总额占合并资产规模比例低于5%的银行机构将免除沃尔克规则的监管,但对于交易资产及负债总额超过100亿美元的仍将实施最严格的沃尔克规则。

从金融部门的结构看,宏观审慎政策框架主要考虑了商业银行、资产市场以及影子银行体系等领域的时间维度和空间维度的潜在风险,重点关注定价、杠杆率、流动性和关联性等领域。但是,从宏观审慎政策脆弱性因子观测的核心指标分布看,商业银行相关的脆弱性与货币政策的关联性相对较强,而资产市场、影子银行等对于货币政策如利率的敏感性相对较弱,货币政策对于金融稳定相关的结构性政策工具缺乏足够的针对性。

## 2. 时间维度:货币政策与宏观审慎具有替代性

基于宏观审慎政策对金融体系脆弱性因子的观察和系统性风险时间和空间维度的演进机制,结合货币政策的工具措施,可以进一步认识货币政策与宏观审慎政策目标实现过程中的内在关联性,可以更好地认识货币政策是否为金融稳定的政策工具。

表2 系统性风险防范任务、指标及其与货币政策工具的匹配性

核心任务	主要指标	货币政策 主导性	主要政策工具	与物价 稳定的权衡	
时间维度	信用可得性	强	利率、公开市场操作	部分权衡	
	顺周期性	强	利率、公开市场操作	部分权衡	
	资产价格	中	利率影响不显著	弱权衡	
	支付清算体系	强	直接监管	无	
	基础设施	银行间市场	强	公开市场操作	部分权衡
		资产定价制度	弱	—	—
系统 重要性	风险头寸	中	资本充足率、准备金	弱权衡	
	大而不倒	弱	—	—	
	内在关联性	弱	—	—	
	融资成本	中	利率	部分权衡	
空间维度	影子银行	杠杆率	中	资本充足率、准备金	弱权衡
		监管覆盖面	弱	—	—
	资产泡沫	股票价格	弱	—	部分权衡
		债券价格	强	利率、公开市场操作	部分权衡
		房地产价格	中	利率、信贷限制	部分权衡
		头寸大小	弱	—	—
跨境外 溢效应	货币错配	强	汇率	部分权衡	
	期限错配	弱	—	—	
	资本流动	强	资本项目管理	部分权衡	

资料来源:作者总结。

从系统性金融风险应对的现实要求和宏观审慎政策“时空维度”的内在逻辑比较,货币政策与宏观审慎政策在时间维度的系统性金融风险应对上具有较大的重合性或替代性。货币政策和宏观审慎政策在时间维度的系统性风险应对核心机制都是通过影响信用的成本和规模,但二者的主导机制存在差异。货币政策核心是影响信用的成本,以利率(价格型工具)作为核心工具,当然货币政策同时也影响信用规模。宏观审慎政策核心是影响信用的规模,以数量型指标(如资本充足率、逆周期缓冲资本、贷款价值比、动态拨备)为核心工具,当然宏观审慎同时也影响信用成本。

### 3. 空间维度:货币政策工具缺乏足够针对性

在系统性风险演进的空间维度上,货币政策的针对性和主导性明显较弱。除了在银行间市场、债券市场、汇率和资本项目管理上具有主导性之外,货币政策在系统性风险空间传染的其他领域的针对性中等或不显著。例如,在系统重要性、影子银行和资产价格方面的政策有效性都是相当较弱的。虽然,货币政策当局在货币政策决策尤其是利率政策制定中基本考虑了资产价格及其对通胀的影响,但是,货币政策尤其是利率对于资产价格泡沫的应对效果被证明是相对较弱的,除非利率提高迅速且幅度惊人。值得注意的是,货币政策如果将系统性风险应对和金融稳定纳入政策框架之中,将面临与物价稳定的权衡问题。更重要的是,杰克逊霍尔共识及通胀目标制中的单一目标和单一工具在应对金融稳定上缺乏能动性。货币政策与系统风险防范和金融稳定目标实现的政策工具匹配性上不如宏观审慎政策更为直接。

#### (四)货币政策风险内生性与宏观审慎政策互补性

##### 1. 货币政策是金融稳定的内生因子

审慎的货币政策是实现金融稳定目标的必要条件,但是,基于物价稳定目标的货币政策不是金融稳定的充分条件。最为重要的根源是货币政策本身可能是金融风险产生和积累的基础因素之一,这主要体现在顺周期、资产负债表效应以及短期融资依赖性等问题上。一是顺周期性。货币政策虽具有逆周期管理功能,但其自身较大程度上具有顺周期性。金融机构在顺周期效应中倾向于在上行周期加杠杆,并提高风险资产的比重,而这将在未来下行周期中成为脆弱性的根源。二是信用总量扩张及风险分布改变。利率调整影响信贷规模同时会影响信贷供给的结构。在利率降低后,资本充足率低的银行比资本充足率高的银行更倾向于扩张信贷(Ongena and Peydró, 2011),同时资本充足率低的银行倾向于发放更多贷款给信用记录较差的申请人且期限较长、高风险信贷的比重在提升。利率下降甚至会弱化银行对于家庭和企业的信贷标准,利率调整会影响家庭、企业和银行资产负债,从而影响金融体系的风险及其分布。三是短期融资依赖性。在货币政策相对宽松的条件下,不管是短期货币市场还是长期资本市场,流动性都是相对充裕的,金融机构通过加杠杆、提高风险资产比重、加大配置期限较长资产规模以获得更高的收益,同时为了缓释期限错配压力,逐步倚重于短期融资市场,最后就可能造成流动性危机。

##### 2. 货币政策传导引致风险溢出

再基于货币政策传导的各个机制进行分析,任何一种传导机制都可能存在内生的金融风险累积或相关的政策失误。杰克逊霍尔共识和通胀目标制对于其政策的溢出效应缺乏全面的评估(Blanchard et al., 2013)。基于货币政策传导机制的核心指标、潜在风险及宏观审慎政策的匹配,宏观审慎政策在货币政策传导过程中的内生风险应对具有较为显著的补充性。值得重点澄清的是,金融风险的内生性是非常复杂的,货币政策可能只是其中一个重要的影响因子,而宏观审慎政策对于内生风险的应对可能具有较为广泛的适用性。金融危机以来,风险承担渠道(risk taking)被认为是货币政策传导过程中的又一效应(Borio et al., 2008),当利率长期处于较低水平时,金融机构风险承担将更加显著,最后导致更大的潜在脆弱性。



表3 货币政策传导中的风险内生机制及宏观审慎政策的补充性

	核心指标	政策失误	潜在风险	宏观审慎补充性
利率渠道	实际利率 政策利率	顺周期 政策利率偏低	无风险定价和风险溢价低估 流动性陷阱	弱 通过影响金融机构信用规模间接影响利率传导,不掌握利率决策工具
信贷渠道	信贷可得性 信贷规模 信用利差	顺周期 信贷供给过度	信贷风险定价偏低、高风险信贷持续累积引致资产负债错配 期限错配	中 贷款价值比、负债收入比、存贷比以及信贷规模上限等对货币政策信贷传导具有明显影响
资产组合	资产价格 风险溢价 价格波动性	甄别失策 放大机制(比如以市定价) 政策滞后	杠杆操作 交易过度 利率不敏感 资产抛售与下跌螺旋	强 资产类别限制、风险资产定价、流动性及期限、融资融券、短期融资等管理将对资产价格及组合效应产生直接显著影响
风险承担	利率 风险定价 信用利差	利率过低过久 量化宽松过度	追求收益率 依赖货币市场 杠杆操作 流动性悖论	强 信用、流动性和资本三类工具对金融机构风险承担将产生直接且显著影响
汇率渠道	汇率 资本流动	固化政策框架 外溢效应失察	汇率崩溃 资本逃逸 货币独立性丧失 货币危机	中 外汇风险头寸、币种结构、期限结构的管理以及短期资本流动的逆周期管理对稳定汇率和资本流动有效

资料来源:Bernanke et al. (2001)、Borio et al. (2008)、BIS(2011)、Cardia et al.(2013)。

### 3. 宏观审慎利于缓释货币政策风险溢出效应

在金融稳定层面,宏观审慎可以部分应对货币政策的风险内生问题,提供了货币政策较好的互补机制(BIS,2011; Adrian et al.,2013),有利于降低货币政策风险溢出的水平,并在一定程度上可以治理货币政策的溢出风险。例如,货币政策长期的利率可能使得信贷风险定价偏低以及高风险信贷持续累积,最后引致资产负债错配,宏观审慎政策中的贷款价值比、负债收入比、存贷比以及信贷规模上限等对货币政策信贷传导具有显著的抑制作用,可以缓释银行机构资产负债错配风险。再如,宏观审慎要求的资本金充足率、杠杆率水平,将有效地缓释货币政策传导中风险承担渠道、资产组合渠道等的风险溢出。

对于新兴经济体而言,由于体制机制的不完善,货币政策在应对汇率稳定上具有较大的被动性(Krugman,1999),部分新兴经济体难以通过货币政策工具(如大幅提高利率、实行浮动汇率制度)来缓释内外失衡的冲击以及引致资本逃逸,而宏观审慎政策中的外汇风险头寸、币种结构、期限结构的管理以及短期资本流动的逆周期管理对稳定汇率和资本流动可能更加有效(Cerutti et al.,2017)。以阿根廷为例,为了缓释资本自由流动、汇率稳定和货币政策主权的“不可能三角”难题,2015年12月阿根廷实施了自由浮动汇率制度,并逐步提高政策利率。2018年以来,阿根廷经济更加疲弱同时美元相对走强过程中,阿根廷比索在前期大幅贬值的基础上又在1-4月迅速贬值约20%,同时资本继续流出。5月初阿根廷比索兑美元继续大幅贬值,阿根廷在8天中三度提高基准

利率,从27.5%达到40%,但是,这仍然无法抑制阿根廷比索继续贬值约20%<sup>①</sup>。阿根廷再度爆发货币危机。2018年6月7日,阿根廷政府和国际货币基金组织(IMF)达成一项三年期的备用贷款协议(SBA)融资协议,总额为500亿美元。阿根廷的经验表明,利率提升在货币危机时刻可能是低效的,难以保持汇率稳定和保障金融稳定。2015年下半年以来,尤其是2016年底至2017年初,中国同样面临较大的汇率贬值和资本流出压力,但是,中国人民银行采用逆周期资本流动管理并出台人民币汇率逆周期因子等政策(肖立晟等,2017),缓释了恐慌的市场预期,成功稳定了人民币兑美元双边汇率,缓释资本流出的巨大压力。

#### (五)宏观审慎政策与央行政策职能拓展

当金融稳定被纳入货币政策的目标体系之中,货币政策就面临多重均衡难题和丁伯根法则的约束,亟待政策拓展来缓释目标多重均衡矛盾。在货币政策上,中央银行已经面临物价稳定和经济产出的权衡,杰克逊霍尔共识和通胀目标制盛行一定程度上强化了货币政策的物价稳定职能,从而弱化了通胀目标和产出最优的权衡关系。如果将金融稳定纳入到货币政策的体系之中,那么中央银行面临物价稳定、均衡产出和金融稳定的多重均衡。一个货币政策难以同时实现三个目标,金融稳定的任务应该让渡于货币政策之外的政策选择(Stein,2012)。

从目前的体制、政策和工具安排上,宏观审慎政策是金融稳定最为现实的核心支撑。货币政策、宏观审慎和微观监管应该成为广义金融稳定的三个支柱(Mester,2016),货币政策负责物价稳定,宏观审慎负责金融稳定尤其是系统性风险防范,微观监管主要保障金融机构稳健性,这样可以满足运用N种独立的工具进行配合来实现N个独立的政策目标的丁伯根规则,缓释多重目标与政策工具关联对丁伯根法则的偏离。值得注意的是,货币政策和宏观审慎政策不是独立及线性的变量,在应对金融风险中不是0和1的关系,二者协调更加有利于实现物价稳定和金融稳定的目标(Galati and Moessner,2011)。

### 四、“双支柱”目标的融合:基于央行链接职能的视角

在双支柱政策框架目标权衡中,货币政策独木难支,无法完成金融稳定尤其是系统性风险的应对任务,亟待宏观审慎政策作为金融稳定目标的主导政策。一个更为现实的治理问题是,由谁来承担宏观审慎政策的领导职能。这涉及到金融管理当局的主体安排、职能界定、法定目标、内部治理等问题,核心是发挥中央银行物价稳定目标与金融稳定目标、法定职能与市场职能、纳什均衡与合作均衡以及多主体框架下的“链接”功能。

#### (一)货币政策职能与中央银行职能

##### 1. 央行职能具有较广泛的范畴

在诸多货币政策与宏观审慎政策的关系讨论中,一个容易被忽视的问题是货币政策职能与中央银行职能的界定。有一些讨论似乎将货币政策职能与中央银行职能相互等同,这在严格通胀目标制下可能更为明显,但是,这实际上是没有足够重视中央银行的设立初衷尤其是最后贷款人的职能,即中央银行具有金融稳定的“天然”职能。

杰克逊霍尔共识和通胀目标制度在学术与政策领域的主导性,使得货币政策-利率-通胀稳定建立起了超乎寻常的内在关联性,但是,这并不代表货币政策是中央银行的全部职能。虽然货币政策长期锚定物价稳定是必要的,但由此忽略金融稳定风险及中央银行的相关职能是不恰当的(Woodford,2012)。中央银行对金融稳定的反应需要看其影响物价和产出的程度,中央银行并不必

<sup>①</sup> 数据来自 <https://www.bloomberg.com/quote/ARSUSD:CUR>。

然要对金融市场体系的潮起潮落进行应对,但是,金融稳定的政策关注不仅体现在金融机构和市场上,更重要是体现在职能安排上(Tucher,2015;Mester,2016;李波,2018)。

## 2. 职能定位是治理结构的关键

在金融稳定体系的治理框架中,金融稳定体系的目标是保持金融体系的弹性和稳健性,这其中包括三个方面的要求:一是对金融危机的应对韧性,能够有效应对系统性风险的冲击;二是金融体系吸收损失及冲击的能力,具有防范风险累积及放大的机制;三是支付清算、资金融通以及促进经济产出的功能不能受到破坏。为了实现金融体系的稳健性,金融稳定体系一般由四个要素来组成一个基础的治理框架,这可能是货币政策所难以单独承担的。一是金融体系每个部分的金融弹性需要最低审慎标准相匹配。二是针对金融机构、结构、市场和设施的微观有效监管。三是动态有效的宏观审慎政策。四是金融危机管理的工具与政策。这个体系的要素及其融合机制可能需要包括货币政策在内的多个政策组合、相关的治理制度安排以及机构职能完善来实现,这其中必然包括了中央银行(Mester,2016)。

中央银行承担更大的金融稳定职能成为学术界和政策界较为广泛的共识,但是,核心问题是央行职能的再定位。系统性风险应对和金融稳定目标的实现需要三个核心要件(RBA,2017;ESRB,2011;Nier et al.,2011):一是系统性风险的甄别、分析与监测;二是宏观审慎政策的全面、及时与有效;三是系统性风险应对的制度安排,尤其是在大部分经济体存在多个监管主体的情况下。中央银行具有金融基础设施的直接管理权和信息优势,能够为系统性风险的甄别、分析与监测提供实质性支撑,同时,中央银行是系统性风险应对中的天然主体之一,金融稳定的制度安排无法将中央银行剔除而独立行事。但是,如何发挥央行在金融稳定中的作用,职能设计和相关的治理结构安排是极其重要的。

## 3. 重点发挥央行政策链接功能

在系统性风险应对和金融稳定目标的实现中,中央银行最为基础的功能是宏观审慎政策和货币政策的链接功能(RBA,2017)。金融危机之后,央行金融稳定职能与货币政策职能被相互“独立”或“统一”起来,但是,中央银行特殊的最后贷款人角色和相对的政策独立性,使得其在机制及组织设计上可有效地将货币政策与金融稳定及相关的宏观审慎政策关联起来(Smaga,2013)。金融稳定职能涉及货币政策、宏观审慎、微观监管以及其他相关的政策,比如货币政策。中央银行的金融稳定职能因制度安排大相径庭,中央银行可以扩大其在金融稳定中的链接职能,金融危机之后,美联储、欧洲中央银行和英格兰银行亦是如此行事。

### (二)法定职能与市场职能

在考虑中央银行在金融稳定中的职能时,立法的视角是一个重要的参考。立法中对金融管理机构的法定职能一般是以目标性职能出现的,即要求该机构实现特定目标。对于市场职能或工具性职能,有的立法会明确指出,但是,有的立法则没有明确规定。相对而言,目标性职能是监管机构的法定职能,在目标选择上要强于市场职能或工具性职能。中央银行在统筹两个相对独立的政策时需要考虑目标性职能和工具性职能的区别与关联,比如利率工具实现物价稳定职能的同时可能导致金融稳定职能的偏离。货币政策的法定职责是实现物价稳定目标,但是,货币政策仍具有潜在的金融稳定的市场职责,二者可能存在权衡与博弈。

在法律层面,监管机构的法定职能一般都以立法作为依据,这对于金融稳定和宏观审慎政策的制度安排极其关键。例如,《瑞典国家银行法》明确指出其“目标在于维持物价稳定”(Svesson,2017),《日本银行法》规定日本银行首要任务是“货币发行和实施通货金融调节(currency and monetary control)”,而“通货金融调节”的目标是“实现物价稳定”。为此,瑞典中央银行不承担宏观审慎职能,而由微观监管主体——瑞典金融监管局承担宏观审慎职能。日本宏观审慎政策的法定主体不是日本银行而是日本金融厅。《美国联邦储备法》对货币政策目标的规定是:有效实现最

大就业、物价稳定和长期利率稳健。《英格兰银行法》要求英兰银行首先实现金融体系稳定性的目标,但对货币政策委员会和金融稳定委员会设置物价稳定和金融稳定的首要目标,两个委员会的第二个目标均是经济增长。

相应地,如果金融稳定在立法层面具有目标性职能的定位,那宏观审慎制度安排亦更加容易与法律相匹配。例如,《葡萄牙中央银行组织法》明确“履行维护国家金融体系稳定的职责”,葡萄牙央行就成为葡萄牙的宏观审慎政策主体,发挥欧洲系统性风险委员会要求的“领导职能”。《中国人民银行法》第二条明确中国人民银行目标性职能是“维护金融稳定”,而“制定和执行货币政策”以“保持币值稳定”反而是工具性职能(常健,2015)。按照这个逻辑,央行承担货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控功能具有法律基础。

### (三)纳什博弈与合作博弈

#### 1. 内在关联性是合作博弈的基础

宏观审慎政策是单独实施还是统筹实施在涉及多目标的同时,在制度安排上涉及的是多主体的博弈,需要考虑纳什博弈还是合作博弈。纳什均衡是两套独立的政策系统进行的博弈,货币政策和宏观审慎政策相互之间不依赖对方的政策选择;合作均衡是货币政策和宏观审慎政策有各自独立的目标,但是目标实施过程中互为条件、相互影响和合作决策。

货币政策作为总量政策将影响利率、产出、就业、盈利、信用规模和资产价格等,对于金融机构和市场亦将产生影响。而宏观审慎政策影响金融机构与金融市场,对信用利差、借贷均衡、期限结构、风险分布等产生直接影响,同时也会间接影响物价稳定和均衡产出。从博弈的角度,这两个政策框架虽有各自的目标、机制和工具,但是,二者本质上是相互交织在一起,这为合作博弈提供了内在的机制。

#### 2. 目标权衡性是纳什博弈的支撑

货币政策和宏观审慎政策的目标差异性和系统影响力同样为纳什均衡提供了支撑。货币政策对于物价稳定和产出水平具有更加显著且系统性的影响,但是对于金融稳定的系统性影响较小。宏观审慎政策对于金融问题具有显著且系统性的影响,对于物价稳定和产出水平的系统性影响较小。这意味着货币政策一般可以中立足于金融稳定政策及其潜在影响,宏观审慎政策同样可以相对中立足于货币政策对金融稳定的影响。

#### 3. 纳什博弈是恰当的实践选择

如果货币政策和宏观审慎政策分别由各自的政策主体来承担,理想的状态当然是合作均衡,各个主体实现有效的政策沟通、协调与融合。但是,合作博弈在实践操作中往往难以实现。一是由于行政部门相对独立的现实,政策协调往往容易被“善意地”忽视(Blanchard et al., 2010; Svensson, 2017)。二是合作博弈可能造成货币政策目标的偏离,相当于把金融稳定作为货币政策的决定因子之一,逆风而动的政策逻辑不仅可能无法实现金融稳定目标(Sveriges Riksbank, 2013),反而可能导致利率等政策混乱并对物价稳定造成冲击。

相对应的是,纳什博弈可能是现有条件下最恰当的政策选择。实施纳什均衡可以体现目标独立、工具独立、容易区分、透明度高且易于评估等优势,这使得政策决策主体更容易达到政策目标以及构建政策独立性,这对于货币政策实现通胀目标是较好的机制保证(Tucker, 2015)。当然,实施纳什均衡的政策体系同样需要解决政策协调问题,这有两个重要的机制选择。一是在多政策主体的体系中成立金融稳定协调机制,如金融稳定委员会之类,这有助于构建两个政策相互独立但又有效统筹的治理结构。澳大利亚央行和IMF(RBA, 2017)一项针对58个经济体的研究发现,41个经济体具有金融稳定委员会或相关机制安排,致力于宏观审慎政策的强化、金融稳定目标的实现以及相关的政策协调。二是将政策协调内部化,由单一主体承担货币政策与宏观审慎政策两个职能,一

一般是中央银行承担“双支柱”职能。因此,货币政策与宏观审慎政策的利益权衡是采用纳什均衡还是合作均衡,主要取决于金融稳定机制的治理结构和制度安排,尤其是中央银行的职能,这就是金融稳定机制的单一主体和多元主体的制度安排问题。

#### (四)单一主体与多元主体

##### 1. 金融稳定涉及多主体关系

宏观审慎政策作为应对系统性风险、保障金融稳定的主导政策框架,其在发挥作用的过程中需要统筹与货币政策的关系,同时,还需要协调与微观监管的关系。金融稳定政策体系以宏观审慎政策为主导,但与货币政策、微观监管相关联。由于宏观审慎政策是2009年G20领导人峰会重点强调而被国际社会应用实施,而货币政策和微观监管在此前已运行较长时间,金融稳定制度安排就涉及到是单一主体还是多元主体的安排。这不仅涉及到上一个小节提及的货币政策与宏观审慎的政策主体安排问题,还涉及到货币政策、宏观审慎、微观监管“三个支柱”的选择。

宏观审慎政策主体可以是单一主体承担,也可以由多个政策主体承担。与合作均衡和纳什均衡的逻辑相似,单一主体似乎逻辑上更完美。如果一个主体控制了所有的宏观审慎工具,一个主体实施政策对于政策效率和公信力都是有帮助的;而将宏观审慎政策工具分散于多个主体,将会带来政策实施的同步性、同向性以及同力度等协调问题。宏观审慎政策的协调需要考虑内在关联性,规制视角在不同监管者主体是不一致的,最后的结果可能不是对于金融体系或经济体系最优的政策组合,而是对监管机构而言的最小公约数。这些公约数对各自政策框架有利或无害,但对于系统性风险的应对可能是不足的(Bodenstein, 2014)。

##### 2. 央行机构定位是争论焦点

央行在金融稳定中的职能及制度安排是单一主体和多元主体争论中的一个焦点。Masciandaro and Volpicell(2016)研究了31个国家央行在宏观审慎政策中的作用并认为各个经济体可根据自身状况和国际经验界定央行在金融稳定中的职能。首先,央行较大程度上具有对银行或硬或软的微观监管权,逻辑上具有强化金融稳定职能的政策基础和政策倾向。其次,如果央行具有较小的政治独立性,央行倾向于具有更大的宏观审慎权力;但是,具有较强独立性的央行对于宏观审慎权力持有截然相反的观点,如欧元区(ESRB, 2011)和美联储(Yellen, 2014)。最后,如果具有更加明确的法定职能,央行倾向于寻求更大的宏观审慎权力。宏观审慎政策受中央政府的政治影响相对较大,中央银行希望通过明确的法定职能来保障其有效履职同时尽量避免对物价稳定目标造成冲击。

在实践上,各个经济体的选择存在差异。欧洲系统性风险委员会(ESRS, 2011)在要求成员国明确宏观审慎政策主体的时候,并没有明确是由哪个主体来具体承担,而交由成员国自行决定。单一主体承担宏观审慎政策职能分为两个模式。一是由微观监管机构承担宏观审慎职能。由于宏观审慎主要涉及金融机构和金融市场,部分经济体认为其与微观监管的内在关联更加密切,应由微观监管机构来承担宏观审慎职能。代表国家有瑞典、芬兰等。值得注意的是,这类国家大都实行统一监管体系。二是由中央银行承担法定宏观审慎政策核心主体或唯一主体,典型的经济体有阿根廷、比利时、匈牙利、泰国、捷克等,这些国家央行是宏观审慎政策的法定单一主体。单一主体承担宏观审慎职能的政策实践还有一类更加统一化的代表,即新加坡、爱尔兰等,中央银行同时还是微观监管主体以及宏观审慎主体。值得注意的是,实行宏观审慎政策单一主体的国家基本是中小型经济体。

##### 3. 多主体更具实践普遍性

多主体在政策实践中具有更大的普遍性,一般由多个政策主体承担宏观审慎政策职能。澳大利亚央行和IMF(RBA, 2017)一项针对58个经济体的研究发现,其中43个经济体的宏观审慎政策是由多个主体来承担的。美国宏观审慎政策法定主体是系统性风险监察委员会,同时,财政部、美

联储、联邦存款保险公司等都承担了重要的宏观审慎政策功能。澳大利亚的宏观审慎主体主要由澳大利亚审慎监管局承担,澳大利亚储备银行、澳大利亚行为管理局亦是金融稳定中的重要主体。加拿大宏观审慎职能主要由加拿大金融监察办公室承担,加拿大银行提供信息支撑和政策协调等金融稳定职能。

#### 4. “双支柱”是重要的政策实践

多主体政策实践中存在一类重要的制度安排,由中央银行在承担货币政策职能同时承担主要宏观审慎职能,这实际上就是中央银行承担了货币政策和宏观审慎政策“双支柱”职能。“双支柱”政策体系成为金融稳定机制的重要政策选择,但是,为了保障“双支柱”物价稳定和金融稳定两个目标的实现,中央银行仍然无法完全避免多目标的权衡,仍然需要在内部进行合作博弈还是纳什博弈的权衡。

中央银行承担金融稳定职能,并不代表货币政策需要承担金融稳定职能或金融稳定要成为货币政策的决策因子,中央银行可以通过纳什均衡方式各自运作宏观审慎政策和货币政策“双支柱”框架实现二者的有效融合与统筹(Ito,2010;Kohn,2015),以缓释物价稳定与金融稳定之间及其与经济产出最优化等多重权衡,以实现金融稳定和物价稳定的双重目标。但是,对于实施通胀目标制的经济体,“双支柱”框架对于物价稳定的挑战更加直接,将通胀目标制转变为弹性通胀目标制亦是政策选择之一(Ito,2010)。“双支柱”政策体系在“杰克逊霍尔共识”的回归中成为一个重要的学术议题和政策实践,目前,英国、欧元区、比利时、匈牙利、中国、泰国等都实施了“双支柱”政策框架。

## 五、结论与启示

过去30多年来,物价稳定与金融稳定政策目标的关系及相关制度安排是国际货币金融体系中的一个重大问题。以物价稳定职能与金融稳定职能相分离为支撑的杰克逊霍尔共识在全球金融危机爆发及其前后过程经历了盛行、反思和回归的趋势。杰克逊霍尔共识的回归不是货币政策与金融稳定政策的简单再分离,本质涉及的是金融稳定机制及宏观审慎政策的制度安排或治理体系。

从货币政策自身的目标权衡、职能发挥和工具储备出发,货币政策不是金融稳定的主导性政策,应该通过政策框架拓展建立货币政策与宏观审慎政策相对独立的政策体系。首先,将金融稳定纳入货币政策目标体系之后,货币政策将面临多目标的权衡和丁伯根法则的约束,尤其对于通胀目标制将带来潜在的目标偏离。其次,货币政策不具有金融稳定所要求的逆风而动的政策逻辑,难以有效应对资产泡沫,更难逆风而动应对所有的金融风险问题。再次,货币政策针对系统性风险缺乏充分的政策工具储备,尤其是无法应对空间维度的系统性风险防控。最后,货币政策自身是金融风险的内生因素,货币政策传导机制的异化将会导致显著的风险溢出。相对应的是,金融稳定目标的实现需要进行相应的政策拓展,宏观审慎政策作为金融稳定的主导政策相对更加合理。基于政策职能拓展,宏观审慎政策可缓释货币政策多目标的权衡压力;作为结构性政策工具,宏观审慎政策具有一定的逆风而动功能以及更加具有针对性的风险空间传染应对能力;宏观审慎政策可缓释货币政策风险内生及传导异化中的风险溢出,与货币政策具有显著的互补性。

在金融稳定制度安排上,央行的职能定位是一个核心问题,基于央行职能的拓展和多政策“链接”功能,可构建与货币政策和宏观审慎政策相对分离的双支柱调控框架。第一,区分货币政策职能与中央银行职能是讨论货币政策与宏观审慎政策关系的一个基本前提。央行职能具有较为广泛的范畴,央行承担金融稳定职能不代表由货币政策来承担金融稳定职能,央行在金融稳定中的核心是各种政策的链接功能。第二,在金融稳定治理安排中区别金融管理机构的法定职能和市场职能是重要的任务,这有助于发挥中央银行等机构的政策独立性和政策弹性。第三,货币政策与宏观审

慎政策的制度安排不能粗暴割裂,二者具有合作博弈和纳什博弈的双重基础,但从实践角度出发,相对分离的纳什博弈可能是更好的现实选择。第四,中央银行在金融稳定治理框架中的作用是基础性的,其职能大小是一个焦点问题。在实践上,金融稳定涉及多个政策主体,多主体的治理安排在全球具有普遍性,但绝大部分央行都牵涉其中,货币政策与金融稳定政策相融合的双支柱框架是一种重要的政策实践。

在双支柱框架中,中央银行在金融稳定和货币政策方面需要重点发挥链接功能,将物价稳定目标和金融稳定目标、央行法定职能与央行市场职能、双支柱政策的纳什博弈与合作博弈、中央银行政策与其他金融稳定主体政策有效链接,降低多目标矛盾性,提升政策内在融合度,以构建有效应对系统性风险的金融稳定机制。

## 参考文献

- 常健(2015):《论金融稳定与货币稳定的法律关系》,《法学评论》,第7期。
- 李波(2018):《构建货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架》,中国金融出版社。
- 肖立晟、张潇(2017):《人民币汇率的逆周期性》,《中国金融》,第16期
- 易纲、王召(2002):《货币政策与金融资产价格》,《经济研究》,第3期。
- Adrian, T. and S. Shin(2008):“Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 346.
- Adrian, T., D. Covitz and N. Liang(2013):“Financial Stability Monitoring”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 601.
- Angeloni, I., E. Faia and M. Duca(2015):“Monetary Policy and Risk Taking”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 52, 285–307.
- Baldwin, R. and L. Reichlin eds(2013): *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, London: Center for Economic Policy Research.
- Bank of International Settlement (BIS) (2010):“Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences”, CGFS Papers No. 38.
- Bernanke, S.(2004):“The Great Moderation”, Remarks at the Meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20.
- Bernanke, S., T. Laubach, S. Mishkin and S. Posen (1995): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University.
- Bernanke, S. and M. Gertler(2001):“Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, *American Economic Review*, 91, 253–257.
- Bernanke, S. (2013):“Long-Term Interest Rates”, Speech Given at the Annual Monetary and Macroeconomics Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco, March 1.
- BIS(2011):“Central Bank Governance and Financial Stability”, Report by a Study Group(chaired by S. Ingves).
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia and P. Mauro(2010):“Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note SPN/10/03.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia and P. Mauro(2013):“Rethinking Macro Policy II: Getting Granular”, IMF Staff Discussion Note SPN 13/03.
- Bodenstein M., L. Guerrieri and J. LaBriola (2014):“Macroeconomic Policy Games”, Board of Governors of the Federal Reserve System, Discussion Series No 2014–87.
- Borio, C.(2003):“Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?” BIS Working Papers, No. 128.
- Borio, C. and H. Zhu(2008):“Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism”, BIS Working Paper, No. 268.
- Borio, C. and P. Lowe(2002):“Asset Prices, Financial and Monetary Policy: Exploring the Nexus”, BIS Working Papers, No. 114.
- Cardia, V. and M. Woodford(2011):“The Central Bank Balance Sheet as An Instrument of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 58, 54–79.
- Cerutti, E., S. Claessens and L. Laeven(2017):“The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224.
- Cochrane, J.(1998):“A Frictionless Model of U. S. Inflation”, NBER Macro Annual, 323–384.
- Davis, S. and J. Kahn(2008):“Interpreting the Great Moderation: Changes in the Volatility of Economic Activity at the Macro and Micro Levels”, NBER Working Paper No. 14048.

- DeGrauwe, P. (2007): "There is More to Central Banking than Inflation Targeting", *Financial Times*, November 2.
- Financial Stability Board (FSB) (2011): "Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions", November.
- Galati, G. and R. Moessner (2011): "Macroprudential Policy—A Literature Review", BIS Working Paper, No. 337.
- IMF (2013): "The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies", IMF Policy Paper.
- IMF (2015): "Monetary Policy and Financial Stability", Staff Report.
- Ito, T. (2010): "Monetary Policy and Financial Stability: Is Inflation Targeting Passé?" ADB Working Paper No. 206.
- King, M. (2012): "Twenty Years of Inflation Targeting", Speech at the Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, 9 October.
- Kohn, D. (2015): "Implementing Macroprudential and Monetary Policies: The Case for Two Committees", presentation at FRB Boston Conference, October 2.
- Krugman, P. (1999): "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, 6, 459–472.
- Masciandaro, D. and A. Volpicella (2016): "Macro Prudential Governance and Central Banks: Facts and Drivers", *Journal of International Money and Finance*, 61, 101–119.
- Mester, J. (2016): "Five Points about Monetary Policy and Financial Stability", at Sveriges Riksbank Conference on Rethinking the Central Bank's Mandate, Stockholm, Sweden, June 4.
- Minsky, H. (1992): "The Financial Instability Hypothesis", NBER Working Paper No. 74.
- Mishkin, F. (2011): "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", NBER Working Paper No. 16755.
- Nier, E., J. Osinski, L. Jacome and P. Madrid (2011): "Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models", IMF Working Paper, WP 11/250.
- Ongena, S. and J. Peydró (2011): "Loose Monetary Policy and Excessive Credit and Liquidity Risk-Taking by Banks", VoxEU column, October 25.
- Orphanides, A. (2004): "Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from the Trenches", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36, 151–175.
- Reserve Bank of Australia (RBA) (2017): *Monetary Policy and Financial Stability in a World of Low Interest Rates*, Sydney: Reserve Bank of Australia.
- Romer, C. and D. Romer (2004): "A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications", *American Economic Review*, 94, 1055–1084.
- Smaga, P. (2013): "Assessing Involvement of Central Banks in Financial Stability", Center for Financial Stability Policy Paper.
- Smets, F. (2014): "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?" *International Journal of Central Banking*, 10, 263–300.
- Stein, C. (2012): "Monetary Policy as Financial Stability Regulation", *Quarterly Journal of Economics*, 127, 57–95.
- Svensson, L. (2011): "Inflation Targeting", in: B. M. Friedman and M. Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, Amsterdam: Elsevier Press.
- Svensson, L. (2014): "The Relation between Monetary Policy and Financial Stability Policy", *International Journal of Central Banking*, 8, 293–295.
- Svensson, L. (2016): "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind", NBER Working Paper No. 21902.
- Svensson, L. (2017): "The Relation between Monetary Policy and Financial-Stability Policy", Prepared for the XXI Annual Conference of the Central Bank of Chile, November 16–17.
- Sveriges Riksbank (2013): "The Riksbank and Financial Stability", February.
- Taylor, J. (1999): "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", in John B. Taylor (ed.) *Monetary Policy Rules*, Chicago: University of Chicago Press.
- Tucker, P. (2015): "Microprudential Versus Macroprudential Supervision: Functions That Makes Sense Only as Part of An Overall Regime for Financial Stability", Paper presented at Boston Federal Reserve Bank Conference, 2–3 October.
- Vinals, J. (2013): "Making Macroprudential Policy Work", Remarks at Brookings on September 16.
- White, W. (2006): "Is Price Stability Enough?" BIS Working Paper, No. 205.
- Woodford, M. (2012): "Inflation Targeting and Financial Stability", *Economic Review*, 1, 7–32.
- Yellen, J. (2014): "Monetary Policy and Financial Stability", Speech at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, IMF, Washington, D. C. July 02.



# Double-Pillar Framework of Monetary Policy and Macroprudential Policy: Trade-offs and Integrations

ZHENG Liansheng

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100028, China)

**Abstract:** The relative separation of monetary policy and financial stability policy, cited as the Jackson Hole Consensus, has experienced three stages of prevalence, reflection, and recurrence in the past three decades. The return of the Jackson Hole Consensus is more about the institutional arrangements of the financial stability policy, involving three policy pillars: monetary policy, macroprudential and micro regulation. Monetary policy should not be the dominant policy of financial stability due to the multiple objective trade-offs of a single policy. The objective of financial stability should be based on the macroprudential policy, a new policy pillar. At the same time, monetary policy and macro-prudential policy should be fundamentally complementary. Based on the expansion of the central bank's functions, it can establish a double-pillar governance framework with monetary policy and macroprudential policy. In the double-pillar framework, a central bank needs to focus on the linkage functions of these two policies to achieve effective integration of central bank roles with monetary policy, statutory functions and market functions.

**Key Words:** Monetary Policy; Macroprudential Policy; Financial Stability; Double-pillar

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

# Financial Development, Innovation-driven and Long-term Economic Growth

LIU Peisen

(School of Political Science and Public Administration, Southwest University, Chongqing, 400715, China)

**Abstract:** In this paper, we introduce the financial development level variables into the endogenous growth model of Romer (1990), and analyze the impact of financial development on long-term economic growth from the perspective of R&D investment. The findings show that financial development provides a new perspective from microeconomic mechanisms to analyze the impact of financial development on economic growth by increasing R&D investment and promoting technological progress to promote economic growth. At the same time, the main conclusion of the theoretical model is tested by using the data of Chinese industrial enterprises as a research sample. The results show that the deepening of financial, the development of loan market and the increase of loan-to-deposit ratio of small and medium-sized banks are beneficial to enterprises to