

□财经前沿：金融专题

# 经济政策不确定性 对金融稳定的时变影响研究

王金明 王心培

〔摘要〕为了防范和化解金融风险，我国实施了一系列金融改革措施，但经济政策不确定性也随之逐渐走高。基于金融发展、金融脆弱性、金融稳健性和世界经济景气四个维度构建金融稳定指数，采用 TVP-SV-VAR 模型分析经济政策不确定性冲击对金融稳定的影响。模型的实证结果表明，经济政策不确定性对金融稳定具有负向影响，但在短期和长期的影响不同，短期内影响程度随时间推移逐渐增强，在中长期会逐渐减小。因此，政策制定者需关注政策不确定性带来的后果，增强经济政策的连续性，以保障我国金融稳定发展。

〔关键词〕金融稳定；经济政策不确定性；TVP-SV-VAR 模型

〔基金项目〕国家自然科学基金项目（71573105）；教育部人文社会科学重点研究基地项目（16JJD790014）

〔收稿日期〕2020-02-19

〔DOI〕10.15939/j.jujss.2021.01.jj3

〔作者简介〕王金明，吉林大学商学院教授，经济学博士；王心培，吉林大学商学院博士研究生。（长春 130012）

## 一、引言

随着我国经济进入新常态，党和国家将防范金融风险和维护金融稳定作为经济社会发展的重要目标之一。金融稳定有利于金融功能的发挥和金融效率的提高，对经济的高质量发展和市场有效运行具有重要意义，也是防御金融风险 and 保障金融安全乃至社会稳定的基础。2020 年新冠肺炎疫情的爆发对金融市场造成了巨大的影响，全球各国股指纷纷暴跌。在重大突发事件期间，保障金融稳定、防范化解金融风险成为我国政府高度重视的问题。金融业对国家经济政策的敏感性较强，经济政策的不确定性会对金融稳定的各方面产生重大影响，深入剖析经济政策不确定性对金融稳定的影响，在当下有助于提高宏观调控的科学性和预见性，因此，本文试图通过实证检验探讨我国经济政策不确定性与金融稳定间的影响关系。

2008 年金融危机爆发后，世界各国经济均受到不同程度的冲击，经济系统自身稳定性的减弱以及外部环境复杂性的增强都使得经济政策充满了不确定性，经济政策不确定性对经济领域的影响逐渐开始成为学者和公众关注的焦点。经济政策不确定性是指经济主体对未来经济政策的方向和强度不明确，即无法预知政策当局会何时、如何改变当前的经济政策。<sup>〔1〕</sup>金融危机以来，全

球经济不确定的主要表现为经济政策不确定性<sup>[2]</sup>，随着我国改革事业的深入推进，可以预见经济政策不确定性会对经济、金融各个层面产生日益重要的影响<sup>[3]</sup>。我国目前正处于结构转型的关键阶段，宏观调控在经济发展过程中发挥着不可替代的作用，探讨由此带来的经济政策不确定性会产生何种影响具有重要的理论和现实意义。

目前，国内外学者们的研究主要集中在经济政策不确定性对宏观经济波动<sup>[4-6]</sup>和微观主体投资、信贷行为的影响等方面<sup>[7-8]</sup>，有关这些方面的经济理论较为完善且研究结论相近，但经济政策不确定性对金融稳定的影响尚不明确。现阶段我国金融体系还不够完善，由于中美贸易摩擦前景不明、金融创新产品野蛮生长等因素，一些“灰犀牛”性质的金融风险有所积聚。为了增强金融服务实体经济和抵御金融风险的能力，中国人民银行对金融业的调控日渐频繁，不断颁布新的政策法规和实施经济金融相关政策。然而，由于金融形势复杂多变，为了应对接踵而至的各种问题，频繁调整政策也使得经济政策不确定性程度显著增加，不确定性孕育着风险，而金融风险的积聚会威胁到金融体系的稳定。本文的贡献在于，通过实证检验揭示经济政策不确定性对我国金融稳定的影响，这将对旨在维护我国金融稳定的政策制定提供有价值的参考。

文章的结构安排如下：论文第二部分通过评述国内外的相关研究，为本文的研究提供经验证据和理论支持；论文第三部分构建我国金融稳定指数，选取囊括金融市场、金融机构等领域的若干指标，通过主成分分析法构建金融稳定指数，反映我国的金融稳定状况和变化情况；第四部分通过 TVP-SV-VAR 模型分析经济政策不确定性对我国金融稳定的影响，并从三个不同的维度对模型的结论进行稳健性分析；最后是全文的结论。

## 二、文献综述

经济政策不确定性包括货币政策、财政政策、贸易政策等的不确定性，一些学者单独度量某一类政策的不确定性，研究其可能带来的影响，这种做法无法综合度量多种政策带来的不确定性。由 Baker *et al.* 构建的经济政策不确定指数（简称 EPU 指数）<sup>[1]</sup> 可以衡量一个国家整体经济政策不确定性程度，得到了国内外学者的广泛认可，大量学者使用该指数作为经济政策不确定性的代理变量开展研究。经济政策不确定性对实体经济影响的研究较为丰富，相关理论也较为完善，实物期权理论、金融摩擦机制、预防性储蓄机制等从不同角度阐释了经济政策不确定性对实体经济的影响，但经济政策不确定性对虚拟经济的影响机制仍然处于探讨阶段，学者们从以下不同侧面进行研究，揭示了经济政策不确定性如何对金融稳定产生影响。

### （一）经济政策不确定性影响货币稳定

汇率和物价的不稳定均是货币不稳定的表现，而货币不稳定则容易引发金融体系动荡。当一国经济政策不确定性不断增加时，由于国内外投资者对该国宏观经济基本面的预期发生改变，从而加剧了汇率波动。许多研究表明，未预期到的财政和货币政策将导致汇率升值或贬值<sup>[9]</sup>，这是由于经济政策不确定性影响了市场预期，进而对汇率产生影响<sup>[10]</sup>。Krol 也认为经济政策不确定性对汇率波动存在显著影响，汇率波动会通过跨境资本流动、国际贸易、资产价格渠道对金融稳定产生影响。<sup>[11]</sup> 此外，价格波动将影响居民的购买力及储蓄，保持物价水平稳定有利于货币稳定，从而有助于减轻金融危机发生的概率和严重程度<sup>[12]</sup>，我国学者许志伟和王文甫在新凯恩斯主义框架下的研究表明，经济政策不确定性冲击使得价格的波动水平显著上升<sup>[5]</sup>。

### （二）经济政策不确定性影响金融机构稳定

经济政策不确定性会从供给和需求两方面对信贷产生影响，而银行作为信贷的关键部门，任

何信贷扰动都会影响银行体系的稳定性。一方面,由于实物期权效应,企业推迟投资<sup>[7]</sup>、消费者增加预防性储蓄<sup>[13]</sup>,从而减少信贷需求;另一方面,由于政策不确定性上升导致借贷者的偿还能力得不到保障,不确定因素加剧信息不对称程度,银行无法对贷款者做出准确的信用评价,因此银行会减缓信贷投放<sup>[14]</sup>。Lee *et al.*认为一国经济政策的不确定可能带来银行部门的羊群行为,增加了银行间的关联性,容易发生系统性风险。<sup>[15]</sup> Bernal *et al.*分析了欧洲四个国家的经济政策不确定性对金融机构的风险溢出效应,结果表明经济政策不确定性确实会放大金融机构的风险溢出效应,从而加剧系统性金融风险。<sup>[16]</sup> 我国学者郝威亚等也认为经济政策不确定性增大将显著提高银行的风险水平,而银行体系的风险积聚将带来整个金融体系的不稳定。<sup>[17]</sup>

### (三) 经济政策不确定性影响金融市场稳定

理论和实证分析结果均显示,经济政策不确定性会通过降低金融市场融资流动性和增加市场波动两条路径显著增加系统性风险。<sup>[18]</sup> Chung & Chuwongnant 认为政策不确定性会引发金融市场流动性不足,这将影响金融系统的稳定<sup>[19]</sup>; Pastor & Veronesi 指出,当政策改变的突发性增强时,金融市场价格的反应更加强烈,股票收益变得更加不稳定,由此引发的系统性金融风险将会增加<sup>[20-21]</sup>。反之,当政策不确定性下降时,也会稳定金融市场,如 Kaminska & Roberts-Sklar 发现货币政策不确定性较低时,金融市场的波动率较低<sup>[22]</sup>; Amengual & Xiu 认为,美国金融市场波动率的下降多数是美联储主席公开讲话的结果,美联储通过新闻发布会向公众传递确定的信息,减轻了货币政策不确定性<sup>[23]</sup>。

本文重点研究的是经济政策不确定性对金融稳定的影响,但也有学者认为经济政策不确定性与金融稳定之间的关系可能是双向的。当金融系统处于不稳定状态时,政府会积极采取各种政策措施来维护金融稳定,防范系统性风险的发生,此时经济政策不确定性自然会升高。比如,Sum 对经济政策不确定性和金融压力进行了因果关系检验,结果表明二者互为格兰杰原因<sup>[24]</sup>; 我国学者陈国进等指出,为了稳定股票市场而出台的相应政策加剧了政策不确定性<sup>[25]</sup>; 朱莎等也实证检验了银行业、证券市场和外汇市场的风险对经济政策不确定性的冲击<sup>[26]</sup>。

现有文献主要关注金融稳定的某一子领域而非整个金融稳定,然而,金融稳定并不仅仅指其组成部分的稳定,金融稳定是一个综合性的概念,金融系统中跨主体、跨市场的风险溢出日益普遍,金融风险在各个微观主体、各个市场之间的传递速度明显加快,因此需要关注整个金融系统的稳定。本文将从宏观审慎的视角出发,探究经济政策不确定性对我国整体金融稳定的影响。

## 三、反映金融稳定的指数构建

构建综合指数的关键问题之一就是从金融稳定的内涵出发确定哪些指标应被纳入考察范畴,以期从多个维度反映金融体系的稳定状况和发展趋势。2008年金融危机爆发后,学者们开始将目光聚焦于金融稳定问题上,不过,国内外学者对于金融稳定的内涵和定义还没有达成一致,这给金融稳定的度量带来困难。考察金融体系的稳定性,需要重视金融要素的状况,从涵盖不同部门的关键指标入手,度量指标需要囊括金融系统内部相互交织的诸多要素,组合形成一个综合的金融稳定度量指标,反映金融体系的稳定水平。

### (一) 金融稳定指标体系基本框架

尽管学术界对金融稳定的定义并没有达成共识,不同组织和个人对金融稳定概念的表述有所不同,但多数是从金融体系的要素、功能和抵御冲击的能力等方面去界定金融稳定。中国人民银行2005年发布《中国金融稳定报告》,对金融稳定的含义给出了权威的界定“金融稳定是指金

融体系处于能够有效发挥其关键功能的状态。在这种状态下,宏观经济健康运行,财政和货币政策稳健有效,金融生态环境不断改善,金融机构、金融市场和金融基础设施能够发挥资源配置、风险管理、支付结算等关键功能,而且在受到内外部因素冲击时,金融体系整体上仍然能够平稳运行。”吴念鲁和郅会梅认为金融稳定包括六方面内容:由货币供求平衡产生的币值(通货)稳定、由借贷均衡产生的信用稳定、金融关键机构能够发挥关键功能、金融市场及金融资产价格稳定、汇率稳定以及金融体系内部协调配合。<sup>[27]</sup>可见,考察金融稳定需要从宏观经济、金融机构、金融市场和金融基础设施等方面选取变量。

本文借鉴 Albulescu 提出的金融稳定指标体系框架<sup>[28]</sup>,包括金融发展、金融脆弱性、金融稳健性和世界经济景气四个维度。金融发展维度能够衡量一国金融体系发展水平;金融脆弱性维度可以体现金融体系应对冲击的能力;金融稳健性指数反映的是金融系统内信用机构的偿付能力,衡量金融系统的稳健性;世界经济景气刻画了我国的外部环境。参考已有研究成果,考虑指标的代表性和可得性,本文选取了 18 个指标,这些指标覆盖了金融机构、金融市场和国内外宏观经济状况等各个维度。由于金融基础设施难以量化且不易发生频繁变动<sup>[29]</sup>,因此并未包含此方面的指标。具体指标如表 1 所示。

表 1 金融稳定指标体系

| 维度     | 指标(指标属性)          | 指标含义              |
|--------|-------------------|-------------------|
| 金融发展   | 国内信贷/GDP(正)       | 反映信贷机构发挥金融中介功能的水平 |
|        | 股票市值/GDP(正)       | 反映证券市场的发展程度       |
|        | 债券发行/GDP(正)       | 反映证券市场的发展程度       |
| 金融脆弱性  | 财政赤字/GDP(负)       | 衡量财政状况和政府偿债能力     |
|        | 居民消费价格指数(负)       | 代表通货膨胀率           |
|        | 人民币实际有效汇率(负)      | 反映外汇风险            |
|        | 存贷款比率(负)          | 显示金融机构资产负债状况      |
|        | 存款/M2(正)          | 衡量货币市场的流动性状况      |
|        | 准备金率/(M0/M2)(正)   | 代表银行应对挤兑的能力       |
|        | 经常账户赤字/GDP(负)     | 体现国家对外部冲击的敏感性     |
|        | 短期外债/外汇储备(负)      | 反映外债偿还压力          |
| 金融稳健性  | 存贷款利率差额(正)        | 反映银行的盈利能力和稳定性     |
|        | 不良贷款率(负)          | 反映商业银行的信贷质量状况     |
|        | 国房景气指数(正)         | 反映房地产市场的波动        |
|        | 银行同业拆借利率(7 天期)(负) | 衡量银行体系的流动性状况      |
| 世界经济景气 | 世界经济景气指数(正)       | 衡量世界经济景气程度        |
|        | 泰德利差(负)           | 衡量国际金融市场风险        |
|        | 美元实际有效汇率(正)       | 衡量国际外汇市场波动        |

注:指标属性表示指标变动方向与金融稳定的理论关系,如果指标数值增加会促进金融稳定则为正。

## (二) 构建金融稳定指数

本研究的样本区间为 2005 年 1 月至 2019 年 6 月<sup>①</sup>,数据来自中经网、Wind 数据库和 CESifo 网站。由于我国金融系统不断发展完善,用于构建金融稳定指数的很多指标具有趋势性特征,为了测定各指标在短期内偏离其趋势的程度,本文首先计算各指标与长期趋势的偏离。经过季节调

① 本文中数据均为月度频度,季度 GDP 通过二次插值法转换为月度数据。

整后，采用 HP 滤波对各变量进行趋势分离，计算出各变量的缺口值。为了消除各指标量纲不同带来的偏差，本文对各个指标进行了标准化处理。由于各指标的指标属性不相同，本文采用 Min-Max 方法进行正向化处理，计算公式如下：

$$\text{正向指标: } x_{it}' = \frac{x_{it} - \text{Min}(x_i)}{\text{Max}(x_i) - \text{Min}(x_i)}$$

$$\text{负向指标: } x_{it}' = \frac{\text{Max}(x_i) - x_{it}}{\text{Max}(x_i) - \text{Min}(x_i)}$$

本文采用主成分分析法计算出能够反映指标大部分信息的 5 个主成分，如表 2 所示，这 5 个主成分解释了原指标组近 80% 的信息。然后，以每个主成分解释的方差占总解释方差的比例作为每个主成分的权重，加权计算得出金融稳定指数（图 1）。指数度量出与均衡值的综合偏离程度，相比于绝对值水平，该相对值具有显著的经济含义。当金融稳定指数为零时表示金融稳定状况松紧适度，当金融稳定指数为正（负）时表示当前金融系统稳定性相对较高（低）。从图 1 可见，2008 年金融危机之前金融稳定水平波动幅度较大；金融危机之后，随着我国不断加快金融体制改革以及完善金融监管，金融稳定水平趋于平稳，呈现微波化波动态势。

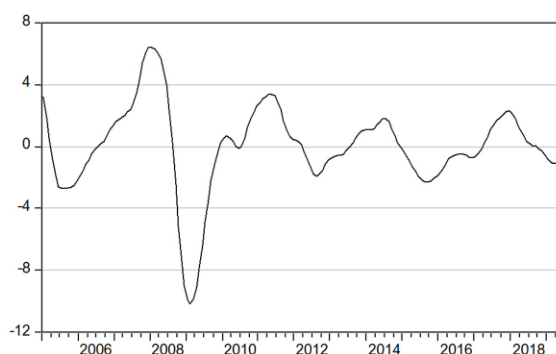


图 1 金融稳定指数

表 2 主成分分析结果

| 主成分 | 特征值   | 解释方差百分比 | 累计解释方差百分比 |
|-----|-------|---------|-----------|
| 1   | 6.210 | 34.500  | 34.500    |
| 2   | 3.351 | 18.618  | 53.118    |
| 3   | 1.765 | 9.804   | 62.922    |
| 4   | 1.716 | 9.533   | 72.456    |
| 5   | 1.335 | 7.414   | 79.870    |

2005 年，我国经济活动日渐繁荣，金融稳定状况持续改善，金融体系稳定水平逐步提升。2008 年，金融危机给金融体系造成了巨大的冲击，国内外金融环境恶化，再加上前期资本市场过度繁荣，积聚了相当大的风险，我国金融系统有效配置资源的功能得不到保障，抵御冲击的能力薄弱，金融稳定指数出现明显下滑。在此背景下，国家采取了大规模的扩张性经济政策，提升了经济金融领域的流动性；同时，金融机构逐渐重视对风险的规避，而且随着商业银行股份制改革陆续完成，金融监管力度逐渐加强，金融改革不断深化，金融稳定程度有所恢复，金融稳定指数在 2009 年 2 月触底反弹，金融体系的稳定性逐渐上升。但由于我国面临人民币升值压力和欧债危机等外部负面因素，房地产、股票市场的波动和互联网金融风险逐渐显露等国内因素，这些因素此消彼长地交织在一起，导致进入新常态以来，金融稳定指数一直在零线附近徘徊波动。近期金融稳定指数再次呈现回落态势，从 2018 年 10 月开始一直处在零线下，表明当前金融稳定状况欠佳。

## 四、经济政策不确定性冲击对金融稳定的影响分析

### (一) 模型设定

考虑到我国经济结构变化下经济变量之间的影响很可能具有时变特征, 本文利用具有随机波动率的时变参数向量自回归模型 (TVP-SV-VAR), 来捕捉样本期间内经济政策不确定性对金融稳定的时变影响。在基本的 SVAR 模型基础上引入时变参数和随机波动率, 得到 TVP-SV-VAR 模型, 形式如下:

$$Y_t = X_t \beta_t + A_t^{-1} \sum_i \varepsilon_i, \quad \varepsilon_i \sim N(0, I_k), \quad t=s+1, \dots, p \quad (1)$$

其中,  $Y_t$  是  $k \times 1$  维观测向量,  $X_t = I_k \otimes (Y_{t-1}', \dots, Y_{t-s}')$ ,  $\beta_t$  表示  $k^2 s \times 1$  维时变系数列向量,  $k \times 1$  维扰动项  $\varepsilon_t$  表示结构性冲击, 并且假定  $A_t$  为下三角矩阵,  $A_t$  和  $\sum_t$  的形式分别为:

$$A_t = \begin{bmatrix} 1 & 0 & \cdots & 0 \\ a_{21,t} & 1 & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ a_{k1,t} & \cdots & a_{kk-1,t} & 1 \end{bmatrix}, \quad \sum_t = \begin{bmatrix} \sigma_{1,t} & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & \sigma_{2,t} & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ 0 & \cdots & 0 & \sigma_{k,t} \end{bmatrix} \quad (2)$$

参照 Primiceri 和 Nakajima *et al.* 的研究<sup>[30-31]</sup>, 假设  $a_t = (a_{21,t}, a_{31,t}, a_{32,t}, a_{41,t}, \dots, a_{kk-1,t})'$  为下三角矩阵  $A_t$  中非对角元素和非零元素的堆积向量, 随机波动率向量  $h_t = (h_{1t}, \dots, h_{kt})'$ ,  $h_{jt} = \log \sigma_{jt}^2$ ,  $j = 1, \dots, k$ , 还假定参数均服从随机游走过程且不相关:

$$\begin{aligned} \beta_{t+1} &= \beta_t + \mu_{\beta t}, & \begin{pmatrix} \mu_{\beta t} \\ \mu_{a t} \\ \mu_{h t} \end{pmatrix} &\sim N \left( 0, \begin{pmatrix} \Sigma_{\beta} & 0 & 0 \\ 0 & \Sigma_a & 0 \\ 0 & 0 & \Sigma_h \end{pmatrix} \right) \\ a_{t+1} &= a_t + \mu_{a t}, \\ h_{t+1} &= h_t + \mu_{h t}, \end{aligned} \quad (3)$$

其中,  $\beta_{s+1} \sim N(\mu_{\beta 0}, \Sigma_{\beta 0})$ 、 $a_{s+1} \sim N(\mu_{a 0}, \Sigma_{a 0})$ 、 $h_{s+1} \sim N(\mu_{h 0}, \Sigma_{h 0})$ ,  $\Sigma_{\beta}$ 、 $\Sigma_a$  和  $\Sigma_h$  定义为对角矩阵。本文在贝叶斯框架下采用 MCMC 抽样方法对模型进行估计, 算法的详细推导过程不再赘述, 详情参见 Nakajima *et al.* 的文献<sup>[31]</sup>。

### (二) 变量和数据说明

本文使用 Baker *et al.* 构建的经济政策不确定性指数<sup>[1]</sup>, 他们通过文本过滤技术, 识别和统计

选定报纸中每个月内有关经济政策不确定性报道的数量, 除以每月报道文章总数量, 经过标准化得到经济政策不确定性指数。该指数能够从多个维度捕捉经济政策不确定性的特征, 体现经济政策不确定性的波动。中国经济政策不确定性指数的构建是依托于香港地区发行量和影响力最大且紧密报道中国经济新闻的《南华早报》。

通过图 2 可以发现, 我国经济政策不确定性指数的许多高峰时期都与我国重要的经济转折点对应。样本期间内, EPU 指数在 2008 年 9 月、2011 年 11 月、2017 年 1 月达到阶段

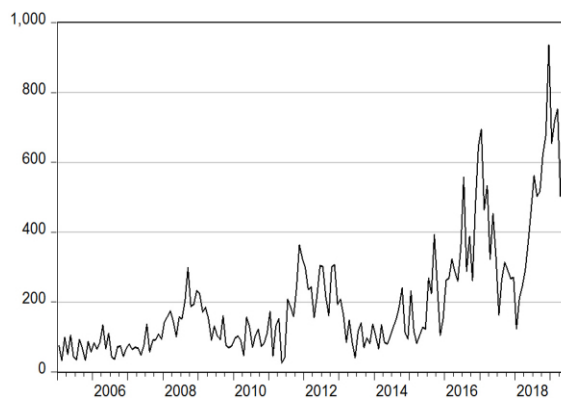


图 2 经济政策不确定性指数



性峰值,并且在 2018 年 2 月至 2019 年 6 月的这段时期大幅升高。从 2007 年开始,我国相继遭受了金融危机、汶川地震等历史性重大事件,国家频繁出台了刺激经济、稳定股市的政策,因此,经济政策不确定性指数走高并且波动加剧,于 2008 年 9 月达到峰值。随后,稳定的政策持续了一段时期,但欧债危机和国内经济增速回落等不利因素又增加了政策不确定性,2012 年左右 EPU 指数再次攀升。我国经济进入新常态以来,虽然经济下行压力加大,但一直采取稳健的货币政策和积极的财政政策,EPU 指数回落。近年来,美国政府多次挑起贸易争端,这使得我国政府不得不通过宏观调控来应对各种压力,因此,可以看到近几年来我国经济政策不确定性指数出现剧烈波动并大幅度攀升,2019 年 6 月更是达到了 959.85 的最大值。

由于宏观经济的波动在经济政策不确定性和金融稳定之间的影响关系中具有不可低估的作用,为了准确地估计经济政策不确定性冲击对金融稳定产生的净效应,本文实证模型中除了计算的金融稳定指数和经济政策不确定指数,还包含了反映宏观经济波动的变量。考虑到我国只公布 GDP 的季度数据,部分学者使用工业增加值增速来代替,然而工业增加值主要反映工业部门的运行情况,用其来代表总体宏观经济稍欠妥,故而本文构建了能够综合反映宏观经济运行态势的月度 SW 景气指数作为我国经济波动状况的代理变量,指数采用了与王小明相同的指标体系和计算方法<sup>[32]</sup>,篇幅所限略去过程,备索。

### (三) 实证结果分析

由于模型的递归识别设定,需要指定各变量进入模型的顺序,考虑变量间相互影响的顺序,本文与许志伟和王文甫、王博等的做法<sup>[5-6]</sup>保持一致,按照 EPU 指数、SW 指数和金融稳定指数的顺序进行分析。该顺序设定代表当期政策不确定性冲击会对宏观经济和金融稳定产生影响,而来自后两个变量的冲击对政策不确定性不存在当期影响,这是因为政策制定及发布具有有时滞性,当金融体系出现不稳定因素或者宏观经济出现异常波动时,政策制定部门通常不会当月就采取应对措施。综合考虑判别准则以及残差的自相关性等,设定模型滞后阶数为 5,基于 Ox Metrics 软件实现模型估计,采用 MCMC 算法进行 11 000 次模拟,其中前 1 000 次作为预烧。下面通过分析脉冲响应函数的动态演化趋势,探讨经济政策不确定性对金融稳定的时变影响情况。

#### 1. 不同滞后期经济政策不确定性冲击的脉冲响应分析

首先对不同滞后期的脉冲响应函数图进行分析,本文选取了 3 期(一季度)、6 期(半年)、12 期(一年)三个不同滞后期,从期限角度刻画脉冲响应函数的动态演变过程。图 3 呈现了金融稳定对经济政策不确定性冲击不同滞后期的脉冲响应结果,可以看出样本期间经济政策不确定性对金融稳定的影响具有明显的时变特征,不同滞后期的影响程度不同。总体来看,三条脉冲响应曲线均在零线以下,表明经济政策不确定性会给金融稳定带来负向冲击。当经济政策不确定性上升时,由于企业未

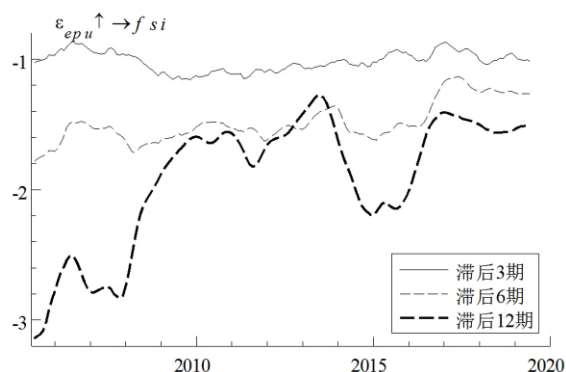


图 3 不同滞后期的脉冲响应图

来前景不明,可能导致企业缩减投资规模,部分投资者甚至会抛售风险资产,这将导致资产价格下降,由此带来的羊群效应使得金融资产价格动荡,威胁到金融市场的稳定。特别地,在经济下行期投机型和庞氏型融资企业较多,违约风险更可能集中爆发,再加上银行间同业业务的存在导致风险在金融机构间传染,加剧了金融体系的不稳定性;同时经济政策不确定性以及违约损失也

会迫使银行提高利率紧缩信用,而利率在金融市场中作为资金价格的关键,提高利率易引发资产价格下跌和更多的贷款违约,导致市场上流动性降低,不利于金融稳定。

不同滞后期下的脉冲响应函数表现有所差异,随着滞后期的增加,反应程度依次增强。这是由于金融部门间不稳定因素的传染需要时间、各种黏性的存在以及投资时长的限制等,金融稳定对经济政策不确定性冲击的反应会经过一段时间逐渐蔓延,不稳定因素逐渐积聚。不过,随着我国金融体制的逐步健全,金融各部门间的联系更加紧密,最近几年经济政策不确定性带来的负向影响较前几年来说有所减缓,而且影响程度逐渐稳定,三条曲线的走势趋于一致,波动逐渐减小。

具体而言,在样本期内的任意时刻,给定一单位经济政策不确定性的正向冲击,3个月后的脉冲响应值都基本稳定在-0.8至-1.2之间,表明经济政策不确定性对金融稳定的短期效应较为稳定,但影响程度有限。6期和12期影响比短期影响更显著,6期脉冲响应曲线的总体趋势在不断上升,而12期的脉冲响应函数前期走势与另外两期相比截然不同,无论是波动幅度还是波动频率都相对较大。从2006年中期开始,12期的脉冲响应函数由上升转为下降并于2007年末达到最低点,这意味着经济政策不确定性对金融稳定的影响在金融危机期间显著上升。由于金融危机之前资本市场过度繁荣,投机泡沫过度膨胀,金融风险有所积聚,再加上受到金融危机的波及,金融系统稳定性较差,抵御各种冲击的能力薄弱,此时来自经济政策不确定性的冲击带来较大的负向效应,金融稳定水平显著下降。随后,由于政府大规模刺激政策的实施,政策基调基本确定,经济主体对未来政策方向的预期较为明确,加上我国经济景气回升、金融部门对风险高度关注等,使得金融体系抵御冲击的能力有所改善,经济政策不确定性的负向影响迅速衰减,脉冲响应曲线在2008至2011年间迅速上升。然而扩张性政策使得信贷过度繁荣、资产价格高涨,埋下了风险隐患,2012年脉冲响应函数暂时小幅回落。进入新常态后,由于政策红利消失,政策风向转变,前期过度扩张积累的风险逐渐开始显露,金融体系脆弱性加大;影子银行迅速发展使得风险溢出到银行体系,存在引发系统性风险的可能性;在国家严控房地产市场的背景下,地方债的偿还压力加大,这加剧了金融体系中的流动性风险,经济政策不确定性的负向影响再次出现阶段性上升,在推进金融体制改革、重视防范系统性风险的背景下,负向影响随后逐渐减弱。

## 2. 不同时间点经济政策不确定性冲击的脉冲响应分析

样本期内,我国经济经历了金融危机的冲击、后金融危机的政策冲击和经济新常态的供给侧冲击,本文在每一段时期中选择一个代表性时刻,分别为2008年6月、2011年1月和2017年11月。图4表明,总体而言,经济政策不确定性冲击对金融稳定产生负向影响,与前文中理论分析的结果一致。不同时间点的脉冲响应曲线走向差别不大,三个时点上经济政策不确定性对金融稳定的负向影响均是在短期逐渐增大,中长期逐渐减小。

在经济政策不确定性冲击发生的初期,金融稳定水平迅速坠入下降通道,前3期三条曲线几乎重合,之后开始出现差异。由于经济持续过快增长,导致过度投资和通胀风险加剧,资产泡沫化严重,金融体系较为脆弱,再加上金融危机的冲击,2008年6月经济政策不确定性冲击

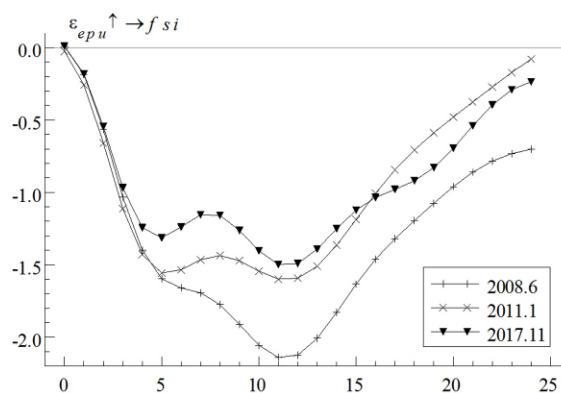


图4 不同时间点的脉冲响应图



带来的影响最大。相比较而言,另外两个时点不仅冲击的极大响应程度有所减小,而且负向影响持续期缩短。随着以往粗放式发展模式掩盖的一些金融不稳定因素逐渐显露,经济增速的连续下滑令市场预期发生转变进而影响投资决策,导致资产价格大幅波动,不利于金融稳定。当前,经济政策不确定性水平很高,为金融不稳定埋下了隐患,但通过 2017 年 11 月的脉冲响应函数可以看到,冲击的影响要小于其他两个时点。这说明经历金融危机后,我国金融改革进程不断推进,金融监管的规范性逐步提升,金融系统抵御冲击的能力有所增强,金融机构稳健性提高,金融脆弱性显著下降,因此,经济政策不确定性对金融稳定的影响减小。三条曲线几乎都是在第 11 或 12 期时达到谷底,也就是说,在冲击发生一年左右,经济政策不确定性对金融稳定的抑制效应达到最大,随后逐渐减弱。

值得注意的是,除金融危机时期外,经济政策不确定性冲击在两年后对金融稳定几乎都具有由负转正的趋势,这说明旨在稳定金融的政策尽管带来了不确定性,但随着时间推移,政策不确定性对金融稳定在短期的负向影响逐渐减弱,长期的政策调控效果开始显现,金融系统的稳定性增强。

#### (四) 稳健性分析

为了确保本文结论的稳健性,本文下面从三个方面进行检验<sup>①</sup>。

##### 1. 使用其他经济政策不确定性指数

本文选用的经济政策不确定性指数 EPU,较好地刻画了我国经济政策不确定性的走势,近年来被国内外的研究者广泛使用。Huang & Luk 同样采用文本挖掘技术,依据《北京青年报》、《广州日报》等十家中国大陆地区的权威报纸构造了中国经济政策不确定性指数<sup>[33]</sup>,该指数与 Baker *et al.* 的构造方法相同,也能够捕捉我国经济政策不确定性的变化走势,但由于该指数刚发布不久,还未被广泛采纳。本文利用该指数作为经济政策不确定性的替代变量,对前文的结论进行稳健性检验,结果表明,经济政策不确定性对金融稳定具有负向影响的结论依然成立。

##### 2. 调整内生变量顺序

本文的模型中将经济政策不确定性指数排在首位,也就是假设宏观经济变量对经济政策不确定性不存在当期影响,但也有学者认为宏观经济变量会对经济政策不确定性产生当期影响。为检验变量的排列顺序会在多大程度上影响模型结果,本文按照 SW 景气指数、金融稳定指数和经济政策不确定性指数这样的排列顺序重新估计模型,结果显示,脉冲响应结果与前文结果基本一致,表明变量的排序不会影响实证分析的核心结论。

##### 3. 引入消费者信心指数

由于经济政策不确定性指数的计算是基于新闻媒体,新闻报道的信息会影响公众的预期,因此本文的实证结果可能掺杂了公众预期对金融稳定的影响。为了考察预期因素的引入会否产生重要的影响,在本文的模型中引入预期指标,考察经济政策不确定性冲击对金融稳定的影响是否发生了显著变化。在模型中加入消费者信心指数作为预期的代理变量,结果显示,经济政策不确定性冲击仍然会对金融稳定带来负面效应,前述结论依然成立。

## 五、结 论

后疫情时期,全球经济局势更加复杂严峻,加之我国经济内生增长动力不足,宏观经济下行

<sup>①</sup> 由于篇幅限制,省略了稳健性检验的脉冲响应结果,备索。

压力加大。为保持经济的适度增长,我国政府进行了积极的政策干预,经济政策不确定性问题凸显。与此同时,我国长期积累的金融风险也逐渐显现,为了防范、化解金融风险和维护金融稳定,本文阐释了经济政策不确定性与金融稳定之间的关系,并分析了经济政策不确定性冲击对我国金融稳定不同期限和不同时间点的复杂影响。

本文选取了 18 个影响金融稳定的关键指标,利用主成分分析法构建了我国的金融稳定指数。计算结果表明,新常态以来,我国金融稳定指数一直在零线附近波动,从 2018 年 10 月开始低于零值,表明金融风险隐患在逐渐增加。本文基于中国经济政策不确定性指数、金融稳定指数和能够综合反映我国经济景气状况的 SW 景气指数,利用 TVP-SV-VAR 模型,识别经济政策不确定性冲击对我国金融体系稳定性的影响。进一步通过替换关键指标、调整变量顺序和引入预期因素等做法重新估计模型,得到的结论表明本文的实证结果是稳健可信的。本文的研究结果表明: 1) 经济政策不确定性的升高会对金融稳定带来显著的负向影响,影响程度短期内逐渐增加,中长期逐渐减小,负向效应的持续时间在两年以上; 2) 每个时点上经济政策不确定性冲击的影响程度不尽相同,随着金融改革的红利逐步释放,金融结构持续优化,近期我国经济政策不确定性对金融稳定的抑制效应有所减弱。

基于本文的计算结果和结论,可以给出如下政策建议: 1) 保证信息公开透明,强调预期管理。通过召开新闻发布会等方式向大众传递政策信息,加大经济政策解读力度,增强经济政策的公开性、透明度和可预见性,以此降低政策的不确定性,减少由于不确定性带来的负面影响。强调预期管理,增强公众信心,通过健全经济政策舆情监测,加强预期管理和预期引导,正确引导经济主体形成合理预期,主动防范和化解经济政策不确定性带来的负面效应。2) 确保经济政策的连续性和稳定性。基于本文得出的经济政策不确定性冲击对金融稳定产生不利影响的结论,在今后继续深化金融改革、完善金融体制的过程中,政策制定者应保持调控政策的持续性和连贯性,避免“朝令夕改”,降低经济政策的不确定性。制定经济政策时,不仅要考虑政策的经济效应和传导渠道等,也要考虑到政策调整带来的不确定性增强的影响,避免因政策频繁变动引起金融异常波动,保障我国金融机构的健康发展和金融市场的平稳运行。

#### 【参考文献】

- [1] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131 (4): 1593-1636.
- [2] 陈乐一、张喜艳 《经济不确定性与经济波动研究进展》,《经济学动态》,2018 年 8 期。
- [3] 田磊、林建浩 《经济政策不确定性兼具产出效应和通胀效应吗?——来自中国的经验证据》,《南开经济研究》,2016 年 2 期。
- [4] Bloom N. The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 2009, 77 (3): 623-685.
- [5] 许志伟、王文甫 《经济政策不确定性对宏观经济的影响——基于实证与理论的动态分析》,《经济学(季刊)》,2018 年 1 期。
- [6] 王博、李力、郝大鹏 《货币政策不确定性、违约风险与宏观经济波动》,《经济研究》,2019 年 3 期。
- [7] 刘贯春、段玉柱、刘媛媛 《经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资》,《经济研究》,2019 年 8 期。
- [8] 宋全云、李晓、钱龙 《经济政策不确定性与企业贷款成本》,《金融研究》,2019 年 7 期。
- [9] Bouakez H, Eyquem A. Government spending, monetary policy, and the real exchange rate. *Journal of International Money and Finance*, 2015, 56: 178-201.
- [10] 朱孟楠、闫帅 《经济政策不确定性与人民币汇率的动态溢出效应》,《国际贸易问题》,2015 年 10 期。

- [11] Krol R. Economic policy uncertainty and exchange rate volatility. *International Finance* ,2014 ,17 ( 2) : 241-256.
- [12] Schwartz A. Systemic risk and the macroeconomy. In Kaufman G G ( ed.) *Banking ,Financial Markets and Systemic Risk ,Research in Financial Services ,Private and Public Policy*. Hampton: JAI Press Inc. , 1995.
- [13] Born B ,Pfeifer J. Policy risk and the business cycle. *Journal of Monetary Economics* ,2014 ,68: 68-85.
- [14] Bordo M D ,Duca J V ,Koch C. Economic policy uncertainty and the credit channel: Aggregate and bank level US evidence over several decades. *Journal of Financial Stability* ,2016 ,26: 90-106.
- [15] Lee Chien-Chiang , Lee Chi-Chuan ,Zeng J H ,et al. Peer bank behavior ,economic policy uncertainty ,and leverage decision of financial institutions. *Journal of Financial Stability* ,2017 ,30: 79-91.
- [16] Bernal O ,Gnabo J Y ,Guilmin G. Economic policy uncertainty and risk spillovers in the Eurozone. *Journal of International Money and Finance* ,2016 ,65: 24-45.
- [17] 郝威亚、魏玮、周晓博 《经济政策不确定性对银行风险承担的影响研究》,《经济问题探索》,2017 年 2 期。
- [18] 孙琪 《经济政策不确定性对系统性风险的影响机制研究》,《财会月刊》,2018 年 18 期。
- [19] Chung K H ,Chuwonganant C. Uncertainty ,market structure ,and liquidity. *Journal of Financial Economics* ,2014 ,113 ( 3) : 476-499.
- [20] Pastor L ,Veronesi P. Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance* ,2012 ,67 ( 4) : 1219-1264.
- [21] Pastor L ,Veronesi P. Political uncertainty and risk premia. *Social Science Electronic Publishing* ,2011 ,110 ( 3) : 520-545.
- [22] Kaminska I ,Roberts-Sklar M. Volatility in equity markets and monetary policy rate uncertainty. *Journal of Empirical Finance* ,2018 ,45: 68-83.
- [23] Amengual D ,Xiu D. Resolution of policy uncertainty and sudden declines in volatility. *Journal of Econometrics* ,2018 ,203 ( 2) : 297-315.
- [24] Sum V. Financial stress and economic policy uncertainty: Impulse response functions and causality. *International Research Journal of Applied Finance* ,2012 ,3 ( 11) : 1633-1637.
- [25] 陈国进、张润泽、姚莲莲 《政策不确定性与股票市场波动溢出效应》,《金融经济学研究》,2014 年 5 期。
- [26] 朱莎、裴沛 《新时期中国金融市场风险状态甄别和政策冲击研究》,《中央财经大学学报》,2018 年 1 期。
- [27] 吴念鲁、鄢会梅 《对我国金融稳定性的再认识》,《金融研究》,2005 年 2 期。
- [28] Albulescu C T. Forecasting the Romanian financial system stability using a stochastic simulation model. *Romanian Journal of Economic Forecasting* ,2010 ,13 ( 1) : 81-98.
- [29] 周海欧、肖茜 《我国金融稳定测度与因素分析 ( 1994—2013) ——基于“表现”和“能力”综合评价的视角》,《当代财经》,2015 年 1 期。
- [30] Primiceri G E. Time varying structural vector autoregressions and monetary policy. *Review of Economic Studies* ,2005 ,72 ( 3) : 821-852.
- [31] Nakajima J ,Kasuya M ,Watanabe T. Bayesian analysis of time-varying parameter vector autoregressive model for the Japanese economy and monetary policy. *Journal of the Japanese & International Economies* ,2011 ,25 ( 3) : 225-245.
- [32] 王金明 《利差能否预警我国经济周期的阶段转换? ——基于 MS-TVTP 模型的实证分析》,《吉林大学社会科学学报》,2018 年 1 期。
- [33] Huang Y ,Luk P. Measuring economic policy uncertainty in China. *China Economic Review* ,2020 ,59: 101367.

[责任编辑: 赵东奎]

philosophical narrative of historical materialism , which shows that Marx ' s political philosophy is a political philosophy facing modern issues. This political philosophy , on the whole of the macro-historical structure , restores the original political phenomenon , understands the political logic and criticizes the political domination with the method of micro-political philosophy , thus truly constructing a realistic political ideal. The political philosophy of Marx ' s historical materialism deepened the modern political philosophy of solving political problems with economy , and created a social political philosophy that transcended the political philosophy with the logic of power and the logic of rights. Therefore , the political philosophy narrative of Marx ' s historical analysis is not only the fundamental feature of Marx ' s political philosophy , but also the theoretical paradigm for solving modern political problems. Marx ' s political philosophy grasps the fundamental problems of modern politics in all aspects from the historical reality of ideas , the basis of political interests and the class attribute of the subject. It truly faces the political essence of modern capitalism and judges the political status of the proletariat by historical materialism. In the political and economic criticism of capitalism , it truly marks the political direction of human liberation.

**Keywords:** *Eighteenth Brumaire of Louis Bonaparte*; Marx; historical materialism; political philosophy

#### The Influence of Expected Income Gap Between Regions on Labor Outflow in Northeast China

ZHANG Shi-wei , LIN Shu-yu ( 80)

**Abstract:** The large outflow of labor in northeast China has become an issue closely concerned by economists. The paper predicts the employment probability and wage of the northeast registered labor in different regions by constructing the employment equation and wage equation of northeast and eastern regions , because the labor flowing out of northeast China is mainly flowing into eastern China. And the paper analyzes the influence of the expected income gap between regions on the outflow of labor in northeast China by constructing the structural labor flow selection equation. The results show that the employment rate and wage level of the northeast registered labor in the eastern region are significantly higher than those in northeast China. The promotion effect of education on the employment and wage growth of the northeast registered labor in eastern China is obviously greater than that in northeast China. The improvement in absolute and relative incomes , as well as the increase in employment opportunities , has led to the influx of a large number of labor from the northeast region , especially high-skilled labor , into the eastern region. And the outflow tendency of the registered labor in northeast China will gradually increase with the expansion of the expected income gap between regions. Therefore , while promoting market-oriented reform and economic development , local governments should formulate corresponding talent policies , and retain the high-skilled labor by providing relatively generous wages and various forms of subsidies , so as to lay the human resource foundation for the revitalization of northeast China ' s economy.

**Keywords:** Northeast China; labor mobility; wage; employment; income gap

#### Resilience Identification and Evolution Characteristics of Regional Economy in China

ZHANG Xiu-yan , BAI Wen , ZHENG Xue ( 90)

**Abstract:** This paper studies the dynamic evolution and development process of economic system from the three-dimensional perspective. We establish the evaluation index system of financial development subsystem , innovation development subsystem and economic development subsystem and carry out the correlation identification of regional economic resilience and the analysis of coupling and coordination between subsystems. And then we analyze the evolution characteristics of regional economic system in time and space to explore the adaptability of economic system development evolution law and path. We find that the overall economic resilience of China is in an unbalanced state , the dynamic evolution and development of the economic system has regional heterogeneity , and the economic development difference is largely affected by the level of innovation and entrepreneurship. The prosperity of digital entrepreneurial ecosystem is conducive to the improvement of regional economic resilience and the realization of co-option-oriented system symbiotic evolution. Therefore , it is of practical significance to seize the opportunity , lead the economic transformation and upgrading , and accelerate the development of digital economy.

**Keywords:** economic resilience; coupling coordination; symbiotic evolution; entrepreneurial ecosystem

#### Research on the Time-Varying Impact of Economic Policy Uncertainty on Financial Stability

WANG Jin-ming , WANG Xin-pei ( 102)

**Abstract:** In order to prevent and resolve financial risks , the government has taken a series of financial reform measures , which leads to high economic policy uncertainty. This article measures the impact of economic policy uncertainty on financial stability. First , we constructed the financial stability index , and then used the TVP-SV-VAR model to analyze the impact of economic policy uncertainty shocks on financial stability , based on the economic policy uncertainty index constructed by Baker *et al.* The empirical result of the model shows that the economic policy uncertainty has a negative impact on the financial stability , but the impact is different in the short term and the long term. The degree of

impact gradually increases in the short term ,while gradually decreases in the medium and long term. Therefore ,the government needs to pay attention to the consequences of policy uncertainty and enhance the continuity of economic policies to ensure the stable development of China's finance.

**Keywords:** financial stability; economic policy uncertainty; TVP-SV-VAR model

#### A Study of Risk Expectation's Influence on the Stock Market Performance

ZHOU Bai-cheng ,CHI Xue-dan ,YIN Qing-shu ( 113)

**Abstract:** As the Behavioral finance theory develops ,the influence of market participants upon the financial market is becoming more an important academic research area. Our paper constructs two indices based the "fear index" -VIX , to measure the immediate risk expectation and the premium of the risk expectation market participants have made. Using the HHT ,we decompose risk expectation into two parts--short-term risk expectation and long-term risk expectation. Based on the data from American market ,the results of empirical study show that the American investors tend to overestimate the future risk when the market is relatively stable ,implying there is an over fear phenomena. Short-term risk expectation is more important comparing to the long-term ,however it's more vulnerable to the market performance. Risk expectation from the U. S. can affect other financial market.

**Keywords:** risk expectation; stock market; HHT; implied volatility; Bayes-skew-t-DCC model

#### House Property ,Relative Deprivation and Subjective Identity of Social Stratum

HU Rong ,GONG Can-lin ( 128)

**Abstract:** This article analyzes the relationship among the factors of house property ,relative deprivation and subjective identity of social stratum based on CGSS2015 data and using OLS regression. The research found out: The number of house property and living space has the positive impact on the subjective identity of social stratum; the circumstance of house property has the direct as well as the indirect impact on individual's social identity through the relative deprivation as medium. Therefore ,the conclusion of the study is that ,house property has supplemented the traditional factors of social stratum such as occupation ,income and educational level ,and has become an important sign of social stratification.; on the other hand ,house property has been overweighed and housing function has been deviated ,which has a negative impact on individual's awareness of relative deprivation and social identity.

**Keywords:** house property; relative deprivation; social identity

#### The Historical Turn of Social Organization Research:

##### Taking the Evolution of Traditional Guild Hall Organization as the Analytic Case

DING Hui-ping ( 138)

**Abstract:** In a long time ,the research of Chinese social organization has been carried out according to the classical theoretical paradigm of "state and society" in the West. However ,with the deepening of the research ,the research routine of reverse verification encountered various crises in the face of the ever-changing and developing empirical phenomenon of Chinese social organization ,and failed to reveal the essence of the relationship between the state and society that really conforms to China's history and reality. How can we find a way to approach the "truth" of the relationship between state and society through social organizations? Returning to history may be a feasible way. It will help us to get rid of the shackles of western experience and theoretical framework ,and also help us to transcend the "narrow present" ,take the evolution of social organizations as the leading role ,fully close to its original features and grasp the principles of its deep formation. This paper takes the evolution of traditional Guildhall organization as an example ,introduces the research trend of historical sociology ,and hopes to provide a beneficial supplement to the study of Chinese social organization in the aspects of problem consciousness and theoretical framework.

**Keywords:** social organization; historical turn; traditional guild hall organization; chamber of commerce; state and society

#### A Research on the Illegality of Environmental Infringement under the Background of the Civil Code

CAI Chang ( 148)

**Abstract:** Environmental tort is stipulated jointly by the chapter of environmental *Tort in the Civil Code* and the relevant special environmental Law. The constitution of tortious action has two different ways of understanding ,including fault path and illegality path. Choosing illegality path interpretation can promote the refinement of the constitutive elements of environmental tort ,promote the coordination between the Civil Code and environmental law system ,illegality has the function that fault cannot replace and can provide theoretical basis for the assumption of tort liability. It is suggested to determine the illegality of environmental infringement behaviors by the way to distinguish the infringed rights and legal interests ,combined the classification of pollution behaviors and ecological damage behaviors. The use of the results