

A Theoretical Analysis and Empirical Study on the Correlation
Mechanism between Business Cycle, Financial
Cycle and Monetary Policy



经济周期、金融周期与货币政策关联机制
的理论分析与计量研究

潘长春 著



人 民 出 版 社

经济周期、金融周期与货币政策关联机制 的理论分析与计量研究

A Theoretical Analysis and Empirical Study on the Correlation
Mechanism between Business Cycle, Financial
Cycle and Monetary Policy

潘长春 著



人 民 大 学 出 版 社

责任编辑:贺 畅

图书在版编目(CIP)数据

经济周期、金融周期与货币政策关联机制的理论分析与计量研究/

潘长春 著. —北京:人民出版社,2019.1

ISBN 978-7-01-019931-3

I. ①经… II. ①潘… III. ①货币政策-关系-经济周期分析-研究-中国 IV. ①F124.8②F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 234647 号

经济周期、金融周期与货币政策关联机制的理论分析与计量研究

JINGJI ZHOUQI JINRONG ZHOUQI YU HUOBI ZHENGCE GUANLIAN JIZHI DE
LILUN FENXI YU JILIANG YANJIU

潘长春 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

环球东方(北京)印务有限公司印刷 新华书店经销

2019 年 1 月第 1 版 2019 年 1 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:14

字数:180 千字

ISBN 978-7-01-019931-3 定价:30.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042



版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

序 言

2017年11月17日，中国人民银行第三季度货币政策执行报告中首次提到“金融周期 (Financial Cycles)”一词，且一共出现七次，央行在报告中称“国际金融危机促使国际社会更加关注金融周期变化，各国央行也认识到只关注以物价稳定等为表征的经济周期来实施宏观调控显然已经不够，央行传统的单一调控框架存在着明显缺陷，难以有效应对系统性金融风险，在一定程度上还可能纵容资产泡沫，积聚金融风险”。

中国人民银行同时在报告中对金融周期给出了明确的定义，即金融变量扩张与收缩导致的周期性波动。而包括国际货币基金组织 (IMF) 和国际清算银行 (BIS) 等金融机构均接纳了金融周期理论，并把信贷和房地产结合起来分析金融顺周期性对经济的影响。特别是近两年来房地产和信贷反弹以及伴随着美国的经济复苏，金融周期和经济周期之间的关联机制引发了学术界的广泛关注，金融周期理论也由此开拓了宏观经济周期研究的新视角。相比于过去几十年的传统观点，金融周期是一个全新的分析框架，更加契合当下的经济和金融环境。我们目前正处于金融自由化和金融创新的新时代，关注和研究金融周期，可以帮助我们更好地理解 and 解决经济问题。

事实上，单独从经济周期角度出发并不能充分解释信贷、资产

价格和产出的关系，而这些因素解释了近年来很多发达经济体疲弱的增长。同时，完全从经济周期理论视角也很难理解 2008 年以来“后危机时代”全球经济的演变过程。自 2008 年全球金融危机之后发达国家普遍进入去杠杆阶段，信贷缺口 (credit to GDP gaps) 回落至负区间，居民、企业资产负债表大幅调整，在市场化机制引导下，发达国家经济和金融系统经历了艰难的调整期。与发达国家不同，2008 年前后新兴市场国家正处于一轮金融周期的上升期，尽管大多数国家的信贷缺口还处在负区间，但回升的趋势已十分确定，金融危机的爆发虽然一定程度延缓了新兴经济体金融周期回升的速度，但并不改变其总体趋势。

结果，新兴经济体和发达国家特别是美国之间金融周期出现背离和分化。2008 年金融危机后，在发达国家去杠杆、降低债务增速的同时，新兴经济体金融周期向上，信贷缺口逐渐回升至零值之上。此时又恰逢美联储实施量化宽松政策，零利率之下美元资本流向全球，新兴经济体在这一过程中积累了大量的外债。如今发展中经济体则面临着上个世纪九十年代中后期相似的困局，资本外流冲击汇率，如果恰逢内部经济结构不稳、资产价格高企，将面临资产价格泡沫破裂、外储下降、通胀等多方面问题，严重情况下甚至危及政局稳定。

中美两国作为世界最大的发展中国家和发达国家，相互间的经济金融联系对世界经济的发展具有重大影响。中国经济经历了近十年的繁荣期，金融周期已经接近顶部。时至 2018 年，美国金融周期逐步开始回升，信贷缺口上升至零值附近，同时开启货币紧缩进程。美联储加息缩表，欧日央行宽松政策边际收缩。美国利率中枢、资产回报率回升，带来新一轮美元回流潮。此次美国经济的强劲复苏和金融周期的上升并未惠及中国，中美两国新一轮的经济“脱钩”和金融周期分化的趋势再次显现，即美国经济强劲复苏、金融周期触底回升而中国等新兴经济体增长速度明显下降并伴随金融周期见

顶，中美两国经济和金融出现了新的“脱钩”态势。

同时，美国与新兴经济体之间的贸易-资金双重循环机制是当今“美元体系”得以维系并运行的重要原因。而中国不仅是贸易关系的枢纽，也是资金循环的中介。中国通过向美国开放的商品市场出口最终产品，以满足出口导向型经济增长的需要，在此过程中产生的巨额经常项目顺差主要通过购买美国国债的形式“还流”到美国。但在全球金融危机后，美国国内鼓励制造业发展的一系列战略调整以及对华贸易保护主义政策的抬头，尤其是中美贸易争端的激化，使中国出口导向型经济发展受到严峻挑战，在一定程度上将减少中国对美贸易顺差。这种态势若持续下去，将对美元的“还流”产生不利影响，今后中国通过大规模购买美国国债以维持“美元体系”的机制可能会发生变化。

虽然十几年的时间对人类历史发展以及经济学的经验验证过程而言格外短暂，但这一期间中美经济关系的变化却相当巨大。全球金融危机后中美经济增长呈现出的相反方向变化是否意味着两国金融周期分化的发生？当前中美金融周期的这种新变化是短暂的周期现象，还是两国经济关系发生重大转折的开端？对上述问题的回答显然有助于我们把握中美经济关系的总体发展脉络，对于研判今后两国经济关系的发展趋势乃至世界经济的运行态势具有重要意义。

正是在这一背景下，潘长春博士的这部著作从实体经济周期与金融周期匹配以及中美金融周期错配的视角出发，运用理论分析与经验分析相结合的研究方法，对金融周期概念的产生过程进行了梳理，同时对中国近十几年来的周期匹配机制进行了系统研究。在此基础上，探讨了货币政策在调控实体经济周期和金融周期的过程中所发挥的作用，进而为我们全面地理解近十多年来中国金融体系的稳定性以及其和实体经济、政策调控间的关联性提供了相应的参考，同时也对这一领域内的研究进行了有效地补充和完善。此外，作者还同时试图在金融周期错配视角下，结合历史经验，对当前美国加

息、美元升值背景下新兴市场动荡给出解释，并尝试分析此轮新兴市场危机是否会蔓延开来，传导至发达国家进而引发全球性质危机。

潘长春博士这项研究的创新主要体现在思想和方法两个方面。第一，在思想层面上，其通过“托宾 Q”代替广义资产价格，进而构建一个 DSGE 模型系统验证货币政策对实体经济和资产价格的影响机制具有一定的创新性。资产价格的替代指标有多种，任何指标都不能全面反映资产价格波动，但是托宾的 Q 从投资本质属性的角度出发（无论是房产还是有价证券），其刻画了投资决策的形成机理，进而可以用来近似作为广义资产价格的替代指标，进而可以用来对比实体经济和虚拟经济对货币政策冲击的反应速度，从而厘清虚拟经济周期背离实体经济周期的真正原因。第二，在研究方法上，他采取动态面板模型探究货币政策对房地产价格周期调控的区域异质性特征。实际上，有关货币政策对房产价格周期调控的研究已经屡见不鲜，但是，观察中国近年来的房地产市场和货币政策调控不难发现，一二线和三线城市的房产价格周期具有明显的错配特征（例如，2016 年春节期间，深圳房价暴涨，而二三线城市却反应惨淡），这意味着相同的政策调整在不同时间段对不同地域的房产价格的影响具有显著差异，因此，从区域异质性的视角研究货币政策和房产价格周期的关联机制能够确保结论更加准确，进而使政策有的放矢。

近年来，在经济全球化和金融一体化的推动下，各国经济周期及其所依赖的金融环境之间的关联性显著增强。特别是 2007 年美国次贷危机爆发以后，金融风险在各国金融市场间迅速蔓延，最终导致实体经济下滑并引发了全球性的经济衰退。因此，分析和检验金融周期的波动态势与运行特征以及各国金融周期波动之间的协调规律，既有助于深入理解虚拟经济和实体经济之间的关联机制，同时也是探寻国际金融关系和宏观经济调控国际协作途径的新课题。

历史经验表明，新兴市场与发达经济体金融周期错配往往是很多金融风险爆发的原因。中美经济“脱钩”形式的新变化以及中美

金融周期的分化对依旧难以转变经济增长方式且处在美元体系中的中国而言，负面影响巨大。一方面，如果未来美国经济保持良好增长态势，美联储进入新的加息周期，国际资本将大量回流美国资本市场，对中国资本市场的发展尤其是资本项目的开放构成巨大挑战；另一方面，美国实施的能源独立、再工业化、服务业可贸易化等经济结构调整措施均有利于收窄美国经常账户逆差，提升美国对国际收支逆差的调控能力。全球金融危机后，美国经常项目逆差大幅减小。经常账户逆差的缩减或可控性增强，将导致美元流动性以及国际资本流动性的规模、方向发生重大变化，这将对依旧处于美元体系下的“贸易国家”产生巨大影响，债务过度攀升、加杠杆的一方，往往在后续趋势逆转时，面临资本外流、汇率贬值、资产泡沫破裂、外储下降等多重风险。此轮新兴市场风险爆发除了经济基本面、深层次制度建设等客观原因外，金融周期错配下的资本流动是主要原因。参考国际清算行的信贷缺口指标，大部分新兴经济体的金融周期与美国金融周期错配，都处在高位回落趋势中。因此伴随着美联储渐进式加息，新兴经济体的风险演化将会是一个长期过程。

不过，全球金融危机的爆发在给中国经济发展带来巨大压力的同时，也为中国加快经济结构调整提供了历史机遇，并有助于推动区域经济合作的深入发展。受危机后外部环境变化的影响，中国出口导向型经济增长乏力，加快经济结构调整，实现从出口带动型经济增长向消费带动型经济增长转变，成为当前中国经济健康、稳定发展的迫切需要。在这个长期而艰难的过程中，中国需要在优化贸易结构、促进区域协调发展、调整国民收入分配等多方面推进经济结构的调整与提升。巨大的消费潜力决定了中国具有成为东亚区域内最终商品市场提供者的潜力。定不仅有利于人民币在区域贸易计价、结算中的使用规模，在促进区域货币金融合作的同时加快人民币国际化进程。更有助于推进区域经济一体化，使新兴经济体能够更有效地抵御外部经济波动的冲击，实现区域经济的稳定和可持续

增长。

总而言之，从2008年到2017年间，中国的金融周期经历了近十年的繁荣期，信贷扩张使得非金融部门的杠杆率大幅上升，金融周期已经接近顶部。而近两年美国正处于新一轮金融周期的上升阶段，房价和信贷显著反弹，经济复苏动能加强，美联储开始加息。在新的金融周期上升阶段，私人部门加杠杆可持续性较高，是未来经济增长和美联储加息的重要推动力。因此，“中美金融周期分化”是一个非常值得关注并研究的课题，正常从这个意义上看，潘长春博士的《经济周期、金融周期与货币政策关联机制的理论分析与计量研究》一书具有重要的理论和现实意义。

李 晓

教育部长江学者特聘教授

吉林大学经济学院院长

吉林大学中日经济共同研究中心（基地）主任

2018.11.18 日于长春净月家中

前 言

近年来，受实体经济增速下滑与资本市场大幅震荡等多重因素影响，有关实体经济周期与金融周期匹配的问题逐渐成为政府、学者与社会公众关注的焦点。实际上，始于2014年10月的此轮资产价格巨幅震荡和2015年末期的本轮房价周期已充分表明：实体经济周期与金融周期的繁荣衰退、历时长度，峰谷落差均可能出现很大程度上的错配，值得我们予以充分重视。有鉴于此，本书从实体经济周期与金融周期匹配的视角出发，对我国近十几年来的周期匹配机制进行了系统研究，同时还探讨了货币政策在调控实体经济周期和金融周期的过程中所发挥的作用，进而对这一领域内的研究进行了有效地补充和完善，具体而言，全书研究分以下几个部分进行。

首先，本书在第1章中系统地对金融周期概念的产生过程进行了梳理，并发现：金融周期是指金融活动受到自身内部冲击或外部冲击时，通过金融体系传导从而形成的持续性、周期性的变化。随后，通过进一步研究发现，研究者多是从金融价格周期与金融稳定周期两个角度对金融周期展开研究，其中就价格周期而言，房产价格和股票价格是最常用的两种周期指标测度；而就金融稳定周期而言，研究者则更倾向于采取合成指数法进行指标构建。随后，全书研究按照金融价格周期与金融稳定周期这两大测度进行系统性展开。

第2至4章主要是刻画金融价格周期、实体经济周期与货币政策之间的关联，从而为解析我国14-15年的股票热以及15年末期伊始的房产价格繁荣等典型化事实提供重要理论支撑与经验证据。随后，从5章开始，全书进入金融稳定周期研究，第5章是我国金融稳定指数构建，第6章采用TVP-VAR模型刻画了金融稳定周期与实体经济周期以及货币政策间关联机制的时变特征。这两章的研究，为研究者全面地理解近10几年来我国金融体系的稳定性及其和实体经济、政策调控间的关联性提供了相应的参考。总的来看，全书研究得出以下几部结论：

首先就金融价格周期研究来看，在房产价格调控的过程中，信贷规模对房地产价格的影响最为有效。特别是对于发达地区，信贷规模在有效调控房价的同时不会影响到该地区的经济发展，体现出良好的协同特征。但是存款准备金率和利率对区域房产价格调控并未体现出明显效果，这说明，政府和有关部门若想使房产价格处于理性区位，其根本仍应从直接的信贷调控入手。第3章，从金融价格周期的另一重要测度——股票价格进行研究。结果发现，在理性投资者的假设之下，股票市场中将不可避免的出现投机性泡沫，并且股票市场中的理性泡沫还具有自我增长的特性。而就我国股票市场的实际经验而言，我国股票市场中的泡沫的积蓄与破裂时期呈现出按时间段集聚的现象。其中2005-2007年以及2014-2015年，我国股票价格出现了两轮典型性泡沫破裂与泡沫积聚，引致了较高的金融风险。随后，本章对股票价格泡沫的特性及其延展性进行进一步考察，结果发现，我国出现过的两轮资产价格泡沫仍属于理性泡沫，但是由于泡沫的产生通常具有一定的时间，并且会不断修正投资者的预期，因此通常具有长记忆性，这对实体经济的发展尤为不利，同时也会给政策调控带来软约束。最后，从政策调控的角度来看，货币政策对资产价格的引导作用始终有效，但是却具有明显的时变特征，特别是近年来中央银行连续使用降准与降息策略引导资产价

格修正与实体经济复苏，这使得政策调整出现了明显的边际效用递减特征。第4章不再对金融价格指标进行区分，采用托宾的Q以及DSGE模型进行实证研究，结果发现利率对资产价格的调控具有调控力度强，回归期较长的特点。这表明虽然中央银行通过利率调控能够有效的对资产价格波动进行反馈，但是在货币政策的实施中应注意利率对资产价格水平的长期影响，从而更好的调控资产价格水平，熨平资产价格波动，维持金融市场的健康有序运行。

第5章伊始，全书进入金融稳定问题研究，本章筛选了14个包含金融机构发展、金融机构脆弱性、资本市场状况以及宏观经济情况的核心指标拟合出我国的金融稳定指数，结果发现这一指标能够较好地刻画我国金融体系的稳定性与脆弱性，凸显了08年美国次贷危机时期与15年我国资本市场巨幅波动所造成的系统性金融风险。随后，第6章在这一指标的基础上进行了时变系统研究，结果发现金融稳定与经济增长间的相关性具有明显的时变特征，其中在次贷危机以前，二者的相关性较弱，而在次贷危机之后，金融稳定性对经济增长的推动作用不断增强，而经济增长也能够在中长期内有效地提升金融稳定性，特别是进入经济“新常态”之后，二者之间的相互依存关系显著增强。这说明，在当前系统性紧缩风险与金融风险并存的局面下，治理金融风险与促进实体经济发展具有协同特征。因此，政府和有关部门要高度重视二者的协调处理，从而在根本上确保经济增速在中高速形成阶段性增长收敛，统筹经济增速换挡、政策刺激消化、产业结构升级与金融风险防范，进而使整个宏观经济系统在新常态时期内逐渐形成局部稳态。

目 录

前 言	1
第一章 绪 论	1
第二章 货币政策对房地产周期与经济周期调控的区域 异质性检验	39
第三章 股票市场投机性泡沫的区分与度量以及货币政策 对股票收益率影响的时变特性研究	70
第四章 资产价格冲击、经济系统稳态以及货币政策 有效性研究	100
第五章 我国金融稳定指数的构建及其与经济周期的 动态关联性检验	132
第六章 我国经济周期、金融稳定周期与货币政策 有效性的时变关联机制研究	160
结 论	181
参考文献	189
攻读学位期间发表的学术论文及参与的科研项目	206
致 谢	208

第一章 绪 论

金融系统已经成为市场经济中不可分割的重要组成部分。众多的研究表明金融系统的健康发展能够有效促进各个国家和地区的经济增长。但是也必须认识到，金融系统发展并不一帆风顺，与经济增长一样存在周期性的波动，一旦波动过于剧烈或者频繁，则影响到实体经济的稳定与健康发展。从最近 30 年来看，全球范围内发生金融危机的频率不断升高，造成的破坏性也逐渐加强。这凸显了金融系统对实体经济的深层次影响，同时也激发了学者们对金融周期和经济周期关系的深入研究。

近 20 年来，金融系统快速发展对我国经济腾飞产生了巨大的促进作用。尤其是进入“新常态”以来，经济下行压力不断增大，此时金融系统对实体经济的推动作用就显得尤为突出。自 2014 年年末开始，金融市场尤其是股票市场开始新一轮价格恢复。但这种脱离经济基本面的虚假繁荣导致了金融周期和经济周期严重背离。其后股票市场巨幅波动频发，对我国实体经济的稳定发展产生了不利影响。因此，如何通过政策尤其是货币政策调控，引导金融周期与经济周期匹配，成为学者和政策当局必须考虑的问题。在这样的背景下，本书对经济周期、金融周期与货币政策三者关联机制进行理论分析和计量研究。

本章论述了本书的选题意义与研究背景，并对金融周期概念和相关理论进行回顾，同时对经济周期、金融周期与货币政策关联机制的研究文献进行综述，并在最后给出了本书的研究框架和结构安排。

第一节 研究背景与选题意义

金融周期指的是金融活动受到内部冲击或外部冲击的时候，通过金融体系传导形成持续性、周期性的变化，综合反映了资产价格、利率、汇率以及货币供给量等各种金融变量在不同经济发展阶段的波动态势。对金融周期的研究不仅有助于理解金融体系的运行状态以及运行规律，同时也能揭示金融周期与经济周期的内在联系。同时，货币当局应该通过货币政策调控促进金融周期与经济周期的协同性，在维持金融系统稳定的同时推动宏观经济健康发展。因此有必要对经济周期、金融周期与货币政策三者的关联机制进行深入研究。

一、研究背景

金融市场指的是金融商品交易的场所，也就是资金融通市场。它的具体含义为资金需求方和资金供给方通过信用工具达成交易，实现资金融通的场所。它也是一种金融资产交易和定价的机制。金融市场规模不断扩张，对于宏观经济的影响越来越大。一方面，金融市场蓬勃发展能够对国民经济产生巨大的推动作用；另一方面金融市场如果剧烈波动也会通过各种渠道传导到宏观经济，对宏观经济平稳运行产生不利影响。从近几年全球范围的经济危机和金融危

机看，大多与金融部门的运行有不可忽视的联系。2007年美国“次贷危机”席卷全球，给全球经济造成了不可估量的损失，很多国家至今仍未走出危机的阴影。随后，2011年爆发的“欧债危机”，对于缓慢恢复阶段的欧洲经济无异于雪上加霜。这些危机都在一定程度上暴露了现行市场经济体制的一些弊端，但更多显示的是金融市场波动对于实体经济的冲击。这一点得到越来越多的学者认同。随着金融周期理论的提出，学者开始认识到金融市场与实体经济一样存在周期性的波动，并且会显著地影响实体经济的周期性波动，因此金融周期和经济周期二者的关联机制成为许多学者研究的重点课题。

美国“次贷危机”之后，各国政府除了致力于实体经济恢复，同时也在反思此次危机爆发的深层次原因。如何通过政策调控预防金融市场周期波动对实体经济的冲击，成为各国必须解决的问题。当前，各国的货币政策主要是以利率和货币供给量作为工具，以维持总体物价水平平稳作为货币政策的首要目标。但是越来越多的研究表明，这样的货币政策并不能完全保证实体经济整体的平稳运行。由于金融因素对于实体经济的冲击越来越显著，因此在货币政策制定过程中考虑金融市场周期性波动的影响，同时将促进金融周期和经济周期二者的协同性作为货币政策的目标具有重要意义。

因此，结合金融周期理论，在经济周期和货币政策传统二元关系中加入金融市场周期性波动因素，以便揭示三者之间的钩稽关系，从而重新审视金融市场对于经济增长过程的重要作用 and 传导效率，重新审视货币政策对金融市场和实体经济的宏观调控效应。这在理论和实际上具有重要的双重意义。

二、选题意义

经过不断的改革，我国金融市场已经取得长足发展，形成了包

括股票市场、债券市场、货币市场等多种市场在内的多层次交易所体系。交易内容囊括股票、债券、基金等多种金融产品。并且金融市场的规模也在迅速扩大，产品创新更加活跃，市场结构也更加优化。但是随着金融市场改革及开放程度不断提高，不良的金融冲击对实体经济的影响日益凸显。尤其是中国加入 WTO 之后，国内金融市场与国际金融市场联系更加紧密，国内金融市场不仅面临内部的不稳定因素，同时也面临着经过国际传导机制产生的外部金融风险。这二者经过金融市场对各种冲击的放大和加速作用，对宏观经济运行产生了显著的影响。因此，理解金融市场周期的波动特征并对金融周期和经济周期的关联进行研究具有重要意义。

一般而言，金融系统的发展具有明显的顺周期特征（方芳、刘鹏，2010），比如银行部门在经济繁荣时期会降低对坏账的拨备，使所得利润上升。同时资金充足率上升，提高了银行部门放贷的能力和意愿。但在经济危机时期，坏账增多导致银行利润大幅下滑，资金充足率下降，放贷能力大打折扣^①。这些行业的顺周期特征导致金融周期往往与经济周期呈现出一定的同向性。具体而言，金融周期与经济周期在发展过程中具有相互促进、同起同落的趋势。实体经济快速扩张能够有效拉动金融领域发展，同时金融领域发展也会对实体经济发展产生促进作用；相反，经济收缩同样会对金融市场造成不利影响。

然而，从我国金融周期和经济周期的实际发展情况来看，二者并不一定同向匹配，而是存在多种匹配模式。1998 年我国在实现经济“软着陆”之后经济形势急剧下滑，面临严重的通缩压力，同时金融市场尤其是股票市场也发生了巨幅震荡。总体来说，这一阶段中国金融周期和经济周期出现“双周期紧缩”的态势，二者相互匹配。2005 年到 2006 年期间，我国经济处于难得一遇的发展阶段，

① 方芳、刘鹏：《中国金融顺周期效应的经济学分析》，《国际贸易问题》，2010 年第 8 期。