



吴飞：学术研究是如何看 区域政治危机对金融市场 的影响？



意见领袖 | 吴飞（上海交通大学上海高级金融学院教授）

近期俄乌冲突在世界范围被广泛关注。关于俄乌冲突对全球经济和金融市场的影响，国内许多经济学家，网络大 V 都有不同的观点。然而太阳底下没有新鲜事，区域爆发的政治危机对金融市场，尤其是资本市场的影响在学术界中早已经被广泛关注和研究。笔者试图通过金融学术研究的角度，按照几个大的问题分类总结学术界中关于政治危机对全球范围内金融市场影响的实证研究结果，为大家提供另一个角度的参考。



问题一：政治风险的来源

主要研究发现：美国历史上经济表现差的领导人更容易发起战争

大家都关心俄乌冲突是如何爆发的，背后有什么力量在助推和影响
着冲突的发展。市场上有一种声音是关于美国是本次危机背后的主角、推
波助澜者。那么美国是否有动机或者出于什么原因要助力或者发起战争呢？

有学者专门研究了这个问题，并给出了一些结论。

发表在《美国经济评论》关于美国战争政治的研究表明，在经济发展方面表现较差的在任美国总统有可能会通过发动战争的方式来巩固政治地位，从而在大选中获得好感。这一点，在美国历史上并不鲜见。通过战争来转移国内经济压力，通过区域政治驱动人才和资金的转移，军工、避险资金流入等各种考量影响着领导人对地缘政治及战争的态度。

以俄乌冲突目前的影响来看，美方宣称对俄的制裁的同时也加剧了欧洲大陆地缘政治的不确定性，可能促使欧洲的避险资本流入美国市场，对冲掉美联储加息产生的潜在的泡沫破裂、市场下行的风险。基于这样的逻辑，拜登政府有足够动机去“促成”这次的俄乌危机，以借此掩盖国内对其经济管理能力的评击。

问题二：对金融资产价格的影响

主要研究发现：对资产价格和波动性具有负面影响

我想大多数人都会关注到冲突一旦发生，金融市场立刻就会有反应，金融资产的价格随之立即发生变动。但冲突如何影响资产价格？为什么影响资产价格？

2011 年《金融经济学期刊》发表了第一篇基于国际危机行为 (International Crisis Behavior) 数据库，研究全球政治危机对于股票市场影响的研究。论文采用了 1918-2006 年间 447 个国际政治危机，包括

了政治对立、军事冲突甚至是大规模战争等事件，汇报了几个关于股票市场的发现。

首先，政治危机概率的变化显著影响全球股票市场收益率的均值和波动率。平均下来，在政治危机期间的全球股票市场年化收益率比正常时期少 4%，对于卷入危机的国家股市下跌的幅度更大。这是和本次俄乌冲突中俄罗斯股市大幅下跌是一致的。这个结果说明投资者对政治相关的灾难风险或者尾部风险非常敏感和重视，政治危机同时也增加了股票价格的波动性。

其次，因为对灾难性风险的担忧，政治危机风险也会影响到投资者对未来的期望收益。对政治风险更敏感的行业的股票的期望收益率更高，是因为投资者要求更高的收益作为持有这些风险股票的补偿。

另外，政治危机的种类和程度对股票市场的影响程度也不同。涉及到区域威胁、局部热冲突（如本次俄乌冲突）乃至人类生存的政治危机会导致更严重的股价下跌。尤其当超级大国介入政治危机双方、危机持久延长时，负面影响会更加严重，甚至会波及到实体经济中的消费乃至 GDP 增长。

政治危机对于金融市场的影响同时反映在债券市场。笔者参与发表在《银行与金融期刊》的一篇论文采用 1988 年到 2007 之间 109 个国际政治危机的数据，研究危机事件对卷入危机的 34 个国家政府发行的债券价格的影响。我们的研究结果发现在危机期间，卷入国政府债券价格出现下跌，使得债券收益率上升。但是，稳定的政治制度和良好的投资者保护制度可

以缓解政治危机对于债券价格的影响。

问题三：对企业的影响

主要研究发现：导致上市公司财务上趋向保守，杠杆率下降、持有更多现金、保守分红政策

过往全球化的背景下，上市公司或多或少都参与到全球经济活动中，市场、供应链、金融活动等往往都与世界各地紧密相关。因此，上市公司对于地域政治风险的反应十分敏感。尤其是部分与政治风险相关性较高的行业。

同样发表在《金融经济学期刊》一篇对跨国公司的研究表明，对存在政治风险的国家投资的公司的股价波动率更大。为应对政治风险，跨国公司通常会降低企业杠杆率：平均而言，一个标准差的政治风险对应了 3.5% 的杠杆率削减。也就是说政治风险越高，企业使用杠杆的意愿也就越低。

笔者参与发表在《国际商业研究杂志》的一篇论文同样采用国际危机行为数据并发现，全球政治危机会增加金融市场的不确定性和企业的外部融资成本。在不确定性环境下，出于管理层的预防性动机，上市公司为了留存现金以备不测，会降低股利支付的意愿。这一现象在跨国公司中尤为明显。而稳定的国家金融系统、更加健全的投资者法律保护则有助于缓解这一现象。

这些研究样本中包括了中国公司，但直接研究中国有关数据的论文也

发现同样的结果。一篇发表在《亚太金融期刊》的论文发现，中国企业在面临地缘政治风险时候也倾向于囤积现金作为预防措施。比如说，当中美贸易战发生的时候，中国的制造业企业倾向于预留更多现金来作为应对地缘政治风险的缓冲工具。这个现象在本身融资能力不强的公司中更加明显。

政治风险对于不同行业的影响也是不一样的。《金融研究评论》发表的一篇论文发现当区域政治风险较高时，更依赖贸易、对合同执行环境更敏感和劳动力密接的行业表现出更大的股票价格的波动。虽然依赖外贸的企业也许可以通过优化选择贸易伙伴来分散政治风险，但这样做的风险分散效果极其有限。

这些研究结果意味说什么？

1，区域政治危机对金融市场的影响是确定的、负面的。

通过对近代历史数据进行的定量研究，总结与俄乌冲突类似的政治危机的影响和结果，是比较一致和显著的。政治危机对全球金融市场的影响是明显的，正如我们所观察到和预期的结果。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39234

