

全球金融周期：典型事实、驱动因子和政策应对

张晓晶 中国社会科学院金融研究所所长，国家金融与发展实验室主任

张明 中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展实验室副主任

张策 中国社会科学院金融研究所助理研究员

时间：2022年6月 来源：《金融学前沿报告 2022》

摘要：全球金融周期作为对当前国际经济金融形势变动的精炼总结和概括，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，驱动因子的分析更加凝练地提取了对世界金融市场格局变化产生重要影响的因素。从国内视角看，在内外均衡的讨论中，如何应对资产价格变动、跨境资本流动、非抛补利率平价偏离、金融机构杠杆率抬升等问题是彼此分割的话题，全球金融周期的讨论抓住了这些话题的共性因素。从国际视角看，在国际协调的实践中，聚焦于过分具体的问题容易受到非经济因素的干扰，而难以形成共识。全球金融周期提取的共同因子抓住了主要关切，更容易集中于技术上的讨论，便于国际协调的开展。全球金融周期很好地嫁接了国内视角和国际视角，成为了2008年以来具有重要影响力的国际金融文献分支。随后，本文将详细地对全球金融周期的概念兴起、驱动因子、特征事实和政策应对进行综述。

本文来源于《金融学前沿报告 2022》（张晓晶 主编、张明 副主编），中国社会科学出版社，2022年6月。

一、全球金融周期：概念提出与含义对比

（一）全球金融周期的概念界定

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。

全球金融周期在概念阐述和论证上,存在于其他周期性理论相似的难题,如何证实全球金融周期的存在,以及如何进行度量。在既有的文献中,主要从两个角度进行考虑:

第一,某个全球因子的解释力。全球金融周期认为国际金融市场指标之间存在非常强的相关性,如果能够找到一个因子,它导致了全球金融市场的共振,从而驱动了全球金融周期的变化,就能够证实全球金融周期的存在。Miranda-Agrippino and Rey(2020a)用 1990 至 2010 年间 838 个风险资产的价格进行主成分分析,发现存在一

个全球因子可以解释超过 25%的方差变化。面对如此大的数据集，如果没有内生驱动因子引发国际金融市场的共振，不可能存在单一因子有这么强的解释力。从这个角度考虑，确实可能存在一个周期性因素可以对国际金融市场的指标变化产生影响。

第二，不同共同因子的相关性。 Davis et al.(2019)和 Miranda-Agrippino and Rey (2021)详细分析了不同类型的资本流动、不同类型的资产价格，并从中提取共同因子，这些所提取的共同因子同样有超过 0.8 的高相关系数。Miranda-Agrippino and Rey (2021)在提取共同因子的基础上，分析这些共同因子与现实经济变量之间关系。例如，他们发现资本流动的一些共同因子跟大宗商品价格和油价走势有非常强的相关性，通过图表的形式可以直观的看出两者在走势规律、波峰波谷等特征上存在非常强的重合。

(二) 国内金融周期 VS 全球金融周期

与次贷危机后迅速火起来的金融周期 (Financial Cycle) 的概念不同，新闻报道和媒体中常常提及的“金融周期”更多地是指国内金融周期，它以国内信贷的繁荣与萧条、房地产价格的膨胀和骤跌展现典型的周期性特征，在周期的波峰常常伴随着危机的诞生 (Drehmann et al. , 2012)。

表 1 全球金融周期与国内金融周期的对比

	全球金融周期	国内金融周期
共同的分析基础	风险承担/融资条件/资产价格（顺周期性）的联结点	
最初的分析侧重	美国货币政策传导	银行业危机
政策关切	两难选择 VS 三元悖论	事前抑制 VS 事后清理
组成部分		
资产价格	金融资产	房地产
资本流动	所有资本流动	信贷资本流动
国家间同步性	完全同步	部分同步
周期长度	短	长
两者关联	在危机前后处于周期高点	
与 GDP 关联性	传统的经济周期	中期的经济周期

数据来源：Borio（2019）

全球金融周期和国内金融周期最大区别在于地理范畴，国内金融周期描绘单个国家的状况，而全球金融周期以全球联动（包括但不限于金融资产、资本流动、金融机构杠杆）为讨论对象（Borio, 2019）。国内金融周期重视信贷和房地产价格波动，事前避免、事后处置在泡沫顶点的银行业危机。全球金融周期则对世界各国的金融资产价格、之间的跨境资本流动都很关注，最初有关全球金融周期的分析侧重于美联储货币政策传导。

全球金融周期和国内金融周期也存在分析基础和表现形式上的关联。在分析基础上，全球金融周期和国内金融周期都有非常强的顺周期性。国内金融周期中，企业融资约束、银行风险承担、房地产价格波动之间存在相互强化的机制。这种正反馈机制在全球金融周期中同样存在，美国货币条件宽松改善了美元的融资情况，由于美元是全世界金融中介的重要融资币种，因而美联储货币政策传导至其他国家，

放松了世界各国金融中介的资产负债表约束，导致各国普遍性的信贷宽松、资产价格上涨、资本流动频繁。在表现形式上，国内金融周期触顶常常伴随着银行业危机，全球金融周期的顶部和底部，同样也伴随着金融危机。

全球金融周期可能成为国内金融周期的重要催化剂，加速国内信贷和金融资产的膨胀和萎缩，这在新兴市场国家表现的十分明显。受中心国家货币政策驱动的全球金融周期，更加反映中心国家的宏观经济状况。而对于新兴市场国家，在国内金融周期上行时期，企业杠杆、资产价格和风险承担相互强化，使得资产负债表过度扩张。若遇上中心国家货币宽松驱动的全球金融周期上行，全球货币条件和流动性的改善为本国的信贷繁荣提供了更多的动力，加速了国内金融周期的触顶；若遇上中心国家货币紧缩驱动的全球金融周期下行，资本流动的截然而止、本国货币的骤然贬值将加剧国内金融体系的压力，应对不当往往会引发经济衰退。

在政策应对上，全球金融周期的破局需要世界各国的政策合作，远不是单一国家能够治理的。虽然经济理论至今没有完全驯服国内金融周期，但不断演进的政策框架、调控思路、应对工具和处置办法让各国在面对国内金融周期时越来越“得心应手”，国内金融周期对宏观经济的影响也在减弱。相反，全球金融周期的挑战一直在持续并不断加强。中心国家的货币政策制定主要参考本国的经济周期，较少会考虑其他国家的经济金融状况。同时中心国家的货币条件会通过全球金融周期传导至其他国家，无论这些国家的国内金融周期和经济周期

处于什么样的阶段。

（三）全球经济周期 VS 全球金融周期

提及全球金融周期，大家普遍会联想到由 Backus et al.(1992) 提出并发展的全球经济周期 (International Business Cycle)。全球经济周期认为各国的经济周期走势并不是相互独立的，产出、投资、生产率、劳动时长、消费等宏观经济变量在世界各国之间存在较强的相关性。全球经济周期实际上揭示了各国在经济上的相互联系、相互依赖，尤其是伴随着经济全球化，各国经济发展更加难以“独善其身”，均要或多或少地受到全球经济周期的影响。Baxter (1995) 对全球经济周期作用下的特征事实进行了归纳总结，对比来看，全球经济周期与全球金融周期存在相似之处。

表 2 全球金融周期与全球经济周期的对比

	全球金融周期	全球经济周期
共同的分析基础	经济金融全球化	
定义和事实	各国的产出、投资、生产率、就业、消费等宏观经济变量的走势存在非常强的相关性	跨境资本流动、全球资产价格、汇率平价、风险溢价、杠杆率等全球金融市场指标存在非常强的相关性
内部差异	产出的相关性大于生产率的相关性，大于消费的相关性	风险资产价格和跨境资本流动的 全球相关性最强
驱动因素	技术生产力，财政货币政策，石油价格，其他外生冲击	全球风险偏好，中心国家货币政策
影响机制	贸易为主；兼顾资本流动、移民、技术溢出	资本流动为主；兼顾中心国家的政策、跨国公司的全球行为
政策应对	国际协调；汇率；贸易壁垒；资本管制	

数据来源：作者整理

首先，全球经济周期和全球金融周期的产生、发展和强化，都离

不来经济金融全球化的影响。第二次世界大战结束之后，国际贸易重新蓬勃兴起，国际贸易基础理论告诉我们：各国从事自己具有比较优势，符合自身资源禀赋的行业，可以获得更高的产出增长水平。然而，进行专业化生产是有风险的，尤其是异质性风险。Brainard and Cooper (1968) 提出如果存在一种完美的保险机制，可以对冲国家在未来面临的各种经济情况，那么国家可以完全遵循专业化生产、追求经济增长，而无需考虑经济波动。各国之间的贸易联系、金融联系、移民、汇率制度、主权借贷等机制构成了这种完美的保险机制。例如，2004 年印度洋大海啸冲击了沿岸国家，外生的异质性冲击导致沿岸国家经历了非正常的经济波动。如果沿岸国家可以通过接受外国的援助（非居民的汇款；国外政府援助）、金融市场配置（配置沿岸国家以外的国家资产）、借贷（经常账户赤字；主权债务），沿岸国家所受的影响将会被分散和平滑。基于平滑消费、分散风险的优势，各国普遍跟进了经济全球化进程，全球的贸易分工更加具体、要素流动更加频繁、技术溢出效应更加凸显，世界经济变得紧密联系、休戚与共，逐渐形成了全球经济周期。全球金融周期的形成也是类似，理论上，金融开放经济体从经济金融全球化过程中获得的收益更高。最典型的，Levine (2001) 通过理论和实践论证了国际金融自由化加速了经济增长。首先，放开对国际投资组合流动的限制会提升股市流动性，增强股市流动性可以促进生产力增长来加速经济增长；其次，允许外资银行进入会提高国内银行体系效率，发达的银行可以加速生产率提升刺激经济增长。同样是在理论的簇拥下，各国纷纷逐步放开资本账户

管制，形成金融全球化的潮流。通过，跨境资本流动、跨国公司（金融机构）的国际化 and 主要经济体的政策联系，各个国家的资产价格、风险溢价、杠杆率等呈现高相关性，全球金融体系紧密联系在一起，形成了全球金融周期。

另外，需要强调的是，虽然全球经济周期和全球金融周期的讨论各有侧重，但两者在驱动因素、影响机制上有非常多的相似性。例如，美联储的货币政策即是全球经济周期也是全球金融周期的重要驱动因素，跨国企业的全球行为是全球经济周期和全球金融周期发挥作用的重要机制。

二、全球金融周期的兴起：理论脉络和历史渊源

（一）全球金融周期的理论根基

Rey (2015) 发现存在一个全球因子驱动世界各国资产价格、资本流动、杠杆率和风险溢价的变化，并将其归纳总结为全球金融周期。全球金融周期的概念一经提出，便受到来自学术界、监管层、市场人士的高度关注。大部分观点肯定了全球金融周期的重要性，也有少量文献驳斥了 Rey (2015) 的论证 (Cerutti et al., 2017b)。虽然全球金融周期的概念是最近才提出的，但其讨论依旧建立在巨人的肩膀上。

其一，共同因子驱动的思想在既往的文献讨论中已经存在。在金融领域，最具代表性的莫过于 Fama and French (1992, 1993) 提出的因子模型，少数的几个因子便可以很大程度上解释异质性股票的价格走势。延伸至全球资本市场的定价上，Choi and Rajan (1997)

发现国内风险、世界风险和汇率风险是影响资产收益的重要因素，同样用三、四个指标就能针对性的解释世界各国风险资产的收益率。进一步，在全球经济周期的文献中，学者发现各国宏观经济波动具有相关性，发展中国家经济体和发达国家经济体的经济周期都会呈现出相似的共性，即为全球经济周期。在度量全球经济周期的时候，因子模型（Factor Model）是普遍采用的方法，如 Kose et al.（2003）估计了各国经济周期中的世界因子、区域因子和国家因子，发现世界因子是大部分国家宏观经济波动的最大贡献变量。在全球金融周期相关的讨论中，共同因子的思想也时常出现。在跨境资本流动的讨论中，Calvo et al.（1996）建立的分析框架（push-pull analyse）就发现一些全球因子是驱动国家间资本流动的重要因素。

其二，全球金融周期下的表现和特征，之前已有学者进行了相关讨论。全球金融周期最终的一个结论是：在金融全球化的情况下，浮动汇率制度无法完全对冲外部冲击（中心国家货币政策）的影响，只有依靠一定的资本管制才能实现货币政策独立性。 Mohanty and Scatigna（2005）就已经基于此话题展开了详细的论述，他们提到浮动汇率制度下，汇率波动本身是有一定的宏观经济效应的，比如汇率波动太大降低国内企业参与国际贸易的意愿、货币错配下本币贬值会遭受更大的资产负债表损失、新兴经济体汇率升值向通胀传导更快等等，因而单纯浮动汇率制度是无法对冲外部冲击的。在这种情况下，一定的外汇干预和资本账户管制可以增强货币政策有效性。唯一不同的是，他们虽然提及了资本账户管制的作用，但是他们认为随着信息

技术的发展和金融自由化的趋势，资本账户管控的效果越来越差，政策当局不应过于依赖资本账户管制的措施。其次，中心国家货币政策的外溢性也被广泛的讨论。Edwards(2015)发现即使是浮动汇率制度、通货膨胀目标制和资本自由流动的国家，也会模仿和追随美联储的货币政策，货币政策独立程度远不及理论模型中所预示的。理论模型的错误预判是因为没有考虑到市场的微观结构，由于银行的资本金中有很很大一部分是美元计价，美联储宽松的货币政策会放松新兴市场国家的货币条件，从而驱动其他国家的国内经济周期（。最后，共同因子驱动金融市场指标变动，也有众多文献得出了相似的结论。Calvo et al. (1996) 关于资本流动的经典讨论已经论证了美联储收紧货币政策将引发资本从新兴市场国家流出。

其三，全球金融周期的作用机制和政策应对，依然延续传统的分析视角。目前有关全球金融周期影响国家宏观经济金融的机制和渠道，依然是从跨境资本流动、信贷、风险承担、投资者心理和信号效应等方面出发，没有提炼出独特的作用机制。这自然会引发一个疑惑：为什么不直接讨论美联储货币政策对新兴市场国家的影响，而要借助全球金融周期的概念，一面讨论其驱动因素，一面讨论其作用机制。另外，在政策应对方面，Rey (2015) 文章中提出了“两难选择”的概念，但在 Miranda-Agrippino and Rey (2020a) 的文章是这样描述的：“随着跨境资本流动更加自由，宏观审慎政策工具还没有普遍应用，所有国家的货币条件（即使这个国家实行浮动汇率制度）均会部分受到霸权国家（如美国）的货币政策的影响。”可以看到，后来

作者在描述两难选择的时候增加了很多限制条件。这是因为虽然 Rey (2015) 的论证直接、易懂，但汇率制度、资本管制和货币政策独立性的辩证分析在之前已有讨论，如何在金融全球化的情况下维持本国货币政策的独立性早在 21 世纪初就已经成为学者们关注的焦点问题。等到 2015 年，相关的政策应对措施也有部分付诸实践，例如巴西在 2011 年为应对投机性资本流入和本币升值，对外资购买国内债券征收 6% 的金融交易税，作为一种临时性的资本管制措施。宏观审慎政策等措施在一定程度上降低了全球金融周期的冲击。

(二) 全球金融周期的历史视角

世界经济格局的变革，催生了“全球金融周期”概念的提出。资本账户开放和金融全球化成为上世纪 90 年代以来重要趋势和表现。Fischer(1997) 总结到资本的自由流动提升了全球储蓄的分配效率，将资源引导至最具生产力的国家和地区；资产配置全球化为投资者提供了实现更高风险调整后收益的可能性；资本账户自由化改进了国内金融体系效率，每个国家都可以分享全球金融互联的好处。作为华盛顿共识的重要部分，发达国家逐渐放开了资本市场的管制措施，新兴经济体也为实现金融自由化开展了很多举措，包括利率市场化、汇率市场化、开放资本市场、鼓励金融机构竞争等。金融全球化让全球各国更加紧密的联系在一起，Kose et al. (2003) 发现随着金融全球化的兴起，各国的经济周期开始与 G7 国家趋同；Bruno and Shin(2015) 发现金融越开放的国家受全球因子的影响越大。此时，无论是学者、监管专家、业界人士，还是世界各国普通人民，都已经切身感知到金

融全球化的影响，全球金融周期概念的提出，更加贴合实际，容易引起共鸣，为广大读者所接收。

同时，2008 年的全球金融危机让世界各国意识到，布雷顿森林体系之后美元依旧占据国际货币体系的霸权核心位置。在 2008 年金融危机之前，国际货币安排和汇率制度的讨论更多地集中在发展中国家，双重汇率、外汇管制、外汇储备是核心议题，以及少量关注欧元区的制度安排。2008 年金融危机缘起于美国，但平息国际金融市场动荡还是依靠美国的一系列政策操作，这说明美国依然处于国际货币舞台的核心位置 (Goldberg , 2010)。后危机时代，对安全资产的追逐更是强化了美元的绝对核心地位 (Jiang et al. , 2021)。伴随着实践中对美元地位的认可，时代变革让美联储货币政策驱动下的全球金融周期更加清晰，理论阐述也更具说服力。

此外，全球金融周期概念的兴起也源于其对世界各国的宏观经济金融产生了重要影响。首先是本国信贷增长受全球金融周期的影响越来越大。全球金融周期作用下，跨境资本流入存在两个途径的影响机制：第一，资本流入、本币升值，强化了借入外币的金融机构的资产负债表，可以提供更多的信贷 (Borio and Zhu , 2012)；第二，全球货币和流动性状况的改善，造成了跨境资本流动的繁荣，本国主体更容易在国际金融市场中获得资金 (De Hass et al. , 2014)。两种机制作用下，全球金融周期产生对本国信贷周期的影响。其次，全球金融周期影响本国货币政策独立性。对于发展中国家而言，一些国家实行实际的类固定汇率安排，试图稳定本国与中心国家的汇率水平，因

而会在中心国家收紧货币政策的时候提升本国的利率水平，致使本国货币政策操作缺乏独立性。浮动汇率虽然能吸收外部冲击，但也无法消除全球金融周期的影响。对于发达国家而言，普遍实行通货膨胀目标值，当面临全球金融周期对本国金融变量冲击的时候，不可避免的引发对通胀的担忧，本国的货币政策也难免会对此作出反应。

全球金融周期的概念提出和发展，激起了全世界学者、监管层和业界人士的热议讨论。主要有三点原因：第一，陈列的描述性统计事实太过震撼。分布在五大洲各个国家的 858 种风险资产价格，可以被一个全球因子解释 25% 的方差变化。这个结果令人震惊，印象深刻。第二，分析的逻辑框架符合直觉和理论。上文已经阐述，全球金融周期中的共同因子、金融市场联动已经被学者进行了多次检验和讨论，机制分析已经成熟。但是，之前没有一篇文章从一个涵盖如何多个国家、资产类别的面板数据出发进行分析讨论。第三，结论和讨论有明确的政策启示。既然各国金融市场指标很大程度上受全球因子的影响，那么央行作为国内货币政策当局难以独立完成金融稳定的任务，作为补充机制，一方面需要增加全球金融周期传导的成本(资本管制)，另一方面需要致力于国际协调。

在学术研究上，全球金融周期的提出也有众多的价值和意义。首先，简化了整个分析框架。以往有关跨境资本流动、汇率平价、风险资产溢价、杠杆率、金融危机等议题都是分开讨论，或者分析两者之间的关系，全球金融周期将所有的概念用一根线串起来，让思路脉络更加清晰。这种简化的讨论通过梳理掉各个指标纷扰的因素，用主线

抓住国际金融市场指标变化的驱动力和影响机制,便于理解内在机理和进行政策监管讨论。其次,全球金融周期的提出更加强调了金融市场微观建模在分析国际金融问题上的重要性。全球经济周期模型还有新凯恩斯货币经济模型,实质上是建立在国际自由贸易的基础上,国际金融市场的设定仅仅是附庸之上的讨论。全球金融周期强调了国际金融市场对宏观经济和政策制定上的重要影响,激发了学者探寻以金融市场为微观基础根基的国际金融模型。

三、全球金融周期的驱动因子

(一) 全球风险因子 (VIX)

首先,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,即VIX等代理变量取值较低,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 为代表这种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 的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

其次，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 Kalemli-Ozcan (2019) 提出的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替代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。

宏观经济的讨论不可避免地产生内生性的困扰，以上所讨论的驱动因素变量之间同样有相互影响的机制关联，比如美联储货币政策导致全球风险和不确定性、全球风险因子会影响美联储货币政策操作、全球化趋势由中心国家的行为所引领等等。因而产生了一些对外生性强的经济因素的考虑，讨论他们是不是会驱动全球金融周期。其中最为典型的是新冠肺炎疫情的影响，新冠肺炎疫情作为一个外生冲击事件对全球经济金融体系产生了重大影响：各国的资产价格下滑、跨境资本流动下降、风险溢价提升、汇率波动增加，各国金融系统变量之间展现强相关性预示着全球金融周期上升。前文也提及，全球金融周期的底部和顶端往往会出现全球性危机事件，若将外生冲击作为全球金融周期的驱动因子进行分析，由于其完全不可预测性，缺少了全球金融周期分析所必要的政策价值。人口因素和技术因素作为经济周期

分析中的关键变量，也会对全球金融周期产生影响。但是，人口和技术因素产生作用的周期比较慢，这些慢变量虽然具有较强的可预测性，但是对于周期较短的全球金融周期而言，只能是长期的趋势性因素，而不是引起全球金融周期短期波动的驱动因素。政治冲击处于两者中间，政治周期具备一定的可预测性，对于经济系统而言，政策因素也具有一定的外生性。政治事件可以对本国和世界产生影响，从而驱动全球金融周期，所以为了应对政治因素对全球金融周期的影响，将其纳入国际协调的分析框架成为近些年来学者研究方向。

四、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突出。额外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（1）跨境资本流动（2）各国银行的信贷行为；（3）国际资产价格反应；（4）金融机构的杠杆选择；（5）不同类型金融资产的风险偏好；（6）大宗商品交易拥挤程度；（7）各国货币当

局的政策模仿；(8) 政策当局的国际协调，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，国际金融市场联动性增强的原因，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，很多公司意识到他们需要走向全球，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。

五、中国应如何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，或者说不可信的。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。