



跟踪分析金融市场国际学术前沿动态

文 / 董 昀

目前，国际上主流的金融市场理论，以微观经济分析、实证研究和多学科交叉融合发展为主要风格，并与以货币理论与政策为基础的传统宏观金融学逐渐走向融合。归根结底，金融市场学理论研究的关注点最终都落在金融市场自身的运行、金融市场上参与者的行为以及金融市场与宏观经济政策的关系上。

从广义上讲，金融市场是从事金融资产交易和融资活动所形成的供求、借贷、信用等关系的综合体系，也是进行各种票据、有价证券、外汇和金融衍生品买卖以及同业之间进行货币借贷的场所，包括股票、债券、期货、保险等各类金融交易活动。在发达市场经济体当中，金融市场在金融资源配置中发挥着基础性作用，其运行状况直接影响着实体经济的运行效率。

总体而言，目前国际上主流的金融市场理论，以微观经济分析、实证研究和多学科交叉融合发展为主要风格，并与以货币理论与政策为基础的传统宏观金融学逐渐走向融合。归根结底，金融市场学理论研究的关注点最终都落在金融市场自身的运行、金融市场上参与者的行为以及金融市场与宏观经济政策的关系上。

根据我们对 2013 年以来重要英文文献的跟踪分析，当前发达国家金融市场学科发展中比较有特色的研究领域至少包括以下几个方面。

非传统货币政策视角下的金融市场

非传统货币政策是近年来美国乃至全球经济学界关注的焦点问题之一。根据 Meier(2009) 的定义，真正的非传统货币政策包括两类措施：第一类是为了影响更长期的收益曲线而发布的公告以及（或者）采取的再融资操作，这其中包括前瞻指引政策；第二类是为了降低银行间市场利率与贷款利率的利差，直接买入资产，也就是众所周知的量化宽松政策。

在这一领域，近年来有两类文献值得我们高度关注。第一类是研究前瞻指引对金融市场影响机制的理论文献。例如，McKay et al. (2015) 用新凯恩斯主义经济模型阐述了这样的基本机制：在金融市场运行严重受损或者短期利率达到零利率下限的情况下，短期利率与长期利率脱节，如果中央银行的承诺可信且市场参与者的预期正确，那么，只要中央银行对未来短期利率路径的表述清晰，市场参与者就会充分理解货币当局政策的真正意图，从而形成

理性预期，直接调控长期利率，进而促进家庭消费与企业投资做出相应的改变。又如，Greenwood et al. (2015) 建立起一个收益率曲线模型，在其中，中央银行可以为金融市场参与者提供两类前瞻指引，一是未来短期利率，二是未来的量化宽松操作（这会影响到债券供给和债券风险溢价）。通过比较两类前瞻指引的作用机制，可以发现，量宽前瞻指引对收益率曲线的影响持续时间要长于短期利率前瞻指引。

第二类是研究前瞻指引对金融市场环境改善实际效果的实证文献。例如，Filardo and Hofmann(2014) 的观察发现：第一代前瞻指引实施之后，远期利率与长期利率下降最多；第二代前瞻指引的实施效果越来越弱；第三代前瞻指引的效果很难量化，资产购买规模的削减，会导致远期利率与长期利率上升，不过由于远期利率与长期利率变化不大，这从侧面证明了第三代前瞻指引改善金融环境的有效性。又如，Pasaogullari(2015) 运用费城联储的专业预测季度调查报告进行的分析显示，在推

出第一轮量化宽松的货币政策之后，居民消费价格指数预期与核心居民消费价格指数预期分别下降 0.7 个百分点与 0.3 个百分点；在推出第二轮量化宽松的货币政策之后，居民消费价格指数预期与核心居民消费价格指数预期分别上升 0.5 个百分点与 0.4 个百分点；在推出第三轮量化宽松的货币政策之后，居民消费价格指数预期先下降，紧接着上升，整体而言，通货膨胀预期的变化非常有限。再如，Hakkio and Kahn (2014) 发现，国际金融危机爆发之后，基于泰勒规则进行测算，联邦基金的影子利率应该是负值，而在实际操作中，由于零利率下限的约束，把联邦基金利率调为负值并不可行，近几年来，作为唯一持续实行的经济刺激政策，美联储的非传统货币政策不能完全充分抵消零利率下限约束的影响。

金融危机中的金融市场

在此次金融危机爆发之后金融市场的传染问题越来越为学术界所关注，Mondria and Quintana-Domeque (2013) 是其中的一篇代表性文献。该文从国际投资者注意力配置的波动角度研究两个股票市场之间的金融传染问题，研究结果表明，亚洲市场的价格波动性越高，就会有越多的注意力配置到亚洲市场，那么，拉美市场的波动性就越强。

危机爆发引发的讨论也波及到货币市场。Cassola Hortacsu 和 Kastl (2013) 考察了 2007 年夏季次贷危机期间欧洲银行对短期资金（流动性）的需求。根据标准的拍卖理论模型，银行在竞标活动中的行为要么反映了其持有短期资金的成本，要么是对其他竞标者的策略性回应。该文利用欧



归根结底，金融市场学理论研究的关注点最终都落在金融市场自身的运行、金融市场上参与者的行为以及金融市场与宏观经济政策的关系上

洲央行拍卖一年期贷款的数据进行实证研究，结果表明，约有 1/3 的银行竞标行为的变化仅仅是一种策略性反应。另外，研究还发现，银行在危机前的流动性成本对其在危机后的流动性成本具有预测作用，公开交易的银行在 2007 年下半年购买短期资金的意愿对 2008 年末的股票价格也有预测作用。

在危机之后，金融市场中的货币与流动性亦成为学界研究的焦点。Nyborg and stberg (2014) 研究了流动性（或者说银行间市场）与更加广义的金融市场之间的关系，后者对银行的流动性有着基本的需求。研究发现，银行间市场流动性的紧张会导致金融资产大量被抛售，抛售行为要么由银行直接实施，要么通过杠杆投资者间接实施。

支付经济学

近年来的文献表明，支付经济学作为

一门新兴的学科分支，发展速度相当快，与货币经济学、产业组织理论、博弈论、制度经济学、计量经济学等经济学成熟学科分支的融合也做得比较好，这些代表性文献能够较好地刻画支付清算市场运行中的重要现象，对现实中的许多重大政策问题亦能进行比较严谨规范的理论分析，论证的视角有许多新颖独到之处。主要体现在以下几点：

第一，需求方对支付工具的选择是影响支付工具创新的重要决定性因素。Emmi et al (2015) 对欧盟 27 个国家的实证研究表明，对支付工具的需求存在显著的异质性特征。一方面，在货币统一之后，欧盟国家的民众在现金、借记卡、信用卡等传统支付工具的选择上有趋于收敛的走势。另一方面，各国在移动支付等新型电子支付工具的选择上则存在巨大的差异性。这篇文献的结论给我们的启示是，消费者需求的异质性意味着支付行业的供给应当是多元化



的，一味强调支付工具的同质化和标准化会导致支付市场的供给无法满足需求，市场长期处于非均衡状态。与这一结论互为印证的是，近年来欧盟已修订了《支付服务指令》，鼓励支付行业的充分竞争，降低第三方支付支付的准入门槛，形成多元化的市场竞争结构。

第二，技术创新与金融稳定的关系也是研究人员始终关注的焦点。Bailey (2015) 认为，新的技术变革与法律和监管体系的变化一道对支付产业形成巨大冲击。人们应当力求在变革的过程中同时实现支付系统使用者收益增长和金融体系的稳定。为了实现这一目标，我们在思考现代支付体系的图景是如何变化的，哪些领域是银行要重点关注的等问题时，需要综合考量结算风险、稳健性与弹性、支付连续性与有效监管等要点。

第三，虚拟货币是近年来各大机构关注的热点话题。根据 ECB (2012)、Fung and Halaburda (2014) 的界说，虚拟货币是指那些法定货币不相关联的数字货币。其中，没有发行者的一类由计算机软件计算产生的去中心化货币（数字加密货币）尤为引人注目，比特币就是其中的典型代表。Ali 等 (2014) 从创新角度的分析认为，数字货币的创新点在于建立了全局分布式账户系统，使得人们可以不需要依靠金融机构的支持，而仅仅依托于该系统就可以完成支付活动。Evans (2014) 的观点则有所不同。该文对全局分布式账户系统与传统支付模式进行了比较研究，结果显示，新的支付模式是否具有优势尚难有定论。

金融周期

随着实体经济日益金融化，以往在经

金融周期的存在不但否定了货币与金融的中性论，更使得传统的货币政策失灵，各国货币当局还没有找到有效办法应对金融周期引发的经济危机

济周期波动中属于潜在因素的金融逐渐演变成内生因素，重要性日益凸显。金融加速器通过资产负债表等渠道将金融市场的波动迅速转变为各类经济主体资产负债表的失衡，企业的行为目标旋即从利润最大化转为债务最小化，使得实体经济陷入螺旋式紧缩状态。危机后被主流经济学家们高度关注的债务周期、资本流动周期以及大宗商品周期，实际上都可以在某种程度上归入金融周期。金融周期的一个重要特点就是它的周期比传统的商业周期要长。传统的商业周期平均长度为 1~8 年。而 1960 年代以来，G7 经济体金融周期的平均长度为 16 年，且这一长度有越来越长的趋势，近期金融周期长度为 20 年左右（20 世纪上半叶，其平均长度仅为 10 年左右）。金融周期的存在不但否定了货币与金融的中性论，更使得传统的货币政策失灵，各国货币当局还没有找到有效办法应对金融周期引发的经济危机。

过去的传统宏观经济理论假定金融市场的摩擦可以忽略不计，因此，金融市场的各种变化不会影响实体经济的运转。显然，这样的理论假说与此次危机前后的经济周期波动现象大相径庭。也正因如此，直接以金融周期作为主题词进行研究的文献近年来大量涌现。其中有不少来自 IMF、

BIS 等国际组织，凸显了金融周期理论对于理解现实经济运行的重要性。

伯南克 (2016) 认为，将信用市场变动置于中心地位，即信用市场条件恶化（资不抵债和破产企业急剧增加使真实债务负担加重，资产价格崩溃，银行体系危机），并不仅仅是真实经济活动下滑的简单反映，它们本身就是导致经济衰退和萧条的主要力量。

Minsky (2015) 认为，由于信用市场的变动在金融周期中起到了至关重要的作用，商业银行等信用创造机构的内在特征会使得其不得经历周期性的危机和破产浪潮。也就是说，金融繁荣时期的信贷扩张导致了其后的金融危机。

国际清算银行 (BIS) 2016 年的最新研究发现，金融繁荣期一般会出现信贷扩张、杠杆率上升，这是金融约束弱化的直接体现。当繁荣转向崩溃时，资产价格和现金流下降，债务变成主导变量，同时经济中的个体为了修复其资产负债表而削减支出。金融繁荣周期中出现的资源错配难以扭转。^①

(作者单位为中国社会科学院金融研究所国家金融与发展实验室)