



金融周期和经济周期下行中的政策平衡 ——美日等国的经验与教训

■目前社会上对金融周期的政策研究明显不足，对现阶段中国宏观政策取向存在一定的争议和困惑。在长周期的金融周期和短期经济波动之间，宏观政策究竟应当更多关注金融风险，还是以短期经济波动为主存在较大的争议。而对于“兼顾金融风险和经济平稳运行”多目标的政策取向的理解也是千差万别，莫衷一是。

■中国面临金融周期和经济周期下行的双重压力。本轮中国金融周期顶部调整与经济下行高度同步，经济金融运行面临共振的收缩风险。多目标约束和冲突下宏观政策调控的难度较大。为平衡金融风险和经济平稳运行间的矛盾，近几年政策部门可能一直在寻找最佳的政策组合。目前看，2016-2018年间“紧货币、紧财政和紧信用”组合基本满足了前期调整的需要，但可能并不适用于现阶段的情况。

■美日等国应对金融周期和经济周期下行的成功经验：1) 宏观政策并非一成不变，需随金融形势和经济波动而动态调整。在金融周期顶部，宏观政策普遍收紧，以防范化解金融风险；在早中期阶段，货币政策和财政政策偏向于宽松，缓解经济下行压力；在后半段，随着经济趋稳，宏观政策逐步回归中性。2) 加大财政刺激是重要的政策手段，美日等政府部门杠杆率在此期间均出现了较大幅度上升。

■美日等国的调控实践也蕴含着一定的潜在教训：1) 维护信用稳定可能是平衡金融周期和经济波动的关键核心变量。美日等实施的“紧信用”策略，虽有助于金融体系调整，但也造成了经济失速下行和宏观政策更大幅度宽松。2008年以后，主要经济体均开始运用扭曲操作，维护信用稳定。2) 把握政策调控的“度”，避免政策过度和快速反转。日本房地产泡沫破裂和美国次贷危机均与政策快速收紧有关。且日本宏观政策操作力度、转向节奏均非常之大，其金融失衡和经济波动也较为突出。

■现阶段中国适合“宽货币、宽财政、稳信用”的政策组合。美日等国“金融风险释放和经济失速”的实践效果表明，中国不能“照葫芦画瓢”，生搬硬套。1) “宽货币”体现为流动性合理充裕和中性利率水平，稳定市场预期，既避免高债务风险下企业被动、无序出清，也防止过度宽松而阻碍市场出清；2) “宽财政”就是发挥财政托底功能，对冲国企和居民等部门去杠杆所带来的经济下行压力，目前中国政府加杠杆潜力依然较大；3) “稳信用”不是保持社融增速固定不变，而是实现社融增速与名义GDP增速相匹配，现阶段2%左右增速差基本符合要求。

谭海鸣，研究院副总经理

☎：0755-22699059

✉：tanhaiming@cmbchina.com

陈得文，宏观研究员

☎：0755-83167787

✉：chendewen@cmbchina.com

吴华强，博士后研究员

☎：0755-25310439

✉：sysuwu@cmbchina.com

魏荣桓，博士后研究员

☎：0755-83077381

✉：weironghuan@cmbchina.com

相关研究报告

《乱云飞渡仍从容-2019年宏观经济展望》

《2019年，M1增速或小幅回升—简要框架的测算》



目录

一、为什么我们聚焦金融周期？	1
二、中国面临金融周期和经济周期双重下行压力	2
三、主要国家应对金融周期下行的经验	3
（一）美国的宏观政策组合	3
（二）日本的宏观政策组合	5
（三）国际经验总结	7
四、中国应对金融周期和经济周期下行的政策选择	9



图目录

图 1: 中国金融周期与经济周期.....	3
图 2: 2016 年宏观政策与 GDP 增速变化	3
图 3: 金融周期顶部可能的演化路径.....	3
图 4: 美国金融周期与经济周期.....	4
图 5: 1988-1996 年美国政策变化	5
图 6: 2005-2014 年美国政策变化	5
图 7: 日本金融周期与经济周期.....	6
图 8: 1973-1983 年日本政策变化	7
图 9: 1993-2004 年日本资产泡沫破裂后政策变化	7
图 10: 1990-1993 年美国各部门杠杆率	8
图 11: 2007-2010 年美国各部门杠杆率	8
图 12: 美国政策利率与融资利率比较.....	8
图 13: 美国政策利率与 M2 增速比较.....	8
图 14: 2018 年以来准备金率调整与 M2 增速	9
图 15: 2018 年以来市场利率与社融增速	9
图 16: 中美宏观杠杆率比较.....	10
图 17: 2015 年以来中国各部门杠杆率	10
图 18: 宏观杠杆率与社融增速走势基本一致.....	10
图 19: 社融与名义 GDP 增速差周期波动.....	10

表目录

表 1: 金融周期顶部的政策变化与金融风险关联性.....	2
表 2: 美国金融周期下行阶段的宏观政策组合.....	4
表 3: 日本金融周期下行阶段宏观政策调整.....	6

金融周期是近年社会各界研究经济金融问题的重要视角之一。长期以来，主流经济学主要关注 GDP、就业、通胀等宏观经济现象，而相对忽视了金融系统性风险问题。2008 年全球金融危机以后，国际社会开始反思金融体系稳定性问题，明确提出了金融周期理念，并试图将其纳入宏观调控框架。当前中国正面临金融风险和经济下行等多重挑战，能否成功应对事关重大。美、日等国都曾经历这一历程，其调控经验对中国可能具有一定的借鉴意义。现阶段中国处在金融周期调整的哪个阶段，面临哪些压力和挑战？各国在金融周期调整阶段，采取了哪些政策组合，这些政策是一成不变，还是可以动态调整？中国该如何选择宏观政策组合应对各方面挑战？本篇报告将逐一解答。

一、为什么我们聚焦金融周期？

金融周期是指由金融变量扩张与收缩导致的周期性波动，是风险感知与融资约束之间相互作用引起的“繁荣-萧条”循环。Borio 等在对全球金融危机反思中，将金融周期定义为价值和风险偏好与对待风险和金融约束的态度间自我强化的正反馈机制，具体表现为银行信贷与资产价格的同步繁荣与萧条¹。由于存在“金融加速器效应”，这种相互作用会放大经济波动，甚至导致严重的金融困境和经济失调（Bernanke, 1998²）。在繁荣阶段，信用快速扩张，并不断强化资产泡沫，加剧金融风险和经济失衡；而一旦步入萧条阶段，则信用扩张乏力，极易形成金融收缩与经济下行反馈机制，陷入“债务-通缩”陷阱。

近年来，国内外针对金融周期的话题展开了大量理论和实证研究。研究重点主要包括以下几个方面：一是理论上进一步充实了金融周期理论框架，从概念、影响机理、传导路径等方面探讨金融周期与金融风险、经济波动等之间的关系（Gertler, 2010³；Borio, 2013⁴；陈雨露, 2016⁵）；二是基于上述理论研究，参考周期分析方法，从信贷、资产价格、利率、宏观杠杆率等方面构建金融状况指数，再根据不同的方法提取周期成分，来度量并比较各国金融周期状况（范小云, 2017⁶；王博, 2018⁷）；三是实证检验金融周期与金融危机、经济波动之间的关联性，并在一定程度上延伸出加强宏观审慎政策等有关政策建议（张金城, 2011⁸；周炎, 2012⁹）。此外，Rey（2018）研究了金融周期与货币政策独立性的关系¹⁰；彭文生等以金融周期为基本框架，探讨经济金融运行情况，并给出一定的政策建议。

目前来看，各界对金融周期的相关政策研究明显不足，对如何选择宏观政策存在一定的争议和困惑。在长周期的金融周期和短期经济波动之间，宏观政策究竟应当更多关注金融风险，还是以短期经济波动为主仍存在较大的争议。

¹ Borio, C., The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. *Journal of Banking & Finance*, 2014, 45:182-198.

² Bernanke B., Gertler M., The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. *NBER Working Papers*, 1998.

³ Gertler M., Kiyotaki N., Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis. *Handbook of Monetary Economics*, 2010, 3(3).

⁴ Borio C., Juselius M., Rethinking Potential Output: Embedding Information About the Financial Cycle. *Oxford Economic Papers*, 2013, 69(3).

⁵ 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?[J]. *金融研究*, 2016(2).

⁶ 范小云, 袁梦怡, 肖立晟. 从金融周期看中日资产价格泡沫[J]. *国际经济评论*, 2017(02):94-106.

⁷ 王博, 李昊然. 中国金融周期测度及国际比较研究[J]. *经济学动态*, 2018(06):63-78.

⁸ 张金城, 李成. 银行信贷、资本监管双重顺周期性与逆周期金融监管[J]. *金融论坛*.

⁹ 周炎, 陈昆亭. 金融经济周期模型拟合中国经济的效果检验[J]. *管理世界*, 2012(6):17-29.

¹⁰ Rey H., Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *NBER*, 2018.

部分观点认为，防范风险需要持续收紧政策，若政策一旦转向，会进一步加剧金融风险；部分观点却指出，在经济面临较大下行压力时，宏观政策应以刺激经济增长为目标，实施更大力度宽松；还有部分观点认为，应顺应市场的自我调整，容忍信用收缩和经济短暂大幅波动。金融风险和经济平稳运行之间难道真的是非此即彼，难以协调吗？

当前中国可能面临金融风险调整和经济波动叠加的局面，多目标下的政策调控压力和难度明显加大。兼顾金融风险和经济平稳运行的多目标是现阶段宏观政策的核心。但就如何实现上述目标，各界的反应和解读却千差万别，莫衷一是。国际范围看，金融周期并不是现阶段特有的产物，主要经济体可能都经历过该过程，其中既有顺利跨过金融周期调整的成功经验，也有调控不力引发经济下行和金融危机的前车之鉴。所以，报告基于已有研究成果，系统比较各国的调控经验和教训，对于把握和理解中国可能的政策取向，提前做好相应的资产配置具有重要指导意义。

二、中国面临金融周期和经济周期双重下行压力

20 世纪 90 年代以来，中国经历了一轮完整的金融周期，目前正处在第二轮金融周期的顶部向下调整阶段。根据现有文献，报告选取了信贷、房价、信贷/GDP 三个常用指标，运用主成分分析法和 BP 滤波方法，测算了中国金融周期。研究表明，中国金融周期的时间跨度约为 15 年，目前处在第二轮金融周期顶部调整的关键阶段。从全球范围看，在金融周期顶部区间，爆发金融危机的概率相对较高。20 世纪 90 年代日本房地产泡沫破裂以及 2008 年美国次贷危机，均发生在金融周期顶部。一方面，这与前期金融风险过度累积密切相关，另一方面也与宏观政策调整节奏过快，金融风险加速暴露等有关。

表 1：金融周期顶部的政策变化与金融风险关联性

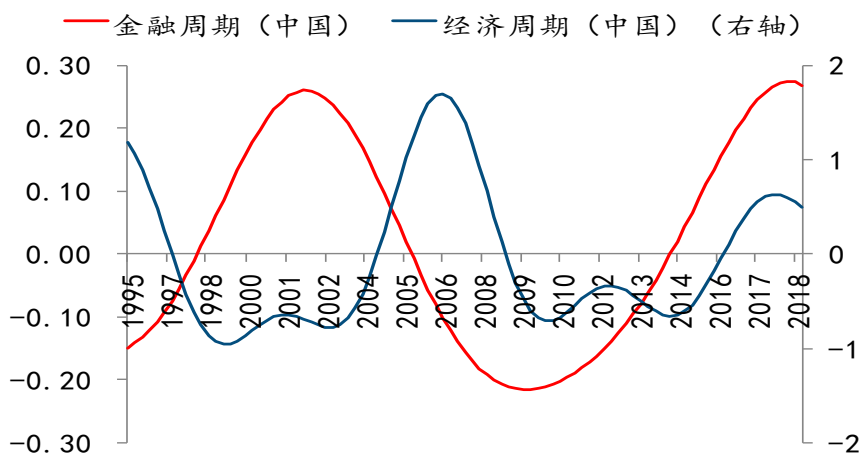
国别	顶部区间	利率上调幅度	财政支出	金融风险
美国	1987-1989 年	上涨 56%	年均约 5%	风险释放
	2004-2006 年	上涨 423%	年均约 7%	次贷危机
日本	1989-1993 年	上涨 140%	年均约 4%	泡沫破裂
中国	2016-2018 年	R007 上涨 46%	年均约 8%	风险释放

资料来源：招商银行研究院

本轮金融周期顶部调整与经济周期下行高度同步，宏观经济金融运行面临共振的收缩风险。在上轮金融周期调整早期阶段（2001-2002 年），由于经济处在周期底部以及改革红利、全球化红利、人口红利的相继释放，经济周期与金融周期调整基本是错位发展、彼此互补，宏观政策目标之间的冲突较小，并未出现叠加的下行压力。与之相比，本轮金融周期调整与经济下行之间相互叠

加，容易强化金融部门收缩与实体部门下行之间的负反馈机制，加大经济下行压力和金融收缩风险。多目标约束和冲突下的潜在风险更为突出。

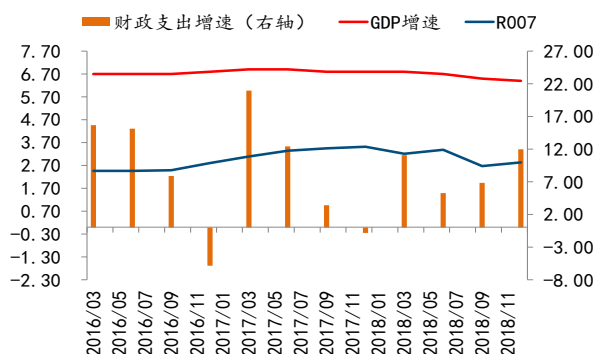
图 1：中国金融周期与经济周期



资料来源：BIS, WIND, 招商银行研究院

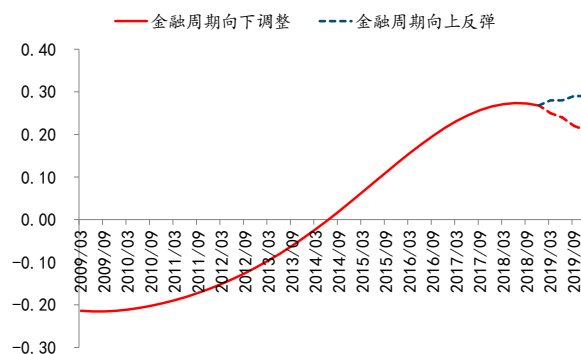
2016 年进入金融周期顶部以来，政策部门可能就一直在寻找最佳的政策组合，以有效应对当前困境。2016-2018 年间，在防范金融风险 and 去杠杆的总体要求下，宏观政策以“紧货币、紧财政和紧信用”为主。2016-2017 年，央行逐步收紧货币政策和监管政策，货币市场利率明显上行，R007 涨幅达到 50%。而且财政支出也出现了小幅收紧，并强化了地方政府隐性债务清理整顿。随着财政、货币、监管政策的相继收紧，金融部门收缩和经济下行的负反馈机制开始显现，信用环境在 2018 年出现了加速收缩态势，并在一定程度上加剧了经济下行压力。有必要重新审视宏观政策组合，以满足多目标约束下金融风险释放和经济平稳运行的现实要求。

图 2：2016 年宏观政策与 GDP 增速变化



资料来源：WIND, 招商银行研究院

图 3：金融周期顶部可能的演化路径



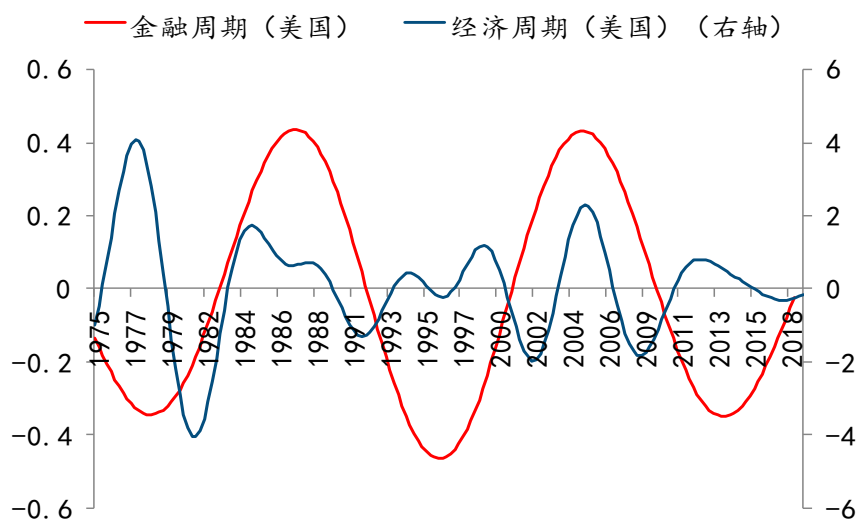
资料来源：BIS, 招商银行研究院

三、主要国家应对金融周期下行的经验

（一）美国的宏观政策组合

美国曾多次面临金融周期调整和经济下行的双重压力。20 世纪 70 年代以来，美国共经历了 1988-1996 年和 2005-2014 年两轮金融周期调整过程。期间，在金融周期顶部调整阶段，经济均处在相对高点，金融风险调整和经济下行相互叠加，此后随着金融周期下行调整至中后段，经济才开始企稳回升。尤其在第二轮金融周期调整期间，美国爆发了波及全球的次贷危机，加剧了金融风险暴露和经济下行压力，宏观政策调控压力较大。

图 4：美国金融周期与经济周期



资料来源：BIS, WIND, 招商银行研究院

美国在金融周期下行过程中，其宏观政策组合并非一成不变，而是随着经济金融环境的变化动态调整（表 1）。根据美国金融周期所处的不同阶段，报告大致将其宏观政策组合划分为四个阶段，具体表现为：

表 2：美国金融周期下行阶段的宏观政策组合

时间	具体阶段	经济增速	政策利率	财政政策	信用环境
1988-1996 年	1988-1989 年（顶部）	小幅回落	上升	扩张	大幅波动
	1990-1991 年（早期）	大幅回落	大幅下行	扩张	快速收紧
	1992-1993 年（中期）	逐步恢复	小幅下行	小幅收紧	底部企稳
	1994-1996 年（后期）	保持稳定	小幅上升	保持稳定	波动上行
2005-2014 年	2005-2006 年（顶部）	回落	快速上升	小幅扩张	扩张
	2007-2009 年（危机）	大幅回落	零利率	大幅扩张	快速收紧
	2010-2014 年（中后期）	弱复苏	零利率+QE	收紧	企稳回升

资料来源：招商银行研究院

在金融周期顶部，宏观政策主要采取“紧货币、宽财政和紧信用”组合。在具体调控节奏的把握上，由于在第二轮金融周期顶部（2004-2006），政策

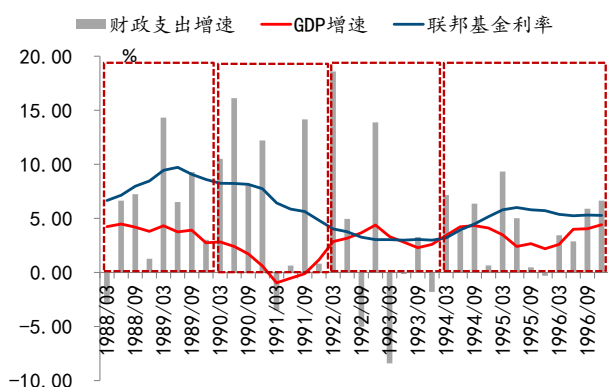
利率上调幅度较大（联邦基金利率上调 423%）而财政刺激有限，一定程度上加速了金融风险暴露，最终爆发了影响深远的次贷危机。

在金融周期下行早期，宏观政策主要采取“宽货币、宽财政和紧信用”组合。由于金融体系调整压力较大，前期政策利率大幅提升使得信用大幅收缩和经济失速下行。为缓解经济下行压力，美联储不断下调联邦基金利率，以加大逆周期调节力度，次贷危机以后，美联储甚至推行了零利率政策。而且，财政政策也在不断加码来对冲经济下行压力。

在金融周期下行中期，宏观政策主要表现为“宽货币、紧财政和稳信用”。政策调控以边际调整为主，没有出现较明显的政策转向。其中，政策利率小幅下行，财政政策边际收紧，信用逐步趋于稳定。在次贷危机期间，美联储为稳住信用下滑势头，实施了三轮量化宽松政策，有效支撑了信用的企稳回升。

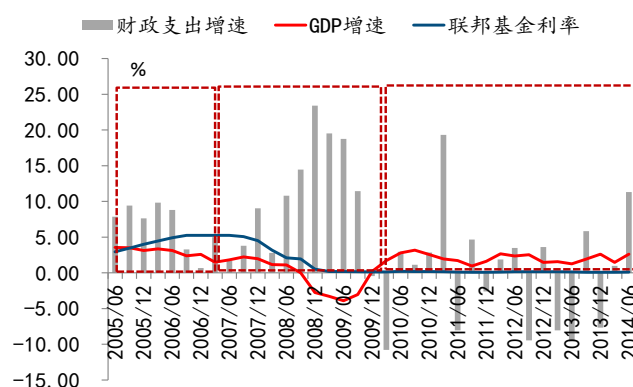
在金融周期下行后期，宏观政策逐步回归常态，利率回归中性、财政支出平稳、信用扩张稳定，从而为新一轮金融周期上行提供有效的基础。

图 5：1988-1996 年美国经济政策变化



资料来源：WIND, 招商银行研究院

图 6：2005-2014 年美国经济政策变化



资料来源：WIND, 招商银行研究院

（二）日本的宏观政策组合

20 世纪 70 年代以来，日本大致也经历了两轮较为完整的金融周期调整过程。其中，日本第一轮周期调整与 20 世纪 80 年代初的情况较为类似，即金融周期

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13452

