

金融亲周期性与准备金政策新框架^{*}

——兼论对资产价格的调控

黄飞鸣

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

摘要:金融系统的亲周期性在金融市场上的表现是信贷和资产价格的繁荣—萧条周期,并对现行货币政策框架提出了新的挑战。文章结合存款准备金政策的国际性软化发展趋势,提出贷款准备金政策操作框架以改革和完善现行的准备金制度,目的是通过差异贷款准备金率来实现货币政策的结构效应与总量效应和对资产价格的调控机制,以及逆周期性调节。

关键词:金融亲周期性;资产价格;货币政策;贷款准备金政策

中图分类号:F822 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2010)03-0124-09

一、引言

近百年金融发展史上,对发生的历次危机的研究表明,金融危机源于危机前经济金融状况良好时的、以信贷扩张和信贷条件放松以及杠杆化经营为特征的过度信贷扩张和风险承担(Risk-taking),这是内生于金融体系的所有金融危机的共性——亲周期性(Procyclicality)使然;其在金融市场上表现为信贷和资产价格的“繁荣—萧条周期(Boom-bust cycles)”(Bordo 和 Jeanne, 2002)。Reinhart 和 Rogoff(2008)对次贷危机和历次金融危机的比较研究也表明,每次危机爆发前都伴随着房地产、股票价格的高涨和危机后的急剧下跌;次贷危机在房地产价格上的暴涨暴跌表现得更为严重。Demyanyk 和 Hemert(2007)研究认为,美国次贷危机的爆发就是金融系统过度亲周期性的表现。这种信贷繁荣—萧条周期的内生性是与货币政策的周期非对称性效应紧密相连的。信贷扩张、资产价格膨胀致使风险过度积累,从而导致金融失衡,并体现为一种经济失衡,是虚拟的金融经济与实体经济发展的非均衡。究其根源一般都与不当的货币政策有密切关系。Geromichalos 等(2007)构建

收稿日期:2009-11-23

基金项目:国家社会科学基金重大项目(08&ZD034);教育部人文社会科学基地重大项目(08JJD790136);教育部人文社会科学基金项目(07JJD790007、09YJC790187)

作者简介:黄飞鸣(1973—),男,河南永城人,厦门大学经济学院博士生。

货币模型证明了资产价格与货币政策之间存在紧密的联系。货币政策操作失误主要体现在低利率政策所导致的银行信贷大幅扩张,由此推动资产价格泡沫的进一步膨胀。

信贷—资产价格的周期波动致使中央银行在维持价格稳定与金融稳定上面临新的挑战。对于货币政策是否应该直接对资产价格的变化做出反应,在美国次贷危机爆发前,比较一致的看法是,货币政策不应该以任何直接的方式将资产价格纳入目标体系,而是应该致力于物价的稳定,并保证金融体系足以应付资产价格的波动(瞿强,2007)。如 Bernanke 和 Gertler(2001)提出的有弹性的通货膨胀目标制,依照泰勒利率规则,其中的产出缺口反映了资产价格变化,使得中央银行能够自动地对资产价格的膨胀(泡沫)做出反应,这既可以防止通货膨胀,又能避免泡沫继续扩大及其破灭所带来的通货紧缩和金融危机等一系列并发症。但是,这一观点是建立在物价稳定与金融稳定是一致的且相互加强的强假设基础上的,与现实情况相去甚远(张亦春、邱崇明,2008)。20世纪20年代末美国的资产价格泡沫和20世纪80年代末日本的泡沫经济的历史事实显示,资产价格泡沫经常是出现在低物价的环境中。这种资产价格膨胀的同时还存在着一般价格水平稳定甚至通货紧缩并存的局面,给货币政策的操作带来极大的挑战。此外,由于金融系统内部、金融系统与实体经济之间的高度非线性关系,加上现代金融体系大量的衍生品创新,现行的货币政策框架会导致新的“时间不一致性(time inconsistency)”的负效应(White, 2006),即在每个阶段根据当时情况做出的最优的宽松货币政策反应,串联起来从整体上来看却不是最优的。

理想的货币政策框架除了在发生金融动荡时能减缓对经济的冲击外,还应在金融动荡发生前制约风险的积累和泡沫的聚积,显然现行的货币政策框架尚未具备这种功能(黄飞鸣,2009a)。另外,在现实中,货币政策效应应该表现为总量效应与结构效应的加总。而经典理论将货币政策视为总量政策而忽略了货币政策的结构效应。这主要是现行货币政策框架下的政策工具——存款准备金率、再贴现率和公开市场业务等“一刀切”的总量性特征决定的。对此,本文通过引入对贷款征收法定准备金的政策操作来构建一个新的准备金政策框架,为货币当局提供解决思路;并分析如何实现货币政策的结构效应与总量效应的结合。

二、文献回顾

目前被普遍用作一种调控社会信用总量工具的存款准备金制度,是美国在20世纪30年代大危机时期创立的,原意是客户提现作准备,以减少客户存款的风险。近二三十年来,存款保险制度的建立增强了客户存款的风险保障;金融创新和金融全球化使得银行竞争更趋激烈,许多国家的中央银行相继

放松了法定存款准备金的管制,存款准备金制度出现软化发展趋势,表现为实行较低准备金率或零准备金率。^①在20世纪90年代中后期,加拿大、比利时、科威特、挪威、瑞士、英国、墨西哥等国先后实行了零准备金制度。Friedman(1999)指出,因为(存款)准备金的减少,以及缺乏准备金与经济活动之间的连接,货币政策可能变得没有效果。Clinton(1997)全面分析了正准备金制度的四个弊端,并由此得出实行零准备金制度的必然性。在零准备金制度中,中央银行的货币政策操作目标转向了短期名义利率,因此在这种情况下,中央银行的货币政策操作框架就主要体现为调控短期名义利率的政策设定。尽管降低或取消法定准备金率可能会影响利率的波动性,以致降低中央银行货币操作的有效性,但是Woodford(2001)却认为在零准备金制度下的短期利率既可能变得更稳定,也可能波动更大,这要视商业银行对未来利率的预期是否正确而定。Guthrie和Wright(2000)提出了零存款准备金制度下的“利率走廊(Interest Rate Corridor)”货币政策操作框架。在此政策操作框架中,中央银行不再频繁动用公开市场业务来调节市场流动性,影响市场利率水平;而主要是在透明的制度设定下,通过利率走廊和“公告操作”(Open Mouth Operation)来实现其政策目标。随着货币政策调控趋向以价格调控为主,单纯依靠调整存款准备金率进行货币政策调控越来越少,零存款准备金制度成为一种趋势。零准备金制度之所以被许多国家普遍采用,是因为有其独到的优势,更切合20世纪90年代中期以来货币金融制度的发展和宏观调控的需要。而中国近年来反其道而行之,频繁动用法定存款准备金率这一颇具“杀伤力”的货币政策工具。从2006年7月5日至2008年底,中国人民银行共计22次调整存款准备金率,幅度由6%最高至17.5%。在中国金融业全面开放和国外央行普遍调低存款准备金率或实行零准备金制度的背景下,高企的存款准备金率势必给中国商业银行在与国外银行同台竞争带来巨大压力。目前国内本外币存款准备金率差别很大,外汇存款准备金率为5%,而本币存款准备金率为15.5%,这对外币存款占比较多的外资金融机构构成竞争优势,有违于公平竞争的原则。因此,比照国际通行做法,应该对中国目前的存款准备金制度做相应的调整。考虑到金融的亲周期性问题,准备金政策应该转向对金融机构的信贷资产征收费用的贷款准备金政策。

自Brainard于1964年研究指出存款准备金制在货币控制上的有效性为模棱两可以来,学术界就引发了对存款准备金制度的反思与改革探讨。对金融机构资产负债表中的贷款征收法定准备金的研究也由此浮出水面,20世纪70年代,美联储的Andrew Brimmer和Sherman Maisel提出用贷款准备金政策作为向资金匮乏的社区调控贷款投放的工具;此后,Finkelstein(1980)、Gehrig(1976)等人对这种政策工具作了进一步的研究。1971年至1986年法国的货币当局实行此政策工具以应对流动性过剩的局面。^②亚洲金融危机后,

D'Arista 和 Griffith-Jone(1998)建议对银行使用该政策工具来抑制短期国际借贷,因为东南亚货币危机在本质上可归于过多的国际短期借贷;Palley (2000、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,并提出一种包括所有金融机构、全部资产项目的资产项(asset-based)准备金政策。国内学者吴兰君(1999)曾提出实行贷款准备金制度取代现有的存款准备金制度的建议;黄飞鸣(2009b)则主张在对目前实行的存款准备金政策做出调整的基础上,推行贷款准备金制度,二者相互结合以提高准备金政策的效果。黄飞鸣(2009c)进一步分析了在开放经济下贷款准备金政策对货币政策独立性的维系功用,破解了开放经济下的“三元悖论”问题。

三、准备金政策的新操作框架

新框架的构建是以黄飞鸣(2009c)提出的模型为基础扩展的。选择代表性商业银行的最优化问题来进行,其业务仅限于吸收存款、发放贷款,资金头寸可以通过同业拆借市场调配,满足规模报酬不变和客户随机取现等条件,则其利润函数 π 可表示为:

$$\Pi = \sum_{i=1}^n (r_i^l - p_i^l - z_i^l) L_i - \sum_{j=1}^m (r_j^D - z_j^D) D_j - r^M M \quad (1)$$

其中, L_i 为第 i 种贷款余额, $i=1, 2, \dots, n$; D_j 为吸收的第 j 种存款量, $j=1, 2, \dots, m$; M 表示银行在货币市场同业拆借, $M > 0$ 为借入, $M < 0$ 为借出。 p_i^l 表示第 i 种贷款的单位贷款预期损失率, r_i^l 、 r_j^D 、 r^M 分别表示第 i 种贷款的利率、第 j 种存款的利率和货币市场利率, z_i^l 、 z_j^D 分别表示第 i 种贷款、第 j 种存款的单位管理成本。其中 r^M 是可以由货币当局通过公开市场操作控制的外生变量,^③它是存、贷款利率的基础。其他假定同黄飞鸣(2009c)。

假定中央银行同时征收法定存、贷款准备金,^④以 k_i^l 表示第 i 种贷款的法定贷款准备金率,且 $k_i^l \geq -1$,^⑤以 k_j^D 表示第 j 种存款的法定存款准备金率,且 $1 \geq k_j^D \geq 0$,^⑥ k_i^l 和 k_j^D 内部之间可以相等也可以不等,相等表示单一比例的准备金率。则代表性银行的利润最优化问题可由下式表示:

$$\text{Max}_{L_i, D_j, M} \Pi = \text{Max}_{L_i, D_j, M} [\sum_{i=1}^n (r_i^l - p_i^l - z_i^l) L_i - \sum_{j=1}^m (r_j^D - z_j^D) D_j - r^M M] \quad (2)$$

$$\text{s.t. } \sum_{i=1}^n (1 + k_i^l) L_i = \sum_{j=1}^m (1 - k_j^D) D_j + M \quad (3)$$

则该银行利润对变量 L_i 、 D_j 和 M 的一阶条件分别为:

$$r_i^l = (1 + k_i^l) r^M + p_i^l + z_i^l \quad (4)$$

$$r_j^D = (1 - k_j^D) r^M + z_j^D \quad (5)$$

比较式(4)、式(5)可以看出,在法定贷款准备金政策与法定存款准备金政策下的利率效应存在根本性的差异。外生的货币市场利率 r^M 是各种存、贷款利率 r_i^l 、 r_j^D 的基础;而实行法定存款、贷款准备金政策对存、贷款利率的影响完全不同。在实行法定存款准备金政策时,存款准备金率 k_j^D 的变动会影响存

款利率 r_1^D 的高低而对贷款利率 r_1^L 没有影响。在货币市场利率 r^M 和管理成本 z_1^D 不变的情况下,一种存款的法定存款准备金率 k_1^D 越高,银行支付相应的存款利率 r_1^D 就越低。因此,中央银行提高法定存款准备金率就会降低存款者的收益率,从而导致存款意愿降低,甚至是不愿存款,所以才会出现 NOW 等存款类的金融创新产品。

而在实行法定贷款准备金政策时,贷款准备金率 k_1^L 的变动只会影响贷款利率 r_1^L 的高低而对存款利率 r_1^D 没有影响。贷款利率 r_1^L 除了受货币市场利率 r^M 和其预期损失率 p_1^L 以及管理成本 z_1^L 的影响外,还受法定贷款准备金率 k_1^L 高低的影响,法定贷款准备金率 k_1^L 越高,相应种类的贷款利率 r_1^L 越高,贷款的成本越高。金融市场资金的成本更多地体现在贷款的成本高低上,因此,法定贷款准备金政策的现实意义更为重要。

在现行的货币政策框架中,中央银行通过调整存款准备金率、再贴现率、公开市场业务等政策工具来调整货币供应量,以间接影响市场利率或直接调整基准利率来影响市场利率,进而实现政策目标。实行法定贷款准备金政策产生的利率效应与现行货币政策框架下的利率效应明显不同。就调整准备金率以调控信贷而言,实行贷款准备金政策比实行法定存款准备金政策更具有针对性,也比存款准备金政策通过影响商业银行可贷资金的数量来控制信贷规模更为直接。因为提高法定存款准备金率将减少商业银行的可贷资金,由此制约其信贷扩张,即央行的操作变量与目标函数是间接挂钩的;而实行贷款准备金政策则要求商业银行在发放贷款的同时,按比例同步向央行缴纳准备金,通过增加银行贷款负担的方式制约其信贷扩张,即央行的操作变量与目标函数是直接挂钩的。

四、准备金政策新框架对资产价格的调控机制

在现实中,货币政策效应应表现为总量效应与结构效应的加总。经典理论将货币政策视为总量政策而忽略了货币政策的结构效应。这主要是由现行货币政策框架下的政策工具——存款准备金率、再贴现率和公开市场业务等“一刀切”的总量性特征决定的。而实行结构性法定贷款准备金政策影响不同类型的贷款利率的高低,可以实现货币政策的结构效应,并可以以此对资产价格进行调控。由式(4)易知,如果中央银行对代表性银行发放不同类型的贷款 L_i 分别征收贷款准备金率 k_i^L ,那么实行法定贷款准备金政策则具有信贷的经济结构调整效应。中央银行通过对商业银行不同类别的贷款实行高低不同的贷款准备金率,即较高的贷款准备金率会使相应贷款的利率提高而增加借款人的成本,这样中央银行就可以有选择地控制商业银行的信贷流向,由此达到调整信贷结构的目的。据此可分析贷款准备金政策对资产价格泡沫的调控效应。

为便于讨论,这里假设资产投资资金全部来源于银行贷款,不存在自有资

金(如果存在自有资金,考虑单位自有资金的机会成本为单位贷款收益即可)。如果 L_R 和 L_S 分别表示代表性银行对风险资产投资和一般工商业贷款,对应的利率分别为 r_R^1 、 r_S^1 ,央行征收的贷款准备金率分别为 k_R^1 、 k_S^1 。由式(4)易知:

$$r_S^1 = (1 + k_S^1)r^M + p_S^1 + z_S^1 \quad (6)$$

$$r_R^1 = (1 + k_R^1)r^M + p_R^1 + z_R^1 \quad (7)$$

设 q 是单位风险资产的收益资本化价格,假定单位风险资产有一个持续稳定的现金收益流 V ,其预期收益率是 r_q ,则有:

$$q = D / r_q \quad (8)$$

如果单位风险资产未来现金收益流 D 有一个固定比例 g 的增长,则单位风险资产的价格为:

$$q = D / (r_q - g) \quad (8')$$

在完全竞争市场结构下,风险资产的价格可表示为贷款利率加上一定的风险溢价,也即: $r_q = r_R^1 + z$,其中 z 是资产溢价,将式(7)代入,则有: $r_q = (1 + k_R^1)r^M + p_R^1 + z_R^1 + z$ 。再将式(8)和式(8')代入得:

$$q = \frac{D}{(1 + k_R^1)r^M + p_R^1 + z_R^1 + z} \text{ 或 } q = \frac{D}{(1 + k_R^1)r^M + p_R^1 + z_R^1 + z - g} \quad (9)$$

由此可见,在法定贷款准备金政策框架下,中央银行提高对风险资产贷款的贷款准备金率 k_R^1 ,将使风险资产的贷款利率和投资的预期收益率提高,相应地风险资产的价格 q 下降;在对一般性贷款的准备金率 k_S^1 不变的情况下,将不会影响该类贷款的成本和贷款的投放。因此避免了中央银行采取传统的存款准备金政策和利率政策“一刀切”的困境。

与不动产信用控制、证券信用控制等选择性政策工具相比较,法定贷款准备金政策的作用对象是银行等发放贷款的金融机构,而前者的作用对象则是银行客户,因此法定贷款准备金政策作为一种一般性政策工具既具有存款准备金政策威力大的特点,又具有选择性政策工具的灵活性、结构性调整的特征。

但应该注意的是,在风险资产的贷款收益率明显高于一般贷款的收益率情况下,当中央银行实行贷款准备金政策,对风险资产的贷款征收较高的法定贷款准备金率时,比率的设定一定要考虑代表性银行的反应——依据收益最大化原则对贷款资产结构进行调整。它可以在保证贷款准备金总额既定的前提下,通过增加高收益类风险资产贷款的比重、减少低收益类贷款比重的资产结构调整来获取更高的利润。这种准备金调整所带来的银行信贷资产结构转换将会延续到两类贷款的边际收益与边际成本之比达到相等时为止。因此,为了保证法定贷款准备金政策的分配效应,中央银行在实施法定贷款准备金政策时,提高一类贷款的准备金率必须使该类贷款的成本上升到与其收益率之比与其他种类的贷款的边际收益与边际成本之比相等。

中央银行对商业银行持有的信贷资产征收准备金既可以在总量上控制信

贷规模,又可以有针对性地对风险资产投资类贷款征收一定比例的贷款准备金,由此调控信贷结构,减少商业银行在房地产、股票市场上的贷款投放,从而可以控制 Allen 和 Gale(2000)所揭示的信贷扩张引起的资产价格泡沫及金融失衡。

在贷款准备金政策的实施操作上,可以比照现行的法定存款准备金政策来实施,也可以参照黄飞鸣(2009b)提出的中国贷款准备金政策的方案,即分贷款增量准备金和存量准备金两部分来征收,并将贷款存量准备金政策与增量准备金政策相结合。^①对那些不通过吸收存款融资的金融机构,如消费金融公司,增量准备金缴存比例可以相应调低。另外,根据《巴塞尔协议II》的要求,贷款准备金政策可以依据银行信贷的风险级别而征收不同比率的准备金。银行信贷风险级别越高,准备金率也越高。这样可以避免银行涉足风险过高的信贷领域。在过渡阶段,贷款准备金政策与存款准备金政策并行不悖,可以同时实行;但需要对现行的存款准备金政策作出调整,即降低比率,停止付息。

五、结束语

信贷和资产价格的繁荣—萧条周期问题,尤其是金融资产的价格泡沫积累和数量扩张及其带来的亲周期性问题、金融失衡问题是近年来困扰货币当局的主要问题之一。在现行货币政策框架下,一方面资产价格难以纳入政策目标体系,另一方面遵循利率规则进行“一刀切”的政策操作,都会进一步加剧金融经济的失衡,甚至催生危机。金融失衡在本质上体现的是虚拟的金融经济与实体经济发展的非均衡发展,这需要货币当局采取总量平衡与结构调整相结合的复合宏观调控。因此,基于信贷、资产价格的“繁荣—萧条周期”所体现的金融亲周期性问题对现行货币政策框架提出的新挑战,需要改革和完善现行的准备金制度。

本文提出的贷款准备金政策就具备这种复合调控的特征,即可以在贷款准备金和经济活动之间重建一个强有力的连接,并通过公开市场操作强化货币政策的效果。实行法定贷款准备金政策,在经济处于上升周期、信贷扩张时,征缴的贷款准备金将会多于经济处于下降周期、信贷紧缩时的缴付量。并且,在贷款准备金政策下,一笔贷款因坏账被注销,就会释放出相应的准备金,从而扩张货币供给;这在紧缩时期,对信贷扩张意义重大。^②在贷款准备金率可正可负的灵活调节情况下,贷款准备金政策的这种逆周期性(counter-cyclicity)调节能够应对这一挑战,由此克服金融系统的亲周期性问题。

注释:

①加拿大在1992年6月为提高向中央银行缴存准备金的银行的竞争力,将准备金率降低为零;英国也于1992年1月起实行零准备金率;1999年启动的欧洲中央银行对于其“储备基础”的大部分负债也实行零准备金率。一般征收存款准备金的国家,准备金率多为

- 5%—6%,发达国家为3%左右,且对存款准备金不付息。
- ②法国是到目前为止唯一实行过贷款准备金制度的国家。20世纪70年代初,德意志联邦银行曾向政府提出扩展使用贷款准备金政策的草案,但该草案未曾公开,只是提交给了联邦财政部,经财政部两次修改后于1973年9月25日公开,但未真正推行。1986年法国央行不再实行这一准备金制度。
- ③目前,大量研究表明(Goodhart, 1989;Friedman, 2000),中央银行事实上是以短期利率为目标,听任货币供应量内生调整。国际经验表明,同业市场拆借利率,一直被认为是信贷资金或充裕或短缺的风向标,是发达国家中央银行货币政策最重要的操作工具。
- ④分开征收不影响模型的分析结果。
- ⑤考虑到中央银行的最后贷款人职能, k_t^l 可以小于零,但不能小于-1。但模型是以 $k_t^l > 0$ 的情况建立的。当 $k_t^l < 0$ 时,相当于中央银行直接对代表性银行融资,其预算约束变为: $\sum_{i=1}^n (1-k_t^l)L_i = \sum_{i=1}^n (1-k_t^p)D_i + M$ 或 $\sum_{i=1}^n L_i = \sum_{i=1}^n (1-k_t^p)D_i + \sum_{i=1}^n k_t^l L_i + M$,相应地, $r_t^l = (1-k_t^l)r^M + p_t^l + z_t^l$ 。
- ⑥理论上 k_t^p 可以等于1;但 k_t^p 不可为负,否则就失去了存款准备金的意义。
- ⑦增量准备金政策是指以某一时间点信贷总量为基数,商业银行此后所有新增贷款都向央行交纳一定比例的准备金。存量准备金政策是指中央银行首先设定一个年信贷增长幅度,商业银行信贷增长率超过央行所规定的增长率越多,缴纳的准备金也就越多。
- ⑧在《巴塞尔新资本协议》的资本充足标准要求下,一笔贷款被注销将迫使银行消减对风险资产的持有,紧缩信贷是与增加股权资本相比易行的方案。

参考文献:

[1]黄飞鸣.金融危机与货币政策:一个理论框架[J].金融评论,2009a,(1):73—83.

[2]黄飞鸣.金融控制与贷款准备金政策工具的选择[J].广东金融学院学报 2009b,(2):34—43.

[3]黄飞鸣.开放经济下的货币政策独立性:一个理论框架[J].国际金融研究 2009c,(11):13—18.

[4]翟强.资产价格波动与宏观经济政策困境[J].管理世界,2007,(10):139—149.

[5]吴兰君.建立贷款准备金制度刍议[J].经济管理,1999,(5):58—59.

[6]张亦春,邱崇明.开放进程中的中国货币政策研究——基于“入世”背景[M].北京:北京大学出版社,2008.

[7]Allen F, D Gale. Bubbles and crises[J]. The Economic Journal,2000,110:236—255.

[8]Bernanke B S, M Gertler.Should central banks respond to movements in asset prices? [J]. American Economic Review,2001,91(2):253—257.

[9]Bordo M D, O Jeanne. Boom-busts in asset prices, economic instability, and monetary policy[R].NBER Working Paper No.8966, 2002.

[10]Clinton K. Implementation of monetary policy in a regime with zero reserve requirements[R].Bank of Canada Working Paper,1997:97—98.

[11]Demyanyk Y, O V Hemert.Understanding the subprime mortgage[R].Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper,Dec,2007.

[12]Finkelstein J M.The macroeconomic impact of a loan reserve requirement[J].The Financial Review,1980,8:24—35.

[13]Friedman B. The future of monetary policy: The central bank as an army with only a signal crops[J]. International Finance, 1999,2(3):321—338.

- [14]Friedman B.The role of interest rates in federal reserve policymaking[R].NBER Working Papers, No.8047,2000.
- [15]Gehrig B. Geldmenge und mindestreserven: Aktiven oder passiven als bemessungsgrundlage? [D].Universität Bern, Paul Haupt,1976.
- [16]Geromichalos A, J-M Licari, J Suarez-Lledo. Monetary policy and asset prices[J]. Review of Economic Dynamics, 2007,10:761—779.
- [17]Goodhart C. The conduct of monetary policy[J]. Economic Journal, 1989,99: 293—346.
- [18]Guthrie G, J Wright. Open mouth operations[J].Journal of Monetary Economics, 2000,46(2): 489—516.
- [19]Palley T.Stabilizing finance: The case for asset based reserve requirements, financial markets and society [R].The Financial Markets Center, Philomont, VA, August,2000.
- [20]Palley T.Asset-based reserve requirements: Reasserting domestic monetary control in an era of financial innovation and instability[J]. Review of Political Economy, 2004, (1):43—58.
- [21]Reinhart C M, K S Rogoff. Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison[R]. NBER Working Paper No. 13761, 2008.
- [22]White W R.Procyclicality in the financial system: Do we need a new macrofinancial stabilisation framework? [R]. BIS Working Paper No.193, 2006.
- [23]Woodford M. Monetary policy in a world without money[R].NBER Working Paper, No.7853, 2000.

Financial Procyclicality and New Framework of Reserve Requirements of Monetary Policy: Study on the Control of Asset Prices

HUANG Fei-ming

(School of Economics, Xiamen University, Fujian Xiamen 361005, China)

Abstract: The procyclicality of financial systems is featured by the boom-bust cycles of credit and asset prices in the financial market. This problem poses a challenge to the current monetary policy framework. Combining the softening trend of reserve policies, the paper raises a practical framework of loan reserve requirements to perfect current reserve system. It suggests that we could apply different loan reserve rates to realize the structure effect and total effect of monetary policies, the control of asset prices, and the counter-cyclical adjustment.

Key words: financial procyclicality; asset price; monetary policy; loan reserve requirements

(责任编辑 喜 雯)