

B.9

2012 年中国金融压力分析与预测

陈守东 王妍*

摘要：本文依据有代表性的银行部门、股票市场、外汇市场的金融压力指标合成出度量我国金融系统压力状态的月度综合指数，分析了2002年1月至2011年12月中国金融体系的压力状态。研究表明，我国金融压力在2008年第二、三季度达到最高点，金融高压力期前后我国金融体系的环境产生较大变化；金融压力与宏观经济之间的负相关关系明显。2012年上半年我国金融系统压力仍然较高，但是下半年金融压力将振荡下行。

关键词：金融压力 宏观经济 压力预测

一 引言

经济周期是一国经济运行中存在的客观现象，金融系统整体上蕴涵的风险状态随经济周期的变动而变动，其表现出

* 陈守东、王妍，吉林大学数量经济研究中心。



一定的周期性（王妍、陈守东，2012）。金融系统具有内在的周期性和不稳定性特征，驱动经济繁荣的金融因素往往在经济扩张阶段为未来的衰退埋下隐患（Minsky，1992）。在经济繁荣期，信贷大幅增加，资产价格上升，虽然这时金融体系的压力较小，但是却蕴涵着潜在的不稳定，即金融失衡。当这种伴随着金融体系的顺周期性的金融失衡需要释放的时候，金融困境就会传递到实体经济上，进而产生宏观经济的动荡和危机。

近些年，由于单个金融机构出现问题而导致整个金融系统危机的现象较少发生，危机的发生多是由于金融机构集中的风险暴露导致金融失衡不断扩大、系统性风险不断增加。而过去以控制通货膨胀为目标的货币政策加上以资本监管为核心的微观审慎监管所形成的宏观金融管理框架，尚不足以维护金融体系的稳定。加强宏观审慎监管，并将其与微观审慎监管进行有机结合，标志着金融监管理念和方式的重大调整，将成为后危机时期各国金融监管的主要发展趋势（G20，2009）。特别对宏观审慎监管领域的研究集中在对金融体系的周期性、稳定性和银行资本监测标准方面（Knight，2006）。目前评估金融系统压力，将金融体系作为一个整体来监管与监测，采取相应政策工具来舒缓系统性金融风险，确保金融体系有能力抵御宏观经济冲击并阻止金融风险向实体经济溢出，以达到宏观审慎监管的目标，已成为深入研究的课题。

本文首先通过选取市场价格变量构建了一个能够代表中国金融体系压力状态的金融压力指数，分析评估 2002 年 1 月至



2011年12月期间中国金融体系的压力状况，金融困境的程度；其次通过分析信贷占GDP比率、股票市场价格、房地产销售价格等指标在金融高压力期前后的变化，研究中国金融高压力期前后的金融环境；最后分析中国金融压力指数与工业增加值增长率之间的动态关联，研究金融体系压力与宏观经济增长之间的关系。

二 中国金融压力指数构建

通过对我国有代表性的银行部门、证券市场、外汇市场的压力变量选取和修正，并考虑到市场价格变量与金融系统的压力状况或者说金融困境同步性较高，变量的选取以市场价格变量为主体，在此基础上合成出度量我国金融系统压力状态的月度综合指数，以分析中国金融系统的压力状态。

（一）中国金融体系压力指标

我们选取银行业的泰德（TED）利差、负的期限利差、银行业风险利差、股票市场负的收益、股票市场的波动、外汇市场的波动、实际有效汇率指数7个具有代表性的变量构建中国金融压力指数（陈守东、王妍，2011）。图1~图7给出了这些变量的时间变化路径。

银行业的泰德利差扩大表示市场资金趋紧，银行借贷成本提高，也连带提高企业的借贷成本，因此市场风险扩大，信用状况紧缩。因此可以从泰德利差的走向上来考察目前市场上的

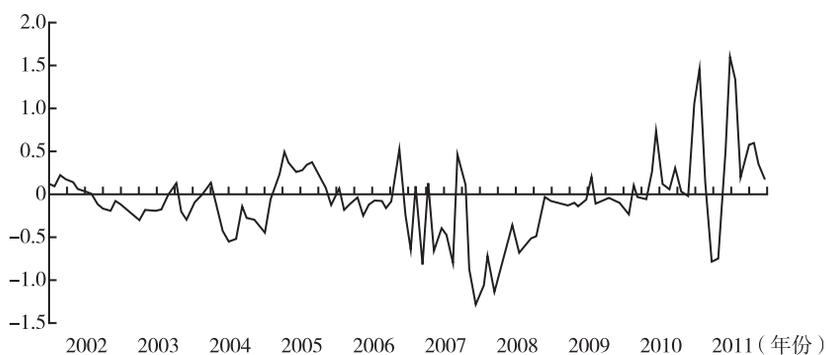


图1 泰德利差

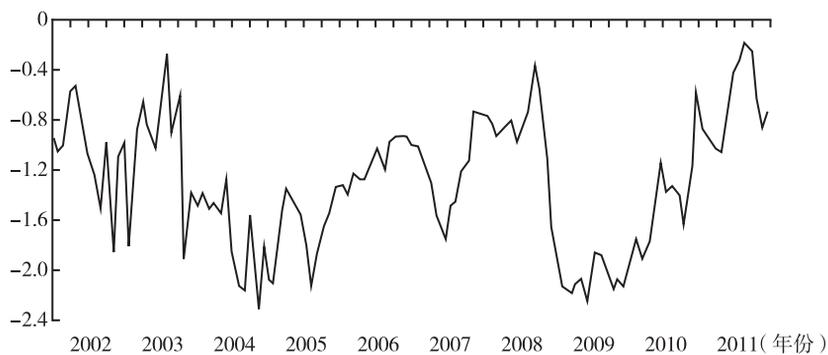


图2 负的期限利差

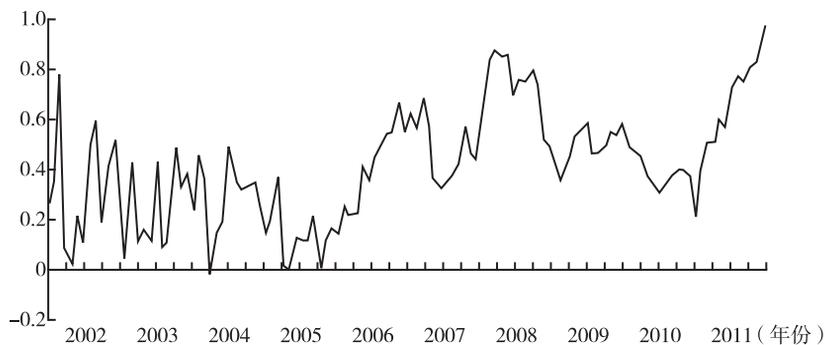


图3 银行业风险利差

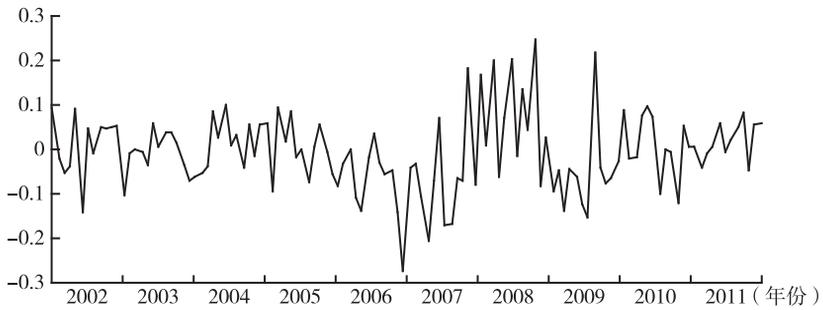


图4 股票市场负的收益

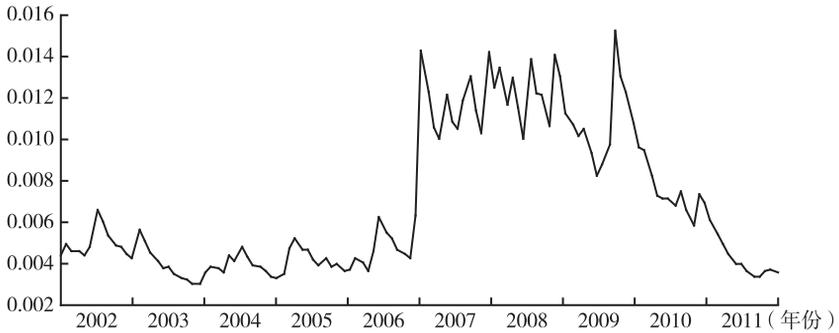


图5 股票市场的波动

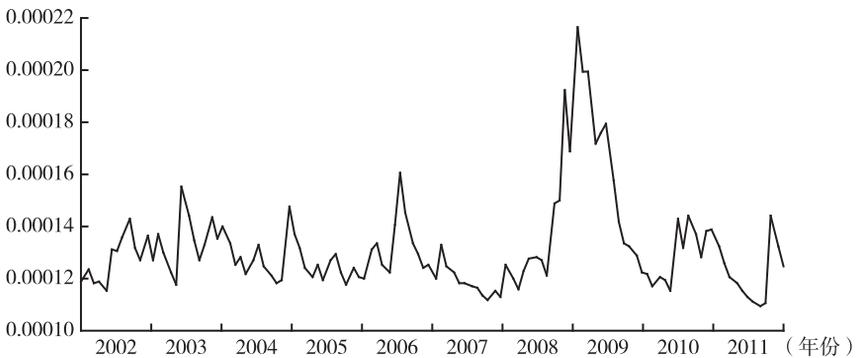


图6 外汇市场的波动

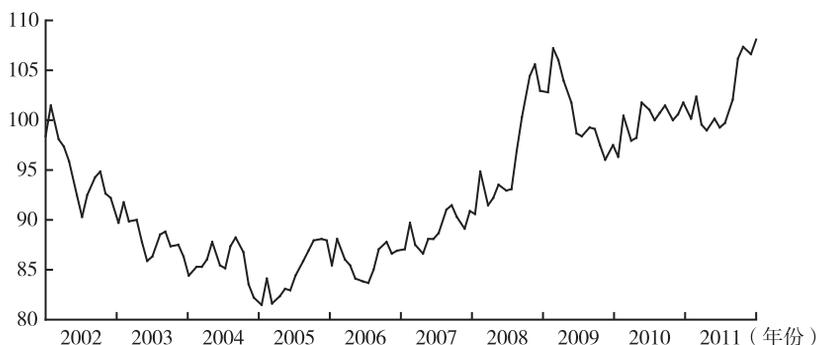


图7 实际有效汇率指数

信用状况、市场风险。由泰德利差走势可见，中国银行业的泰德利差在2006年上半年以前波动并不剧烈，之后出现大幅下跌，且在2007年泰德利差波动较大，2008年开始逐渐回升，而在2010年末又出现了一次大幅的下跌，且之后波动明显。2006~2007年泰德利差缩小表明银行间借贷成本下降，进一步表明这时市场的资金较充裕，银行业压力较小。2008年后泰德利差扩大，显示出市场资金的紧缩，银行间压力增大。另外可以看出在2007年以后，泰德利差的波动较明显，即无论是利差缩小还是扩大的大趋势中都存在较明显的反向波动，泰德利差的这种反向变化的时期与我国货币政策利率调整时间几乎是完全一致的。例如，2006年下半年到2007年央行共七次上调存贷款基准利率，以回笼市场中的资金量，使得资金短期趋紧，泰德利差短期扩大；而2008年央行五次下调存贷款基准利率，缓解市场中的资金压力，泰德利差在扩大的趋势中出现短期回调。

负的期限利差衡量了银行收益受危害的程度，这个值越



大，银行的压力也就越大。从2002年以来，银行负的期限利差位于高位主要有三个阶段：2002年2月至2003年9月，2008年7~9月，以及2011年3~12月。第一阶段主要受经济过热央行降息影响；第二个阶段主要受到次贷危机的冲击，导致利率全线走低，期限利差缩窄；第三个时段就是由于持续加息且资金面紧张，市场短端利率上升，而长端利率则相对平稳，因此导致期限利差缩窄。

由银行业风险利差的变化趋势可见，2008年之前银行业的风险不断上升，直到2008年7月国际金融危机爆发，之后银行业风险呈现下降趋势，2011年初开始银行业风险再次不断攀升。

2005年以前我国股票市场的收益较低且波动不明显，股票市场压力适中。2005~2007年中国股票市场经历了一轮牛市，股票市场收益大幅增加，股票市场压力达到低点，但是受国际金融危机影响，2008年股票市场大幅下跌且波动大幅增加，股票市场压力增大。2011年初到现在股票市场几乎回归到了2005年以前的状况，收益较低且风险较低，股票市场的压力处于适中状态。

2005年7月汇改以前人民币实际有效汇率不断下降，人民币面临的升值压力较大，外汇市场承担的压力较大，汇改之后人民币不断升值，实际有效汇率不断攀升，并在2008年下半年达到高点后开始下降，2009年下半年到2010年末人民币实际有效汇率保持稳定，2011年后实际有效汇率又开始大幅上升，这在一定程度上缓解了外汇市场的压



力。外汇市场波动在 2008 年国际金融危机爆发前较小，在 2008 年下半年至 2009 年上半年波动大幅增大，从而增加了外汇市场的压力，2011 年下半年外汇市场波动降到一个低点后开始出现小幅反弹。

（二）中国金融压力指数

对金融压力的七个指标变量即泰德利差、负的期限利差、银行业风险利差、股票市场负的收益、股票价格波动、外汇市场的波动、实际有效汇率指数进行标准化处理后，等权重加权平均构建出本文的金融压力指数 FSI，见图 8。

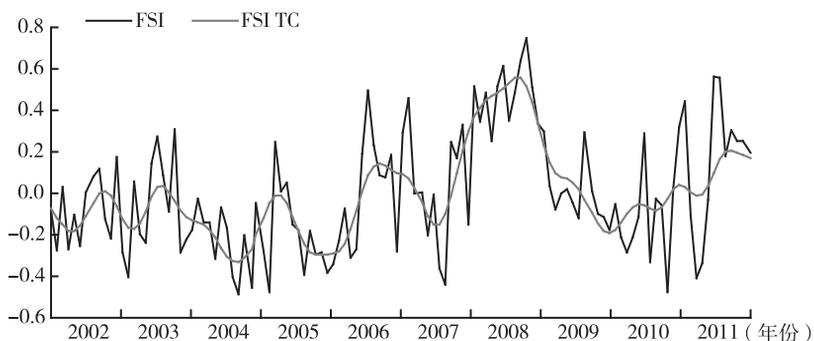


图 8 金融压力指数

根据金融压力指数可以看出，2007 年以前，中国金融压力波动周期性特征较明显，波峰波谷交替出现，但是 2004 ~ 2006 年金融压力波动幅度明显大于 2002 ~ 2003 年。2007 年之后金融压力在经历一次低点后不断上升，并且在 2008 年第二、三季度达到最高点，2009 年金融压力下降，但是到了 2010 年，又出现



振荡上升的态势。2008 年我国金融压力达到近些年最高点，这主要是受美国 2007 年爆发的次贷危机的影响，在 2007 年央行曾六次上调存款基准利率，银行部门信用风险、流动性风险加大，加之 2006 ~ 2007 年我国房地产市场和资本市场也都承受了巨大的压力，因此在 2008 年我国金融体系压力大幅增大。而 2009 年我国金融压力呈现下降趋势，这主要归因于国际金融危机后我国出台了各项刺激经济的调控政策，此期间我国的金融压力得到缓解。2010、2011 年我国股票市场、外汇市场压力并没有上升，但是我国金融体系压力却逐渐攀升，主要由于银行部门近两年信贷又出现紧张迹象，银行部门风险加大。

三 金融高压力期前后的金融系统环境

为了分析金融高压力期前后主要金融变量的变化，我们通过滚动 H - P 滤波计算信贷/GDP、股票价格、房地产销售价格三个指标的缺口^①，其变化路径见图 9 ~ 图 11。根据变化路径我们可以发现，金融高压力期前的信贷/GDP 缺口较小，但是不断攀升，高压力期后半年信贷/GDP 缺口达到最大，之后快速下降并变为负值。这表明金融高压力前期市场资金比较紧张，流动性风险、信用风险较高，高压力后期受宏观调控政策影响，信贷压力有所缓解。2012 年随着存款准备金率下调和利率调整的预期，金融市场的流动性将逐渐增强，我国信贷环

① 缺口用偏离长期趋势的程度来度量。

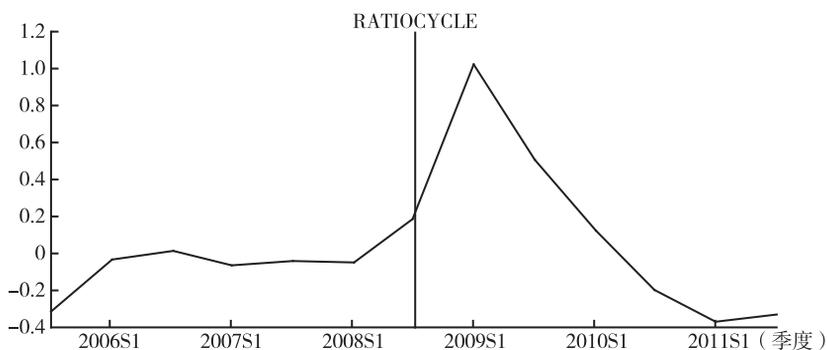


图9 信贷/GDP变化

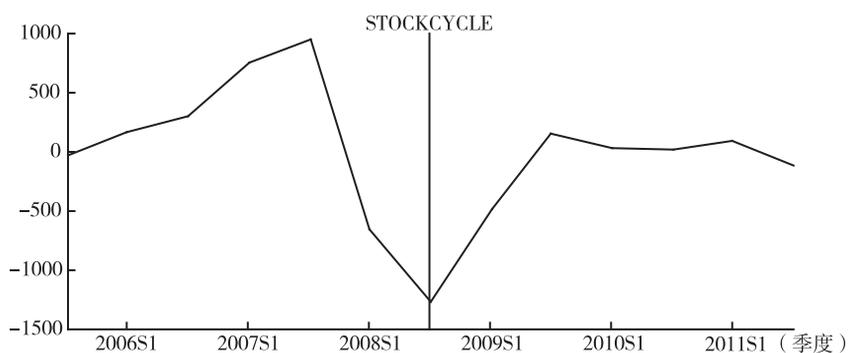


图10 股票价格变化

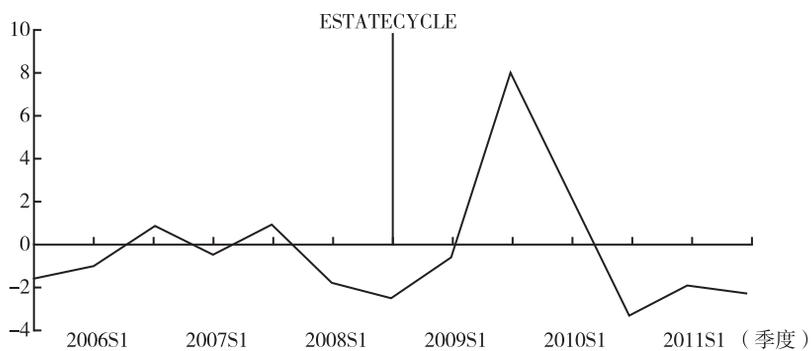


图11 房地产销售价格变化



境将趋于好转。

股票价格缺口在高压力期前一年达到最大值，此时市场泡沫较大，随着金融危机后市场的调整，金融高压力期股票市场缺口立即下降，并且变为负值，出现市场价格的恐慌，高压力期后一年股票市场缺口恢复为正值，缺口虽然较小但是比较稳定地波动，市场向合理的价值回归。

同样，随着金融危机前后宏观政策的调控，房地产市场价格缺口也在高压力期迅速下降为负值，之后出现反弹，随着对房地产市场的宏观调控和限售政策的出台，我国房地产市场价格开始出现新一轮的下调，价格缺口为负说明房地产市场价格向下调整的空间有限。

四 金融压力与宏观经济增长关联分析

用金融压力指数代表金融系统压力状态，用工业增加值增长率反映中国宏观经济运行状况。我们将金融压力指数与工业增加值增长率绘于图 12，其中左图、右图分别为金融压力指数与工业增加值增速季节调整后的 TC 序列。

金融压力与工业增加值增长率之间的相关关系见表 1 和表 2。在整个样本期内（2002 年 1 月至 2011 年 12 月），金融压力与工业增加值增长率之间具有负相关关系，金融压力与超前四个月的工业增加值增长率间的相关性最大，相关系数为 -0.4628 （见表 1）；将样本期缩短到 2005 年 7

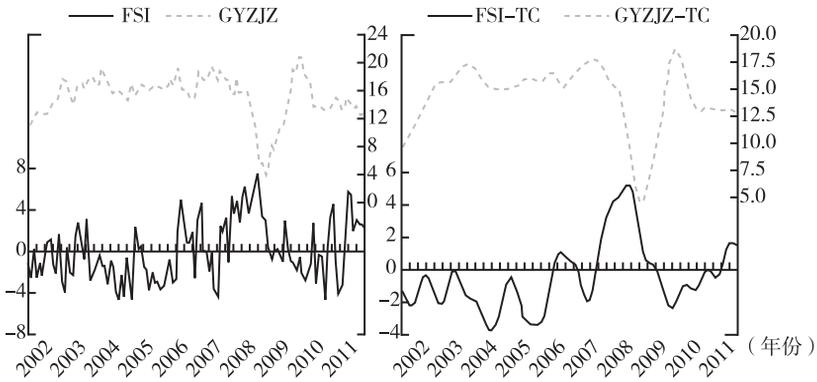


图 12 金融压力与工业增加值增长率

月至2011年12月时，两者间的负相关关系明显增大，金融压力与超前四个月的工业增加值增长率间的相关系数达到-0.5402（见表2）。

表 1 金融压力与工业增加值增长率关联
(2002年1月至2011年12月)

金融压力, 工业增加值 (滞后)	金融压力, 工业增加值 (超前)	i期	滞后	超前
		0	-0.2576	-0.2576
		1	-0.1943	-0.3231
		2	-0.1414	-0.3625
		3	-0.0874	-0.4239
		4	-0.0295	-0.4628
		5	-0.0169	-0.4583
		6	-0.0257	-0.4116
		7	0.0673	-0.4291
		8	0.1249	-0.4347
		9	0.1243	-0.4249
		10	0.1528	-0.3963
		11	0.1753	-0.3403
		12	0.2261	-0.2646



表 2 金融压力与工业增加值增长率关联
(2005 年 7 月至 2011 年 12 月)

金融压力, 工业增加值 (滞后)	金融压力, 工业增加值 (超前)	i期	滞后	超前
		0	-0.2825	-0.2825
		1	-0.1985	-0.3929
		2	-0.1330	-0.4451
		3	-0.0547	-0.4975
		4	0.0421	-0.5402
		5	0.0792	-0.5193
		6	0.0724	-0.4644
		7	0.1796	-0.4690
		8	0.2496	-0.4602
		9	0.2653	-0.4351
		10	0.3083	-0.3953
		11	0.3256	-0.3300
		12	0.3437	-0.2297

五 2012 年中国金融压力指数预测

用 ARIMA 模型对 2012 年 1 月至 2012 年 12 月的金融压力指数进行预测, 压力指数预测结果见图 13。图 13 中上下两条虚线分别为预测值加减一个修正标准差后的值, 上下两条水平线分别为用马尔可夫区制转移模型估计得到的金融压力高低区制的均值。对金融压力的预测结果表明, 2012 年上半年我国金融系统压力仍然较高, 这主要由于紧缩的货币调控政策对市场的影响仍然存在, 随着 2011 年下半年以来持续的宏观审慎监管和调控政策不断发挥作用, 预期 2012 年下半年我



国金融压力将振荡下行，并逐渐向低压力区制转移，金融压力将不断释放。

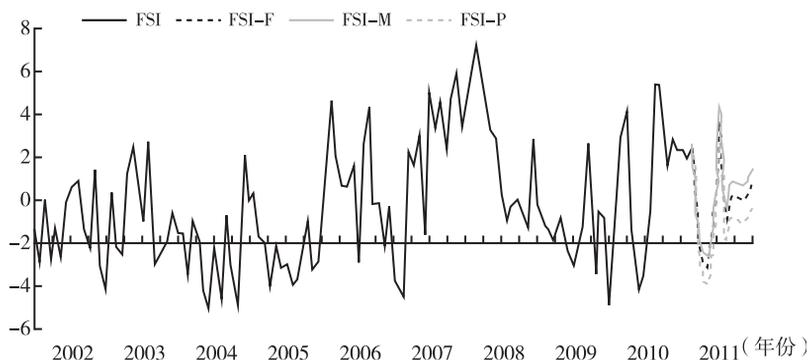


图 13 金融压力预测

六 结论

第一，2007 年以前，我国金融压力波动周期性特征较明显，2008 年第二、三季度金融压力达到最高点，2009 年金融压力下降，但是到了 2010 年，又出现震荡上升的态势。2010、2011 年我国金融体系压力的上升，主要归因于银行部门压力的增加。

第二，金融高压力期前我国金融体系中的信贷环境偏紧、房地产市场价格偏低，但是股票市场在高压力期前一年大幅上涨；股票市场价格、房地产市场价格在高压力期迅速跌入谷底；高压力期后的一年信贷环境、股票市场以及房地产市场环境均得到较好的改善。



第三，金融压力与宏观经济之间的负相关关系较高，金融压力与超前四个月的工业增加值增长率间的相关性最大，并且近年来两者之间的负相关关系增大。

第四，预测结果表明，2012年上半年我国金融系统压力仍然较高，随着2011年下半年以来持续的宏观审慎监管和调控政策不断发挥作用，预期2012年下半年我国金融压力将振荡下行，并逐渐向低压力区制转移，金融压力将不断释放。

参考文献

王妍、陈守东：《中国金融压力与经济增长的动态关联研究》，《金融论坛》2012年第2期。

陈守东、王妍：《金融压力指数与工业一致合成指数的动态关联研究》，《财经问题研究》2011年第10期。

Minsky, Hyman P., Financial Instability Hypothesis, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper 74, 1992.

Knight, M. D., Marrying the Micro and Macroprudential Dimensions of Financial Stability, Speech Delivered at the 14th International Conference of Banking Supervisors, BIS Speeches, 2006 October.

Declaration on Strengthening the Financial System-London Summit. <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.pdf>.