

外部不确定性冲击、跨境资本 异常流动与系统性金融风险防范

邓 创 吴 健 杨晨龙 邓佳妮

防范化解系统性金融风险是推动金融高质量发展和建设金融强国的重要保障。我国长期坚持将系统性金融风险防范置于金融工作的重要位置，2023 年中央金融工作会议强调“统筹发展和安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”，2024 年党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》进一步强调“筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系”。多年来，金融管理部门不断完善宏观审慎政策框架，各级政府积极加强金融市场基础设施建设，统筹构建多层次、广覆盖的系统性金融风险防控体系。目前金融系统有力支持经济社会发展大局，系统性金融风险防范工作取得了显著成效。

然而，近年来我国面临的外部不确定性冲击显著增多，传统的系统性金融风险应对逻辑正面临以下两类挑战。第一类挑战是如何精准刻画外部不确定性的冲击形态，这直接关系到政策应对的有效性。当下外部不确定性冲击形态日益复杂化，来自不同方向的外部不确定性对金融体系的冲击影响和政策应对逻辑存在本质差异，如果政策制定仅依据不确定性强度采取统一调控举措，最终实施效果可能偏离预设调控目标，区分外部不确定性方向有助于提升系统性金融风险预警的准确性和应对的有效性。

第二类挑战是如何清晰把握外部不确定性冲击对系统性金融风险的传导渠道，这直接关系到政策制定的针对性。现有研究中，跨境资本流动往往被视为外部冲击传导的关键渠道，但关注正负向不确定性传导渠道的差异、对极端情境下资本异常流动展开深入探讨的研究较少。事实上，当前外部冲击引发国际资本大规模异常流动

的现象越发明显，其对系统性金融风险的传导放大效应可能有别于常态。此外，微观主体对不同方向的不确定性冲击可能产生差异化行为响应，由此衍生出不同的资本流动模式。因此，在关注跨境资本异常流动的同时，有必要深入辨析不同方向冲击下微观主体的内在行为动机差异，为精准施策提供参考。

在此背景下，上述两类挑战对系统性金融风险防范体系的完善提出了迫切要求。以往一部分研究支持货币政策与宏观审慎政策“双支柱”调控框架在系统性金融风险防控中的有效性；另一部分研究则认为需要在事前加强银行资产监管。已有研究从事前事后等维度对系统性金融风险的防控策略进行了探讨，但在外部多维复杂冲击背景下，系统性金融风险防控体系应如何结合外部不确定性冲击传导渠道进行优化？面对不同方向的外部不确定性冲击，政策工具应如何做出灵活调整？仍是值得进一步深入研究的重要问题。

鉴于此，本文通过状态空间系统动态识别中国外部环境中的正向和负向不确定性冲击成分，进而考察其对系统性金融风险的影响特征，并着重从跨境资本异常流动视角探究传导渠道与相应的防范对策，得出如下结论：第一，外部正向和负向不确定性均会放大系统性金融风险，但这一影响主要体现在短中期，持续性较弱。相比于外部正向不确定性，外部负向不确定性对系统性金融风险水平的影响在短期内更为剧烈。

第二，不同方向的外部不确定性会通过强化不同风险偏好下的投资者行为动机，引发不同模式的资本异常流动，进而影响系统性金融风险。其中，外部正向不确定性会通过降低投资者对本国经济前景的相对预期，显著强化投资者逐利动机，进而提升资本外逃概率，放大风险；而外部负向不确定性则引发全球避险情绪升温，显著增强投资者避险动机，进一步提升资本中断和资本撤回概率，提高系统性金融风险水平。

第三，适度提升汇率弹性、加强跨境资本监管可缓解外部不确定性对系统性金融风险的影响；提升第三产业占比更有助于应对正

向不确定性，增强投资者和消费者信心在应对负向不确定性上更有效；从长期来看，全要素生产率的提升在应对多维外部不确定性冲击、平抑系统性金融风险方面效果显著。

结合上述研究结论，本文提出如下政策建议：一是编制多维外部不确定性预警指标体系。结合国外经济金融形势，对外部不同类型、不同部门、不同方向的不确定性冲击展开分类识别。积极评估外部不确定性不同方向波动的可容忍阈值区间，建立外部不确定性冲击预警响应机制。二是保持适度的汇率弹性，稳慎推进资本账户高水平开放。一方面进一步推进汇率市场化改革，保持人民币汇率双向波动弹性，提升外汇市场吸收外部不确定性冲击的“减震器”效力；另一方面稳慎推进资本账户高水平开放战略，积极主动引入优质国际资本支持中国金融体系高质量发展，同时加强对跨国非理性游资的监管，灵活运用宏观审慎政策工具化解资本异常流动冲击。

三是优化改善产业发展结构，加快提升全要素生产率。根据行业性质以及行业本身对外部冲击的敏感性制定差异化和针对性的产业政策，持续提升消费导向的服务业占比，同时大力发展以内需为基础、能够增强经济内生增长动力的先进制造业和高新技术产业；继续加大对创新研发的资金与人才投入，推动传统生产力向新质生产力跃迁，稳步提升全要素生产率。四是健全经济主体预期管理机制。提高与市场主体的沟通效率，积极主动引导市场预期，及时释放有利于经济金融稳定和可持续发展的积极政策信号，在面对突发事件与不确定性冲击时防止投资者和消费者预期持续恶化，有效增强宏观政策的风险治理效果。