



金融市场的循环周期

斯蒂恩·克雷森斯、M. 阿伊汉·科泽、马尔克·E. 特伦斯

金融周期往往旷日持久且影响深远，常常关乎经济的繁荣或衰退

过去20年间的经济发展生动地表明，金融市场中的循环周期显著影响了世界各地的经济活动。现代历史上最大的房地产泡沫破灭之后，日本于20世纪90年代早期遭遇了大规模的资产市场崩盘，由此，日本“失去的十年”便拉开了序幕。在长期的信贷繁荣之后，许多亚洲新兴经济体在20世纪90年代后半期经历了重度的金融危机。20世纪90年代末期，许多发达经济体的股票市场呈现出一片繁荣的景象，而其中也均以萧条和衰退而告终。

最近出现的全球性金融危机与此前所经历的阶段十分相似。但是，这次所谓的“大衰退”切切实实地震撼了全球，因为严重的信贷收缩和资产价格缩水导致了自20世纪30年代“大萧条”以来最严重的全球经济衰退。

最近的危机不仅是对金融周期重要性的沉痛提示，而且暴露了我们对这些周期理解的局限性。以前的研究大多基于历史描述而非对金融周期的系统性

分析。因此，许多问题仍然没有找到答案：金融市场周期的主要特点是什么？它们是怎样同步的？当不同金融市场中的周期同时发生时又会出现什么情况？

为了回答这些问题，我们将传统的经济周期分析方法应用于信贷、住房和股票市场中金融周期的综合数据库（克雷森斯、科泽和特伦斯，2011a）。我们的研究揭示了金融周期的大量事实。首先，金融周期可以是长期性的事件，同时代价非常高昂。第二，它们可以互为因果并持续恶化，演变为金融危机。第三，它们往往具备全球性的特征，因为它们在不同国家实现高度同步。最后，当它们在许多国家接二连三地发生时，常常导致代价更高的后果。综合最近的研究结果，这些发现对设计宏观经济和金融领域的政策具有重要意义。

识别金融周期

有益的做法是，将我们所能辨别的

金融市场周期波动阶段同经济周期有关的生产波动阶段之间进行一些比较。一个完整的经济周期包含两个阶段，即衰退阶段（从波峰到波谷）和扩张阶段（从波谷到下一个波峰）。除了这两个阶段外，人们也对从衰退中复苏的阶段进行了广泛的研究。复苏阶段是扩张阶段的早期部分，通常被定义为：产量从低点返回到下降之前的水平所经历的时间。

我们使用类似的方法定义金融周期。我们把金融周期的恢复阶段称为上行阶段，把收缩阶段称为下行阶段。对复苏阶段而言，我们既考虑了返回到前一个波峰（例如房价的高点）所耗时间，也考虑了金融变量在到达波谷后第一年内的增加量。我们排除了扩张阶段的其他部分，这部分的时间通常要长得得多，并且可能受到许多结构性因素（例如金融领域发展水平和制度水平）的影响。

当研究经济周期时，应该使用什么变量是明确的：诸如国内生产总值（GDP）这样衡量经济活动的总量指标。但在分析金融周期时，就没有这么明确了，因为可能要考虑许多变量。这些变量在金融中介——将储蓄方和借贷方匹配的过程——中发挥着核心作用，鉴于此，我们通过三个不同的、但相互依赖的细分市场来研究金融周期：信贷、住房和股票。

具体而言，我们主要关注1960—2007年间21个发达经济体——经济合作与发展组织成员——的信贷总量、住房价格和股票价格。我们的分析中排除了最近这次危机后的几年，因为许多与危机相关的金融周期阶段还在继续。我们的信贷总量相当于吸收存款的银行对私营企业的总债权；住房价格序列指各种对住房或土地价格的测量指标，这取决于数据来源所在国；股票价格是以流通股市值加权后的股票价格指数。我们使用季度数据，并在必要时进行季节性调整，并使用不变（即通货膨胀调整后的）价格。

繁荣、萧条和紧缩

我们还考察了更为剧烈的金融周期形式——动荡和繁荣，因为金融变量的大规模变动常常与经济活动中的剧烈波动相关。为识别这些形式，我们对下行阶段和上行阶段中每个变量的变化进行排序。在下行阶段，如果变量（比如股价）的变化进入了所有变量变化的后25%，那么我们就将这个阶段归为金融动荡阶段。依据变量（即信贷紧缩、住房或股票价格泡沫的破裂）的不同，我们将这些动荡称为紧缩或萧条。在上行阶段，如果变量的变化进入前25%，我们将这种变化归为繁荣，即信贷、住房和股价繁荣。

在1960年第一季度和2007年最后一个季度之间，针对23个国家和这三个变量，几乎发生了500个金融周期阶段。我们找出了114个信贷下行阶段，114个房价

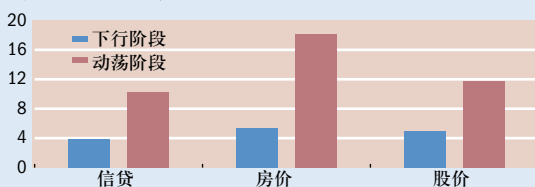
（大多数国家房价数据始于1970年或以后）下行阶段和245个股价下行阶段。与此相对应的是，样本中包含了115个信贷、114个房价和251个股价的上行阶段。这一时期的房价周期在数量上与经济周期具有可比性，而股价周期频率更高，原因是股价波动性更大。这些阶段中的1/4是动荡（紧缩或萧条）或繁荣时期。

长期和深入

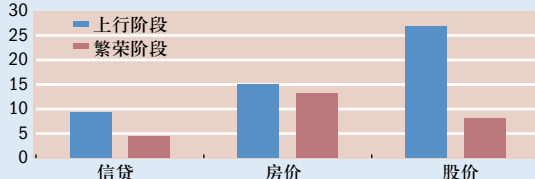
金融动荡常常比正常的下行阶段所经历的时间长得得多（见图1）。动荡的平均长度为10—18个季度，其中，房价萧条持续时间最长。房价萧条（持续时间大约是18个季度）的时间持续长度平均比普通的住房下行阶段约长四倍。相反，金融市场的繁荣时期一般比标准上行阶段短。信贷市场繁荣持续时间最短，大约是4.5个季度，而其他信贷上行阶段平均长度大约为9个季度；住房繁荣持续时间常常是最长的，约为13个季度。

以振幅来测量，金融周期往往呈现高强度的特征，即下行阶段的房价、股价或信贷总量从波峰向波谷下降，及上行阶段的前四个季度中每个金融变量的变化（见图2）。信贷紧缩和房价萧条比其他信贷和房价下行阶段要剧烈得多。信贷紧缩大约比一般信贷下行的程度深约四倍，而房价的萧条阶段比一般的房价下行阶段要严重七倍。股票萧条的程度大约是一般下行阶段的两倍。但从绝对意义上看，最剧烈的波动发

图1
繁荣和萧条
动荡可以持续很长一段时间……
(季度数, 平均值)



……而繁荣的时间一般更短。
(季度数, 平均值)



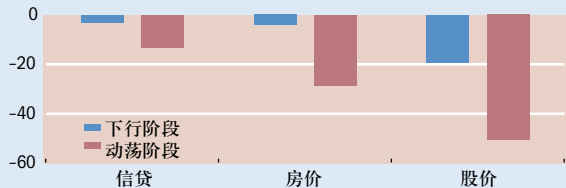
资料来源：克雷森斯、科泽和特伦斯（2011a）。
注：下行阶段所持续时间为波峰和波谷之间的季度数。对上行阶段而言，它是从低谷到下行前到达波峰所经历的时间。下行阶段中最糟糕的25%为动荡阶段；繁荣阶段是上行阶段中最优的25%。数据涵盖1960—2007年间将近500个金融周期的平均数。

图2

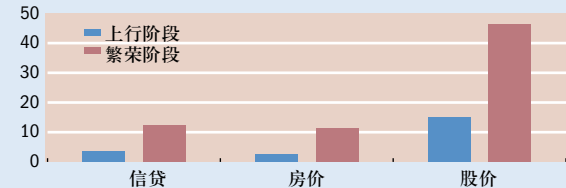
剧烈变动时期

最剧烈的波动发生在股票市场。住房繁荣往往没有住房萧条来得显著。

(振幅、中位数、百分比)



(振幅、中位数、百分比)



资料来源：克雷森斯、科泽和特伦斯（2011a）。

注：下行阶段用以衡量波峰到波谷的下降幅度；上行阶段测量低谷后第一年的变化量。

生在股票市场——其中，典型的繁荣阶段的股价大约上涨了45%，而在萧条阶段，下跌幅度还要略大。就住房市场而言，在一个周期的两个阶段，价格波动通常更加不一致：在繁荣期上涨11%，而在萧条期下跌29%。

相互增强

是什么使国内金融市场与周期大致处于同一阶段？这不仅仅是巧合吧？为了回答这个问题，我们采用一种简单的计时规则。具体地说，如果一个变量的下行与另一个变量的动荡同时开始或略晚，我们则认为该金融变量的下行与另一个变量的动荡相关。对于上行阶段，我们也采用类似的方法。

当然，两个变量的变化之间的关联并不必然表明一个变量的变化导致了另一个变量发生变化。但是，我们的研究结果显示存在强烈的关联性，例如在信贷和住房市场之间。与房价萧条重叠的信贷下行比其他信贷下行持续时间更长，程度也更深（见图3）。同样，当信贷上行与住房繁荣阶段同时发生时，它们持续的时间往往更长且更加强烈。例如，当与住房繁荣同时发生时，信贷上行阶段要延长25%，规模扩大40%。这一发现表明，抵押贷款在许多经济体中发挥了重要作用。

在与股票市场周期同时发生时，信贷周期似乎表现出不同的特点。虽然伴随股价下跌的信贷下行并未显著延长，但它们常常比其他时候更加剧烈。有趣的是，在与其他金融市场周期关联时，股票周期看起来

并未受到影响，这很可能是由驱动股票市场波动的因素的特殊性质造成的。

我们记录的信贷和资产价格周期之间的强烈关联性以及各种经济学模型中描述的机制一致。例如，反映所谓金融加速器机制的模型强调，金融市场和实体经济之间以及不同金融领域之间存在反馈效应。这些模型表明，例如由资产价格下跌等因素引发的净值下降会导致借款人减少信贷需求、支出和投资。这进而会导致商品和服务产量的进一步缩水，并可能形成产量下降和资产价格下跌的自增强式循环。

在金融供给端运作的模型也表明，各金融市场组成部分之间存在强烈的关联。这些模型主要关注金融中介机构（如吸收存款和发放贷款的银行）的资产负债表，并将其作为它们提供信贷和其他外部融资能力的反映。它们强调，信贷市场状况可影响资产价格（以及实体经济活动），反之亦然。例如，当银行通过积累负债增加其杠杆效应时，它们就可以发放更多贷款，而这又会引起资产价格上升。相反，杠杆效应减少能促使资产价格下降。

不同国家之间的高度同步

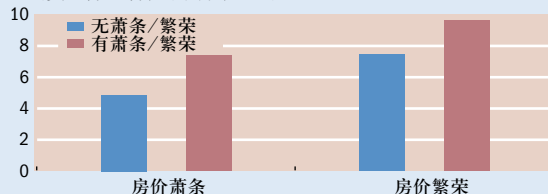
不同的国家也经常同时出现金融周期。这表明，最近这次危机的全球性并非不同寻常。我们使用所谓的一致性指数方法检查了周期的同步程度，该指数测

图3

相互增强

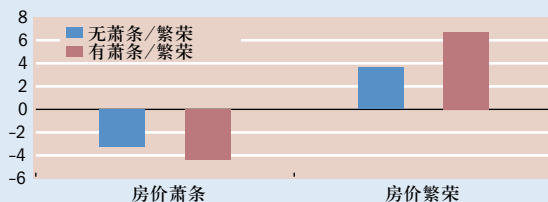
与住房周期同步时，信贷周期通常持续更久……

(信贷下行/上行，季度数，平均值)



……并且更强。

(信贷下行/上行，振幅，百分比变化，中位数)



资料来源：克雷森斯、科泽和特伦斯（2011a）。

注：该图显示了住房萧条/繁荣关联情况下信贷下行/上行的持续时间和振幅。如果信贷下行与住房衰退同时开始或在其后开始，则信贷下行被认为是与住房萧条相伴随。同理，如果信贷增长与住房上升阶段同时开始或在其开始阶段出现，则信贷上行被认为是与住房繁荣相伴随。

量两国处于金融周期同一阶段的各自时间百分比。

信贷和股票周期在各个国家表现出程度最高的同步性（见图4，上图）。大约在75%的时间内，这些周期基本处于同一阶段。虽然住房是非贸易资产，但各国住房周期的同步程度仍然很高——大约60%。这一发现部分反映了全球因素（包括世界利率、全球经济周期和大宗商品价格）在解释全世界房价变化中扮演着重要角色。就住房和股市市场而言，其同步程度实际上随着时间的推移而增加，这很可能是由于跨境贸易和金融流动的扩张造成的。

当各国金融周期高度同步时，金融周期可能变得更加剧烈（见图4，下图）。例如，在高度同步的股市下行阶段，股价下跌大约30%，而其他下行阶段下跌大约18%。同样，同步的金融上行阶段也常常更加迅猛。

对周期和政策的反思

我们对金融周期进行的广泛研究所得出的主要结论是令人警醒的。首先，金融周期持续时间可能较长并且程度较深，尤其是住房和股票市场周期。第二，金融周期之间相互强化，在与信贷和住房市场的下行阶段同时发生时，金融周期强度增强。第三，各国间的金融周期高度同步，而这种同步的程度随着时间的推移而增加，这可能是全球化力量所造成的。最后，全

球同步的下行过程往往与代价更高的阶段关联，尤其是在信贷和股票周期中。

长期以来，经济学家已经研究了不同类型周期之间的相互作用，而这些研究具有重要的政策启示作用。例如，在货币政策宽松且商品和服务产量超出潜在产能时，对经济周期和通胀周期之间关联性的扩展性研究使经济学家发出更严重通胀危险的警告。相反，如果货币政策紧缩而经济活动水平低于潜在产能时，他们就会发出关于通货紧缩的警告。

最近这次的全球金融危机已引发关于制定货币和金融领域政策的广泛争论。该争论不仅强调通胀和经济周期之间的关系，而且强调金融市场周期对经济周期的影响。

综合更早的研究成果（见“危机袭来”，《金融与发展》2008年12月号），我们关于金融周期的研究结论为正在进行的政策辩论提供了有益的依据。鉴于金融周期和经济周期之间的多维互动性，我们记录的观察结果表明，对金融市场周期的密切监测应该成为宏观经济监控和政策设计的组成部分（克雷森斯、科泽和特伦斯，2011b）。例如，除了通胀和经济周期之间的关联之外，在制定货币政策时，决策者可能需要考虑金融市场周期的状况。

我们的分析还表明，在设计监管政策以确保整个系统健康时，非常重要的一点是，要考虑到金融周期之间的相互作用。例如，如果信贷和住房价格迅速增长，由于信贷和住房市场周期很可能相互强化，所以可能需要对抵押贷款实施更加严格的规则和借贷标准，并实施更大的反周期缓冲措施，以缓解银行资本头寸的波动。从更加广泛的意义上讲，审慎的宏观规则的设计必须考虑不同金融细分市场周期之间的联系。

因为金融周期在国际上常常是同步的，所以在实施金融监管和监测政策时，必须考虑这些措施的国际性。但是，由于不同国家金融体系运转情况存在差异，因此这种全球政策可能需要具备针对各个不同国家的适应性和灵活性。■

斯蒂恩·克雷森斯（Stijn Claessens）、M.阿伊汉·科泽（M. Ayhan Kose）和马尔克·E.特伦斯（Marco E. Terrones）分别是IMF研究部助理主任、主任助理和副处长。

参考文献：

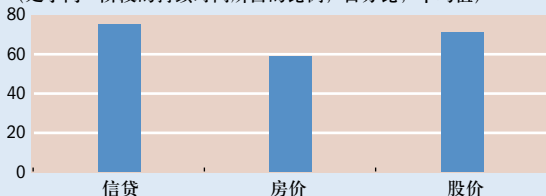
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2011a, "Financial Cycles: What? How? When?" forthcoming in NBER International Seminar in Macroeconomics 2010, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi.
——, 2011b, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

图4

步调一致

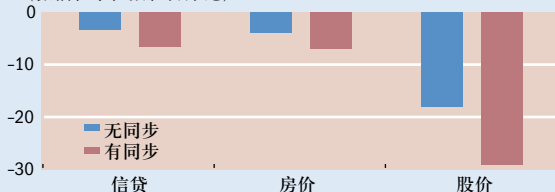
不同国家间的金融周期高度同步……

（处于同一阶段的持续时间所占的比例，百分比，平均值）



……而当下行同步时，它们的程度往往要深得多。

（振幅、中位数、百分比）



资料来源：克雷森斯、科泽和特伦斯（2011a）。

注：在上图中，同步是两国周期处于同一阶段的持续时间的平均占比。在下图中，如果信贷和住房下行发生时，超过40%的国家也在同时经历下行，则认为信贷和住房市场是同步的。对于股票市场而言，80%的国家必须同时出现下行，才能认为股票市场是同步的。