



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 宏观经济理论与思想研讨会

(第2期)

开放条件下宏观审慎与 货币政策框架转型

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2021年9月



CMF宏观经济思想研讨会 第2期

全球视角下的宏观审慎政策与资本流动管制

报告人：范志勇

2021年9月15日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

内容提要

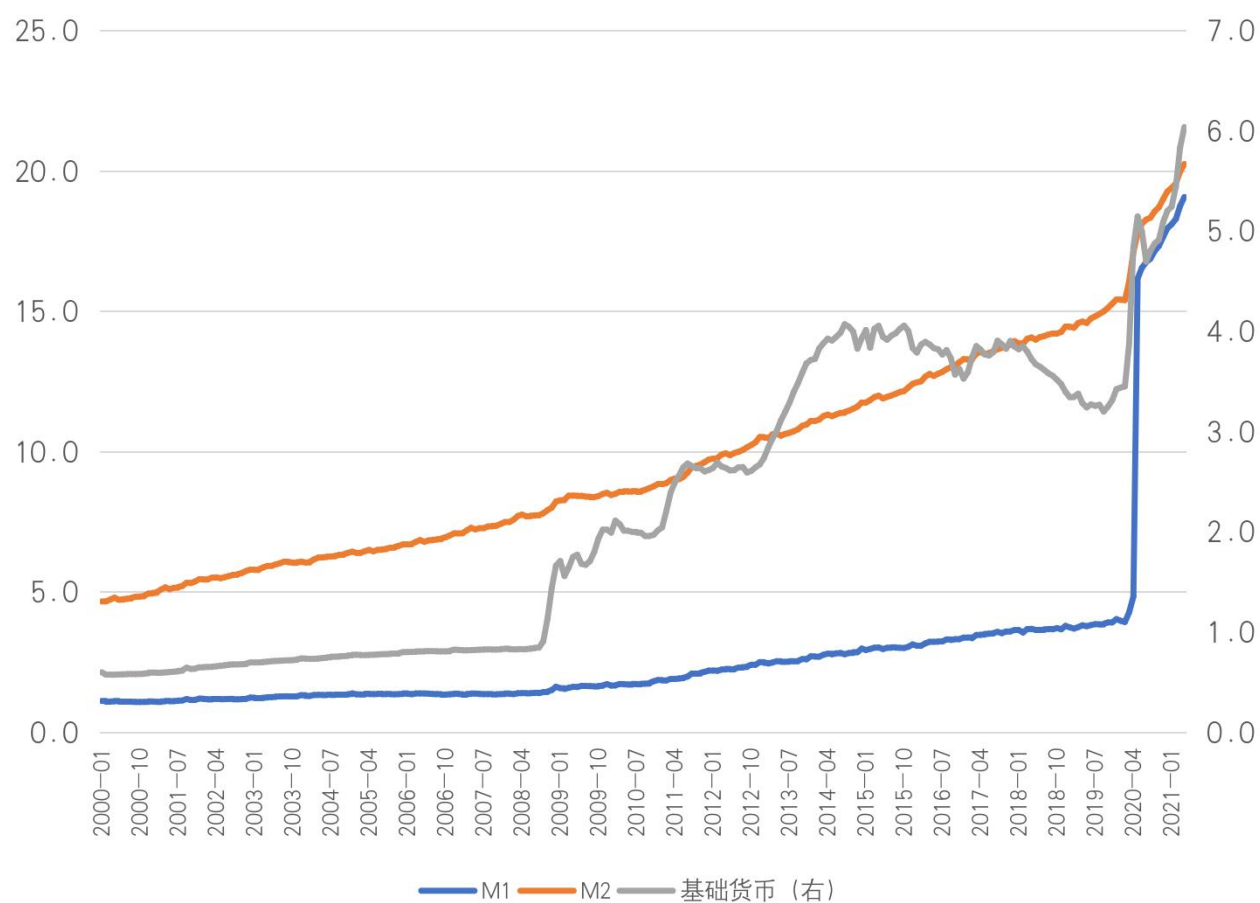
- 一、从不一样的流动性“双宽松”开始
- 二、应对全球市场危机和动荡的传统和现代思路
- 三、通胀目标制的“成功”经验可以复制么？
- 四、货币政策框架转型的后果及其原因？
- 五、如何解决出现的问题？

从不一样的流动性“双宽松”开始

- 在今年8月底美国 Jackson Hole 的“全球央行年会”上，美联储主席**鲍威尔**暗示将在今年内有序进行Taper计划（量化宽松政策退出）。
- 尽管鲍威尔表达对美国高通货膨胀只是短期现象的信心，但是比鲍威尔更加焦虑的却是新兴市场国家的央行行长们。
 - 使全球央行行长们担忧的，除了美国的通胀之外，更重要的是美国货币政策何时转向。
 - 2013年伯南克宣布美联储可能提前结束量化宽松，结果导致新兴市场国家接连出现金融市场动荡。
 - 一些新兴市场国家已经先于美国开启了货币政策紧缩之路，韩国、俄罗斯等等。

一、从不一样的流动性“双宽松”开始

• (一) 不一样的宽松货币政策



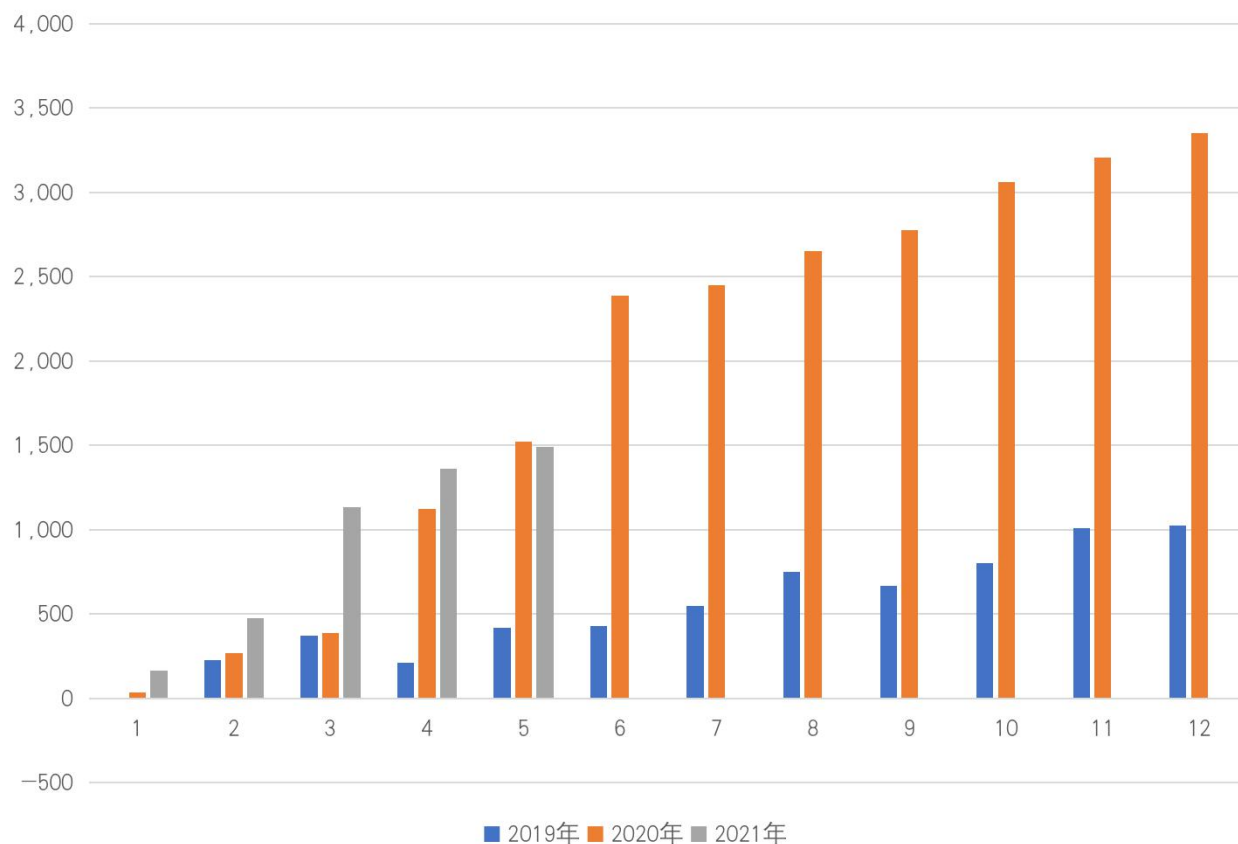
美联储资产规模从2015年初约4.5万亿美元下降至2019年8月3.76万亿美元的水平。2020年初疫情全面爆发之后迅速突破7万亿美元，截至2021年5月达到7.9万亿美元的水平。

扩张性货币政策不仅导致货币数量激增，而且扭曲了广义货币的内在结构，准货币的规模为大大压缩。随着M1在M2中的比例不断上升，表明货币数量激增的同时整体的流动性也在增强，为通货膨胀率的持续上升创造了条件。

一、从不一样的流动性“双宽松”开始

• (二) 极度扩张的财政政策

美国联邦政府累计财政赤字(十亿美元)



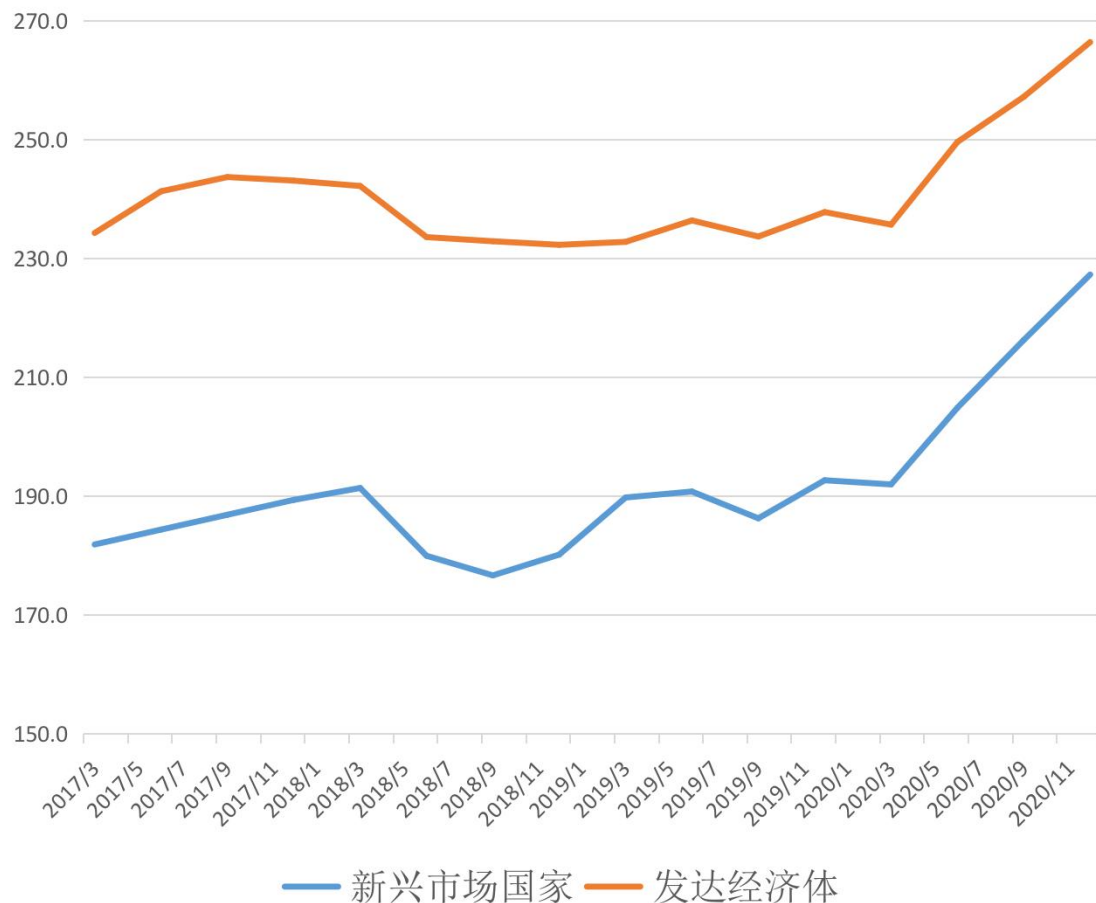
财政政策方面，3月11日，拜登总统签署了1.9万亿美元的新冠纾困救助法案。截至4月1日，该援助计划已进行第三次支出，前三次支出大约共计3350亿美元。

随着新一轮的财政刺激政策的出台，财政支出在3月份大幅增加，同比增长160.63%。因此，三月份美国财政赤字加速膨胀，达到6.6千亿美元，同比增长454.33%，环比增长112.14%。

截至5月份，美国的财政赤字已经达到1.49万亿美元，远超2019年全年1.02万亿的水平。

一、从不一样的流动性“双宽松”开始

• (三) 全球杠杆率再创新高



以私人部门（家庭、非营利机构和私人非金融企业部门）的杠杆率为例，2020年3月份发达国家杠杆率达到235.7%，2020年12月达到266.4%，3个季度内上升了13%，大约30个百分点。

新兴市场经济体也经历了类似的变化，2020年3月份发达国家杠杆率达到192.0%，2020年12月达到227.3%，3个季度内上升了18%，大约35个百分点。

如果美国及全球货币政策转向，由扩张转向紧缩，可能蕴含着下一场潜在的危机。

一、从不一样的流动性“双宽松”开始

- (四) 经济秩序动荡时期的新思潮
 - 现代货币理论 (MMT)
 - 政府为实施扩张性财政政策突破预算约束。
 - 兼顾就业和平均通胀的双支柱货币政策框架
 - 通货膨胀盯住转向兼顾就业和平均通胀，盯住平均通货膨胀率的货币政策规则天生具有更强的波动性。
 - 财政政策框架大转型：
 - “熨平经济周期”的财政政策转向大国竞争的财政政策。

二、应对全球市场危机和动荡的传统和现代思路

- 如何应对源自发达国家造成金融市场负外部性是所有国家面临的共同挑战。
- **(一) 传统思路：国际金融体系改革**
 - 1997年亚洲金融危机，2005年全球流动性过剩，2008年金融危机，历次危机之后都有呼吁进行**国际金融体系改革**。
 - 国际金融体系改革的倡议者试图通过国际金融体系的改革从源头、传导和后果三个方面来削弱国际金融危机对全球经济的冲击。
 - 源头方面，试图通过人为创建多元化的国际储备体系削弱美国和美元的金融垄断地位。
 - 传导渠道方面，试图通过加强资本管制削弱热钱过度的流动性。
 - 危机救助方面，希望通过提高发展中国家在国际货币基金组织的投票权获得更公平的救助机会。

二、应对全球市场危机和动荡的传统和现代思路

- 然而历次危机之后的全球金融体系改革“雷声大雨点小”。自20世纪70年代布雷顿森林体系解体之后鲜有进展。
 - 尽管周小川（2009）关于国际金融体系改革引起了广泛反响，得到俄罗斯、巴西和印度尼西亚等新兴市场国家支持，但美国总统奥巴马却在第一时间表示反对，认为没有必要创建新的国际货币。美国的立场得到了澳大利亚等盟友的支持，由此可见国际社会对国际金融体系改革存在争议。
 - 艾肯格林（2019）认为中国官方虽明知改革的难度却仍然建议对SDR进行改革，其真实意图在突出中国对现有体系的不满。金融危机已发生超过10年，超主权货币建设没有实际进展。
 - 国际货币体系具有强大的网络外部性，其变革需要参与国的集体努力。由于各国国际协调的成本极高，所以历史上无论是“单打独斗”式还是通过国际货币会议协调货币体系改革都是困难重重。

二、应对全球市场危机和动荡的传统和现代思路

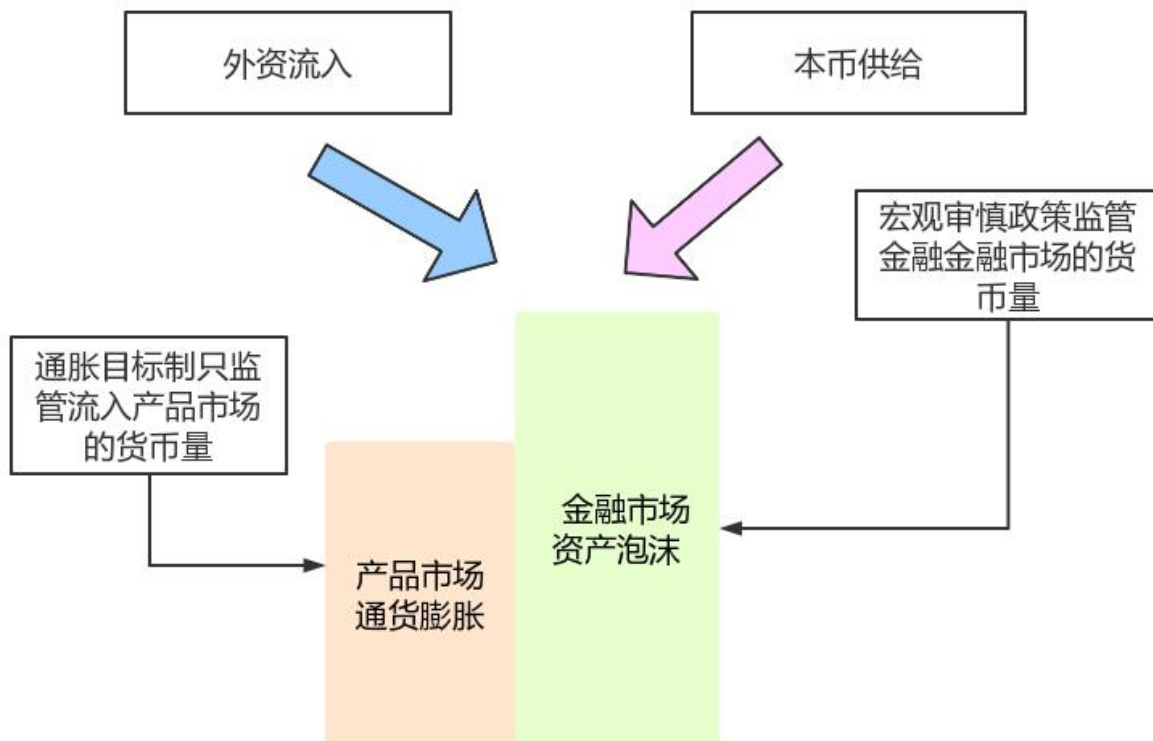
- (二) 现代思路：货币政策框架转型
 - 历史上的两轮货币政策框架转型
 - 20世纪80-90年代，以通货膨胀定制为核心的“新共识货币政策框架”转型。
 - “成功”地解决了自20世纪70年代以来的全球性通货膨胀问题。
 - 2008年之后，以附加宏观审慎政策为代表的“双支柱”政策框架转型。
- (三) 双支柱政策框架的逻辑：复制通胀目标制的成功经验
 - 通货膨胀目标制+宏观审慎
 - 货币政策框架日益成为国际金融体系的延伸。应为全球性危机越来越倚重货币政策框架转型。

二、应对全球市场危机和动荡的传统和现代思路

- (四) 被忽略的货币政策框架转型中的“因果错配”现象
 - 在封闭经济中，通货膨胀目标制和宏观审慎政策在相当高程度上可以实现本国通货膨胀稳定和金融市场稳定的双重目标。
 - 基于新古典经济学和理性预期的“动态不一致性”理论将一国持续的高通货膨胀归咎于凯恩斯主义政策框架下政府采取的机会主义行为。
 - 货币主义认为“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象”。
 - 对金融危机成因的研究将其归因于本国过高的宏观杠杆率。
 - 但是全球货币政策框架大转型的目标绝不是针对个别国家，而是全球性宏观经济不稳定问题。
 - 无论是20世纪70年代的全球性通货膨胀危机还是2008年的金融危机都是源于全球经济失衡和流动性过剩造成的外部冲击。对于大多数国家而言属于典型的输入型危机。

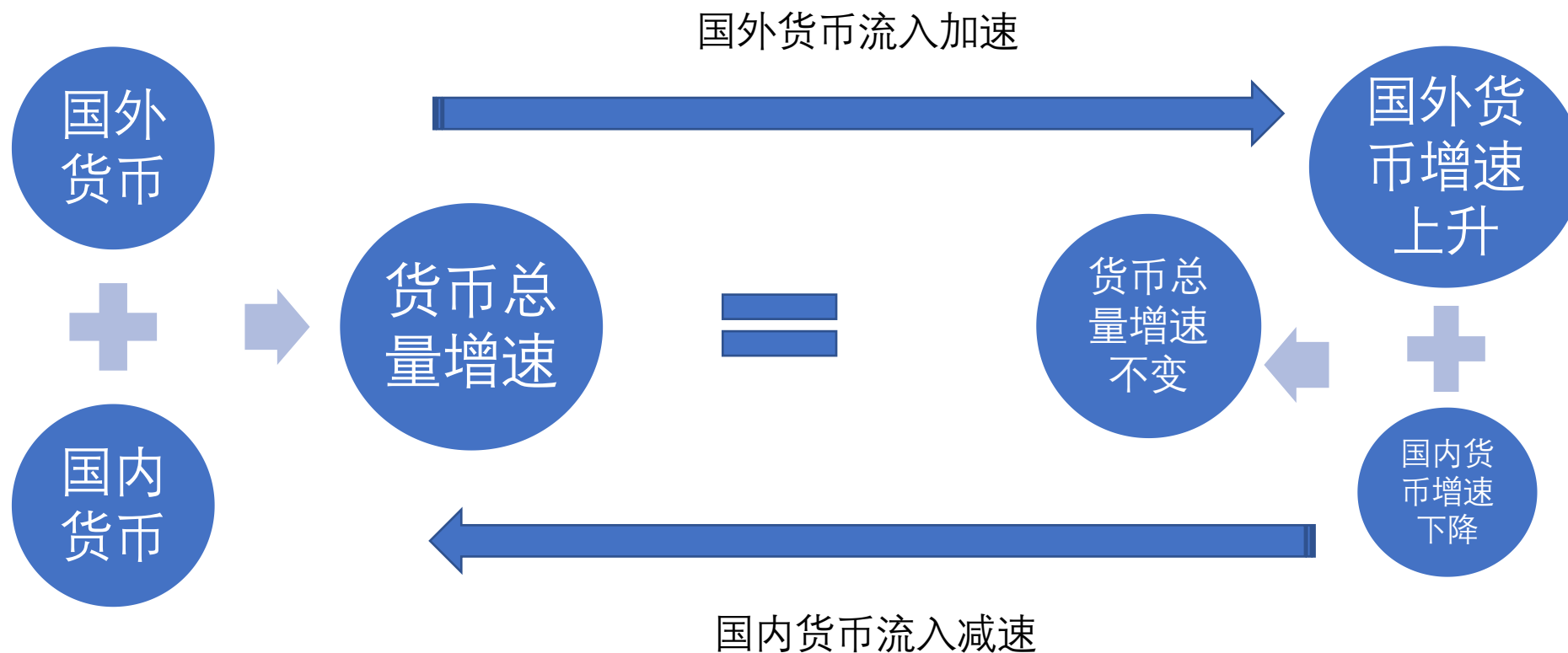
三、通脹目標制的“成功”的經驗

- 弗里德曼：通貨膨脹無論何時何地都是貨幣現象
- 通貨膨脹目標制運行模式成功的秘密



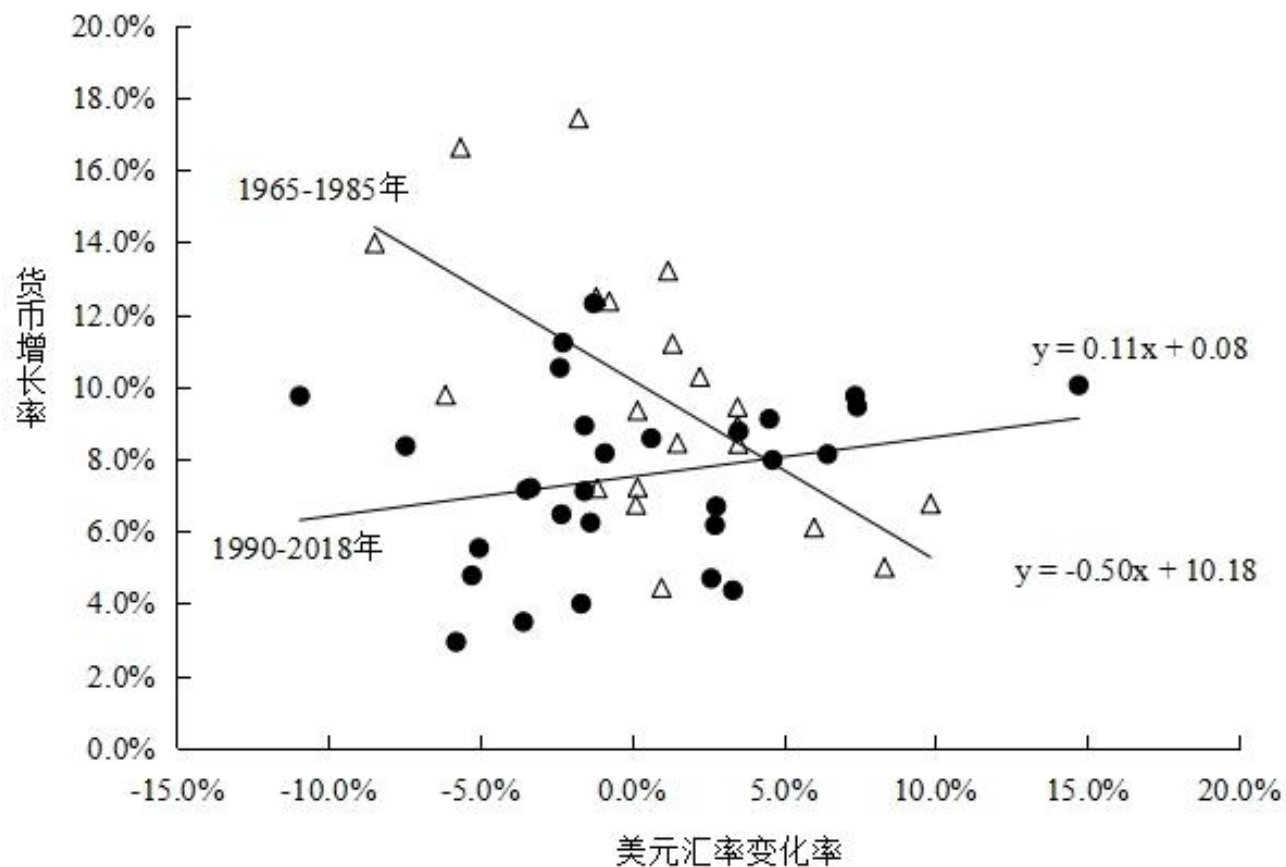
三、通胀目标制的“成功”的经验

- (一) 通胀目标制的“成功”的原因之一：国外货币对国内货币的挤出



三、通胀目标制的“成功”的经验

• 通胀盯住与全球货币供给机制变化



在1990年之前，美元贬值与其他工业国家的货币供给增长率之间存在显著的负相关关系。美元贬值及其预期推动资金流入其他工业化国家导致这些国家货币增长率加速；货币增长率加速的直接结果是通货膨胀压力上升。

在1991年之后，美元贬值与其他工业化国家货币供给增速之间的负相关关系消失。虽然美元汇率变化的幅度更大，但对其他工业化国家货币供给及通货膨胀的冲击反而更小。通货膨胀目标制为各国产品市场应对外部冲击起到缓冲作用。

三、通胀目标制的“成功”的经验

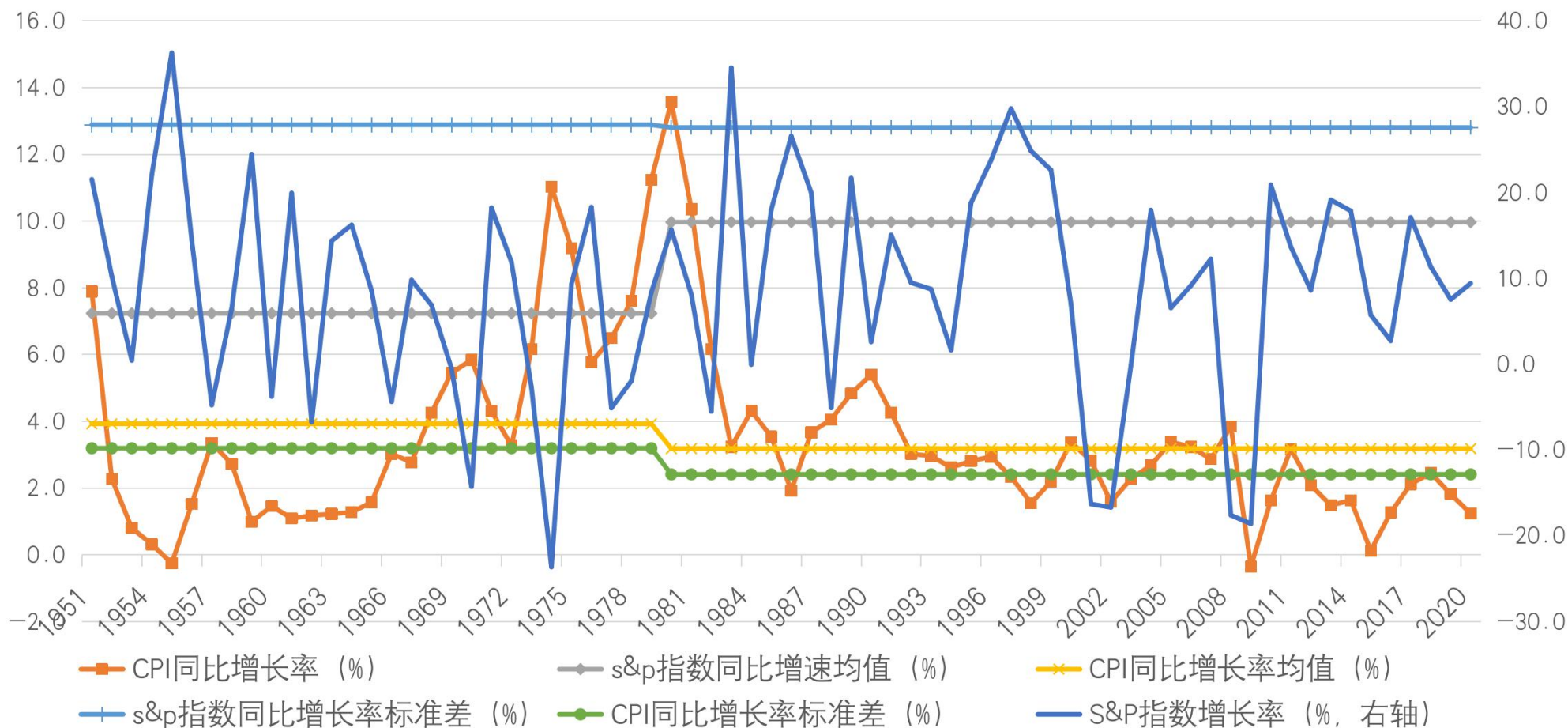
- 通胀目标制的“成功”的原因之一：货币从产品市场被挤入金融市场

流入产品市场的货币增速下降

流入金融市场的货币增速上升

三、通胀目标制的“成功”的经验

- 通胀目标制的“成功”的原因之一：货币从产品市场被挤入金融市场

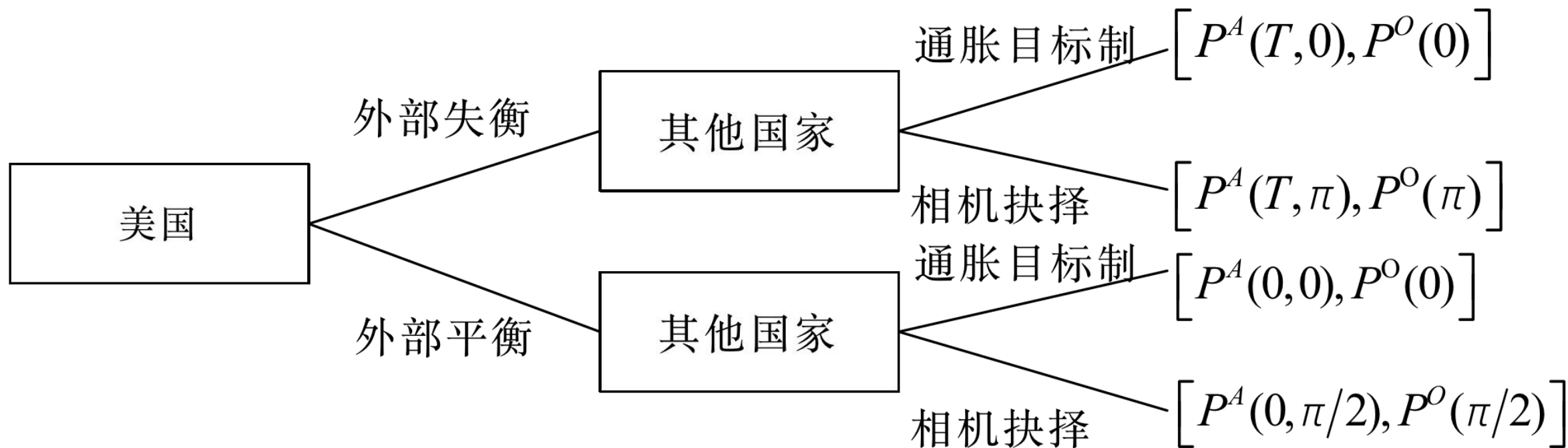


四、单一通货膨胀目标制框架转型的后果

- 1. 货币政策框架转型蕴含的道德风险问题和动态博弈
- 美国：
 - 对于美国来说，贸易逆差导致美元流出，会产生铸币税收益；但因此也会导致全球和本国通货膨胀率提升，因此两者之间存在权衡关系。
 - 逆差越大，美国所获铸币税收益越高；通货膨胀越高，收益越低。
- 其他国家：
 - 其他国家保持低通货膨胀时，美国就能实现低通货膨胀。美国的通货膨胀不仅取决于自身的选择，还取决于其他国家的选择。
 - 如果这些国家选择相机决策的货币政策，随着美国经济经常项目逆差逐渐扩大，美元汇率出现大幅度波动，全球通货膨胀趋势性上升。当通货膨胀达到一定水平，造成的损失超过外部失衡所带来的收益时，美国将不得不对其政策进行调整。
 - 其他国家选择采取通货膨胀目标制后，有效的阻断了美国经济失衡和全球通货膨胀之间的联系。因此无论美国的外部失衡如何严重，所有国家均处于低通货膨胀水平。
- 通货膨胀目标制的实施无疑加剧了美国发生经济失衡的道德风险问题。

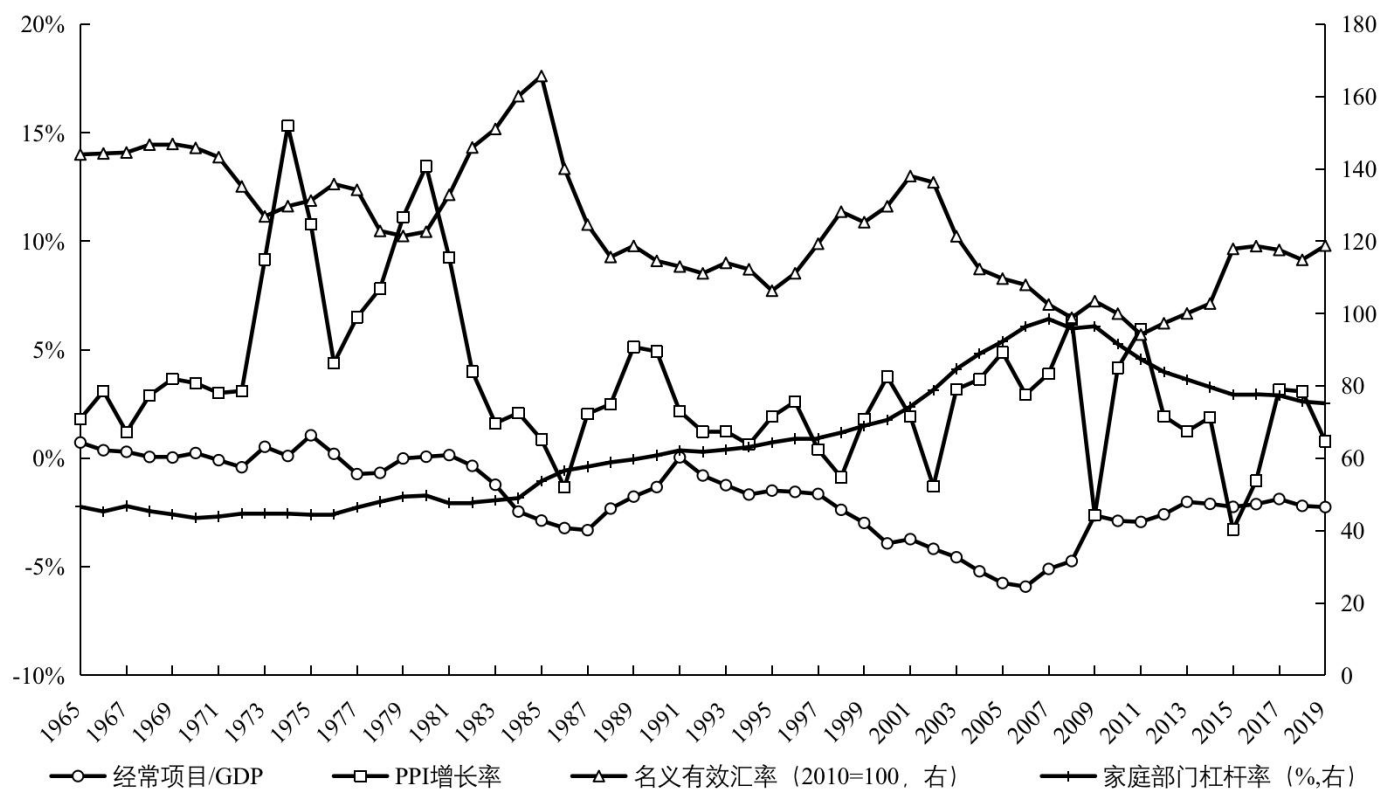
四、单一通货膨胀目标制框架转型的后果

图3 通货膨胀目标制中的动态博弈



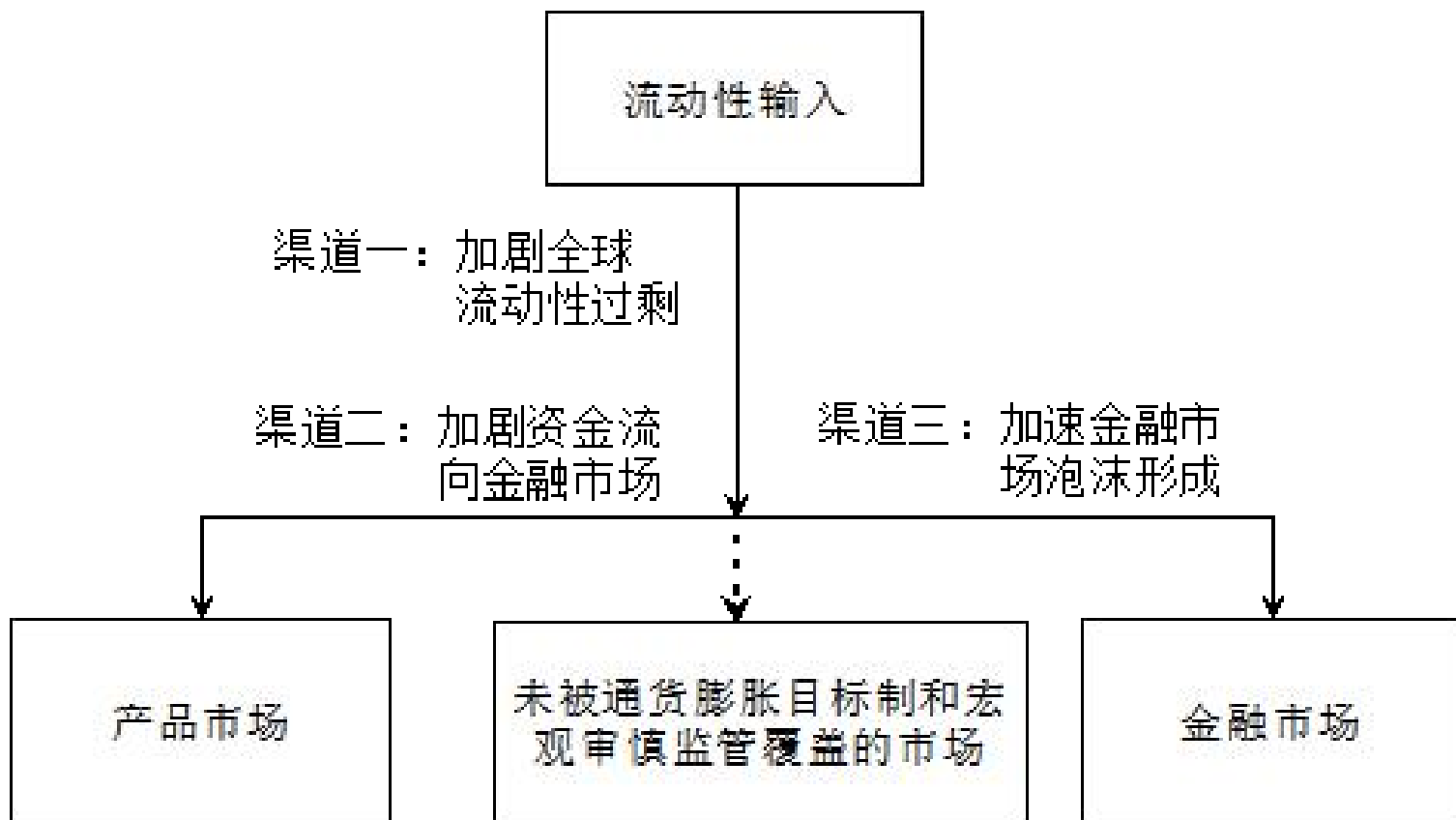
四、单一通货膨胀目标制框架转型的后果

• 2. 全球经济失衡得到控制了么？



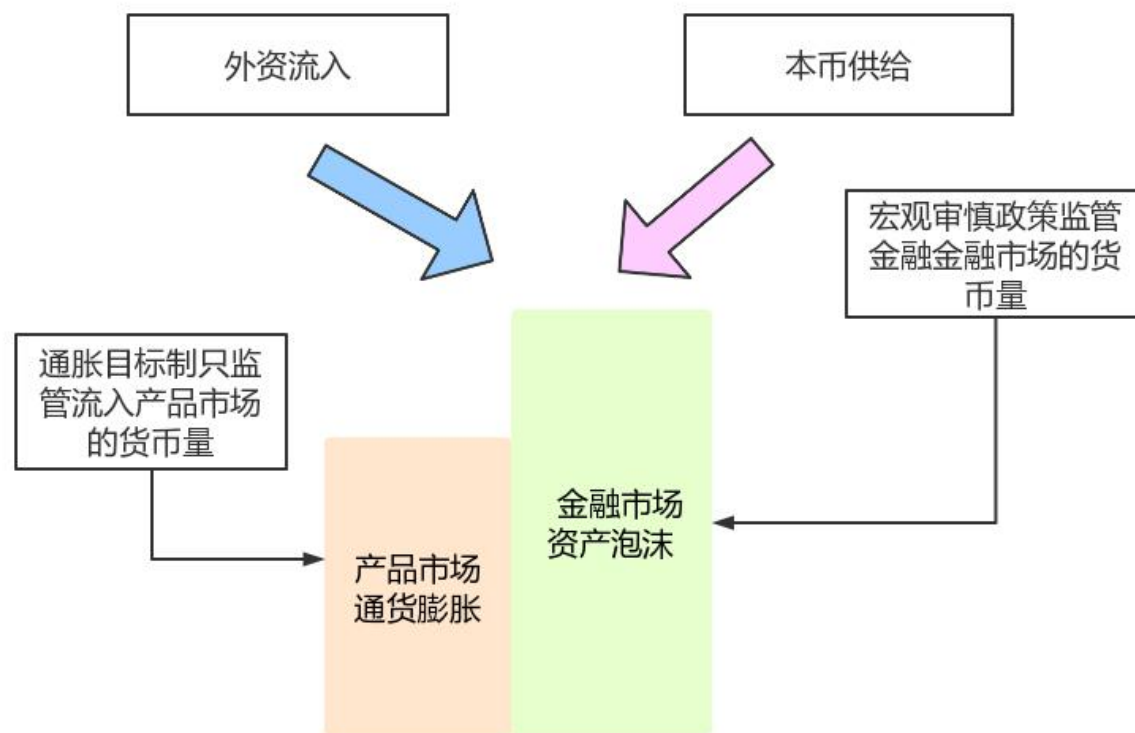
四、单一通货膨胀目标制框架转型的后果

• 3. 单一的通货膨胀目标制加剧金融危机风险



四、单一通货膨胀目标制框架转型的后果

- 通胀目标制的“成功”经验可以复制么？双支柱政策框架的两个问题：
 - 第一，是否还有其他的容纳流动性的场所？
 - 第二，本币供给如何对外资流入作出响应？

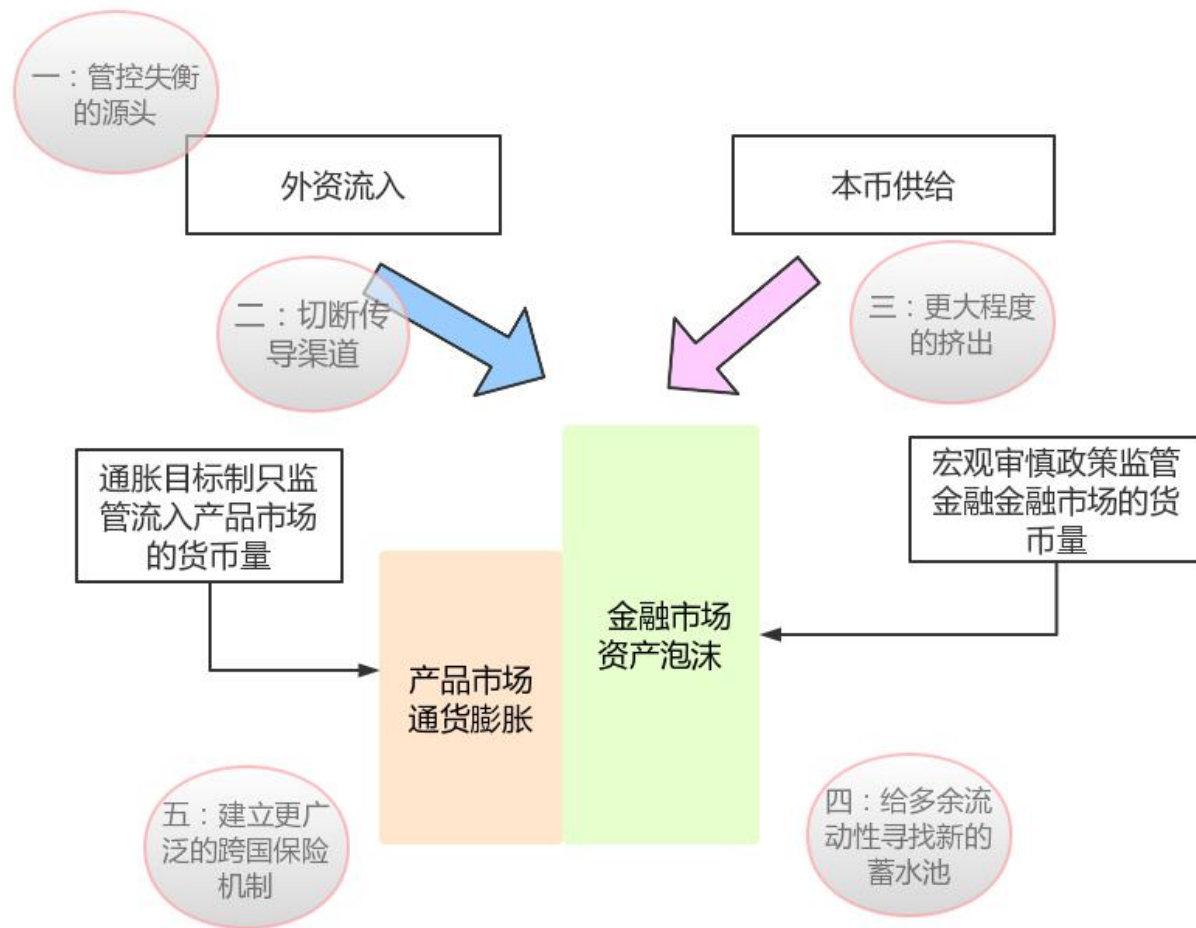


五、如何解决出现的问题？

- 宏观审慎政策的有效性从根本上取决于其是否能从源头上和流入渠道上控制美国经济失衡导致的全球性流动性供给过剩。
- 如果全球性流动性过剩问题无法得到解决，那么过剩的流动性最终会在某些商品或资产的价格上得到体现。
 - 第一，假设宏观审慎政策也产生道德风险问题，导致美国经济失衡更加严重，全球经济将会面临更大的潜在风险。
 - 第二，类似于在单纯的通货膨胀目标制下，处于监管盲区的市场更容易产生严重的资产泡沫一样。
 - 第三，如果通货膨胀目标制和宏观审慎政策已经覆盖全部市场，那么在全球经济失衡背景下，外资流入将对其他国家“内源性”货币供给产生更强的挤出效应，其背后隐含的是本国铸币税更多地被美国侵占。
- 宏观审慎政策框架的实施及其有效性仍然是一个极其复杂的问题，如果无法从源头上遏制系统性流动性供需失衡，难以一劳永逸地避免下一次全球性经济危机。

五、如何解决出现的问题？

- 应对潜在危机的可能渠道



五、如何解决出现的问题？

• 国际金融体系改革与货币政策框架转型的比较

	事前约束式改革	事后救济式改革	货币政策框架转型
改革目的	增强流动性供给的合意性	削弱流动性供给波动的负面影响	削弱流动性供给波动的负面影响
改革方向	自上而下	自下而上	-
应对危机的模式	遏制失衡的源头	对失衡的负面影响进行救助	针对失衡的特定表现，如高通胀或高杠杆等
是否涉及国际金融体系权力再分配	涉及“权力”再分配，属于零和博弈	局部涉及	不涉及
是否需要国际协调	需要，且有极高的协调成本	需要，成本较低	不需要
是否存在道德风险	-	存在	存在

五、如何解决出现的问题？

- 国际金融体系改革困难重重的主要原因是改革过程中存在的严重机会主义行为以及集体决策的困局。
 - 从国际金融体系改革所涉及的权利再分配来看，“事前约束式”改革是一种“自上而下”的改革。由于具有“零和博弈”的性质，难以取得实质性进展。
 - 相比而言，“事后救济式”改革是“自下而上”的改革，由参与国自发组织，希望通过建立保险机制来提高抵御外部冲击的能力。这种改革不涉及国际金融体系核心“权力”的再分配，因此改革的难度相对较低。
- 从国际金融体系改革所涉及的政策协调来看，“事前约束式”改革需要国际政策协调，而且具有极高的协调成本。
 - “事后救济式”改革虽然也需要进行国际政策协调，但这种协调主要涉及参与国对保险机制成本的分摊，协调成本相对较低。
 - 但是，与“事前约束式”改革过程存在严重的“搭便车”行为不同，事后救济式改革所产生的机会主义行为主要体现为道德风险。

五、如何解决出现的问题？

- 在应对国际金融体系失衡所造成的负面影响方面，国际社会最终选择了成本相对较低的方式，即“事后救济式”改革和货币政策框架转型。
- 与“事前约束式”改革相比，这两种模式成本低，可行性强。无论是“事后救助式”改革还是货币政策框架转型，在短期内都有助于国际金融体系和世界经济的稳定，因此得到学术界和各国政府的大力支持和积极推动。
- 然而事实证明，这两种模式无法从根本上避免全球性金融危机的爆发。20世纪90年代兴起的通货膨胀目标制被2008年的金融危机证明只是拖延了危机爆发的时间，改变了危机爆发的形态，而无法彻底消除现有国际金融体系的弊端。

五、如何解决出现的问题？

• 宏观审慎政策的工具

- 各国宏观审慎政策工具大致可以分为五种类型，包括基于资产视角的工具、基于负债视角的工具、基于资本视角的工具，基于税收类工具和制度性工具，见表1。

- 根据IMF调查，2018年约72%的被调查国家建立了某种形式的宏观审慎政策框架，最常用的宏观审慎工具包括贷款价值比率(LTV)、债务收入比(DTI)、杠杆率约束(LB)、动态拨备(DP)以及逆周期资本要求(CCyB)等。其中逆周期资本及杠杆率约束使用频率较高，分别占到约39%和18%(IMF, 2018)。

• 宏观审慎政策不应忽视对跨境资本流动的监管

- 宏观审慎政策的实质是要将通胀目标制的“成功”经验复制到金融市场。
- 一方面，这些政策实质上是通过对控制流入金融市场的资金规模避免潜在金融泡沫和危机，如例如贷款价值比率就是根据抵押品的价值锚定贷款市场的成交规模。
- 另一方面，宏观审慎不应忽视对跨境资本流动的监管。

六、结论

- 第一，在“单一目标和单一工具”为特征的通货膨胀目标制下，全球金融危机的发生并非仅仅是由于监管机构对金融市场的“善意忽略”。通货膨胀目标制至少通过三种机制加速全球金融泡沫积累和金融危机爆发，并放大了金融危机的剧烈程度。
- 第二，除了现有研究已经发现的原因之外，通货膨胀目标制有效的原因是其在产品市场上建立起国际货币对本国货币的挤出机制。通货膨胀目标制普遍建立前后，美国经济失衡与全球货币供给机制之间的关系发生显著变化。各国货币政策框架转型很大程度上是为了应对国际金融体系扭曲造成的负外部效应，以牺牲本国货币发行权利为代价换取货币总量的稳定。
- 第三，各国货币政策框架转型只能延缓，但无法彻底避免全球经济失衡的负面效应。在美元垄断国际货币发行能力的前提下，美国外部经济失衡所创造出来的过剩流动性必然反映在某些产品或者资产价格上。凡是没有被纳入监管的市场，都可能产生严重的价格泡沫，并最终引发金融或经济危机。不仅如此，通货膨胀目标制的普遍建立还增强了美国机会主义行为的动机，布雷顿体系解体之后美国经常项目的逆差规模非但没有缩小反而日益扩大。
- 第四，自布雷顿体系解体之后，国际社会主要采取成本低和可行性高的方式来应对国际金融市场失衡，包括对国际金融体系进行“事后救济式”改革和货币政策框架转型。但是这两种方式同样都是治标不治本。如果无法从源头上遏制全球经济失衡和流动性泛滥，全球性危机可能无法避免。应对全球性金融危机仍然要回归以“事前约束式”改革为主的国际金融体系改革。
- 第五，在国际金融体系改革短期内难以取得全面性进展的情况下，加强资本流动管制政策成为有效避免输入性金融危机的政策选择。

谢谢！



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



聚焦“开放条件下宏观审慎与货币政策框架转型”， CMF 中国宏观经济理论与思想报告发布

9月15日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济理论与思想研讨会（第2期）于线上举行。百度APP、新浪财经、凤凰网财经、WIND、搜狐财经、证券时报、中国网、同花顺财经、好看视频等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数逾40万人次。本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员刘凤良主持，聚焦“全球视角下宏观审慎与货币政策框架转型”，知名经济学家张杰、张斌、张明、刘庆、范志勇联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员范志勇代表论坛发布CMF宏观经济理论与思想报告。

报告围绕五方面内容来展开：

- 一、不一样的流动性“双宽松”；
- 二、应对全球市场危机和动荡的传统和现代思路；
- 三、通胀目标制的“成功”经验是否可以复制；
- 四、货币政策框架转型的后果及原因；
- 五、建议与结论。

报告首先从不一样的流动性“双宽松”引入，当今国际金融领域最热门的话题是**美国货币政策的调整**。在8月底全球央行会议上美联储主席表达了下半年美国货币政策调整的展望。美联储主席的发言吸引了全球包括央行行长和市场人士的关注，因为美国货

币政策的调整会对全球经济造成实质性的冲击。比如，2013年伯南克宣布美联储可能提前结束量化宽松，结果导致新兴市场国家接连出现金融市场动荡。

“双宽松”指的是**宽松货币政策**和**极度扩张的财政政策**。美联储资产规模从2015年初约4.5万亿美元下降至2019年8月3.76万亿的水平。2020年初疫情全面爆发之后迅速突破7万亿美元，截至2021年5月达到7.9万亿美元的水平。扩张性的货币政策不仅导致货币数量激增，而且扭曲了广义货币的内在结构，准货币的规模被大大压缩。随着M1在M2中的比例不断上升，货币数量激增的同时整体的流动性也在增强，为通货膨胀率的持续上升创造了条件。财政政策方面，3月11日拜登总统签署了1.9万亿美元的新冠纾困救助法案。截至4月1日，该援助计划已进行第三次支出，前三次支出大约共计3350亿美元。随着新一轮财政刺激政策的出台，财政支出在3月份大幅增加，同比增长160.63%。三月份美国财政赤字加速膨胀，达到6.6千亿美元，同比增长454.33%，环比增长112.14%。截至5月份，美国的财政赤字已经达到1.49万亿美元，远超2019年全年1.02万亿的水平。

当前**全球杠杆率处于新高**的位置，以私人部门（家庭、非营利机构和私人非金融企业部门）的杠杆率为例，2020年3月份发达国家杠杆率达到235.7%，2020年12月达到266.4%，3个季度内上升了13%，大约30个百分点。新兴市场经济体也经历了类似的变化，2020年3月份发达国家杠杆率达到192.0%，2020年12月达到227.3%，3个季度内上升了18%，大约35个百分点。如果美国及全球货币政策转向，由扩张转向紧缩，可能蕴含着下一场潜在的危机。

其次，报告介绍了**应对全球市场危机和动荡的传统与现代思路**。如何应对源自发达国家造成金融市场负外部性是所有国家面临的共同挑战。传统思路主张国际金融体系改革，回顾历史，1997年亚洲金融危机、2005年全球流动性过剩、2008年金融危机，历次危机之后都有呼吁进行国际金融体系改革。国际金融体系改革的倡议者试图通过国际金融体系的改革从**源头、传导和后果**三个方面来**削弱国际金融危机对全球经济的冲击**。在源头方面，试图通过人为创建多元化的国际储备体系削弱美国和美元的金融垄断地位；传导渠道方面，试图通过加强资本管制削弱热钱过度的流动性；危机救助方面，希

望通过提高发展中国家在国际货币基金组织的投票权获得更公平的救助机会。然而历次危机之后的全球金融体系改革“雷声大雨点小”，自20世纪70年代布雷顿森林体系解体之后鲜有进展。现代思路倡导**货币政策框架转型**。历史上有过两轮货币政策框架转型，一次发生在20世纪80到90年代，以通货膨胀盯住制为核心的“新共识货币政策框架”转型，“成功”地解决了自20世纪70年代以来的全球性通货膨胀问题；另外一次是2008年之后，以附加宏观审慎政策为代表的“双支柱”政策框架转型。后者的内在逻辑是复制**通胀目标制的成功经验**，在其基础上叠加**宏观审慎政策**。货币政策框架日益成为国际金融体系的延伸。在封闭经济中，通货膨胀目标制和宏观审慎政策在相当高程度上可以实现本国通货膨胀稳定和金融市场稳定的双重目标。但是全球货币政策框架大转型的目标绝不是针对个别国家，而是全球性宏观经济不稳定问题。无论是20世纪70年代的全球性通货膨胀危机还是2008年的金融危机都是源于全球经济失衡和流动性过剩造成的外部冲击，对于大多数国家而言属于典型的输入型危机。

通货膨胀目标制的“成功”经验是否可以复制用来应对金融冲击呢？国内流动性的来源是外资流入以及本国央行注入货币，国内市场包括金融市场和产品市场，金融市场的价格上升被定义为**资产泡沫**，而产品市场的价格上升被定义为**通货膨胀**。引用弗里德曼说的一句名言，通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象。无论是产品市场发生了高通胀还是金融市场发生了严重的泡沫，背后一定有**流动性过剩**的源头。控制市场流动性就可以避免通货膨胀或资产泡沫。报告就此分析了通货膨胀目标制的“成功”原因，第一是**国外货币对国内货币的挤出**，从而降低了市场的流动性。在国外货币流入增加时，本国中央银行减少来自本国国内货币的供给，从而维持总货币量稳定。这使得外资流入自动对本国货币供给产生一个挤出效应，从而保证了总的流动性的稳定和通货膨胀率的稳定。第二个原因是为了实现通货膨胀的稳定，**多余的资金从产品市场挤入其他市场**。在通货膨胀目标制下，中央银行主要关注产品市场，但对其他市场的监管相对忽略，这样只要多余的流动性不停留在产品市场上而进入其他市场上，并不会引发货币政策剧烈的调整。

但这种貌似成功的现象背后有一定的问题，**第一是货币政策框架转型蕴含的道德风险和动态博弈**。对于美国来说，贸易逆差导致美元流出，会产生铸币税收益；但因此也

会导致全球和本国通货膨胀率提升，因此两者之间存在权衡关系。其他国家选择采取通货膨胀目标制后，有效地阻断了美国经济失衡和全球通货膨胀之间的联系。无论美国的外部失衡如何严重，所有国家均处于低通货膨胀水平。通货膨胀目标制的实施加剧了美国发生经济失衡的道德风险问题。当全球统一的通货膨胀目标制框架建立之后，美国负责发钱，全球其他国家和美国一起负责控制通货膨胀。在一定程度上相当于美国通过创造多余的货币掠夺了其他国家货币发行的权利。**第二是单一的通货膨胀目标制加剧金融危机风险。**那么如何解决出现的问题呢，报告指出，如果想避免全球流动性过剩对金融市场造成的冲击，有五个渠道：

第一，从源头上控制流动性过剩；

第二，从传导渠道上控制外资对本国的流入；

第三，本国的货币在更大程度上被外资挤出；

第四，让金融市场多余的流动性进入其他市场；

第五，建立一个更广泛的保险机制。

对于宏观审慎政策来讲，在控制流动性过剩的源头方面的作用相对有限。所以，宏观审慎政策如果要想达到预期效果，特别是在全球流动性过剩长期存在的背景下，需要切断外资对本国的流入。切断传导渠道并不是一味反对外资流入，而是针对过度外资流入可能造成的不良的结果。在过度外资流入的情况下，要实现本国产品市场和金融市场的稳定，不是外资对本币更大程度的挤出，就是找到其他的市场吸收流入的外资。

与此同时，报告还比较了传统国际金融体系的改革和货币政策框架转型目标、行动机制、是否存在协调、是否存在道德风险等。报告发现，相对于国际金融体系改革来说，货币政策框架转型协调成本较低，在这种情况下，各国普遍选择通过货币政策框架转型，包括通货膨胀的目标制、宏观审慎来解决原本要通过国际金融体系改革才能完成的工作，成本比较低，但可能会在效果上面临一些挑战。

目前，虽然宏观审慎监管政策已经在很多国家得到了实施，但是考察各国实施宏观审慎政策可以发现宏观审慎政策实际上主要是盯住了一些国内的宏观杠杆率等类似指标，但对于资本流动的监管重视程度不够。本报告的一个主要目的就是在分析宏观审慎监管及通货膨胀目标制有效性来源的基础之上，提出应该在**关注国内宏观杠杆率等指标的同时，还要关注国际资本的流动**。当金融市场出现过度异动或过度资本流动时，要适当采取一些跨国资本流动监管措施，这是本报告主要的一个结论。

最后，报告总结了在理论方面进行的一些研究，得出了以下几个方面的结论。

第一，**通货膨胀目标制政策的实施和 2008 年金融危机间的关系，并不是因为简单的善意忽略了金融市场**。通货膨胀目标制的实施至少通过三种机制加速危机的爆发。

第二，通货膨胀目标制有效的原因是**外资流入对本币产生的挤出效应**。

第三，货币政策框架转型如果没有办法避免全球流动性失衡或者是流动性供给过剩的情况，它只能起到**缓解或者推迟危机**的状况，**很难从源头上避免全球性的危机**。

第四，落脚到具体政策建议方面，我们在实行“双支柱”政策的同时**不应该忽略对资本流动的监管**。

论坛第二单元，各位专家就货币政策框架转型将会对开放条件下宏观经济理论产生哪些影响发表了自己的观点。

清华大学经济管理学院经济系长聘副教授**刘庆**认为，如果想要分析货币政策框架的转变，分析货币政策和宏观审慎政策的协调发展**需要一个统一的框架**。在这个框架中要结合中国的特点，尤其是**中国银行间市场的特点**。中国经济的特点在于银行间市场不同的银行和实体企业的关联存在着**异质性**。国有银行和大银行可能和国企、政府部门的关联更加紧密，风险厌恶程度比较高，所以更加倾向于向软预算约束的国企和政府部门提供信贷供给。而中小银行由于资金成本较高，它更加倾向于向民营企业和风险较高的行业进行信贷分配的比例更高。可以发现，信贷流动性分配也存在一种结构性效应，这种

结构性效应也和参与到银行间市场的异质性金融机构相关。

中国社科院金融研究所副所长**张明**认为，次贷危机后全球货币政策转型面临三大挑战：第一是**货币政策本身要不要对资产价格做出反应**。第二是**货币政策自身面临的挑战**，在次贷危机后全球经济陷入了长期性停滞，被称为“三低一高”——低增长、低通胀、低利率和高债务。为了应对这一长期性停滞，美联储把盯住通货膨胀目标制改为平均通货膨胀目标制，背后蕴含了三个变化。一是把前瞻性的货币政策制定变成了前瞻后顾型的货币政策，如果过去通胀比较低就可以允许未来通胀比较高，所以后顾性增加了；二是把一个简单透明的规则变成了相机抉择的决策机制，这个决策机制变得更加不透明；三是相比过去更加关注通胀，目前更多的权重被分配到了就业维度。第三是**关于MMT的一些争论**。

中国人民大学财金学院教授**张杰**认为，本次经济金融危机后美国的货币政策进退失据，效果不显著。在美国爆发的金融危机和经济危机不是市场失灵，而是人本主义的失灵。而中国应对相对较好的原因在于中国政策实施过程中非常重要的人本主义精神。救市先救人，与此相应的货币政策，我国提出了稳健中性货币政策实际上就包含了人本主义的精神。

中国社科院世界经济与政治研究所副所长**张斌**认为，宽松货币政策并未造成高通胀与收入分配两极分化。首先宽松货币政策其实并没有带来更多的货币，其次并没有恶化收入分配，因为经济在下行的时候，收入受到最大损失的是低收入群体，由于他们在收入最底层，最容易降薪，最容易失去工作，宽松货币政策通过熨平经济的波动对他们的帮助是最显著的。

接下来，就操作层面如何协调货币政策、宏观审慎政策及资本管制这一问题，专家们提出了各自的见解。

刘庆认为，应当建立统一框架分析货币政策、宏观审慎政策和资本管制的协调性。它认为应该把货币政策、宏观审慎政策和资本管制放在一个统一框架下分析，这样才能根据既定目标分析相应政策间的协调性。毕竟如果从两种政策间的关系上来讲，它们的

传导机制非常相似，都是通过影响金融机构的资产负债表来影响到宏观经济和金融市场的稳定性的。他认为建立一个统一分析框架的好处体现在能够从数据上鉴别其数量上的有效性，而不仅仅是不同的机制。我们还需要理解在不同的阶段、不同的冲击下，哪一种机制更占优，主导性的作用。

张明认为，货币政策、宏观审慎和资本账户管制三者应该有机配合。他以当前中国经济形势为例介绍了这三个政策间如何有机配合。在当前宏观形势下，出于国内稳经济的考量，货币政策毫无疑问应该放松，与此同时，防范化解系统性金融风险依然是一大挑战，所以这个时候宏观审慎监管政策还是维持一个比较紧的平衡。但宏观审慎监管政策同时还需要具有前瞻性和反周期性，正常情况下当经济压力下行比较大的时候，宏观审慎监管应该适当偏松。所以，如果短期下行压力过大，宏观审慎监管可以做一些动态调整。对于这三个政策之间的关系他有如下四个观点，第一，资本异常流动会增加货币政策与宏观审慎监管政策间进行协调的难度；第二，目前的宏观审慎政策的确过于注意国内金融市场的控制，相对而言忽视了跨境资本流动；第三，目前情况下我们的汇率应该更加具有弹性；第四，在当前环境下，保持适当的资本账户管制还是有必要的。

张杰认为，讨论政策调整和政策协调的问题，首先需要经济增长理念转型。主要包括以下几个方面：第一，历史上欧美经济以内源融资为主，但到上世纪七十年代末期卡特时代以后，伴随一股金融化的浪潮，整个欧美经济开始了外源融资的转型；第二，金融角色开始蜕变，原来金融是为实体经济服务的，但从此以后实体经济开始为金融服务；第三，金融从中介工具变为刺激工具，金融以中介功能为主转化为信用创造功能为主；第四，货币政策以及财政政策超越熨平经济波动的界限开始沦为过度增长的推手。此外他还认为现实经济运行需要完成几个方面的回归：实体经济或企业要回归核心角色；金融要回归中介角色；企业要回归有本经营、市场要回归有限竞争等等。

张斌认为，出台宏观审慎政策要注意对称性，汇率自由浮动利于管理资本过度出入。关于货币政策、宏观审慎和资本账户管制三者之间的关系，他有如下观点：第一，宏观审慎政策的出台，在一定程度上是为了遏制经济过热，遏制过高的杠杆率，防止金融危机发生；第二，当美国货币政策发生变化时，不管是宽松还是收紧，确实对其他国

家带来了影响，对于日本、欧洲等**发达经济体**，他们在一定程度上能够保证国内货币政策独立性，通过灵活的汇率调整，至少可以保证短期利率相对独立，长期利率风险溢价或多或少会受到影响。对于**发展中国家和新兴市场国家**，当美国采取宽松货币政策时，这些新兴市场国家出口是很有限的，供给弹性很有限，于是会出现资本流入和货币升值，甚至资产价格的泡沫。当美国要加息的时候，货币政策的独立性也丧失了。他认为中国所面临的情况目前比较接近发达国家，而不是新兴市场国家，因此和新兴市场国家的情况不太一样。最后，**最重要的是要坚持浮动汇率体制，这是防止热钱大进大出的前提。**

张杰：危机之下，政策制定要以人为本

张杰 中国人民大学财金学院教授

以下观点整理自张杰在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济理论与思想研讨会（第2期）上的发言

一、从美国通胀看“美国优先”的反噬效应

20世纪90年代以来，全球和美国都处在一个低通胀期，甚至有些专家说，全球迎来了“无通胀增长”的美好时期。尽管2008年以来美国实行了量化宽松政策，但通胀的表现还是比较平稳的。原因前面有些嘉宾也谈到了，我想再强调一下，主要是三个方面。

一是美国分享了**全球自由贸易的红利**，刚才社科院的张明教授也谈到了这一点。

二是美元作为世界货币有一个向**全球分摊通胀压力的通道**。

三是美国可以凭借主权信用优势**向全球借债维持财政平衡**，这也在一定程度上减轻了美国货币创造的压力。

基于以上三个方面的原因，使得美国虽然遭遇像2008年这样的次贷危机，但仍然能够获得非常平稳的通胀表现。

但是最近，美国的通货膨胀率突破了2%的通货膨胀目标，一度超过了5%，现在也是在高位运行，原因有三个：

一是贸易战中断了红利分享，美国通过**“美国优先”**的贸易政策阻断了分享全球自由贸易红利的机会。

二是美元相对地位下降阻断了向全球分摊压力的能力。

三是美国主权信用呈现下滑趋势，诱致全球减持美债，此前通过借债维持预算平衡

的趋势风光不再。

这是我要谈的为什么2018年以前，甚至于2020年以前美国可以守住2%，之后美国守不住的原因所在。

归根结底，此番通胀凸显出“美国优先”的反噬效应。

一是现在美国不能养活自己，只能依靠全球供应，在这种情况下理应优先维护全球自由贸易体系的有效运转和低成本循环。但是美国没有这么做。

二是美国需要向全球借钱维持财政平衡，理应与全球主要经济体友好相处，但不知为什么，它不能友好相处。

三是美元霸权需要让全球分担风险，理应通过审慎货币政策保持美元稳定，但是从2008年以来一直持续到现在的量化宽松政策来看，美国的货币政策不是审慎的。

二、美国困局凸显了主流经济学的危机

从历史上看，自罗斯福新政以来，美国的宏观货币政策在应对危机时没有受到太大的挫折，可以说是屡试不爽。为什么这次不行？我们需要追究一下最根本的原因。以前美国所面临的经济金融危机有一个共性，就是市场本身出了问题。而主流经济学的政策工具箱中有充足的应对市场失灵或者市场冲击的工具，在新冠疫情危机之前的数次经济危机和金融危机，美国都是拿出了工具箱中的政策进行组合应对，效果不错。但是在应对此次经济金融危机的过程中，美国的货币政策进退失据，效果不明显。

实际上，学术界和一些媒体已经注意到了，这次在美国爆发的金融危机和经济危机不是市场失灵，而是人失灵了。主流政策的工具箱在中国实施效果是不错的，至少在目前看来是这样，那是因为在中国应对金融经济危机的政策工具有应对人失灵的适当工具。当然中国的政策工具操作和政策实施效果，我们还需要进行理论总结，但至少从目前来看，我们应对这场危机的货币政策操作还是比较从容有效的。

需要特别提到一点，中国宏观经济政策实施过程中凸显了非常重要的一个因素——**人本主义**。前面已经提及，这次危机不是市场出问题，是人出了问题，所以**救市先救人**。与此相对应，我们提出并实施了稳健中性的货币政策，而这一政策实际上就包含了人本主义的精神，以及不偏不倚、中正仁和的哲学理念。如果追根溯源的话，美国和西方国家口口声声说人权，但是他们的主流经济学框架中根本没有考虑到人。大家可能要问了，主流经济学不是有经济人假定吗？但**经济人实际上不是人**。经济人说白了就是强调理性的经济人拥有完全信息，市场无所不能，过分迷信市场机制的纠偏能力。所以，以此为基础的应对措施，就不会十分有效。

三、全球经济困局预示经济增长理念转型

面对新冠疫情冲击造成的经济困局，世界各国都在忙着进行宏观政策调整，但人们对于更为根本的经济增长理念转型却有所忽视。问题恰好在于，如不首先明确**增长理念**，宏观经济政策调整便会迷失方向。只有把经济增长理念搞清楚了，我们才能进一步讨论宏观经济政策的调整和协调问题。实际上，此次全球经济困局预示着经济增长理念的转型迫在眉睫。

第一，从历史上看，欧美经济本来是以**内源融资**为主的，但到上世纪七十年代末期卡特时代以后，伴随一股金融化的浪潮，整个欧美经济开始了**外源融资转型**。形象一点说，欧美经济开始从“攒钱增长”迅速过渡到“借钱增长”，企业开始负债经营，政府开始借钱维持，老百姓也迎来了寅吃卯粮的时代，全球经济全面进入高杠杆运行阶段。

第二，金融角色开始蜕变，原来金融是为实体经济服务的，但从此以后**实体经济开始为金融服务**，有人非常形象地做了一个比喻，在之前企业是太阳，金融是地球，但是到外源融资转型后，金融是太阳，企业是地球，全球整体经济格局实现了从“日心说”向“地心说”的可怕逆转。

第三，金融从中介工具变为刺激工具，**金融以中介功能为主转化为以信用创造功能为主**。当然这一问题在理论上已经争论了很长时间，大家可以做进一步探讨，包括货币在内的金融工具到底应该具有中介性质还是信用创造性质，这一问题注定还会争论下

去。但此次危机给经济金融运行的警示是，不能过度强调金融的信用创造功能。

第四，宏观经济政策包括**货币政策和财政政策**，**超越熨平经济波动的界限开始沦为过度增长的推手**。

基于以上讨论，全球经济金融运行重回正轨需要完成一系列的理念回归。

第一，**实体经济特别是企业要回归核心角色**。企业要从现在的“地球”回归到“太阳”的角色，我们之前一直讨论金融要服务于实体经济，要扭转“脱实向虚”的局面，其要害便在于此。

第二，**金融要回归中介角色**。现在金融太强势了，要回归中介角色，要冷静下来安静下来，做好金融服务。

第三，**企业要回归有本经营**。现在大部分企业都沉湎于负债经营，高杠杆运行，风险太大。

第四，**经济要回归有限增长**。当期可利用的资源是有限的，利用资源要有节制，不能一味地“寅吃卯粮”，靠向未来要资源来推动当下的经济增长。经济要回归有限增长，给子孙后代留点东西。

第五，**市场要回归有限竞争**。我们学习主流经济学，知道竞争会产生效率，这个我们不否认，但只强调竞争产生效率是片面的，竞争还会挤出风险，所以，市场要回归有限竞争。有限竞争本质上讲就是在效率与风险之间求得平衡。从真正意义上讲，有限竞争就是有效竞争。

第六，**资源配置要由跨时攫取回归跨时关怀**。总书记倡导的“绿水青山就是金山银山”就体现了这个理念。对此，要特别重视中国古典哲学理念与文化传统的价值。英国历史学家汤因比曾对中华文明寄予厚望，他甚至认为全球未来的希望寄托在中华文明的身上。当时我读汤因比的著作时，看到这个结论感到很诧异，在欧洲中心主义盛行的年代，一个西方的历史学者竟然对中华文明寄予厚望。从现在来看，汤因比此言不虚。中

华文明的精髓和经济增长理念的转型具有内在关系，我梳理了以下几点：一是**自然秩序，道法自然**。现在我们知道哈耶克等曾经强调自由秩序（与自然秩序的关系另说），其实崇尚自然秩序是中华文明的精髓；二是**人本主义**。前面我已经谈到了，经济要为人服务，而不是人为经济服务，利益要围着人转，而不是人围着利益转；三是**整体主义**。在西方主流经济学中，市场和政府是对立的，两者是替代关系，而中国四十多年改革开放与经济增长奇迹证明，政府与市场是可以互补的，是可以达成微妙均衡的。

以上讨论可以归结为一句话，那就是：**危机之下，宏观经济金融政策的制定与调整要以人为本。**

张斌：注重宏观审慎政策的对称性，完善浮动汇率制

张斌 中国社科院世界经济与政治研究所副所长

以下观点整理自张斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济理论与思想研讨会（第2期）上的发言

一、宽松货币政策并未造成高通胀与收入分配两极分化

事实是我们讨论理论关系的基础。在2008年金融危机之后，美国采取了宽松货币政策，引起很多其他国家的政策跟进。宽松货币政策有很多的争议，也受到很多的批评。宽松货币政策到现在已经执行多年，我们有必要回顾一下宽松货币政策的实施效果是怎么样的？理论界对宽松货币政策的一些看法和认识大概是怎么样的？

尽管货币政策受到很多批评，但迄今为止，不光是美国，还有欧洲、日本等其他的一些发达国家货币政策的大目标没有大的变化，依然把通胀放在货币政策目标最重要的位置上。当然美国可能对就业给予了更重的考虑，即使如此，通货膨胀率也是货币政策最优先考虑的。

很多人认为目前美国通货膨胀的水平比较高，远远超出2%，但市场上主流看法以及美联储认为，目前的通货膨胀是疫情造成的短期的现象。这个通胀也会慢慢有所回落。宽松货币政策工具有很多过去不常见的新政策出台，比如量化宽松政策、前瞻性指引政策。宽松货币通过减少企业和居民的融资成本，提高资产估值，改善居民部门的资产负债表，鼓励投资、鼓励消费，增加支出，拉动需求、拉动增长。那么这些政策的效果怎么样呢？

宽松货币政策受到了很多的批评，有人担心宽松货币政策会带来更多的货币，从而引起通胀。这些担心这些年来一直都有，但是事实并非如此。首先宽松货币政策其实并没有带来更多的货币。如果我们看美国、日本和欧洲的广义货币增长速度，会发现它并

不比金融危机之前更高。广义货币的多少不光取决于央行政策，也取决于金融部门放贷意愿和企业的信贷需求。即使央行增加流动性，把利率降了很多，如果企业不愿意贷款、银行不愿意发放贷款，广义货币量仍然难以增加。采取宽松货币政策在很大程度上就是为了刺激信贷，刺激货币增长，因为货币和信贷下降太多对实体经济部门的总需求增长是不利的。最后的结果是广义货币增长并没有加快，在宽松货币政策实施期间我们可以看到通货膨胀率并不高，甚至比金融危机之前，即宽松货币政策实施之前更低。宽松货币政策没有带来通胀。

还有人担心宽松货币政策会恶化收入分配，会让富者越富，穷者越穷，带来资产价格泡沫。事后来看这些担心并不成立。之所以没有恶化收入分配，是因为经济在下行的时候，收入受到最大损失的是低收入群体，由于他们在食物链最底端，最容易降薪，最容易失去工作，而宽松货币政策通过熨平经济的波动对他们的帮助是最显著的。收入分配并没有因为宽松货币政策恶化。

我们对资产价格泡沫定义时要非常小心，不能说资产价格上涨了就是资产价格泡沫，这两者不能完全画上等号。对资产价格的看法可以做个对比，一是金融危机期间确实出现了房地产市场泡沫，泡沫破灭后对实体经济影响非常大，造成了金融危机后很多年的经济低迷。另外，去年刚发生过一次美股熔断，在非常短的时间内资产价格剧烈地下降，但是对实体经济没有造成太大冲击，金融机构没有受到太大影响。两次都是资产价格剧烈下跌，为什么造成的影响截然不同呢？这里面根本的原因是前面一轮资产价格上涨背后有大量的杠杆，有大量居民部门的举债放大杠杆，这些杠杆和举债难以持续，超出了他们的购买力和偿债能力。泡沫破灭之后，大家的杠杆都是从金融机构借来的，金融机构跟着就“落水”了，实体经济部门受害也非常大。最近这次美股上涨背后没有太多的举债投资，金融机构涉入程度不深，资产价格即便跌下来了，对金融部门伤痕不大，实体经济部门也没有受太大影响。

这一对比也在提示我们，在看资产价格的时候不要光看资产价格的高低，而要看背后形成的原因。**资产价格下跌对实体经济的影响还要看泡沫形成原因与实体经济间的联系。**在应对这种资产价格造成的伤害时，更重要的是对其杠杆率的控制，是靠着宏观

审慎和微观审慎的措施，而不是货币政策。这并不意味着货币政策不关心资产价格，而是货币政策更适合管理总需求和总物价水平，管理资产价更适合的工具还是一些宏观和微观审慎的工具。

二、出台宏观审慎政策要注意对称性，汇率自由浮动利于管理资本过度出入

关于货币政策、宏观审慎和资本账户管制三者之间的关系，我的观点如下：

第一，宏观审慎政策的出台是为了遏制经济过热，遏制过高的杠杆率，防止金融危机发生。总体上，它是为了防止经济过热。但是现在面临的问题是居民和企业不愿意消费、不愿意投资，不愿意加杠杆。如果说这种需求不足的情况持续下去，可能带来长期增长停滞的后果。这些问题是最近这些年我们面临的更突出的问题，总体来说不是金融过热的问题，而是经济过冷的问题。这要求我们无论在货币政策方面还是宏观审慎政策方面都应该是对称的。货币政策放松的同时，宏观审慎政策方面可能也需要做一些调整和考虑。当我们在讲宏观审慎政策和货币政策配合的时候，宏观审慎政策的设计也应该是对称性的，既要防过热防泡沫，也要防止过冷，防止通货紧缩和经济下行。

第二，当美国货币政策发生变化时，不管是宽松还是收紧，确实对其他国家带来了影响。日本和欧元区很少抱怨，我们听到最主要的抱怨是来自于新兴市场。对于同一政策的冲击为什么各个国家反应不同呢？这主要是因为美国政策调整对各个国家的影响的差异还是很明显的。

对于日本、欧洲等发达经济体，美国采取宽松货币政策也改善了他们的经济景气程度，当然美国收缩的时候他们也会受到影响，加在一起是比较对称的。这些国家在一定程度上能够保证一定的国内货币政策独立性，通过灵活的汇率调整，至少可以保证短期利率相对独立，当然长期利率风险溢价多多少少也会受到影响。

对于发展中国家和新兴市场国家，情况就不同了。对于新兴市场国家，当美国采取宽松货币政策时，这些新兴市场国家出口增长和实体经济部门改善程度是很有限的，他

们的工业部门供给弹性很有限，会出现资本流入和货币升值，甚至资产价格的泡沫。当美国要加息的时候，问题就都来了，资本流出、货币贬值，这些国家不得被迫加息确保汇率稳定，对经济再添压力。

中国比较接近发达国家，而不是新兴市场国家。这一轮疫情后中国经济出口非常好，超出预期，这跟美国宽松货币政策是有关系的。如果没有美国宽松货币政策拉动需求，全球经济需求的扩张也是会受到影响的，我们的出口也不会很好。我们制造业的供给弹性是比较好的，所以我们可以从美国宽松政策中受益。

当美国宽松货币政策转向之后，比如收紧对我们也会带来负面影响。我国汇率越来越有弹性之后，一定程度上能够保证我们国内货币政策的独立性，隔离这种影响，更多让货币政策能够服务于国内政策目标。从过去的实践来看，不能说国内货币政策没有受到美联储政策的影响，但是，我们还是有能力保持货币政策独立性的。中国在这个问题上和新兴市场国家是不太一样的。

最重要的是一定要坚持浮动汇率体制，这是防止热钱大进大出的前提。过去的热钱大进大出在很大程度上不是因为浮动汇率造成的，而是因为对外汇市场的干预造成了单边预期。真正实现汇率自由浮动后，其实我们的资本流入流出反而是相对平稳的。我认为浮动汇率体制是货币政策独立性的有力保障，同时也是防止资本过度流入、流出非常重要的机制性保障。在有了浮动汇率政策本身对资本过度出入的遏制的基础上，我们再考虑基于宏观审慎的、对短期资本流动在特定阶段的政策措施，中国有足够的空间应对压力。

张明：全球货币政策转型及相关政策协调配合

张明 中国社科院金融研究所副所长

以下观点整理自张明在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济理论与思想研讨会（第2期）上的发言

一、次贷危机后全球货币政策转型面临三大挑战

我简单梳理一下从通货膨胀目标制到当前全球货币政策框架的演变。

上世纪八九十年代，越来越多的国家开始实施通货膨胀目标制。这是一种简单透明的货币政策规则，它会导致央行的政策独立性显著上升。在上世纪末、本世纪初出现了所谓的大稳健（Great Moderation）时期，增长率不错、通胀率较低。但当时的低通胀究竟是通货膨胀目标制的实施导致的，还是别的原因导致的，其实并不清楚。例如，导致低通胀的原因至少还有其他两个：一是中国加入 WTO，给全球提供了更多成本低廉的产品；二是 IT 革命改造了全球的供应链。所以，全球低通胀未必是通货膨胀目标制实施的结果。

然而，在全球低通胀环境下，主要国家货币政策偏宽松，更重要的是，与此同时金融监管也显著放松了。货币政策宽松和金融监管放松共同导致了资产价格泡沫的膨胀，最后酿成了次贷危机。

在次贷危机爆发后至今的十多年时间里，全球货币政策转型面临如下三个挑战。

第一是货币政策本身要不要对资产价格做出反应？这个问题目前还没有一个明确的答案，但更多观点认为要用不同的工具干不同的事情。货币政策还是主要对通胀做出反应，而用宏观审慎监管来抑制资产价格的异常波动。

第二是 2% 的核心通胀率目标是否定得太低？在次贷危机后，全球经济陷入了长期性停滞，该格局被刻画为“三低一高”——低增长、低通胀、低利率和高债务。而美国

与欧元区的通胀目标都设置在 2%左右，这一水平是否定得有些低了，这个问题也引发了广泛争议。

由于传统货币政策工具面临零利率下限，所以美国等很多发达国家开始采用量化宽松（QE）政策。QE 购买的资产种类从国债扩展到机构债，甚至扩展到股票。因此，央行的角色发生了转变，从最后贷款人变成了最后资产购买者，甚至最后做市商。我个人认为，上述货币政策工具的改变本身可能驱动货币政策框架的变化。

为应对长期性停滞格局以及新冠疫情冲击，美联储把通货膨胀目标制改为平均通货膨胀目标制。这一转变背后蕴含了三个变化。一是把前瞻性的货币政策制定变成了前瞻后顾型的货币政策制定。如果过去通胀比较低，就可以允许未来通胀比较高，这意味着政策的后顾性增加了；二是把简单透明的规则变成了相机抉择的机制，新机制变得更加不透明；三是过去更加关注通胀，目前更多的目标权重被分配到了就业。

此外，国际经济学界对这个问题也有很多讨论。比如 Obstfeld 曾经建议美联储把通胀目标从 2%提高到 4%，这样可以提高微观主体的通胀预期。Blanchard 和 Summers 提出把通胀目标制改为盯住名义 GDP 增速，他们也认为这样做能够提高未来全球的通胀预期，从而能够增强货币政策工具的有效性。

第三是财政政策是否要与货币政策进行新的融合？在新冠疫情爆发之后，关于现代货币理论（MMT）的讨论非常热烈，部分发达国家实际上已经开始了 MMT 的实践。我个人对 MMT 持保留意见。相比于过去的政策框架，MMT 提高了央行的相机抉择程度，进一步降低了货币政策机制的透明度。同时，MMT 也使得央行的目标更加多元化，最后削弱了央行的政策独立性。

二、货币政策、宏观审慎监管和资本账户管制三者之间的关系

关于货币政策、宏观审慎和资本账户管制三者之间的关系，我想提出如下四个观点。

第一，资本异常流动将会显著增大在货币政策与宏观审慎监管之间进行协调的难

度。举个例子，一个经济体的资产价格没有异动，通胀率有些上升。在这种情况下，这个国家就会维持宏观审慎监管不动，用加息的方式来应对通胀压力。但一旦加息导致了规模较大的资本流入，这就会产生新的问题。一方面，资产价格可能会上涨，引致宏观审慎政策收紧；另一方面，大量资本流入加剧流动性过剩，进而导致通货膨胀加剧。换言之，资本流入在上述情况下会导致更加紧缩的货币政策和偏紧的宏观审慎监管。但如果经济基本面并没有过热，货币政策和宏观审慎的双紧就可能导致未来经济增速加速下行。

也就是说，在资本流动正常的前提下，有关当局根据国内形势的变化在货币政策和宏观审慎之间进行权衡，是比较有把握的。但一旦出现资本异常流动，上述把握性就可能显著下降。现在关于二元悖论的讨论很多，哪怕是实施了浮动汇率制的国家，也不希望本国货币相对于美元波动过于剧烈，所以在这种前提下，一个国家无论实施浮动汇率与否，都只能在一定程度的资本管制和货币政策独立性之间进行两难选择。

第二，在宏观审慎监管政策和资本账户管制之间存在一定的重叠。当前中国的宏观审慎政策注重对国内金融风险的控制，相对而言忽视了跨境资本流动。不过，目前一些新兴市场国家的宏观审慎监管政策也具备一定的资本管制功能。例如，限制一国金融机构的海外风险净头寸，这的确是宏观审慎政策，但它也会限制金融机构的海外借贷规模，从而一定程度上也属于资本管制政策。最近几年内，IMF 有多篇 Staff Notes 和 Working Paper 都是在讲宏观审慎监管和资本流动管制的替代关系，这些问题值得我们进一步研究。

第三，我想以当前的中国经济形势为例，谈谈货币政策、宏观审慎监管与资本流动管制之间如何实现有机配合。当前宏观经济增速短期下行压力很大，出于稳经济考量，货币政策毫无疑问应该放松。前段时间有一次降准，我希望未来会有新的降准或者降息。与此同时，防范化解系统性金融风险依然是一大挑战，所以宏观审慎监管政策既要维持偏紧状态，又要具有前瞻性和反周期性。在经济压力下行比较大时，宏观审慎监管应该适当偏松。所以如果短期经济下行压力过大的话，宏观审慎监管可以做一些动态调整。

目前的人民币汇率形成机制应该更具弹性。相对自由浮动的汇率可以吸收一些内外部冲击，尤其是外部冲击，从而保证货币政策的独立性空间。例如在当下，如果美联储收紧货币政策，而我们放松货币政策的话，人民币对美元汇率出现温和贬值，我觉得是完全可以接受的，没有必要进行干预。

最后我想强调，当前保持适当的资本账户管制是有必要的。我们要考虑以下四个因素：一是目前中国的系统性金融风险依然处在高位，增量风险得到了控制，但存量风险依然引而未发，包括地方债风险、房地产风险、中小金融机构风险；二是对当前的中国而言，防控系统性风险的一个重要前提是避免国内利率过快上行。中国目前系统性金融风险的本质是债务问题。如果债务的国内利率能够控制在较低水平，我们就会有很多腾挪空间，例如大规模展期。而如果国内利率过快上升的话，风险就会提前到来甚至被引爆。保持适当资本管制是避免国内利率快速上行的重要前提条件；三是目前国内各类主体对汇率剧烈变动的承受能力是有限的。虽然我们提出大家要增强汇率风险意识，但无论是居民、企业还是金融机构，恐怕对短期内汇率大起大落还不太适应，这需要一定时间；四是过去两三年以来的国内金融市场开放力度是很大的。例如，我们取消了 QFII 和 RQFII 的投资额度限制。又如，当前国内有了很多外资独资的金融机构。综合上述四点，我认为保持适当的资本管制很有必要。

第四，虽然应该继续保持适当的资本账户管制，但资本账户管制的具体方式是可以调整的。一是资本管制可以变得更加透明和更加基于规则，而不是源自有关当局的相机抉择。二是可以更多采用以价格为基础的资本流动管制，例如托宾税，而不是以数量为基础的和行政命令式的资本流动管制。三是资本管制本身应该具有逆周期性和前瞻性。例如，我们可以考虑对跨境资本的异常流动采取动态调整的托宾税。当资本流动在一定规模内，税率是零；当资本流动的规模上升到特定水平后，税率提升到 0.5%；当资本流动规模进一步增大后，税率也会相应进一步提升。这种动态调整机制事先会向市场主体公布，从而影响和改变市场主体预期，在一定程度上平滑跨境资本流动。

刘庆：建立统一框架、结合国情分析货币政策框架转型

刘庆 清华大学经济管理学院经济系长聘副教授

以下观点整理自刘庆在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济理论与思想研讨会（第2期）上的发言

一、结构性货币政策理论研究的现状和方向

在新的政策框架下，要理解具体的货币政策工具的变化，从理论上讲，目前有一个很重要的潜在突破点：目前对于货币传导机制的研究中，更加突出了银行间市场所起到的作用。

传统货币政策框架是保持物价稳定，中央银行通过短期利率调控影响到金融市场上中长期的利率，从而影响到投资、消费，来影响经济总量和价格水平。但是这样一种货币传导机制，在金融危机以来一方面受到了利率零下限的限制，另一方面金融机构在危机中严重受挫、传导效率欠佳。因此，出现了向市场释放流动性的非常规手段。这种手段虽然在短期起到了一定的效果，但长期、大量向市场投放流动性，导致了“流动性结构性缺口”。这也是结构性货币政策这样的新型工具在欧美等发达国家得到广泛应用的原因。

结构性货币政策工具在我国也得到了快速发展。央行大量应用结构货币政策工具精准滴灌，有效支持疫情防控和经济社会发展，具体的货币政策工具包括：定向降准、抵押贷款、再贷款、再贴现等方法。它和常规货币工具的区别是：常规更着眼于经济总量的影响，结构性的政策更引导资金向实体经济以及某些特定领域和流动性紧缺部门传导。在我国，结构性货币政策作为传统货币政策和财政政策的有力补充，为稳定宏观经济波动，合理分配信贷资源起到了积极作用。

当货币政策工具发生了变化，怎么理解新兴货币政策工具的传导机制呢？货币政策

工具取决于政策的目标，但是传导机制其实非常依赖于金融市场的有效运行，或者说，中央银行的政策工具是否能够设计针对商业银行的有效激励机制决定了传导效果。学界和政界认为这种新型政策工具非常直接，它针对于某些特定行业，但到底能不能传导到实体经济中这个问题无论是在发达经济体还是在我国都是有争议的。已有研究显示，这些政策工可能导致资源错配、过度信贷扩张、金融市场不稳定、传统货币政策的失效。那如何来评估它的有效性呢？央行不同的政策工具对于银行间市场中，不同银行的激励是怎样的？它怎样来进行流动性的管理？这实际上是目前文献中一个重要的研究点。

对于结构性货币工具，有很多研究是在讨论新兴货币工具对于金融市场的稳定性、银行间流动性、产出、物价水平、企业信贷方面到底有什么样的影响。但更多是一些实证性研究，而且也并非基于中国的数据和中国的金融市场发展情况，其研究成果无法对中国货币政策传导机制或制定提供比较现实的建议。这是其中一派的研究。

另一方面的研究关注金融机构在危机传导和政策传导中的重要性。就像 Javier Bianchi 和 Saki Bigio 即将发表于《Econometrica》文章中更加强调银行流动性管理对信贷供给的影响。模型框架中包含一个贴近现实的银行间市场，允许中央银行进行多种货币工具操作，包括传统的利率工具和对不同流动性资产的有针对供给。对于市场上流动性的提供是怎样根据不同经济状况以及不同政策工具来内生地发生变化的，这是非常有意义的一个拓展的方向。但是，我们认为这个流派的研究关注的主要是美国的银行间市场，美国和中国的银行间市场明显存在差异。当银行间市场具有不同特征时，我们没办法套用美国的模型框架所得出的一般的结论来制定我国最优的货币政策，这是另一派的研究。

还有一派研究模型，是对企业异质性和不同借贷约束异质性的企业纳入到一般均衡。这一类研究的好处在于可以通过微观数据对模型进行校准和估计，对货币政策进行量化，从而具体探讨货币政策的有效性。这一类文献其实是比较少的，将异质性企业和货币政策所结合的文章仅有两篇文章。

我认为如果想要分析货币政策框架的转变，分析货币政策和宏观审慎政策的协调发

展，就需要一个统一的框架。在这个框架中要结合中国的特点，尤其是中国银行间市场的特点。具体来讲，我国经济的特点和欧美发达国家经济体有很大的不同。

1、银行间市场流动是呈现一种分层的传导机制中央银行通过公开市场操作或者其他流动性便利向市场投放流动性，但这种流动性更多是投向一级交易商和大型商业市场，让它们再将流动性传导到其他的中小银行。

2、中国经济的特点在于银行间市场不同的银行和实体企业的关联存在着异质性。国有银行和大银行可能和国企、政府部门的关联更加紧密，风险厌恶程度比较高，所以更加倾向于向有软预算约束的国企和政府部门提供信贷供给。而中小银行由于资金成本较高，它更加倾向于向民营企业和风险较高的行业进行更高比例的信贷分配。这就可以发现，信贷流动性分配也存在一种结构性效应，这种结构性效应也和参与到银行间市场的异质性金融机构相关。

我目前和清华白重恩教授、罗文澜教授正在一起着手的研究是搭建中国货币政策分析的理论框架。我们希望能基于此来评估我国货币政策工具的有效性，衡量其对宏观经济稳定性的影响及资金引导效率。这一框架基于银行流动性管理的文献的最新发展，引入两块中国经济金融市场的特质：一块是银行间市场的分层传导的异质性，包括银行间市场有不同规模的商业银行；另一方面是异质性企业构成的，体现在企业间不同的生产率、和政府的不同关系，以及面临的不同的融资预算约束。

二、应当建立统一框架分析货币政策、宏观审慎政策和资本管制的协调性

从2008年金融危机之后，一个共识是货币政策和宏观审慎政策应该有不同的目标和侧重点，货币政策更加侧重于保持币值稳定，物价稳定和增加就业，而宏观审慎政策更加侧重于维护金融稳定。关于二者之间的协调，一种观点是两种政策应该相互独立，在保证金融稳定性的同时再保证物价和就业的稳定。另一种观点认为经济周期和金融周期不具备协同性，金融周期更长，所以仅靠宏观审慎政策来保证金融稳定性是很难的，需要货币政策进行协调。我更加倾向于第二种，政策之间应该是相互协调来达到金融的

稳定性和宏观经济的稳定性。

这种协调的问题首先在于以谁为主、谁先谁后。有一种观点认为，宏观审慎政策更加具有针对性，比如针对房地产过热，防范房地产金融导致的金融风险，所以成本相对来讲比货币政策要来得小并且更加有效。但我不是很认同。理论上当然是这样，但宏观审慎政策是否能够有效实行，取决于这个政策领域是否能够被清晰地界定，以及它的稳定和关联性能否被明确地鉴别出来。这在实践当中并非易事。

另一个问题是对美国和发达国家宏观审慎政策的实践是否能够模仿或者借鉴？宏观审慎政策和经济发展阶段、经济结构密切相关。一般来讲，发展中国家的宏观审慎政策更加集中在应对外部风险冲击所导致的金融风险，集中在外汇、流动性和金融管制方面。而发达国家的宏观审慎政策更多集中在金融机构间的风险，比如对于放贷人的资格审查和监管。所以，不能简单借鉴发达国家宏观审慎政策的实践。

我们应该把货币政策、宏观审慎政策和资本管制放在一个统一框架下分析，这样才能根据既定目标分析相应政策间的协调性。毕竟如果从两种政策间的关系上来讲，它们的传导机制非常相似，都是通过影响金融机构的资产负债表来影响到宏观经济和金融市场的稳定性的。我认为建立一个统一的分析框架的好处就体现在能够从数据上鉴别它的数量上的有效性，而不仅仅是我们理解不同的机制。我们还需要理解在不同的阶段、不同的冲击下，哪一种机制更优，具有主导性的作用。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

