

# 新金融评论

## New Finance Review

2015年第2期 (总第16期)

### 专题

#### ■ 金融周期看经济

彭文生

#### ■ 2015年中国经济展望——经济蓄势

诸建芳

#### ■ 新常态下中国经济中期走势分析

郑京平

### CF40&NRI 中日经济学家2015学术交流会

#### ■ 中国经济体制与发展模式转型

吴敬琏

#### ■ 从比较经济学视角探究中国经济“新常态”

青木昌彦

#### ■ 2015年中国经济：挑战与前景

余永定

#### ■ 从日本经验看中国经济的新常态

关志雄

### 国际金融

#### ■ 中国企业外债知多少

缪延亮 张宇 何欣勇

### 宏观经济

#### ■ 我国利率市场化的前提条件与推进策略

姚洋 徐高

#### ■ 也谈松紧适度的货币政策

程漫江 叶丙南

 上海新金融研究院  
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 中国金融出版社

# 新金融评论

**New Finance Review**

2015年第2期（总第16期）



上海新金融研究院  
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE



中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

## 图书在版编目 (CIP) 数据

新金融评论 (Xinjinrong Pinglun). 2015年. 第2期: 总第16期/上海新金融研究院编. —北京: 中国金融出版社, 2015.4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7940 - 7

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第090992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 北京市松源印刷有限公司

尺寸 175毫米×250毫米

印张 10.25

字数 160千

版次 2015年4月第1版

印次 2015年4月第1次印刷

定价 40.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7940 - 7/F.7500

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 新金融评论

New Finance Review

顾问：(按姓氏拼音排序)

陈雨露 方星海 胡怀邦 胡晓炼 蒋超良 姜 洋 姜建清 李剑阁  
林毅夫 刘 伟 裴长洪 秦 晓 沈联涛 唐双宁 屠光绍 万建华  
王 江 翁祖亮 吴敬琏 吴晓灵 谢 平 易 纲 余永定 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄海洲 李迅雷 连 平 廖 岷 马 骏 缪建民 阎庆民  
袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：廉 薇 王乾箏 熊 静 黄 涓 全淑琴 郭 峰

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物，致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果，强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国领先的非官方、非营利性的独立智库，专注于经济金融领域的政策研究，由40位40岁上下的金融精锐组成。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非官方、非营利性的独立智库，与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

# 目 录

2015年第2期

总第16期

## 专 题

- |      |                   |     |
|------|-------------------|-----|
| (1)  | 金融周期看经济           | 彭文生 |
| (22) | 2015年中国经济展望——经济蓄势 | 诸建芳 |
| (47) | 新常态下中国经济中期走势分析    | 郑京平 |

## CF40&NRI中日经济学家2015学术交流会

- |      |                     |      |
|------|---------------------|------|
| (57) | 中国经济体制与发展模式转型       | 吴敬琏  |
| (66) | 从比较经济学视角探究中国经济“新常态” | 青木昌彦 |
| (72) | 2015年中国经济:挑战与前景     | 余永定  |
| (83) | 从日本经验看中国经济的新常态      | 关志雄  |

## 国际金融

- |      |           |             |
|------|-----------|-------------|
| (92) | 中国企业外债知多少 | 缪延亮 张 宇 何欣勇 |
|------|-----------|-------------|

## 宏观经济

- |       |                   |         |
|-------|-------------------|---------|
| (106) | 我国利率市场化的前提条件与推进策略 | 姚 洋 徐 高 |
| (139) | 也谈松紧适度的货币政策       | 程漫江 叶丙南 |



# 金融周期看经济

◎ 彭文生

**摘要：**本文超越存货调整、产能利用等短期波动因素，注重经济运行中相对慢节奏变量，在金融周期的分析框架下，试图为判断中国经济的未来趋势提供一个系统性的解读。主要观点是，我们应该从金融周期，而不是一般经济周期的角度（比如短期的经济增长、通胀、利率）来看待近期的经济和市场的变化。

**关键词：**金融周期 土地 房地产

## 一、引 言

2014年下半年，金融市场发生了两件特别受人关注的事件。一是油价大幅下跌，短短几个月之内，从100美元/桶降到50美元/桶左右。作为影响全球几十亿人日常生活的重要商品，其价格在如此短的时间下跌了一半，难免引发人们对市场定价效率的疑问。另一个事件是中国股市指数大幅上升，在持续多年的熊市之后，股市上涨的速度超出大部分投资者的预期，但是中国经济仍然疲弱，结构问题突出。股市和经济脱节当然不是中国独有的问题，这

---

作者彭文生系中信证券全球首席经济学家。

几年美国、欧洲、日本和不少新兴市场国家和地区都有这个现象，关键在于股市的上涨能否持续，如果不能，未来是经济转好还是股市转差？

对未来的看法首先取决于我们如何理解已经发生的现象，其背后的推动力量是短期波动，还是趋势性因素？对于油价下跌，有多种解释，包括：全球经济疲弱，沙特阿拉伯等传统石油生产地与新的能源渠道美国页岩油争夺市场份额，以及美国和沙特阿拉伯利用低油价围剿俄罗斯等阴谋论。对中国股市上涨的解释则包括：估值从低位向中位修复，货币放松带来的利率下降等。这些单个的解释听起来都有一定道理，现实中这些因素也确实起到作用。但中国是世界第二大经济体，按购买力平价汇率计算，甚至是第一大经济体。在全球化的时代，中外经济紧密相连，理解中国经济和市场离不开全球环境；同样，理解国际经济和市场不能缺少中国因素。

油价下跌和中国股市上涨有没有关联？一个关联是油价等大宗商品价格的下跌对于中国这样的资源进口国而言，代表贸易条件改善，降低中国企业的生产成本、提升中国消费者的购买力，市场分析师普遍把这看成2015年非银行上市公司盈利有望改善的因素之一。这样的传导机制当然存在，但这个解释对于理解笔者提的问题没什么大的帮助，因为它可能只描述了结果而不是原因，是部分均衡而不是一般均衡分析。比如，如果大宗商品价格下跌部分是因为中国经济增长放缓带来需求下降，那就是一个自我循环的机制，油价低虽然对中国企业盈利是利好，但源头是经济增长弱，对企业利润不利。

本文在一般均衡分析的框架下，从大宗商品价格下跌和中国股市上涨两者之间可能存在的关联出发，试图对近期经济和市场变化提供一个系统性的解读，在此基础上，我们可以更全面和准确地把握中国经济和资本市场未来的走势。主要观点是，我们应该从金融周期，而不是一般经济周期的角度（比如短期的经济增长、通胀、利率）来看待近期的经济和市场变化。金融周期强调货币信用和房地产价格变动机制的特殊性，效果是拉长了经济增长、通胀、利率等宏观变量在周期不同阶段的时间，加大了其在周期不同阶段的上下变动幅度。

## 二、金融周期的上、下半场

金融周期的理论基础是货币非中性论，强调金融对实体经济的影响，导致不同于一般经济周期的规律。一般经济周期涵盖1-8年不等，一个金融周期持续15-20年。在上半场，信用扩张快、资产价格上升、经济增长比一般经济周期的动能强；到了下半场，信用紧缩，增长下行压力持续的时间较长。金融周期的拐点可能和金融危机联系在一起（比如2008年的美国），在没有发生金融危机的地方，信用收缩也对实体经济带来冲击。

房地产在金融周期中起到加速器的作用，反映投资者风险偏好，其作为抵押品影响融资条件，信用与房地产相互促进，加大经济的顺周期性。在金融周期的开始阶段，稳健型债务人占比高，但随着杠杆率的上升，经济对利率上升的脆弱性增加。要么因为银行信用创造货币遇到瓶颈，要么因为政策紧缩，在周期的某个时间点利率必然上升。2013年下半年的利率上升是中国进入金融周期下半场的标志，房地产走下坡路，债务人减少消费和投资，储蓄相对于投资增加，均衡利率下降。

土地（包括其依附物房产与矿产）是特殊的生产要素，在金融周期中既影响经济总量又影响结构。与一般资本品相比，土地开发的资金门槛高，往往需要外部融资，土地供给带有垄断性，变动慢，需求的变化主要反映在价格上。同时，一般资本品价格上升带来的投资增加生产性资本，超额利润通过竞争和整体经济增长来消化，而土地在空间上不可移动，时间上不可转换，其价格上升带来的超额利润只能通过增加其他行业的成本来消化。

金融周期下半场的宏观政策环境可以总结为“紧信用、松货币、宽财政”。紧信用意味着金融体系信用扩张放缓，促进杠杆率降低，但带来增长下行压力。作为应对，货币政策放松，但货币投放方式发生变化，通过银行信用投放的重要性下降，政府信用投放货币增加。后者体现为央行支持财政支出扩张，比如美联储和欧央行购买政府债券，以及中国人民银行对政策性金融机构的贷款。预计中国央行将继续创新货币投放的渠道，方向是和财政或



准财政扩张联系在一起。

下半场的宏观经济将呈现增长放缓、结构改善的特点，与上半场的增长加快、结构恶化相反。同时，政府信用投放的货币更有效地增加流动性，把均衡利率下降转化为现实的市场利率下降，同理，金融资产包括股票的价格受到支持。中共十八届三中全会确立的经济体制改革蓝图促进结构调整，有助于经济可持续增长。经济结构改善的一个体现将是实体经济部门的利润率上升，房地产行业和银行体系在国民收入分配中的比例下降。

### 三、关注需求端的长期因素

笔者从大宗商品价格谈起。首先，这一次是大宗商品价格的全面下跌，虽然媒体关注最多的是油价，但铁矿石下跌的幅度也很大，农产品价格也有显著下降。大宗商品价格全面下跌说明有深层次、可能超越短期的因素在起作用。当然，大宗商品价格全面下跌只是一个结果，本身并不能说明这个下跌不是短暂的，但是它提示我们不能从能源市场（沙特阿拉伯不愿意减产）或者其他单个市场的因素来认识这次调整。我们需要从需求和供给两个方面寻找有普遍意义或者宏观层面上的驱动因素。

大宗商品价格全面下跌，同时全球经济增长疲弱，说明价格变化和需求有关，问题是需求弱是短期还是中长期因素使然。对于全球经济来讲，近几年的一个突出问题是发达国家成为拖累。欧洲和日本经济增速一直在低位徘徊，美国经济在2014年第二季度和第三季度强劲增长，但到了年底，零售和消费者信心有所回落。美国前财长、经济学家萨默斯（Lawrence Summers）在2013年重新提出了长期停滞论（Secular Stagnation），指出发达国家面临一些抑制增长的长期性因素。<sup>①</sup>长期停滞论受到一些质疑，尤其是美国经济在2014

---

① 长期停滞这个词早在20世纪30年代由美国经济学家汉森提出，解释大萧条时期的低迷经济。参见 Barber, William J. The Career of Alvin Hansen in the 1920s and 1930s: A Study in Intellectual Transformation, History of Political Economy, 1987, 19(2)。

年加快复苏之后。但市场对美国经济是否能回到金融危机前、大宗商品牛市时期的增长速度仍有疑问。一个体现是尽管美联储停止购买长期国债，美国10年期国债收益率在2015年初下降到2%以下的低位。



图1 大宗商品价格指数下跌

资料来源：CEIC，中信证券研究部。

虽然对发达国家长期停滞论有争议，但相关的讨论对我们有启发意义。一个可能抑制总需求的长期因素是人口的变化。劳动年龄人口下降意味着，假设其他条件不变，资本的边际产出率下降，导致投资下降。这是所有发达国家和地区都面临的问题，尤其是日本和欧洲。另一个因素是贫富分化，收入分配差距扩大，社会财富越来越多地集中在少数人手里，而富人的边际消费倾向低，导致总体消费需求弱。贫富差距扩大，是过去40年中的一个全球现象，但金融危机后发达国家货币政策极度宽松加剧了这个问题。贫富分化可以解释消费弱，但是难以解释为什么金融体系没有把增加的储蓄转化为实体投资。

再有一个因素是金融危机后私人部门去杠杆和资产负债表调整抑制了消费与投资需求。家庭部门通过减少消费来偿还债务，企业降低投资偿还债务，对个体来讲都是理性的行为，但加在一起，对总需求就会造成很大的冲击。美国私人部门（主要是家庭）在金融危机后去杠杆的力度比较大，资产负债表调整比较到位，这是现在美国经济增长超过欧洲和日本的原因之一。即使在美国，虽然近几年企业盈利不错，是支撑股市上升的因素之一，但企业对投资仍然谨慎，对未来信心不足。

拖累大宗商品需求的因素还包括中国经济增速放缓。“三期”叠加论是对经济新常态的一个比较全面和准确的描述：即中国经济处在增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期的重叠阶段。如何理解“三期”叠加背后的因素？经济增速从过去的高速向中高速换挡，显然指向超越短期波动的力量。一个因素是人口的变化，按照国家统计局的数据，中国劳动年龄人口从2012年开始下降，既影响经济的供给能力，也抑制投资需求的增长，从通胀率持续下降来看，当前需求疲软是主要问题。另一个因素是贫富分化，抑制了整体的消费需求，也扭曲了经济结构。经济结构的矛盾体现在过去快速扩张的行业尤其是房地产泡沫、产能过剩和环境污染，以及在金融层面的企业负债率和银行信用大幅扩张，这些结构问题在2008-2009年大规模刺激政策后更加突出。消化、纠正这些结构问题带来实体经济和金融层面的摩擦，影响整体经济增长。<sup>①</sup>

发达国家和中国经济增速面临超越短周期的下行压力，那么，新兴市场经济增长是否会加快，成为全球经济新的增长点？从自然禀赋来讲，和发达国家以及中国比较，新兴市场的一个重要优势是人口。拉丁美洲、南亚、中东和非洲有大量年轻的劳动力，共同的特征是人多、钱少。那么，发达国家和中国的资金能否转移到这些国家投资，增加他们的产出和收入，同时拉动对资本输出国的商品和服务的需求？历史上资金流入新兴市场国家似乎只带来短暂的繁荣，而不是持续地提升经济增长，最后的冲击都和金融有关。典型的例子有20世纪80年代的拉美债务危机（源于美国的资金流入）、20世纪90年代的亚洲金融危机（源于日本的资金流入），以及本世纪的欧洲债务危机（源于德国资金流入欧元区边缘国家）。

回顾2003-2008年的所谓新兴市场黄金5年，对我们理解这个问题有帮助。彼时，新兴市场经济体快速增长，股市上涨，一片繁荣，当时流行的一

---

<sup>①</sup> 笔者在2013年4月出版的《渐行渐远的红利——寻找中国新平衡》一书中，依据人口结构和制度变迁两条主线，详细讨论了中国增速放缓、结构失衡、房地产泡沫和相关的金融风险的前因后果，并探讨促进新平衡的经济体制改革方向。

个解释是新兴市场国家经济改革和宏观政策框架改善（重要的标志是财政变得稳健，赤字下降）是主要驱动因素，促进了内部增长又带来资金流入。但是，后面的发展显示新兴市场国家难以和发达国家脱钩，回过头来看，发达国家和中国的增长以及与此相关的大宗商品牛市是推动新兴市场黄金5年的主要因素，也就是说，是贸易而不是外来投资驱动了可持续的增长。

跨境资金流动达到双赢的比较成功的例子是第二次世界大战后美国的马歇尔计划。成功的一个重要原因是国际金融制度安排。在战后建立的布雷顿森林体系里，美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，并有一套制度规范投资（世界银行）和纠正经济失衡（国际货币基金组织）。这为各国的货币政策带来纪律约束。同时，会员国出现国际收支失衡时，在国际货币基金组织（IMF）的协调下，通过外部流动性支持、内部宏观政策调整达到有序纠偏。现在的国际货币和金融体系基本是无制度安排，对边缘国家和国际储备货币国家的可持续增长都不利，但前者的脆弱性更大。

值得关注的是，中国政府近期提出的“一带一路”发展战略，可能是改变全球经济格局的一个新变量。一般的理解是，“一带一路”战略将促进中国对周边国家的投资，这些国家的经济发展反过来将拉动对我国商品和服务的需求，尤其是有助于我国的装备制造业“走出去”，也有利于利用我国的工业产能，达到互利双赢。“一带一路”将给全球经济带来怎样的影响，能否在可持续的基础上提高全球的增长率？我们认为，成功的关键还是金融安排。从金砖国家储备基金和亚洲基础设施投资银行，我们看到类似IMF和世界银行功能的影子，但从落实到发挥实质作用面临很多挑战。关键是人民币能否成为这些国家的储备货币，同时建立起一套机制使得相关国家的国际收支失衡有序调整，而这些都是需要时间。

通过从需求的视角讨论影响经济增长的一些超越短周期的因素，可以看出，无论是发达国家的低增长、中国的增速放缓，还是新兴市场国家接力经济增长面临的困难，都涉及金融。美国的经济增长虽然有显著改善，但能否有序退出极度宽松的货币环境仍然是不确定因素。我们需要关注金融机制对实体经济的长期影响。在解释金融周期的逻辑之前，下一节将讨论经济供给

端的一些可能拉长周期波动的因素，尤其是正确认识土地这个特殊的生产要素的作用，有助于我们理解大宗商品价格的波动，也为阐述金融周期铺垫一个基础。

#### 四、供给端：土地是特殊的生产要素

广义的土地概念不仅指农业、工商业和住宅用地，还包括石油、矿产等依附于土地的自然资源，其作为生产要素有一些不同于劳动力和劳动力创造的生产性资本的特殊性，对经济周期产生影响。在竞争的市场环境下，价格的变动是实现商品供求平衡的机制，如果需求或者供给一方对价格的变动不敏感，则实现供求平衡所需要的价格变动的幅度较大，量的调整时间拉长。影响大宗商品周期的一个特殊现象就是供给落后于需求的调整。和制造业产品比较，石油和矿产的供给对价格变动的反应慢。结果是需求的变化在相当长的时间里主要体现在价格上，需求增加开始只带来价格上升，价格上升提高大宗商品开采行业的利润率，吸引新的投资，但供给增加的速度比较慢。往往是需求见顶了，产能还在持续扩张导致价格下跌的幅度大，调整的时间也比较长。

什么因素导致大宗商品的供给对价格变动的反应比较慢？一是大宗商品的开采，尤其是石油和矿石的开采需要大量资金投入，技术含量也较高，使得行业投资的门槛高。二是从勘探、设计到开采需要时间，使得一段时间内供给有限。三是石油和矿产的开采需要政府许可，这种许可一旦获得就具有排他性。这些特性使得自然资源的开发具有天然的垄断性，而且往往涉及权力寻租，后者加剧垄断的程度。垄断程度越高，生产和供给对价格变化的反应越慢，需求的上升给生产者带来超额利润。当然，利润率越高，对新增开发投资吸引力越大，最终带来供给的上升，尤其是如果新的供给来源被发现，比如美国的页岩油气，则将对供求格局产生重大影响。

随着金融深化，大宗商品市场的投机性也增加了。在牛市阶段，一部分需求是投机性需求（来自期货市场和累积实体库存两部分），导致价格上升的

幅度偏离实体经济的需求和供给平衡，给投资者发出错误的讯号，放大产能投资，最终可能使得供给能力超出实体的需求。

结合以上需求与供给两方面的讨论，大宗商品全方位的价格下跌说明有共同的力量在起作用，而不是某一个市场的特殊因素（比如欧佩克不减产），过去十几年大牛市所带来的大宗商品供给的增加就源于这个共同力量。美国的页岩油气，澳大利亚、拉丁美洲、非洲的矿石，中国的煤炭都是典型的例子。在下行阶段，这些供给能力不会因为价格下跌很快消失，相关的资本品难以转作其他用途。大宗商品价格尤其油价有一定的金融属性，波动性大，不排除在一段时间大幅下跌后，一些利好消息会刺激价格反弹，但这可能只是波动，供给过剩成为长时间抑制价格的因素。

故事并没有到此结束。笔者想强调的是，大宗商品周期应该放在经济大环境里来考虑，其波动和经济、金融紧密关联，反映了更深层次的驱动力量和规律。大宗商品近期变化，提示我们关注另一个有类似特性，但又不完全一样的市场——土地市场。土地也具有供给调整慢、价格走极端的特性，但土地在经济中的作用比依附于土地的矿产资源大多了。

早期的古典经济学认为土地和劳动力、资本一样，是三大生产要素之一。那个时代，农业生产是国民经济的主要部分，土地的重要性显而易见。现代的经济学教科书不再把土地看作是独立的生产要素，谈到经济的潜在增长率，一般认为取决于劳动力、资本存量，以及全要素生产率（使用劳动力和资本的效率）。主流的分析框架把土地看作生产性资本的一部分，反映了现代经济中农业和矿业等第一产业的重要性下降。但是土地仅仅是生产性资本的一部分，和机器设备一样，过去几十年间，多个国家发生的房地产泡沫及其对经济的冲击促使我们反思这个问题。和生产性资本相比，土地具备几个方面的特殊性。

首先，土地供应相对于资本的供应调整慢。土地供应有限，并不是指没有荒地可用，而是指土地在空间和时间上的特殊属性。从空间来看，土地是固定的，而资本是流动的。一个区域的土地需求增加，我们不能把其他区域的土地移过来满足这个需求，但一个地方对资本的需求可以通过跨区域的资



本流动来满足。这意味着资本的超额利润不能持久，但土地的超额收益难以通过竞争来消化，而是反映在土地价格和租金的增加上。

从时间上看，土地也是固定的，而生产性资本呈现长期增加的趋势。个人和企业可以降低当前的消费，通过增加投资来增加机器设备等生产性资本，大家都这样做，整个社会的资本存量上升，未来的商品和服务的供应就增加了，资本对个人和社会都起到储值的作用。土地对于个人是储值手段，但土地供应有限，大家都想买地的时候，价格会飞上天，都想变现的时候，价格会落到地。对整个社会来讲，土地的量不变，土地起不到在时间上转移价值的作用。

以上两点结合起来，使得土地的价格上升只能通过增加其他行业成本来消化，而不是提升整体经济的生产率，这是土地和一般生产性资本的最大差别。土地价格持续上升必然挤压经济的其他部门，扭曲经济结构，也会削弱总体的增长率。那土地价格的变动有没有什么特殊规律？

和其他资产比较，因为土地的存续期很长，土地的价格相对于即期产生的现金流高。因此，购买土地所需要的资金门槛高，一般需要外部融资。谁能够比较容易获得外部融资，谁就在土地的交易和分配中占有优势。影响融资条件的因素包括信用评级（一般来讲大企业比小企业的评级高）和抵押品的价值（土地本身就是抵押品），规模较大的企业和已经拥有土地的企业及个人占有优势，使得集中度越来越高。

那地价是如何确定的？理论上讲，土地和其他资本品一样，价格是未来产生的现金流的折现值，但两者有重大差别。一般资本品的使用寿命比较短，且有特定的用途（汽车制造厂难以改为生产手机），其产生的现金流受新建资本的竞争限制。假设汽车制造的利润率高，新的投资者有两种方式加入汽车制造行业：一是购买现有的厂家，另一个是建立新的汽车制造工厂。现有的汽车制造厂的售出价格受到建立新产能的成本的竞争限制。

土地的用途可以改变，今年用于农业种植，明年可变为工业用地，后年可以成为住宅用地，未来难以预测，有无限想象空间。同时土地供应在时间和空间上的固定使得竞争有限，其价格主要看需求。这些差异使得土地价格

的估算缺乏客观基础，更多地由人们的心理预期、羊群效应决定。这在住宅市场显示得很清楚，住房买卖的价格不会完全取决于其建筑成本，而是要参考附近某一套房的成交价格。这背后反映的是土地（不可重置）和一般资本品（可以重置）的根本差别。

由于土地作为生产要素的特殊性，土地的垄断性、定价的羊群效应使得需求的变化在相当长的时间内主要体现在价格变化上，价格周期波动的长度和幅度超过一般商品。同时，土地带来的超额利润不能靠竞争提高效率来消化，只能靠增加其他行业的成本来消化。土地和依附于土地的石油和矿产的价格的上升，对其他行业是挤压。而资本品价格上升一般都有其生产率提升支持，其价格比如股票价格也会有泡沫，但其带来的资本投资增加了经济的生产能力，提升潜在增长率。

通过从供给端分析土地及其依附物大宗商品的一些特殊属性，可以看出，其对经济周期的影响不同于一般资本品。从需求端看，土地对经济也有很大的影响，比如房地产投资就是拉动大宗商品需求的一个重要力量，但房地产的重要性更多是因为与金融的结合（房地产是信贷的重要抵押品），是金融周期的重要载体。

## 五、金融周期的总量含义

20世纪70年代以后，经济学主流思维对金融和经济之间关系的认识，是建立在货币中性论基础之上的。新古典经济学认为，长期来讲，货币的量只影响物价，不影响实体经济。所谓的新凯恩斯经济学虽然认为货币政策逆周期操作有利于减少经济波动（因为价格在短期有粘性），但在精神上更接近古典经济学，相信金融体系把储蓄有效转化为投资，市场是有效的。过去40年，经济自由化和全球化带来金融深化，银行业的规模大幅扩张，金融危机发生的频率提高了，包括拉丁美洲债务危机、亚洲金融危机，以及美国次债触发的国际金融危机。近几年，学术界、政策当局和市场在反思金融和经济的关系，重新认识凯恩斯学派的货币非中性观点和金融的重要性。

反思的一个方面是关注金融周期的概念，强调信用和资产价格的相互作用，起到加速器的影响，导致和一般经济周期不同的规律。<sup>①</sup>首先，金融周期发生的频率比一般经济周期低，但持续的时间则较长，一个金融周期可能跨越多个以增长和通胀为代表的经济周期波动。一般的经济周期涵盖的时间1-8年不等，而金融周期的跨度在15-20年。金融周期发生的频率低，但导致的经济增长的波动幅度比一般的经济周期大。在繁荣时期，信用扩张支持投资，既拉动需求又增加供给，通胀对宏观经济政策的制约弱化，经济增长可能长时间处在较高水平，到了衰退阶段，信用紧缩、投资下降、增长率持续处在疲弱的水平。

金融周期最核心的两个指标是信用和房地产价格，前者代表融资条件，后者反映投资者对风险的认知和态度，两者相互影响，具有顺周期自我强化的特征。这里讲的信用包括银行信贷和影子银行的信用创造活动。其他变量对判断货币信用波动的规律也有帮助，包括利率、银行的坏账率等，但信用和房地产价格最有普遍意义上的代表性，两者的快速扩张往往昭示未来的麻烦。金融周期的顶点往往和房地产泡沫破裂和金融危机联系在一起，即使在没有发生金融危机的国家，金融体系也面临很大的压力，信用紧缩，冲击实体经济。

很多国家的经验显示，在经济繁荣期，银行对坏账的拨备下降，利润上升；同时，资本充足率上升，提高银行放贷的能力和意愿。这体现在银行的信贷标准上，在繁荣期，银行贷款的可得性较高、银行要求的利率较低，对抵押品的要求也较低；而在衰退期，相关要求正好反过来。当然，很多行业都有顺周期的特征，银行业的特殊性在于银行信用创造流动性，银行贷款在支持一个投资项目的同时增加了存款，提高了可贷资金，在一段时间造成储蓄增加的假象。

在融资的过程中，房地产市场起到加速器的作用。房地产往往被用作银

---

① Claudio Borio. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt, BIS Working Papers, No. 395, December 2012.