国际资本流动研究新进展*

欧明刚　杨佩玮

摘要:国际资本流动一直是学术界、业界和各国金融管理部门关心的重要问题。本文从研究范式、驱动因素、经济影响、政策工具四个方面系统梳理近年来国际资本流动研究的新进展,提出未来可能的研究方向。国际资本流动的研究重点已从净资本流动转向了总资本流动,全球流动性和组合投资得到了更多关注。关于驱动因素与传导机制的研究中,一方面基于传统"推拉"分析框架的实证分析得到细化,另一方面基于全球金融周期理论与风险承担机制的研究正在深化。越来越多的应用微观企业数据和银行数据来分析资本流动对新兴经济体影响的研究显示,相关研究结论因国别、行业与资本流动类型而表现出较强的异质性。管理资本流动的统一政策框架应运而生,在险资本流动已被应用于对资本流动波动规模的预测中。未来研究可重点关注非银行金融机构和组合投资管理者的风险承担行为、美元周期和通货膨胀对资本流动的影响以及加密货币引发的资本流动等问题。

关键词:国际资本流动　总资本流动　全球金融周期　风险承担机制

国际资本流动关系到经济发展和金融稳定,长期以来吸引了学界和业界的广泛关注。2008 年国际金融危机后,国际资本流动表现出新特点,相应地,关于国际资本流动的研究也有了新进展。金融危机后,关于国际资本流动的研究首先在于解释国际资本流动与金融危机的关系,其次是分析资本流动在危机前后的特征以及寻求解释国际资本流动的驱动因素与传导机制。金融危机后的最初几年里,全球经济经历了诸多变化。从货币政策看,为了应对危机促进经济复苏,主要发达经济体实施了量化宽松的货币政策,全球流动性比较充裕。不少经济体特别是新兴经济体利用这一宽松的融资环境扩大国际债券发行量,导致组合投资流动的规模愈发庞大(Georgiadis & Schumann,2021;Lane & Milesi-Ferretti,2017)。从监管环境看,各国加强金融监管,全球金融稳定理事会推出《巴塞尔协议 III》,提高了银行资本充足性标准与增加了银行流动性要求,银行的风险偏好下降,跨国银行贷款流动的重要性也有所降低。随着经济的恢复,2013 年市场普遍预期以及美联储多次暗示美国将退出量化宽松政策回归常态货币政策,市场又出现了紧缩恐慌情绪,资本又从发展中国家流回发达国家。

2020 年新冠疫情全球暴发后,关于疫情对全球资本流动的影响及机制也开始得到关注,比如对疫情期间资本流动规模快速下滑现象的分析,以及"疫情基本面"对资本流动影响的研究(Davis & Zlate, 2023)等。自 2022 年以来,为应对持续高企的通货膨胀,主要发达国家的央行不得不快速提高利率,特别是美联储多次快速加息,带来了国际资本流动的新变化。部分研究开始初步探索新形势下全球资本流动的特征和驱动因素,比如探索地缘政治冲突对资本流动的影响(Feng et al,2023),美元周期对汇率、杠杆水平和资本流动的影响(Obstfeld & Zhou,2023),利率冲击通过资本流动等渠道对新兴市场经济体的影响(Arteta et al,2022)。总体来说,金融危机以来,关于国际资本流动的研究伴随着资本流动的新变化取得了新进展。系统地总结这些新进展不仅有助于

* 欧明刚、杨佩玮,外交学院国际金融研究中心,邮政编码:100037,电子邮箱:ouminggang@cfau.edu.cn, DexterYang@outlook.com。感谢匿名审稿人的修改建议,文责自负。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

深化对国际资本流动规律的认识,也有助于中国金融业在推进高水平对外开放的同时保证金融安全。

一、国际资本流动的研究范式

金融危机以来,随着国际资本流动出现的新变化,国际资本流动的研究范式在研究对象、研究内容、研究方法和对资本流动变化的刻画方式上都有新的特点。

(一)研究对象:净资本流动还是总资本流动

在20世纪八九十年代,拉美债务危机、墨西哥金融危机、亚洲金融危机先后爆发后,对国际资本流动的研究认为,这些危机的罪魁祸首是危机国经常账户的失衡引发本币大幅贬值,从而带来热钱流出(Sachs et al,1981;Frenkel & Razin,1987;Calvo,1998;Chuhan et al,1998)。因此,当时关于国际资本流动的研究对象是净资本流动,关注的是经常账户失衡的原因以及与汇率之间的关系(Obstfeld & Rogoff, 1995,1996)。Bernanke(2005)认为亚洲国家的过度储蓄导致发达国家的利率降低,引发信用泡沫,提出所谓"过度储蓄说",从而将经常账户的失衡作为信用泡沫乃至金融危机的先行指标。

1.净资本流动不是合适的危机指标。金融危机的爆发意味着对于净资本流动的研究未能有效预警金融危机的发生和控制其蔓延,经常账户失衡作为金融脆弱性指标受到质疑。Borio & Disyatat(2011)、Kumhof et al(2020)指出,对于经常账户失衡能否作为金融危机先行指标这一问题,必须首先分清"储蓄"和"融资"的概念。储蓄是国民收入概念,而融资是现金流概念。在开放经济体中,一国的投资支出实际上可以全部由非居民来进行融资,比如来自境外的贷款。此时在该国国际收支平衡表中,虽然经常账户差额为零,资产端和负债端会同时增加相同的数额,但实际上该国对外部融资的依赖程度加深了,在面对风险事件时,债权人停止贷款,甚至要求提前大额偿付,都将对该国的金融体系造成巨大冲击。Obstfeld(2012)发现,即使一国整体拥有足够的净对外资产头寸,但如果该国某些机构的外债规模过高,本身又不具备足够的偿付能力,其自身风险可能会传染到其他财务健康的机构。因此,不论是债权国还是债务国,逆差国还是顺差国,金融部门跨境总负债头寸的大幅波动都会对该国金融稳定造成威胁,而经常账户失衡本身并不足以作为金融危机的必然先兆。

2.总资本流动的影响更大。事实上,早在20世纪末,与不断膨胀的对外总头寸相比,资本净流动规模的重要性不断降低(Borio & Disyatat,2015)。Forbes & Warnock(2012)发现,金融危机后总资本流动的规模和波动不断上升,而净资本流动相对比较稳定,随着全球金融市场的不断发展,一国金融账户对外总头寸的波动对金融稳定造成的威胁更大,波及范围更广,因此,分别讨论总流入和总流出更有意义。所谓"总"资本流动是相对于"净"资本流动而言的,即只考虑资本流出或资本流入的某一方向(有时也指资本流出与资本流入之和),而不是二者之差。

(二)研究内容:银行贷款还是组合投资

国际资本流动包括直接投资(FDI)、贷款、债券以及股票的跨境转移。根据研究的目的和任务,研究者可以单就某类或某几类资本的跨境流动进行研究。有些文献研究上述所有的国际资本流动,有些文献主要研究扣除直接投资流动的资本流动。由于跨境贷款和组合投资对金融市场的影响更为直接,它们更受到关注。

1.全球流动性概念的引入。国际清算银行(BIS)正式提出了全球流动性概念。虽然全球流动性的定义比较模糊,在很多文献中的使用不够标准,但总体而言它代表着融资的容易程度(BIS,2011)。它由官方流动性和私人流动性这两部分组成。官方流动性可以通过外汇储备或央行之间的互换机制、国际货币基金融资或特别提款权来提供;私人流动性是通过银行、其他金融中介机构的跨境贷款业务和跨境金融市场业务来提供,包括银行在境内发放外币贷款、向境外非金融部门提供贷款和持有国际债券。从数量上来说,私人流动性是全球流动性的主体,私人流动性的多少在很大程度上决

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

定了国际信用环境的松紧。从 2013 年起，BIS 定期发布全球流动性数据，从而为研究者提供了更多的便利。此后，不少研究是基于全球流动性概念而展开的（如 Bruno & Shin，2015；Correa et al，2020）。在私人流动性的提供中，银行发挥了重要作用，许多研究都是结合银行的中介作用来进行的。

2. 对跨境组合投资的关注。金融危机爆发后，由于货币政策的宽松和银行监管的加强，全球组合投资流动的相对规模有所上升，而银行跨境贷款资金的重要性有所下滑。2010 年后国际债券市场发展迅猛，以资管机构为主的非银金融机构异军突起，成为国际资本市场中的主要力量（Shin，2013；Avdjiev et al，2017；Aldasoro & Ehlers，2018）。相对银行而言，非银金融机构的融资渠道选择更少，透明度也更低（BIS，2020b），这意味着非银金融机构可能成为传导和放大风险的重要渠道。越来越多的文献开始关注组合投资流动的驱动因素（Sarno et al，2016），随着学界不断加深对金融中介异质性及其对风险承担能力影响的了解，微观层面的理论和实证研究有不断增长的势头。从数据特征上讲，与其他类型的资本流动数据相比，组合投资流动的数据频率更高，一般为月度数据、周数据甚至到日数据。高频数据为进一步的实证研究建立了可靠的基础。

（三）研究方法：实证还是理论

虽然关于国际资本流动的研究是在开放宏观经济学框架下进行的，但大量研究主要还是在基于经验的实证层面上进行的，如下文重点分析的“推拉”框架正是基于实证提出的，这种实证研究往往依据跨境金融投资或融资的行为分析来展开，不断创新的计量或实证方法被广泛应用于国际资本流动的研究中。在实证研究取得创新的同时，一些学者也开始了理论上的开拓。金融危机前后的文献主要以 Obstfeld & Rogoff（1995，1996）的理论框架为基础，这个分析框架引入了更接近实际的垄断竞争和黏性价格假设来解释汇率、产出和经常账户的变化，而对金融账户未给予足够的重视。虽然有文献将资产选择引入动态随机一般均衡（DSGE）模型来解释资产选择在总资本流动中的发生机制（Wincoop & Tille，2007），但更多基于金融因素和总资本流动的研究主要出现在危机之后。

全球金融危机的爆发促使学界反思理论框架的适用性，更多的研究开始关注全球金融周期以及金融中介在其中扮演的角色，常见的做法是将银行部门纳入 DSGE 模型中，并将货币政策和金融监管结合起来纳入周期波动的研究当中（Ueda，2012；Banerjee et al，2016）。Kumhof et al（2020）沿着他与 Bianchi et al（2019）研究汇率决定时所做的工作，在传统模型的基础上引入货币金融维度，建立了基于两个国家的金融流动与实物资源流动统一的新凯恩斯主义 DSGE 模型。考虑到银行具有交易媒介、支付结算和信用创造的功能，模型假定金融流动是通过两个国家银行与家庭部门（包括制造业企业部门）以及银行与银行之间的金融交易来实现的。两国银行与家庭部门都会在各自约束条件下追求自身利益最大化的过程中尽可能地用足资产负债表的可用杠杆，由此创造的信用往往在规模上远远超过实物资源存量规模，相应地，总资本流动规模也远超实物资源流动规模，因此，总资本的存量与流动和实物资源的存量或流动无关。国际资本流动主要受到信用供给冲击与货币冲击（由于货币错配不完全）的影响。

（四）刻画方式：相对指标法还是极端事件法

基于研究的目的，大体上有两种方法来刻画国际资本流动的变化：

1. 相对指标法。这一方法使用资本流动规模对该国 GDP 或进出口规模的百分比，或者用金融账户资产负债头寸的增长率等指标来衡量资本流动的情况，并在此基础上进行有关驱动因素的回归分析。

2. 极端事件法。这一方法使用资本流入或流出的大幅波动事件即极端资本流动事件来作为刻画资本流动变化的指针，常见于对极端资本流动驱动因素的研究上。主要采用二值选择模型来估计对金融稳定造成威胁的极端资本流动事件的驱动因素（Forbes & Warnock，2012）。这类文献一般将极端资本流动事件分为四种情景：境内居民大量买卖境外资产的行为可以分为外逃和回

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

流;境外居民大量买卖境内资产的行为可以分为激增和突停。由于这种区分充分考虑了不同人群的行为,具有较强的针对性,在后来的研究中被经常使用。虽然极端事件法的针对性较强,但极端资本流动规模的阈值则需要人为设定,不同文献的界定方法往往有所不同。Forbes & Warnock(2012)采用 HP 滤波法来确定阈值,认为偏离随机趋势 30%的波动即可定义为极端资本流动事件。

二、国际资本流动的驱动因素和传导路径

国际资本流动的驱动因素和传导路径一直是研究中的关键问题。近年来,关于驱动因素的研究总体来说沿着传统的"推动"因素的框架进行,根据新的数据、引入新的推拉因素、使用新的指标或新的方法向前推进。在此基础上,全球金融周期在国际资本流动中的作用得到了格外关注。连接推动因素与拉动因素的传导路径,如银行与非银行金融机构的风险承担行为的研究受到重视。

(一)推拉因素研究的新进展

自从 Calvo et al(1993)和 Fernandez-Arias(1996)将国际资本流动的驱动因素按照国际环境和国内环境分为推动因素和拉动因素以来,推拉框架成为经典分析模式。一般认为,拉动因素在对新兴市场经济体的研究中更为重要(Baek & Song,2016;Calderón & Kubota,2019)。拉动因素包括经济增长率、财政赤字、外债比率、国内资产收益率等周期性因素,以及制度质量、当地金融市场发展情况、主权债务规模、贸易开放度、汇率制度、外汇储备等结构性因素(BIS,2021)。全球金融危机后受到重视的推动因素中的周期性因素包括全球流动性、美元汇率的变化、主要发达经济体的货币政策、国际风险情绪、主要发达经济体的经济增长率、跨国银行杠杆水平以及大宗商品价格等。作为推动因素的结构性因素主要有全球机构投资者的发展及其持仓行为等。虽然区分每一个推拉因素的作用非常具有挑战性,但大量的研究仍然围绕这个框架来展开。

1. 推拉因素的效果与资本流动的类型和数据频率有关。Koepke & Paetzold(2020)将 1993 年以来的重要文献,按照推动因素为主、拉动因素为主、推拉因素共同作用这三个方面进行分析后发现,推拉因素的显著性与所研究的资本流动的类型以及数据频率有关。对于组合投资流动,一般认为是推动因素更加显著,如果数据频率精确到日和月,则是推动和拉动因素共同起作用。对于频率为季度数的国际银行贷款流动,大部分文献指出是推动因素起主要作用或推拉因素共同起作用。对于一般只有年度数据的 FDI 流动,则拉动因素更为重要。总资本流动在季度频率上表现出与银行贷款类似的特征,在年度频率上表现出与 FDI 流动类似的特征。显然,短期资本流动更受周期性推动因素的影响。

2. 推动因素的驱动作用有所下降。Forbes & Warnock(2021)研究发现,全球金融危机以来,极端波动事件发生的频率大幅下降。从总资本流动占各国 GDP 之比来看,国际资本流动下降的趋势非常明显,尤其是对发达经济体而言更是如此(BIS,2021)。其中,银行贷款资金流动规模的显著下降是一个重要原因(Shin,2013;Cerutti & Hong,2018)。Forbes & Warnock(2021)基于前述观察,检验了推拉因素和地区因素对全球资本流动的驱动作用,结果表明,发达经济体的货币政策、全球流动性水平(用全球货币供给的同比增长率来衡量)以及国际风险情绪等三个推动因素与资本流动的关系显著减弱。Avdjiev et al(2017)发现,总资本流动对美国货币政策越来越敏感,而对全球风险的敏感性变弱。美联储货币政策的驱动效力在全球金融危机后到 2013 年的"紧缩恐慌"前这段流动性比较宽裕的时期是最为显著的,在 2013—2015 年间有所下降。国际银行贷款对全球风险情绪的敏感性变弱,这主要是由于更高的资本充足性和流动性要求银行的经营活动更加审慎。BIS(2021)发现,发达经济体的央行货币政策立场的边际变化与新兴经济体资本流动的相关性在金融危机后全球流动性充裕的时期并不显著,但发达经济体货币政策转向操作引发的流动性变化则是国际资本流动突停的诱发因素。

3. 结构性拉动因素的边际影响力在下降。Calderón & Kubota(2019)发现,经济增长、自然资源

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

和汇率因素是吸引境外资本的重要拉动因素，但近年来一些新证据表明拉动因素的影响力有下降趋势。BIS(2021)指出，20 世纪 90 年代以来，新兴市场经济体在金融市场结构性改革方面取得了重大成就，整体的制度环境和宏观经济稳定性都有了很大程度的改善，这使得它们的资产更多地被纳入全球债券或者股票指数中，也就是说新兴经济体的资产被国际投资者更看好，结构性因素的边际影响效力有所下降。国际投资者在评估投资机会时，主要根据周期性拉动因素(如 GDP 增长率)来进行决策，相关的回归分析支持了这一判断。

4. 推拉因素既有互补性也具有一定的替代性。近年来，一些研究注重强调拉动因素与推动因素的协同和交互作用，认为推动因素是资本流动的主因，各国经济基本面或制度的差异改变的是推动因素的作用效果。Ghosh et al(2014)对资本净流动的研究表明，推动因素(如全球风险情绪和大宗商品价格)能够驱动各国的净资本流入(即经常账户顺差)，但拉动因素(融资需求和汇率制度等)决定的是资本流动的规模。Li et al(2018)应用月度组合流动数据分析得出了类似结论。Cavallaro & Cutrini(2019)对银行贷款流动的研究表明，在全球资本流动波动较大的时期，新兴经济体制度质量的拉动作用更为显著；在全球金融危机后的流动性宽裕时期，资本流入的规模取决于新兴经济体资本管制实施的强度或者金融开放程度，资本管制越宽松，资本流入就越多。Mandalinci & Mumtaz(2019)利用季度组合流动数据基于因子增广向量自回归模型的推拉因素研究认为，虽然美联储利率是新兴经济体资本流动最主要的推动因素，但新兴经济体的结构性改革能够在一定程度上抵消其影响。更多文献从金融开放水平这个结构性拉动因素入手，强调金融开放对总资本流动的“阀门”作用。Barrot & Serven(2018)认为，更高的金融开放度、更自由化的金融体系和钉住汇率制度会深化一国与全球金融周期的联系。Cerdeiro & Komaromi(2019)利用月度组合流动数据，构建了金融开放与推拉因素交互的小型开放经济体理论模型，为当前相关领域的实证研究提供了理论基础，并基于此进行了实证检验。他们认为，金融开放程度高的国家的股权资金流动更容易受到外部利率环境的影响，而债券资金流动更容易受到本国经济周期的影响。从长期生产率的角度看，FDI 流动最容易受到一国金融开放程度的影响。

5. 区域传染性因素受到关注。还有一些因素无法归类到推动和拉动因素的研究框架中，主要是与投资者行为相关的因素，典型的是区域传染性因素。境外投资者可能会根据区域经济的发展情况和自身投资目标的变化来调整其持仓组合，这些行为还会影响到地理上相邻经济体或者在贸易和金融上存在紧密联系的经济体之间的资本流动。但是一些实证文献没有将这一因素纳入模型之中，从而导致遗漏项问题的存在，使得不能解释的残差占比上升。一些文献将无法解释的残差视为拉动因素的代理变量(如 Fratzscher，2012)，进而高估了各国拉动因素的驱动作用(Puy，2016)。Forbes & Warnock(2012)、Baek & Song(2016)、Li et al(2018)、Calderón & Kubota(2019)等认为区域传染性因素能够解释资本流动的激增和突停。但 Forbes & Warnock(2021)发现区域传染性因素的显著性在近年来有所减弱。

6. 地缘政治冲突等新因素得到重视。地缘政治风险一直是各国央行、企业家和投资者关注的重要风险，但在国际金融领域，地缘政治风险对国际金融市场影响的研究较少，主要原因是地缘政治风险难以被准确量化。Feng et al(2023)利用 Caldara & Iacoviello(2018)构建的地缘政治风险指数，控制了传统的推拉因素，对 45 个主要经济体的总资本流动行为进行研究发现，地缘政治风险因素对总资本流动的不同组成部分的影响存在异质性。在地缘政治风险较高的时期，直接投资表现出规避风险的特性，其他投资流动受到的负面影响更为显著，即更多地流向发达经济体。

在对传统推拉因素框架的研究之外，也有文献认为评级机构、全球性和区域金融安全网对国际资本流动的影响作用也十分重要(BIS，2021；Carney，2019)。全球金融危机后，研究者开始更多地关注国际资本流动所依赖的渠道与环境，即全球金融体系的参与者及相关运行规则(如跨国银行、机构投资者及监管环境)，进一步揭示了全球资本流动的理论机制。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(二)全球金融周期与资本流动

全球金融危机以来,越来越多的文献注意到全球资本流动、风险资产价格、杠杆水平等变量存在高度相关性,学界对推拉因素的研究进入了新的阶段,即先寻找各国资本流动中的共同趋势,再去研究形成这一共同趋势背后的驱动因素和传导机制。通过将资本流动纳入全球金融周期的框架中进行研究,将推动因素和拉动因素通过跨国银行的杠杆周期连接起来,有力地解释了国际资本流动尤其是银行贷款资金流动的行为。

1. 全球金融周期的提出。Rey(2015)首次提出全球金融周期的概念。她通过提取全球资本流动、资产价格和信贷增长的同向变动部分,发现它们与衡量国际投资者风险情绪的指标——芝加哥期权交易所波动率指数(VIX)有显著的负相关关系。她通过 VAR 模型发现,该周期主要受美联储货币政策的驱动,因而据此修正了"三元悖论",提出了"二元悖论"。"二元悖论"是指在资本自由流动的条件下,由于跨国金融机构的杠杆效应和国际资本的流动,不论汇率制度是固定还是浮动,各国都无法保持货币政策的独立性。因此,一国如果想融入全球金融市场并从中获益,就一定会受到全球金融周期的影响;如果想要"隔离"全球金融周期的影响,就需要放弃金融对外开放的收益。

2. 全球金融周期的解释力增强。虽然学界对于全球金融周期能在多大程度上解释国际资本流动的行为还存在一定争论,但多数文献都将其列为主要驱动因素。Barrot & Serven(2018)发现,平均而言,有一半左右的资本流动行为可以由共同因子所解释,发达国家资本流动的共同性相对更高,新兴经济体的资本流动行为的异质性更强。芝加哥期权交易所波动率指数、美国实际利率水平、各国实际汇率水平、美国 GDP 增长和大宗商品价格这几个变量可以很好地解释共同因子的走势。Scheubel et al(2019)利用结构性因子模型发现,全球金融周期与回流之外的所有类型资本流动的相关性都是显著且稳健的(回流主要受本国投资者的行为影响),在阶段上与资金流入突停的相关性更高。Kaminsky et al(2020)沿用 Kose et al(2003)的三因子模型发现,国际、地区和国别因子分别能够解释 16%、42%和 42%的资本流动行为。虽然国际共同因子占比不高,但地区因子也主要受外部供给冲击的影响,如芝加哥期权交易所波动率指数等风险情绪指标,而后者与全球金融周期同样存在强相关性。当然,部分文献认为全球金融周期对资本流动的驱动作用有限。例如,Cerutti et al(2017)认为,动态因子模型提取出的"共同因子"和芝加哥期权交易所波动率指数仅能解释不到 25%的资本流动行为,相当部分的资本流动行为无法仅由一个共同冲击或美联储的货币政策所解释。

新冠疫情暴发后,全球金融市场经历了短期巨大波动,资金从新兴经济体流出寻求安全资产,美联储还与多国央行签署了货币互换协议,为此一些研究关注新冠疫情下的全球资本流动情况。疫情发生后不久,有论文做了初步研究(Beirne et al,2020),研究了疫情及应对政策对选取的发达国家与新兴经济体金融市场的影响以及对新兴经济体资本流动的影响。Davis & Zlate(2023)则在全球金融周期的框架下进行了研究,考虑到疫情冲击金融市场的时间并不太长,他们构建了基于风险资产周平均价格的全球金融周期共同因子,通过对 33 个新兴经济体与 26 个发达国家的研究证实,新冠疫情的感染率使资本流动更易受全球金融周期的负面影响。

3. 全球金融周期与资本流动的机理研究。随着实证证据的不断丰富,近期的研究在全球金融周期驱动因素的理论机制上也取得了重大的突破。Davis & Wincoop(2021)对 Rey(2015)的发现进行了更为详尽的实证检验,并提出了一个多国理论模型来进行解释。他们指出,各国持有的头寸存在异质性,部分国家是安全资产的净债权人(如日本),有些国家则是安全资产的净债务人(如美国)。当全球风险偏好上升时,净债务人会减少安全资产而增加风险资产的头寸,继续增加杠杆,比前者能够获得更高的收益;当全球风险偏好下降时,净债务人会购买安全资产并卖出风险资产,降低杠杆,但同时会面临更大的风险资产价格下行压力。这一模型能够很好地解释全球金融周期下资本流动和资产价格的关系。类似但研究重心存在一定差别的研究还有 Akinci et al(2022),他们的模型研究

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

不确定性(或波动率)冲击对全球金融周期的驱动作用,而不是Davis & Wincoop(2021)中风险偏好程度变化对全球金融周期的驱动作用。Akinci et al(2022)建立了一个存在资产负债表约束以及持有资本预期回报存在时变不确定性的开放经济模型,指出美国经济不确定性的上升导致全球去杠杆的压力增大,全球风险溢价上升,资产价格下降。

(三)风险承担渠道与国际资本流动

1.银行风险承担渠道的作用。各国经济变量和资本流动存在一定的共同趋势,这一共同趋势与芝加哥期权交易所波动率指数密切相关,且美联储货币政策对这一周期有驱动作用。除前述多国理论模型外,研究者还从金融中介的角度入手来解释这一现象,其中银行信贷资金流动得到的关注最多。Kollmann et al(2011)、Kalemli-Ozcan et al(2013)在传统经济周期理论中引入了银行部门的角色,强调其在国际经济周期波动当中的传导渠道作用。Gourinchas & Obstfeld(2012)、Schularick & Taylor(2012)、Borio & Disyatat(2011)认为,各国总资本流入(尤其是银行资金流动)往往与银行部门的杠杆率和规模增长密切相关,后者和本币汇率上升又是多数金融危机的先行指标。Bruno & Shin(2012)、Rey(2015)发现,银行资金流动周期与美联储的货币政策密切相关。借用Borio & Zhu(2008)提出的货币政策的"风险承担渠道"传导机制,Bruno & Shin(2012,2015)从国际银行体系的角度入手,建立了主要国际储备货币国货币政策传导的理论模型,率先提出了国际资本流动的风险承担渠道机制。他们认为,金融中介尤其是全球银行体系的跨境贷款业务和杠杆率水平是宽松的货币环境得以在全球传播的重要渠道(Shin,2011;Bruno & Shin,2015)。银行和其他金融中介的贷款能力取决于其资产负债表的扩张能力(通常被称为"扩表能力")。这一能力又取决于银行的资本金规模和资产组合的信用风险,以及两者所共同决定的"可用杠杆"。银行杠杆率(贷款规模相对资本金的比率)及其变动都是资本流动的推动因素,全球性银行的账面资本是一个额外的推动因素。

2.风险情绪影响银行杠杆。风险情绪和融资成本的变动均能够通过影响银行风险承担能力的方式驱动各国资本流动。当全球风险情绪较低时,银行投资组合的信用风险也低,可用杠杆就更高,银行会不断扩大其资产负债表,以重新达到可用杠杆的限制规模,这就是各国资本流入的动力来源。这一现象被Borio & Disyatat(2011)称为"过度弹性"。过度弹性的后果在全球金融危机中得以体现,虽然欧洲许多银行的风险加权资产增速保持温和,但总资产规模急速膨胀,比如巴克莱银行等(Shin,2011)。当国际风险情绪突然升高时,这些银行被迫大幅收缩杠杆,各国资本流入也因此戛然而止。

3.美联储货币政策改变融资成本。美联储货币政策主要是通过改变银行融资成本的方式来驱动各国的资本流入。政策利率的下调会降低银行的融资成本,从而提高银行的风险承受能力。银行通过扩表来承担更多的风险,吸引他国资本流入和本国货币升值,银行的资产负债表就表现得更加稳健。这使得资本流入国的波动率下降,风险情绪进一步降低,促使银行承担更多的风险行为。

4.不同金融中介的风险承担行为存在异质性。Bruno & Shin(2015)的模型认识到金融摩擦(如在险价值、净资产和担保品约束)在传导和放大外生冲击中的关键作用。Coimbra & Rey(2017)在此基础上提出,不同金融中介的风险承担行为(或风险偏好)存在异质性。当利率水平很低时,利率的进一步降低会刺激高杠杆金融中介承担过高的风险,从而威胁到金融稳定。因此,跨国银行的在险价值特征与不同银行的杠杆水平是决定不同国家银行贷款资金流动的重要因素。近年来的实证文献更加注重跨国银行资产负债表异质性对信贷活动的影响(Krogstrup & Tille,2018),Pedrono(2022)进一步考虑到跨国银行的分散化投资行为,认为银行国际化程度是各银行杠杆率的顺周期性存在异质性的一个决定因素。通过改变银行资产端的组成,其杠杆率的顺周期性也会发生改变。整体国际化程度的提升增加了全球金融危机期间杠杆率的顺周期性,但资产计价货币的分散化程度上升会降低杠杆率的顺周期性。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(四)资产配置渠道与国际资本流动

与全球金融周期相关的资本流动机制模型主要围绕跨国银行体系所构建,最终研究的是信用的创造与流动,以及宏观层面上一国对外总资产和总负债的动态变化。而对于同样与全球金融周期同向变动、且重要性愈发增大的组合投资流动,尤其是微观层面上机构投资者的行为特征等问题,相关理论研究仍然较少。学界已经注意到,随着国际资本流动中组合投资的重要性提升,资产价格变动导致的"估值效应"相对经常账户的变动来说已经变得非常重要。估值效应会影响投资者的资产组合决策并导致资本流动,有证据表明,在全球金融危机期间,以美国购买外国债券为表现形式的组合资金流动能够解释几乎一半的美元汇率季度波动,危机后汇率与全球风险情绪、外债购买的联系更加紧密,美元作为全球避险货币的地位有所强化(Lilley et al,2022)。Converse et al(2018)从微观基金数据入手研究发现,交易型开放式指数基金(简称 ETF)的资金流动相对共同基金而言更易受全球金融周期的影响。一国资产被纳入全球 ETF 的比重越大,就越容易受到全球风险因素的影响。Camanho et al(2022)利用全球微观基金数据进行实证分析发现,由于汇率风险的转移不易,国际机构投资者在其境外组合获得超额收益后往往会收回境外资本,以降低其外汇风险敞口。为此,他们将汇率内生化,建立了一个两国最优动态组合调整均衡模型以解释这一现象,认为收回资金是为了维持国际资产分散程度和外汇敞口的最优平衡,且外汇波动率、基金本身分散程度和调仓成本是影响这一平衡的主要因素。

三、国际资本流动对新兴经济体的影响

长期以来,对于国际资本流动对经济的影响,主要是从发展中经济体尤其是新兴经济体这个角度来讨论的。一般从两个方面进行研究:一是对经济增长的影响;二是对金融稳定的影响。由于研究对象本身的变化和研究的深入,这两方面的研究都有一些新的发现。

(一)现实的益处

1.促进经济增长。在新古典增长模型中,金融开放和资本自由流动的好处是显而易见的,它们能够提升资源配置效率,丰富融资来源,降低融资成本,有助于风险分散、金融市场发展、投资和资本积累(BIS,2009; Kose et al,2009)。Kose et al(2009)进一步指出,金融全球化能够促进一国金融市场的发展、加强制度建设和治理能力,从而提高全要素生产率(TFP)和促进经济增长。

学界普遍认同 FDI 流入对经济增长的正面影响是显著的,外国母公司能够通过将知识与技能传递给当地子公司以提高其生产率水平(Gopinath et al,2017),但对于如何认识其他波动性更强的资本流动的作用则存在争议。在 21 世纪初,不论是在理论模型还是实证研究方面,国际资本流入对经济增长和消费、投资存在正面影响的证据都难以找到。Rey(2015)认为,这可能是由于国际资本流动的影响主要体现在 TFP 上,Buera et al (2011)、Midrigan & Xu(2014)等在动态模型中将 TFP 内生化为金融摩擦的函数,认为金融自由化与资本流入紧密相连,促进了资源在企业间的分配,从而提高了 TFP。近年来,利用微观行业数据的实证研究也取得了一定进展。Cingano & Hassan(2020)利用意大利银行业的微观数据研究发现,境外银行资金流入使高质量公司获得更多贷款从而明显受益,风险大但生产率也高的公司也能够从信贷流入中受益。

即使是波动性更强的债券和股票资金,其对经济增长的贡献也得到了证据支持。Igan et al(2020)发现,债务类资金流入会提高融资的可得性,并降低融资成本,因此更加依赖外部融资的行业在受到国际资本流入时表现出更快的增长。股票资金流入能够促进当地公司的股票发行,从而促进投资(Calomiris et al,2019)。

2.促进金融稳定。除了对经济增长的正面影响,国际资本流动对金融稳定也有促进作用。一方面,外部资本使得金融机构和实体企业的融资渠道更加多样化,减轻了对国内金融部门的冲击。跨境银行贷款资金流动是融资渠道多元化的一个重要途径(Cetorelli & Goldberg,2012)。全球金融危机后国际债券和股票市场的兴起进一步起到了风险分散的作用。FDI 同样能起到类似的效果,在本

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

国经营的境外公司能够通过自身途径得到境外融资，使得它们能够从更多渠道获得贸易融资，从而更少受到本国金融部门冲击和其他交易对手风险情况的影响(Lin & Ye，2018)。另一方面，引入国际资本能够提高一国的金融发展水平。资本账户的开放提高了金融市场的深度和流动性(De la Torre et al，2007)，股权资金流入能够提高当地股票市场的定价效率(Kacperczyk et al，2021)，并购形式的 FDI 资金流入能够提高公司治理水平(Albuquerque et al，2019)。另外，国际资本流入提高了银行作为金融中介的服务水平，促进本国的良性竞争和金融创新(Bruno & Hauswald，2014)。

(二)潜在的风险

1. 导致资源错配。在现实运行中，国际资本的流动并不一定能够促进资源的有效配置。Gopinath et al(2017)认为实际利率的降低可能会使得资金流向净值更高或抵押情况更好的企业，而不一定是生产率更高的企业，从而导致资源错配。一些文献发现即使是 FDI 的作用也值得质疑，跨国公司通过各种财务和税收手段来降低成本，利用复杂的公司结构来转移资金，这使得 FDI 流动越来越“金融化”，而不能反映实物投资的增长和生产技术的发展(Angulo & Hierro，2017)。很多公司的可变利益实体(VIE)架构使得相当大规模的组合投资被伪装成了 FDI 投资(Coppola et al，2021；Bertaut et al，2019)。这需要学界重新审视 FDI 流入对接受国经济的影响。此外，资本大幅流入会导致一国货币升值，从而抑制出口和经济增长。

2. 影响金融稳定。资金大规模流入或流出有可能带来金融不稳定的现象，主要表现为制造信用泡沫、货币错配和期限错配。第一，创造泡沫。Caballero(2016)指出，股票资金和贷款资金的大规模流入可能会导致资产价格泡沫，从而显著增加银行体系发生危机的概率。BIS(2020a)指出，外国投资者购买国内房地产推高房地产价格可能会对金融稳定造成冲击。第二，货币错配。当资本大规模流出时会带来本币贬值，虽然可能有利于促进出口来抵消融资环境收紧带来的危害，但如果企业有相当规模未对冲外币负债(即存在币种错配问题)，则本币贬值会使得公司资产负债表出现恶化，从而抑制投资、生产率和产出(Kohn et al，2020)。第三，期限错配。国际资本流动也会使得企业部门的资产负债表出现期限错配问题。因为企业的投资项目多为长期，而境外资本流入一般都是短期资金，如果企业主要依赖外部融资，会强化其对未来融资环境预期的不确定性，从而影响全要素生产率、投资和产出(Converse，2018)。

实证研究支持国际资本流动影响金融稳定的观点。Ghosh & Qureshi(2016)对 53 个新兴经济体 1980—2013 年间共 34 年的数据进行观察发现，资本流入总体上会带来宏观经济的不平衡和金融风险，特别是组合投资(主要是债务类)资金流入更可能带来金融风险。外国资金的流入与本国资金的回流相比更能引起经济扩张和金融风险。

(三)最优解在哪里

外部资金的流入能够带来经济发展和金融稳定的好处，也存在显著的风险。有学者试图寻找使资本流动影响效果实现最优的条件。Cavallino & Hofmann(2022)通过建立小型开放新兴经济体模型发现，资本流动冲击的影响效果取决于金融机构是否达到杠杆上限。若金融部门杠杆率较低，即使出现资本外流，金融机构也可以通过增加杠杆抵消其影响，此时本币贬值带来的出口增加对经济的影响更大，并以正面的影响为主；若杠杆率达到上限，则银行会降低对政府债券等资产的需求，导致利率和利差上升，资产负债表情况恶化。如果银行被迫低价抛售资产，则会加剧这一趋势，最终导致整个经济体产出的下降和通货膨胀率的上升。后续研究进一步探讨了伪装成 FDI 流动的投资组合流动的潜在风险。另外，随着组合投资流动的规模愈发增大，未来应当重视其流入和突停对经济的影响及渠道机制。在实证上，后续研究可以主要从不同地区的微观企业或银行数据入手，探究资本流动的影响在微观层面是否存在异质性及其形成原因。

四、应对国际资本流动的政策工具

虽然面对国际资本流动的冲击，各国有着丰富的政策工具可供使用，但要实现精准管理的目标，

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

依然是一个艰巨的任务。理想的政策工具使用应当能够使资本流入在促进国内生产率提升的同时,避免信用和资产价格泡沫以及资本流出时资产负债表恶化所引发的金融风险,而这涉及一系列的权衡取舍。对于新兴经济体而言,找到一套指标体系和政策框架来预测、监管和应对资本流动的波动,从而在享受资本流入带来的好处的同时尽可能降低其潜在的负面影响,是金融管理部门需要面对的重要问题。

(一)主要的政策工具及使用原则

应对资本流动大规模波动的政策工具主要可以分为两类。在国际层面,全球和区域性的金融安全网能够应对资本流动的大幅波动;在国别层面,一般认为宏观审慎政策、资本管制、货币政策、外汇干预等工具都是新兴经济体应对资本大规模流动的"弹药"。Boz et al(2020)勾画了主要政策工具所适用的阶段模型。BIS(2021)总结了这些政策工具的用途和局限性。其中,货币政策和微观审慎政策对资本流动的影响比较间接,因此,我们主要讨论其他政策工具。

1.宏观审慎政策。全球金融危机暴露了微观审慎政策和货币政策的局限性,宏观审慎政策措施在此之后得到广泛应用。宏观审慎政策不仅能控制信用增速、降低国内金融部门的风险累积,还能减轻大规模资产抛售的压力(BIS,2021)。具体而言,宏观审慎政策作用于银行体系的主要工具有限制其信贷增长、贷款价值比和偿债收入比,并施加额外的流动性和资本要求,以及逆周期资本缓冲。这极大地提高了全球银行体系的韧性,降低了跨境银行贷款的波动(Avdjiev et al,2017)。Bergant et al(2023)指出,针对资本要求、流动性风险、外汇风险及信用风险的一系列宏观审慎工具都能够降低经济增长对资本流动和芝加哥期权交易所波动率指数冲击的敏感性。同时,非银金融机构等影子银行的迅猛发展会削弱宏观审慎政策的效力,宏观审慎政策的收紧会导致银行资产的收缩和非银金融机构活动的扩张(Claessens et al,2021),产生从银行信用到非银行信用的替代效应(Cizel et al,2019;Irani et al,2018;BIS, 2021)。

2.资本流动管理措施。宏观审慎政策效果的有限性促使监管部门利用资本管理政策来直接限制非居民对本国的投资。资本管制包括价格手段(即对资本流动征税以增加流动的成本)和数量手段(即直接限制流动规模)。在实证研究中,关于这些措施的效果的结论存在差异。Magude et al(2018)通过对 30 多篇实证文献的梳理后总结道,资本管制能够鼓励长期资金的流入,提高货币政策的独立性,但在降低净流入规模(即经常账户余额)方面不够有效,也难以管控资本流出。Eguren-Martin et al(2020)对组合投资流动进行研究后发现,资本流动管制政策能够显著降低流入的波动性,但对资金流出的作用有限。而 Gelos et al(2019)认为资本流动管制政策可能还会导致短期内资本流出的风险加大。Bergant et al(2023)也未发现资本管制对金融稳定有显著作用的证据。

3.外汇干预政策。央行采用外汇干预政策的目的主要可以归结为:降低汇率大幅波动、控制通货膨胀、管理外汇储备规模、维持金融稳定等(IMF,2020a)。最近基于三期理论模型的研究表明,新兴经济体在资本流入较多时增加外汇储备,在流出较多时出售外汇储备,可以有效对冲全球金融周期的影响(Jeanne & Sandri,2020)。该政策在外汇市场不太发达的经济体中效果更好(IMF,2020a)。但这一工具的缺陷也很明显,它会扭曲外汇市场参与主体承担风险的动机,可能导致币值背离市场价值,降低央行信用,且往往只在短期有效,成本也较高(Gelos et al,2019;BIS,2021)。

4.统一政策框架。不同的政策工具有各自的优势和缺陷。近期的研究表明,适当采用不同的政策组合能够达到优势互补的效果(BIS,2021)。Korinek(2018)从理论上试图证明,由于资产负债表效应的存在,美元债券的外部性最大,而具有一定保险特征的 FDI 流动和股票资金流动的外部性较小。因此,国际资本流动管理的首要目标应当是提高这些具有保险特征的资本流入占比,而不应当限制整体的资本流入水平。IMF(2020a)试图构建一个统一政策框架,以更好地理解各工具间的相互影响。该框架认为,对于金融摩擦和金融脆弱性问题比较突出的新兴经济体而言,虽然浮动汇率

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

制度具有诸多优点，但最好是能够在此基础上进一步使用一系列政策工具组合以应对各类冲击，每个经济体应当根据自己的初始情况和冲击类型来决定使用什么样的政策组合。IMF(2022b)进一步指出，外汇头寸的币种错配或期限错配风险是难以避免的，即使在没有外资流入的情况下也可能逐渐形成，导致存量风险不断累积。当外资由流入转为流出时，常规政策可能难以发挥作用。因此，一国在有严重存量风险的情况下，可以采用预防性的资本流动管理措施或宏观审慎政策。但资本管理措施应当是暂时的，在外部情况好转或能够在国内采取有效的宏观审慎政策的情况下，应当减少对资本流动管制措施的使用。BIS(2022)也提出了自己的宏观金融稳定框架，确定了这一框架所包含的货币政策、财政政策、宏观审慎政策、外汇干预和资本管制措施五大元素。但这些工具之间的相互作用、成本—效益分析还需要进一步的量化研究来证实。

(二)政策工具效果的评估

在包含政策工具理论模型的应用上，不少研究主要采用小型开放经济体的动态随机一般均衡(DSGE)模型，并将金融摩擦等更加符合现实的假设纳入其中(Choi，2020；Cavallino & Hofmann，2022)。Brandao-Marques et al(2021)认为，对于全球宽松货币环境导致的GDP尾部风险，运用适应性的货币政策配合紧缩性的宏观审慎政策比单独使用宏观审慎政策的效果要好。Cavallino & Hofmann(2022)的研究在前文所述理论模型的基础上，得出的政策建议与IMF(2022b)的思路基本一致，即宏观审慎政策应当未雨绸缪，在正常时期应当注重抑制过高的信贷需求，保持杠杆率稳定。虽然这种方法可能会对当时的经济情况造成负面影响，但会降低未来资本流动冲击的尾部风险。为了降低宏观政策对当期经济的负面影响，金融管理部门应利用宏观审慎政策来降低尾部风险，同时实施相对宽松的货币政策以刺激经济。此外，外汇市场的深度和公共部门负债的程度也会对政策效果产生影响。外汇市场越发达，外汇干预政策的效果越差；公共部门负债率越高，意味着整体杠杆率越高，尾部风险越大。对于政策工具效果的评估，学界目前还存在争议，尤其是在资本流动和政策工具的使用之间存在较为严重的内生性问题，比如Gelos et al(2019)指出，可能正是由于资本外逃，才导致资本管制政策的使用。

(三)在险资本流动在资本流动监测中的使用

是否需要使用政策工具以及使用何种政策工具在很大程度上取决于对资本流动是否异常的准确监测，这需要方法论的创新。最新的研究注重分析各政策工具对中间变量(如信贷增长和波动)和最终变量(经济增长)概率分布的影响。比如Gelos et al(2019)、Eguren-Martin et al(2020)提出了“在险资本流动”的概念，通过分位数回归的方式，检验在不同的政策制度下，推动因素冲击产生的资本流动概率分布是否存在显著差异。该方法并不需要人为地设定“激增”等事件的阈值，决策者可以灵活地根据自身实际情况设置所关心的资本流动波动规模以及概率，并直观地看到不同的驱动因素或政策工具如何改变这一分布，因而该框架为未来相关研究提供了新的思路。“在险资本流动”的研究框架可被应用于对未来资本流动波动规模的预测中。IMF(2022a)根据全球风险情绪和美债期限结构的变化，得到资本流动概率分布的变化，建立了全球资本流动情况的监测预警机制。

五、总结与展望

(一)现有研究的主要特点

1. 研究范式有所变化。随着国际金融体系和国际经济格局的变化，国际资本流动的特征发生了较大改变，其对金融稳定的影响成为学界关心的热点话题。资本流动的研究对象从净资本流动转向总资本流动，从经常账户逐渐转向金融账户，体现全球流动性的贷款和债券资金流动以及证券组合投资流动成为研究的主要内容。同时，随着资本流动按照行为主体和流动方向被划分为激增、突停、回流、外逃四类后，相关的研究越来越细化。虽然国际资本流动的研究主要是实证方面的，但越来越多的研究试图在理论上寻求创新。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

2. 全球金融周期与风险承担渠道受到关注。关于驱动因素的研究,不少文献以推拉因素框架进行不同的实证分析,也有文献注重结构性拉动因素与推动因素的相互作用。此外,推拉框架之外的其他因素,如区域经济因素、地缘政治因素等也受到关注。更为重要的是,越来越多的研究重视引发国际资本流动的共同因素,发现全球金融周期可以解释全球资本流动的趋势,美国货币政策、芝加哥期权交易所波动率指数等则是影响全球金融周期的重要因素。其中的原因在于跨国银行体系的风险承担渠道传导机制。全球风险情绪影响银行的信用行为从而影响资本流动,而美联储的货币政策通过改变银行的融资成本来影响资本流动。

3. 不同资本流动经济影响异质性增强。近年来,一些利用微观企业和银行业数据的实证研究支持了银行贷款资金与证券资金的国际流动有助于新兴经济体的经济增长与金融稳定的结论。一方面,相关实证分析表明,银行资金与证券资金的流入对经济增长的益处是通过全要素生产率的提升来体现的。另一方面,国际资本流入有利于融资来源的多元化,提升金融市场定价效率与金融中介服务水平,从而促进金融稳定。但也有文献表明,直接投资的金融化和结构的复杂化对资本流动种类的识别和区分提出了新挑战,也可能使其对经济增长与金融稳定的正面作用打些折扣。利用微观企业和银行业数据进行的研究表明,资本流动的益处与风险在不同国家或地区之间存在异质性,不同情景(分为境内投资者的回流和境外投资者的激增)、不同种类资本流动的影响也存在异质性。

4. 开始探索统一政策和在险资本流动框架。学界和国际金融机构充分分析了各种资本流动管理工具的正负作用、应用情景和实施效果,并试图构建了一个全面的资本流动管理框架,以帮助新兴经济体更好地应对外部冲击。不少文献利用新的"在险资本流动"研究框架,从风险管理的角度出发,将重点放在预测资本大幅波动的概率和规模上,为决策者提供了一个资本流动监测预警的机制。

(二)值得进一步研究的问题

当前,国际资本流动呈现了一些新情况,如非银行金融机构的活跃、组合投资流动的兴起、加密货币的使用等。同时,在地缘冲突加剧、全球化受阻和通货膨胀严重的国际形势下,国际资本流动呈现新特点,而有关国际资本流动的研究也面临新的课题。

1. 研究重点的变化。进一步的研究可围绕国际资本流动的新特点展开。例如,非银行金融机构在国际资本流动中是扩大了风险还是减少了风险,其内在逻辑是什么;金融机构之间的异质性是否降低了与全球金融周期的相关性,研究重心是否应当转向微观机构层面,对各国的监管实践又有什么启示;在全球金融周期的不同阶段,组合投资流动与其相关性是否有所不同、原因是什么。此外,由于资本流动在不同国家和地区的异质性较强,可以研究各国各类型资本流动的概率分布在经济周期的不同阶段是否存在显著变化,受何种因素影响,政策工具可以起到什么作用。

2. 美元周期的影响。疫情凸现了美元周期在国际资本流动中的巨大影响力。疫情在全球范围内引发了大规模的资本流动,各国银行对美元融资的需求突然政策上升,导致美元融资市场几乎瘫痪(Aldasoro et al,2021)。美联储与其他央行建立的货币互换额度政策缓解了这一局面。这是否意味着疫情导致全球金融体系更加依赖美元融资?随着地缘冲突加剧、通货膨胀高企,美联储连续快速加息,货币政策从紧,全球融资条件收紧,各国资本流动会呈现出什么样的特征,新兴经济体会面临哪些风险?下一步研究需更加关注各国美元需求和美元流动性水平在各国资本流动中的角色。

3. 通货膨胀的影响。高企的通货膨胀限制了货币政策应对资本流动异常的能力,金融管理部门只能通过资本管制、宏观审慎政策、外汇干预等手段应对资本流动的巨大波动。尽管目前已经存在一些可用的总体政策框架,但依然缺乏能包含所有政策工具的全面决策流程(Cavallino et al,2022),对各政策之间相互联系和成本—收益分析的认识也不够全面。发展中国家尤其是新兴经济体应该采取什么样的政策组合以最大程度降低资本外逃的负面影响,是各国金融管理部门当前面临的严峻挑战,也为学术界提出了新的研究课题。

4. 加密货币的影响。加密货币的使用对国际资本流动的有效监管提出了新挑战。从全球来看,加密

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

资产总市值在 2021 年末接近 3 万亿美元，目前虽然有所下降，但总体规模仍维持在 1 万亿美元以上。[①] 但盯住美元的稳定币使用规模在不断上升，尤其是在高通胀和货币汇率波动较大的国家，稳定币有逐渐成为其主要流通货币的趋势（IMF，2021；Aramonte et al，2022）。加密资产特有的收益和风险特征，使其成为全球投资者一个重要的资产配置标的，可能会放大全球金融周期的影响（IMF，2020b）。加密货币交易背后的资本流动是否足以构成对金融稳定的威胁，监管者该如何制定资本管理政策以应对这一类型的资本流动，也值得学术界深入研究。

参考文献：

Albuquerque，R. et al(2019)，"International corporate governance spillovers：Evidence from cross-border mergers and acquisitions"，*Review of Financial Studies* 32(2)：738－770.

Aldasoro，I. et al(2021)，"Dollar funding of non-US banks through Covid－19"，*BIS Quarterly Review* (March)：31－40.

Aldasoro，I. & T. Ehlers(2018)，"Global liquidity：Changing instrument and currency patterns"，*BIS Quarterly Review* (Sept)：17－27.

Angulo，E. & A. Hierro(2017)，"Asymmetries in the coordinated direct investment survey：What lies behind?"，IMF Working Papers，No. 2017/261.

Aramonte，S. et al(2022)，"Tracing the footprint of cryptoization in emerging market economies"，*BIS Quarterly Review* (March)：12－13.

Arteta，C. et al(2022)，"How do rising U. S. interest rates affect emerging and developing economics? It depends"，Policy Research Working Papers Series，No. 10258，The World Bank.

Akinci，O. et al(2022)，"Uncertainty shocks，capital flows，and international risk spillovers"，NBER Working Papers，No. 30026.

Avdjiev，S. et al(2017)，"The shifting drivers of global liquidity"，BIS Working Papers，No. 644.

Baek，S. G. & C. Y. Song(2016)，"On the determinants of surges and stops in foreign loans：An empirical investigation"，*Open Economies Review* 27(3)：405－445.

Banerjee，N. R. et al(2016)，"Self-oriented monetary policy，global financial markets and excess volatility of international capital flows"，BIS Working Papers，No. 540.

Barrot，L. D. & L. Serven(2018)，"Gross capital flows，common factors，and the global financial cycle"，The World Bank Policy Research Working Paper Series，No. 8354.

Bergant，K. et al(2023)，"Dampening global financial shocks：Can macroprudential regulation help (more than capital controls)?"，BIS Working Papers，No. 1097.

Bernanke，B. S.(2005)，"The global saving glut and the U. S. current account deficit"，Board of Governors of the Federal Reserve System Speech，No. 77.

Beirne，J. et al(2020)，"Financial market and capital flow dynamics during the Covid－19 pandemic"，ADBI Working Paper Series，No. 1158.

Bertaut，C. C. et al(2019)，"Globalization and the geography of capital flows"，FEDS Notes 2019－09－06.

BIS(2009)，"Capital flows and emerging market economies"，CGFS Papers，No. 33，BIS Committee on the Global Financial System.

BIS(2011)，"Global liquidity：Concept，measurement and policy implications"，CGFS Papers，No. 45，Bank for International Settlements.

BIS(2020a)，"Property price dynamics：Domestic and international drivers"，CGFS Papers，No. 64，Bank for International Settlements.

BIS(2020b)，"US dollar funding：An international perspective"，CGFS Papers，No. 65，Bank for International Settlements.

BIS(2021)，"Changing patterns of capital flows"，CGFS Papers，No. 66，Bank for International Settlements.

BIS(2022)，"Macro-financial stability frameworks and external financial conditions"，Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.

①**数据来源**：https://coinmarketcap.com/charts/。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Borio, C. & P. Disyatat(2011), "Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?", BIS Working Papers, No. 346.

Borio, C. & P. Disyatat(2015), "Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously", BIS Working Papers, No. 525.

Borio, C. & H. B. Zhu(2008), "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?", BIS Working Papers, No. 268.

Boz, E. et al(2020), "A conceptual model for the integrated policy framework", IMF Working Papers, No. 2020/121.

Brandão-Marques, L. et al(2021), "Leaning against the wind: An empirical cost-benefit analysis", CEPR Discussion Papers, No. 15693.

Bruno, V. & H. S. Shin(2012), "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", BIS Working Papers, No. 400.

Bruno, V. & H. S. Shin(2015), "Capital flows, cross border banking and global liquidity", *Review of Economic Studies* 82(2):535－564.

Bruno, V. & R. Hauswald(2014), "The real effect of foreign banks", *Review of Finance* 18(5):1683－1716.

Buera, F. J. et al(2011), "Finance and development: A tale of two sectors", *American Economic Review* 101(5): 1964－2002.

Caballero, J. A. (2016), "Do surges in international capital inflows influence the likelihood of banking crises?", *Economic Journal* 126(591):281－316.

Caldara,D. & M. Iacoviello(2018), "Measuring geopolitcial risk", International Finance Discussion Papers, No. 1222rl, Board of Governors of the Federal Reserve System, revised 23 March 2022.

Calderón, C. & M. Kubota(2019), "Ride the wild surf: An investigation of the drivers of surges in capital inflows", *Journal of International Money and Finance* 92(C):112－136.

Calomiris, C. W. et al(2018), "Capital inflows, equity issuance activity, and corporate investment", The World Bank Policy Research Working Paper Series, No. 8405.

Calvo, G. A. (1998), "Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops", *Journal of Applied Economics* 1(1):35－54.

Calvo, G. et al(1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", *IMF Staff Papers* 40(1):108－151.

Camanho, N. et al(2022), "Global portfolio rebalancing and exchange rates", *Review of Financial Studies* 35(11): 5228－5274.

Carney, M. (2019), "Pull, push, pipes: Sustainable capital flows for a new world order", Speech at the Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokyo, 6 June.

Cavallaro, E. & E. Cutrini(2019), "Distance and beyond: What drives financial flows to emerging economies?", *Economic Modelling* 81(C):533－550.

Cavallino, P. & B. Hofmann(2022), "Capital flows and monetary policy trade-offs in emerging market economies", BIS Working Papers, No. 1032.

Cerdeiro, D. A. & A. Komaromi(2019), "Financial openness and capital inflows to emerging markets: In search of robust evidence", IMF Working Papers, No. 2019/194.

Cerutti, E. et al(2017), "How important is the global financial cycle? Evidence from capital flows", IMF Working Papers, No. 2017/193.

Cerutti, E. M. & G. H. Hong(2018), "Portfolio inflows eclipsing banking inflows: Alternative facts?", IMF Working Papers, No. 2018/029.

Cesa-Bianchi, A. et al(2019), "Towards a new monetary theory of exchange rate determination", Bank of England Working Papers, No. 817.

Cetorelli, N. & L. S. Goldberg(2012), "Banking globalization and monetary transmission", *Journal of Finance* 67 (5):1811－1143.

Choi, J. H. (2020), "Capital controls and foreign exchange market intervention", *Journal of International Money and Finance* 101(C):1－27.

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Chuhan, P. et al(1998), "Equity and bond flows to Latin America and Asia: The role of global and country factors", *Journal of Development Economics* 55(2):439－463.

Cingano, F. & F. Hassan(2020), "International financial flows and misallocation", CEP Discussion Papers No. 1697.

Cizel, J. et al(2019), "Effective macroprudential policy: Cross-sector substitution from price and quantity measures", *Journal of Money, Credit and Banking* 51(5):1209－1235.

Claessens, S. et al(2021), "Do macroprudential policies affect non-bank financial intermediation?", CEPR Discussion Papers, No. 15895.

Coimbra, N. & H. Rey(2017), "Financial cycles with heterogeneous intermediaries", CEPR Discussion Papers, No. 11907.

Converse, N. et al(2018), "How ETFs amplify the global financial cycle in emerging markets", The Latin American and Caribbean Economic Association (LACEA) Documentos de Trabajo, No. 016200.

Converse, N.(2018), "Uncertainty, capital flows, and maturity mismatch", *Journal of International Money and Finance* 88(C): 260－275.

Coppola, A. et al(2021), "Redrawing the map of global capital flows: The role of cross-border financing and tax havens", *Quarterly Journal of Economics* 136(3):1499－1556.

Correa, R. et al(2020), "U. S. banks and global liquidity", Becker Friedman Institute for Research in Economics, Working Papers No. 2020－89.

Davis, J. S. & E. V. Wincoop(2021), "A theory of the global financial cycle", Federal Reserve Bank of Dallas Globalization Institute Working Papers, No. 410.

Davis, J. S. & A. Zlate(2023), "The global financial cycle and capital flows during the COVID－19 pandemic", Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization Institute Working Papers, No. 416.

De la Torre, A. et al(2007), "Stock market development under globalization: Whither the gains from reforms?", World Bank Policy Research Working Paper, No. 4184.

Eguren-Martin, F. et al(2020), "Capital flows-at-risk: Push, pull and the role of policy", Bank of England Working Papers, No. 881.

Feng, C. et al(2023), "Geopolitical risk and the dynamics of international capital flows", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 82(C):1－17.

Fernandez-Arias, E.(1996), "The new wave of private capital inflows: Push or pull?", *Journal of Development Economics* 48:389－418.

Forbes, K. J. & F. E. Warnock(2012), "Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment", *Journal of International Economics* 88(2):235－251.

Forbes, K. J. & F. E. Warnock(2021), "Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis", *Journal of International Money and Finance* 116(C):1－24.

Fratzscher, M.(2012), "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis", *Journal of International Economics* 88(2):341－356.

Frenkel, J. A. & A. Razin(1987), "The Mundell-Flemming model: A quarter century later", NBER Working Papers, No. 2321.

Gelos, R. G. et al(2019), "Capital flows at risk: Taming the ebbs and flows", IMF Working Paper, No. 2019/279.

Georgiadis, G. & B. Schumann(2021), "Dominant-currency pricing and the global output spillovers from US dollar appreciation", *Journal of International Economics* 133(C):1－17.

Ghosh, A. R. & M. S. Qureshi(2016), "Capital inflow surges and consequences", ADBI Working Papers, No. 585.

Ghosh, A. R. et al(2014), "Surges", *Journal of International Economics* 92(2):266－285.

Gopinath, G. et al(2017), "Capital allocation and productivity in South Europe", *Quarterly Journal of Economics* 132(4): 1915－1967.

Gourinchas, P. O. & M. Obstfeld(2012), "Stories of the twentieth century for the twenty-first", *American Economic Journal: Macroeconomics* 4(1):226－265.

Igan, D. et al(2020), "The real effects of capital inflows in emerging markets", *Journal of Banking & Finance* 119(C):1－26.

IMF (2020a), "Toward an integrated policy framework", IMF Policy Papers, No. 2020/046, International Monetary

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Fund.

IMF (2020b), "Digital money across borders: Macro-financial implications", IMF Policy Paper, No. 2020/050, International Monetary Fund.

IMF (2021), "The crypto ecosystem and financial stability challenges", *Global Financial Stability Report*, Oct, International Monetary Fund.

IMF (2022a), "The financial stability implications of the war in Ukraine", *Global Financial Stability Report*, April, International Monetary Fund.

IMF(2022b), "Review of the institutional view on the liberalization and management of capital flows", IMF Policy Paper, No. 2022/008, International Monetary Fund.

Irani, R. M. et al(2018), "The rise of shadow banking: Evidence from capital regulation", CEPR Discussion Papers, No. 12913.

Jeanne, O. & D. Sandri(2020), "Global financial cycle and liquidity management", NBER Working Paper, No. 27901.

Kacperczyk, M. et al(2021), "Do foreign institutional investors improve price efficiency?", *Review of Financial Studies* 34(3):1317－1367.

Kalemli-Özcan, S. et al(2013), "Global banks and crisis transmission", *Journal of International Economics* 89(2): 495－510.

Kaminsky, G. L. et al(2020), "The financial center leverage cycle: Does it spread around the world?", The George Washington University, Institute for International Economic Policy, Working Papers, No. 2020－2.

Koepke, R. & S. Paetzold(2020), "Capital flow data－A guide for empirical analysis and real-time tracking", IMF Working Papers, No. 2020/171.

Kohn, D. et al(2020), "Financial frictions and export dynamics in large devaluations", *Journal of International Economics* 122(C):1－13.

Kollmann, R. et al(2011), "Global banking and international business cycles", *European Economic Review* 55(3): 407－426.

Korinek, A. (2018), "Regulating capital flows to emerging markets: An externality view", *Journal of International Economics* 111(C): 61－80.

Kose, M. A. et al(2003), "International business cycles: World, region, and country-specific factors", *American Economic Review* 93(4):1216－1239.

Kose, M. A. et al(2009), "Financial globalization: A reappraisal", *IMF Staff Papers* 56(1): 8－62.

Krogstrup, S. & C. Tille(2018), "Foreign currency bank funding and global factors", IMF Working Papers, No. 097.

Kumhof, M. et al(2020), "How does international capital flow?", Bank of England Working Papers, No. 884.

Li, S. et al(2018), "Surges of international fund flows", *Journal of International Money and Finance* 82(C):97－119.

Lilley, A. et al(2022), "Exchange rate reconnect", *Review of Economics and Statistics* 104(4):845－855.

Lin, S. & H. Ye(2018),"The international credit channel of U. S. monetary policy transmission to developing countries: Evidence from data", *Journal of Development Economics* 133(C):33－41.

Magud, N. E., C. M. Reinhart & K. S. Rogoff(2018), "Capital controls: Myth and reality－A portfolio balance approach", *Annals of Economics and Finance* 19(1):1－47.

Mandalinci, Z. & H. Mumtaz(2019), "Global economic divergence and portfolio capital flows to emerging markets", *Journal of Money, Credit and Banking* 51(6):1713－1730.

Midrigan, V. & D. Y. Xu(2014), "Finance and misallocation: Evidence from plant-level data", *American Economic Review* 104(2):422－458.

Lane, P. R. & G. M. Milesi-Ferretti(2017), "International financial integration in the aftermath of the global financial crisis", IMF Working Papers, No. 2017/115.

Obstfeld, M. (2012), "Does the current account still matter?", *American Economic Review* 102(3): 1－23.

Obstfeld, M. & K. Rogoff(1995), "Exchange rate dynamics redux", *Journal of Political Economy* 103(3):624－660.

Obstfeld, M. & K. Rogoff(1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.

Obstfeld, M. & H. Zhou(2023), "The global dollar cycle", NBER Working Papers, No. 31004.

Pedrono, J. (2022), "The currency channel of the global bank leverage cycle", *Journal of International Money and*

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Finance 126(C):1－20.

Puy, D.(2016), "Mutual funds flows and the geography of contagion", *Journal of International Money and Finance* 60(C):73－93.

Rey, H.(2015), "Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence", NBER Working Paper, No. 21162.

Sachs, J. et al(1981), "The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s", *Brookings Papers on Economic Activity* 12(1):201－282.

Sarno, L. et al(2016), "What drives international portfolio flows?", *Journal of International Money and Finance* 60(C):53－72.

Scheubel, B. D. et al(2019), "The global financial cycle and capital flow episodes: A wobbly link?", CESifo Working Paper Series, No. 7967.

Schularick, M. & A. M. Taylor(2012), "Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870－2008", *American Economic Review* 102(2):1029－1061.

Shin, H. S.(2011), "Global banking glut and loan risk premium", *IMF Economic Review* 60(2):155－192.

Shin, H. S.(2013), "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", *Federal Reserve Bank of San Francisco Proceedings*, Nov., pp. 1－10.

Ueda, K.(2010), "Banking globalization and international business cycles", IMES Discussion Paper Series 10－E－16, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Wincoop, E. V. & C. Tille(2007), "International capital flows", NBER Working Paper, No. 12856.

The New Progress of Research on International Capital Flows

OU Minggang　YANG Peiwei

(China Foreign Affairs University, Beijing, China)

Abstract: The issue of international capital flows has aroused hot discussions both in academics and policymakers. This paper provides a comprehensive review of the recent literature on international capital flows since the global financial crisis from the perspectives of research paradigm, driving factors, economic impacts, and policy instruments. This review highlights that the gross capital flows, global liquidity, and portfolio capital are the main research objects. While numerous experimental studies based on the push-pull factors framework have been developed, studies based on the global financial cycle and risk-taking channel of monetary policy are on the rise. Firm-specific and industry-specific data are widely explored to analyze the impact of capital flow on emerging economies, with the effect varying across countries, industries, and types of capital flows. While an integrated policy framework has been established to deal with capital flows, capital flows at risk is used to forecast the distribution of future capital flows. For further studies, non-bank financial institutions, portfolio capital, and capital flows related to cryptocurrency deserve more attention. At the same time, the impact of high inflation and the US dollar cycle on capital flows cannot be ignored.

Keywords: International Capital Flows; Gross Capital Flows; Global Financial Cycle; Risk-taking Channel

（责任编辑：刘洪愧）

（校对：李仁贵）

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net