



NIFD

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 金融專報

2022 年第 36 期 总第 175 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2022 年 9 月 23 日

## 全球金融周期：驱动因子、典型事实 和政策应对

张晓晶 张明 张策

- 通过对全球金融周期的讨论，可以在纷繁复杂的国际金融市场指标中寻找共同的趋势和特性，对驱动因子的分析则进一步凝练了对世界金融市场格局变化产生重要影响因素。
- 全球金融周期作用下的特征事实有三：一是国家之间的经济、金融的外溢性愈发明显，以美国为代表的中心国家的货币政策和金融稳定状况的外溢性加深了全球金融周期对各国的影响；二是国际金融市场联动性增强，以及金融风险的跨市场传染；三是跨国公司的全球活动将各国金融

市场、金融状况紧密地联系在一起。

- 中国与全球的金融状况联动性较高，对于全球金融周期的敏感性也会进一步增强，这会给中国货币政策和金融稳定带来显著冲击。为此，当局需要对宏观经济政策进行国际协调以解决外溢性影响，在区域内开展双边和区域金融合作以应对区域异质性冲击，使用宏观审慎政策来降低全球金融周期对本国的影响。

全球金融周期的概念缘起于 Rey（2015）著名的文章“Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”，她对一系列资产价格和跨境资本流动的数据进行描述分析发现，全球的风险资产价格、跨境资本流动、金融机构杠杆之间存在非常强的相关性。由此，她提出非抛补利率平价的贴合和背离、全球资本流动的加速和阻滞、全球资产价格的泡沫和崩盘，以及全球金融危机的时隐时现的背后存在一个全球金融周期，通过与全球经济、政策、外生冲击的交互作用带动全球资本流动和资产价格的涨跌起落。基于此，我们可以归纳出全球金融周期的简要定义：伴随着金融全球化，跨境资本流动、全球资产价格、风险溢价、杠杆率等国际金融市场指标存在较强的联系，而驱动这些指标强弱变化的周期性因子，就是全球金融周期。

## 一、全球金融周期的驱动因子

### （一）全球风险因子（VIX）

Rey（2015）提出 VIX 代表的风险偏好与全球金融周期有明显的负相关关系。当全球的风险偏好和不确定性较低的时候，金融资产的风险溢价较低，良好的宏观环境也会激励微观主体的冒进行为，增强借贷意愿。银行等金融机构在全球风险较低、资产价格上升的环境下，整体的资产负债表更加健康，更倾向于发放贷款和从事激进的投资行为。在 2008 年之前大部分金融机构都通过 VaR（value-at-risk）进行风险控制和风险管理，全球风险的降低也可以通过放松 VaR 的风控约束，让银行业金融机构有更大的空间进行贷款发放，投资机构有条件更加乐观的评估投资机会。因而，全球风险的降低抬升了全球金融机构的风险偏好，降低了金融资产的风险溢价，提高了金融机构的杠杆率，导致了信贷和资产泡沫的形成，加速了跨境资本的全球流动（Rey，2015）。由全球风险变化引发的全球金融体系的顺周期行为，成为驱动全球金融周期的重要因子。

然而，在全球金融危机之后，这种关系变得非常微弱。其中一个重要原因在于金融机构的信贷决策和投资决策，与全球风险的联系弱化。2008 年金融危机之后，大家对经济金融系统中的顺周期因素进行了重新审视，开始将逆周期的思想纳入宏观经济调控和金融机构治理中来。以 VIX 为代表的

根据既有市场信息所计算得到的全球风险变量在决策中的重要性开始下降，在微观金融机构的风险控制中，VaR 方法也逐渐开始演变为充分考虑时间序列特征、尾部风险、条件相关性，兼顾 ES、VaR 等多种方法的综合性风险管控体系，全球风险因子对风险控制因素的放松作用已大不如前。此外，欧洲银行业在金融危机后开始了长期的去杠杆，无论全球风险如何变化，整个欧洲银行业的偏好始终维持低位，其所涉及和衍生的广泛的跨境资本流动和全球资产价格走势与 VIX 的关系很低。第二个原因在于区域化的兴起。2008 年金融危机之后，各国开始意识到金融全球化对本国宏观经济的影响和宏观调控的挑战，宏观审慎政策、汇率制度安排、资本管制水平等宏观经济政策的变动，降低了本国经济对全球金融冲击的敏感性。在跨境资本流动的因素中，全球风险因子的影响力下滑，开始被国家风险因子和区域风险因子所替代。目前来看，VIX 所驱动的全球金融周期已经缺乏实践证据。

## （二）美联储货币政策

Miranda-Agrippino and Rey (2020a) 发现全球金融周期与美国的货币政策周期高度一致。或许从根本上来讲，全球金融周期就是金融状况从全世界的中心国家（美国），传导扩散到世界其他国家和地区的过程。美联储货币政策与全球金融周期的关联有三条直接的途径。第一，美元是全世界贸

易、金融和储备资产的重要计价货币，美联储货币政策改变了美元计价资产收益、负债的成本，从而影响微观主体和国家主体的决策。第二，美国作为中心国家，其货币政策会通过资本流动对其他国家产生溢出效应。美联储渐进退出量化宽松引发全球资本逃离发展中国家，是一个非常典型的例子。除了跨境资本流动这一直接的途径，跨国企业的转移定价、国际银行的内部定价、全球的美元离岸资金池都会顺其产生联动变化。第三，美国是世界上的霸权国家，通过在国际协调上的强势地位保障自己货币政策效力的实施。无论是联合国、IMF 等全球组织，还是 G7、G20 峰会等制度化协调机制，美国在其中占据强势地位、保有绝对的国际话语权，可以帮助美国将自己的政策意图传递甚至贯彻在全球体系之中。此外，微观主体行为也会将美国金融状况传导至其他国家，如 Kalemlı-Ozcan (2019) 提出，全球投资者的行为受美国货币政策的影响，他们的一致行动影响了全球资本流动和资产价格。

虽然美联储货币政策驱动的全球金融周期被大家广泛认可，但是这种相关性是高度不稳定的。在全球金融危机爆发前，更宽松的政策预示着更加疲软的全球金融周期，而在后危机时代则预示着更加强劲的全球金融周期 (Borio, 2019)。在学者的讨论过程中，认为最主要的原因在于货币调控机制的变化。在 2008 年之前，美联储的利率调控就几

乎代表了货币政策的全部信息。然而，随着金融危机的出现，美联储的货币政策调控框架更加复杂，前瞻性指引和非常规货币政策的实施，使得单一利率指标不能完全覆盖全部的货币政策信息。Swanson（2021）就认为美联储的货币政策应该由联邦基金利率、前瞻性指引和大规模资产购买计划进行综合化度量。而从不同角度思考货币政策可能会得到截然相反的结论。近些年来兴起的收益率曲线控制和现代货币理论，更是将人们的关注点从单纯的货币政策到货币-财政、货币-政治的双重考虑（Kocherlakota, 2021）。此外，还有其他因素可能影响美联储货币政策驱动的全球金融周期，如欧洲开始展现中心国家属性、宏观审慎政策的普遍实施、非银行机构（影子银行）的兴起。

### （三）寻找未来的驱动因子

第一，中心国的行为举动。虽然美联储货币政策驱动全球金融周期的证据在弱化，但这并不影响中心国家对全球金融周期的影响。美联储货币政策难以精确度量，学者从其他角度分析同样得到中心国家对全球金融周期的影响，如中心国家的新闻报道、重要政治事件。或许我们难以用一个变量刻画中心国行为，从而作为重要的驱动因子进行研究，但中心国的行为举动会对全球风险偏好和跨境资本流动产生影响为大家所公认。

第二，国际社会阶段性共识产生的趋势因素。金融全球

化毫无疑问是全球金融周期产生变化的重要因素，这一变化在宏观上来自于华盛顿共识后各国对资本管制的放松，微观上来自于对全球分散化投资和风险管理的需要。金融危机之后，周小川行长关于变革国际货币体系的倡议在全球引发剧烈反响（周小川，2009），国际货币体系改革并不是孤立独行，需要结合各国货币政策调控框架的有效性。对于各国而言，没有有效的政策框架应对内外部均衡冲突，在国际协调上就难以形成合力改变现有的国际货币格局。

第三，国际经济贸易增长和结构变化。经济和贸易因素影响全球金融周期的逻辑简洁直接，但在显著性上却与之前讨论的两个驱动因子有很大差距。原因在于贸易变量和经济变量与金融变量的关系并不是对等的，中国在贸易总量上已经超越了美国，但是人民币计价的贸易流量仍然不及美元计价的贸易流量，从而在与同一笔贸易流量相反的资金流量上，会更多地受美国的影响，而不是中国。

## 二、全球金融周期作用下的特征事实

### （一）中心国家的外溢性

在金融全球化不断强化的背景下，国家之间的经济、金融的外溢性愈发明显，以美国为代表的中心国家，其国内经济和金融情况、政府财政货币监管政策以及微观经济主体的技术创新能够跨越国家边界对其他经济体产生外溢效应。在 2008~2009 年全球金融危机之后，中心国家货币政策和金融

稳定的溢出效应更为突出。伴随着互联网和信息技术革命，技术创新并走向应用的速度提升，中心国家向其他国家外溢效应的传播速度也在加快。

作为全球金融周期的特征事实，中心国家的外溢性也加深了全球金融周期对各国的影响，成为重要的作用机制。中心国家的货币政策和金融稳定状况通过跨境资本流动、各国银行的信贷行为、国际资产价格反应、金融机构的杠杆选择、不同类型金融资产的风险偏好、大宗商品交易拥挤程度、各国货币当局的政策模仿、政策当局的国际协调等方式，从一个国家传染至其他国家。中心国家的经济金融状况变化，预示着全球金融周期的起落，也对各国的宏观经济和金融条件产生外溢效应。

## （二）国际金融市场联动和金融风险传染

全球金融周期将全世界各国的资产价格、国家之间的资本流动联结在一起，这种关联在金融市场上的表现就是国际金融市场联动性增强，以及金融风险的跨市场传染效应更加突出。因而，在中观市场层面，国际金融市场联动和金融风险的跨市场传染是全球金融周期的重要特征事实之一，同样是因为国际金融市场联动和金融风险的跨市场传染，各个国家的金融状况更加紧密的联系在一起，全球金融周期的冲击也更为快速、直接。

金融全球化的突出表现之一就是国际金融市场的联动



性大幅提升。关于国际金融市场联动性产生的原因，学者分别从宏观经济政策趋同、经济结构形似、文化传统相近等方面进行了分析，然而，全球金融周期的作用是大家普遍归纳的原因。金融风险的跨市场传染，建立在国际金融市场联动的基础之上，是全球金融周期作用下在中观层面反映的特征事实。关于金融风险跨市场传染的机制和讨论，主要集中于以下六点：（1）不同金融市场有直接的业务、资金往来，通过交易对手风险传染金融风险；（2）单一金融风险引发微观主体的预期和恐慌，将风险传染至其他市场；（3）现代金融体系下信贷资金跨部门流动，流动性恶化将影响整个金融市场；（4）单一国家、单一机构的风险决策行为，会通过“竞争效应”影响其他公司和行业；（5）政府行为影响市场预期，一些监管规定也会放大金融波动；（6）实体经济活动会将单一市场风险传染至其他市场。

### （三）跨国公司的全球活动

金融全球化让跨国企业具备了在国际市场中进行经营运作的机会，跨国企业除了能够在本土资本市场进行融资外，还可以全世界资本市场进行对比，获得更为廉价的资本；在全世界进行税收筹划，使公司的全球税负最小化；利用全球资本市场资源，通过公司战略与融资策略的匹配实现更低的资本成本和更优质的投资机会；破除本土金融市场的限制，管理企业的流动性，更好地满足日常经营的现金需求。

综上所述，跨国企业让全世界各国的风险调整后的融资成本、投资机会、税收筹划、流动性管理成本趋于一致，将各国金融市场、金融状况紧密的联系在一起。

全球金融周期在微观上的特征事实，就体现在跨国公司的全球活动。随着国际经济和管理环境的变化、信息和通信技术的进步，以及新兴市场国家的稳健增长，公司面临的竞争压力越来越大。为了应对这些竞争压力，很多公司意识到它们需要走向全球，以保持竞争优势。跨国并购一直是企业国际扩张的重要策略，全球的跨国并购在过去二十年间取得了飞速发展，新兴市场国家在其中的作用不断扩大，其中非常重要的原因就是金融全球化的发展。除了跨境并购，全球金融周期作用下企业在融资方面也开始充分利用国际金融市场优势，全球资本战略开始成为企业战略的重要组成部分，管理层需要就长期的财务目标达成一致，选择合适的投资银行对接机构投资者，最低成本在全球筹集股权和债务，在有声望的市场进行发行上市。

### 三、中国如何应对全球金融周期的挑战

#### （一）国际：宏观经济政策的国际协调

由于世界各国之间存在交流和联系，一个国家（尤其是中心国家）的政策将会影响其他国家的宏观经济和金融状况，产生外溢性。为了解决外溢性，寻求国际合作从而提升全体国家的福利水平，这是国际协调机制发挥作用的理论基

础。但是，这种福利改善的国际协调机制的发挥存在几个现实中的弊端：第一，国际协调的收益并不能覆盖协调的成本；第二，中心国家拒绝福利的降低；第三，协调并不是可持续的或者可信的。因而，如何改进国际协调的效率，Levine and Currie（1987）认为需要增加对破坏者的惩戒机制，这就需要让渡部分国家主权，建立超主权机构对政策协调进行管理；Eichengreen（2011）则认为寻找技术上的共识最为重要，如果各国能够稳定处理开放经济下的内外部均衡，国际宏观经济政策协调更容易达成共识。

## （二）区域：双边和区域金融合作

在面对区域异质性冲击时，区域内各国开展金融合作，能够避免国际协调的前两个的弊端。第一，区域冲击对本区域的国家有强大的负面冲击，因而协调应对的潜在收益往往是巨大的，这一点在最优货币区的成本收益模型中有丰富的讨论。第二，区域的领导者一般不会主动破坏区域协调。一方面，区域冲击下区域内各国彼此依赖，一个国家的危机很可能传染至区域内其他国家，因而较少会出现因为福利水平降低而主观破坏协调的现象。另一方面，区域中的领导者需要借助区域整体的力量寻求国际政治舞台上的话语权，因而有动机牺牲一些本国利益，来满足区域内其他国家的利益诉求。因而，在全球金融周期的应对中，发挥区域在平滑周期、分散风险上的作用，能够降低外部冲击对本国经济金融的影响。

### （三）国内：审慎的国内政策应对

宏观审慎政策的实施可以降低全球金融周期对本国的影响。已经有学者通过跨国面板的实证研究讨论分析（Epure et al., 2021）。宏观审慎中包含两类工具可以防范全球金融周期的影响：跨周期的缓冲型工具、抑制风险传染的资产负债工具。全球金融周期，顾名思义也会有波峰波谷、起伏涨落，逆周期资本缓冲、动态损失拨备等缓冲型工具通过监管手段迫使金融机构在经济和金融的周期内进行资本和准备金的平滑，缓解全球金融周期的影响。外币风险敞口、杠杆比率、机构间风险敞口等资产负债工具，强调了对单一业务、单一市场的风险可控，进而避免风险在机构之间、市场之间的传染，一定程度上提高了全球金融周期影响中国金融机构和金融市场的体制成本，隔绝了外部冲击的一阶影响，即使面临较大的冲击，也能为中国的政策应对赢得时间。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

## 国家金融与发展实验室学术成果系列

### 正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

### 非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）