

# 金融周期与创新宏观调控新维度\*

张晓晶 王宇

**内容提要:**本文首先考察了金融周期的理论渊源及形成背景,进而概括了金融周期不同于一般经济周期的主要特质。随后分析了金融周期对传统宏观政策形成的挑战,指出金融周期理论为创新宏观调控提供了新的维度:(1)运用金融周期方法估算潜在增长率;(2)宏观政策不能“短视”,而应着眼于中长期;(3)全球金融周期制约了开放条件下的政策选择;(4)金融周期理论凸显金融服务实体经济的重要性。

**关键词:**金融周期 经济周期 创新宏观调控

自2008年以来的本轮国际金融危机,对现代宏观经济理论与政策带来了前所未有的冲击,各种有见地的、建设性的批判与反思大量涌现(张晓晶,2009;Blanchard et al,2010)。中国经济进入新常态,对经济治理特别是宏观调控也提出了更高要求(李扬、张晓晶,2015)。新常态呼唤宏观调控体制制的创新。

创新宏观调控是一项系统工程,它要求整个宏观管理框架与新的经济范式(paradigm)相适应,并能发挥主动引领的作用(张晓晶,2015)。这就需要从多个视角、多个层面进行考量。本文仅从金融周期角度,探讨它对宏观调控提出的挑战,并由此出发,讨论创新宏观调控的新维度。

## 一、金融周期理论溯源

关于经济周期的讨论由来已久。对于金融周期或者说考虑到金融因素起作用的周期,自20世纪30年代大萧条开始引起关注。但到70年代实际经济周期(RBC)理论盛行以后,关于金融周期的讨论又逐渐式微。本轮国际金融危机成为金融周期理论兴起的最重要的现实背景。不过,此前的日本泡沫经济、亚洲金融危机、90年代末发达经济体的股票市

场繁荣以及2000年的IT泡沫破灭等等,似乎一下子“被记起”,也成为讨论金融周期的触发点。

直接以金融周期作为主题词进行研究的文献近年来开始大量出现。其中,有不少来自诸如国际清算银行、国际货币基金组织的国际机构。这些机构对此问题的关注凸显了金融周期理论对于理解现实经济运行的重要性。

金融周期理论溯源,较早的文献可以追溯到费雪(Fisher,1933)在大萧条时期提出的债务—通缩理论。该理论认为,过多的债务和通货紧缩会相互作用,并导致彼此螺旋式上升,从而引起经济衰退。其中,过多债务形成是由于繁荣时企业风险偏好上升以及容易举债造成信贷过度扩张,而债务清偿可能会导致通缩,通缩又致实际债务数额上升,实际债务数额上升其实是另一种形式的债务增加,过多债务和通缩就会恶性循环下去。因此,费雪认为,债务增加和资产价格下降不仅是经济衰退的结果,也是经济衰退的起因。由此可见,费雪理论实际上接近了金融周期理论的核心。

但凯恩斯主义革命从总需求角度的分析,又将关注的重点转移到了政府开支、投资者信心等问题上。在经典的IS—LM模型中,金融部门的复杂作

\* 张晓晶,中国社会科学院城市发展与环境研究所、国家金融与发展实验室,邮政编码:100028,电子邮箱:zhang\_xj@cass.org.cn;王宇,中国社会科学院研究生院,邮政编码:102488,电子邮箱:wangyu0506@outlook.com。本文受国家社科基金重大招标课题“推动我国经济持续健康发展研究”(13&ZD021)、中央财经领导小组办公室重大委托课题“适应发展阶段的新发展经济理论”以及国家社科基金决策咨询点(13JCD005)的资助。

用实际上是被忽略的。正如伯南克(2016)写道: RBC与IS-LM模型有许多方面完全不同,但有一个共同假设,即金融市场和信用市场的各种变化不影响真实经济活动。当金融市场摩擦很小时,这个假设无伤大雅。但还有另一套思路,就是费雪-凯恩斯模型,它将信用市场变动置于中心地位,即信用市场条件恶化(资不抵债和破产企业急剧增加使真实债务负担加重,资产价格崩溃,银行体系危机),并不仅仅是真实经济活动下滑的简单反映,它们本身就是导致经济衰退和萧条的主要力量。

20世纪70年代“滞胀现象”的出现,凯恩斯主义备受质疑,理性预期理论兴起,以卢卡斯等人代表的实际经济周期理论成为宏观经济理论的主流。实际经济周期理论和凯恩斯理论的最大区别就是对货币是否中性的争议。实际上,在滞胀之后,几乎所有货币非中性的理论都被经济学界归纳为非主流理论,正统经济学的发展都是建立在货币中性理论的前提之下。实际经济周期理论从根本上否定了金融周期的存在。

自20世纪70年代至本轮危机之前,新古典主义几乎一统天下。具有微观基础的DSGE模型成为流行的分析工具,不过这种微观基础很难与信贷周期与金融误配置相一致。很多模型中没有金融资产,是因为考虑到:(1)在强有效市场假说下,金融资产价格反映了所有的可获得信息;(2)不存在协调失败的问题,因为具有前瞻性的理性经济人的行为与总体经济的模型是一致的;(3)由于跨期预算约束总是成立,也就不存在无力偿还的情况。缺少对金融变量的考虑恰好满足了这些模型的线性或线性化的性质,当遇到实际的或货币的冲击时,这些模型就会产生形式良好的、最终趋向于单一均衡的经济周期。所有的模型都那么精巧,但它们对于理解金融危机何以会出现以及如何演进没有任何作用。总的来说,一个成熟的金融部门很难在可用的宏观模型中发现。因为,尽管如《通论》所揭示的,金融在整个经济世界中扮演着重要角色,但整个宏观经济学的重点仍是劳动力与产品市场的粘性,以及在一个金融变量不存在或无关紧要的环境中政策的作用。忽视金融也和过去20多年宏观环境的影响有关。尽管地区性的金融危机与货币危机频发,但与金融市场相关的问题却变得没那么重要,原因在于出现了所谓的“大缓和”(great moderation)。这个前所未有

的高增长、低通胀的情况,导致经济环境的改善,产出、通胀甚至资产价格的波动性下降。正如有人借用福山所提的“历史的终结”,认为经济不稳定的终结标志着(经济)历史的终结。

不过,在RBC及新古典经济学一统天下的格局下,仍有多方的努力,审视金融的重要作用。这里以明斯基(Minsky)与伯南克为代表,按照西方正统的说法,前者是非主流,后者是主流。

Minsky(2015)认为,商业银行等信用创造机构的内在特征使得其经历周期性的危机和破产浪潮,也就是说,金融繁荣时期的信贷扩张导致了其后的金融危机。金融周期的三个阶段正可以用企业借款的三种形式表示:抵补性的借款,投机性的借款和庞氏借款。对于金融脆弱性,明斯基给出两种解释:一是代际遗忘,指贷款人由于距离上次经济危机已有一段时间,当前经济繁荣对贷款人的心理冲击超过了其对危机的恐惧;二是贷款人由于受到竞争压力致其在借款时不够审慎。Minsky(2008)在一定程度上结合了凯恩斯和费雪的理论,他对金融不稳定性的见解类似于费雪的债务通缩理论,而提出的政策建议与凯恩斯类似,都认为政府应当在周期中采取逆周期的政策。

明斯基的理论在全球金融危机发生之后,才被世人所关注,因为其理论很好地预见并解释了此次金融危机。但实际上,明斯基的理论与现代经济学家普遍对金融周期的认识还是有所区别。虽然他们都认为金融部门在经济周期中传播了经济波动,但明斯基认为金融因素不仅传播经济波动,并且产生经济波动。

伯南克则从主流阵营提出对金融作用的新认识,并与其合作者在20世纪90年代提出了金融加速器理论,揭开了金融周期理论的序幕。他将金融加速器机制加入到了宏观经济学的动态一般均衡模型中,提出了BGG模型,即Bernanke, Gertler & Gilchrist(1999)提出的模型。该模型认为,信息不对称导致金融摩擦,金融摩擦产生金融加速器,而金融加速器影响实际产出。现在金融周期经济学家普遍认为,金融加速器是金融周期理论的核心。

金融加速器的传导机制同时作用于银行和贷款者。从贷方角度,银行在经济衰退期间会遭受更大的贷款损失,从而在放贷时变得谨慎;从借方角度,当家庭和企业收入、财富减少之际,可抵押物价值减少,信

誉度就会降低。更加谨慎的银行和信誉度降低的借方意味着信贷流量更少,从而阻碍家庭采购计划和企业投资计划的实施,进而加剧衰退。在经济上行之际,金融加速器以相反的方式发挥作用。

不过,现在所谓金融周期理论主要还是基于金融对实体经济产生影响的分析。我们认为,这离形成真正成熟的金融周期理论还有距离。也就是说,还需要对金融周期(不同于一般商业周期)的很多特性进行总结并给出合理的解释,且须具有较好的预测性。此外,目前从经验实证角度讨论金融周期的较多,除去国外的文献,还包括国内文献如彭文生(2015)、陈雨露等(2016)、伊楠、张斌(2016)等,而对于金融周期运行与作用机制还没有建立起有说服力的模型。从这些角度,金融周期研究还是一个新的学术增长点。

## 二、金融周期形成的时代背景

指出金融周期是较晚近的现象,并不意味着此前并不存在金融周期。而是说,只是自20世纪80年代金融自由化金融全球化大发展以来,金融周期的特征才更为明显。此前是经济周期(或商业周期)占主导,而此后,金融周期特征似乎更强于一般商业周期。对政策当局而言,应对金融周期的挑战甚于一般商业周期。值得指出的是,金融周期还具有全球化的特征,即所谓全球金融周期:全球金融市场的关联度在提高,溢出效应在上升,从而出现全球金融市场的“联动”或“共振”。

为什么到了晚近才有金融周期?或者才“发现”金融周期,原因有四:

1. 国际货币体系缺乏固定的锚,以致全球流动性难以有效控制。1944年,在美国的主导下,新的国际货币体系《布雷顿森林体系》建立,各个主要国家的货币都与美元挂钩,而美元与黄金挂钩。这等于是找到了一个稳定国际货币体系与国际金融的锚。1971年,美国宣布美元与黄金脱钩,并在第二年否认了美元在国际货币体系中锚的作用。锚实现的是稳定物价的功能,进而稳定汇率和限制各国的货币政策。自布雷顿森林体系崩溃,国际货币体系进入了动荡时期。之后虽然各国均认为全球需要一个稳定国际货币体系的锚,但标的物的选择却一直未达成共识。很长时间内,全球使用的是“无体系的体系”即牙买加体系,也就是延续美元作为储备货币的体系。但这一体系仍具有内在的“广义特里芬两

难”的缺陷,即美元的不断输出可能引起债权国美国债务不可持续,在崩溃之前,是长期的国际账户失衡。IMF设立的全球货币SDR可能在未来成为国际货币体系的锚,但现在看来还影响有限。

由于美元已经彻底与黄金脱钩,美元的发行不再有约束,美联储可以自行决定。但货币政策的溢出效应,使得美联储宽松的货币政策不一定导致美国本身通胀的上升,很难保证美联储不通过过度发行美元来换取低失业率等目标的达成,因此,以美元为锚的国际货币体系自然就更倾向于宽松。

美元为锚的国际货币体系可能在两种情况下崩溃:一是其他债权国不再相信美元的内在价值,而大规模减持美元资产;另一种可能性是全球流动性回流美国进而提高美国资产泡沫并导致危机的发生。本次的全球金融危机就证明了第二种可能性随时会成为现实,也进一步冲击了牙买加体系。美联储为了向经济注入流动性而实行的大规模量化宽松政策,实际上就是再次抛弃美元作为国际货币体系锚的责任,从而也导致全球流动性难以得到有效控制,使全球流动性的扩张收缩成为全球金融周期的重要根源。

2. 金融自由化的推进导致全球经济“金融化”的发展。20世纪80年代以来,金融自由化与金融全球化的推进使经济“金融化”的趋势凸显,也导致金融周期特征更强于一般商业周期特征。

首先,在经济全球化和金融自由化的影响下,金融活动跨越国界在全球范围内形成统一的金融市场体系。随着金融创新和金融业务的不断拓展,世界各国的经济联系日益表现为金融联系。

其次,在国际竞争中,金融成为重要的制高点。这是发达经济体在全球范围内的重要优势,也使得后发国家在赶超中往往要“主动”瞄准金融发展。与此同时,服务贸易推进也使后发国家“被迫”加快金融开放。

再次,大宗商品等出现类金融化的特征。以石油为代表的大宗商品越来越具有金融产品的特点,而且一些艺人或超级巨星,其未来的收入也可以实现证券化。

从经验实证角度,金融及其衍生工具的发展,使虚拟经济规模远超过实体经济规模,而这种金融与实体经济的脱钩(decoupling),可以说是金融化发展的重要动向。

3. 对通胀的有效控制,导致利率处在低位,从而推高资产价格。自从《新西兰储备银行法》于1990年生效并将通胀率定为货币政策目标以来,世界上主要央行都陆续将通胀率设为最重要的宏观政策目标。保持物价水平的稳定也就是保持低通胀率无疑具有透明、目标明确和稳定的优点,但也可能导致失业的增加,并容易带来货币政策工具的过度波动。经济本身的波动和货币政策时滞性的存在,使得央行不得不频繁使用宏观政策来保证通胀目标的实现。政策的不确定性使得金融成本上升,可能降低潜在生产率水平,而这一政策要求央行具有高度独立性。实证研究显示,随着全球化的发展,全球经济的通胀压力大大减小,因为低成本国家融入了全球经济,国际分工降低了成本,提高了效率。在全球化中采用浮动汇率制度的央行,尤其是小国央行对利率的影响仅存在于短期,长期利率很大程度上由国际主流利率决定。在这一前提下,通胀目标制很容易导致央行采取宽松的货币政策,产生资产价格泡沫,如新西兰就出现了住房价格的快速上升。更重要的是,过去的宏观经济理论强调实现了通胀目标,也就相当于实现了产出目标,从而将金融资产价格排除在货币政策需要考量的维度内,这也是导致金融资产价格大幅攀升的原因。

4. 供给面的正向冲击使货币政策趋于宽松。金融周期因为货币信贷的宽松得以强化,而货币政策趋于宽松则与全球供给面的正向冲击相关。

一方面,从客观条件上来看,现代经济技术的发展也促成金融周期;计算机和信息技术的发展极大降低了全球金融交易的成本和时间;全球化不仅体现在贸易商、更体现在世界各地金融中心的同步性上。无论交易标的所在地点币种有何不同,巨额的交易瞬间就可以完成。便捷的交易导致金融危机的传播速度加快,金融系统本身的波动加大进而影响全球经济,并使经济的波动也变大。

另一方面,实体经济全球化的进展(如全球的国际分工使得部分国家可以专注于其优势进行生产,而同时消费其他国家的优势产品。)提高了全球的潜在生产率。信贷和资产价格的增长空间进一步提高,这同时也加大了通胀率的下行压力,使得货币政策进一步趋向于宽松。

### 三、金融周期的特质

认识金融周期,需要把握它不同于一般商业周

期的主要特征。金融周期的特质可简要概括为五个方面:

1. 金融周期的长度和波幅大于经济周期。经济学家对于经济周期的研究比较深入,有大量文献讨论经济周期问题。当前主流经济学对经济周期的研究方法一般是动态随机一般均衡(DSGE)模型,即在一个一般均衡模型中加入外生冲击因素,以形成经济在短期内的波动,从而产生经济周期现象。而现实中的经济产出是由经济增长和经济周期两个因素共同构成的:经济产出有一个趋势性的潜在增长率,再加上短期内的周期性波动因素。这是实证研究经济周期的主要思路。

从实际经济产出中找出经济周期主要有两种方法。一种是滤波方法,即采用“滤波”技术,将实际经济增长分离成趋势因素和周期因素。另一种是以通货膨胀率和失业率作为主要指标来直接衡量经济周期。这一方法的思路在于:经济学家一般认为,当经济处于潜在长期增速水平时,通胀率和失业率都会达到一个均衡的自然水平。所以,衡量通胀率和失业率与自然水平之间的差距就可以相应地衡量经济产出与潜在产出之间的缺口,也就是经济周期所处的阶段。在实证检验中,这两种方法所描绘出的经济周期图形是类似的。

金融周期的测量与经济周期的第一种方法类似。衡量经济周期用到的指标是产出,而衡量金融周期的指标则主要是信贷与资产价格。Drehmann et al(2012)的研究显示,用信贷与GDP之比以及房地产价格这两个指标来描绘金融周期最为贴切。他们的研究发现,经济周期的跨度一般是1~8年,而金融周期则平均会跨越16年。自20世纪70年代初至2011年,美国共经历了3轮完整的金融周期,而经济周期则超过6轮,而且,金融周期的波幅要明显超过经济周期(见图1)。

2. 金融周期的波峰一般都会伴随着金融危机。金融周期的波峰一般都会伴随着金融危机(如系统性银行危机)。从美国与英国的经验可以看出,20世纪70年代以来的五次危机(美国两次,英国三次)发生时间非常靠近金融周期波峰(Drehmann et al, 2012)。金融周期从波峰下行的过程,就是金融收缩的过程。根据描述金融周期的两个主要变量,收缩阶段表示着信贷与GDP之比下降,同时房地产价格也下降。这实际上也伴随着金融部门的“去杠杆”过程。

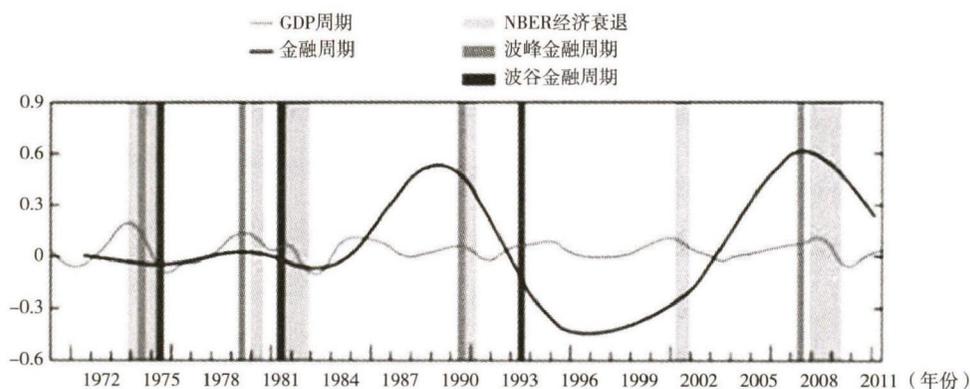


图1 美国的金融周期和商业周期

资料来源: Drehmann et al(2012)。

与金融周期收缩阶段重合的衰退特别严重,这进一步阐明了金融周期与金融危机的相伴随。大量研究显示,在金融周期收缩阶段,如果发生经济衰退,则衰退的幅度会更大(Drehmann et al, 2012; Borio & Drehmann, 2009; Jorda et al, 2011)。金融系统存在明显的顺周期性(Adrian & Shin, 2010)、伴随金融收缩的衰退比没有发生金融收缩的衰退, GDP 会多下降 50%(Drehmann et al, 2012)。

3. 金融周期的长度、波幅与政策体制高度相关。一般认为,经济周期有其自身较为固定的周期长度和波幅,并且这些因素在长期的经济发展中保持相对稳定。而金融周期则不同,其长度和波幅并非恒定。金融体制、货币体制和实际经济体制都会影响到金融周期的性状(Borio & Drehmann, 2009)。例如,金融自由化过程降低了经济中的融资约束,会增加企业和银行的风险偏好;只盯住通货膨胀率的货币政策会忽视在金融繁荣过程中不平衡因素的积累,从而助推金融繁荣,加大金融周期的波幅;经济全球化会增加潜在在经济产出、拉低通货膨胀率,从而助推信贷和资产泡沫并限制货币政策。

20 世纪 80 年代中期是金融自由化的开始。经验研究恰好说明:在金融自由化之前,金融周期与经济周期更为同步,且波幅较小;而在金融自由化之后金融周期的长度和波幅都被拉大了。金融周期的全部样本平均长度是 16 年;但是对于 1998 年以后触顶的周期,平均长度接近 20 年,而 1998 年之前的周期,平均长度则是 11 年(Drehmann et al, 2012)。

4. 金融周期致资源错配加剧。金融的周期性变化,不完全是实体经济周期的直接反映。金融的相对独立性,使金融的高涨衰退,引起资源配置的巨

大波动,不可避免地出现资源错配,这反过来对实体经济产生负面冲击。

金融繁荣期,一般会出现信贷扩张、杠杆率上升,这是金融约束弱化的直接体现。乐观情绪加上金融约束弱化,使得大量资源配置(包括资本和劳动力)到表面繁荣但实际上却是效率低下的部门,这就形成资源错配,并在无形中拖累了生产率增速。当繁荣转向崩溃时,资产价格和现金流下降,债务变成主导变量,同时经济中的个体为了修复其资产负债表而削减支出。金融繁荣周期中出现的资源错配更难以扭转,太多资本集中在过度增长部门会阻碍复苏(BIS, 2016)。

陈雨露等(2016)通过对全球 68 个主要经济体 1981—2012 年的面板数据进行实证分析,系统考察了金融周期和金融波动对经济增长与金融稳定的影响。实证结果表明,在金融高涨期和衰退期,经济增长率较低,同时容易爆发金融危机;相比之下,金融正常期的经济增长率更高,同时金融体系的稳定性也更强。

5. 全球金融周期变“三元悖论”为“二元悖论”。在全球化背景下,国际宏观经济学普遍认同所谓“不可能三角”或“三元悖论”,即资本自由流动、浮动汇率和独立的货币政策只能同时实现其中的两个。这个三元悖论无论在理论还是实践中均产生了根深蒂固的影响。比如,对于发展中国家,要想有独立的货币政策,同时不想汇率完全浮动,就只有进行资本管制。不过,金融周期的出现,特别是全球金融周期的影响,使得三元悖论转变为两难选择,即无论是否采取浮动汇率制度,都只有在资本账户管制的情况下,才能实现独立的货币政策(Rey, 2015)。这里的一个重要原因是引入了全球避险情绪的一致性波动。

在金融全球化背景下,各国金融市场联系愈加紧密,各类信息在全球市场上迅速传播。主要经济体金融市场(特别是美国等发达国家)的波动或恐慌有可能瞬间传遍全球市场,引起全球性避险情绪的一致性波动。全球避险情绪<sup>①</sup>会影响金融资产的风险溢价,从而有可能改变资本跨境流动的方向,从而阻碍了利差对汇率的调节作用,影响浮动汇率国家货币政策的独立性。特别地,当避险情绪较强时,货币政策甚至可能完全失效,即不论采用何种汇率制度,资本自由流动和货币政策独立性都不可兼得,这时就表现出了“二元悖论”的规律特征。

从“三元悖论”转变为“二元悖论”反映出金融周期的巨大影响。在资本自由流动的前提下,即使采用浮动汇率制度的国家仍然受到全球金融周期的影响,中心国家(如美国)的货币环境、国际金融体系内的资本流动和杠杆率等都影响着全球金融周期。资本的流动遵循全球金融周期的规律,采取浮动的货币政策也不能使该经济体从全球金融周期中抽离并使货币政策有效。

这也导致一个新结论的出现:就是在全球资本流动情况下,无论是固定还是浮动汇率,最终都会受到中心国家(如美国)的货币政策的影响,使得全球经济金融出现共振。

#### 四、金融周期对传统宏观政策的挑战

由于金融周期与经济周期相互重叠、相互作用,而传统宏观调控政策更多地是关注经济增长、通货膨胀等实际经济指标,对于资产价格和信贷水平等金融因素考虑较少,从而,金融周期不可避免地对传统宏观政策带来挑战。

1. 金融繁荣期的宏观政策。在金融繁荣时期,如果忽视金融周期,只盯住通胀和经济增长,则很容易在金融周期的扩张期采用宽松的政策推波助澜。如果通胀水平保持在低位,即使信贷和资产价格上升,政策制定者也很难就此紧缩。而持续宽松的政策会让之后的金融崩溃更为猛烈。

在货币政策方面,由于传统货币政策过于看重通胀率,容易造成更为宽松的货币环境,因此央行应该采取紧缩的策略(Borio, 2011)。这种策略也被称作“精细化选择”(lean option),即在传统产出缺口估算的基础上再根据金融周期做出调整,将政策利率提高到传统泰勒规则所要求的水平之上。这要

求货币政策的时间维度增加,并更加重视未来经济展望中的风险平衡,将金融扩张期正在积累的金融脆弱性全盘纳入考虑范围。现实中已经有一些中央银行开始采用这种“精细化选择”的货币政策,比如加拿大银行(Borio, 2011)。

在财政政策方面,随着信贷和资产价格的上升,经济增速被抬高,相应的财政收入也被抬高(Ben-  
trix & Lane, 2011)。由此,政府的财政账户被高估,政府债务与GDP的比例也不高,财政还可能会出现盈余(Price & Dang, 2011)。但这些表面现象掩盖了实际中积累的金融脆弱性,当金融繁荣转向金融崩溃时,被掩盖的政府债务问题就会浮出水面,出现主权债务危机。2011年出现的欧洲国家主权债务危机就是这一过程的体现。

2. 金融衰退期的宏观政策。在金融衰退时期,也存在类似的问题。由于在资产负债表衰退的过程中企业会主动去杠杆,宽松的财政政策和货币政策并不会拉升企业投资,政策效果也就会受到影响。Bech et al(2012)检验了1960年以来发达国家所发生的73次衰退,发现在金融危机发生时,宽松的货币政策与危机之后经济复苏的关系并不显著,而这一关系在没有发生金融危机时是显著的。

在货币政策方面,传统宽松的货币政策意图在于通过利率水平刺激企业融资,从而达到刺激整体经济的目的。但如果是在发生资产负债表衰退的时期,个人和企业都旨在债务最小化目标,已经负债累累的经济体很难再对利率高低抱有兴趣。再低的利率也无法产生对总需求的刺激,而利率本身又面临着零利率下限的约束。这种情况类似于凯恩斯所谓的“流动性陷阱”,即当利率处于较低水平的时候,降息很难再刺激总产出。这时,利率政策和央行资产负债表政策(比如QE和欧洲的LTRO)都很难再起作用。并且,长期超宽松的货币政策还会对经济带来负面影响,如掩盖资产负债表的脆弱性、延缓金融部门去产能的速度、降低金融中介机构的盈利能力以及扰乱市场本身的信号传导机制等。但衰退时期本身的应对手段也很有限,只有以修复企业和金融机构资产负债表为目标才能解决问题(Koo, 2011)。

在财政政策方面,传统财政政策理论认为政府减税和增加支出会向经济中直接注入需求,而这部分需求又构成另一部分人的收入,通过一个边际收入系数再次注入需求,这个过程循环下去形成了财政政策

乘数。一些传统经济学家认为,企业的边际支出倾向很高(Eggertsson & Krugman, 2012),这是财政政策起作用的必要条件。但在一个资产负债表收缩的环境中,所有经济体的边际支出倾向都很小。如果企业和个人处于过度负债的状态,他们获得收入后最优先的选择是偿还负债,而不是再额外增加支出。甚至可能会出现边际消费倾向为零的极端情况。一些实证研究也说明,在金融衰退过程中,财政政策的效果比正常经济衰退中的表现要差(IMF, 2010)。

一个可行的解决思路是快速对资产负债表进行修复,这需要确认坏账损失、资产重组以及临时的国有化。通过向坏账部门注入公共资金,可以修复和加强私人部门的资产负债表,使经济走出资产负债表衰退的过程(Leigh et al, 2012)。北欧国家在 20 世纪 90 年代陷入金融衰退时采用了与之类似的财政解决方案,并取得了良好效果;与之相对应的日本同样是在 90 年代陷入金融衰退,但缺乏资产负债表修复的解决方案则至今仍未走出低迷。

3. 宏观审慎政策。建立宏观审慎体系实际上就是建立一个逆周期系统。需要在繁荣时期采取逆周期的政策来建立缓冲,以便在衰退期,也就是金融系统面临压力的时候,可以利用准备好的缓冲提高金融的抵抗能力。可以利用的工具具有资本和流动性标准、准备金、担保和保证金。如果一个国家没能成功建立宏观审慎体系,没能在繁荣期建立缓冲,那么就要面对可能出现的金融机构的“资产负债表衰退”。事实上,在本轮危机之前,对于宏观审慎政策还未引起足够重视,这也可以看作是传统宏观经济政策的一个重要缺失。

综合以上,金融周期对宏观政策的挑战可以概括为:繁荣时,宏观政策忽视资产价格,导致泡沫放大,金融崩溃更猛烈;衰退时,宽松政策又起不了多大作用(鉴于金融加速器的反向作用,以及资产负债表衰退等)。为防止金融繁荣与衰退带来的巨大冲击,需要宏观审慎政策来建立逆周期的缓冲,但这一点至少在本轮危机前是受到忽视的。

## 五、金融周期与创新宏观调控新维度

比起经济周期(或商业周期),我们对金融周期的认识还需要不断深化。这里有几个方面值得注意:首先,从时间跨度上来看,金融周期的研究样本基本上是从 20 世纪 70 年代初至今,时间长度也不过 40 余年,因此所经历的金融周期也屈指可数。这

一点与一般经济周期的研究还不可比。其次,周期本质上是一种人为建构。从什么时点、依据什么样的指标来界定周期存在一定的主观性,特别是囿于当时所处的情境(比如我们现在仍处在走出金融危机的氛围中)。如果经历较长的时段,并且走出了金融危机,可能对于金融周期的认识会更加客观,也会更加深刻。再次,谈金融周期,当然是要把金融作为最重要的影响因子。但实际上,周期的影响因素非常复杂,比如科技、环境生态等,也是影响周期的重要因素,从大量文献来看,这些因素至少也可以与金融因素并重。也就是说,如果我们并不把金融视为影响周期的唯一重要因子,或将有利于对金融周期获得更加全面的认识。最后,目前对于金融周期的研究以经验实证为主,还没有很好的理论建模出现。尽管如此,金融周期还是为认识现实经济运行与政策反应框架打开了一扇新窗户,使我们得以重新审视传统宏观政策的不足,并为创新宏观调控提供新的维度。

1. 运用金融周期方法衡量潜在增长率。金融周期理论对估算潜在产出提供了新思路。原来的潜在产出基本上是指非通胀性产出(non-inflationary output)(Okun, 1962),典型的就是由不同版本的菲利普斯曲线所确定的潜在产出。不过,事实证明,由于金融失衡的积累和它们掩盖的实体经济扭曲,结果是通胀仍保持稳定,而产出却不可持续,比如出现金融动荡或危机。这表明,将非通胀性产出作为潜在产出是有问题的,应该代之以可持续性的产出。这个可持续性主要是就金融角度而言。因此,可以有一个经金融周期调整的产出,作为新的参考。目前估算潜在产出主要有两种方法,一种是 HP 滤波法,另一种是生产函数法。这里将提出第三种方法,即金融周期方法,就是经信贷与房地产价格调整的 HP 滤波法。Borio(2012)研究发现,在 21 世纪头十年,经信贷调整后的产出缺口所反映的产出显著高于另外两种方法估算的潜在产出。相比之下,20 世纪 80 年代中期以前,对美国潜在产出的不同估计结果非常接近,这和当时温和得多的金融周期是一致的。这表明,如果考虑到金融周期的影响,能够发现 21 世纪头十年的美国经济实际上是过热了,从而难以持续,需要通过宏观政策来进行调整了。

对潜在产出的衡量由非通胀性产出代之以金融周期方法估算的可持续性产出,是政策当局对宏观

调控目标认识的深化。尽管还很难将后者——经金融周期调整的可持续性产出——作为政策决策的通行基准(就如很难用绿色 GDP 替代一般 GDP 那样),但作为一个参考性指标纳入政策当局视野,显然是非常必要的。

2. 宏观政策不能“短视”,而应着眼于中长期。宏观政策在凯恩斯经济学那里基本上是熨平短期波动的稳定化工具。因此,宏观政策只关注短期似乎是天经地义的。但由于金融周期普遍长于经济周期,如果只关注经济周期,而不关注金融周期的话,政策制定者可能会变得非常“短视”,把中期问题看成短期问题,从而造成严重的金融危机。

金融周期放缓了经济时间,拉长了相关经济现象发展的时间。金融脆弱性的形成要用很长时间,它们在经济组织中产生的伤害也要用很长时间才能愈合。但是政策制定者的眼光似乎还没有相应调整。如果有什么调整,它也消弭于应对市场频繁发生的异常行为之中。市场参与者和政策制定者的短视,可能是经济动荡和金融危机的主要来源。

股票市场往往是宏观经济管理者的一个重要观察变量,但金融周期理论揭示出,股票价格更多的是由相对高频的波动因素所构成,或者说受短期因素的影响较大。因此,盯住股市的宏观经济政策会产生偏差。如果经济衰退伴随着股市崩盘,政策制定者很容易出台一些宽松性的宏观调控政策。但股市崩盘并不意味着金融危机以及伴随其后的金融收缩,金融周期(如以信贷和房地产来衡量)很有可能继续处在扩张过程之中。而此时,宽松的货币和财政政策无疑会让金融扩张过程火上浇油,使其后发生的金融崩溃更加严重。

以美国为例,它在 1987 年和 2001 年都发生过股市的见顶下跌,如果从金融周期的视角来看,这两个时间都不是金融周期的波峰。房地产价格直到 1989 年和 2006 年才见顶下跌,信贷与 GDP 之比则要晚到 1991 年和 2009 年才见顶下跌。但美联储可能过多受到股市崩盘的影响,在金融周期还处于扩张的阶段,即开始了宽松的货币政策,由此造成金融与经济更大的脱节。而这两次情况的不同之处在于:由于 1987 年至 1990 年美国正在经历较高的通货膨胀时期,货币政策的宽松幅度相对较小,因此并没有造成太大麻烦;而 2001 年之后,美国的通胀率处于较低水平,货币政策的宽松力度更强,从而首先

拉长了金融扩张期的时间,也造成了更为严重的全球金融危机。这就意味着,宏观政策要看得长远一些,不要急于控制短期衰退<sup>②</sup>,继续吹大泡沫(比如信贷与房地产),从而导致更大的衰退,如本轮国际金融危机。

3. 全球金融周期制约了开放条件下的政策选择。金融周期理论强调,原来流行的三元悖论会因为全球避险情绪的一致性波动而变为二元悖论,即无论是固定还是浮动汇率,在资本自由流动的情况下,货币政策的独立性都是难以实现的。事实上,这种情况下,中心大国的货币政策在执行着全球货币政策,因为其他国家都会受这个中心国货币政策的影响。正因为如此,有两点值得政策当局关注:一是适度的资本管制仍是有必要的。二元悖论强调无论什么样的汇率制度都不可能保证货币政策的独立性,其前提是资本的自由流动。那么,有限的资本管制,从某种程度上看还是有利于增强本国货币政策的独立性的。二是,加强国际政策的沟通协调。影响全球金融周期的主要因子是中心国家的货币政策,因此,这个中心大国货币政策的溢出效应就非常显著。就外围国家而言,要防止全球金融周期不利的外部溢出效应,就需要中心国家的政策自律,或对其货币政策进行监督、约束。这也意味着宏观政策需要更多地国际层面上进行沟通和协调。

4. 金融周期理论凸显金融服务实体经济的重要性。金融周期往往体现为金融资产价格的涨落,信贷的扩张收缩,杠杆率的上升下降。就政策当局而言,不是要阻止金融周期的出现(事实上这也做不到),而是要尽量减弱金融周期的负面影响,充分发挥金融周期的积极作用。换句话说,要做到金融真正是服务于实体经济。这就需要政策当局能够识别所谓的好繁荣与坏繁荣,从而加以区别对待。

那么,繁荣的好坏如何区分呢?所谓好繁荣,就是信贷扩张、杠杆率上升以及资产价格上涨是由实体经济的正向生产率冲击所带来。而坏繁荣,则是指金融繁荣并没有一个劳动生产率的较大程度提高所支撑;相反,只是为一些事件或消息,甚至只是政府的乐观预言所支撑。在金融繁荣期,要识别哪些是真的因为生产率提高、竞争力增强,所以才会有更高的杠杆率和获得更多资源,而哪一些只是浑水摸鱼,因为乐观预期所带来的金融约束弱化,这是非常困难的。这也是为什么,金融周期理论认为金融的

繁荣与崩溃往往会加剧资源的错配。但这并不意味着政策当局可以无视金融的涨跌而只管收拾烂摊子(如格林斯潘所坚持的),而是应有所作为:一是在繁荣期,就是在金融高涨阶段,对于金融约束的弱化,要实施逆周期的审慎监管,抑制低效率企业杠杆率的过度上升。二是在衰退期,在去杠杆阶段,也要针对异质性企业采取不同的措施。特别是对效率高的企业,可以适度允许加杠杆,而对效率低的企业,坚决去杠杆。这样,才能使有限的社会资源配置到真正能够提升社会效率的地方,金融服务实体经济这句话才能落到实处。

注:

- ①一般用 VIX 指数(CBOT Volatility Index)来测度。该指数由芝加哥期权交易所于 1993 年推出,根据标准普尔 500 指数期权隐含波动率加权平均后计算而得到。
- ②政策当局可能会为季度、月度甚至每日的数据波动而困扰,从而频频出台(刺激)政策。

参考文献:

- 伯南克,2016:《行动的勇气》,中译本,中信出版社。
- 陈雨露 马勇 阮卓阳,2016:《金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定?》,《金融研究》第 2 期。
- 李扬 张晓晶,2015:《论新常态》,人民出版社。
- 彭文生,2015:《从金融周期看经济走势》,《新金融》第 3 期。
- 伊楠 张斌,2016:《度量中国金融周期》,《国际金融研究》第 6 期。
- 张晓晶,2009:《主流宏观经济学的危机与未来》,《经济学动态》第 12 期。
- 张晓晶,2015:《试论宏观调控新常态》,《经济学动态》第 4 期。
- Adrian, T. & H. S. Shin(2010), "Liquidity and leverage", *Journal of Financial Intermediation* 19(3):418-437.
- Bech, M. L., L. Gambacorta & E. Kharroubi(2012), "Monetary policy in a downturn: Are financial crises special?", BIS Working Papers, No. 388, Sept.
- Benetrix, A. & P. Lane(2011), "Financial cycles and fiscal cycles", EUI-IMF Conference on Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability, Florence.
- Bernanke, B. S., M. Gertler & S. Gilchrist(1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", in: J. B. Taylor & M. Woodford(eds.), *Hand-*

- book of Macroeconomics*, Elsevier.
- BIS(2016), *86th Annual Report*, Basel.
- Blanchard, O. et al(2010), "Rethinking macroeconomic policy", IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
- Borio, C. E. V. & M. Drehmann(2009), "Assessing the risk of banking crises: Revisited", *BIS Quarterly Review*, March.
- Borio, C. E. V. (2011), "Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?", BIS Working Paper, No. 353.
- Borio, C. E. V. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", BIS Working Papers, No. 395, Dec.
- Borio, C. E. V., P. Disyatat & M. Juselius(2012), "Rethinking potential output: Embedding information from the financial cycle", BIS mimeo.
- Drehmann, M. et al(2012), "Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!", BIS Working Paper, No. 380.
- Eggertsson, G. B. & P. Krugman(2012), "Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach", *Quarterly Journal of Economics* 127(3):1469-1513.
- Fisher, I. (1933), "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica* 1(4):337-357.
- IMF(2010), "Fiscal monitor: Navigating the fiscal challenges ahead", Prepared by the Staff of the Fiscal Affairs Department.
- Jorda, O. et al(2011), "When credit bites back: Leverage, business cycles, and crises", NBER Working Paper, No. 17621.
- Koo, R. C. (2011), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons.
- Leigh, D. et al(2012), "Dealing with household debt", IMF World Economic Outlook.
- Minsky, H. P. (2008), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.
- Minsky, H. P. (2015), *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Routledge.
- Okun, A. M. (1962), "Potential GNP, its measurement and significance", Cowles Foundation, Yale University.
- Price, R. W. R. & T. T. Dang(2011), "Adjusting fiscal balances for asset price cycles", OECD Economic Department Working Paper.
- Rey, H. (2015), "Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence", NBER Working Paper, No. 21162.

(责任编辑:谭易)