

## 货币政策与宏观审慎政策的协调

马 骏 何晓贝

(清华大学国家金融研究院 北京 100085)

**摘 要:**本文在梳理学术文献和国际经验基础上,讨论了货币政策与宏观审慎政策之间的潜在冲突和协调机制。国际文献的初步结论是,为了同时实现价格稳定和金融稳定目标,大部分情况下需要货币政策与宏观审慎政策反向操作(由于政策的替代性),但有时也需要两者同向操作(由于政策的互补性),最优政策组合取决于宏观冲击的类别和风险的来源。本文认为,选择最优组合是一个复杂的理论和实证问题,除了冲击类别和风险来源外,不同的金融体制和经济周期阶段也会影响选择结果。因此,货币政策当局与宏观审慎当局之间需要建立有效的协调机制,并加强对货币政策和宏观审慎政策“溢出效应”的分析能力。基于上述理论,针对我国“双支柱”决策的现状和问题提出如下改革建议:一是从法律上明确中央银行的金融稳定职责。二是建立在同一框架内分析货币政策与宏观审慎政策的方法和工具。三是将金融监管部门的主要宏观审慎政策决策权集中至中央银行。四是建立货币政策与宏观审慎政策的协调流程与机制。

**关键词:**货币政策;宏观审慎政策;协调

**JEL 分类号:**E44, E52, E61 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2019)12-0058-12

### 一、引 言

传统上,许多国家的货币政策以价格稳定和就业稳定为主要目标,基本不考虑金融稳定,而2008年国际金融危机动摇了这一传统货币政策的理论基础。危机的教训是,价格稳定并不意味着经济和金融体系的持续稳定;在价格稳定的情况下,仍可能出现严

收稿日期:2019-09-09

作者简介:马 骏 经济学博士,研究员,清华大学国家金融研究院, E-mail: maj@pbcfsf.tsinghua.edu.cn.

何晓贝 经济学博士,清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心, E-mail: hexb@pbcfsf.tsinghua.edu.cn.

\* 感谢清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心沈奕和郑昕提供的研究支持及匿名评审专家的宝贵意见。文责自负。

重的资产泡沫甚至金融危机。导致危机的一个重要原因是金融机构的顺周期行为,例如经济上行时,由于监管体系的顺周期性<sup>1</sup>,信贷和投资过度扩张,杠杆率提高,容易产生资产泡沫;经济下行时,信贷和投资会过度收缩,强化经济下行压力和资产缩水。近十年来,在20国集团(G20)和金融稳定理事会(FSB)等国际平台达成的共识推动下,大部分国家开始建立宏观审慎管理框架,采用逆周期的监管理念和方法,如引入逆周期资本缓冲、提高拨备计提的前瞻性、动态拨备,引入杠杆率最低标准、强化贷款价值比(LTV)的监管以及开展宏观压力测试等。根据IMF(2016)的综述,截至2016年,全球约100个国家采用了某种形式的宏观审慎管理框架或某些宏观审慎管理工具。然而,关于货币政策和宏观审慎政策的协调问题,无论是在目标层面还是工具操作层面,政策研究和学术界仍有较大分歧。比如,就货币政策与宏观审慎政策的分工问题,文献中至少有两种观点。

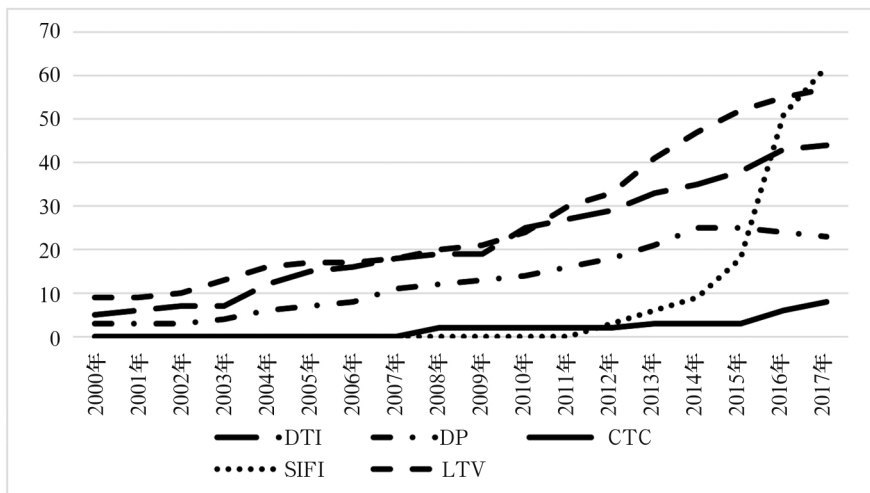


图1 历年使用宏观审慎工具的国家累计个数

注: DTI = 债务收入比, DP = 动态拨备, CTC = 逆周期资本缓冲, SIFI = 系统重要性金融机构, LTV = 贷款价值比。

数据来源: Cerutti et al. (2017) 数据库。

第一种观点接近于传统上的 Jackson Hole 共识,即货币政策应该负责价格(和就业)稳定,宏观审慎政策应该负责金融稳定。该观点认为,货币政策不需要将资产价格纳入目标,只有在金融稳定影响了价格稳定时货币政策才应该进行干预。虽然2008年国际金融危机后全球许多中央银行开始更加关注金融稳定,但持有上述观点的学者认为,货币政策无法有效应对金融风险,必须引入宏观审慎政策,如资本充足率要求可使银行将其贷款的风险内部化(Collard et al. 2017)。采用宏观审慎政策专门应对金融风险,货币政策就可专注于维护价格稳定。根据这种观点,货币当局将价格稳定作为目标,宏观审慎当局将金

<sup>1</sup> 包括资本监管的顺周期性、贷款损失拨备的顺周期性以及公允价值会计准则的顺周期效应等。

融稳定作为目标,货币政策和宏观审慎政策对对方机构的目标影响有限,有各自的政策工具且独立运行。

第二种观点认为,金融稳定也应该是货币政策的目標之一。国际清算银行提出金融周期概念,认为金融周期比经济周期长得多,宏观审慎政策很难熨平金融周期,需要货币政策与宏观审慎政策共同配合以熨平金融周期的波动(Borio, 2014)。货币政策应该将金融稳定作为目标,但应作为次要目标,货币政策应采用“逆风调节政策”,在金融风险累积起来时提前收紧货币政策以控制金融风险,原因在于货币政策的最大优势是能广泛弥补金融系统中存在的大部分漏洞(Stein, 2013)。

对货币政策与金融稳定目标之间关系的认知,是影响货币政策和宏观审慎政策的机构设置和制度安排的重要因素。实践中,各国有关金融稳定的制度安排有很大差异,而不同的机构设置意味着货币政策和宏观审慎政策的协调机制也有较大差别。总体来看,政策实践者和学术界对货币政策和宏观审慎政策之间的关系和协调机制尚缺乏共识,部分原因可能在于各国情况(包括不同决策机构之间的协调性、货币政策与监管政策决策者考虑外部性的偏好和能力等)确实存在很大差异。

目前我国对宏观审慎政策的讨论很多,央行成立了“宏观审慎局”,提出了建立“双支柱”调控框架的目标,但我国货币政策与宏观审慎政策之间的具体分工与协调机制还需进一步完善。中央银行和金融监管部门多头参与宏观审慎管理,可能会出现“监管叠加、碰头”的问题,部分货币政策和审慎工具之间有交叉重叠,且有待对政策效果开展机制性评估。

在此背景下,本文在梳理文献的基础上,探讨以下问题:货币政策与宏观审慎政策之间是替代关系还是互补关系?如何设计政策框架和协调机制以有效实现价格稳定和金融稳定目标?各决策和监管部门之间应如何分工协助?

本文后续安排如下:第二部分从理论角度分析货币政策和宏观审慎政策的关系和作用机制,从实践角度探讨发达国家的政策协调机制。第三部分探讨我国“双支柱”调控框架面临的几个问题,提出政策建议和改革方向。第四部分总结全文。

## 二、货币政策和宏观审慎政策的关系和协调机制

### (一) 货币政策与宏观审慎政策的关系

货币政策和宏观审慎政策之间关系复杂,体现在货币政策与宏观审慎政策既有一定替代性,也有一定互补性。

首先,货币政策与宏观审慎政策之间存在一定的替代性。货币政策与宏观审慎政策的传导机制有相似性,都会通过影响金融机构(尤其银行)的资产负债表影响宏观经济和金融稳定。例如,放松货币政策(如降息)和放松宏观审慎政策(如放松银行资本充足率)都会刺激信贷供给,推动经济扩张。假设政策目标是扩张经济、提升通胀率,但由于某些原因不适合过度松动货币政策,可通过放松宏观审慎政策来提升通胀(或产出)目标;反

之,如果出于某些原因不适合放松宏观审慎政策,可用较宽松的货币政策来实现这一目标。

其次,货币政策与宏观审慎政策之间存在一定的互补性。例如,许多实证研究(Maddaloni et al. 2011, 2013, Dell'Ariccia et al. 2017, Altunbas et al. 2010)显示货币政策会通过风险承担渠道影响金融稳定(如长期的低利率会导致银行和企业过度加杠杆)。在经济已经过热、杠杆已经过度的情况下,要实现金融稳定的目标,必须“同时”实施稳健的宏观审慎政策和偏紧的货币政策。如果没有宏观审慎政策工具来降低尾部风险,货币政策本身也难以有效实现稳定经济的目标。

货币政策与宏观审慎政策的替代性决定了两者可能形成政策叠加,导致不必要的经济或金融波动,降低社会福利;也可能由于互补性,使一个政策因缺乏另一个政策的配合而无法实现目标。然而,哪些情况下以替代性为主,哪些以互补性为主,现有文献结论认为这在很大程度上取决于模型参数设置和宏观情景。Cecchetti and Kohler (2014)认为,如果两种政策都以经济稳定为目标(如通胀和产出缺口),那么货币政策和宏观审慎政策是完全替代关系。如果用风险利差作为金融稳定的代理变量,并将金融稳定在福利函数中的比重提高到一定阈值,货币政策和宏观审慎政策就成为互补的工具,如提高资本充足率的同时也需要配合加息。Aikman et al. (2018)用危机发生的概率作为金融稳定的代理变量来求解最优的政策组合,发现货币政策与宏观审慎政策的关系既取决于模型参数,也取决于冲击类型。在常规的模型参数设置以及典型的冲击情形下,货币政策与宏观审慎政策是替代关系,但在面临某些冲击时两者会呈现互补关系。例如,发生正向的成本推动冲击时,最优的政策组合是提高利率,放松逆周期资本缓冲,意味着这种情景下两种政策是替代关系,如果同向操作会造成政策叠加;面临信贷需求冲击时,最优政策组合是提高利率并收紧逆周期资本缓冲,即互补效应占主导,只有同向操作才能有效地实现价格稳定和金融稳定目标。根据Aikman et al. (2018)的模型,影响最优政策组合的参数有很多,包括价格黏性(影响菲利普斯曲线的斜率)、产出与利率的关系(影响总需求曲线的斜率)等,但其中一个关键因素是政策制定者的偏好,即金融稳定在福利函数中的相对权重。也就是说,影响两种政策之间关系的参数与一国的经济金融结构特征、经济所处周期阶段以及政策传导机制有关,因此须根据本国实际情况进行有针对性的研究,尤其是要用本国数据估计或校准模型参数,建立适用于本国的、不同宏观情景(冲击)下的分析模型。

表 1 Aikman et al. (2018) 不同类型冲击下的最优政策组合

冲击	货币政策	宏观审慎政策	关系
信贷质量上升	放松	收紧	替代
需求上升	收紧	放松	替代
成本上升	收紧	放松	替代
风险溢价上升	放松	放松	互补
信贷质量和需求同时上升	收紧	收紧	互补
信贷质量上升 需求下降	放松	收紧	替代
信贷质量上升 风险溢价下降	不变	收紧	中性
信贷质量和需求上升 风险溢价下降	收紧	收紧	互补

资料来源: Aikman et al. (2018)。

### (二) 多大程度上进行协调

由于不同的宏观情景(冲击)下,货币政策和宏观审慎政策的关系也会发生变化(两者的关系并非基于线性公式),建立有效的政策协调机制是提高政策组合效果的必要条件。然而,两种政策应该在多大程度上进行协调,文献里也有一些争议。

Van der Gote(2018)在一个 DSGE 模型中模拟两种政策制定机制:一是货币政策和宏观审慎政策采用同一个目标函数、共同制定最优政策(完全协调的模式);二是货币政策和宏观审慎政策分别采用各自的目标方程,但将对方政策影响纳入考量(部分协调的模式)。结果显示,采用共同的最优方程比分开制定政策的方式有利于提升福利水平。Cecchetti and Kohler (2014)则认为,在常规的福利函数设置下,完全协调模式并没有比部分协调模式带来很大的福利提升。只有当福利函数里金融稳定的权重足够大,完全协调模式才显著优于部分协调模式。Svensson (2018)则认为,考虑到两种政策目标的侧重,货币政策和宏观审慎政策在各自制定决策时都将对方的政策纳入考量,就能实现纳什均衡下的最优解,即货币政策和宏观审慎政策应由不同的政策部门分别独立制定,只要双方都及时有效地将对方部门的政策变动纳入本部门的统筹考虑中,两个部门就可以各自有效地实现自身政策目标。

### (三) 政策协调的具体实践

在实践中,货币政策与宏观审慎政策的协调能力取决于决策者对两者关系的理解程度、机构设置的路径、经济金融冲击的类别等一系列复杂因素。协调能力受两方面影响:一是协调机制,决定了两类政策的制定过程中能否将政策的“溢出”效应充分纳入考量;二是分析能力,决定了决策者是否真正理解货币政策对金融稳定的影响和宏观审慎政策对宏观经济的影响。要实现有效的协调,协调机制和分析能力缺一不可。

虽然学术界对金融稳定是否是“货币政策的目標”存在争议,但在实践中,金融稳

定通常是“中央银行的目标”。原因在于大部分央行都充当“最后贷款人”的角色,在发生金融危机时通常需要央行的政策干预,包括提供紧急流动性维护金融系统的稳定。但在实践中,央行未必是负责金融稳定的单一机构或主要机构。因此,负责制定货币政策的货币当局与负责制定金融稳定政策的宏观审慎当局之间的协调机制至关重要。通过研究英国和美国的两类协调机制,发现相比美国,英格兰银行的金融政策委员会(FPC)与货币政策委员会(MPC)之间的协调较透明,职责相对清晰,有利于形成接近最优的政策组合。

2013年英格兰银行设立货币政策委员会(MPC)和金融政策委员会(FPC),分别负责制定货币政策和宏观审慎政策,政策目标和机构运行保持相续独立。两个委员会的协调机制包括:第一,英格兰银行行长同时是两个委员会的主席。分管货币政策的副行长是金融政策委员会的成员,分管金融稳定的副行长是货币政策委员会的成员,且两位副行长都有两个委员会的投票权,保证政策制定在高层得到协调安排。第二,规定各委员会须评估自身政策对方政策目标的影响,将评估结果向对方委员会公开,每个委员会都有义务充分考虑对方政策对本部门目标的影响。例如,金融政策委员会在考虑调整资本充足率时需要分析该政策对信贷情况、经济增长和通胀的影响,并将分析结果提供给货币政策委员会。第三,各委员会的政策会议、研究讨论和文件起草须有另一个委员会的同事参与。两个委员会可同时获得双方政策讨论和研究材料,就共同感兴趣的学术问题进行研究。该机制设计可保证两部门之间的决策信息在领导层和工作层充分交流。此外,政策制定透明度不断提升,货币政策委员会采用前瞻指引政策,有助于金融政策委员会判断未来利率走势,分析房地产市场潜在风险。

美国的宏观审慎政策架构与英国明显不同。2008年国际金融危机后,美国也对金融稳定监管体系进行了改革,但保留了大部分原有的金融监管机构,新成立了金融稳定监管委员会(FSOC),由美国财政部、美联储和多个金融监管机构担任委员。FSOC并没有直接制定和实施宏观审慎政策的权力,仅能向美联储和其他金融监管机构(如联邦存款保险公司、证监会、美国货币监理署等)提供不具约束力的政策建议。FSOC主要承担认定系统重要性金融机构的工作,负责各监管机构之间的信息交流和协调,对各领域的风险进行识别并将风险分析结果向国会及各个监管部门汇报。与其他发达国家相比,美国的宏观审慎工具种类比较少(Fischer, 2015),且具体的宏观审慎工具分散在不同监管部门中。由于缺乏制定宏观审慎工具的实际权力,FSOC的协调职能实际效果有限(Fischer, 2015)。

早期,各国中央银行的宏观经济分析缺乏对金融稳定的分析,如宏观预测模型只研究货币政策工具(如政策利率调整)对就业、产出和通胀的影响,不研究货币政策工具对金融稳定的影响。传统的审慎监管机构所使用的微观压力测试也只研究在若干宏观冲击情况下(如GDP下降、房价下降)对单个银行的资本充足率、流动性指标和不良率的影响,不研究宏观审慎措施对宏观经济的影响。事实上,2008年以前央行或监管机构均尚未将货币政策和宏观审慎政策放在同一个分析框架下研究。但国际金融危机

后,多个发达国家的央行都在积极完善和扩展其宏观审慎政策分析框架,核心内容至少包括以下两个方面。

一是将货币政策对金融稳定的影响,以及宏观审慎政策对宏观经济的影响纳入各自的政策分析框架。2008年国际金融危机后,全球多个央行开始开发宏观金融模型,研究经济周期与金融稳定之间的反馈和加速机制,作为金融稳定当局进行宏观压力测试的工具。目前宏观压力测试已经成为许多发达国家的宏观审慎工具箱的常用工具,例如英格兰银行的宏观金融反馈机制模型(FLAME),加拿大央行的宏观金融风险评体系(MFRAF)和欧洲中央银行的宏观审慎压力测试模型(STAMP)。对宏观情景和冲击的分析通常作为模型中的第一个模块,其中货币政策和利率走势是构建银行和其他金融机构行为方程的重要因素;金融风险传染机制是模型的核心模块。

二是研究货币政策与宏观审慎政策组合的分析框架。如前文所述,货币政策与宏观审慎政策有时需要同向操作以实现两者的目标,有时需要反向操作以避免政策叠加,这在很大程度上取决于冲击的类型和来源。由于冲击都是不可观测的变量,要求政策当局具备有效的政策分析框架。一方面,需要货币当局和宏观审慎当局在一个统一的宏观经济分析框架下识别宏观冲击的类型和来源,设计最佳的货币政策和宏观审慎政策配合模式;另一方面,需要对政策效果进行定量评估,校准两类政策的调整力度,提出最佳政策组合的建议。

### 三、“双支柱”调控的中国实践和改革方向

#### (一) 现状

我国货币政策的主要目标是保持物价稳定、支持经济增长和就业稳定,货币政策对CPI、PPI和经济与就业指标比较敏感。人民银行从2016年开始引入宏观审慎评估(MPA),主要目的是宏观调控,即保证预期M2和贷款增速以及部分结构性指标(如支持小微、“三农”、绿色产业)得以落实,并鼓励审慎经营和风险控制(如将同业纳入考核等)。根据目前的实际操作,MPA希望同时影响贷款增长、风险控制、结构调整、定价方式改革等银行行为。MPA考核结果会影响银行的贷款扩张能力和意愿,也可能影响银行获得的存款准备金利率。同时,很多宏观审慎工具由监管部门负责制定实施,包括多层次的资本监管要求(最低资本要求、储备资本要求、逆周期资本要求等)、流动性风险监管指标(流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率)、杠杆率管理办法、资本质量要求等。

可见,央行与金融管理部门在宏观审慎管理和部分微观审慎监管职能上有重叠,货币政策与宏观审慎政策之间的协调机制还需进一步完善。为解决金融监管协调问题,2017年成立国务院金融稳定发展委员会,以强化各金融监管机构之间的协调;2018年机构改革方案明确将银监会和保监会的职责整合,并将银监会和保监会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入人民银行。银保监会和证监会专门负

责微观监管职能,包括金融机构的微观审慎监管以及消费者保护等行为监管。但截至目前,大部分宏观审慎工具仍在监管部门管辖范围内。

表2 货币政策与宏观审慎工具的使用:中国现状

	目标	工具	决策依据	待完善方向
货币政策	增长、就业、物价	利率、准备金率、公开市场操作等	多目标平衡	决策上可加强量化模型支持
央行MPA和其他	落实货币政策、金融稳定、结构调整	合意贷款规模、准备金利率、贷款价值比、系统重要性银行认定、沟通等	多目标平衡	需进一步量化评估效果
金融监管部门审慎政策	宏观和微观审慎管理	资本充足率、流动性比例等多种宏观和微观审慎工具	维护银行体系稳健运行	与央行负责的宏观审慎工具有重合

资料来源:作者整理。

## (二) 问题

从我国目前货币政策和宏观审慎政策的关系来看,存在以下几方面问题。

一是有关金融稳定。我国货币政策目标主要是经济增长、就业、物价和国际收支平衡,有时也考虑金融稳定、结构性调整和改革等。但金融稳定在货币政策决策中定位尚不明确。

二是MPA机制。MPA考核包括7大类16个项目指标,目标至少包括以下四类:其一是货币信贷政策执行目标,包括信贷增速、委托贷款、同业贷款等指标;其二是风险控制目标,包括资本充足率、杠杆率、不良贷款率、拨备覆盖率、跨境融资风险加权资产等指标;其三是结构调整目标,包括货币政策执行情况,含对小微、“三农”、绿色产业贷款的指标;其四是改革目标,如定价行为等(以引导银行强化市场化定价机制)。在这四类目标中,货币政策执行目标最重要,金融稳定目标其次。同时,MPA工具的使用还需量化评估。

三是MPA与监管部门审慎工具之间的协调。审慎监管政策出台前如果缺乏和央行的有效沟通,可能导致监管叠加等问题。

四是央行和金融监管部门都需进一步加强评估政策效果的定量模型和最优政策组合的分析框架。例如,监管当局缺乏定量评估审慎工具调整对宏观经济影响的方法,也尚未建立货币政策与宏观审慎政策的政策组合分析框架,这可能导致政策叠加,加剧经济波动和金融风险;也可能导致政策冲突,降低政策效果。

## (三) 改革建议

针对上述问题,借鉴国际理论和相关实践,提出如下初步改革思路。

第一,从法律上明确中央银行的金融稳定职责。目前的《中国人民银行法》中规定了中国人民银行的13项职责,其中未包括涉及金融稳定方面的具体内容。应从法律上明确



中央银行制定和执行宏观审慎政策、维护金融稳定的具体职责。明确金融稳定职责的法律依据有助于建立货币政策与宏观审慎政策之间协调机制,强化中央银行对货币政策和宏观审慎政策的协调能力。

第二,建立货币政策和宏观审慎政策“溢出效应”的分析能力,尤其是数量分析能力,这需要人力资源投入和国际合作方面长时间的积累。

(1) 短期目标。参考国际货币基金组织的金融部门评估规划(FSAP)方法,开发金融压力测试模型(包括对单个机构的压力测试模型和对整个银行体系的压力测试模型);建立针对特定领域(如地方隐性债务和房地产)金融风险的数据库与预警系统;建立系统性风险监测模型(马骏等,2019)及时识别风险。

(2) 长期目标。一是建立分析宏观审慎政策效果的宏观经济模型,用于模拟资本充足率、流动性比例等政策工具变化对经济增长、信贷、就业、物价等宏观变量以及金融稳定指标(如宏观杠杆率)等的影响。二是建立分析货币政策对金融稳定影响的模型,用于分析货币政策工具(如利率、存款准备金率)的调整对宏观变量以及金融稳定指标(如宏观杠杆率、银行不良率、资产价格、资本充足率、流动性比例等)的影响。三是建立货币政策与宏观审慎政策最佳组合模型。基于学术研究成果总结并不断更新各类型冲击/情景下货币政策与宏观审慎政策的应对措施。例如,在正向成本推动冲击时提高利率并放松逆周期资本缓冲;在正向信贷需求冲击时提高利率并收紧逆周期资本缓冲。四是建立宏观金融压力测试模型。借鉴欧央行、英格兰银行和加拿大央行的做法,建立宏观金融压力测试模型(马骏等,2019)测试在金融危机在金融机构之间的传染机制以及危机对宏观经济的影响。五是建立与发达国家央行、国际组织和学术机构以及交流访问与合作机制。派送专业研究人员到英格兰银行、欧央行、BIS等机构学习,联合开发经济金融模型等分析工具,加强对宏观审慎分析的定量研究能力。充分利用高校和研究机构资源,合作研发和维护分析工具。

第三,将金融监管部门的主要宏观审慎政策决策权集中至中央银行。为解决宏观审慎决策过度分散化、不协调的问题,建议考虑将主要宏观审慎政策的决策权集中至中央银行,金融监管部门负责组织落实。

第四,建立货币政策与宏观审慎政策的协调流程与机制。(1)在重大货币政策出台前,应对其金融稳定效果进行定量分析和评估。如调整政策利率和法定存款准备金率时应充分考量其对资产价格、杠杆行为和银行稳健性指标的影响等。(2)在重大宏观审慎政策出台前,须对其宏观经济影响进行评估,如调整资本充足率、最低首付比例、基建项目资本金比例等监管要求时应考虑其对信贷、经济增长和通胀的影响。

## 四、结 论

货币政策与宏观审慎政策在政策目标和传导机制方面存在复杂联系,货币政策对金融稳定的影响和宏观审慎政策对宏观经济的影响(即“溢出效应”)会影响两种政策工具

的有效性和政策目标的实现。对货币政策与宏观审慎政策的关系以及最优协调方式的认知,是影响各国金融稳定政策机构设置和制度安排的重要因素。本文对相关的学术文献进行了梳理,得到的初步结论是,为同时实现价格和金融稳定目标,大部分情况下需要货币政策与宏观审慎政策反向操作(由于政策的替代性),但有时也需要两者同向操作(由于政策的互补性)。选择最优的货币政策和宏观审慎政策组合是一个复杂的理论和实证问题,除冲击类别和风险来源外,不同的金融体制和经济周期阶段也会影响选择结果。因此,两类政策的决策主体之间需要建立有效的协调机制,加强对货币政策和宏观审慎政策“溢出效应”的量化分析能力。

基于上述理论,本文针对我国“双支柱”调控机制的现状和问题,提出如下改革建议:从法律上明确中央银行的金融稳定职责;将金融监管部门的主要宏观审慎政策决策权集中至中央银行;建立和完善对货币政策的金融稳定效应和宏观审慎政策的宏观经济效应的分析能力、评估流程和两个决策机构之间的协调机制。

## 参 考 文 献

- [1] 马骏,何晓贝和唐晋荣,2019,《金融危机的预警、传染与政策干预》,中国金融出版社:北京。
- [2] Aikman, David, Julia Giese, Sujit Kapadia and Michael McLeay, 2018, “Targeting Financial Stability: Macroprudential or Monetary Policy?” Bank of England Working Paper No. 734.
- [3] Ajello, Andrea, Thomas Laubach, David Lopez – Salido and Taisuke Nakata. 2016, “Financial Stability and Optimal Interest – Rate Policy”, Federal Reserve Board.
- [4] Altunbas, E., L. Gambacorta and David Marques – Ibanez, 2010, “Does Monetary Policy Affect Bank Risk – taking?,” BIS Working Papers 298, Bank for International Settlements.
- [5] Aydinbas, C. Yasin, Craig Hardt, Jahangir Rzayev, Murat Soker, and Ted Taylor, Dinah Walker and Pei Zhao. 2015, “Frameworks for Implementing Macroprudential Policy A Comparative Examination of the BoE and FSOC”, School of International and Public Affairs, Columbia University in the City of New York.
- [6] Borio, Claudio. 2014, “Macroprudential frameworks: ( too) Great Expectations?”, BIS Speech, the 25th Anniversary Edition of Central Banking Journal.
- [7] Broadbent, Ben. 2018, “Monetary and macro – prudential policies: The Case for a Separation of Powers”, Reserve Bank of Australia, Sydney via videolink from Bank of England.
- [8] Cecchetti, S. and Marion Kohler, 2014, “When Capital Adequacy and Interest Rate Policy Are Substitutes ( And When They Are Not) ,” *International Journal of Central Banking*, Vol. 10( 3), pages 205 ~ 231, September.
- [9] Cerutti, Eugenio, Claessens, Stijn and Laeven, Luc, 2017. “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence ,” ? *Journal of Financial Stability, Elsevier, vol. 28( C)*, pages 203 ~ 224.
- [10] Collard, Fabrice, Harris Dellas, Behzad Diba, and Olivier Loisel. 2017. “Optimal Monetary and Prudential Policies.” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9 ( 1): 40 ~ 87.
- [11] Dell’Ariccia, G., Luc Laeven and Gustavo A. Suarez, 2017. “Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk – Taking Channel: Evidence from the United States ,” *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 72( 2), pages 613 ~ 654.
- [12] Edge, Rochelle and Nellie Liang. 2017, “New Financial Stability Governance (and Central Banks)”, Reserve Bank of Australia, Conference Volume.

- [13] Filardo , Andrew. 2004, “Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade – offs” , BIS Working Papers No. 155.
- [14] Fischer , Stanley. ,2015. Macroprudential Policy in the U. S. Economy , speech at 59th Economic Conference of the Federal Reserve Bank of Boston , Boston , Massachusetts.
- [15] IMF ,2016, “Key Aspects of Macroprudential Policy”.
- [16] Kohn , Donald. ,2015, “Implementing Macroprudential and Monetary Policies: The Case for Two Committees” , Presentation Delivered at FRB Conference.
- [17] Maddaloni , A. and Jose – Luis Peydro ,2011, “Bank Risk – taking , Securitization , Supervision , and Low Interest Rates: Evidence from the Euro – area and the U. S. Lending Standards ,” *Review of Financial Studies* , Society for Financial Studies ,Vol. 24( 6) , pages 2121 ~ 2165.
- [18] Maddalonia , A. and Jose – Luis Peydro ,2013, “Monetary Policy , Macroprudential Policy , and Banking Stability: Evidence from the Euro Area ,” *International Journal of Central Banking* , International Journal of Central Banking , Vol. 9( 1) , pages 121 ~ 169 , March.
- [19] Smets , Frank. 2014, “Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?” , European Central Bank.
- [20] Stein , Jeremy C. ,2013, “Overheating in Credit Markets: Origins , Measurement , and Policy Responses” , Speech Delivered at “Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter ,” a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis.
- [21] Svensson , Lars. E. O. ,2018, “Monetary Policy and Macroprudential Policy: Different and Separate?” . *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique* ,51: 802 ~ 827.
- [22] Van der. Ghote Alejandro. 2018, “Coordinating Monetary and Financial Regulatory Policies” , Presentation Delivered at the 3rd Annual ECB Macroprudential Policy and Research Conference.

## On Coordination between Monetary Policy and Macroprudential Policy

MA Jun HE Xiaobei

( National Institute for Financial Research , Tsinghua University)

**Summary:** In this paper , we discuss the interaction between monetary policy and macroprudential policy from both theoretical and practical perspectives based on a literature review , identify the problems and challenges facing the current “twin – pillar” regulatory framework in China and propose a number of reform measures. While monetary policies affect financial stability through the risk – taking channel , macroprudential polices affect price stability and output. Recent studies suggest that , depending on the types of shocks and parameter calibrations , monetary policy instruments and macroprudential instruments are either substitutes for each other , or complementary to each other.

It has been shown in the literature that under conventional parameter calibrations , the optimal policy mix in response to a positive cost – push shock could involve interest rate hikes and relaxation of the countercyclical buffer requirement. That is , monetary policy and macroprudential policy instruments are substitutes in this scenario. On the other hand , the optimal policy mix in response to a positive credit demand shock could involve rate hikes and tightening of the countercyclical buffer requirement. That is , the two policy instruments are

complements in this second scenario. In addition, model parameters pertaining to country-specific factors, such as economic and financial market structures, also play an important role in shaping the optimal policy mixes. Therefore, it is essential for policymakers to fully consider the types of shocks as well as country-specific conditions in their analytical framework and policy decisions of optimal monetary and macro-prudential policy mix.

Given the subtle interplay of the two policies, an effective coordination framework is key to achieve both macroeconomic stability and financial stability. In practice, the effectiveness of the coordination mechanism depends on the governance structure (especially the communications between monetary and macroprudential policy makers) and policy makers' ability to understand the spill-over effects of monetary policy and macroprudential policy.

While the PBC has set up the broad governance structure of the "twin-pillar" policy framework, a number of challenges are still lying ahead. First, financial stability is not yet formally listed as one of the specific mandates of the PBC in the Central Bank Law. This lack of clarity in legal mandate is partially responsible for the limited allocation of resources to macro-prudential issues especially the analysis of impact of monetary policy on financial stability. Second, the Macroprudential Assessment (MPA) system of the PBC is, in practice, mainly intended to facilitate the implementation of monetary and credit policies. Third, the lack of coordination mechanism between the MPA and the macro-prudential and micro-prudential instruments of the CBIRC leads to regulatory overlap and duplication. Fourth, the macro-prudential authorities lack the appropriate analytical tools for assessing policy spill-over effects and developing optimal policy mixes.

Based on our analysis of the problems facing China and international experiences, we propose the following reform measures. First, adding "financial stability" to the mandate list for the PBC by amending the Central Bank Law. Second, developing methodologies and analytical tools for assessing policy spillover effects and selecting optimal policy mixes of monetary and macroprudential policies. Capacity building and international collaboration is essential to achieve these goals. Third, transferring several macroprudential decision-making roles from CBIRC to the PBC. Fourth, establishing a process and mechanism for coordinating monetary policy and macroprudential policy. The Macroprudential Bureau should be able to conduct quantitative assessment of the effects of monetary policy changes on financial stability, while the Monetary Policy Department should be able to conduct quantitative assessment of the macroeconomic effects of macroprudential policy adjustments.

**Keywords:** Monetary Policy, Macroprudential Policy, Policy Coordination

**JEL Classification:** E44, E52, E61

(责任编辑: 林梦瑶) (校对: ZL)