

重大事件对经济金融风险溢出水平的持续影响*

胡春阳 马亚明

内容提要:本文基于2002年1月至2022年12月金融市场和经济部门的实际数据,从结构突变视角识别金融重大事件和经济重大事件,利用平滑局部投影模型测度重大事件对经济金融风险溢出水平的持续影响,并进行异质性分析、机制检验和宏观政策调节效应检验。结果表明:金融和经济重大事件均会造成经济金融风险溢出水平显著持续提升,其中金融事件的冲击效应更高,经济事件的影响趋势更为稳定;重大事件主要通过提升需求和预期的下行风险以及提高供给成本的上行风险进而加剧经济金融风险溢出,即“三重压力”渠道;相较于货币政策和宏观审慎,扩张的支出型财政政策抑制重大事件对经济金融风险溢出冲击的效果更为显著。根据主要结论,本文基于金融监管和财政政策的视角,为防范重大事件冲击下经济金融风险共振提供参考建议。

关键词:重大事件 经济金融 风险溢出 三重压力 财政政策

作者简介:胡春阳,天津财经大学金融学院讲师、博士,300222;

马亚明(通讯作者),天津财经大学副校长、金融学院教授、博士生导师,300222。

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2024)07-0057-17

一、引言

近年来,诸如中美贸易摩擦、乌克兰危机等国内外重大事件屡有发生,重大事件可能造成经济或金融出现结构突变。经济结构突变表现为供给和需求受到挤压,并通过供应链、资金链进一步传导至金融体系,加剧金融风险。金融结构突变造成金融市场资产减值和金融机构信贷收紧,进而导致经济部门资金来源不足,面临衰退风险。重大事件伴随的不确定性还会造成微观主体情绪低迷,减少实体和金融投资,进一步加剧企业生产压力和金融资产减值风险。由此可见,具有结构突变性质的重大事件会通过需求、供给和预期的负向冲击,放大经济金融风险溢出。那么,在结构突变视角下,经济和金融重大事件对经济金融风险溢出水平是否均具有显著提升效应?其传导机制是什么?各类宏观政策的防范效果如何?这些均是2023年中央金融工作会议精神“防范化解

* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“服务实体经济和防范系统性风险并重的金融体制改革路径与机制研究”(23ZDA038)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。马亚明电子邮箱:yamingma@sina.com。

风险”亟待解决的重要问题。与此同时,鉴于重大事件具有结构突变性质,但已有研究大多基于新闻或资料选取重大事件发生时间点,存在一定主观性,故此基于结构突变视角对重大事件时点进行客观而准确的识别,是以上研究的关键前提。

2023年3月,国务院在银保监会基础上组建国家金融监督管理总局,同时将中国人民银行和证监会的相关监管职能划入其中,旨在进一步增加协同监管和风险处置力度。可见在近年重大事件发生频次提升、影响力增大背景下,防范经济金融风险溢出依然至关重要。有鉴于此,本文基于修正的迭代累积平方和(Iterative Cumulative Sums of Squares, ICSS)算法识别金融和经济重大事件,首先使用平滑局部投影(Smooth Local Projection, SLP)模型测度重大事件对经济金融风险溢出水平的连续脉冲影响并进行异质性分析,其次应用在险增长(Growth-at-Risk, GaR)模型度量重大事件对需求、供给和预期相关指标的分位影响以进行机制检验,最后利用调节效应局部投影(Local Projection, LP)模型判断货币政策、宏观审慎政策和财政政策的风险抑制效果,以期精准识别重大事件对经济金融风险溢出影响的特征和机制,判断宏观政策防范效果,旨在为防范经济金融风险共振、维护经济金融协调运行和高质量发展提供科学依据和政策参考。

二、文献综述

重大事件的类别主要包括公共卫生、自然灾害、地缘冲突、重大金融冲击等(李小荣、牛美龄, 2020)。国内外文献对重大事件的研究非常广泛,近年来最具代表性的单次事件是中美贸易摩擦(Tam, 2020; 方意等, 2021)和新冠疫情(Baker等, 2020; 杨子暉、王姝黛, 2021)。有文献将诸如2003年非典疫情、2008年国际金融危机、2010年欧债危机、2015年股市波动等历次重大事件纳入同一框架对其进行比较分析(唐遥等, 2020; 杨子暉等, 2020; 丛树海、黄维盛, 2022)。上述研究往往通过新闻报道以及社会影响的严重程度对重大事件进行甄别,该方法虽遵从事实,但是在事件识别时难免具有主观性。基于结构突变视角, Malik(2021)、蔡光辉和廖亚琴(2021)运用修正 ICSS 算法对金融市场资产序列的结构突变点进行识别。该方法较为客观,可以准确鉴别实质上导致了金融市场出现结构变动的重大事件。不过,现有文献对修正 ICSS 算法的使用大多局限于使用金融市场序列,缺少对于经济时间序列的应用,有待于进一步拓展。

关于重大事件的经济后果研究,微观层面主要包括分析重大事件对实体企业投资水平(唐遥等, 2020)、财务风险(王竹泉等, 2020)、金融化投资(顾雷雷等, 2022)等指标的影响。更多的经济后果研究偏重于宏观层面,一方面是重大事件对经济的影响,主要受冲击变量包括供给和需求(Brinca等, 2021)、进出口(Benguria和Taylor, 2020)、利率(Jordà等, 2022)以及最终的经济产出(Guerrieri等, 2022);另一方面是重大事件对金融的冲击,主要受冲击变量包含债券市场收益率(Barro等, 2020)、股票市场的收益率(Alfaro等, 2020)和波动率(Baker等, 2020)等。上述文献基本证明,重大事件会对经济和金融体系造成显著的负向冲击。同时,由于金融体系风险关联和反馈机制存在,一些文献开始聚焦于重大事件对风险溢出水平的影响,并证明重大事件会提升全球股票市场之间的风险溢出水平(杨子暉、王姝黛, 2021)。基于风险溢出水平的分析拓展了重大事件经济后果的研究范畴,但考虑到金融系统性风险不只局限于金融体系内部,还应当考虑金融与经济的风险共振,因此关于重大事件对经济金融风险溢出水平影响的量化分析,是需要进一步完善的方向之一。

随着金融与经济之间联系愈发紧密,大部分文献打破金融体系内部之局限,将风险溢出的测

算延伸至金融与经济共同范畴,而对经济金融风险溢出水平影响因素的识别同样是防范系统性风险的重要内容。对于影响因素的具体选取,微观企业层面包括企业规模和杠杆率指标(Chiu等,2015)、影子银行规模(胡春阳、马亚明,2022);行业层面包括金融化水平(马亚明、胡春阳,2021)、行业间投入产出关系(李政等,2024);宏观经济层面主要有经济和金融不确定指数(Ngene,2021)。随着近年来重大事件频发且影响力度更大,一些文献开始关注重大事件后经济金融风险溢出水平的演化趋势(王竹泉等,2020;李政等,2022)。进一步地,方意等(2021)、胡春阳和马亚明(2023)构建重大事件虚拟变量,量化分析其对经济金融风险溢出水平的影响。上述文献基于重大事件视角,为对经济金融风险溢出水平驱动因素的识别提供了新思路,但依然少有文献通过结构突变的视角,分析和比较金融和经济重大事件对经济金融风险溢出水平的多期持续影响,同时也缺少影响机制分析和宏观政策防范效果分析,有待于进一步完善。

本文的边际贡献主要体现在以下方面。第一,本文将修正 ICSS 算法应用于经济和金融序列,客观准确地甄别经济重大事件和金融重大事件。第二,相关文献少有研究不同类别重大事件对经济金融风险溢出水平的持续影响,本文则使用 SLP 模型量化分析金融和经济重大事件对经济金融风险溢出水平的连续脉冲影响,并基于溢出方向、不同市场和部门等因素进行异质性分析。第三,已有文献对重大事件影响经济金融风险溢出水平的机制分析相对不足,本文使用 GaR 模型对需求、供给和预期相关指标进行机制分析,并应用调节效应 LP 模型检验货币政策、宏观审慎政策和财政政策的风险防范效果,以期在影响机制和政策效应方面完善现有研究。

三、模型构建与变量说明

(一)重大事件对经济金融风险溢出水平的影响——基于 SLP 模型

使用 SLP 模型(Barnichon 和 Brownlees, 2019)量化分析重大事件对经济金融风险溢出水平的连续脉冲影响。 Y 表示经济金融风险溢出水平,式(1)中被解释变量 Y_{t+h} 为风险溢出水平在重大事件发生后 h 个月的值;主要解释变量 $Event$ 为重大事件虚拟变量,在重大事件发生时点取值为 1,其余时点取值为 0; Y_{t-1} 至 Y_{t-L} 表示风险溢出水平各期滞后值,将最大滞后期 L 设为 12; X 为宏观控制变量合集,包含产出、投资、消费、进出口、贷款、价格、货币供给量、利率指标; N 表示控制变量个数; e 为残差项; h 表示向后预测期数,将最大期数 H 设为 24; B_k 表示 B 样条惩罚函数; a, b, c, r 表示对应解释变量的影响系数; K 表示用于拟合 B_k 的基底函数的个数。

$$Y_{t+h} = \sum_{k=1}^K a_k B_k^h + \sum_{k=1}^K b_k B_k^h Event_t + \sum_{l=1}^L \sum_{k=1}^K c_{lk} B_k^h Y_{t-l} + \sum_{i=1}^N \sum_{k=1}^K r_{ik} B_k^h X_{it} + e_{t+h} \quad (1)$$

(二)影响机制分析——基于 GaR 模型

重大事件冲击力大、破坏力强,可能造成需求、供给以及预期指标尾部风险上升,即加剧经济“三重压力”,进而导致经济金融风险溢出水平上升。本文根据机制分析“两步法”的思路,重点分析重大事件对“三重压力”指标的影响。沿用 Adrian 等(2019)提出的 GaR 模型构建分位数回归,见式(2)。式(2)中, Q 为分位函数, M 代表宏观经济层面的机制变量; x 代表自变量集合,包含重大事件虚拟变量 $Event$ 以及宏观控制变量; β_q^h 为分位数回归的估计系数, q 为分位水平。本文将 q 分别取值 5%、25%、50%、75%、95%,各自进行 GaR 模型回归,重点关注重大事件虚拟变量的估计系数,以判断重大事件是否会对宏观经济指标产生前瞻性尾部风险冲击,从而造成经济金融风险溢出水平提升。

$$Q_{M_{i+1}^k}(q|x_i) = x_i \beta_q^k \quad (2)$$

(三)宏观政策风险防范效应分析——基于调节效应LP模型

基于调节效应测度各类宏观政策的风险防范效应,构建调节效应LP模型,见式(3)。式(3)中 P 表示各类宏观政策变量, $Event \times P$ 则为重大事件与宏观政策之间的交乘项。 ρ_i 表示自变量 Y_{t-1} 的影响系数。式(3)中主要关注系数 β_1 和 β_2 的估计结果,其中 β_1 表示宏观调控政策对经济金融风险溢出水平的直接影响; β_2 代表调节效应,即宏观调控政策是否可以抑制重大事件对经济金融风险溢出水平的提升效应,以此评估宏观政策的风险防范效果。

$$Y_{t+h} = \alpha + \beta_0 Event_t + \beta_1 P_t + \beta_2 Event_t \times P_t + \sum_{l=1}^L \rho_l Y_{t-l} + \sum_{i=1}^N \gamma_i X_{it} + \varepsilon_{t+h} \quad (3)$$

(四)主要变量说明

1.被解释变量:经济金融风险溢出水平(Y)

本文利用胡春阳和马亚明(2023)的方法对 Diebold 和 Yilmaz(2014)提出的广义方差分解(DY模型)进行改进,将混频技术与时变向量自回归方法纳入DY模型中,构建混频时变参数向量自回归(Mixed-Frequency Time-Varying Parameter Vector Autoregression, MF-TVP-VAR)网络溢出模型。对于具体指标,金融市场层面选取股票市场、债券市场和外汇市场收益率的周频数据,利用 Realized GARCH 模型测度其尾部预期损失(Expected Shortfall, ES)水平;经济部门层面选取产出、投资、消费、进出口、信贷、价格指标的月度数据,使用偏t分布的 GaR 模型测度其左尾ES值。将上述指标作为网络元素构建MF-TVP-VAR模型,测度经济金融风险溢出水平的动态演化趋势。^①

2.主要解释变量:重大事件虚拟变量($Event$)

参考 Sansó 等(2004)提出的修正 ICSS 算法,基于结构突变视角识别金融与经济发生向下突变的时间点,并以此作为重大事件发生时点。识别结构突变点后,分别得到如下重大事件虚拟变量:金融事件虚拟变量,金融收益率序列发生向下突变的时间点取值1,其余取值0;经济事件虚拟变量,经济增长率序列发生向下突变的时点取值为1,其余时点取值为0;所有事件虚拟变量,金融或经济任一序列发生向下突变即取值为1,其余取值为0。

3.机制变量(M)

对于式(2)中宏观层面机制变量 M ,基于经济“三重压力”视角,分别从需求、供给和预期三个层面选取。参考汪红驹和张馨羽(2023)的思路,选取如下机制变量:第一,需求层面,选取居民消费和房地产投资作为消费和投资的代理变量,具体指标分别为社会消费品零售总额同比增长率、房地产开发投资完成额累计同比增长率;第二,供给层面,选取原材料成本和供应链成本作为代理变量,具体分别为工业生产者出厂价格指数同比增长率、波罗的海干散货运价指数;第三,预期层面,选取企业家信心和消费者信心作为代理变量,企业家信心指数为中国人民银行统计并编制,消费者信心指数为国家统计局编制。

4.宏观政策变量(P)

对于式(3)中宏观政策变量 P ,通过“三支柱”政策框架进行分析。第一,货币政策,我国常用的货币政策包括数量型和价格型,分别以 M2 货币供应量同比、银行间同业拆借加权平均利率表示;

^① 网络模型经过归一化处理后,测算得到的风险溢出水平的单位为百分比。

第二,宏观审慎政策,根据 Alam 等(2019)的整理,我国最常用的宏观审慎政策包括贷款价值比(Loan to Value, LTV)和法定存款准备金率, LTV 指数来自 Alam 等(2019)的指标构建,法定存款准备金率通过计算大型商业银行和中小型商业银行存款准备金率的平均值获取;第三,财政政策,沿用马勇和吕琳(2021)的思路,重点考虑财政支出政策和税收政策,分别使用公共财政支出和税收收入的同比增长率作为代理变量。

(五)样本和数据说明

本文初始样本数据自 2002 年 1 月开始,至 2022 年 12 月截止。经过 MF-TVP-VAR 模型估计后,SLP 模型回归数据开始时间为 2002 年 4 月,截止时间依然为 2022 年 12 月。数据主要来源为 Wind 数据库、东方财富 Choice 数据库,并包含 Alam 等(2019)的网站。

四、重大事件对经济金融风险溢出水平的影响分析

(一)重大事件识别

本文使用 Sansó 等(2004)提出的修正 ICSS 算法^①,并做出如下改进:第一,分别将金融市场收益率以及经济增长率作为样本时间序列进行结构突变点检测;第二,得到初始结构突变点后,判断突变点对应时间点是否处于向下突变状态,即该时间点对应的原始收益率或增长率值是否小于上一期数值,如果满足条件,则判定该突变点为金融重大事件或经济重大事件的发生时点。对于金融时间序列,选择股票市场月度综合收益率,使用考虑现金红利再投资的综合月市场回报率,通过流通市值加权平均法计算获得,数据来源为国泰安 CSMAR 数据库。对于经济时间序列,使用月度 GDP 同比增长率的变化水平,由 Higgins 等(2016)网站获取数据。使用本文改进的修正 ICSS 算法分别对金融时间序列和经济时间序列的向下结构突变点进行识别,得到金融重大事件和经济重大事件的时间点。^②

(二)重大事件对经济金融风险溢出影响的基准结果

根据式(1)设定的 SLP 模型,量化分析重大事件对经济金融风险溢出水平的持续影响。图 1 结果表明,不论是金融事件还是经济事件,突发的重大事件均会造成经济金融风险溢出水平提升,并且该正向脉冲影响在 1~24 个月均显著,一般从 12 个月后才逐渐下降。当金融体系发生重大事件时,金融机构往往会出于防范风险目的缩减信贷规模,即减少对经济部门投放贷款,造成实体企业融资困难;当经济体系发生重大事件时,实体企业生产经营压力加大,导致金融机构资金质量下降,面临违约风险。比较子图(b)和(c)结果可发现,金融事件对经济金融风险溢出水平的正向脉冲影响始终更高。一方面,金融体系在借贷关系中属于资金供给者,当金融体系出现极端风险事件时,金融机构可能主动缩减信贷规模;另一方面,根据金融加速器效应和系统性金融风险理论,金融体系的衰退会对经济体系产生较高的负外部性冲击。同时,经济金融风险溢出水平对金融事件的脉冲响应在 1~24 个月滞后期内呈现轻微下降趋势,对经济事件的脉冲响应在 1~9 个月保持平稳趋势,表明经济事件对经济金融风险溢出水平的影响趋势更为稳定。重大事件冲击过后,经济系统因其运行机制更为庞杂,恢复的难度和复杂程度大于金融体系,导致经济金融风险溢出水平持续上升。

^① 受篇幅所限,修正 ICSS 算法具体步骤未展示,留存备案。

^② 受篇幅所限,重大事件识别的具体结果和相应分析未展示,留存备案。

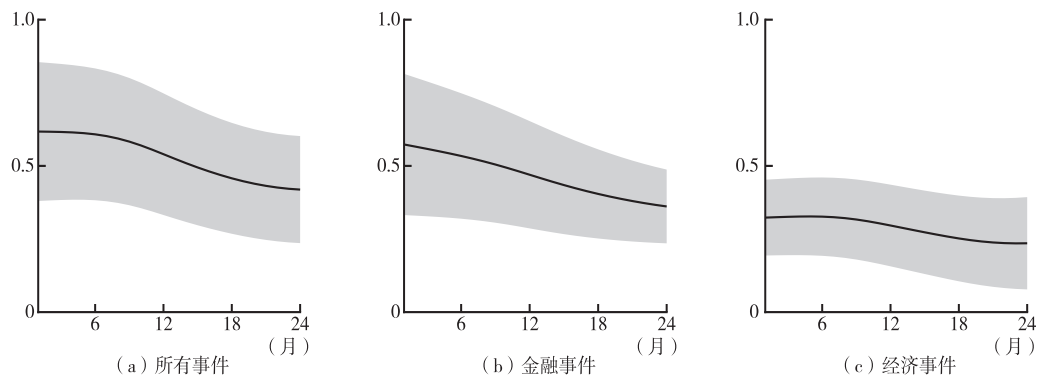


图1 重大事件对经济金融风险溢出水平的连续脉冲影响

注:阴影部分表示脉冲响应函数对应的90%置信区间。下同。

(三)重大事件对经济金融风险溢出影响的异质性分析

1. 方向性风险溢出异质性分析

图2展示了经济金融方向性风险溢出水平对重大事件的脉冲响应。子图(a)显示,重大事件造成金融对经济风险溢出水平提升的幅度更高,在1~24个月滞后期内均高于经济对金融风险溢出水平的提升幅度。该结果再次证实,金融体系因在借贷关系中处于资金供给者地位,重大事件往往导致金融机构资产负债表收紧,造成实体企业面临资金断链风险,加剧金融对经济的风险溢出;金融风险具有明显的传染、放大和外溢属性,突发的重大事件不仅会造成金融体系内部风险溢出程度加深,也会进一步扩大金融风险对经济的外溢效应。与此同时,重大事件对于金融对经济风险溢出的提升效应在12个月后将开始下降,相反对于经济对金融风险溢出水平的提升作用在24个月内基本稳定。子图(b)显示,金融重大事件发生后两年内,金融对经济风险溢出效应的提升幅度同样更高,但是相较于所有事件的结果,经济对金融风险溢出的提升幅度更高,这说明金融事件的发生相对加剧了金融体系的风险脆弱性。子图(c)结果与之相似,经济事件的发生虽然造成经济的风​​险传染性提升但并不显著,而经济的风险脆弱性在1~24个月滞后期内均显著提升,并在1~6个月内保持平稳趋势。以上结果表明,不论是金融重大事件还是经济重大事件,事件发生后金融机构或实体企业面临的负面影响首当其冲,导致其抵御风险的能力下降,因而造成风险脆弱性提升更明显。

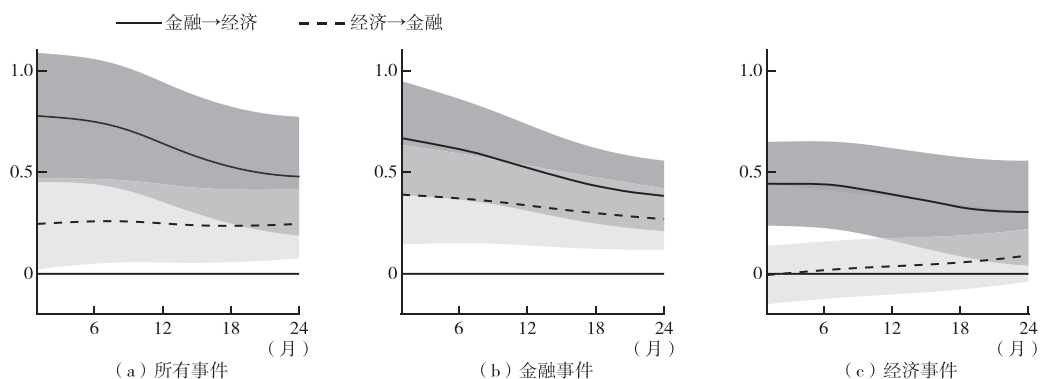


图2 重大事件对经济金融方向性风险溢出水平的连续脉冲影响

2. 市场和部门异质性分析

图3描绘了三个金融市场与经济间风险溢出水平对重大事件的脉冲响应。子图(a)表明在1~12个月滞后期内,重大事件对于外汇市场与经济间风险溢出水平的提升效应最强,并且在1~6个月内呈现上升趋势。重大事件中有部分源自国外,对我国经济金融体系造成风险输入,而外汇市场是与国外市场联系最为紧密的金融市场,因此一旦国外发生重大事件,外汇市场与经济间风险溢出水平提升更加明显。子图(b)显示,金融重大事件在发生12个月内造成债券市场与经济间风险溢出水平提升最高,金融事件迫使金融机构收紧信贷规模造成实体企业资金来源不足,债务违约风险提高,而债券市场连接着金融与经济之间的债权债务关系,因此经济与债券市场间风险溢出水平大幅提升。子图(c)表明,经济重大事件在1~12个月导致外汇市场与经济间风险溢出水平提升最高,该结果与所有事件情况类似,经济事件中有更多源头在国外或者属于全球事件,在此背景下,外汇市场与经济间风险溢出水平显然会提高。与此同时,经济事件影响下股票市场与经济间风险溢出水平提升幅度也较大,并且相较于外汇市场,该提升效应在滞后18~24个月依然保持。较多大型实体企业在国内股票市场上市,经济事件发生往往会造成实体企业市场价值下降,影响股票市场整体收益率,从而提升股票市场与经济间风险溢出水平。

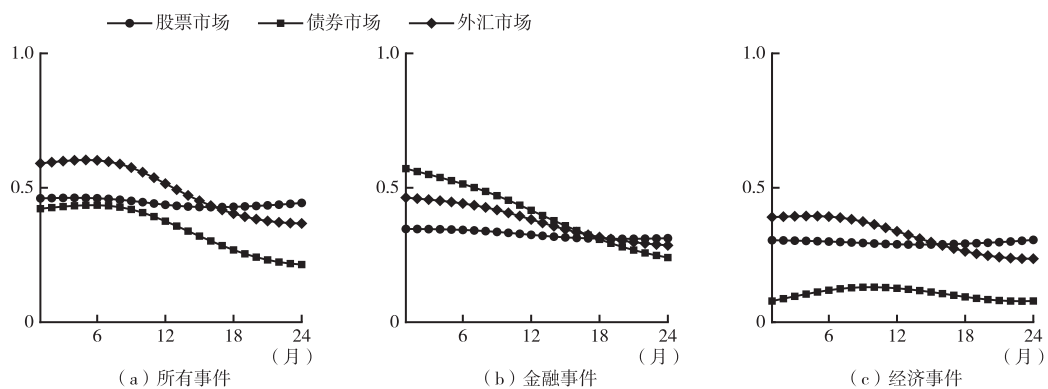


图3 重大事件对各金融市场与经济间风险溢出水平的连续脉冲影响

图4展示了六个经济部门与金融间风险溢出水平对重大事件的脉冲响应。子图(a)显示,进出口与金融间风险溢出水平的脉冲响应在1~24个月均为最高。进出口部门是经济体中与国外经济联系最紧密的部门,国外事件冲击导致的进出口形势波动会加剧其与金融之间风险溢出。同时,信贷部门是金融向经济提供贷款的桥梁和纽带,突发重大事件下金融机构缩减贷款规模,造成信贷部门与金融间风险溢出水平在1~10个月滞后期内相对较高。子图(b)表明,在1~24个月滞后期内进出口部门与金融间风险溢出水平的脉冲响应均为最高,并且在1~10个月保持上升趋势,表明金融事件容易造成外汇市场波动,从而加大金融市场特别是外汇市场与进出口部门之间的风险溢出。同时,消费部门与金融间风险溢出水平的脉冲响应也相对较高,说明金融事件负面冲击会使金融机构缩减信贷规模,其中消费贷款的规模也会降低,导致消费水平低迷,推动消费部门与金融间风险溢出水平提升。子图(c)显示,各经济部门与金融间的风险溢出水平对经济事件的脉冲响应整体上较为接近,相对而言,在1~12个月滞后期内,信贷部门与金融间风险溢出水平的脉冲响应最高。

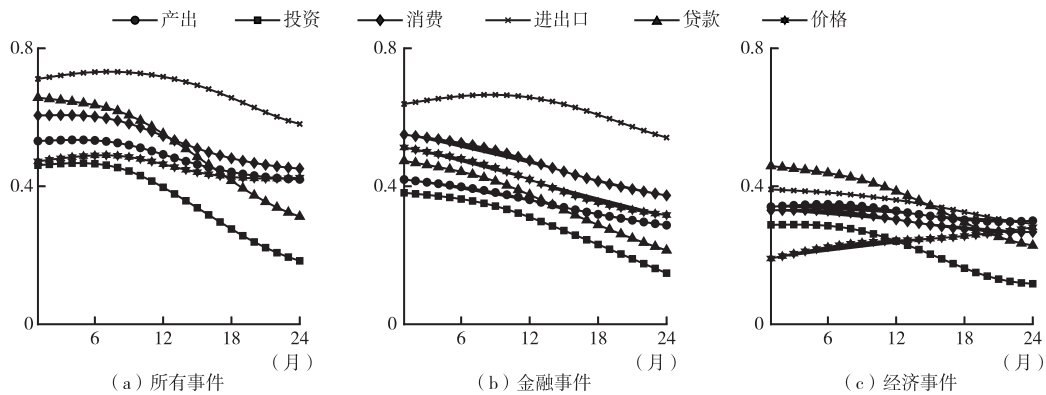


图4 重大事件对各经济部门与金融间风险溢出水平的连续脉冲影响

(四)重大事件影响经济金融风险溢出的机制分析:基于“三重压力”视角

根据式(2)构建的 GaR 模型,基于“三重压力”视角,分析重大事件对需求、供给和预期指标的分位影响。需求和预期指标重点讨论第5分位点(q_5),若估计系数为负,则说明重大事件提升了需求或预期水平的左尾下行风险。对于供给指标,重点关注第95分位点(q_{95}),若估计系数为正,则表明重大事件提高了供给成本的右尾上行风险。分别绘制重大事件对每个宏观指标滞后1个月、3个月和6个月的分位估计系数,对应短期、中期和较长期的影响。

图5绘制了重大事件对需求层面的居民消费和房地产投资的影响结果。子图(a)显示,重大事件在短期会造成居民消费指标左尾下行风险提升,影响更为显著的是经济事件,说明经济体系发生重大事件后,微观个体对经济前景展望可能变为悲观,对货币的预防性动机需求提升而交易性动机需求减弱,更加倾向于在当期储存货币同时降低消费支出。子图(b)显示,重大事件对居民消费指标的左尾影响在滞后3个月依然为负。同时,金融事件在滞后1个月和3个月对居民消费指标的左尾影响也为负,说明金融事件冲击导致贷款规模收缩,会减少居民消费的资金来源,从而导致消费指标的下行风险。子图(c)显示,重大事件对居民消费指标滞后6个月的左尾影响不显著。子图(d)结果显示,在第5分位点下,重大事件在短期提升了房地产投资指标的下行风险,其中金融事件的影响更为显著,表明金融事件发生后金融机构可能立即采取风险防范措施,导致房地产等实体投资面临资金断链风险,加剧房地产投资指标的尾部风险。子图(e)和(f)显示,在3个月和6个月滞后期金融事件依然会导致房地产投资指标的下行风险提升。同时,尽管在第25~75分位点下重大事件对房地产投资指标的影响大部分为负且部分显著,但是负向影响程度不及第5分位点,证明重大事件对房地产投资指标的负向影响主要体现在左尾。综合所有子图结果可以发现,重大事件对投资和消费的负向冲击主要体现在短期和左尾。

图6绘制了重大事件对供给层面的原材料成本和供应链成本的影响结果。子图(a)和(b)显示,在第95分位点,重大事件在滞后1个月和3个月造成原材料成本的上行风险提升,其中金融事件的短期影响更为明显,经济事件的中期影响更明显。金融事件的发生会迅速导致资产价格波动,部分源自国外的重大事件造成国际大宗商品价格大幅上涨以及能源供应紧张,会造成厂商购买原材料的价格上涨,导致成本上升风险。子图(d)和(e)表明,在第95分位点,重大事件同样会在滞后1个月和3个月提升供应链成本的上行风险,其中以经济事件的影响更为明显。部分经济事件如贸易摩擦属于全球事件,导致全球供应链紧张甚至面临中断风险,国际物流费用短时期内大幅攀升,出现供应链成本上行风险。同时子图(c)和(f)显示,重大事件对两类成本指标滞后6个月的右尾影响均不显著。

综合所有子图结果可以得出,重大事件对于两类成本指标的正向影响更多体现在右侧尾部,且短期和中期更为显著,即引发供给冲击,进而导致经济金融风险溢出水平提高。

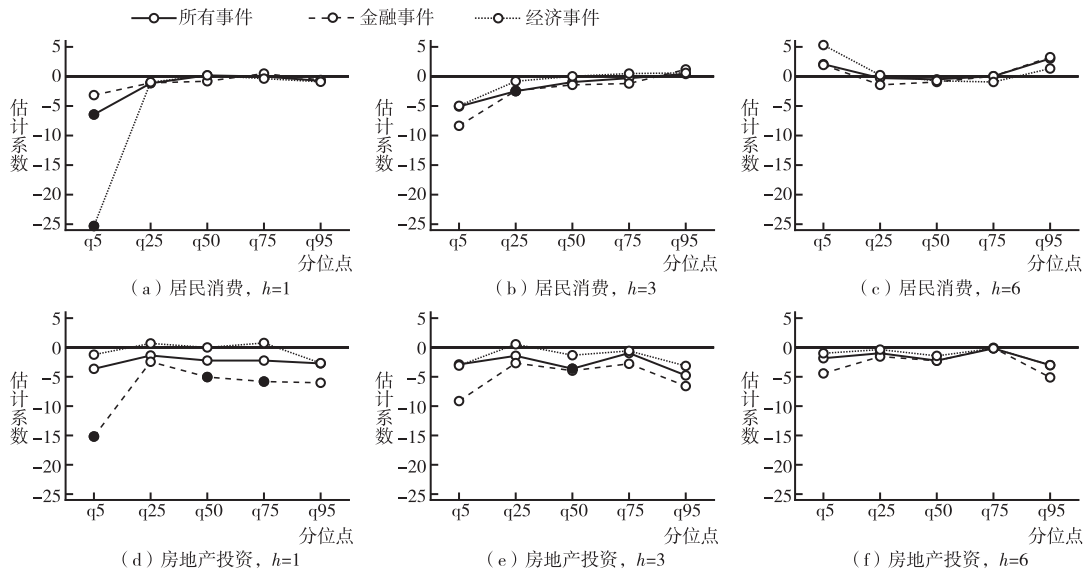


图5 重大事件对经济金融风险溢出水平的影响机制分析:基于需求视角

注:黑色圆点表示该估计系数至少在10%的水平下显著。下同。

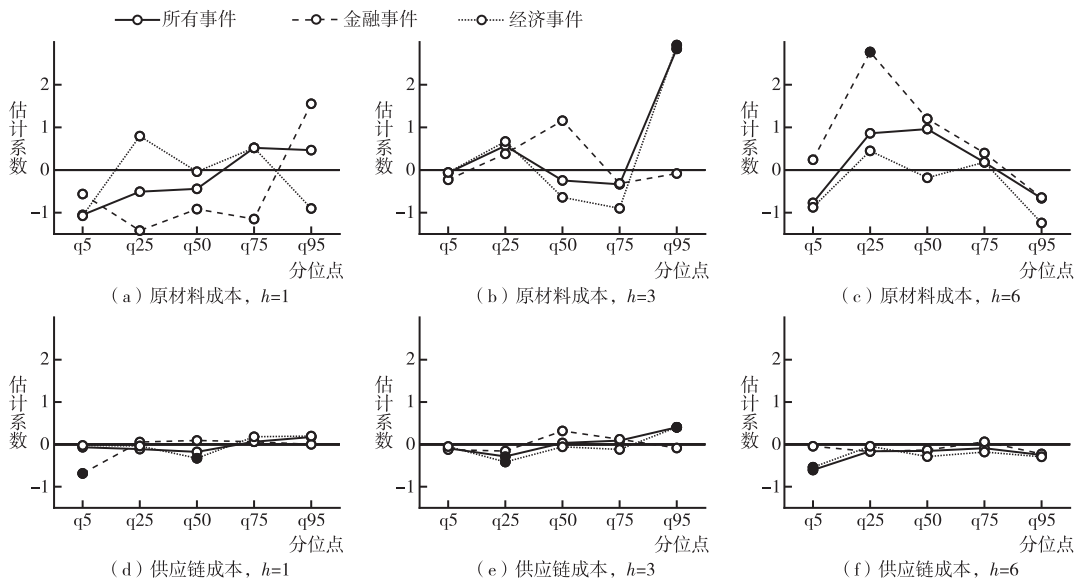


图6 重大事件对经济金融风险溢出水平的影响机制分析:基于供给视角

图7描绘了重大事件对预期层面的企业家信心和消费者信心的影响结果。子图(a)显示,第5分位数下金融事件在短期降低了企业家信心,子图(b)和(c)则表明重大事件对企业家信心的左尾下行风险提升作用在中期和较长期依然较为显著。这说明重大事件致使金融机构缩减贷款规模后,微观企业预估融资困难程度上升,因而对于经济前景的展望较为悲观,悲观预期在中长期也难以扭转。

子图(d)和(e)显示金融事件会在滞后1个月和3个月显著提升消费者信心的下行风险,表明金融事件发生后的短时间内,微观个体会随着金融机构贷款调整而降低消费预期。子图(f)表明重大事件对消费者预期滞后6个月的左尾影响依然为负。所有子图结果联合表明,重大事件对微观企业和个体预期的负面影响不只存在于短期,在中长期同样保持。这表明企业家和消费者预期具有较强的惯性,即随着重大事件的发生迅速向下调整并保持,但难以随着经济指标的恢复而迅速回暖。因此,在中长期大部分情况下,重大事件会降低微观主体的预期水平,进而造成经济金融风险溢出水平上升。

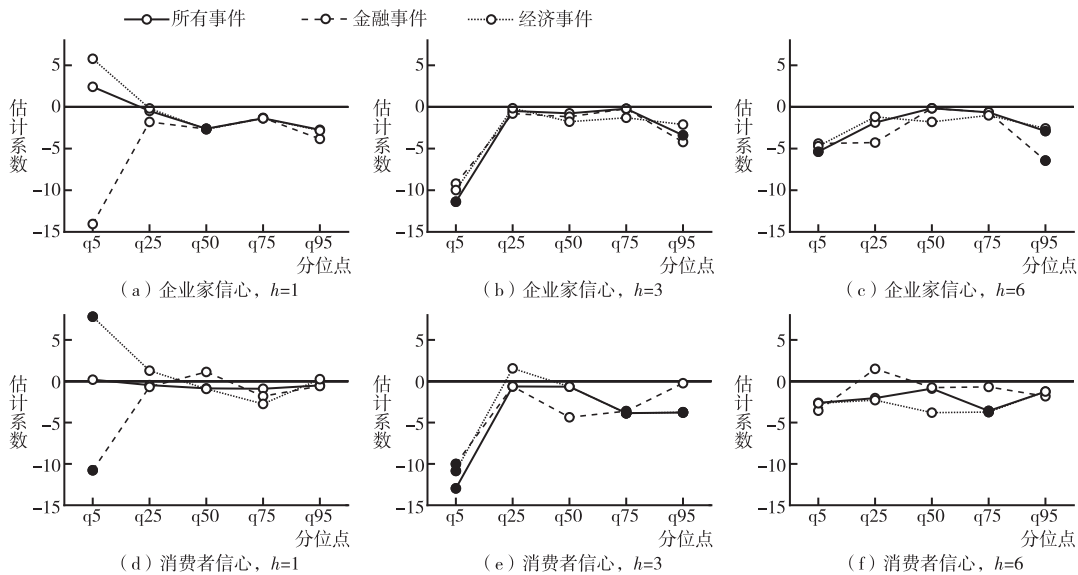


图7 重大事件对经济金融风险溢出水平的影响机制分析:基于预期视角

(五)防范重大事件对经济金融风险溢出的影响:宏观政策的风险防范效应

基于式(3)构建的调节效应LP模型,通过货币政策、宏观审慎政策以及财政政策的“三支柱”政策视角,分析宏观政策变量及其与重大事件的交乘项对经济金融风险溢出水平的持续影响,滞后期选取1~6个月。重点关注宏观政策变量与重大事件虚拟变量交乘项的估计系数,若系数显著且符合预期方向,则说明该类宏观政策可以有效抑制重大事件对经济金融风险溢出水平的冲击。

表1报告了两类货币政策及其与重大事件交乘项对经济金融风险溢出水平的持续影响,M2升高和利率降低分别表示宽松的数量型和价格型货币政策。Panel A结果显示,M2对经济金融风险溢出水平的影响系数在1~6个月均显著为正,也就是说,如果央行采取宽松的数量型货币政策,会提高经济金融风险溢出水平。扩张的数量型货币政策主要在于提升货币供应总量,在经济金融相对平稳时期导致信贷快速上涨,会扩大资产泡沫,增加经济金融风险溢出隐患。与此同时,所有事件与M2交乘项的系数在滞后1~4个月为负,但并不显著。M2增长速度加快促使中长期贷款规模提升,但是在重大事件对总需求造成巨大负面影响背景下,资金未必能够流向实体经济,反而可能催生实体企业金融资产配置行为,形成资金空转,社会融资规模提升速度较慢,难以抑制经济金融风险溢出水平的提高。仅在金融事件发生后,实施宽松的数量型货币政策才可以起到注入资金的效果,部分抑制重大事件对经济金融风险溢出水平的冲击,但是该效应存在时滞。Panel B结果表明,所有事件与利率交乘项的影响系数在滞后2~4个月显著为正,并且金融事件与利率交乘项的系

数在滞后1~6个月均显著为正。重大事件特别是金融事件发生后,微观个体获取资金难度加大,造成实体投资意愿低迷,若采取降息政策,基准利率降低而投资回报率升高,驱动微观个体投资意愿加强和总体投资水平提高,可以抑制重大事件对经济金融风险溢出水平的冲击。但是以上抑制效应同样存在时滞,即存在货币政策传导不畅的问题。同时,利率变量自身对经济金融风险溢出水平的影响系数全部为负,说明央行以降低基准利率的方式实施宽松的价格型货币政策,同样会提高经济金融风险溢出水平。基准利率降低后,微观个体出于投机动机的货币需求上升,从而提升投资规模,在相对平静时期,投资特别是实体金融化投资的高企同样会增加经济金融体系的泡沫风险,加大经济金融风险溢出水平。综合以上结果可以得出,数量型与价格型货币政策的结果较为相似,宽松的货币政策本身会加剧经济金融风险溢出,在重大事件冲击背景下,货币政策扩张对经济金融风险溢出水平的抑制作用仅部分有效且存在时滞,整体抑制效果不显著。由此可见,货币政策可能并非重大事件背景下降低经济金融风险溢出水平的最优政策。

表1 防范重大事件影响经济金融风险溢出:货币政策效应

		$h=1$	$h=2$	$h=3$	$h=4$	$h=5$	$h=6$
Panel A:数量型货币政策							
所有事件	M2	0.043* (0.022)	0.060** (0.025)	0.074*** (0.028)	0.110*** (0.028)	0.137*** (0.032)	0.154*** (0.032)
	事件×M2	-0.005 (0.014)	-0.013 (0.021)	-0.005 (0.019)	-0.012 (0.022)	0.008 (0.022)	0.003 (0.022)
金融事件	M2	0.043** (0.022)	0.060** (0.024)	0.075*** (0.028)	0.109*** (0.028)	0.136*** (0.032)	0.154*** (0.032)
	事件×M2	-0.018 (0.015)	-0.038** (0.017)	-0.021 (0.016)	-0.040** (0.017)	-0.007 (0.026)	-0.003 (0.022)
经济事件	M2	0.042* (0.022)	0.059** (0.025)	0.074*** (0.028)	0.109*** (0.028)	0.136*** (0.032)	0.154*** (0.032)
	事件×M2	0.021 (0.019)	0.033* (0.019)	0.025 (0.036)	0.040 (0.027)	0.035 (0.037)	0.006 (0.043)
Panel B:价格型货币政策							
所有事件	利率	-0.026 (0.075)	-0.086 (0.076)	-0.135* (0.072)	-0.178** (0.080)	-0.180** (0.085)	-0.259*** (0.089)
	事件×利率	0.089 (0.059)	0.134* (0.080)	0.180** (0.087)	0.193** (0.096)	0.085 (0.132)	0.174 (0.131)
金融事件	利率	-0.023 (0.073)	-0.087 (0.074)	-0.135* (0.071)	-0.182** (0.078)	-0.199** (0.082)	-0.266*** (0.087)
	事件×利率	0.124** (0.056)	0.206*** (0.068)	0.248*** (0.064)	0.294*** (0.074)	0.201** (0.096)	0.250*** (0.093)
经济事件	利率	-0.006 (0.066)	-0.049 (0.068)	-0.087 (0.070)	-0.121 (0.077)	-0.139* (0.082)	-0.205** (0.091)
	事件×利率	-0.014 (0.112)	-0.088 (0.157)	-0.072 (0.197)	-0.142 (0.235)	-0.305 (0.230)	-0.163 (0.246)

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著,括号内数字为标准误。下同。

表2列示了两类宏观审慎政策及其与重大事件交乘项对经济金融风险溢出水平的持续影响结果,其中LTV指数表示住房信贷的政策约束程度,其数值越高表示信贷类宏观审慎政策越宽松,存款准备金率越低则代表流动性类宏观审慎政策越宽松。Panel A结果显示,LTV指数对经济金融风险溢出水平的影响在滞后1~6个月均显著为负,房地产是我国经济的支柱产业,贷款价值比适度提高可以维持房地产行业正常经营运转,因而可以有效降低经济金融风险溢出水平。但是,LTV指数与所有事件交乘项的估计系数均不显著,仅有金融事件×LTV的系数部分显著且存在时滞。在重大事件冲击下,一方面居民可支配收入降低,即使放宽住房限购政策,依然难以有效提振居民购房需求;另一方面房地产泡沫出现破裂风险,扩张的信贷未必会流入房地产行业,无法拉动房地产市场回暖。以上原因导致宽松的信贷类宏观审慎政策难以有效抵御重大事件对经济金融风险溢出的冲击。Panel B结果显示,存款准备金率对经济金融风险溢出水平滞后1~6个月的影响均显著为正,即实施宽松的流动性类宏观审慎政策可以降低经济金融风险溢出水平。与货币政策中的M2不同,存款准备金率政策目标主要在于调整货币资金的流动性,可以有效扩大信贷资金流向经济部门的规模,有助于实体企业经营生产,从而降低经济金融风险溢出水平。不过,重大事件与存款准备金率交乘项的估计系数尽管大部分为正,但均不显著,说明存款准备金率的降低同样难以有效抑制重大事件对经济金融风险溢出的冲击。降低存款准备金率属于总量政策,其作用效果可能与M2类似,即在重大事件冲击背景下提高货币供应总量,未必能够促使资金流向实体经济,反而可能出现资金空转,从而难以有效阻隔经济金融风险溢出。上述结果整体表明,相较于货币政策,实施相对宽松的宏观审慎政策在一般情况下可以防范经济金融风险溢出;不过在重大事件期间,宽松的宏观审慎政策对经济金融风险溢出的抑制效果同样只是部分有效且具有时滞。

表2 防范重大事件影响经济金融风险溢出:宏观审慎政策效应

		<i>h</i> =1	<i>h</i> =2	<i>h</i> =3	<i>h</i> =4	<i>h</i> =5	<i>h</i> =6
Panel A: 贷款价值比							
所有事件	LTV	-0.023*** (0.008)	-0.028*** (0.009)	-0.031*** (0.010)	-0.033*** (0.010)	-0.039*** (0.011)	-0.035*** (0.009)
	事件×LTV	-0.006 (0.013)	-0.027 (0.018)	-0.010 (0.017)	-0.017 (0.021)	0.025 (0.022)	0.031 (0.024)
金融事件	LTV	-0.023*** (0.007)	-0.027*** (0.008)	-0.031*** (0.009)	-0.033*** (0.010)	-0.038*** (0.011)	-0.034*** (0.009)
	事件×LTV	-0.012 (0.017)	-0.049*** (0.013)	-0.030* (0.017)	-0.037* (0.019)	-0.002 (0.023)	-0.007 (0.019)
经济事件	LTV	-0.023*** (0.008)	-0.027*** (0.009)	-0.031*** (0.010)	-0.033*** (0.010)	-0.039*** (0.011)	-0.035*** (0.009)
	事件×LTV	0.025 (0.026)	0.045 (0.035)	0.054 (0.036)	0.054 (0.037)	0.112*** (0.040)	0.128*** (0.044)
Panel B: 存款准备金率							
所有事件	存款准备金率	0.051*** (0.019)	0.062*** (0.021)	0.072*** (0.024)	0.077*** (0.023)	0.090*** (0.027)	0.078*** (0.022)
	事件×存款准备金率	0.005 (0.020)	0.020 (0.025)	0.026 (0.027)	0.017 (0.033)	-0.010 (0.036)	-0.023 (0.037)

续表 2

		h=1	h=2	h=3	h=4	h=5	h=6
Panel B: 存款准备金率							
金融事件	存款准备金率	0.050*** (0.018)	0.062*** (0.021)	0.072*** (0.023)	0.077*** (0.023)	0.089*** (0.026)	0.077*** (0.023)
	事件×存款准备金率	0.028 (0.037)	0.061 (0.050)	0.064 (0.042)	0.069 (0.046)	0.038 (0.046)	0.043 (0.039)
经济事件	存款准备金率	0.050*** (0.019)	0.061*** (0.021)	0.072*** (0.024)	0.077*** (0.023)	0.090*** (0.027)	0.079*** (0.023)
	事件×存款准备金率	-0.003 (0.023)	0.002 (0.031)	0.008 (0.032)	-0.007 (0.040)	-0.033 (0.044)	-0.055 (0.043)

表 3 列示了财政政策及其与重大事件交乘项对经济金融风险溢出水平的持续影响结果。政府增加支出或者减少税收意味着实施了宽松的财政政策。Panel A 表明, 财政支出对经济金融风险溢出水平的直接影响均为正, 说明在相对平静时期, 总需求接近最优水平, 实施宽松的支出型财政政策难以继续提高总需求, 反而会加大政府赤字, 加剧地方政府债务风险, 造成经济金融风险溢出。不过, 该影响存在明显时滞, 说明支出型财政政策对经济金融风险溢出的不利影响非常有限。与此同时, 所有事件与支出交乘项的影响系数均为负, 且在第 1 个月即显著。重大事件的发生往往在短时间内造成投资水平下降以及居民消费意愿低迷, 若此时以扩大财政支出的方式实施宽松的财政政策, 可以扩大固定资产投资规模, 同时可以直达居民消费, 进而刺激总需求, 迅速减弱重大事件对经济金融风险溢出的负面冲击。此外, 金融事件与支出交乘项的系数更为显著, 表明金融事件使经济部门资金短缺, 抑制总需求, 采取支出型财政政策更为有效。Panel B 表明, 税收对经济金融风险溢出水平的影响系数为正且大部分显著, 表明在相对平静期间以减税的方式实施宽松的财政政策, 可以有效调动微观企业生产积极性, 提高其利润率, 提升金融机构资产质量, 从而降低经济金融风险溢出水平。不过, 税收指标的系数在滞后 3~6 个月才开始显著, 存在一定时滞。同时, 事件×税收的系数均为负, 并且金融事件×税收的系数大部分负向显著, 说明在金融事件冲击下, 金融机构根根紧缩, 微观个体消费预期下降, 消费水平对税收变化的敏感程度较低, 即使采取减税政策, 对需求的刺激作用也可能不及支出类政策, 反而会进一步加剧重大事件对政府收入和财务状况的负向冲击, 从而使经济金融风险溢出加剧。综合表 1 至表 3 的结果可以发现, 在“三支柱”宏观政策体系中, 相较于货币政策和宏观审慎政策, 宽松的支出型财政政策可以在自身不显著提升经济金融风险溢出水平的前提下, 有效抑制重大事件对经济金融风险溢出的不利冲击, 并且基本上不存在时滞。由此可见, 在重大事件冲击背景下, 实施积极的支出型财政政策可能是在短期内防范经济金融风险溢出最为有效的措施。

表 3 防范重大事件影响经济金融风险溢出: 财政政策效应

		h=1	h=2	h=3	h=4	h=5	h=6
Panel A: 财政支出							
所有事件	支出	0.003 (0.004)	0.003 (0.004)	0.003 (0.005)	0.009* (0.005)	0.011* (0.006)	0.011* (0.006)
	事件×支出	-0.009** (0.004)	-0.001 (0.004)	-0.003 (0.005)	-0.010 (0.007)	-0.009 (0.008)	-0.006 (0.006)

续表 3

		h=1	h=2	h=3	h=4	h=5	h=6
Panel A: 财政支出							
金融事件	支出	0.003 (0.003)	0.004 (0.004)	0.003 (0.005)	0.009* (0.005)	0.011** (0.006)	0.011* (0.006)
	事件×支出	-0.012*** (0.003)	-0.004 (0.006)	-0.006 (0.005)	-0.018*** (0.005)	-0.018*** (0.006)	-0.010* (0.006)
经济事件	支出	0.001 (0.004)	0.002 (0.004)	0.002 (0.005)	0.007 (0.005)	0.009 (0.006)	0.010* (0.006)
	事件×支出	0.001 (0.006)	0.010* (0.006)	0.007 (0.013)	0.012 (0.009)	0.011 (0.013)	0.000 (0.015)
Panel B: 财政税收收入							
所有事件	税收	0.003 (0.004)	0.007 (0.005)	0.012** (0.006)	0.019*** (0.006)	0.025*** (0.006)	0.028*** (0.006)
	事件×税收	-0.002 (0.006)	-0.004 (0.008)	-0.001 (0.008)	-0.008 (0.009)	-0.003 (0.009)	-0.004 (0.008)
金融事件	税收	0.003 (0.004)	0.007 (0.005)	0.013** (0.006)	0.020*** (0.006)	0.025*** (0.006)	0.028*** (0.006)
	事件×税收	-0.011* (0.006)	-0.018** (0.008)	-0.013* (0.007)	-0.024** (0.010)	-0.019** (0.008)	-0.013 (0.009)
经济事件	税收	0.002 (0.004)	0.006 (0.005)	0.012** (0.006)	0.019*** (0.006)	0.024*** (0.006)	0.028*** (0.006)
	事件×税收	0.008 (0.007)	0.012* (0.006)	0.012 (0.007)	0.012 (0.008)	0.013 (0.009)	0.004 (0.010)

五、结论与建议

本文基于2002年1月至2022年12月经济金融实际数据,使用修正ICSS算法识别金融和经济事件,利用平滑局部投影模型量化分析重大事件对经济金融风险溢出水平的持续影响,进行了异质性分析、机制检验以及宏观政策调节效应检验,主要结论如下。第一,基准结果表明,金融事件和经济事件都会造成经济金融风险溢出水平在1~24个月内显著提升,其中金融事件的影响效应强于经济事件,经济事件的影响趋势更为稳定。第二,方向性风险溢出结果显示,重大事件造成金融对经济风险溢出水平提升效应更为明显,不论是金融还是经济发生重大事件,都会导致其自身风险脆弱性的上升幅度相对较高。第三,市场和部门异质性结果表明,外汇市场与经济间风险溢出水平的脉冲响应在各金融市场中最高,进出口和贷款与金融间风险溢出水平的脉冲响应在各经济部门中相对较高。第四,机制结果表明,需求层面,重大事件在短中期显著提升了消费和投资的下行风险;供给层面,重大事件在短中期加大了原材料成本和供应链成本的上行风险;预期层面,重大事件在中长期加大了企业家信心和消费者信心的下行风险。以上机制进一步导致经济金融风险溢出水平提升。第五,宏观政策调节效应结果显示,在“三支柱”宏观政策框架中,采取扩大支出的财政政策可以有效抑制重大事件对经济金融风险溢出水平的提升,并且不存在时滞,该风险防范作用对于金融重大事件更加有效。

根据主要结论,本文为监管层提出如下政策建议,以期为重大事件背景下防范经济金融风险共

振提供参考。首先,由于重大事件会导致经济金融风险溢出水平上升,因此应当在成立国家金融监督管理总局的基础上,继续加强对金融机构的穿透式监管和行为监管,促使金融机构和实体企业良性循环、健康发展,规避重大事件背景下的风险溢出。其次,2023年3月美国硅谷银行破产后一系列的持续影响可能会形成国外金融重大事件,根据异质性分析结论,应当重点防范外汇市场和进出口部门的风险,保持人民币币值稳定,加大对出口行业支持,以防止外汇波动风险以及外需不足背景下的出口部门风险。再次,根据影响机制研究结论,应当继续加快构建双循环发展格局,以国内大循环为主体,激发和释放消费潜力,以有效防止国内外重大事件冲击下的需求下行风险;同时加强对实体企业的帮扶力度,改革激励约束机制,提振市场主体信心,避免预期水平下滑。最后,结合宏观政策调节效应结果,货币政策和宏观审慎政策不宜过度放宽,而是应当采取适度积极的支出型财政政策,扩大财政支出以进行企业补贴和家庭消费补贴,适当加大刺激消费需求的力度。以上举措旨在加大对实体企业支持力度以及提振总需求,维护经济稳定运行,进而降低经济金融风险溢出水平。

参考文献:

1. 蔡光辉、廖亚琴:《基于结构突变的动态高阶矩 Realized EGARCH 模型及应用》,《数量经济技术经济研究》2021年第1期。
2. 丛树海、黄维盛:《重大疫情冲击与财政可持续性——来自多事件合成控制法的证据》,《财贸经济》2022年第11期。
3. 方意、和文佳、荆中博:《中国实体经济与金融市场的风险溢出研究》,《世界经济》2021年第8期。
4. 顾雷雷、王鸿宇、彭俞超:《重大突发公共事件的长期影响:疫情经历、不确定预期与企业金融投资》,《经济学(季刊)》2022年第3期。
5. 胡春阳、马亚明:《金融强监管对金融机构与实体经济间极端风险双向溢出效应的影响》,《国际金融研究》2022年第9期。
6. 胡春阳、马亚明:《重大突发事件冲击下实体经济与金融市场间上行和下行溢出效应》,《统计研究》2023年第11期。
7. 李小荣、牛美龄:《突发公共事件与金融关系研究进展》,《经济学动态》2020年第7期。
8. 李政、李丽雯、刘淇:《我国行业间尾部风险溢出的测度及时空驱动因素研究》,《统计研究》2024年第2期。
9. 李政、石晴、温博慧、刘淇:《好坏波动、行业关联与中国系统性风险防范》,《财贸经济》2022年第9期。
10. 马亚明、胡春阳:《脱实向虚和金融强监管对金融实体行业间极端风险关联的影响》,《统计研究》2021年第4期。
11. 马勇、吕琳:《“双支柱”政策、政府债务与财政政策效果》,《经济研究》2021年第11期。
12. 唐遥、陈贞竹、刘柯含:《需求和供给冲击对企业投资以及价值链的影响——基于突发事件的研究》,《金融研究》2020年第6期。
13. 汪红驹、张馨羽:《化解“三重压力”,促进经济发展质量与增长速度共同提升》,《财贸经济》2023年第1期。
14. 王竹泉、宋晓滨、王苑琢:《我国实体经济短期金融风险的评价与研判——存量与流量兼顾的短期财务风险综合评估与预警》,《管理世界》2020年第10期。
15. 杨子晖、陈雨恬、张平森:《重大突发公共事件下的宏观经济冲击、金融风险传导与治理应对》,《管理世界》2020年第5期。
16. 杨子晖、王妹黛:《突发公共卫生事件下的全球股市系统性金融风险传染——来自新冠疫情的证据》,《经济研究》2021年第8期。
17. Adrian, T., Boyarchenko, N., & Giannone, D., Vulnerable Growth. *American Economic Review*, Vol.109, No.4, 2019, pp.1263-1289.
18. Alam, Z., Alter, M. A., & Eiseman, J., Digging Deeper—Evidence on the Effects of Macroprudential Policies from a New Database. IMF Working Paper, No.19, 2019.
19. Alfaro, L., Chari, A., & Greenland, A. N., Aggregate and Firm-Level Stock Returns During Pandemics, in Real Time. NBER Working Paper, No.26950, 2020.
20. Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J., The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19. *The Review of Asset Pricing Studies*, Vol.10, No.4, 2020, pp.742-758.
21. Barnichon, R., & Brownlees, C., Impulse Response Estimation by Smooth Local Projections. *Review of Economics and Statistics*, Vol.101, No.3, 2019, pp.522-530.
22. Barro, R. J., Ursúa, J. F., & Weng, J., The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the “Spanish Flu” for the Coronavirus’s Potential Effects on Mortality and Economic Activity. NBER Working Paper. No.26866, 2020.
23. Benguria, F., & Taylor, A. M., After the Panic: Are Financial Crises Demand or Supply Shocks? Evidence from International

Trade. *American Economic Review: Insights*, Vol.2, No.4, 2020, pp.509–526.

24. Brinca, P., Duarte, J. B., & Faria-e-Castro, M., Measuring Labor Supply and Demand Shocks During COVID-19. *European Economic Review*, Vol.139, No.10, 2021, 103901.

25. Chiu, W. C., Pena, J. I., & Wang, C. W., Industry Characteristics and Financial Risk Contagion. *Journal of Banking and Finance*, Vol.50, 2015, pp.411–427.

26. Diebold, F. X., & Yilmaz, K., On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms. *Journal of Econometrics*, Vol.182, No.1, 2014, pp.119–134.

27. Guerrieri, V., Lorenzoni, G., & Straub, L., Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? . *American Economic Review*, Vol.112, No.5, 2022, pp.1437–1474.

28. Higgins, P., Zha, T., & Zhong, W., Forecasting China’s Economic Growth and Inflation. *China Economic Review*, Vol.41, No.12, 2016, pp.46–61.

29. Jordà, Ò., Singh, S. R., & Taylor, A. M., Longer-Run Economic Consequences of Pandemics. *The Review of Economics and Statistics*, Vol.104, No.1, 2022, pp.166–175.

30. Malik, F., Volatility Spillover between Exchange Rate and Stock Returns Under Volatility Shifts. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.80, No.5, 2021, pp.605–613.

31. Ngene, G. M., What Drives Dynamic Connectedness of the US Equity Sectors During Different Business Cycles?. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol.58, No.11, 2021, 101493.

32. Sansó, A., Carrion, J. L., & Aragó, V., Testing for Changes in the Unconditional Variance of Financial Time Series. *Revista de Economía Financiera*, Vol.4, 2004, pp.32–52.

33. Tam, P. S., Global Impacts of China–US Trade Tensions. *The Journal of International Trade and Economic Development*, Vol.29, No.5, 2020, pp.510–545.

Continuous Impact of Major Events on Economy-Finance Risk Spillover

HU Chunyang, MA Yaming (Tianjin University of Finance and Economics, 300222)

Summary: The twenty-first century has witnessed several major events which can cause structural breaks in the economy or finance. Structural breaks in the economy affect the supply and demand, and the impact is transmitted to the financial system through the supply and capital chains, exacerbating financial risks. Structural breaks in the finance result in asset impairments in financial markets and a tightening of credit by financial institutions, leading to underfunding of economic sectors and exposure to recessionary risk. Uncertainty associated with major events can also depress individual entrepreneurs, reducing both real and financial investment and further exacerbating the producer pressure on firms and the risk of asset impairment. Thus, major events can amplify economy-finance risk spillovers through negative shocks to demand, supply and expectations, namely the “triple pressure” channel. This paper identifies major financial and economic events based on the modified Iterative Cumulative Sum of Squares (ICSS) algorithm, uses the Smooth Local Projection (SLP) model to measure the continuous impulse impact of major events on economy-finance risk spillover, applies the Growth-at-Risk (GaR) model to measure the quantile impact of major events on the demand, supply, and expectation indicators, and uses the moderating effect Local Projection (LP) model to test the risk prevention effects of the monetary, macroprudential and fiscal policies.

The main findings of this paper are as follows. Both major financial and economic events cause a significant increase in the level of economy-finance risk spillover from 1 to 24 months, in which the impact

of financial events is stronger, and the trend of the impact of economic events is more stable. At the demand side, major events significantly increase the downside risk of investment in the short and medium terms. At the supply side, major events increase the upside risk of raw material costs and supply chain costs in the short and medium terms. As to expectations, major events increase the downside risk of entrepreneurial confidence and consumer confidence in the medium and long terms. These results suggest that major events can exacerbate the economic “triple pressure,” which in turn leads to the economy-finance risk spillover. In the “three-pillar” macro policy framework, the implementation of fiscal policies to expand spending can effectively restrain the increase in economy-finance risk spillover from major events, and this risk prevention effect is more effective for major financial events.

The possible marginal contributions of this paper are as follows. Firstly, most of the methods used in previous studies for identifying major events are subjective. This paper applies the modified ICSS algorithm to economic and financial series in order to objectively identify major economic and financial events. Secondly, there is little literature on the continuous impact of different types of major events on the economy-finance risk spillover. This paper uses the SLP model to analyze the continuous impulse impact of major financial and economic events on the economy-finance risk spillover. Thirdly, there lacks literature analyzing the mechanism of the effect of major events on the economy-finance risk spillover. This paper uses the GaR model to analyze the mechanism of demand, supply and expectation indicators, and applies the moderating effect LP model to test the risk prevention effects of monetary, macro-prudential and fiscal policies.

Based on the above conclusions, this paper makes the following policy recommendations. Firstly, as major events can increase the economy-finance risk spillover, regulators should continue to strengthen penetrative and behavioral regulation of financial institutions to promote a virtuous cycle of financial institutions and real-economy enterprises in order to avoid risk spillovers in the context of major events. Secondly, according to the results of the research on the impact mechanism, China should continue to strengthen the double development dynamic, with the domestic economic flow as the main body, to stimulate and release the consumption potential, and effectively prevent the downside risk of demand under the impact of major events at home and abroad. At the same time, the government should increase assistance to enterprises in the real economy, reform the incentive and constraint mechanism, and boost market entities’ confidence, so as to avoid the decline of expectations. Finally, in combination with the results of macro policy regulation, the monetary policy and macroprudential policy should not be excessively relaxed; instead we should adopt a moderately active expenditure-based fiscal policy, expand fiscal spending on enterprise subsidies and household consumption subsidies, and increase efforts to stimulate consumer demand. The aforementioned initiatives are designed to support enterprises in the real economy and boost aggregate demand, thereby maintaining the stable operation of the economy and reducing economy-finance risk spillover.

In the future, the authors intend to examine the moderating role of the financial cycle between the major events and the economy-finance risk spillover, and analyze the coordination and matching effect among the “three-pillar” macro policies.

Keywords: Major Events, Economy-Finance, Risk Spillover, Triple Pressure, Fiscal Policy

JEL: E44, G1, G14

责任编辑:诗 华