

中央银行职能演进与拓展的脉络¹

郑联盛

摘要：“单一目标、单一工具”货币政策体系存在显著的制度弊端，物价稳定不是金融稳定的充分条件。货币政策不是系统性风险应对最具针对性的工具，宏观审慎政策应成为金融稳定的主导政策。系统性风险应对需要强化央行金融稳定职能，但是，面对多目标权衡，中央银行需拓展宏观审慎政策框架，重点发挥货币政策与宏观审慎政策的互补性，以实现“多工具”与“多目标”的匹配。宏观审慎政策主体选择存在多样性，基于货币政策、宏观审慎和微观监管“三支柱”选择的金融稳定治理体系存在单一机构、双支柱、超级央行和责任共担等模式，中央银行金融稳定职能拓展的核心是通过完善治理机制来强化其宏观审慎政策和货币政策的链接功能。

关键词：央行职能 货币政策 宏观审慎 治理模式

一、引言

全球金融危机十余年来，学术界和政策界对系统性风险根源、危机演进和政策应对等进行了深刻检讨。在金融危机的根源方面，顺周期性、影子银行、系统重要性、监管制度错配以及货币政策非审慎性等被认为是系统性风险的重要诱因。在金融危机应对和政策创新实践方面，健全宏观审慎政策框架、统筹货币政策与金融稳定政策关系以及完善金融稳定治理体系成为重要的政策选择，同时中央银行在金融稳定中的职能定位成为热议的政策话题。

过去十年，货币政策、宏观审慎与微观监管等的关联以及中央银行职能定位经历了一个“反思与再反思”过程。金融危机后，物价稳定与金融稳定两个政策框架相对分离的“杰克逊霍尔共识”（Jackson Hole Consensus）一度成为国际社会重要的批评对象，“单一目标、单一工具”政策体系被认为存在严重缺陷（Blanchard et al, 2010, 2013），中央银行应在金融稳定

¹郑联盛，中国社会科学院金融研究所，邮政编码：100018，电子邮箱：Zhengls2013@163.com。本文为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”（14CJL017）和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”（13AJY018）的阶段性研究成果。作者感谢徐奇渊、李宏瑾、何帆、朱鹤等的建议，感谢匿名审稿人的建设性意见，文责自负。

中承担更重要的职能，特别是系统性风险应对及宏观审慎政策职能（BOE, 2009; G20, 2010; [Clement](#), 2010; Lim et al, 2011IMF,2013a）。

但是，经过多年的政策实践后，学术界和政策界进入再反思阶段，中央银行货币政策与宏观审慎政策的职能关系及制度安排依旧是再反思的核心内容之一。国际货币基金组织（IMF）强调通胀稳定在产出均衡和金融稳定中的基础性作用（IMF, 2015; Cortes et al, 2018），美联储认为中央银行在金融稳定上面临多重目标权衡的困境。如何发挥中央银行金融稳定职能又能保障通胀目标不偏离，成为联储货币政策正常化进程以来的新焦点（Yellen, 2014, 2017; Fischer, 2017a）。

本文将中央银行职能演进作为研究目标，以金融稳定目标对中央银行职能要求为主线，梳理中央银行职能演进的共识与分歧，讨论货币政策与宏观审慎政策的关联性，分析中央银行如何在金融稳定中发挥更重要的职能，并介绍国际社会的差异化实践模式。

二、中央银行的职能演进：共识与分歧

金融危机十年以来，学术界和政策界对中央银行的职能进行了较为深入的反思，形成了三个重要的共识和一个重大的分歧。在共识方面，第一，以“单一目标、单一工具”为特征的通胀目标制过度强化了中央银行锚定物价的功能，但物价稳定不是金融稳定的充分条件。第二，中央银行起源和定位决定了其具有金融稳定的基础职能，金融危机爆发凸显了中央银行金融稳定职能的重要性。第三，加入金融稳定目标后，中央银行面临多目标权衡，需要拓展新政策框架尤其是宏观审慎政策来匹配“多目标”。在分歧上，各界对于如何更好地发挥中央银行金融稳定职能存在较大的争议，核心分歧在于央行是不是宏观审慎政策的最佳主体。

（一）共识一：央行职能单一化存在弊端

1. 杰克逊霍尔共识与通胀目标制。布雷顿森林体系的“破产”和石油危机的冲击使得物价稳定成为中央银行最为重要的目标，这深刻影响了全球金融危机之前的货币政策体系和中央银行职能，并导致了通胀目标制的流行。在新凯恩斯主义下，通货膨胀水平的稳定性是经济产出向潜在增长水平收敛的基本条件（Bernanke, 1999; Mishkin, 2011），通胀水平锚定可以有效稳定市场预期、顺畅货币政策执行以及实现长期产出的稳定性，为此还衍生出了泰勒规则以及通胀目标制等政策框架（Taylor, 1999; Woodford, 1995, 2003; Bernanke & Woodford, 2005;）。物价稳定成为货币政策和全球主要经济体中央银行的首要目标，物价稳定功能则成为多个重要经济体中央银行的法定职责（King, 2012）

在物价稳定与金融稳定的关联上，当名义产出向潜在产出逼近并保持在稳定水平，如果物价包含了金融资产价格，那么长期物价稳定和最优经济产出的假定将使得金融体系也处于均衡的水平上（Bernanke & Gertler, 2001）。该假设下央行无需将资产价格作为单独变量纳入到货币政策决策之中，物价稳定与金融稳定的政策相对分离的“杰克逊霍尔共识”十分盛行，并崇尚“简单规则行事”（[Svensson](#), 2012）以及通胀目标制为代表的政策框架。物价稳定与均衡产出、货币政策与物价稳定、物价稳定与金融稳定三组变量之间的关联关系作为三个内核（Woodford, 2012），基本构建了“单一目标、单一工具”的货币政策体系，同时出现了货

币政策职能与中央银行职能近似等同的政策逻辑，央行职能呈现一定程度的单一化态势。

2. 央行职能单一化与金融稳定职能弱化。在金融危机后的学术讨论和政策反思中，以“杰克逊霍尔共识”及通胀目标制为支撑的“单一目标、单一工具”政策体系和中央银行职能单一化受到了较大的批评（Blanchard et al, 2010, 2013），主要涉及简单规则政策逻辑、多种政策协调以及中央银行过度独立性问题。此类政策框架蕴藏着显著的体制机制弊端，并弱化了中央银行金融稳定职能。

一是以规则行事的政策体系被赋予过高的重要性。货币政策与金融稳定相对分离的政策逻辑使得二者复杂的“正交关系”逐步脱离，并逐步形成一种目标锚定与规则行事、利率调控与物价稳定、物价稳定与金融稳定划等号的错觉（White, 2006; Adrian & Shin, 2008; Smets, 2014）。规则行事对货币当局可能是更好的选择（Woodford, 2003），但致力于熨平产出波动的货币政策长期反而可能增加经济金融的不稳定性（Svensson, 2016）。中央银行应在经济波动的短期成本和金融稳定的长期收益之前进行权衡，更多考虑金融周期并对金融风险作出反应（孙国峰, 2017）。

二是政策协调的必要性被忽视。通胀目标制过度依赖单一目标及工具，强调利率水平及其决定的独立性，对财政政策作用、金融监管政策等的政策协调关注不充分，当然有部分协调难题是官僚主义导致的（IMF, 2013b）。即使中央银行政策目标与社会福利目标最大化相一致，稳定性偏差（stabilization bias）仍是显性挑战，政策协调互补仍是重要的（Woodford, 2012）。比如，在货币政策与财政政策的统筹上，中央银行是最后贷款人可提供无限流动性，但是，财政政策在提振总需求上比货币政策更加直接且有效，财政政策应对结构性问题上比总量性货币政策更加具有针对性。

三是过于强调央行独立性。从货币政策与物价稳定的关联性上，规则行事的货币政策使得社会福利损失和物价与产出的偏差都相对较小（苏乃芳、李宏瑾, 2018），保障货币政策长期锚定和相关政策独立性是必要的（Woodford, 2003; King, 2012）。但是，由此忽略金融风险及中央银行金融稳定职能是不恰当的，更不能将货币政策独立性与中央银行独立性相等同，中央银行需要与其他政策主体甚至外部经济体强化政策协调（周小川, 2016; Fischer, 2017b; 孙国峰, 2017）。

3. 物价稳定不是金融稳定的充分条件。金融危机后，最重要的一个共识是物价稳定不是金融稳定的充分条件。诸多研究对“杰克逊霍尔共识”及其政策逻辑的三个理论内核进行了反思。第一，物价长期稳定可有效保证经济产出位于潜在增长水平的假设，可能过度夸大了物价稳定的功能以及通胀目标制与潜在产出的内在关联性（White, 2006; Stein, 2012）。第二，货币政策是物价稳定最核心工具（几乎是单一工具）的假设，对单一目标和单一工具政策框架的局限性及副作用的认识不足（Borio & Zhu, 2008; Brunnermeier et al, 2012; Blanchard et al, 2013）。第三，价格稳定基本能自动实现金融稳定的推论过于线性化。物价稳定包括金融资产价格稳定的推理本质上忽视了金融体系与经济增长关联的不稳定性和非线性化，实际上，物价稳定不是金融稳定的充分条件（Adrian & Shin, 2009; Taylor, 2013a; Smets, 2014）。

（二）共识二：需强化央行金融稳定职能

中央银行职能“初衷”就是应对重大金融风险，实现最后贷款人职能，保障金融体系稳定性。中央银行具有金融稳定的“天然”职能（Bagehot, 1873）。央行最后贷款人职能在风险应对中不断强化，主要表现为针对借款人、贷款人、投资者以及流动性等四个领域的救助职责，但是，在全球金融危机前 20 年中，中央银行的金融稳定职能存在弱化的趋势。“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 (Cochrane, 1998), 同时也使得央行金融稳定的职能被显著弱化 (Lim et al, 2011; FSB, 2011)。

金融危机后, 学术界和政策界的共识是中央银行的金融稳定职能需要强化。首先是货币政策决策因子需调整。货币政策并不必然要对金融市场体系的波动进行应对, 但是中央银行需将金融稳定及其影响要素纳入货币政策决策的考量中, 货币政策影响因子需做相应调整 (Smaga, 2013)。其次是政策应对调整。中央银行的政策反应需要看其对物价和产出的影响同时需要考虑金融稳定的诉求 (IMF, 2015), 一方面需要考虑货币政策对金融稳定的针对性和有效性, 另一方面可考虑采用宏观审慎甚至协调微观监管来应对金融风险。最后是治理安排调整。中央银行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和治理结构上, 要在法律制度上明晰中央银行的职能 (Tucker, 2016; 李波, 2018)。全球金融危机叠加欧洲主权债务危机后, 欧盟金融监管体系改革使得欧洲中央银行系统性风险应对职能得到拓展, 欧央行具有更大的最后贷款人功能, 这是央行基础职能的一种“回归” (Crowe & Meade, 2012)。

(三) 共识三：多目标权衡与央行职能拓展

在金融稳定治理模式中, 将金融稳定纳入中央银行职能尤其是货币政策体系之中, 将造成多目标的多重权衡, 这涉及中央银行职能拓展的多个内在约束。首先是目标权衡。货币政策要在物价稳定 and 经济增长之间进行权衡已是货币政策长期以来的政策矛盾 (De Grauwe & Gros, 2009; Borio, 2014; BOE, 2013), 金融稳定纳入货币政策决策框架后将存在多目标博弈难以收敛的难题, 可能引发长期利率低估、产出波动或金融不稳定 (Bernanke, 2013)。其次是工具权衡。多目标下货币政策工具需要多元且有效, 货币政策虽在不断扩展边界并创新工具, 但仍面临工具不足问题 (IMF, 2013b)。最后是期限统筹。物价稳定和金融稳定在长期没有冲突, 但是二者都是通过中短期政策来实现长期的均衡, 各自动态不一致性和差异化市场预期使得多目标难以“归一” (Mishkin, 2011; Taylor, 2013a)。短期产出稳定和中长期物价稳定是可以实现的, 但潜在成本有可能是长期物价稳定下的金融失衡 (IMF, 2015)。

为了缓释多目标权衡, 需要在具体的职能拓展和政策安排上给予央行或其他宏观审慎主体相应的权利、机制与工具。根据丁伯根法则 (Tinbergen, 1969), 一个目标至少需要一个政策。“单一目标”体系在向“多目标”体系转换中, 实践上可能存在多目标优化的政策体系, 关键是要形成一个“多目标”和“多工具”相匹配的政策框架 (周小川, 2016)。比如, 简单规则体系是否能够与委员会决策机制相互融合, 一方面以简单规则保障货币政策目标尤其是通胀预期稳定, 另一方面发挥委员会能动性以统筹货币政策与金融稳定的关联性 (Fischer, 2017a)。

(四) 分歧：宏观审慎政策主体与央行定位

全球金融危机的爆发表明中央银行应发挥更大的宏观审慎政策职能, 以防控系统性风险。但是, 宏观审慎可以由单一主体或者多元主体来承担, 中央银行是否是金融稳定最佳单一主体呢? 这在学术和实践上并没有取得全面的共识。

支持者认为, 中央银行在系统性风险甄别、在时间维度系统性风险应对等具有政策工具、决策机制和应对经验, 在市场沟通、预期引导、政策独立性、政策制定效率以及货币政策与宏观审慎政策的内在统筹等都具有优势 (Nier et al, 2011; Lim et al, 2011, 2013; Tucker, 2015; Masciandaro & Volpicella, 2016)。系统性风险一个重要的根源是金融监管机制和金融稳定治理的制度缺陷, 央行如具有一定的规制和监管权, 金融失衡制度性弊端将会缓释,

金融失衡将会有所缓解（Smaga, 2013）。而针对中国的相关研究亦认为监管职能分离后，中央银行如何运用货币政策同时实现货币稳定与金融稳定职能面临实质性挑战（王自力, 2005）。

持反对或保留意见的研究指出，首先，即使货币政策与宏观审慎可进行内部化的统筹，中央银行仍然无法避免物价稳定与金融稳定的政策权衡（Smets, 2014）。其次，央行在顺周期效应、宏观杠杆控制以及流动性风险等时间维度传染的系统性风险应对上具有优势，但是在空间维度传染的系统性风险应对上缺乏足够且具有针对性的政策工具。再次，单一机构缺乏足够的机制和资源来应对系统性冲击，央行是最后贷款人，但金融危机的应对需要财政在内的其他多种资源甚至政治妥协（Paulson, 2009）。最后，央行职能扩大成为“超级央行”后，如果缺乏有效的内部约束和外部监督，容易造成金融治理集权（financial dominance）（Brunnermeier et al, 2012; Masciandaro, 2018）。

三、中央银行的职能拓展：货币政策与宏观审慎的链接

中央银行需要发挥更大的金融稳定职能，但是，中央银行是否是系统性风险应对和宏观审慎政策框架的最佳主体却存在争议。中央银行在金融稳定框架中面临政策针对性、政策副作用以及内外政策统筹等三大难题，需要重点发挥宏观审慎政策与货币政策的互补性，拓展中央银行在金融稳定目标和物价稳定目标的链接功能，才能有效统筹宏观审慎和货币政策。

（一）货币政策与系统性风险的应对

1. 系统性风险的演进机制。全球金融危机的启示之一是金融稳定目标的实现需要重点防控系统性风险。美国金融危机的爆发使得传统经济货币理论以及金融危机模型解释力与适用性出现一些争论（Reinhart & Rogoff, 2008），重新认识系统性风险的演进及应对机制成为重要的课题（Laeven & Valencia, 2012; 方意, 2016; 李宏瑾, 2018）。

从时间维度和空间维度来认识系统性风险成为一个重要的新视角（Borio, 2003; Clement, 2010; 周小川, 2011）。时间维度是指金融风险在时间维度上的演进过程，特别是金融体系和实体经济在经济周期中相互作用并放大风险的机制，即基于正负反馈机制的周期自我强化或顺周期性（Svensson, 2016）。美联储前副主席费舍尔（Fischer, 2017b）将周期脆弱性归因为金融部门杠杆率、非金融部门借贷、流动性与期限转换以及资产定价等四大扭曲。空间维度是指在特定时点上风险跨部门传染的机制，主要关注影子银行、“大而不倒”或系统重要性，主要目标是减少内在关联性以及跨界、跨境传染（FSB, 2012）。

2. 顺周期效应与货币政策应对。货币政策和宏观审慎政策在时间维度上的系统性风险防控上具有相似的应对机制和政策效果。货币政策是否是逆风而动的政策逻辑存在较大的分歧，有研究认为货币政策的基础逻辑是单一规则（Bernanke, 1999; Woodford, 2003; Yellen, 2017），而有的强调货币政策需要相机抉择（Cecchetti et al, 2003; Issing, 2003; Olsen, 2015），其他研究者认为货币政策是考虑周期性因素和结构性因素之后的妥协结果（Fisher, 2017b）。但是，各方都承认金融体系顺周期性的存在并认为利率、存款准备金等工具是应对顺周期性的有效方式。宏观审慎政策基于系统性风险时间维度的演进逻辑而针对性地提出的政策措施

同样是具有顺周期的应对初衷（Clement, 2010; Lim et al, 2011; Mester, 2016）。

但是，不管从理论还是实践上，货币政策应对金融体系顺周期性面临着三个重要的内在约束。一是经济周期与金融周期的不同步性（Borio & Lowe, 2002; Juselius et al, 2016）。二是金融周期与商业周期的非线性（Borio, 2014）。三是逆周期政策的动态不一致性。

（Kydland & Prescott, 1977; Curdia & Woodford, 2011）。比如，动态不一致性直接引发货币政策的政策逻辑是相机抉择还是单一规则的争辩（Svensson, 2016）。而且，宏观审慎面临的结构性扭曲在动态不一致性机制下可能演变成为货币政策总量性失衡，依靠单一规则的通胀目标制将受到严重破坏并对金融体系造成冲击（Blanchard et al, 2013; Smets, 2014）。

值得特别关注的是，顺周期效应处置及其相关的货币政策以至于宏观审慎应对都是建立在金融周期理论之上的且理论基本是数据驱动式的（Borio & Lowe, 2002; Borio, 2014），这在政策实践上需要有清醒的认识。更甚者，货币政策甚至可能引发更大的风险传染。在应对金融体系高杠杆风险及其传染问题时，紧缩性货币政策反而可能会在短期内提高杠杆，进而引发流动性紧缩螺旋和资产负债表传染机制。长期过低的利率政策可能存在风险承担效应（Borio & Zhu, 2008; Borio, 2012）和“流动性悖论”（Myers et al, 1998; Jimenez et al, 2014）。金融危机后流行的量化宽松政策和扭转操作，具有显著的资产组合重构效应和资产负债表改善效应（Curdia & Woodford, 2011），但是，存在潜在通胀压力和风险系统低估可能性

（Woodford, 2016）。只有当金融周期处于相对平稳状态，货币政策才有助于经济增长和物价稳定（陈雨露等, 2016）。当然，从政策实践的角度，货币政策和宏观审慎政策相互配合仍是应对金融周期风险的基本框架（孙国峰, 2017）。

3. 风险空间传染与货币政策应对。金融危机跨市场、跨国家的空间传染在全球金融危机中表现尤为明显，但是，货币政策应对空间维度系统性风险的传染缺乏足够的适用性。货币政策对风险空间传染的抑制作用相对有限，小幅利率提升不足以缓解资产泡沫或金融风险的空间累积，而大幅提高利率又可能引发严重衰退（Yellen, 2014）。在政策针对性上，货币政策对于影子银行、系统重要性、政策外溢性、问题机构处置及恢复等缺乏足够的效力（FSB, 2013）。即使金融危机过去 10 年，货币政策当局和监管机构可能都难以理解影子银行体系过度杠杆操作、过度依赖短期融资的内在风险演进机制及其潜在的结构性脆弱性（Fischer, 2017b）。相对时间维度的风险传染机制而言，学术界和政策界对于金融风险空间传染的机制和政策研究仍然较不足。

（二）低利率、风险承担与金融不稳定

除了和时间维度和空间维度进行系统性风险分析和应对思考之外，货币政策审慎性及其风险内生性成为了重要的反思对象。批评者认为，诸如格林斯潘期权（Greenspan Put）和伯南克期权（Bernanke Put）等政策（Bornstein & Lorenzoni, 2018），使得市场预期认定当局会在危机时刻进行干预并注入流动性，最后导致泡沫化的资产价格、缩小化的信用利差、过度化的风险承担以及集体性的道德风险（Farhi & Tirole, 2012）。危机前增长友好型货币政策促成了“大繁荣”，但是，政策利率过低且持续过久，严重偏离基本规则的政策要求，使得风险溢价被严重低估（Taylor, 2013a）。

这种过低且持续过久的利率政策引发的风险最为典型的代表是风险承担效应。该效应的核心机制是中央银行反应函数的特征变化以及利率调整都能通过影响风险感知度或风险容忍度来影响金融机构的风险承担水平，并且这种传导路径与资产负债表渠道相似并具有金融加速器效应（Borio & Zhu, 2008）。风险承担效应改变了金融机构风险中立的假设（项后军等, 2016），并直接影响风险容忍度（Jimenez et al, 2014）。风险承担效应的存在使得货币政策成为系统性金融风险的内在因子，是金融稳定体系一个不可忽视的政策因素。遗憾的是，

全球金融危机后，低利率、量化宽松、扭转操作等成为普遍性政策举措，这使得短期和长期利率都创出历史低位，这本质上是在强化货币政策风险承担效应（Taylor, 2016）。

风险承担效应的存在使得货币政策不得不考虑其自身对金融稳定的影响，而宏观审慎政策考虑到了货币政策的这一局限性（Dell’Ariccia et al, 2016）。货币政策风险承担效应强弱取决于风险资产的可替代程度、杠杆对利率变化的敏感度以及融资成本对利率变化的敏感度三个要素。中央银行需要在货币政策调整中考虑其对风险承担效应的内在影响，不能营造利率将保持长期低位的预期，而需要在杠杆治理和流动性管理中强化对冒险金融机构的惩戒（Dell’Ariccia et al, 2014）。当然，这种具有结构性的惩戒行为是较难在总量性的货币政策中实现的，需要匹配宏观审慎政策，通过强化金融机构资本金和金融市场杠杆率的管理来实现金融稳定。

（三）溢出效应、溢回效应与央行职能

全球金融体系存在显著的溢出效应和溢回效应。一方面，在金融危机传染中，新兴经济体和发展中国家更容易受到严重的冲击（易纲、汤弦，2001）；在危机政策应对中，非传统货币政策的出台、实施及其退出亦对新兴经济体等带来了诸多的不确定性，比如资本流动使得汇率、产出和金融稳定面临挑战（Filardo & Nakajima, 2018）。另一方面，新兴经济体政策变化对于发达经济体具有一定的影响，二者相互交织反馈形成新的不确定性又溢回至发达经济体及新兴经济体，即存在双向、多次反馈的影响机制（Garret & Article, 2010）。金融危机后超低利率、货币扩张、量化宽松和汇率贬值等均具有以邻为壑的政策色彩，最终引致“长期增长停滞”（secular stagnation）（Eggertsson et al, 2016）。

溢出效应与溢回效应使得央行职能发生显著的变化，政策方向、节奏及工具等亦随之改变。美联储超低利率和量化宽松政策的实施强化了其增长支持与金融稳定职能，但由于溢出效应的影响，日本、欧元区和英国等不得不采取跟随政策（Lo & Rogoff, 2015）。非常规货币政策实施使全球金融资产风险溢价提高，发展中经济体的金融市场波动加剧，其央行应对金融风险、维系金融稳定以及保障货币政策自主性的职能被动强化（李宏瑾，2018）。发达经济体之间以及新兴经济体对发达经济体的溢回效应亦是重要的风险，比如，美联储需要考虑外部经济体政策可能对联储加息、缩表等产生的影响（Fischer, 2017b）。

溢出效应和溢回效应的存在使得国际经济政策协调重要性日益显著，但是，国内因素与外部因素的统筹成为央行金融稳定职能的重要方面。Taylor（2013b）强调，各个经济体本质上需要进行恰当的国内决策，进而通过弹性的汇率机制来保障货币政策的独立性和金融体系的稳定性。全球金融危机后，巴西、俄罗斯等新兴经济体克服了“浮动恐惧症”通过灵活的汇率安排来缓释外部冲击尤其是对货币稳定和金融稳定的冲击，保障了货币政策的自主性（Leaven & Valencia, 2012）。但是，金融危机后大型经济体非常规货币政策使得资本流动规模扩大且嬗变，资本流动在“不可能三角”中的地位被强化，传统“等边不可能三角”向“不等边不可能三角”转变，汇率浮动不足以应对资本流动变化对货币政策独立性的冲击（孙国峰，2017）。

（四）宏观审慎与货币政策的链接功能

宏观审慎与货币政策相对独立但又紧密关联的政策逻辑受到了普遍的认同，澳大利亚储备银行联合 IMF 开展的一项 58 个经济体金融稳定治理框架的比较研究中得出结论（Hambur & Simon, 2017）：第一，通胀目标制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；第二，央行的金融稳定职能难以脱离货币政策而独立行事，货币政策与宏观审慎政

策具有互补性。第三，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。货币政策与宏观审慎政策具有五个内在的关联性或互补性，中央银行具有扩大其在金融稳定和货币政策链接功能的基础。

一是危机救援的关联性。中央银行最后贷款人角色使得其在应对流动性危机等系统性风险中可有效地将货币政策与宏观审慎直接关联起来（Smaga, 2013）。比如，美联储零利率及量化宽松政策本质上体现了联储是美国金融体系以至全球金融体系最后贷款人的角色

（Fischer, 2017b），不仅逆周期地为金融体系注入资金缓释流动性危机，而且通过资产购买修复了金融机构（其中多个为系统重要性机构）的资产负债表，提高了金融机构稳健性和金融体系稳定性。顺周期效应和系统性重要问题是系统性风险应对的两个核心问题。

二是稳定产出的关联性。中央银行在物价稳定的目标同时往往还具有充分就业或经济增长目标，中央银行在决策中更具有与经济产出相关联的内在机制（BOE, 2013），这为金融资源配置和金融稳定性提供了基础。中央银行对通胀目标的锚定目标及制度安排是经济产出保持稳定的一项重要机制，也是财政政策稳健性、国债市场稳定性和收益率曲线稳定的一种制度保障。

三是信息交互的关联性。中央银行信息优势使得其在金融稳定框架中位于“信息枢纽”地位之上，发挥信息交互的链接功能（BOE, 2009; Mester, 2016），此类信息是货币政策和宏观审慎政策决策的基础。全球主要经济体中央银行的金融稳定报告基本是经济、金融和市场信息的动态反映，对于政策的决策提供了重要的支撑作用。比如，由12家联储调查形成的经济景气报告（The Beige Book，或称褐皮书）中的就业和物价数据是美联储议息会议的基础参考。

四是政策工具的互补性。货币政策部分工具本身具有金融稳定的功能，利率、存款准备金甚至预期管理等都可作为逆周期管理工具（IMF, 2013a, 2013b）。中央银行特有的相对独立性使得其可有效链接政策体系与市场体系，尤其有助于市场预期管理（Yellen, 2014）。美联储利用零利率政策、量化宽松政策、扭转操作和市场预期引导等有效应对了金融危机并提振了经济复苏。金融危机后，宏观审慎政策中的资本金要求、逆周期缓冲资本、贷款价值比、债务收入比、动态拨备等都具有逆周期政策属性（IMF, 2013a; Hambur & Simon, 2017）。更重要的是，宏观审慎政策在影子银行、“大而不倒”、系统重要性、跨界传染等更具有针对性，是货币政策应对金融风险的“结构性”补充。

五是政策协调的互补性。中央银行一般都具有重要的政策协调与政策链接功能，但是，部分经济体宏观审慎主体处于更高层级的金融稳定协调主体的地位。不管是发挥央行自身的政策协调功能，还是发挥其他宏观审慎主体的协调功能，对于强化中央银行应对金融风险的有效性都是非常重要的（Lim et al, 2013; Hambur & Simon, 2017）。比如，在雷曼兄弟破产的危机处置中，美联储和财政部的政策协调颇受争议，核心约束就是缺乏一个政策协调主体（Paulson, 2009）。

（五）央行再定位是链接功能拓展的关键

金融稳定体系一般是由法定职责主体、微观监管标准、宏观审慎政策以及金融危机应对工具四个要素组成（FSB, 2011; IMF et al, 2016），但是，亦有很多研究和实践认为金融稳定体系主要是货币政策、宏观审慎和微观监管“三支柱”的关联关系及相关的治理安排（Smets, 2014; Kohn, 2015; BOE, 2016）。在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（Nier et al, 2011）：一是系统性风险的甄别、分析与监测；二是全面、及时与有效的宏观审慎政策；三是系统性风险应对的制度安排。

不管是金融稳定体系构建还是系统性风险应对安排，都需要包括货币政策在内的多个政

策组合、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的职能调整与拓展（ESRB，2016）。中央银行在宏观审慎政策功能需要有明确的法定授权、充分的信息统计与分析能力、针对性的政策工具、政策合作与冲突的转换机制、紧急救助举措、危机处置决策机制六个方面的保障（BIS，2011；IMF et al，2016）。为了更好地实现中央银行统筹货币政策与宏观审慎政策的链接功能，中央银行职能定位及其相关的金融稳定制度安排是极其关键的，这是未来中央银行功能演进的重点领域（IMF，2018）。

在中央银行职能定位和治理安排上，由于金融稳定涉及货币政策、宏观审慎、微观监管以及其他相关的政策，要实现物价稳定、充分就业和金融稳定等多个目标，核心安排是要扩大央行的法定职责，即央行职能需要与政策目标动态匹配（Smets，2014；李波，2018）同时要形成一个职能相对独立但又内在紧密关联的动态链接机制（Hambur & Simon，2017）。在职责拓展上，需要通过法律、制度及组织安排来保障中央银行的金融稳定功能。在链接机制建设上，核心在于更好地发挥货币政策与宏观审慎政策的互补性，更大程度地减少二者的权衡性（Lim et al，2013）。一种合适的政策选择是宏观审慎和货币政策的协调内部化安排，比如可由一个主体担当货币政策和金融稳定的“双支柱”职能（Ito，2010；Kohn，2015）或者由一个主体承担货币政策、金融稳定和微观监管“三支柱”职能（BOE，2016）。当然，强化央行职能不代表中央银行或其他单一机构要成为金融稳定职能的“集大成者”（Nier et al，2011；Smaga，2013）。

法律制度完善和组织机构调整来确立央行的职能和定位是极其关键的，中央银行的金融稳定职能需要制度、体制和政策体系的保障。比如，1935年美国基于联储在“大萧条”中分散化决策的经验教训重构了联储系统的权力结构，强化了联邦储备委员会和公开市场操作委员会的集中化决策职能和风险应对能力（Meltzer，2003）。此前延续至今的组织安排和金融危机后的多德—弗兰克法案，维系了联储系统相对集中化的货币政策及金融稳定职能，并确保美联储成为最具公信力的独立机构（Powell，2017）。

四、中央银行金融稳定的职能安排：国际实践

全球金融危机后不久，金融稳定政策实际上与宏观审慎政策具有一定等同性，尤其是二十国集团、多个国际金融组织等都认为宏观审慎政策是金融稳定的基础保障，应更好地发挥中央银行在宏观审慎和货币政策的链接功能。货币政策、宏观审慎和微观监管被普遍地认为是金融稳定治理框架的三个支柱，围绕着三个支柱衍生出四种金融稳定治理的实践模式，其中，央行在不同模式中的差异化职能以及相关的宏观审慎政策安排是重要的治理环节。

（一）金融稳定三支柱

全球金融危机至今10年，金融稳定机制建设一直处在不断深化中，金融稳定机制的治理范畴亦在不断扩大。宏观审慎作为系统性风险应对的核心政策（G20，2010；FSB，2011；Clement，2010；BIS，2011；IMF，2011；IMF et al，2016；Cortes et al，2018），与货币政策、微观监管相对分离，形成货币政策、宏观审慎和微观监管三个支柱，分别对应物价稳定、金融系统稳定和金融机构稳健三个目标，广义金融稳定机制主要由这三个支柱及其制度组织安排所组成（Smets，2014；郑联盛，2018）。在危机时刻，金融稳定机制的范畴甚至延伸至财政、产业与结构政策等（Svensson，2012）。

金融稳定治理框架本质是货币政策、宏观审慎和微观监管三个支柱的内在关联、目标权衡以及组织制度安排（IMF，2015；IMF et al，2016）。在货币政策和宏观审慎政策的关系上，一个基本共识是货币政策应该保持政策针对性和决策自主性，货币政策需要考虑金融稳定的需要但不必完全服从金融稳定的要求（Fischer，2017b）。在宏观审慎和微观监管上，大部分宏观审慎管理机构政策权力要高于微观监管机构，前者可直接或间接向后者提出政策指示或建议。当然，货币政策、宏观审慎政策与微观监管的关系统筹存在实践上的差异性（Masciandaro & Volpicella，2016）。

（二）四种治理模式与央行差异化职能

金融稳定的制度安排基本是货币政策、宏观审慎和微观监管“三个支柱”的组合问题及其组织架构的匹配（Tucker，2015；ESRB，2016；Masciandaro & Volpicella，2016）。一般地，金融稳定治理框架大致存在单一机构模式、双支柱模式、新加坡模式以及责任共担等四种模式（郑联盛，2018）。

1.单一机构模式。这种模式是由单一机构主要负责金融稳定职能特别是宏观审慎政策。澳大利亚央行与IMF的研究（Hambur & Simon，2017）发现，58个经济体中的15个样本将宏观审慎职能明确授权给单一主体，其中14个是由中央银行承担单一主体职能，1个由非央行机构承担。瑞典是非央行机构承担宏观审慎政策职能的代表，瑞典金融监管局承担宏观审慎职能同时还承担统一微观监管职能（Sveriges Riksbank，2015）。日本宏观审慎职能主要由日本金融厅承担，但日本央行具有一定的金融稳定权力，比如风险监测与分析、金融稳定政策建议等。在单一机构模式中，绝大部分经济体由中央银行承担金融稳定单一法定主体功能，但是，这些央行一般不具有微观监管权或只有特定领域的微观监管权。

2.双支柱模式。在货币政策与宏观审慎相结合的双支柱模式中，中央银行具有货币政策和宏观审慎双重职能，是物价稳定和金融稳定目标的政策承载人（Ito，2010；BOE，2012；Kohn，2015）。中央银行在金融稳定治理体系中的地位和作用是较高的，是金融稳定主导者。

匈牙利、比利时、韩国均是中央银行承担货币政策和宏观审慎职能，微观监管由统一的金融监管部门承担。欧元区在金融稳定的治理安排实行的是准“双支柱”治理框架，欧洲央行实际承担了欧元区的货币政策与宏观审慎两项职能，但是，法理上宏观审慎法定主体是欧洲系统性风险委员会（ESFB，2011）。

在新兴经济体中，印度尼西亚、巴西、南非等是“双支柱”体系的代表，其中，巴西央行2011年设立金融稳定委员会正式实施“双支柱”框架，南非储备银行在2015年才获得宏观审慎政策职能。中国人民银行承担货币政策和宏观审慎政策职能，正致力于构建“双支柱”政策调控框架（郑联盛，2018）。由于设立了国务院金融稳定与发展委员会，中国人民银行“双支柱”框架有可能会随着委员会职能强化和多部门参与逐步转变为责任共担模式，但是中国宏观审慎政策的实践探索已走在世界的前列（BIS，2017），比如宏观审慎评估体系（MPA）在逆周期管理和处置影子银行风险上具有显著作用（Zheng，2018）。

3.新加坡模式。新加坡模式是单一机构承担货币政策、宏观审慎政策和主要微观监管职能，亦称为超级央行模式。与上述单一主体模式相比较，新加坡模式的政策主体同时具有货币政策、宏观审慎和微观监管权力，是单一主体模式“加强版”。新加坡模式对金融稳定的认知基本超越宏观审慎政策的范畴，而将宏观审慎、货币政策和微观监管三个支柱融合在一起。这种治理模式被认为是集权治理模式，其中中央银行发挥了核心功能，比“双支柱”模式增加微观监管职能，是金融稳定全面集权者。

2012年后，英格兰银行具有货币政策、宏观审慎和部分微观监管权力，微观监管分别由英格兰银行直属的审慎监管局和英格兰银行之外的金融行为监管局承担，功能上更像“双

支柱”模式。但是，2016年《英格兰银行与金融服务法》实施使得英格兰银行成为承担货币政策、宏观审慎和主要微观监管责任的“超级央行”，并构建了货币政策委员会、金融政策委员会（宏观审慎）和审慎监管委员会（微观监管）同级并行的“三支柱”体系（BOE，2016）。

在新兴经济体中，俄罗斯央行2013年7月吸收俄罗斯联邦金融市场监督管理局的监管职能，成为超级央行。尼日利亚央行是非洲超级央行模式的代表；越南、泰国等央行具有货币政策、宏观审慎和银行业监管权，接近于超级央行模式。

4. 责任共担模式。责任共担模式亦称为中间模式。这种模式是金融稳定政策由多个政策主体共同承担，典型的治理安排是委员会模式和分布式决策模式（BIS，2011）。分布式决策模式是金融稳定政策分散至多个政策主体同步进行。委员会模式是通过建立监管机构联席会议或相对独立的金融稳定委员会（或相似机制）作为金融稳定特别是宏观审慎政策的主体，同时协调货币政策及微观监管政策。

在这个模式下，中央银行金融稳定职能存在较大的差异性，但相对于新加坡模式、单一机构模式和双支柱模式而言，此模式下中央银行金融稳定职责在金融危机后有不同程度增加。美联储承担了更大的金融稳定职能，但是由多个部门组成的美国系统性风险监察委员会才是宏观审慎的法定主体，为此，美国金融稳定治理是一种责任共担治理模式。在发展中国家中，印度、墨西哥、波兰等都是责任共担模式的典型。印度金融稳定与发展委员会主导宏观审慎政策，印度联邦银行、证券交易委员会、保险发展监督局等分别承担货币政策及银行业监管、证券业监管和保险业监管职责。由于印度银行业可兼营保险业务，印度央行还具有保险业部分监管权。

（三）治理模式与央行链接功能差异性

在上述四种模式中，中央银行在宏观审慎政策和金融稳定职能具有以下四个重要的基本特征。一是在全球金融危机后央行金融稳定职能基本是被强化的趋势。二是宏观审慎政策框架成为系统性风险应对以及金融稳定职能发挥的主要载体。三是专业化委员会或相似组织安排是金融稳定职能发挥的重要支撑。四是中央银行职能拓展、货币政策与宏观审慎政策链接、以及金融稳定治理改革基本有相应的法律制度安排进行匹配。当然，在这四种模式中，由于差异化的经济发展水平、政府治理理念、金融发达程度以及金融监管文化等，中央银行金融稳定的职能范畴、不同职能的关联机制以及相关的制度安排等都存在较大的差别，单一机构模式和新加坡模式下央行宏观审慎和货币政策的链接功能相对较强（见表1）。

表1 金融稳定治理模式与央行金融稳定职能

模式	央行职能定位	宏观审慎与货币政策链接性	典型经济体
单一机构模式	央行是金融稳定职能特别是宏观审慎政策唯一主体	较强****	阿根廷、捷克、马耳他、荷兰、新西兰
双支柱模式	央行承担货币政策与宏观审慎双重职能	强***	匈牙利、比利时、韩国、印度尼西亚、巴西、南

			非、中国
新加坡模式	央行承担货币政策、宏观审慎单一主体和主要微观监管职能	极强*****	新加坡、英国、俄罗斯、尼日利亚、越南、泰国
责任共担模式	金融稳定政策由多个政策主体共同承担	差异较大（*至***）	美国、印度、墨西哥、波兰

注：此表单一主体模式只考虑由央行作为单一主体的情况。

（四）央行宏观审慎职能的量化比较

从央行承担宏观审慎职能的实践看（Masciandaro & Volpicella, 2016; Hambur & Simon, 2017; Masciandaro, 2018; IMF, 2018），各个经济体央行金融稳定职能大小差异较大。笔者借助相关研究结论，对不同经济体中央银行承担宏观审慎职能的重要性进行量化评分与比较（见图 1）。其中，瑞典央行、芬兰央行不承担宏观审慎职能。阿根廷、比利时、匈牙利、沙特、泰国、新加坡等央行是宏观审慎单一主体。其他经济体基本处于中间状态，但是，央行在宏观审慎职能中的作用差异较大，比如欧洲系统性风险委员会明确要求成员国要授权特定主体承担宏观审慎的“领导功能”，而澳大利亚、日本、加拿大等央行在宏观审慎政策和金融稳定职能中的作用相对较弱。

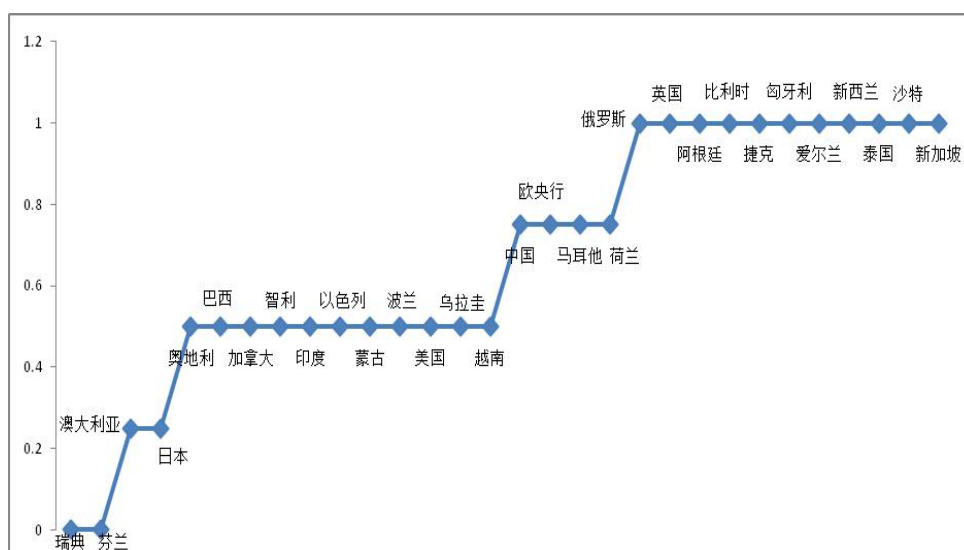


图 1 部分经济体央行宏观审慎职能指数

资料来源：Masciandaro & Volpicella(2016)、Hambur & Simon（2017）以及作者补充。

注：Masciandaro & Volpicella(2016)基于 2009 年的数据将央行不承担宏观审慎法定职能的记为 0 分，央行承担一定（较弱）宏观审慎职能的记为 0.25 分，央行承担重要（较强）宏观审慎职能记为 0.5 分，央行承担主要宏观审慎法定职能记为 0.75 分，央行作为宏观审慎法定单一主体记为 1 分。作者根据 Hambur & Simon（2017）基于 2016 年的数据以及各个经济体改革进展调整了部分经济体的分值：阿根廷、俄罗斯从 0.25 提高至 1，英国从 0.75 提高至 1，中国从 0.5 提高至 0.75 以及增加了芬兰、澳大利亚等经济体。图中列示分值为 1 的经济体（除阿根廷、英国、俄罗斯外）为两个研究的重合样本。

五、结论与启示

全球金融危机十年以来，一个重要的趋势是中央银行在危机应对、经济复苏及政策整固等环节中发挥了更加重要的作用，中央银行成为金融稳定治理体系的重要主体。一个有效的金融稳定治理框架需要统筹货币政策、宏观审慎和微观监管“三支柱”的关系。从政策有效性出发，货币政策对于金融危机应对是非常重要的，但是，货币政策不是金融稳定最具针对性的策工具。相应地，宏观审慎政策是系统性风险和金融体系稳定性的基本政策支撑。在组织机构和制度安排上，金融稳定治理具有多种模式，但中央银行金融稳定职能得到不同程度的强化。

（一）物价稳定与金融稳定的内在关联性

“单一目标、单一工具”的政策体系认为物价稳定能自动实现金融稳定的政策逻辑需要进一步反思。即使物价长期稳定可有效保证经济产出位于潜在增长水平，但是，价格稳定基本能自动实现金融稳定的推论过于线性化。尤其是全球金融危机之前和之后的金融业发展均表明，金融业可以相对独立于实体经济而自我发展，从而使得物价稳定与金融稳定的关联性更加复杂化，金融体系自身风险需要成为金融稳定体系的关注。

（二）货币政策与金融风险的应对匹配性

从系统性风险应对和金融稳定目标实现上，货币政策缺乏足够的政策适用性。首先，货币政策在时间维度的系统性风险具有较好的政策基础和实践经验，但是，需要面对商业周期和金融周期非同步性、非线性以及动态不一致性等难题。其次，货币政策在应对空间维度的系统性风险上缺乏针对性的政策逻辑、工具储备和机制保障，影子银行、系统重要性以及货币政策自身对金融风险空间布局的内生改变使得货币政策缺乏足够的适用性和针对性。再次，货币政策传导存在风险承担效应，过低且持续过久的利率政策反而成为金融稳定的内生因子。全球金融危机之后的非常规货币政策及其副作用可能成为未来金融风险的根源之一。最后，开放条件下的外溢效应和溢回效应是货币政策难以独立处置系统性风险的重要约束。

（三）“多目标”框架与中央银行职能拓展

货币政策职能不等同于中央银行职能，金融稳定目标的实现呼唤中央银行转向“多目标”框架。中央银行应承担更加重要的金融稳定职责，重在发挥中央银行在货币政策和金融稳定中的链接功能。金融稳定目标的实现需要进行相应的政策拓展，实现“多目标”与“多工具”的匹配，其中，宏观审慎政策作为金融稳定的主导政策更加合理。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，同时对金融风险空间传染应对具有更针对性的应对能力；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，与货币政策形成显著的互补性。宏观政策

应该成为系统性风险应对的核心支撑，但是，宏观审慎政策需要在金融稳定治理框架中获得相应的机制保障，包括主体地位、政策工具和制度保障等。

（四）金融稳定三支柱与差异化治理模式

金融稳定治理框架中，央行的地位和职能是具有核心作用的。货币政策、宏观审慎和微观监管是广义金融稳定的三个支柱，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控，微观监管主要保障金融机构稳健性。

金融稳定的实现依赖职能、机构和机制的安排，本质是治理问题，也是货币政策、宏观审慎和微观监管三个支柱的多元组合选择和制度安排。从国际经验看，中央银行承担更大的宏观审慎政策职能具有较广泛共识，但是，金融稳定多元主体安排在全球具有更大的普遍性。目前金融稳定治理框架存在单一机构模式、双支柱框架、新加坡模式（或超级央行模式）以及责任共担模式等实践。双支柱是一种重要的政策实践，将货币政策与宏观审慎有效统筹在一起，中国已成为实践的领先者。

（五）宏观审慎和货币政策的链接功能

在金融稳定目标实现和制度安排匹配上，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前提条件。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。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强化宏观审慎政策和货币政策在危机应对、稳定产出、信息共享、工具互补和政策协调等领域的链接功能。

在政策目标上，如果是中央银行承担金融稳定责任，应该强化或扩大中央银行宏观审慎职能，而不应该由货币政策来主要承担金融稳定职能。多重目标需要多元政策工具加以匹配，形成一个“多目标、多工具”的政策体系。在工具匹配上，充分发挥货币政策应对顺周期效应的功能，但是，应该由宏观审慎政策来主要应对空间维度上的风险传染。二者应相互交织共同应对风险承担效应、溢出效应与溢回效应等风险。在政策独立性上，坚持货币政策、宏观审慎和微观监管“三个支柱”相对独立决策的方式，可提升政策审慎性。英国采取的与“三支柱”框架相互匹配的“三委员会”机制安排一定程度上可缓释多目标权衡的内在矛盾性。

值得注意的是，宏观审慎政策安排、金融稳定治理模式选择和中央银行职能调整将是一个动态发展过程。美联储政策正常化进程中，物价稳定的重要性在强化，金融稳定和宏观审慎职能是否会被弱化需要继续跟踪研究。欧元区和日本的非常规政策仍在深化，未来政策走向、央行职能演进以及金融稳定治理框架变化等亦值得持续关注。全球金融危机十年来，央行发挥了更大的金融稳定功能，为市场注入了巨量的流动性，但是却没有发生系统性的通胀压力，这是否是金融稳定与物价稳定“新常态”更加值得深入研讨。

参考文献:

- 陈雨露 马勇 阮卓阳: 2016:《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》第2期。
- 方意, 2016:《系统性风险的传染渠道与度量研究》,《管理世界》第8期。
- 李波, 2018:《构建货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架》,北京:中国金融出版社。
- 李宏瑾, 2018:《全球金融危机十年:经验、教训与启示》,《金融评论》第5期。
- 苏乃芳 李宏瑾, 2018:《相机抉择、简单规则与完全承诺最优货币政策》,《国际金融研究》第2期。
- 孙国峰, 2017:《后危机时代的全球货币政策新框架》,《国际金融研究》第12期。
- 王自力, 2005:《金融稳定与货币稳定关系论》,《金融研究》第5期。
- 项后军等, 2016:《理解货币政策的银行风险承担渠道》,《经济学动态》第2期。
- 易纲 汤弦, 2001:《汇率制度“角点解假设”的一个理论基础》,《金融研究》第8期。
- 郑联盛, 2018:《货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架:权衡与融合》,《金融评论》第4期。
- 周小川, 2011:《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、内在逻辑与主要内容》,《金融研究》第1期。
- 周小川, 2016:《把握好多目标货币政策:转型的中国经济的视角》,6月24日在华盛顿参加IMF中央银行政策研讨上的发言稿。
- Adrian, T. & H.S.Shin(2008), “Financial intermediaries, financial stability, and monetary policy”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No.346.
- Adrian, T. & H.S.Shin(2009), “Money, liquidity and monetary policy”, *American Economic Review* 99(2):600–605.
- Bagehot, W.(1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Charles Scribner’s Sons.
- Bank for International Settlements(BIS)(2011), “Central bank governance and financial stability”, Report by a Study Group (chaired by S.Ingves), <https://www.bis.org/publ/othp14.htm>.
- BIS(2017), “Macroprudential goals, implementation and cross-border communication: The People’s Bank of China”, BIS Papers, No.94.
- Bank of England(BOE)(2009), “The role of macroprudential policy”, <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2009/the-role-of-macroprudential-policy>.
- BOE(2012), *Financial Services Act 2012*, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted>.
- BOE(2013), “Monetary policy trade-offs and forward guidance”, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2013/monetary-policy-and-forward-guidance-in-the-uk>.
- BOE(2016), *Bank of England and Financial Services Act 2016*, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2016/14/contents/enacted>.
- Bernanke, B.S.(2013), “Long-term interest rates”, Speech at Federal Reserve Bank of San Francisco, March 1.
- Bernanke, B.S.(ed)(1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.
- Bernanke, B.S. & M.Gertler(2001), “Should central banks respond to movements in asset prices?”, *American Economic Review* 91(2):253-257.
- Bernanke, B.S. & M.Woodford(eds)(2005), *The Inflation-Targeting Debate*, University of Chicago Press.
- Blanchard, O. et al(2010), “Rethinking macroeconomic policy”, IMF Staff Position Note, No.SPN/10/03.
- Blanchard, O. et al(2013), “Rethinking macro policy II: Getting granular”, IMF Staff Discussion Note, No. 13/03.

Borio, C.(2003), “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, BIS Working Papers, No.128.

Borio, C.(2012), “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?”, BIS Working Papers, No. 395.

Borio, C.(2014), “The financial cycle and macroeconomics”, *Journal of Banking and Finance* 45:182-198.

Borio, C. & H.Zhu(2008), “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism”, BIS Working Papers, No. 268.

Borio, C. & P.Lowe(2002), “Asset prices, financial and monetary policy: Exploring the nexus”, BIS Working Paper, No.114.

Bornstein, G. & G.Lorenzoni(2018), “Moral hazard misconceptions: The case of the Greenspan Put”, *IMF Economic Review* 66:251-286.

Brunnermeier, M. et al(2012), “Macroeconomics with financial frictions: A survey”, NBER Working Paper, No. 18102.

Cecchetti, S. et al(2000), “Asset prices and central bank policy”, Geneva Reports on the World Economy, Centre for Economic Policy Research.

Clement, P. (2010), “The term ‘macroprudential’: Origins and evolution”, *BIS Quarterly Review*, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm.

Cochrane, J.(1998), “A frictionless model of U.S. inflation”, in: B.S.Bernanke & J. Rotemberg(eds), *NBER Macroeconomics Annual 1998*, Vol.13, MIT Press.

Cortes, F. et al(2018), "A comprehensive multi-sector tool for analysis of systemic risk and interconnectedness", IMF Working Paper, No.WP/18/14.

Crowe, C. & E.Meade(2012), “The evolution of the European Central Bank”, *Journal of Economic Perspectives* 21(4):69-90.

Curdia, V. & M.Woodford(2011), “The central bank balance sheet as an instrument of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics* 58(1):54-79.

De Grauwe, P. & D.Gros(2009),“ A new two-pillar strategy for the ECB”, CESifo Working Paper, No.2818.

Dell’Ariccia, G. et al(2014), “Real interest rates, leverage, and bank risk-taking”, *Journal of Economic Theory* 149:65-99.

Dell’Ariccia, G.et al(2016), “Bank leverage and monetary policy’s risk taking channel: Evidence from the United States”, *Journal of Finance* 72(2):317-373.

Eggertsson, G. et al(2016), “Secular stagnation in the open economy”, NBER Working Paper, No.22172.

ESRB(2016), “Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system”, Report by the Joint Taskforce.

Farhi, E. & J.Tirole(2012), “Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts”, *American Economic Review* 102(1):60-93.

Filardo, A. & J.Nakajima(2018), “Effectiveness of unconventional monetary policies in a low interest rate environment”, BIS Working Papers, No.691.

Financial Stability Board(FSB)(2011), “Macroprudential policy tools and frameworks: Progress report to G20”, http://www.fsb.org/2011/10/r_111027b/.

FSB(2012), “Global shadow banking monitoring report 2012”, http://www.fsb.org/2012/11/r_121118c/.

FSB(2013), “Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions”, <http://www.fsb.org/2014/10/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions-2/>.

Fischer, S.(2017a), “Monetary policy: By rule, by committee, or by both?”, Remarks at 2017 U.S. Monetary Policy Forum at New York on March 3rd.

Fischer, S.(2017b), “An assessment of financial stability in the United States”, Remarks at IMF Workshop on Financial Surveillance and Communication on June 27th.

G20(2010), *Seoul Summit Leaders’ Declaration*, Seoul, November 12.

Garrett, G. & R.Article(2010), “G2 in G20: China, the United States and the world after the global financial crisis”, *Global Policy* 1(1):17-26.

IMF(2013a), “Key aspects of macroprudential policies”, IMF Staff Report, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Key-Aspects-of-Macroprudential-Policy-PP4803>.

IMF(2013b), “The interaction of monetary and macroprudential policies” , IMF Staff Report, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Interaction-of-Monetary-and-Macroprudential-Policies-PP4732>.

IMF(2015), “Monetary policy and financial stability”, IMF Staff Report, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Monetary-Policy-and-Financial-Stability-PP4982>.

IMF, FSB & BIS(2016), “Elements of effective macroprudential policies: Lessons from international experience”, <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf>.

Issing, O.(2003), “Monetary and financial stability: Is there a trade-of?”, BIS Working Paper, No.18.

Ito, T.(2010), “ Monetary policy and financial stability: Is inflation targeting passé?”, ADB Working Paper, No. 206.

Jimenez, G. et al(2014), “Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?”, *Econometrica* 82(2):463-505.

Juselius, M. et al(2016), “Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates”, BIS Working Papers, No.569.

King, M.(2012),“Twenty years of inflation targeting”, Speech at The Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, Oct 9.

Kohn, D.(2015),“Implementing macroprudential and monetary policies: The case for two committees”, Presentation at FRB Boston Conference, October 2.

Kydland, F.E. & E.C.Prescott(1977), “Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy* 85(3):473-492.

Laeven, L.& F.Valencia(2012), “Systemic banking crises database: An update”, IMF Working Paper, No.WP12/163.

Lim, C. et al(2011), “Macroprudential policy: What instruments and how to use them?”, IMF Working Paper, No.WP11/238.

Lim, C. et al(2013), “The macroprudential framework: Policy responsiveness and institutional arrangements”, IMF Working Paper, No.WP13/166.

Lo, S. & K.Rogoff(2015), “Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth”, BIS Working Paper, No.482.

Masciandaro, D. & A.Volpicella(2016), “Macro prudential governance and central banks: Facts and drivers”, *Journal of International Money and Finance* 61:101-119.

Masciandaro, D.(2018), “Central banks and macroprudential policies: Economics and politics”, Baffi Carefin Center Research Paper, No.2018-78.

Meltzer, A.H.(2003), *A History of the Federal Reserve, 1913-1951*, University of Chicago Press.

Mester, L.J.(2016), “Five points about monetary policy and financial stability”, Sveriges Riksbank Conference on Rethinking the Central Bank’s Mandate, Stockholm, June 4.

Mishkin, F.S.(2011), “Monetary policy strategy: Lessons from the crisis”, NBER Working Paper, No.16755.

Myers, S.C. & R.G.Rajan(1998), "The paradox of liquidity", *Quarterly Journal of Economics* 113(3):733-771.

Nier, E. et al(2011), “Towards effective macroprudential policy frameworks: An assessment of stylized institutional models”, IMF Working Paper, No.WP 11/250.

Olsen, Ø.(2015), “Integrating financial stability and monetary policy analysis”, Speech given at London School of Economics, London, April 27.

Paulson, H.(2009), “Reform the architecture of regulation”, *Financial Times*, March 24.

Powell, J.H.(2017), “America’s central bank: The history and structure of the Federal Reserve”, Speech at West Virginia University, March 28.

Reinhart, C.M. & K.S.Rogoff(2008), “Is the 2007 U.S. subprime crisis so different? An international historical comparison”, *American Economic Review* 98(2):339-344.

Hambur, J. & J.Simon (2017), *Monetary Policy and Financial Stability in A World of Low Interest Rates*, Sydney: Reserve Bank of Australia

Smaga, P.(2013), “Assessing involvement of central banks in financial stability”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2269265.

- Smets, F.(2014), “Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?”, *International Journal of Central Banking* 10(2):263-300.
- Stein, J.C.(2012), “Monetary policy as financial stability regulation”, *Quarterly Journal of Economics* 127(1):57-95.
- Svensson, L.(2012), “The relation between monetary policy and financial stability policy”, *International Journal of Central Banking* 8(3):293-295.
- Svensson, L.(2016), “Cost-benefit analysis of leaning against the wind”, NBER Working Paper, No. 2190.
- Sveriges Riksbank(2013), “The financial stability report”, http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/FSR/2013/FSR_1/rap_fsr1_130527_eng.pdf.
- Taylor, J.(1999), “A historical analysis of monetary policy rules”, in: J.Taylor(ed), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.
- Taylor, J.(2013a), “Remarks on monetary policy challenges”, Economics Working Paper, No.13105, Stanford University.
- Taylor, J.(2013b), “International monetary policy coordination”, BIS Working Papers, No. 437.
- Taylor, J.(2016), “Can we restart the recovery all over again?”, *American Economic Review* 106(5):48-51.
- Tinbergen, J.(1969), *On the Theory of Economic Policy*, North Holland Press.
- Tucker, P.(2015), “Microprudential versus macroprudential supervision: Functions that Makes sense only as part of an overall regime for financial stability”, Presented at Boston Federal Reserve Bank Conference, 2-3 October.
- Tucker, P.(2016), “Macroprudential policy regimes: Definition and institutional implications”, in: O.Blanchard et al(eds), *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, MIT Press.
- White, W.(2006), “Is price stability enough?”, BIS Working Papers, No. 205.
- Woodford, M.(1995), “Price level determinacy without control of a monetary aggregate”, NBER Working Paper, No. 5240 .
- Woodford, M.(2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Woodford, M.(2012), “Inflation targeting and financial stability”, *Sveriges Riksbank Economic Review* 1:7-32.
- Woodford, M.(2016), “Quantitative easing and financial stability”, NBER Working Paper, No. 22285.
- Yellen, J.L.(2014), “Monetary policy and financial stability”, Speech at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, IMF, Washington, D.C., July 02.
- Yellen, J.L.(2017), “Financial stability a decade after the onset of the crisis”, Speech at “Fostering a Dynamic Global Recovery”, Jackson Hole, Wyoming, August 25.
- Zheng, L.(2018), “The macroprudential assessment framework of China”, CIGI Papers, No.164.

Monetary Policies, Macroprudential Policies and Changing Role of Central Banks: :

Theories and Practices

ZHENG Liansheng

(Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

Abstract: The global financial crisis demonstrates that the monetary policy system with ‘single target and single instrument’ has significant institutional drawbacks and price stability is not a sufficient condition for financial stability. With respect to dealing with systemic financial risks, monetary policy might not be the most targeted tool, while the macro-prudential framework should become the dominant policy for financial stability. Systematic risk response requires

strengthen the central bank's financial stability function. However, in the face of multi-objective trade-offs, the central bank needs to expand its macroprudential policy framework in order to achieve the matching of 'multi objectives' and 'multi tools'. The governance structures of macroprudential policy are quite diverse. Based on the 'three pillars' of monetary policy, macroprudential and microregulation, the governance structure of financial stability has such modes as single institution, double pillars, super central bank and responsibility-sharing. The essential mission of the expansion of the central bank's financial stability function is to strengthen the linkage between macroprudential policy and monetary policy by improving the governance framework.

Keywords: Central Banks' Roles; Monetary Policy; Macroprudential; Governance Models