

宏观金融调控理论前沿追踪与展望*

代军勋 李俐璇

提要: 宏观金融调控理论主要探讨货币政策当局如何通过货币政策和其他政策的配合实现政府宏观调控目标。随着宏观经济环境、微观金融基础和宏观调控任务的变化, 宏观金融调控理论也在不断发展和完善中。本文从目标、工具、方式三个板块对 21 世纪以来宏观金融调控理论的最新发展进行了追踪和系统总结, 梳理了宏观金融调控理论的逻辑主线, 并对宏观金融调控理论前沿进行了述评, 提出了宏观金融调控理论未来研究发展的方向。

关键词: 宏观金融调控; 目标; 工具; 方式

中图分类号: F821.0

作者信息: 代军勋, 男, 1976 年生, 博士, 武汉大学经济与管理学院副教授, 430072

李俐璇, 女, 1992 年生, 武汉大学经济与管理学院研究生, 430072

随着国家干预经济需要的出现, 宏观金融调控理论应运而生, 并对宏观金融调控实践产生了重要指导作用。伴随着宏观经济环境、微观金融基础和宏观调控任务的变化, 宏观金融调控理论也在不断发展和完善中。21 世纪以来, 世界各国宏观金融调控的效果越来越受到质疑, 宏观金融调控的成本也越来越高。造成这种现象普遍发生的原因, 在实体经济层面, 在于经济全球化、信息化和市场化从根本上改变了传统的生产方式乃至生活方式; 在金融层面, 则在于金融创新、金融深化和资本约束监管改革极大地改变了宏观金融调控的传导机制。也就是说, 传统宏观金融调控方式难以适应新的宏观经济环境和微观金融基础巨变, 国际国内理论界不得不开始反思并重构宏观金融调控理论体系。从宏观金融调控体系的逻辑主线出发, 本文将相关领域的研究进展按内容分为三个板块: 目标——工具——方式, 并分别对现有研究前沿进行了总结、评述和展望。

一、宏观金融调控目标的研究

对宏观金融调控目标的研究, 涉及宏观金融调控目标的解读、权衡与调整、宏观金融调控目标的冲突与协调、中介目标的判断与选择等内容。在宏观金融调控目标的权衡与调整上, 除了传统意义上的经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡四大宏观调控目标的权衡选择外, 当前研究主要涉及资产价格与金融稳定是否应该以及如何纳入宏观金融调控目标体系的争论和宏观金融调控目标间的冲突与协调。

* 本文系国家社科基金重大项目“完善宏观金融调控体系研究——基于针对性、灵活性和前瞻性的视角”(12&ZD046)的阶段性成果, 并受教育部人文社科项目“银行资本约束对货币政策传导的影响机理研究——基于中国的实证”(10YJC790037)、国家自然科学基金项目“货币政策传导的银行资本渠道研究”(71073113)和中央高校基本科研业务费专项资金的资助。

(一) 资产价格是否应该以及如何纳入宏观金融调控目标体系的争论

频繁的资产波动和由此引发的系统性金融风险与经济衰退,迫使各国学者和货币当局深入研究资产价格波动的内在机制,以及货币政策应该如何应对资产价格的波动。Goodhart 和 Hofmann (2001)认为,中央银行将货币政策的目标只限定在通货膨胀上会显得过于狭窄,应考虑将房地产、股票、证券和外汇等资产价格也包括在广义的通货膨胀指标内。由于资产价格反映了人们对中长期利率水平和通胀前景的预期,包括对资产价格波动动因的分析,将有助于发现威胁中长期价格稳定的风险因素;他们的研究表明,忽略资产价格的货币政策将使经济损失更大。^①Ahearne 等人(2005)也认为,货币政策对资产价格的前瞻制动,将有助于实体经济避免遭受更大的冲击。^②Gilchrist 和 Leahy(2002)对资产价格波动对未来产出(或就业)和经济主体资产净值两种冲击效应进行了研究,认为货币政策应对这两类冲击得不到更多的收益,也没有证据表明应当在货币政策反应函数中包含资产价格指数。^③Baitni 等人(2001)甚至认为,不论是否存在泡沫,都不会改进货币政策的经济效果。Cecchetti 等人(2001)提出,在货币政策反应函数中纳入产出缺口和利率平滑指数,发现,除了通货膨胀缺口和产出缺口,如果中央银行能够对资产价格错配(misalignment)做出反应,并得到更好的效果。^④Chadha 等人(2003)对美英日三国 1979-2000 年的数据进行实证检验的结果表明,中央银行可以对资产价格的扭曲做出反应,降低或对冲它们对实体经济的不利影响。^⑤Borio and Lowe(2002)将资产价格的繁荣和崩溃看作是高速债务积累和资本积累的表现。迅速增长的债务和资本积累一旦遇到逆转,金融危机将成为必然的结果。据此提出,维持金融稳定的货币政策应当对引发债务和资本积累逆转的资产价格波动做出反应。^⑥Bordo and Jeanne(2002)认为,这种逆转的资产价格是来自于泡沫还是基本面因素并不确定,并且对被动性和主动性两类货币政策的选择问题进行了研究。作为反应性货币政策,货币当局等待并观察资产价格泡沫是否破灭;如果破灭,则采取应对措施。而对于前瞻性货币政策,则依赖于对泡沫出现概率和政策实施成本低的估计。^⑦Gruen 等人(2003)则认为,当资产价格泡沫破灭时,只要泡沫的性质不确定,则寻找优化货币政策是困难的,这取决于泡沫崩溃的概率、泡沫导致的经济效率损失和对货币政策效果的预期等。^⑧Smets and Wouters(2002)指出,非

^① Goodhart, C. and B. Hofmann, Asset Prices, Financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy, Paper prepared for the conference on 'Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy', Stanford University, March 2-3, 2001.

^② Ahearne, A., J. Ammer, B. M. Doyle, L. Kole and R. Martin, Monetary Policy and House Prices: A Cross-Country Study, working papers, Central Bank of Chile, No. 344, 2005.

^③ Gilchrist, S. and J. Leahy, Monetary policy and asset prices, Journal of Monetary Economics, No.49, 2002, pp.75-97.

^④ Bryan, M., S. Cecchetti and R. O'Sullivan, Asset Prices in the Measurement of Inflation, De Economist, No.149, Vol.4, 2001, pp.405-431.

^⑤ Chadha, J., L. Sarno and V. Giorgio, Monetary Policy Rules, Asset Prices and Exchange Rates, CEPR Discussion Papers, No. 4114, 2003.

^⑥ Borio, C. and P. William Lowe, Asset Prices, Financial and Monetary Stability, BIS Working Paper, No. 114, 2002.

^⑦ Bordo, M. and O. Jeanne, Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy, CEPR Discussion Papers, No. 3398, 2002.

^⑧ Gruen, D., M. Plumb and A. Stone, How Should Monetary Policy Respond to Asset-price Bubbles?, Reserve Bank of Australia Research Discussion paper, No. 2003-11, 2003.

基本面因素冲击可能对价格稳定产生影响。一个保守的中央银行赋予价格稳定更多的权重可以得到更好的政策效果。但是实践中，中央银行往往无法区分基本面冲击和非基本面冲击，因此，信号萃取问题和分析、掌握导致资产价格波动的是哪类冲击，将是货币政策实践需要面对的关键问题。^①Mishkin(2009)提出，除非资产价格膨胀影响通货膨胀预期(Inflationary Expectation)，货币政策才有必要对资产价格做出反应；而且即使资产价格变化影响到预期通胀率，货币政策也不应该直接对资产价格做出反应，而是对通胀率的变动做出反应。^②Wadhvani(2008)认为，政策不应该仅仅根据资产价格做出调整，更应该关注通货膨胀和产出预期，并且不对假设的未来资产价格泡沫做出反应。但如果价格突然下跌，央行应该尽快采取包括降低利率在内的必要措施，防止经济衰退和通货紧缩。^③Palley(2008)认为，在资产价格泡沫生成时，货币政策就应该果断进行干预，以阻止泡沫进一步膨胀，减少宏观经济波动。中央银行有责任处理由资产价格泡沫破灭引发的金融危机，并应该选择先发制人的策略，及时刺破泡沫。Kohn(2009)认为，中央银行应采取积极的(Proactive)态度，对所有影响总需求和通货膨胀预期的变量变化做出反应，包括确定金融泡沫特征的信贷快速增长和资产价格上涨等因素。^④Posen(2003, 2006, 2010)对此做了长期跟踪研究，认为资产价格泡沫可能源自“非理性繁荣”、技术进步、金融创新等因素，货币条件变动与资产价格变动之间的联系不断减弱，无论是扩张性货币政策与泡沫形成，还是紧缩性货币政策与泡沫破灭之间的联系都十分微弱。因此货币政策没有必要，也没有可能对资产价格变动做出直接反应。^⑤

(二) 金融稳定是否应该以及如何纳入宏观金融调控目标体系的争论

金融危机一再表明，金融不稳定特别是金融危机，必然造成金融市场动荡，使金融体系服务经济的功能下降，加剧经济衰退。鉴于此，是否应将金融稳定统一纳入到中央银行的金融调控目标，成为理论界讨论的一个热点问题。Borio and Lowe(2002)认为，货币政策完全可以对不断积累的金融不稳定做出恰当的反应，但需要货币机构和监管当局的密切协作。

^⑥Bean(2003)指出，资产价格稳定并不能避免金融不稳定的发生，金融稳定应该成为货币政策的重要目标，但是在通货膨胀目标制的货币政策设计中，并不要求对规则本身进行结构性调整，而是将金融稳定纳入对未来产出和价格波动的预期与分析之中。对金融稳定影响经济前景的理解和预期，应该成为货币政策实践的基础。^⑦Detken and Smets(2004)通过对不同

^① Smets, F., and R.Wouters, An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area, Journal of the European Economic Association, No.1, Vol.5, 2003, pp.1123-1175.

^② Mishkin, F., Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy, Journal of Money, Credit and Banking, No.41, Vol.1, 2009, pp.187-196.

^③ Wadhvani, S., Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate, National Institute Economic Review, No.206, Vol.1), 2008, pp.25-34.

^④ Palley, T., Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done, IMK Working Paper, No. 05-2008, 2008.

^⑤ Posen, A., It Takes More than a Bubble to Become Japan, PIIE Working Paper, No. WP03-9, 2003.

Posen A S., Why Central Banks Should Not Burst Bubbles, International Finance, No.9, Vol.1,2006, pp.109-124.

Posen A S., The Central Banker's Case for Doing More, PIIE Policy Brief, No.10-24, 2010.

^⑥ Borio, C. and P. William Lowe, Asset Prices, Financial and Monetary Stability, BIS Working Paper, No. 114, 2002.

^⑦ Bean, C. Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?, BIS Working Papers, 2003, No. 140.

国家资产价格泡沫的对比研究，提出资产价格膨胀和崩溃对投资产生的非对称性影响，并为 Bernanke 等人(1999)提出的金融加速器理论提供了实证支持。^①Nelson 和 Schwartz (2007)指出，资产价格大幅下跌会严重影响抵押品的价值而引起违约的信用风险上升，因此货币政策应关注资产价格膨胀效应对金融体系稳定性的影响。^②Haugh (2008)认为，波动的资产价格中包含太多不确定的噪音。由于投资者错误预期、非理性行为，及不确定性等因素的影响，资产价格出现频繁的大起大落现象，这种脱离基本面的波动，很难判断，也不好操作。^③Trichet (2009)认为，应将资产价格和金融稳定纳入货币政策目标，对资产价格采取逆风向来行事的事前调控，在资产价格下跌时采取扩张性货币政策，而在资产价格上涨时采取紧缩性货币政策，从而避免资产价格泡沫的产生和破裂，降低未来发生高成本金融不稳定的概率。他指出，危机后通过货币政策救助实现经济复苏的成本是极高的，而事前的政策调控可以减少危机的发生。中央银行需要加强对金融失衡程度的监控，密切关注货币和信贷等先兆指标，对金融不稳定的因素加以防范和控制。^④Bingham (2010)指出，金融危机凸显了赋予中央银行更加明确和宽泛的维护金融稳定职权的必要性。金融危机表明，赋予中央银行更加明确的金融稳定职权，不但有益于决定在危机发生时中央银行该如何作为，也有益于确定中央银行履职所需的权力范围。^⑤Subbarao (2011)认为，在金融危机的过程中，人们一方面把危机爆发归咎于中央银行的政策行为，另一方面又称赞中央银行刺激政策带领全球走出危机。这两种评价都是公正的。中央银行的政策操作既是问题的一部分，也是解决问题的途径之一。金融无法自动实现稳定，也不必然会稳定。中央银行必须从危机中汲取教训并做出实质性变革，重新定义中央银行的权责，将金融稳定明确包含在中央银行的权力范围之内。当然，持不同意见的学者也大有人在。^⑥Taylor (2010)认为，金融稳定是金融监管机构的责任，中央银行的货币政策只需集中关注通胀，只有当资产价格失调和金融稳定可能影响到产出和通胀前景时，货币政策才应做出相应调整。^⑦Svensson (2010)认为，金融稳定与物价稳定是两个不同的范畴，各自有不同的目标、工具和责任机关，金融稳定应该是金融监管机构的责任。当然，如果资产价格失调和金融崩溃的先兆被及时发现，中央银行可以把它们纳入到货币政策整体风险分析的框架之中。从理论界看，对同一问题持有不同观点是正常的，这方面的讨论还将继续下去。^⑧Benigno 和 Paciello (2010)认为，货币当局迟缓、滞后的政策行动反而可能成为金融不稳定的消极帮凶，增加经济的风险成本。一旦金融不稳定的局面加剧恶化，势必重

^① Detken, C. and F. Smets, Asset price booms and monetary policy, *Macroeconomic Policies in the World Economy*, 2004, pp.189-227.

^② Nelson, E. and A. Schwartz, The Impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economies, *NBER Working Papers*, No. 13546, 2007.

^③ Haugh, D., Monetary Policy under Uncertainty about the Nature of Asset-Price Shocks, *International Journal of Central Banking*, No.4, 2008, pp.39-93.

^④ Trichet, Jean-Claude, Speech at the Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 2009.

^⑤ Bingham, G., Central Bank Governance and Financial Stability, *BIS Working Paper*, 2010.

^⑥ Subbarao, D., The future of central banking under post-crisis mandates, *BIS Papers*, No.55, 2011.

^⑦ Taylor, J. and J. Williams, Simple and Robust Rules for Monetary Policy, *NBER Working Papers*, No. 15908, 2010.

^⑧ Svensson, Lars E.O., Inflation Targeting after the Financial Crisis, Speech Prepared for the Reserve Bank of India's International Research Conference, 2010.

创中央银行的货币政策，削弱政策效果。^①Diamond 和 Rajan(2011)^②，Aizenman 等人(2011)^③认为面对脆弱的金融系统，中央银行对于金融稳定有着不可推卸的责任，金融稳定应该成为货币政策的第三个目标。

(三) 宏观金融调控目标间的冲突与协调

对宏观金融调控目标的冲突与协调的研究，主要涉及货币政策与财政政策、外汇政策、产业政策等的协调和配合。Leeper 和 Yun(2006)认为单一的货币数量论或者财政理论无法推导出经济的均衡，两种理论的合作才是价格水平和经济增长的共同决定基础，他们在已有的财政和货币合作理论基础上引入了从价税和从量税进一步拓展了财政和货币共同决定长期经济增长理论。^④Chadha and Nolan(2007)从财政和货币合作的债务、税收以及利率规则进行了分析。^⑤Woodford(2010)对财政和货币政策合作的最优简单规则进行了系统总结。这些成果在实践领域也得到了较好的应用，其中最具有代表性的财政和货币政策合作模型要属 G-7 集团应用的 CEE 模型和美国应用的 SW 模型。^⑥Taylor 和 Wieland(2010)从实证角度对上述模型进行了比较，尽管存在模型的不一致性问题，但是总体而言，这些财政和货币政策合作的模型对经济的解释力都相对较高。^⑦

二、对宏观金融调控工具的研究

理论界对宏观金融调控工具的研究，包括不同宏观金融调控工具的机理和有效性、经济环境的变化对不同宏观金融调控工具的影响、不同宏观金融调控目标下宏观金融调控工具的选择和搭配等内容，当前相关研究主要侧重于以下两点：

(一) 宏观审慎监管与宏观金融调控

2008 年次贷危机爆发后，金融机构“大而不倒”等问题被持续关注，引起监管部门对加强系统重要性银行的监管重视。而相应地，宏观审慎的政策框架再一次被引入监管体系。2009 年初，国际清算银行提出用宏观审慎性的概念来概括导致危机中“大而不能倒”、顺周期性、监管不足、标准不高等问题。2010 年 11 月在 G20 首尔峰会上，巴塞尔协议III得到正式批准，宏观审慎管理的基础性框架进一步被确立下来，资本约束政策是宏观审慎政策的重要组成部分。Kishar 和 Opiela(2000)运用理论和经验两种方法着重使用不同资本水平分类银行的横截数据分析其面对货币政策的反应。^⑧Van den Heuvel(2002)利用一个银行

^① Benigno, P. and L. Paciello, Monetary Policy, Doubts and Asset Prices, NBER Working Paper, No. 16386, 2010.

^② Diamond, D. and R. Rajan, Illiquid Banks, Financial Stability, and Interest Rate Policy, NBER Working Paper, No. 16994, 2011.

^③ Aizenman, J., Y. Jinjark and D. Park, Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990~2010, NBER Working Paper, No. 17502,2011,pp.1-26.

^④ Leeper E M, Yun T., Monetary-fiscal policy interactions and the price level: Background and beyond, International Tax and Public Finance, No.13, Vol.4, 2006, pp.373-409.

^⑤ Chadha J S, Nolan C., Optimal simple rules for the conduct of monetary and fiscal policy, Journal of Macroeconomics, No.29, Vol.4, 2007, pp.665-689.

^⑥ Woodford,M., Handbook of Monetary Economics, Elsevier, Edition 1, Vol.3, 2010.

^⑦ Taylor ,J. and Wieland, V., Surprising comparative properties of monetary models: Results from a new model database, European Central Bank Working Paper , No.1261, 2010.

^⑧ Ma L, Yang J, Niu Y., Simulation to Effect of Monetary Policy with Constraint Threshold, China Finance Review International, No.3, Vol.4, 2013, pp.3-3.

资产负债管理的模型分析了银行资本渠道及其对货币政策的影响,认为紧缩的货币政策会减少银行的利润,这会导致银行资本的相对减少,在资本监管的条件下限制了银行的贷款。^① Leonardo 和 Mistrulli(2003)对银行资本传导的货币政策进行过实证检验。^②Kopecky 和 VanHoose (2004)针对货币政策的两种不同操作目标(利率或准备金),着重研究了资本约束对货币政策传导机制的影响,并得出资本约束至少在短期会对货币政策的传导产生不利的影响。^③Kishan 和 Opiela (2006)分析了货币政策传导中银行资本导致的贷款分配不平衡。^④Bojan Markovic (2006)基于 BGG 模型的扩展构建了银行资产负债表渠道,分析表明银行资本渠道对于货币政策传导机制十分重要。^⑤Alvaro Aguiar 和 Ines Drumond (2007)采用一般均衡模型分析了巴塞尔协议下的货币政策传导机制,重点分析了资本约束与经济周期的关系。^⑥Saibal Ghosh(2008)运用印度数据对资本约束、银行行为和货币政策间的关系进行了理论和实证的考察。^⑦Pooran 和 Priya (2009)评估了宏观审慎监管作为一个有效的政策工具,在全球金融危机中发挥的作用。其中着重分析了金融调控在危机中扮演的角色及其缺陷导致金融体系出现漏洞的根源。^⑧Semunescu 和 Leveuge (2010)运用欧洲多个国家的数据进行了实证,发现尽管每个国家的发展程度不同,但是资本约束对货币政策的影响效应普遍存在。^⑨Samuel, Kashyap 和 Stein(2011)详细介绍了宏观金融监管机制的设计方法,从分析市场失灵的角度出发,解读为何金融市场并未像设计者设想的那样规范运行。^⑩Tamara Lothian(2011)从金融与实体经济关系的角度,思考有关宏观金融调控的争论。当前,金融更容易成为实体经济的“仆人”而非“主人”,将自身完全暴露在繁荣或萧条之下。在看待金融及其监管的问题上,新古典主义和凯恩斯主义均有偏颇。他认为,无论是微观的金融机构,还是宏观的金融市场,都可以找到创造性和实用性并存的工具,采取不同的形式组织生产、交换与分配,使金融更有效地服务于社会生产力的提升。¹¹

^① Muffels R, Wilthagen T, van den Heuvel N., Labour market transitions and employment regimes: Evidence on the flexibility-security nexus in transitional labour markets, Discussion paper, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Forschungsschwerpunkt: Arbeitsmarkt und Beschäftigung, Abteilung: Arbeitsmarktpolitik und Beschäftigung, 2002.

^② Gambacorta L, Mistrulli P E. Bank capital and lending behaviour: empirical evidence for Italy, Banca d'Italia, 2003.

^③ Kopecky, K and D. Van Hoose, Bank capital requirements and the monetary transmission mechanism[J]. Journal of Macroeconomics, 2004, No.26, Vol.3, pp.443-464.

^④ Kishan, R. and T. Opiela, Capital and Loan Asymmetry in the Transmission of Monetary Policy, Journal of Banking and Finance, vol. 30, 2006, pp. 259-285.

^⑤ Bojan Markovic, Bank capital channels in the monetary transmission mechanism, Bank of England, Working Paper, No.313, 2006.

^⑥ Alvaro Aguiar and Ines Drumond, Business Cycle and Bank Capital: Monetary Policy transmission under the Basel Accords, Working papers, CEMPRES, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, No.242,2007.

^⑦ Saibal Ghosh, Capital requirements, bank behavior and monetary policy: A theoretical analysis with an empirical application to India, Indian Economic Review, 2008, pp.205-227.

^⑧ Pooran P N., Macro-prudential supervision a panacea for the global financial crisis?, Law and Financial Markets Review, No.3, Vol.6, 2009, pp.534-538.

^⑨ Ma L, Yang J, Niu Y., Simulation to Effect of Monetary Policy with Constraint Threshold, China Finance Review International, No.3, Vol.4, 2013, pp.3-3.

^⑩ Hanson S, Kashyap A, Stein J., A macroprudential approach to financial regulation, Chicago Booth Research Paper, No.10, Vol.29, 2010.

¹¹ Lothian T, Unger R M. Crisis, Slump, Superstition and Recovery: Thinking and Acting Beyond Vulgar Keynesianism, 2011.

（二）存款准备金政策的创新与使用

传统意义上看,存款准备金是中央银行重要的货币政策工具之一,有助于中央银行控制货币总量,但其具体作用一直受到质疑。Hein 和 Steward (2002)通过实证分析得出存款准备金的实际用途非常有限的结论。^①但是, Montoro 和 Moreno (2011)发现,大量的拉美国家和其它发展中国家对存款准备金的使用大量增加,这是由于存款准备金能够收紧货币政策,而不会吸引更多的外来资本,存款准备金对这些国家货币政策的有效执行具有正面意义。另外,还有大量研究着眼于最优的准备金制度及准备金率。^②Palley (2004)从金融创新、资产价格泡沫等不同视角对贷款准备金制度作了纵深研究,并把它的目标主体扩展到不仅是对商业银行还包括对保险业、共同基金等所有的金融机构,操作对象也从银行贷款扩展到全部资产项目的资产项(asset-based)准备金政策。^③Stein (2012)^④、Kashyap 和 Anil (2010)^⑤认为,准备金制度有助于控制银行短期债务的发行,从而防止信贷泡沫的产生和加强金融系统的稳定。在差别准备金方面,Palley (2004)提出差别准备金制度(准备金率取决于银行的资产)可以帮助监管机构控制银行的投机行为和防止资产泡沫的形成。^⑥

三、宏观金融调控方式的研究

如何在一个不确定性的环境中设计一个时间一致的、最优的、稳健的宏观金融调控政策规则,已成为各国中央银行关注的新焦点,也成为了货币理论领域和宏观经济研究中的前沿课题之一。Taylor (1993)认为规则型行为就是系统地(而不是随机地)按照某一计划实施宏观金融调控政策,政策规则不一定是政策工具的固定设定或一个机械的工具,他提出的简单利率规则成为了宏观金融调控规则研究的新起点,人们视“泰勒规则”为确定利率的“权威规则”,认为其抓住了货币政策问题的实质。此后,学术界广泛运用泰勒规则对各国的货币政策进行了检验,并对原始泰勒规则进行了扩展、修正和完善。Svensson (1997)将宏观金融调控政策规则分为目标规则和工具规则两类,目标规则是指货币政策中间目标的确定,工具规则即中央银行货币政策工具的操作规范,并极力倡导通货膨胀目标规则。^⑦Bernanke 认为可以将工具规则看成一个简单的反馈规则,它连接着中央银行货币政策工具和一系列宏观经济变量,这些宏观经济变量要么是可直接观察的,要么是通过当前信息估计的。对于目标规则,他认为其是“基于预测的目标”。Siklos, Werner 和 Bohl (2004)发现,资产价格可以作为前

^① Hein, E. Scott and Steward, D. Jonathan, Reserve Requirements : A Modern Perspective[J], Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta, No.87, Vol.4, 2002, pp.41-52.

^② Montoro, Carlos and Moreno, Ramon, The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America, BIS Quarterly Review, 2011.

^③ Palley, Thomas I., Asset-based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability, Review of Political Economy, No.1, Vol.16, 2004, pp.43-58.

^④ Stein, Jeremy C., Monetary Policy as Financial-Stability Regulation, The Quarterly Journal of Economics, No.127, Vol.1, 2012, pp.57-95.

^⑤ Kashyap, Anil K., The Optimal Conduct of Monetary Policy With Interest on Reserves, Prepared for the AEJ: Macroeconomics, 2010.

^⑥ Palley, Thomas I., Asset-based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability, Review of Political Economy, No.1, Vol.16, 2004, pp.43-58.

^⑦ Svensson L E O., Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets, European Economic Review, No.41, Vol.6, 1997, pp.1111-1146.

瞻性和基于预期的泰勒规则的工具变量，但不适合作为目标变量进入泰勒规则。^①Faia 和 Monacelli (2007) 通过一个代理成本模型，研究了在价格粘性和不完全信贷市场条件下福利最大化的最优利率规则，结果发现，引入资产价格的货币政策规则不具备独立的福利效应。

②

四、对现有研究的评价和展望

现有关于宏观金融调控体系的研究，比较全面和深入地探讨了宏观金融调控中的各种问题，对宏观金融调控体系的不断发展和完善发挥了重要的推动作用。但是，我们也应该看到，由于研究视角和研究方法的差异，现有宏观金融调控的研究还存在以下缺陷：（一）在研究对象上，现有研究比较注重完美市场环境下宏观金融调控的规律性研究，缺乏对转型经济和发展中国家的关注，导致规律性与特殊性的难以统一。以西方发达市场国家模式为参照物的研究成果固然有借鉴意义，但这些国家有相对成熟的市场经济制度，完善的金融结构，健全的法制环境等，研究者往往把这些制度因素视为给定的外生变量。但对于像中国这样处于经济转型期的发展中国家而言，这些制度性因素的相对不健全，对宏观金融调控添加了很多制约因素和约束条件。（二）在研究视角上，现有研究往往从历史与现实出发，缺乏对宏观调控环境和基础发展变化的及时关注，导致理论与实践脱节，甚至落后于实践。21 世纪以来，随着全球经济一体化、信息化和市场化的推进，随着金融创新、金融深化和金融监管的发展，宏观金融调控的复杂性不断增加，难度不断凸显。而国际国内学术界对宏观金融调控的研究，往往缺乏对环境变化导致传统金融调控规律发生巨变的认识，从而也导致现有对规律性研究的成果对现实的解释力和实践的指导力都相对有限。（三）在研究方法上，现有研究强调理论模型和实证检验的技术深度，缺乏系统论方法指导，导致观点纷争，宏观调控当局无所适从。尽管从研究的广度和深度而言，国际国内对宏观金融调控各个方面的研究都达到了很高的水平。但是，这些研究都是局部的或片面的，与缺乏系统性的理论研究的指导相关。宏观金融调控作为政府干预经济运行的有力手段，是一项错综复杂的系统工程，必须发挥其系统性合力才能尽量降低内部摩擦和损耗，保证调控政策的针对性和有效性。

未来宏观金融调控理论的发展，将主要着眼于以下方面：（一）政策组合效应的研究。宏观金融调控是一项错综复杂的系统工程，不仅需要数量型货币工具与利率和汇率价格工具的搭配，还需要兼顾财税和公共支出政策、外资和外贸政策的调节效用，应综合考虑这些政策的有效组合，后续理论研究将围绕宏观金融调控政策的组合效应而展开，提升宏观金融调控理论的系统性。（二）各种宏观金融调控传导机制的计量检验和理论建模。宏观金融调控的传导渠道可以分为新古典主义的投资成本渠道、托宾 Q 效应、财富效应、跨期替代效应和汇率渠道以及非新古典的银行信贷渠道、银行资本渠道和资产负债表渠道等。如何检验在各种宏观金融调控的传导渠道的存在性、重要性和传导效果，是宏观金融调控经验分析中的一

^① Siklos P L, Werner T, Bohl M T., Asset prices in Taylor rules: specification, estimation, and policy implications for the ECB, Discussion paper Series 1/Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, 2004.

^② Faia E, Monacelli T., Optimal interest rate rules, asset prices, and credit frictions, Journal of Economic Dynamics and Control, No.31, Vol.10, 2007, pp. 3228-3254.

个难点。如何将传导渠道充分体现在用于宏观经济政策分析的 DSGE 模型中，将是后续理论研究中的一个难点。

（三）宏观金融调控最优目标框架的构建。宏观金融调控最优目标框架的构建，既包括对传统宏观金融调控目标的重新解读，也包括基于宏观经济任务和经济金融生态的变化引入的新的宏观金融调控目标，但更重要的是认识和处理好各个宏观金融调控目标间的冲突和矛盾。对不同宏观金融调控目标间的冲突，虽然学界已经有了很多讨论，但在经济转型背景下宏观金融调控目标的系统性探讨和最优框架的建立上则比较薄弱。基于世界各国经济发展的需要，优化宏观金融调控目标体系，将要更加突出和重视保持物价总水平基本稳定的目标，关注更广泛意义上的价格稳定。另外，理论界将还要在经济发展之外更多关注金融稳定目标的实现。多目标的搭配一定会带来实施上的难度和不可能性。

（四）宏观金融调控时滞的识别与检验。政策时滞是政策当局科学地制定和实行宏观经济政策，有效地进行宏观调控不可忽视的一个重要因素。能否准确地把握政策时滞是决定宏观经济政策效果的关键，错误的政策时滞认识不但难以达到预期调控的效果，甚至还会适得其反，对经济的波动产生推波助澜的后果。而随着市场经济体制的确立和完善，经济结构的调整和市场主体行为方式的变化，使外部时滞变得更为复杂。因此，外部时滞就成为政策时滞的中心问题。由于时滞影响因素多变，直接导致时滞识别困难。后续理论研究将在技术上完善宏观金融调控时滞的识别与检验，增强理论研究的实践指导性。

参考文献:

1. Ahearne, A., J. Ammer, B. M. Doyle, L. Kole and R. Martin, Monetary Policy and House Prices: A Cross-Country Study, working papers, Central Bank of Chile, No. 344,2005.
2. Aizenman, J., Y. Jinjark and D. Park, Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990~2010, NBER Working Paper, No. 17502,2011.
3. Alvaro Aguiar and Ines Drumond, Business Cycle and Bank Capital: Monetary Policy transmission under the Basel Accords, Working papers, CEMPRE, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, No.242,2007.
4. Bean, C. Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?, BIS Working Papers, 2003, No. 140.
5. Benigno, P. and L. Paciello, Monetary Policy, Doubts and Asset Prices, NBER Working Paper, No. 16386, 2010.
6. Bernanke B S, Gertler M, Gilchrist S., The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, Handbook of macroeconomics, No.1, 1999.
7. Bingham. G., Central Bank Governance and Financial Stability, BIS Working Paper, 2010.
8. Bojan Markovic, Bank capital channels in the monetary transmission mechanism, Bank of England, Working Paper, No.313, 2006.
9. Bordo, M. and O. Jeanne, Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy, CEPR Discussion Papers, No. 3398, 2002.
10. Borio, C. and P. William Lowe, Asset Prices, Financial and Monetary Stability, BIS Working Paper, No. 114, 2002.
11. Bryan, M., S. Cecchetti and R. O 'Sullivan, Asset Prices in the Measurement of Inflation, De Economist, No.149, Vol.4, 2001.
12. Chadha, J., L. Sarno and V. Giorgio, Monetary Policy Rules, Asset Prices and Exchange Rates, CEPR Discussion Papers, No. 4114, 2003.
13. Chadha J S, Nolan C., Optimal simple rules for the conduct of monetary and fiscal policy, Journal of Macroeconomics, No.29, Vol.4, 2007.
14. Detken, C. and F. Smets, Asset price booms and monetary policy, Macroeconomic Policies in the World Economy, 2004.
15. Diamond, D. and R. Rajan, Illiquid Banks, Financial Stability, and Interest Rate Policy, NBER Working Paper, No. 16994, 2011.
16. Faia E, Monacelli T., Optimal interest rate rules, asset prices, and credit frictions, Journal of Economic Dynamics and Control, No.31, Vol.10, 2007.
17. Gambacorta L, Mistrulli P E. Bank capital and lending behaviour: empirical evidence for Italy, Banca d'Italia, 2003.
18. Gilchrist, S. and J. Leahy, Monetary policy and asset prices, Journal of Monetary Economics, No.49, 2002.
19. Goodhart, C. and B. Hofmann, Asset Prices, Financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy, Paper prepared for the conference on 'Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy', Stanford University, March2-3, 2001.
20. Gruen, D., M. Plumb and A. Stone, How Should Monetary Policy Respond to Asset-price Bubbles?, Reserve Bank of Australia Research Discussion paper, No. 2003-11, 2003.
21. Hanson S, Kashyap A, Stein J., A macroprudential approach to financial regulation, Chicago

- Booth Research Paper, No.10, Vol.29, 2010.
22. Haugh, D., Monetary Policy under Uncertainty about the Nature of Asset-Price Shocks, *International Journal of Central Banking*, No.4, 2008.
 23. Hein, E. Scott and Steward, D. Jonathan, Reserve Requirements : A Modern Perspective[J], *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, No.87, Vol.4, 2002.
 24. Kashyap, Anil K., The Optimal Conduct of Monetary Policy With Interest on Reserves, Prepared for the AEJ: Macroeconomics, 2010.
 25. Kishan, R. and T. Opiela, Capital and Loan Asymmetry in the Transmission of Monetary Policy, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, 2006.
 26. Kopecky, K and D. Van Hoose, Bank capital requirements and the monetary transmission mechanism[J]. *Journal of Macroeconomics*, 2004, No.26, Vol.3.
 27. Leeper E M, Yun T., Monetary-fiscal policy interactions and the price level: Background and beyond, *International Tax and Public Finance*, No.13, Vol.4, 2006.
 28. Lothian T, Unger R M. Crisis, Slump, Superstition and Recovery: Thinking and Acting Beyond Vulgar Keynesianism, 2011.
 29. Ma L, Yang J, Niu Y., Simulation to Effect of Monetary Policy with Constraint Threshold, *China Finance Review International*, No.3, Vol.4, 2013.
 30. Mishkin, F., Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, No.41, Vol.s1, 2009.
 31. Montoro, Carlos and Moreno, Ramon, The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America, *BIS Quarterly Review*, 2011.
 32. Muffels R, Wilthagen T, van den Heuvel N., Labour market transitions and employment regimes: Evidence on the flexibility-security nexus in transitional labour markets, Discussion paper, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Forschungsschwerpunkt: Arbeitsmarkt und Beschäftigung, Abteilung: Arbeitsmarktpolitik und Beschäftigung, 2002.
 33. Nelson, E. and A. Schwartz, The Impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economies, *NBER Working Papers*, No. 13546, 2007.
 34. Palley, Thomas I., Asset-based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability, *Review of Political Economy*, No.1, Vol.16, 2004.
 35. Palley, T., Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done, *IMK Working Paper*, No. 05-2008, 2008.
 36. Pooran P N., Macro-prudential supervision a panacea for the global financial crisis?, *Law and Financial Markets Review*, No.3, Vol.6, 2009.
 37. Posen, A., It Takes More than a Bubble to Become Japan, *PIIE Working Paper*, No. WP03-9, 2003.
 38. Posen A S., Why Central Banks Should Not Burst Bubbles, *International Finance*, No.9, Vol.1,2006, pp.109-124.
 39. Posen A S., The Central Banker's Case for Doing More, *PIIE Policy Brief*, No.10-24, 2010.
 40. Saibal Ghosh, Capital requirements, bank behavior and monetary policy: A theoretical analysis with an empirical application to India, *Indian Economic Review*, 2008, pp.205-227.
 41. Siklos P L, Werner T, Bohl M T., Asset prices in Taylor rules: specification, estimation, and policy implications for the ECB, Discussion paper Series 1/Volkswirtschaftliches

- Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, 2004.
42. Smets, F., and R.Wouters, An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area, *Journal of the European Economic Association*, No.1, Vol.5, 2003.
 43. Stein, Jeremy C., Monetary Policy as Financial-Stability Regulation, *The Quarterly Journal of Economics*, No.127, Vol.1, 2012.
 44. Subbarao, D., The future of central banking under post-crisis mandates, *BIS Papers*, No.55, 2011.
 45. Svensson L E O., Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review*, No.41, Vol.6, 1997.
 46. Svensson, Lars E.O., Inflation Targeting after the Financial Crisis, Speech Prepared for the Reserve Bank of India's International Research Conference, 2010.
 47. Taylor, J. and Wieland, V., Surprising comparative properties of monetary models: Results from a new model database, *European Central Bank Working Paper*, No.1261, 2010.
 48. Taylor, J. and J. Williams, Simple and Robust Rules for Monetary Policy, *NBER Working Papers*, No. 15908, 2010.
 49. Trichet, Jean-Claude, Speech at the Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 2009.
 50. Wadhvani, S., Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate, *National Institute Economic Review*, No.206, Vol.1), 2008.
 51. Woodford, M., *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier, Edition 1, Vol.3, 2010.