

# 宏观经济和金融环境变化对 国际资本流动行为的影响

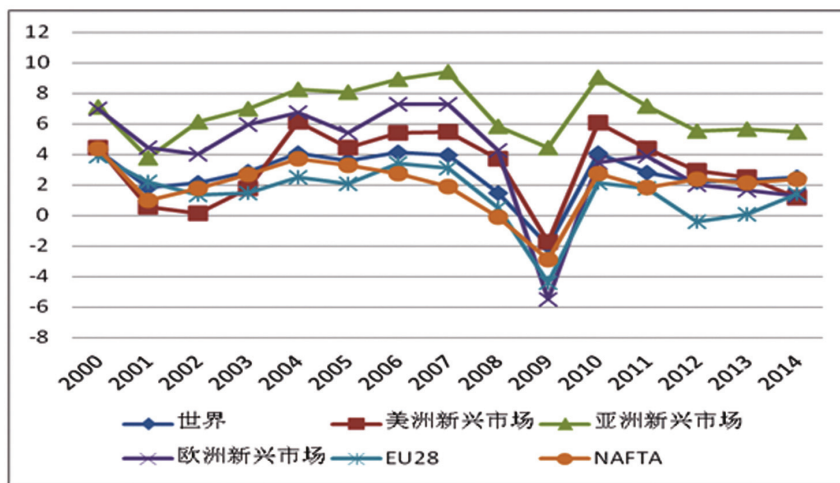
于春海

微观主体在权衡风险和收益的基础上选择和调整资产组合,这是驱动资金在不同资产、不同市场和不同国家之间流动的微观机制。无论是金融资产的风险—收益特征,还是微观主体的风险—收益偏好,都依赖于宏观经济和金融环境。因此,宏观经济和金融环境的变化,必然会通过这两个渠道影响微观主体的资产选择行为。在开放背景下,微观主体跨越国界构建和调整其资产组合。全球宏观经济和金融环境的变化,引发跨国资产组合的调整,进而导致资金跨境流动行为的变化。

次贷危机以前,全球宏观经济环境的两个特点是失衡和大缓和。危机以后,全球宏观经济环境的特点是失衡调整和“新大衰退”。宏观经济环境的深刻变化,改变了金融市场的风险和市场参与者的风险偏好。这必然会对资金跨境流动性产生深刻影响。本文通过考察次贷危机后全球宏观经济和金融环境变化对金融市场风险测度的影响,以及次贷危机展示的“尾部事件冲击”与新环境结合在一起对市场参与者风险偏好的影响,探讨次贷危机后资金跨境流动所呈现的新特点。

## 一、危机后全球宏观经济环境的特点

危机以来,世界经济整体增长速度明显下降。2000年至2007年,世界经济年均增长3.4%;2008年至2009年世界经济年均增长-0.3%;2010年至2014年世界经济年均增长2.8%。不同地区和不同类型的经济体,GDP实际增速都呈现普遍的下降趋势。近几年的研究表面,世界经济增速下降是危机后续影响、私人部门去杠杆行为和增长潜力下降相互叠加的结果。



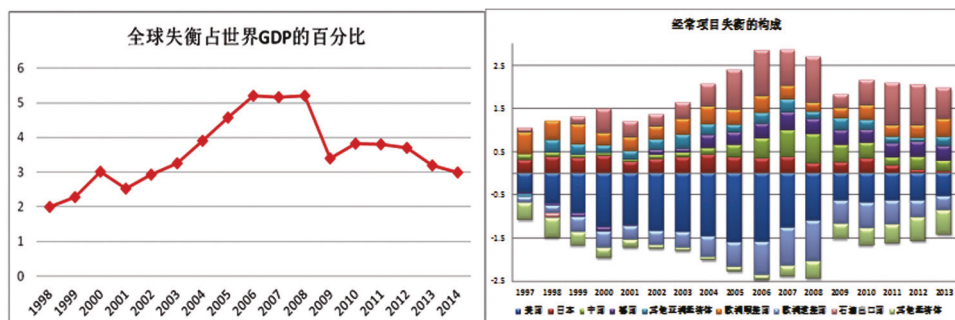
GDP 增长率(%)<sup>①</sup>

要实现全球实体经济的稳健复苏和持续增长,不仅要消除危机的后续影响和私人部门去杠杆等问题,更重要的是要解决长期潜在增速下降问题,特别是人口老龄化和生产率增速下降的问题。影响长期潜在增长速度的是深层面的制度性和结构性因素,在短期中难以取得实质性进展。因此,低增长会是一个长期的现象。进一步考虑到危机的后续影响以及私人部门的去杠杆行为,实体经济的复苏进程必然非常缓慢,并且充满不确定性。这是一个全球性问题。鉴于此,埃里安和萨默斯等人提出世界经济已经从危机前的“大缓和”状态转变为危机后的“新大萧条”状态。

与此同时,次贷危机驱动全球失衡进入实质性调整过程。全球失衡规模在2006年达到了一个历史顶峰,此后随着则是不断下降。特别是次贷危机以后,全球经常项目失衡规模显著下降。2006年至2014年,全球经常项目失衡规模占世

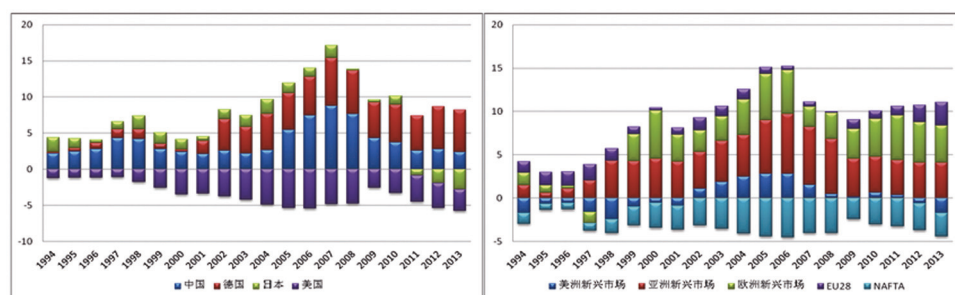
<sup>①</sup> 数据来自 UNCTAD。

界 GDP 的比重从 5.2 降至 3.0%。在全球整体失衡规模下降的同时,失衡的国别结构也发生明显变化。美国、日本和中国作为过去的主要失衡国,经常项目失衡占世界 GDP 的比重大幅下降;德国超过中国,成为全球失衡中最大的顺差国;欧洲其他经济体的失衡规模显著上升;石油出口国依然维持较高的失衡规模。



全球经常项目失衡(%)<sup>①</sup>

全球失衡规模的收缩,意味着全球储蓄—投资对比关系发生变化。从上世纪 90 年代后期开始,中国和德国储蓄过剩的状况不断加剧,美国储蓄不足的状况不断加剧。由此,中国和德国成为全球失衡中最大的顺差国,美国成为全球失衡中最大的逆差国。次贷危机以后,全球性整体性的储蓄过剩状况显著改善。具体来看,包括中国在内的亚洲新兴经济的储蓄过剩比率显著下降,日本从储蓄过剩转变为储蓄不足,美洲新兴市场从储蓄过剩转变为储蓄不足,欧洲新兴经济和发达经济整体的储蓄过剩状况加剧。



国民储蓄率与国民投资率的差额(%)<sup>②</sup>

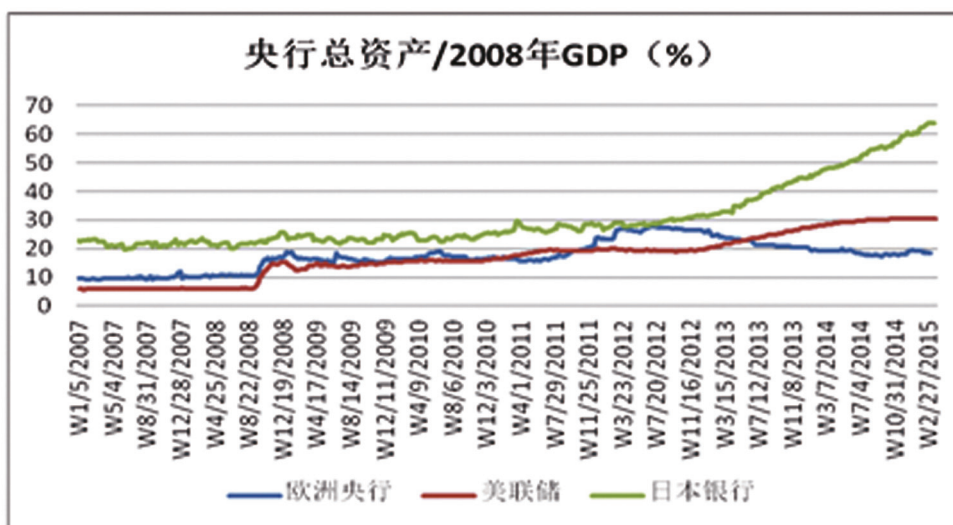
① 占世界 GDP 的百分比;数据来自 IMF2014 年 10 月和 2015 年 4 月的《世界经济展望》。  
 ② 占世界 GDP 的百分比;数据来自 IMF2014 年 10 月和 2015 年 4 月的《世界经济展望》。

近年来的研究表明,要实现全球实体经济的稳健复苏和持续增长,不仅要消除危机的后续影响和私人部门去杠杆等问题,更重要的是要解决长期潜在增速下降问题,特别是人口老龄化和生产率增速下降的问题。在影响长期潜在增长速度的是深层面的制度性和结构性因素,在短期中难以取得实质性进展。因此,实体经济的低增长会是一个长期的现象。进一步考虑到危机的后续影响以及私人部门的去杠杆行为,实体经济的复苏进程必然非常缓慢,并且充满不确定性。这是一个全球性问题。而且在失衡调整过程中,原来的顺差国还面临另一个额外的调整任务,即需求增长动力从外需向内需转换。而内需的培育同样受制于制度性和结构性因素。实体经济复苏进程的不稳定是最大的风险来源。货币和财政扩张只能起到“托底”效果,降低实体经济复苏进程的不确定性,但又会带来新的风险来源,即公共部门杠杆比率的迅速提高,包括央行资产负债表的扩张和政府债务的上升。这是一种“刀刃上的平衡”,也是极其痛苦的两难选择,由此决定了各国宏观经济形势与政策选择在短期中具有极大的不确定性。

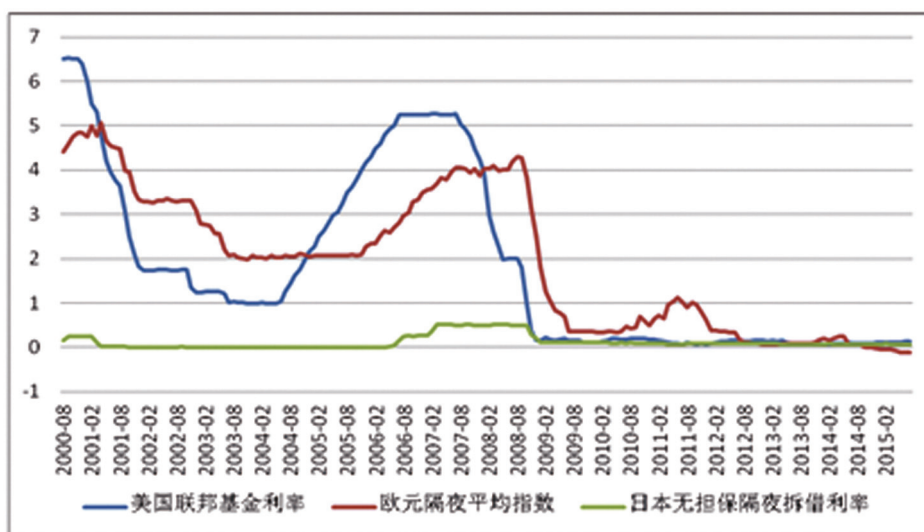
## 二、次贷危机后全球金融环境的特点

次贷危机以后,为了恢复金融稳定和刺激实体经济活动,主要经济体的中央银行实施了极其宽松的货币政策。在此影响下,中央银行的资产规模迅速膨胀,央行总资产占 GDP 的比重迅速提高。不仅如此,为了迅速扭转金融市场的恶化和动荡趋势,并为实体经济复苏提供强力支撑,发达经济体中央银行运用各种超常规的货币政策手段实施其货币扩张计划,包括长时期维持超低利率和采取各种非传统的政策手段。美联储不仅实施多轮量化宽松货币政策,而且将货币政策扩张从“时间导向”转变为“指标导向,这意味着扩张性货币政策没有明确的时间限制,将一直持续到关键宏观经济指标好转。日本推出强化版的量化宽松政策,强调货币政策的量化和质化宽松,在采取 2%通胀目标的同时,承诺无限额的资产购买计划。欧洲央行在大规模投放流动性的同时,将隔夜存款利率降到零以下,开始购买区域内各国国债,全面开启量化宽松货币政策。



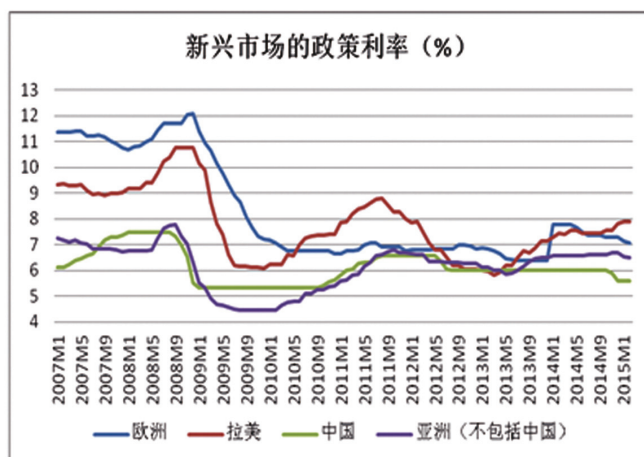


主要发达经济体货币当局资产的相对规模<sup>①</sup>



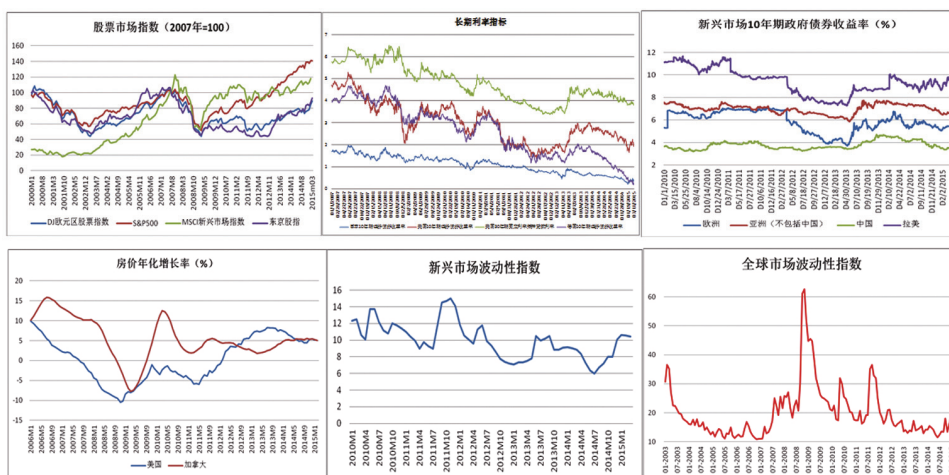
主要发达经济体的政策性利率 (%)

<sup>①</sup> 数据来自 IMF 的《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》。



新兴市场的政策性利率

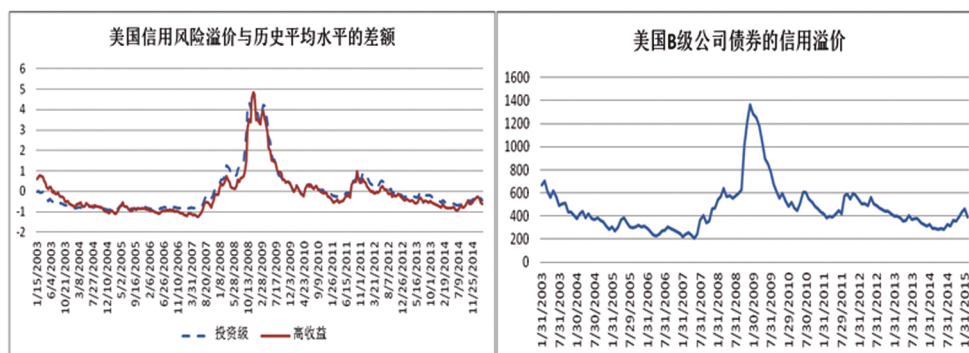
在主要经济体中央银行超常规货币政策的刺激下，全球金融市场的条件明显改善。美国、欧元区、日本和新兴股票市场的价格指数已经恢复危机前的水平。发达经济体中央银行的债券购买行为以及金融机构与企业资产负债表风险的降低，导致信用风险溢价和长期债券收益率大幅下降，由此带动美欧发达市场上债券收益率和价差的显著下降。不仅是发达经济体，新兴经济体在国内外宽松货币条件的带动下，长期利率指标都明显下降。随着货币和金融条件的改善，金融市场走出危机的冲击，市场波动性显著下降。



主要金融市场的状况<sup>①</sup>

① 数据来自 IMF 和 BIS。

美国金融市场状况的改善最为明显。在多轮量化宽松货币政策的刺激下,股票市场指数和房地产价格增长速度恢复危机前的水平。美国信贷市场上再次兴起“收益追逐”行为,推动美国风险资产价格迅速上升,风险溢价大幅下降。无论是投资级还是高收益债券,信用价差都低于历史平均水平。



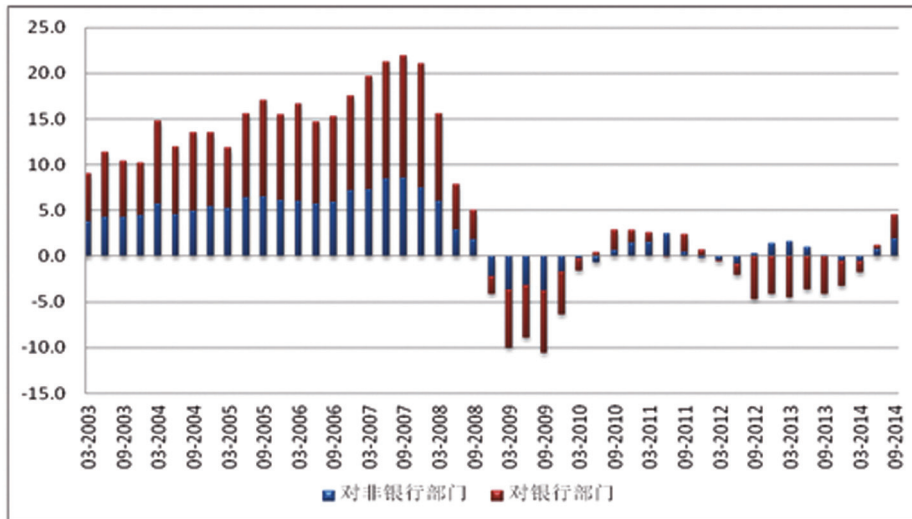
美国公司债券的信用价差<sup>①</sup>

金融市场条件改善对实体经济的传导渠道受阻。首先,在次贷危机中受到严重冲击的银行业,虽然在次贷危机后全面恢复,但是放贷能力却没有同步增长。从全球整体情况看,银行体系的恢复并没有带动信贷全面恢复增长。从全球信贷增长情况来看,无论是国内信贷还是跨境信贷,增长速度都远低于危机前的水平。危机前的增速保持在 20% 左右,而危机后的增速不到 10%。(见图 \* \* \*)对于国际性银行开展的跨境信贷和本地外币信贷,目前还没有恢复稳定的增长。(见图 \* \* \*)相对而言,亚太地区银行信贷大致恢复了危机以前的增长速度,国内信贷增速基本恢复到危机前的水平,跨境信贷的增速也达到了 20% 左右。(见图 \* \* \*)

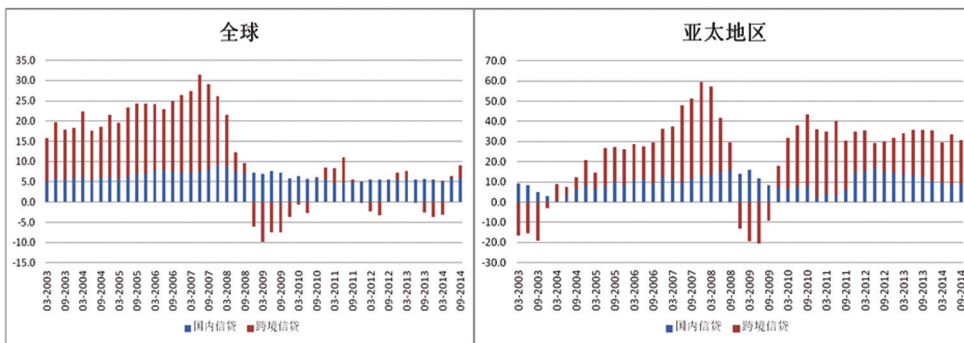
其次,宽松的货币和金融环境未能有效推动发达经济体中的私人部门的去杠杆过程。宽松货币政策与金融市场条件的改善,可以通过宏观和微观两个渠道推动私人部门的去杠杆过程。宏观渠道依赖于通货膨胀、经济增长和资产价格上升。微观渠道依赖于债务偿还和债务注销。但是就目前的世纪情况看,这两个渠道上的影响并没有充分发挥,非金融企业部门去杠杆的效果并不明显,债务水平与 2009 年的顶峰相比下降幅度不大。欧元区和日本非金融企业的债务比率依然很高,美国非金融企业的债务比率相对较低,但是近年来明显上升。私人部门的高负债水平不仅会拖

<sup>①</sup> 数据来自 IMF。

累经济增长,而且会威胁金融稳定性<sup>①</sup>。在金融条件和经济恢复最好的美国,企业债务水平迅速上升,无论是净债务对收入的比率,还是债务占总资产的百分比,都已经超过了危机以前的水平。另一方面,美国市场的流动性指标不断下降,每周的平均交易量持续低于历史平均水平。低流动性与高杠杆比率结合在一起,增加了市场对外生冲击的脆弱性,微小的冲击可能会被放大成整个市场急剧的价格调整。<sup>②</sup>

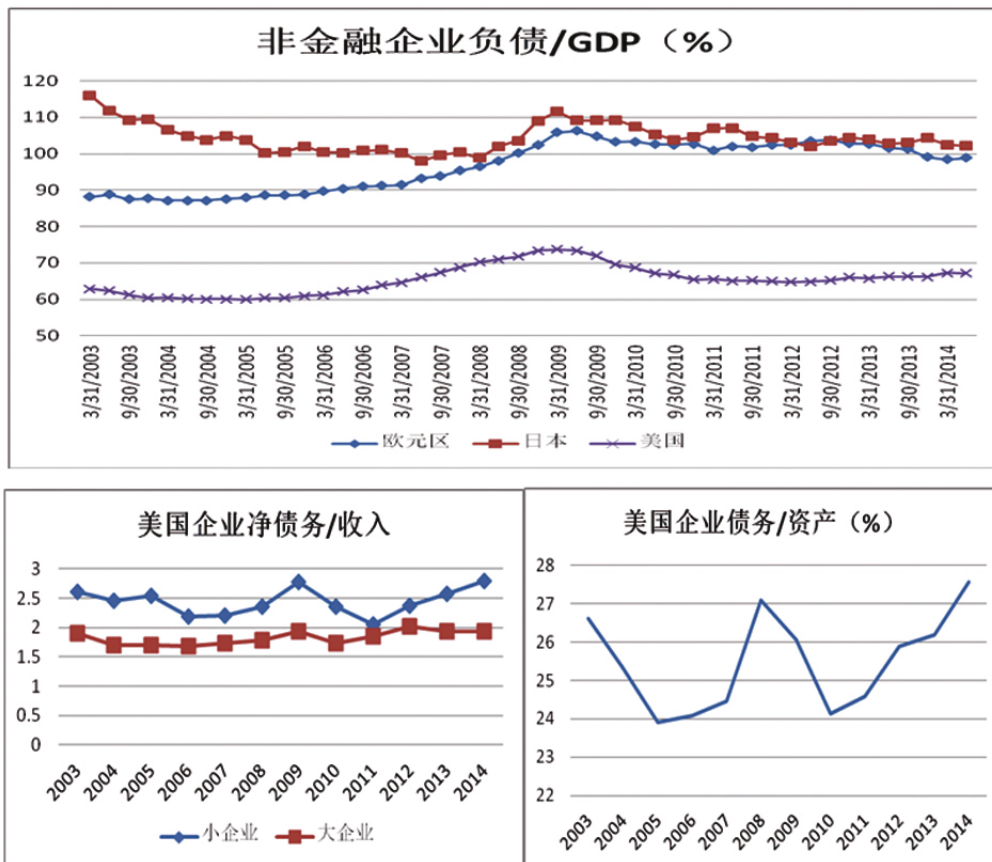


国际性银行的信贷增长率(%)<sup>③</sup>



银行信贷总量的增长情况(%)<sup>④</sup>

① 参见: Chen et. al. (2015)、Bornhorst and Ruiz Arranz (2013)。  
 ② IMF,《全球金融稳定报告》,2015年4月。  
 ③ 包括 BIS 报告银行的所有跨境信贷和本地外币信贷。数据来自 BIS。  
 ④ 全球数据四对所有向 BIS 报告数据的 56 个国家的加总。数据来自 BIS。

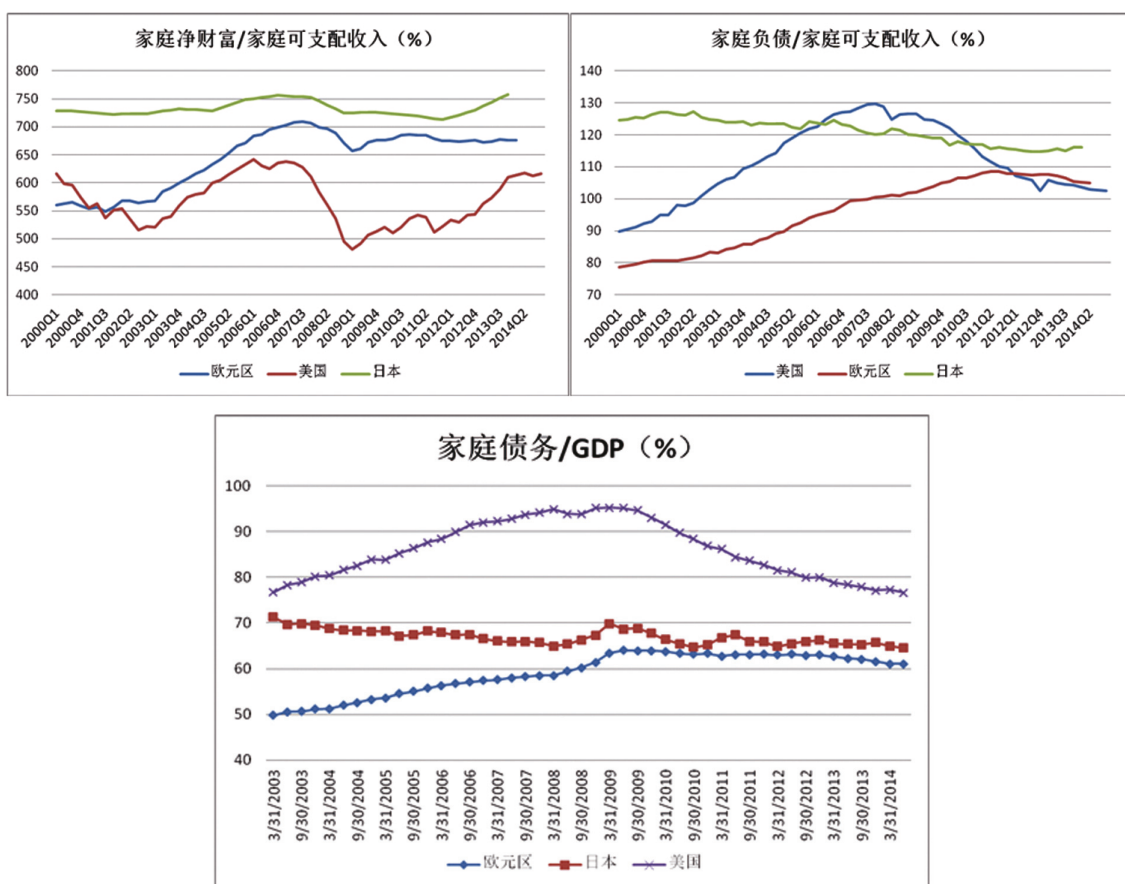


发达经济体非金融企业的的债务水平<sup>①</sup>

家庭部门去杠杆的效果在主要发达经济体之间存在明显差异。美国家庭的资产负债情况在 2009 年以后得到明显改善, 欧元区和日本没有出现明显改善的迹象。在家庭负债占 GDP 比重这一指标上, 美国大幅下降, 欧元区和日本都还没有任何下降迹象; 在家庭负债占可支配收入的比重这一指标上, 美国同样是明显下降, 日本的下降幅度不大, 欧元区大幅上升。在家庭净财富占可支配收入的比重这一指标上, 美国大幅上升, 欧元区和日本的变化不明显。这反映出美日欧在资产价格和经济增长方面的差异。美国不仅资产价格的上升速度快于日本和欧元区, 而且经济增长和收入增长的速度都快于日本和欧元区。

<sup>①</sup> 数据来自 IMF2015 年 4 月的《全球金融稳定报告》和《世界经济展望》。





发达经济体的家庭财务状况<sup>①</sup>

### 三、全球宏观经济和金融新环境下的风险及其对跨境资本流动的影响

次贷危机以后,全球超常规货币扩张导致的极其宽松的货币和金融环境,与经济潜在增速下降以及全球失衡的实质性调整结合在一起,不仅导致货币扩张与实体经济扩张之间的联系渠道受阻,而且蕴育着巨大的金融脆弱性和金融风险。当前的全球经济和金融环境是一种不同以往的新环境,其中蕴藏的风险及其可能带来的潜在损失在历史经验中并未充分展示。在一般逻辑中,新环境下的新风险通常不会被充分感知,这会进一步导致市场参与者风险偏好的提高。但是,对于刚刚经历过次贷危机和欧债危机的市场参与者,基于对危机原因的反思与经验教训的总结,会提高对尾部事件发生概率及其潜在损失的评估,这将导致市场参与者风险

<sup>①</sup> 数据来自IMF2015年4月的《全球金融稳定报告》和《世界经济展望》。

厌恶程度的提高。这会导致市场参与者行为的短期化。表现在跨境资金流动行为上,就是资金跨境流动的波动性和易变性显著提高。

次贷危机以后,无论是整体经济的复苏,还是私人部门财务状况的恢复,都明显滞后于金融市场的恢复。大量的理论和实践早已告诉我们,金融部门的调整从来都是快于实体经济部门的。这是由金融部门和实体经济部门运行机制的差异所决定的。如前所说,包括发达经济和新兴市场在内,各国普遍面临经济潜在增速下降的问题。这是由人口老龄化和技术进步速度下降导致的,其背后是深层面的结构性和制度性问题。无论金融市场恢复情况是多么的好,在短期中也无法解决这些问题的。这些问题的解决不仅需要结构调整和制度变革,而且必须要经过很长一段时间的累积性变化,才可能有所成效。因此,宏观经济调控当局超常规的刺激政策在短期中能够推动金融市场条件的显著改善,却无法推动实体经济同样迅速的复苏。受制于经济复苏的步伐,收入指标在短期也难以迅速增长。在这种情况下,去杠杆的力量较为单一,只能主要依赖于债务本身的削减。这不能太快,也不应该太快。这意味着两个方面的风险。首先,与私人部门高杠杆相对应的金融脆弱性始终存在,其风险在次贷危机和欧债危机中都已经展示。其次,货币和流动性扩张向实体经济传导的一个重要渠道受阻,货币和流动性在金融部门自我循环膨胀,带来金融泡沫的风险。

全球宽松的货币和流动性环境与全球失衡的实质性调整过程结合在一起,同样也蕴藏着巨大的风险。全球失衡状况的维持,依赖于国际投融资过程。以逆差国为例。总需求大于总供给意味着政府、家庭或企业的支出大于收入。为了维持这一状态,首先必须满足相关部门在国内的债务融资需求。其次,总需求大于总供给的状态对外则表现为贸易赤字,为此需要国际资金的流入,解决赤字的国际融资问题。无论是国内融资还是国际融资,都会对资金或流动性形成需求。沿着这样的逻辑,随着全球范围内储蓄—投资差额的缩小,全球贸易失衡规模不断下降,由此必然导致全球范围服务于失衡融资的资金需求规模下降。一方面是实体经济复苏进程缓慢,服务于家庭消费和企业投资的资金需求增长缓慢。另一方面是全球失衡规模的下降,服务于失衡融资的资金需求规模下降。两者结合在一起,意味着次贷危机以后全球范围内的资金和流动性需求规模显著下降。但是,次贷危机以后在各国超常规刺激政策下,全球范围内资金和流动性规模急剧扩张。这些过剩的资金和流动性只能囤积在金融领域,专注于纯金融交易活动,由此加剧金融泡沫的风险。

新环境中蕴育的风险在当前并没有充分显露出来。在一般逻辑中,对于尚未充分显露的尾部事件风险,市场参与者的主观评判可能是低估、也可能是高估,这取决



于过往的经历。一般来说,离现在越近的历史经验及对其的反思,对市场参与者评判未来不确定性及其可能损失的影响越大。就目前来说,最近发生的、带来巨大冲击的事件应该就是次贷危机。在反思次贷危机前的资产证券化过程时,金融发展理论中提出了“过度金融深化”的问题。其背后的关键是特定环境下的风险低估和风险偏好上升。风险在本质上是一个主观概念,只有市场参与者对某种不确定性事件的所有可能状态的发生概率都能够进行主观赋值,客观的不确定性才能够转变成可度量和可管理的风险。主观概率的赋值过程实际上就是依据历史和当前所有信息对特定资产价格和收益率的分布特征进行赋值。在不同的宏观经济和金融环境下,金融资产价格和收益率分布具有不同的实现值。这样,风险测度的构建过程依赖于金融资产的历史波动性,进而依赖于过去一段时间内的宏观经济和金融环境。宏观经济大缓和背景下,市场波动性显著下降,这导致风险测度的下降。

作为市场参与者基本的行为参数之一,风险厌恶系数或者风险偏好随着市场环境的变化而变化。依据行为金融理论和实证研究的成果,随着宏观经济和金融形势的改善,市场参与者的风险厌恶系数会不断降低。在宽松的宏观经济和金融环境下,风险特别是“尾部事件风险”未能充分显示,对尾部风险可能带来的损失缺乏认识和体验,这导致市场参与者日益增强的风险偏好。风险测度和风险偏好的变化趋势共同推动金融风险溢价的降低和资产价格的上涨。<sup>①</sup> 风险偏好程度的提高带来了国际金融市场上普遍的“收益追逐行为”,即希望通过增加风险暴露来获取更高的收益。风险测度和风险态度的变化,加剧了危机前的金融失衡积累,并最终演变成次贷危机。

次贷危机的爆发,展示了“尾部事件风险”以及市场普遍低估这一风险的灾害性后果。这样的冲击必然带来市场参与者风险感知和风险偏好的变化,进而导致整个市场风险厌恶程度的提高。对“尾部事件风险”的感知与风险厌恶程度的提高结合在一起,使得市场行为更趋短期化。次贷危机以后针对全球债券基金的实证研究发现,在最终投资者赎回基金的情况下,基金管理人的行为会进一步放大市场上的债券抛售规模。<sup>②</sup> 这是市场风险厌恶上升和行为短期化的例证。

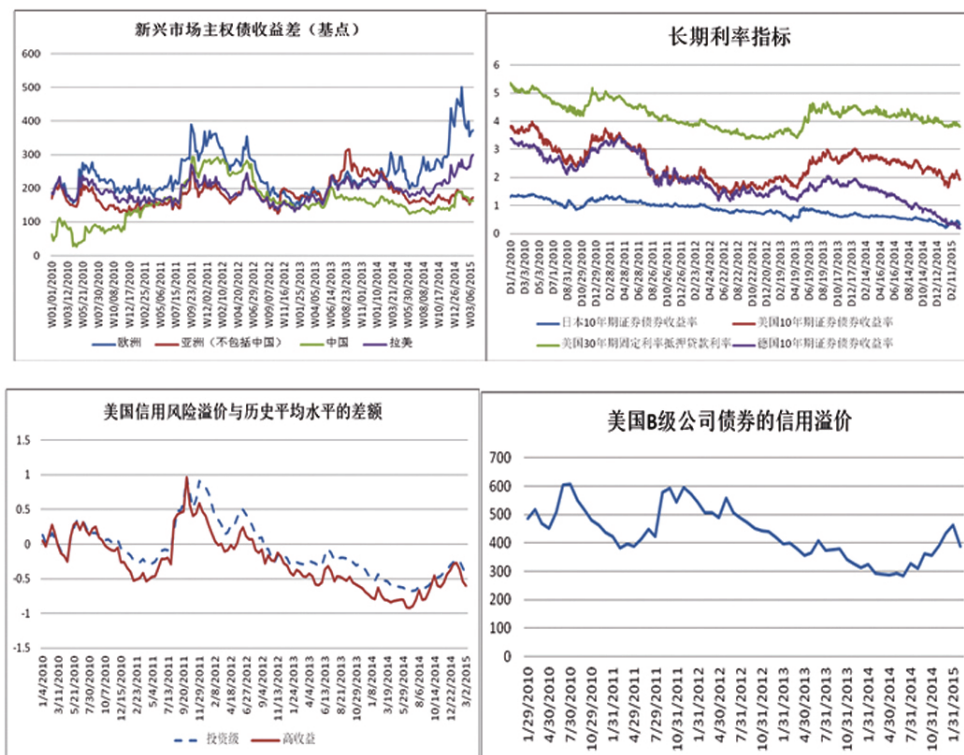
在前文的分析中,我们已经指出,随着货币和金融条件的改善,金融市场走出危机的冲击,市场波动性显著下降。依据传统逻辑,随着市场波动性的普遍下降,

---

<sup>①</sup> Mendoza (2010)认为,由于缺乏关于新金融工具违约和表现记录的数据,以及关于新金融体系稳定性的数据,导致市场参与者对风险的系统性低估。金融创新与信贷约束结合在一起,导致新金融环境下风险定价过低。参见: Mendoza G. Enrique, "Financial Innovation, the Discovery of Risk and the U.S. Crisis", NBER Working Paper 16020, May 2010.

<sup>②</sup> 参见:

金融资产风险溢价也应该下降。但实际情况并非如此。虽然新兴金融市场和发达金融市场的波动性都明显下降,但是两者的风险溢价的变动方向却存在显著差异。从下图中可以看出,2011年以来,美欧发达金融市场上的风险溢价呈现明显的下降趋势,但是新兴市场的主权风险溢价却呈现上升的趋势。在市场波动性这一风险测度指标同步下降的背景下,风险溢价的差异主要来自风险偏好的差异,对发达金融市场风险偏好的提升,对新兴市场风险厌恶的提升。在金融和实体经济稳健复苏的美国,企业债券的风险溢价水平在2014年以来也明显上升,特别是B级和高收益级公司债券。这同样反映出市场参与者风险偏好的变化。

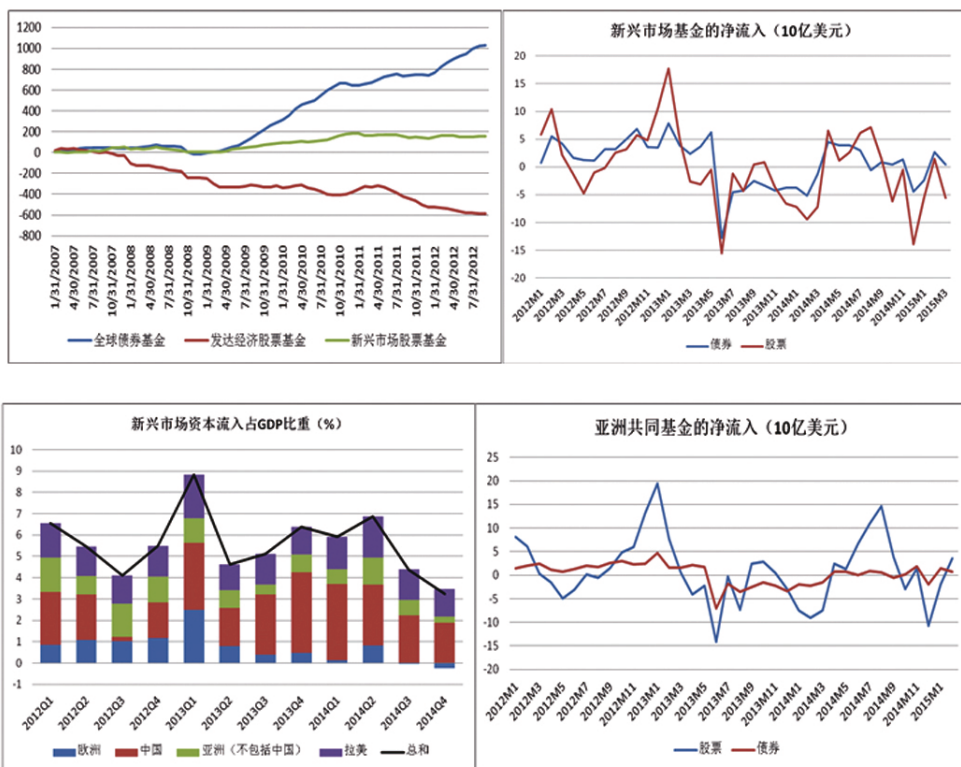


不同金融市场风险溢价的对比<sup>①</sup>

对不同市场风险偏好的差异及其变化,首先引发资金跨境流动的。在2009年至2012年之间,欧美发达经济中央银行大规模的资产购买行为与政府债务约束结合在一起,导致“安全港”主权债券与投资级企业债券对国际投资者的潜在供给能力大幅下降。充斥于国际金融市场之中的流动性只能选择经济表现较为强劲的新

<sup>①</sup> 数据来自IMF2015年4月的《世界经济展望》。

兴市场。由此导致全球债券基金和新兴市场股票基金的规模迅速膨胀。2012年以后,随着市场参与者对新兴市场风险主观评估的上升,在新兴市场主权债券和长期债券风险溢价上升是同时,跨境资金流入规模显著下降。对此还需要注意到,发达经济体央行的债券购买行为以及资产负债表风险的降低,导致发达金融市场信用风险溢价和长期债券收益率大幅下降。这种变化是不可持续的,就目前的状况来看,调整风险是不对称的,是单向的,因为收益率目前处于创纪录的低水平,未来只可能向上调整。<sup>①</sup> 对这种风险的担忧可能将会导致新兴市场跨境资本流动规模和易变性的急剧上升。



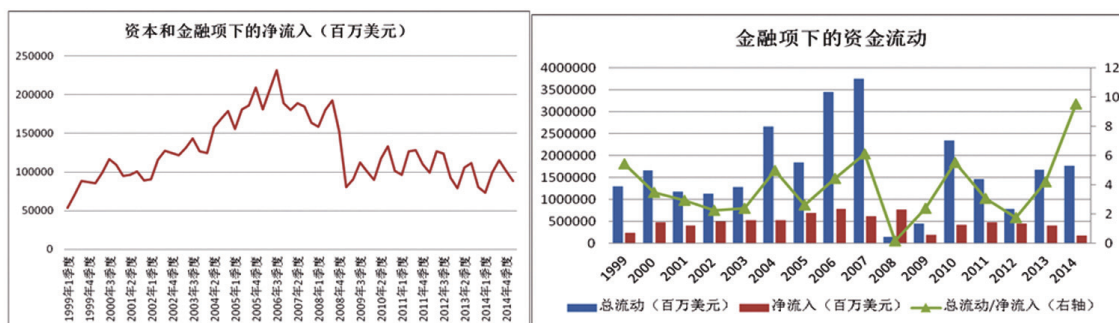
全球共同基金的累积流入规模(10 亿美元)<sup>②</sup>

在我们过去几年的研究中已经发现,次贷危机后金融市场复苏进程与实体经济复苏进程存在明显差异。在主要经济体货币当局超常规货币政策的刺激下,包括发达市场和新兴市场在内的全球金融市场的复苏较为迅速,用了 2 到 3 年的时

<sup>①</sup> IMF, Global Financial Stability Report, April 2013.

<sup>②</sup> 数据来自 IMF2012 年 10 月的《全球金融稳定报告》。

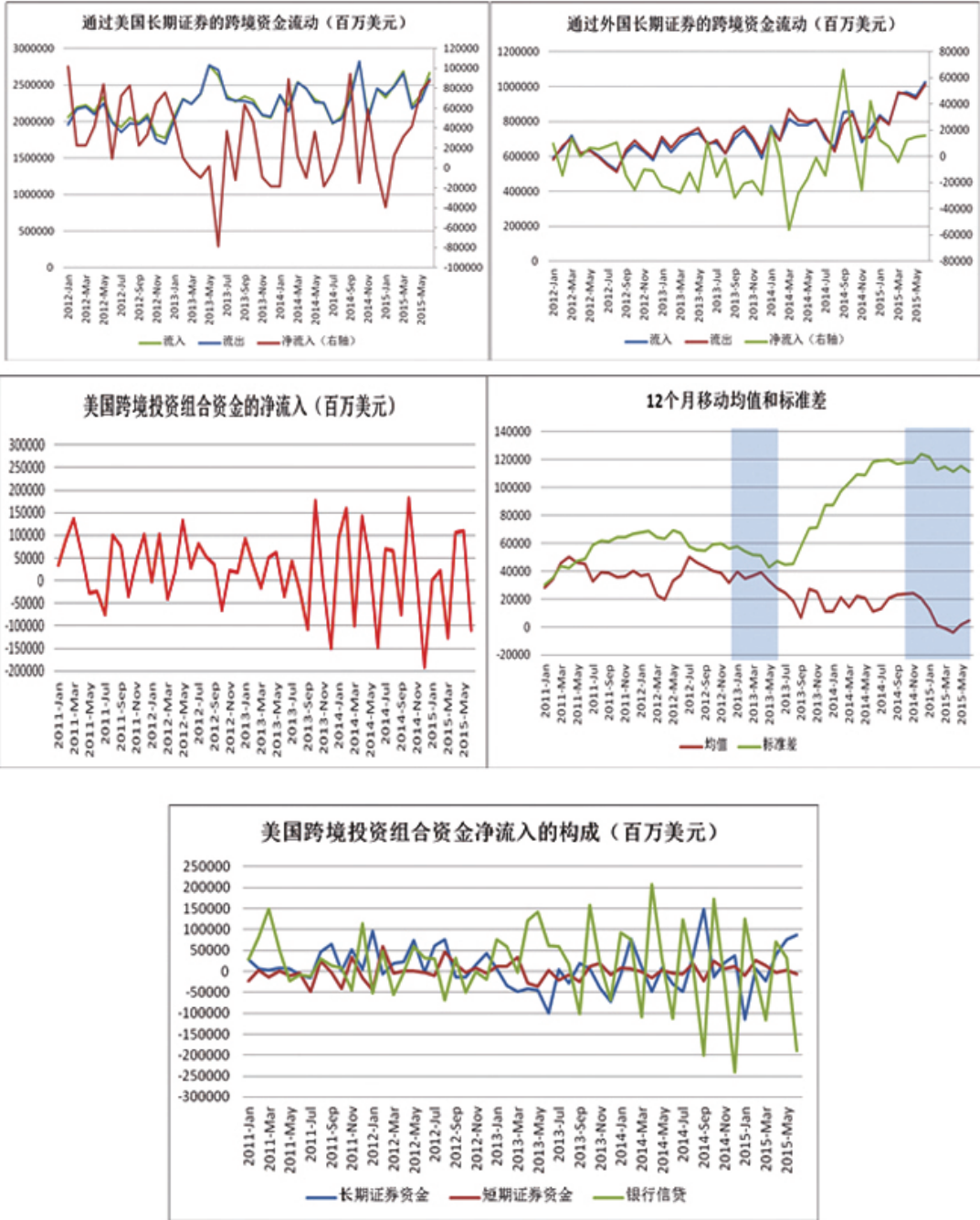
间基本恢复到危机以前的水平。但是实体经济融资条件的改善却远远滞后于金融市场条件的改善。这意味着货币扩张带来的增量流动性未能引导实体经济供给和需求的调整,只是囤积于金融体系之中,由此导致国际资本流动规模与易变性的增加。无论是美国还是新兴市场,我们都发现一个现象,总资本流动规模与净资本流动规模之间的差异显著扩大。这意味着资本双向流动性的提高。以美国为例。次贷危机以来,外部失衡规模的收缩导致美国资本和金融项下的净资本流入规模不断下降。实体经济供求对比状况的变化,美国对国外资本的净需求规模显著下降,由此形成的对资金的净需求也必然下降。这表现为美国资本和金融项下净流入规模的下降。



### 美国的跨境资本流动<sup>①</sup>

在美国净资本流入下降的同时,资金流入和流出的总规模依然保持明显的上升势头。这种现象在美国跨境投资组合资金的流动方面表现得尤为明显。在美国跨境长期证券资金流动方面,2012年的流入和流出规模都呈现明显的上升趋势,净流入虽然为正,但是规模并没有明显的上升。这意味着总流动规模与净流入规模之间的差异不断扩大。在总体的跨境投资组合资金的流动方面,净流入规模的连续12个月移动均值呈现明显的下降趋势,而连续12个月移动标准差却呈现明显的上升趋势。所有这些都表明,在美国跨境资金流入和流出总规模上升的同时,跨境资金净流入的规模却是下降的。与美国相对应,其他很多经济体的跨境投资组合资金的流动情况应该是,流入和流出总规模上升、净流出规模下降。总流动规模和净流动规模之间的差异不断扩大,这意味着跨境资金流动的双向性、易变性和波动性不断提高。

<sup>①</sup> 数据来自美国商务部经济分析局网站。



### 美国跨境长期证券资金的流动<sup>①</sup>

① 通过美国证券实现的跨境资金流动是指外国人购买和卖出美国引发的资金流入和流出美国；通过外国证券实现的跨境资金流动是指美国购买和卖出外国证券引起的资金流出和流入美国。数据来自美国财政部 TIC 系统。



## 四、结论

次贷危机以前,全球宏观经济环境的基本特点全球失衡和“大缓和”。危机以后,全球宏观经济环境的特点变为失衡调整和“新大衰退”。在这样的背景下,要实现全球实体经济的稳健复苏和持续增长,不仅要消除危机的后续影响和私人部门去杠杆等问题,更重要的是要解决长期潜在增速下降和需求增长动力机制转换的问题。这注定了实体经济复苏进程非常缓慢、并且充满不确定性。对此,货币和财政扩张只能起到“托底”效果,降低实体经济复苏进程的不确定性,但又会带来新的风险来源,即公共部门杠杆比率的迅速提高,包括央行资产负债表的扩张和政府债务的上升。这是一种“刀刃上的平衡”,也是极其痛苦的两难选择,由此决定了各国宏观经济形势与政策选择在短期中具有极大的不确定性。

次贷危机以后,全球超常规货币扩张带来了极其宽松的货币和金融环境,金融市场上的主要价格指标和收益指标恢复危机前的水平,但是金融体系与实体经济之间联系渠道并没有恢复。银行体系的恢复并没有带动信贷活动的全面恢复,特别是跨境信贷活动至今尚未呈现稳定增长的趋势。宽松的货币和金融环境也未能有效推动发达经济体中的私人部门的去杠杆过程。欧元区和日本的企业发债依然处于很高的水平,近年来的下降并不明显;美国的企业负债水平相对较低,但是近年来出现明显的上升。在家庭财务状况方面,美国家庭的资产负债情况在2009年以后得到明显改善,欧元区和日本没有出现明显改善的迹象。

经济潜在增速下降以及全球失衡的实质性调整结合在一起,不仅导致货币扩张与实体经济扩张之间的联系渠道受阻,而且蕴育着巨大的金融脆弱性和金融风险。与私人部门高杠杆相对应的金融脆弱性始终存在,其风险在次贷危机和欧债危机中都已经充分显露。更为重要的是新出现的风险。一方面是实体经济复苏缓慢和全球失衡规模下降,导致全球范围内的资金和流动性需求规模显著下降。另一方面是在各国超常规刺激政策下全球范围内资金和流动性规模急剧扩张。这导致货币和流动性扩张向实体经济传导渠道受阻,过剩的资金和流动性只能囤积在金融领域,专注于纯金融交易活动,由此带来严重的金融失衡风险。

当前的全球经济和金融环境是一种不同以往的新环境,其中蕴藏的风险及其可能带来的潜在损失在历史经验中并未充分展示。对于刚刚经历过次贷危机和欧债危机的市场参与者,基于对危机原因的反思与经验教训的总结,会提高对尾部事

件发生概率及其潜在损失的评估,这将导致市场参与者风险厌恶程度的提高。对“尾部事件风险”的感知与风险厌恶程度的提高结合在一起,使得市场行为更趋短期化。这导致全球范围内跨境资金总流动规模和净流动规模之间的差异不断扩大,跨境资金流动的双向性、易变性和波动性不断提高。