

中国金融周期与 宏观经济政策效应

苗文龙 著



中国社会科学出版社

中国金融周期与 宏观经济政策效应

苗文龙 著



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国金融周期与宏观经济政策效应 / 苗文龙著. —北京: 中国社会科学出版社, 2018. 8

ISBN 978-7-5203-2215-7

I. ①中… II. ①苗… III. ①金融-经济周期分析-中国②中国经济-宏观经济管理-经济政策 IV. ①F832②F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 052698 号

出版人 赵剑英
责任编辑 谢欣露
责任校对 王纪慧
责任印制 王超

出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮编 100720
网址 <http://www.csspw.cn>
发行部 010-84083685
门市部 010-84029450
经销 新华书店及其他书店

印刷 北京君升印刷有限公司
装订 廊坊市广阳区广增装订厂
版次 2018 年 8 月第 1 版
印次 2018 年 8 月第 1 次印刷

开本 710×1000 1/16
印张 17.25
插页 2
字数 296 千字
定价 75.00 元



凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010-84083683

版权所有 侵权必究

教育部人文社会科学研究规划基金项目“金融经济周期、个体异质性与财政政策技术创新效应研究”(17YJAZH062)资助。

国家社会科学基金一般项目“区域风险、适度分权与地方金融体系改革研究”(14BJY192)资助。

陕西师范大学优秀著作出版基金资助出版

序

习近平总书记在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告中指出：“经过长期努力，中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位。”这是一个十分重大的战略判断。在新时代背景下，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。很显然，人民美好生活需要也包括对金融服务的需求。因此，研究中国金融的运行规律、完善金融的公平机制、提升金融体系的包容性和普惠性，有助于满足人民的金融需求。与此同时，新时代中国特色社会主义思想对中华民族伟大复兴、推动中国经济社会可持续发展具有重要的指导作用。在这一背景下，基于中国国情摸索建立的中国特色社会主义金融理论是新时代中国特色社会主义思想必不可少的一部分。

本书基于作者 2005 年开始的系列研究论文，试图建立金融周期理论，阐述相关概念、规律、命题与实证，对把握中国金融规律、改善金融供给侧、发展中国特色社会主义金融理论体系具有重要的现实意义。

苗文龙博士在中国社会科学院做博士后期间，我作为他的合作导师，对书中的一些观点和思路与其进行了合作研究，特别是对金融分权与金融风险的内在逻辑关系进行了反复推敲，形成博士后出站报告“金融分权、金融风险与中国金融体系发展”，一些论点成为本书的雏形，并且为政府相关部门的决策提供了借鉴和参考。比如，在 2017 年第五次全国金融工作会议上，习近平总书记就强调“地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任”，这显然是明确了金融分权下地方政府的金融风险担当责任。苗文龙博士在出站后的两年时间里，对前期十余年的思路 and 想法进行了系统化整理，将金融周期与金融风险有机统一起来，并以金融分权理论作为两者的理论基石，为建立和完善新时代中国特色社会主义金融理论作出了贡献。

有必要指出的是,书中的论点基于中国经济金融事实,而且进行了大量的实证分析,基本上形成了一个较为完整的理论框架。本书首先阐明了金融周期与经济周期的内在关系,认为金融周期内生于经济波动,经济体系内部不同集团经济实力的数量和结构调整导致了金融周期;进而揭示出中国金融制度近期表现为显性集权隐性分权结构特征,在此特征下民间金融的发展、地方金融的扩张和地方政府竞争国家金融资源共同推动了金融风险积聚和爆发,并不断求助于国家的货币救助,从而形成“风险冲动—风险聚集—风险膨胀—风险化解……”的金融周期;金融周期表现在银行经营的周期性、金融市场的周期性、政治金融周期等方面;财政政策、货币政策对金融周期具有不同程度的调控作用;并通过实证发现,不同类型的市场经济国家都存在显著的“政治金融周期”;最后总结得出,宏观经济政策对金融周期具有显著影响,在短期内具有缓和金融危机的作用,但存在的风险承担公平性问题、强化机构冒险行为问题和增强通货膨胀预期问题,可能导致宏观经济政策在长期内加剧金融周期波动。这些研究和结论对总结中国金融运行规律具有较大的启示和参考作用。

当然,基于本书的主题,有些问题仍然还值得做进一步的深入论证和量化分析。比如,金融周期理论既是经济周期理论的必要补充,但又不完全归属于经济周期理论。金融周期主要描述金融机构、金融市场及相关金融变量在实际运行中不断重复出现的波动规律。金融作为经济体系的重要组成部分,金融周期在很大程度上影响甚至决定着经济周期,研究金融周期可以更好地把握经济周期。金融是人们根据经济交易而创造的风险管理工具,金融周期在很多时候不同于经济周期,表现在频率、振幅、形态等方面,研究金融周期可以更准确地总结经济周期规律和社会发展规律。再比如,金融周期理论无论是在发达国家的市场经济中还是在中国的市场经济中都成立,不能断然判定发达国家的金融周期对其社会福利的影响必然小于中国。两者所不同的是引发金融周期的金融制度和缓和金融震荡的救助政策。发达国家金融的开放程度和竞争程度高一些,金融周期更多是由微观主体规避监管、进行金融创新而引起;中国金融的限制程度高一些,金融周期更多是由金融隐性分权和国家隐性担保下各地金融竞争和金融膨胀依赖而引起。发达国家金融周期造成的风险损失多由具体违约金融交易的相关主体来承担,中国金融周期造成的风险损失多由中央政府来化解、由社会公众来承担。因此,前者的金融周期短期内可能造成的风险损失较

大，后者的金融周期长期内可能造成的风险分担公平性较低。基于这一视角，就难以判断哪种金融制度绝对更优、哪种金融周期模式绝对更好，因此，也就不能断然认为中国金融制度比发达国家金融制度更加低效。

本书提出了金融周期理论，虽然尚未形成一个完整、系统、严密的框架体系，但仍然是有价值、有意义的。因为，金融周期理论对经济周期理论的完善和国家经济政策制定的价值都是不言而喻的，并且表现出强大的生命力。十多年前苗文龙博士在计算分析中国金融周期时，国内外关于金融周期的研究文献还极少见，而如今金融周期已经常见于监管文件和研究报告了。鉴于此，我希望有更多优秀的相关研究成果问世，为新时代中国特色社会主义金融理论的深化发展作出贡献。

中国社会科学院财经战略研究院院长

何德旭

2018年5月8日

摘 要

金融周期可以更为真实准确地刻画经济周期及经济运行状况。为了分析金融变量波动的周期规律、分析宏观经济政策的影响作用、为人们进行经济决策和政策当局宏观调控提供参考,本书首先构建金融周期理论模型,尝试使用滤波法、谱密度分析法、非线性马尔可夫链区间转制平滑模型等多种线性和非线性方法测算中国金融周期规律特征,测算中国金融周期与行业技术周期的波动关系、中国信贷周期与发达国家信贷周期的数量关系,以及中国金融市场周期与发达国家金融市场周期的数量关系,再通过 Copula-GARCH 模型检验中国金融周期中的货币政策效应、财政政策效应及政治周期效应,初步得出如下结论:

(1) 金融周期内生于经济波动,金融运行状况本质上反映了经济结构和总量的变化状况。金融稳态路径由经济稳态路径和长期金融制度决定,是经济稳态路径的反映。经济体系内部不同集团经济实力的数量和结构调整,导致了金融周期。

(2) 中国金融制度近期表现为显性集权隐性分权结构特征。民间金融的发展、地方金融的扩张和地方政府竞争国家金融资源共同推动了金融风险的积聚和爆发,并不断求助于国家的货币救助,从而形成“风险冲动—风险聚集—风险膨胀—风险化解……”的金融周期。金融周期具体表现在银行经营的周期性、金融市场的周期性、政治金融周期等方面。财政政策、货币政策对金融周期具有不同程度的调控作用。

(3) 银行经营不仅具有显著的周期性,而且与实体经济周期之间存在密切关系。这表现在:银行信贷具有顺物价波动周期特征;银行经营规模具有显著的顺通胀波动周期特征;随着体制转化、国际接轨,银行资本的逆物价波动周期特征逐渐显现。

(4) 金融市场具有明显的周期性,而且国内不同类型的金融市场之

间存在周期波动的传染性。金融市场的周期性及传染性还表现为国际上不同国家金融市场之间的波动与传染,使国际金融市场周期表现出一定的相关性或共振性。

(5) 各金融变量的周期冲击影响不同行业的投资周期。在繁荣阶段,金融市场和银行对技术创新行业具有正向推动作用,但金融市场对高密度技术创新行业的推动作用更为显著,银行对低密度技术创新行业的推动作用更为显著;在收缩阶段,金融市场对高密度技术创新行业的紧缩效应更为显著,银行却对低密度技术创新行业的下行起到缓解作用。

(6) 金融周期波动中的货币政策效应。中国的利率和货币供给量主要服务于产出增长,对货币稳定反应不足;对汇率比较关心,对股市、房地产等资产反应不足。货币政策对金融周期波动的冲击效应较低。

(7) 金融周期波动中的财政政策效应。政府财政支出波动通过对基础货币变动、再贴现规模变动、公开市场拆借规模变动产生显著的冲击效应,进而对银行信贷、通货膨胀等产生显著影响。

(8) 金融周期波动中的政治周期效应。在改革开放的前30年,中国在一定程度上存在政治金融周期,具体表现为:中央政府换届与金融周期之间存在较显著的正相关性;中央政府换届引致地方政府交流周期,经济政绩考核下的晋升机制促使地方政府产生纵向、横向上的竞争,并产生周期性的经济发展举措,进而加大经济周期振幅;在中央政治行为周期影响下,财政政策、货币政策具有一定的顺周期特征。

(9) 国际上广泛存在的政治金融周期。不同类型的市场经济国家都存在显著的“政治金融周期”,政治周期是影响金融周期的重要因素。核心国货币政策会影响到其他有经济往来国家的金融周期,但效应小于各国国内的政治周期;国家之间金融周期存在一定的数量关系,未出现统一变化的周期性规律。

综合分析,宏观经济政策对金融周期具有显著影响,在短期内具有缓和金融危机的作用,但也存在三个问题——社会公众不公平地承担了高风险营利性机构的成本、强化了金融机构冒险行为、增强了通货膨胀预期,直至积累的金融风险由政策制定者化解。正是这些问题导致宏观经济政策在长期内可能加剧金融周期波动。

关键词: 金融周期; 宏观经济政策; 政策效应

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究背景与意义	(1)
第二节 文献综述	(4)
一 金融周期界定及成因	(4)
二 金融周期特征	(6)
第三节 研究思路与框架	(9)
一 研究目的与思路	(9)
二 研究内容与框架	(9)
三 研究方法	(11)
第四节 主要创新和学术价值	(12)
第二章 理论基础	(14)
第一节 经济竞争与金融周期内在原理	(14)
一 金融的二元性特征：金融风险角度	(14)
二 经济体系内部不同集团经济势力的变化与金融周期	(16)
三 金融周期与经济周期：内生与反作用	(18)
四 金融绝对稳态运行需要的条件	(20)
第二节 经济分权、金融周期与宏观经济政策	(21)
一 分权理论	(21)
二 金融显性集权、隐性分权下的风险冲动与金融周期	(28)
第三节 金融风险、政府行为与金融周期	(35)
一 动态博弈中金融机构的长期最优	(35)
二 动态博弈中监管机构的长期最优	(37)
三 动态博弈中中央银行的长期最优	(37)
第四节 金融变量的选择	(38)

本章小结	(40)
第三章 中国的银行周期特征	(42)
第一节 银行周期的经济内生性	(42)
一 银行负债的经济内生性	(42)
二 银行资产的经济内生性	(42)
三 银行利润的经济内生性	(43)
第二节 银行行为波动的顺周期性	(43)
一 《巴塞尔新资本协议》、资本监管行为与银行资本充足率 顺周期性	(43)
二 经济波动与银行信贷行为的顺周期性	(45)
三 银行坏账拨付的顺周期性	(46)
第三节 计量模型	(47)
一 H-P 滤波法——趋势与周期的简单刻画	(47)
二 谱分析——周期同步比较	(47)
三 SWARCH 模型——周期关联性分析	(49)
第四节 实证分析	(51)
一 指标与数据	(51)
二 银行周期特征的初步判定	(52)
三 谱分析与银行业顺周期性比较	(55)
四 SWARCH 模型下金融顺周期关联	(56)
第五节 对检验结果的进一步分析	(59)
一 银行信贷规模顺周期特征显著	(59)
二 银行资本规模顺周期特征逐渐显现	(60)
第六节 初步建议	(62)
本章小结	(63)
第四章 中国金融市场周期特征及国际比较	(65)
第一节 国内金融市场周期及关联性	(65)
一 金融部门资产负债表	(65)
二 金融部门资产负债关联网络	(67)
三 金融风险传染冲击机制	(68)

第二节 金融市场周期计算及国际比较	(70)
一 变量与数据	(70)
二 金融市场变量周期的直观比较——单变量谱分析	(71)
三 时变 Copula 模型	(72)
第三节 金融市场风险传染	(75)
一 金融市场周期的关联性分析	(75)
二 中国金融市场间风险传染效应	(80)
三 中国与美国金融市场风险传染效应比较	(82)
四 中国与德国金融市场风险传染效应比较	(84)
本章小结	(84)
 第五章 国际上同类型金融市场的周期与冲击	(86)
第一节 理论分析	(86)
一 模型	(86)
二 冲击路径与命题	(88)
第二节 实证分析	(92)
一 计量模型	(92)
二 变量与数据	(93)
第三节 谱分析与金融周期相关性判断	(94)
一 单变量谱分析	(94)
二 交叉谱分析	(96)
第四节 时变 Copula 模型与国家间系统性金融风险冲击效应 ...	(100)
一 一国股票市场风险对其他国家资本市场具有显著的溢出 效应和冲击效应	(101)
二 一国货币市场风险对其他国家货币市场具有显著的溢出 效应和冲击效应	(101)
三 金融风险或危机通过外汇市场从危机国向其他国家蔓延 和扩展的效应明显	(102)
本章小结	(107)
 第六章 国际金融市场波动的交叉效应与动态相关性	(109)
第一节 理论分析	(109)

一 货币市场的利率波动溢出效应	(109)
二 股票市场的股指波动溢出效应	(110)
三 一国利率对他国股票市场的波动溢出效应	(111)
第二节 模型与数据	(112)
一 计量模型	(112)
二 数据与变量描述性统计	(114)
第三节 估计结果	(115)
一 平稳性检验	(115)
二 利率波动溢出效应	(116)
三 股指波动溢出效应	(119)
四 利率波动对股市的溢出效应	(124)
本章小结	(128)
 第七章 中国金融周期与行业技术周期	(129)
第一节 引言	(129)
第二节 变量、数据与方法	(130)
一 变量选择	(130)
二 数据	(132)
三 方法与思路	(133)
第三节 时变转移模型下金融周期与行业技术周期	(135)
一 方法与模型	(135)
二 估计	(135)
第四节 金融周期与行业技术周期的交叉谱分析	(142)
第五节 周期波动中主要金融变量对不同行业技术投资的 影响比较	(144)
一 技术投资收缩周期中不同金融变量的解释作用与经济 结构变化	(144)
二 技术投资扩张周期中不同金融变量的推动效应与经济 结构变化	(146)
第六节 TVP-VAR 下金融周期对行业技术周期的影响冲击	(147)
一 方法与模型	(147)
二 估计与分析	(148)

本章小结	(155)
第八章 中国金融周期波动与货币政策效应	(157)
第一节 引言	(157)
第二节 数理模型与经济解释	(158)
一 模型建立	(158)
二 模型求解：货币稳定目标的最优货币政策规则	(161)
第三节 实证检验与经济解释	(165)
一 数据来源与处理	(165)
二 货币稳定指数估计：VAR 加权法	(167)
三 货币稳定与最优利率规则反应函数	(170)
四 货币稳定与最优货币供给规则反应函数	(173)
第四节 进一步检验：利率政策工具传导机制、金融波动与 经济影响	(175)
一 利率工具的政策传导与经济调控	(175)
二 经济波动与利率工具反应	(177)
三 存款利率、居民储蓄与银行利差	(179)
四 基础货币、利率与金融发展水平	(179)
第五节 金融周期波动中的货币政策效应	(180)
一 金融变量平稳性检验	(180)
二 金融变量周期波动的 VAR 分析	(181)
三 金融变量对货币政策的脉冲响应分析	(183)
第六节 进一步讨论	(186)
一 中国的利率政策能否用“利率双轨制”来描述	(186)
二 中国的利率政策是否遵循了泰勒规则（利率规则）？是否 适合遵循泰勒规则	(187)
三 中国的货币政策是否必须向价格型货币政策（利率规则） 转化	(188)
本章小结	(190)
第九章 中国金融周期波动与财政政策效应	(192)
第一节 引言	(192)

一 政府、财政行为与金融周期	(192)
二 典型事实	(193)
第二节 理论模型	(194)
一 政府目标函数	(195)
二 政府预算约束	(195)
三 财政政策传导与金融波动	(197)
第三节 实证分析	(199)
一 变量选择与数据来源	(199)
二 单变量谱分析	(200)
三 交叉谱分析	(202)
四 金融运行的政府支出冲击效应: Copula-GARCH 模型 ...	(203)
本章小结	(204)
 第十章 中国金融周期与政治经济效应	(205)
第一节 引言	(205)
第二节 理论分析	(207)
一 政府主导型经济与政治周期: 制度背景	(207)
二 政治经济周期: 逻辑分析	(208)
三 政治经济周期: 途径分析	(209)
第三节 实证分析	(212)
一 变量与数据说明	(212)
二 政治经济周期的初步判定	(212)
三 政治经济周期的检验: 虚拟变量回归与因果判断	(215)
第四节 政策建议	(221)
本章小结	(222)
 第十一章 国内外政治金融周期及其数量关系	(223)
第一节 引言	(223)
第二节 政治周期与金融周期的表象关系: 两类市场的比较 ...	(224)
第三节 政府换届与政治金融周期命题计量检验	(228)
一 模型	(228)
二 结果分析	(228)

第四节 政治金融周期与核心国货币政策的数量关系	(229)
一 模型	(230)
二 结果分析	(230)
第五节 国际金融周期的数量关系	(231)
一 相关性分析	(231)
二 金融周期的一致性与异步性	(232)
第六节 经济解释与政策含义	(234)
一 在保持货币政策独立性前提下实施适度的结构性资本 管制	(235)
二 测算和把握国际金融周期规律, 实施主动的货币政策 ...	(236)
本章小结	(236)
 第十二章 结论与政策建议	(237)
一 初步结论	(237)
二 政策建议	(240)
 参考文献	(244)
 后记	(258)

第一章

导 论

第一节 研究背景与意义

国际金融周期波动加剧，金融危机频率提高。金融危机是金融周期波动的重要标志，是金融周期中的低谷，研究金融危机的规律有助于分析金融周期的特征。在此，我们从两个方面概述国际金融危机发生的频率：一是 1778—2013 年美国金融危机的表征，二是 1945—2013 年国际上金融危机的表征。首先，美国是金融经济发展最为连续的国家之一，这种连续的金融条件为研究金融波动周期奠定了基础。在这 235 年中，美国发生比较严重的、对国家金融结构演进有重大影响的金融危机多达 10 余次，平均 20 年左右 1 次。如果连同对社会形成冲击的金融危机，则几乎 10 年左右爆发 1 次。美国主要金融危机时间、简况、时间间隔等，概括为表 1-1。其次，“二战”结束后，国际整体经济形势稳定，观察这一段时间的国际金融危机可以总结国际金融周期频率。1945—2013 年这 68 年时间，国际上爆发的严重的金融危机主要有美元危机及布雷顿森林体系崩溃、拉美金融危机、东南亚金融危机、美国次贷危机、欧洲债务危机 5 次，特别在美元危机后，几乎每 10 年左右就会爆发 1 次金融危机。通过比较国际金融危机的历史数据，可观察出金融周期波动加剧的规律。

表 1-1 1778—2013 年美国主要金融危机

序号	时间	简况	时间间隔（年）
1	1792 年	1789 年汉密尔顿财政金融改革后，大量可交易证券突然出现，加上美利坚第一银行的货币扩张，导致股票价格泡沫，信贷市场恐慌	—
2	1819—1820 年	英国经济危机，导致美国出口下降，农业人口失业，工业产品销售困难，引起通货紧缩及货币危机，依靠银行信贷进行投机的群体纷纷破产	27