

## 附录3 构建中国金融周期指数

■ 阚明昉\*

回顾2008年国际金融危机，一个重要的教训就是没有将金融稳定、金融周期等因素充分纳入宏观政策框架中。在本文中，我们在国内外金融周期理论框架下，重审金融稳定、金融周期与实体经济的交互关系，并试图编制中国的金融周期指数，最后，给出若干政策建议。

### 一、金融周期理论框架下重审宏观调控

金融周期在经济体金融深化到一定阶段之后，对实体经济运行和金融稳定具有重大影响，并成为宏观经济框架内不可或缺的元素。

2008年美国次贷危机引发国际金融危机，当猝不及防的人们回过神来，发现传统的宏观经济监测体系集体失效，国际清算银行（BIS）的研究曾尖锐地指出，忽视金融因素的传统宏观框架会低估经济过热风险，从而误导中央银行制定过低的政策利率，纵容或加剧了危机爆发前金融脆弱性的积聚（Borio, Disyatat和Juselius, 2013）。我们认为，伴随着金融市场的发展，我国金融周期对实体经济波动的影响也在加大，金融稳定日益重要，要吸取2008年国际金融危机惨痛的教训，及时将金融周期因素纳入我国新时期的宏观经济调控框架。

20世纪80年代，Bernanke等的开创性研究对货币和证券“中性论”进行了批判，金融周期理论取得了突破性的进展，其后的一系列研究奠定了金融周期理论的基础，并建立了一般理论框架。

国内外众多研究都指出，信贷与房地产价格是刻画金融周期最理想的指标（Drehmann等，2012；Aikman等，2010；Schularick和Taylor，2012；Jordá等，2011；Dell’Arriccia等，2012）。Turner（2015）更是直言不讳地指出，银行和影子银行无限的信贷供给能力与供给缺乏弹性的房地产之间相互作用产生金

\* 第一财经研究院研究员。

融周期，这正是现代经济体中金融不稳定的本质所在，绝非其中的细枝末节。

金融周期是金融经济活动在内外冲击下，通过金融体系传导而形成的持续性波动和周期性变化，它较传统经济周期更长，高涨期的拐点往往伴随着金融脆弱性的加剧。

具体而言，第一，金融周期具有中长期的特点，一般经济周期涵盖1~8年不等，而一个金融周期往往持续15~20年，BIS的研究表明，金融周期持续时长与全球的金融领域政策、货币政策和实体经济领域政策密不可分，1985年至2007年的“大稳健”（Great moderation）时代，是全球减少国家干预和金融自由化的时代，金融监管的放松促使了金融创新，也提振了人们的风险偏好，“动物精神驱动下信贷、货币及购买力被不断地创造；与此同时，实体经济领域全球化大行其道，新增供给导致通胀处于较低水平，这又进一步提振了市场的信心；此外，这段时期各国的货币政策倾向于狭隘地管理通胀水平这个目标，可事实上，通胀水平在估算产出缺口方面并不是可信赖的指引，例如美国20世纪20年代、日本20世纪90年代和2008年国际金融危机前夕，金融高涨期不平衡持续积聚，但通胀水平稳定，甚至下滑至负值，最后这三个领域的政策发生共振，为金融周期的发展推波助澜（Borio, 2014）。

第二，在金融周期的上半场，伴随着信用扩张快、资产价格上升、经济增长动能更强；而到了下半场，信用紧缩会让经济下行压力持续的时间更长。IMF的研究显示，当金融高涨期持续时间超过6年以上，有超过半数的国家或地区最终遭遇了金融危机，而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，此外，金融过度繁荣带来的资产配置扭曲也会伤及了经济体长期的潜在产出（Dell’Arriccia 等，2012）。中国人民银行2016年4月8号的工作论文《金融周期和波动如何影响经济增长与稳定？》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波动对经济增长与稳定的影响。实证结果表明，在金融高涨期和收缩期，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。

## 二、中国金融周期指数的编制和呈现

综合考虑信用扩张和房地产价格，我们编制了度量中国的金融周期的指数，结果显示目前我国金融周期正处于高涨期且正接近该阶段顶峰。

衡量金融周期一般考虑使用信贷和房地产价格数据来进行刻画，BIS、OECD等国际组织的跨国别实证研究显示，非金融私人部门信贷和房地产价格与可支配收入之比这两个指标的有效性最强，我们在描绘我国金融周期时也主要使用上述两个指标。相比于文献对于金融周期的测算，我们增加考察了以往被忽视的“影子银行”和准政府的信用扩张，范围比目前的文献测算更广，因此结论更加接近实际情况。

首先，中国银行体系内非信贷融资占比的显著上升，所以在信贷指标的选取上，我们不仅考虑到了银行投放到非金融私人部门信贷，还考虑了银行投向非标类资产的非信贷融资规模，此外还纳入了非银行金融机构的信用创造活动。

表1 信贷指标 (Credit-to-GDP Gap) 的选取和处理

指标的选取	指标的处理
指标构成： 1. 流向非金融私人部门（涵盖非金融企业、居民和为居民服务的非营利机构）的宽口径信贷，其中包含国内银行信贷、跨境银行信贷和其他国内金融机构信贷。 2. 为了捕捉各类“影子银行”和地方政府融资平台的信用扩张情况，考虑了银行投向非标类资产的非信贷融资规模和以信托、委托贷款、企业债券等形式存在的非信贷融资规模	1. 标准化：信贷/GDP 2. 应用单边HP滤波得到长期趋势 3. 算出实际值与趋势值的缺口 4. 通过平滑获得子指数 5. 通过标准差来划分高涨期和收缩期

资料来源：中国人民银行。

在房地产价格指标的选取和处理上，鉴于我国地区发展程度不均匀，一线、二线和三四线城市价格差异显著，对测算标准化房地产价格带来难度。对多个指标进行测试后，我们选择了使用建筑面积加权的百城住宅价格作为核心指标。

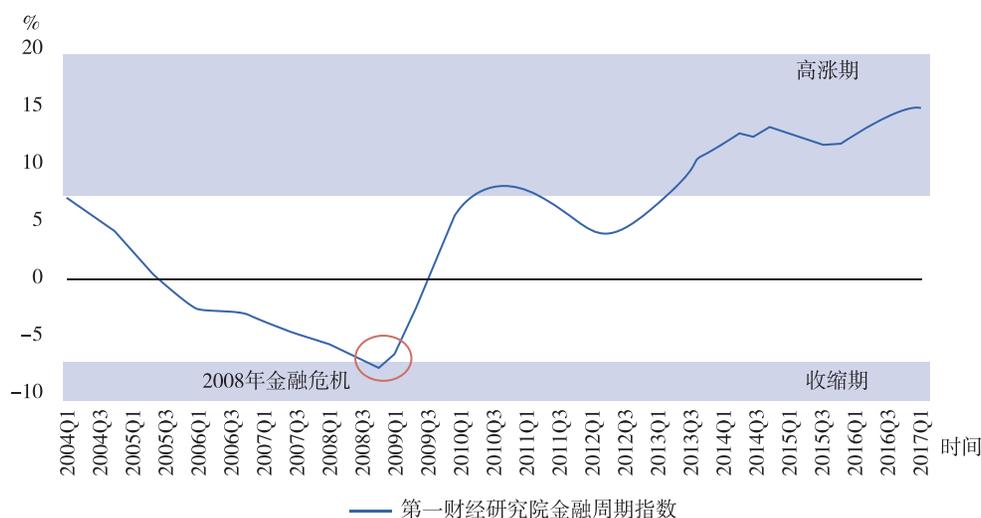
表2 房地产价格指标的选取和处理

指标的选取	指标的处理
指标构成： 1. 建筑面积加权的百城住宅价格 2. 城镇居民可支配收入	1. 标准化：百城房地产价格/城镇居民可支配收入 2. 应用单边HP滤波得到长期趋势 3. 算出实际值与趋势值的缺口 4. 通过平滑获得子指数 5. 通过标准差来划分高涨期和收缩期

资料来源：国家统计局，Wind资讯。

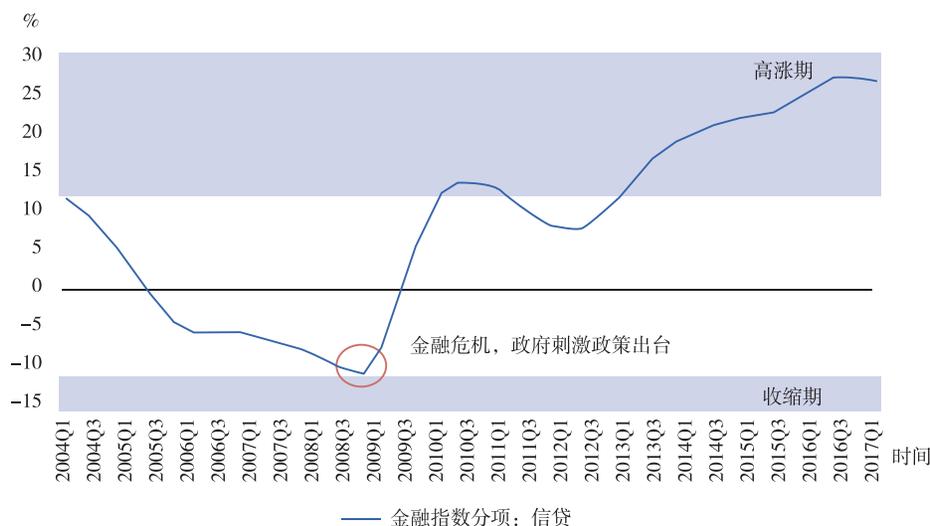
最终，我们加权信贷和房地产价格的子指数，获得第一财经研究院金融周期指数。从我们的测算结果看，我国目前处于金融周期的高涨时期且正接近该阶段顶峰。

从信贷和房地产价格等金融属性领域考察，中国目前已经处于金融周期的高涨期。结合中国人民银行工作论文展示的国际经验，在金融周期顶部的信用冲击很可能带来意想不到的风险。



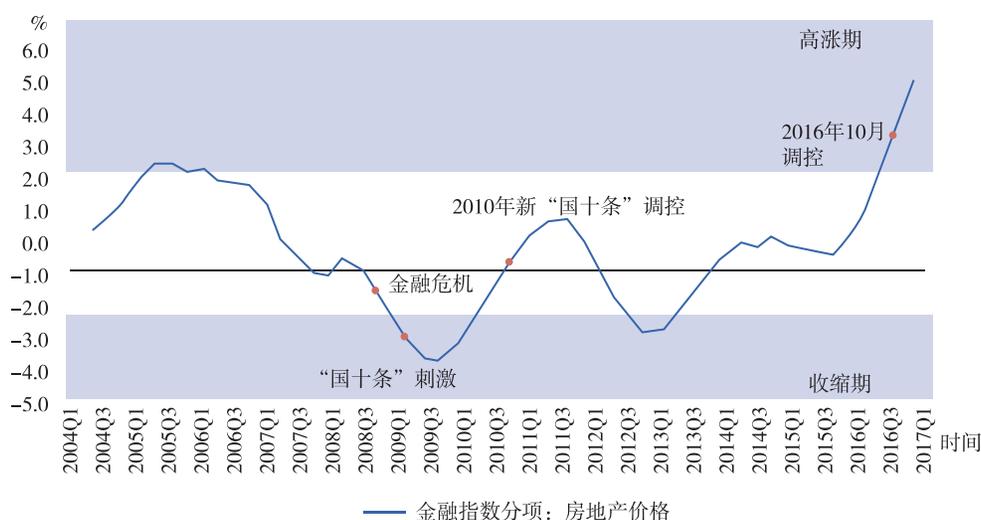
资料来源：第一财经研究院。

图1 中国金融周期指数处于高涨时期



资料来源：第一财经研究院。

图2 中国金融周期信贷分项在高涨期运行



资料来源：第一财经研究院。

图3 我国金融周期房地产分项2016Q3驶入高涨期

### 三、针对我国当前金融周期相位的政策建议

鉴于我国金融周期处于金融周期高涨期的第六年，周期顶峰的形态趋于成熟，金融脆弱性不断加剧，急需将金融周期纳入宏观经济调控框架。在调控的实施中需要与货币政策、财政政策和其他金融监管政策的高度协调与合作，需要整体性的设计和准确有效的监测体系。

首先，将金融周期纳入宏观经济调控框架，尽快建立基于“一行三会”信息共享平台之上的金融周期和宏观审慎评估体系。我国金融体系已经演变为以银行主导、影子银行勾连各个金融市场的复杂金融体系，传统的监测数据无法全面反映市场的真实情况，同时应尽快解决监管者数据割裂、无法看清全局这一突出问题。

其次，运用金融周期作为宏观审慎政策框架内大气的“温度计”，使之更有效地防范系统性风险，更好地发挥逆周期调节作用。

再次，让房地产的居住属性回归而弱化其金融属性。具体来说，鉴于市场并不完善，为了弱化房地产价格与银行信贷创造两者不断自我加强的周期，要对银行房地产抵押信贷业务实行一定的管理，并在房地产保有环节收税以遏制投资需求，准备扩大财政赤字财政，以应对金融收缩期需要的扩张性财政政策。

最后，我国金融周期处于高涨期，在金融监管时需重视力度和节奏，防范监管政策“共振”对实体经济可能造成的冲击。通过重新评估日本20世纪70~90年代实施的宏观审慎政策量化限制对经济的影响，BIS发现尽管政策的初衷是针对房地产交易和土地价格，然而透过银行向非金融公司资产负债表的传导，最终该政策对整体经济产生了负面的冲击。因此，在去杠杆过程中，节奏、力度的把握至关重要。

## 参考文献

- [1] 陈雨露、马勇、阮卓阳：《金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定》，载《金融研究》，2016（2）。
- [2] 陆磊、杨骏：《流动性，一般均衡与金融稳定的“不可能三角”》，载《中国证券期货》，2016（5）。
- [3] 刘陈杰：《中国应确保金融稳定》，见FT中文网，<https://www.ftchinese.com/story/001069931>。
- [4] Aikman, D., Haldane, A., Nelson, B., 2010. *Curbing the credit cycle. Paper presented at the Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference, New York, November.*
- [5] Borio, C. E., Disyatat, P., & Juselius, M. (2013). *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle.*
- [6] Borio, C. (2014). *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. Journal of Banking & Finance, 45, 182-198.*
- [7] Dell'Arriccia, D Igan, Laeven, L., Tong, H., 2012. *Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms. IMF Discussion Note, April.*
- [8] Drehmann, M., Juselius, M., 2012. *Measuring liquidity constraints in the economy: the debt service ratio and financial crises. BIS Quarterly Review September, 21-35.*
- [9] Hermansen, M., & Rahn, O. (2015). *Economic resilience: The usefulness of early warning indicators in OECD countries.*
- [10] Jordá, O., Schularick, M., Taylor, A.M., 2011. *When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles and Crises. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2011-27.*
- [11] Sonoda, K., & Sudou, N. (2016). *Is macroprudential policy instrument blunt?.*
- [12] Schularick, M., Taylor, A., 2012. *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008. American Economic Review; 102 (2), 1029-61.*
- [13] Turner, A. (2015). *Between debt and the devil: Money, credit, and fixing global finance. Princeton University Press.*