



中国金融状况周期波动特征 及趋势周期分解*

■ 陈守东^{1, 2**} 孙彦林^{2**} 刘 洋^{2**}

1. 吉林大学数量经济研究中心 长春 130012

2. 吉林大学商学院 长春 130012

摘 要:本文基于 RTV-DFM 合成的金融状况指数 (FCI) 分析中国的金融状况, 通过趋势周期分解试图揭示中国金融状况周期波动及长期趋势特征, 并在此基础上进行预测。研究发现, 本文合成的 FCI 很好地刻画了中国的金融状况, 可作为金融经济变量的先行指标, 中国金融周期与货币政策周期高度一致, 随机性趋势与 FCI 趋势高度一致, 周期性短期波动与 FCI 同步反向变化, 市场情绪及投资者预期非理性掩护下的随机冲击是中国金融状况剧烈波动的原因。预测显示中国金融状况将渐进式“走出最坏, 逼近光明”。

关键词:金融状况指数 周期波动特征 趋势周期分解

DOI:10.11842/chips.2015.05.008

一、引 言

“中国发展仍处于重要战略机遇期, 我们要增强信心, 从当前中国经济发展的阶段性特征出发, 适应新常态, 保持战略上的平常心态”, 2014 年 5 月习总书记的一席话道出了中国正处于“增长速度换挡期”、“结构调整阵痛期”、“前期刺激政策消化期”的“三期叠加”的关键时期, 这是决策层首次公开用“新常态”一词刻画中国经济现状。尤为突出的一个现象是, 在中国从“旧稳态”向“新常态”过渡的过程中, 中国经济增速迅速大幅下调降至 7%, 中国经济结构调整的压力进一步加大。随着中国采购经理指数 (PMI) 跌破荣枯线, 国

际大宗商品价格深受此影响呈下跌之势, 在这样的经济金融激荡的现实背景下, 频繁地运用货币政策只会加剧经济金融形势的动荡, 与此同时, 财政资金吃紧, 政府投资的可持续性受到质疑, 在“货币—财政政策”受限的情况下, 促使国内外金融市场产生对中国金融状况的广泛隐忧, 甚至产生对中国经济增速可能会跌破 7% 的普遍怀疑, 尤其第 3 季度的 GDP 很可能表现不佳。实体经济与金融状况之间关联紧密, 一国金融状况的好坏不仅会影响实体经济的稳定, 对于实体经济的走势还具有很强的预测功能, 实体经济反过来也会影响金融状况^[1]。当前中国实体经济表现不佳, 金融状况不免也

* 教育部人文社科重点研究基地重大项目 (14JJD790043): 中国系统性金融风险防范与金融稳定性计量研究, 项目负责人: 陈守东。

** 陈守东, 本刊编委, 经济学博士, 吉林大学数量经济研究中心副主任、吉林大学商学院教授、博士生导师, 研究领域: 数量经济学、金融工程、风险管理数据模型与决策; 孙彦林, 吉林大学商学院硕士研究生, 研究方向: 金融计量; 刘洋, 吉林大学商学院博士研究生, 研究方向: 金融计量。

受影响,尤其2015年以来,中国股市经历了一波高速飙升之后急转直下,呈断崖之势下行,其势之猛堪比1929年被称为“黑色星期一”的美国股灾。1929年发生于美国的股灾成为美国证券发展史上最黑暗的一天,更成为美国历史长河中危害最为深远的金融事件,直接导致美国乃至全球经济陷入长达10年之久的“经济大萧条”。较之相比,中国2015年发生的“股灾”的影响是否会导致如此严重的经济后果,首先必须对中国金融状况有一个准确的整体的评估。为此,当下只有在了了解中国金融状况历史规律的基础上准确把握中国当下的金融状况、掌握其长期趋势与周期波动特征,才有助于中国顺利度过“三期叠加”时期、实现经济平稳着陆,这一研究显然具有深远的现实意义及重要的学术价值。

二、中国金融状况评估及周期波动分析

实体经济与金融状况之间关联紧密,一国金融状况的好坏不仅会影响实体经济的稳定,对于实体经济的走势还具有很强的预测功能,实体经济反过来也会影响金融状况。作为货币政策传导渠道当中的关键一环,金融状况势必受到货币政策的调控与影响。同时,市场价格体系的变动会严重影响消费者的情绪及投资者的预期,从而影响金融状况的波动,当然,金融状况的变化也会引起市场价格的起伏。为此,最终选取6

个宏观经济变量(社会融资规模、存贷款比率、外汇储备、上证综合指数、深圳成分指数和沪深300市盈率)、8个货币政策变量($M0$ 、 $M1$ 、 $M2$ 、外汇占款与 $M0$ 之比、7天、1个月、3个月银行间同业拆借加权利率、人民币实际有效汇率指数)与2个价格体系变量(国房景气指数、WTI国际原油期货价格)共16个经济金融变量以合成中国金融状况指数(Financial Condition Index, FCI),数据区间为1992年1月至2015年8月^{***},数据均来源于wind数据库,指数合成通过无限区制时变动态因子模型^[2],FCI估计结果如图1所示,以0为界限,FCI>0表示中国金融状况整体向好发展,FCI<0则表示中国金融状况存在下行倾向。

1. 中国金融状况指数分析与金融景气周期划分

1992年1月18日至2月21日期间,邓小平同志的“南巡讲话”起到了“深化改革、加速发展”的关键性作用,这标志着中国改革推进到新的阶段,中国至此告别了“有计划的商品经济时代”,并于1993年开始向社会主义市场经济体制逐步迈进。借鉴经济周期的“峰—峰、谷—谷”划分法,根据中国金融状况指数所表现出的周期循环特征,将样本期的金融状况划分为1993年—1994年底、1995年—1999年上半年、1999年下半年—2002年上半年、2002年下半年—2005年底、2005年底—2009年初、2009年初—2012年底、2012年底—2014年底、2015年至今共8个金融周期。细细比较各金融周期发现,存在着金融周期的循环往复现象,称之为“金融景气周期循环”,依据金融危机爆发的过程,即“泡沫堆积—泡沫破灭—泡沫平复”的金融周期循环特征,样本期内中国金融状况已经历了两次完成的金融景气周期循环,且处在第3次金融景气周期循环的“泡沫破灭”金融周期,并深陷于此。分析如下:

(1) 1993年至2002年上半年的金融景气周期循环

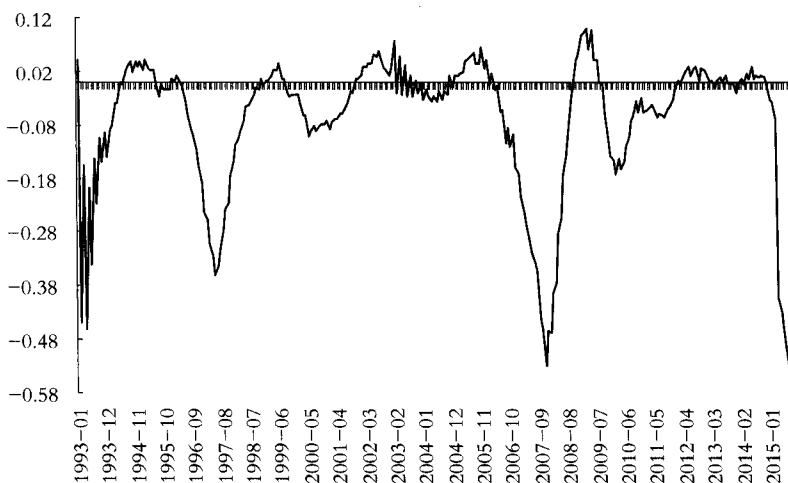


图1 1993年1月至2015年8月FCI走势图

^{***} 对于只存在月度数据的指标,采用当月均值为当月月度数据;数据均转化为同比增长率进行实证分析,仅某几个缺失值存在通过简单线性插值获得,多个缺失值连续存在通过相关指标变量同比增长率进行填补。



1992年邓小平同志的“南巡讲话”标志着中国经济体制改革、中国金融经济发展进入新的篇章，在邓小平同志讲话精神的鼓励及宽松货币政策的支持下，中国经济迅猛发展，金融投资热度空前，步入1993年后，中国固定资产投资极度膨胀，中国金融经济秩序陷入一片混乱，总结为“四热”、“四高”、“四紧”、“一乱”的金融经济乱象。在国内金融经济市场秩序混乱不堪的同时，国际收支赤字大幅拉开，人民币贬值幅度加大，金融泡沫不断集聚，至此，中国结束金融景气周期循环的“泡沫堆积”金融周期，渐步入金融景气周期循环的第二阶段——“泡沫破灭”金融周期。针对此番乱象，央行通过适度从紧的货币政策以期控制物价高涨、改善国际收支，1997年爆发的亚洲金融危机将这一努力付之一炬，中国实体经济受到严重冲击，经济表现低迷，就业形势严峻，中国开始进入通缩时代，与之相随的是金融状况也急转直下并于当年4月左右到达谷底，而后渐进上行，这与央行灵活、宽松的货币政策密不可分，“泡沫破灭”金融周期一直持续到1999年上半年。此后，在稳健型货币政策的支持下，中国用了近3年的时间终于消化了此次金融危机的影响，中国走出了“泡沫平复”金融周期，即至此，中国完成了改革开放后金融景气的第1次周期循环，也为金融景气的第2次周期循环拉开了帷幕。

(2) 2002年下半年至2012年底的金融景气周期循环

自2002年下半年开始，中国采取稳中趋紧的货币政策以期维持经济的平稳增长，同时2003年后“非典”的全面爆发及伊拉克战争所引起国际原油价格的飙升，尽管对中国金融经济造成不小的下行压力，但“灾”后重建促使投资兴盛与消费需求增加，以及以汽车行业与房地产行业为典型的消费结构升级推动中国经济迎来新一轮的繁荣上升期，中国金融状况开始出现过热，货币激增、信贷过量、固定资产投资过热等金融过热现象频现，截至2005年底，中国完成金融景气周期循环的“泡沫堆积”金融周期，此后开启了金融景气周期循环的“泡沫破灭”金融周期。2005年底，美国次贷市场已然出现危机先兆，中国FCI也开始掉头下行，并随着美国次贷危机最终演化为全球金融危机的过程，于

2007年底中国金融状况探底，尽管货币政策有所滞后，但在积极的财政政策的作用下，FCI随后呈V型反转。2008年11月，为应对全球金融危机，中国推出了4万亿的救市计划，此时中国金融状况已然恢复至危机前水平。尽管这一救市措施的出台短期内成功稳定了经济增长，进一步推动了金融状况的改善，但显然存在着滞后效应，且造成产能过剩、流动性泛滥等一系列问题，为我国金融状况与经济增长的长期发展埋下不小隐患。至此，中国由“泡沫破灭”金融周期过渡到金融景气周期循环的“泡沫平复”金融周期。这一金融周期期间的货币政策重心在于维持经济的平稳发展，恢复金融市场秩序、修复经济增长水平，货币政策调控从反危机状态渐进调整至常态水平，国内金融经济状况开始趋稳，世界经济也开始复苏，危机期间刺激政策的副作用逐渐被消化，中国金融景气的第2次周期循环落幕。

(3) 2012年底至今的金融景气周期循环

中国自步入金融景气的第3次周期循环以来，与之前的货币政策相比，带有基础性质、具备总调控作用的存款准备金率、存贷款利率等货币政策工具不再成为央行宏观调控的首选，取而代之为精耕细作的调控方式，通过短期流动性调节(SLO)、常设借贷便利(SLF)及其他公开市场操作工具的灵活、综合搭配对中国金融状况、经济发展进行预调、微调，中国金融状况整体趋稳，围绕零线小幅上下波动，波幅较之前明显收窄并趋稳。尽管在“三期叠加”时期，中国经济增速下行，但随着中国实体经济转型升级释放出大量活力、金融改革的推进释放出源源不断的改革红利、消费热点持续发酵等因素的推动下，中国金融状况在整体趋稳的情势下实现了潜在泡沫的不断累积，加之在金融创新的“隐藏功能下”，大量前期泡沫未被真正消化而是被挤到统计口径之外，直接导致在2014年上半年完成金融景气周期循环的“泡沫堆积”金融周期后，在国外空头势力的血腥、恶意做空下，中国金融状况开启了金融景气周期循环的“泡沫破灭”金融周期。中国金融状况在2015年呈断崖式下行，至今一蹶不振，尤其体现为股市的暴跌，此番情势堪比美国的“黑色星期一”，这对中国的影响不亚于亚洲金融危机与全球金融危机，甚至更为严重，因前两次金融危机后金融状况

均呈V型反转之势,但此番金融危机在导致中国金融状况触底之后并未随机反转,反而呈现反复震荡筑底、有蓄势上攻的长期趋势,即中国此番金融状况的复苏预估需要一段较长的时间,但这也是中国货币政策日渐成熟、“看得见的手”逐渐变为“看不见的手”的表现,中国金融状况、经济增长长期可期。

2. 中国金融状况指数与金融经济变量先行性分析

尽管中国金融状况指数由宏观经济变量、货币政策变量、价格体系变量三方面共16个金融经济变量合成,但通过趋势对比分析(见图2)****发现,FCI在趋势变化上与宏观经济三大景气指数渐近一致,但先行意味明显;与上海证券综合指数(简称上证综指)比较发现,FCI趋势变化具有明显的先行性,且上证综指表现过热时,FCI之前并没有明显反应,当上证综指剧烈下行之时,FCI之前便表现出类似趋势变化,即FCI对股市下跌具有更好的预警功能。至此可看出,FCI先行于宏观经济变量。与货币政策及财政政策替代变量

趋势变化对比分析发现,货币政策利率频繁剧烈波动,程度强于FCI,且滞后效应明显,尤其在全球金融危机期间,值得欣慰的是,在整个样本期内,财政政策较为稳健,并根据中国金融状况的变化在危机期间采取了恰当的扩张,很好地起到了逆周期调节作用。与价格体系变量趋势变化对比分析发现,中国金融状况在整体走势上与居民消费价格指数(CPI)和国防经济指数较为相似,但波幅更大,且波动先行于这两个价格体系变量,即FCI对价格体系变量具有一定的走势预测功能。尽管FCI开始震荡筑底蓄势反攻,但整体水平仍不容乐观,鉴于FCI具有的先行性与预测功能,监管层及调控层应当时刻关注宏观经济及价格体系的变化,以免实体经济受到进一步的波及与拖累。

3. 中国金融状况指数预测分析

为保持变量选取与模型估计的一致性,采用前文的指标变量与模型,利用吉布斯(Gibbs)抽样及马尔科夫蒙特卡路(MCMC)模拟方法对中国金融状况指

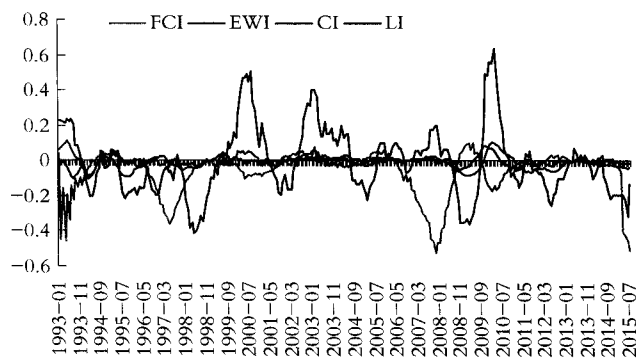


图2(a) FCI与宏观经济景气指数同比增速

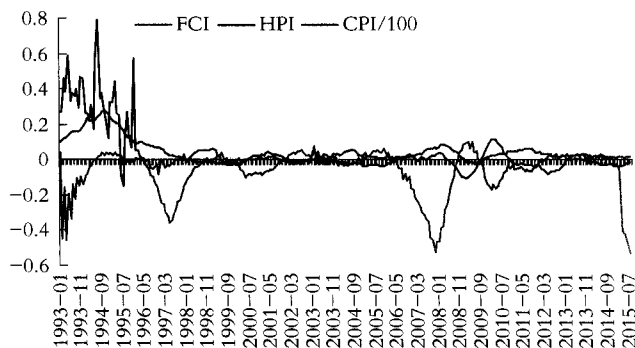


图2(b) FCI与HPI、CPI同比增速

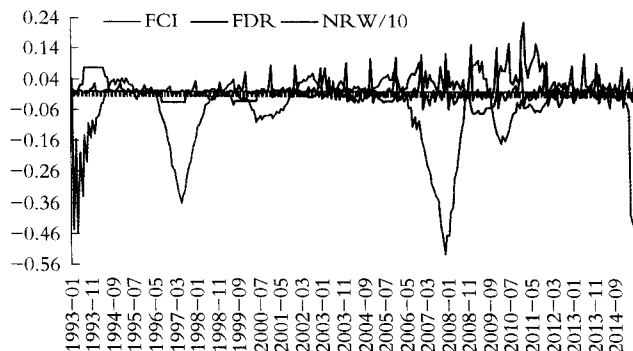


图2(c) FCI与财政赤字率、NRW

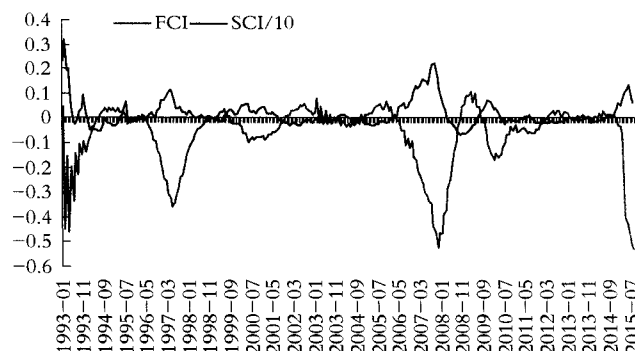


图2(d) FCI与SCI同比增速

**** 图中的EWI、CI、LI、HPI、FDR、NRW分别为预警指数、一致指数、先行指数、国房景气指数、财政赤字率、7天银行间同业拆借利率。

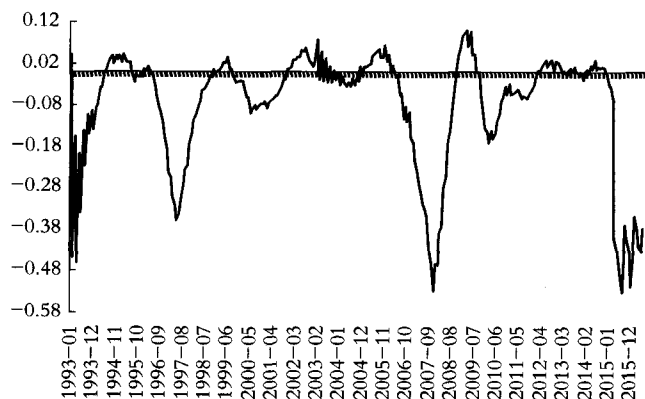


图 3(a) FCI 历史走势及预测

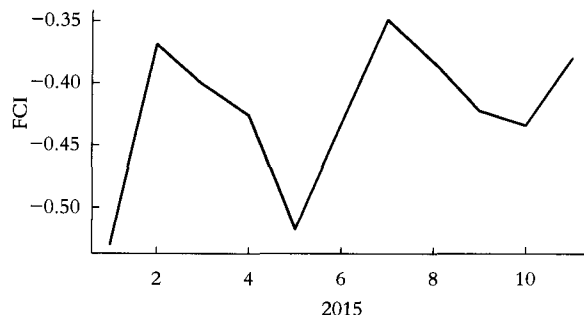


图 3(b) FCI 的向后 10 期预测

数进行向后 10 期的延伸、预测，结果如图 3 所示。预测结果表明中国金融状况下行压力不再，下行趋势不可持续，中国金融状况开始反复震荡筑底，开始连续的反复震荡式上行，这与中国放弃“大水漫灌”式的宏观总调控而采取“精耕细作”的微刺激调控方式密不可分，这也是中国金融市场及调控手段日趋成熟的表现。

三、中国金融状况趋势周期分解

通过最大特征根 LAR 检验判定合成的 FCI 具有单位根过程，符合 B-N 趋势周期分解^[3]的前提条件，可采用此方法对合成的 FCI 进行趋势周期分解，以甄别中国金融状况的短期周期波动、随机性成分及长期稳定趋势，分解结果如图 4**** 所示。

分析发现，中国长期确定性时间趋势稳定在零线附近之上，表明中国长期的金融状况平均来看“不冷

不热”，较为稳定。细究样本期内周期性成分与随机性成分发现，短期周期性成分很好地刻画了市场情绪及投资者预期，在前文提到的 3 次金融危机期间，无一例外的都出现了周期性成分高涨，与当时市场上的投资热情一致，而隐藏于这一非理性情绪及预期的背后，随机性趋势成分与其反向变动，即两大成分综合博弈的结果最终决定了中国金融状况的波动与走势，但无一例外的是随机性冲击的影响始终更为强烈，最终导致中国金融状况的走势始终与随机性趋势成分相一致，这表明，中国金融状况的变化更多是受到随机冲击的驱使。

四、政策建议

1. 甄别中国金融景气周期循环阶段特征，防范系统性金融风险

中国金融状况不仅存在着金融周期，还存在着金

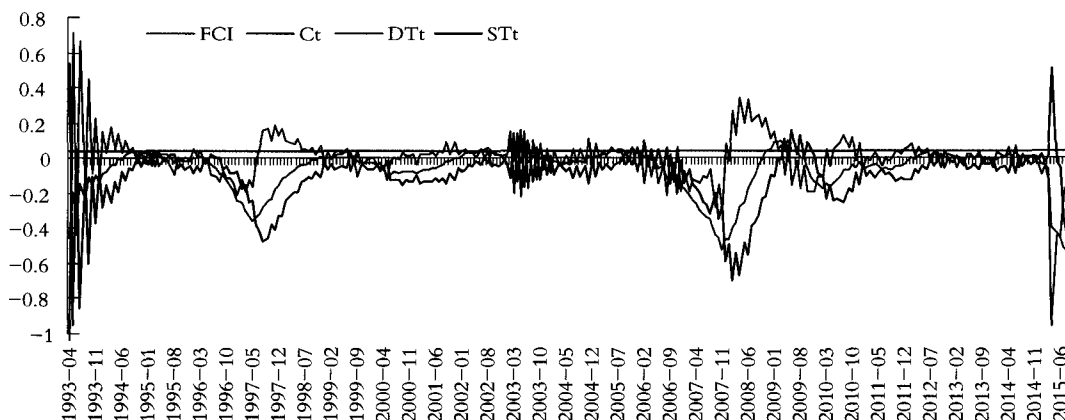


图 4 FCI 与确定性时间趋势、周期性成分、随机性趋势

**** 图中的 Ct、DTt、STt 分别表示表示周期性成分、确定性时间趋势及随机性趋势。

融周期的循环往复现象,通过合成的FCI明确中国当前处于金融景气周期循环的周期特征,针对“泡沫堆积”、“泡沫破灭”、“泡沫平复”3个阶段不同的金融周期特征制定有针对性的政策措施,才能避免政策的滞后效应,才能更好地防范系统性金融风险。

2. 判别中国金融状况趋势变化,防范实体经济剧烈波动

中国金融状况对实体经济变量及价格体系变量均具有明显的先行性及预测功能,因此,根据当前及预测的中国金融状况指数的趋势分析推断实体经济部门与价格体系变量的走势是一个可依据的大概率事件,尤其当FCI明显下行,更应当提前防范,防止实体经济

的剧烈波动与市场价格的不稳定,以免后知后觉。

3. 明晰中国金融状况波动根源,弥补应对机制的缺位

中国金融状况的剧烈波动是由于市场情绪与投资者预期非理性的大环境下,市场危机意识被严重削弱,使得随机冲击发生时市场反应总是后知后觉甚至来不及反应便已尘埃落定、脱身乏术,即随机冲击是中国金融状况波动与趋势变化的根本原因。归根结底,终究是危机识别与预警机制、危机防范与应对机制、危机监管与熔断机制等的缺位造成的,因此,在防范与应对随机冲击的过程中,完善有关应对机制,建立成熟完善的金融市场。

参考文献:

- [1] 陈守东,王妍,唐亚晖.我国金融不稳定性及其对宏观经济非对称影响分析[J].国际金融研究,2013,(6): 56-66.
- [2] Fox, E., Sudderth, E., Jordan, M. and Willsky, A., A sticky HDP-HMM with application to speaker diarization [J], Annals of Applied Statistics 5, 2011, 1020-1056.
- [3] 王少平,胡进.中国GDP的趋势周期分解与随机冲击的持久效应[J].经济研究,2009,(4): 65-76.

Periodic Fluctuation Characteristic and Trend-cycle Decomposition of China's Financial Condition

Chen Shoudong¹, Sun Yanlin², Liu Yang²

1.Center for Quantitative Economics of Jilin University, Changchun 130012

2.Business School of Jilin University, Changchun 130012

Abstract: This paper, based on FCI synthesized by RTV-DFM to analysis China's financial condition, attempted to reveal the characteristics about periodic fluctuation and long-term trends of China's financial condition and then make predictions, by trend-cycle decomposition. The study finds that FCI of this paper is a good description of China's financial condition which could be used as the leading indicator of financial economic variables, and China's financial cycle is highly consistent with the monetary policy cycle; besides, though random trends are consistent with the trend of FCI, periodic short-term fluctuations and FCI synchronous reverse change, and random shocks behind irrational market sentiment and investor expectations are the causes of the severe fluctuation of China's financial situation; lastly, the forecast shows that China's financial condition will gradually "get out of the worst, approaching the light".

Keywords: financial condition index, periodic fluctuation characteristic, trend-cycle decomposition

(责任编辑:何岸波 唐佩佩;责任译审:龚宇)