

金融体系的顺周期性问题的解读

黄飞鸣*

摘要: 在信息不对称性和金融市场不完善条件下,金融体系自身具有顺周期变化的特点。金融加速器机制、《巴塞尔协议》的资本约束监管机制以及金融机构自身的行为都会导致信贷供给更为严重的顺周期性,并放大经济冲击、影响宏观政策的效果。而以美国为核心的“金融资本主义”模式进一步加重了金融体系的顺周期性。因此,对金融体系的顺周期性问题的相关研究成果值得梳理和借鉴。

关键词: 金融体系 顺周期性 金融加速器 巴塞尔协议

目前,席卷全球的金融危机促使人们重新审视诸多重大的问题,金融体系的顺周期性问题就是其一。与历史上历次重大金融危机相似的是,在危机发生前的经济景气阶段,商业银行等信贷机构都存在以信贷扩张和信贷条件放松、杠杆化经营为特征的过度风险承担(risk-taking)行为。这是内生于金融体系的所有金融危机的共性。研究表明,金融危机根源于危机前经济金融状况良好时的过度信贷扩张和风险承担。在经济景气时段,这种过度状况往往被强劲有力的经济增长所掩饰。当经济运行到难以承受这种过度的信贷扩张和风险承担时,其对金融、经济的巨大杀伤力就充分显现出来,导致金融动荡、经济恶化,直至经济衰退。这使金融系统呈现显著的顺周期性(Procyclicality)特征。近期,金融稳定委员会发布了解决金融体系顺周期性的报告,重点讨论资本监管的顺周期性。因此,本文对金融体系的顺周期性问题进行文献梳理,以期从中汲取经验和教训。

一、金融体系的顺周期性特征

金融系统是顺周期性的(Pro-cyclical),直观的表现就是银行信贷总量和新债券的发行在经济繁荣时都会比衰退时增长得多(Amato and Furfine, 2004)。但是金融体系的顺周期性更多地表现为银行信贷的顺周期性,即商业银行通过信贷活动推动经济周期的形成和加剧经济的周期性波动。

对信贷活动与经济周期的研究由来已久, Hayek (1929)认为经济周期的根源在于信贷变动引起的投资变动。银行信贷的扩张刺激了投资,一旦银行停止信贷扩张,经济就会由于缺乏资本而爆发危机。Hayek的理论宣告了信贷周期理论的正式形成。此后, Friedman和 Schawartz (1963)揭示了货币信贷市场的稳定与经济的稳定增长是高度相关的,货币供给变动往往是经济波动的原因所在。Lucas (1977)深化了他们的研究,试图在理性预期的基础上把经济的周期波动与追求利益最大化的个体行为统一起来,以求建立宏微观分析内在一致的逻辑基础。Minsky (1992)的金融脆弱性假说(Financial Instability Hypothesis)进一步明确了金融因素在资本主义经济繁荣与低迷的长期波动中的作用,也揭示了金融体系的顺周期性现象。他指出,由于资本主义制度本身的缺陷,金融体系具有内在的脆弱性;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;私人信用创造机构(特别是商业银行)的内在特征将使其经历周期性的危机和破产浪潮,这种困境被传递到经济的各个组成部分,实体经济将会为此付出沉重的代价,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,就会产生宏观经济的动荡和危机。

* 黄飞鸣,厦门大学经济学院,邮政编码:361005,电子信箱:feimhuang@gmail.com。

本文系国家社科基金重大项目“扩大国内需求的宏观经济政策研究”(08&ZD034)、教育部人文社科基地重大项目“我国货币政策的区域经济效应研究”(08JJD790136)和教育部人文社会科学研究基金项目“兼顾通胀稳定和资产价格稳定的货币政策目标规则研究”(09YJC790187)的阶段成果。

金融市场是一个因普遍存在信息不对称性而不完善的市场,信贷市场尤其如此。银行以风险资产的价值作为抵押,当资产的价格波动时,就会通过两种途径影响银行信贷的供给:一是通过直接影响抵押物价值,二是通过对银行的资产质量和银行资本产生影响,进而影响到银行的贷款供给能力。在风险资产价格上涨时,银行愿意提供更多的抵押贷款,从而导致信贷扩张。投资者利用从银行借来的资金投资于风险资产,当投资收益高时,他们获得较高的回报,当投资收益低时,他们的风险却限于拖欠贷款、抛弃抵押物来避免进一步的损失。基于此,投资者只关心收益的增加,从而导致投资者高估资产价格,这就会造成风险与收益的不对称(Jensen and Meckling, 1976)。在不确定性条件下,风险与收益不对称会发生风险转移现象。风险转移能够导致资产定价超过它的基础价值,从而引起过度投资;而对风险资产的过度投资又会不断推高资产的价格,从而导致资产价格泡沫的形成(Allen and Gale, 2000)。在经济上升期,获取贷款越容易,资产价格越高,以这些高价的资产作为抵押品再获取更多的贷款;反之则反是。这种周期性是金融系统固有的一种常态,金融系统具有潜在的倾向使金融持续、显著地偏离长期均衡也即金融失衡,随后以金融动荡和金融危机的方式释放金融失衡,从而导致金融过度的繁荣和萧条。金融系统的这种周期性特征在金融市场上表现为信贷和资产价格的“高涨-萧条周期”(boom - bust cycles)(Soros, 1987; Bordo and Jeanne, 2002)。Borio等人(2001)研究表明,人们对风险的认知、风险承担意愿等都会随经济波动而变化。存贷差、资产价格、银行内部风险评级以及诸如贷款预期损失的会计测算都是顺周期性的,在与实体经济的运行相互作用下,加速放大了经济波动(White, 2006)。根据Borio等(2001)的实证分析,在经济周期的运行过程中,商业银行的放贷行为具有显著的顺周期性。在经济复苏期,私人部门贷款总额与GDP之比显著上升,而在经济衰退期通常会下降。在信息不对称性和信贷市场不完善条件下,金融加速器原理进一步加剧了这种顺周期性;1980年代末出台的《巴塞尔协议》资本框架,其资本监管、资本约束客观上带来了银行信贷的亲经济周期;在有限理性和市场不完全有效条件下,银行信贷决策的短视、从众、竞争等行为也会加大信贷周期的波动。此外,美国的“金融资本主义”模式催生了金融体系的过度顺周期性。

二、金融加速器原理的顺周期性作用

在现实中,信息不对称的存在给风险和收益带来了不确定性。就信贷市场而言,由于信息不对称以及由此导致的逆向选择、道德风险或监督成本的存在,信贷市场具有其特殊性,银行在融资市场上实行信贷配给政策,对投资者的融资进行约束。Jaffee和Russell(1976)、Stiglitz和Weiss(1981)分别揭示了两种类型的信贷市场信贷配给现象。其中Stiglitz和Weiss(1981)揭示的信贷配给更为盛行,即银行发放贷款往往要求借款人提供一定数量的抵押物。很多经济现象及研究都表明商业银行在信贷活动中带有明显的顺周期性,Horváth-Katalin和Mérő-Balázs Zsánboki(2002)指出,这种顺周期特性源自借贷双方的信息不对称。Bemanke和Gertler(1986)首先提出了信贷市场对宏观经济波动的放大作用。在一个内生的新古典商业周期动态模型中,他们认为由于信息的不对称,借方清偿能力的变化能启动和放大经济周期。Bemanke和Blinder(1988)将贷款供求函数引入经典的IS-LM模型,构建了含有货币渠道和信贷渠道的关于信贷市场均衡的宏观经济模型,即CC-LM模型。Bemanke和Gertler(1989)对真实经济周期模型(RBC)进行了修正,提出了货币政策的资产负债表渠道(balance-sheet channel)。认为企业的投资水平依赖于其资产负债表状况:较高的现金流量和资产净值对投资有直接或者间接的正面影响,直接影响是增加了内部融资的来源,间接影响是提供了更多的抵押品而降低了外部融资成本,并且这个成本是反经济周期变化的。当企业受到经济中的正向冲击或负向冲击后,其净值随之升高或降低,经由信贷市场的作用会将这种冲击对经济的影响放大。这样引起利率上升和实体经济下滑的货币紧缩政策会导致包括代理成本在内的企业的融资成本上升,造成企业投资减少。Bemanke和Gertler(1990)基于他们1989年的那篇文献,从可操作性的角度,以潜在借款人的净资产水平来定义“金融脆弱性”。随后,他们(1995)提出了外部融资溢价(External Finance Premium)概念和金融加速器(Financial Accelerator)理论,该理论的主要思想可解释为:当企业遭受经济中的冲击,其资产负债状况随外部融资溢价的程度发生改变时,企业的融资环境和投资都会发生变化,投资的改变会进一步引起下一期产量的变化,从而造成经济波动。这就是所谓金融加速器效应的作用机理。Bemanke、Gertler和Gilchrist(1999)将外部融资溢价和金融加速器理论分别融入局部均衡模型和一般均衡模型(即BGG模型),将资产负债表渠道大致概括为企业层面(包括银行与非银行)的投资支出效应和家庭层面的消费支出效应。他们将信贷市场摩擦(或噪音)引入标准的宏观经济模型中,形成了一个包含金融加速器的动态宏观经济学模型。他们认为,金融市场是通过投资而进入到宏观经济模型中的,其作用就好像在真

实经济周期中“安装”了一个“加速器”。在金融加速器机制的作用下,信贷渠道可以传导并放大原来货币政策的效应,金融信贷市场上非常小的冲击会对经济造成巨大的影响,并从数理上严格证明了信贷渠道的存在性和重要性。该模型从定性和定量角度分析了信贷市场摩擦在商业经济周期中的作用,并运用美国的季度数据进行模拟,发现金融加速器对美国的经济周期有重要的影响,表现为顺周期性。

资产价格本身就具有顺经济周期特征。当股票价格上涨时,企业的资产价值随之上升,这就意味着银行可以放松企业面临的融资约束、获得更多的银行贷款。但是,如果资产价格过度上涨,以此为担保的信贷也难以维持。在景气下降阶段,担保资产价格的下跌(尤其是暴跌)则可能导致持续的投资衰退(Bernanke, Gertler and Gilchrist, 1999; Kiyotaki and Moore, 1997)。抵押资产价值的周期性变化在金融加速器机制作用下造成了银行贷款行为的顺周期性。

综上所述,“银行信贷渠道”和“资产负债表渠道”构成了现代信贷繁荣-萧条循环周期的金融顺周期性理论的两个重要基石,也是货币政策信贷渠道的传导机制,在现实中这两个渠道是交织在一起的,发挥作用的前提条件是借贷双方信息不对称和金融摩擦的存在。

三、《巴塞尔协议》框架下的金融体系的顺周期性机制

1988年的《巴塞尔协议》及其修订版《巴塞尔协议II》的出台,在其资本约束、资本监管框架下,银行信贷行为表现出更强的顺周期性,加剧了产出的周期性波动。在这方面的研究成果非常丰富,围绕本文主题,笔者总结了两个主要方面的内容。

(一)资本监管带来了更为严重的金融体系的顺周期性

对于银行来说资本金要求和贷款损失拨备是两种吸收损失的方法,前者用于吸收非预期损失,一般发生概率较低,而后者用于吸收预期损失,发生概率较高。因此资本金要求和贷款损失拨备是两个最重要的审慎管理工具,但是资本监管会造成一定程度的信贷紧缩,从而对经济周期产生影响。Blum和Hellwig(1995)开创了银行资本监管对宏观经济影响的研究。他们构建模型研究得出,在银行资本受到监管的情况下,总需求的波动性更大,导致产出和价格水平更大的波动性。考虑银行体系对资本监管的内生反应,Chami和Cosimano(2001)建立了一个动态的、代表性垄断银行模型,假设在当期银行认识到未来下一期可能会受到资本约束,银行根据向前预期的边际收益和边际成本确定是否贷款,以此分析了银行资本对资本监管的反应。即使银行目前没有受到资本要求的约束,也要考虑未来受到资本要求约束的可能性。货币政策对银行净利润的影响会影响所有银行贷款的动态供给,包括目前未受到资本要求约束的银行。Cecchetti和Li(2005)对Blum和Hellwig(1995)的模型进行了扩展,研究指出,对银行的资本要求在会放大需求冲击的同时也会放大供给方面冲击的影响。通过需求和供给的作用,银行资本监管会增加冲击对经济活动的影响。Cecchetti和Li(2005)、Chami和Cosimano(2001)、Blum和Hellwig(1995)的研究结论一致认为资本监管会导致贷款供给更为严重的顺周期性,并放大其对经济的冲击。

Cavallò和Majnoni(2001)指出,银行资本的周期性波动,主要来自于两个方面,一是由以风险为基础的银行资本监管造成的;二是由于缺乏对银行贷款损失拨备计提行为的风险监管,银行资本的不足很大程度是计提贷款损失拨备不足。贷款损失拨备也会影响银行贷款,从而对经济周期产生影响。经济高涨时期,贷款违约率下降,银行会相应减少计提的拨备,表现出更高的利润水平,并进一步提高放贷的积极性;而在经济萧条时期,贷款违约率上升,银行需要计提更高的拨备,使得自身财务状况恶化,放贷能力降低。总之,贷款损失拨备的这种周期性变化,会放大经济周期的波动。如果银行没有充足的拨备,那么无论是预期损失还是非预期损失都是用资本去覆盖。所以,拨备不足将影响资本,进而增加经济周期的波动性。Borio等人(2001)对1980-1999年10个OECD国家的数据研究发现,银行信贷风险拨备的顺周期特性甚至比贷款数量和资产价格更明显,银行的拨备数量与经济周期之间存在很强的负相关性,就是说,只有经济增长明显放缓时,银行才开始增加计提拨备来覆盖将来的损失。Repuñal和Suarez(2008)研究也指出,《巴塞尔协议II》对风险资本的监管规定改善了各种贷款的风险权重,在经济萧条期,贷款违约率和损失率较宏观经济繁荣期要高,因而《巴塞尔协议II》规定的信贷损失准备计提政策是商业银行顺周期的一个重要原因,它会通过银行资本金作用于银行的信贷活动,从而加剧银行业的顺周期性和经济的周期性波动。

这方面的研究成果最为丰富,近几年,国内学者对金融体系顺周期性问题大多从《巴塞尔协议II》的资本监管这一视角进行研究。如温信祥(2006)、罗平(2009)对资本监管所带来的顺周期性问题进行了研究;孙天琦和张观华(2008)则对《巴塞尔新资本协议》的资本监管的顺周期性做了一个较为全面的文献综

述,并阐述顺周期性对货币政策的影响;巴曙松和刘海博(2009)从银行业的风险管理、风险监控视角对信贷顺周期性进行说明。银行业的风险管理的动力来自自身内部的经营需要和外部的监管要求,巴曙松和刘海博所述的风险监控就是指《巴塞尔协议》的最低资本要求,这比仅从资本监管角度更全面地诠释了银行信贷的顺周期性问题。

(二) 银行自身资产负债渠道的顺周期性

资本充足率监管下产生的银行的资产负债渠道同样存在类似的顺周期性的特征,这在客观上可能促使银行体系的贷款投放行为放大经济周期,加剧经济波动。具体地说,当经济周期处于上行阶段的时候,银行的资产质量总体水平提高,从而资产负债表得到改善,相应地需要配置的资本金减少,银行就可以将更大规模的资金用于向企业投放贷款,进而会进一步地刺激经济增长;相反,当经济周期处于下行阶段的时候,银行的资产质量总体水平下降,从而资产负债表状况恶化,这会增加银行需要配置的资本金规模,挤压了银行向企业投放的贷款规模,加剧了对经济的紧缩作用。Cham i和 Cosimano(2001)研究表明,银行具有动机去持有比监管要求更多的资本来应对银行资本监管,从而保持一定的缓冲资本,这样可以在扩张贷款的同时避免未来受到资本约束。Zicchino(2005)通过引入巴塞尔新资本协议的资本约束条件,扩展了 Cham i和 Cosimano(2001)建立的货币政策的银行资本渠道模型,分析了在风险资本充足率要求下,银行资本、银行信贷和宏观经济活动的关系,得出银行信贷供给在新的资本监管规则下表现出更加明显的顺周期性的结论。Von Peter(2004)研究了资产价格与银行体系的关系,认为资产价格下降带来的损失,一方面通过银行的资产负债表影响货币和信贷总量,尤其是当银行持有这些资产作为资本的时候更为明显;另一方面,资产价格下降导致借款人的抵押品价值下降,信用等级降低。这两方面导致信贷收缩、金融失衡,甚至银行危机。

一般地,在巴塞尔新资本协议下,银行资本渠道的理论模型是支持《巴塞尔协议》的顺周期性假说的(Drumond, 2008)。经济萧条期与高涨期相比,银行将受到更加严格的资本约束,同时筹集新资本的成本更高了。因此银行有强烈动机在经济繁荣时迅速扩张贷款,而经济萧条时急剧减少贷款,从而加剧信贷周期和经济周期,甚至会危及到金融体系和宏观经济的稳定。Zicchino(2005)的研究也表明这一点。可见,《巴塞尔协议》的资本充足率要求,通过资本金渠道强化了本已存在的银行信贷市场和宏观经济之间的顺周期关系。

此外,国外大量研究表明,资产价格的顺经济周期特征导致了贷款损失拨备与资本水平的周期波动;资产价格的顺周期波动和逐日盯市(Marked to Market)的公允价值会计法也提高了银行贷款的周期性特征;评级机构的行为也具有周期性。总之,新旧《巴塞尔协议》的资本约束监管框架对经济的周期性波动起到推波助澜的作用,具有顺周期效应这已成共识,这也在很大程度上进一步强化了金融体系的顺周期性。

四、基于银行自身行为的解释

对银行信贷的波动与信贷决策失误之间的研究发现,一方面在景气时期,银行对于企业的投资项目和偿债能力往往过于乐观,导致信贷政策放宽、信贷标准降低,于是许多净现值为负的项目也能获得融资,并在到期后出现违约和不良贷款现象;另一方面在衰退时期,银行不良资产趋于增加,信贷政策趋于保守,使得许多净现值为正的项目被拒贷,从而出现信贷政策失误(Lending Policy Errors)(Gabriel Jiménez and Jesús Saurina, 2005)。许多监管实践发现,银行的许多信贷决策错误都是在经济繁荣时期,而不是在衰退时期发生的,这使得银行信贷具有顺周期性的特征。对此,Guttentag和 Herring(1984)发展了一个在违约风险和道德风险情况下的贷款者行为模型。他们指出银行具有“灾难短视(Disaster Myopia)行为,在一次危机过后,随着时间的推移,银行倾向于低估那些低频率外部冲击事件发生的概率,以至于承担了与其资本实力相比较大的风险敞口,从而形成信贷周期。Rajan(1994)基于行为金融学理论,提出了由于认知偏差而造成有限理性的银行家短期“羊群行为(Herd Behaviour)”,因为有限理性的银行家像普通投资者那样也是有限理性者,在经济波动出现上下行拐点时,信贷市场上会出现群体性多贷和群体性拒贷两次“羊群行为”,造成信贷扩张与紧缩并形成信贷周期,信贷周期反过来又强化了实体经济的波动。Rajan(1994)还以1990年代早期发生在新英格兰的银行危机来论证了这个理论。

Bemanke和 Gertler(1989)指出,由于信贷市场存在不对称信息,关于投资项目的回报是企业家的私人

国内学者向新民(2006)也从有限理性的银行家存在认知偏差和行为金融学视角研究了银行信贷的“羊群行为”及其引发的信贷周期。

信息,贷款人需要付出一定的成本才能得到。因此,银行对潜在借款人发放贷款的信息也是一种私人信息,基于此,Gorton和He(2005)从博弈论的角度考察了银行之间相互影响的借贷行为。他们提出了一种内生信贷周期的模型,这个模型假设“赢者的诅咒(Winner's Curse)效应会影响银行的行为,银行之间围绕收集有关潜在客户的信息展开了战略式(重复)博弈,并直接导致了信贷周期以及周期性信贷紧缩的产生,这主要是通过反映银行信念(Bank's Beliefs)变化的执行差异指数(Performance Difference Index)来体现的。Berger和Udell(2004)基于银行贷款行为自身的周期而不是整个经济周期,提出了“制度性记忆假说(Institutional Memory Hypothesis)”,解释了顺周期性现象的存在。他们认为,银行信贷周期中信贷员辨别审查能力的退化会导致信贷标准的降低,从而贷款给本应被拒绝的低信用水平的企业。同时,由于银行管理层与信贷员之间、管理层与银行利益相关者之间的委托代理问题,使得制度性记忆问题及其对信贷标准的影响变得更为严重。李国栋等(2009)用勒纳指数作为衡量指标,对中国银行业信贷市场竞争程度进行考察,得出中国银行业信贷竞争程度具有明显的顺经济周期特征。这算是对银行竞争行为导致顺周期性的一个补充。

五、美国的“金融资本主义”模式催生金融体系的过度顺周期性

1973年布雷顿森林体系崩溃后,美元和黄金彻底脱钩,历史步入了一个完全没有外部约束的主权信用货币本位制——美元本位制国际货币体系;资本主义步入了“金融资本主义”时代,国家之间争夺的焦点从独占生产物质产品的资源与市场转向对国际资本的争夺和国际资本流向的控制。美国的“金融资本主义”的核心机制是缺乏相应约束“锚”的美元本位制和高杠杆经验的影子银行系统(Shadow Banking System, SBS),该系统及其发起-分销(Origination-and-Distribution, O&D)的经营模式和结构性信贷衍生产品(Credit Derivatives)在次贷危机形成中扮演了重要的角色。这种模式利用金融工程技术推出名目繁多的结构性金融衍生产品,从贷款的发放到最终的投资者之间长而复杂的链条使相关的责任分散,相关各方为了各自的利益不愿使风险充分暴露。在风险承担的积聚时期,这种模式可能导致风险资产定价过低(Ashcraft and Schuermann, 2008)。这种偏离价值规律的资产价格过度膨胀,是导致美国金融资本主义危机的内生性的根本原因。但是资产价格的膨胀不是无限制的,非理性放大金融杠杆,导致金融风险无限积聚,使泡沫破裂的灾难性后果超出了金融体系所能承受的临界点,进而引发银行危机、信用违约危机、债务危机等一系列连锁反应。2007年发生在美国的次贷危机也是如此。Denyanyk和Hemert(2007)根据美国2001年以来的次贷市场数据实证检验证明了美国次贷危机的爆发就是金融系统过度顺周期性的表现。他们发现:次贷市场的演变与传统的信贷繁荣-萧条周期极为相似,次贷市场的爆炸性的、不可持续增长导致了其自身的崩溃和危机。在2008年9月雷曼兄弟公司破产前,美联储和许多学者还都认为危机仅是个案,不会引起系统性风险,否则也不至于不救。但是雷曼兄弟公司的倒台直接加剧了世界金融体系的动荡和信贷紧缩,随后波及实体经济部门,给世界经济投下更多浓重的阴影。

没有外部约束的纯美元本位制和主要大国货币之间的浮动汇率体系开启了美元周期的新时代——国际储备货币完全没有“锚”,全球货币、金融、经济之稳定,完全取决于美联储的货币政策,其他国家几乎无能为力,只能被动接受;美元相对其他主要货币汇率的周期性波动,伴随着汇率、石油、贵金属、股票、房地产等资产价格的膨胀和崩溃,导致或决定了一种或多种货币和金融危机。Mundell(1999)指出,美元本位制下的国际货币体系的动荡不安触发了本世纪无数次政治上的风云变幻。美国的崛起和美国联邦储备体系的错误政策正是国际货币体系不稳定的直接原因。

纯粹美元本位制度下,美元周期直接决定了世界经济周期,美元相对其他主要货币汇率的周期性波动,直接导致或决定了全球货币动荡和金融危机。无“锚”的美元滥发,造成虚拟金融过度,这又会反馈于实体经济,在开放经济下,虚拟经济世界里的危机具有不断甚至是无限放大的负面的“蝴蝶效应”,这种金融过度所导致的金融失衡及其释放被定义为金融系统的“过度顺周期性”(Excessive Procyclicality)。金融系统的过度顺周期性是高度非线性的,这是当前金融系统的内在的潜在特性(Borio, et al, 2001)。Illing(2007)构建了一个旨在给货币政策稳定性的冲击提供一个宏观分析框架的模型,进一步强调了金融系统的“过度顺周期性”特征。金融系统的过度顺周期性主要在于金融系统内和金融系统与实体经济之间存在很强的自增强反馈机制。对实体经济而言,增加商品供给通常导致其均衡价格下降,在市场供求规律作用下会自发地回归

他们认为,造成这种顺经济周期的最主要原因如前所述是商业银行信贷活动本身具有顺周期性;在以间接融资为主导的中国,银行信贷规模对中国实体经济有决定性影响也是这种顺周期性产生的原因之一。

均衡;但在虚拟的金融业,增加资金供给达到某一点后,融资条件会降低、资产定价偏低,推动资产价格上涨,相应地投资者的融资能力增强,进而导致对资金的需求进一步增加,资金供给的越多最终产生的对资金的需求也越多;反之则反是。并且由于金融系统高度非线性的过度顺周期性,风险的积累难以把握,在金融风险积累的过程中,金融体系似乎越来越强健,表现为能支持较高的资产价格和较低的风险溢价,一定程度上甚至会产生稳定的假象。如1997年夏爆发的东南亚金融危机,直到危机爆发后,人们才意识到企业、金融机构和公共部门的资产负债表所存在的巨大的汇率风险敞口。

六、对未来研究方向的思考

综上所述,金融顺周期性研究已成热点,尤其是从金融监管层面来抑制银行信贷行为的顺周期性上,如强化资本约束的普遍性和一致性,包括对资产证券化、表外风险敞口和交易账户活动提出资本要求;改进内部评级法中风险估计模型,采用全周期(Through-the-cycle)风险评级法取代时点(Point-in-time)风险评级法,实行逆周期的动态拨备制度,用压力测试法检验资本水平等。但对这一领域的研究仅是开端,未来研究方向应关注以下几个方面:(1)《巴塞尔新协议》自身存在的缺陷,如内部评级法(Internal Rating Based Approach)是建立在评级机构和银行自己所承担风险的模型基础上,这是基于银行完全理性、自我约束、自我调节,不会犯“道德风险”。但是,美国金融危机暴露出这种假定是错的。因此,采用内部评级法,如何防范信息不对称条件下银行的“道德风险”问题?(2)如何约束美元周期及其对全球金融周期的影响,这需要现行国际货币体系进行改革。尽管美元周期往往具有经济之外的独立根源,并不完全是经济活动本身的被动反映,国际政治、军事、外交和美国国内政治力量对美元周期都有着重大甚至是决定性影响,但关键还是在于美元本位制的国际货币体系,因此应打破美元的垄断地位。超主权货币也许是未来发展的方向,比照欧元建立不同货币区更为现实。(3)如何实现货币政策的顺周期性调节,避免操作失误和新的“时间不一致性”。这需要重构货币政策框架。我们认为,理想的货币政策框架一方面应该在整个经济周期中,以更为对称的方式实施,即在经济景气阶段应能抑制信贷的扩张及其所带来的不期结果,而在经济不景气时避免来自信贷紧缩的冲击。另一方面,理想的货币政策框架除了在经济动荡时能减缓对经济的冲击外,还应该能在金融动荡发生前制约风险的积累和泡沫的聚积。

参考文献:

1. 巴曙松、刘海博,2009:《信贷周期理论研究综述》,《平安证券专题报告》3月11日。
2. 李国栋、惠亨玉、肖俊极,2009:《中国银行业市场竞争程度及其顺周期性——以勒纳指数为衡量指标的重新考察》,《财经研究》第3期。
3. 罗平,2009:《资本监管制度的顺周期性及其补救方法》,《国际金融研究》第6期。
4. 孙天琦、张观华,2008:《银行资本、经济周期和货币政策文献综述》,《金融研究》第1期。
5. 温信祥,2006:《银行资本监管顺周期性及其对经济波动的影响》,《经济问题探索》第4期。
6. 向新民,2006:《信贷周期的形成及其对金融稳定的影响——行为金融学的剖析》,《财经论丛》第5期。
7. Allen, Franklin, and Douglas Gale. 2000. "Bubbles and Crises." *The Economic Journal*, 110: 236 - 255.
8. Amato, Jeffrey and Craig Furfire. 2004. "Are Credit Ratings Procyclical?" *Journal of Banking and Finance*, 28 (11): 2641 - 2677.
9. Ashcraft, A. B. and T. Schueemann. 2008. "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit." *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* 318, March.
10. Berger, A., and G. Udell. 2004. "The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior." *Journal of Financial Intermediation*, 13 (4): 458 - 495.
11. Bemanke, Ben, and Alan S. Blinder. 1988. "Credit, Money, and Aggregate Demand." *The American Economic Review*, 78 (2): 435 - 439.
12. Bemanke, Ben, and M. Gertler. 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review*, 79 (1): 14 - 31.
13. Bemanke, B., and M. Gertler. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *The Journal of Economic Perspectives*, 9 (4): 27 - 48.
14. Bemanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist. 1996. "The Financial Accelerator and the Flight to Quality." *Review of Economics and Statistics*, 78: 1 - 15.
15. Bemanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist. 1999. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." In *Handbook of Macroeconomics*, Vol 1, ed J. B. Taylor, and M. Woodford: 1341 - 1393. Amsterdam: Elsevier.
16. Blum, J. Üg, and Martin Hellwig. 1995. "The Macroeconomic Implications of Capital Adequacy Requirements for Banks." *European Economic Review*, 39: 739 - 749.
17. Bordo, Michael D., and Olivier Jeanne. 2002. "Boom - busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy." *NBER Working Paper* 8966.

18. Borio, C., C. Furfine and P. Lowe 2001. "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options" BIS Papers 1, Mar: 1 - 57.
19. Cavallo, Michele and Giovanni Majnoni 2001. "Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications" World Bank Working Paper 2619.
20. Cecchetti, Stephen, and Lianfa Li, 2005. "Do Capital Adequacy Requirements Matter for Monetary Policy?" NBER Working Paper 11830, December
21. Chami, Ralph, and Thomas F. Cosimano, 2001. "Monetary Policy with a Touch of Basel" International Monetary Fund, MF Working Papers 151.
22. Demyanyk, Y., and O. V. Hemert 2007. "Understanding the Subprime Mortgage" Federal Reserve Bank of St Louis Working Paper, Dec
23. Drumond, Inês 2008. "Bank Capital Requirements, Business Cycle Fluctuations and the Basel Accords: A Synthesis" FEP Working Papers 277.
24. Friedman, M., and A. Schwartz 1963. *A Monetary History of the United States, 1867 - 1960* Princeton, NJ: Princeton University Press
25. Gabriel Jiménez and Jesús Saurina, 2005. "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation" Banco de España Working papers 0531.
26. Gorton, Gary, and Ping He 2005. "Bank Credit Cycles" NBER Working Papers 11363.
27. Guttentag, J., and R. Herring 1984. "Credit Rationing and Financial Disorder" *The Journal of Finance*, 39(5): 1359 - 1382
28. Hayek, A. Friedrich 1929. *Monetary Theory and the Trade Cycle* New York: Harcourt Brace
29. Horváth - Katalin, and Mészáros - Balázs Zsolt 2002. "Financial Depth and Procyclicality" In "Studies on the Procyclical Behaviour of Banks", MNB Occasional Papers 10
30. Illing, Gerhard 2007. "Financial Stability and Monetary Policy: A Framework" CESifo Working Paper 1971, April
31. Jaffee, D. and T. Russell 1976. "Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing" *Quarterly Journal of Economics*, 90(4): 651 - 666
32. Jensen, M. C., and W. H. Meckling 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305 - 360
33. Kiyotaki, N., and J. Moore 1997. "Credit Cycle" *Journal of Political Economy*, 105(2): 211 - 248
34. Lucas Jr., Robert E. 1977. "Understanding Business Cycles" Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy, 5(1): 7 - 29, January. Amsterdam: Elsevier
35. Minsky, Hyman P. 1992. "Financial Instability Hypothesis" The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper 74.
36. Mundell, Robert, 1999. "A Reconsideration of the Twentieth Century" The Prize Lecture In Nobel Prize of Economic Sciences <http://nobelprize.org>
37. Rajan, R. G., 1994. "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence" *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2): 399 - 441.
38. Repullo, Rafael, and Javier Suarez 2008. "The Procyclical Effects of Basel" CEMFI Working Paper 0809, June
39. Soros, George 1987. *The Alchemy of Finance* New York: John Wiley and Sons Ltd
40. Stiglitz, Joseph E., and A. Weiss 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" *American Economic Review*, 71(3): 393 - 410
41. Von Peter, G. 2004. "Asset Prices and Banking Distress: A Macroeconomic Approach" BIS Working Paper 167.
42. White, William R. 2006. "Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework?" BIS Working Paper 193.
43. Zicchino, Lea, 2005. "A Model of Bank Capital, Lending and the Macro Economy: Basel I versus Basel II" Bank of England Working Paper 270.

The Interpretations of the Procyclicality in the Financial System

Huang Feiming

(School of Economics, Xiamen University)

Abstract: The financial system itself has the characteristics of pro-cyclical changes under the conditions of information asymmetry and market imperfection. Financial accelerator mechanism, capital constraints and regulatory mechanisms of Basel Agreement, as well as the behaviors of financial institutions, maybe result in more severe procyclicality, aggrandize economic shocks, and disturb macroeconomic policies. The financial procyclicality is further strengthened by financial capitalism.

Key Words: Financial System; Procyclicality; Financial Accelerator; Basel Agreement

JEL Classification: E32, E44, G18

(责任编辑: 刘明宇)