

全球金融周期与国际货币政策协调

The Global Financial Cycle and Coordination of International Monetary Policy

朱珠

Zhu Zhu

中央财经大学
中国·北京 100081
Central University of Finance and Economics,
Beijing, 100081, China

【摘要】 通过结合金融市场运行出现的新特征, 本文介绍了全球金融周期的定义及其影响因素, 并对这一周期运行下的国际货币政策协调提出了建设性意见。研究表明: (1) 全球金融周期正在逐步形成, 国别金融周期正在逐步弱化。(2) 核心国家的货币政策对全球金融周期的运行具有主导作用。(3) 构建 G20 框架下的多层次国际货币政策协调机制, 应该是国际社会今后的努力方向。

【Abstract】 By combining the new features of financial market, this paper introduces the definition and influence factors of global financial cycle, and puts forward constructive suggestions on international monetary policy coordination. Studies have shown that: (1) The global financial cycle is gradually forming, the financial cycle in country level is gradually weakening. (2) The monetary policy of the core country has a leading role in the operation of global financial cycle. (3) To build a multi-level international monetary policy coordination mechanism under the G20 framework should be the future direction of the international community.

【关键词】 全球金融周期; 货币政策; 金融市场

【Keywords】 Global financial cycle; Monetary policy; Financial market

1 引言

随着国际经济往来日益密切, 经济全球化和一体化程度不断加深, 日益多样的传播渠道使得各国金融活动相互紧密地联系在一起。在各种金融中介和市场渠道的传导下, 国家之间的金融活动开始相互影响, 世界各国的金融周期开始相互传播、产生共振, 进而形成了国际金融活动以及全球金融变量整体的周期性波动。

2 全球金融周期及其影响因素

2.1 全球金融周期

借鉴国际学者的已有研究, 本文认为, 全球金融周期是指, 以商业金融为立足点的市场背景中, 世界各国的金融活动作为一个理性整体, 面对全球特定因素的冲击, 通过资本流动, 在金融中介的作用下, 借助全球金融体系传导而形成的与世界实体经济长期均衡水平相关的金融市场

投资者进行套利, 一直持续到套利机会消失。在一个发育良好的期货市场和现货市场上, 由于有众多套利者的存在, 套利机会往往稍纵即逝。

此处以伦敦国际金融期货交易所 (London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE) 交易的 3 个月期的英镑定期存款合约为例, 来说明利率期货合约的主要内容。一份标准化的伦敦国际金融期货交易所的期货合约的内容应该包括以下内容, 如表 2:

表 2

交易单位	£500000 的 3 个月利率
交割月份	交割月为三月、六月、九月、十二月, 挂牌数为 23 个交易日
合约报价	100.00 减去利率
最小价格变动幅度	0.005 (£6.25)
最后交易日	交割月的第三个星期三
交割日	最后交易日之后的第一个营业日
交易时间	7:30—18:00

关于最小价格变动变动幅度, 3 个月期限的英镑利

率期货的价格年最小变动的幅度为 0.005%, 故三个月期限的英镑利率变动幅度为 0.00125%, 利率期货价格的变动幅度也是 0.00125%, 只是变化方向与利率相反, 对应的单笔合约的英镑数额为 £500000, 故其价格变动幅度为 $500000 \times 0.00125\% = £62500$

当期 T_0 时刻, 利率期货的价格 $P_0 = 92$, 利率 $i_0 = 8\%$, 以 $P_0 = 92$ 的价格买入 10 份利率期货合约; 到期 T_1 时刻, 利率期货的价格为 $P_1 = 92.05$; 到期平仓, 盈利额是

$$10 * \left[\frac{(92.05 - 92.00)}{0.01} \right] * 12.5 = 625$$

6 总结

利率期货发展历史并不长, 但其交易量在各种期货交易量中居于首位, 可以看到其在防范利率变动风险方面作用巨大。未来一段时间利率期货作为一种金融营销产品, 其发展前景必定广阔, 因此商业银行等金融机构可以将利率期货进一步引入实际业务中, 扩张银行业务渠道, 推广这一新型的金融营销产品。

自身的持续性波动和周期性变化。这种运行形态会重复发生，最终形成周而复始的全球金融周期。

2.2 全球金融周期下金融市场的运行特征

全球金融周期的出现使得世界金融市场的运行出现了一些新的特征。首先，金融市场的传递作用得以强化。全球金融周期运行下，金融工具的创新层出不穷，资金的高速跨境流量与日俱增，世界任何微小的变化，都有可能通过全球金融市场的放大和加速作用对世界各国产生巨大的冲击。其次，全球金融周期的运行提升了各国金融市场变量的国际敏感度，它们不再像过去一样，由特定的国家状况决定，而是受到全球多方因素的影响。最后，核心国家凭借其巨大的国际影响力，向全球金融市场输出着自身的政策主张及货币环境，决定着全球金融周期的运行。在开放条件下，世界外围国家的金融市场因此受到牵连，货币政策的独立有效性也受到一定程度的挑战。

2.3 全球金融周期的影响因素

(1) 美国货币政策的改变对全球金融周期运行的主导作用。只要国际格局仍由少数国家主导，全球金融周期的主导国就存在。目前而言，不管我们承认与否，美国仍居于全球金融周期运行的“核心国”地位。美国对于全球金融周期的主导作用主要体现在其货币政策的国际影响力方面。这是因为，货币政策的调整会导致一系列金融变量的震荡，从而带动金融周期的波动，在溢出效应的作用下，国际资本流动携带着美国的金融周期讯息，通过顺畅的国际金融传导渠道将这些讯息传导至各国，全球性的金融周期得以形成。(2) 国际宏观经济形势。积极的国际形势下，经济金融市场存在的症结相对较少，世界金融市场较为稳定，全球金融体系运转较为顺畅，整个世界金融市场易呈现出一片欣欣向荣之景，各国股市飘红，银行信贷增加等，全球金融周期处于繁荣阶段。如若国际经济形势因某些因素出现突变，金融体系的运转由顺畅变为混乱，市场效率也会下降，全球金融周期更易步入衰退阶段。(3) 非核心国家因素。尽管核心国家对全球金融周期的形成以及波动起主导作用，但世界上的非主导国也会对这一周期产生影响，如上世纪90年代的亚洲金融危机，一开始是从泰国产生的，最终形成了区域性和世界性的金融危机。尽管外围国家对世界性金融周期的影响是短期轻微的，但我们也要予以重视，防范其破坏作用。(4) 资本因素与市场效率因素。当全球金融市场同类投资品的价差可以弥补跨境投资成本或者其他国家拥有更灵活、性价比更高的投资产品时，资本就会主动走出国境，在全球范围内配置利润率更高的资产组合，全球金融市场的繁荣之景随之映现。市场效率因素主要指的是各市场信息披露是否完全、通讯条件是否先进以及投资是否足够专业，是否能够及时处理和理解市场讯息。积极铲除障碍、提高效率的市场对于金融周期的跨国传递具有良好的助推作用，而不能紧跟国际步伐、效率低下的市场，会影响全球金融周期的形成与传递。(5) 社会心理因素。当全球投资者普遍预期乐观时，人们的风险规避意识降低，流入国际资本市场的投资量增

加、资金活跃度也随之提升，国际金融市场随之步入复苏与繁荣；若人们对全球金融市场的发展前景持悲观态度，大部分的国际投资者会趋于保守观望状态，国际金融市场中的投资量随之减少，金融周期易陷入衰退与萧条。(6) 创新因素。一般而言，当某种金融创新产品出现后，会带来创新金融机构经营效率的提高及其盈利能力的提升，此时，国际市场中就会有其他机构竞相效仿，从而形全球性的金融创新浪潮，国际投资随之增多，全球金融进入复苏繁荣周期。然而，随着最初创新浪潮的衰退以及创新产品的普及，金融市场的竞争会愈演愈烈，原本拥有创新成果的金融机构盈利能力会逐渐下降。此时，银行信用会逐步紧缩，国际投资减速，全球金融市场渐入回落期。

3 国际货币政策协调

金融一体化的发展使得各国金融市场之间形成了千丝万缕的联系，全球金融周期的形成更是日益模糊了金融市场的国别界限。在这种环境下，货币政策的溢出效应和反馈效应越来越强，本国政策的有效性会因为受到外来冲击而出现一定程度的折减。各国政府需要认识到，一国自身的能力已经不足以稳定整个金融市场的秩序，我们需要国际社会共同努力，积极构建国际货币政策的高效协调机制。二十国集团峰会在全球应对次贷危机中发挥的作用引发了国际社会关于完善货币政策协调机制的新思考。该峰会提供了一个务实的多边合作平台，有效地将各种力量因素和利益分歧纳入了一个共同的框架内加以协调，为构建一个更加公平、有效的全球货币政策协调机制提供了历史机遇。鉴于此，本文主张今后国际社会应该致力于构建G20框架下的多层次国际货币政策协调机制，使发达国家和发展中国家在现有的G20框架下，通过采取规则协调和相机协调相结合的模式，从区域和全球两个层面推进，就货币政策的目标、干预模式、执行力度以及国际资本流动及金融风险联合监管等内容进行定期与不定期的商讨，并辅以多重国际机构保障合作成果落实。G20框架下多层次国际货币政策协调机制的设计不仅符合历史趋势和当下全球合作的主流模式，还有助于部分降低霸权国家在合作中的强权干涉。同时，这种设计下，不存在建立全新协调机制的难题，因为G20可以在其自身不断完善的过程中逐步平稳地升级到核心协调平台的地位。因此，长期来看，将G20升级成为核心平台，构建出G20框架下的多层次国际货币政策协调机制具备一定的可行性，可以作为国际社会今后的努力方向。

参考文献

- [1] Hélène Rey (2013). "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at "Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy".
- [2] Silvia Miranda-Agrippino, Hélène Rey (2015) "World Asset Markets and the Global Financial Cycle", NBER Working Paper, No.21722.
- [3] Coeurdacier Nicolas, Hélène Rey and Pablo Winant (2015) "Financial Integration and Growth in a Risky World", NBER Working Paper, No. 21817.