

货币政策与宏观 审慎政策的协调使用

□郭子睿¹ □张明²

(1.南开大学 金融学院,天津 300071;

2.中国社会科学院 世界经济与政治研究所,北京 100732)

货币政策会通过金融机构的风险承担行为影响金融稳定。虽然金融稳定不能成为中央银行的一个独立目标,但货币政策在制定时需要考虑金融稳定状况。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”措施并与宏观审慎监管协调使用。货币政策与宏观审慎政策的协调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。两种政策协调使用的后续研究方向主要在于协调的时机、频率与强度,协调规则是固定的还是弹性的,以及采用更加接近金融市场现实的模型设定。

关键词: 系统性金融风险; 货币政策; 宏观审慎政策; 协调

中图分类号: F20 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003—5656(2017)05—0068—08

引言

在本次金融危机之前的20年里,货币政策的首要目标是维持价格稳定,只要经济体长期保持合意的低通货膨胀,就能促进经济增长和金融稳定。但这次的金融危机表明,合意的低通货膨胀并不能保证金融稳定,以控制通货膨胀为目标的货币政策加上以资本监管为核心的微观审慎监管所形成的宏观金融管理框架,存在诸多缺陷。危机爆发之后,国际组织、各国监管当局和学者们都要求使用宏观审慎政策来消除系统性风险、促进金融稳定。宏观审慎政策通过约束金融市场参与者事前的过度风险承担动机,来降低他们对系统性风险的贡献,从而增强金融体系的弹性和限制系统性金融风险的积累^[1]。没有任何政策是完美的,宏观审慎政策在降低货币政策对金融稳定负面影响的同时,也会对总产出和通货膨胀等实体经济产生短期的副作用。因此,在维护金融稳定时,货币政策和宏观审慎政策不能独立分开使用,应该互相考虑彼此的影响,协调确定政策力度。

事实上,近几年来我国政府密切关注全球宏观审慎政策动态,在党的十八届五中全会和“十二五”规划中明确提出要“构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”。2011年我国正式引入差别准备金动态调整机制。为进一步完善宏观审慎政策框架,2015年12月,中国人民银行将差别准备金动态调整机制“升级”为金融机构宏观审慎评估体系^[2]。

当前我国金融体系实施“一行三会”的管理体制,央行负责货币政策和金融稳定,三大监管机构独

基金项目:国家社科基金重点项目“深化政策性金融改革研究”(14AZD032);教育部人文社会科学研究规划基金项目“审慎资本管制与中国资本账户开放:基于跨境资本套利和套汇视角的研究”(16YJA790047);教育部人文社科重点研究基地重大项目“全球金融体系变革中的跨国公司投资”(14JJD790020)

立负责本行业的风险识别与监管。虽然,我国建立了金融监管协调部际联席会议制度^①,旨在加强货币政策与金融监管政策之间的协调。但该会议制度只是一项协调议事安排,并不具备实质性的系统性风险防范和处置的权力与能力^[3]。受经济潜在增长速度下滑以及产能过剩等因素的影响,当前我国经济正面临通货膨胀下行而信贷增速高企的困境。货币政策的进一步宽松受制于不断上涨的资产价格。我国亟需完善货币政策和宏观审慎监管的协调机制,以走出当前的经济困境。因此,在此背景下研究货币政策与宏观审慎政策之间进行协调的经济机制和制度基础,具有重要的理论和现实意义。

一、货币政策与宏观审慎政策协调的必要性

经历了20世纪70年代和80年代的高通胀,很多发达国家把长期保持较低的通货膨胀作为货币政策的首要目标,金融稳定则主要由微观审慎政策负责。在促进金融稳定方面,货币政策与微观审慎政策独立使用。本轮全球金融危机爆发之后,Borio与Zhu(2008)^[4]认为,货币政策与金融稳定的关系不仅仅局限于货币政策如何应对资产价格泡沫,货币政策还会影响金融中介机构的风险认知和风险容忍度,也即货币政策的风险承担机制。微观审慎监管政策在应对金融风险方面也暴露了诸多缺陷,亟需“升级”为宏观审慎监管政策。

(一) 货币政策如何应对资产价格泡沫

金融不稳定和金融危机通常伴随着资产价格泡沫的膨胀和破裂。关于货币政策如何应对资产价格泡沫,并没有完全一致的最优方案^[5]。货币政策应对资产价格泡沫的策略可以分为“事前管理”和“事后清理”两类。“事前管理”策略是指在资产价格泡沫形成的初期,货币政策采取逆周期管理来抑制资产价格泡沫的进一步膨胀。“事前管理”的支持者认为,资产价格会通过居民的财富效应和企业的盈利预期分别影响居民消费和企业投资,进而影响总需求。当资产价格泡沫破灭时,会带来估值风险和宏观风险,而且二者在金融加速器的机制下形成负面循环。

“事后清理”策略也被称为“杰克逊霍尔共识”,是指货币政策并不对资产价格的上涨做出反应,除非资产价格的上涨影响到未来的通胀预期。当资产价格泡沫破裂时,货币政策应及时干预,进行事后救助。“事后清理”策略的支持者认为:第一,及时识别资产价格泡沫非常困难;第二,即便央行可以准确地识别资产价格泡沫,但是由于货币政策的滞后性,央行很难把握采取措施的时机;第三,货币政策工具会影响整个资产市场,并不能仅仅针对存在泡沫的资产发挥作用^[6];第四,利率与资产价格投机成分之间的关系是不确定的。提高利率可以增加投资者的融资成本,但很难抑制市场参与者的过度乐观和激进的风险行为,尤其是在资产价格不断上涨的预期下^[7];最后,只要央行事后及时反应,就可以把资产价格泡沫破灭带来的负面影响控制在一定范围内。所以,央行不应该试图刺破潜在的资产价格泡沫,而是只对通胀和产出做出反应。

Mishkin^{[8][9]}将上述两派观点进行了折衷。他认为资产价格泡沫有两种类型,一种是信贷驱使的泡沫,一种是非理性繁荣泡沫。信贷驱使的泡沫是指,由于对经济的乐观预期,信贷繁荣出现,资产价格上升。资产价格的上升提高了借款人抵押品的价值,银行信贷进一步增加,资产价格不断攀升,从而信贷和资产价格形成正循环,资产价格泡沫逐步产生。但是,资产价格不能无限制上涨,到了某一点,泡沫破裂。资产价格大幅度下降,借款人抵押品价值下降,银行开始惜贷甚至要求借款人增加抵押品,借款者为偿还贷款不得不抛售资产,在羊群效应下,资产价格加速下降。贷款损失和资产价格的下降会影响商业银行的资产负债表,银行进一步减少信贷。居民支出减少,企业投资降低,总需求下降,信贷市场的宏观风险增加。在极端情况下,金融机构的资产负债表和资产价格的相互作用会带来系统性风险,甚至引

^①2013年8月,国务院批复建立由人民银行牵头、“三会”和外管局参加的金融监管协调部际联席会议制度,会议办公室设在人民银行。

发金融危机。与信贷驱使的泡沫相比,非理性繁荣泡沫的危害相对小一些。这种泡沫仅仅是由于过度乐观的预期导致的,并没有与金融机构的资产负债表形成螺旋。

由此可见,信贷驱使的泡沫一旦破裂,不仅成本很高,而且事后很难清理,一般都伴随着漫长且深幅的经济衰退。这种泡沫应该采取事前管理,而不是事后清理。非理性繁荣泡沫由于影响较小,应该采取事后清理措施。但我们如何能够在事前识别信贷驱使的资产价格泡沫呢?Mishkin(2010)^[8]认为,识别信贷泡沫要比识别资产价格泡沫更加容易。这是因为,审慎监管机构可以为央行提供有关信贷数量和质量的信息,有助于判断商业银行是否放松信贷标准以及信贷规模是否超出合理水平。因此,在进行“事前管理”信贷驱使的资产价格泡沫时,央行应该与审慎监管机构协调合作,充分利用彼此的信息与人才优势。

(二)货币政策的风险承担机制

Rajan^[10]以及Borio与Zhu^[4]较早提出了货币政策的风险承担机制,他们认为,货币政策对金融稳定的影响不仅仅局限于如何应对资产价格泡沫,利率的变化将会影响金融机构的风险认知、风险容忍程度以及资产负债端的投资组合。利率变化对风险承担机制的影响,主要有三种渠道:第一种是寻求收益率渠道^[11]。出于制度、合同刚性或者行为非理性等原因,很多金融中介机构要求最低的名义回报率,这迫使投资经理在低利率环境下追逐高风险、高收益的投资工具。第二种渠道是通过影响企业的估值、收入和现金流,来引导银行承担更多风险^[12]。当利率下降时,在银行资产端抵押品的价值增加,银行的信贷标准降低,刺激了对风险资产的需求,推动资产价格上涨。这种顺周期行为导致银行低估了违约风险,增加了风险承担。在负债端,银行融资成本下降,银行增加在银行间市场的短期拆借,导致银行资产负债表的期限错配进一步加剧。第三种渠道则是通过政策的沟通交流和央行的反应函数。央行货币政策透明度越高,投资者认为未来货币环境的不确定性越小,相应的风险溢价越低,投资者越会追求高收益的投资工具。另外,央行的反应函数对经济下滑的容忍度较低,导致货币政策在应对潜在的经济下滑方面更加有效。

货币政策对金融稳定的影响不是中性的。货币当局在制定政策时,应该考虑其对金融机构风险承担的影响,尤其是对银行信贷的影响。信贷快速扩张是金融不稳定最好的预警指标^[13]。一旦信贷扩张和资产价格上涨形成螺旋,将会加剧金融风险的集聚,甚至引发系统性金融危机。那么,是否应该在货币政策的目标函数中加入金融稳定的目标呢?根据丁伯根法则,一项政策工具只能有一个政策目标。因此,货币政策不能同时用来稳定经济和金融部门:一方面,采用紧缩的货币政策应对信贷泡沫可能会带来产出和物价的非预期下降;另一方面,赋予货币政策金融稳定的目标,可能会降低央行稳定物价的信誉,影响货币政策的实施效果。因此,我们需要另外一个政策工具——审慎监管政策——来限制资产价格和信贷的相互作用。

(三)微观审慎政策在防范系统性风险方面存在的不足

金融危机之前,微观审慎监管政策是负责金融稳定的主要政策工具。微观审慎政策认为只要确保单个金融机构的稳健运营,便能保证整个金融系统不会发生系统性风险。但金融机构个体的理性行为可能会导致集体的非理性行为,也即出现“合成谬误”。微观审慎监管忽视了单个金融机构对系统性风险的贡献。因此,金融危机之后,各国开始反思微观审慎政策在应对系统性金融风险方面的不足:第一,微观审慎监管把资本充足率作为监管的主要目标,没有考虑流动性风险在全面风险管理中的重要性。本轮全球金融危机爆发之后,很多大型金融机构面临流动性下降甚至流动性枯竭的风险。第二,危机之前,各国金融机构和监管当局广泛采用传统金融风险度量理论与方法,仅仅专注于单个金融机构的风险,没有考虑因金融机构之间资产与负债的协同运动、直接或间接联系等导致的负向风险外溢作用。第

三,处于极端条件下的尾部风险虽然发生概率较小,但一旦发生,则具有较大的破坏力和影响力,微观审慎政策不能有效地监测这种风险。

本轮全球金融危机爆发之前,央行负责货币政策执行,监管机构负责微观审慎政策实施,二者独立使用。本轮金融危机的爆发充分说明,过去以控制通货膨胀为目标的货币政策,加上以资本监管为核心的微观审慎监管所形成的宏观金融管理框架,并不能保证金融稳定。为了更好地应对系统性金融风险,各国应该强化宏观审慎政策框架。此外,促进金融稳定的宏观审慎政策和货币政策应该协调使用,考虑彼此的影响。

二、货币政策与宏观审慎政策协调的理论基础

宏观审慎政策是金融危机后金融稳定框架的重要组成部分。宏观审慎政策通过约束金融市场参与者事前的过度风险承担动机,达到强化金融体系弹性和限制系统性风险累积的目标。不同于微观审慎政策,宏观审慎政策针对整个金融体系或者系统性重要金融机构,强调“时间”维度和“跨部门”维度的金融风险。系统性风险的来源包括过高的杠杆率、弱化的信贷标准、金融机构以及借款者的资产负债过度错配。风险的多样性也决定了宏观审慎政策工具的多样性。根据Rubio与Carrasco-Gallego^[14]的分类,宏观审慎政策工具包含信贷类政策工具、资本类政策工具和流动性类政策工具。宏观审慎政策工具比较精准,可以针对某一个行业、某一个部门甚至某一项业务发挥作用。但同时也存在政策漏洞,例如可能使得金融风险从一个部门转移到另一个部门。货币政策的利率工具是应对金融风险比较“钝”的工具,但可以针对所有部门发挥作用。所以,货币政策和宏观审慎政策相互配合,有助于实现经济金融稳定。

(一)货币政策工具与宏观审慎政策工具的协调使用

适宜的宏观审慎政策会为货币政策的执行创造空间,减轻货币政策的负担。货币政策会通过风险承担、资产负债表以及跨境溢出等渠道影响信贷增长和资产价格,加剧金融脆弱性。很多宏观审慎政策工具也有相似的传导机制,并可以降低货币政策的相应影响。IMF(2009)^[15]认为,在不运用宏观审慎工具的情况下,用货币政策抑制信贷市场过热,需要进行大幅度的利率调整。但如果同时采用宏观审慎政策工具,提高贷款者的成本,不仅能有效地抑制信贷过热,还可以让货币政策工具专注于实现控制通货膨胀的目标。货币政策通过影响基准利率,迫使金融机构调整资产负债表,从而使资本充足率发生变化。同样,宏观审慎政策工具可以为未预料到的冲击提供缓冲,避免货币政策陷入低利率困境。此外,宏观审慎政策可以影响价格和产出水平。虽然宏观审慎政策只是约束经济体某一部门的借贷和支出,但却可以影响整体的产出。

宏观审慎政策和货币政策在使用时都会产生副作用。但如果两种政策可以完美地搭配使用,就可能消除单一政策的副作用。如果一个国家拥有可信的货币政策体制和较好的通胀预期锚,那么货币政策对金融冲击的反应就不用那么激进,也可以减轻宏观审慎政策的负担。此外,存在有效的宏观审慎政策体系来预防金融失衡,可以为货币政策产生额外的操作空间,增强货币政策对维持价格稳定承诺的可信度^[16]。

(二)货币政策与宏观审慎政策的协调机制

货币政策针对经济周期发挥作用,宏观审慎政策针对金融周期发挥作用,这决定了二者的协调程度部分取决于经济周期和金融周期的一致性程度^[17]。由于信贷风险是金融系统性风险的主要源头,信贷周期也是宏观审慎监管的主要对象。如表1所示,如果经济周期和金融周期是同步的,也即二者同时处在衰退期或者同时处在繁荣期,货币政策和宏观审慎政策是相互补充的。例如,当处在均衡状态的经济受到负向的需求冲击时,GDP和通货膨胀下降,银行信贷萎缩。此时,在采取宽松货币政策的同时,宏

表1 货币政策和宏观审慎政策依赖于经济周期和金融周期^[17]

		经济周期(通胀压力)		
		较弱	稳定	过热
金融周期 (信贷周期)	繁荣	冲突	保持主要目标	互补
	稳定	独立	独立	独立
	衰退	互补	保持主要目标	冲突

一种政策的实施效果^[19]。例如,在通货膨胀较低而信贷繁荣时期,如果使用货币政策保持金融稳定,那么需要采取紧缩的货币政策,提高信贷成本以降低信贷需求,但这会导致通货膨胀率进一步走低。如果通货膨胀持续低于中长期的通胀目标,将会影响央行稳定物价的信誉。如果货币政策的目标是稳定物价,那么需要采取宽松的货币政策来刺激通货膨胀,但宽松的货币政策会增加金融机构的风险承担行为,进一步刺激信贷增加。此时,需要使用逆周期的宏观审慎政策来抑制信贷的增长,降低金融风险。但逆周期的宏观审慎政策会给通货膨胀带来下行压力。因此,需要货币政策和宏观审慎政策相互协调,考虑彼此的影响,合作确定政策的力度。另外,还需要分析导致通胀下行和信贷扩张的机理。如果通胀下行的原因是石油等大宗商品价格的下降或者技术进步,那么就没有必要采取宽松的货币政策应对通货膨胀的下行压力。当然,如果大量的信贷扩张出现在监管范围之外,那么促进金融稳定的宏观审慎政策是无效的。此时,只能采取紧缩的货币政策从整体上提高借贷者的成本、促进金融稳定,但要确保货币政策实现中长期价格稳定的目标。

由此可见,货币政策和宏观审慎政策的协调配合,不仅取决于经济周期和金融周期的一致性程度,还会受到导致经济周期和金融周期不同步的冲击类型的影响。Angelini等^[20]的研究发现,当经济周期是由供给冲击引起的,宏观审慎政策对宏观经济的稳定贡献有限。如果经济周期是由金融或房地产市场的冲击引起的,那么宏观审慎政策能够很好地降低经济波动,两种政策的协调使用可以提高经济整体的稳定性。换言之,在特定的时点上针对特定领域的失衡,货币政策和宏观审慎政策必须对失衡的对象、程度和原因进行综合判断,并在此基础上做出适当的反应。根据表1,另外一种情形是,经济周期和金融周期一个处于稳定期,另一个处于衰退或者繁荣时期。处于稳定时期对应的政策应该保持独立实现其主要目标,而处于衰退或者繁荣时期,就需要采取相应的逆周期管理政策。

美联储主席 Yellen^[21]指出,货币政策和宏观审慎政策的协调使用应该遵循三个原则:第一,宏观审慎当局应该尽力执行宏观审慎政策,以增强金融体系弹性,减少货币政策对金融稳定的关注。第二,金融风险是不断变化的,宏观审慎当局应该理性地看待审慎工具实施的效果。对金融监管漏洞或者金融监管范围之外的风险,应该与货币政策协调实施来消除这些风险。在两项政策配合来促进金融稳定时,应该保障货币政策能够实现长期通货膨胀目标。第三,货币政策制定者应该及时与市场沟通前者关于金融稳定的观点,以及这些观点如何影响货币政策。因为上述两种政策的协调,必须在公众相当了解货币政策制定者如何权衡金融风险时,才会更加有效。

三、货币政策与宏观审慎政策协调的制度框架

金融危机之后,越来越多的国家开始审视本国的金融稳定制度框架。由于宏观审慎政策涉及对尾部风险的管理,加强监管的收益在长期才能显现,但加强监管的成本却一直都很明显,这可能会导致审慎机构不愿意采取行动^[22]。此外,很多宏观审慎政策工具只针对某一类金融机构发挥作用,难免会遭遇

既得利益集团的抵制,这会进一步强化审慎机构不愿意采取行动的动机。所以很多国家开始建立审慎政策协调机制,以更好地实施宏观审慎政策。在各国新的制度框架中,央行通常发挥着重要作用。但央行是货币政策的执行主体,因此,如何界定央行与宏观审慎机构的权利义务关系,一直是争论的焦点。央行与金融监管机构的关系整体上可以分为三种,即央行与金融监管机构完全一体化、部分一体化和完全独立^{[17][23]}。

(一)央行与金融监管机构完全一体化

以爱尔兰为例,央行不仅是货币政策的执行主体,还要完全负责金融监管功能,因此也是宏观审慎政策的决策者。这一模式具有如下优点:第一,降低信息不对称,充分发挥央行的数据、信息和人才优势。第二,强化执行宏观审慎政策的动机。宏观审慎政策的权责完全分配给一个机构,降低了道德风险,有助于政策的执行。此外,宏观审慎政策的失败会影响央行维持价格稳定的功能,央行有较强的激励去加以执行^[24]。第三,有助于政策之间的协调。宏观审慎、货币政策以及微观审慎政策的决策和执行由同一个机构来负责,这种安排可以降低政策协调的成本,增强政策制定者对政策工具的控制权。

但该模式也存在如下不足:第一,缺乏挑战央行观点的机制,容易导致央行“一言堂”。第二,央行同时作为货币政策和宏观审慎政策的执行主体,可能使得市场人士混淆央行的功能,尤其是在两项政策的实施效果方向相反时,外界更难以揣摩央行的政策意图,不利于形成稳定的政策预期。而且,任一政策的操作失败都会影响央行的信誉,进而降低另一项政策的有效性。第三,财政部被排除在宏观审慎政策之外。当央行需要引进新的审慎监管权力,或者需要立法扩大监管范围,或者需要财政政策配合时,都会增加与财政部的协调难度。

(二)央行与金融监管机构部分一体化

部分一体化通常意味着央行负责银行以及系统性重要金融机构的审慎监管,其它机构负责金融服务的行为监管和消费者保护。两个机构紧密合作,共同完成宏观审慎政策的制定和执行。具体又可分为两种模式,一种是负责宏观审慎监管的委员会与央行相关,另一种是负责宏观审慎监管的委员会与央行独立,两种模式的关键区别在于央行对宏观审慎政策委员会是否发挥领导作用^[23]。

第一种模式的典型例子是,本轮全球金融危机之后英国新成立的金融政策委员会。英格兰银行作为中央银行,是金融危机后负责英国金融稳定的核心机构。金融政策委员会是宏观审慎政策的决策机构,并不直接监管金融企业和市场,该机构通过向审慎监管局和金融行为监管局发出“行动或者解释”^①的建议和警告,来执行宏观审慎政策^[25]。把宏观审慎政策的制定分配给一个附属于央行但不参与货币政策决策的委员会,便于外界人士观察央行不同的政策功能,有助于限制信誉风险。该模式保留央行在解决系统性风险时的重要角色,满足了央行对审慎数据以及审慎政策工具控制权的要求。委员会允许财政部参与,但财政部没有投票权,不会破坏央行或者货币政策的独立性。当需要使用税收政策或者法定程序消除系统性风险时,财政部可以发挥重要作用。

第二种模式是独立的委员会。其关键特征是,虽然央行也参与,但委员会的领导权不在央行。典型代表是,本轮全球金融危机后美国新成立的金融稳定监督委员会,这是一个全面识别金融风险、监测美国金融体系稳定,并对原有监管体系中的各部门发挥协调作用的机构。美联储虽然具有投票权,但该机构并不隶属于美联储,其领导部门是财政部,委员会主席由财政部部长担任,财政部的金融研究局为其提供数据分析^[25]。优点在于财政部相对于央行更容易为委员会的行动获得政治支持。但是,财政部的短期政治压力可能会超越央行消除系统性风险的动机,导致宏观审慎政策实施的延迟。

(三)央行与金融监管机构完全分离

①也即是说,审慎监管局和金融行为监管局收到建议后,要么采取行动,要么解释不采取行动的原因。

该模式是典型的分散决策模式,宏观审慎政策工具由多家机构实施,每一个机构全权负责是否使用自己的政策工具。在实践中,央行一般负责系统性风险的识别,不承担任何直接的银行监管职责。该模式的优点是,每一个机构专注于自己的目标。央行负责价格稳定,金融监管机构负责金融企业的稳健运营。央行与金融监管机构功能的分离有助于货币政策和宏观审慎政策的独立执行。但这种安排在确保宏观审慎政策有效性方面也面临着如下挑战:首先,没有一个机构可以获得所有关于系统性风险的数据。机构之间的竞争会阻碍信息的自由流动。机构间分享一些敏感数据时,可能会面临着法律障碍。其次,金融机构的混业经营趋势与分割的监管体制不匹配。每一个监管机构都强调自己的风险评估结果,甚至会导致信息之间的冲突。再次,很难保证各个机构将自己的资源、专家以及稀缺信息完全贡献出来应对系统性风险。即使建立了协调机制,也不能完全解决责任和动机问题^[23]。

每个国家的宏观审慎政策制度框架都会受到本国政治经济环境的影响,很难找到一个公认的最优制度框架。但从以上的比较中可以得出理想的宏观审慎政策制度安排的一般原则:第一,央行在宏观审慎政策的制定中应该发挥重要作用,但权力不能过于集中。财政部应该有所参与,但不应该发挥领导作用。第二,建立协调机制非常重要,尤其是在政策决策比较分散或者政策决策和政策实施相分离时,每个机构在自己的政策领域都不能丧失独立性。第三,宏观审慎政策的首要目标是降低系统性风险。当某个机构在评估系统性风险时,有权从其他机构获得所需的相关资源。第四,应该建立特殊的应急机制以尽量降低政策时滞。

四、结论与展望

货币政策通过收益率追求、企业估值和政策沟通三种渠道影响金融中介机构的风险承担行为。对于信贷驱使的资产价格泡沫,货币政策应该采取“事前的逆向管理”措施。但利率政策是应对金融失衡比较“钝”的政策工具,金融稳定也难以成为货币政策的独立目标,因此,货币政策应该与宏观审慎政策协调使用以应对金融失衡。货币政策针对经济周期发挥作用,宏观审慎政策针对金融周期发挥作用,两种政策的协调取决于经济周期和金融周期的一致性程度。另外,冲击的类型也会影响两种政策协调的有效性。最后,两种政策协调的有效性会受到宏观审慎政策制度安排的影响。中央银行与宏观审慎监管机构可以完全一体化、部分一体化或者完全独立。每一种模式都有优缺点,且受到本国政治经济环境的影响。

由于宏观审慎政策从提出到实施只有短短几年时间,关于货币政策和宏观审慎政策的协调使用,无论在理论上还是实践中都处于初级阶段。目前,货币政策和宏观审慎政策协调使用的后续研究方向主要在于:第一,货币政策和宏观审慎政策协调的时机、频率和强度较难确定。第二,货币政策和宏观审慎政策的协调应该采用固定规则还是相机抉择,也存在较大争议。一方面,由于造成金融失衡原因的多样性,非时变和僵硬的规则反应可能会增加政策错误的风险,然而另一方面,相机抉择不利于形成稳定的市场预期。第三,当前对货币政策和宏观审慎政策协调的理论分析模型多采用包含银行业和金融摩擦的动态随机一般均衡模型,政策规则假设为线性的,这很难刻画金融变量对政策规则的非线性反应^[14]。未来的研究应该考虑加入更多的现实因素,例如影子银行、开放经济下的政策溢出和风险传染等。

参考文献:

- [1]GADANEZ,B.and K.JAYARAM.Macroprudential Policy Frameworks, Instruments and Indicators: a Review[R].Ifc Bulletins Chapters,2015,(41).
- [2]中国人民银行稳定分析小组.中国金融稳定报告(2016)[R].北京:中国金融出版社,2016.
- [3]马新彬.我国宏观审慎政策治理框架[J].观察思考,2015,(2):75-76.

- [4]BORIO,C. and H.ZHU. Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: a Missing Link in the Transmission Mechanism? [R].BIS Working Paper,2008,(268).
- [5]GRUEN. D, M.PIUMB and A. STONE. How Should Monetary Policy Respond to Asset-Price Bubbles? [J].International Journal of Central Banking,2005,1(3): 1-31.
- [6]BERNANKE, B. S. and M. GERTLER. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? [J].American Economic Review, 2001,91(5): 253-257.
- [7]KOHN D. Monetary policy and Asset Prices Revisited[R].Speech Presented at the Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference, 19 November,2008, Washington DC.
- [8]MISHKIN, F. S. Monetary policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions[J].Journal of Asian Economics, 2010,21(3).
- [9]MISHKIN, F. S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis[R].NBER Working Papers, 2011.
- [10]RAJAN, R. Has Financial Development Made the World Riskier?[R].Paper Presented at The Greenspan Era: Lessons for the Future—A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 2005, August 25-27.
- [11]GAMBACORTA, L. Monetary Policy and the Risk-taking Channel[R].BIS Quarterly Review, 2009.
- [12]ADRIAN,T. and H.S.SHIN. Financial Intermediaries and Monetary Economics[M]//B.M.Friedman & M.Woodford(eds.). Handbook of Monetary Economics.San Diego,2011:601-650.
- [13]SCHULARICK, M.and A.M.TAYLOR. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870—2008[J].American Economic Review, 2012, 102(2):1029-1061.
- [14]RUBIO, M. and J.A. CARRASCO-GALLEGO.Macro-prudential and Monetary Policy Rules: a Welfare Analysis[J].Manchester School, 2015,83(2).
- [15]IMF. Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations[R].World Economic Outlook,2009, Chapter3.
- [16]徐忠.中国稳健性货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿[J].金融研究,2017,(1).
- [17]DUNSTAN A.The Interaction between Monetary and Macroprudential Policy[R].Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 2014,77 (2).
- [18]GELAIN P.and P.IIBAS.Monetary and Macroprudential Policies in an Estimated Model with Financial Intermediation [R].NBB Working Paper, 2014,(258).
- [19]DE PAOLI B.and M.PAUSTIAN. Coordinating Monetary and Macroprudential Policies[R].Federal Reserve Bank of New York Staff Reports,2013,(653).
- [20]ANGELINI P., S.NERI.and F.PANETTA. Monetary and Macroprudential Policies[R].ECB Working Paper,2012,(1449).
- [21]YELLEN.J. L. Monetary Policy and Financial Stability[R].Speech Given at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., July 2,2014.
- [22]IMF. Macroprudential Policy: An Organizing Framework[R]. IMF Policy Paper, 2011.
- [23]NIER, E.,L. JACOME., J.OSINSKI.and P. MADRID. Institutional Models for Macroprudential Policy[R].IMF Staff Discussion Notes, 2011, 11(18).
- [24]NIER, E. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis[J].General Information, 2009,9(70): 1-64.
- [25]BIS. Central Bank Governance and Financial Stability: a Report by a Study Group[R].Bank for International Settlements,2011.

(收稿日期: 2017—04—06 责任编辑: 肖磊)