金融周期理论的回顾与启示

规划研究部　李芮

2017 年 12 月召开的中央经济工作会议明确指出，要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。其中，打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。全球金融危机后，各国在反思教训的基础上，逐渐意识到金融风险的根本来源是金融周期的波动，因此要防范金融风险，必须深入理解金融周期的本质及其影响。

金融周期主要指货币、信用和资产价格等金融变量扩张和收缩的波动状况。随着金融业在国民经济中的重要性不断提升，金融对于实体经济的实际影响与潜在威胁日益增强。因此，考察和学习金融周期理论，不仅在宏观层面对度量金融风险、维护金融稳定具有重要的政策意义，在微观层面也有利于投资者完善宏观经济分析框架，加强对当前金融监管政策变化的理解，提前做好危机预警和防范，最终提高大势研判和相应资产配置决策的准确性。

一、金融周期理论的历史渊源

经济学对于金融周期的关注由来已久，金融和实体经济

的关系亦是宏观经济学中长期争论不休的理论话题。早在凯恩斯的思想中，就有对货币、信用和资产价格等金融变量如何影响实体经济产出的系统论述。与古典经济学关注货币的价值尺度功能不同，凯恩斯更强调货币的记账单位和储值功能，继而将货币视为一种投资工具而与生产性投资之间存在替代关系。因此，当由流动性偏好引致的货币需求上升时，会同步引起生产性投资的不足，最终引发经济衰退。

在继承凯恩斯核心观点的基础上，美国学者明斯基进一步提出了金融不稳定理论，从商业银行体系、资本所有权融资方式和全社会整体负债角度出发，深入阐述了信用周期变化对于实体经济的冲击传导方式。金融不稳定观点认为，在经济繁荣期内，市场融资形态会自发从投资型融资不断转向投机型和庞氏型融资，而随着对融资的需求增加，利率将持续上升。不断提高的利率会减少或消除作为投资型融资基础的安全边际，迫使投资主体减少或出售头寸。一旦通过出售头寸来获取现金的行为变得普遍，那么资本资产和金融工具的价格水平就会被破坏，迎来资产泡沫破裂、资产价格重估和信用紧缩的“明斯基时刻”。这种金融不稳定内嵌于资本主义市场经济体系之中，无法通过市场自发调节予以消除[1]。

其后，又有学者从微观主体决策的角度出发，进一步补充完善了金融周期对实体经济影响机制的相关理论。较有代

[1] [美]海曼·明斯基，石宝峰等译，《稳定不稳定的经济》，清华大学出版社，2015, 181-197.

表性的一是伯南克的金融加速器理论（Financial Accelerator），着重从信用途径出发解释金融对实体经济的影响，认为在经济衰退期间，一方面银行因坏账上升而更加惜贷，另一方面借款人自身的金融状态恶化使得其信用下降，导致银行更不愿意放贷，由此造成市场流动性危机，使得借款人情况雪上加霜，形成螺旋式反复的恶性循环，最终影响家庭和企业的消费和投资而加剧衰退。另一代表则是辜朝明的资产负债表衰退理论（Balance Sheet Recession），其更侧重于从信贷需求方角度出发解释金融对实体经济影响，认为当全国范围的资产价格下挫抵消了资产价值，造成债务遗留时，私营企业的目的就会由利润最大化转为负债最小化，忙于债务偿还并修复资产负债表。由此一来，企业会失去借贷意愿而对利率调节毫无反应，此时无论央行采取多么宽松的货币政策都难以奏效[2]。

从上述回顾可以看出，金融周期的概念和理论并非新颖，而是具有悠久的历史脉络。然而，在主流宏观经济学的“货币中性论”范式下，以货币为代表的金融变量被视为“蒙在实体经济上的一层面纱”，对实体经济只产生短期的影响。因此，在主流经济周期研究中，真正受到关注的是商业周期（Business Cycle），即实际投资、生产和消费活动扩张和收缩。及至 20 世纪七八十年代，盛极一时的实际经济周期

[2] [日]辜朝明，喻海翔译，《大衰退：如何在金融危机中幸存和发展》，东方出版社，2009, 14-24.

理论（Real Business Cycle，RBC）更是将这一观点推向了高峰，即将经济周期波动完全视为由资本、劳动、技术进步等实际经济变量引起的变化，而货币、信贷等金融变量几乎不产生作用。在这种情况下，金融周期的理论思想被长期排除在主流经济学家的视域之外。

二、当代金融周期理论的主要内容

2008 年席卷全球的经济危机，在引发世界性金融海啸的同时，也让长期埋没在经济学文献宝藏中的金融周期思想重露峥嵘。从 2011 年以来，以国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（BIS）为代表的研究机构和相关研究人员陆续发表一系列研究，在总结金融危机教训和反思传统经济周期理论的缺陷基础上，整合已有关于金融影响实体经济关系的诸多理论成果，提出了一套完整的以金融变量为核心的周期分析框架，从基本概念、分析框架、测量指标、作用机制、政策建议等多个方面对于金融周期进行了系统论述，从而标志着当代金融周期理论的正式形成[3]。

首先是金融周期的概念与测度。当代金融周期理论将金融周期定义为“对资产价值和风险的认知及对待风险的态度，与融资约束之间自我加强的交互作用”；并且认为这种交互作用会加大经济波动，继而导致严重的金融困境和经济失调。

[3] 具体参见 Drehmann M, Borio C E V, Tsatsaronis K. Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term![J]. Bis Working Papers, 2012, 68(3):1–18. Borio C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 45(8):182-198. Claessens S, Kose M A, Terrones M E. Financial Cycles: What? How? When?[J]. Nber International Seminar on Macroeconomics, 2011, 7(1):303-344.

在刻画金融周期方面，最主要的指标是信贷和房地产价格，前者代表金融周期定义中的融资约束，后者代表对资产价值和风险的识别。金融周期理论之所以将房地产与信用结合起来分析，是因为近几十年来房地产已经成为信贷最常见的抵押品——当信贷扩张时，融资条件放松，投资者能够以更高的杠杆投资于房地产，从而促进房地产交易市场的活跃和推高房地产价格，而房地产价格的提高又意味着抵押品价值的提升，从而为获取更多的信贷提供支持。信贷与房地产价格二者的相互促进，导致金融系统自我强化的“顺周期性”。

其次是金融周期的作用机制。如果说信贷和房地产价格之间的交互作用可以较好解释金融体系内部的波动，那么接下来的关键是理解金融周期对于实体经济的影响机制。当代金融周期理论借鉴了大量关于金融与实体经济的经典研究成果。具体来说，在借鉴奥地利学派思想的基础上，该理论认为在金融周期处于扩张阶段时，由于现代金融体系下信贷创造货币的过程不均匀，会导致信贷资源在不同行业间非均衡分配，引起资源错配和结构失衡，降低劳动生产率，为经济衰退埋下祸根。而在金融周期转向下行时，信贷收缩将通过“金融加速器”效应造成金融系统和经济产出的螺旋式下降，同时央行为抵御危机而采取的低利率政策会极大破坏企业的资产负债表，引起微观层面的资产负债表衰退。除此之外，当代金融周期理论还格外强调“影子银行”在触发危机

上扮演的作用。众所周知，现代金融体系中一般由中央银行通过货币政策投放基础货币，基础货币产生后经过商业银行体系的派生进入实体经济；在商业银行将基础货币转为广义货币的过程中，因为货币乘数效应的存在会放大货币供给量。而近些年来影子银行的迅猛发展改变了上述情形——影子银行自身具有派生货币的功能，受到的监管力度却远不如商业银行，因此会明显扭曲央行货币政策的效果并放大金融风险。

最后是金融周期的政策含义。在当代金融周期理论看来，旨在保持充分就业和物价稳定状态的单一型货币政策已经不足以应对金融周期带来的波动，因为即便在充分就业和物价稳定状态下也可能出现资产价格的严重泡沫，积累金融风险和引发金融危机。为此，必须引入“宏观审慎监管”作为对货币政策的补充，通过量化指标有效监控信贷和资产价格变化情况，抑制金融的顺周期性。此外，在金融周期上行阶段中，财政政策也需格外审慎，因为过于积极的财政政策会造成或有债务的过度积累，使得当金融从繁荣转向衰退乃至崩溃时或有负债转化为实际负债，引发主权债务危机。

一言以蔽之，金融周期是与传统经济周期理论区别明显的宏观经济分析框架。传统的经济周期分析更多地将金融视作宏观经济波动的插曲或附带品，并主要从利率途径出发解释金融对宏观经济的影响机制；而金融周期理论则将金融视

为宏观经济波动的根本来源，并将金融影响宏观经济的机制从传统的利率途径扩大到信用和资产价格上（表 1）。

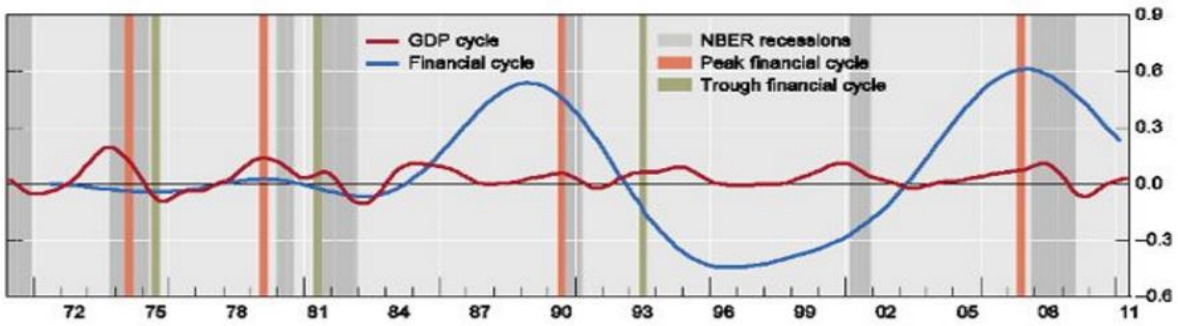
表 1 金融周期与传统经济周期理论的对比

	传统经济周期理论	金融周期理论
基本假设	货币中性论	货币非中性
核心观点	经济周期受资本、劳动和技术变动等因素影响，金融变量只在短期内放大波动幅度	金融内生于经济周期，金融变量是造成经济波动的主要因素
关注的金融变量	货币数量、利率	信贷、资产价格
金融对实体经济的传导途径	利率途径	信用途径、资产价格途径
提倡的政策体系	货币政策	货币政策加宏观审慎政策

来源：作者总结

三、金融周期变化的实证分析

当代金融周期理论的另一重要贡献是对过往几十年中各发达国家的数据进行了全面严谨的实证分析。从图 1 对美国的研究可以看出，金融周期的长度和波幅自 20 世纪 80 年代起急剧扩大，这主要归结为肇始于 20 世纪 70 年代的金融自由化浪潮。正是金融自由化降低了融资限制，增强了风险认知和融资条件之间的交互作用。在金融自由化时代，金融周期的平均长度约为 16 年，远远超过传统经济周期的长度，且金融周期的顶点往往与金融危机高度相邻。



注：图中红线为 GDP 代表的经济周期变化状况，蓝色为信用和资产价格为代表的金融周期变化状况。

资料来源：Drehmann et al. （2012）

图 1 美国的经济和金融周期

与欧美发达国家相比，中国经济开放和金融发展的历时较短，同时未遭受过真正意义上的金融危机，因此分析中国金融周期变化状况较为困难。尽管如此，近年来依旧浮现出不少关于中国金融周期的实证研究，且结论基本趋向一致：中国正大概率处于金融周期扩张期转向收缩期的拐点附近，未来即将进入金融周期下行区间，表现出信用环境紧缩和资产价格调整的特征[4]。

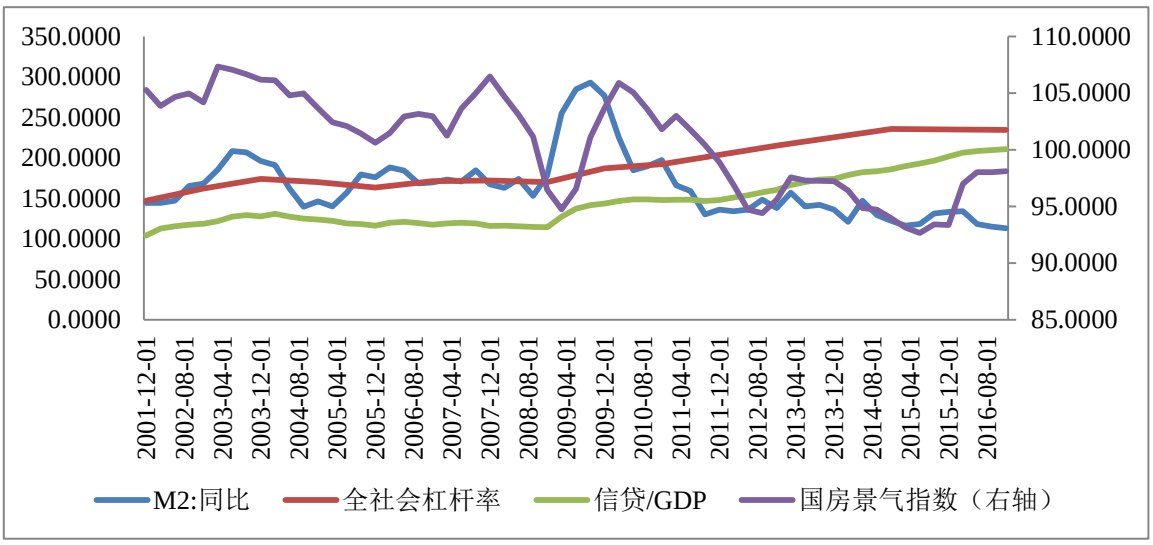
上述结论可以通过分析金融周期的一些主要变量来予以验证。前已述及，金融周期的两个主要指标是信贷和房地产价格，在中国可以用非金融私人部门信贷/GDP[5]和国房景气指数[6]两个指标来分别作为信贷和房地产价格的代理变量。同时，为加强分析的可靠性还可辅以其他指标；例如，信贷规模的

[4] 相关研究可以参见伊楠，张斌．度量中国的金融周期[J]．国际金融研究，2016，350(6):13-23．马勇，冯心悦，田拓．金融周期与经济周期——基于中国的实证研究[J]．国际金融研究，2016，354(10):3-14．彭文生，渐行渐近的金融周期，中信出版社，2017

[5] 中国人民银行公布的社会融资规模也是信贷情况的一个较好代理指标，但该指标从 2015 年才开始发布，观察值过少而无法进行长时段趋势分析。

[6] 国房景气指数是国家统计局研制并建立的一套针对房地产业发展变化趋势和变化程度的综合量化指数体系，以 100 为临界值， 指数值高于 100 为景气空间， 低于 100 则为不景气空间。

扩大建立在基础货币的宽松供给基础上，因此可以选择货币数量（M2）指标，此外宽松信贷的必然结果是杠杆率的上升，因此可以选择全社会杠杆率指标。



数据来源：BIS、Wind、国家统计局

图 2 中国主要金融变量变化情况（2001-2016）

从上图可以看出，从 2009 年来中国各主要金融变量的水平都出现了不同程度的下滑或增速趋缓。按照国际经验，一个完整金融周期平均长度约为 16 年左右，这表明当前中国经济金融周期已经接近见顶，正大概率处于从上行到下行的拐点附近。根据金融周期理论的观点，金融周期顶点往往伴随金融危机，经济体可能遭遇银行信用紧缩、资产价格重估、负债过度的市场主体遭遇危机等事件。更重要的是，当前中国经济和金融体系的特征与 2008 年全球危机前的美国有类似之处，即在消费品价格平稳的背后出现资产价格的飞速上涨。由此可知，应对金融周期，防范系统性金融风险已刻不容缓。

四、金融周期理论的思考与启示

金融周期作为近年来宏观经济学中颇具影响的理论概念和分析框架，在推动理论发展、塑造政策方向和影响投资行为等方面都具有不可忽视的参考意义和启示作用，值得深入分析探讨。

首先，金融周期理论的兴起推动了宏观经济学的理论重构。传统宏观经济学的理论基础之一是菲利普斯曲线，对应的政策目标则是实现经济增长和物价稳定的平衡；20 世纪 70 年代出现的“滞胀”，使得菲利普斯曲线中就业和通货膨胀反向关系出现背离，致使经济学者运用理性预期等思想进行理论改造和完善，提出中央银行可以通过规则化、透明化的方式调节短端利率，实现预期引导，保持通胀稳定。金融危机前低失业率和低通胀二者持续并存的“大缓和”时代似乎意味着传统经济学理论体系的胜利。然而，金融危机却彻底颠覆了这一认知。由于忽视金融周期的影响，传统经济学分析框架在熨平经济周期的同时却没能做到提前警示风险，在危机发生后也一度束手无策。与之相比，金融周期理论一改传统以货币中性论和菲利普斯曲线为根基的分析范式，而是试图将金融作为内生变量纳入宏观经济的周期分析框架中，意味着宏观经济学理论的重大修正。不过，当前金融周期理论还未对一些基本问题做出完全令人满意的回答，如菲利普斯曲线关系的背离是永久性还是临时性？如何理解汇

率在危机传导中的作用？如何在金融危机发生时有效应对等等。由此来看，宏观经济学者还需要进一步地努力。

其次，金融周期理论深刻影响了危机后各国的金融监管体系。对金融功能、角色和作用机制的认识差别会对政策设计产生完全不同的影响。在金融危机前，发达国家基本上采取单一的货币政策对金融体系进行调控，而在金融危机后，宏观审慎监管体系开始进入央行的政策工具箱并发挥日益重要的作用。在金融周期理论提出的作用机理和经验证据面前，各国央行都开始意识到，需要通过宏观审慎监管中的流动性监测指标来控制信贷扩张幅度，并围绕巴塞尔III协议建立银行体系中的逆周期资本缓冲垫，以有效遏制金融的顺周期性和防范金融危机。近年来，中国人民银行也多次提出构建“货币政策+宏观审慎监管”的双支柱监管体系。可以预见，未来的金融监管，特别是针对信贷情况的宏观审慎监管体系的完善程度将不断增强，“稳货币+紧信用”的政策组合将大概率成为今后较长时间内的主导环境。

最后，金融周期理论也对微观主体的投资行为具有重要的指导作用。一是对经典资产配置模型的颠覆。可以看到，传统经济周期特征的失效让以美林时钟为代表的经典资产配置模型作用明显下降。由于金融周期框架下经济运行的特征是短期波动变小而中期波动变大，因此要跳出传统经济观点下的资产配置模型，更加关注杠杆率、信贷等指标，重新

梳理宏观经济研究框架，加强对金融变量的监测和分析。同时，在政策方面，投资者今后不仅要注意货币政策的变化，更要紧密关注金融监管政策的最新发展，提前预判和防范金融风险的发生。二是加强信用风险管理。根据金融加速器和资产负债表衰退等理论的警示，金融周期下行期中高负债主体将遭遇严重危机，金融体系中违约率会明显上升，这要求投资者更加注重对信用风险的管理和控制。三是加大多元化分散投资的力度。由于各国在金融周期上所处阶段的明显不同步(如欧美发达国家已在2008年后逐步从周期谷底走出，而中国正处于周期顶点附近)，通过全球范围的多元化投资可以有效降低对区域系统性金融风险的敞口。同时，在金融周期处于下行阶段的市场中，投资者可以通过扩大投资范围和加大另类投资比例来规避传统类型资产的价格风险，实现对经济周期的穿越。