

No. 2322

研究报告

IMI

# 揭秘人民币基础资产价格联动与风险传导机制

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

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

1937

# 揭秘人民币基础资产价格联动与风险传导机制<sup>1</sup>

## 一、金融市场风险及传染机制

### (一) 金融市场风险要素变迁

**金融市场风险:**指的是由于金融市场中价格影响因素波动而形成的资产未来可能发生损失的风险,是各经济主体所面临的主要风险之一。由于价格波动难以把握、金融机构负债率偏高以及大量使用衍生产品等,金融市场风险具有不确定性、相关性、高杠杆性和传染性等四大典型特征。如何科学合理地测量、化解和控制金融市场风险,成为全球企业、金融机构和政府必须面对的主要议题之一。

**造成金融市场剧烈波动的原因往往是多方面的:**

**首先,**金融市场自由化、一体化程度提高,使得市场因子自由度增加,例如布雷顿森林体系的崩溃、20世纪末诸多国家取消利率管制、两次能源危机,均体现了全球市场波动性的增加;**其次,**金融衍生产品的迅猛发展,同样拓宽了市场的波动边界,它们一方面为金融风险的合理分解转移创造了条件,另一方面又加重了各种市场因子的相互影响,使它们的波动更具不确定性。

20世纪70年代以来,国际金融体系发生了巨大的变化,市场风险的影响要素具体表现为:1973年布林顿森林体系崩溃,浮动汇率制逐渐成为世界主要经济体的选择,引发了汇率风险;两次石油危机导致石油商品价格的剧烈波动,这对各国经济造成极大的冲击,并进一步引发了全球大宗商品价格风险。

20世纪90年代以后,全球金融市场又发生了基础性的变化,主要包括以下几个方面:经济全球化和金融一体化趋势,使得企业市场和资源配置全球化,资本在全球范围内的大量、快速和自由流动,增大了不同经济体间市场危机的传染风险;金融业的激烈竞争导致了金融创新浪潮,并由此引发政府对金融业的放松管制,反过来又加剧了市场竞争。在技术革命的大背景下,该反身性过程导致了金融市场风险的放大。

---

<sup>1</sup> 本文节选自《人民币国际化报告2016——货币国际化与宏观金融风险管理》第六章《人民币基础资产价格联动与风险传导》,该部分的课题负责人为:刚健华、钱宗鑫、黄纪元、高翔。

由此可见,市场风险的影响要素在不同的时期扮演着不同的角色,随着时代背景的更替,影响市场风险的关键因素也在不断更迭。

## (二) 金融风险传染机制

贸易机制、金融机制和预期机制是学界认为的三大传统风险传染机制。

**贸易渠道:**有国外学者指出,如果一国的贸易伙伴或竞争对手国内发生经济危机,该国家货币会相应贬值并改变投资者的预期,增加经济的脆弱性,有引发投机性攻击的可能,进而造成金融市场的危机。从微观角度来看,地区性经济危机发生后,危机发生国与贸易关联的公司的股票收益较该国其他公司差距很大,使得危机的传递呈现出很强的特定行业倾向,从产品竞争力、收入效应、信贷危机、被迫资产重组等维度对特定行业的公司产生传染。

**金融渠道:**一国金融体系的动荡也可以通过金融渠道,直接危害其他国家的金融市场稳定,尤其会收紧金融体系的流动性,进而导致危机的传染。当金融市场发生危机后,对实体经济的冲击加剧了金融机构资产负债结构的不平衡,容易抽干其流动性,迫使金融中介机构减少资产业务,造成关联国家的资金紧张。

**预期渠道:**预期传染机制是指即使两国之间不存在直接的贸易或金融联系,金融危机也可能存在传染效应,这是由于投机者的预期变化导致的。由于存在信息成本以及信息不对称,导致了市场的趋同性,投资者在市场上常常根据其他投资者的决策来决定自己的选择,当他们无法获得充分的信息来区分不同金融市场的基本情况时,即使两国经济状况不同,一国的危机也可能导致其他国家发生金融危机。另外,信息不对称导致投资者无法区分各国金融市场之间的差异,使其对所有金融市场的前景重新进行更为悲观的评估,导致一国的危机向其他国家蔓延。

## (三) 中国金融市场的脆弱性和易感染性

关于新兴市场金融脆弱性和感染性的相关研究主要从高通胀率和财政赤字恶化的角度入手,但由于我国近期并未出现这些问题,很难应用这些研究来解释中国金融市场的脆弱性。

我国金融体系是在以商业银行为主体的基础上逐步形成的,居民投资渠道较少,收入—存款比例高。在这样的背景下,长期以来,商业银行流动性风险防范意

识薄弱。然而,随着近年来国有商业银行不良资产增加、表外资产和同业业务大幅扩张,同时伴随着银行准入放宽、利率市场化推进、互联网金融兴起、影子银行活跃,金融体系的生态环境发生了很大变化,突出表现为商业银行流动性风险大大增加。

在我国银行主导的金融体系基础上,流动性风险增加容易造成金融市场的脆弱性和易感染性。

**首先,投资渠道增多推高了流动性成本。**在利率市场化和互联网金融大力发展的背景下,股票、债券、基金以及衍生工具等金融产品不断丰富,居民投资渠道日益多元化,对商业银行的存款稳定性形成了一定的冲击。与此同时,随着我国经济体系对金融服务需求的多元化和金融机构间竞争的加剧,出现了一系列另类金融创新,银信合作、民间借贷等非常规投融资渠道的出现,使得大量资金流动于银行体系之外,不仅使得商业银行吸收流动性的难度增大,也增加了相关统计工作和系统性金融风险管理的难度。

**其次,资金成本升高推动了市场风险偏好。**从中国当前的产业结构看,加工制造业仍然维持低附加值的粗放型增长态势,利润率低,难以负担高成本融资。随着流动性不断注入,经济泡沫越吹越大,加深了整个经济体的系统性风险。此外,在这种市场环境下,为了提高收益,金融机构倾向于把资金更多地投向长期项目,短存长贷问题日趋严重,与存款端形成期限错配,期限错配下的存贷结构极不稳定,一旦市场流动性需求突增,银行很难及时抽回资金进行调整,必将面临严重的流动性风险。

**最后,激烈的同业竞争降低了金融机构的风险控制标准。**目前,我国银行类金融机构达到 5000 多家,农村信用合作社 3000 多家,村镇银行 1000 多家,各金融机构为争夺有限金融资源进行异常激烈的竞争,加上金融产品的高度同质性,价格战在所难免,风险与收益严格匹配的原则和底线在利润的诱惑面前很难坚持。此外,在企业客户面前,金融机构为争夺市场份额,风险防范的动机也不断减弱,有时甚至配合企业发放风险贷款,形成了“银企合谋”。很多金融机构为了快速增加市场份额,以接近或者低于成本的价格提供融资服务,并放宽风险控制标准。从企业方面看,只要能够获得长期稳定的资金支持,虽然承受了较大的还本付息

压力,但是经济上升期的预期投资回报率可以覆盖债务成本,同时融资到期后也可以通过借新还旧的方式解决问题。来自银行和企业两方面的道德风险与逆向选择风险上升,使得整个信贷市场的秩序控制变得更为复杂,金融体系变得更加脆弱。

## 二、中国金融市场已经形成复杂联动关系

金融市场是金融资产交易的载体,我们可以通过观察市场间联动关系研究标的资产的收益率及其波动的相关性。中国金融市场主要包括股票市场、外汇市场、货币市场和衍生品市场等,对其联动关系的研究目前既包括金融市场内的联动关系,也包括金融市场间多层次的联动关系。通过简要梳理学者们的研究成果,不难发现,我国已经形成了复杂的金融市场联动机制。

### (一) 货币市场内的联动

中国货币市场中的交易类型或标的主要包括同业拆借、回购、商业票据、银行承兑票据和大额可转让存单等。货币市场联动是指各类交易或标的同时受到一个市场基准利率的影响。哪个利率指标适合作为货币市场的基准利率呢?研究表明,Shibor作为中国货币市场基准利率具有一定合理性。也有研究指出,银行间市场的同业拆借利率和(七日债券)回购利率是中国货币市场基准利率的代表,Shibor仅在短期利率方面有指导意义。

### (二) 资本流动与金融市场的联动

在资本流动与金融市场的联动关系方面,陈浪南、陈云(2009)认为,影响我国短期国际资本流动的主要因素包括国内外利差(DIR)、人民币名义汇率(NER)、人民币汇率预期变化率(EE)等。人民币升值和上证综合指数上涨会引起国际“热钱”流入,但“热钱”流入并不是人民币升值和上证综合指数上涨的原因。王国松、杨扬(2006)的研究则表明,1994年汇改前,影响我国资本流动的主要因素是人民币汇率预期,但在1994年后我国的当期物价水平和人民币名义汇率水平对我国国际资本流动的影响力明显提高,人民币汇率预期、物价水平和名义汇率共同成为我国资本流动的主要影响因素,即短期国际资本流入中国国内市场的动因是,在等待人民币升值的同时,进入股票和房地产等资产市场套取“价格”



收益。2015 年汇率机制改革以来,房价上涨导致资本流出,进而引起人民币即期汇率贬值和市场对人民币的贬值预期,同时,股价也会下跌,存在股价和房价的“跷跷板效应”。

### （三）股价与汇率联动

资本市场与外汇市场间联动关系通常通过股价与汇率之间的联动关系来反映。关于利率与股价之间的联动关系,诸多国际研究证明,无论是发达国家还是发展中国家,利率与股价之间均存在显著的负相关关系。王一萱和屈文洲(2005)通过实证证明,中国的利率与股价之间的联动关系非常微弱,两者中任何一个变量发生变动都不会导致另外一个变量发生改变;蒋振声和金戈(2001)等则认为两者是在彼此引导的方向上存在分歧,从股价到利率的传递是显著的,而反向传递能力则比较弱。

### （四）人民币离岸与在岸市场联动

在岸人民币市场形成于 1994 年,并随着我国外汇制度的改革不断发展。国内外很多学者围绕离岸—在岸人民币汇率关系展开了深入研究。虽然研究方法不同,研究结论有别,但几乎所有学者都赞同:境外因素已开始越来越多地影响人民币即期市场,人民币 NDF 市场的信息向国内人民币即期市场的传导机制使得人民币 NDF 汇率将起到价格发现的作用,国内金融市场与境外市场的联系更加密切,独立经济政策的实现将会变得更加困难。在我国金融市场对外开放的逐步深入的宏观背景下,市场之间的联系更加紧密,风险的传导也更加迅速。因此与资本管制相比,通过汇率政策调整来管理风险将更为可行。适当放宽人民币汇率的浮动区间,可以增加“热钱”流动的成本和风险,有利于增强我国货币政策的独立性,进而为稳步推进资本账户开放创造条件。央行对离岸和在岸人民币市场价差的调控能够促进市场调节更好地发挥作用,控制金融失衡与金融风险。

## 三、跨境资本流动使市场联动性和波动性增强

我们搜集和整理了五组代表性数据:短期跨境净资本流入额、离在岸人民币汇价差、沪深 300 指数收益率、无抛补套利超额收益率、资本公开市场融资融券余额。频率为日度数据,并以 2015 年 8 月 11 日汇率制度改革为分界点,对

“8·11” 新汇改前后的数据进行区分。在此基础上,对五组数据相互之间存在的  
影响关系进行了检验,发现 “8·11” 新汇改之后出现了一些新的变化:

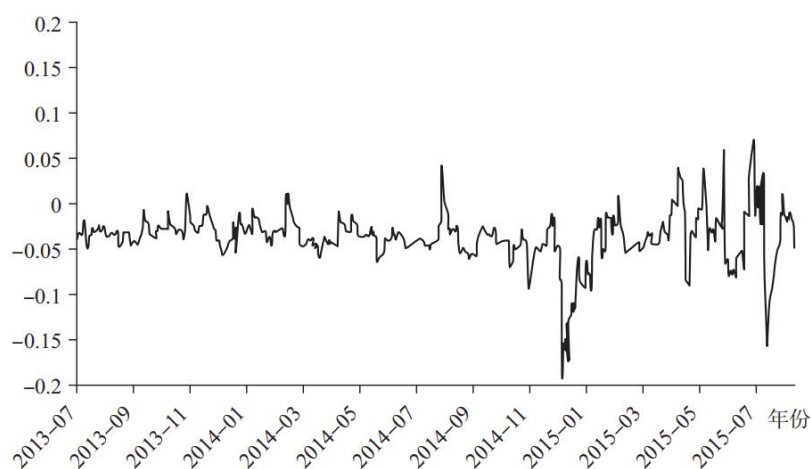


图 1 人民币基础资产价格联动与风险传导 (811 汇改前)

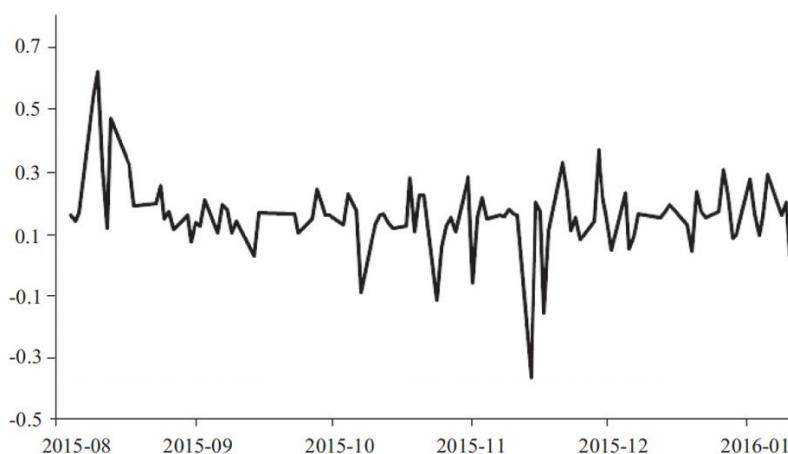


图 2 人民币基础资产价格联动与风险传导 (811 汇改后)

1、市场收益率与短期资本流动之间由单向影响改变为双向影响,短期跨境资本对我国经济的冲击增强,可以更深入影响到资本市场的价格和杠杆水平。在 “8·11” 新汇改之后,五组变量间的联动关系较之前发生了明显变化。中国资本市场价格、杠杆率和跨境资本净流入由之前的单向驱动关系变为循环式的互动影响关系,三者之间存在显著正相关,且对某一变量的冲击呈现反身性的不断强化特征,这反映出 “8·11” 新汇改之后,跨境资本流动对我国经济的冲击增强,已经可以更深入影响到资本市场的价格和杠杆水平。

2、离岸、在岸人民币汇价差与外汇市场无抛补套利收益率对资本市场收益率、杠杆率和资本流动的影响下降。在 “8·11” 新汇改前,离岸在岸人民币汇

价差的升高（或降低）会显著导致美元与离岸人民币利差的降低（或升高），进而导致中国资本市场收益率、杠杆率增速的降低（或升高）和跨境资本净流入的减少（或升高）。但是，“8·11”新汇改后的离岸人民币与美元的利差已经不能再对资本市场收益率、杠杆率和资本流动产生显著影响了。

**3、金融市场风险的关联性增强，且关联性的波动性也有所增强。**在“8·11”新汇改之后，变量波动性之间的联动关系显著增加，其中短期跨境资本流动、中国资本市场收益率和融资融券增长率三者的波动性之间的联动关系增强，大大高于汇改前的联动性。在大部分时间里，资本流动的波动性和资本市场的不确定性是正相关的。而该相关性本身也存在较大的波动。这说明在人民币汇率弹性增强的情况下，短期资本流动和资本市场风险的关联性加强了，这就对宏观审慎监管提出了新的要求。

在进一步深化改革的背景下，特别需要研究的是，资本流动与金融市场之间会发生怎样的联动。以往的研究一般从高通胀率和财政赤字恶化角度入手，但由于这些问题在我国并未出现过，很难应用前人的研究来解释中国当前金融体系的脆弱性。我国金融体系是在以商业银行为主体的基础上逐步形成的，居民投资渠道较少，储蓄通常以存款形式实现，致使商业银行长期以来流动性风险防范意识薄弱。然而，近年来随着国有商业银行剥离不良资产以及信贷资产证券化，同时伴随着银行准入放宽、利率市场化推进、互联网金融的兴起、影子银行的出现，金融体系生态环境发生了巨大变化，商业银行流动性风险大大增加。

**从全局看，金融机构的风险聚集于以下三个方面：**首先，投资渠道增多推高了流动性成本；其次，资金成本上升推高了市场风险偏好；最后，激烈的同业竞争降低了金融机构的风险控制标准。因此，要准确衡量资本流动对金融市场的冲击，把握二者之间的联动规律，必须结合金融机构的业务变化与流动性波动，将市场风险与金融机构风险有机地结合在一起进行全面分析研究，才能找到有效的宏观审慎管理路径。



编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2321	迈向绿色未来：经济金融的低碳转型之路	IMI
IMI Report No.2320	以供给侧改革夯实人民币国际化的经济基础	IMI
IMI Report No.2319	如何应对人民币国际化进程中的宏观金融风险？	IMI
IMI Report No.2318	资产配置与资本流动：我国银行国际化风险几何？	IMI
IMI Report No.2317	低碳时代：全球可持续浪潮下的人民币国际化	IMI
IMI Report No.2316	“一带一路”建设中的货币战略	IMI
IMI Report No.2315	碳市场与基建保障：低碳投资如何助力“一带一路”？	IMI
IMI Report No.2314	高愷惟：防范化解金融风险与金融高质量发展	IMI
IMI Report No.2313	IMI 宏观月度分析报告（第 79 期）	IMI
IMI Report No.2312	IMI 宏观月度分析报告（第 78 期）	IMI
IMI Report No.2311	IMI 宏观月度分析报告（第 77 期）	IMI
IMI Report No.2310	IMI 宏观月度分析报告（第 76 期）	IMI
IMI Report No.2309	IMI 宏观月度分析报告（第 75 期）	IMI
IMI Report No.2308	IMI 宏观月度分析报告（第 74 期）	IMI
IMI Report No.2307	中国财富管理评价报告 (2023 上)	IMI
IMI Report No.2306	IMI 宏观月度分析报告（第 73 期）	IMI
IMI Report No.2305	IMI 宏观月度分析报告（第 72 期）	IMI
IMI Report No.2304	IMI 宏观月度分析报告（第 71 期）	IMI
IMI Report No.2303	IMI 宏观月度分析报告（第 70 期）	IMI
IMI Report No.2302	中国财富管理评价报告（2022）	IMI
IMI Report No.2301	IMI 宏观月度分析报告（第 69 期）	IMI
IMI Report No.2215	IMI 宏观月度分析报告（第 68 期）	IMI
IMI Report No.2214	2022 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2213	IMI 宏观月度分析报告（第 67 期）	IMI
IMI Report No.2212	IMI 宏观月度分析报告（第 66 期）	IMI
IMI Report No.2211	IMI 宏观月度分析报告（第 65 期）	IMI
IMI Report No.2210	IMI 宏观月度分析报告（第 64 期）	IMI
IMI Report No.2209	中国财富管理评价报告（2022H1）	IMI
IMI Report No.2208	IMI 宏观月度分析报告（第 62 期）	IMI
IMI Report No.2207	IMI 宏观月度分析报告（第 61 期）	IMI



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