

中国信贷周期波动的新特征 及其经济增长效应分析

邓 创 赵 珂 邱晓勇

内容提要 选取中国2002年—2017年的信贷余额数据,研究中国信贷周期的波动特征以及信贷周期波动对经济增长的非线性影响机制。结果表明:(1)中国信贷运行由“长扩张短收缩”演变为“长收缩短扩张”,并呈现“强扩张弱收缩”的非对称性特征;(2)新常态以来,信贷冲击对经济增长的影响效果不及过去明显,数量型调控中介目标对经济影响的相关性和有效性明显弱化;(3)正向信贷冲击对经济增长的拉动作用比负向信贷冲击对经济增长的抑制作用明显,不同经济周期阶段下,增加信贷投放对经济增长的影响存在差异。因此,政策制定者应弱化数量型调控中介目标,依据不同经济形势制定差异化的调控政策,并引导货币政策从“大水漫灌”式的信贷投放转换为“精准滴灌”模式。

关键词 信贷周期波动 经济增长 TVP-VAR 模型

邓 创,吉林大学数量经济研究中心、吉林大学商学院教授 130012

赵 珂,吉林大学商学院数量经济学博士研究生 130012

邱晓勇,吉林大学商学院数量经济学硕士研究生 130012

一、引言

信贷投放作为货币政策调控宏观经济的重要手段之一,对经济平稳增长和金融稳定发展起着至关重要的作用。纵观中国经济发展的历史进程,改革开放以来,高速扩张的信贷规模同高速增长的经济体量并驾齐驱,信贷活动促进了储蓄向投资的转化,推升了资本配置效率,成为引领经济增长的关键力量和重要保障。然而,随着我国经济发展进入新常态,经济增速日益放缓而信贷规模依然高企,这种“重规模增长而轻结构优化”的发展战略的弊病已然凸显:一方面信贷投入对经济增长的拉动作

本文为国家自然科学基金面上基金项目“中国金融周期的波动特征、形成机理及其与经济周期的动态关联机制研究”(71873056)、教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“资本市场的系统性风险测度与防范体系构建研究”(17JZD016)、教育部人文社科重点研究基地重大项目“‘十三五’期间中国增长型经济波动态势与宏观调控模式研究”(16JJD790014)资助。

用呈现边际效用递减的规律,过度膨胀的信贷规模转化为国家财政的巨大负担,成为掣肘结构转型和经济增长的重要因素;另一方面,金融体系内部的顺周期效应加剧了市场扭曲和资源错配的风险,周期性因素放大了结构性问题,导致大量信贷资金在金融体系内部空转,中国经济或将面临资产泡沫与“流动性陷阱”的双重困局。因此,全面把握中国信贷周期的变动趋势和波动特征、重新审视并准确厘清信贷运行和经济增长相互作用的途径与机制,是有效化解经济下行周期资本约束趋紧、信用风险增加、信贷投入边际效用递减等难题的必由之路,也是引导经济“脱虚向实”、转型升级的关键途径,对我国信贷运行和经济发展的长远路径选择具有重要的理论价值和现实意义。

学术界围绕信贷运行对经济增长影响效应的探讨由来已久。首先,从理论演化的视角来看,在古典主流经济学中,上至19世纪金银本位主义代表人物李嘉图和桑顿,下到通货学派的代表人物奥弗斯通和穆勒,都认为货币和信贷在经济周期的外源性解释中起到了重要且独立的作用,并指出信贷是促成经济繁荣和萧条的重要驱动力。此后,随着信贷周期理论的发展和完善,更是从以下三个视角丰富了信贷运行与经济增长之间作用机制的研究:一是以信息经济学为理论支撑,从信贷市场的不完全性与信息不对称角度研究了经济波动的信贷观点。如Stiglitz & Weiss (1981)提出的“均衡信贷配给论”^[1]以及Bernanke & Gertler (1995)提出的“金融加速器理论”^[2]。二是基于银行信贷行为视角,表明银行行为内在的顺周期性放大了经济波动。如“灾难短视”(Guttentag & Herring, 1984)^[3]、“羊群行为”(Rajan, 1994)^[4]及“制度性记忆假说”(Berger & Udell, 2004)^[5]等。三是从银行体系风险监控的视角开展的研究,如Cavallo & Majnoni (2001)的研究表明,银行资本金的周期波动源于银行资本监管或风险监控的缺失^[6]。近年来,随着信贷周期理论的丰富和发展,国内学者也尝试将周期性现象纳入经济均衡理论体系之中,从不同角度对信贷周期进行刻画和分析:一方面,部分学者主要聚焦于信贷周期的趋势特征,并认为信贷周期整体呈现“长扩张短收缩”的运行特征(毛泽盛和王元, 2015)^[7]。另一方面,部分文献倾向于从信贷周期与经济周期的关联特性入手开展研究,如陈昆亭等(2011)指出中国信贷周期在1998年—2003年间存在较强的逆周期现象,而其它时期则表现出顺周期现象^[8];于震等(2014)发现信贷周期与经济周期存在正相关关系,表明样本期间中国信贷具有显著的顺周期效应^[9]。

其次,从实证研究的视角来看,大多数学者均基于全局视角进行论证,并产生了“促进论”和“抑制论”两种截然不同的观点:部分研究发现信贷投放对经济增长具有明显助推效果(Levine & Zer-

[1]Stiglitz J. E., Weiss A., “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, 1981, 71 (3), pp.393-410.

[2]Bernanke B. S., Gertler M., “Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Economic Perspective*, 1995, 9(4), pp.27-48.

[3]Guttentag J., Herring R., “Credit Rationing and Financial Disorder”, *Journal of Finance*, 1984, 39(5), pp.1359-1382.

[4]Rajan R. G., “Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence”, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(2), pp.399-441.

[5]Berger A. G., Udell G. F., “The Institutional Memory Hypothesis and The Procyclicality of Bank Lending Behavior”, *Journal of Financial Intermediation*, 2004, 13(4), pp.458-495.

[6]Cavallo M., Majnoni G., “Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications”, World Bank Policy Research Working Paper Series, No.2619, 2001.

[7]毛泽盛、王元:《中国信贷波动对金融系统性风险影响的实证研究》,〔北京〕《国际金融研究》2015年12期。

[8]陈昆亭、周炎、龚六堂:《信贷周期:中国经济1991—2010》,〔北京〕《国际金融研究》2011年12期。

[9]于震、张超磊、朱祚樟:《信贷周期与经济周期关联性研究:中日比较及其启示》,〔上海〕《世界经济研究》2014年12期。

vos, 1998; 章晟和李其保, 2009)^[1]; 也有研究指出信贷投放对经济增长没有明显的促进作用, 甚至会对其产生抑制效果(李连发和辛晓岱, 2012; 王伟等, 2018)^[2]。此外, 另有部分学者从不同区域、不同时期或不同经济金融运行状态出发进行论证, 提出信贷投放对经济增长具有非线性影响和时变特征(刘伟江和王虎邦, 2017)^[3]。如 Narayan & Narayan (2013) 以 65 个发展中国家的数据为样本, 研究发现全样本下信贷增长对经济增长产生了负向影响, 亚洲国家的金融发展会促进经济增长, 而其它区域的国家则未产生显著的推动作用^[4]; 杨长汉 (2017) 研究表明, 短期内信贷投放刺激了经济增长, 但长期内其刺激作用明显减弱, 且信贷增长产生的刺激效果在不同时期并非一致^[5]; 赵振全等 (2007) 研究发现, 信贷在紧缩状态下对经济波动的影响强度高于信贷在宽松状态下对经济波动的影响强度^[6]。

综上所述, 从现有研究来看, 关于中国信贷波动对经济增长影响动态的实证分析仍存在一些值得深入思考。一方面, 尽管学者围绕信贷周期的趋势特征和顺周期性展开了积极探索, 但关于信贷周期波动特征方面的研究仍相对较少, 对于其它一些波动特征诸如扩张与收缩阶段振幅、持续长度及其非对称现象、波动率等方面的研究也较为匮乏。事实上, 信贷周期的波动特征往往是判断并理解信贷运行的重要参考, 也是研究信贷运行与经济增长之间作用机制的必要基础, 因而有必要结合中国经济运行实际, 对信贷周期的波动特征进行合理刻画和系统分析。另一方面, 信贷对经济增长的影响机制极为复杂, 尽管国内外学者都针对信贷运行与经济增长之间的作用机制开展了大量实证研究, 但所得结果因考察样本、研究方法、研究视角的不同而存在显著差异, 考虑到现实中不断变化的经济结构、信贷运行环境等因素对这一机制的影响, 有必要从时变性、非对称性、状态相依性等多个方面对其展开研究, 并从信贷周期与经济增长的不同阶段全面探究信贷对经济增长的非线性影响机制。鉴于此, 作为对现有研究的有益补充, 本文以中国 2002 年—2017 年的信贷余额作为研究样本, 拟首先对中国信贷周期波动态势进行系统刻画, 并重点考察了信贷周期不同阶段的结构性变动特征; 进一步地, 从时变性、非对称性及状态相依性三个方面研究信贷周期波动对经济增长的非线性影响机制, 并聚焦于不同周期阶段下信贷波动对经济增长影响机制的深层次转变, 最后结合实证研究结果, 提出相关政策建议。

二、中国信贷周期的波动特征及其与经济景气的关联动态

为了更为直观且系统地刻画信贷周期的运行规律, 并初步探讨信贷运行与经济景气之间的关联特征, 本文将通过转折点识别和阶段划分着重研究中国信贷周期的波动特征, 并进一步开展其与经济景气间的相关性分析, 以期深入揭示两者间关联的演变路径, 为后文研究信贷周期波动对经济

[1]Levine R., Zervos S., "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, 1998, 88(3), pp.537-558.

[2]章晟、李其保:《信贷规模对经济增长与物价变动影响的实证分析》, [北京]《财贸经济》2009年12期。

[3]李连发、辛晓岱:《银行信贷、经济周期与货币政策调控: 1984—2011》, [北京]《经济研究》2012年3期。

[4]王伟、杨娇辉、汪玲:《金融竞争力、信贷过度扩张与经济增长》, [天津]《管理科学学报》2018年1期。

[5]刘伟江、王虎邦:《供给侧结构性改革下融资结构对实体经济发展的空间效应分析》, [吉林]《数量经济研究》2017年12期。

[6]Narayan P. K., Narayan S., "The Short-run Relationship between The Financial System and Economic Growth: New Evidence from Regional Panels", *International Review of Financial Analysis*, 2013, 29(5), pp.70-78.

[7]杨长汉:《信贷投放、固定资产投资与经济增长》, [北京]《宏观经济研究》2017年5期。

[8]赵振全、于震、刘森:《金融加速器效应在中国存在吗?》, [北京]《经济研究》2007年6期。

增长的非线性影响机制奠定基础。

1. 中国信贷周期的转折点识别与波动特征分析

采用中国2002年1月—2017年12月的国内信贷余额数据作为样本,通过H-P滤波取其循环成分以得到对信贷周期波动态势的初步判断。如图1所示,整个样本期间大致存在4个完整的信贷周期,由于受到2008年全球金融危机的冲击影响,导致第二个周期的波动幅度呈现出较为显著的变化。为更加清晰客观地考察中国信贷周期的波动特征,本文利



图1 中国信贷余额的循环成分

表1 中国信贷周期的转折点识别与阶段划分结果

收缩阶段	持续期	振幅	坡度	波动率	扩张阶段	持续期	振幅	坡度	波动率
2003.10—2004.08	10	-0.0386	-0.0039	0.0108	2004.08—2007.12	40	0.015	0.0004	0.0067
2007.12—2008.11	11	-0.0673	-0.0061	0.0218	2008.11—2009.11	12	0.0926	0.0077	0.0324
2009.11—2011.09	22	-0.0452	-0.0021	0.0121	2011.09—2012.09	12	0.0175	0.0015	0.0045
2012.09—2014.11	26	-0.0365	-0.0014	0.0092	2014.11—2016.05	18	0.0599	0.0032	0.0188
平均值	17.25	-0.0469	-0.0034	0.0135	平均值	20.5	0.0463	0.0032	0.0156

注:文中转折点取自最少15个月时窗内的局部最大值或最小值,且任意阶段的持续期至少为6个月。

用Bry & Boschan(1971)^[1]提出的BB算法识别信贷周期的转折点,并进一步对各信贷周期阶段进行系统划分(见表1)。

从表中的阶段划分结果可以看出,中国的信贷运行共经历了4轮完整的信贷周期,大致呈现出3年左右为一阶段的周期性变动规律,并且信贷收缩和扩张阶段的运行趋势表现出显著差异。首先,从时间历程的纵向比较而言,信贷收缩阶段的持续期稳步延长,而扩张阶段的持续期则急剧缩短,中国信贷周期已由过去的“长扩张短收缩”演变为“长收缩短扩张”的运行态势;其次,扩张阶段的波动率稍大于收缩阶段,其中2007年12月—2008年11月与2008年11月—2009年11月两个阶段的波动率显著大于其它阶段,说明在2008年金融危机期间,中国信贷运行波动程度较强。这种结构性转变出现的可能原因是全球金融危机影响下的经济金融形势变迁以及国内政策导向转变下的银行信贷管理改革:2008年金融危机爆发前,由于国内经济在遭遇亚洲金融风暴后的强势复苏以及中国加入世贸组织后的外贸拉动,我国商业银行之间的竞争加剧,普遍积极开展放贷措施以稀释不良资产,因此我国信贷周期呈现出长期持续的扩张势头,整体表现出“长扩张短收缩”的运行态势;全球金融危机的破坏性危害导致信贷增速呈现断崖式下跌,而2009年表现出的信贷迅猛扩张则有赖于政府为应对金融危机所实施的4万亿救市计划和一系列“双松”政策,在此期间,信贷扩张周期的持续期缩短,信贷周期整体呈现出显著的“倒V型”趋势;为防止经济再次出现大起大落,政府开始重视宏观调控政策的局部着力和预调微调功能,并明确提出要“构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”,后金融危机时期的信贷收缩周期相对放缓;随着2012年中国经济步入减速换挡、结构调整和动力转换的“新常态”,金融体系改革和宏观经济调控逐渐进入修复调整期,信贷扩张阶段的持续期呈现出缩短的趋势,为了规避信贷规模的持续过度扩张可能带来的潜在风险积聚和资产泡沫破灭,因而中国信贷周期整体表现出由“长扩张短收缩”演变为“长收缩短扩张”的趋势。

此外,结合各阶段信贷增速的极值点来看,四次扩张阶段信贷增速最高水平分别达18.19%、

[1]Bry G., Boschan C., “Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs”, NBER Working Paper, No.20, 1971.

33.4%、19.31%、25.7%，四次收缩阶段信贷增速最低分别为9.3%、10.5%、15.3%、14.9%。整体而言，除2003年10月—2004年8月外，其余收缩阶段的最低增速水平均处于10%以上，低于中位数水平（16.8%）不多；但扩张阶段的最高增速水平却高出中位数水平很多。这表明在中国信贷运行的扩张和收缩阶段中，其相对信贷增速水平具有非对称性，即信贷运行呈现出“强扩张弱收缩”的特征。究其原因，这或许是由于信贷作为中国当下各经济主体最主要的融资渠道，对其保持高度依赖是中国经济发展进程中的客观现实。当经济滑坡出现，国家往往依靠巨额信贷投放拉动经济迈出低谷，信贷运行相应呈现“强扩张”特征；而银行信贷的高速增长也加剧了项目贷款的“倒逼”机制，银行为了先期资产投资的安全不得不动的进行后续资金的投入，因为一旦经济增长速度放缓，就会形成更多的不良资产，因而即使当经济过热，需动用信贷调控为经济降温时，国家在宏观调控中亦不会大幅收缩信贷规模，并且中国银行业现行盈利模式相对单一，以存贷款利差收入为主，逐利本性使其存在强烈的放贷意愿，因此对应时期信贷运行则呈现“弱收缩”特征。

2. 中国信贷周期与经济景气的关联特征分析

基于上文对信贷周期波动特征的系统刻画，本文将进一步对信贷周期与经济景气的关联动态进行分析，形成信贷周期与经济大致关系的初步印象，为后文的拓展研究提供依据。在此利用STATA软件计算信贷周期循环成分与景气一致指数的固定时窗滚动相关系数，并分析两者间的关联动态。为防止相关系数的计算受不同阶段的干扰，结合信贷周期与经济周期大致是3年~4年的结果，将时窗长度设为48个月，如此既能较为全面地反映信贷周期与经济景气的关联动态，又规避了原始时间序列过短所致的动态趋势表现不充分的问题，测算所得信贷周期与经济景气的相关系数结果见图2。

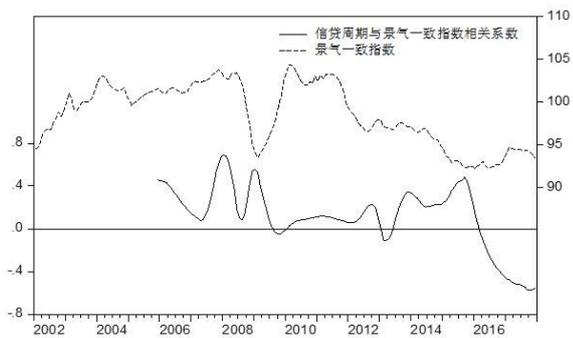


图2 中国信贷周期与经济景气的关联动态

据图2可知，中国信贷周期与经济景气的相关性存在明显的时变特征。具体而言，2002年以来，随着银行信贷大量投放于房地产、水泥、钢铁等行业和政府部门，中国固定资产投资高速增长，经济景气在此之后一段时期不断提升，高涨的投资需求使能源和原材料价格大幅上涨，通货膨胀率高企。此后，为了控制信贷投放，为经济过热降温，国家采取相对紧缩的宏观调控政策，进而导致在2006年至2007年间信贷周期与经济景气的相关性逐渐下降。此后随着通胀降低，国家逐步放松对信贷投放的限制，使得二者的相关系数有所回升。2008年全球金融危机对中国经济造成巨大冲击，经济形势持续陷入低迷状态，国家紧急出台4万亿经济刺激计划，投放近10万亿元新增贷款，使此期间信贷增速陡然上升，并降低了信贷周期与经济景气的相关性。在强劲的经济刺激计划下，经济景气指数稳步回升，两者的相关性也从2009年末逐渐上升。在上述历史时期，信贷周期与经济景气的相关系数几乎都呈现出交叠往复的趋势，其信贷增长的动力往往都来自于政府的投资拉动，此时经济增速随之推升，信贷周期与经济景气的相关系数普遍呈现出上升态势，而一旦投资过热导致信贷过度扩张，则会陷入紧缩的宏观调控之中，此时二者之间的相关系数则会表现出明显下跌。然而随着中国经济步入新常态，信贷周期与经济景气的相关系数逐渐于低位徘徊，其间虽有所回升，但很快两者间的相关系数开始趋势性走低并产生负相关关系。特别是2014年以来，信贷周期与景气一致指数的相关性陡然下跌，整体信贷的稳步扩张与经济景气的持续下行趋势形成鲜明对比，这意味着，虽然目前市场投资情绪有所提振，然而信贷扩张对经济增长的刺激效果却十分有

限,以信贷调控为主的货币政策数量型调控中介目标对经济影响的相关性已经出现减弱趋势,这其中信贷资源错配可能是抑制经济高效、稳健发展的重要因素。这就需要我们更加重视近年来信贷周期与经济景气之间的逆向变动趋势,合理控制和引导信贷资金的规模和流向,在维持经济平稳运行的同时防范金融风险的积聚和爆发。

总的来说,中国早期发展中制约经济增长的主要稀缺因素是货币资金,国家对商业银行施以隐形担保,借此鼓励居民部门储蓄,将社会资金集中于银行部门,通过信贷高速扩张向企业部门注入大量资金,推动企业投资快速增长,从而推动经济景气上升,信贷周期与经济景气间的相关性较强。而步入新常态以来,中国经济景气指数下行趋势明显,经济结构面临极大调整压力,信贷周期与经济景气的相关性不如过去明显。而信贷周期与经济景气之间相关性的变动趋势则表明信贷周期波动对经济增长的影响机制呈现出显著的时变动态,经济金融运行环境、国家政策等因素均能使该影响机制产生转变。值得深究的是,新常态以来两者间的相关性不断走低甚至为负,这是否意味着信贷周期波动对经济增长的影响机制在这一阶段产生了明显变化,过去通过大规模投放信贷以拉动经济增长的发展模式现阶段是否仍然行之有效?以信贷调控为主的货币政策数量型调控中介目标对经济增长影响的有效性如何?为解释以上问题,本文将进一步考察信贷周期波动对经济增长的非线性影响机制,以期更加深入地理解新时期信贷与经济运行环境的转变,为提升宏观经济调控与信贷政策的实施效果提供参考。

三、中国信贷周期波动对经济增长的非线性影响机制

自中国经济进入新常态以来,信贷周期与经济景气走势的背离反映出当前信贷投放对经济增长的影响机制相较于以往发生了明显变动。这就要求在研究信贷波动与经济增长的关系时,在观察两者速度运行相关性的基础上,进一步厘清信贷运行与经济增长相互作用的途径与机制。为此,拟从时变性、非对称性及状态相依性三个维度考察信贷周期波动对经济增长的非线性影响机制,以期发现新常态下经济与信贷运行的深层转变,为新时期中国宏观经济调控政策的制定及信贷政策的有效实施提供建议。

1. 信贷周期波动对经济增长的时变影响及其非对称性特征

随着中国金融改革措施的持续推进和宏观经济结构的动态变迁,经济政策、经济结构及金融体系运行环境等因素时刻发生着变化,从时变发展的视角考量信贷周期波动对经济增长的影响机制将更具现实意义。为此,本文选用时变参数向量自回归(TVP-VAR)模型,并借助贝叶斯推断下的马尔科夫蒙特卡洛(MCMC)方法进行估计(邓创和席旭文,2013)^[1]。该模型作为一种扩展的向量自回归模型,可以放松对系数和扰动项方差非时变的约束,并克服传统的固定系数模型存在的检验偏差,有效捕捉系统中的结构性突变和非线性特征,从而有助于更准确地考察信贷周期波动对经济增长的时变影响动态。

为了更加清晰地考察信贷周期波动对经济增长的时变影响及其非对称性特征,将信贷余额H-P滤波所得循环成分序列划分成 $CRE_t^+ = MAX(CRE_t, 0)$ 及 $CRE_t^- = -MIN(CRE_t, 0)$ 两个子序列,分别表示信贷的扩张和收缩两种状态, $CRE_t^+(CRE_t^-)$ 越大说明信贷扩张(收缩)的程度越大,将其连同经济增长构建三变量TVP-VAR模型,并在MATLAB7.0中完成了模型的参数估计,运用时变脉冲响应函数模拟出信贷周期波动中的正向与负向信贷冲击对经济增长的时变影响。为观测不同信贷运行情况中

[1]邓创、席旭文:《中美货币政策外溢效应的时变特征研究》,〔北京〕《国际金融研究》2013年9期。

的影响差异,选取2003年第3季度、2009年第1季度和2016年第1季度作为正向信贷冲击的观测时点,并就近选取2005年第2季度、2008年第3季度、2014年第1季度作为负向信贷冲击的观测时点。这些代表性时点的选取关注了信贷序列自身的取值情况,即一段时期内信贷运行相对宽松时考察正向信贷冲击的影响,信贷运行相对紧缩时考察负向信贷冲击的影响。

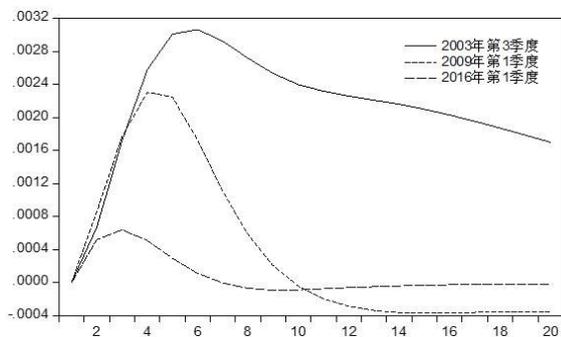


图3 正向信贷冲击对经济增长的影响

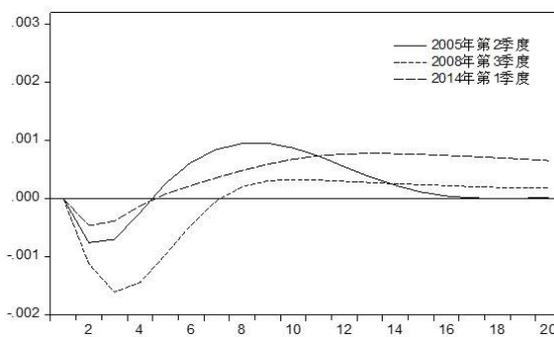


图4 负向信贷冲击对经济增长的影响

图3和图4分别描述了不同时点下正向和负向信贷冲击对经济增长的影响。从图中可以看到,所选取时点中的正向(负向)信贷冲击在一开始均对经济增长产生了正向(负向)的冲击影响,相比之下,正向冲击达到最大影响的时滞较负向冲击更长,并且正向冲击影响的程度也相对较大。这意味着正向与负向信贷冲击对经济增长的影响具有非对称性,信贷扩张对经济的拉动作用要比信贷收缩对经济的抑制作用明显,产生这一结果的原因与前文所述中国信贷运行存在“强扩张弱收缩”的非对称性特征相吻合。值得注意的是,不同时点下的信贷冲击对经济增长的影响存在较大的差异,其中,2003年第3季度的信贷扩张冲击对经济增长的拉动作用最强且持续期最长,其原因可能在于,本世纪初,中国经济逐渐走出亚洲金融风暴的冲击,摆脱了持续低速运行的局面并呈现出稳步趋好的变化态势;而2008年第3季度信贷收缩冲击对经济增长的抑制作用最为显著且持续期最长,这说明在2008年危机期间,为降低因不良贷款攀升所带来的风险,商业银行纷纷缩减信贷投放,这一群体行为对经济增长产生了巨大压力。

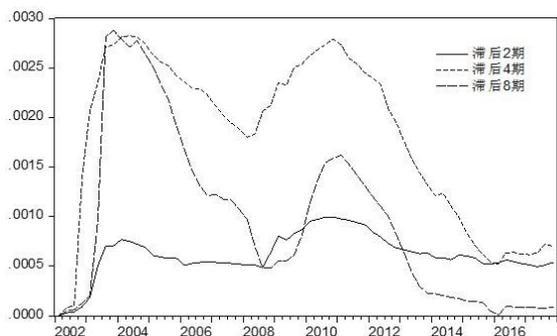


图5 经济增长对正向信贷冲击的响应

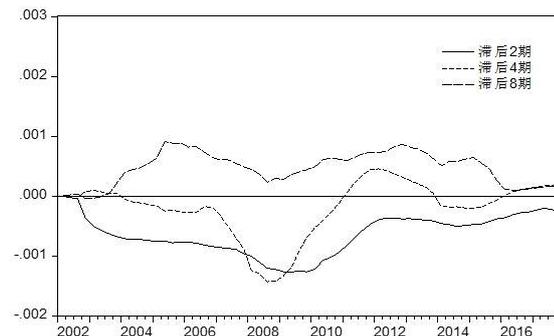


图6 经济增长对负向信贷冲击的响应

为进一步考察样本期内信贷周期波动对经济增长的时变影响,分别在图5和图6中绘制了不同滞后期下经济增长对正向、负向信贷冲击的脉冲响应函数。通过对比可以发现,正向信贷冲击对经济增长的影响程度在多数时期都强于负向冲击对经济增长的影响程度,负向信贷冲击对经济增长的影响迅速凸显,影响程度随时间推移而减小;而正向信贷冲击对经济增长产生影响的速度相对较慢,影响程度随时间推移先增强后下降。这表明信贷扩张冲击对经济增长的拉动效果具有一定的时滞性,而信贷收缩冲击对经济增长的抑制效果则表现得相对迅速,这也反映出正向与负向信贷冲

击对经济增长的非对称性影响效果。

值得关注的是,图3和图4中,2016年第1季度经济增长对正向信贷冲击的响应程度与2014年第1季度经济增长对负向信贷冲击的响应程度均不如其余时点明显,响应的持续期亦相对较短;且图5和图6也显示中国经济进入新常态以来,信贷冲击对经济增长的影响程度要弱于其它时期。这其中可能的原因如下:其一,过去中国经济体量低、社会资金短缺,因此在很长一段时期内,大规模信贷投放、粗放式的资金支持对中国经济产生了显著的推动效果,且每年大量的新增贷款使信贷占整个经济的比重持续攀升,致使信贷对经济的边际影响递减。而在中国供给侧结构性改革进程中,各种资本密集型产业如房地产开发、钢铁等行业在经济增长中占据的地位相对弱化,第三产业在经济中的比重不断上升,技术进步也逐渐凸显其对经济的推动效果,因此,经济结构的“轻型化”实际上降低了其对信贷资金的依赖。这说明当下中国经济逐渐从数量增长模式向质量发展模式转变,过去依靠信贷资金“大水漫灌”的粗放经济增长模式现今已不再适用。其二,中国加入世界贸易组织(WTO)以来,外汇占款渠道在基础货币创造中长期保持很高比重,在此渠道下,外汇发挥着“信号”功能,一定程度上保证了资金配置的有效性。但2010年之后,外汇占款渠道在基础货币创造中的占比大幅下降,央行转而以中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)等再贷款工具投放基础货币。再贷款渠道相对于外汇占款渠道而言,资金配置的效率高度依赖于央行和商业银行对经济主体的效率识别能力。高效的投放需要央行及商业银行掌握充分的信息并精准预判未来的形势,信息缺失或效率识别能力不足都将降低资金配置效率,进而降低信贷对经济增长影响的有效性。因此,在信贷冲击对经济增长的影响效果趋弱的新常态下,以信贷调控为主的货币政策数量型调控中介目标对经济增长影响的有效性明显弱化。

以上结果表明,中国信贷周期波动对经济增长的影响程度及持续期在不同时点、不同经济形势中的表现形式存在差异。为更加清晰地刻画在不同经济周期形势中信贷周期波动对经济增长的影响特征,进一步深入探究信贷周期波动对经济增长影响的状态相依性。

2. 信贷周期波动对经济增长影响的状态相依性特征

为检验信贷周期波动对经济增长影响的状态相依性,进一步对经济周期的各个阶段进行了划分,并利用 Harding & Pagan (2002)提出的 BBQ 算法识别经济周期内的转折点^[1](见表2)。

从表中的阶段划分结果可以看出,样本期内约存三轮完整的经济周期,扩张阶段的长度维持于8-9个季度,而收缩阶段的长度变动较大。以2010年为分界点来看,在此之前收缩阶段的长度是5-7个季度,短于与之相对的扩张阶段;在此之后则跃升至18个季度,明显长于与之相对的扩张阶段。这反映出新常态后中国经济发展态势发生了变化。过去依靠房地产、大规模基建措施推动经济持续高速增长,使经济收缩阶段得以很快结束。而由数量增长向质量发展的转变中,经济增长对高资本消耗型产业的依赖程度降低,复苏的步伐有所放缓,因此收缩长度趋于更长。进一步地,将经济增长序列拆分成扩张和收缩阶段的两个子序列,并分别与其同期信贷序列建立 VAR

表2 经济周期的转折点识别与阶段划分结果

波谷	波峰	波谷	扩张长度	收缩长度	周期长度
2002Q1	2004Q2	2005Q3	9	5	14
2005Q3	2007Q3	2009Q2	8	7	15
2009Q2	2011Q2	2015Q4	8	18	26
2015Q4	2017Q3	-	-	-	-

注:文中转折点取自最少5个季度时窗内的局部最大值或最小值,且任意阶段的持续期长于2个季度。

[1]Harding D., Pagan A. R., “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, 2002, 49(2), pp.365-381.

模型进行估计,经济扩张阶段和收缩阶段下经济增长对信贷冲击的响应结果如图7所示。

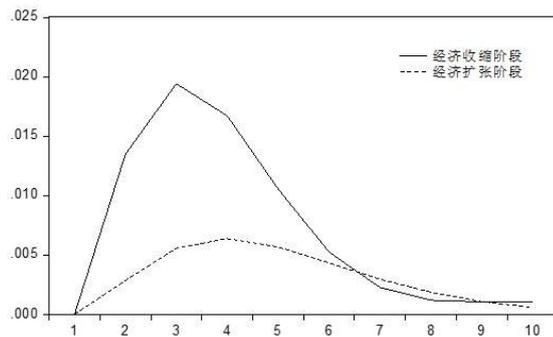


图7 不同阶段下经济增长对信贷冲击的响应

从图7中可以看出,无论是经济扩张阶段抑或经济收缩阶段,信贷投放均对经济增长产生了正向影响,且信贷投放对经济增长影响的持续期大致是6个季度,但相较而言,扩大信贷规模在经济收缩阶段对经济增长起到的拉动作用要强于在经济扩张阶段对经济增长起到的提升作用,且达其最强效果的时间也更短。这说明

信贷周期波动对经济增长的影响存在状态相依性,扩大信贷规模确实能对经济增长起到正向影响作用,但在不同经济周期阶段中其影响作用存在差异。产生该结果的原因可能与中国政府逆周期的调控措施紧密相关:一方面,在经济扩张阶段,商业银行资产状况得以改善,其进一步扩大信贷规模的意愿增强,但持续高额的信贷投放却易催生经济过热,因而国家出于逆周期调控的考虑,往往会在经济过热时控制信贷规模,提高商业银行监管资本水平,这样既遏制了经济进一步高涨;另一方面,在经济收缩阶段,国家为防止经济持续低迷,往往会通过宽松的信贷政策鼓励商业银行放贷,推动企业加大投资,进而尽快拉动经济复苏。这与中国经济的运行情况也较为吻合。这些逆周期调控措施使信贷周期波动对经济增长的影响具有了状态相依性,因此国家在不同经济周期阶段中采用差异化的信贷调控政策,实际上规避了信贷顺周期效应可能造成的经济扩张(收缩)阶段经济的加速高涨(衰退),在未来经济发展中延续这一做法对保持中国经济的平稳运行具有非常重要的现实意义。

将全样本下所得结论“增加信贷投放在经济收缩阶段对经济增长产生的拉动效果要比在经济扩张阶段对经济增长产生的抬升效果更明显”同经济周期转折点的识别结果相联系,2010年之前经济收缩阶段的持续期短于扩张阶段的持续期,表明在2010年之前,全样本结果的表现效果非常明显,在经济收缩阶段与经济扩张阶段增加信贷投放所呈现的非对称效果使经济收缩阶段的持续期相对缩短,因而出现经济周期“长扩张短收缩”的非对称特征。但2010年之后,经济周期呈现的“短扩张长收缩”特征却与该结果相违背,表明全样本结果在这段时期并不成立,增加信贷投放的拉动效果(经济收缩阶段)并不比抬升效果(经济扩张阶段)更明显。这就进一步证明中国经济进入新常态之后,信贷冲击对经济增长产生的影响效果不及过去明显。现阶段国家的信贷政策更多地向精准扶贫、乡村振兴和绿色发展等方向倾斜,如将绿色信贷业绩考核纳入宏观审慎评估体系(MPA)考核指标,这表明国家越来越重视信贷在一些国民重点领域、公共事业上的作用。这一转变短期看来似乎较难对经济增长产生显而易见的提振效果,但实际上对中国的经济结构改善具有重要意义。以上分析说明,过去“大水漫灌”式的信贷扩张对中国经济一次次摆脱阴霾所起的效果十分显著,但若仍将此模式应用于中国新经济态势之中,或许收效甚微。当经济步入低谷,高速信贷扩张实际上难以再对经济起到实质性的提振效果,反而可能引发潜在的通胀恶果。因此,新时期更应注重的是经济的“质”而非“量”,只有深入探寻经济新的长效增长引擎,改善经济结构体系,才能根本提高经济对抗下行风险的能力,亦是经济衰退时卓有成效的复苏渠道。

四、结论与政策建议

本文选取中国2002—2017年的国内信贷余额、景气一致指数与经济增长数据,运用BB算法测

度了信贷周期波动特征,并通过固定时窗的滚动相关系数对信贷周期与经济景气的关联动态开展了研究。结果表明:(1)中国信贷运行过程由“长扩张短收缩”演变为“长收缩短扩张”特征,并呈现“强扩张弱收缩”的非对称性特征;(2)信贷周期与经济景气间存在时变的相关性,新常态阶段以信贷调控为主的货币政策数量型调控中介目标对经济影响的相关性已下降。

进一步地,本文从时变性、非对称性和状态相依性等不同方面深入考察了信贷周期波动对经济增长的非线性影响机制。实证结果表明:(1)信贷周期波动对经济增长存在时变影响,中国经济步入新常态后信贷冲击对经济增长的影响效果不及过去明显,以信贷调控为主的货币政策数量型调控中介目标对经济增长影响的有效性明显弱化,这同中国经济发展模式产生转变相关。(2)正向、负向信贷冲击对经济增长产生了非对称的影响,正向信贷冲击对经济增长的拉动作用比负向信贷冲击对经济增长的抑制作用明显;在经济周期的不同阶段,增加信贷投放对经济增长所起的作用并非一致。针对以上实证探究结果,本文可以得到如下政策启示。

第一,在信贷冲击对经济增长的影响效果不及过去明显、货币政策数量型调控中介目标对经济影响的相关性和有效性明显弱化的情况下,继续维持以数量调控为主的货币政策框架的基础已不复存在,因此政策制定者应考虑弱化信贷增速、M2等数量调控中介目标,并用一些其它调控目标加以替代。

第二,在实际宏观经济及信贷调控中,也要考虑到正、负向信贷冲击对经济增长产生的非对称影响以及不同经济周期阶段增加信贷投放对经济增长产生的差异性作用。政策制定者应审时度势,延续逆经济周期调控措施,依据不同经济形势制定差异化的信贷政策。在经济扩张期,银行对风险较为漠视而对利润偏好较强,此时高速信贷扩张对经济增长的抬升效果有限,反而可能造成风险积聚,高企的不良贷款率会对银行体系造成剧烈冲击。因此该阶段应提升银行监管资本水平,抑制银行信贷过度扩张,并为潜在的经济下行做好应对准备,达到“以丰补歉”作用。而在经济收缩期,由于对风险的过度恐慌,银行易“惜贷”,高度紧缺的资金支持使经济摆脱衰退阴影困难重重。因此该阶段应鼓励银行向经济释放流动性,加速经济复苏。以宏观审慎评估体系为例,提高其指标灵活度与前瞻性十分必要,经济扩张期监管者可适当提高考核指标的监管水平,并预留缓冲期保证政策平稳落地而不引起市场强烈反应,经济收缩期可适度放松考核标准。如此,一者起到督促银行稳健经营、降低金融风险的效果;二者也起到了通过监管渠道减缓经济周期波动的作用。

第三,当前中国经济增长正向内涵式、高质量发展方向转变,粗放式的、“大水漫灌”式的信贷投放现今不再符合中国现状。因此银行业为切实提升服务实体经济的质效,也应当转变信贷投放理念,将过去“大水漫灌”式的信贷投放模式切换到“精准滴灌”模式,提升信贷资金利用效率,对于社会资金不愿涉足的国民经济重点领域、社会事业及薄弱环节,充分发挥开发性金融机构对信贷资金的引领作用,关键时候动用结构性工具为调整经济结构起到辅助功能。

[责任编辑:如 新]