预期引导、经济韧性与宏观经济治理*

陈雨恬　杨子晖　温雪莲

摘要：在社会预期偏弱、风险隐患较多的背景下，如何完善宏观调控机制、提升经济金融韧性，引起了学术界与监管当局的高度关注。基于此，本文基于预期引导这一崭新的研究视角，准确刻画了我国的市场预期，厘清了悲观与乐观预期在不同市场条件下的异质性传导机制，并全面剖析了预期对经济韧性的支撑作用。本文研究发现，我国金融市场的预期传导过程，存在着显著的不对称现象，市场对悲观预期更为敏感。同时，韧性测度结果表明，近年来，在国内外风险冲击下，我国宏观经济整体呈现较好韧性，而金融系统对风险冲击的抵御能力也出现了持续性的提升，金融市场韧性不断增强，这进一步佐证了我国经济韧性强、长期向好的基本面不会改变。此外，本文的分析结果显示，乐观预期传导强度的走高与悲观预期传导强度的转弱均能显著提升我国宏观经济与金融市场的韧性，因此，我们必须更加积极主动地开展前瞻性的预期管理工作，进一步完善宏观经济治理，增强宏观经济与金融市场韧性，从而有效地稳定宏观经济大盘，实现经济的高质量发展。

关键词：预期引导　预期管理　经济韧性　宏观经济治理
DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2024.0124

一、引言

2020年以来，受新冠疫情冲击与国际贸易衰退的叠加影响，全球资本市场频繁异动，发达经济体货币政策大幅转向，地缘政治扰动加剧，各国经济复苏动能减弱、分化格局持续，国际环境仍面临较大的不确定性。而中国国家统计局数据显示，2020年，我国国内生产总值同比增长率达2.3%，为全球唯一实现经济正增长的主要经济体；2022年《政府工作报告》进一步指出，2022年全国生产总值增长3%，在“国内外多重超预期因素冲击”下，“经济展现出坚强韧性”。但在经济向高质量发展转型的关键时期，我国“社会预期偏弱，风险隐患仍然较多”①，经济平稳运行难度加大。2023年9月28日，习近平总书记在庆祝中华人民共和国成立74周年招待会上发表重要讲话，指出应“畅通国内国际双循环，使经济发展更有韧性、更有活力”。2024年7月18日中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议通过的《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》强调，应当“健全预期管理机制”以“健全宏观经济治理体系”。因此，为了更好应对日趋复杂严峻的国内外环境，我们亟需健全预期管理机制，以使经济发展更有韧性，同时“增强金融市场的活力和韧性”②，为经济平稳运行提供有力支撑。

在此背景下，如何完善宏观经济治理、提升经济金融韧性，成为了我国在实现第二个百年奋斗目标的新阶段中，充分把握重要战略机遇期、有效稳定宏观经济大盘的重要举措，引起了党和国家领导人的高度重视。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》阐明，“重视预期管理和引导”是完善宏观经济治理的重要环节。在2022年12月15日至16日举行的中央经济工作会议中，习近平总书记作出重要指示：“从改善社会心理预期、提振发展信心入手，抓住重大关键环节，纲举目张做好工作”。2024年3月，李强总理代表国务院在十四届全国人大二次会议上作《政府工作报告》，强调要“切实增强经济活力、防范化解风险、改善

收稿时间：2023-11-7；反馈外审意见时间：2024-1-16、2024-4-13、2024-6-11；拟录用时间：2024-7-29。
*本文得到国家自然科学基金青年项目“我国系统性金融风险的传染效应与外溢冲击研究”（基金号：72303088）、国家社会科学基金重大项目“‘双循环’新格局下我国金融风险演化及防控措施研究”（基金号：21&ZD114）、国家社会科学基金项目“高水平对外开放背景下国际金融风险防范应对研究”（基金号：23VRC077）、广东省普通高校特色创新类项目“广东省地方债务风险的测度、传染和防范”（基金号：2024WTSCX051）的资助。感谢匿名评审专家的宝贵意见，当然文责自负。杨子晖为本文通讯作者。

中国知网 https://www.cnki.net

社会预期”。由此可见，在我国经济下行压力较大、市场预期转弱的现阶段，深入剖析预期对经济韧性的驱动影响，具有重要的学术价值与现实意义：它不仅有助于我们引导形成良好的社会预期，增强宏观经济与金融市场韧性，而且也有助于我们提升宏观调控政策的前瞻性、针对性与有效性，为进一步完善宏观经济治理提供重要的参考依据，从而确保在“十四五”时期做好包括“稳预期”在内的“六稳”工作，实现经济高质量发展。

具体而言，预期反映了经济主体对未来经济发展的看法，是影响经济金融系统的重要因素。大量研究表明，对未来宏观经济状况的预期直接影响了市场主体的经济决策行为，而预期变动也会对宏观经济与金融市场产生相应冲击（达斯等，2020；诺佐霍尔、斯特拉卡，2020）。其中，强烈的悲观预期往往容易诱发市场参与者的风险规避行为，在一定程度上抑制消费、投资与信贷，而其所导致的溢价急剧上升也会抬高企业融资成本，进而削弱市场总需求与总供给，对宏观经济产生明显的负面影响（范德威伦、巴里奥斯，2021）。更重要的是，持续性的悲观预期甚至可能使得失业率快速攀升，引发“停滞陷阱”，致使经济萧条乃至衰退（贝尼尼戈、福尔纳罗，2018）。而与此相对应，相关研究指出，一方面，乐观预期会缓释金融市场风险，维护金融系统的稳定运行，并进一步释放市场消费潜力，持续推动产出增加（恩德斯等，2021；贝特尔等，2021）；而另一方面，过度乐观的预期也可能使得投资者高估资产价值，从而采取冒进的投资决策，加剧金融市场波动（维克托拉维奇，2010）。

随着该领域研究的不断深入，最新文献发现，预期之间存在较强的传导效应，也易引发明显的“动物精神”、“羊群效应”等非理性现象[③]。例如，投资者会受到其他市场参与者的极端预期影响，并由此采取类似的财务决策，进一步诱发强烈的“羊群效应”，使预期表现出明显的从众趋势（克罗基达等，2020），产生“群体极化”现象（安等，2021）[④]；而“动物精神”则同样会加速悲观与乐观预期在市场间的传播，进而对经济周期产生冲击，引发实体经济的反复波动（德格劳韦、福雷斯特，2020）。此外，预期对政策有效性也有着显著的影响，上述由非理性行为引发的预期扩散会在一定程度上对宏观经济政策的实施效果产生负面作用（克罗基达等，2020）。特别地，在高不确定时期，预期的调整与传播速度更是会大幅上升（迪特里希等，2022）。因此，在基本面未受到外部信息扰动时，单个经济主体的悲观、乐观预期也可能经由上述渠道快速扩散，威胁经济金融系统的平稳运行。

更严重的是，研究发现，预期的急剧调整将会对产出、经济周期等产生持续性的冲击影响（本哈比布等，2016）。这就意味着，市场预期波动同样会对经济内生动能以及长期发展水平产生严重冲击，进而扭曲宏观经济基本面，即预期可能对经济韧性存在重要的外生影响。究其原因，一方面，危机期间的极端负面预期会对社会预期产生巨大且持久的影响，永久性地改变市场参与者对风险的认知，因此源自投资者预期变动的短期冲击，可能会对借贷、投资、就业、产出等宏观经济指标产生长期的持续影响。另一方面，投资者预期将通过好、坏消息引发的噪音传导至经济金融系统，而悲观预期更是可能造成金融市场的大幅波动与持续异常，进而导致资本的重大损失、影响经济的复苏能力，甚至使得经济发展前景急剧恶化（德耶斯、泽米奇，2019）。除此之外，研究指出，在市场预期影响下，投资者往往会忽略基本面等信息，转而模仿其他投资者的决策，引发持续性的羊群行为，即产生有意放牧（Intentional Herding）现象，而随着投资者非理性预期的持续扩散，市场间的联系将大幅提升（菲利普、波切亚，2023），显著加剧经济危机的潜在爆发可能。

正因如此，预期等外生冲击将影响经济增长的原有路径与模式，致使供应链产业链中断、宏观经济与金融市场运行受阻，并进一步损害经济复苏水平，而经济金融系统对冲击的抵御能力则主要取决于韧性的强弱（马丁、桑利，2015；程等，2022）[⑤]。最新研究指出，韧性的提高有助于缓释系统中的潜在风险、加快经济的复苏速度（程等，2022）。然而，在宏观经济承压或是市场不确定性较高的时期，市场参与者对经济前景的悲观预期会严重阻碍经济的复苏进程（罗思、沃尔法特，2020），可能对经济金融系统产生长期的不利冲击。与此相对应地，良好的市场预期则可能使得经济产出增加、经济增速加快（芬格尔顿等，2012），或在一定程度上提升经济复苏回稳的内生动能。由此可见，在世界经济复苏脆弱、国际环境不确定性高企的背景下，厘清预期对经济韧性的外生作用，将有助于提升宏观经济治理效能，增强我国经济内生动能、提高经济韧性，从而提升对外部冲击的抵御能力与吸收能力、保持经济长期健康发展。同时，国内很多学者也已从不同角度，对如何防范化解重大风险、促进经济平稳发展进行了阐述与分析，其中代表性的研究包括杨子晖等（2020）、

中国知网 https://www.cnki.net

李政等(2020)、刘晓星等(2021)、方意和荆中博(2022)、杨子晖和陈雨恬(2022)、谭小芬等(2023)等。

纵观该领域的研究,第一,现有研究大多集中于考察微观个体的通货膨胀预期,对市场预期的探究则相对较少,更是极少有文献对我国的市场预期及其传导效应展开全面的分析。进一步地,经济主体的预期会随着市场的持续性波动而发生即时变化(比德尔、史密斯,2012)。而现有为数不多的考察市场预期的文献,往往采用较为主观的调查、访谈等研究方法,或是以频次较低的消费者预期指数、商业信心指数等间接指标作为预期的代表变量。然而,我国预期调研数据较为匮乏、数据质量也相对较低,上述传统方法难以准确测算高频变化的市场预期。最新研究指出,金融市场投资者的一致预期往往会导致共同的社会预期(古德尔等,2023)。而在金融市场中,股票市场具有明显的"信息反馈"效应(张、许,2023),能够充分反映宏观市场新闻、企业基本面、非基本面因素等各类信息(邵等,2021)。同时,股票市场交易频率高,受情感驱动影响大,其正负波动反映了市场参与者对未来宏观经济形势的悲观或乐观预期,更是可以作为社会预期的直接衡量标准(诺夫辛格,2005;巴鲁尼克等,2016)。正因如此,本文创新性地采用股票市场的每5分钟高频交易数据,构建预期指标,结合中国实际经济运行条件,及时、有效地刻画我国市场预期的实时变动。

第二,已有研究在分析时通常较少对悲观预期与乐观预期进行准确区分,也未能就预期在牛市、熊市等不同市场环境下的传导效应展开深入的对比分析。然而,悲观与乐观预期对财务决策、消费支出等方面存在不同的作用机制,易对宏观经济与金融市场产生显著的异质性影响(罗思、沃尔法特,2020)。同时,两类预期传导强度、传递速度存在较大差异(巴鲁尼克等,2017)。而且,市场预期会在经济金融承压时表现出明显的非理性传导特征,进一步放大其对经济金融系统的驱动影响(克罗基达等,2020)。在此背景下,"一刀切"的预期引导政策甚至可能反而会对宏观经济造成严重的负面冲击。因此,我们结合巴鲁尼克等(2016)、本赛达(2019)等人的研究,将已实现波动率分解为正负半方差,在有效区分悲观与乐观预期的基础上,深入剖析二者在牛市、熊市不同市场条件下的差异化传导机制⑥。

第三,迄今为止,仍未有研究深入剖析悲观预期与乐观预期对经济韧性的驱动影响。而研究表明,在未受到有效、合理的预期引导时,市场参与者往往会对经济发展持有更为悲观的先验预期(罗思、沃尔法特,2020),并进一步削弱经济体对外生冲击的抵御能力、损害经济复苏回稳的内生动能。与此同时,预期的改善则可能增加产出,提高经济增长速度(芬格尔顿等,2012),从而在一定程度上提升经济韧性。因此,本文进一步就市场预期对我国经济韧性的支撑作用进行了深入研究,以期增强经济金融韧性,实现"保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡"⑦。

第四,传统文献通常采用反事实分析、构建宏观模型等方法,考察经济衰退、或是洪水、地震、飓风等自然灾害冲击后,实体企业、区域经济以及供应链产业链等恢复至原增长路径的内在能力,很少从实证检验的角度定量分析金融风险冲击下经济韧性的动态演变。然而,金融市场的剧烈震荡同样会显著影响市场预期,并对经济韧性造成严重冲击(佩塔赫等,2021)。与此同时,2020年以来,各国经济下行压力迅速攀升,宏观经济增速大幅放缓。因此,在全球宏观经济仍未完全复苏的背景下,本文准确测算了国内外金融风险与重大突发公共事件冲击下的经济韧性,并展开深入的对比分析,以期厘清市场预期对经济韧性的异质性影响、推动我国预期引导工作的进一步完善,这将有助于我们实施更具前瞻性与精准性的预期管理工作,也有助于提升我国宏观经济治理效能、推动经济行稳致远。

有鉴于此,本文对我国的市场预期与经济韧性开展研究,全面剖析预期对经济韧性的支撑作用。具体而言,首先,我们采用我国股票市场的每5分钟高频交易数据,基于波动分解方法,准确刻画我国市场参与者对各行业的悲观预期与乐观预期,并进一步探究预期在牛市、熊市等不同市场环境下的传导效应。接着,在此基础上,本文分别就不同金融风险冲击下的经济韧性展开研究,辨析宏观经济与金融市场韧性的动态演变。与此同时,我们也以新冠疫情为例,考察我国经济金融系统对重大突发公共事件冲击的抵御能力。此外,本文基于预期引导这一崭新的研究视角,进一步剖析悲观预期与乐观预期传导强度对经济韧性的驱动影响。在得出富有启发意义结论的基础上,我们为引导形成良好的社会预期、增强宏观经济与金融市场韧性提出了相关建议。

中国知网 https://www.cnki.net

二、预期的刻画与经济韧性的测算

（一）行业与市场悲观预期与乐观预期的刻画

本文基于巴鲁尼克等（2016）、本赛达（2019）等人提出的波动分解方法，采用每5分钟高频交易数据量化我国工业、金融等行业的好坏波动，分别作为单个行业乐观、悲观预期的代表变量。在此基础上，我们进一步拓展了迪布尔德和伊尔马兹（2014）等人的网络拓扑模型，考察预期间的溢出影响与传导效应，并构建各行业预期的总传导指数，以计算整个市场乐观预期与悲观预期的传导强度。首先，定义 t 时刻各行业指数符合如下连续时间随机过程：

$$p_t = \int_0^t \mu_s \mathrm{d}s + \int_0^t \sigma_s \mathrm{d}Ws + J_t \tag{1}$$

其中，μ 表示一个局部有界的可预测漂移过程，σ 为一个严格的正波动过程，W 为标准布朗运动过程，J_t 是纯跳跃部分，则可将对数价格的二次变差表示为积分方差与跳跃变差之和：

$$[p_t,p_t] = \int_0^t \sigma_s^2 \mathrm{d}s + \sum_{0<s\leqslant t}(\Delta p_s)^2 \tag{2}$$

式（2）中的 $\Delta p_s=p_s-p_{s-1}$，为跳跃过程。在此基础上，以日内收益 $r_k=p_k-p_{k-1}$ 测算时间[0，t]内的已实现波动率 SRV：

$$SRV = \sum_{k=1}^{n} r_k^2 \tag{3}$$

进一步地，我们将已实现波动率分解为已实现的负向半方差 SRV^- 与正向半方差 SRV^+：

$$SRV^- = \sum_{k=1}^{n} \mathrm{I}(r_k<0) r_k^2, SRV^+ = \sum_{k=1}^{n} \mathrm{I}(r_k \geqslant 0) r_k^2 \tag{4}$$

其中，$\mathrm{I}(\cdot)$ 为示性函数，当括号内不等式成立时取1，反之取0。基于此，我们分别计算能源、可选消费、日常消费、金融等10个行业的正负半方差，将其作为各行业乐观与悲观预期的代表变量，设定20维的向量：

$$SRV_t = \left(SRV_{1t}^+, SRV_{2t}^+, \cdots, SRV_{Nt}^+, SRV_{1t}^-, SRV_{2t}^-, \cdots, SRV_{Nt}^-\right)' \tag{5}$$

其中，N=10。据此，本文采用 p 阶弱平稳向量自回归VAR模型对 $2N$ 维向量 SRV_t 进行建模，并重新用移动平均的形式表达如下：

$$SRV_t = \sum_{i=0}^{\infty} \Psi_i \varepsilon_{t-i} \tag{6}$$

其中，$\Psi_i = \sum_j^p A_j \Psi_{i-j}$，且 Ψ_0 为单位阵，A 为系数矩阵；ε_t 为独立同分布的残差向量。进一步地，我们引入并拓展了迪布尔德和伊尔马兹（2014）的广义方差分解框架，计算行业预期间的两两传导强度：

$$\theta_{ij}^H = \frac{\sigma_{jj}^{-1}\sum_{h=0}^{H-1}\left(e_i'\Psi_h\sum_\varepsilon e_j\right)^2}{\sum_{h=0}^{H-1}\left(e_i'\Psi_h\sum_\varepsilon \Psi_h' e_j\right)}, i=\left\{i^+,i^-\right\}, j=\left\{j^+,j^-\right\}, i\neq j \tag{7}$$

i、j=1，……，N，为本文选用的10个行业，H 为向前预测步数。同时我们采用上标+、−标识行业 $i(j)$ 的正负半方差。Ψ_h 代表在 t 时刻预测的移动平均系数矩阵；$\sum_\varepsilon$ 为误差向量 ε_t 的方差矩阵；σ_{jj} 为 $\sum_\varepsilon$ 的第 j 个对角元素；而 e_i 与 e_j 为第 i 或第 j 个元素为1，其他为0的选择向量。在此基础上，对每一行的元素进行标准化，得到 $\tilde{\theta}_{ij}^H = \theta_{ij}^H \Big/ \sum_{j=1}^{N} \theta_{ij}^H$。

本文由此对单个行业产生与受到的预期传导影响进行加总，从而深入探究不同行业悲观、乐观预期的传导强度与扩散效应。其中，行业 i 乐观预期与其他行业乐观预期间的传导强度可表示为：

$$OTO_{i^+\to all}^H = 100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}_{j^+i^+}^H, OFO_{i^+\leftarrow all}^H = 100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}_{i^+j^+}^H \tag{8}$$

行业 i 乐观预期与其他行业悲观预期间的传导强度为：

$$OTP_{i^+\to all}^H = 100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}_{j^-i^+}^H, OFP_{i^+\leftarrow all}^H = 100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}_{i^+j^-}^H \tag{9}$$

行业 i 悲观预期与其他行业悲观预期间的传导强度为：

$$PTP_{i^-\to all}^H = 100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}_{j^-i^-}^H, PFP_{i^-\leftarrow all}^H = 100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}_{i^-j^-}^H \tag{10}$$

行业 i 悲观预期与其他行业乐观预期间的传导强度为：

中国知网 https://www.cnki.net

$$PTO^{H}_{i\to all}=100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}^{H}_{ji},PFO^{H}_{i\leftarrow all}=100\times\frac{1}{2N}\sum_{j=1,j\neq i}^{N}\tilde{\theta}^{H}_{ij} \quad (11)$$

上述4组公式中，前者与后者分别代表行业i产生与受到的预期传导影响。为了便于讨论，在下文分析的各图表中，本文均以出度（*To*）指标表示行业i对其他所有行业产生的乐观（悲观）预期传导强度（即*OTO*、*OTP*、*PTP*、*PTO*）。同时，我们采用入度（*From*）指标表示其受到其他所有行业的乐观（悲观）预期传导强度（即*OFO*、*OFP*、*PFP*、*OFO*），并计算净传导指数（*Net=To−From*），以刻画二者的差值。

此外，我们分别将不同部门乐观、悲观预期对外的影响强度进行加总（即方差分解表中除对角线外所有元素之和），计算两类预期的总传导指数，从而得到我国整个市场中乐观预期与悲观预期的传导强度：

$$Optimistic^{H}=\sum_{i=1}^{N}\left(OTO^{H}_{i\to all}+OTP^{H}_{i\to all}\right),Pessimistic^{H}=\sum_{i=1}^{N}\left(PTO^{H}_{i\to all}+PTP^{H}_{i\to all}\right) \quad (12)$$

（二）我国经济韧性的测算

广义的韧性代表系统从严重冲击恢复到稳定状态的能力（霍赛因等，2016）。因此，可以通过考察系统对外部冲击的吸收能力，衡量该系统对风险的抵御能力，对我国的经济韧性进行准确测度（马丁、桑利，2015；刘晓星等，2021）。首先，本文借鉴霍赛因等（2016）、刘晓星等（2021）等人提出的韧性测算方法，探究外部冲击下经济变量对原有路径偏离，以刻画t时刻经济对冲击的吸收能力：

$$resilience=\int_{t_0}^{t_1}\left[100-Q(t)\right]\mathrm{d}t \quad (13)$$

其中，$Q(t)$代表经济变量在冲击下的偏离值与原有稳态间的差值。因此，我们采用脉冲响应函数测算经济变量对外部冲击的反应函数，即：

$$resilience_{t,i\to j}=\frac{n\bar{I}-\sum_{n=1}^{N}\left|\Phi^{n}_{t,i\to j}\right|}{n\bar{I}} \quad (14)$$

n为脉冲响应的期数，$\bar{I}$则为样本期内的最大脉冲响应值，$\Phi^{n}_{t,i\to j}$为时刻t，经济变量i对冲击j第n期的响应。

在此基础上，为了全面考察外生冲击对我国经济金融系统韧性的影响，我们进一步引入TVP-FAVAR模型（库普、科罗比利斯，2014）计算脉冲响应函数：

$$\Omega^{(z)}_{t}=\lambda^{(z)}_{t}f^{(z)}_{t}+u^{(z)}_{t},z=1,2,3 \quad (15)$$

$\Omega_t=\{\Omega_{macro,t},\Omega_{finance,t},\Omega_{macro,t}\cup\Omega_{finance,t}\}$，即包含宏观经济信息集、金融市场信息集与经济金融信息集，$\Omega^{(z)}_{t}$的上标z代表了信息集Ω_t中的第z个元素。$f^{(z)}_{t}$为信息集的因子，$\lambda^{(z)}_{t}$为因子系数。

因此我们可得到：

$$\begin{bmatrix}shock^{(s)}_{t}\\f^{(z)}_{t}\end{bmatrix}=c^{(z,s)}_{t}+B_{t,1}\begin{bmatrix}shock^{(s)}_{t-1}\\f^{(z)}_{t-1}\end{bmatrix}+\cdots+B_{t,p}\begin{bmatrix}shock^{(s)}_{t-p}\\f^{(z)}_{t-p}\end{bmatrix},z=1,2,3,s=1,2,3,4 \quad (16)$$

其中，$shock^{(s)}$中的上标s=1、2、3、4，分别代表国内金融风险、国际金融风险、美国金融风险以及新冠疫情4类冲击。本文在提取各信息集因子的基础上，采用上式准确刻画经济变量对冲击的反应函数，并据此分别测算我国的经济金融总体韧性、宏观经济韧性以及金融市场韧性$resilience^{(z,s)}$。当韧性指标$resilience^{(z,s)}$越大时，代表经济或金融系统对外部冲击的吸收强度更大，对风险的抵御能力更高。

（三）预期传导强度对经济韧性影响的模型设定

本文分别对在国内外金融风险、新冠疫情冲击下预期对经济韧性的影响展开深入分析。需要说明的是，巴鲁尼克等（2022）等人研究指出，好、坏波动性间的相关程度极高，甚至可能超过90%，这就意味着若将二者共同纳入模型，会导致严重的多重共线性问题。因此，我们分别将乐观预期与悲观预期纳入分析框架，探究不同冲击下预期传导强度对韧性的影响机制。该部分研究的回归方程如下：

$$\begin{aligned}resilience^{(z,s)}_{t+h}=&\alpha^{(z,s)}+\beta^{(z,s)}_{1}Expectation_{t}+\beta^{(z,s)}_{2}RP_{t}+\beta^{(z,s)}_{3}SMB_{t}+\beta^{(z,s)}_{4}HML_{t}\\&+\beta^{(z,s)}_{5}Term_{t}+\beta^{(z,s)}_{6}Ted_{t}+\beta^{(z,s)}_{7}EXC_{t}+u_{t}\end{aligned} \quad (17)$$

其中，因变量$resilience^{(z,s)}_{t+h}$代表了在冲击$shock^{(s)}$下，$t+h$期我国的经济金融总体韧性、宏观经济韧性以及金融市场韧性。u_t为残差项。自变量$Expectation_t$为t期市场的乐观预期或悲观预期传导强度的对数值，由（12）式计

中国知网 https://www.cnki.net

算得到。本文选取的控制变量包括反映市场基本运行状况的三因子指标，即市场资产组合因子RP_t、市值因子SMB_t、账面市值比因子HML_t。此外，我们还在模型中纳入了国债期限利差$Term_t$（10年期国债利率与3个月国债利率差）、泰德利差Ted_t（3个月期银行间市场利率与3个月国债利率差）、实际有效汇率指数EXC_t，以控制不同时刻的宏观经济状况。

（四）数据说明

本文首先基于中国A股市场金融、工业、日常消费、可选消费等10个行业的每5分钟交易数据计算各行业预期，并在此基础上计算市场的整体预期。鉴于数据的可获得性，样本期为2007年7月2日9:30至2021年6月7日15:00。表1中展示了各行业每5分钟收益率的描述性统计结果。表1显示，不同行业的收益率间存在一定的异质性，其最小值、最大值等指标均有较大差异。

其次，与该领域的研究相一致，我们分别选用上证指数、人民币实际有效汇率指数、中债总指数、中国基金总指数、南华综合指数与上海金交所黄金现货收盘价作为我国股票、外汇、债券、基金、期货以及黄金6个金融子市场指数收益率的衡量指标。在此基础上，本文基于CAViaR模型测度5%分位数水平上的尾部风险，并提取主成分，作为国内金融风险冲击的代表变量。我们同样以MSCI全球指数、S&P500指数计算尾部风险指标，作为国际、美国风险冲击的代表变量。此外，本文还采用了我国新冠疫情的每日新增确诊病例，探究突发公共卫生事件的冲击影响。数据样本期间为2007年7月1日至2021年4月30日[⑧]。

再者，本文分别构造经济金融信息集、宏观经济信息集与金融信息集，以有效测度我国经济韧性。其中，宏观信息集包括工业增加值、消费、投资、贷款、存款、社会融资、物价指数、经济景气指数与消费者信心指数[⑨]；而金融信息集则包含6个金融子市场的指数数据；经济金融信息集为上述两个集合的并集。考虑到样本期内，部分宏观数据均为名义值，为了具有可比性，遵循该领域的研究惯例，本文采用CPI定基指数将相关名义指标调整为实际变量，并结合X11方法进行季节性调整。此外，本文在全面考察预期对经济韧性的支撑作用时，选用的控制变量包括股票市场三因子数据、国债期限利差、泰德利差、实际有效汇率指数。该部分数据的样本期间为2007年7月至2021年4月。

上述数据分别来源于天软数据库、万得数据库、国际清算银行、中国资产管理研究中心、英为官网。

三、实证结果与分析

（一）我国金融市场预期的有效刻画与传导分析

本文基于巴鲁尼克等（2016）等人提出的波动分解方法，采用每5分钟高频交易数据，具体量化我国金融市场的好坏波动，并分别以此作为乐观预期与悲观预期的代表变量，据此考察其在市场中的溢出作用，深入剖析悲观与乐观预期的传导效应。首先，本文在表2中展示了悲观预期在金融、工业等行业间的传导影响。对比表2的Panel A与Panel B可知，悲观预期间的平均传导强度高达68.801，远大于其对乐观预期44.238的影响。究其原因，一方面，金融市场中可能存在“沉默的螺旋”（The Spiral of Silence）现象，即在受到消极预期影响时，持有相同认知的市场参与者更倾向于表达观点或是采取行动，从而加速了悲观预期的传播；另一方面，我国资本市场中个人投资者占比较高、专业化程度相对较低，因此在市场压力较大的时期，往往会表现出显著的“羊群效应”，进一步加剧悲观预期的扩散。此外，Panel A的出度指标显示，来自工业、可选消费等行业的悲观预期更易传递至其他部门，传导强度分别达到了84.990与79.737，表明此类周期性行业的悲观预期易通过“沉默的螺旋”、“羊群效应”或是“动物精神”等渠道扩散，使得市场整体预期大幅走弱，可能在一定程度上成为了经济承压或是金融困境的先行指标。

表1 各行业每五分钟收益率的描述性统计

行业	观测值	均值(‰)	标准差	最小值(‰)	中位数(‰)	最大值(‰)
能源	162671	−0.006	2.673	−89.758	−0.034	183.269
材料	162671	−0.000	2.644	−101.567	−0.000	127.092
工业	162671	−0.001	2.484	−99.471	0.000	155.256
可选	162671	0.005	2.418	−102.187	0.007	156.696
消费	162671	0.012	2.371	−91.565	0.003	112.920
医药	162671	0.010	2.497	−176.971	0.004	181.117
金融	162671	0.002	2.531	−79.420	−0.047	183.967
信息	162671	0.002	2.835	−98.494	0.000	147.760
电信	162671	0.000	3.172	−104.887	−0.038	174.607
公用	162671	−0.002	2.137	−71.474	−0.011	100.757

注：本表采用“可选”、“消费”代表可选消费行业与日常消费行业，下文相同，不再赘述。

中国知网 https://www.cnki.net

相对应地，表3则显示了乐观预期在各行业间的传导效应。由表3可知，在Panel A中，乐观预期间的溢出强度均值达35.728，为Panel B中传导平均强度（14.222）的2.51倍。这表明与表2中悲观预期的分析结论相类似，相同预期间存在更强的传导效应，即单个行业的乐观预期同样可能快速扩散至其他部门。因此，我们应当对各行业开展更为主动的预期引导工作，以持续、有效地改善我国金融市场的整体预期。与此同时，Panel A的出度指标显示，除工业部门外，来自金融行业的良好预期同样会较快扩散至其他部门，产生了43.067的显著影响。一种可能的解释是，评级机构、证券公司往往更关注于金融部门的运行态势，因此，在金融部门预期向好时，此类机构会采取大规模的升级、增持等行为，从而显著提升市场关于经济发展的良好预期（加利尔、索费尔，2011）。此外，由表3可知，对处于产业链终端的日常消费行业而言，其净传导指数均为负（-8.631与-3.704），更易受到其他行业的乐观预期影响。

为了更直观地考察预期的传导机制，我们在图1中展示了预期在各行业间的传递方向与作用力度。图1的各子图均显示，在我国金融市场的预期传导网络中，作为国民经济重要生产部门的工业行业节点较大，对外净传导强度相对较大，表明其在悲观与乐观预期的传播中均为主要净输出方，该部门的预期波动会迅速传导至其他行业。与此同时，日常消费行业的节点则始终较小，净传导强度较小，易在其他行业预期的影响下出现相应波动。究其原因，由宏观基本面恶化、上游行业承压、产需走弱等因素引发的悲观预期，或经由“财富效应”削弱居民消费意愿，进而对消费等下游终端行业的生产经营带来巨大压力，使消费预期大幅走弱、悲观预期攀升；与此相对应地，其他行业的预期向好，也将进一步增强市场消费信心、修复消费预期。此外，由图1(d)可知，来自金融部门的良好预期会对大多数部门的乐

表2 金融市场悲观预期的传导机制分析

Panel A：悲观预期→悲观预期

	能源	材料	工业	可选	消费	医药	金融	信息	电信	公用	入度
能源	12.782	8.977	9.251	8.087	5.524	7.023	8.280	6.448	5.477	7.028	66.094
材料	8.321	12.639	10.289	9.076	6.325	7.982	7.822	7.988	5.469	6.772	70.044
工业	7.713	9.205	12.311	9.338	6.372	8.192	8.196	8.242	6.036	7.406	70.702
可选	7.260	8.730	10.134	12.386	7.494	9.039	8.294	8.621	5.895	7.080	72.548
消费	6.419	7.859	8.984	9.665	14.690	9.741	7.651	8.035	5.610	6.555	70.519
医药	6.401	7.864	9.027	9.412	7.916	14.282	7.304	8.378	5.705	6.682	68.690
金融	7.449	7.655	8.889	8.210	6.112	7.299	13.041	6.490	5.245	6.999	64.349
信息	6.442	8.601	10.052	9.653	7.011	8.980	7.313	13.381	7.007	6.711	71.771
电信	6.487	7.122	8.918	8.036	5.966	7.474	7.252	8.528	14.603	6.425	66.207
公用	7.395	7.741	9.445	8.260	6.026	7.656	7.927	7.018	5.615	12.579	67.083
出度	63.889	73.755	84.990	79.737	58.747	73.386	70.039	69.749	52.058	61.659	68.801
净传导	-2.205	3.710	14.288	7.189	-11.772	4.696	5.690	-2.022	-14.149	-5.424	

Panel B：悲观预期→乐观预期

	能源	材料	工业	可选	消费	医药	金融	信息	电信	公用	入度
能源	5.782	4.893	5.178	4.461	3.108	4.643	5.118	3.291	3.395	4.383	38.471
材料	4.872	6.356	6.039	5.264	3.775	5.661	5.236	4.439	3.290	4.446	43.021
工业	4.869	5.588	7.417	5.558	4.010	5.727	5.827	4.867	4.044	5.072	45.561
可选	4.577	5.236	6.210	6.506	4.742	6.201	5.940	5.156	3.932	4.587	46.581
消费	4.112	4.878	5.417	5.901	6.987	6.452	5.388	4.831	4.013	4.076	45.068
医药	4.866	5.526	6.186	6.431	5.396	8.676	5.923	5.721	4.327	5.119	49.495
金融	4.336	4.508	5.100	4.676	3.889	5.136	7.429	3.917	3.454	4.355	39.370
信息	4.293	5.416	6.478	6.255	4.826	6.363	5.892	7.358	4.725	4.802	49.051
电信	3.963	4.008	5.503	4.612	3.903	4.828	5.492	4.848	8.030	4.361	41.518
公用	4.955	4.982	6.260	4.980	3.844	5.483	5.627	4.184	3.935	7.226	44.250
出度	40.843	45.035	52.370	48.138	37.493	50.494	50.444	41.252	35.114	41.200	44.238
净传导	2.372	2.014	6.809	1.557	-7.574	0.999	11.075	-7.798	-6.404	-3.050	

注：本表Panel A与Panel B中，各行业的出度、入度分别基于公式(10)、(11)计算得到，右下角分别为各行业悲观预期对悲观、乐观预期的平均传导强度，即$\sum_{i=1}^{N} PTP^{H}_{i^{*}\to all}/N$与$\sum_{i=1}^{N} PTO^{H}_{i^{*}\to all}/N$。

表3 金融市场乐观预期的传导机制分析

Panel A：乐观预期→乐观预期

	能源	材料	工业	可选	消费	医药	金融	信息	电信	公用	入度
能源	16.192	7.240	6.389	3.953	2.218	3.041	6.536	2.022	3.001	5.155	39.556
材料	6.708	11.808	6.691	4.181	2.615	3.744	5.265	3.049	2.308	4.255	38.815
工业	4.703	5.308	9.824	4.451	2.468	3.698	5.211	3.368	3.192	4.798	37.198
可选	3.763	4.205	5.670	9.073	3.730	4.832	5.152	4.146	2.794	3.548	37.840
消费	2.854	3.634	4.129	4.854	14.083	5.825	4.067	3.237	2.501	2.762	33.862
医药	2.636	3.248	3.837	3.983	3.826	11.966	3.500	3.553	2.149	3.131	29.864
金融	5.418	4.815	6.087	4.849	2.888	3.870	14.373	3.012	3.286	4.603	38.829
信息	2.307	3.514	4.720	4.789	2.853	4.883	3.774	10.264	3.624	2.862	33.327
电信	3.628	3.119	5.222	3.581	2.425	3.065	4.715	4.175	16.851	3.672	33.601
公用	4.825	4.393	6.068	3.420	2.207	3.549	4.848	2.337	2.747	14.131	34.394
出度	36.842	39.476	48.814	38.060	25.230	36.508	43.067	28.899	25.604	34.786	35.728
净传导	-2.714	0.661	11.615	0.221	-8.631	6.644	4.238	-4.428	-7.997	0.392	

Panel B：乐观预期→悲观预期

	能源	材料	工业	可选	消费	医药	金融	信息	电信	公用	入度
能源	4.756	2.620	2.661	1.409	0.792	1.778	2.273	0.964	1.499	2.373	16.368
材料	2.520	3.228	2.349	1.230	0.819	1.690	1.632	1.108	0.943	1.797	14.089
工业	2.019	1.888	3.142	1.333	0.705	1.725	1.556	1.180	1.281	2.158	13.845
可选	1.498	1.401	1.865	1.886	1.022	2.090	1.424	1.384	1.069	1.427	13.179
消费	1.067	1.181	1.431	1.408	2.703	2.398	1.251	1.148	1.020	1.183	12.088
医药	1.325	1.523	1.712	1.502	1.365	4.001	1.367	1.478	1.079	1.677	13.027
金融	2.430	2.028	2.650	1.870	1.121	2.181	4.697	1.453	1.729	2.450	17.912
信息	1.034	1.274	1.708	1.411	0.823	2.129	1.222	2.589	1.373	1.285	12.259
电信	1.868	1.216	2.103	1.234	0.945	1.699	1.730	1.516	4.982	1.899	14.208
公用	2.214	1.939	2.698	1.292	0.791	2.014	1.761	1.108	1.428	5.093	15.245
出度	15.975	15.070	19.178	12.688	8.383	17.703	14.216	11.339	11.420	16.248	14.222
净传导	-0.393	0.982	5.333	-0.492	-3.704	4.677	-3.696	-0.920	-2.788	1.003	

注：本表Panel A与Panel B中，各行业的出度、入度分别基于公式(8)、(9)计算得到，Panel右下角分别为乐观预期对乐观、悲观预期的平均传导强度，即$\sum_{i=1}^{N} OTO^{H}_{i^{*}\to all}/N$与$\sum_{i=1}^{N} OTP^{H}_{i^{*}\to all}/N$。

中国知网 https://www.cnki.net

观预期产生显著的传导影响。这可能由于，金融部门的乐观预期在一定程度上代表着未来宏观经济更高的增长可能，该部门预期的向好能够进一步抵消风险承担引发的顺周期效应，有效改善市场预期。

（二）我国金融市场预期传导的动态演变

在上述全样本静态分析的基础上，本文使用滚动估计分析方法，基于动态视角深入考察市场预期的渐进演变，进而具体识别影响预期传导的风险事件。我们以55个交易日（约11周）作为滚动分析窗口长度，展开滚动预测方差分解分析，剖析2007年7月至2021年4月间，我国金融市场预期的动态演变。图2表明，与前述分析一致，在绝大部分样本期内，我国金融市场的预期传导过程中存在显著的不对称现象，悲观预期的传导强度远高于乐观预期，表明市场对负面预期的反应往往更为敏感。究其原因，在我国金融市场中，个人投资者占比较高，绝对风险容忍程度相对较低，难以主动、及时地对投资组合进行调整，因此往往对市场不确定性与波动性更为敏感，易受到悲观预期的冲击影响。值得注意的是，图2同样显示，自2019年以来，悲观预期与乐观预期传导强度的差异有所缩小，这可能得益于我国多层次资本市场体系的持续完善、以及机构投资者占比的不断提升。与此同时，由图2可知，悲观与乐观预期的传导效应间存在一定的负向关联，两个指数的走势存在明显差异。由此可见，对良好预期进行更为主动、有效的引导或在一定程度上显著抑制悲观预期的扩散，有助于保持经济和金融大局稳定。

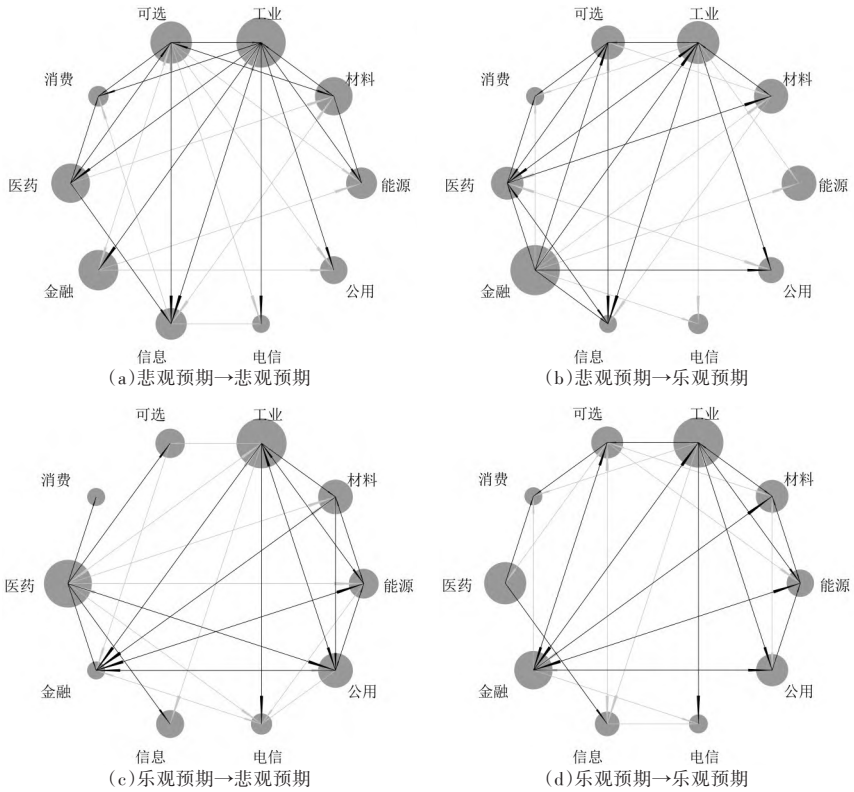


图1 全样本期间的预期传导图

注：(1)节点大小刻画了单个行业预期的净传导指数大小，节点越大，代表该行业的净传导指数越大；(2)黑色箭头代表预期间的传导强度进入前30%分位数，灰色箭头则代表进入前50%分位数。

进一步地，最新研究显示，在市场巨幅震荡或良好运行期间，预期传递存在明显的不对称性，并且会大幅加剧金融风险传染效应（马吉耶雷赫等，2022）。因此，遵循弗雷伯格等（2021）等人的建议，本文采用双侧HP滤波构建趋势值，将各行业收益率指数持续高于其趋势值的时期定义为“牛市”，并将低于趋势值的时期定义为“熊市”，以深入对比分析不同市场环境下，悲观预期与乐观预期的扩散速度与传导强度。为了确保分析结果的可靠性，本文均选取至少连续4个月高于（或低于）趋势值的子样本时期，分别计算乐观、悲观预期出入度指标在

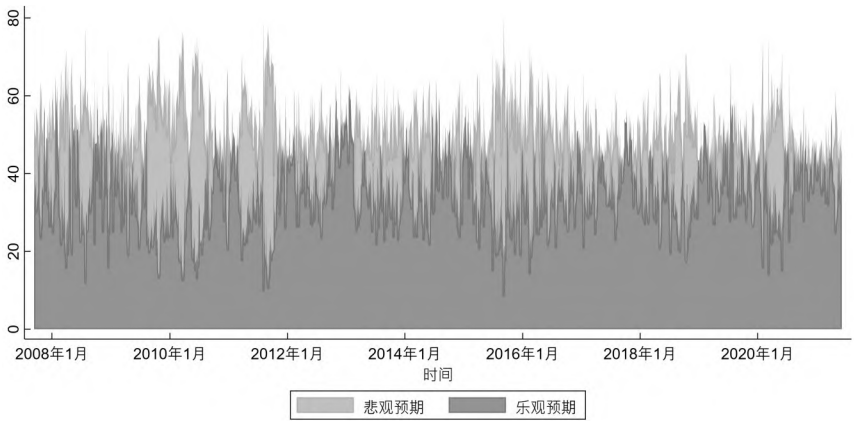


图2 我国金融市场悲观预期与乐观预期传导强度的动态演变

注：本图基于公式(12)计算乐观预期、悲观预期的传导强度。

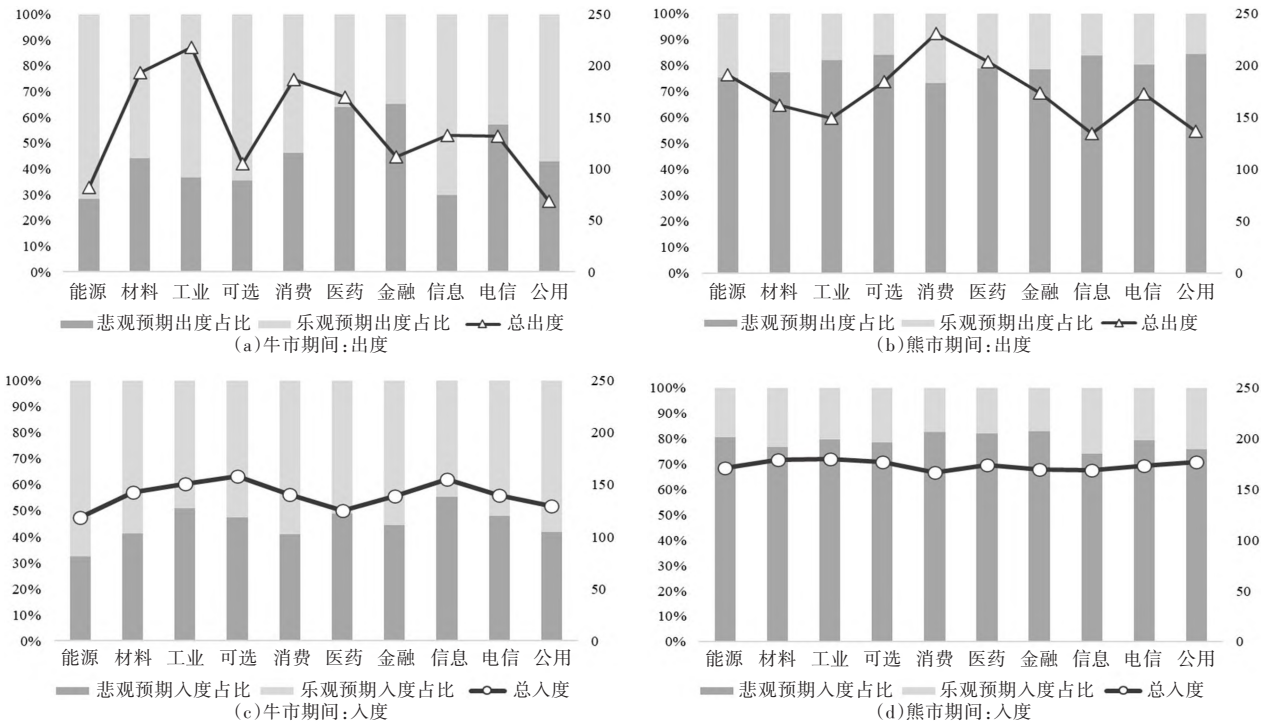
中国知网 https://www.cnki.net

各时期的占比。图3表明，在不同的市场环境下，二者的传导机制存在显著差异。其中，由图3(a)与(c)可知，牛市期间，乐观预期的出入度均占比更大，更易在市场中快速传导。相对应地，图3(b)与(d)则显示，不利预期的传导强度占比在熊市期间急剧攀升，悲观预期对绝大多数的行业都产生了明显的冲击。这表明，在经济金融承压时，不利的金融市场条件或提高经济主体对负面信息的敏感程度，将加剧悲观预期的非理性传导。此外，我们可以清楚地发现，不同行业的预期传导强度间存在较大的异质性。这可能是由于各行业对于商业周期或危机周期的抵御力度不同，因此对市场信息的敏感程度存在一定的差异。

与此同时，我们结合格罗斯和西克洛斯(2020)等人提出的力导引算法(Force-Directed Algorithm)，计算不同预期间的传导网络。图4(a)表明，在全样本期间，悲观预期间的关联更为紧密，单个部门的悲观预期或引发市场预期的整体下行。其中，由图4(b)可知，熊市时期，悲观预期(灰色节点)间存在显著的聚集效应，而乐观预期(白色节点)则分布于预期传导网络的边缘区域。这就意味着，在压力时期，市场的低迷加速了信息的跨部门传递，会使得行业间的风险关联更为紧密，提高经济主体对负面信息的敏感程度，致使悲观预期在市场中快速扩散。此外，图4(c)显示，牛市等市场上行期间，乐观预期开始由外围节点转变为核心节点，而悲观预期对外的传导影响有所下降，成为了新的外围节点，或引导市场预期整体向好。由此可见，预期的传导机制在不同市场环境下表现出显著的非对称效应。

(三)预期对宏观经济及金融市场韧性的支撑分析

为了加强预期引导，充分贯彻落实中央“六稳”“六保”的经济工作要求，在前文研究的基础上，我们进一步剖析预期对经济韧性的支撑作用。具体而言，本文首先测度了我国3类经济金融韧性在不同外生扰动下的动态演变趋势，并在图5中画出。图5(a)表明，2020年3月，受新冠疫情冲击与国际贸易衰退的叠加影响，全球资本市场异常波动，发达经济体超宽松货币政策频频落地，国内外金融风险对我国经济金融总体韧性产生了明显冲击，但持续时间较为短暂，韧性指数在约2个月后逐步回升，宏观经济与金融市场迅速企稳。中国国家统计局数据显示，2020年第一季度国内生产总值同比下滑6.8%后，我国第二季度的经济增长便已由负转正，全年同比增长率也达到了2.3%，成为了全球唯一实现经济正增长的主要经济体。与此同时，图5(b)显示，近



(a)牛市期间：出度　(b)熊市期间：出度
(c)牛市期间：入度　(d)熊市期间：入度

图3　不同市场条件下的预期传导效应分析

注：(1)熊市的样本期为2015年6月至2015年9月，牛市的样本期为2020年10月至2021年2月；(2)总出度=悲观预期出度+乐观预期出度，总入度=乐观预期入度+悲观预期入度；(3)乐观预期占比=乐观预期出度(入度)/总出度(入度)，悲观预期占比=悲观预期出度(入度)/总出度(入度)。

中国知网 https://www.cnki.net

年来，在全球以及美国金融风险冲击下，我国宏观经济整体呈现较好韧性。这也表明，在外部环境复杂严峻、全球资本市场不确定性攀升的背景下，我国经济展现出了强大韧性与巨大潜力。但需要注意的是，在国内金融风险冲击下的宏观经济韧性指数震荡较为显著，我国金融市场或经由财富效应、信贷供给等传导途经对宏观经济产生明显的溢出冲击。

此外，由图5(c)可知，在资本市场发展的早期阶段，国内外风险对我国金融市场的影响较大，韧性指数震荡频次与幅度相对较高。但2018年后，金融市场韧性不断增强，我国金融系统对国内与全球金融风险的吸收强度开始在高位稳定。这就意味着，随着私募基金、债券违约风险、质押风险等重点领域风险边际收敛、要素市场化配置体制机制加速完善、中国经济逐步向以国内大循环为主体转变，应对金融风险冲击的抵御能力也出现了持续性的提升。例如，尽管受疫情冲击与投资者恐慌情绪蔓延的影响，2020年2月3日(即春节后的首个交易日)，中国内地A股市场剧烈震荡，逾3000只个股跌停，上证综指由2976点下跌至2746点，跌幅高达7.73%，但在随后的7个工作日内，我国股票市场持续反弹，7日内涨幅达到了5.16%，并于2月17日回升至2983点；除此之外，同年3月，美国、英国、意大利、巴西等数10个国家(地区)的股票市场频频暴跌，国际资本市场深度调整，而我国金融市场依旧保持较强韧性，总体运行态势稳中有升，上证综指与沪深300指数全年分别上涨13.87%与27.21%，创业板升幅更是达到了64.96%。

接着，本文采用MSE、ENC两种样本外格兰杰因果关系检验方法，考察悲观、乐观预期传导强度对经济韧性的格兰杰因果影响，从而深入剖析预期对宏观经济及金融市场的作用关系[⑩]。为了进一步确保结论的可靠性与稳健性，我们还同时基于多种检验模式展开相关分析，结果列于表4[⑪]。表4显示，根据不同检验方法与检验模式的结论十分一致，在绝大多数检验中，悲观、乐观预期的传导强度均为我国经济韧性的格兰杰因果原因。

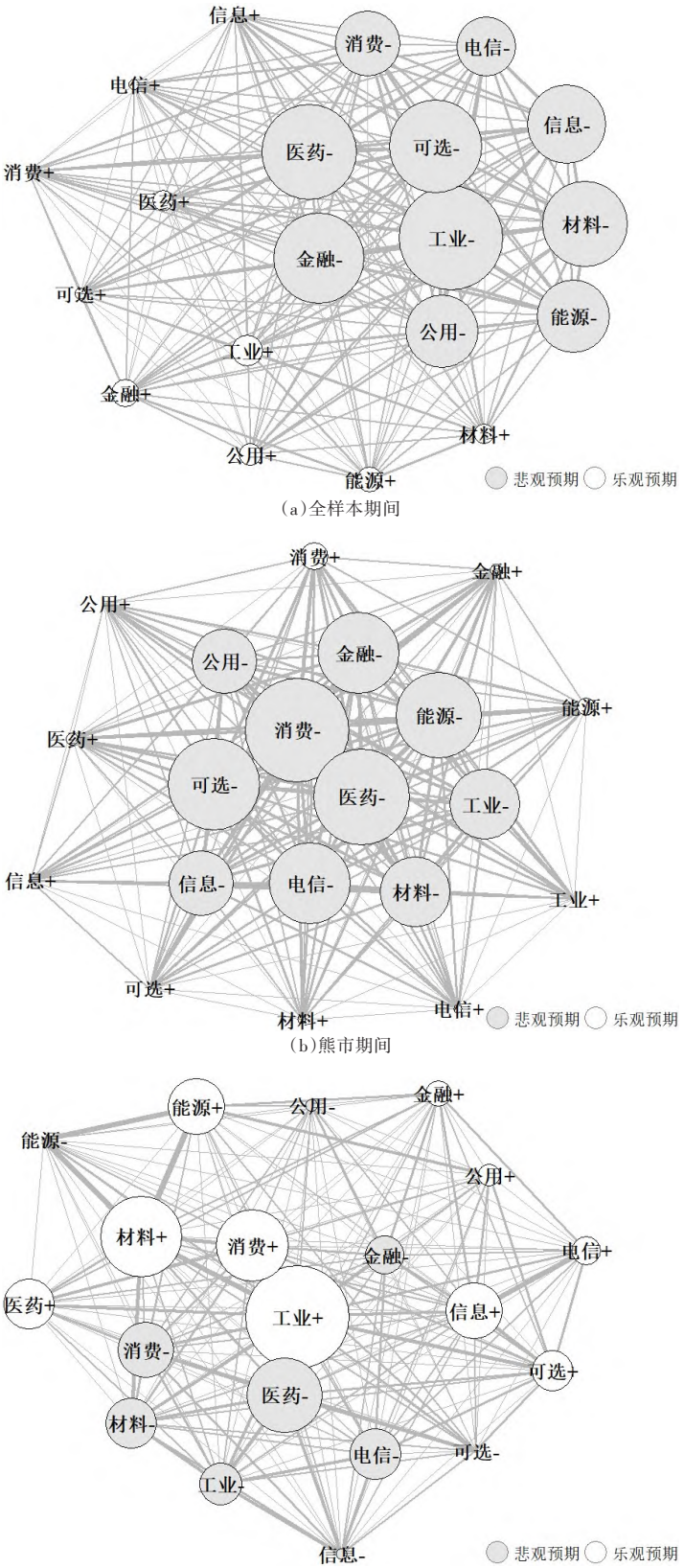
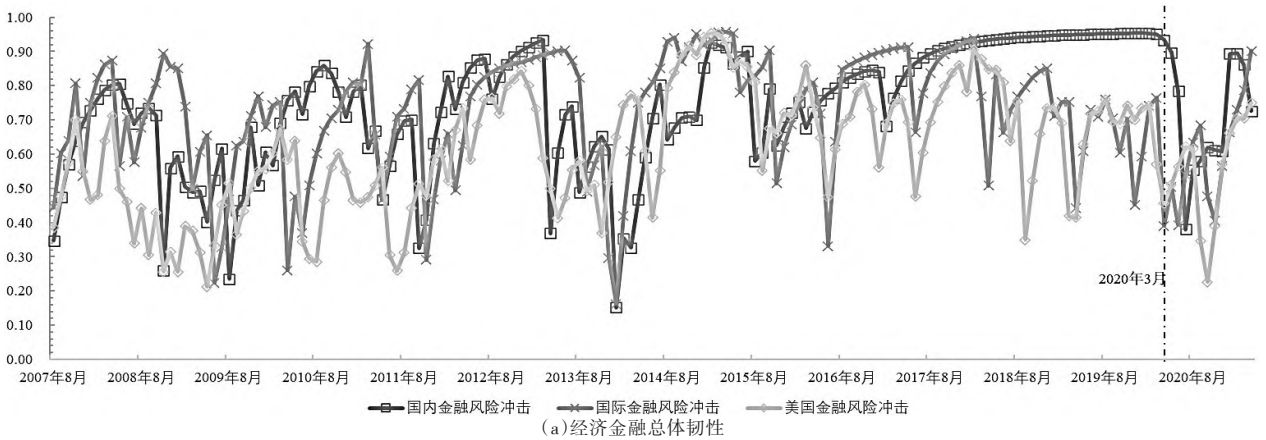


图4 不同市场条件下的预期传导网络图

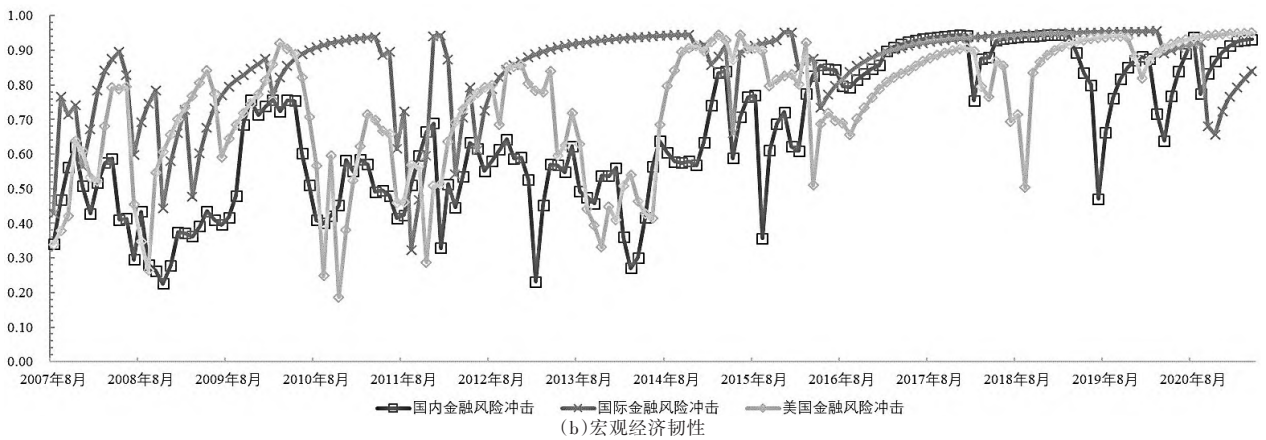
注：(1)“-”代表该行业的悲观预期，“+”代表该行业的乐观预期；(2)节点大小刻画了各行业预期的净传导指数，净传导指数越大，节点越大。

中国知网 https://www.cnki.net

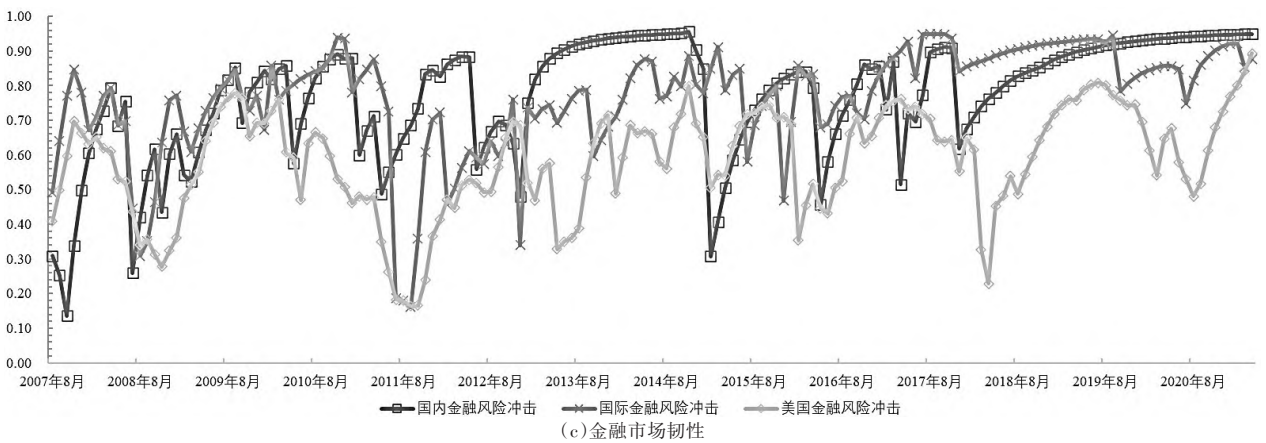
在此基础上，本文分别就预期对经济韧性的驱动影响展开回归分析。表5展示了两类预期的总传导指数对经济金融总体韧性的影响[12]。表5的Panel A~C一致显示，在国内外金融风险冲击时，乐观预期传导强度对未来1~4期韧性指数的作用力度均显著为正，而悲观预期传导强度的系数则绝大多数显著为负。这就意味着对预期进行有效、合理的引导能够持续增强我国宏观经济与金融市场的总体韧性。这进一步表明，在全球经济增长不确定性加大的现阶段，我们亟需及时关注并稳定市场预期，更具前瞻性、针对性地主动加强预期引导，维护经济金融系统的平稳运行。此外，Panel D表明，在新冠疫情等重大突发公共事件期间，乐观、悲观预期传导强度的增加均会在短期对经济金融总体韧性产生极为显著的驱动影响，两类总传导指数对下一期韧性变量的作用力度分别达到了0.581与-0.515，远大于金融风险冲击下的影响强度，但作用时间相对较短，在2期



(a)经济金融总体韧性



(b)宏观经济韧性



(c)金融市场韧性

图5 经济金融韧性趋势图

注：(1)TVP-FAVAR模型的滞后阶数基于BIC准则计算；(2)本图基于公式(14)~公式(16)计算，脉冲响应期数n=24。

中国知网 https://www.cnki.net

后大多便已不再显著。

与此同时，我们将经济金融总体韧性区分为宏观经济韧性与金融市场韧性，具体探究不同预期的驱动影响。表6的Panel A显示，在国内金融市场震荡时，悲观预期传导强度对1~3期宏观经济韧性的回归系数显著为负，产生了明显的不利冲击。这就意味着，悲观预期传导强度增加，或进一步放大国内金融风险对宏观经济的负面影响。究其原因，本国金融市场的波动易使投资者产生经济持续疲软的担忧，随即可能引发严重的需求收缩以及负财富效应，致使消费、投资与产出骤跌（比德尔、史密斯，2012）。与此同时，Panel C中，悲观预期传导强度的回归系数均不显著，表明得益于我国坚实的经济增长基础与稳健的宏观政策调控，在受到美国金融风险冲击时，市场悲观预期传导强度的增加并未对我国宏观经济平稳运行的整体态势产生显著冲击。这也进一步佐证了，我国经济发展内生动力强劲，宏观经济始终保持良好韧性。此外，由Panel D，我们可以清楚地发现，在受到重大突发公共事件冲击时，与悲观预期的负面影响（-0.599）相比，乐观预期传导强度对宏观经济韧性的提升作用更为明显，回归系数达到了0.853。

类似地，本文在表7中考察了乐观、悲观预期传导强度对金融市场韧性的作用机制。表7的Panel B~C表明，较之Panel A中的分析结果，在国际与美国金融风险冲击下，悲观预期的总传导指数对金融市场韧性产生了更为明显的负面作用，表明我国金融市场或对国际输入性风险更为敏感。其中，消极预期的广泛传播更是会在一定程度上削弱金融系统对美国风险的抵御能力，回归系数在1~5期间均显著为负。因此，在发达国家货币政策急剧调整负外部性显现、国内经济金融领域风险隐患仍存在的现阶段，如何在传统宏观调控体系中，及时抑制悲观预期的传播、构建良好预期的引导模式，已成为提高风险防控有效性、推动经济金融高质量发展的关键环节。

表4 预期传导强度对经济金融总体韧性影响的样本外格兰杰因果关系检验

			Panel A 经济金融总体韧性			Panel B 宏观经济韧性			Panel C 金融市场韧性		
			递归	滚动	固定	递归	滚动	固定	递归	滚动	固定
国内金融风险冲击	乐观	*ENC*	4.295***	4.470***	4.252***	2.544***	3.515***	2.524***	3.441***	3.431***	3.380***
		MSE	5.187***	5.253***	5.277***	3.595***	4.460**	3.574**	4.222***	4.184***	4.281***
	悲观	*ENC*	7.600***	7.710***	8.043***	4.794***	5.116***	4.773***	3.790***	3.881***	3.782***
		MSE	5.246***	5.105***	5.669***	5.487***	5.343***	5.592***	4.572***	4.610***	4.606***
国际金融风险冲击	乐观	*ENC*	1.218**	1.178**	1.409***	2.260***	2.119***	2.134***	0.857*	1.512**	0.737*
		MSE	0.934*	1.026*	1.210**	3.610***	3.214***	3.640***	1.141*	1.263*	0.948*
	悲观	*ENC*	2.124***	2.041***	2.335***	6.887***	6.824***	6.774***	1.490**	2.182***	1.400**
		MSE	1.691**	1.682**	1.934***	9.093***	8.931***	9.179***	1.679**	2.464**	1.512**
美国金融风险冲击	乐观	*ENC*	2.344***	2.509***	2.389***	0.156	0.188	0.231	0.907**	0.903**	0.948**
		MSE	3.362***	3.521***	3.453***	0.244	0.267	0.401	1.387**	1.419**	1.461**
	悲观	*ENC*	3.542***	3.067***	3.697***	1.326**	1.144**	1.274**	1.117**	1.156**	1.534***
		MSE	4.220***	3.371***	4.376***	2.120**	1.833**	2.067***	0.641	0.856*	1.094**

注：（1）本表以2019年4月至2021年4月作为样本外区间，基于不同样本外区间的检验结果稳健、备索；（2）表中“乐观”、“悲观”代表由公式（12）计算得到的，t期乐观预期与悲观预期的总传导指数对数；（3）***、**、*分别表示检验结果通过1%、5%以及10%的显著性水平检验。

表5 预期传导强度对经济金融总体韧性的作用机制分析

Panel A：国内金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.243*** [0.059]		0.154*** [0.055]		0.139** [0.060]		0.123* [0.062]		0.127** [0.063]	
悲观预期		-0.245*** [0.089]		-0.155* [0.090]		-0.139* [0.083]		-0.146 [0.092]		-0.171** [0.084]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.189	0.167	0.155	0.146	0.149	0.140	0.090	0.090	0.103	0.109
Panel B：国际金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.258*** [0.058]		0.252*** [0.058]		0.244*** [0.067]		0.196*** [0.066]		0.147** [0.059]	
悲观预期		-0.218*** [0.068]		-0.251*** [0.071]		-0.271*** [0.080]		-0.249*** [0.079]		-0.221*** [0.071]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.292	0.254	0.296	0.276	0.303	0.294	0.318	0.324	0.336	0.352
Panel C：美国金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.235*** [0.057]		0.245*** [0.060]		0.219*** [0.068]		0.179** [0.071]		0.119 [0.072]	
悲观预期		-0.230*** [0.077]		-0.274*** [0.080]		-0.280*** [0.083]		-0.247*** [0.083]		-0.166** [0.081]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.370	0.356	0.387	0.383	0.389	0.395	0.385	0.395	0.367	0.372
Panel D：新冠疫情冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.581** [0.207]		-0.112 [0.249]		0.138 [0.220]		0.457** [0.144]		0.265 [0.213]	
悲观预期		-0.515** [0.154]		0.045 [0.159]		0.007 [0.216]		-0.351* [0.168]		-0.113 [0.207]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.763	0.839	0.479	0.467	0.202	0.175	0.660	0.477	0.520	0.430

注：（1）本表基于公式（17）计算得到，其中，因变量为$t+h$期韧性指标，主要解释变量分别为由公式（12）计算得到的t期乐观预期与悲观预期的总传导指数对数；（2）方括号内为标准误；（3）国内、国际与美国金融风险采用5%分位数下CAViaR风险指标的月度平均值衡量；（4）数据频率为月度；（5）***、**、*分别表示系数通过1%、5%以及10%的显著性水平检验；（6）表6、表7相同，不再赘述。

中国知网 https://www.cnki.net

为了更为直观地就不同风险冲击下，预期对经济韧性的影响展开深入的对比分析，本文在图6中画出了乐观、悲观预期总传导指数对1~5期内韧性的作用力度。由图6(a)可知，在受到金融风险冲击时，乐观预期传导强度的增加，能够长期、显著地增强我国经济金融总体韧性，即“稳预期”是实现经济“稳增长”的重要先决条件。与此同时，图6(b)与(c)表明，在国内外金融风险冲击下，我国宏观经济韧性总体企稳，而金融市场的韧性则在一定程度上更易受到预期的扰动影响。同时，图6显示，悲观预期传导强度的提升，显著放大了新冠疫情等重大突发公共事件对宏观经济、金融市场韧性的短期冲击，其对未来1期韧性指数的影响力度更是达到了-0.599与-0.418，远大于金融风险冲击下的韧性震幅。这可能由于，此类突发事件引发的悲观预期扩散，将大幅提升市场主体对风险的规避偏好，诱使其进行非理性的金融决策，加剧宏观经济与金融系统的不确定性，冲击经济金融韧性。

为了进一步证明本文结论的有效性与稳健性，我们基于6个月、12个月、18个月以及24个月的脉冲响应期数，分别测度我国的经济金融韧性，全面考察预期传导指数对短期以及中长期内经济韧性的作用力度，并将结果展示于表8。由表8可以发现，基于不同期数的分析结论十分一致。其中，Panel A~C 显示，在国内外金融风险冲击下，悲观预期传导强度的系数均显著为负，表明其将在一定程度上削弱我国经济金融韧性，而与此相对应地，乐观预期传导强度的系数均显著为正，即良好的预期能够明显增强短期与中长期的经济韧性，有效推动宏观经济企稳回升、维护金融系统平稳运行。与此同时，Panel D中基于18期与24期脉冲响应期数的结果表明，重大突发公共事件期间，预期对经济金融总体韧性的长期影响并不显著。本文结论稳健、可靠。

我们进一步在图7中展示了各预期系数在90%置信水平下的系数区间。图7直观地显示，悲观、乐观预期的传导指数对经济金融总体韧性存在显著的非对称影响，且在不同外部冲击下，其作用力度往往会表现出明显的异质性。其中，图7(a)表明，在国内金融市场震荡期间，基于6个月响应期计算的系数区间距离零线的绝对距离最大，但随着脉冲响应期数的增加，回归系数的绝对值逐步减小。而图7(b)与(c)则显示，在受到国际输入性风险冲击时，预期传导强度对经济韧性的驱动影响存在一定的持续性。此外，我们由图7(d)可知，在新冠疫情爆发等重大突发公共事件期间，预期传导指数对经济韧性的短期影响更为显著。研究指出，较之长期冲击，突发性的重大危机可能会大幅提升市场间的连通性，其所产生的正负波动溢出的峰值也远高于其他时期（伊克巴尔等，2021），即预期间的传导速度与作用力度会在此类巨大且显著的冲击下迅速攀升（迪特里希等，2022）。这就意味着，重大突发事件期间，悲观预期的快速传播易引发严重的金融传染现象，甚至在一定程度上对经济韧性产生短暂的削弱效应。由此可见，尽管总体而言，我国经济韧性强、回旋空间大、长期向好的基本面不会改变，经济发展内生动力始终保持强劲态势，然而，随着海外地缘冲突不断加剧、各经济体复苏分化加剧，我们仍需保持

表6 预期传导强度对宏观经济韧性的作用机制分析

Panel A：国内金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.137***		0.113***		0.058		0.030		0.018	
	[0.038]		[0.038]		[0.043]		[0.045]		[0.049]	
悲观预期		-0.176***		-0.157***		-0.096*		-0.057		-0.035
		[0.052]		[0.050]		[0.056]		[0.057]		[0.060]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.099	0.110	0.096	0.113	0.091	0.100	0.067	0.071	0.056	0.058
Panel B：国际金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.261***		0.174***		0.066		0.067		0.013	
	[0.057]		[0.061]		[0.062]		[0.068]		[0.071]	
悲观预期		-0.247***		-0.196*		-0.110		-0.127		-0.058
		[0.078]		[0.105]		[0.108]		[0.084]		[0.075]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.136	0.108	0.098	0.096	0.080	0.085	0.044	0.052	0.050	0.052
Panel C：美国金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.182*		0.193**		0.112		0.144		0.060	
	[0.099]		[0.093]		[0.085]		[0.092]		[0.094]	
悲观预期		-0.136		-0.151		-0.117		-0.144		-0.060
		[0.106]		[0.114]		[0.112]		[0.127]		[0.130]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.207	0.195	0.212	0.200	0.214	0.213	0.227	0.224	0.199	0.198
Panel D：新冠疫情冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.853***		0.008		0.028		0.034		0.277	
	[0.137]		[0.412]		[0.246]		[0.193]		[0.392]	
悲观预期		-0.599*		-0.042		-0.267		0.024		-0.124
		[0.259]		[0.403]		[0.225]		[0.174]		[0.386]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.854	0.768	0.400	0.401	0.505	0.547	0.563	0.562	0.214	0.167

中国知网 https://www.cnki.net

审慎乐观的态度，及时、持续传递积极政策信号，有效稳定各类投资主体的预期，从而充分提振市场信心，进一步提升资本市场内在稳定性，推进金融与实体经济的良性互动。

四、结论

本文研究发现，尽管自2019年以来，随着多层次资本市场体系的持续完善以及机构投资者占比的不断提升，我国悲观预期与乐观预期传导强度的差异有所缩小，但我国金融市场的预期传导过程中仍然存在显著的不对称现象，悲观预期的总传导指数远高于乐观预期，市场对负面预期的反应更为敏感。其中，工业、可选消费等行业悲观预期的出度相对较大，表明此类周期性行业的悲观预期易通过“沉默的螺旋”、“羊群效应”或是“动物精神”等渠道扩散，使得市场整体预期大幅走弱，可能在一定程度上成为了经济承压或是金融困境的先行指标。

进一步地，网络分析结论表明，在“牛市”、“熊市”等不同的市场条件下，预期间的传导机制存在显著差异：在“熊市”期间，悲观预期间存在显著的聚集效应，而乐观预期则分布于预期传导网络的边缘区域，表明不利的金融市场条件会使得部门间的风险关联更为紧密，提高经济主体对负面信息的敏感程度，致使悲观预期在市场中快速扩散；而在“牛市”期间，大部分乐观预期开始由外围节点转变为核心节点，其传导力度大幅提升，或引导市场预期整体向好。

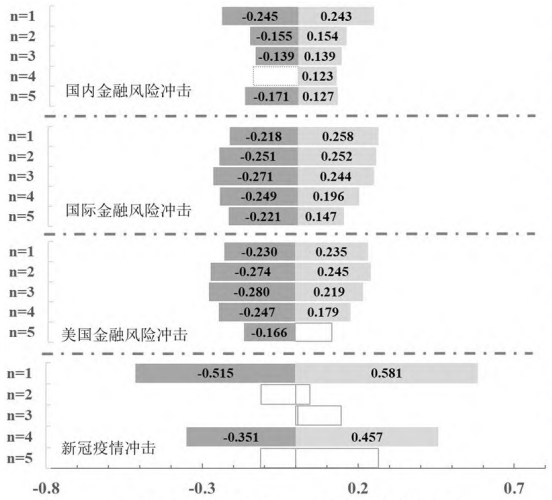
与此同时，本文测度了我国经济金融总体韧性，并进一步细化测算了宏观经济韧性、金融市场韧性。其中，宏观经济韧性的测度结果表明，近年来，在全球以及美国金融风险冲击下，我国宏观经济整体呈现较好韧性。这也佐证了，在外部环境复杂严峻、全球资本市场不确定性攀升的背景下，我国经济韧性强、长期向好的基本面不会改变。而金融市场韧性的测度结果则显示，在资本市场发展的早期阶段，我国金融市场受国内外风险的影响较大，韧性指数的震荡频次、幅度均相对较高。但2018年后，金融市场韧性不断增强，我国金融系统对国内与全球金融风险的吸收强度开始在高位稳定。这就意味着，随着私募基金、债券违约风险、质押风险等重点领域风险边际收敛、要素市场化配置体制机制加速完善、中国经济逐步向以国内大循环为主体转变，应对国际风险冲击的抵御能力也出现了持续提升。

此外，本文结合样本外格兰杰因果检验与回归分析，考察悲观、乐观预期传导强度对经济韧性的作用关系，深入剖析预期对宏观经济及金融市场的支撑影响。检验结果表明，悲观预期传导强度的增加易对经济金融总体韧性产生一定的负面作用，或进一步放大国内外风险冲击对经济金融系统的不利影响。与此同时，在

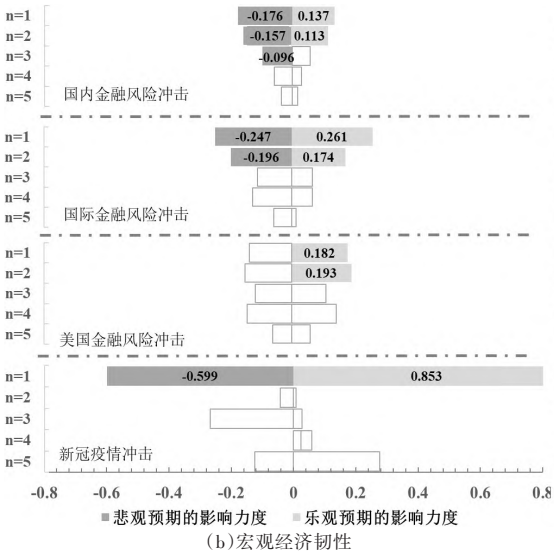
表7 预期传导强度对金融市场韧性的作用机制分析

Panel A：国内金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.174***		0.082		0.119**		0.040		−0.004	
	[0.064]		[0.057]		[0.058]		[0.064]		[0.056]	
悲观预期		−0.180**		−0.091		−0.130**		−0.020		0.007
		[0.070]		[0.077]		[0.062]		[0.076]		[0.065]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.222	0.213	0.196	0.195	0.223	0.220	0.156	0.154	0.157	0.158
Panel B：国际金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.179***		0.166***		0.146**		0.135**		0.116*	
	[0.058]		[0.058]		[0.062]		[0.064]		[0.065]	
悲观预期		−0.201***		−0.179***		−0.149**		−0.133*		−0.107
		[0.060]		[0.061]		[0.067]		[0.069]		[0.069]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.372	0.370	0.372	0.368	0.355	0.349	0.337	0.331	0.311	0.305
Panel C：美国金融风险冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.202***		0.209***		0.236***		0.249***		0.237***	
	[0.073]		[0.072]		[0.075]		[0.073]		[0.070]	
悲观预期		−0.239***		−0.247***		−0.267***		−0.267***		−0.268***
		[0.078]		[0.077]		[0.084]		[0.084]		[0.081]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.147	0.148	0.165	0.166	0.182	0.177	0.193	0.183	0.194	0.189
Panel D：新冠疫情冲击时										
韧性 $t+h$	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
乐观预期	0.502***		0.071		−0.158		−0.193		−0.336	
	[0.136]		[0.218]		[0.177]		[0.243]		[0.271]	
悲观预期		−0.418***		0.092		0.224		0.251		0.203
		[0.111]		[0.181]		[0.121]		[0.234]		[0.242]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.846	0.863	0.767	0.771	0.400	0.423	0.141	0.159	0.316	0.215

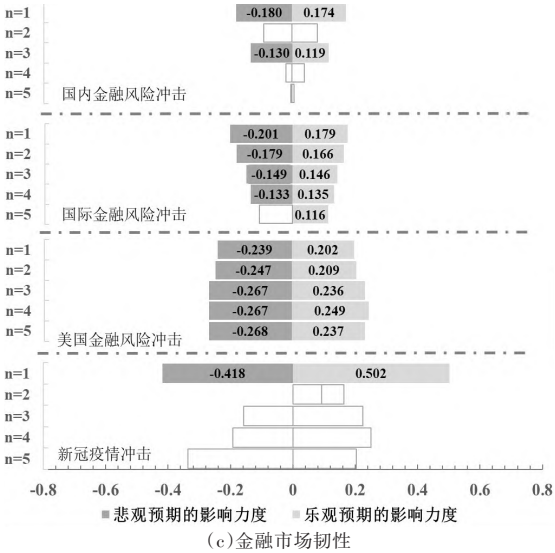
中国知网 https://www.cnki.net



(a)经济金融总体韧性



(b)宏观经济韧性



(c)金融市场韧性

图6 预期传导强度对韧性的影响力度比较分析
注:无色矩形表明该系数在90%置信水平下不显著。

不同金融风险冲击下,乐观预期传导强度对未来1~4期总体韧性的回归系数均显著为正,即良好的预期能够明显增强短期与中长期的经济韧性。这就意味着,乐观预期传导强度的走高与悲观预期传导强度的转弱,均能显著提升我国宏观经济与金融市场的总体韧性、提升经济金融系统对风险的抵御能力。进一步地,我们将经济金融总体韧性区分为宏观经济韧性与金融市场韧性,深入探究不同预期传导指数的驱动影响。结果显示,在受到输入性金融风险冲击时,我国宏观经济韧性总体企稳,金融市场韧性更易受到悲观预期的负面影响。与此同时,在新冠疫情等重大突发事件冲击下,较之消极预期,乐观预期传导强度的增加将更为明显地提升宏观经济韧性。

基于以上研究,本文对完善我国宏观经济治理提出以下3点启示。

表8 预期传导强度对经济金融总体韧性作用机制的稳健性检验

Panel A:国内金融风险冲击时								
脉冲响应期数n	n=6		n=12		n=18		n=24	
乐观预期	0.256*** [0.057]		0.243*** [0.059]		0.225*** [0.068]		0.197** [0.081]	
悲观预期		−0.287*** [0.089]		−0.245*** [0.089]		−0.215*** [0.079]		−0.166** [0.064]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.217	0.211	0.189	0.167	0.142	0.123	0.227	0.191
Panel B:国际金融风险冲击时								
脉冲响应期数n	n=6		n=12		n=18		n=24	
乐观预期	0.196*** [0.053]		0.258*** [0.058]		0.221*** [0.065]		0.173** [0.081]	
悲观预期		−0.182** [0.074]		−0.218*** [0.068]		−0.207*** [0.073]		−0.178*** [0.067]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.212	0.192	0.292	0.254	0.174	0.151	0.152	0.139
Panel C:美国金融风险冲击时								
脉冲响应期数n	n=6		n=12		n=18		n=24	
乐观预期	0.204*** [0.067]		0.235*** [0.057]		0.248*** [0.069]		0.145*** [0.049]	
悲观预期		−0.216*** [0.082]		−0.230*** [0.077]		−0.239** [0.094]		−0.152*** [0.053]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.300	0.294	0.370	0.356	0.334	0.319	0.322	0.315
Panel D:新冠疫情冲击时								
脉冲响应期数n	n=6		n=12		n=18		n=24	
乐观预期	0.686*** [0.147]		0.581** [0.207]		0.283 [0.419]		0.265 [0.298]	
悲观预期		−0.550** [0.185]		−0.515** [0.154]		−0.360 [0.308]		−0.294 [0.235]
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有
R^2	0.747	0.745	0.763	0.839	0.686	0.726	0.827	0.845

注:因变量为基于不同脉冲响应期数n,根据公式(14)~公式(16)计算得到的经济金融总体韧性。

中国知网 https://www.cnki.net

（1）积极主动强化乐观预期引导，灵活调整预期管理工作施行节奏。本文的分析结果发现，悲观与乐观预期的传导效应间存在一定的负向关联。且在市场波动期间，乐观预期会对宏观经济韧性产生更为明显的提升作用。因此，我们应当将预期管理作为宏观经济治理的重要环节，基于正负半方差、预期传导强度等合适的预期量化指标，对市场预期展开全方位、常态化监测，精准预判重大风险舆情，强化乐观预期引导工作，适时适度释放维护经济金融系统平稳健康发展的积极信号，对偏离基本面的非理性预期进行早期纠偏。与此同时，本文基于“牛市”和“熊市”的对比分析结论显示，在牛市期间，乐观预期更易在市场中快速传导，而在熊市期间，不利的金融市场条件会明显加速悲观预期的非理性传导。这表明，在牛市和熊市期间，我们应采取差异化的预期管理措施，如在牛市期间，应坚持穿透式监管，加强对过度投机、操纵市场、内幕交易等行为的监管力度，同时以积极预期为抓手，综合采用多种政策手段，通过增加公共支出等方式刺激消费、投资，引导资金流向符合产业政策与发展战略的高精尖领域，进一步推动产业升级与结构调整。而在熊市期间，一方面，应加快优化营商环境，充分落实资本市场信息安全保障工作，及时打击发布虚假利空信息等恶意行为；另一方面，则可以通过提高税费支持力度、降低用工用能成本、加大贷款担保力度、支持企业创新等方式，为企业提供政策倾斜，实现提振消费、扩大内需“双轮驱动”，激发市场活力、稳定市场信心，为投资者修正偏弱预期提供托底支持。

（2）精准有效提升重点行业预期稳定性，分类施策提振市场整体预期。本文的分析结果表明，不同行业对市场信息的敏感程度存在显著差异，预期影响强度与传导速度间存在较大的异质性。其中，对经济波动更为敏感的周期性行业的悲观预期往往更易传导至其他部门，致使市场预期的大幅走弱，而金融行业预期向好能够有效改善市场的整体预期。因此，在开展预期管理工作时，一方面，应密切跟踪工业、可选消费等周期性行业的预期变动，建立重点行业的常态化沟通渠道，并综合采用定期发布行业发展报告、搭建信息共享平台等方式发布行业最新动态，及时纾解悲观预期；同时，也应进一步强化重点行业的前瞻性指引，及时制定、修正与发布行业发展规划，明晰政策目标与预期成效、确保其与行业发展需求始终保持高度契合，对相关企业实行风险前置提醒，避免悲观预期等不利的“信息噪音”对重点行业预期产生负面干扰。另一方面，需进一步加强金融行业的乐观预期引导工作，适度提高央行沟通频次、加强政策发布解读回应，并综合采用新媒体发布、新闻发布会、答记者问等沟通方式，或是借助微博、公众号等社交媒体平台，进一步拓宽央行信息传播渠道，同时打造由专家学者、企业高管、智库团队组成的专业型意见领袖梯队，形成多层次金融市场舆情引导机制，对金融行业预期进行更具前瞻性、针对性的正面引导，使金融市场乐观预期对经济金融基本面形成有效支撑，有效提振市场整体预期，维护经济社会发展大局的平稳运行。

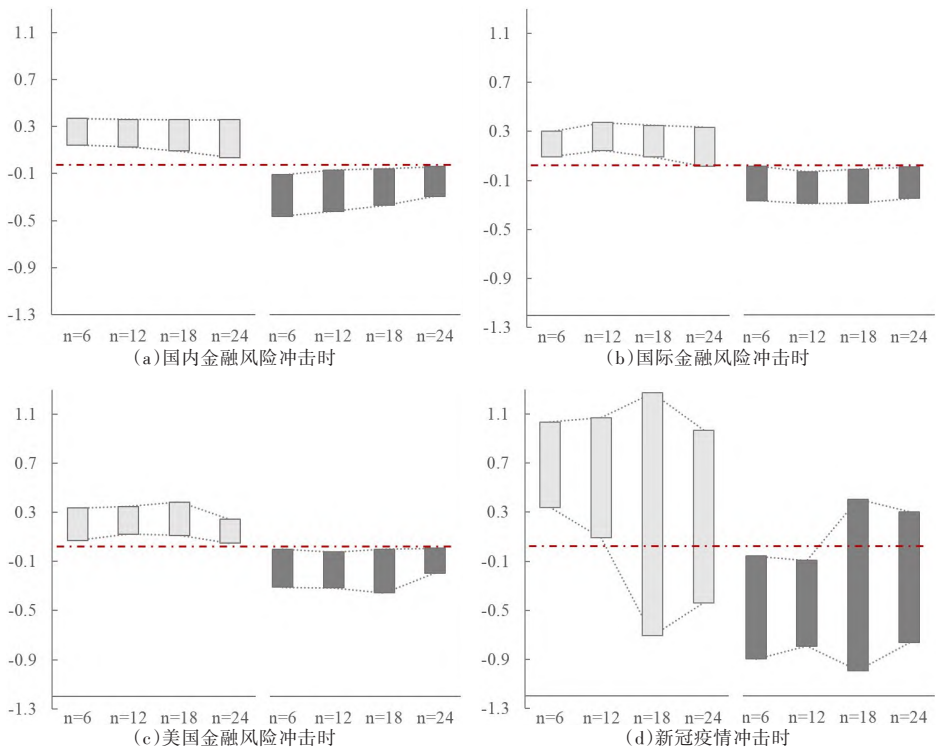


图7 预期传导强度对不同时期经济金融总体韧性的影响

注：本图采用浅灰色、深灰色区域，分别代表乐观、悲观预期传导强度回归系数在90%水平下的置信区间。

（3）构建并完善预期

中国知网 https://www.cnki.net

应急管理体系，坚持系统观念提升经济金融韧性。研究结果表明，尽管近年来，在各类风险冲击下，我国宏观经济整体呈现较好韧性，且回旋空间大、长期向好的基本面不会改变。然而，本文同样发现，在国内金融风险冲击下的宏观经济韧性指数震荡明显，且在新冠疫情爆发等重大突发公共事件期间，预期传导指数对经济韧性的短期影响极为显著。由此可见，“稳预期”是实现经济“稳增长”的重要先决条件，对于市场波动、政策出台等外生冲击，相关部门应当在宏观调控中进一步突出“系统观念”，构建预期的事前、事中、事后的全链条应急管理体系，提升经济金融韧性。首先，对于预期的事前管理而言，可结合云计算、人工智能、区块链等金融科技的新兴技术，全面搜集、研判各类突发风险事件对市场预期的冲击影响，提前开展预期波动的分级评估与防控工作，制定差异化沟通策略。而从预期的事中管理来看，在风险事件爆发、市场宽幅震荡或是重大决策出台与实施的关键时期，我们必须密切监测市场预期波动，提升预期管理主动性，明确各级部门职能，完善跨部门协调机制，实现各部门的迅速响应、协同合作，强化政策对市场预期的稳定与引导作用，及时阻断负面预期传导渠道、释放正面积极信号。此外，对预期的事后管理而言，应当准确测算市场预期、宏观经济韧性等指标的边际变动，及时评估政策成效，灵活调整预期管理工作的施行节奏与力度，完善预期的动态相机调控机制，进一步提高宏观经济治理效能，提升宏观经济韧性⑬。

（作者单位：陈雨恬，南方科技大学商学院；杨子晖，上海财经大学金融学院、上海财经大学滴水湖高级金融学院；温雪莲，华南师范大学经济管理学院）

注释

①2024年《政府工作报告》指出“我国经济持续回升向好的基础还不稳固……社会预期偏弱，风险隐患仍然较多”。

②2021年央行货币政策委员会第二、第三季度例会均指出，应“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性……增强金融市场的活力和韧性”。

③“动物精神”（Animal Spirits）指市场投资者可能会凭借本能进行经济决策，而非权衡后的理性行为。

④“群体极化”（Group Polarization）即指，较之个人决策，群体决策时往往会表现出更为冒险或是保守的倾向。

⑤韧性这一概念最初在物理、工程、生态科学等学科中得到广泛运用，主要衡量了系统在受到严重冲击后，恢复到稳定状态的能力。近年来，相关研究对韧性的定义进行了外延与拓展，部分学者开始尝试采用多种方法考察各经济金融系统在衰退、以及洪水、地震、飓风等重大冲击或是扰动下的异质反应与恢复机制，对经济韧性展开了深入研究。

⑥博勒斯列夫（2021）、黄和罗（2020）指出，金融市场在本质上具有前瞻性，股价等金融资产序列的波动性与对未来经济形势的更乐观（更悲观）的预期有关，能够准确刻画经济活动的加速（减速）。

⑦2021年4月21日，习近平总书记主持的中央政治局会议指出，应当“固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡”。

⑧遵循该领域的研究惯例，本文以2020年1月20日作为新冠疫情冲击的起始时间。

⑨本文分别选用工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、金融机构各项贷款增加值、金融机构各项存款增加值、社会融资规模、CPI同比指数、宏观经济景气指数（一致、先行、滞后）、消费者信心指数（满意、预期）的月度数据作为各部门的代表变量。

⑩在样本外格兰杰因果关系检验以及主要的回归分析中，本文基于公式（12），以20个交易日（约1个月）的高频数据作为滚动分析窗口长度，计算乐观预期、悲观预期的传导强度，取每月的最后一个值作为当月乐观预期与悲观预期传导强度的代表变量。与此相对应地，我们基于公式（14）~公式（16）计算经济变量对外部冲击的反应函数，脉冲响应期数n=12，基于其他期数的结论一致、可靠，详见本文表8与图7的稳健性分析。

⑪《管理世界》网络发行版附录一中展示了各检验统计值的临界值。

⑫本文在《管理世界》网络发行版附录二中进行了遗漏变量检验，发现模型未遗漏重要变量，结论可靠。此外，我们在《管理世界》网络发行版附录三中进一步构造了预期不对称传导指数，探究其对经济韧性的驱动影响，分析结论一致、稳健。

⑬中外文人名（机构名）对照：达斯（Das）；诺佐霍尔（Nowzohour）；斯特拉卡（Stracca）；范德威伦（Van Der Wielen）；巴里奥斯（Barrios）；贝尼尼戈（Benigno）；福尔纳罗（Fornaro）；恩德斯（Enders）；贝特尔（Beutel）；维克托拉维奇（Victoravich）；克罗基达（Krokida）；安（An）；德格劳韦（De Grauwe）；福雷斯特（Forest）；迪特里希（Dietrich）；本哈比布（Benhabib）；德耶斯（Dées）；泽米奇（Zimic）；菲利普（Filip）；波切亚（Pochea）；马丁（Martin）；桑利（Sunley）；程（Cheng）；罗思（Roth）；沃尔法特（Wohlfart）；芬格尔顿（Fingleton）；比德尔（Bidder）；史密斯（Smith）；古德尔（Goodell）；张（Zhang）；许（Xu）；邵（Shao）；诺夫辛格（Nofsinger）；巴鲁尼克（Baruník）；本赛达（Ben-Saïda）；黄（Huang）；罗（Luo）；博勒斯列夫（Bollerslev）；佩塔赫（Petach）；迪布尔德（Diebold）；伊尔马兹（Yilmaz）；霍赛因（Hosseini）；库普（Koop）；科罗比利斯（Korobilis）；加利尔（Galil）；索费尔（Soffer）；马吉耶雷赫（Maghyereh）；弗雷伯格（Fraiberger）；格罗斯（Gross）；西克洛斯（Siklos）；伊克巴尔（Iqbal）。

参考文献

（1）方意、荆中博：《外部冲击下系统性金融风险的生成机制》，《管理世界》，2022年第8期。

（2）李政、刘淇、鲁晏辰：《主权债务风险跨国溢出研究——来自频域的新证据》，《金融研究》，2020年第9期。

中国知网 https://www.cnki.net

（3）刘晓星、张旭、李守伟：《中国宏观经济韧性测度——基于系统性风险的视角》，《中国社会科学》，2021年第1期。

（4）谭小芬、虞梦微、朱菲菲：《跨境资本流动顺周期性及其异质性的微观机制——兼论A股被纳入国际基准指数的影响》，《管理科学学报》，2023年第7期。

（5）杨子晖、陈雨恬：《财政金融统一框架下的金融风险测度与分析——基于非线性网络关联的方法》，《中国社会科学》，2022年第11期。

（6）杨子晖、陈雨恬、张平淼：《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。

（7）An, L., Zhou, W., Ou, M., Li, G., Yu, C. and Wang, X., 2021, "Measuring and Profiling the Topical Influence and Sentiment Contagion of Public Event Stakeholders", *International Journal of Information Management*, Vol.58, No.102327.

（8）Baruník, J., Bevilacqua, M. and Tunaru, R., 2022, "Asymmetric Network Connectedness of Fears", *Review of Economics and Statistics*, Vol.104, pp.1304~1316.

（9）Baruník, J., Kočenda, E. and Vácha, L., 2016, "Asymmetric Connectedness on The US Stock Market: Bad and Good Volatility Spillovers", *Journal of Financial Markets*, Vol.27, pp.55~78.

（10）Baruník, J., Kočenda, E. and Vácha, L., 2017, "Asymmetric Volatility Connectedness on The Forex Market", *Journal of International Money and Finance*, Vol.77, pp.39~56.

（11）Benhabib, J., Liu, X. and Wang, P., 2016, "Sentiments, Financial Markets, and Macroeconomic Fluctuations", *Journal of Financial Economics*, Vol.120, No.2, pp.420~443.

（12）Benigno, G. and Fornaro, L., 2018, "Stagnation Traps", *The Review of Economic Studies*, Vol.85, No.3, pp.1425~1470.

（13）Bensaïda, A., 2019, "Good and Bad Volatility Spillovers: An Asymmetric Connectedness", *Journal of Financial Markets*, Vol.43, pp.78~95.

（14）Beutel, J., Metiu, N. and Stockerl, V., 2021, "Toothless Tiger with Claws? Financial Stability Communication, Expectations, and Risk-Taking", *Journal of Monetary Economics*, Vol.120, pp.53~69.

（15）Bidder, R. M. and Smith, M. E., 2012, "Robust Animal Spirits", *Journal of Monetary Economics*, Vol.59, No.8, pp.738~750.

（16）Bollerslev, T., 2022, "Realized Semi（Co）Variation: Signs that all Volatilities are Not Created Equal", *Journal of Financial Econometrics*, Vol.20, No.2, pp.219~252.

（17）Cheng, Y., Elsayed, E. A. and Huang, Z., 2022, "Systems Resilience Assessments: A Review, Framework and Metrics", *International Journal of Production Research*, Vol.60, No.2, pp.595~622.

（18）Das, S., Kuhnen, C. M. and Nagel, S., 2020, "Socioeconomic Status and Macroeconomic Expectations", *The Review of Financial Studies*, Vol.33, No.1, pp.395~432.

（19）De Grauwe, P. and Foresti, P., 2020, "Animal Spirits and Fiscal Policy", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.171, pp.247~263.

（20）Dées, S. and Zimic, S., 2019, "Animal Spirits, Fundamental Factors and Business Cycle Fluctuations", *Journal of Macroeconomics*, Vol.61, No.103123.

（21）Diebold, F. X. and Yılmaz, K., 2014, "On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms", *Journal of Econometrics*, Vol.182, No.1, pp.119~134.

（22）Dietrich, A. M., Kuester, K., Müller, G. J. and Schoenle, R., 2022, "News and Uncertainty about Covid-19: Survey Evidence and Short-Run Economic Impact", *Journal of Monetary Economics*, Vol.129, pp.S34~S51.

（23）Ding, W., Mazouz, K. and Wang, Q., 2021, "Volatility Timing, Sentiment, and the Short-Term Profitability of VIX-Based Cross-Sectional Trading Strategies", *Journal of Empirical Finance*, Vol.63, pp.42~56.

（24）Enders, Z., Kleemann, M. and Müller, G. J., 2021, "Growth Expectations, Undue Optimism, and Short-Run Fluctuations", *Review of Economics and Statistics*, Vol.103, No.5, pp.905~921.

（25）Filip, A. M. and Pochea, M. M., 2023, "Intentional and Spurious Herding Behavior: A Sentiment Driven Analysis", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol.38, No.100810.

（26）Fingleton, B., Garretsen, H. and Martin, R., 2012, "Recessionary Shocks and Regional Employment: Evidence on the Resilience of Uk Regions", *Journal of Regional Science*, Vol.52, No.1, pp.109~133.

（27）Fraiberger, S. P., Lee, D., Puy, D. and Ranciere, R., 2021, "Media Sentiment and International Asset Prices", *Journal of International Economics*, Vol.133, No.103526.

（28）Galil, K. and Soffer, G., 2011, "Good News, Bad News and Rating Announcements: An Empirical Investigation", *Journal of Banking & Finance*, Vol.35, No.11, pp.3101~3119.

（29）Goodell, J. W., Kumar, S., Rao, P. and Verma, S., 2023, "Emotions and Stock Market Anomalies: A Systematic Review", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol.37, No.100722.

（30）Gross, C. and Siklos, P. L., 2020, "Analyzing Credit Risk Transmission to the Nonfinancial Sector in Europe: A Network Approach", *Journal of Applied Econometrics*, Vol.35, No.1, pp.61~81.

（31）Hosseini, S., Barker, K. and Ramirez-Marquez, J. E., 2016, "A Review of Definitions and Measures of System Resilience", *Reliability Engineering & System Safety*, Vol.145, pp.47~61.

（32）Huang, Y. F. and Luo, S., 2020, "Can Stock Volatility be Benign? New Measurements and Macroeconomic Implications", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.52, No.4, pp.933~950.

中国知网 https://www.cnki.net

(33)Iqbal, N., Naeem, M. A. and Suleman, M. T., 2021, "Quantifying the Asymmetric Spillovers in Sustainable Investments", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, No.101480.

(34)Koop, G. and Korobilis, D., 2014, "A New Index of Financial Conditions", *European Economic Review*, Vol.71, pp.101~116.

(35)Krokida, S. I., Makrychoriti, P. and Spyrou, S., 2020, "Monetary Policy and Herd Behavior: International Evidence", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.170, pp.386~417.

(36)Maghyereh, A., Awartani, B. and Abdoh, H., 2022, "Asymmetric Risk Transfer in Global Equity Markets: An Extended Sample that Includes the Covid Pandemic Period", *Journal of Economic Asymmetries*, Vol.25, No.E00239.

(37)Martin, R. and Sunley, P., 2015, "On the Notion of Regional Economic Resilience: Conceptualization and Explanation", *Journal of Economic Geography*, Vol.15, No.1, pp.1~42.

(38)Nofsinger, J. R., 2005, "Social Mood and Financial Economics", *The Journal of Behavioral Finance*, Vol.6, No.3, pp.144~160.

(39)Nowzohour, L. and Stracca, L., 2020, "More than a Feeling: Confidence, Uncertainty, and Macroeconomic Fluctuations", *Journal of Economic Surveys*, Vol.34, No.4, pp.691~726.

(40)Petach, L., Weiler, S. and Conroy, T., 2021, "It's a Wonderful Loan: Local Financial Composition, Community Banks, and Economic Resilience", *Journal of Banking & Finance*, Vol.126, No.106077.

(41)Roth, C. and Wohlfart, J., 2020, "How do Expectations about the Macroeconomy Affect Personal Expectations and Behavior?", *Review of Economics and Statistics*, Vol.102, No.4, pp.731~748.

(42)Shao, S., Stoumbos, R. and Zhang, X. F., 2021, "The Power of Firm Fundamental Information in Explaining Stock Returns", *Review of Accounting Studies*, pp.1~41.

(43)Van Der Wielen, W. and Barrios, S., 2021, "Economic Sentiment during the Covid Pandemic: Evidence from Search Behaviour in the EU", *Journal of Economics and Business*, Vol.115, No.105970.

(44)Victoravich, L. M., 2010, "Overly Optimistic? Investor Sophistication and the Role of Affective Reactions to Financial Information in Investors' Stock Price Judgments", *The Journal of Behavioral Finance*, Vol.11, No.1, pp.1~10.

(45)Zhang, T. and Xu, Z., 2023, "The Informational Feedback Effect of Stock Prices on Corporate Investments: A Comparison of New Energy Firms and Traditional Energy Firms in China", *Energy Economics*, Vol.127, No.107086.

Expectation Guidance, Economic Resilience and Macroeconomic Governance

Chen Yutian[a], *Yang Zihui*[b,c] *and Wen Xuelian*[d]

(a. College of Business, Southern University of Science and Technology; b. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics;
c. Dishui Lake Advanced Finance Institute, Shanghai University of Finance and Economics;
d. School of Economics and Management, South China Normal University)

Abstract: China's economic development is currently confronted with the triple pressures of shrinking demand, supply shock, and weakening expectations, alongside a notable increase in both domestic and international risks and challenges. In this context, improving macroeconomic regulatory mechanisms and enhancing both economic and financial resilience have garnered significant attention from both the academic community and regulatory authorities. Based on this, with a novel research perspective of expectations guidance, the paper precisely quantifies market expectations in China. We explore the heterogeneous transmission mechanisms of pessimistic and optimistic expectations under various market conditions, as well as examine their impact on economic resilience. The study reveals that asymmetries exist in the transmission of expectations within China's financial market, with a heightened sensitivity to pessimistic expectations. The analysis further indicates that, despite recent domestic and international risk shocks, China's macroeconomy has demonstrated substantial resilience. Furthermore, China's financial system's capacity to withstand risk shocks has improved consistently, and the resilience of the financial market has steadily reinforced. These findings support the strong resilience of China's economy and confirm that its long-term positive fundamentals remain unchanged. Additionally, the study demonstrates that both the strengthening of optimistic expectations' spillover and the weakening of pessimistic expectations' spillover can significantly enhance the resilience of China's macroeconomy and financial markets. Therefore, it is essential to implement more initiative forward-looking expectations management, further refine macroeconomic governance, and strengthen the resilience of both the macroeconomy and financial markets to stabilize the macroeconomic environment and achieve high-quality economic development.

Keywords: expectation guidance; expectation management; economic resilience; macroeconomic governance

中国知网 https://www.cnki.net

Expectation Guidance, Economic Resilience and Macroeconomic Governance

Chen Yutian[a], *Yang Zihui*[b,c] *and Wen Xuelian*[d]

(a. College of Business, Southern University of Science and Technology; b. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics; c. Dishui Lake Advanced Finance Institute, Shanghai University of Finance and Economics; d. School of Economics and Management, South China Normal University)

Summary: Since 2020, the global capital markets have experienced frequent disruptions due to the compounded effects of the COVID-19 pandemic and the downturn in international trade. This has led to diminished economic recovery momentum, creating significant uncertainties in the international environment. In this context, guiding favorable expectations, enhancing economic, and financial resilience have become critical measures for China.

Existing research indicates that expectations, reflecting economic agents' views on future developments, significantly influence the economic and financial system. Proper expectation guidance may increase output, accelerate economic growth, and enhance economic resilience. However, existing studies predominantly focus on micro-level inflation expectations, with limited research on market expectations and their transmission effects in China. Additionally, data on Chinese expectations is relatively scarce and of lower quality, with traditional methods failing to accurately capture their high-frequency changes and real-time fluctuations. Furthermore, existing research often neglects the differentiation between pessimistic and optimistic expectations, and lacks in-depth comparative analysis of their effects in various market conditions. Based on this, the study conducts a comprehensive analysis of market expectations and economic resilience in China. Utilizing high-frequency trading data from the Chinese stock market at five-minute intervals and employing volatility decomposition methods, we accurately calculate pessimistic and optimistic expectations across various industries. We further investigate the transmission effects of these expectations in the bull and bear markets. The study also explores the economic resilience under various financial risk shocks. Additionally, using the COVID-19 pandemic as a case study, we assess the resilience of the Chinese economic and financial system to major public emergencies. Finally, from the novel perspective of expectation guidance, the study analyzes how the pessimistic and optimistic expectation transmission affects the economic resilience.

The main findings of this paper are as follows. (1) Asymmetries in the transmission of expectations exist within China's financial market, with the spillover of pessimistic expectations considerably exceeding optimistic ones. (2) During bear markets, pessimistic expectations show a marked clustering effect. Conversely, in bull markets, optimistic expectations move from peripheral to central nodes, improving overall market expectations. (3) China's macroeconomy has demonstrated considerable resilience to global and U.S. financial risk shocks, with financial market resilience strengthening progressively since 2018. (4) An increase in the intensity of optimistic expectation spillovers and a decrease in pessimistic expectation spillovers significantly enhance the overall resilience of China's macroeconomy and financial markets. (5) In major public emergencies, such as the COVID-19 pandemic, an increase in optimistic expectation spillover, compared to pessimistic expectations, significantly enhances the macroeconomic resilience.

Based on the above findings, this paper draws the following key implications. (1) It is essential to proactively enhance the guidance of optimistic expectations and flexibly adjust the pace of expectation management implementation. (2) We should precisely and effectively improve the stability of expectations in key industries, and adopt targeted measures to boost overall market expectations. (3) It is necessary to develop and refine an expectation emergency management system, adhering to a systemic approach to enhance economic and financial resilience.

Keywords: expectation guidance; expectation management; economic resilience; macroeconomic governance

JEL Classification: F832, F830, F015

中国知网 https://www.cnki.net

附录一

附表1展示了悲观、乐观预期传导强度对经济韧性的样本外格兰杰因果关系检验统计值及相应临界值。

附表1 预期传导强度对经济金融总体韧性影响的样本外格兰杰因果关系检验

Panel A 经济金融总体韧性

			基于递归模式(*Recursive*)				基于滚动模式(*Rolling*)				基于固定模式(*Fix*)			
			检验统计值	临界值			检验统计值	临界值			检验统计值	临界值		
				10%	5%	1%		10%	5%	1%		10%	5%	1%
国内金融风险冲击	乐观	*ENC*	4.295***	0.445	0.699	1.308	4.470***	0.469	0.737	1.372	4.252***	0.423	0.656	1.221
		MSE	5.187***	0.633	1.000	2.024	5.253***	0.641	1.060	2.111	5.277***	0.622	0.968	1.880
	悲观	*ENC*	7.600***	0.445	0.699	1.308	7.710***	0.469	0.737	1.372	8.043***	0.423	0.656	1.221
		MSE	5.246***	0.633	1.000	2.024	5.105***	0.641	1.060	2.111	5.669***	0.622	0.968	1.880
国际金融风险冲击	乐观	*ENC*	1.218**	0.445	0.699	1.308	1.178**	0.469	0.737	1.372	1.409***	0.423	0.656	1.221
		MSE	0.934*	0.633	1.000	2.024	1.026*	0.641	1.060	2.111	1.210**	0.622	0.968	1.880
	悲观	*ENC*	2.124***	0.445	0.699	1.308	2.041***	0.469	0.737	1.372	2.335***	0.423	0.656	1.221
		MSE	1.691**	0.633	1.000	2.024	1.682**	0.641	1.060	2.111	1.934***	0.622	0.968	1.880
美国金融风险冲击	乐观	*ENC*	2.344***	0.445	0.699	1.308	2.509***	0.469	0.737	1.372	2.389***	0.423	0.656	1.221
		MSE	3.362***	0.633	1.000	2.024	3.521***	0.641	1.060	2.111	3.453***	0.622	0.968	1.880
	悲观	*ENC*	3.542***	0.445	0.699	1.308	3.067***	0.469	0.737	1.372	3.697***	0.423	0.656	1.221
		MSE	4.220***	0.633	1.000	2.024	3.371***	0.641	1.060	2.111	4.376***	0.622	0.968	1.880

Panel B 宏观经济韧性

			基于递归模式(*Recursive*)				基于滚动模式(*Rolling*)				基于固定模式(*Fix*)			
			检验统计值	临界值			检验统计值	临界值			检验统计值	临界值		
				10%	5%	1%		10%	5%	1%		10%	5%	1%
国内金融风险冲击	乐观	*ENC*	2.544***	0.445	0.699	1.308	3.515***	0.469	0.737	1.372	2.524***	0.423	0.656	1.221
		MSE	3.595***	0.633	1.000	2.024	4.460***	0.641	1.060	2.111	3.574***	0.622	0.968	1.880
	悲观	*ENC*	4.794***	0.445	0.699	1.308	5.116***	0.469	0.737	1.372	4.773***	0.423	0.656	1.221
		MSE	5.487***	0.633	1.000	2.024	5.343***	0.641	1.060	2.111	5.592***	0.622	0.968	1.880
国际金融风险冲击	乐观	*ENC*	2.260***	0.445	0.699	1.308	2.119***	0.469	0.737	1.372	2.134***	0.423	0.656	1.221
		MSE	3.610***	0.633	1.000	2.024	3.214***	0.641	1.060	2.111	3.640***	0.622	0.968	1.880
	悲观	*ENC*	6.887***	0.445	0.699	1.308	6.824***	0.469	0.737	1.372	6.774***	0.423	0.656	1.221
		MSE	9.093***	0.633	1.000	2.024	8.931***	0.641	1.060	2.111	9.179***	0.622	0.968	1.880
美国金融风险冲击	乐观	*ENC*	0.156	0.445	0.699	1.308	0.188	0.469	0.737	1.372	0.231	0.423	0.656	1.221
		MSE	0.244	0.633	1.000	2.024	0.267	0.641	1.060	2.111	0.401	0.622	0.968	1.880
	悲观	*ENC*	1.326***	0.445	0.699	1.308	1.144**	0.469	0.737	1.372	1.274***	0.423	0.656	1.221
		MSE	2.120***	0.633	1.000	2.024	1.833**	0.641	1.060	2.111	2.067***	0.622	0.968	1.880

Panel C 金融市场韧性

			基于递归模式(*Recursive*)				基于滚动模式(*Rolling*)				基于固定模式(*Fix*)			
			检验统计值	临界值			检验统计值	临界值			检验统计值	临界值		
				10%	5%	1%		10%	5%	1%		10%	5%	1%
国内金融风险冲击	乐观	*ENC*	3.441***	0.445	0.699	1.308	3.431***	0.469	0.737	1.372	3.380***	0.423	0.656	1.221
		MSE	4.222***	0.633	1.000	2.024	4.184***	0.641	1.060	2.111	4.281***	0.622	0.968	1.880
	悲观	*ENC*	3.790***	0.445	0.699	1.308	3.881***	0.469	0.737	1.372	3.782***	0.423	0.656	1.221
		MSE	4.572***	0.633	1.000	2.024	4.610***	0.641	1.060	2.111	4.606***	0.622	0.968	1.880
国际金融风险冲击	乐观	*ENC*	0.857*	0.688	0.989	1.766	1.512**	0.727	1.045	1.893	0.737*	0.671	0.962	1.593
		MSE	1.141*	0.895	1.413	2.588	1.263*	0.904	1.444	2.703	0.948*	0.895	1.378	2.448
	悲观	*ENC*	1.490**	0.690	0.993	1.774	2.182***	0.730	1.049	1.903	1.400**	0.674	0.965	1.600
		MSE	1.679**	0.896	1.417	2.598	2.464**	0.905	1.448	2.714	1.512**	0.897	1.382	2.458
美国金融风险冲击	乐观	*ENC*	0.907**	0.447	0.702	1.314	0.903**	0.471	0.740	1.378	0.948**	0.425	0.659	1.226
		MSE	1.387**	0.635	1.003	2.031	1.419**	0.642	1.063	2.118	1.461**	0.624	0.971	1.887
	悲观	*ENC*	1.117**	0.456	0.717	1.344	1.156**	0.482	0.757	1.410	1.534***	0.434	0.673	1.253
		MSE	0.641	0.643	1.015	2.066	0.856*	0.651	1.081	2.159	1.094**	0.633	0.987	1.921

注：(1)本表以2019年4月至2021年4月作为样本外区间，基于不同样本外区间的检验结果稳健、备索；(2)表中“乐观”“悲观”代表由公式(12)计算得到的，t期乐观预期与悲观预期的总传导指数对数。

附录二

为了确保本文基准回归模型的准确性与可靠性，我们分别采用RESET检验与Link检验，探究模型是否遗漏重要变量、或是存在设定形式偏误等问题，检验结果均展示于附表2。具体而言，由附表2的Panel A与Panel B可知，在RESET检验与Link检验中，基于各模型计算的P值均不显著，所有方程均接受了“模型设定正确”的原假设，未遗漏重要变量。

中国知网 https://www.cnki.net

附表2 预期传导强度对经济金融韧性作用影响的遗漏变量检验

Panel A：RESET检验										
$t+h$ 期韧性	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期
P值	0.472	0.467	0.672	0.470	0.785	0.945	0.710	0.555	0.368	0.140
Pahel B：Link检验										
$t+h$ 期韧性	h=1		h=2		h=3		h=4		h=5	
	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期	乐观预期	悲观预期
P值	0.175	0.685	0.624	0.795	0.393	0.656	0.375	0.815	0.185	0.670

注：(1)RESET检验与Link检验的原假设均为“模型设定正确”，Panel B中展示的P值为Link检验二次项的P值；(2)本表的因变量为国内金融风险冲击下经济金融总体韧性计算，基于其他韧性指数的结论一致，备索。

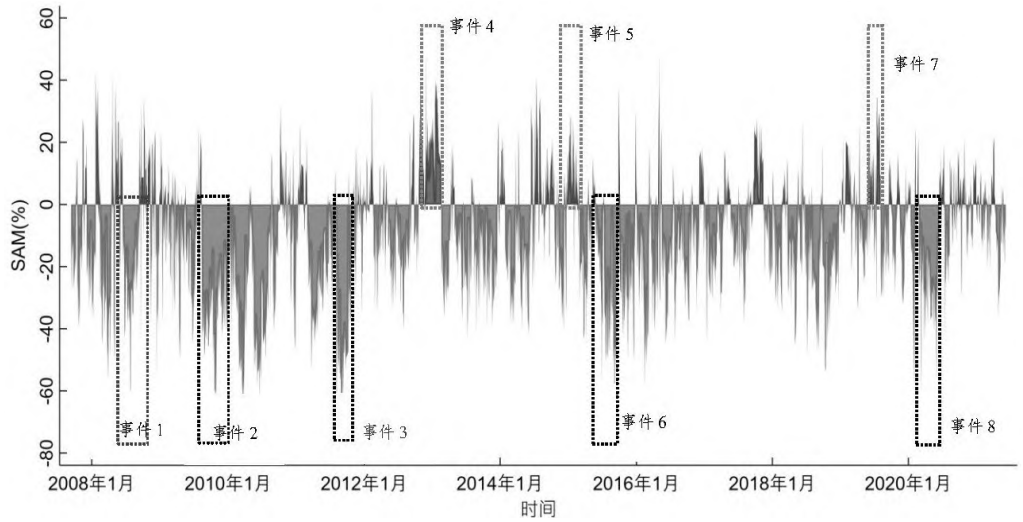
附录三

本文进一步引入预期不对称传导指数，刻画市场乐观预期与悲观预期传导强度的差值，即：

$$SAM^{H} = Optimistic^{H} - Pessimistic^{H} = \sum_{i=1}^{N}\left(OTO^{H}_{i^{-}\to all} + OTP^{H}_{i^{+}\to all}\right) - \sum_{i=1}^{N}\left(PTO^{H}_{i^{-}\to all} + PTP^{H}_{i^{-}\to all}\right) \quad (A-1)$$

当该指数为正时，表明在市场中，乐观预期传导占据主导地位；而该指数若为负，则代表市场预期较为悲观，悲观预期传导占据主导地位。此外，相关研究指出，预期不对称传导指数同样能够在一定程度上衡量参与者对预期的敏感程度，从另一角度反映了经济金融系统的整体预期传导强度(本赛达，2019)。因此，我们在附图1中展示了预期不对称指数(SAM)的演变趋势。

附图1表明，该不对称传导指数在绝大多数样本期内均显著为负，这再次表明，在我国金融市场的预期传导中，存在着显著的不对称现象，市场对悲观预期更为敏感。与此同时，由附图1可知，预期不对称指数的强度与宏观经济以及金融市场间存在着显著的关联。例如，在宏观经济好转、股票市场利好期间，预期不对称传导指数大幅上升；而在国际金融危机爆发、中国股市重大震荡、多国金融市场熔断等事件期间，该指数均表现出显著的下降态势。



附图1 预期传导不对称指数的动态演变

注：事件1：2008年9月，以美国雷曼兄弟公司破产为标志，国际金融危机爆发并迅速蔓延；事件2：2009年8月，中国股市巨幅深跌，月跌幅高达24.22%，为样本期内最大跌幅；事件3：2011年8月，标准普尔下调美国主权信用评级，美国历史上第一次丧失AAA主权评级，全球股市遭遇“黑色星期一”的巨大震荡；事件4：2012年10月，2008年国际金融危机后中国宏观经济开始企稳，PMI指数15个月来首次增长，上升至50.2%、重回荣枯线以上；事件5：2014年12月，受创业板首发条件放宽、创业板再融资制度建立等政策影响，中国股票市场情绪高涨，A股现“牛市”行情，上证指数一路走高，直至突破5178点；事件6：2015年6月，中国股市出现重大震荡，逾千股跌停；事件7：2019年6月，科创板正式开板；事件8：2020年3月，新冠疫情冲击叠加原油市场预期，美国、英国、韩国等多国股票市场数次暴跌、频频触发熔断机制。

本文在附表3中展示了预期不对称指数对经济金融总体韧性的影响力度。附表3显示，与正文的分析结论相符，在受到国内外金融风险冲击时，预期不对称指数对1~5期后的韧性指数的影响力度均显著为正。这就意味着，当市场预期整体向好时，经济金融总体韧性将出现明显提升。此外，Panel D再次表明，在出现新冠疫情等重大突发公共事件时，预期不对称指数对韧性的影响时间相对较短，但其对短期韧性的作用力度高达0.830，并在1%的水平上高度显著。这也进一步佐证了本文分析结论的可靠性。

附表3 预期传导不对称指数对经济金融总体韧性的作用机制分析

	Panel A：国内金融风险冲击时					Panel B：国际金融风险冲击时				
韧性$t+h$	h=1	h=2	h=3	h=4	h=5	h=1	h=2	h=3	h=4	h=5
预期传导	0.347***	0.216**	0.189**	0.185*	0.204**	0.299***	0.328***	0.334***	0.295***	0.248***
不对称指数	[0.091]	[0.087]	[0.090]	[0.095]	[0.093]	[0.081]	[0.083]	[0.092]	[0.091]	[0.083]

中国知网 https://www.cnki.net

市场资产组合因子	0.072	0.342	−0.100	−0.022	0.693**	−0.271	−0.199	−0.019	−0.243	−0.033
	[0.297]	[0.304]	[0.314]	[0.325]	[0.304]	[0.336]	[0.306]	[0.304]	[0.282]	[0.277]
市值因子	−0.258	−1.010	−1.578**	−1.206*	−1.271	−0.823	−0.848	−1.173	−1.270*	−1.193
	[0.582]	[0.622]	[0.627]	[0.698]	[0.791]	[0.795]	[0.815]	[0.733]	[0.735]	[0.733]
账面市值比因子	−0.721	−0.651	0.336	0.036	−0.250	−0.805	−0.893	−0.594	−0.545	−0.742
	[0.710]	[0.754]	[0.697]	[0.745]	[0.811]	[0.807]	[0.767]	[0.736]	[0.718]	[0.758]
国债期限利差	−0.141**	−0.151***	−0.085	−0.051	−0.045	−0.095	−0.085	−0.078	−0.098*	−0.145***
	[0.054]	[0.048]	[0.052]	[0.061]	[0.066]	[0.060]	[0.057]	[0.054]	[0.054]	[0.055]
泰德利差	0.166***	0.180***	0.169***	0.133**	0.099	−0.275**	−0.298***	−0.307***	−0.317***	−0.330***
	[0.048]	[0.047]	[0.056]	[0.057]	[0.064]	[0.118]	[0.097]	[0.098]	[0.077]	[0.062]
有效汇率指数	−0.007***	−0.008***	−0.007**	−0.005*	−0.005*	0.013***	0.014***	0.015***	0.015***	0.015***
	[0.002]	[0.002]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.002]
常数项	−0.041	0.138	−0.091	−0.279	−0.278	−2.670***	−2.771***	−2.850***	−2.891***	−2.835***
	[0.313]	[0.316]	[0.329]	[0.370]	[0.393]	[0.408]	[0.384]	[0.366]	[0.327]	[0.320]
R^2	0.190	0.155	0.146	0.093	0.109	0.266	0.285	0.298	0.323	0.347
	Panel C：美国金融风险冲击时					Panel D：新冠疫情冲击时				
韧性 $t+h$	h=1	h=2	h=3	h=4	h=5	h=1	h=2	h=3	h=4	h=5
预期传导不对称指数	0.314***	0.349***	0.337***	0.291***	0.197**	0.830***	−0.071	0.073	0.583**	0.259
	[0.089]	[0.093]	[0.099]	[0.101]	[0.100]	[0.160]	[0.260]	[0.307]	[0.224]	[0.305]
市场资产组合因子	0.223	0.565	0.670**	0.755**	0.593*	−4.229**	1.007	−1.834	−3.352	−2.282
	[0.364]	[0.349]	[0.331]	[0.329]	[0.324]	[1.536]	[1.734]	[3.837]	[2.152]	[1.879]
市值因子	0.106	0.101	0.209	0.256	−0.026	−1.279	0.392	−1.525	0.342	4.304
	[0.836]	[0.816]	[0.814]	[0.909]	[1.035]	[1.483]	[2.102]	[4.134]	[2.249]	[3.370]
账面市值比因子	0.970	0.724	1.229	1.223	1.117	1.278	−0.961	1.306	−0.053	0.563
	[0.944]	[0.928]	[0.885]	[0.963]	[1.100]	[1.441]	[2.155]	[2.783]	[1.871]	[1.501]
国债期限利差	0.047	0.035	0.027	−0.011	−0.049	0.026	−0.137	0.252	−0.174	−0.128
	[0.058]	[0.055]	[0.056]	[0.056]	[0.060]	[0.210]	[0.326]	[0.472]	[0.367]	[0.250]
泰德利差	0.060	0.005	−0.042	−0.077	−0.090	−0.641***	−0.444	−0.071	−0.666	−0.501
	[0.081]	[0.075]	[0.070]	[0.071]	[0.078]	[0.150]	[0.373]	[0.589]	[0.370]	[0.294]
有效汇率指数	0.021***	0.022***	0.023***	0.023***	0.022***	−0.133***	−0.034	−0.054	−0.056	−0.043
	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	[0.032]	[0.064]	[0.124]	[0.063]	[0.050]
常数项	−3.359***	−3.466***	−3.594***	−3.575***	−3.497***	14.989***	2.684	5.051	5.495	3.832
	[0.358]	[0.361]	[0.371]	[0.396]	[0.431]	[4.058]	[8.025]	[15.511]	[7.885]	[6.263]
R^2	0.365	0.388	0.396	0.394	0.371	0.879	0.468	0.179	0.583	0.467

注：(1)本表基于公式 $resilience_{t+h}^{(z,s)}=\alpha^{(z,s)}+\beta_1^{(z,s)}SAM_t+\beta^{(z,s)}Control_t+u_t$ 计算得到，其中因变量为 $t+h$ 期韧性指标，主要解释变量为由公式(A-1)计算得到的 t 期预期不对称传导指数；(2)方括号内为标准误；(3)控制变量均为 t 期变量，包括中国股市三因子数据(市场资产组合因子、市值因子、账面市值比因子)、国债期限利差(10年期国债与3个月期国债利差)、泰德利差(3个月期银行间市场利率与3个月期国债利差)、有效汇率指数；(4)国内、国际与美国金融风险采用5%分位数下CAViaR风险指标的月度平均值衡量；(5)数据频率为月度；(6)***、**、*分别表示系数通过1%、5%以及10%的显著性水平检验。

中国知网 https://www.cnki.net