

货币政策与宏观审慎监管的协同

宋玉颖¹, 刘志洋²

(1. 中国农业银行 长春培训学院, 吉林 长春, 130012;

2. 东北师范大学 经济与管理学院, 吉林 长春, 130117)

【摘要】低利率环境下的低经济增长与繁荣的金融体系给宏观经济调控带来“两难”。亚洲金融危机后, 学者们逐渐意识到在理论上, 应在宏观经济模型中引入金融摩擦, 以刻画“金融不稳定”, 以便为宏观审慎监管提供角色。在主流宏观经济模型的DSGE分析框架中, 学者们逐渐将金融部门引入分析框架, 并证明宏观审慎金融稳定, 货币政策维持价格稳定是最优的选择。在实践中, 格林斯潘的“善意的忽略”从“反面”证明货币政策不应依资产价格调控, 但各国实施宏观审慎监管过程中, 都离不开中央银行的大力支持, 因此宏观审慎监管与货币政策的协同非常考验中央银行的最终目标权衡。宏观审慎监管与货币政策协同要考虑到对收入分配的影响, 这才是宏观经济调控的终极目的。

【关键词】宏观审慎监管; 货币政策; 协同

【中图分类号】F830 【文献标识码】A 【文章编号】2096-3300(2020)03-0006-08

2008年金融危机导致的经济衰退使得全球中央银行采取非常规货币政策和财政政策, 意图将经济增长拉回到正常轨道上来。金融危机成本使全球认识到, 保证金融稳定是保持经济增长的重要政策环境保障, 即应实施“宏观审慎监管”。然而, 金融周期与经济周期的步调不一致使得货币政策与宏观审慎监管的协同会陷入“两难”。在过去的十年中, 西方主要国家的基准利率几乎接近于零, 说明西方通过基准利率调控促进经济增长的空间已经非常有限。即使如此, 西方国家的经济增长仍旧没有完全恢复, 这是否意味着已经陷入长期实际利率降低的周期? 但低利率环境所带来的流动性激增导致金融资产价格快速上升, 给金融体系的调控带来巨大挑战。

随着中国经济增速进入“新常态”, 我国也面

临货币政策调控的“两难”问题。2008年金融危机爆发后, 为了避免金融危机对实体经济产生负面影响, 我国货币政策呈现宽松态势, 信贷投放巨额增长。2013年之后, 巨额信贷投放的负效应开始显现, 商业银行不良贷款率和不良贷款余额快速上升, 实体经济增速放缓, 实体经济行业的风险向银行业溢出, 导致银行业风险逐渐增加。在实体经济增速放缓的态势下, 货币政策紧缩空间非常小。但是在此期间, 我国经历了房地产行业价格的快速上涨, 增加了金融体系的脆弱性。而资产价格快速上涨需要货币政策实施紧缩导向, 将货币政策带入了困境, 即货币政策在实体经济放缓、资产价格快速上升的情景下显得无力。在此背景下, 党的十九大报告高瞻远瞩, 要求建立“宏观审慎监管与货币政策”双支柱协同机制, 着力避免加强金融监管保证金融稳

收稿日期: 2019-12-06

基金项目: 教育部人文社会科学研究青年基金项目“货币政策与宏观审慎监管协同机制及有效性检验”(19YJC790088)。

作者简介: 宋玉颖(1986-), 女, 黑龙江齐齐哈尔人, 高级经济师, 博士, 研究方向: 金融风险管理与金融监管;

刘志洋(1985-), 男, 吉林松原人, 副教授, 博士, 研究方向: 金融风险管理与金融监管。

定会导致实体经济金融资源获取的降低继而加重实体经济衰退的情形发生。因此,从理论上深入分析和探索宏观审慎监管与货币政策的协同机制对二者的具体实践操作,建立“双支柱”调控框架,对我国当前宏观经济调控具有现实意义。

一、二者互动关系的研究趋势——经典经济模型对金融摩擦的引入

1997年亚洲金融危机爆发后,全球学术界意识到应该在经济模型中赋予“金融”重要的角色。金融信贷具有顺周期性,这种顺周期性会导致金融周期与实体经济出现相互加强的作用机制,这也是实施宏观审慎监管的理论原因。学术界对信贷顺周期性问题,在1999年前后、Basel II征求意见稿出台时就已经进行了许多研究,并形成了共识,即增加资产对风险的敏感性会导致信贷的顺周期性问题。学术研究表明,信贷顺周期性的产生原因既有需求因素,也有供给因素。

(一) 借款人视角

根据经典MM定理,企业的资产负债结构与企业价值无关,风险管理对企业不产生价值,投资者可以在金融市场中根据自身的风险偏好来配置资金和管理风险。因此经典经济学模型在金融体系困境时期,无法描述金融体系与实体经济的相互反馈机制。早期对MM定理发起挑战的是Bermanke、Gertler and Gilchrist^[1],在他们的模型框架中,借款人存在外部融资溢价,以反映内部融资与外部融资的风险差别。该溢价与借款人的净财富有关,而净财富的价值具有顺周期性,因此外部融资溢价具有逆周期特征。外部融资溢价随金融周期的变化是导致信贷总需求和投资变化的主要原因,且外部融资溢价将金融体系的冲击传导至实体经济中。另外一篇从微观视角关注借款人资产负债结构对整体信贷影响的文献是Kiyotaki and Moore^[2],在其模型中,贷款人不能强制要求借款人偿还贷款,因此借款人的地产和房产等抵押品将扮演重要的角色。借款人可获得的贷款取决于抵押品的市场价格,进而其投资和消费决策也取决于资产价格;反过来,借款人的投资消费决策又会影响资产价格。信贷和资产价格具有动态关系,金融资产价格通过信贷可获得性影响实体经济信贷,继而成为金融冲击的传导载体。

在上述两个模型中,借款人不会违约。Carlstrom and Fuerst^[3]将代理成本(Agency costs)内生地引入经济周期中,因此借款人违约也是最终均衡的一个解。Iacoviello^[4]在金融加速器模型中引入抵押品约束条件,引入了名义刚性,并且引入Fisher的债务通缩螺旋,模型表明,如果货币政策依资产价格调整,则不会有助于增加产出和通货膨胀的稳定性。在实证方面,De Graeve^[5]估计了第二次世界大战后的外部融资溢价,结果为平均是130个基点;Gilchrist等^[6]将外部融资溢价纳入DSGE模型中,并使用美国1973年至2008年的数据进行了校准,结果表明外部融资溢价的增加会导致投资大幅度收缩;Liu、Wang和Zha^[7]使用美国数据校准了DSGE模型,结果表明Kiyotaki and Moore提出的放大机制非常重要,商业投资与房价呈现显著正相关,住房需求的冲击会给经济体投资带来36%~46%的波动,给产出带来22%~38%的波动。

(二) 金融机构视角

金融机构资产负债表也会成为金融冲击向实体经济传导的载体。Christiano等^[8]将银行部门引入包含债券紧缩渠道的DSGE模型中并发现,金融是否存在加速器的作用取决于冲击的特征,金融摩擦是造成美国和欧盟经济波动的主要原因之一。De Walque等^[9]对银行间市场进行建模,并假设金融机构具有异质性,进而商业银行可以违约。由于在模型中嵌入了商业银行违约风险,因此违约风险溢价扮演了金融加速器的角色。中央银行向银行间市场注入流动性(货币政策)增加了金融体系的稳定性,然而对产出波动的影响却是模糊不清的。Meh and Moran^[10]建立了动态一般均衡模型。在模型中,商业银行的资产负债表会影响冲击的传染,主要影响传染的指标是商业银行资本充足率。技术和货币政策的冲击会导致资本充足率出现顺周期问题,进而放大经济周期;而当冲击来自于银行体系时,资本充足率的降低也恰恰是产出下降的时刻。资本充足率高的银行体系所在的经济体在面对冲击时,信贷波动幅度较小,产出下降幅度较小。这说明商业银行资本充足率能够起到吸收实体经济冲击的作用,继而会影响货币政策的实施。

金融部门活动在经济体中起到了风险分担和资

金配置的作用。Gerali 等^[11]在 DSGE 模型中嵌入银行部门,并使用欧盟的数据进行校准。银行在存款市场和贷款市场中均具有一定的市场力量,且受到资本监管的约束。在模型中,商业银行的利率设定行为所导致的金融中介的价差会改变货币政策对实体经济借贷利率的影响。银行部门的出现会导致利率出现粘性,继而影响实体产出;但银行部门的存在会降低技术冲击导致的实体经济变量的波动。2008 年金融危机导致的 GDP 的收缩均是由信贷成本上升或者是私人企业信贷额度的下降导致。Angelini 等^[12]在 DSGE 模型中嵌入银行部门,研究宏观审慎监管与货币政策的协同问题。他们发现,当经济周期是由供给冲击引起时,宏观审慎监管对宏观经济稳定的影响略高于单纯实施货币政策;宏观审慎监管与货币政策缺乏协同时经济结果不会达到最优;宏观审慎监管能够有效管理金融冲击,且中央银行能够帮助宏观审慎监管当局保证宏观经济稳定。Alpanda 等^[13]将金融关联度引入 DSGE 模型中,其模型特征为:第一,家庭部门、企业和银行的资产负债表相互影响;第二,投资者根据宏观经济活动和融资环境调整风险偏好,并存在风险承担渠道;第三,存在长期债券市场;第四,宏观审慎监管目标明确。研究表明,目标明确的宏观审慎监管有效性最高、成本最低。Laseen 等^[14]在 DSGE 模型中引入时变的系统性金融风险,研究货币政策是否应该依资产价格变化,其结论为,金融部门所包含的杠杆率信息无法被货币政策捕捉,因此宏观审慎监管与货币政策协同能够更好地增加社会福利。

二、协同障碍一——低利率水平

宏观审慎监管与货币政策追求不同的目标:金融稳定与价格稳定。根据丁伯根法则,两个目标需要两类政策工具来实现。货币政策被认为天然具有保证价格稳定的职能,而 2008 年金融危机爆发后,宏观审慎监管被认为能够有效地保证金融体系稳定。正如 Mundell^[15]所指出,政策工具应投放在其最具影响力的目标上。然而,宏观审慎监管也通过作用于商业银行信贷供给行为和资产负债表来实现对金融体系的调控,渠道与货币政策几乎相同。因此,二者在实施过程中不可避免地产生协同问题。

宏观审慎监管和货币政策产生协同问题的根源

在于金融体系的供需力量对比方向与实体经济供需力量对比方向不一致。比如,在金融体系中,资产价格快速上升并呈现出一定的泡沫问题,但实体经济增长缓慢甚至价格具有向下调整的压力。这说明金融体和实体经济供需力量的影响方向并不一致。如果此时宏观审慎监管紧缩信贷和流动性,则实体经济活动将继续收缩,衰退会继续加深。因此在这种情况下,虽然宏观审慎监管能够实现金融稳定,但其对实体经济产生负面影响,因为实体经济需要宽松的货币政策。然而,一旦货币政策宽松,金融失衡就会加剧,金融机构风险承担增加(即货币政策的风险承担渠道),杠杆率也上升,金融风险加大。这种现象已经被学术研究所证实。比如,基于金融市场数据测度的银行风险的投资者会认为低利率环境下银行业风险较低。同时,学术研究也表明,信贷标准和利率水平相关性很高,低利率环境会导致低的信贷标准,即使是面对高风险客户。法国中央银行的研究表明,如果监管不透明,则低利率环境下的资产价格上涨极易导致金融机构过度承担风险。因此,虽然 Mundell 指出,不同的政策目标需要使用不同的政策工具,但是绝对不能认为货币政策与宏观审慎监管相互独立。为了保证宏观经济调控效果,二者在实施时必须考虑其给对方所带来的影响。

三、协同障碍二——如何提前判断金融失衡

对货币政策依资产价格调控的可行性的争论由来已久。对于货币政策是否应该依资产价格调控,热衷于“善意忽略(Benign neglect)”观点的学者认为,金融市场是理性和有效的,投资者的交易行为会使得资产价格不至于偏离其基本价值太远。货币政策依资产价格走势进行调控反而损害了金融市场的有效性。Bernanke 在美国网络股泡沫时指出,货币政策只能在影响预期通货膨胀率时才可以依资产价格调整,因为资产价格对通货膨胀的影响太不规律以至于货币政策没有办法依资产价格调控。时任美联储主席的格林斯潘在 2002 年指出,资产价格泡沫只能事后才能确认,因为泡沫已经破灭,因此货币政策也只能在资产价格下跌阶段才能依资产价格调控,从而避免通缩的后果。此观点被称之为“Greenspan put”,即格林斯潘看跌期权,因为市场

投机者预期到,当资产价格下跌时,美联储会以低利率的形式支持资产价格。2008年金融危机对有效市场理论提出了巨大的挑战,而有效市场理论恰恰是“善意忽略”观点的理论基础。

还有一些学者认为货币政策应该在事前(Ex Ante)依资产价格调控。提出这个观点较早的是Cecchetti等^[16]。他们指出,事前依资产价格调控会降低资产价格偏离其基础价值的幅度,进而有助于宏观经济稳定。Goodhart和Hofmann^[17]认为货币政策不仅仅通过CPI的渠道保证货币购买力,还要通过资产价格的渠道保证货币购买力。而Borio and Lowe^[18]认为在某些情况下,货币政策依金融失衡程度调整是可行的和适合的。Bean^[19]指出具有远期灵活通胀目标导向的中央银行在制定当前利率水平时,要考虑金融失衡和泡沫的长期影响。

对金融失衡的调控的前提是监测到金融失衡程度,而确定金融失衡程度本身挑战就非常大。由于信息不对称,每一个市场参与者对金融失衡程度的认识不尽相同。如果相较于私人投资者,中央银行存在金融市场的信息优势,则中央银行有可能更好地了解资产价格的基础价值,进而货币政策可能会依资产价格调控。但是这只是理论上的假设,在实际操作中,基于市场交易数据的实时风险监测系统已经被市场参与者广泛使用,因此相较于市场参与者,中央银行在资产价格方面的信息优势并不会非常突出。

此外,中央银行对金融失衡的干预往往并不是因为其其对金融失衡程度的权衡,更深层次的原因是当市场参与者面对这种金融失衡时,往往会利用这种金融失衡来增加风险承担,继而获取利润。在增加风险承担过程中,市场参与者往往会产生负外部性,这给金融体系稳定带来负面影响。中央银行的调控往往是利润中性的,从整体社会福利来实施,而这种理念恰恰是宏观审慎监管的核心理念。事实也表明,如果在2002年至2005年美国提高基准利率应对金融失衡,则其后果就是仍旧快速上涨的资产价格以及低通胀与低增长的实体经济。从这个意义上讲,宏观审慎监管应对金融失衡更加具有优势。“善意忽略(Benign neglect)”更像是“反证法”,从理想的经济环境出发,反面证明货币政策调控金

融失衡局限性非常大,效果不甚理想。

四、协同的核心关注点——对实体经济收入分配的影响

实施货币政策与宏观审慎监管调控的终极目标是促进经济增长。在经济增长过程中,不可避免地要考虑效率与公平问题。实施正确的货币政策、保证金融体系稳定无疑能够促进经济增长,但宏观审慎监管与货币政策的协同实施能否保证经济增长成果被老百姓共享,不至于出现收入差距拉大即收入分配公平的问题,也是宏观调控需要考虑的。

(一) 货币政策对收入分配的影响

家庭部门收入财富结构异质性使得无法从理论上证明货币政策如何影响个体收入分配。传统的货币政策工具(比如,利率调整)以及非传统货币政策工具(比如央行大规模资产买卖、长期再融资操作等)都会通过不同的渠道影响每个个体的收入状况。一般来讲,货币政策影响个体收入的渠道主要有三个:第一,个体收入结构,即资本性收入和劳动收入在个体收入中所占的比重;第二,劳动收入的异质性,扩张性货币政策对低劳动收入群体的影响较大;第三,资本性收入的异质性,不同类型的资本持有受货币政策的影响并不一致。

对于利率调整来讲,Furceri等^[20]分析了32个发达和新兴市场国家1990年至2013年货币政策对收入平等的影响,发现非预期的扩张性货币政策能够降低收入分配不平等的问题,100个基点的变动会降低基尼系数一个标准差。货币政策对收入分配不平等的影响具有非对称性,即扩张性货币政策对收入的影响更大,且对劳动性收入影响非常大。Coibion等^[21]和Mumtaz and Theophilopoulou^[22]分别使用美国和英国的数据,得出了同样的结论。对于非传统货币政策来讲,Casiraghi等^[23]研究欧洲中央银行非传统货币政策对意大利收入公平的影响,结果表明政府债券买卖、流动性注入以及公开市场操作声明对意大利实体经济的影响与利率调整的结果基本一致。劳动性收入异质性在扩张性货币政策传导中增加了低收入群体的收入,但是低收入群体劳动性收入的增加并没有完全与资本性收入增加一致,且当劳动性收入和资本性收入比率发生变化时,扩张性货币政策的作用就不会很显著。Guerello^[24]使

用欧盟地区 1999 年至 2015 年的数据,运用向量自回归模型,发现非传统货币政策对资产价格的影响具有长期性,短期内会增加收入分配的不公平问题,但长期则有助于缓解收入分配问题。

(二) 宏观审慎监管与收入分配

2008 年金融危机爆发后,中央银行在处置危机和维护金融体系稳定方面扮演了重要角色。危机后,全球中央银行不约而同地担负起维持金融体系稳定的作用,发达国家中央银行在实施宏观审慎监管方面表现得非常活跃。

金融体系稳定与收入分配问题密切相关,因此中央银行在实施宏观审慎监管的过程中,不应忽略此问题。忽略金融监管对收入分配问题的影响会导致宏观审慎监管失效。Punzi and Rabitsch^[25]认为逆周期宏观审慎监管调控与家庭部门的财富密切相关。最优的逆周期宏观审慎监管最应该针对面临房价冲击时“去杠杆”最强烈的家庭。这种实施方式发挥了宏观审慎监管差异化的调控功能,对社会福利的提高幅度更大。Frost and Van Stralen^[26]研究 2000 年至 2013 年 69 个国家宏观审慎监管与收入平等之间的关系,发现逆周期资本缓冲、贷款集中度限制、限制信贷增长会导致收入不平等的加剧;而差异化实施宏观审慎监管则会降低收入不平等。Frost and Van Stralen 强调,实证结果虽如此,但不能认为宏观审慎监管会导致收入不平等。

贷款价值比(Loan to Value Ratio, LTV)是广泛使用的宏观审慎监管工具,但此工具会限制家庭部门的房屋贷款获得。而房屋是家庭部门最主要的财产,因此 LTV 的紧缩与宽松会影响家庭资产价值和财富,继而影响财富在一个国家内的分配。Carpantier 等^[27]指出,理论上,由于经济结构不同、资产价格不同、信贷成本不同以及财产代际继承问题,LTV 会增加或降低财富分配的不平等性。他们使用欧盟 12 个国家家庭部门的资产负债表数据,实证分析表明 LTV 监管加强,收入不平等加剧;而房价上升,收入不平等缓解。

(三) 宏观审慎监管与货币政策协同影响收入分配的机制

在经济发展过程中降低收入分配差距是我国经济发展的重要理念。从理论上讲,宏观审慎监管与

货币政策的协同能够有效地降低收入分配不平等问题。可以从几个传导机制来设计协同框架。

第一,消费者的消费倾向。消费者的边际消费倾向具有异质性。对每一个消费者来说,扩张性货币政策所产生的每一单位收入的增加,消费量的增加是不同的。消费边际倾向越高,扩张性货币政策所带来的额外需求就越高。如果这种边际消费倾向与消费者财富总量密切相关,则宏观审慎监管对消费者总财富的影响就会对消费者边际消费倾向产生影响,影响实体经济的增长,进而通过增加经济体总消费量的方式增加每个个体的收入水平。

第二,金融市场。货币政策的调控会影响消费者金融财富的价值。货币政策变化对消费者的影响与其所处的投资和融资环境密切相关。比如,低基准利率会降低贷款人的收入,但却有利于借款人。如果所有人都面临同样的借款利率和贷款利率,则利率变化导致的福利增长与降低会在总量上相互抵消。在现实生活中,由于每一个消费者所面临的金融环境和金融约束不同,因此对金融实施不同的、差异化的监管所产生的福利的增加与减少在总量上则不会相互抵消,就会出现对不同消费者所在的金融市场进行监管会产生不同的社会福利效果。货币政策对经济体的影响具有统一性,而宏观审慎监管则可以实现差异化的调控。因此,在大的货币政策环境下,宏观审慎监管当局应在不同的金融市场实施差异化调控,以增加社会福利。

第三,增加金融服务的可获得性。基准利率的变化会影响对金融市场服务的总需求。消费者根据货币政策调整消费与投资,势必与金融服务的可得性密切相关。在许多国家,大量的低收入群体无法进入金融市场,无法通过金融市场来调整家庭的资产负债组合,没有实现最优的资金配置。这说明,低收入群体无法有效地应对货币政策对资产价格的影响,只是被动地接受现实。这一方面会影响货币政策对实体经济的传导机制,另一方面,也无助于社会整体金融资源的最优配置,风险在全社会范围内没有得到有效的分担。财富往往是获取金融服务的主要前提,因此宏观审慎监管在保证风险可控的大前提下,发挥差异化调控优势,对低收入群体采取宽松导向,进而增加金融服务的普惠性,促进金

融资源的优化配置。

五、宏观审慎监管与货币政策协同制度框架的建立

发端于美国次贷危机的全球金融危机使得全球主要资本主义国家对监管机构的设置进行了改革。鉴于中央银行在经济体中的核心地位,在各国落实宏观审慎监管的机构设置问题上,中央银行均被摆在了核心位置。因此宏观审慎监管职能和货币政策职能的有效协作和信息共享是至关重要的。对于此问题,美国、英国以及欧盟均进行了机构改革。

(一) 西方国家的实践经验

2010年7月被美国参议院通过的 Dodd-Frank 法案设置了金融稳定监管委员会(Financial Stability Oversight Council, FSOC)。FSOC 与美联储相互独立,受美国财政部领导。但是美联储会参与 FSOC 的相关监管工作,且会支持 FSOC 的相关防范风险、保证金融体系稳定的工作。FSOC 的主要职能为:识别、监测和管理由大型复杂的金融机构导致的系统性金融风险;向监管当局提供建议、监测国内和国际监管的实施状况、促进信息在监管当局之间的共享、指定非银行金融机构为系统重要性金融机构以及向美联储提供审慎监管规则的政策建议。美联储认为参与 FSOC 有助于货币政策的有效实施。需要指出的是,美联储具有设立审慎规则的权力,因此美联储自动获得了实施宏观审慎监管的权力。

根据 De Larosiere 报告,欧盟委员会在 2010 年 12 月 16 日设立了欧洲系统性风险委员会(European Systemic Risk Board, ESRB),履行宏观审慎监管的职能。ESRB 与欧洲中央银行(European Central Bank, ECB)以及欧盟各国在货币政策等中央银行职能方面相互独立。但是 ECB 在 ESRB 的职能履行框架中占据重要位置。ESRB 的董事会由欧盟各国中央银行行长担任,ESRB 的主席由 ECB 行长担任,因此 ECB 既履行货币政策职能,又支持了 ESRB 的工作。ECB 通过向 ESRB 提供分析、统计、管理等技术工具来支持其工作。

英国财政部在 2010 年 7 月同意英格兰银行内部成立金融政策委员会(Financial Policy Committee, FPC),维护金融体系稳定,其与货币政策委员会(Monetary Policy Committee, MPC)的职能相互独

立,包括 11 个委员会成员席位。委员会由英格兰银行行长任主席,包含财政部代表席位、掌管货币政策的英格兰银行副行长席位、审慎监管副行长职位等。从这种安排可以看出,英国的架构保证实施货币政策时可以得到宏观审慎监管的信息,货币政策与宏观审慎监管的协同集中体现在英格兰银行行长的职务上,且 FPC 和 MPC 要在制定政策时考虑对方的决策行为。

(二) 对于中国的政策建议

与西方国家类似,中国宏观审慎监管职责的履行和中国人民银行具有密切联系。2017 年 7 月 14 日至 15 日,全国金融工作会议宣布设立国务院金融稳定发展委员会,强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责,强化金融监管部门监管职责,确保金融安全与稳定发展。委员会由国务院副总理、中央财经领导小组办公室副主任刘鹤任主任,中央财经领导小组办公室副主任、中国人民银行行长易刚任副主任兼办公室主任。委员会成员包括银保监会、证监会、国务院、中央财经委员会办公室、央行货币政策委员会等主要部门代表。从中国的机构设置可以看出,中国非常注重宏观审慎监管与货币政策的职能协同,且中央银行在实施和统筹金融监管和货币政策职能中居于主体地位。这种机构设置有助于信息和金融数据在金融监管和货币政策职能之间的共享,促进信息流的传导,保证职能履行的有效性。从中国的机构设置来看,与西方国家类似,中央银行起到了至关重要的作用。委员会第二次会议指出“在流动性总量保持合理充裕的条件下,面对实体经济融资难、融资贵的问题,必须更加重视打通货币政策传导机制,提高服务实体经济的能力和水平”。这充分说明我国建立“双支柱”调控框架的最终目标。

虽然中国在宏观审慎监管与货币政策的协同机制方面进行了有效的探索,但还需要在几个方面得到加强。

第一,在实践中将二者的协同机制放在国民经济增长的大背景之下。不论是金融监管还是货币政策实施,最终目的是实现国民经济快速增长,增加人民收入水平。理论研究表明,在收入增加和财富分配方面,宏观审慎监管与货币政策均不是中性的。

这就要求在设计宏观经济政策时，一定要以宏观经济增长或者人民收入增长为主要目标函数。但是在理论研究中，学者往往依托于简单的 DSGE 模型。在 DSGE 模型中存在大量的简化的假设条件，这些假设条件使得依托 DSGE 模型进行研究存在许多问题：忽略了各个国家之间的协同问题；忽略了金融周期对经济周期的影响；仅关注信贷配给问题，没有关注流动性囤积问题。这些被简化的条件均会影响国民经济。因此“双支柱”协同机制的建立应更加接近于实际的经济运行，以人民增收为最终目标。

第二，中央银行应加强信息搜集能力，提高政策的准确性。在实践中，中央银行实施货币政策已无太大争论，但从全球大多数国家的实践经验来看，各国中央银行即使不是直接实施宏观审慎监管，也在宏观审慎监管实施中扮演了非常重要的角色。因此，对宏观审慎监管与货币政策协同问题的挑战，主要也是对中央银行的挑战。假设在研究宏观审慎监管与货币政策协同的工具选择的是 DSGE 模型，但使用 DSGE 模型必然会涉及到参数校准的问题。其主要涉及以下几个方面：第一，目标函数中，各个目标的权重设定问题；第二，模型中参数是否具有时变性；第三，面临“卢卡斯批评（Lucas Critique）”，即政策选择依赖于模型参数，反过来，模型参数会根据政策的变化而变化。因此中央银行要保证有足够高的参数估计能力。此外，对相关参数的估计问题并不仅仅是一个计量问题，而且是中央银行能否掌握足够的信息来正确实施政策的问题。虽然公共部门能够比私人部门掌握更多有关宏观经济的信息，但其对经济体的理解也具有很大的局限性。因此，中央银行在履行职责时要保证足够专业，目标明确。

第三，处理好金融监管与政府和社会的关系。当经济增长乏力而金融体系繁荣时，宏观审慎监管如何保证不受政府干预，且保证政策实施的连续性和一致性，对宏观审慎监管当局是一个很大的考验，尤其当宏观审慎监管实施在各国几乎都受到中央银行影响时。另外，二者在目标的设定和具体的实施过程中，对各自“领地”范围的坚守，在实践中也是需要关注的问题。且宏观审慎监管要提前向公众公开其政策目标，使得公众更好地理解二者在“两

难”情况下的协同问题。

参考文献：

- [1] BERNANKE B ,GERTLER M ,GILCHRIST S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework [J]. Handbook of Macroeconomics ,1999(1) : 1341-1393.
- [2] KIYOTAKI N ,MOORE J. Credit cycles [J]. Journal of Political Economy ,1997(105) : 211 - 248.
- [3] CARLSTROM C T ,FUERST T S. Agency costs , net worth , and business fluctuations: a computable general equilibrium analysis [J]. The American Economic Review ,1997(87) : 893-910.
- [4] IACOVIELLO M. House prices , borrowing constraints , and monetary policy in the business Cycle [J]. The American Economic Review 2005(95) : 739 - 764.
- [5] GRAEVE FD. The external finance premium and the macroeconomy: U. S. post-WW II evidence [J]. Journal of Economic Dynamics and Control ,2008 , 32 (11) : 3415 -3440.
- [6] GILCHRIST S ,ORTIZ A ,ZAKRAJSEK E. Credit risk and the macroeconomy: evidence from an estimated DSGE model [R]. Washington DC: Federal Reserve Board 2009.
- [7] LIU Z ,WANG P ,ZHA T. Do credit constraints amplify macroeconomic fluctuations? [R]. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco 2009.
- [8] CHRISTIANO L ,MOTTO R ,ROSTAGNO M. Shocks , structures or monetary policies? The EURO area and US after 2001 [R]. Frankfurt : ECB Working Paper 2007.
- [9] WALQUE G D ,PIERRARD O ,ROUABAH A. Financial (in) stability , supervision and liquidity injections: a dynamic general equilibrium approach [R]. Brussels: National Bank of Belgium 2008.
- [10] CÉSAIRE A ,MORAN K. The role of bank capital in the propagation of shocks [J]. Journal of Economic Dynamics & Control 2010 ,34(3) : 555-576.
- [11] GERALI A ,NERI S ,SESSA L ,et al. Credit and banking in a DSGE model of the Euro Area [R]. Rome: Bank of Italy 2009.
- [12] ANGELINI P ,NERI S ,PANETTA F. Monetary and macro-prudential policies [R]. Frankfurt: European Central Bank ,2012.
- [13] ALPANDA S ,CATEAU G ,MEH C. A policy model to analyze macro-prudential regulations and monetary policy [R]. Basel: Bank for International Settlements ,2014.
- [14] LASÈN S ,PESCATORI A ,TURUNEN J. Systemic risk: a

- new trade-off for monetary policy? [J]. *Journal of Financial Stability* 2017(32): 70-85.
- [15] MUNDELL R. The appropriate use of monetary and fiscal policy for internal and external stability [R]. Washington DC: International Monetary Fund, 1962.
- [16] CECCHETTI S, GENBERG H, LIPSKY J, et al. Asset prices and central bank policy [R]. Geneva: International Centre for Monetary and Banking Studies, 2000.
- [17] GOODHART C, HOFMANN B. Asset prices and the conduct of monetary policy [C]. London: Proceedings of the Royal Economic Society Annual Conference, 2002.
- [18] BORIO C, LOWE P. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus [R]. Basel: Bank for International Settlements, 2002.
- [19] BEANC. Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough? [R]. Basel: Bank for International Settlements, 2003.
- [20] FURCERI D, LOUNGANI P, ZDZIENICKA A. The effects of monetary policy shocks on inequality [R]. Washington DC: International Monetary Fund, 2016.
- [21] COIBION O, GORODNICHENKO Y, KUENG L, et al. Innocent bystanders? monetary policy and inequality [J]. *Journal of Monetary Economics* 2012(88): 70-89.
- [22] MUMTAZ H, THEOPHILOPOULOU A. The impact of monetary policy on inequality in the UK: an empirical analysis [J]. *European Economic Review*, 2017(98): 410-423.
- [23] CASIRAGHI M, GAIOTTI E, RODANO L, et al. A "Reverse robin hood"? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2018(85): 215-235.
- [24] GUERELLO C. Conventional and unconventional monetary policy vs. household income distribution: an empirical analysis for the Euro Area [J]. *Journal of International Money & Finance* 2018(85): 187-214.
- [25] PUNZI M T R, RABITSCH K. Effectiveness of macro-prudential policies under borrower heterogeneity [R]. Vienna: Vienna University of Economics and Business, 2017.
- [26] FROST J, VAN S R. Macro-prudential policy and income inequality [R]. Amsterdam: De Nederlandsche Bank, 2018.
- [27] CARPANTIER J F, OLIVERA J, VAN K P. Macro-prudential policy and household wealth inequality [J]. *Journal of International Money & Finance*, 2017(85): 262-277.

Coordination between Macro-prudential Regulation and Monetary Policies

SONG Yuying¹, LIU Zhiyan²

(1. Agriculture Bank of China, Changchun College, Changchun 130012, China;

2. School of Economics and Business, Northeast Normal University, Changchun 130117, China)

Abstract: Low economic growth rate and flourishing financial system under conditions of low interest rate poses dilemmas for macro-economic policies. After Asian financial crisis, academics realize that economic models should introduce financial frictions to contain financial instability and provide roles for macro prudential regulation. In the main DSGE models, scholars prove that when macro prudential is in charge of financial stability and monetary policy maintains price stability, the outcome is the most optimal. In practice, Greenspan's "benign neglect" shows that monetary policy should not lean against asset prices in the opposite side. However, in a lot of countries, central banks play a vital role in the implementation of macro prudential regulation, so the coordination tests central banks' ability to trade off different policy roles. Meanwhile, this paper argues that the coordination should pay attention to income inequality, which is the ultimate goal of macro-economic growth.

Key words: macro-prudential regulation; monetary policy; coordination

(责任编辑: 杨成平)