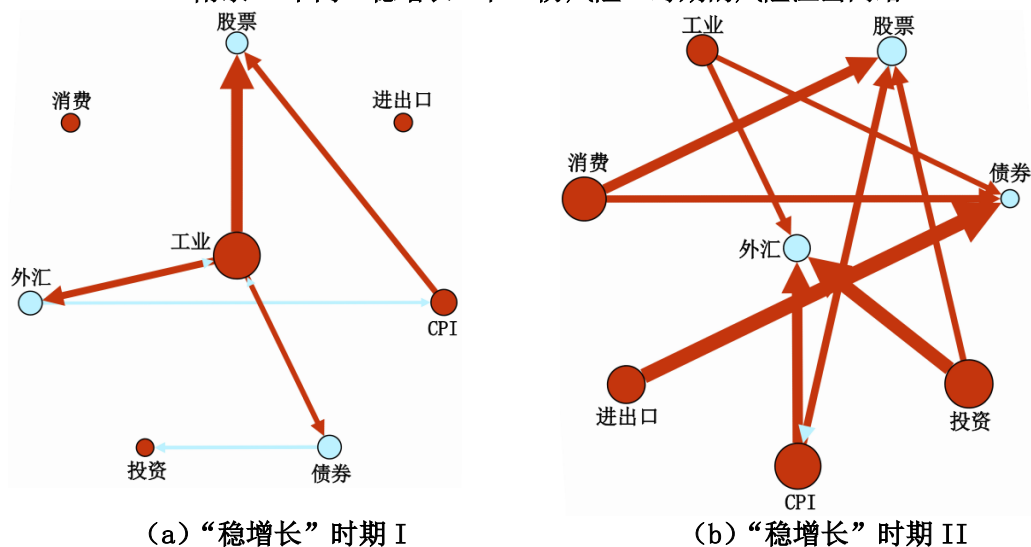


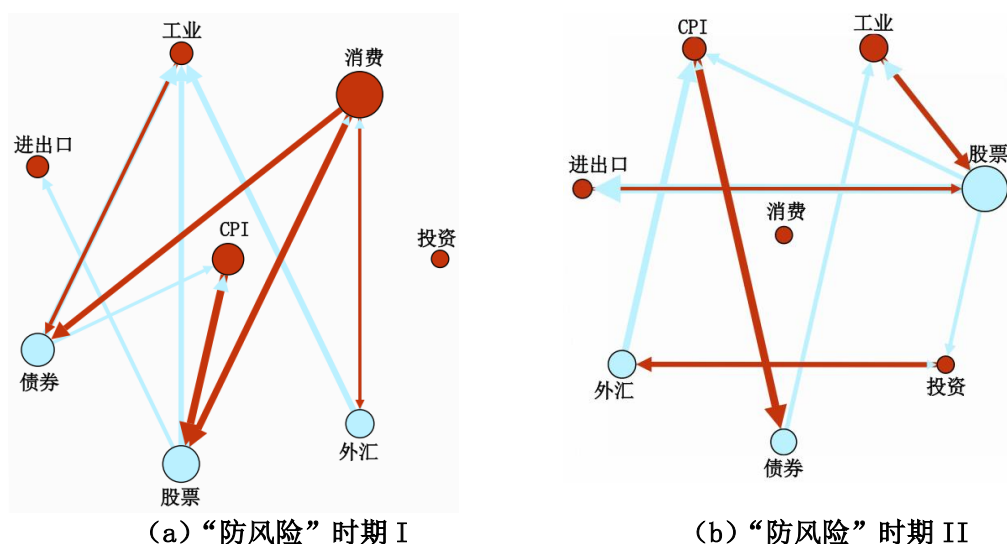
《实体经济与金融市场的风险监测与调控》附录

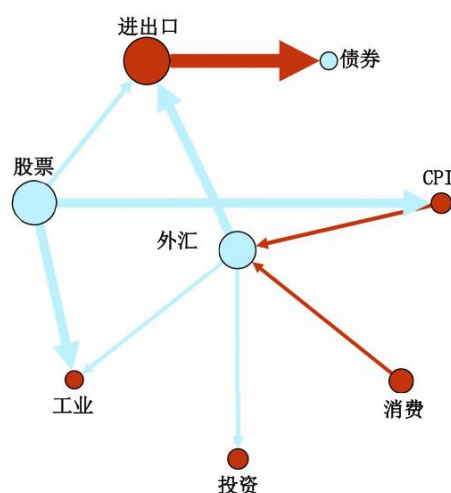
附录 1 不同“稳增长”和“防风险”时期的风险溢出网络



附图 1 “稳增长”时期的风险溢出网络

注：（1）左图和右图分别为“稳增长”时期和“防风险”时期金融市场与实体经济之间的风险溢出网络；（2）每个节点代表一个金融子市场或实体经济变量，节点大小表示变量产生的总风险溢出值，节点直径越大，表示总风险溢出越大，深色节点表示实体经济变量，浅色节点表示金融子市场；（3）两个节点之间的箭头代表风险溢出方向，箭头越粗，风险溢出越大；（4）节点位置根据 Fruchterman Reingold 布局自动生成；（5）风险溢出网络图中只保留结果大于均值的风险溢出关系。





(c) “防风险”时期 III

附图 2 “防风险”时期的风险溢出网络

注：（1）左图和右图分别为“稳增长”时期和“防风险”时期金融市场与实体经济之间的风险溢出网络；（2）每个节点代表一个金融子市场或实体经济变量，节点大小表示变量产生的总风险溢出值，节点直径越大，表示总风险溢出越大，深色节点表示实体经济变量，浅色节点表示金融子市场；（3）两个节点之间的箭头代表风险溢出方向，箭头越粗，风险溢出越大；（4）节点位置根据 Fruchterman Reingold 布局自动生成；（5）风险溢出网络图中只保留结果大于均值的风险溢出关系。

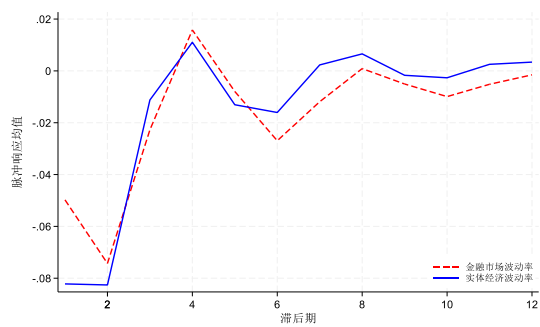
附录 2 不同时期的调控政策有效性稳健性分析

为更加准确地刻画货币政策和财政政策，本文借鉴陈小亮（2025）等，选取了货币政策力度指数和财政政策力度指数作为代表变量进行稳健性分析。其中，货币政策力度指数是将 M2 同比增速、社会融资规模存量同比增速、DR007、金融机构一般贷款加权实际利率等 4 个政策工具性指标及其相关的逆周期指标加权平均得到；财政政策力度指数是将一般公共预算（窄口径）和一般公共预算与政府性基金预算（宽口径）两个口径下的财政支出累计同比增速、财政支出执行进度、宏观税负、赤字率等 8 个政策工具性指标及其相关的逆周期指标加权平均得到¹。货币政策力度指数越大，表明货币政策越宽松；财政政策力度指数越大，表明财政政策越宽松。此外，为了更好的直接对比货币政策和财政政策稳增长和防风险效果，本文还以实体经济波动率表示实体经济风险，并对本文对金融市场波动率和实体经济波动率进行 *Z-score* 标准化处理²，得到的结果如附图 3（a）和附图 3（b）所示。

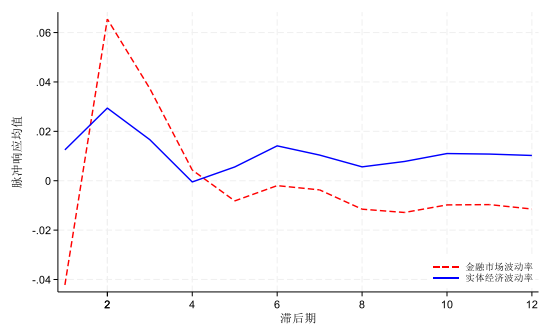
从图中可以看出，一方面，财政政策在稳增长和防风险方面均具有较好的调控效果，但财政政策在稳增长方面有比较优势。财政政策在短期能同时降低金融市场波动率和实体经济波动率。从效果上看，财政政策对实体经济波动率的降低作用更加明显，实体经济波动率的脉冲响应均值基本都在金融市场波动率之上。另一方面，货币政策对防风险目标的调控效果要优于稳增长，货币政策在防风险有比较优势。金融市场波动率的脉冲响应值基本都小于 0，表示货币政策具有防风险效果。而实体经济波动率的脉冲响应值基本都大于 0，表明货币政策稳增长效果相对较差。综上所述，财政政策在稳增长方面有比较优势，而货币政策在防风险有比较优势。这一结果与上文一致，证明了本文的稳健性。

¹ 数据来源于宏观政策“三策合一”数据库（<https://www.mpt-index.cn/data>）。

² 金融市场波动率和实体经济波动率分别表示金融市场和实体经济风险，两者均为风险指标，对其进行标准化，有利于精确对比政策对两者的效果差异。工业增加值表示经济增长，其与金融市场波动率风险指标含义不同，故本文原文未对两者进行标准化，用原值分析政策对稳增长和防风险的实际效果。



附图 3 (a) 不同滞后期财政政策的稳增长和防风险效果——财政政策力度指数



附图 3 (b) 不同滞后期货币政策的稳增长和防风险效果——货币政策力度指数

参考文献

- [1] 陈小亮, 2025, 《宏观政策取向一致性评估探析: 基于健全宏观经济治理体系的视角》, 《改革》第 1 期, 第 16~25 页。