

全球金融周期对中国资产价格的动态冲击效应分析

顾宁,余孟阳

(吉林大学 商学院,长春 130012)

摘要:在经济金融一体化的背景下,全球金融周期已经形成。全球金融周期会改变各国资本流动情况,进而影响主要资产价格,这一作用机制在中国市场得到了印证。文章进行VAR分析,结果表明:以股票市场价格和房地产市场价格为代表的中国资产价格对于全球金融周期存在较为敏感的负向反应。

关键词:全球金融周期;资产价格;货币政策独立

中图分类号:F831.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-6487(2016)06-0126-04

0 引言

自改革开放以来,中国经济已经日益深入地融合进全球经济当中,中国的金融体制改革也取得了显著的进展,形成了以市场为主体、多元化的现代金融体系。值得肯定的是,在渐进主义模式的引导下,中国金融市场成功避免了全局性的金融动荡。然而,当前中国的金融自由化改革正在走向深化,许多重要的措施正在酝酿实施。我们迫切地希望在保持金融稳定的前提下最终实现利率市场化、金融业务经营综合化和资本账户开放等重大改革措施。这就要求我们在立足中国实际的同时,要从金融全球化的大格局中考量中国金融发展,尤其不能忽视对全球金融周期的考察。那么,当前全球金融周期的特征是什么?其决定因素有哪些?中国资产价格对全球金融周期的敏感程度如何?这些问题都是关系中国金融稳定的重要方面。本文将围绕这些问题展开研究,研究结论不仅有助于我们准确研判全球金融发展形势,也能够为中国的资本市场开放和货币政策选择等方面提供更具现实意义的指导。

1 全球金融周期的形成与波动特征

随着经济全球化的不断推进,金融领域加速融合,金融活动规则在全球范围内不断统一,美国、日本、欧盟等经济体成为金融中心,主导全球经济金融走势,巨额资本在各国加速运转,金融衍生品不断丰富,金融周期性特征愈加明显,金融危机的蔓延速度与广度也随之增强。

1.1 国际资本流动与全球金融周期

金融全球化的三大重要特征是:世界范围内大规模的跨境资本流动、不断加快的资本流动速度、各国不断提高的金融自由化程度。在跨境资本流动的规模上,过去20年间,国际证券、债务、辛迪加贷款等表内金融工具,及资产证券化发展出的各种金融衍生品等表外金融工具都得到迅猛发展。在资本流动速度方面,全球外汇市场日均交易额在20世纪80年代中期为2000亿美元,2014年已超4.1万亿美元;全球股票市场、债券市场、票据市场以及20世纪80年代兴起的机构投资者市场特别是对冲基金,活跃程度均大幅超越从前。在金融自由化程度方面,全球大部分国家现已实现不同程度的金融管制松绑。

在金融自由化的进程中,美、日、欧成为了金融创新及金融自由化的主要推动者,主导着全球金融规则及市场惯例的形成,金融实力相对较弱的发展中国家和地区则多为金融全球化的被动接受者。在金融全球化为各国带来改变的同时,全球金融周期性特征不断显现。各国资本流、资产价格和信贷增长存在着周期性同步波动的现象,有学者将这种全球范围内金融市场的周期波动定义为全球金融周期。全球金融周期可以带来大规模、大范围的资金流冲击,可能促进一国资产市场温和繁荣,也可能造成其资产价格泡沫破灭或者信用创造过剩,严重的可能引发金融危机。

为了更好的验证全球金融周期的存在,本文选取北美、拉美、中东欧、西欧、亚洲五大市场共20个主要国家^①的金融账户,分析外国直接投资、在外直接投资、证券投资及其他投资项目的基本情况,测算出各大市场各类型资本流入或流出之间的相关性,借此粗略描述全球资本流动情

作者简介:顾宁(1978—),女,吉林长春人,博士,副教授,研究方向:国际金融。

^①北美包括加拿大、美国;拉美包括巴西、智利、墨西哥;中东欧包括波兰、俄罗斯、土耳其;西欧包括法国、德国、希腊、意大利、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国;亚洲包括中国、日本、韩国。

况。时间跨度选取1990年1季度至2013年1季度,数据来源为中经网数据库。

资本流入的相关性结果表明北美、拉美、中东欧、西欧、亚洲五大市场,三大资本流类型——FDI、证券投资(负债项目)、其他投资(负债项目),基本呈现正相关关系(除了亚洲市场FDI与中东欧、西欧、亚洲市场证券投资;北美市场FDI与中东欧市场证券投资;亚洲市场其他投资与西欧FDI、亚洲证券投资及中东欧市场其他投资之间呈现微弱的负相关关系)。由此可以证明主要市场及金融国家的资本流入之间具有较广泛的正相关性,全球资本流入具有协同特征。

资本流出的相关性结果同资本流入类似,北美、拉美、中东欧、西欧、亚洲五大市场,三大资本流类型——FDI、证券投资、其他投资,基本呈现正相关关系,但拉美和亚洲市场的资本流出与其他市场的资本流出呈现了较弱的负相关性。这可能与亚洲和拉美市场金融开放程度相对较弱有关。该结果也证明了主要市场的资本流出之间具有较广泛的正相关性,全球资本流出具有协同特征。

相关性检验证明了全球大多数市场的资本流动之间呈某种正相关关系,体现了全球资本流的协同特征。这种协同关系是否形成了某种周期性特征?为了更好地刻画这一协同关系,凸显全球金融的周期性表现,本文选取VIX作为全球金融周期的代理变量。VIX指数是芝加哥期权交易所(CBOT)使用的市场波动性指数,表示市场对未来30天波动性的预期,显示出市场风险厌恶程度及不确定性,被广泛用作全球金融周期的代理变量。以资本流入为例,从图1可以看出,除某些时间外,全球资本流入均与VIX基本呈现出较为明显的负相关关系。这一结论说明,当VIX走低时,套利资本流动趋于增加,而当VIX升高时,跨境套利资本流动减少。

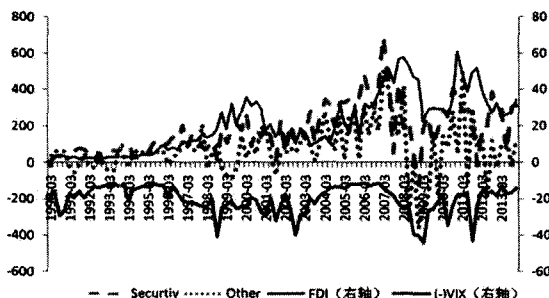


图1 全球资本流入和VIX协同

1.2 美国货币政策对全球金融周期的影响

对于全球金融周期的决定,美国等中心国家的货币政策起了主要作用。由于美元的全球中心货币地位,美联储货币政策对其他国家,特别是外围国家具有显著的溢出效应,货币政策的变化可通过国际资本流动、汇率变化等渠道传导至各个市场。

宽松的货币政策可以为全球市场注入流动性,资金往往从发达国家流向发展中国家,比如两次石油危机期

间,拉美市场吸收了大量跨境资金;2000年以后,国际资本的流入又推动了金砖国家的快速发展;次贷危机后美国连续多次量化宽松政策也是新兴市场过去几年流动性膨胀、信贷扩张、杠杆率高企的直接原因。相反,美国货币政策的突然收紧已经为新兴市场带来了几场严重的金融危机。如1982年拉美国家债务危机、1994年墨西哥比索危机、1997年亚洲金融危机、1998年的俄罗斯危机及之后1999年的巴西金融危机等等,都与美国货币政策的收紧有关。

美国由于其金融中心地位,货币政策对其他国家特别是外围国家的金融环境具有显著的溢出效应,这种溢出效应主要体现在美国货币政策的变化主导全球资本流动的变化,而在金融全球化的环境中,资本流的周期性冲击引发了各国金融环境的动荡。由于全球金融周期的重要特征是全球资本流的协同性,因此美国的货币政策可以视为全球金融周期的首要决定因子。

1.3 全球金融周期与一国资产价格的关联机制

价格受供求影响是经济学的基本原理。在金融全球化的进程中,资产价格的决定呈现出新的特征。Miranda-Agrippino和Rey Helene(2012)用五大洲858项风险资产的面板模型证明,资产风险回报的25%价格波动可以由一个“全球因子”解释,他同时证明,“全球因子”和VIX相关性非常高,如果考虑到资产的异质性与规模差异,这个结果非常令人震惊,即资产价格在全球金融融合背景下,不再像过去一样,由特定的国家宏观状况、行业状况、公司状况决定,而是受到全球金融周期的冲击。

全球金融周期导致国际资本周期性流动,而资本流的变化会显著影响一国短期利率水平及银行间市场的流动性状况,从而影响国内股票和房地产等资产的价格。对于银行间市场资金池来说,两个最重要的输血管分别是新增贷款和外汇占款,如果一国信贷规模受到政策控制,那么外汇占款的变化则成为影响国内资本市场流动性的重要因素。以中国为例,受到2010年4月中旬欧洲债务危机的冲击,中国的国际资本流入的规模一个月内从月均2500亿元人民币下降到月均1200亿人民币,缩水超过50%,同期的A股市场也出现明显的调整;而美联储在2010年10月宣布实行第二轮量化宽松后,当月中国国际资本流入就超过5000亿人民币,相比正常月份扩大了近一倍,A股市场也相应地在资金和乐观情绪的推动下两个月内累积最大涨幅超过20%。

资本的跨境流动能够影响一国利率水平及货币供应量,进而影响资产价格。早期有大量理论阐释了金融市场利率以及货币供应量对股市和房地产的影响过程,比如戈登模型就是利率影响资产价格的简化模型。这些理论通常认为金融市场利率及货币供应量可影响企业融资成本、盈利能力及投资者预期,继而影响资产市场。

通过前面的分析,我们可以看到一条中心国家货币

政策决定全球金融周期,进而影响外国国家资产价格的清晰路径,揭示了全球金融周期冲击一国资产市场的内部机制。具体来说,美国的货币政策通过全球金融周期影响全球资本流动,资本流动作用于一国的银行间市场,体现为短期利率的变化,这一变化又通过对企业融资成本、盈利能力及投资者预期等因素的影响来影响资产市场的价格。

2 中国资产价格对全球金融周期的敏感性分析

改革开放以来,围绕金融运行机制市场化和金融业开放两大核心内容,中国坚持实行渐进主义的金融自由化改革,至今没有发生因放松管制而引发的严重金融危机。但是,不可否认,随着经济部门和金融部门市场化与自由化的逐渐推进,大量不同程度的金融风险不断积累,尤其表现为主要资产价格波动幅度日益增大。资产价格在全球金融融合背景下,不再像过去一样,由特定的国家宏观状况、行业状况、公司状况决定,而是受到全球金融周期的冲击。这一结论对于中国是否适用?本文选择构建向量自回归模型(VAR),通过脉冲响应分析考察全球金融周期对中国资产价格的影响。

在变量选取方面,本文选取VIX指数作为全球金融周期的代理变量,股票市场和房地产市场价格代表中国主要资产价格。对于VIX指数而言,数值高表明市场风险情绪高,暗示资产市场处于狂热或衰退中,不确定性大;VIX数值低,表明市场情绪稳定,暗示资产市场处于温和状态。历次金融危机时期,如1997年亚洲金融危机、2003年高科技泡沫破灭、2008年次贷危机,都经历了VIX高速增长。在股票市场价格的选择方面,上海证券交易所是中国内地第一大市场,上市公司数、上市股票数、流通市值、成交总额等均居首位,上证综指以上海证券交易所挂牌上市的全部股票为计算范围,以发行量为权数综合,对于中国内地股票市场有较高的代表性;恒生指数代表了香港交易所上市公司12个月平均市值涵盖率的70%,能良好反映香港股市价格,因此本文选取上证综指(SHCI)和恒生指数(HS)分别代表中国内地及香港股票市场的表现情况。在房地产市场价格的选择方面,房地产开发景气指数(RS)以景气循环理论为基础,剔除了季节因素和随机因素影响,采用增长率循环方法编制,可以代表中国房地产市场景气程度。

本文选取1991年1月至2014年3月的月度数据,经过单位根检验及滞后期选择,构建了VAR(3)模型,在此基础上通过脉冲响应函数探究全球金融周期如何冲击中国内地和香港股票市场及房地产市场。

图2分别反映了全球金融周期(VIX)对中国内地股票市场(上证指数)、香港股票市场(恒生股市)、房地产市场(房地产开发综合景气指数)的冲击。

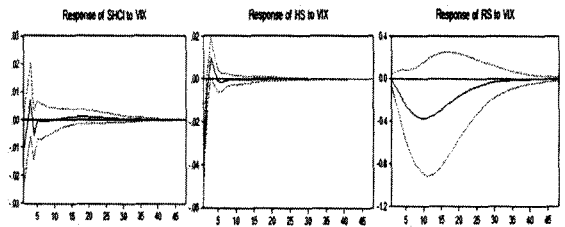


图2 SHCI、HS、RS对VIX指数变动的脉冲响应图

结果表明:

(1)SHCI对VIX的冲击呈现负向反应,但并不十分稳定。初期,VIX对SHCI的影响为负,这一负向影响持续2个月左右,之后转为正向,3个月左右达到正向最大,之后正向影响程度降低,并最终转为负向影响,在5个月左右落至负向最大。最终影响会在35个月左右的时间消退为零水平。VIX增加意味着风险水平增大,表明中国市场投资者对于金融周期冲击感到恐慌,导致上证指数下降。在指数走低后的反弹预期下,股市价格略有上升,但股市基本面,特别是流动性方面,由于实实在在地受到了全球流动性收紧等导致全球金融周期下行、市场恐慌性增加的直接因素的影响,因此股市再度下跌,且负向影响逐渐加大,到5个月左右达到最大,随后逐渐消褪。上证指数的变化体现出国内投资者首先对全球金融周期的负向冲击(VIX上升)产生警觉并出现恐慌,之后冲击转变为对股市流动性等基本面的实际影响,导致股市受创,全球金融周期表现为从市场情绪和金融环境两个方面对中国内地股市市场产生影响。

(2)HS面对VIX冲击的反应与上证指数的表现基本一致。VIX的上升表明市场情绪不稳定性增加,导致恒生股指下跌,随着时间推移,影响逐渐消褪,后受反弹期望影响上升,但由于股市基本面受创,最终表现为指数下降。值得注意的是,恒生指数对VIX冲击的反应大于上证指数的反应,首期反应大概是后者的两倍,其主要原因在于香港资本开放程度较高,港元和美元直接挂钩,因此香港对美国货币政策变化的反映直接迅速且强烈。而由于美国货币政策是全球金融周期的决定性因素,所以香港股市受全球金融周期的冲击也更大。

(3)VIX对RS的影响表现为负向,到10期左右至负向最大水平,接着这种负向影响慢慢消褪,在35期左右消退至零水平。这一结果表明,随着全球金融周期的下行,投资者担忧海外投资及资金流动的状况,使得房地产市场景气指数加速下降,并在一定时间达到极值。中国房地产开发综合景气指数从1993年开始繁荣,最高达118.99,之后的几次下降均与全球或区域性的金融危机相关。1997年亚洲金融危机时,中国房地产开发综合景气指数滑落低谷88.79,之后在区间波动,2009年因次贷危机再次受到重创,之后虽然有所恢复,但近几年随着泡沫累积风险增大,加上整体经济结构调整、经济增速下降,房地产市场又临困境。中国房地产市场的现实表现均验证了房地产价格不仅受国内宏观经济形势的影响,还在很大程度上受到全

球金融周期的影响。

3 结论及启示

本文系统考察了全球金融周期的形成原因以及其与中国资产价格的关联机制,主要得出如下结论:

(1)当前各国资本流、资产价格和信贷增长变化步调大体一致,并且与VIX协同变动,全球金融周期已经形成。

(2)以美国为代表的中心国家货币政策是影响全球金融周期的主要因素,可以通过全球金融周期影响全球资本流动,进而影响外围国资产市场的价格。

(3)以股票市场价格和房地产市场价格为代表的中国资产价格对于全球金融周期存在较为敏感的反应。当全球金融周期处于下行阶段,全球流动性收紧,市场波动性上升时(VIX上升),中国股市和房地产市场价格会由于市场情绪和金融环境两个方面的影响出现下降趋势。

通过上述研究结论,我们可以得到两点重要启示:第一,随着中国参与经济和金融全球化进程的不断深入,全球金融周期对中国资产价格乃至金融稳定的影响越来越大。为了提高金融决策的有效性,未来在进行金融形势研判时必须明确全球金融周期的所处阶段和特征,明确全球金融周期变动对中国金融市场的影响。只有充分考量全球金融周期的金融决策才能真正发挥作用。第二,在资本完全自由流动的背景下,中心国家的货币政策决定全球金融周期,全球金融周期又对外围国家金融市场产生强烈的冲击,以致外围国自身的货币政策失效,这一冲击路径无

论在浮动汇率制度下还是固定汇率制度下均有效。也就是说,传统意义上的三元悖论,即认为“资本自由流动时,采用浮动汇率会保证自身货币政策有效”的观点恐怕受到挑战,“只要资本账户开放,货币政策就会在一定程度上失效”的二元悖论也许更适合当下全球金融一体化的背景。中心国家货币政策收紧使得外围国资金恐慌性外逃爆发危机;反过来,中心国家货币政策放宽引发外围国流动性的过剩注入,虽然可以为外围国带来经济繁荣的福利,但又可能创造大量泡沫,埋下危机隐患。因此,在金融全球化的背景下,执行宏观审慎政策或适度资本管制,通过限制信贷增长来切断全球性周期的传导渠道,以及结构性地切断金融机构过度顺周期的能力,对于非中心国家,特别是新兴市场国家维护金融市场稳定非常必要。

参考文献:

- [1]Tobias A, Shin H S. Procyclical Leverage and Value-at-Risk[J].Federal Reserve of New York Staff Report,2012,(338).
- [2]Brunnermeier M, De Gregorio, et al. Banks and Cross-Broad Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses[J].Committee on International Economic Policy and Reform, 2012.
- [3]何国华,彭意.美、日货币政策对中国产生的溢出效应研究[J].金融理论与政策,2014,(2).
- [4]邢天才,唐国华.美国货币政策对中国货币政策的溢出效应研究[J].财经问题研究,2011,(11).

(责任编辑/浩天)