

货币政策和金融监管的协调，是保障货币政策有效传导的前提条件，是提高金融监管有效性的坚实基础，更是防范系统性风险、促进金融更好服务实体经济的关键所在。

朱元倩 / 著

货币政策与 金融监管协调

COORDINATION BETWEEN MONETARY POLICY
AND FINANCIAL REGULATION

 中国金融出版社

货币政策与金融监管协调

朱元倩 著



中国金融出版社

责任编辑：王雪珂

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策与金融监管协调 (Huobi Zhengce yu Jinrong Jianguan Xietiao) / 朱元倩著. —北京：中国金融出版社，2018. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9716 - 6

I. ①货… II. ①朱… III. ①货币政策—研究—中国②金融监管—研究—中国 IV. ①F822.0②F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 198543 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11

字数 140 千

版次 2018 年 10 月第 1 版

印次 2018 年 10 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9716 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947



前 言

货币政策的目标及其与金融监管的协调问题始终是货币经济学理论研究的核心问题，也始终困扰着央行和金融监管部门的边界划分和政策制定。在中国当前分业监管模式下，央行和监管部门之间的协调更是影响到经济发展和金融稳定的重大问题。从货币政策的目标来看，2008 年国际金融危机爆发前，货币政策的目标一度被明确为单一的保持通货膨胀稳定，然而长期低利率、低通胀宏观环境下国际金融危机的爆发使人们逐渐意识到货币政策对金融稳定的影响，多国央行提出货币政策应同时将金融稳定纳入货币政策的框架。而金融创新带来的流动性变化使得传统的货币需求函数和货币流通速度都变得不稳定，并进一步改变传统的货币数量与实际产出、物价、就业等之间的关系。从金融监管的强化来看，《巴塞尔资本协议Ⅲ》首次提出全球统一的流动性风险监管标准，将流动性风险提升至与资本监管同等重要的地位，与此同时，金融稳定理事会和巴塞尔委员会提出了宏观审慎的监管理念，认为危机前仅关注单家银行稳定的理念不足以保障金融稳定，要从宏观视角看金融体系，其本质便是如何做好货币政策与金融监管的协调，防范宏观的流动性风险。无论是价格稳定还是金融稳定，在本质上都是不同层次的流动性问题。以宏观流动性与微观流动性的相关关系为切入点，通过研究银行对货币政策的流动性风险承担行为形成分析货币政策与金融监管相互影响的分析框架，不仅在学术理论研究上具有重

要的科学意义，对于解决货币政策和金融监管的协调 also 具有很强的实践指导价值。

我国金融市场的流动性状况已经在很长一段时间内均呈现宏观流动性过剩与微观流动性不足共存的局面，这是金融监管的日益强化和货币政策宽松放缓共同作用下的产物，有必要从流动性风险的角度研究货币政策与金融监管的协调。在微观流动性层面，从 2013 年 6 月的“钱荒”事件，到 2013 年 10 月“小钱荒”至今，我国银行体系的流动性呈现出脉冲式风险频发的状况。然而，在宏观流动性层面，虽然社会融资总量呈现一定幅度的下滑，但央行所采用的依然是稳健中性的货币政策。宏观流动性过剩与微观流动性不足的局面，意味着金融体系脱离实体经济运行，存在巨大的金融体系系统性风险，无法满足实体经济的需求，金融体系无法在经济增长中发挥应有的作用。虽然这一现状的产生与金融机构过度承担风险的行为有密切的关系，但是央行和监管部门的双紧也加剧了刺破风险的可能，如何在流动性管理中有效协调央行和金融监管，共同发挥熨平金融体系周期性波动的效力，对于保障我国金融体系稳健、使其更好地服务实体经济至关重要。

货币政策与金融监管的协调问题一直备受关注，是关乎我国金融体系稳定和经济发展的重大问题。在 2012 年召开的第四次全国金融工作会议中，温家宝总理指出：“完善金融宏观调控体系，加强货币政策与财政政策、监管政策、产业政策的协调配合，有效促进经济发展和金融稳定。”2013 年 11 月召开的中国共产党第十八届三中全会发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中指出，“落实金融监管改革措施和稳健标准，完善监管协调机制……保障金融市场安全高效运行和整体稳定”，全国政协副主席、中国人民银行原行长周小川在解读党的十八届三中全会文件时指出，“完善监管协调机制”指“不断提高监管协调工作规范化和制度化水平，重点加强货币政策与金融监管政策、交叉性金融产品和跨市场金融创新的协调”，中共中央经济

工作会议的公告指出,“保持货币信贷及社会融资规模合理增长……用改革的精神、思路、办法来改善宏观调控,寓改革与调控之中”,金融业发展和改革“十二五”规划指出,“金融监管协调和信息共享进一步加强”。习近平总书记在党的十九大的报告中指出,“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,深化利率和汇率市场化改革”。习近平总书记在2017年7月召开的全国金融工作会议上强调,“要加强金融监管协调、补齐监管短板。设立国务院金融稳定发展委员会,强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责”。

2008年国际金融危机后,流动性风险监管始终是国际金融监管组织和中国银保监会强化监管的重要部分,巴塞尔委员会于2013年1月推出了修订版的巴塞尔Ⅲ流动性覆盖率,2014年10月,中国推出了修订版的巴塞尔Ⅲ净稳定资金比例,体现了国际流动性监管改革的最新发展趋势。2011年10月,中国银监会发布了《商业银行流动性风险管理办法(试行)》(征求意见稿),正式引入流动性覆盖率,2014年发布《商业银行流动性风险管理办法(试行)》,并根据《商业银行法》的修订进展,于2015年对《商业银行流动性风险管理办法(试行)》中存贷比由监管指标调整为监测指标,并于2018年5月正式发布《商业银行流动性风险管理办法》,在引入巴塞尔Ⅲ中净稳定资金比例监管指标的同时充分结合我国商业银行的业务特点进行了优化。面对新的流动性风险监管框架,讨论货币政策的流动性风险承担渠道,无论对于货币政策的制定还是金融监管政策的要求而言,都是非常及时和有重要现实意义的。

正是基于这样的背景,我于2013年就该问题研究申请了国家自然科学基金的青年项目,本书正是受到国家自然科学基金青年科学基金项目“货币政策与流动性监管的协调机制研究——基于流动性传导的视角”(项目批准号:71403251)的资助得以完成的,书中的大部分章节都来自我和该项目培养的研究生讨论的结果。书中观点仅代表作

者个人的观点，不代表任何机构的意见和看法。

本书由中国金融出版社出版，在编校和出版的过程中，得到了张智慧主任和王雪珂编辑的大力支持，在此对出版社及两位编辑的辛勤工作表示感谢。在书稿的写作中，得到了不少领导和同事的支持和鼓励，在此也一并表示感谢。由于时间有限，难免存在不足之处，恳请读者批评指正。

朱元倩
2018年7月

目 录

第一章 流动性视角下对货币政策与金融监管协调的新思考·····	1
一、流动性的分层定义及其测度研究·····	2
二、各层级流动性传导机制的相关研究·····	4
三、流动性管理及其与金融监管、货币政策的关系·····	6
四、货币政策与金融监管协调的新思考·····	8
第二章 系统流动性风险的度量与监管 ·····	11
一、文献综述 ·····	12
二、理论框架 ·····	16
三、研究模型 ·····	25
四、实证分析 ·····	28
五、结论 ·····	36
第三章 流动性风险压力测试的理论及实践 ·····	39
一、流动性风险及其压力测试 ·····	39
二、微观流动性风险压力测试的一般实践 ·····	42
三、微观流动性风险压力测试的创新与完善 ·····	45
四、宏观流动性风险压力测试 ·····	49

五、开展流动性风险压力测试的政策建议	52
第四章 从流动性传导视角看货币政策与金融监管的协调	55
一、文献综述	56
二、各层级流动性的内涵和指标选择	59
三、各层级流动性传导的理论框架	63
四、研究设计	68
五、实证结果及分析	71
六、结论	78
第五章 货币政策、流动性约束与银行风险承担	81
一、文献综述	82
二、流动性约束下的银行风险承担渠道	85
三、理论模型	88
四、实证模型	90
五、实证分析	93
六、结论与政策建议	98
第六章 银行业转型背景下的货币政策与金融监管协调研究	100
一、文献综述	101
二、货币政策与金融监管的协调机制	104
三、研究设计	106
四、超效率分析框架与多元回归模型	109
五、实证结果分析	111
六、结论与政策建议	115

第七章 基于 DSGE 模型的货币政策与金融监管的协调分析	117
一、文献综述	118
二、货币政策与金融监管协调的理论分析	121
三、DSGE 模型构建	123
四、实证分析	129
五、引入逆周期资本监管的 DSGE 模型	137
六、结论及政策建议	139
参考文献	141

第一章 流动性视角下对货币政策 与金融监管协调的新思考

2013年以来,我国金融体系呈现宏观流动性充足与微观流动性风险高企并存的不协调局面,在流动性危机时这一不协调局面的存在可能具有一定的合理性,但是在非危机情况下这种不协调将导致宏观调控难以达到目标、金融体系难以在经济增长中发挥应有的作用,且蕴藏了大量的系统性风险。这种流动性状况的形成,既与金融体系的融资结构、经营环境与经营模式的变化密切相关,也是日益强化的流动性风险监管和逐步放缓的宽松货币政策共同作用下的产物。对于该问题的研究,应从流动性及其传导的角度入手,对描述金融监管和货币政策关系的文献进行梳理。近年来,国外关于这方面的研究已逐渐展开, Acharya 等 (2012)^[1]指出最优货币政策应逆宏观流动性状况而调整,这就带来了流动性风险监管和货币政策的协调问题。Bianchi 和 Bigio (2014)^[2]运用动态宏观模型从商业银行流动性管理的角度,研究了货币政策的实施效果。而国内相关研究还处于起步阶段,王兆星 (2013)^[3]提出,流动性监管需要处理好金融机构流动性管理与央行流动性支持的关系,对于何种冲击应通过强化金融机构流动性管理能力应对,何种冲击应由央行提供额外流动性支持,这个课题亟待解决。陆磊和杨骏 (2016)^[4]提出了流动性、一般均衡与金融稳定的“不可能三角”,对中央银行传统目标及其政策手段局限性进行了深刻反思,指明了金融稳定应重回中央银行目

标菜单。目前,这些研究还处于观点提出阶段,后续还有大量问题值得进一步研究。

从 Keynes (1936)^[5] 提出流动性偏好以来,流动性逐渐进入经济学理论研究的视野,从流动性传导的角度看金融监管与货币政策的关系,主要涉及以下三个方面:一是关于流动性的分层定义及各层级流动性之间的相关关系;二是不同层级流动性的相互传导机制;三是关于流动性管理与金融监管和货币政策的关系。本章将分别围绕这三个方面对相关文献进行回顾,从而判断下一步值得开展研究的方向。

一、流动性的分层定义及其测度研究

国内外学者对流动性内涵的界定始终未能统一,目前的相关研究多是分别对不同层级的流动性进行定义,但不同层级流动性之间的联系不够明确,相关定义缺乏内在的一致性,不利于分析不同层面流动性之间的相互传导。目前在分析流动性时,结合流动性表现出的特点多采用不同的分层的研究方法,Baks 和 Kramer (1999)^[6] 将流动性区分为货币流动性和市场流动性两类;Nikolaou (2010)^[7] 将流动性分为央行流动性、资金流动性和市场流动性;北京大学中国经济研究中心宏观组 (2008)^[8] 也将流动性分为货币流动性、银行系统流动性和市场流动性三个层次,其中货币流动性指货币的充裕程度,银行系统流动性指商业银行整体资产的扩张情况,市场流动性则讨论在金融市场上资产变现的难易。他们围绕各自的关注点,分别构建了不同的流动性分层研究框架,但是研究中不同层级流动性的定义和测度是割裂开来的,并未从流动性相互传递的角度考虑不同层级流动性之间的内在一致性。吴念鲁和杨海平 (2016)^[9] 从风险传染的角度探讨了宏观、中观和微观流动性的关系,但仅限于理论分析,并未对各层次流动性指标进行计算,也缺少对三类流动性相关关系的检验。近年来,对于流动性指标的测度倾向于通过模型构建系统流动性风险指标,高波和任若恩 (2015)^[10] 运用

基于时变 Copula 模型对回购市场流动性和拆借市场流动性进行拟合得到系统流动性风险。

（一）宏观流动性测度

在宏观流动性的测度中,尚不存在统一的包含影子银行流动性创造的度量指标,但是存在一些有意义的探索。Sunderam (2012)^[11]认为影子银行提供了一种类货币的创造; Pozsar 和 Singh (2011)^[12]指出包含影子银行在内的现代银行体系同时通过 M2 类和非 M2 类负债提供融资; Williamson (2012)^[13]进一步提出在现代金融体系中流动性的口径已经拓展至所有用于交易的资产。

在我国长期宏观流动性过剩的背景下,以往国内学者的研究多是围绕流动性过剩的度量展开的,而对宏观流动性的度量则比较单一,多是通过不同口径的货币信贷总量进行测度。2008 年以来,影子银行体系的蓬勃发展改变了融资模式,2011 年人民银行提出的社会融资规模指标从融资总量的角度考虑整个金融体系对实体经济的支持,体现了影子银行在融资中的作用,引发了学者就该指标是否可以作为货币总量指标的讨论。薛昊旻 (2013)^[14]运用社会融资规模指标间接分析和阐明了影子银行对社会经济资金的影响,然而钟俊 (2011)^[15]则认为社会融资规模并未区分直接融资和间接融资,与代表社会货币总量的宏观流动性指标尚不能完全等同。

（二）微观流动性测度

对微观流动性测度,目前学者多采用正规银行体系的传统流动性指标作为替代,对流动性的新监管指标关注较少,且尚未对影子银行机构的流动性状况加以考虑。目前,对金融机构流动性的衡量一般都是测量商业银行的资产流动性, Saxegaard (2006)^[16]、彭兴韵 (2007)^[17]和董积生 (2007)^[18]指出可用流动性比例、超额准备金比例和贷存比等机构流动性风险指标对金融机构的流动性进行测度,李明辉等 (2014)^[19]借鉴 Berger 和 Bouwman (2009)^[20]的方法,分别设计了银行

表内流动性和表外流动性指标,将表外业务和同业业务纳入了流动性指标,但这些指标设计还较为粗犷、未能全面反映流动性风险等片面性,应将巴塞尔委员会提出的流动性覆盖率和净稳定资金比例等流动性新指标引入对银行的流动性进行度量。同时,对信托公司、租赁公司等非银行类金融机构的流动性测度研究则较为分散,且尚未纳入金融机构整体的流动性测度中来。

二、各层级流动性传导机制的相关研究

流动性传导是指不同层次流动性之间的相互传递,其传导机制与流动性层级的划分、不同层级流动性的定义以及不同层级之间的传导路径、方向和影响大小密切相关。流动性传导机制的理论研究始终伴随着货币政策的传导机制研究展开, Bernanke 和 Gertler (1989)^[21]、Meltzer (1995)^[22]提出的货币政策传导渠道是分析流动性传导机制的重要理论基础。相比较货币政策传导机制,流动性传导机制将微观流动性作为一个特殊的中间变量进行研究,同时在宏观流动性层面将传统货币政策关注的货币总量拓展至包含金融资产在内的更广义的范围内,充分探讨微观流动性与宏观流动性的相互影响。然而,目前对货币政策传导机制的最新研究和思想尚未充分体现到流动性传导机制的研究中来,而这些研究将成为细致分析流动性传导机制的关键。

(一) 流动性传导的异质性

近年来,在货币信贷传导渠道中微观机构的异质性特征越来越引起关注,在流动性传导机制中充分考虑微观机构的异质性是有效甄别不同机构在流动性传导机制中作用的有效工具。微观机构的异质性有多种分析的视角, Kashyap 和 Stein (1993)^[23]、Kishan 和 Opiela (2012)^[24]和 Morris 和 Shin (2014)^[25]分别从银行流动性好坏、银行规模大小和投资者风险偏好的角度考察了货币政策风险传导渠道中的异质性效应。冯宗宪和陈伟平 (2013)^[26]验证了我国不同银行对货币政策冲击会作出异质

反应,且随着资本充足率的提高,货币政策对银行风险承担行为的影响效果减弱。对于异质效应的研究还可以从银行和影子银行的视角展开,Verona 等 (2011)^[27]、Calvo (2012)^[28]、Hanson 等 (2011)^[29]、周莉萍 (2011)^[30]通过不同方法的研究发现影子银行体系实现信贷扩张的中介角色、影子银行对传统银行的替代作用,以及银行和影子银行在流动性传导中具有异质性;黄隽 (2011)^[31]、王红棉 (2013)^[32]等也对融资结构对货币政策传导的扭曲进行研究;王亚君和邢乐成 (2016)^[33]讨论了互联网金融对货币政策对银行流动性传导的影响。分析融资结构与流动性传导的关系,并对银行和影子银行在流动性传导中的异质性效应进行实证检验,将有助于我们判断影子银行对银行的流动性替代效应。

(二) 流动性传导的非对称性

货币政策传导的非对称性是当前国内外货币政策传导研究的另一重点,从流动性传导机制来看,微观流动性往往通过银行的信贷、拆借、流动性管理等行为对宏观流动性产生影响,但是其受到资本充足率和流动性的双重监管约束,同样存在传导效应的不对称性。目前研究多针对货币政策的非对称性影响展开,Chami 和 Cosimano (2001)^[34]最早明确提出银行资本监管会造成货币政策效果的非对称性,郑挺国和郭辉铭 (2012)^[35]、刘明宇 (2013)^[36]分别利用 GMM 方法和面板回归模型验证了我国信贷传导渠道存在显著的非对称性特征。Bekaert 等 (2010)^[37]基于流动性传导渠道分析了不同货币政策对市场流动性及波动变化的非对称影响,发现宽松货币政策中降低了市场流动性,而紧缩货币政策增加了市场波动。李鹏等 (2015)^[38]基于 MSVAR 模型对货币供给冲击与银行流动性的关系进行检验,认为在货币供给较低的区制下流动性螺旋效应更加明显,具有时变和非对称性特征。王周伟和王衡 (2016)^[39]运用动态面板模型验证了货币政策工具对银行流动性创造的影响的异质性,资产规模较大、资本充足率较高的大型国有银行和全国

性股份制银行总体流动性创造水平受货币政策的影响不显著,而地方性商业银行和外资银行对货币政策更具有数量和价格方面的敏感性。但是在资本和流动性双重约束下,流动性传导的非对称性仍有待检验。Giordana 和 Schumacher (2013)^[40]认为面对货币政策冲击,大型银行和小型银行的表现有明显差异,同时指出,使用巴塞尔Ⅲ的流动性新规后,货币政策银行借贷传导渠道将不再有效。更进一步地,在流动性压力情景下,流动性传导是否会发生极端的变化也有待进一步检验。

(三) 压力情况下的流动性传导

2008 年国际金融危机后,在货币政策非对称性影响的研究中,压力情景下的流动性传导情况引起了学者的广泛关注。Brunnermeier 和 Pedersen (2009)^[41]等通过流动性传导研究分析了压力情形下流动性迅速枯竭的原因,朱元倩 (2012)^[42]、童磊和彭建刚 (2013)^[43]等的相关研究多围绕宏观流动性压力测试展开,周学东和李文森 (2016)^[44]等研究了债务风险上升对货币政策传导的影响,文章认为刚性兑付会引发信用风险向流动性风险转换并导致流动性需求增加,但由于我国融资结构以债权融资为主,流动性需求增加会催生“信用风险—刚性兑付—流动性需求”的螺旋,而这种信用风险的上升会对货币政策的资产负债表渠道产生影响,削弱货币政策传导效应。目前,从流动性传导机制的角度对该问题进行分析,并将压力情景下影子银行和银行的流动性传导有效区分,将有助于厘清在极端压力的情景下微观流动性与宏观流动性的传导变化情况,并分析影子银行在危机中是否存在加速崩溃的作用。

三、流动性管理及其与金融监管、货币政策的关系

流动性管理既包括银行自身和监管当局对微观的流动性风险管理,也包括央行以货币政策为主要工具的宏观流动性风险管理。宏观流动性与微观流动性之间存在相互传递,所以流动性风险监管和货币政策的效果也存在相互影响。Svensson (2012)^[45]认为货币政策与金融稳定

政策的协调是中央银行的重要挑战, Angeloni 和 Faia (2013)^[46]指出货币政策和金融监管的协调问题应是未来一段时间研究的重点方面, 他们也从资本监管的角度讨论了货币政策和金融监管的协调问题。2013年, 巴塞尔委员会设立全球统一的流动性风险监管标准后, 从流动性视角分析金融监管与货币政策的协调关系也将是今后该领域关注的重点。

(一) 金融监管与货币政策的协调

金融监管的主要目标是金融稳定, 与微观流动性风险管理紧密相连; 货币政策的主要目标是物价稳定, 与宏观流动性紧密相连。针对货币政策是否应同时保证物价稳定和金融稳定, 应如何处理金融监管与货币政策的内在冲突, 始终是国内外学者争论的焦点。虽然 Allen 和 Gale (1999)^[47]认为价格稳定就意味着金融稳定; 但是 Mishkin (1996)^[48]却认为, 为实现物价稳定而采取的货币政策可能不利于金融稳定, 必须在两者之间权衡。对于两者的权衡, 周波等 (2001)^[49]提出应建立货币政策与金融监管的良性互动机制; 黄佳和朱建武 (2007)^[50]认为实现货币和金融双重稳定要修正现行的流动性管理框架。张金城 (2014)^[51]运用 DSGE 模型对我国货币政策调控与宏观经济稳定之间的作用机制进行了分析, 认为货币政策调控对宏观经济稳定有着显著的正向作用, 扩张型货币政策使得市场流动性充裕, 有利于产出提高, 但同时市场流动性增加加大了通货膨胀的上行压力。骆祚炎和罗亚南 (2016)^[52]基于六部门 DSGE 模型对金融加速器效应进行检验, 结果表明货币政策调控需要从单一通胀目标制转向多目标制, 应兼顾实体经济平衡和金融平衡。近年来, 该问题的讨论聚焦于两个方面, 一方面是对金融监管存在的顺周期性及逆周期调整的研究; 另一方面是货币政策传导的银行风险承担渠道理论的研究, 分析资本约束对货币政策有效性的影响问题。

(二) 金融监管的顺周期性

金融监管的顺周期性研究多围绕资本监管展开, 但并未对流动性