



全球金融周期下的金融中介监管

梅冬州 马振宇

摘要：全球金融一体化使各国金融市场紧密联系在一起，其在提高国际金融市场运转效率的同时，也加快了金融风险在各国间的传递。金融中介作为国际金融市场的重要参与主体，其业务经营十分容易受到全球金融周期的冲击，且金融中介的顺周期行为也会加剧全球金融周期的波动，是系统性风险传染的重要载体。基于此，本文重点探讨了全球金融周期下的金融中介监管问题，归纳出全球金融周期下金融中介监管面临的新现象，并提出中心国家货币政策冲击、极端跨境资本流动、非理性繁荣引致的资产价格泡沫以及金融中介顺周期行为四个放大国际金融市场脆弱性的因素。最后，从逆周期调节、资本管制、宏微观审慎协调以及国际政策合作四个方面搭建了全球金融周期下的金融中介监管框架。

关键词：全球金融周期 跨境资本流动 金融中介 监管框架 逆周期调节

全球金融一体化通过优化金融资源在跨国间的配置，有效促进了跨国投资、提高了金融市场的运转效率。但也应注意到，随着全球各国之间金融联系的日益紧密，国际金融体系的脆弱性也不断增加，单个国家内部的金融风险可能会通过国际金融网络在全球范围内传递，使各国暴露在更大的金融风险敞口下，增大了一国遭受金融危机冲击的可能性。Rey (2015) 在该背景下提出全球金融周期，认为跨境资本流动、风险资产价格以及杠杆率等金融变量高度关联，具有共振的变动趋势。金融中介作为国际金融市场的重要参与者，十分容易受到外部冲击的影响，且金融中介自身的顺周期特性也会加剧全球金

融周期波动，是系统性风险传染的重要载体。因此，全球金融一体化在带来诸多益处的同时，也将金融中介监管的议题从国家层面上升至国际层面，加大了监管的难度。若缺乏妥善的金融中介监管体系，全球金融一体化则可能对全球金融的稳定性产生较大威胁。

然而，从传统的金融中介监管框架来看，在2008年金融危机爆发之前，其普遍存在以下几点问题：**第一，未能重视全球金融周期。**传统监管框架多直接以宏观经济变量为管理目标，如产出、通货膨胀率等，没有将全球金融周期引发的宏观经济波动纳入考虑，缺乏对于资产价格泡沫、杠杆率波动等金融市场不稳定性因素

梅冬州，中央财经大学国际经济与贸易学院教授；马振宇，中央财经大学国际经济与贸易学院。本文获国家自然科学基金重大项目“防范化解房价波动引发的经济金融风险研究”（22&ZD131）资助。



的监管。第二，未能把握关键的风险点。面对日趋复杂的国际金融活动，传统监管指标对金融体系的系统性风险追踪存在不足，尤其是未能将极端的跨境资本流动、金融中介的顺周期行为等会放大国际金融市场脆弱性的关键因素纳入政策制定框架中。第三，国家间的监管政策不协调。以往由于各国经济周期不一致、国际政策协调成本较高，导致监管政策的协调存在较大阻碍，而在全球金融周期下，不同国家金融周期逐渐趋同，使得国际金融监管政策的协调愈加重要。值得注意的是，虽然在2008年之后，各国的金融中介监管框架已有所改进和完善，例如监管视角逐渐从国内转向国际金融市场、宏观审慎管理工具的运用愈加频繁等，但据Laeven & Valencia (2020) 提供的系统性银行危机数据库，2009—2017年，全球仍爆发了四十余次的金融危机。基于此，在全球金融周期下，有必要完善金融中介监管框架，针对全球金融周期中的风险点，健全宏观审慎政策框架，采取协调统一的政策，稳定、防范和化解金融风险。以确保各国在积极参与全球金融活动的同时，能够平抑全球金融周期波动，通过逆周期的监管调节，降低全球金融周期下不利外部冲击的影响。

全球金融周期下金融中介监管面临的新现象

随着全球金融一体化程度的加深，国际金融体系的发展也呈现出了一些新特

征，这些新特征尚未被纳入传统金融中介监管框架的考虑之中，但却均是不容忽视的结构性转变现象。因此，对全球金融周期下金融中介监管面临的新现象进行梳理，有助于厘清金融中介监管的调整方向。

全球金融周期引起各金融变量协同共振

在各国金融市场联动性不断增强的背景下，全球资本流动、风险资产价格以及杠杆率的变动高度协同，Rey (2015) 将该现象称为全球金融周期，是一国宏观经济波动的外部来源。在周期繁荣阶段，资本大量流入、风险资产价格上涨以及杠杆的迅速积累会带来宏观经济的快速扩张；而在周期衰退阶段，资本流动方向逆转、风险资产价格暴跌以及杠杆的收缩将给宏观经济带来重创，甚至引发严重的金融危机。全球金融周期不仅使各国宏观经济波动逐渐趋同，还导致一国货币政策的独立性显著下降，对金融中介监管体系有着很大的冲击。那么，在全球金融周期下，存在以下基本事实。

存在全球共同因子驱动全球金融周期。已有不少学者指出，中心国家（美国）货币政策调整存在很强的外溢性，是导致全球金融市场共振，驱动全球金融周期的重要因素之一（谭小芬和虞梦微，2021）。它会通过汇率、贸易、资本流动等多条渠道发挥溢出效应，对外围国家的宏观经济活动产生冲击，不少国家为降低这一外部冲击对国内经济的影响，不得不跟随中心国家进行货币政策调整，使其在



丧失货币政策独立性的同时，还引起了各国金融市场同向的变化，形成全球金融周期。此外，全球风险偏好也是驱动全球金融周期的重要因素之一。在全球风险偏好较低时，风险资产溢价、杠杆率水平普遍较低，市场主体有扩大投资的倾向；在全球风险偏好较高时，资产价格泡沫逐渐形成、杠杆率水平升高，此时市场上的投资意愿减弱（张晓晶等，2022）。可见，全球风险偏好与全球金融周期存在着很强的相关关系，在避险情绪的驱动下，全球风险水平的变化将引发市场主体的顺周期行为，进而驱动全球金融周期。此外，也不乏有研究指出石油价格、全球经济增长、全球流动性等是全球金融周期的驱动因素（Koepke，2019；谭小芬和虞梦微，2021）。

全球金融周期加剧一国宏观经济波动。在开放经济下，一国宏观经济波动十分容易受到外部冲击的影响，而全球金融周期则可能会通过影响国内金融周期，进而加剧宏观经济波动。例如，当一国处于经济周期繁荣阶段时，资本大量流入、风险资产价格上涨以及杠杆的迅速积累会带来宏观经济的快速扩张；在周期衰退阶段，资本流动方向逆转、风险资产价格暴跌以及杠杆的收缩将给宏观经济带来重创，甚至引发严重的金融危机。对于新兴经济体而言，由于其通常存在经济结构单一、依赖外部融资、经济发展不足等问题，经济的脆弱性较强。虽然全球经济金融一体化给新兴经济体的发展带来了诸多

好处，但这同时也加剧了新兴经济体的外部风险暴露，一旦外部环境发生变化、全球不确定性加剧，新兴经济体的内部经济发展便十分容易受到外部冲击的影响。

“三元悖论”演化为“两难困境”。不少研究指出，在全球金融周期下传统“三元悖论”认为选择浮动汇率可以有效缓冲外部冲击影响的观点不再成立，只要资本能够跨国自由流动，那么即便一国采取浮动汇率制度也无法保证货币政策独立性，即出现了资本自由流动与货币政策独立性无法同时实现的“两难困境”（Rey，2015）。在“两难困境”下，一国不仅无法通过调整汇率制度隔绝外部冲击，货币政策调整也受到约束，极大地增加了金融监管的难度（张礼卿和钟茜，2020）。

跨境资本流动规模庞大且波动频繁

跨境资本流动能够优化资金在全球范围内的配置，在资本边际回报递减的规律下，跨境资本流动促使资金流向边际回报率高但资本贫乏的经济体中，降低了资本成本，促进投资和产出的增长。且从投资组合的角度来看，通过跨境资本流动在全球范围内进行资产配置可以分散投资风险。但是，跨境资本流动同样可能带来不利的影响，例如，短期且频繁的跨境资本流动加剧了监管难度、投机性资本的流动加剧了资产价格波动等。

负债类跨境资本流动相较于权益类更不稳定。通常来说，权益类跨境资本流动相对稳定，一些典型的股权投资者，如跨



国公司、养老基金等很少会加杠杆，因此较少出现投资逆转的可能。且即便权益类跨境资本流动出现了逆转，其在资产价格下跌和汇率大幅贬值的作用下，对东道国所产生的危害相对于负债类跨境资本流动也更小。此外，权益类跨境资本流动能够通过技术溢出渠道、人力资本渠道给东道国带来先进的技术和管理，同时国际投资者还能够发挥对东道国企业经营的监督作用。然而，由全球银行作为金融中介的负债类跨境资本流动则十分容易在全球金融周期下大幅涌入或撤出，导致跨境资本的极端流动。

跨境资本流动总量快速波动。在传统的学术研究或国际金融监管中，常采用经常账户余额等净值类统计指标对跨境资本流动进行衡量。然而，近年来全球资本流动总量大幅度上升，且全球银行业务一直是资本流动总量增长的核心，许多跨境

银行业务都与国外资产和国外负债规模的增长有关，但大多数国家的净资本流量与GDP之比仍较小。例如，在2000年代金融危机爆发前的一段时期，多数国家净资本流动占GDP的比例很小，但总资本流动占GDP的比例在发达经济体中达到了20%以上，在新兴经济体中也已超过10%（Shin, 2012）。如图1以美国为例，由曲线表示的净国际投资头寸的变动幅度较小，且在2008年之前几乎未有明显变化，但从负债和资产的合并规模来看，其一直在不断扩大。

金融中介在全球金融周期中扮演着重要角色

金融中介能够发挥期限转换、代理监督、降低信息不对称等功能，有力提高了金融系统的运转效率。在开放经济下，金融中介也是推动跨境资本流动的重要主体。然而，金融中介拥有内在的脆弱性，

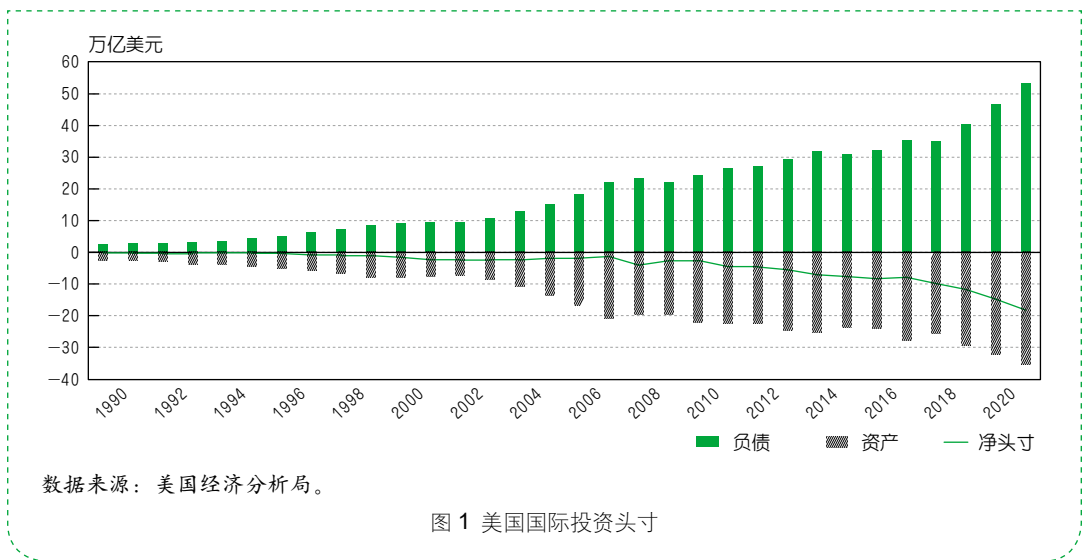


图 1 美国国际投资头寸



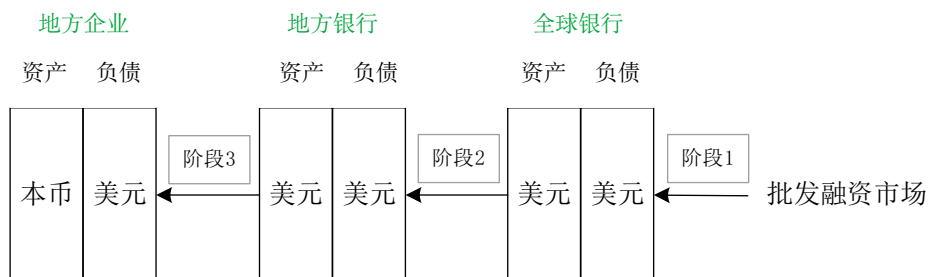
其在利润最大化的驱使下，通常会开展顺周期的金融行为加剧经济波动。同时，金融中介也是系统性风险传染的重要载体。因此，金融中介一直都是国际金融监管的核心。

国际金融体系中间接融资的占比仍较大。目前来看，虽然在部分发达经济体中直接融资的占比较高，如美国已经达到80%左右，但仍有不少国家如德国、日本更加注重以银行体系为主导的间接融资渠道。而对于新兴经济体而言，间接融资则更加重要，中国的间接融资占比始终维持在80%左右。从跨境资本流动规模来看，国际货币基金组织的数据显示，新兴经济体的外债中约有一半为银行贷款；据国际清算银行统计，新兴经济体近三分之一的外债由美国、欧洲和日本银行所持有，且超80%的跨境贷款以美元计价（Bräuning & Ivashina, 2020）。

全球银行（跨国银行）将各国金融周期联系起来。一般来说，在国际银行体系

中，全球银行会从发达国家货币基金市场借入资金将其贷款给地区银行，地区银行再将该部分资金贷款给当地企业，其中借贷资金通常是以美元计价的。该结构一方面通过银行系统将各个国家的金融状况联系了起来，一旦全球银行负债端面临资金短缺问题，那么全球范围内的地区银行都将受到影响，并进一步传导至企业部门；另一方面，由于资金以美元计价，汇率与金融状况之间存在紧密的联系，例如，美元升值意味着企业负债端的扩张，增大了信贷风险，即美元升值会导致全球金融状况收紧。

金融中介杠杆周期与全球金融周期密切相关。全球流动性的松紧直接关乎全球金融状况，由于跨境资本流动和杠杆率的变化与银行业的规模密切相关，以美国为首的金融中心宽松/紧缩的信贷条件会通过银行业的信贷调节跨境传导至世界其他地区。因此，全球银行业扩张会给全球带来宽松的信贷环境，而其逆转将导致信贷环



资料来源：Bruno & Shin (2015)。

图2 美元跨境银行借贷



境的紧缩。即全球流动性是银行业现象，其对金融稳定的影响与全球银行的杠杆率周期密切相关。图3展示了金融中介杠杆率周期与全球金融周期，借鉴Bruno & Shin (2015) 的度量方法，本文使用波动率指数（VIX指数）刻画全球金融周期，使用国际银行的杠杆率刻画金融中介杠杆率周期，此处取杠杆率的相反数便于对比分析。可以发现，全球金融周期与金融中介杠杆率周期的确存在同步性，且计算同时间区间内两者的相关性为-0.4965。可见，银行杠杆率是国际金融监管值得重点关注的对象。

综上所述，在全球金融一体化的进程下，国际金融市场的运转效率虽得到了大幅提升，但其本身的脆弱性也逐渐暴露出来。因此，在金融中介监管政策设计时，需要将全球金融周期纳入考量，并更加关注跨境资本流动总量和金融中介内在的脆

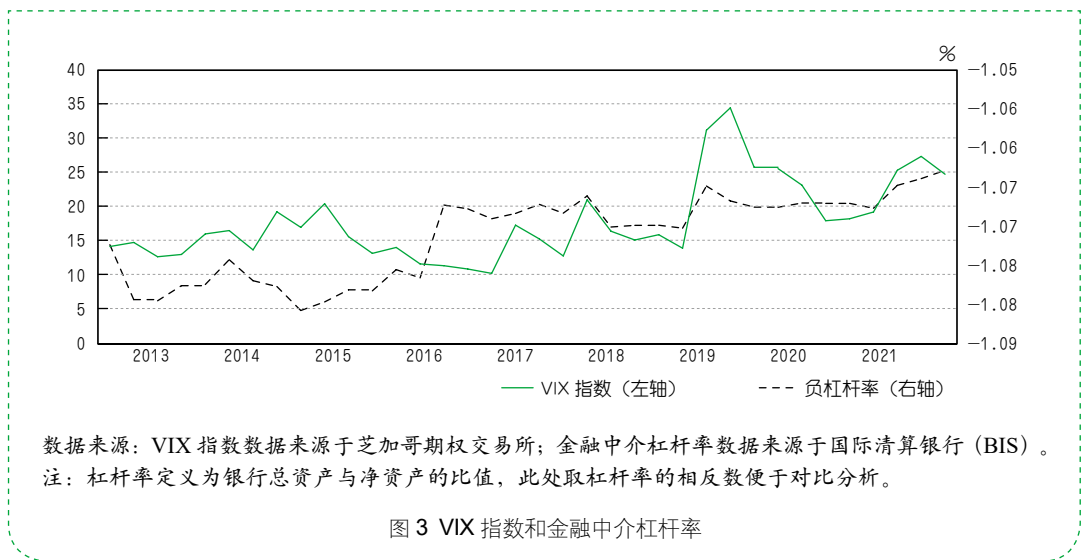
弱性。

全球金融周期下金融中介监管的主要难题与挑战

金融脆弱性是金融系统的固有属性，反映了金融市场中风险不断积累的过程。同时，它也是系统性金融风险的内生根源，一旦金融脆弱性加强，金融不稳定积聚，此时若再没有政策干预，便可能引致金融危机的爆发。那么，伴随各国金融市场联系的愈加紧密，能够放大国际金融市场脆弱性的因素也逐渐增多，而这些因素也恰恰是全球金融周期下金融中介监管面临的主要难题与挑战。

中心国家货币政策冲击给全球金融体系带来巨大冲击

在全球化进程不断推进的背景下，世界各国在经济、金融等多个领域的联系已经十分紧密，这也在一定程度上加剧了货





币政策的国际溢出效应。美国作为中心国家, 美联储货币政策冲击作为驱动全球金融周期的重要因素, 必然对外围国家有着较强的溢出作用。

首先, 美元作为全球贸易、金融交易的重要计价货币, 美联储货币政策冲击直接影响了美元汇率, 改变了以美元计价的资产收益和债务成本, 这将进一步影响金融中介等经济主体的行为决策。具体来说, 美联储宽松货币政策冲击会导致美元贬值, 此时持有美元资产的经济主体财富缩水, 投资回报率下降, 将促使资金流向相对收益更高的其他类型资产中; 而借入美元的债务人的杠杆率降低, 使美元借款人所受到的融资约束减小, 美元借款意愿上升。

其次, 美联储货币政策冲击直接影响了全球金融中介的融资成本, 当美联储降低联邦基金利率时, 全球金融状况将整体趋于宽松, 金融中介的融资成本下降, 这将提高金融中介的风险承担和放贷意愿。反之, 当美联储提高联邦基金利率时, 全球金融状况趋紧, 金融中介将收紧信贷规模。

最后, 美国作为全球中心国家, 在国际上具有很强的话语权, 其有动机通过国际协调上的强势地位来保障美联储货币政策的有效性, 并在全球范围内将有利于自己的货币政策意图进行传递。例如, 美国在2008年金融危机后实施的量化宽松政策便是美国霸权主义的延续, 该政策也对全球经济体带来了较大的外部冲击。

由此可见, 美联储货币政策冲击是全球经济体所面临的主要外部冲击之一, 它在全球金融周期下毋庸置疑会放大国际金融体系的脆弱性, 对金融中介的融资成本、行为决策产生影响。因此, 如何降低外部冲击的影响, 加强各国监管政策的合作与协调非常重要。

极端跨境资本流动加剧外部冲击的负面影响

短期跨境资本流动是国际资本流动中规模庞大、投机性和敏感性强、难以预测的一种形式, 而极端跨境资本流动则是短期跨境资本流动中危害性最大的一种, 以跨境资本流出为例, 它主要有以下几种表现形式: 第一, 经济体突然无法从国际资本市场中融资; 第二, 经常项目赤字出现明显逆转; 第三, 国内产出和总需求的严重收缩; 第四, 资产价格和国内相对价格的暴跌。极端跨境资本流动通常受到多种因素的影响, 如中心国家利率变动、美元汇率波动、全球风险偏好变化等都可能引起极端的跨境资本流动, 且在这些冲击的作用下, 极端跨境资本流动又可能反过来引起更加剧烈的波动, 使外部冲击的负面影响不断加剧。图4统计了极端跨境资本流动发生率, 并将其与美国联邦基金利率走势进行对比。Forbes & Warnock (2021) 在研究中将极端跨境资本流动事件定义为跨境总资本流动暴涨、急停、外逃与回流四种情形, 本文借鉴其统计方法, 计算了在全球58个样本国家中, 每一季度内发生极端跨境资本流动事件的国家



占比，得到了极端跨境资本流动发生率指标。可以看出，2008年极端跨境资本流动发生率最高近90%，而在其余大多数时期内，该指标普遍也在30%的水平上下波动。进一步，观察极端跨境资本流动发生率与美国联邦基金利率的走势，可以发现，两者之间存在很强的联动性，计算同时间区间内两者的相关性为0.4988，反映出中心国家货币政策冲击是引发极端跨境资本流动事件的重要因素之一。

极端跨境资本流动对于国际市场的冲击也是巨大的。一方面，极端跨境资本的流入直接导致了货币升值，而极端跨境资本流出则会导致货币贬值，这将加剧汇率市场的波动，并进一步传导至贸易市场，使国际贸易受阻；另一方面，极端跨境资本流动使股票、债券等资产价格大幅振荡，当资本快速涌入时，容易滋生市场泡沫的生长，此后若出现资本外逃，便极

有可能引起泡沫的破裂，引发踩踏效应，不利于资本市场的健康发展。此外，极端跨境资本流动还会对金融中介的正常经营产生冲击，金融中介的业务通常呈现出借短贷长的特点，因此金融中介十分注重期限结构的管理，但极端跨境资本流动使金融中介对流动性的管理难度加大，一旦出现无法弥补的流动性缺口，便会形成系统性金融风险。由此可见，极端跨境资本流动不仅会提高金融危机爆发的可能性，同时还会恶化投资环境阻碍实体经济走出危机。因此，如何采取有效的资本管制手段，把握短期资本流动的变化特征、防止极端跨境资本的流入或流出是监管部门需要重点关注的问题。

非理性繁荣引致的资产价格泡沫造成市场失衡

适度的资产价格上涨通常具有刺激消费、投资，助推经济增长的积极作用，



图 4 极端跨境资本流动发生率与美国联邦基金利率



其一方面通过财富效应改善了家庭资产状况，能够提升家庭部门的消费水平；另一方面资产价格上涨提高了企业部门抵押资产价值，降低了企业部门的杠杆率水平，有助于促进企业投资。然而，随着资产价值上涨的持续，资产价格泡沫将逐渐显现，资金流向于实体经济的理性投资也将逐渐向着非理性转变，开始“由实向虚”以获取资本收益为主。且在资产价格上涨的推动下，市场上的投机行为会不断加剧，造成市场的非理性繁荣。在该阶段，巨大的资产价格泡沫将会引发市场关系的失衡，家庭和企业为扩张投资规模开始过度积累债务，经济中出现过度投机。此时，一旦资产价格的上涨态势终止，市场预期将会迅速发生转变，在资产价格下跌和市场悲观预期的作用下竞相抛售资产，并最终刺破泡沫。由此可见，由非理性繁荣引致的资产价格泡沫最终会演变为金融危机的爆发，不仅金融中介部门将遭受流动性危机，家庭部门也因资产价格大幅缩水面临沉重的债务负担，企业也可能遭受破产清算的风险。因此，如何在开放经济中，限制资产价格泡沫的非理性成长，避免资产价格泡沫破裂引发严重的金融危机至关重要。

金融中介顺周期行为放大国际金融市场脆弱性

大量学者通过对金融中介如何管理其资产负债表的一系列研究发现，金融中介贷款具有很强的顺周期性，在经济向好时倾向于加大杠杆，在经济衰退时倾向于缩

小杠杆（王倩和赵铮，2018；温兴春和梅冬州，2020）。这一行为与金融中介的经营模式不无关系。具体来看，金融中介会在既定的风险水平下，追求利润最大化，这种逐利的动机便是金融中介顺周期行为的根源。首先，在经济繁荣时期，金融中介所持有的资产风险价值下降，为金融中介资产负债表的扩张提供了空间；其次，经济向好使金融中介所感知到的不确定性下降，银行愿意牺牲各种安全边际，以更高水平的杠杆率运营；最后，金融中介为了实现利润的增长，还会有动机进行金融创新，将风险较高的资产隐匿在资产负债表之外。且随着金融中介信贷供给的增加，市场上的风险溢价将持续下降，进一步降低了借款人的违约概率，这会再次提高金融中介的信贷供给意愿，形成一个正反馈机制使信贷供给螺旋上升。

那么，金融中介的顺周期行为会从以下几个方面加剧宏观经济的波动：第一，融资成本的波动，金融中介顺周期行为使借款人的信用评级和信贷资产的风险权重会持续变化，这直接影响了借款人的融资成本；第二，信贷机会的波动，繁荣时期金融中介的不良贷款率下降，金融中介有动机降低信贷准入门槛，提供更多信贷机会，反之衰退时期信贷机会将显著减少；第三，风险敞口的波动，繁荣时期金融中介为快速扩张信贷规模，会放松贷款审批要求，导致风险敞口不断扩大，而衰退时期为避免信用违约，银行贷款审批收紧，风险敞口将缩小。此外，金融中介在繁荣



时期为扩张信贷规模而开展的金融创新和表外业务经营也大大增加了国际金融监管的难度。由此可见，金融中介的顺周期行为无疑会放大外部冲击对宏观经济波动的影响，加剧金融系统的脆弱性。因此，采用宏观审慎政策对金融中介的顺周期行为进行逆周期调节十分重要。

根据上述分析可知，中心国家货币政策冲击作为全球金融周期的重要驱动因素之一，在影响金融中介行为决策的同时，也加剧了跨境资本流动的波动性，甚至会导致极端跨境资本流动事件的发生。同时，在全球流动性宽松时期，跨境资本流动会助长资产价格泡沫，出现非理性繁荣，这加大了爆发危机的风险。金融中介顺周期行为则是全球金融周期波动、极端跨境资本流动、资产价格泡沫破裂的重要推手，它进一步放大了国际金融体系的脆弱性，是外部冲击的“催化剂”。

全球金融周期下的金融中介监管框架

鉴于全球金融一体化程度的不断加深，国际金融环境已发生显著变化，有必要结合全球金融周期下金融中介监管面临的新现象，针对放大国际金融市场脆弱性的关键因素，完善对金融中介的监管框架。

实施逆周期调节削弱全球金融周期波动的影响

政策制定凸显逆周期调控思维。全球金融周期反映了全球资本流动、风险资产

价格以及杠杆率等金融变量的同步变化规律，随着全球金融周期驱动因素的变动，存在着周期繁荣与衰落的交替。那么，通过宏观审慎政策构建的逆周期调节机制，便可以缓冲并降低全球金融周期冲击的影响，平滑跨境资本、资产价格以及杠杆率等金融变量的波动，抑制金融中介的顺周期行为，实现金融稳定。具体而言，在全球金融周期的繁荣时期，资金大量流入，本币有升值趋势，此时可以采取宏观审慎工具抑制杠杆率上升的速度，维持汇率的稳定；在全球金融周期的衰退时期，存在资金外逃的风险，此时可以采取资本管制手段，限制极端的跨境资本流出。

动态监控全球金融周期的驱动因素。

做好风险的预防预警工作，提前制定应对方案，能够为应对全球金融周期冲击预留更大的政策空间。因此，有必要对中心国家货币政策、全球风险偏好等驱动全球金融周期的关键因素，以及前述提及的金融中介杠杆率、极端跨境资本流动、资产价格泡沫等引发全球金融风险共振的关键变量进行监测。且由于这些金融变量均具有较强的可观测性，可以对其异常变动进行准确识别。通过量化风险累积空间，当风险达到一定水平时发出预警信号，进而可以根据预警信息前瞻性、针对性地制定逆周期调控政策。

降低金融体系的脆弱性。目前来看，新兴经济体受全球金融周期的影响程度更大，这不仅是因为新兴经济体更加依赖全球银行主导的间接融资体系，同时也与其



自身金融发展水平较低相关。因此，金融发展水平较低的经济体应在保持金融稳定的前提下，积极运用金融科技手段完善国内金融市场基础设施的建设，缓解金融中介与企业之间的信息不对称性。通过控制杠杆率和资产价格泡沫，发展和深化本地资本市场，降低外债规模，同时抑制由计价币种差异而导致的企业资产负债表错配程度，减轻金融脆弱性的累积。

适度采取资本管制措施对跨境资本流动进行管理

适时采取资本管制措施隔绝国内和国际金融市场。在金融中介顺周期行为的驱动下，金融中介会跟随全球金融周期的波动做出信贷扩张或紧缩的决策，这种内生于金融体系的信贷规模变化，很容易引起极端的跨境资本流动。对此，应建立短期跨境资本流动监测预警体系，及时准确地识别资本的异常流入和流出。在此基础上可以采取一系列资本管制措施，如窗口指导、直接干预等，使跨境资本流动在正常时期能够保持畅通，而在异常时期存在限制。如此，一方面能够享受到国际金融市场资源配置的好处，另一方面在危机来临时有可行的机制和充足的时间进行应对。

动态灵活地调整汇率制度。在全球金融周期下，单一选择固定或浮动汇率制度均无法有效隔绝外部冲击对国内宏观经济波动的影响，但汇率本身的波动会改变金融中介的经营成本和行为决策，也是引起大规模跨境资本流动的重要原因之一。对

此，货币当局应采用公开市场操作等方式引导金融中介等市场参与者对于汇率变动的预期，降低因汇率波动不确定性引起的资本频繁流动。例如，在跨境资本流动平稳时期，减少对于外汇市场的干预，发挥汇率在优化资源配置过程中的作用；在跨境资本流动异常时期，适度对汇率波动进行干预，通过稳定汇率减少跨境资本流动的异常流动。

限制负债类跨境资本的频繁流动。

金融业开放必然会扩大金融市场的风险敞口，加剧金融市场的波动，且尤以金融中介为主导的负债类跨境资本流动最为频繁。对此，应该权衡好宏观经济稳定与金融市场开放之间的关系，审慎、渐进、可控地推动金融业开放，可以优先放开外商直接投资（FDI）等权益类跨境资本流动的管制，再放开信贷融资等负债类跨境资本流动的管制。

协调宏观审慎和微观审慎平抑金融中介顺周期行为

宏观审慎层面。宏观审慎旨在防范系统性金融风险的爆发，一般更加关注金融中介之间的关联性与共同的风险敞口，是微观审慎的补充。在全球金融周期的繁荣时期，宏观审慎要求强化国际金融体系对抗风险冲击的能力，通过逆周期累积缓冲资本，使金融中介保持充足的流动性，降低金融脆弱性；在全球金融周期的衰退时期，通过释放累积的缓冲资本，减少金融风险，抵御外部冲击。此外，动态损失拨备、贷款价值比等宏观审慎工具也有助于



金融中介在全球金融周期内进行资本和准备金的平滑，减缓金融中介的顺周期性行为。

微观审慎层面。微观审慎旨在防范金融中介机构的个体风险，一般更加关注单个金融中介的风险管控水平，是宏观审慎的基础。虽然微观审慎与宏观审慎的工具存在一定程度的重合，例如在对资本、流动性、杠杆比率的要求上存在一致性，但微观审慎工具的种类更加丰富细致，重点强调对单一业务、单一市场的风险控制。在具体的实施中，微观审慎应一方面确保金融中介自身经营的稳定，提高金融中介的风险承担能力，避免金融中介个体内生风险向外部金融体系的传染；另一方面注重与宏观审慎政策的协同。

丰富政策工具箱。根据丁伯根法则，政策工具的数量至少要等于政策目标的数量。那么，面对开放经济下国际金融周期引致的一系列金融风险问题，除了使用传统的额度和规模限制等工具，还可以创新使用如托宾税、跨境资本准本金等更加直接、可动态调整的监管工具，采用更强有力的、可时变的措施和目标。

加强全球各国之间对金融中介监管政策的合作与协调

推动国际货币体系和全球金融治理的深化改革。当今以美元为中心的国际货币体系存在着较大程度的不均衡，美元霸权使美联储货币政策调整对全球金融周期有着很大的冲击，且中心国家通常会拒绝为了全球福利改善而让渡自身利益。对此，

未来全球金融治理深化改革的主要方向是建立同全球经济格局更为一致的全球金融治理体系，其中新兴经济体应发挥更大的作用。例如，应合作构建多元化的储备货币体系、提高新兴经济体占SDR的分配比例、提升新兴经济体在全球金融治理体系中的话语权等。

借助已有平台积极推动全球宏观经济政策的协调。在全球金融周期下，各国国内金融周期趋同，国家间的金融监管合作也愈加重要。对此，全球主要经济体应积极发起国际金融监管合作，借助二十国集团、国际货币基金组织等已有的国际平台实现在宏观经济政策调整上的协调，尽可能降低中心国家货币政策调整对外围国家造成的不利影响，形成合力以提升国际金融监管效率。

积极开展双边、区域金融合作。由于各国在政策目标上的差异性较大，政策协调往往需要花费大量的时间和政治成本。对此，在国际政策协调成本较大的情况下，可以首先尝试开展双边、区域金融合作。在机制设计方面，通过签署双边协议或加入区域合作组织确立合作关系；在监管合作方面，搭建各方金融数据共享平台，实现金融变量的多方监控；在政策执行方面，将其他国家的福利水平也纳入到政策规则中，降低政策溢出效应的负外部性。

总结

本文在全球金融周期下对金融中介监



管进行了讨论。与传统的金融中介监管框架相比,在当前国际金融形势下,国际金融体系的发展呈现出了一系列新特征,本文重点阐述了三个最值得关注的现象:全球金融周期引起各金融变量协同共振、跨境资本流动规模庞大且波动频繁、金融中介在全球金融周期中扮演着重要角色。在金融中介监管政策设计时,这些新现象均需要被纳入考虑。与此同时,作为金融系统的固有属性,金融脆弱性是系统性金融风险的关键成因。而在开放环境中,随着各国金融市场联系的日益紧密,一些放大国际金融市场脆弱性的因素逐渐显现,本章则分别对中心国家货币政策冲击、极端跨境资本流动、非理性繁荣引致的资产价格泡沫以及金融中介顺周期行为四个最为常见且重要的因素进行了分析。最后,结合上述新现象与重要因素,本章搭建了一个全面的金融中介监管框架:第一,针对全球金融周期引发的金融变量共振和宏观经济波动,要进行逆周期调节削弱周期波动的影响;第二,在全球金融周期的“两

难困境”下,适度采取资本管制政策对跨境资本流动进行管理;第三,针对金融中介顺周期行为,应兼顾宏观审慎和微观审慎,丰富政策工具箱;第四,加强全球各国之间监管政策的合作与协调,实现全球福利水平的整体提升。

自2008年以来中国金融业开放步伐明显加快,中国不可避免地会受到全球金融周期冲击的影响,尤其在中国更高水平对外开放政策实施的背景下,国内金融中介的风险敞口将急剧扩大,如何防范全球金融周期冲击引致的系统性金融风险是未来需要讨论的重要话题。本文根据全球金融周期下国际金融体系呈现出的新现象和新挑战所搭建的金融中介监管框架,同样对中国金融监管体系的完善具有借鉴意义。总而言之,中国应尽快将全球金融周期冲击纳入监管考虑中,建立和完善在开放背景下的金融中介监管框架,在积极融入全球经济金融体系的同时,能够针对外部金融风险采取前瞻性的措施。[N]

学术编辑: 韦燕春

参考文献:

- [1] 谭小芬,虞梦微.全球金融周期:驱动因素、传导机制与政策应对[J].国际经济评论,2021(06):94-116+6-7.
- [2] 王倩,赵铮.同业融资视角下的商业银行杠杆顺周期性[J].金融研究,2018,460(10):89-105.
- [3] 温兴春,梅冬州.金融业开放、金融脆弱性以及危机跨部门传递[J].世界经济,2020,43(10):144-168.
- [4] 张礼卿,钟茜.全球金融周期、美国货币政策与“三元悖论”[J].金融研究,2020(02):15-33.
- [5] 张晓晶,张明,张策.全球金融周期:典型事实、驱动因子和政策应对[R].IMI Working Paper,2022.No.2218.
- [6] Bräuning F, Ivashina V. US monetary policy and emerging market credit cycles[J]. Journal of Monetary Economics, 2020, 112: 57-76.
- [7] Bruno V, Shin H S. Cross-border banking and global liquidity[J]. The Review of Economic Studies, 2015, 82(2): 535-564.
- [8] Forbes K J, Warnock F E. Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis[J]. Journal of International Money and Finance, 2021, 116: 102394.



- [9] Koepke R. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature[J]. *Journal of Economic Surveys*, 2019, 33(2): 516-540.
- [10] Laeven L, Valencia F. Systemic banking crises database II[J]. *IMF Economic Review*, 2020, 68: 307-361.
- [11] Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence[R]. National Bureau of Economic Research, 2015. No. w21162.
- [12] Shin H S. Global banking glut and loan risk premium[J]. *IMF Economic Review*, 2012, 60(2): 155-192.
- [13] Wu J C, Xia F D. Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2016, 48(2-3): 253-291.

Financial Intermediary Regulation and the Financial Cycle

MEI Dongzhou MA Zhenyu

(School of International Trade and Economics, Central University of Finance and Economics)

Abstract Global financial integration has closely linked domestic financial markets around the world. While it improves the international financial market's operational efficiency, it also accelerates the transfer of domestic financial risks. As an important market participant, financial intermediaries can be highly vulnerable to the effects of the global financial cycle. Moreover, the pro-cyclical behavior of financial intermediaries themselves often exacerbates volatility in the global financial cycle, and this can be an important carrier of systemic risk contagion. This paper focuses on the issue of regulating financial intermediaries, detailing new phenomena encountered in that area. It also makes proposals in response to factors that amplify the vulnerability of the international financial market: shocks from monetary policies of key countries, extreme cross-border capital flows, asset price bubbles caused by irrational financial markets, and procyclical behavior of financial intermediaries. Lastly, this paper constructs a financial intermediary regulatory framework under the global financial cycle with an emphasis on four aspects: counter-cyclical adjustment, capital controls, macro-micro prudential coordination, and international policy cooperation.

Keywords Global Financial Cycle, Cross-Border Capital Flow, Financial Intermediary, Regulatory Framework, Counter-Cyclical Adjustment

JEL Classification E32 F30 F41