

中国“双支柱”调控框架 与宏观审慎国际前沿

傅昌奎¹ 潘伟康²

(1. 杭州师范大学 经济与管理学院, 浙江 杭州 311121; 2. 浙江省政府研究室, 浙江 杭州 310025)

摘要: 2008年金融危机冲击了传统货币经济学信条,促使全球货币政策和金融监管当局审视金融周期因素在经济失衡中的作用。中国中央银行在面临异常复杂的国际金融环境和国内经济结构性矛盾条件下,积极探索“货币政策+宏观审慎”的“双支柱”金融调控政策框架。文章深入分析中国“双支柱”调控理论和实践经验,从金融周期视角全面总结梳理了宏观审慎政策国际前沿理论的新进展、新动向以及操作中的新模式、新策略,对于把握本轮金融危机后的全球经济金融形势,促进中国宏观调控政策体系优化,推进新常态下供给侧结构性改革具有重要的理论和现实意义。

关键词: 经济失衡; 双支柱调控; 宏观审慎政策; 金融周期; 货币政策

中图分类号: F820.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-0246 (2019) 05-0093-09

2008年金融危机作为重要节点,警醒各国重新审视宏观经济理论和政策监管实践。改革开放40年的实践表明,西方经济金融理论曾为中国从计划经济向市场经济转轨、迈入中等收入国家行列提供了有益的借鉴。然而,作为第二大经济体,中国的经济体量与质量早已今非昔比,中国特色社会主义市场经济理论和实践正在引起世界关注,因此,既有必要认清国际金融形势,亦有必要提升中国模式的理论高度。^①同时,中国与西方发达国家在应对金融风险方面应形成相互借鉴、和衷共济的双向模式。

当前,全球金融反思的核心在于如何建立有效监管制度来防范系统性金融风险。传统货币政策框架重点关注货币供应量,紧盯物价和产出稳定目标,却忽略了资产价格和金融市场波动积聚的风险对经济的潜在冲击。对于金融因素和经济周期的关系,尽管Bernanke和Gertler提出的“金融加速器”已经预示了信贷供给对经济周期的放大效应,^②但直到2008年金融危机爆发前,金融因素仍未得到足够的重视,如新古典学派的Woodford与新凯恩斯学派的Galí和Gertler在建模时依然聚焦于实体经济,^③未纳入除货币或利率变量之外的金融因素。实际上,从20世纪80年代开始,金融冲击已经成为经济周

基金项目: 国家社会科学基金项目(17FJY002); 浙江省高校重大人文社会科学项目攻关计划项目(2016GH018)。

作者简介: 傅昌奎,杭州师范大学经济与管理学院教授,研究方向: 金融风险、金融监管; 潘伟康(通讯作者),浙江省政府研究室,博士,研究方向: 区域经济、金融监管。

① 徐忠 《中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿》,《金融研究》2017年第1期。

② Ben Bernanke, Mark L. Gertler, “Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations,” *American Economic Review*, Vol. 79, 1986.

③ Michael Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, New Jersey: Princeton University Press, 2003; Jordi Galí, Mark J. Gertler, “International Dimensions of Monetary Policy,” *NBER Working Papers*, 2009.

期波动的重要来源。^① 金融市场机制的不完善,可能导致货币政策的传导路径不通畅,使金融资源在系统内空转,出现通胀水平和资产价格的严重背离即通胀低位运行,货币政策目标已实现,但由于金融周期上行阶段资产价值、风险偏好与对待风险、金融约束的态度之间存在自我增强作用,^② 缺乏监管的高杠杆推动资产价格泡沫放大,成为金融脆弱性的总根源,^③ 为整个经济系统埋下巨大隐患。在防风险事前机制中,传统监管框架中的微观审慎关注金融市场机构的个体稳健,无法覆盖整体考量的系统性风险防范,由于金融因素具有顺周期性,且存在跨市场传染机制和外部性,^④ 一旦发生局部较小的风险冲击,会引发连锁反应并导致资产价格的急剧逆转,甚至可能导致明斯基时刻下金融系统的崩塌,^⑤ 而金融波动的增加显著削弱了实体经济的增长,提高了金融危机发生的概率。^⑥ 综合来看,金融周期与经济周期之间存在交织叠加关系,金融周期对经济运行波动的影响必须纳入货币政策制定的考量,仅仅货币政策调控和微观审慎监管无法适应当前金融稳定发展的要求,多重目标的实现亟需系统性考量全局政策工具的介入与配合。

次贷危机后,IMF、BIS和G20等国际组织普遍重视Cooke Committee(巴塞尔委员会前身)1979年提出的“宏观审慎”(Macro-prudential),各国也在积极推进以宏观审慎政策为主线的金融监管体系改革。^⑦ 自2011年建立差别准备金动态调整和合意贷款管理机制以来,中国中央银行探索建立“货币政策+宏观审慎”的双支柱调控政策框架,实施宏观审慎与数量型、价格型货币政策结合的调控模式,^⑧ 运用审慎政策工具有效防范和化解系统性金融风险,其初步成效得到了IMF的认可。党的十九大报告指出,“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,深化利率和汇率市场化改革”,将双支柱调控框架上升为金融调控监管的国家意志。总体上看,在应对金融风险方面,中国方案与全球央行反思的思路一致,但又体现了中国特色社会主义市场经济在新常态下的鲜明特征,中国卓有成效的金融调控框架改革将不断为全球金融稳定发展贡献智慧和力量。

一、货币政策、金融因素与宏观经济模型

宏观经济理论总是在危机中不断地接受检验,并日臻完善。20世纪30年代的“大萧条”引发了凯恩斯革命,^⑨ 其有效需求理论成功地解释了经济的周期性波动,为政府主导需求管理熨平经济波动奠定了理论基础。20世纪70年代出现的“滞胀”引发经济学界反思,理性预期学派的Lucas批判凯恩斯主义缺乏考虑微观主体对政策变动的反应,^⑩ 而以Friedman为代表的货币学派主张货币政策单一

^① Michal Brzoza-Brzezina, Marcin Kolasa, Krzysztof Makarski, “The Anatomy of Standard DSGE Models with Financial Frictions,” *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 37, No. 1, 2013, pp. 32-51; 王国静、田国强 《金融冲击和中国经济波动》,《经济研究》2015年第9期; Caldara D., et al., “The Macroeconomic Impact of Financial and Uncertainty Shocks,” *European Economic Review*, Vol. 88, 2016, pp. 185-207.

^② Claudio E. V. Borio, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 45, No. 1, 2014, pp. 182-198.

^③ 周小川 《守住不发生系统性金融风险的底线》,《人民日报》2017年11月22日。

^④ Viral V. Acharya, “A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation,” *Journal of Financial Stability*, Vol. 5, No. 3, 2009, pp. 224-255.

^⑤ Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Connecticut: Yale University Press, 1986.

^⑥ 陈雨露、马勇、阮卓阳 《金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定》,《金融研究》2016年第2期。

^⑦ 国际公认的宏观审慎政策(MPP)概念包括宏观审慎管理的政策目标、评估、工具、传导机制与治理架构等一系列组合,与微观审慎政策并列。

^⑧ 徐忠 《中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿》,《金融研究》2017年第1期。

^⑨ John Maynard Keynes, *General Theory of Employment Interest and Money*, New York: Macmillan, 1936.

^⑩ Robert E. Lucas Jr., “Econometric Policy Evaluations: A Critique,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, 1976, pp. 19-46.

规则以治理通胀^①与二者一脉相承的真实经济周期理论^②成为新古典宏观理论主流。2008年肇始于美国次贷危机的国际金融危机,再次引发各国政策当局和学界的思考:在全球金融深化的时代,过分简化金融市场设定^③单纯地围绕经济周期制定宏观调控政策已无法维护经济稳定,金融失调的负面冲击远超预期^④需要建立“金融+实体经济”内生性框架以重构宏观经济模型。^⑤

1. 新凯恩斯主义经济学(NK)兴起

尽管新古典宏观经济学在“滞胀”时期取得了理论上的重大突破,但在其后30多年的货币数量控制政策实践中效果不佳,尤其是美联储在全球金融危机前后,遵循货币主义下自然实验的失利,证明货币政策分析依然无法完全割裂凯恩斯主义。早在20世纪70年代末,Fischer、Taylor等人借鉴新古典主义的理性预期和供给冲击假说,尝试在凯恩斯主义的传统理论框架下建立工资、价格粘性的微观基础以及货币政策规则^⑥这一学说被命名为新凯恩斯主义经济学^⑦并被认为是凯恩斯主义的新生,此后,新凯恩斯主义学者开发了大量具有微观基础的价格粘性模型^⑧新凯恩斯主义学者和发达国家货币当局意识到应将金融部门的不完全性纳入宏观调控政策考量,而货币政策分析应当求助于具备微观基础、理性预期和一般均衡特征的结构方法。^⑨新凯恩斯主义的理论更接近于经济现实,既保留了价格粘性等凯恩斯主义的核心思想,又吸收了新古典经济理论的微观基础,充分揭示了预期管理对于实现最优货币政策的重要性,逐步晋升为各国货币经济的主流研究方法。

2. 金融因素纳入DSGE分析框架

在货币政策与实体经济研究中,传统宏观经济模型几乎不会考虑金融机构、金融市场等因素。直到20世纪80年代,金融因素在宏观经济运行中的内在机制才得到重视,如金融加速器机制^⑩、抵押品约束机制^⑪以及引入金融部门的生产函数^⑫。2008年全球金融危机表明,金融摩擦是引发经济运行不稳定的重要因素之一。^⑬Gertler和Kiyotaki将银行中介部门引入DSGE模型,研究表明银行具有内生信贷约束机制,信贷摩擦会放大外生冲击对实体经济的影响,^⑭这是对BGG模型^⑮缺乏银行系

① Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, 1968, pp. 1-17.

② Finn E. Kydland, Edward C. Prescott, "Time to Build and Aggregate Fluctuations," *Econometrica*, Vol. 50, No. 6, 1959, pp. 1345-1370.

③ Michael Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, New Jersey: Princeton University Press, 2003.

④ Frederic S. Mishkin, "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, No. 1, 2011, pp. 49-70.

⑤ 陈雨露《重建宏观经济学的“金融支柱”》,《国际金融研究》2015年第6期。

⑥ Stanley Fischer, "Long-term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule," *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 1, 1977, pp. 191-205; John B. Taylor, "Discretion Versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, No. 1, 1993, pp. 195-214.

⑦ Gregory N. Mankiw, David Romer, *New Keynesian Economics: Imperfect Competition and Sticky Prices*, Massachusetts: MIT Press, 1991.

⑧ Mankiw N. Gregory, "The Macroeconomist as Scientist and Engineer," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 4, 2006, pp. 29-46.

⑨ Cavid N. Dejong, *Structural Macroeconomics*, New Jersey: Princeton University Press, 2007.

⑩ Ben Bernanke, Mark Gertler, Simon Gilchrist, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *Review of Economics & Statistics*, Vol. 78, No. 1, 1996, pp. 1-15.

⑪ Nobuhiro Kiyotaki, John Moore, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2, 1997, pp. 211-248.

⑫ Marvin Goodfriend, Bennett T. Mccalluma, "Banking and Interest Rates in Monetary Policy Analysis: A Quantitative Exploration," *NBER Working Papers*, 2007.

⑬ Frederic S. Mishkin, "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers," *Proceedings Economic Policy Symposium*, 1997, pp. 55-96.

⑭ Mark Gertler, Nobuhiro Kiyotaki, "Chapter 11-Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis," *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3, No. 3, 2010, pp. 547-599.

⑮ Ben Bernanke, Mark Gertler, Simon Gilchrist, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *Review of Economics & Statistics*, Vol. 78, No. 1, 1996, pp. 1-15.

统融资约束的补充和改进。Gertler 和 Karadi 在 Gertler 和 Kiyotaki 研究的基础上引入银行同业拆放市场,用中介结构和存款人代理模型模拟了存在中介杠杆率内在约束的条件下,银行借贷行为的变化。^①也有学者将房地产市场引入 DSGE 的研究, Iacoviello 考察了借贷约束、房价与货币政策之间的互动关系,^②认为盯住房价变化的货币政策是防止房价泡沫的最优选择,而货币政策是美国房价波动的重要因素。^③此外,也有不少学者运用 DSGE 模型研究金融冲击对宏观经济的影响。Hafstead 在建模中引入了银行部门,研究发现金融冲击在供给和需求两方面均造成了宏观经济的波动,由银行挤兑引发的金融危机造成了巨大的损失。^④

3. 宏观审慎与货币政策

童中文等的研究表明宏观审慎货币政策添加了逆周期资本要求和金融脆弱性反应,高风险状态下其“逆周期缓冲”机制会减弱意外性货币政策的负面影响,获取更高的福利收益,同时兼顾通货膨胀和产出的目标要求。^⑤鉴于金融冲击下传统货币政策调控的失效, Angelini、Farmer、Angelini 等认为,应当采用宏观审慎政策作为补充。^⑥ Schwartz 认为,货币政策专注于稳定物价的同时,也可以熨平金融资产价格波动,预防系统性风险。^⑦但也有学者指出,兼顾经济和金融稳定的货币政策更易于暴露缺陷,损坏中央银行信誉,^⑧逆周期操作的货币政策与顺周期积累的金融风险之间存在冲突,使价格与金融双重稳定目标无法同时实现。^⑨从主流文献看,“逆风向”的货币政策与宏观审慎配合逐渐得到学者的广泛认同,^⑩如通过逆周期的资本充足率监管,央行可使用利率微调实现物价稳定,而宏观审慎监管与货币政策的配合可以减缓金融加速器,完善动态拨备制度可缓解信贷过度紧缩,增强宏观审慎政策有效性。^⑪ Angelini 等指出,宏观审慎监管只有在与货币政策配合的条件下,才能获得政策绩效。^⑫

① Mark L. Gertler, Peter Karadi, “A Model of Unconventional Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No. 1, 2011, pp. 17-34; Mark Gertler, Nobuhiro Kiyotaki, “Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis,” *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3, 2010, pp. 547-599.

② Matteo Iacoviello, “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle,” *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3, 2005, pp. 739-764.

③ Matteo Iacoviello, Stefano Neri, “Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model,” *American Economic Journal Macroeconomics*, Vol. 2, No. 2, 2010, pp. 125-164.

④ Smith M. Hafstead, “Financial Shocks, Bank Intermediation, and Monetary Policy in a DSGE Model,” Unpublished Manuscript, 2012; Matteo Iacoviello, “Financial Business Cycles,” *Review of Economic Dynamics*, Vol. 18, No. 1, 2015, pp. 140-163.

⑤ 童中文、范从来、朱辰、张炜 《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》2017年第3期。

⑥ Paolo Angelini, Andrea Enria, Stefano Neri, Fabio Panetta, “Pro-cyclicality of Capital Regulation: Is it a Problem? How to Fix it?” *Bank of Italy Occasional Papers*, 2010; Roger E. A. Farmer, “The Stock Market Crash Really Did Cause the Great Recession,” *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, Vol. 77, No. 5, 2015, pp. 617-633; Ignazio Angeloni, Ester Faia, “Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, No. 3, 2013, pp. 311-324.

⑦ Anna J. Schwartz, “Assessing IMF’s Crisis Prevention and Management Record,” in William C. Hunter, George Kaufman, Thomas H. Krueger eds., *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers, 1999.

⑧ Kenichi Ueda, Fabian Valencia, “Central Bank Independence and Macro-prudential Regulation,” *Economics Letters*, Vol. 125, No. 2, 2012, pp. 327-330.

⑨ Claudio E. V. Borio, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 45, No. 1, 2014, pp. 182-198.

⑩ Jean-Claude Trichet, “Credible Alertness Revisited,” *Economic Policy Symposium—Jackson Hole*, 2009, pp. 437-460.

⑪ 高洁超、范从来、杨冬莞 《企业动产融资与宏观审慎调控的配合效应》,《金融研究》2017年第6期。

⑫ Paolo Angelini, Andrea Enria, Stefano Neri, Fabio Panetta, “Pro-cyclicality of Capital Regulation: Is it a Problem? How to Fix it?” *Bank of Italy Occasional Papers*, 2010.

二、中国“双支柱”调控框架与实践模式

1. 宏观审慎政策措施与调控工具

2009年以来,得益于超长金融周期下宽松的货币环境和互联网技术应用的渗透,^①国内金融领域的创新取得重大进展,金融机构产品体系日益复杂,对于优化资金资源配置存在一定的积极作用。然而,也有部分金融业务游走在监管缝隙中,出现盲目扩张甚至“野蛮式”增长,金融的顺周期特征体现得淋漓尽致:传统金融机构通道、引流、表外、资管等业务体量不断扩大,互联网金融对地产投资的资金输送迅速助推了杠杆,一旦经济下行,不良资产就会进入风险集中爆发期,因此,必须纳入宏观审慎监管范畴以防风险积聚。2010年的十七届五中全会提出了构建“逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”^②,同年的中央经济工作会议正式采用“宏观审慎政策框架”的表述,但事实上,宏观审慎理念在中国2003—2009年的政策实践中早已得到体现(如表1)。中央银行于2009年正式启动宏观审慎政策框架系统研究,在此轮全球金融监管改革中走在前列,2016年建立起较完整的宏观审慎评估体系,2017年设立国务院金融稳定发展委员会,这表明中国宏观审慎监管的顶层设计与体制机制初步成型。

表1 中国宏观审慎政策措施的演进

阶段	年份	措施	目标
探索阶段	2003	通过调节按揭比例和利率防范房地产信贷风险	防范房地产信贷风险
	2004	实行差别存款准备金制度	制约资本充足率较低且资产质量较差的金融机构信贷扩张
	2009	央行启动宏观审慎政策框架系统研究	理论探索
发展阶段	2010	提出构建“逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”(十七届五中全会)	政策导向
	2011	建立差别准备金动态调整和合意贷款管理机制;引入社会融资总量概念,将非存款类金融机构存款和住房公积金存款纳入M2统计口径	促进货币信贷平稳增长,提升金融机构稳健性
	2013 2014	调整差别准备金动态调整机制参数,完善差别准备金动态调整规则	引导“支小支农”信贷平稳增长,增强金融机构抗风险能力
	2015	将外汇流动性和跨境资金流动纳入宏观审慎管理	防范跨境金融风险传染
完善阶段	2016	在差别准备金动态调整和合意贷款管理机制基础上构建宏观审慎评估体系(MPA) ^③	完善宏观审慎政策框架发挥逆周期调节作用,适应资产多元化趋势
		使用贷款价值比(LTV)、债务收入比(DTI)等逆周期调节工具调控房地产信贷	抑制房地产市场投机性杠杆的增长
	2017	设立国务院金融稳定发展委员会	加强金融监管协调,优化宏观审慎治理
		央行将表外理财纳入广义信贷增速考核	防范表外理财快速增长和刚性兑付引发的风险
2018	拟将同业存单纳入同业负债占比指标考核	引导金融机构做好同业融资流动性管理	
		将影子银行和互联网金融纳入宏观审慎管理	

资料来源:根据中国人民银行网站信息及各季度《中国货币政策执行报告》整理。

^① 作者根据BIS数据,运用非金融私人部门信贷/GDP增长率指标和HP滤波法测算了中国金融周期,结果显示,中国大致经历了两个半周期的货币宽松:1996—2002年、2002—2008年、2009年至今。限于篇幅,本文不汇报测算过程和结果,读者如需可向作者索取。

^② 周小川《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》2011年第1期。

^③ 张卓元《新时代经济改革若干新举措》,《经济研究》2017年第11期。

宏观审慎政策框架包含了机构安排、系统性风险监测和宏观审慎工具等多方面内容 (IMF、FSB), 宏观审慎工具的运用和校准是实现政策目标的关键。目前, 中国已经针对银行业金融机构、跨境企业和房地产市场等重点领域应用了宏观审慎调控工具 (表 2), 除了危机管理小组 (CMG) 是针对 FSB 公布的全球系统重要性保险机构 (G-SIIs) 名单作出的回应外, 其他各项都针对国内供给侧结构性改革背景下金融去杠杆的要求。中国的宏观调控跟随发达国家寻求某种工作手册的时代可能终结。^①

表 2 中国宏观审慎调控工具

工具	机构	内容
危机管理小组 (CMG)	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中国平安集团	建立了危机管理小组 (CMG) 制定并按年度更新恢复和处置计划 (RRP), 完成可处置性评估 (RAP)
宏观审慎评估体系 (MPA)	银行业金融机构	从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境业务风险、信贷政策执行情况 7 个方面引导银行业金融机构加强自我约束和自律管理 ^②
外汇流动和跨境资金流动宏观审慎政策框架	企业与金融机构	建立并完善全口径跨境融资宏观审慎管理政策框架; 针对银行远期售汇, 按照远期售汇签约额的 20% 收缴外汇风险准备金 ^③
贷款价值比 (LTV)、债务收入比 (DTI) 等房地产信贷逆周期调节工具	房地产市场	包含因城施策、差别化住房信贷政策等内容的住房金融宏观审慎管理体系
动态拨备制度	银行业金融机构	将银行贷款损失计提与经济周期、银行经营状况结合, 经济上行且财务状况好时多提拨备
资本充足率调节	银行业金融机构	按照巴塞尔协议 III 标准执行资本充足率要求

资料来源: 根据央行、银监会网站及各年度《中国金融稳定发展报告》整理。

2. 双支柱调控框架协调机制

从经济体均衡实现的过程看, 单一宏观审慎政策或货币政策可能会阻碍其他政策目标的实现, 形成“米德冲突”。货币政策针对总量问题, 关注物价、产出与就业的平衡, 而宏观审慎针对金融体系, 侧重于系统性风险的防范。宏观审慎监管是货币政策的延伸, 二者政策目标并不完全一致, 但也并非完全独立: 货币政策通过信贷、资产价格等传导渠道对宏观审慎政策的金融稳定目标产生影响,^④ 宏观审慎在风险防范层面为货币政策多重目标的实现分忧解难, 降低金融系统杠杆的顺周期行为,^⑤ 也可能因控制信贷供给伤害实体经济,^⑥ 因此, 必须考虑宏观审慎与货币政策的协调问题。

相对于国外学者更多关注宏观审慎和货币政策协调的必要性,^⑦ 国内学者在研究二者协调配合模

① 陆磊 《供给侧改革背景下的宏观审慎管理》, 《上海证券报》2016年3月28日。

② 张晓慧 《宏观审慎政策在中国的探索》, 《中国金融》2017年第11期。

③ 张卓元 《新时代经济改革若干新举措》, 《经济研究》2017年第11期。

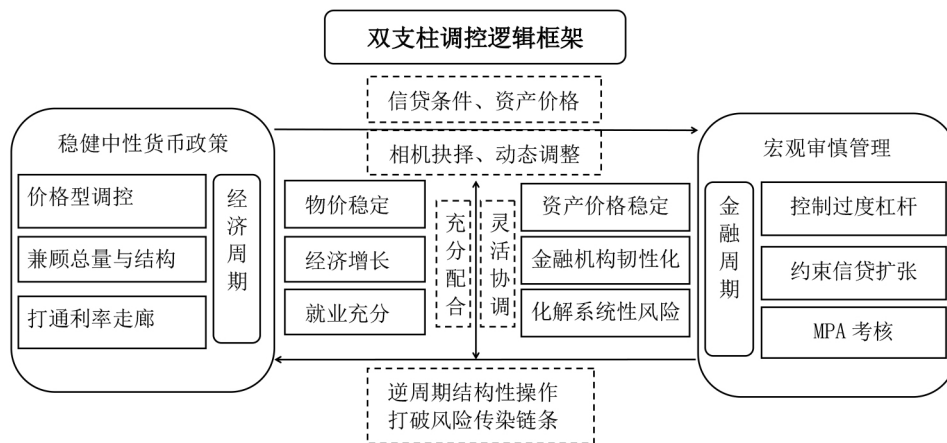
④ 王爱俭、王璟怡 《宏观审慎政策效应及其与货币政策关系研究》, 《经济研究》2014年第4期。

⑤ Kenneth N. Kuttner, Ilhyock Shim, “Can Non-interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies,” *Journal of Financial Stability*, Vol. 26, 2016, pp. 31-44.

⑥ Stijn Claessens, “An Overview of Macroprudential Policy Tools,” *IMF Working Papers*, 2014.

⑦ Olivier J. Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro Paolo, “Rethinking Macroeconomic Policy,” *Journal of Money Credit & Banking*, Vol. 42, 2010, pp. 199-215; Paolo Gelain, “Macroprudential Policies in a DSGE Model with Financial Frictions,” *Dynare Conference Working Papers*, 2011.

拟及效果、^① 应对冲击时政策组合稳定性和效果、^② 互补或替代关系、^③ 政策规则协调机制^④ 等方面做了基础性的工作，为宏观审慎和货币政策的配合协调实践提供了丰富的理论启示。实践方面，张晓慧认为，执行货币政策时，中央银行必须同时考虑宏观审慎政策的影响，权衡把握政策方向和力度，实现“双支柱”充分协调、灵活配合。^⑤ 中国的“双支柱”调控框架见下图。



中国“宏观审慎+货币政策”双支柱调控监管模式图

三、宏观审慎政策国际前沿

金融全球化时代，各国宏观政策相互交织、关联，相互竞争、制约，宏观审慎政策协调需要统一的指引框架作为行动准则，国际社会于2010年首尔峰会达成共识，要求IMF、FSB、BIS承担总结全球宏观审慎政策核心要素这一建设性工作。2016年8月IMF、FSB、BIS联合发布《有效宏观审慎政策要素：国际经验与教训》^⑥，针对宏观审慎政策的内涵、目标、组织安排和政策工具进行了系统研究，为各国建立健全宏观审慎政策体系提供参考。从全球维度看，近年来各国际组织和主要经济体针对系统性风险监测、宏观审慎政策工具，组织安排开展了广泛的研究和实践（见表3）。

有效的宏观审慎监管不仅需要丰富的政策措施与工具，更需要密切配合、协调的治理机制，《报告》归纳了三种宏观审慎政策框架治理机制模式：一是由央行董事会或行长承担宏观审慎决策的职责，保证决策的时效性；二是由央行内设监管委员会承担宏观审慎职责，缓解货币政策和宏观审慎政策目标间可能的冲突；三是由独立于央行的跨部门委员会承担宏观审慎职责，通过信息共享、政策协调等方式实施宏观审慎政策。从各国实践看（见表4），三种模式皆有利弊，并不存在普适性的完美监管模式，政策因各国政治、经济、社会条件而异。

^① 马勇、陈雨露 《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》2013年第8期；马勇 《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》2013年第11期。

^② 梁璐璐、赵胜民、田昕明、罗金峰 《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》2014年第3期；闫先东、张鹏辉 《货币政策与宏观审慎政策的协调配合》，《金融论坛》2017年第4期。

^③ 方意、赵胜民、谢晓闻 《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》2012年第11期。

^④ 程方楠、孟卫东 《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》2017年第1期。

^⑤ 张晓慧 《宏观审慎政策在中国的探索》，《中国金融》2017年第11期。

^⑥ “Elements of Effective Macroprudential Policies—lessons from International Experience,” <http://www.fsb.org/2016/08/elements-of-effective-macroprudential-policies/2016>.

表3 国际组织和主要经济体宏观审慎管理进展

组织/经济体	年份	措施
巴塞尔银行 监督委员会 (BCBS)	2015	修订信用风险标准法和内部评级法,以降低风险加权资产计量差异性;修订完成市场风险框架;简化操作风险资本计量框架;完成杠杆率的最终校准
	2016	修订市场风险资本要求框架、杠杆率框架;制定发布银行账户利率风险监管框架;着手开展信用风险计量、操作风险计量、G-SIBs 额外杠杆率要求、资本下限、信息披露等监管改革
金融稳定 理事会 (FSB)	2016	更新 G-SIBs 名单;与国际保险监督官协会 (IAIS) 更新全球系统重要性保险机构 (G-SI-Is) 名单 (2013 年起);推动《金融机构有效处置机制核心要素》在 G-SIBs 母国的实施;制定并完善银行业《有效处置机制核心要素评估方法》
G20	2010	批准了巴塞尔协议 III 的基本框架 (包含加强宏观审慎管理、增强逆风向调节)
	2015	确立全球系统重要性银行总损失吸收能力 (TLAC) 的共同国际标准
	2016	总结宏观审慎政策的基本要素;鼓励 G20 各成员国消除实施《金融市场基础设施原则》存在的差距;支持金融稳定理事会 (FSB) 及各国际组织为增强抗风险能力、恢复计划和可处置性等工作作出的努力
美国	2010	颁布《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》,全面推动金融监管改革,加强系统性金融风险的宏观审慎管理 ^① 建立宏观审慎政策框架;设立金融稳定监督委员会 (FSOC);强化美联储对系统重要性金融机构的监管职能;建立有序的金融机构破产清算机制;在美联储内部设立消费者金融保护局 (CFPB)
	2016	发布巴塞尔协议 III CCyB 政策实施框架
英国	2010	赋予英格兰银行审慎监管系统重要性金融基础设施的权限;在央行内部设立金融政策委员会 (FPC),负责宏观审慎管理
	2012	将金融服务管理局 (FSA) 拆分为两个监管机构: 审慎监管局 (PRA) 和行为监管局 (FCA)
	2013	构建英格兰银行下的金融政策委员会 (FPC) 与审慎监管局 (PRA) “双峰” 金融监管
	2014	英格兰银行发布《补充资本要求政策》,进一步明确逆周期资本监管要求
	2015	成立支付系统监管局 (PSR)
	2017	财政部发布《监管创新计划》
欧盟	2009	成立欧盟系统性风险委员会 (ESRB),负责协调欧盟各国有效实施宏观审慎政策
	2012	欧盟委员会推动建立银行业单一监管机制 (SSM)
	2013	实施“资本要求指令和资本要求监管条例” (CRD IV / CRR),统一宏观审慎管理框架
	2014	开始实施“资本要求指令和资本要求监管条例” (CRD IV / CRR),搭建统一的银行业宏观审慎管理框架,赋予宏观审慎管理部门一系列政策工具
	2015	《银行复苏和清算指令》 (BRRD) 生效
韩国	2010	开发系统性风险评价模型 (SAMP)
	2011	征收银行税,实施期货外汇头寸额度政策,监督资本流动性
	2012	实施 LTV 和 DTI 比例限制政策,改善家庭债务结构

① 李胜男、安然 《后危机时代金融监管改革的国际经验》,《IMI 研究动态》2017 年下半年合辑。

表4 各国家和地区宏观审慎监督跨部门委员会

国家/组织	跨部门委员会	年份	协调部门
G20 集团	金融稳定理事会 (FSB)	2009	成员国央行、财政部、金融监管机构、国际标准制定机构
美国	金融稳定监督委员会 (FSOC)	2010	财政部、美联储、货币监理署、消费者金融保护局等
欧盟	欧洲系统性风险委员会 (ESRB)	2011	欧洲央行、成员国央行、欧盟银行业监管局、欧盟保险业和职业年金监管局、欧盟证券业监管局等
德国	金融稳定委员会 (FSC)	2013	财政部、央行、联邦金融监管局
英国	金融政策委员会 (FPC)	2010	央行、审慎监管局、行为监管局、财政部
法国	金融稳定委员会 (FSB)	2013	财政部、央行、金融审慎管理局、金融市场管理局、会计准则委员会
韩国	金融监督委员会 (FSC)	1998	财政部、央行、金融监督院
中国	金融稳定发展委员会 (FSDC)	2017	央行、银监会、证监会、保监会
印度	金融稳定与发展委员会 (FSDC)	2010	储备银行、保险监管发展局、证券交易委员会、养老金监督和发展局等

资料来源: 笔者根据各年度《中国金融稳定报告》整理。

结 语

当前,全球金融反思的核心在于如何运用宏观审慎措施防范顺周期性金融风险。基于国际金融危机教训与中国国情而建立的“双支柱”调控框架,是宏观审慎监管理论在中国的实践探索与升华,“精准化滴灌”式的价格型稳健货币政策精确把握宏观审慎政策力度和方向,对于熨平金融周期的波动、实现有效金融调控、化解系统性金融风险、促进实体经济平稳发展有重要意义。高端制造、新型城镇化、消费升级等将是助推中国经济增长的引擎,供给侧结构性改革的推进需要健康的“金融血液”,“双支柱调控”为金融与实体而生,将成为未来中国保持政策定力,实施金融宏观调控的主攻方向。

同时,我们应看到,中国的经济金融政策源于国际前沿的理论发现,却在实践中超越并提升了原有理论的内涵,“双支柱”调控的理论先导和政策协调实践对于国际社会应对日益复杂多变的金融环境具有范例式的参考价值。在全方位开放格局下,内外部宏观政策存在相互溢出作用,作为拥有庞大内需市场和外汇储备的第二大经济体,中国将致力于建立健全宏观审慎政策框架,为金融风险国际传导构筑隔离带,为全球经济运行预留缓冲区,稳健中性货币政策与宏观审慎密切配合的“双支柱”调控“中国模式”也将走向世界舞台中央。

责任编辑: 孙中博

ABSTRACTS

On Woman and Political System from Historical Materialism

Zhang Wenxi (65)

In his dialectical and political view on woman, Hegel defines woman as the inner enemy of ethical society. Thus, she is a negated outsider of the universal community. This is of course a very traditional assertion in the history of human thoughts. However, the problem is the realization of Hegel's proposal is reinterpreted in the current Western politics. Now it is believed that it is Engels who corrected Hegel's exposition of woman through Marx and his historical materialism. Engels' analysis of family, private property and the origin of states links the moral-political antagonism of the collective gender subjects with the determined position of people in production system. Meanwhile, he puts forward important ideas concerning women, their dependence and independence, and the relationship between emotion and the community, based on which he points out that with the development of economic living conditions and social system, both sex and love are indeed in motion. But marriage, he argued, like other systems in society, is a social movement that set to split into a class ever since the civilized era and also a thumbnail of oppositions and contradictions that cannot be solved nor overcome. With the advent of the post-political and post-democratic era in the course of world history, people will get rid of umbilical cord of the naturally formed community and move towards the community of friendship.

On China's "Dual-pillar" Regulatory Framework and the International Frontier Theory of Macro-prudential Supervision

Fu Changluan Pan Weikang (93)

The financial crisis in 2008 had a great impact on the conventional belief of monetary economy, which, as a result, prompts the global monetary policy and financial regulators to examine the role of financial cycle factors in economic imbalances. Accordingly, the central bank of China has actively explored the "dual-pillar" financial regulatory framework in terms of "monetary policy + macro-prudential policy" in facing the unusually complex international financial environment and structural contradictions in the domestic economy. Following this vein this paper makes an in-depth analysis on the theory and practice of China's "dual-pillar", and comprehensively summarizes the new progress and trends of the international frontier of macro-prudential policy as well as the new mode and strategy in operation from the perspective of financial cycle. This paper bears significance in promoting China's macroeconomic regulation, policy system optimization and supply-side structural reform in "new normal" after the financial crisis.