

新常态下“双支柱”政策协调研究

吴永钢 尚宇轩 卜林

摘要:“新常态”下的金融体系暴露出“脱实向虚”、金融资源分配不均、影子银行积聚风险等结构性问题。这些问题威胁到金融体系的稳定性。协调使用“双支柱”政策,有助于在守住金融体系不发生系统性金融风险底线的基础上,发挥服务实体经济的功能。这一功能的实现对完成“十四五”规划中的金融体系建设具有重要意义。本文从梳理“新常态”下的金融体系结构性问题入手,分析不同“双支柱”政策工具在“新常态”下解决金融体系结构性问题的适用性,并提出相应的政策建议。

关键词:“新常态”;货币政策;“双支柱”政策;系统性风险

中图分类号: F832 **文献标识码:** A

一、研究背景

自从我国经济进入“新常态”以来,如何防范化解系统性风险逐渐成为金融领域亟需解决的重要问题。在2017年10月召开的十九大会议上,习近平总书记首次提出“守住不发生系统性金融风险的底线”,并将“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”写入十九大报告。在2019年12月召开的中央经济工作会议上,中央指出全面做好“六稳”工作,把“稳金融”放在仅次于“稳就业”的重要位置。

随着2020年新冠肺炎疫情的全球流行,世界经济下行压力加大。面对疫情冲击,中国经济迅速复苏,成为2020年全球唯一实现经济正增长的主要经济体。然而,对于全球大多数经济体而言,新冠肺炎疫情仍然制约着其经济复苏。疫情未来的发展对经济复苏的影响也犹未可知,当前的经济形势仍存在诸多不确定因素。与此同时,我国发展的内外部环境依然面临深刻而复杂的变化,正如十九届五中全会公报中指出的,“当今世界正经历百年未有之大变局”“国际环境日趋复杂”,我国在“继续发展方面具有多方面的优势和条件”,但“发展不平衡不充分的问题仍然突出”。

新冠肺炎疫情和复杂多变的内外部环境,对制定实施“双支柱”政策提出了新的挑战。一方面,在世界范围内,疫情导致的实体经济衰退影响到了金融市场。根据国际货币基金组织(IMF)2020年4月14日发布的《全球金融稳定报告》,本轮疫情给全球金融市场带来了前所未有的冲击,危机的加剧将威胁全球金融的稳定性。另一方面,我国处于“十四五”开局的重要节点,利用好金融系统保障促进实体经济高质量发展,关系重大。然而,目前金融体系内存在的结构性问题不仅影响了实体经济的融资环境,同时,在金融体系,尤其是银行业也积累了系统性风险,威胁到实体经济的稳定性。政策制定者需要同时考虑金融稳定和支持经济活动两个目标。《中共中央关于制

作者简介: 吴永钢,经济学博士,天津商业大学会计学院副教授;尚宇轩,南开大学经济学院财金研究所;卜林,经济学博士,天津财经大学金融学院副教授。

① 本文获国家社会科学基金项目“混业经营下中国交叉性金融风险的识别、度量及预防研究”(20BJY240)资助。

定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提出，要“建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制”“健全市场化利率形成和传导机制”“构建金融有效支持实体经济的体制机制”。通过制度设计，维护金融稳定，在守住不发生系统性金融风险底线的同时，实现金融体系对实体经济的服务支持功能。“双支柱”政策工具是系统性金融风险防控体系的重要组成部分，也是现代中央银行应当提供的公共物品。因此，有必要对如何协调使用货币政策与宏观审慎政策的“双支柱”政策工具进行研究。

二、“新常态”下金融体系内结构性失衡问题及分析

（一）“脱实向虚”成为我国金融的最大痛点

虚拟经济是指通过资本流动推动虚拟资产价格的变动进而形成名义财富的增值。其与实体经济最大的区别，在于不存在实物资产的增值。由于金融行业主体的投机性和金融产品的复杂性，金融行业被认为天生就具有虚拟经济的属性。

金融体系承担着为实体经济融资筹资的功能，因此，与实体经济关联紧密。然而在“新常态”下，金融体系与实体经济产生背离，金融体系存在“脱实向虚”的问题。首先，大量金融资源在金融体系内空转，而不是去满足实体经济发展的资金需求。这造成了金融资源的浪费，对实体经济产生了“挤出效应”，不符合金融体系服务于实体经济的根本要求。其次，资本在虚拟资产中的流动，会推高资本的必要报酬率，进而推高实体经济的融资成本。再者，资本在虚拟资产中的流动并不产生真正的价值，推高虚拟资产增值的过程实际是生产金融泡沫的过程，因而“脱实向虚”的金融体系有巨大的内生风险。最后，金融体系“脱实向虚”过程中所设计的金融产品的复杂性不断增加，涉及参与虚拟经济的主体不断增多，从而增加了金融体系的脆弱性，增大了系统性风险，不利于实体经济的稳定增长。

“新常态”下金融体系与实体经济相背离的主要原因在于：一是实体经济的利润率相比于虚拟经济较低，投资周期较长，在内外环境均存在不确定性的情

况下，投资风险较大，因此，资本选择虚拟资产而非实体资产；二是投机者追逐金融泡沫；三是部分企业选择将利润用于投机活动而非再生产。这些行为构成了正反馈机制：由于虚拟经济回报率高于实体经济，因此，资本选择投向虚拟经济；实体经济由于难以获得再生产所需资本，导致成本提高、利润率下降，对资本的吸引力下降。这一正反馈机制说明了“新常态”下金融“脱实向虚”问题具有内生性。此外，目前金融体系对于实体经济的投资仍以银行的间接投资为主，直接投资信息不对称程度高、资本退出模式单一且难度较高，使得对实体经济直接投资的吸引力有限。

（二）金融资源配置不合理

我国金融资源配置不合理包括两个方面。一方面，区域性的金融资源分配不合理；另一方面，金融歧视广泛存在。

就前者而言，我国东部比西部、城市比农村掌握了更多金融资源。资本作为重要的生产要素在区域间分布不合理，会拉大区域间发展的差异。东西部金融资源配置的不合理有一定的历史因素，长期以来，东部地区经济水平显著高于西部，因而居民储蓄额较高，且金融业发展较好，为东部地区获取金融资源提供了有利条件，金融资源因此富集于东部。此外，所处地区不同，会使金融资源的供给者面临信息不对称的问题，需要付出一定的成本来获取资金需求方的信息，这些成本会推高资金需求方获取金融资源的价格。

而从获取金融资源的主体来看，国有企业相对于民营企业、大型企业相对于中小微型企业更易于以较低的价格获取金融资源。在正规市场金融资源有限的前提下，民营企业、中小微型企业被迫进入非正规市场以高于正规市场的价格获取金融资源。这种金融歧视不利于创业创新，将会限制我国经济发展的活力，进而影响到经济发展新旧动能的转换。产生金融歧视的原因在于以下几个方面。第一，国有企业以及非国有大型企业较易获得地方政府的担保，在获取金融资源过程中具有优势。第二，大型企业能够出具详细的历史经营信息，可以降低资金供给者面对的信息不对称性，且大型企业资产充足，能为获取金融资源提供担保。第三，我国以银行为主导的金融行业在进行风险识别、风险定价方面，仍有较大的提升空间。

（三）影子银行增大了系统性风险

在我国，在影子银行体系中占据主体地位的并非传统的影子银行，而是在我国金融体系中系统重要性强且与实体经济有紧密关联的商业银行。我国的影子银行业务也并非西方发达国家的资产证券化业务，而是商业银行的“类贷款”业务。

影子银行体系的存在给金融体系和实体经济都带来了巨大影响。在金融体系内，影子银行提高了金融体系的脆弱性。就安全性而言，影子银行有意愿将资金投入高风险项目，而且由于影子银行与商业银行之间的关系会随影子银行业务规模的扩张而不断加深，其风险也更容易扩散至商业银行表内。就流动性而言，影子银行业务并不能为社会提供流动性，而且由于影子银行与传统信贷之间的替代关系，影子银行业务的扩张还会减少社会的流动性。

影子银行对于实体经济也有影响。由于资金供求双方之间的信息不对称，影子银行资金的价格要明显高于传统信贷，意味着企业融资成本的提高。同时，影子银行业务的结构也存在问题，影子银行的资金主要流入僵尸企业、房地产行业和地方政府投资平台，不利于推进供给侧结构性改革。此外，由于影子银行会影响货币乘数，因此，会降低中央银行对于广义货币供给的控制力，数量型货币政策的有效性也随之下降。

我国影子银行产生的原因有以下几点。第一，存在无法由传统信贷渠道满足的资金需求。这些无法从商业银行获得信贷的主体，只能进入非正规信贷市场来满足其对资金的需求。第二，商业银行主动规避监管。基于宏观审慎监管的考虑，中央银行加紧了对商业银行的监管。为了规避监管，提高商业银行经营利润率，商业银行有动机将部分业务移至表外，在满足监管要求的情况下实现更高的利润。

三、“双支柱”调控框架

针对我国经济金融领域存在的结构性问题，有必要进行政策设计，在守住不发生系统性风险底线的同时，引导金融体系服务实体经济。传统的货币政策主要以稳定物价为目标，在稳定资产价格防范系统性风险方面则相对不足。而宏观审慎政策在抑

制金融系统顺周期性以及风险扩散方面的作用显著。因此，将货币政策与宏观审慎政策结合组成“双支柱”调控框架，成为防系统性风险、稳实体经济增长的必然选择。

（一）货币政策工具

当前，我国的货币政策工具可分为数量型、价格型和结构型货币政策工具（见表1）。

数量型货币政策工具，是指中央银行用以调整基础货币供应量的调控工具，其目标是调控市场整体的流动性。2020年2月3日，中国人民银行开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金，以确保疫情期间流动性的充足稳定。近年来，动态差别准备金率上调操作和“三档两优”存款准备金率框架的确立，说明当前的数量型货币政策有别于过去“一刀切”式的调控，具有结构性调整的趋势。

价格型货币政策工具，是指中央银行通过调整资产价格实现政策目的的工具。由于影子银行的存在改变了货币乘数，提高了中央银行精准投放货币的难度，数量型货币政策的效果难以估计，而价格型货币政策的重要性则日益凸显。然而，价格型货币政策工具对于利率的市场化程度有一定的要求。目前，我国的利率市场化改革尚未完成，中国人民银行仍在稳步推进利率市场化建设。

结构型货币政策工具是中央银行创造用于解决特定对象融资困难的政策工具，包括常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、抵押补充贷款(PSL)、央行票据互换工具(CBS)、定向降准和支农支小扶贫再贷款等工具。结构性货币政策工具使中央银行能够根据国家政策导向和实体经济需要，向特定领域对象释放流动性，以显著低于市场利率水平的价格为其提供贷款。2020年4月3日，中国人民银行宣布，将于2020年4月开始对中小银行定向降准1个百分点，加大对中小微企业的支持力度，降低社会融资实际成本。结构性货币政策工具的使用，减少了以往数量型货币政策工具导致的流动性过剩问题，同时，又能给重点扶持领域提供必要的资金支持。结构性货币工具的创新与使用，将成为未来一段时间内中央银行实施货币政策的趋势。

表1 货币政策工具列示

	货币政策工具名称	货币政策工具目标	货币政策工具效果
数量型货币政策工具	存款准备金	逆周期调节信贷总量，改变信贷增速，减少金融机构行为的顺周期性	逆周期调节银行业信贷供给，调节住房信贷增速，实现对房价逆周期调节，降低系统性金融风险发生的可能
	公开市场操作	调控短期内金融机构的流动性和市场利率	积极引导市场利率，满足商业银行短期流动性需求
	中央银行贷款	调控货币信贷总量，合理引导资金流向和信贷投向	促进信贷结构调整，引导扩大县域和“三农”信贷投放
价格型货币政策工具	利率政策	改变资产价格、微观主体的财务成本和收入预期	促进私人经济及金融市场发展
结构型货币政策工具	常备借贷便利 (SLF)	增加金融市场流动性供给渠道，引导资金流向，增强我国央行对于利率的调控能力	满足短期流动性需求，给出金融市场利率走廊上限
	中期借贷便利 (MLF)		提供中期流动性支持，解决基础货币投放不足问题，引导资金流向
	抵押补充贷款 (PSL)	引导市场中期利率，满足大型国有商业银行和政策性银行的资金需求	弥补特定金融机构的长期资金缺口，引导资金流向，解决基础货币投放不足问题
	定向中期借贷便利 (TMLF)	提供中期流动性支持，解决基础货币投放不足问题，引导资金流向	提供中期流动性支持，解决基础货币投放不足问题，为实体经济发展提供资金支持

资料来源：中国人民银行

表2 宏观审慎政策工具列示

	宏观审慎政策工具名称	宏观审慎政策工具目标	宏观审慎政策工具效果
时间维度宏观审慎政策工具	杠杆率	防止商业银行过度扩张和风险承担行为	抑制商业银行业务“脱实向虚”和同业间的同质化竞争
	附加资本要求	加强对大型商业银行的监管，提高其额外吸收风险的能力	防止大型商业银行过度扩张
	动态拨备要求	提高商业银行风险承担能力	平滑经济周期对商业银行的冲击，提高金融体系的稳定性
	逆周期资本缓冲		在经济繁荣时期显著抑制银行资产和非核心负债增速
	贷款价值比 (LTV)	逆周期减少信贷总量，限制信贷增速，减少金融机构行为的顺周期性	逆周期调节银行业信贷供给，降低住房信贷增速，平抑金融波动
	负债收入比 (DTI)		在经济繁荣时期显著抑制银行资产和非核心负债增速
横截面维度宏观审慎政策工具	识别和监管 SIFIs	防范 SIFIs 严重的道德风险	降低系统性风险
	制定恢复与处置计划	防止单一金融机构风险外溢	完善金融机构退出市场机制，控制系统性风险外溢
	场外衍生品集中清算	保证场外衍生品市场健康规范发展	降低场外衍生品交易操作、结算风险，维护金融稳定

资料来源：《2018年中国金融稳定报告》

(二) 宏观审慎政策工具

宏观审慎的思想源于微观审慎政策在应对系统性风险时存在两个维度的不足。第一个维度是横截面维度。微观审慎监管忽视了系统重要性金融机构对金融体系整体的重要影响，以及当单一金融机构出现危机时风险在全系统内传导的情况。第二个维度是时间维度。微观审慎政策具有顺周期性，倾向于加重金融周期和经济周期的波动。设计宏观审慎政策工具，正是从这两点出发，预防控制系统性风险（见表2）。由于一些货币政策工具体现宏观审慎思想，并且可以实现宏观审慎政策目标，因此，也被视为宏观审慎政策工具。

时间维度的宏观审慎政策工具主要是为了纠正金融体系内生的顺周期性，通过逆周期调节，起到熨平实体经济波动、防止出现系统性金融风险暴露的效果。横截面维度的宏观审慎政策工具将监管的重点放在系统重要性金融机构（SIFIs）上，防止风险通过金融关系网络传导，使原本单一金融机构的微观风险演变成金融体系的系统性风险。

四、中国的“双支柱”实践

中国作为全球宏观审慎框架制定与创新的引领者，在宏观审慎的政策制定方面为全球提供了颇具价

值的经验。早期，国内的窗口指导以及房地产信贷政策都形成了宏观审慎政策的雏形，而价格和数量相结合的货币政策框架基础，也使得各界便于理解宏观审慎的观念。在2008年全球金融危机爆发后，中国人民银行基于中央和国务院的部署，结合G20、FSB对金融危机总结的教训，在宏观审慎政策框架建设方面进行了全方位的深入探索，从2009年开始，研究强化宏观审慎管理的政策措施，并于2011年正式引入差别准备金动态调整机制。这一宏观审慎机制与公开市场操作和存款准备金率等货币政策工具相配合，有力地促进了货币信贷的平稳增长，提升了金融机构的稳健性。随着经济形势和金融业态的发展变化，中国人民银行进一步完善政策框架，自2016年起将差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估体系(MPA)，从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行情况等七个维度，对金融机构的行为进行考察。此外，中国人民银行自2016年5月起，还将全口径跨境融资宏观审慎管理扩展至全国范围的金融机构，对跨境融资进行逆周期调节，以控制杠杆率高企和货币错配等潜在隐患。2019年2月，中国人民银行设立宏观审慎管理局，牵头建立宏观审慎框架和基本制度，以及对系统重要性金融机构的评估、识别和处置机制，同时，牵头对金融控股公司等金融集团和系统重要性金融机构的基本规则的拟订、监测分析和并表监管。2020年9月，国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，明确由非金融企业控股或实际控制的两类或者两类以上金融机构，具有规定情形的，应当向中国人民银行提出申请，经批准设立金融控股公司，并接受监管。而在此前的2020年2月，中国人民银行等六部委曾联合印发《统筹监管金融基础设施工作方案》，在重点领域开展宏观审慎管理。

然而，我国宏观审慎政策框架仍然有待进一步健全和完善。宏观审慎政策虽有数量管理的特征，但与简单的规模管控有着本质区别。宏观审慎管理在维护银行体系稳定的同时，也可能会将部分金融服务和金融活动挤出正规银行体系，一定程度上导致影子银行业务的膨胀，进而引发新的不稳定因素。这同时也反映了金融机构与监管机构之间“金融创新-加强监管-金融创新-规避监管”的过程。2010年开始，

中国人民银行对地方融资平台和房地产行业的信贷政策收紧，但其资金需求仍然旺盛。商业银行开始将理财资金通过信托、券商、基金等通道投向信贷受到约束的领域。2013年后，原银监会出台政策对通道业务进行限制，使得理财资金逐渐转向委外投资，商业银行通过发行同业存单或同业理财募集资金，并通过非银行金融机构投资于标准化产品。随着资金成本的逐渐抬高，非银行金融机构开始采取抬杠杆、加久期等方式提高收益，系统性风险的势头进一步凸显。这些变化提示我们，管理和创新始终处在动态博弈的过程之中，如果没有货币政策的配合，仅依靠审慎监管政策，将难以实现金融稳定的目标。我们需要在全面和深入研究宏观审慎政策复杂影响的基础上，不断改进和完善“双支柱”监管框架与体系。货币机构和宏观审慎机构虽然不是市场主体，但是“双支柱”政策有公共产品的属性。习近平总书记指出，“深化金融供给侧结构性改革必须贯彻落实新发展理念，强化金融服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济、服务人民生活为本”。政策制定者应紧跟实体经济和金融系统动态，实时跟踪系统性风险，紧贴实体经济需要，在协调已有政策组合、保证“双支柱”政策相互配合的同时，创新“双支柱”政策工具，丰富现有的工具箱，为实体经济提供必要的公共产品，回归金融服务实体经济的本源。

五、“新常态”下“双支柱”政策的协调

一方面，防范发生系统性金融风险是金融工作的根本任务，“双支柱”政策应当体现“底线思维”；另一方面，在增速放缓的“新常态”下，发展的新旧动能转换、供给侧结构性改革等工作，也对金融体系提出了新的要求。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出要“创新在我国现代化建设全局中的核心地位”“构建金融有效支持实体经济的体制机制，提升金融科技水平，增强金融普惠性”。如何在保障金融安全的基础上，推动金融服务创新、服务实体经济，是制定“双支柱”政策的重要抓手。“双支柱”政策应当协调配合，兼顾维护金融安全和服务实体经济两大目标。

（一）针对性使用价格型和结构型货币政策工具

在货币政策工具选择方面，应优先选择价格型和结构型货币政策工具。我国影子银行影响到货币乘数，从而使中央银行采取总量型货币政策的有效性和可控性降低。采取价格型货币政策的结果具有显著的可测性，政策利率能为金融体系的风险定价提供基础。结构型货币工具的使用则能够为中小微型企业、民营企业等实体经济领域精确提供金融支持，在目前金融体系“脱实向虚”的环境下，可避免大水漫灌导致的流动性过剩，有利于抑制金融泡沫和非理性投机行为，突出分层次、有梯度的内在逻辑，增强政策的直达性、精准性。目前，利率市场化改革尚未完成。因此，在利率市场化程度较低的领域中，应更多使用结构性货币政策工具或具有结构性特点的数量型货币政策工具，以提高政策实施的精确度。

（二）打破金融体系“脱实向虚”的正反馈闭环

目前，实体经济利润率偏低，与虚拟经济相比，客观上对金融资源的吸引力较低。但资本不应在金融体系内空转。应积极发挥结构型货币政策工具的逆周期调节作用，引导金融体系支持实体经济。《金融控股公司监督管理试行办法》已于2020年11月1日起施行。未来，应进一步完善对金融控股公司管理的立法、执法，打击违法、违规资本运作。同时，还应扩大宏观审慎监管的范围，将一切金融活动纳入宏观审慎的监管之中，做到对金融活动实质的精准把握，对金融活动主体的穿透监管。这不仅能够有效抑制系统性风险的积累和发生，还会提高金融主体“脱实向虚”的成本，进而缩小实体经济与金融投机之间的利润差异。

（三）使用结构性货币工具开展普惠金融

稳健的货币政策要求政策工具灵活适度、精准导向。利用定向降准，再贷款再贴现等结构性货币政策工具，强化对小微企业信贷的政策引导。提高中小微企业信贷的可得性，降低其融资成本。加强对资本短缺地区、领域，特别是三农领域和中小企业聚集的产业园区的资金支持，提高其他要素的边际生产率，

释放发展活力。

（四）利用“双支柱”政策防范系统性风险

我国的杠杆率在过去十年经历了快速增长。在经济增速放缓的“新常态”下，居高不下的杠杆率成为制约我国经济良性发展的系统性风险之一。2017年的“去杠杆”取得了一定成效，当年非金融企业资产负债率自2006年以来首次下降。然而，我国面临的形势依然严峻。民营企业杠杆率下降，中小微型企业融资环境亟需改善，而国有企业杠杆率仍保持在较高水平。地方政府显性债务总体可控，隐性债务风险依然存在。在维持稳健的货币政策精准滴灌中小微企业的同时，宏观审慎政策应当重点关注系统重要性金融机构（SIFIs）和与其相关的金融网络风险，限制高杠杆企业和地方政府加杠杆，控制系统性金融风险，促进金融系统和实体经济的良性稳定运行。

参考文献：

- [1] 高然、陈忱、曾辉、龚六堂. 信贷约束、影子银行与货币政策传导[J]. 经济研究, 2018 (12): 68-82
- [2] 何平、刘泽豪、方志玮. 影子银行、流动性与社会融资规模[J]. 经济学(季刊), 2018 (1): 45-72
- [3] 荆中博、方意. 中国宏观审慎政策工具的有效性和靶向性研究[J]. 财贸经济, 2018 (10): 75-90
- [4] 李佩珈、范若滢. 金融供给侧结构性改革的背景、内涵及影响[J]. 国际金融, 2019 (6): 58-64
- [5] 李政、梁琪、方意. 中国金融部门间系统性风险溢出的监测预警研究——基于下行和上行 Δ CoEs 指标的实现与优化[J]. 金融研究, 2019 (2): 40-58
- [6] 马勇、张靖岚、陈雨露. 金融周期与货币政策[J]. 金融研究, 2017 (3): 33-53
- [7] 沈姗姗. 基于 DSGE 模型的宏观审慎政策与货币政策调控框架研究[J]. 金融经济研究, 2019 (1): 28-42
- [8] 苏治、方彤、尹力博. 中国虚拟经济与实体经济的相关性——基于规模和周期视角的实证研究[J]. 中国社会科学, 2017 (8): 87-109+205-206
- [9] 孙国峰、贾君怡. 中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角[J]. 中国社会科学, 2015 (11): 92-110+207
- [10] 朱军、李建强、张淑翠. 财政整顿、“双支柱”政策与最优政策选择[J]. 中国工业经济, 2018 (8): 24-41

（责任编辑：杜慧萍）