

金融经济周期中“货币”与“信用”紧平衡的探讨*

何德旭¹, 张捷²

(1 中国社会科学院, 北京 100732; 2 国泰君安证券公司, 上海 200120)

摘要:在金融经济周期背景下,“稳健中性”的货币政策实施过程中,“货币”和“信用”的搭配问题至关重要。今年和明年抑制资产泡沫、着力防范金融体系风险,应努力保持货币政策中性,通过宏观审慎措施来控制信贷增速和金融风险。对应的“货币”和“信用”组合应该是“紧信用”、适时的“稳货币”、必要时的“宽财政”。在金融经济周期下半场的治理中,要注意金融风险和经济风险的平衡和把握,应有两个底线思维:金融波动不产生外溢效应;不引发“债务—通缩”风险。

关键词:金融经济周期;金融加速器;信用周期

JEL分类号:E50 中图分类号:F820 文献标识码:A 文章编号:1006-1428(2017)09-0003-05

DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2017.09.001

近年来,我国经济呈现越来越明显的金融经济周期特征。金融因素、实体经济的相互作用是金融经济周期内的重要规律。银行信用、房地产价格是其最核心的两个指标,两者呈现顺周期的自我强化特征。经济波动通过货币、信用的变化,与房地产价格紧密相连。房地产市场的上涨在一段时间导致经济过度繁荣,随后的下行又造成冲击和拖累。伯南克(1986、1989、1996、1999)的金融加速器理论(Financial Accelerator Theory)是金融经济周期研究的基础和核心。上世纪70、80年代以来,货币危机、金融危机频发,且通过金融市场的放大和加速作用造成经济的波动和衰退,金融因素对实体经济的影响不断增强且更具持续性。金融、经济“两分”的传统周期分析框架已无力解释近现代经济体的新特征,金融经济周期理论应运

而生。

2003年以来,我国实际GDP增速与房地产投资增速的相关性大概为60%。金融危机之后,出口引擎熄火导致该相关性更高。经济增长依赖房地产的背后是加杠杆成为经济增长的驱动力之一,其维持以房地产价格的稳定为基础。利用非金融私人部门的信贷/GDP与其长期趋势线的偏离度观测发现,2009年至今的金融经济周期无论从时间跨度还是从信贷缺口都是超强的。我国可能处在一个金融经济周期的顶部阶段,并将进入下半场。2016年下半年开始,货币政策逐渐转向实际的“稳健中性”。2017年以来,宏观审慎监管推进,相关监管部门的金融整肃压力加大,成为金融经济周期下半场治理的题中之义。

前不久,中央银行先后发布了货币政策委员会第

* 本文系国家社会科学基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(批准号:15AJY017)的阶段性研究成果。

收稿日期:2017-06-10

作者简介:何德旭,中国社会科学院财经战略研究院院长、研究员、博士生导师;

张捷,国泰君安证券公司宏观研究员。

二季度例会新闻稿、《中国金融稳定报告(2017)》和《中国人民银行年报(2016)》，均明确“将实施好稳健中性的货币政策。”与此同时，中央银行反复强调“把防控金融风险放在更加重要的位置”。在金融经济周期背景下，“稳健中性”的货币政策实施过程中，“货币”和“信用”的搭配问题至关重要，不同的组合，其宏观影响和意义有着显著差异。

金融经济周期背景下 “货币”与“信用”的区别为何重要

1950-1960年代，西方国家金融体系在金融抑制下，信贷功能受到制约，货币扩张的主要来源是政府财政支出。政府支出的投向使其一般不会带来资产泡沫，但容易导致总需求大于经济潜在增长率。彼时，全球经济面临的主要问题是通货膨胀。以1971年的《史密斯协定》为标志，承担全球本位币职能的美元与黄金脱钩纯粹信用化。1980年代开始，金融自由化浪潮发轫，全球通货膨胀率下降，资产泡沫、金融危机发生的频率却在增加。全球主要经济体也开始呈现“金融经济周期”的特征。

1、信用推动与非信用推动的货币扩张的区别。

“货币”和“信用”，一个从负债端来看，一个从资产端来看，看似是一个硬币的两个方面，但实则不然。背后是金融系统资产负债表结构的差异。从“交易媒介”功能出发，按照流动性的不同，通常将货币(供应量)分成不同的层次。这里，我们从信用货币及其派生的角度出发，聚焦基础货币(MB)和广义货币供应量(M₂)。M₂的第一种表示方式就是通过基础货币和货币乘数在银行体系的负债方直接体现，公式为， $\Delta M_2 = \Delta MB(\text{基础货币}) \times mm(\text{货币乘数})$ 。基础货币(MB)在我国包括两大部分，其他存款性公司在央行存款(法定存款准备金+超额存款准备金)，货币发行(流通中现金+其他存款性公司库存现金)，实际为央行对商业银行、社会公众的负债。与MB只是央行负债不同，广义货币供应量(M₂)则在央行、其他存款性公司(主要是商业银行)的“负债端”同时体现。央行、商业银行的行为共同创造了M₂(实际还有微观部门即企业和个人，这里只讨论金融系统)。央行决定基础货币(MB)，商业银行决定货币乘数(mm)。综上，本文要讨论的“货币”有两个口径：基础货币(MB)与广义货币(M₂)，二者均在金融系统的负债端体现。

从会计的角度看，“资产”总等于“负债”。站在金

融的角度，我们从“负债端”看货币，从“资产端”看信用。银行贷款的实质是银行与客户(企业、个人)间的信用交换。反映在资产负债表上，银行产生贷款资产、存款负债。因此，M₂有了基于“资产端”的第二种表示方式，即借由银行体系资产方的变动表现，用公式表示为 $\Delta M_2 = \Delta \text{外汇占款}(\text{商业银行口径}) + \Delta \text{新增信贷} - \Delta \text{财政存款}$ 。

“信用”推动的广义货币(M₂)的扩张，表现为方式一中的mm(货币乘数)扩张，方式二中的新增信贷扩张。非信用推动的货币扩张，表现为方式一中的基础货币(MB)扩张，方式二中的△外汇占款(商业银行口径)增加，或者△财政存款的减少。同样的“货币”扩张，背后驱动因素不同，宏观层面的影响也不同，核心差异在于“信用”可违约、可被灭失。宽信用推动的货币扩张下，更多的表现为资产泡沫，金融不稳定性和金融脆弱性的增加，信用违约甚至是金融危机，通胀率却较低。非宽信用推动的货币扩张下，主要表现为高通胀率等。

就货币政策的传导渠道而言，“货币”与“信用”的区别同样重要。货币政策的传导机制一般来说有三个，货币渠道(也叫利率渠道)、信用渠道和资产价格渠道。融资成本=无风险利率+外部融资溢价。货币政策直接影响无风险利率，这就是传统的利率(货币)渠道，如图1中I所示。银行信用渠道和资产价格渠道如图1中II、III所示。货币渠道强调负债端，集中“价”。货币渠道强调央行通过政策工具改变金融机构负债方(存款)，影响实际利率水平和总产出。信用渠道强调资产端，侧重“量”。信用渠道是指货币政策通过改变商业银行的资产方(贷款)，影响信贷市场和信用可得性，进而改变总产出。负债方的货币供应渠道和资产方的信用渠道相互印证、相互补充。

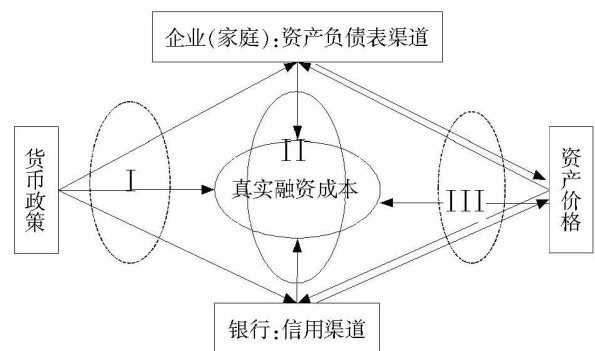


图1 货币政策的三大传导机制示意图

从上，我们能得出金融经济周期背景下，“货币”与“信用”搭配的总体特征。2016年货币政策的结构化特征是宽信用、稳货币。宏观审慎监管放松导致信

贷扩张,特别是房地产贷款。2015年7月存贷比监管要求废除;2015年底、2016年初,房地产首付比例放松。2017年、2018年在抑制资产泡沫、着力防范金融体系风险下,应努力保持货币政策中性,通过宏观审慎措施来控制信贷增速和金融风险,经济下行压力大时通过积极财政政策来维持一定的经济增速。对应的“货币”和“信用”组合应该是“紧信用”、适时的“稳货币”、必要时的“宽财政”。维护流动性的“稳货币”又受到来自汇率和资本流出压力的制约,央行的公开市场操作显得尤为重要。在这种配合模式的变化下,资产价格泡沫、金融体系风险被压制,但要警惕未来潜在的通货膨胀压力上行和走高。

2、2009年以来的金融经济周期中的信用扩张。

金融系统的本质是为实体经济提供资金融通服务。按部门可分为央行、金融中介(大银行、小银行)、实体部门。我们先将金融中介作为黑匣子。从负债端(货币)来看,MB是这个黑匣子的投入, M_2 是这个黑匣子的产出。从资产端(信用)来看,央行的净资产性注入是投入,对实体部门的新增融资是产出。我们再把这个黑匣子打开。当一笔“资产”从央行注入,穿越金融中介体系时,就路径而言,有如下两种模式。

模式1:央行(资产 \uparrow) \rightarrow (负债 \uparrow)大银行(资产 \uparrow) \rightarrow (负债 \uparrow)实体部门;

模式2:央行(资产 \uparrow) \rightarrow (负债 \uparrow)大银行(资产 \uparrow) \rightarrow (负债 \uparrow)中小银行(资产 \uparrow) \rightarrow …… \rightarrow (负债 \uparrow)实体部门。

模式2相对于模式1,一笔央行的净资产注入,导致多次金融中介“资产端”的扩张。也就是说,投入一样(一笔央行净资产注入),产出一样(对实体部门的一笔新增融资),但金融中介这个黑匣子的运行效率不一样。这样我们就厘出了一个重要指标:金融中介总资产变动/央行净资产注入。这实际上大致衡量央行的一笔初始资产注入,在商业银行体内打了几次转。这个指标越高,一定程度上表征着金融体系的杠杆率越高。

央行的资产端是“货币之源”。依据操作的对对手方,央行的“资产”分为三大类,“净国外资产”、“对政府债权”、“对其他存款性公司债权”。“净国外资产”增加属于央行的被动性资产注入(这牵扯到汇率管理制度)、“对其他存款性公司债权”的增加属于主动性资产注入,而“对政府债权”的增加要看具体的项目。因此,央行的资产可以分为两大类,被动性资产指交易目的并非主要为实现货币政策目标的资产。自主性资

产是指中央银行为实现货币政策目标而交易的资产。“外汇资产”和“对其他存款性公司债权”构成资产项的两大主要部分。外汇资产占央行总资产高点甚至超过80%。“对其他存款性公司”规模近年占比则不断提高(这与美联储的资产负债表有较大不同)。因此,我们选取两个口径,存量口径,即央行的总资产;增量口径,在央行的资产负债表上体现为 Δ (净国外资产+对其他存款性公司债权)。

金融体系信用输出的表示扩展:信贷 \rightarrow 社会融资规模 \rightarrow 广义社融。 M_2 基于金融体系负债端,从提供流动性、购买力的角度,反映总需求的情况。对实体部门的新增信用融资,基于资产端,反映资金供给状况。2009年之后,社会融资规模存量增速持续高于 M_2 增速。2012年之后,商业银行表外业务膨胀在信用创造、满足社会融资需求中对银行“资产端”信用形成替代效应。

商业银行资产负债表的扩张来源于央行的资产注入。中央银行的交易行为改变央行的资产负债表,而后影响商业银行资产负债表,最终实现货币政策目标。我们从存量和增量两个角度分析2009年至今的这轮金融经济周期中商业银行信用创造的情况。

第一、存量口径更好地反映信用扩张(收缩)周期。我们计算了指标商业银行总资产/央行总资产的绝对倍数和增速。从绝对倍数来看,2008年金融危机之前,商业银行资产规模大致为央行的3.0-3.5倍,且有随时间呈下降趋势;2008年金融危机后到2011年,提高到4.05倍;2012年至今,加速扩张到7倍。商业银行总资产/央行总资产的同比增速呈现明显的周期波动性。2009年以后的金融经济周期包含了三个信用扩张(收缩)周期;周期的上行时间与下行时间基本对称;底部盘整的时间大概是12-18个月。

第二、增量口径更好地反映金融体系资金空转。下面,再来看下增量口径,即 Δ 金融中介总资产/ Δ (净国外资产+对其他存款性公司债权)的绝对倍数和增速(Δ 金融中介总资产/ Δ 央行总资产的绝对倍数和增速情况大致相同),其变化自2009年至今经历了两个阶段。第一阶段:2009年到2014年一季度;第二阶段:2014年二季度至今。2014年二季度以来呈现出明显的资金空转特性。增量口径则更好地反映了2009年以来金融体系的膨胀情况,或者更确切地说是资金在金融体系的空转情况。其所展现出来的特征有三:周期的波动性更大;周期的长度更长;相对于信用扩张周期有领先性。

流动性供给的周期之变 与“货币”与“信用”紧平衡把握

1、充裕到短缺：信用货币供给机制之变。

为了支持贷款创造货币的行为，银行要持有基础货币，实际是准备金+库存现金。商业银行在央行的存款(法定准备金+超额准备金)和现金(库存现金)来自于央行的净资产注入，主要是， Δ 外汇占款+ Δ 对其他存款性公司债权。经济结构的周期之变导致货币供给创造机制的周期之变。

第一，2008年-2009年之前，流动性管理中央行的被动地位。彼时，在经常项目、资本和金融项目“双顺差”下，资产端的“国外资产”的快速膨胀导致央行处于被动对冲流动性的地位。央行资产端的膨胀主要体现为被动性资产—外汇占款(央行口径)的增加。货币供给(M_2)的创造机制相应为： $\Delta M_2 = \Delta$ 外汇占款(商业银行口径)+ Δ 新增信贷- Δ 财政存款。

第二，2008年-2009年之后，流动性管理中央行的主动地位。央行的净流动性注入主要依靠“资产端”的对“其他存款性公司债权”增加(主动性资产，包括SLF、MLF和PSL等)，相应形成“负债端”对商业银行的准备金供给。货币供给(M_2)的创造机制相应为， $\Delta M_2 = \Delta MB \times mm$ 。

2、结构性短缺下的央行流动性管理模式。

商业银行持有的准备金都来源于中央银行增加资产的行为。央行增加准备金供给都反映增加央行资产，具体方式包括买入外汇，向商业银行发放债权(包括再贷款、再贴现、MLF、PSL、SLF等)，在公开市场上买入国债或其他债券，或在回购协议下买入债券等。央行净资产注入是商业银行准备金和缓冲库存现金的来源。也就是说，准备金的需求来自于商业银行，供给来自于中央银行。在流动性短缺下，(事前)准备金的需求>(事前)准备金的供给。对于不平衡的准备金需求，央行有两种管理模式(孙国峰，2004)。(1)满足型。央行通过增加“对其他存款性公司债权”补足“(事前)准备金的需求-(事前)准备金的供给”的差额，满足商业银行的准备金需求。(2)控制型。中央银行采取主动性收紧操作，商业银行通过减少“缓冲库存现金和超额存款准备

金”来轧平“(事前)准备金的需求-(事前)准备金的供给”的差额。

基于如上分析，我们大致勾勒出“稳健中性”货币政策的三个层次：(1)紧货币为主，这是从松到偏紧的转换阶段。这里的“货币”实际指“基础货币(MB)”，央行净资产注入下降，但对于不平衡的准备金需求，流动性管理还是遵从“满足型”。从实际融资成本¹，主要体现为无风险利率上行，核心体现为货币市场短端利率上行，货币政策的三大传导渠道—利率渠道慢慢体现。(2)紧信用为主。这个阶段核心是要减少资金在金融体系的空转，具体来说就是降低金融体系的杠杆，表现为金融中介总资产/央行总资产倍数和增速的下降；提高金融体系服务效率。从融资成本来看，主要体现为外部融资溢价增大。这个阶段，除利率渠道外信用渠道开始体现。(3)紧货币为主。这个阶段表现为央行对商业银行的控制力更强(在“紧信用”阶段推进非标转标，表外转表内等治理的成效²)，在流动性管理中的主动性更强，央行对于不平衡的准备金需求，流动性管理遵从“控制型”的抉择空间和余地更大。这个阶段要警惕资产价格渠道产生的可能与风险。

金融经济周期下 “紧信用”的渠道传导与两大底线思维

综上，在金融经济周期下半场的治理中，核心是治理商业银行的无序、混乱信用派生，唯有此，资产价格泡沫、金融体系风险才能被压制。在这个过程中要注意金融风险和经济风险的平衡和把握。陈雨露等(2016)的研究表明，(1)只有当金融经济周期处于相对平稳的正常状态时，才有助于经济增长和金融稳定；反之，不论金融经济周期过热还是过冷，经济增长和金融稳定都会受到明显的负面影响；(2)金融波动的增加会伴随着更低的经济增长率和更高的金融危机发生概率。金融波动的增加不仅会显著削弱一国的经济增长，还会导致金融体系的不稳定性上升。

因此，金融经济周期下半场的治理应有两个底线思维：(1)金融波动不产生外溢效应。不能由于资产价格超预期向下波动产生金融波动向经济的明显外溢

1 实际融资成本=无风险利率+外部融资溢价-通货膨胀。这里暂时不讨论通货膨胀。

2 商业银行负债(如表外理财)、资产(如通道、委外)的“或有化”出表，实际上是降低了央行对商业银行的控表能力以及央行管理流动性的调控力。

效应,具体来说,不能由于明显的资产价格渠道引发对经济产生明显收缩压力。(2)不引发“债务—通缩”风险。

金融经济周期的核心特征是金融摩擦放大和加速金融因素与实体经济的交互。经济向好,企业等私人部门的外部融资溢价降低,银行风险偏好相应上升,导致债务增加、杠杆比率上升。随着经济向好时间不断推移,私人部门的杠杆率越来越高,从内部导致金融体系的不稳定性和陷入漫长去杠杆化周期的风险(Minsky, 1999)。在信用市场上,企业向银行等金融机构借款时会有外部融资溢价,即融资成本=无风险利率+外部融资溢价。房地产是最重要的抵押品,这就导致金融中介的信用等金融因素,房地产价格以及投资、产出等实体经济指标三者紧密相连。具体如下:经济向好→房地产等资产价格上涨→抵押品价值增加→外部融资溢价下降→银行信用扩张→企业投资增加,产出、经济上行→资产价格(预期)上升→外部融资溢价下降、信用进一步扩张。反之亦然。从金融加速器的生产机理来看,房地产价格拐点出现,加杠杆推动的经济持续增长基础就摧毁了一大半。一旦房地产价格调整,反向金融加速器会带来经济的持续收缩。所以,房价调整、房地产投资对经济产生负向拖累是当前金融、经济的重要风险源。应警惕在金融经济周期下半场其所触发金融加速器,并由此带来“债务—通缩”风险,加大中长期经济下行压力。我们看到,2009年以来的金融经济周期包含了三个信用扩张周期。我们将指标金融中介总资产/央行总资产的存量口径同比增速70个大中城市新建住宅价格同比对比可见,信用扩张周期与房价周期长度高度一致,都是三年左右。前者领先后者12-15个月左右。金融经济周期中,信用扩张周期和房价周期的“亲密”关系背后的原因就是被伯南克称为金融加速器机制。去年12月以后,进入信用扩张周期的底部。从前三轮来看,底部盘整的时间是12-18月之间。从70个大中城市房价同比来看,这一轮房地产小周期始于2015年下半年,如果此次还是三

年周期的话,明年年中也是谷底时间。届时,经济下滑的压力和风险再次上升。如果来自欧美的外部政策压力舒缓的话,货币政策可逐步从中性偏紧向中性回归。

参考文献:

[1]Bernanke, B., and Gertler, M. (1986), “Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations.” National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2015, September 1986.

[2]Bernanke B., and Gertler, M. (1989), “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations”[J], American Economic Review, Vol.79, pp14-31.

[3]Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S. (1996), “The Financial Accelerator and the Flight to Quality” [J], Review of Economics and Statistics, Vol.78, pp1-15.

[4]Bernanke,B.,Gertler,M.,Gilchrist,S.,1999.The financial accelerator in a quantitative business cycle framework.In:Handbook of Macroeconomics.North -Holland, Amsterdam.

[5]C. Borio, M. Drehmann, Assessing the Risk of Banking Crises - Revisited, Bank for International Settlements Quarterly Review[J], March, 2009, pp.29-46.

[6]M. Schularick, A. M. Taylor, Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008[J], National Bureau of Economic Research, November, 2009.

[7]M. Drehmann, C. E. Borio, K. Tsatsaronis, Characterizing the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term, Bank for International Settlements Working Paper, June, 2012.

[8]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)期.

[9]何德旭,张捷.经济周期与金融危机:金融加速器理论的现实解释[J].财经问题研究,2009(10).

(责任编辑:张若雪)