



No. 2021

Working Paper

我国逆周期宏观审慎政策工具调控效果研究

俞洁芳

夏超棣

【摘要】

2008年暴发的国际金融危机使全球主要经济体意识到传统的货币政策不足以防范系统性风险，纷纷引入逆周期宏观审慎监管框架，以减缓金融体系的顺周期性和促进金融稳定。本文基于我国2008-2018年的金融数据，构建了金融周期性指数并运用VAR模型检验了我国主要逆周期宏观审慎政策工具的调控效果。研究表明，拨备覆盖率（PC）、逆周期资本缓冲（CCyB）调控效果显著，而贷款价值比（LTV）在降低房地产行业系统性风险的同时，容易引起金融体系的短期波动。在此结论基础上，本文对完善我国宏观审慎管理体系提出了政策建议。

【关键词】

宏观审慎政策 金融周期性 逆周期调控 贷款价值比

【文章编号】

IMI Working Paper No.2021



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

我国逆周期宏观审慎政策工具调控效果研究

俞洁芳¹ 夏超棣²

【摘要】2008年暴发的国际金融危机使全球主要经济体意识到传统的货币政策不足以防范系统性风险，纷纷引入逆周期宏观审慎监管框架，以减缓金融体系的顺周期性和促进金融稳定。本文基于我国2008-2018年的金融数据，构建了金融周期性指数并运用VAR模型检验了我国主要逆周期宏观审慎政策工具的调控效果。研究表明，拨备覆盖率（PC）、逆周期资本缓冲（CCyB）调控效果显著，而贷款价值比（LTV）在降低房地产行业系统性风险的同时，容易引起金融体系的短期波动。在此结论基础上，本文对完善我国宏观审慎管理体系提出了政策建议。

【关键词】宏观审慎政策 金融周期性 逆周期调控 贷款价值比

一、引言

金融危机史告诉我们，金融部门和实体经济间存在较强的顺周期性（下文简称“周期性”），这种周期性带来的金融部门和实体经济间的正反馈机制是导致系统性金融风险发生的深层次原因。2008年国际金融危机的暴发使全球主要经济体意识到传统的货币政策无法抑制资产价格的剧烈波动和维护金融稳定。为有效应对系统性金融风险，各国纷纷引入逆周期宏观审慎监管框架。我国央行也在2016年将差别准备金动态调整机制升级为“宏观审慎评估体系”（MPA），建立起以逆周期为核心的宏观审慎监管体系。2017年，“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”被正式写入党的十九大报告。2019年中央经济工作会议强调“必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”。本文从宏观经济、金融机构和资本市场三个

¹ 俞洁芳，中国人民大学国际货币研究所研究员、浙江大学经济学院金融系副教授

² 夏超棣，浙江大学经济学院硕士研究生

方面选取指标，编制金融周期性指数，并对我国主要逆周期宏观审慎政策工具的调控效果进行实证检验。

二、文献综述

（一）关于金融体系周期性的研究

金融体系的周期性最早由 Crockett（2000）提出，指金融部门和实体经济间存在动态的正反馈机制。金融稳定理事会（FSB）指出这种正反馈机制会放大经济周期的波动性，并加剧金融部门的不稳定性。国外学者对金融体系周期性的研究主要集中在特征、传导渠道和对经济金融的影响上。对周期性特征的结论较为统一，认为其具有非对称性，在经济衰退期表现更为显著（Chami & Cosimano, 2001）。关于传导渠道，目前较为主流的观点是金融体系周期性有四种传导渠道：监管渠道（Chami & Cosimano, 2001; Cecchetti & Li, 2005）、贷款损失准备渠道（Borio et al., 2001; Cavallo & Majnoni, 2001）、资产价格渠道（Enria, 2004; Borio & Tsatsaronis, 2006）和评级渠道（Catarineu-Rabell et al., 2005; Benmelech & Dlugosz, 2009）。大量研究表明，金融体系周期性对银行利润率（Athanasoglou et al., 2008）、贷款供需（Berlin, 2009; Jimenez et al., 2010）和宏观经济（Cukierman, 2007）等均有显著影响。

国内相关研究起步较晚，始于 2008 年金融危机后，主要集中在概念界定、原因分析和对建立逆周期监管机制重要性的分析上。周小川（2009）指出复杂的金融系统包括能产生自激震荡和零点漂移的正反馈环和提高金融系统稳定性和促进零点自校正能力的负反馈环，且前者多于后者，导致金融系统呈现顺周期性。陈雨露（2009）指出以巴塞尔协议为基础的金融监管与经济周期有高度相关性。吴正光（2009）认为金融主体的有限理性行为、金融创新和监管不当都是金融产生“过度亲周期性”的原因。也有学者对此持怀疑态度，曾刚（2009）指出资本监管的顺周期缺陷并非由资本监管框架导致，而是金融变量与经济运行间本身就存在的固有特征。也有少数学者尝试对金融体系周期性的存在进行实证检验，如李文泓和罗猛（2010）运用广义矩分析法和最小二乘法，对我国 1998-2008 年 16 家商业银行进行了实证分析，结果表明我国银行的资本充足率存在顺周期性。但是，由于相关

研究起步较晚，国内尚未形成统一的理论框架，实证也没有得出较为一致的结论。

（二）关于逆周期宏观审慎调控政策的研究

危机后，宏观审慎监管被提到前所未有的高度，国内外学者均认为需要借助逆周期宏观审慎监管来缓解金融体系的周期性。国外学者对逆周期宏观审慎政策的实施进行了广泛讨论，主要集中在目标的确立、监管指标和工具的选择上。Caruana（2010）认为宏观审慎政策的目标是通过控制金融机构间的相关性和顺周期性来降低系统性风险。2016年，国际货币基金组织（IMF）、金融稳定委员会（FSB）和国际清算银行（BIS）共同发布的报告中将宏观审慎政策工具进行了分类。监管指标的选择上，巴塞尔委员会（2012）指出信贷缺口（信贷 / GDP 与其长期趋势偏离值）可作为逆周期资本缓冲的核心变量。GDP 增长的波动（Repullo et al., 2010）、资产价格偏离长期趋势（Borio & Drehmann, 2009）、市场波动率及利差（Gilchrist & Zakrajsek, 2012）和偿债比率（Drehmann & Juselius, 2012）均可作为逆周期宏观审慎政策的检测指标。工具选择方面，多数学者认为前瞻式的动态拨备制度可有效地缓解金融体系周期性。金融稳定理事会则认为，可以从资本监管、拨备监管和杠杆监管三个维度出发调控金融体系的周期性。

国内对逆周期宏观审慎政策的研究起步较晚，少数研究还停留在对工具的分类、介绍或依旧从传统方法对宏观审慎政策的调控效果进行实证研究。也有学者对工具、监管指标选择和传导机制进行研究，但尚未有统一结论。工具选择方面，李文泓（2009）认为需引入逆周期资本充足率等政策工具；刘超、刘志威（2010）认为需对公允价值计量准则、准备金计提准则和偿付能力中资本要求提出逆周期监管要求；冯科等（2012）则建议实行动态资本监管，建立前瞻式的贷款损失拨备和运用全周期信用评级方法等。监管指标选择方面，有监管指标、统计指标、监测预警指标等数种。部分学者选择采用银行业的指标来检验逆周期宏观审慎政策的有效性，如李静婷等（2012）针对银行业系统危机，构建了我国宏观审慎监管风险预警指标并对其进行了实证检验；黄宁、郑境辉（2012）利用 30 家商业银行的面板数据，通过多元线性回归模型检验了资本充足率、拨备覆盖率等逆周期宏观审慎政策的有效性。传导机制研究方面，廖岷、孙涛（2015）指出我国宏观审慎政策的传导渠道有信贷、资本和预期渠道等；祁永忠（2017）认为宏观审慎政策的实施

会分别作用于货币市场、股票市场和外汇市场等金融市场，进而实现对我国系统性金融风险的管理。

综上，目前国内对于逆周期宏观审慎政策的研究存在着较为明显的不足：一是指标体系不够全面，多数研究仅采用银行业指标；二是在传导机制的研究上尚未形成统一结论。因而，本文尝试对上述两个局限性进行改进。

三、 我国金融体系周期性现状和测度

（一）我国金融体系周期性现状

本文将金融体系周期性定义为金融体系与实体经济间的动态正反馈机制，即经济波动引起金融要素的波动，金融要素又反过来作用于经济，加剧经济的周期性波动。具体而言，这种周期性可以从宏观经济、金融机构和资本市场三个方面加以分析。

1. 宏观经济

宏观经济的平稳运行是金融稳定的前提。本文选取 GDP 增长率、房价指数增长率和汇率波动率作为分析宏观经济周期性的代表性指标，一是因为这三个指标都是非常重要的宏观经济指标；二是因为房价与汇率本身就存在显著的周期性。

房地产价格作为一种重要的资产价格，是我国经济周期波动的源头和放大器，发挥着重要的“助涨助跌”作用。经济上行时期，企业等经济主体投资意愿增加，银行贷款意愿增强，相应带动房地产等各类资产价格上涨，而资产价格上涨又带动了投资，使得经济进一步繁荣。经济下行阶段，房地产需求下降，其购置、投资、开发同比增速大幅下滑，又会加剧经济持续低迷。

汇率则主要通过我国的汇率制度与汇价变化作用于经济，加剧经济周期的波动。当前，我国采取的是有管理的浮动汇率制度。若国际收支逆差，本币汇率下跌，为了不使本币过分贬值，势必要采取紧缩性货币或者财政政策，这将使得国内经济增长受到抑制、失业增加。反之，在国际收支顺差，本币汇率上升时期，为了维稳我国汇率而实施的扩张性的政策会进一步增加货币供给，使经济进一步繁荣。

2. 金融机构

一直以来，我国的商业银行在金融体系中都处于主导地位，逆周期宏观审慎政策工具也主要通过商业银行传导和发挥作用。因此，本文在研究金融机构维度的周期性时，主要选取了商业银行相关的指标：信贷增速、流动性比率增长率和不良贷款增长率。

Mero（2002）就已指出，在经济上行时期，银行倾向于承担更多风险，增加信贷投放；在经济衰退时期，减少信贷投放。而信贷的增加或减少，无疑会进一步加剧经济繁荣或衰退。

银行的流动性比率，作为衡量银行财务安全状况和短期偿债能力的重要指标，也在一定程度上体现着周期性，加剧经济波动。最典型的例子是超额准备金，经济景气时期，企业借贷意愿增加，银行所需资金规模扩大，倾向于持有较少的超额准备金，增加贷款规模，推动经济上行。反之，经济衰退期，银行贷款风险增加，倾向于持有更多的超额准备金，缩减信贷规模，导致经济进一步下滑。

不良贷款率作为评估银行贷款质量的重要指标，会在经济景气时期下降，因为此阶段企业经营情况较好，还贷能力和意愿都增强，银行不良贷款率的下降会引起银行利润率上升，银行放贷意愿增强，信贷规模扩张，推动企业投资增长，拉动经济进一步发展。反之，经济衰退时期，银行不良贷款率上升会导致放贷规模缩减，加剧经济下行。

3. 资本市场

伴随着改革开放的不断推进，以股票市场为核心的资本市场在中国不断发展壮大。资本市场被看成是国民经济的晴雨表，资本市场指标可用于衡量资本市场交易的稳定情况，其中用来分析资本市场周期性且较具代表性的指标有股市综合指数波动率、债市综合指数波动率和长短期债券利差波动率。

股市对经济的正反馈影响是显而易见的。股市上涨带来的财富效应，一方面使得居民可动用的资产增加，促使消费增长，另一方面也改善了企业的资产负债表状况，降低银行的坏账率，使得银行可贷资金规模扩张，促进投资的增加进而推

动经济上行。而股票价格下跌时期，居民可动用资产减少，企业资产负债表恶化，消费和投资需求都减少，加速经济衰退。

债券市场与经济间的关系较为复杂。一般来说，经济繁荣，市场利率上升会导致债券收益率上升、价格下跌、价差收益减小。但是，国债指数的走势和 GDP 的走势趋于一致，两者之间存在一定的周期性。故而，本文选择国债综合指数作为衡量债市收益的指标，可以更为全面地反应投资主体收益受经济周期影响的整体变动情况。投资主体的收益又通过财富效应和资产负债表效应加剧经济周期波动。

值得注意的是，资本市场指标中，债券的长短期利差是一个较好的预测指标。通过对大量历史数据的研究，经济学家们已发现，当长期债券和短期债券的收益率差距拉大时，说明企业增加了长期投资资金的持有，对固定资产的投资增加较快，随之带来产量的扩大，拉动经济上行，这往往意味着经济的复苏或繁荣。反之，若长短期债券收益率差距减小，则往往代表经济主体不看好长期投资，预示着经济衰退。

（二）我国金融体系周期性测度

根据上节对我国金融体系周期性现状的梳理，本文选取宏观经济、金融机构和资本市场作为衡量金融周期性的一级指标，每个一级指标下再分别选取三个二级指标：宏观经济方面选取 GDP 增长率、汇率波动率和房价指数变动率；金融机构方面选取信贷总量增长率、流动性比率增长率和不良贷款增长率；资本市场方面选取上证综合指数波动率、上证国债指数波动率、十年期和一年期债券利差波动率。

对各指标进行赋值。划分指标数值的安全、正常、关注和危险区间，再根据数值所属区间计算相应的百分制赋值。

当指标 x 数值为正，则其赋值公式为：

$$FPI = b + \frac{x - n}{m - n} \times (a - b) \quad (1)$$

（ m ：指标所属稳定区间上限； n ：指标所属稳定区间下限； a ：赋值区间上限； b ：赋值区间下限）

当指标 x 数值为负，则其赋值公式为：

$$FPI = b + \frac{m - x}{m - n} \times (a - b) \quad (2)$$

得到金融周期性二级指标赋值。再利用变异系数法，分别确定一级、二级指标的权重。计算各指标变异系数公式为：

$$Vi = \frac{\sigma i}{\bar{Xi}} \quad (3)$$

(\bar{Xi} : 指标的平均值; σi : 指标的标准差)

计算各指标权重公式为：

$$Wi = \frac{Vi}{\sum_{i=0}^n Vi} \quad (4)$$

得到一二级指标计算结果。最后对各指标进行加权求和得金融周期性指数 (Financial Procyclicality Index, FPI)，如图 1。

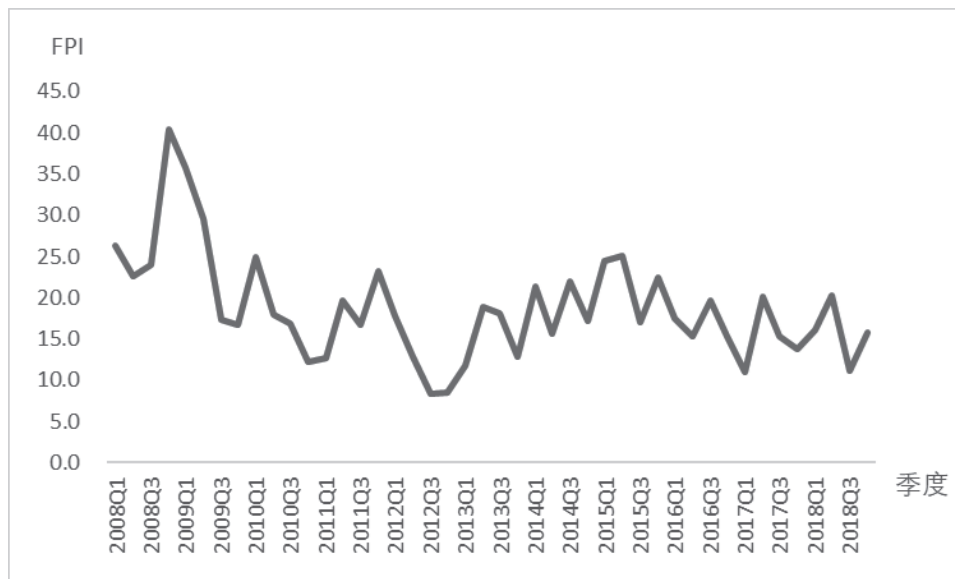


图 1 金融周期性指数 FPI 折线图

数据来源：Wind 资讯、中国统计年鉴

需要说明的是，FPI 数值越大，表示金融体系周期性越强，也即经济金融间的周期波动性越强；数值越小，表示金融体系周期性越弱，经济金融间的周期性波动越弱。从图 1 可以看出，我国金融体系的周期性在 2008-2018 年间总体呈现出逐渐下降的趋势，表明我国逆周期政策的实施取得了一定成效。图中两个高点分别

出现在 2008 年年末与 2015 年年中，这是因为分别受到金融危机和“6.15 股灾”的影响，企业资产负债表恶化，商业银行坏账率上升，贷款供需急剧萎缩，加剧了经济的周期性波动，使得金融周期性指数上升。而 2012 -2015 年和 2016-2018 年两个时期，经济金融体系从金融危机和股灾后恢复，平稳运行，加上逆周期政策的调控，金融周期性指数逐渐回落。总体来看，金融周期性指数 FPI 比较符合近 10 年的实际情况，可作为衡量金融周期性的指标。

四、逆周期宏观审慎政策工具影响金融周期的传导机制

2008 年国际金融危机之后，国际清算银行（BIS）提出用宏观审慎这一概念来概括导致危机爆发的顺周期性等问题。宏观审慎政策是指运用审慎性工具来防范系统性金融风险，维护金融稳定，主要特征是建立更强有力的、体现逆周期性的政策体系。根据 2016 年 IMF、FSB 和 BIS 联合发布的报告《有效宏观审慎政策要素：国际经验与教训》，宏观审慎政策工具可以分为时间维度和结构维度两类，其中时间维度工具与周期性相关，旨在建立逆周期的风险缓冲，主要包括动态拨备要求和逆周期资本缓冲等通用资本工具，针对特定行业的资本要求和风险敞口上限等资产侧工具，以及准备金要求、流动性覆盖比率和存贷比上限等流动性工具。

本文将参考上述对时间维度即逆周期宏观审慎政策工具的分类，分别梳理三类逆周期工具的传导机制。为更清晰地展示传导过程中前一要素对后一要素的影响，下文将以经济扩张时期为例，分析各类逆周期宏观审慎政策工具如何防止经济过度繁荣。

（一）通用资本工具及其传导机制

通用资本工具主要通过对金融机构资本充足率的要求增强金融机构的抗风险能力，代表性工具有动态拨备要求和逆周期资本缓冲，前者主要通过拨备覆盖率指标，即实际计提贷款损失准备对不良贷款的比率来实施监管；后者则是指针对最低资本充足率，在经济繁荣期增加超额资本充足要求。

通用资本工具主要通过资产负债表渠道、信贷渠道和利率渠道来实现逆周期

调控的目的。

1. 资产负债表渠道。此处资产负债表指商业银行的资产负债表。提高对商业银行资本充足率的要求，可直接提升银行的抗风险能力，增强经营稳健性。

2. 信贷渠道。提高动态拨备要求或提高逆周期资本缓冲，银行需计提更高的贷款损失准备或增加资本金，使得商业银行的贷款成本增加，贷款规模受限，降低银行业的风险积聚。

3. 利率渠道。提高动态拨备要求或提高逆周期资本缓冲会增加银行的贷款成本，促使金融机构提高存贷款利差，利率提高可以降低贷款需求，使得信贷总量下降，调节经济周期。

（二）资产侧工具及其传导机制

资产侧工具主要通过限制商业银行可能面临的资产风险来限制信贷规模，代表性工具有针对特定行业的资本要求和风险敞口上限等。前者最具代表性的工具是贷款价值比（Loan to Value, LTV），即住房贷款金额和抵押品价值的比例。LTV 值越低，表示购买一套房产消费者交付的现金越多，从而金融机构面临的贷款风险较小，反之则表示消费者交付的现金越少，金融机构的风险越大；后者是指对因债务人的违约行为所导致的可能承受风险的信贷业务余额的上限做出限定。

资产侧工具主要通过信贷渠道、资产价格渠道和家庭平衡表渠道来实现逆周期调控的目的，以 LTV 为例。

1. 信贷渠道。监管当局降低 LTV 上限，限制房地产借款人的融资需求，从而遏制房贷规模过度膨胀。

2. 资产价格渠道。降低 LTV 上限，即向金融市场传递监管部门或将遏制房价的信号，可在一定程度上缓解房地产价格上升的压力。

3. 家庭平衡表渠道。降低 LTV 上限，使得房产消费者交付的现金增加，现金流受负向影响，从而降低消费者在其他方面的支出意愿，最后导致总需求下降。

（三）流动性工具及其传导机制

流动性工具主要通过提高对商业银行的流动性要求来提升银行抵御流动性风险的能力，从而提高其经营稳定性。代表性工具有流动性覆盖比率、准备金要求和存贷比上限等。流动性覆盖比率是商业银行优质流动性资产储备与未来 30 日的资

金净流出量的比值，旨在确保银行在面临流动性压力的情况下，能通过变现优质的流动性资产来满足未来 30 日的流动性需求；准备金要求指对银行存款准备金占其存款总额的比例做出要求；存贷比上限则是对商业银行贷款总额和存款总额比值做出限制。这些工具都是为了确保商业银行的流动性需求，提高其抗风险能力。

流动性工具主要通过资产负债表渠道和信贷渠道来实现逆周期调控的目的。

1. 资产负债表渠道。这里的资产负债表指商业银行的资产负债表。提高对商业银行的流动性要求，可以一定程度制约商业银行贷款或资产规模扩张，增强经营稳健性。

2. 信贷渠道。为满足提高流动性的监管要求，银行可以用流动性好的资产替换流动性差的资产，用短期贷款替换长期贷款，或减少对高风险资产的持有，这最终会导致信贷规模的减小，缓解信贷周期从而抑制经济过度繁荣。

五、逆周期宏观审慎政策工具对金融周期性调控效果的实证检验

（一）指标选取

本文将主要的逆周期宏观审慎政策工具作为自变量，金融周期性指数（FPI）作为因变量，以我国 2008-2018 年的季度数据为样本，建立 VAR 模型以检验我国逆周期宏观审慎工具对金融周期性的调控效果。同时，考虑到宏观经济环境的重要性，选择 GDP 增速作为模型的控制变量。

自变量选取如下：通用资本工具中选取拨备覆盖率和逆周期资本缓冲，因两者早在 2002 年和 1996 年就已被提出，实施时间长，运用较为成熟。资产侧工具中选取贷款价值比，因其在 1998 年人民银行出台《个人住房贷款管理办法》时就开始使用，且针对房地产行业，目标明确，应用成熟。流动性工具中，因流动性覆盖比率指标在 2009 年才被巴塞尔委员会首次提出，在 2014 年我国银监会发布的《商业银行流动性风险管理办法（试行）》中才被正式纳入流动性风险监管指标，且银监会规定，流动性覆盖比率需在 2018 年底前达到 100%，在 2014 年底到 2017 年底的过渡期内，各年年底需达到 60%、70%、80%、90%，可见目前流动性覆盖比率指标还存在应用时间短、应用不灵活、不成熟的问题，故本文不作选择；准备金要求，我国目前实行的是差别准备金动态调整机制，因其是根据不同金融机构的

具体情况为各机构设置不同的准备金率，数据在可得性和处理性上较为困难，故本文也不作选择；存贷比要求，2015年《商业银行法》（修正案）删除了使用20年之久的75%存贷比监管指标，故本文也不选择此工具。

因此，本文选择拨备覆盖率、逆周期资本缓冲和贷款价值比这三个我国应用时间长且运用较为成熟的逆周期宏观审慎政策工具作为自变量，指标和数据说明如下：

1. 拨备覆盖率（PC）。表示实际计提贷款损失准备对不良贷款的比率。如图2所示，近十年我国拨备覆盖率呈现先上升后下降的走势。2008-2012年，我国受美国次贷危机影响，金融体系较不稳定，监管部门提升拨备覆盖率，使得金融机构增加储备，降低不良贷款对金融机构的影响。2013-2018年，我国经济金融从危机后缓和过来，拨备覆盖率增长开始放缓。

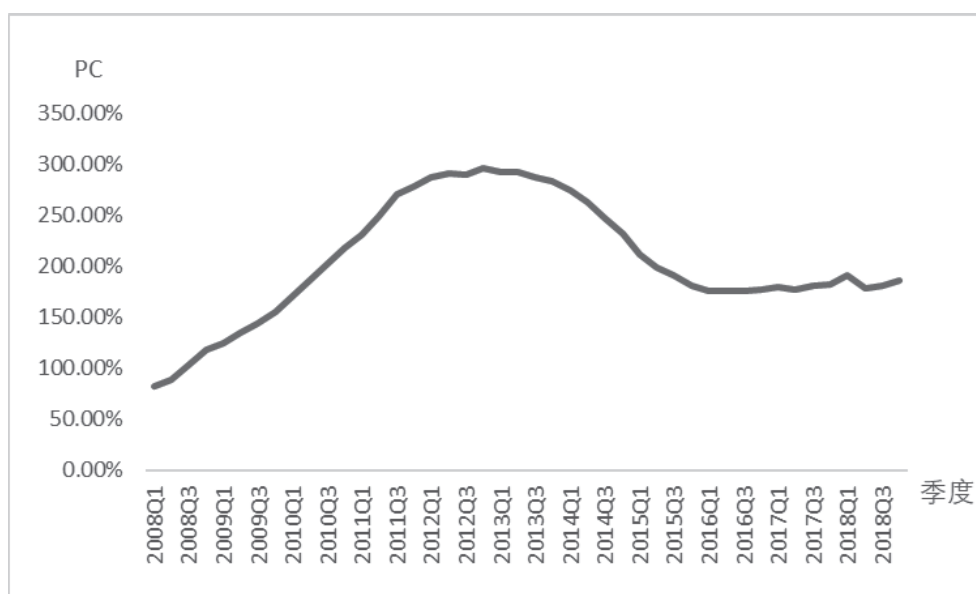


图2 我国商业银行拨备覆盖率

数据来源：Wind 资讯

2. 逆周期资本缓冲（CCyB）。我国在1996年首次对商业银行的资本充足率做出要求，在2012年正式提出逆周期资本监管的概念。我国在实践中已经较为广泛地运用了逆周期资本监管工具，但在政策时机的选择和力度上还尚未有成熟的决策机制。故而，本文利用2012年巴塞尔银行监管委员会提出的“信贷余额 / GDP”指标与逆周期资本缓冲挂钩，模拟计提我国逆周期资本缓冲。

令信贷余额 / GDP 为 μ_t ，计算其长期趋势值的偏离度（GAP）公式为：

$$GAP_t = \mu_t - \bar{\mu}_t \quad (5)$$

（ $\bar{\mu}_t$ ： μ_t 由 H-P 滤波单边趋势法计算得的长期趋势值，根据巴塞尔委员会实证，平滑参数 λ 设定为 400,000）

计提逆周期资本缓冲（CCyB）计算公式为：

$$CCyB = \begin{cases} 0, & \text{if } GAP_t \leq L \\ \frac{GAP_t - L}{H - L} \times 2.5, & \text{if } L \leq GAP_t \leq H \\ 2.5, & \text{if } GAP_t \geq H \end{cases} \quad (6)$$

（L：巴塞尔委员会设定的偏离度上限值；H：巴塞尔委员会设定的偏离度下限值）

计提结果如图 3，可知 2008-2010 年我国需计提逆周期资本缓冲，这是因为金融危机导致经济波动加剧，需采取逆周期的资本工具来提高商业银行抵御风险的能力。2015-2018 年也应计提逆周期资本缓冲，因该段时间我国陆续降准且降低贷款基准利率，使得信贷规模不断扩张，风险不断聚积。

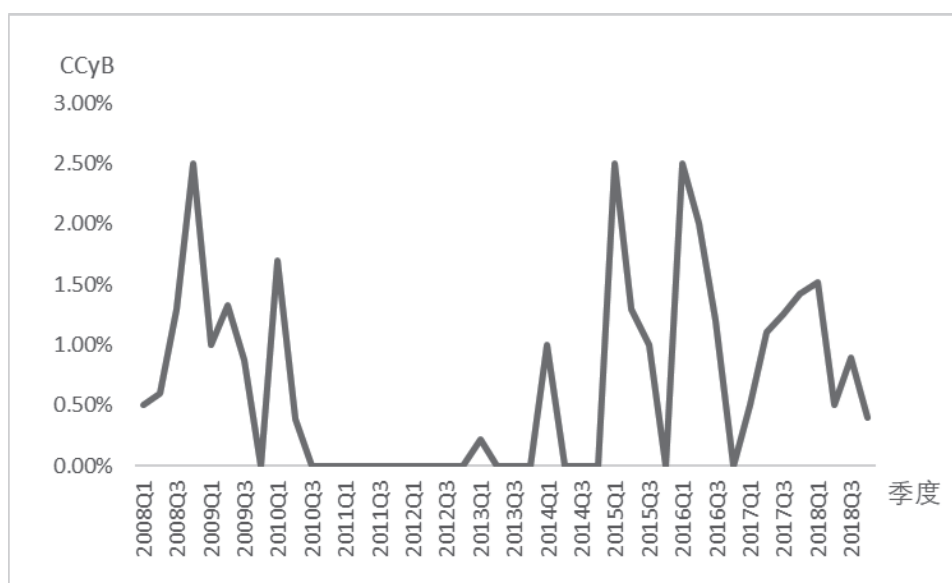


图 3 逆周期资本缓冲计提模拟

数据来源：Wind 资讯

3. 贷款价值比（LTV）。表示住房贷款金额和抵押品价值的比例，是我国最具

代表性的借款约束类逆周期宏观审慎政策工具。如图 4 所示，2007 年以后，我国对第一套住房施行保护政策，LTV 值一直维持在 70%-80%，而第二套房的 LTV 上限有较大波动，2008 年金融危机后 LTV 从 60% 下降到 30%，2015 年经济恢复后又上升至 70%，因此本文选取第二套房的 LTV 上限作为实证自变量。

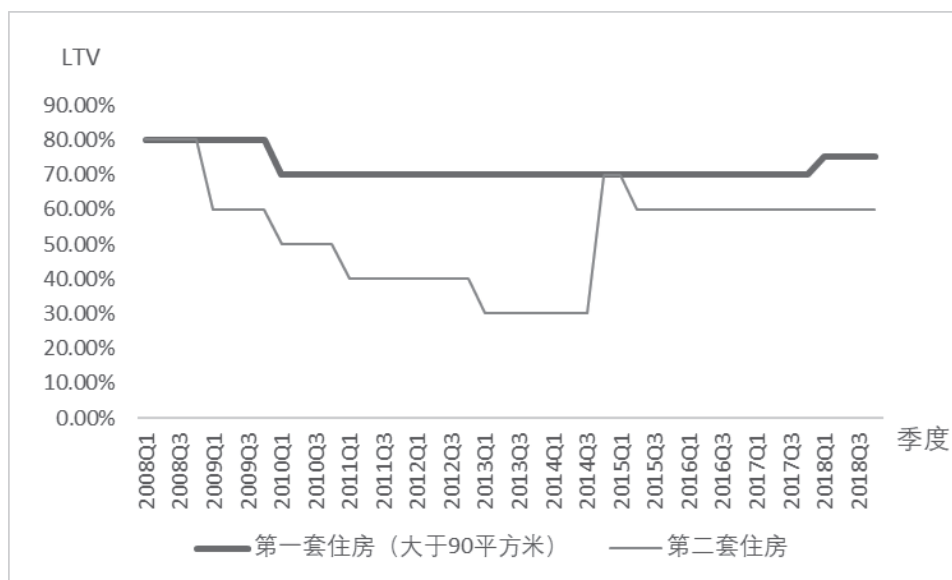


图 4 我国贷款价值比变动表

数据来源：2008-2018 年中国货币政策报告

(二) 实证检验

建立 VAR 模型后，采用 ADF 单位根检验方法对其进行平稳性检验，结果平稳。进一步检验，可得 FPI、LTV、PC、CCyB 和 GDP 这五个原始序列都是一阶单整，各变量间可能存在稳定关系。进行 Johansen 协整检验，五个变量中至少存在二对长期协整关系。进行最优滞后阶数判断，确定本 VAR 模型最优滞后阶数为 2，建立 VAR (2) 模型。用 AR 根检验方法对 VAR (2) 进行稳定性检验，结果稳定。

基于以上的检验，用脉冲响应函数分析三种逆周期宏观审慎工具对金融体系周期性的调控效果。

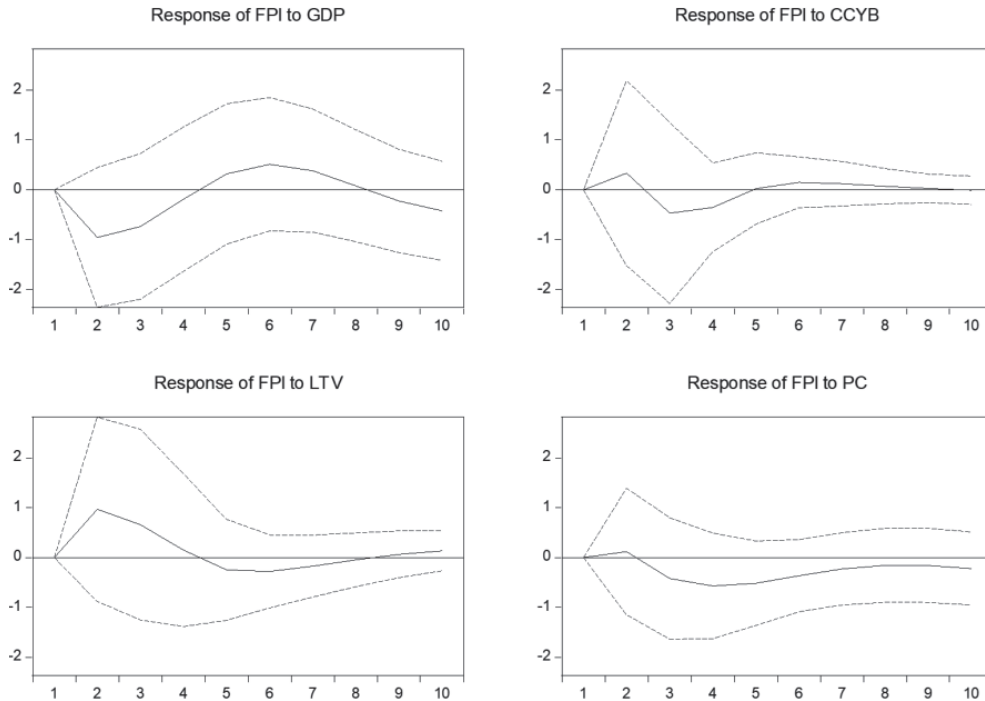


图 5 金融周期性随逆周期宏观审慎政策工具扰动的脉冲图

图 5 左下角的图，初期 FPI 对 LTV 的变化没有反应。从第 2 期开始，对金融稳定性指数变成正向效应。这说明短时间内，改变贷款价值比反而会加大金融体系的波动性，表现在购房政策的修订，如贷款价值比的降低，在短期会大幅降低购房意愿，使得银行信贷大幅收缩。第 5 期时，LTV 开始对 FPI 有负向效应，说明贷款价值比的调控有一定时滞性。

图 5 右上角的图，初期 FPI 对 CCyB 基本没有响应，表明对 CCyB 的调控不会立刻反映在金融体系上。第 2 期有小幅正向效应，可解释为政策工具的超调反应，短期会增加金融体系的波动性。从第 3 期开始，CCyB 对 FPI 的负向效应开始显现，说明 CCyB 可在经济景气时期限制银行资本充足率，增加银行抗风险能力，利于经济金融的稳健发展。

图 5 右下角的图，初期 FPI 对 PC 也基本没有响应。从第 3 期开始有持续的负向效应，在第 4 期时达到最大。这是因为，在经济上行周期，金融监管当局提高拨备覆盖率，使其累积更多的储备来抵御经济下行时可能出现的损失，这增加了银行的放贷成本，使得信贷规模收缩，从而社会投资也会相应减少，起到减缓信贷周期性的效果。

六、研究结论与政策建议

本文在理论分析的基础上，构建了我国金融体系周期性指数并对主要逆周期政策工具的调控效果进行了实证检验，结论如下：（1）本文构建的我国金融体系周期性指数与我国经济走向基本吻合，表明该方法能较为合理地评估我国的金融体系周期性。（2）金融体系的周期性可以从宏观经济、金融机构和资本市场等多个方面加以体现，但现有的工具主要通过商业银行进行传导，因此，我国的逆周期政策工具体系还有待进一步完善。（3）贷款价值比有助于降低房地产行业的周期性从而实现政策目标，但由于效果猛烈，短期可能会加大金融体系的波动性，拨备覆盖率具有较好的调控效果，逆周期资本缓冲调控效果也较为显著。

基于以上研究，本文提出以下政策建议：（1）继续使用贷款价值比、拨备覆盖率和逆周期资本缓冲机制作为调控我国金融体系周期性的主要工具，但在使用贷款价值比时需关注其短期负面作用。（2）进一步完善我国宏观审慎评估体系，将房地产、地方政府债务、短期跨境资金流动等重点领域的风险都纳入监测范围。（3）重视金融供给侧结构性改革进展，特别是随着金融业混合经营的深入，应将资本市场相关工具纳入宏观审慎工具范畴。

参考文献

- [1]陈雨露:《后危机时期货币金融稳定的新框架》,《中国金融》2009年第16期。
- [2]冯科、刘静平、何理:《中国商业银行顺周期行为及逆周期资本监管研究——基于宏观审慎的视角》,《经济与管理研究》2012年第10期。
- [3]黄宁、郑境辉:《宏观审慎政策有效性:国际经验与中国实践》,《财经智库》2018年第1期。
- [4]李静婷、何平、孟繁旺:《中国宏观审慎监管预警指标选取及模型构建——基于对国外指标的比较和实证检验》,《经济与管理研究》2012年3期。
- [5]李文泓:《关于宏观审慎监管框架下逆周期政策的探讨》,《金融研究》2009年第7期。
- [6]李文泓、罗猛:《关于我国商业银行资本充足率顺周期性的实证研究》,《金融研究》2010年第2期。
- [7]廖岷、孙涛、丛阳:《宏观审慎监管研究与实践》中国经济出版社2015年版。
- [8]刘超、刘志威:《保险业顺周期形成机制及其逆周期监管问题研究》,《南方金融》2010年第8期。
- [9]祁永忠:《我国央行宏观审慎管理框架研究——基于政策工具传导机制角度的分析》,《经济资料译丛》2017年第4期。
- [10]吴正光:《金融风险顺周期效应的实证研究》,《金融理论与实践》2009年第9期。
- [11]曾刚:《消除顺周期缺陷:未来银行监管改革重要内容》,《中国社会科学报》2009年第11期。
- [12]周小川:《关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨》,《中国金融》2009年第8期。
- [13] Athanasoglou, P.P., Brissimis, S.N. & Delis, M.D. Bank-Specific, Industry-Specific and Macroeconomic Determinants of Bank Profitability. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 2008,18 (2): 121~136.
- [14] Benmelech E. & Dlugosz J. The Alchemy of CDO Credit Ratings. *Journal of Monetary Economic*, 2009, 56(5): 617~634.
- [15] Berlin M. Bank credit standards. *Business Review*, 2009Q2: 1~10.
- [16] Borio C. Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision. *Financial Stability Review*, No. 13, 2009: 31~39.
- [17] Borio C. & Tsatsaronis K. Risk in Financial Reporting: Status, Challenges and Suggested Directions. *BIS Working Papers No.213*, 2006:1~28.
- [18] Borio C., Furfine C. & Lowe P. Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options. *BIS Papers No.1*, 2001: 26~33.

- [19] Caruana J. The Challenge of Taking Macroprudential Decisions: Who Will Press Which Button(s)? 13th Annual International Banking Conference, Federal Reserve Bank of Chicago, in cooperation with the International Monetary Fund, Chicago, September 24th, 2010.
- [20] Catarineu-Rabell E., Patricia, J. & Dimitrios, T. Procyclicality and the New Basel Accord—Banks' Choice of Loan Rating System. *Economic Theory* 2005, 26(3): 537~557.
- [21] Cavallo M. & Majnoni G. Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications. Work Bank Policy Research Working Paper No.2691, 2001:1~24.
- [22] Cecchetti S. & Li L. Do Capital Adequacy Requirements Matter for Monetary Policy? NBER Working paper No.11830, December 2005:13~28.
- [23] Chami R. & Cosimano T. Monetary Policy with a Touch of Basel. IMF Working Papers, No. 01/151, 2001:1~47.
- [24] Drehmann M. & Juselius M. Do Debt Service Costs Affect Macroeconomic and Financial stability? BIS Quarterly Review, September 2012: 21~34.
- [25] Enria A., Cappelletto L., Dierick F., Grittini S., Haralambous A., Maddaloni A., Molitor P., Pires F. & Poloni P. Fair-value Accounting and Financial Stability. European Central Bank Occasional Paper Series No 13, 2004: 8~43.
- [26] Gilchrist S. & Zakrajsek E. Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations. *American Economic Review*, 2012, 102 (4): 1692~1720.
- [27] IMF, FSB & BIS. Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience. August 2016: 10~11.
- [28] Jimenez G., Ongena S., Peydro J.L. & Saurina J. Credit Supply: Identifying Balance-sheet Channels with Loan Applications and Granted Loans. Banco de Espana Working Paper, February 2010: 53.
- [29] Panetta F. & Angelini P. Financial Sector Pro-cyclicality: Lessons from the Crisis. Bank of Italy Occasional Paper, No.44, 2009: 5~71.
- [30] Repullo R., Saurina J. & Trucharte C. Mitigating the Pro-cyclicality of Basel II. *Economic Policy*, 2010, 25 (64): 659~702.

Research on Effects of Counter Cyclical Macro-prudential Policy Tools

Yu Jiefang Xia Chaoling

(School of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310058, China)

Abstract: The framework of macro-prudential regulation policy is the main way to control systemic financial risk, and the counter cyclical macro Prudential policy is committed to slow down the periodicity of financial system. Based on the macro financial data of 2008-2018 in China, this paper constructs the financial cyclical index and uses VAR model to test the regulatory effects of counter cyclical macro Prudential policy instruments in China. The research shows that the provision coverage(PC) ratio has a better and more stable effect on the regulation of financial periodicity, while the loan to value ratio(LTV) helps to reduce the systemic risk of the real estate industry, but ,as the effect is more intense, it will increase the volatility of the financial system in short term, and the countercyclical capital buffer(CCyB) also has a more significant effect on the regulation of financial periodicity, reflecting a good policy effect. On this basis, this paper puts forward suggestions to improve the macro Prudential policy system in China.

Key words: Macro-Prudential policy; financial cyclical; counter cyclical regulation; loan to value ratio; provision coverage; countercyclical capital buffer



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn