·金融与投资·

时频视角下全球金融周期对中国金融市场稳定性的影响

郁　静[1]，卞志村[2]

（1. 南京财经大学 金融学院，江苏　南京　210023；2. 上海财经大学 金融学院，上海　200433）

摘　要：在当前全球金融周期波动加剧的背景下，防范化解输入型金融风险对维护金融市场稳定具有重要意义。本文在构建中国金融市场稳定性指数的基础上，利用时变参数向量自回归模型检验全球金融周期对中国金融市场稳定性的时变影响。研究发现，全球金融周期对中国金融子市场稳定性的溢出效应具有显著的异质性。具体而言，货币市场稳定性呈现正负交替的特征，债券市场稳定性呈现由负转正的特征，股票市场稳定性呈现方向一致、幅度递进的特征，外汇市场稳定性呈现明显负向响应的特征。时域分析表明，无论在全样本期还是在极端事件发生期间，全球金融周期均表现为风险净溢出方。中国金融子市场在风险溢出网络中的角色并非一成不变，而是呈现动态演化特征。频域分析表明，全球金融周期的长期溢出效应明显大于短期和中期溢出效应，且风险溢出网络在不同频段内存在明显差异。短期内债券市场和股票市场是主要的风险净溢出方，中期仅由债券市场主导风险溢出，长期则转由外汇市场承担风险净溢出方角色。本文为防范风险跨市场传染、维护中国金融市场稳定提供了有益参考。

关键词：全球金融周期；金融市场稳定性；时变影响；风险溢出网络

中图分类号：F831.5　　**文献标志码：**A　　**文章编号：**1000-176X（2026）09-0099-15

一、引　言

随着全球金融一体化程度的持续加深，各国的金融状况表现出明显共振，形成了全球金融周期[1]。近年来，发达经济体的货币政策频繁转向，全球金融周期发生剧烈波动，这对资本跨境流动造成了巨大冲击。新兴经济体普遍面临跨境资本大幅撤回风险，金融市场稳定性受到严峻挑战。作为全球第二大经济体，中国长期坚持对外开放，与世界各国在诸多领域建立了紧密联系，但金融开放也导致中国金融市场受到全球金融风险冲击的可能性上升。2023年中央金融工作会议提出，维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》进一步强调，全面加强金融监管，构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行。在当前中国金融高

收稿日期：2026-02-26

基金项目：国家社会科学基金重大项目“高水平开放背景下全球金融周期冲击与系统性金融风险防控研究”（22&ZD120）

作者简介：郁　静（1996–），女，江苏连云港人，博士研究生，主要从事金融理论与政策研究。E-mail：xjlh0310@163.com

卞志村（1975–），男，江苏高邮人，教授，博士，博士生导师，主要从事金融理论与政策研究。E-mail：bianzhicun@mail.shufe.edu.cn

水平对外开放不断深化和国际金融环境复杂多变的背景下，明确全球金融周期对中国金融市场稳定性的影响是亟待探讨的重要议题。

学术界对全球金融周期的驱动因素和溢出效应展开了广泛讨论。第一，在驱动因素方面，现有研究认为，美国货币政策是全球金融周期的关键驱动力量[2-3]。美国货币政策通过资本流动影响其他国家金融市场，使其信贷利率、杠杆率和银行风险承担与美国趋同，进而形成全球金融周期[4]。第二，在溢出效应方面，现有研究认为，全球金融周期对发达经济体和新兴经济体的国际资本异常流动均产生了显著影响[5]。金融开放还会进一步强化全球金融周期的溢出效应，使开放经济体频繁经历与经济基本面无关的资本流入骤停和激增，导致金融市场稳定性面临巨大挑战[6]。此外，全球金融周期还会提高企业尾部系统性风险[7]、降低金融体系韧性[8]。现有研究多结合面板数据实证检验全球金融周期的溢出效应，忽视了全球金融周期的时变特性，金融高水平对外开放下全球金融周期对中国金融市场稳定性的时变影响尚未得到充分探讨。

值此百年未有之大变局之际，贸易保护主义与单边主义兴起、超预期冲击频发，在复杂多变的国际金融环境下，中国难以“独善其身”。面对全球金融风险加速累积、外部不确定性持续上升的现实挑战，中国始终将金融风险防控置于重要地位。党的二十届四中全会强调，“十五五”时期要“坚持统筹发展和安全”。随着中国金融高水平对外开放不断深化，全球金融风险很容易蔓延至中国金融体系，导致中国金融市场面临的输入型金融风险不断提高[9]。深入研究全球金融周期对中国金融市场稳定性的时变影响及其溢出效应，对于应对外部金融风险冲击，坚决守住不发生系统性金融风险底线具有重要的理论价值和现实意义。

本文主要的边际贡献包括两个方面。第一，本文拓展了全球金融周期的溢出效应研究。现有研究主要基于跨国面板数据分析全球金融周期的静态溢出效应，对全球金融周期的动态溢出效应关注较少。本文着眼于全球金融周期的时变特性，构建中国金融市场稳定性指数，利用时变参数向量自回归（Time-Varying Parameter Vector Autoregression，TVP-VAR）模型检验全球金融周期对中国金融市场稳定性的时变影响，这是对全球金融周期溢出效应研究的有益拓展。第二，本文丰富了全球金融周期溢出效应的研究视角。中国金融高水平对外开放使得金融要素跨市场配置愈发频繁，金融子市场之间的联动性不断增强，这对跨市场风险传导路径的识别和刻画提出了更高要求。本文将风险溢出网络纳入全球金融周期溢出效应的分析框架，利用时变参数向量自回归动态溢出指数（Time-Varying Parameter Vector Autoregressive Diebold-Yilmaz，TVP-VAR-DY）模型和时变参数向量自回归频域溢出（Time-Varying Parameter Vector Autoregressive Baruník-Křehlík，TVP-VAR-BK）模型，系统构建时域和频域视角下的风险溢出网络，全面分析全球金融周期在不同时间尺度上的溢出强度差异及风险溢出网络的结构变化。

二、文献综述

2008年国际金融危机爆发后，全球金融周期对金融市场稳定性的影响得到了广泛关注。欧明刚和杨佩玮认为，一国如果想融入全球金融市场并从中获益，就不可避免地会受到全球金融周期的影响[10]。当全球金融周期步入下行阶段时，股票市场规模通常会随之收缩[11]，债券市场和外汇市场的脆弱性也会上升[12]。相较于发达经济体，全球金融周期对新兴经济体的溢出效应更强[13]。中国金融市场作为新兴资本市场的代表之一，更容易受到系统性风险的影响[14]。谭小芬和虞梦微认为，随着中国债券市场开放程度逐步提高，跨境债券基金的流动必然会受到全球金融周期的影响[6]。路妍和秦国汀从水平冲击和不确定性冲击两个维度，实证检验了全球金融周期对人民币汇率波动的影响，发现水平冲击和不确定性冲击均会加剧人民币汇率波动，且不确定性冲击的影响强度和持续性均高于水平冲击[15]。彭红枫认为，全球金融周期已成为中国系统性金融风险的重要影响因素[16]。

从影响渠道来看，全球金融周期可通过数量渠道和价格渠道产生溢出效应。其中，数量渠道主要包括跨境资本流动渠道、信贷渠道和金融中介风险承担渠道。跨境资本流动是全球金融周期的重要传导渠道。全球金融周期通过跨境资本流动对新兴经济体的金融市场产生显著影响[17]。张小宇和张骐歆认为，全球金融周期下行会抑制跨境资本净流动，使金融市场的稳健运行面临挑战[18]。Cerutti和Hong认为，全球金融周期的繁荣和衰退会造成信贷规模的扩张和紧缩，进而提高金融市场的不稳定性[19]。此外，全球金融周期会改变金融中介机构的风险承担意愿[20]，这直接关系整个金融市场的稳健运行。价格渠道主要包括利率渠道和汇率渠道。一方面，全球金融周期会对一国的市场利率产生冲击，进而影响其货币政策的有效性[21]。另一方面，全球金融周期往往伴随美元的升值或贬值，进而会通过汇率渠道影响国际信贷的供需关系[22]，引起跨境资本异常流动，对金融市场稳定构成威胁[23]。

近年来，金融网络作为风险传染的载体，逐渐成为金融风险传导机制的重点研究内容。风险溢出理论认为，即使在没有金融和经济联系的国家之间，金融风险仍会通过市场信息渠道实现跨境传递，进而产生金融风险传染现象。宫晓莉和熊熊认为，金融网络是金融风险跨市场传染的关键渠道，对金融网络的刻画有助于揭示金融风险如何经由市场之间的网络关联蔓延至整个金融系统[14]。何德旭等认为，金融风险不仅会在局部市场之间扩散，还可能通过全球金融网络外溢至其他国家，冲击其他国家的货币市场和外汇市场，并在全球金融网络中形成放大效应，最终诱发国际金融危机[24]。张晓晶和江振龙认为，随着全球金融一体化程度的持续加深，全球金融市场的网络效应不断增强，市场之间的风险关联度逐渐提高，金融市场之间的风险传染问题显著放大了跨境资本流动风险[25]。杨子晖等基于1995—2022年23个国家（地区）的数据，检验国际违约风险在跨市场、跨行业传导过程中的共振情况，发现极端事件会在短时间内改变违约风险的网络关联结构，导致国际违约风险的同向共振程度显著提高[26]。

综上所述，现有研究对全球金融周期的溢出效应进行了较为深入的探讨，但仍存在以下两个方面的不足。一方面，大量研究基于多国样本数据，通过面板回归模型实证检验全球金融周期对资本流动和金融市场稳定性的影响，但静态分析框架难以反映风险的动态传递过程，鲜有研究关注全球金融周期对金融市场稳定性的时变影响。因此，本文构建包含全球金融周期、货币市场稳定性指数、债券市场稳定性指数、股票市场稳定性指数和外汇市场稳定性指数的五变量TVP-VAR模型，系统分析全球金融周期对中国金融市场稳定的时变影响。另一方面，现有研究指出，全球金融周期主要通过数量渠道和价格渠道产生溢出效应，但随着统一大市场建设的推进，金融子市场之间的联动性日益增强，鲜有研究深入考察全球金融周期与中国金融子市场之间的网络关联。此外，金融市场由具有不同交易视野、交易频率的主体组成，金融资产价格也包含了不同频率的信息，呈现明显的多尺度特征。这就意味着，根据不同时间频率测度的冲击强度与风险传染效应通常存在显著差异。然而，传统方法在考察风险传染效应时，往往忽略了风险接受方的异质频率响应，而频域分析方法能够有效区分风险在不同频段中的传染效应。鉴于此，本文利用TVP-VAR-DY模型和TVP-VAR-BK模型，构建时域和频域视角下的风险溢出网络，将时域层面的风险溢出网络研究拓展至频域层面，并分析风险的短期、中期和长期传染路径。

三、研究设计

（一）变量选择与数据说明

1.中国金融市场稳定性指数

借鉴李敏波和梁爽的研究，本文基于2007—2024年中国货币市场、债券市场、股票市场和外汇市场的核心指标构建中国金融市场稳定性指数的指标体系[27]，具体如表1所示。本文采用极差法对各指标进行标准化处理，并通过CRITIC客观赋权法对标准化指标进行加权，从而得到

货币市场稳定性指数（*MMSI*）、债券市场稳定性指数（*BMSI*）、股票市场稳定性指数（*SMSI*）和外汇市场稳定性指数（*EMSI*）。

表1 中国金融市场稳定性指数的指标体系

金融市场	变量名称	计算方法
货币市场	1天期质押式回购加权利率波动	GARCH（1，1）拟合波动率
	7天期质押式回购加权利率波动	
	SHIBOR 3M利率波动	
	SHIBOR 1Y利率波动	
	Ted利差	3个月期银行同业拆借利率与3个月期国债到期收益率之差
债券市场	1年期国债收益率波动	GARCH（1，1）拟合波动率
	5年期国债收益率波动	
	10年期国债收益率波动	
	信用利差	5年期AA级中期票据与5年期国债到期收益率之差
	期限利差	10年期国债与1年期国债到期收益率之差
股票市场	上海证券综合指数波动率	GARCH（1，1）拟合波动率
	深圳证券综合指数波动率	
	换手率	中证500指数换手率
外汇市场	人民币在岸即期汇率波动	GARCH（1，1）拟合波动率
	人民币离岸即期汇率波动	
	人民币离岸远期汇率波动	
	美元对人民币中间价波动	

数据来源：万得（Wind）数据库、彭博（Bloomberg）终端数据库。

从实际运行情况来看，2008年国际金融危机期间，随着外部流动性骤然收紧，货币市场、债券市场和股票市场的稳定性指数均不同程度下降。其中，货币市场稳定性在宽松政策作用下实现较快修复，体现了流动性调控的缓冲作用。2013年中国银行间市场流动性紧张事件期间，银行间市场流动性不足，短期利率急剧飙升，货币市场稳定性明显减弱。2015年，在信用扩张背景下，股票市场发生剧烈波动；在人民币兑美元汇率中间价报价机制改革后，人民币汇率波动增强，外汇市场压力上升，其稳定性随之大幅下降。2020年公共卫生事件暴发后，全球风险偏好急剧下降，MSCI全球指数出现断崖式下跌，中国金融子市场均受到不同程度的影响。2022年以来，在地缘政治冲突与贸易保护主义抬头等多重因素叠加影响下，中国金融子市场波动显著加剧，尤其外汇市场波动较为突出。总体而言，本文构建的中国金融市场稳定性指数走势与近年来中国金融市场在重大冲击下的实际运行情况基本一致。

2.全球金融周期

现有研究多用波动率指数（Volatility Index，VIX）作为全球金融周期的衡量指标。VIX是根据期权交易数据计算出的隐含波动率，主要反映了美国股票市场的情况[28]。但是，以VIX作为代理变量可能会低估全球金融周期的影响[29]。Miranda-Agrippino和Rey从风险资产价格中提取了全球因子，该因子可全面反映全球金融市场的风险状况[2]。借鉴虞梦微等的研究，本文使用该全球因子作为全球金融周期（*MAR*）的衡量指标[30]。

（二）模型设定

1.TVP-VAR模型

在考察全球金融周期对中国金融市场稳定性的影响时，需要考虑全球金融周期的时变特性，因而必须允许模型的系数、残差项的方差—协方差矩阵也具有时变特性，从而捕捉变量间结构关

系的动态演化。基于此，本文构建TVP-VAR模型如下：

$$x_t = \Theta_1 x_{t-1} + \Theta_2 x_{t-2} + \cdots + \Theta_p x_{t-p} + \epsilon_t \tag{1}$$

其中，t表示时间，x_t表示由研究变量构成的$N\times1$维向量，N表示变量个数，Θ_p表示第p期滞后项对应的时变系数矩阵，p表示模型的滞后期数，ϵ_t表示残差项。ϵ_t服从正态分布，其方差—协方差矩阵用Σ_t表示，即$\epsilon_t \sim (0, \Sigma_t)$。

本文构建包含全球金融周期、货币市场稳定性指数、债券市场稳定性指数、股票市场稳定性指数和外汇市场稳定性指数的五变量TVP-VAR模型，使用马尔可夫链蒙特卡罗（Markov Chain Monte Carlo，MCMC）方法对模型参数进行估计，设置抽样次数为10 000次，并将前1 000次作为预测期样本剔除，以全面考察全球金融周期对中国金融市场稳定性的时变影响。TVP-VAR模型采用等间隔脉冲响应函数和时点脉冲响应函数来刻画模型参数的时变特性。其中，等间隔脉冲响应函数用于捕捉在样本区间内，对自变量施加一单位正向冲击后，因变量在固定时间段内的变动情况。本文分别构建滞后3期、滞后6期和滞后12期的等间隔脉冲响应函数，以分析中国金融市场稳定性在不同时间段内对全球金融周期的脉冲响应。时点脉冲响应函数关注因变量在特定时点对单位冲击的响应情况，结合全球金融周期的变动特征，本文考察在2008年10月、2015年12月、2020年4月和2022年10月四个时点下，中国金融市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应。①

2.时域视角下的风险溢出网络

本文在全球金融周期对中国金融市场稳定性的时变影响分析基础上，利用TVP-VAR-DY模型构建全球金融周期与中国各金融子市场之间的风险溢出网络，系统识别风险在货币市场、债券市场、股票市场和外汇市场之间的网络传导路径及其结构特征，并对国际金融危机、公共卫生事件等重大风险发生阶段的风险溢出网络结构演变进行比较分析。本文将TVP-VAR模型转换成向量移动平均形式，具体如下：

$$x_t = \Psi(L)\epsilon_t \tag{2}$$

其中，$\Psi(L)$表示无限滞后多项式矩阵，L表示滞后算子。进一步地，本文采用广义预测误差方差分解方法[31]，计算在时点t变量j对变量i的H期预测误差方差份额$\theta_{ijt}(H)$，公式为：

$$\theta_{ijt}(H) = \frac{(\sum_t)_{jj}^{-1}\sum_{h=0}^{H}\left[(\Psi_h\sum_t)_{ijt}\right]^2}{\sum_{h=0}^{H}(\Psi_h\sum_t\Psi'_h)_{ii}} \tag{3}$$

其中，H表示预测期长度，h表示预测期索引，$h=0$，1，2，…，H。Ψ_h表示h期的移动平均矩阵。将这些方差份额归一化处理后，可得到：

$$\tilde{\theta}_{ijt}(H) = \frac{\theta_{ijt}(H)}{\sum_{j=1}^{N}\theta_{ijt}(H)} \tag{4}$$

其中，$\tilde{\theta}_{ijt}(H)$表示变量j对变量i的溢出效应，$\sum_{i=1}^{N}\tilde{\theta}_{ijt}(H)=1$，$\sum_{j=1}^{N}\sum_{i=1}^{N}\tilde{\theta}_{ijt}(H)=N$。随后，计算总方向连接性$TO_{it}(H)$，即变量$i$对其他变量的溢出效应；总方向连接性$FROM_{it}(H)$，即系统内其他变量对变量$i$的溢入效应；净总方向连接性$NET_{it}(H)$，即变量$i$对其他变量的净溢出效应，公式为：

① 2008年10月，雷曼兄弟破产引发国际金融危机，全球金融市场发生剧烈动荡；2015年12月，美联储开启加息周期，全球流动性随之收紧；2020年4月，公共卫生事件引发全球市场震荡，多国央行通过超常规宽松政策应对冲击；2022年10月，在全球高通胀背景下，主要发达经济体采取激进加息政策，以降低通胀水平。全球金融周期在上述四个时点均出现了剧烈波动，故本文选择在这四个时点开展时点脉冲响应分析。

$$TO_{it}(H)=\sum_{i=1,i\neq j}^{N}\tilde{\theta}_{jit}(H) \tag{5}$$

$$FROM_{it}(H)=\sum_{j=1,i\neq j}^{N}\tilde{\theta}_{ijt}(H) \tag{6}$$

$$NET_{it}(H)=TO_{it}(H)-FROM_{it}(H) \tag{7}$$

据此，可得到整个系统的总溢出指数$TCI_t(H)$，公式为：

$$TCI_t(H)=N^{-1}\sum_{i=1}^{N}TO_{it}(H)=N^{-1}\sum_{i=1}^{N}FROM_{it}(H) \tag{8}$$

3.频域视角下的风险溢出网络

借鉴Baruník和Křehlík的研究，本文将TVP-VAR-BK模型引入频域分析方法[32]，从短期、中期和长期三个频段考察全球金融周期对中国金融市场稳定性的跨期溢出效应，并深入分析不同频段下风险溢出网络的结构差异。本文构建频率响应函数，具体如下：

$$\Phi(e^{-l\omega})=\sum_{k=0}^{\infty}e^{-l\omega k}\Phi_k \tag{9}$$

其中，$e^{-l\omega k}$是傅里叶变换的复指数核，Φ_k表示冲击在滞后k期对系统的影响，$l=\sqrt{-1}$表示虚数单位，ω表示频率。本文构建谱密度函数$S_x(\omega)$，具体如下：

$$S_x(\omega)=\sum_{k=-\infty}^{\infty}\mathrm{E}(x_t x'_{t-k})e^{-l\omega k}=\Phi(e^{-l\omega k})\Sigma_t\Phi'(e^{+l\omega k}) \tag{10}$$

其中，$e^{+l\omega k}$为$e^{-l\omega k}$的复共轭项。将频率响应函数进行广义方差分解后，可得到在频率ω下，变量j对变量i预测误差方差的贡献，公式为：

$$\theta_{ijt}(\omega)=\frac{(\sum_t)_{jj}^{-1}\left|\sum_{k=0}^{\infty}\left[\Phi(e^{-l\omega k})\sum_t\right]_{ijt}\right|^2}{\sum_{k=0}^{\infty}\left[\Psi(e^{-l\omega k})\sum_t\Phi(e^{+l\omega k})\right]_{ii}} \tag{11}$$

将式（11）归一化处理后，可得到：

$$\tilde{\theta}_{ijt}(\omega)=\frac{\theta_{ijt}(\omega)}{\sum_{k=1}^{N}\theta_{ijt}(\omega)} \tag{12}$$

为衡量不同频段d内的溢出效应，本文将所有频率在特定区间内进行聚合，即$d=(a,b)$，且$a\in(-\pi,\pi)$，$b\in(-\pi,\pi)$，π表示圆周率，$a<b$，可得到：

$$\tilde{\theta}_{ijt}(d)=\int_a^b\tilde{\theta}_{ijt}(\omega)\mathrm{d}\omega \tag{13}$$

据此可以计算系统内其他变量对变量i的溢出效应$TO_{it}(d)$、溢入效应$FROM_{it}(d)$、净溢出效应$NET_{it}(d)$、系统的总溢出指数$TCI_t(d)$，具体如下：

$$TO_{it}(d)=\sum_{i=1,i\neq j}^{N}\tilde{\theta}_{jit}(d) \tag{14}$$

$$FROM_{it}(d)=\sum_{j=1,i\neq j}^{N}\tilde{\theta}_{ijt}(d) \tag{15}$$

$$NET_{it}(d)=TO_{it}(d)-FROM_{it}(d) \tag{16}$$

$$TCI_t(d)=N^{-1}\sum_{i=1}^{N}TO_{it}(d)=N^{-1}\sum_{i=1}^{N}FROM_{it}(d) \tag{17}$$

上述四个溢出指标能够反映全球金融周期在特定频段下的溢出效应，但无法揭示其对整个系统的影响。因此，可以通过频段权重函数$\Gamma(d)$对各频段的所有贡献度进行加权，进而得出各频

段溢出效应对整个系统的贡献度。其中，$\Gamma(d)=\sum_{i,\ j=1}^{N}\tilde{\theta}_{ijt}(d)/N$。另外，本文将频域空间划分为高频（1个月）、中频（4个月）和低频（12个月）三个频段，分别代表短期、中期和长期，利用TVP-VAR-BK模型系统揭示全球金融周期在不同频段内对中国金融市场稳定性的溢出效应。

四、全球金融周期对中国金融市场稳定的时变影响分析

（一）模型检验结果

为确保估计结果的准确性，本文对各时间序列变量进行平稳性检验，平稳性检验结果如表2所示。可以发现，各变量至少在5%水平上平稳。根据赤池信息准则（Akaike Information Criterion，AIC）、施瓦兹准则（Schwarz Criterion，SC）等准则，本文确定模型的最优滞后阶数为1。

表2　平稳性检验结果

变　量	ADF	P值	平稳性
MMSI	−4.264***	0.001	平稳
BMSI	−3.877**	0.015	平稳
SMSI	−3.999***	0.002	平稳
EMSI	−8.062***	0.000	平稳
MAR	−2.613***	0.009	平稳

注：***、**分别表示在1%、5%水平上显著。

进一步地，本文采用马尔可夫链蒙特卡罗方法对TVP-VAR模型参数进行估计，TVP-VAR模型参数估计结果如表3所示。模型的后验均值均在95%的置信区间内，Geweke检验在5%水平上不能拒绝原假设，表明参数收敛于后验分布。因此，本文通过马尔可夫链蒙特卡罗方法来估计TVP-VAR模型参数是有效的。

表3　TVP-VAR模型参数估计结果

参　数	均　值	标准差	95%置信区间	Geweke	无效因子
*sb*1	0.002	0.000	（0.002，0.003）	0.341	18.910
*sb*2	0.002	0.000	（0.002，0.003）	0.120	11.520
*sa*1	0.004	0.001	（0.003，0.006）	0.045	36.730
*sa*2	0.005	0.001	（0.003，0.007）	0.231	53.870
*sh*1	0.311	0.090	（0.150，0.502）	0.569	64.910
*sh*2	1.434	0.214	（1.052，1.889）	0.753	91.050

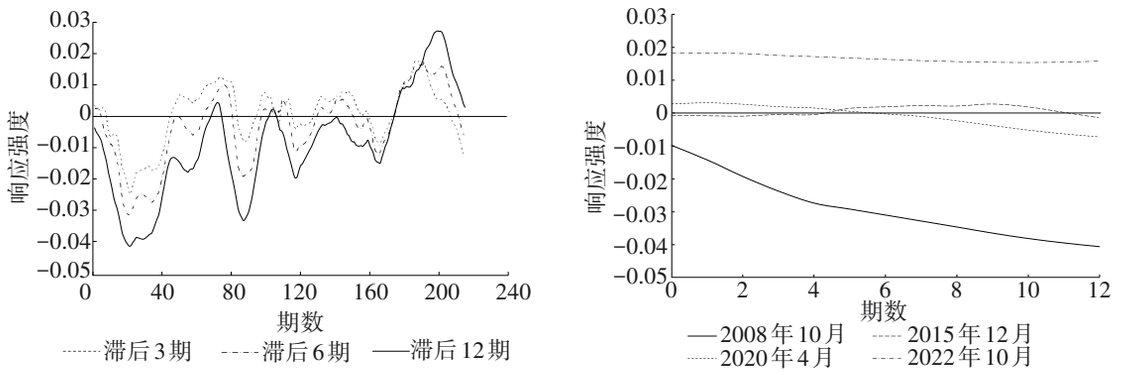
注：*sb*1、*sb*2、*sa*1、*sa*2、*sh*1、*sh*2分别为模型中时变系数、同期关系及随机波动率扰动协方差矩阵的前两个对角元素。

（二）脉冲响应分析

1.中国货币市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应分析

图1为中国货币市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应。由图1（a）可知，中国货币市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应呈现正负交替的特征。具体而言，滞后3期的响应程度较低，表明在短期内中国货币市场对外部金融环境变化的反应相对温和。中国货币市场短期利率主要受中国人民银行公开市场操作和准备金管理的影响，全球金融周期难以在短期内影响中国的利率走廊和流动性调节框架。滞后6期的响应程度明显提高，表明全球金融周期已进一步传导至中国货币市场，外部金融环境变化逐步被市场主体纳入资金配置考量之中，但冲击效应尚未完全释放。滞后12期的响应程度较高，表明全球金融周期具有较强的跨期积聚特征。随着流动性预期反复调

整、跨期限利率联动增强，全球金融周期的溢出效应逐步累积，最终在长期全面释放。由图1（b）可知，全球金融周期对中国货币市场产生了显著的负向冲击，货币市场在政策调控作用下逐步回归平稳运行状态。国际金融危机的爆发使得国际流动性迅速收缩，中国货币市场面临较大的外部压力，全球金融周期由此迅速传导至中国货币市场，导致其稳定性显著下降。

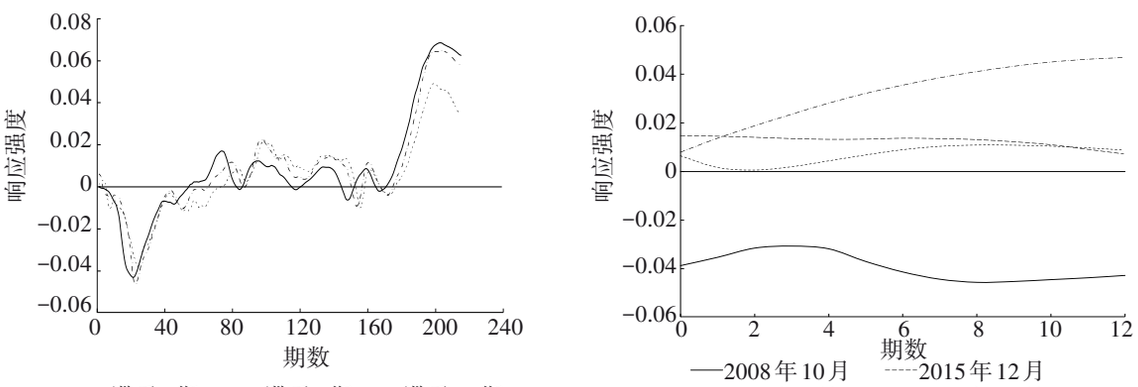


（a）等间隔脉冲响应　　（b）时点脉冲响应

图1　中国货币市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应

2.中国债券市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应分析

图2为中国债券市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应。由图2（a）可知，中国债券市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应呈现由负转正的特征。中国债券市场主体的短期资产配置对流动性状况和资金价格变化较为敏感，因而当外部冲击出现时，短期收益率会大幅下行。短期收益率与中长期收益率调整节奏的不一致会加剧期限结构波动，进而削弱债券市场稳定性。随着冲击逐步传导至中长期收益率，政策调控开始发挥更强的预期管理作用。宏观管理当局通过调整政策利率、优化财政融资安排等方式稳定中长期收益率。这不仅降低了市场对未来收益率的不确定性，也有助于重新锚定市场主体的资产配置行为，减少因久期调整和利差变动所引发的噪声交易，因而债券市场稳定性上升。由图2（b）可知，2008年10月，全球金融周期对中国债券市场稳定性产生了显著的负向冲击。国际金融危机的爆发使得国际信用体系严重受损，全球金融周期快速进入下行阶段，风险溢价随之上升，导致中国债券价格承压，市场波动性不断提升。



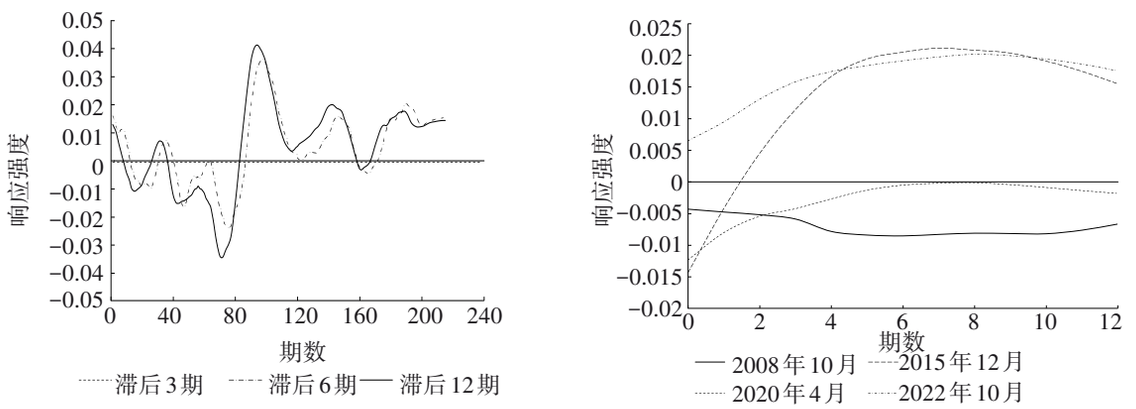
（a）等间隔脉冲响应　　（b）时点脉冲响应

图2　中国债券市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应

3.中国股票市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应分析

图3为中国股票市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应。由图3（a）可知，中国股票市场稳

定性对全球金融周期的脉冲响应呈现方向一致、幅度递进的动态特征。三条脉冲响应曲线均显示，在冲击发生初期，中国股票市场稳定性出现短暂正向波动，随后迅速下探至负值区间，并呈现正负交替的特征。原因在于，外部资金流动因全球金融周期而调整，国内投资者（尤其是散户和短期交易者）的顺周期操作和情绪化交易也同时发生，两者交织作用，使得股票市场稳定性面临威胁。在冲击发生后期，股票市场的响应以正向为主，表明国内宏观政策在应对外部冲击方面取得了显著成效。股票市场作为宏观经济的晴雨表，其运行状况一直受到中国宏观管理当局的重点关注。当外部冲击不断增强、市场波动持续加剧时，宏观管理当局通常会采取更加积极的逆周期调节措施，以防止风险由股票市场向实体经济或其他金融子市场传导。此外，中国高度重视资本市场基础制度建设，通过完善信息披露制度和优化中长期资金培育机制，增强资本市场的稳定性、提升其抵御冲击的能力。这些制度性建设与逆周期政策形成合力，共同提升了中国股票市场在面对全球金融周期时的韧性。由图3（b）可知，除2022年10月外，中国股票市场稳定性在其余三个时点均出现不同程度的负向响应。尤其是在2008年10月，全球金融周期对中国股票市场稳定性产生了显著的负向冲击。原因在于，国际金融危机爆发使得投资者风险偏好维持在低位，在这一脆弱状态下，全球金融周期冲击更容易触发较强的价格波动，导致市场在较长时期内难以恢复稳定。

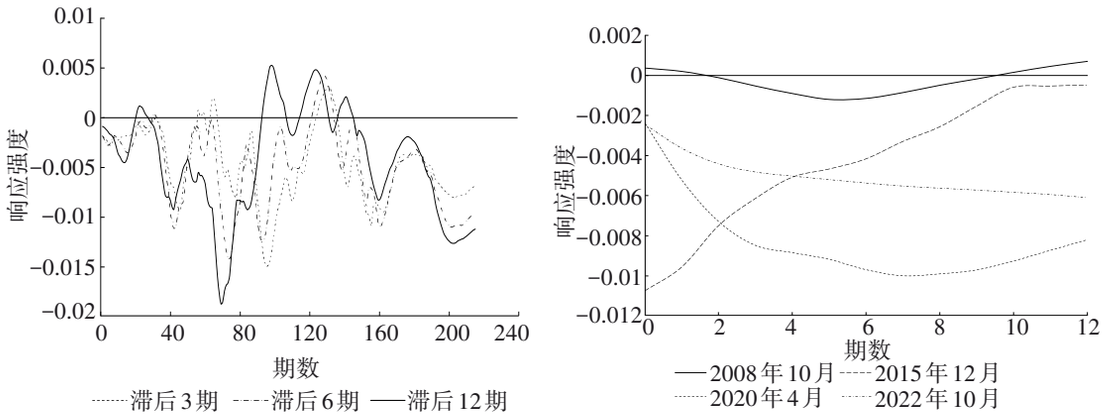


（a）等间隔脉冲响应　　（b）时点脉冲响应

图3　中国股票市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应

4.中国外汇市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应分析

图4为中国外汇市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应。由图4（a）可知，中国外汇市场稳定性对全球金融周期呈现明显负向响应特征。原因在于，一方面，全球金融周期波动会导致国际风险偏好变化，促使投资者重新配置风险资产与避险资产，人民币因此面临升值或贬值压力。无论压力方向如何，当汇率偏离市场预期时，都会引起外汇市场波动。另一方面，外汇市场主体存在明显的顺周期行为特征，企业可能在贬值预期下集中购汇、在升值预期下延迟结汇，银行和投资者也会相应调整外汇头寸，这些行为在冲击传导期间往往具有放大效应，导致外汇供需结构错位，进一步加剧外汇市场的不稳定性。此外，随着人民币汇率市场化程度不断提升，人民币汇率对国际资本流动变化的敏感性明显增强，全球金融周期的溢出效应因而能够通过汇率渠道快速显现。这种快速响应机制使外汇市场频繁受到全球金融周期扰动，导致其稳定性在大部分时期表现为负向响应。由图4（b）可知，全球金融周期对中国外汇市场稳定性产生了负向冲击。其中，在2020年4月和2022年10月，外汇市场稳定性的负向响应更为明显，且具有较强的持续性。2020年4月，公共卫生事件在全球范围内蔓延，致使国际金融市场剧烈震荡，外汇市场稳定性持续走弱。2022年10月，受美国联邦储备系统激进加息和地缘政治紧张局势升级的共同影响，全球金融周期对外汇市场稳定性的负向冲击被进一步放大。



（a）等间隔脉冲响应　　（b）时点脉冲响应

图4　中国外汇市场稳定性对全球金融周期的脉冲响应

总体来看，全球金融周期对中国金融子市场稳定性的溢出效应具有显著的异质性。其中，货币市场、股票市场和外汇市场受到的影响相对较大。全球金融周期导致境内外利差收窄甚至倒挂，加剧了跨境资本流动的波动性，货币市场的流动性和利率波动幅度也随之上升，从而削弱了货币市场稳定性。同时，投资者避险情绪升温引发风险资产集中回调，跨境资本加速转移至发达经济体的安全资产，进而对依赖外资流入和预期管理的股票市场和外汇市场造成显著冲击。

五、时频视角下全球金融周期与中国金融子市场的风险溢出网络分析

中国金融子市场之间存在紧密的内在联系，任一市场的波动都可能通过多种渠道传递至其他市场，从而在市场之间形成风险共振。本文利用TVP-VAR-DY模型和TVP-VAR-BK模型构建全球金融周期与中国金融子市场之间的风险溢出网络，从时域和频域视角刻画金融市场在风险溢出网络中的角色定位。为更直观地展现全球金融周期与中国金融子市场之间的网络关联，本文将样本分为全样本时期（2007年1月至2024年12月）、国际金融危机时期（2007年1月至2009年12月）、全球流动性再平衡时期（2015年1月至2018年12月）和公共卫生事件时期（2020年1月至2022年12月），并分析风险溢出网络在这四个时期的结构演变特征。

（一）溢出矩阵

表4为全球金融周期与中国金融子市场稳定性之间的溢出矩阵（全样本时期）。

表4　全球金融周期与中国金融子市场稳定性之间的溢出矩阵（全样本时期）　　单位：%

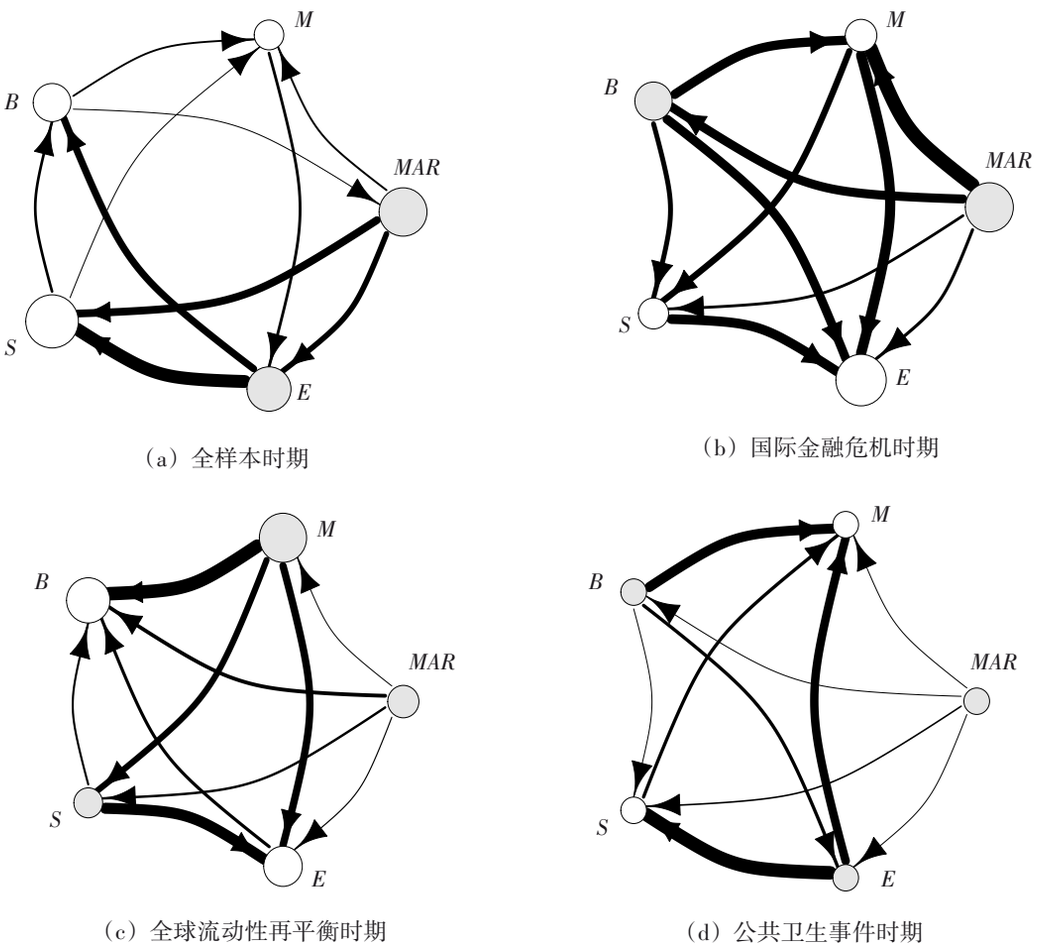
变　量	*MAR*	*MMSI*	*BMSI*	*SMSI*	*EMSI*	*FROM*
MAR	79.374	5.874	7.705	3.482	3.565	20.626
MMSI	7.636	56.523	30.242	3.002	2.597	43.477
BMSI	6.862	28.549	48.965	4.716	10.908	51.035
SMSI	10.467	2.877	2.267	65.845	18.544	34.155
EMSI	8.628	5.187	4.489	6.907	74.789	25.211
TO	33.593	42.486	44.703	18.107	35.615	*TCI*
NET	12.967	−0.991	−6.332	−16.048	10.404	34.901

具体来看，全球金融周期的净溢出效应为12.967%，表明全球金融周期是主要的风险溢出源。中国金融子市场在风险接收与传导过程中扮演的角色存在明显差异，货币市场、债券市场、股票市场、外汇市场的净溢出效应分别为−0.991%、−6.332%、−16.048%、10.404%。可以发现，股票市场承担的风险在四个市场中居于首位。相较于股票市场，债券市场承担的风险有所降

低。中国债券市场由机构投资者主导，投资者结构相对稳定，可在一定程度上降低风险的渗透强度。货币市场的风险净溢入程度较低，表明中国的利率调控和流动性管理具有一定韧性，可有效抵御风险冲击。外汇市场呈现明显的风险净溢出特征，表明随着汇率形成机制的不断完善与市场化程度的进一步提升，外汇市场在受到风险冲击的同时，也会将大量风险向外传递。

（二）时域视角下的风险溢出网络

图5为时域视角下全球金融周期与中国金融子市场之间的风险溢出网络。



（a）全样本时期　（b）国际金融危机时期

（c）全球流动性再平衡时期　（d）公共卫生事件时期

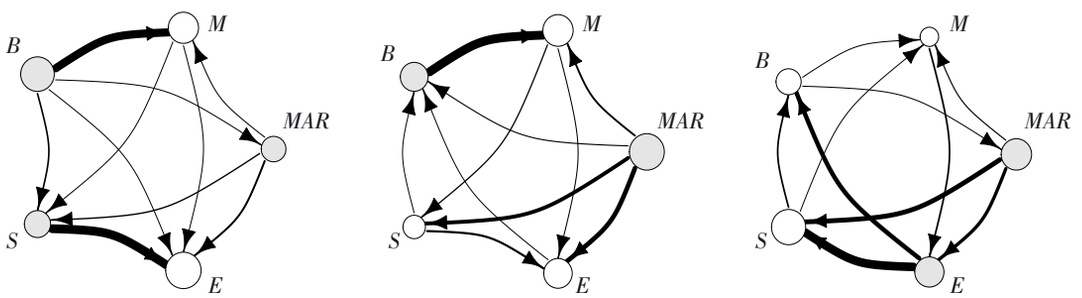
图5　时域视角下全球金融周期与中国金融子市场之间的风险溢出网络

网络图中的节点代表全球金融周期（*MAR*）、货币市场（*M*）、债券市场（*B*）、股票市场（*S*）、外汇市场（*E*），连边代表各个节点之间的风险溢出，溢出的强度和方向通过连边的粗细和箭头的方向来表示，灰色节点为风险净溢出方，白色节点为风险净溢入方。由图5（a）可知，在全样本时期，全球金融周期是网络中最主要的风险净溢出方，其溢出效应主要作用于股票市场和外汇市场。股票市场显著影响债券市场，债券市场则进一步将风险传导至货币市场，但货币市场、债券市场和股票市场均是系统中的风险净溢入方。进一步观察网络结构可以发现，外汇市场是重要的风险净溢出方，表明外汇市场在风险传递过程中的作用较为显著。随着金融高水平对外开放不断深化，外汇市场波动更容易向债券市场和股票市场传导，推动风险在国内金融体系中不断累积。由图5（b）可知，在国际金融危机时期，中国金融子市场受到的全球金融周期溢出效应明显增大。这一时期，国际金融市场剧烈动荡，全球风险溢价快速攀升，外汇市场最先受到冲击，成为风险传导的前沿节点，并受到了其他节点波动溢出的影响。同时，债券市场表现出较强

的风险传导能力，成为网络中的风险净溢出方，将风险进一步传导至其他金融子市场，强化了国际金融危机时期金融子市场之间的风险共振。由图5（c）和图5（d）可知，在全球流动性再平衡时期和公共卫生事件时期，全球金融周期的溢出效应有所减弱。结合两个时期的风险溢出网络结构可发现，货币市场和股票市场由风险净溢出方转为风险净溢入方，债券市场和外汇市场则由风险净溢入方转为风险净溢出方，表明风险的跨市场溢出路径并非固定不变，而是会随着宏观环境的变化不断调整，这对跨市场风险的识别与应对提出了更高要求。

（三）频域视角下的风险溢出网络

图6为频域视角下全球金融周期与中国金融子市场之间的风险溢出网络。



（a）短期　　（b）中期　　（c）长期

图6　频域视角下全球金融周期与中国金融子市场之间的风险溢出网络

由图6（a）可知，全球金融周期在短期内对金融子市场的净溢出效应相对较小，这可能是由于短期内全球金融市场与中国金融子市场之间仍存在信息不对称，导致外部价格信号和风险偏好变化尚未得到充分反映。短期风险溢出网络呈现以债券市场和股票市场为风险净溢出方、以货币市场和外汇市场为风险净溢入方的传导格局。具体而言，债券市场对货币市场的溢出效应较大，表明债券市场收益率调整会引起货币市场的短期资金价格与流动性预期发生同步变动。同时，股票市场对外汇市场的溢出效应较为显著。原因在于，股票市场中的风险扰动会促使投资者改变资产配置策略，资产价格随之调整，而后汇率与资产价格形成联动，导致股票市场中的风险扩散至外汇市场。由图6（b）可知，全球金融周期对中国金融子市场的净溢出效应明显大于短期净溢出效应，表明全球金融周期在中期具有更强的冲击效应。就市场角色而言，货币市场、债券市场和外汇市场在风险溢出网络中的地位与短期保持一致，而股票市场由风险净溢出方转为风险净溢入方，开始更多地吸收全球金融周期带来的直接风险及由货币市场传导的间接风险。由图6（c）可知，全球金融周期的净溢出效应进一步增强，风险扩散格局逐渐重塑。受股票市场和外汇市场叠加影响，债券市场由风险净溢出方转为风险净溢入方。外汇市场在风险溢出网络中的地位发生结构性调整，由风险净溢入方转为风险净溢出方，并向债券市场和股票市场输出了大量风险。这一变化表明，随着时间推移，外汇市场对风险冲击的响应持续增强，其在风险跨市场传递中的影响力显著提升，能够推动长期风险溢出网络向汇率主导型格局演进。

六、研究结论与政策建议

本文在构建中国金融市场稳定性指数的基础上，利用TVP-VAR模型检验全球金融周期对中国金融市场稳定性的时变影响。研究发现，第一，全球金融周期对中国金融子市场稳定性的溢出效应具有显著的异质性。具体而言，货币市场稳定性呈现正负交替的特征，债券市场稳定性呈现由负转正的特征，股票市场稳定性呈现方向一致、幅度递进的特征，外汇市场稳定性呈现明显负向响应的特征。第二，风险的跨市场传导路径较为复杂。时域分析表明，无论在全样本期还是在

极端事件发生期间，全球金融周期均表现为风险净溢出方。中国金融子市场在风险溢出网络中的角色并非一成不变，而是呈现动态演化特征。具体地，在全样本期内，外汇市场发挥了风险传染媒介作用；在国际金融危机时期，债券市场是主要的风险净溢出方；在全球流动性再平衡时期，货币市场和股票市场转变为风险净溢出方；在公共卫生事件时期，债券市场和外汇市场共同扮演了风险净溢出方角色。第三，全球金融周期的溢出效应存在显著的频域异质性。频域分析表明，全球金融周期的长期溢出效应明显大于短期和中期溢出效应，且风险溢出网络在不同频段内存在明显差异。短期内债券市场和股票市场是主要的风险净溢出方，中期仅由债券市场主导风险溢出，长期转由外汇市场承担风险净溢出方角色。基于上述研究结论，本文提出如下政策建议。

其一，建立全球金融周期预警模型，提升金融风险前瞻防控能力。一方面，充分借鉴国际货币基金组织、国际清算银行等国际机构的前沿预警方法，结合中国金融体系的特点，建立科学的全球金融周期预警模型，明确外部冲击的“警戒线”“干预线”，实现金融风险的常态化与精细化防控。另一方面，整合中国人民银行、国家外汇管理局和国家金融监督管理总局等部门的数据资源，利用机器学习算法对海量数据进行深度挖掘，利用时变参数模型与复杂网络分析技术，动态识别全球金融周期的溢出强度、方向和潜在传导路径，增强全球金融周期预警的前瞻性和准确性。

其二，拓宽外汇市场深度和广度，防范其成为风险传导枢纽。外汇市场在全样本时期扮演风险跨市场传导的关键媒介角色。一方面，加快发展境内外汇衍生品市场，丰富人民币汇率期货、期权等风险管理工具，为市场主体提供低成本、高效率的风险对冲渠道，降低即期市场的被动抛售压力。另一方面，强化汇率预期管理，通过定期发布外汇市场分析报告、召开专家沟通会等方式，引导市场形成汇率双向波动、弹性增强的理性预期，防止单边预期自我强化。此外，应稳步推进人民币国际化，拓宽人民币在跨境贸易、投资与金融交易中的使用场景，增强外汇市场稳定性，从根本上抑制外汇市场的风险传导。

其三，综合考虑金融子市场之间的网络溢出效应，保障金融市场整体稳定。短期内，重点关注股票市场与债券市场的风险联动。依托高频数据和市场情绪指标，构建股债风险联动监测框架，对收益率异常波动、信用利差快速走扩、股指大幅调整等信号进行识别，并在市场恐慌时期启用流动性支持工具，防止风险在股票市场和债券市场之间的快速传染。中期内，聚焦债券市场的风险传导效应。着力完善债券市场基础设施与制度建设，探索建立债券市场风险分层处置机制，对利率债、信用债、城投债和金融债等不同板块实施差异化监管，从源头上抑制债券市场的风险积累。长期内，着重防范外汇市场将风险传导至其他金融子市场，重点关注汇率预期、跨境资本流动、离在岸汇差和外汇衍生品交易变化对股票市场和债券市场的影响。同时，开展跨市场风险传导压力测试，定期模拟全球金融周期波动、外部流动性收紧等情形下风险在金融子市场之间的扩散路径和强度，切实提升金融体系在开放条件下抵御全球金融周期冲击的能力，从而为金融市场稳健运行提供重要保障。

参考文献：

[1] Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence[R]. National Bureau of Economic Research Working Paper No.21162,2015.

[2] Miranda-Agrippino S, Rey H. U.S. monetary policy and the global financial cycle[J]. Review of Economic Studies, 2020,87(6):2754-2776.

[3] Jiang Zhengyang, Krishnamurthy A, Lustig H. Dollar safety and the global financial cycle[J]. Review of Economic Studies, 2024,91(5):2878-2915.

[4] 张礼卿,钟茜.全球金融周期、美国货币政策与“三元悖论”[J].金融研究,2020(2):15-33.

[5] 占韦威，裴平.全球金融周期对国际资本异常流动的影响[J].国际金融研究，2023(7)：61-72.
[6] 谭小芬，虞梦微.全球金融周期与跨境资本流动[J].金融研究，2021(10)：22-39.
[7] 卜林，李纪欣.全球金融周期对我国企业尾部系统风险的影响研究[J].国际金融研究，2024(8)：39-48.
[8] 徐浩，朱小梅.全球金融周期与金融体系韧性——基于国际视角的经验证据[J].南方经济，2024(9)：57-74.
[9] 杨子晖，李东承，王姝黛.合成网络新视角下的输入性金融风险研究[J].中国工业经济，2022(3)：38-56.
[10] 欧明刚，杨佩玮.国际资本流动研究新进展[J].经济学动态，2023(6)：132-148.
[11] 王晋斌，刘璐，陈金至.全球金融周期和全要素生产率——基于发展中国家的经验证据[J].投资研究，2019，38(3)：18-37.
[12] 方意，宋佳馨，谭小芬.中国金融市场之间风险溢出的时空特征及机理分析——兼论中美贸易摩擦对金融市场的影响[J].金融评论，2020，12(6)：20-43+121-122.
[13] Davis J S，Zlate A. The global financial cycle and capital flows during the COVID-19 pandemic[J]. European Economic Review，2023，156：104477.
[14] 宫晓莉，熊熊.波动溢出网络视角的金融风险传染研究[J].金融研究，2020(5)：39-58.
[15] 路妍，秦国汀.全球金融周期及其不确定性对人民币汇率波动的影响研究——基于GJR-GARCH-MIDAS模型的实证分析[J].运筹与管理，2025(5)：195-201.
[16] 彭红枫.全球金融周期相关问题研究[J].世界经济研究，2025(8)：8-10.
[17] Cerutti E，Claessens S，Rose A K. How important is the global financial cycle？ Evidence from capital flows[J]. IMF Economic Review，2019，67(1)：24-60.
[18] 张小宇，张骐歆.跨境资本流动尾部风险识别与化解——基于宏观审慎政策的研究[J].国际金融研究，2025(4)：50-61.
[19] Cerutti E，Hong G H. Substitution patterns in capital inflows：evidence from disaggregated capital flow data[J]. Journal of International Money and Finance，2021，112：102314.
[20] 秦国汀，王鹏超，孙琴.双边跨境银行资本极端波动的顺周期效应、机制识别与风险防范[J].国际金融研究，2026(9)：61-75.
[21] 刘超，张婷婷.全球金融周期对中国货币政策有效性的影响研究[J].国际经贸探索，2026，42(2)：90-107.
[22] Bruno V，Shin H S. Cross-border banking and global liquidity[J]. Review of Economic Studies，2015，82(3)：535-564.
[23] 陈雷，缪志鎏，李月琪.全球金融风险冲击、汇率制度和银行跨境资本异常流入——兼论“三元悖论”还是“二元悖论”[J].国际金融研究，2025(6)：58-69.
[24] 何德旭，苗文龙，闫娟娟，等.全球系统性金融风险跨市场传染效应分析[J].经济研究，2021，56(8)：4-21.
[25] 张晓晶，江振龙.全球滞胀风险的成因、演进路径及对中国的影响[J].国际金融研究，2023(11)：3-15.
[26] 杨子晖，李雅茜，王姝黛.违约风险国际传染研究——基于前沿非对称断点技术的新应用[J].金融研究，2025(1)：20-38.
[27] 李敏波，梁爽.监测系统性金融风险——中国金融市场压力指数构建和状态识别[J].金融研究，2021(6)：21-38.
[28] 孙志红，苗蕊.全球金融周期影响了国际资本异常流动吗——基于“三元悖论”有效性视角[J].国际商务(对外经济贸易大学学报)，2023(5)：96-114.
[29] 李政，李薇.全球金融周期与全球经济条件：谁才是中国行业长期波动的驱动因素？[J].审计与经济研究，2025，40(1)：95-104.
[30] 虞梦微，谭小芬，宋佳馨.全球金融周期、宏观审慎政策和跨境资本流动——兼论“三元悖论”和“二元悖论”之争[J].金融研究，2024(6)：1-19.
[31] Diebold F X，Yilmaz K. On the network topology of variance decompositions：measuring the connectedness of financial firms[J]. Journal of Econometrics，2014，182(1)：119-134.
[32] Baruník J，Křehlík T. Measuring the frequency dynamics of financial connectedness and systemic risk[J]. Journal of Financial Econometrics，2018，16(2)：271-296.

The Impact of the Global Financial Cycle on China's Financial Market Stability from the Time-Frequency Perspective

XI Jing[1], BIAN Zhicun[2]

(1. School of Finance, Nanjing University of Finance & Economics, Nanjing 210023, China;
2. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: In recent years, international capital flows and financial asset prices have fluctuated frequently, making the impact of the global financial cycle on national financial markets increasingly apparent. As China advances high-level financial opening-up, the responses of its financial markets to the global financial cycle may vary over time. Meanwhile, closer linkages among financial sub-markets, including the money, bond, stock, and foreign exchange markets, may allow external shocks to spread across markets, posing challenges to China's financial market stability. Identifying the time-varying impact of the global financial cycle and the paths of risk spillovers is therefore important for containing imported financial risks and safeguarding China's financial market stability.

After constructing financial market stability indices, this study uses a time-varying parameter vector autoregression (TVP-VAR) model to examine the time-varying impact of the global financial cycle on China's financial market stability. It then analyzes network linkages and the paths of risk spillovers between the global financial cycle and financial sub-markets in both the time and frequency domains. The results reveal substantial differences in the impact of global financial cycle shocks on the stability of different financial sub-markets. Specifically, the money market alternates between positive and negative responses; the bond market shifts from a negative to a positive response; the stock market responds positively at first, then negatively with alternating signs, before gradually returning to a positive response; and the foreign exchange market responds significantly negatively during most of the sample period. Time-domain analysis identifies the global financial cycle as a net transmitter of risk. The foreign exchange market plays a key role in transmitting risk across markets, while the other markets are net recipients. The roles of individual markets in the risk spillover network also evolve during extreme events. Frequency-domain analysis shows that long-term spillovers from the global financial cycle are more pronounced and that the structure of cross-market risk transmission differs across frequencies. The bond and stock markets are net risk transmitters in the short term; the bond market dominates transmission in the medium term; and the foreign exchange market becomes a net transmitter in the long term.

This study contributes to the literature in two respects. First, it extends research on the spillover effects of the global financial cycle by using a TVP-VAR model to examine their time-varying impact on China's financial market stability. Second, it broadens the analytical perspective by incorporating risk spillover networks into the study of global financial cycle spillovers. Using the TVP-VAR-DY and TVP-VAR-BK models, it constructs risk spillover networks in the time and frequency domains and examines differences in spillover intensity and changes in network structure across time scales.

Key words: global financial cycle; financial market stability; time-varying impact; risk spillover network

（责任编辑：尚培培）（校对：刘欣琦）

[DOI]10.19654/j.cnki.cjwtyj.2026.09.007

[引用格式]郗静，卞志村. 时频视角下全球金融周期对中国金融市场稳定性的影响[J]. 财经问题研究，2026(9)：99-113.