

金融发展和金融创新与 经济周期波动性的内在关联机制

刘金全,马亚男

(吉林大学 数量经济研究中心,吉林 长春 130012)

[摘 要]金融发展和金融创新与经济周期波动性之间存在内在关联。一方面,金融发展和金融创新增加了虚拟经济规模和活性,形成了内在的金融风险,进而增加经济周期波动;另一方面,金融发展和金融创新弥补和完善了金融市场的不足,提高了金融市场效率,降低了金融交易风险,从而降低了经济周期波动。金融发展和金融创新是我国近年来经济周期波动稳定化的重要成因。

[关 键 词]金融创新;经济周期;波动性;稳定性

[中图分类号]F830 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1003-5478(2011)02-0089-05

一、引 言

虽然 2008 年开始出现了世界范围内的新经济周期波动,但是以前许多国家经历了多年的平稳经济增长,体现为经济周期波动率的显著降低和经济增长的稳定性提高(Weber,1997)。^[1]我国学者在经济周期测度和检验过程中,也发现我国经济周期波动率出现了减缓的趋势,并对此进行了成因分析和深入解释。刘树成(1996)认为,改革开放以来中国经济周期波动由过去的“大起大落”型转化为“高位—平缓”型,“高位”说明了经济的“增长力”增强,而“平缓”则说明经济的“稳定性”增强。^[2]刘金全,王大勇(2003)的研究认为,我国 1996 年前的经济周期大都是非对称的,即体现出经济增长率“缓升陡降”或“陡升缓降”的非对称过程。这些非对称表明经济增长速度没有接近或者没有稳定在自然增长率水平附近,经济增长率变化的突发性较多,即出现过经济增长的“大跃进”和“急刹车”等奇异行为。^[3]

一些经验研究也发现,我国经济从 1996 年至今的经济周期波动性出现了进一步的稳定性,不仅这个期间的经济政策效应出现弱化的现象,同时经济周期的分界变得模糊(刘金全,刘志刚,2005)。^[4]经济周期波动率的平稳化不仅意味着在高位经济增长速率上的稳定性提高,同时也意味着快速经济增长阶段的持续性增强,这被作为我国经济出现了“又好又快”增长态势的重要依据(刘树成,2007)。^[5]快速经济增长同时伴随着波动率下降,宏观经济学研究中对这种经济周期波动态势还缺乏足够的了解和研究,甚至对于经济周期波动减缓和波动率降低的真正原因还并不清楚。对此,一些经验研究将其原因归结为:经济运行中没有出现显著的、剧烈的经济冲击;金融市场发展和资产风险管理水平的提高;更为科学合理的宏观经济调控和经济政策操作(Blanchard and Simon,2001)。^[6]虽然都可以从现

[收稿日期]2011-01-10

[基金项目]国家社会科学基金重大项目“‘十二五’期间我国经济周期波动态势与宏观经济调控模式研究”(10zd&006)和国家自然科学基金项目“非线性随机波动模型估计方法及应用研究”(70971055)资助成果。

[作者简介]刘金全(1964-),男,黑龙江密山人,吉林大学数量经济研究中心教授、博士生导师,研究方向:宏观经济学和经济计量学;马亚男(1983-),女,黑龙江宾县人,吉林大学商学院博士研究生,研究方向:金融学和经济计量学。

实经济运行中寻求到支持这些原因的经验证据,但是大都还不足以达到全部解释经济周期波动率平稳性的程度。例如,张立群(2006)将中国经济波动的“微波化”归因于经济短缺现象消失、市场机制完善、宏观调控水平提高等三大因素。^[7]显然,经济周期波动率降低具有复杂的内在原因,我们仍然需要从经济和社会发展角度对此进行深入分析和判断。

在社会主义市场经济建设的进程中,我国的金融市场发展和金融创新取得了显著进步。即便是在金融体系发达的美国,过去 50 年金融体系也发生了深刻的变化,无论是信用评估技术的改进、还是消费信贷的普及以及信贷二级市场的发展,都发生了显著变化。金融发展和金融创新对实际经济运行产生了显著影响,其影响程度和持续性体现在对经济周期波动率的影响上。一些典型的金融创新,例如,风险评估和资产定价的改进、家庭贷款的条款放松、信贷的安全性提高等,都会对实际产出产生正向影响。因此,我们将从金融发展和金融创新的角度对我国经济周期波动率降低的原因进行分析,通过建立金融市场与产品市场之间的关联,可以描述金融发展和金融创新与经济周期波动之间的关系,在此基础上判断和检验金融发展和金融创新是否能够起到降低实际产出波动率的作用。如果能够获得这样的经验证据,对于判断经济增长趋势和制定宏观经济调控模式将起到十分重要的参考作用。

二、金融发展与金融创新对经济周期波动的影响机制

金融创新是指新金融产品、新金融服务和新金融思想的创造、传播和使用行为。金融创新大都特指在金融机构和金融市场中创造后普及的新金融工具或是新的金融技术,例如新的派生合约、新的公司证券或者新形式的共有投资产品等,一些有价证券的交易和定价方面的新手段等新的技术过程也属于金融创新的范畴。从理论角度看,金融创新主要是指金融机构和金融主体在金融体制和金融制度等方面所做的理论上的改革和创新;从实践角度看,金融创新主要表现在金融机构在实施金融政策和进行宏观调控时所做的实践创新,以及金融主体在追求利润最大化的过程中所进行的各种实践创新。显然金融创新是金融发展的具体过程,但金融发展主要是由金融创新推动的。我们主要关注金融发展、金融创新与经济周期波动性的内在关联,并且认为金融创新是在经济周期波动过程中,金融机构或金融当局为实现优化和协调各类主体之间的宏观和微观利益,用新的观念、新的技术、新的组织形式和管理方法等,重新分配和组合各种金融要素,对机构设置、业务品种、金融工具以及制度安排进行创造性的变革,推出新的产品和服务。

显然,金融创新和金融发展对经济发展和经济周期波动具有积极和消极两方面的影响。Merton (1992)认为,即使实际经济与金融经济存在一定程度的两分性质,金融创新也可以通过改善金融系统效率进而改进实际经济运行。Merton(1992)描述和分析了美国抵押贷款市场和金融衍生品市场对实际经济的影响,发现金融创新能够对提高社会福利水平起到一定的积极作用。^[8]但是,另一方面经济研究也发现特定的金融创新能够增加金融市场的波动程度,甚至导致金融市场出现危机,进而导致产品市场的剧烈波动。针对我国改革开放以来金融市场和金融体系的显著变化,以及出现的金融发展和金融创新浪潮,我们从如下微观和宏观层面描述和分析它们对经济波动的影响机制和影响渠道。

(一)金融创新对资金借贷产生的显著影响

金融发展和金融创新对企业和个人的借贷和投资行为产生了显著影响,进而通过投资行为的波动性来调整和控制社会累积需求行为。在投资风险和金融产品风险上的评估及定价技术的提高和改善,使得金融市场的参与者降低了信息非对称性和交易成本,无论是利率确定过程还是风险率的确定过程,都在风险管理上提高了效率,并且增强了资金使用的安全性,从而进一步提高了信贷市场规模和资金使用的期限结构,使大量企业和个人可以通过许多灵活的渠道直接进入信贷市场;同时,次级信贷市场和担保市场的开发和担保工具的使用,使一些高风险借贷企业或者财务困难公司也能够有机会从债券市场上募集资金。在美国,这类企业发行的债券比例近年来都有显著提高(Altman,

1992)。^[9]信贷风险管理工具和信贷衍生产品的创新为企业投资提供了更为丰富的资金,这无疑为企业投资的平滑性提供了缓冲工具,进而增加了累积投资在整体上的平稳性。

(二)货币政策和耐用品投资政策变化的影响

在经济周期波动过程中,货币政策规则及其变化对金融系统和金融市场产生了巨大影响。例如,在 20 世纪 80 年代早期,美国联邦储备银行取消了银行需要支付最高额度的保证金率的条款,这样就大大降低了银行非借贷资金的比例,增强了银行信贷的流动性。再如,其他银行间合作和竞争条款和管理规则的使用也提高了信贷市场的效率,同时名义利率、货币供给、准备金率和贴现率等金融工具的运行,通过调节货币供给和货币需求,增强了金融市场运行的稳定性,进而为实际产出的稳定提供了货币政策基础。

随着我国住房信贷体系的发展和完善,以住房、汽车信贷为主的耐用消费品市场得到了长足发展。显然,如果购买房屋需求与生命周期收入和持久收入具有密切关系的话,那么住房信贷需求则依赖对宏观经济运行的预期,这就产生了住房信贷需求对宏观经济运行的反馈作用。20 世纪 80 年代初,我国城镇住宅投资占全社会固定资产投资的比重为 16%,以后出现了一定程度的下降。在 1992~1998 年,这一比重徘徊在 13%~16%之间,1999~2006 年,这一比重在 14%~17%。由此可见,该比例的变化相对稳定,住房建设投资的稳定性对经济周期波动的稳定性带来了直接影响。住房购买是我国经济消费结构升级的重要内容。在提高和培育居民房屋购买力的过程中,住宅金融创新则是关键环节,对其在经济稳定增长中的作用应予以高度关注。

(三)消费者支出和借贷意愿的变化

显然,金融发展和金融创新对累积消费的平滑性产生了显著影响,正是储蓄和借贷的缓冲,导致社会累积消费的稳定性增强,进而促使实际产出波动的稳定性。消费行为流动性约束的改善对降低支出波动性具有两个作用:一是使得家庭支出即使出现收入短期下滑,也能够通过借贷来维持原来的水平,这时短期收入降低的波动性在消费行为的缓冲下得到稳定;二是使得家庭在形成长期收入增加时,能够通过储蓄来转移收入增加,使得持久收入冲击对支出行为的波动影响并不显著。因此,综合其净效果,降低金融市场流动性约束的金融创新对代表性家庭的借贷行为影响大于对其储蓄行为的影响。为了分析流动性约束对家庭消费行为的影响,Jappelli 和 Pagano(1989)发现,在拥有发达资本市场和信贷约束较低的国家中,消费行为对现期收入冲击的反应比较稳健,其消费行为的生命周期——持久收入假说特征就越明显,其边际消费倾向也比较稳定,消费和投资的“乘数效应”也相对较低。^[10]

显然,金融发展和金融创新对消费者行为的影响依赖其借贷意愿和借贷动机。例如在美国,代表性家庭的借贷数量与家庭可支配收入的比值从 1960 年的 0.57 上升到 2004 年的 1.14;每十万个抽样企业中,由于借贷无法偿还而破产的数目从 1960 年的 68 个上升到 531 个。这些数据说明,随着金融发展和金融创新的进展,家庭和企业意愿借贷的增加,也说明了信贷可获得性的提高(Jensen, 1986)。^[11]随着我国金融市场流动性约束的降低,金融发展和金融创新对企业和家庭的借贷意愿产生更为显著的影响,并直接影响到家庭消费和企业投资的平滑性特征。

三、我国实际产出波动率的数据描述和成因分析

下面运用我国 1990 年第 1 季度到 2007 年第 4 季度的实际 GDP 季度同比增长率,借以说明我国的经济周期波动态势。图 1 给出了时间序列轨迹,从中可以看出,我国经济周期波动从 1996 年经济“软着陆”以后出现显著的平缓态势,进入 2006 年以后出现了轻微上翘,体现出新一轮经济周期的基本轮廓。我们利用时间序列的滚动标准差来描述经济周期波动率(滚动谱窗宽度为 8 个季度),图 2 给出了对应的时间序列轨迹。从中可以看出,我国经济周期波动率一直处于下降过程,这种波动率的稳定是我国经济周期波动的重要特征。

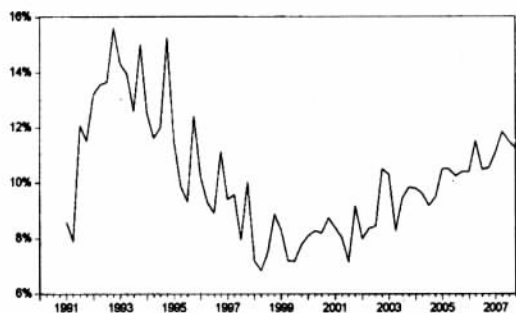


图 1 我国实际 GDP 增长率的时间轨迹

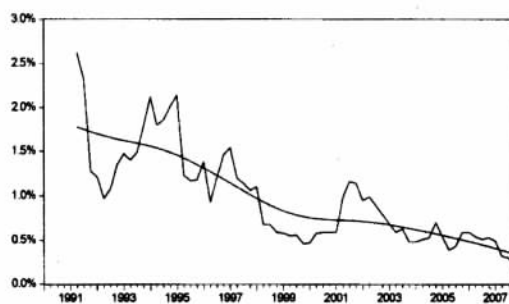


图 2 我国实际 GDP 波动率的时间轨迹

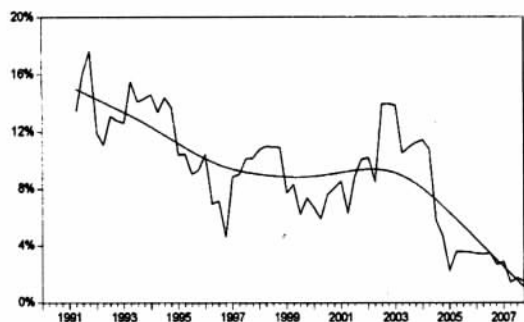


图 3 我国消费支出波动率的时间轨迹

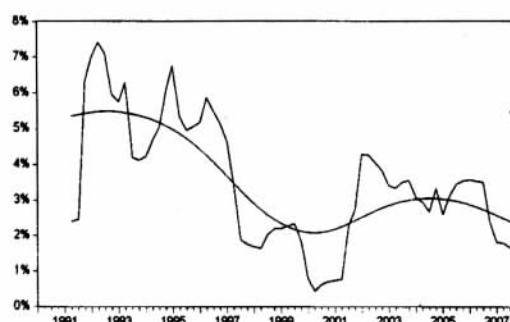


图 4 我国投资需求波动率的时间轨迹

由于实际产出中的消费和投资是构成波动性的重要成分,利用相同办法对实际 GDP 中的消费和投资波动率进行估计,其结果由图 3 和图 4 给出。从图 3 中可以看出,我国累积消费支出的波动率也出现了显著的下降趋势,虽然在 2003 年左右出现了波动率的暂时加剧,但是随后则体现出显著的稳定性来,其变化模式与图 2 给出的产出波动率变化模式基本类似;同样,图 4 给出了投资波动率的变化轨迹,其趋势呈现出一定幅度的升降更迭,但总体上仍然与产出波动率的变化模式类似。

根据我国经济周期波动的实际情况,我们以 1996 年第 3 季度作为一个分界点来分析我国 1990 年第一季度到 2007 年第 4 季度的实际 GDP 及其组成成分的季度同比增长率的标准差,计算结果由

表 1 实际 GDP 及其组成成份的波动率变化

组成成份	季度同比增长率的标准差		
	1990Q1-1996Q3	1996Q1-2007Q4	变化百分比(%)
GDP	2.23	1.37	-39
消费	7.60	4.98	-29
投资	17.62	11.78	-33
政府购买	13.77	6.19	-55
净出口	3.97	3.33	-17

表 1 给出。在 1990 年第 1 季度到 1996 年第 3 季度这个区间内,实际 GDP 的季度同比增长率的标准差为 2.23,但是在 1996 年第 4 季度到 2007 年第 4 季度仅为 1.37,下降幅度为 39%。与之类似,我们可以看出投资和消费都有 30% 左右的下降幅度,而上面的分析中金融创新和金融发展在这两个方面都有相当的贡献,因此金融创新和金融发展在

我国经济波动减缓中起了显著作用。

四、金融发展和金融创新在经济周期波动率稳定机制中作用的基本结论

经济周期波动的减缓已经成为一个“典型化事实”。根据上面的分析,我们可看到金融发展和金融创新与经济周期波动存在内在的关联性,尽管这种关联性多数表现为间接关联,但是不可否认金融发展和金融创新是经济周期波动减缓重要原因之一。通过数据描述和滚动标准差计算,发现我国

经济周期波动过程中出现了波动率的显著下降,我们分析认为金融发展和金融创新是产出波动率降低的重要原因。通过产出波动率的成分分解,获得了如下重要结论。

(一)在微观经济层面,金融发展和金融创新拓宽了投资者使用金融工具的选择范围,拓展金融市场的深度,并由此刺激和增加初级证券市场投资。与此同时,金融工具创新为资金需求部门和个体提供了信息充分、低成本和多渠道的筹资来源,促使金融工具的流动性增强,减少了公司和企业对银行系统的依赖,也增加了金融风险管理的手段,使得投机套利与风险对冲更加方便,进而提高了金融市场效率和投资行为的稳定性。

(二)在宏观经济层面,金融创新不仅有利于金融体系效率的提高,而且能够促进金融发展。金融创新能够降低货币需求、改变货币结构,进而加大货币乘数效应,促使货币供给的内生形成。金融发展和金融创新由于拓展金融深度和规模,增加了金融风险管理的工具选择,因此在一定程度上降低了金融风险发生的可能性,进而增强了金融市场运行的稳定性。但是,随着金融发展和金融创新的进展,货币政策操作的复杂性和不确定性也随之增强,于是,金融创新既促进了金融发展,又增加了金融系统调控和稳定的难度。

(三)从定量角度来看,金融发展和金融创新导致的投资和消费平滑性起到了经济波动稳定的重要作用。我们发现无论是消费波动率还是投资波动率都出现了与实际GDP波动率相同的降低和稳定趋势,同时我们还在两个阶段的对比中,发现了消费波动性和投资波动性也出现了显著的降低,这与实际产出的波动性变化趋势具有一致性。因此,降低信贷市场的流动性约束和拓展中小企业的融资渠道等政策措施,仍然是保持我国经济发展在高位平稳和持续的重要宏观调控导向。同时,经济周期波动性的降低也意味着我国经济增长过程具备了一定的“惯性”和“稳定性”,这不仅为宏观经济调控提供了重要的基础条件,同时为治理通货膨胀和缓解通货膨胀压力提供了有利机会。

需要注意的是,虽然我们论述和检验了金融发展和金融创新对经济周期波动稳定性的重要作用,但并不是提倡采取积极货币政策来诱导和刺激金融发展和金融创新。金融发展和金融创新要有利于国家宏观调控目标,要有利于提高金融市场的资源配置效率,要有利于金融风险管理和金融市场安全,要有利于公司和企业信贷和投资的理性需求。只有这样,金融发展和金融创新对经济周期波动的稳定性作用才能得以发挥。

参考文献:

- [1]Weber, S., 1997. The End of the Business Cycle?, Foreign Affairs, July/August.
- [2]刘树成.中国经济波动的新阶段[M].上海:上海远东出版社,1996.
- [3]刘金全,王大勇.中国经济增长:阶段性、风险性和波动性[J].经济学家,2003,(4).
- [4]刘金全,刘志刚.我国经济周期波动中实际产出波动性的动态模式与成因分析[J].经济研究,2005,(3).
- [5]刘树成.论又好又快发展[J].经济研究,2007,(6).
- [6]Blanchard, O. and Simon, J., 2001. The long and large decline in U.S. output volatility. Brookings Papers on Economic Activity, 1, 135-164.
- [7]张立群.中国经济周期微波化趋势探讨[A].载于刘树成.中国经济周期研究报告[R].北京:社会科学文献出版社,2006.
- [8]Merton, R. C., 1992. Financial innovation and economic performance. Journal of Applied Corporate Finance, 4, 12-22.
- [9]Altman, E. I., 1992. Revisiting the high-yield bond market. Journal of Financial Management, 21, 2, 78-92.
- [10]Jappelli, T. and Pagano, M., 1989. Consumption and capital market imperfections: an international comparison. American Economic Review, 79, 5, 1088-1105.
- [11]Jensen, M.C., 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review, 76, 2, 323-329.

责任编辑:宋海洋