

学科综述

2017 年国际金融学综述

刘东民 肖立晟 杨子荣*

【内容提要】2017 年度, 国际金融学科研究集中在汇率政策、国际资本流动管理、国际货币体系与人民币国际化、国际金融监管、非常规货币政策等领域, 特别是在汇率和金融监管两个领域, 成果十分丰富。同时, 也有部分学者从市场新的变化出发, 从政策角度对国际金融学领域中的重大问题展开讨论, 为相关领域的政策研究做出了突出贡献。研究方法包括理论模型和实证研究分析。

【关键词】汇率 国际资本流动 人民币国际化 金融监管 国际货币体系改革 非常规货币政策

一、前言

2017 年度, 国际金融学科研究集中在汇率政策、国际资本流动管理、国际货币体系与人民币国际化、国际金融监管、非常规货币政策等领域, 特别是在汇率和金融监管两个领域, 成果十分丰富。同时, 有部分学者基于市场新的变化, 从政策角度对国际金融领域的重大问题展开讨论, 为相关领域的政策研究做出了突出贡献。而研究方法多元化, 包括理论模型和实证研究分析。

本篇综述以 38 份国内外最主要的经济学和金融学领域的前沿期刊, 以及 IMF、BIS、NBER、CSIS、AEI 等重要国际组织和经济研究机构的工作论文为统计对象, 对国际金融学热点问题的相关文献进行了梳理。2017 年度这些刊物和机构共发表了国际金融学领域相关研究文献 220 篇。其中, 汇率方面的文献最多, 共 117 篇, 约占 53%; 金融监管方面的文献 52 篇, 约占 24%; 国际资本流动方面的文献 24 篇, 约占 11%; 非常规货币政策、国际货币体系与人民币国际化方面的文献分别为 15 篇和 12 篇, 分别占 7% 和 5% (见图 1)。数据显示, 作为国际金融学经典领域的汇率问题, 依然是最引人注目的焦点。另外, 金融监管也是学术界关注的热点, 而资本流动、非常规货币政策、国际货币体系与人民币国际化的研究占比相对较低。

* 刘东民, 中国社会科学院世界经济与政治研究所, 国际金融研究室主任, 副研究员, 金融学博士, sunshine_ldm@126.com。肖立晟, 国际金融室副主任, 副研究员, 经济学博士, nkxls@126.com。杨子荣, 国际金融研究室助理研究员, yangzr@cass.org.cn。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见, 并自负文责。

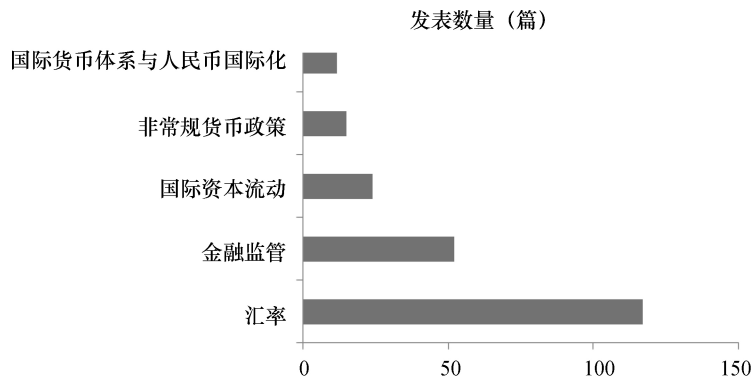


图 1 2017 年前沿国内外期刊国际金融学研究文献主要领域分布
数据来源: 作者整理。

二、汇率

汇率问题是国际金融学研究的经典领域, 始终是研究重点之一。本年度汇率相关文献的研究主题主要包含 8 个: 汇率波动的影响、汇率决定、汇率制度、外汇干预、汇率预测、汇率传递、汇率与经济增长以及汇率的政治经济学。

以 38 份国内外最主要的经济学和金融学领域前沿期刊为统计对象, 并纳入 IMF 和 BIS 等重要国际组织和经济研究机构的工作论文, 本年度这些刊物共发表了汇率领域相关研究文献 117 篇。其中, 汇率波动影响的文献 29 篇, 占 25%; 汇率决定的文献 25 篇, 占 21%; 汇率制度的相关文献 24 篇, 占 21%; 外汇干预文献 12 篇, 占 10%; 汇率预测文献 9 篇, 占 8%; 汇率与经济增长的文献 7 篇, 占 6%; 汇率传递文献 7 篇, 占 6%; 汇率的政治经济学文献 4 篇, 占 3% (见表 1)。

表 1 汇率研究文献分布情况 单位: 篇

	汇率波动的影响	汇率制度	汇率决定	外汇干预	汇率预测	汇率传递	汇率与经济增长	汇率的政治经济学	合计
AEJM	0	0	2	0	0	0	0	1	3
BIS	1	0	1	0	1	0	0	0	3
CWE	0	1	0	0	1	0	0	0	2
ECB	0	0	1	0	1	1	0	0	3
IMF	4	3	3	1	0	2	2	0	15
JF	0	0	1	0	0	0	0	0	1
JIE	2	0	0	3	1	1	0	0	7
JIMF	2	2	8	3	3	1	1	1	21

续表

	汇率波动的影响	汇率制度	汇率决定	外汇干预	汇率预测	汇率传递	汇率与经济增长	汇率的政治经济学	合计
JPE	0	0	1	0	0	0	0	0	1
NBER	0	3	2	0	1	0	1	0	7
财经研究	2	0	0	0	0	0	0	0	2
财贸经济	0	0	1	0	0	0	0	0	1
管理世界	1	0	0	0	0	1	1	0	3
国际金融研究	4	6	1	1	0	0	0	0	12
国际经济评论	1	1	0	0	0	0	0	0	2
国际贸易问题	2	2	2	1	0	1	0	0	8
金融研究	4	1	2	1	1	0	1	1	11
经济科学	0	0	0	0	0	0	1	0	1
经济评论	0	2	0	0	0	0	0	0	2
经济研究	0	2	0	0	0	0	0	0	2
世界经济	6	1	0	2	0	0	0	0	9
金融评论	0	0	0	0	0	0	0	1	1
合计	29	24	25	12	9	7	7	4	117

注：表中 AEJM 是 American Economic Journal Macroeconomics 的缩写。BIS 是国际清算银行的缩写。CWE 是 China and World Economy 的缩写。ECB 是欧洲中央银行的缩写。IMF 是国际货币基金组织的缩写。JF 是 Journal of Finance 的缩写。JIE 是 Journal of Political Economy 的缩写。JIMF 是 Journal of International Money and Finance 的缩写。JPE 是 Journal of Political Economy 的缩写。NBER 是美国国家经济研究局的缩写。

数据来源：作者整理。

下面从 8 个方面详细介绍、梳理和总结本年度汇率国内外的研究动态，同时注重对文献的归类和评述。

（一）汇率波动的影响

汇率波动给经济各个方面带来的影响继续成为本年度国内外汇率研究的热点，该领域的文献大体可分为 5 个方面，即汇率波动对贸易、宏观变量、资源配置效率、股市和微观企业的影响。

1. 汇率波动对贸易的影响。Boz et al. (2017) 采用 1989 - 2015 年超过 2500 个国家的双边价格和贸易量指数的数据集，研究发现：（1）无论美国是不是双边贸易中的一方，该双边贸易的价格和总贸易量的主要影响因子仍是美元汇率而非双边汇率。美国货币政策导致美元波动对双边进口价格有很强的汇率传递。（2）若双边贸易由美元（对某些国家是欧元）计

价, 则其对双边汇率的价格弹性较低。事实上, 将双边非商品贸易条件的变动对双边汇率和双边相对生产价格指数做回归时可以发现, 汇率的相关性系数趋近于 0, 即双边非商品贸易条件指数与双边汇率本质上不相关。(3) 美元的坚挺程度显著影响其他国家的贸易总量和通货膨胀率。一方面, 控制全球商业周期时, 美元每相对世界其他货币升值 1%, 世界其他国家总贸易量下降 0.6 - 0.8%。另一方面, 进口中美元计价部分占比越大的国家所受到的美元汇率变动所带来的对消费者和生产者价格膨胀的汇率传递越强。(4) 采用一个全新的贝叶斯半参数分层面板数据模型, 估算进口国以美元计价的进口份额能解释 15% 美元汇率传递以及国家间弹性的差异。从而强烈支持主导性货币范式, 而非传统的蒙代尔 - 弗莱明模型。^①

毛日昇等 (2017a) 基于实际汇率变化对产业内部企业之间出口转换理论分析框架, 采用 1998 - 2009 年中国工业企业数据和海关细分产品层面数据以及行业层面实际有效汇率指数, 分析了工业企业出口转换的分布和变化特征, 检验了实际汇率变化对行业出口扩张、出口收缩、净出口以及出口转换率的影响。研究结果显示: (1) 控制实际汇率的直接影响和通过进口中间产品渠道对出口的影响后, 实际汇率变化总体上对出口扩张率和转换率具有显著影响作用, 但对出口收缩率和净出口增长率的影响不显著。(2) 实际汇率总体变化对出口影响存在显著的不对称性。贬值相对于升值对出口变化和转换影响更为显著, 贬值会对出口扩张和收缩率产生显著的同方向影响作用, 进而会对出口转换率产生显著影响, 但对净出口增长并无显著影响。(3) 实际汇率暂时性变化主要会对出口扩张率产生显著影响, 持久性变化主要会对出口收缩率产生显著影响。(4) 长期来看, 实际汇率持久性变化对低利润部门的出口扩张、收缩以及转换的影响作用显著高于对高利润部门相应的影响作用。^②

Nakatani (2017) 研究资源丰富型国家如何处理好商品价格下降后的国际收支调整的平衡, 表明商品出口对实际汇率具有统计上显著的弹性。通过引入影子汇率溢价的概念, 表明外汇配给减少了消费者福利。^③ 曹伟和林守武 (2017) 表明中国同东南亚五国双边进口和出口贸易受双边汇率和邻国汇率的水平变化影响较小, 但受其波动幅度影响较大。双边汇率的波动 (幅度) 对中国同东南亚五国的双边贸易具有正向影响。^④ 李夏玲等 (2017) 基于 1994 年 1 月 - 2016 年 10 月中国与 12 个主要贸易伙伴 (8 个发达经济体和 4 个新兴经济体和发展中经济体) 之间的月度数据, 运用非线性自回归滞后 (NARDL) 模型, 表明中国与贸易伙伴在贸易收支与汇率变动之间存在长期均衡关系, 但不同经济体的这种长期均衡关系表现不同。中国与其中 7 个经济体间在汇率变动和贸易收支关系上存在 J 曲线效应; 当汇率受到负向冲击时中国与 6 个经济体的贸易收支将受到更大的影响。总体来说, 近年来人民币升值中国与贸易伙伴贸易收支的恶化效应逐渐出现。^⑤ 綦建红和刘慧 (2017) 利用 2000 - 2009 年中国

① Emine Boz, Gopinath, Gita and Plagborg-Møller, Mikkel, Global Trade and the Dollar (November 2017). *IMF Working Paper* No. 17/239.

② 毛日昇、高凌云、郑建明 (2017): “人民币实际汇率变化对出口转换的影响研究”, 《管理世界》, 第 3 期, 2017 (3): 9 - 28.

③ Nakatani R. (2017). External Adjustment in a Resource-Rich Economy: The Case of Papua New Guinea [J]. *IMF Working Papers*, 2017, 17 (267).

④ 曹伟、林守武 (2017): “人民币汇率变动、邻国汇率效应与双边贸易——基于中国与东南亚五国 SVAR 模型的经验研究”, 《国际贸易问题》, 第 11 期, 第 150 - 161 页。

⑤ 李夏玲、殷凤、王志华 (2017): “人民币汇率变动与中国贸易收支的非线性动态效应分析”, 《国际贸易问题》, 第 12 期, 第 140 - 152 页。

海关数据,发现贸易中介基于较低的出口分销成本,对汇率变动的反应更为剧烈,更易做出二元边际的调整。汇率水平每变动1%,其在扩展边际和集约边际的调整幅度比直接出口企业高出0.90和0.47个百分点,贸易中介在面对汇率水平变动时具有更高的价格传递性,且其对出口数量的调整高出0.50个百分点。故而,间接出口企业基于出口稳定目的,在汇率波动幅度变大时主动转变成直接出口企业,从而导致了我国“出口脱媒”现象的发生。^①

2. 汇率波动对宏观变量的影响。Barrett & Adams (2017) 利用两国两商品,无资本的RBC(真实经济周期)模型,表明家庭在购买债券时存在本国债券偏好以部分对冲实际收入冲击,而该冲击负相关于汇率,从而解释了消费与实际汇率负相关的Backus-Smith之谜。^② 宫健等(2017)构建包含我国实体经济基本面的宏观因素以及具有汇率传导机制的平滑转换自回归广义条件异方差(STARX—GARCH)模型,得到以下结论。(1)实际有效汇率对外汇储备增速的影响,体现出显著的非对称与非线性特征,其他宏观经济变量除了具有影响外汇储备的直接渠道外,还经由实际有效汇率对外汇储备产生间接传递作用。(2)预期的实际汇率升高会强化国外投资动机,吸引资金流入,提高我国外汇储备增速。(3)我国利率同时作为货币政策工具和资本流入“闸门”起到双重作用,因此国际利差较高使外汇储备增速倾向于提升,反之则使之下降。^③ 任永磊等(2017)表明人民币升值对企业全球价值链嵌入度提升有积极影响,并且对产品质量越高的企业,价值链嵌入度提升的积极作用越强。^④ 魏巍贤和马喜立(2017)分别建立了单一国家和多国的动态CGE模型,分别模拟了2016—2030年人民币持续贬值和先贬值后升值的两种情景,研究发现:(1)在价格指数方面,人民币贬值将给中国带来一定的通货膨胀压力。(2)在贸易方面,人民币贬值只能在短期内扩大中国的净出口,在远期反而会导致净出口下降。(3)在经济总量方面,人民币贬值只在开始阶段的短期内促进中国经济增长,而长期贬值将导致中国经济增长速度放缓。(4)在产业结构方面,中国的农业和工业在贬值情景下的产量呈现先升后降的趋势,而服务业的产量持续下降。^⑤ 而戴金平等(2017)指出汇率波动促进了资本的全球流动,但是不利于国际贸易的发展,也在一定程度上加剧了金融市场的动荡,从而不利于世界经济的发展,阻碍了世界经济的复苏。^⑥ 邹宏元和罗然(2017)表明中美汇率不是导致中国经济波动的重要原因,而是吸收冲击的稳定器。^⑦ 张国建等(2017)发现实际有效汇率波动对人民币国际化具有显著的抑制效应。此外,实际有效汇率在均衡区间内的弹性浮动,以及外汇储备多元化,对于稳步推

① 綦建红、刘慧(2017):“对我国出口‘脱媒’现象的另一种解释——基于贸易中介应对汇率水平变动的视角”,《金融研究》,第9期,第35—50页。

② Barrett, Philip & Adams, Jonathan J. (2017). Why are Countries' Asset Portfolios Exposed to Nominal Exchange Rates? *IMF Working Paper* Dec2017. No. 17/291.

③ 宫健、高铁梅、张泽(2017):“汇率波动对我国外汇储备变动的非对称传导效应——基于非线性LSTARX—GARCH模型”,《金融研究》,第2期,第84—100页。

④ 任永磊、李荣林、高越(2017):“人民币汇率与全球价值链嵌入度提升——来自中国企业的实证研究”,《国际贸易问题》,第4期,第129—140页。

⑤ 魏巍贤、马喜立(2017):“人民币汇率双向波动对中国及世界经济的影响——基于单一国家和多国的动态CGE模型”,《财经研究》,第98—109页。

⑥ 戴金平、黎艳、刘东坡“汇率波动对世界经济的影响”,《国际金融研究》,第5期,第46—55页。

⑦ 邹宏元、罗然(2017):“中美汇率是中国经济波动的原因还是稳定器”,《国际金融研究》,第2期,第45—53页。

进人民币国际化进程具有重要意义。^①

3. 汇率波动对资源配置的影响。刘竹青和盛丹（2017）利用2000-2007年工业企业数据库和海关贸易数据库，研究表明：（1）人民币实际有效汇率升值显著降低了我国制造业加成率分布的离散程度，出口汇率升值和进口汇率升值均提高了资源配置效率。（2）人民币实际有效汇率升值分别降低了新进入/退出企业（即扩展边际）和持续存在企业（即集约边际）的加成率分布的离散程度，且对前者的作用更突出。（3）人民币实际有效汇率升值对企业加成率分布的影响还依赖于企业的所有制特点和劳动密集度。（4）人民币实际有效汇率存在明显的价格分布效应和边际成本分布效应。^②毛日昇等（2017）基于HS6位码产品分类和中国工业行业（CIC）4位码分类对照表，匹配4位码行业对应的进口总额数据，以及进口中间产品数据和中国与41个贸易伙伴月度和年度数据进行研究，结果表明：（1）实际汇率变化会对企业成本加成离散度产生显著影响。人民币实际有效汇率升值（贬值）会显著提升（降低）资源配置效率。（2）人民币升值通过出口开放渠道会显著增加持续性企业成本加成离散度，但升值通过进口竞争和进口中间品渠道会显著加快企业进入和退出的比率，从而会显著降低行业的成本加成离散度。实际汇率变动通过改变企业进入和退出方式对资源配置效率的影响作用更大。（3）实际汇率变动的影响具有不对称性，人民币贬值相对升值对资源配置效率的影响作用更大。^③Dai & Xu（2017）表明不同的出口导向和不同交易伙伴分布的企业存在显著的劳动力再分配。企业有效汇率提高了汇率对就业市场的影响的异质性。^④李小林等（2017）表明，人民币汇率升值有利于缩小中低收入水平地区的城乡收入差距，但会扩大高收入水平且高贸易开放度地区的城乡收入差距，而对中高收入水平且低贸易开放度地区的影响则不明显。^⑤

4. 汇率波动对股市的影响。Grossmann et al.（2017）利用1986-2013年的数据，研究了日美广场协定后，美元汇率对PPP偏离方向对美国居民对22个发达国家和25个发展中国家的股票投资的影响。结果表明同时存在福利效应和利润导向效应。美元被低估时，美元汇率移动方向与美国居民对外国股票的需求存在负相关关系。在美元被高估时，对发达国家的股票需求的福利效应强于利润导向效应，而对发展中国家则反之。^⑥

5. 汇率波动对微观企业的影响。Serena & Sousa（2017）利用1998-2014年36个新兴市场国家大约1000个企业的年度数据，研究发现，（1）当企业债务中本币债券比重较高时，汇率贬值对企业投资有正向影响；反之若外币债券比重较高，则汇率贬值不利于企业投资。

① 张国建、佟孟华、梅光松（2017）：“实际有效汇率波动影响了人民币国际化进程吗”《国际金融研究》，第2期，第64-75页。

② 刘竹青、盛丹（2017）：“人民币汇率、成本加成率分布与我国制造业的资源配置”，《金融研究》，第7期，第1-15页。

③ 毛日昇、余林徽、武岩（2017）：“人民币实际汇率变动对资源配置效率影响的研究”，《世界经济》，第4期，第29-54页。

④ Dai M. & Xu J.（2017）. Firm-specific Exchange Rate Shocks and Employment Adjustment: Evidence from China. *Journal of International Economics*, 2017, 108: 54-66.

⑤ 李小林、司登奎、江春（2017）：“人民币汇率与城乡收入差距”，《财经研究》，第11期，第4-16页。

⑥ Grossmann A., Paul C. & Simpson M W.（2017）. The impact of exchange rate deviations from relative PPP equilibrium on the U. S. demand for foreign equities. *Journal of International Money & Finance*, 2017, 77.

(2) 长期到期外币债务较高时, 汇率贬值会导致企业投资萎缩。而企业债务中长期到期本币债务较高时, 汇率贬值有利于企业投资。总而言之, 企业债务以外币发行时, 贬值不利于企业投资。^① 刘啟仁和黄建忠(2017) 发现有效汇率的升值和预期波动风险的增大均显著不利于出口企业研发投资。但是, 融资约束越低、出口产品种类和目的地越多, 获得越多政府的扶持或研发费用所得税减免政策的企业应对冲击的能力越强。^②

(二) 汇率决定

汇率决定以及通过宏观、微观渠道影响汇率的各种因素, 一直是学者们感兴趣的话题。

1. 均衡汇率的影响因子。Ouedraogo(2017) 通过探究分别购入本国三个不同的部门(政府、银行和企业) 的股票和债券组合的国际资本流入对本国实际有效汇率的影响。作者采用73个国家1980-2015年的数据, 利用两阶段最小二乘法, 表明国际资本流入对实际有效汇率的影响取决于所流入的部门。流入政府的投资组合对实际有效汇率有最大的提升作用, 并且流入对实际有效汇率的影响取决于机构和收入群体的类型。投资组合流入导致的新兴市场国家的实际汇率升值要高于发达国家。购买三大部门发行的债券会导致实际有效汇率升值, 而购买其股票和投资基金则反之。^③ Ahn et al.(2017) 构建了34个经济体, 2000Q1-2014Q4的季度面板数据和1995-2014的年度面板数据。利用ECM模型表明名义刚性对单位劳动成本和CPI的双重特性。前者与中间品贸易紧密相关, 后者与国内最终商品贸易相关。实际汇率和单位劳动成本之间存在强负相关性, 但与GDP或CPI平减指数则没有显著关系。作者同时构建了一个存在工资和最终商品价格刚性以及中间品贸易的两国开放经济模型, 以解释实际汇率和外部均衡的演化。^④ Gehrke & Yao(2017) 强调供给(生产率)冲击在超过32周的频率上能显著驱动美国实际有效汇率, 而需求侧冲击则在高和中等频度很重要。他们利用谱方差分解(SVD) 解构实际有效汇率的持久性, 并发现生产率冲击至多能解释其持久性的50%。^⑤ Nagayasu(2017) 将实际有效汇率分解为全球因子与特定国家因子。利用1980Q1-2014Q3的78个国家的数据, 文章表明实际汇率有一个特定的全球趋势, 但其变化相当大的比例来自于国别特殊性。结构性变迁包含于特定国家因子中。^⑥ 才国伟和曹昱葭(2017) 表明一国能源禀赋越充足, 则本币实际汇率越高; 反之, 则越低。^⑦ Patel et al.

① Serena J M. & Sousa R. (2017). Does Exchange Rate Depreciation Have Contractionary Effects on Firm-Level Investment? *Bis Working Papers*.

② 刘啟仁、黄建忠(2017): “人民币汇率变动与出口企业研发”, 《金融研究》, 第8期, 第19-34页。

③ Ouedraogo. & Rasmané (2017). Portfolio Inflows and Real Effective Exchange Rates: Does the Sectorization Matter? *IMF Working Paper* May No. 17/121.

④ Ahn, JaeBin., Mano, Rui C. & ZhouJing. (2017). Real Exchange Rate and External Balance: How Important are Price Deflators? (March 2017). *IMF Working Paper* No. 17/81.

⑤ Gehrke B., Yao F. & Gehrke B (2017). Are Supply Shocks Important for Real Exchange Rates? A Fresh View from the Frequency-Domain. *Journal of International Money & Finance*, 2017, 79.

⑥ Nagayasu J. (2017). Global and country-specific movements in real effective exchange rates: Implications for external competitiveness. *Journal of International Money & Finance*, 2017, 76: 88-105.

⑦ 才国伟、曹昱葭(2017): “能源禀赋与实际汇率”, 《国际金融研究》, 第9期, 第35-44页。

(2017) 计算了全球价值链中国际贸易和部门异质性下的总出口以及部门层面的实际有效汇率。实证结果表明部门异质性会在定量计算中极大影响实际有效汇率权重结构和指数变化。^① 刘会政等 (2017) 在全球价值链框架下, 对人民币实际有效汇率进行重新测算。实证结果表明: 基于增加值的人民币实际有效汇率 (TiVAREER) 与传统实际有效汇率 (STDREER) 的上升趋势总体一致, 但在大多数时期内, 人民币 TiVAREER 的升值趋势较 STDREER 更显著。TiVAREER 主要受国外价格水平和双边名义汇率的影响, 全球价值链贸易权重的引入在一定程度上减缓了实际有效汇率的上升趋势。^②

2. 汇率波动性的影响因子。Adler et al. (2017) 研究了采用非传统货币政策和汇率政策的两国 DSGE 模型中合作与自我导向政策的汇率动态。合作性政策会导致汇率在更大程度上调整, 减轻负面冲击的影响, 同时对非传统政策工具的使用较为温和。自我导向型政策的纳什均衡会导致汇率变化较小, 两国对非传统政策的使用更强。这意味着国际政策合作中汇率扮演着传统的冲击吸收者的角色。在零利率下限中, 非常规政策的力度和汇率调整都被放大了, 从国际政策合作中获得的福利也比较小。^③ Guglielmo et al. (2017) 表明股票 (债券) 从亚洲国家流入美国会提高 (降低) 汇率波动性。^④ Akkoyun et al. (2017) 利用标准两国两商品的 DSGE 模型表明巨大的收入效应并放大了实际汇率波动性机制。^⑤ Bordo et al. (2017) 在巴拉萨-萨缪尔森模型中引入了专业化和垄断竞争, 表明贸易效应的强度取决于国内产品在国内外贸易品消费所占的比例的差异与国内外捆绑商品的替代弹性。而贸易成本的差别导致了不同汇率制度中的参数的差别, 从而影响生产率对实际汇率的时变影响。^⑥ 陈雷和范小云 (2017) 提出了“货币政策的汇率传染渠道”, 即美联储的货币政策影响套息交易者的行为导致汇率波动, 从而引发其他国家货币政策的变动。作者指出, 在汇率制度的浮动程度达到较高水平之后, 继续增加汇率制度的浮动程度, 会削弱货币政策的独立性。在不同类别的资本项目中, 与套息交易密切相关的资本项目的开放会更加显著地削弱货币政策独立性。^⑦ 吴周恒和林峰 (2017) 表明, 汇率波动既与宏观经济基本面波动正相关, 也与进入外汇市场的噪声交易者数量正相关。当噪声交易者对人民币风险溢价的预期较高时, 实行有管理的浮动汇率制度能够有效抑制噪声交易者进入外汇市场, 有助于降低人民币汇率波动并提升货币政策效果。^⑧ 闫帅 (2017) 表明时变冲击响应结果显示, 经常账户、金融账户和资本流动对

① Patel, Nikhil., Wang, Zhi & Wei, Shang-Jin. (2017). Global Value Chains and Effective Exchange Rates at the Country-Sector Level. *BIS Working Paper* May No. 637.

② 刘会政、方森辉、宗喆 (2017): “全球价值链视角下人民币实际有效汇率的新测算及影响因素分析”, 《国际贸易问题》, 第 9 期, 第 165-176 页。

③ Adler, Gustavo., Lama, Ruy & Medina, Juan. (2017) Unconventional Policies and Exchange Rate Dynamics. *IMF Working Paper* November No. 17/237.

④ Caporale G M., Ali F M. & Spagnolo F. (2017). International Portfolio Flows And Exchange Rate Volatility in Emerging Asian Markets. *Journal of International Money & Finance*, 2017, 76.

⑤ Akkoyun H Ç., Arslan Y. & Kılınç M. (2017). Risk Sharing and Real Exchange Rates: The Role of Non-tradable Sector and Trend Shocks. *Journal of International Money & Finance*, 73.

⑥ Bordo M D., Choudhri E. U. & Fazio G. (2017). The real exchange rate in the long run: Balassa-Samuelson effects reconsidered. *Journal of International Money & Finance*, 75: 69-92.

⑦ 陈雷、范小云 (2017): “套息交易、汇率波动和货币政策” 《世界经济》, 第 11 期, 第 73-94 页。

⑧ 吴周恒、林峰 (2017): “噪声交易、人民币汇率波动与汇率制度选择”, 《国际贸易问题》, 第 2 期, 第 142-152。

人民币汇率影响的动态效应并不明显；非时变冲击响应结果显示，金融账户尤其是证券投资是中短期人民币汇率变动的主要驱动因素。^①

3. 对汇率偏离的研究。本领域的研究重点集中在汇率对 PPP、UIP 等偏离的原因上。Itskhoki et al. (2017) 给出了汇率决定的动态一般均衡，模型有两个主要部分：汇率的驱动因素（或外生冲击）和传导机制。前者源于对国际资产需求的外生冲击，其依赖价格的战略互补性，亦即国内产品和国外产品的弱可替代性，以及消费时对国内产品的偏好传导给汇率。他们证明这一冲击是唯一可以造成汇率偏离的冲击。名义刚性不一定能影响汇率偏离，因为货币冲击并不是汇率均衡移动的驱动因素。^② Ames et al. (2017) 表明除了利率极高或极低的货币所蕴含的内在利率风险之外，投机性利率水平与市场风险敏感性也是风险之源。相对于市场波动性较强的时期，在相对稳定的金融周期中，高利率篮子和低利率篮子中的上下尾部依赖特征有显著的关联性和不对称性。^③ Fidora et al. (2017) 指出名义或结构刚性会导致汇率与均衡之间存在持续偏离。^④

（三）汇率制度

汇率制度在 2017 年度继续成为学者们关注的重点。不少学者对这一问题的研究做出了贡献。汇率制度的研究主要集中在对汇率制度的判别、不同汇率制度的影响以及对汇率改革的研究。

1. 对汇率制度的判别。Ilzetzki et al. (2017) 根据 1946 - 2016 年 194 个国家的数据，提供了锚定货币、汇率安排的详细历史，以及外汇限制的新测算方法。他们指出主要结论是美元是显著的世界主导锚定货币，后布雷顿森林体系时期固定汇率到浮动汇率制度的转变实际上被夸大了，当前有限浮动制度仍然是主流。欧元今年来的全球地位似乎停滞不前。中国目前仍然是锚定美元的，尽管人民币的贬值已经能够引发其他汇率下跌。2003 年以后资本流动性不断增强，管理汇率的持续需求是支撑现代特里芬难题的关键因素。^⑤ 他们还编制了各个国家的汇率制度年表。^⑥ Slavov (2017) 追踪中东、东南欧的 13 个国家的汇率表现，表明这些国家近年都在追踪欧元或美元，且锚定货币的选择基于其外贸和金融结构，而不一定与其通胀目标、贸易或金融一体化、或经济周期一致。^⑦

① 闫帅 (2017): “国际收支对人民币汇率动态影响机制”, 《国际贸易问题》, 第 6 期, 第 140 - 154 页。

② Itskhoki O. & Mukhin D. (2017). Exchange Rate Disconnect in General Equilibrium. *Nber Working Papers*.

③ Ames M., Bagnarosa G. & Peters G W. (2017). Violations of Uncovered Interest Rate Parity and International Exchange Rate Dependences. *Journal of International Money & Finance*, 73.

④ Fidora, Michael., Giordano, Claire & Schmitz, Martin, (2017). Real Exchange Rate Misalignments in the Euro Area. *ECB Working Paper November No. 2108*.

⑤ Ilzetzki, Ethan., Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff. (2017). Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? . *Nber Working Papers*, 2017.

⑥ Ilzetzki E., Reinhart C M. & Rogoff K S. (2017) The Country Chronologies to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century: Will the Anchor Currency Hold? . *Nber Working Papers*.

⑦ Slavov S. (2017). Exchange Rate Regimes in Central, Eastern and Southeastern Europe: A Euro Bloc and a Dollar Bloc? . *Imf Working Papers*.

2. 应对外部冲击的汇率制度选择。Frankel (2017) 提出了“系统管理浮动汇率制度”的概念,指的是中央银行允许汇率浮动,反映外汇市场压力,但同时利用外汇储备吸收另一部分压力。他利用1999-2017年的汇率数据,分析出口商品全球价格的特定国别指数和VIX考察出口国和新兴市场国家以分析实际汇率,发现正向外部冲击对大部分系统管理浮动汇率制度国家会造成实际汇率升值,这一效应强于完全浮动汇率国家而弱于完全固定汇率国家。从而汇率制度是重要的。^①王道平等(2017)从结构理论角度,阐释了一国政府对外宣布的汇率制度,以及该国汇率政策的可置信性对货币危机发生的影响,并基于新兴市场与发展中国家1970-2010年的经验数据进行了实证分析。研究发现,一国政府对外宣布的汇率制度弹性越大,容忍本国汇率波幅变动越大,其发生货币危机的几率反而更大。此外,若一国政府的汇率政策的可置信度较低,将更容易引发国际投机资本对本国汇率进行投机冲击,增加发生货币危机几率。^②Iyer(2017)分析表明,若小型开放经济中存在发达的劳动与产品市场,浮动汇率制度有更高的价格波动,可以放大商品价格波动到劳动分配的传导机制,从而更优越。反之,若国际相对价格调整存在错配,则应当存在汇率锚。^③Paulet al.(2017)区分了名义汇率作为调整机制的作用和作为冲击来源的角色,表明一国放弃浮动汇率制度后,虽然不能再通过汇率浮动纠正国际相对价格对PPP的偏离,但汇率消除的冲击,以及更快的国内物价调整过度补偿了这一点。从而说明浮动汇率并不是长期国际相对价格调整所必须的。^④陈金至、尹依依和钱程(2017)的研究表明了汇率制度与收入差距之间存在着U型关系。中间汇率制通过促进就业,缩小了收入差距,且这一传导机制在非OECD国家尤为显著。^⑤David & Glauco(2017)的研究表明,相较于相对灵活的汇率制度,相对固定的汇率制度能促进外商直接投资。^⑥肖潇、张璟和刘晓辉(2017)以全球162个经济体1974-2010年为样本,考察了不同类型的资本流动对汇率制度选择的影响。研究发现,组合投资资本、短期资本和权益资本流动程度越高的经济体越倾向于选择更有弹性的汇率制度,而FDI、其他资本流动、长期资本流动和债务资本流动则对汇率制度选择没有显著影响。^⑦

3. 人民币汇率形成机制改革的研究。众多国内学者将目光汇聚到了“8·11汇改”和人民币市场化改革,并对我国汇率改革提出了建议。余永定和肖立晟(2017)指出现行汇率形成机制并不能扭转人民币贬值趋势,也不能消除人民币贬值预期,同时妨碍了央行根据国内经济的基本面实施独立的货币政策,而且还会因为人为的“双向波动”造成外

① Frankel J A. (2017). Systematic Managed Floating. *Nber Working Papers*.

② 王道平、范小云、陈雷(2017):“可置信政策、汇率制度与货币危机国际经验与人民币汇率市场化改革启示”,《经济研究》,第12期。119-133。

③ Iyer T. (2017). Exchange Rate Choices with Inflexible Markets and Costly Price Adjustments. *IMF Working Papers*, 17 (154): 1.

④ Bergin P R., Glick R. & Wu J L. (2017). “Conditional PPP” and real exchange rate convergence in the euro area. *Journal of International Money & Finance*, 73: 78-92.

⑤ 陈金至、尹依依、钱程(2017):“汇率制度与收入不平等——基于跨国面板数据的研究”,《国际金融研究》,第8期,第43-53页。

⑥ David O. Cushman & Glauco De Vita. (2017) Exchange rate regimes and FDI in developing countries: A propensity score matching approach. *Journal of International Money and Finance*, 77: 143-163.

⑦ 肖潇、张璟、刘晓辉(2017):“分类资本流动与汇率制度——来自162个经济体的经验证据”,《国际金融研究》,第4期,第44-55页。

汇储备的损耗。^① 胡小文 (2017) 构建新凯恩斯小型开放动态随机一般均衡模型, 在统一框架下研究资本管制程度存在差异时, 汇改如何影响我国数量型和价格型货币政策的有效性和独立性。通过模拟分析发现: (1) 汇改能提升两类政策的有效性, 同时又能增强价格型货币政策的独立性, 但会降低数量型货币政策的独立性。(2) 资本高度流动和富有弹性的汇率制度搭配可以增强我国价格型货币政策的独立性, 但不能增强数量型货币政策的独立性。(3) 协调推进汇率市场化和资本账户开放有助于提升我国货币政策的有效性和独立性。^② 何启志 (2017) 的研究表明人民币市场化和国际化加大了汇率波动幅度, 人民币汇率将由过去的单向升值波动转变为双向波动。且人民币汇率的波动具有较强的持续性, 人民币升值, 波动性会加大。^③ 李政 (2017) 采用基于协整 VAR 模型的动态溢出指数方法, 指出“811 汇改”取得了预期的效果, 整个系统的联动水平大幅提高, 中间价的市场性和基准性显著提升, 其市场基准地位得到了巩固提高。但相比其他市场价格的对外溢出, 中间价影响其他价格的能力仍相对较弱。^④

吴晓芳等 (2017) 则利用向量自回归模型, 指出人民币汇率制度改革后, 中国货币政策变得更为有效: (1) 经济过热时利率上升不仅能使通货膨胀率下降, 而且对通货膨胀率下降的贡献率明显提高。(2) 利率能够有效调控和管理人民币实际有效汇率, 表现在能使其向有利于实现货币政策目标的方向变动。(3) 利率虽然一定程度上能够调节产出, 但作用空间较小。此外, 人民币汇率制度改革并没有增强宏观经济波动。^⑤ 王胜和廖曦 (2017) 的研究表明, 随着人民币国际化推进, 本国汇率传递程度上将直接影响两国的最优货币政策, 并能同时提高本国与外国的福利水平。纳什均衡时, 人民币国际化将加剧两国的汇率波动幅度。但是在合作均衡下, 汇率波动随着汇率传递程度增加呈现出先增加后减小的变化趋势。^⑥ 陈创练等 (2017) 的研究发现: (1) 利率对汇率和国际资本流动的传导渠道相对有限。(2) 汇率对利率的传导受阻, 但对国际资本流动的影响相对较为顺畅。(3) 国际资本流动对利率传导相对较弱, 而对汇率的影响十分显著。并建议我国金融市场化改革遵循利率市场化—汇率改制—资本账户开放的顺序。^⑦ 而陈中飞等人 (2017) 发现汇率自由化与利率市场化互为因果相互促进, 二者促进了资本账户开放进程。汇率自由化不仅有利于利率市场化、资本账户开放改革的实现, 而且更有助于抑制货币危机的爆发。因而三项改革的顺序应该是汇率先行,

① 余永定、肖立晟 (2017): “完成‘811 汇改’: 人民币汇率形成机制改革方向分析”, 《国际经济评论》, 第 1 期, 第 23-41 页。

② 胡小文 (2017): “汇率市场化对货币政策有效性与独立性的影响研究——基于 NOEM—DSGE 模型的模拟”, 《国际贸易问题》, 第 5 期, 第 153-165 页。

③ 何启志 (2017): “新常态背景下汇率市场化改革与汇率波动性研究”, 《国际金融研究》, 第 3 期, 第 67-76 页。

④ 李政 (2017): “811 汇改”提高了人民币汇率中间价的市场基准地位吗? 《金融研究》, 第 4 期, 第 1-16 页。

⑤ 吴晓芳、谢建国、葛秋颖 (2017): “人民币汇率制度改革影响了中国货币政策的有效性吗?” 《经济评论》, 第 6 期, 第 28-39 页。

⑥ 王胜、廖曦 (2017): “人民币国际化与最优货币政策——基于汇率传递视角的分析” 《经济评论》, 第 6 期, 第 122-134 页。

⑦ 陈创练、姚树洁、郑挺国等 (2017): “利率市场化、汇率改制与国际资本流动的关系研究”, 《经济研究》, 第 4 期, 第 64-77 页。

利率跟随，资本账户最后。^①

（四）外汇干预

该领域研究重点在央行干预的有效性及其影响以及外汇市场有效性。Alla et al. (2017) 推导了在存在金融加速器机制时，新凯恩斯模型下的外汇干预，得到了在国际资本市场的风险偏好冲击下，在自由裁量政策中最优的利率政策和外汇干预的封闭解。结果表明外汇干预能够减轻经济波动，减少这些冲击所带来的福利损失。同样，当金融加速器效应很强时，均衡不确定性（汇率和通货膨胀率的自我实现）的风险很高。如果外汇干预非常有效，或者央行对干预外汇市场有很强的偏好，那么央行即使并不积极采用传统货币政策手段，也可以消除这种不确定性。^② Céspedes et al. (2017) 则关注开放经济中的金融中介、实际汇率和非常规政策。分析表明：（1）实际汇率通过净值效应和一种新型杠杆效应影响国际信贷约束。如果信贷约束恰好实现，则非常规政策并不是中立的。政府信贷项目在目标是金融中介时最为有效。（2）冲销干预很重要，因为冲销导致可贸易品可获得性增加从而放松了金融约束。（3）外汇市场干预的“威胁”本身就有助于阻止悲观预期的自我实现，阻止汇率大幅贬值。^③ Yoshihiro et al. (2017) 的研究表明透明度对于干预的有效性非常重要。^④ 卢新生和孙欣欣 (2017) 利用 GARCH 模型，结论表明：（1）政策沟通影响远期汇率水平，常规货币政策调整影响即期汇率水平，中央银行政策沟通与常规货币政策调整降低了人民币即期汇率的波动。（2）不同方向的政策沟通对人民币汇率市场的影响有一定的差异性。（3）中央银行政策沟通熨平了人民币在岸和离岸远期差价以及人民币即期与远期汇差的波动。^⑤

（五）汇率预测

该领域文献主要集中在汇率预测模型及市场是否成功预测到某一事件/现象的实证研究。Cheung et al. (2017) 给出了基于生产率的模型，“行为汇率均衡”模型以及包含泰勒规则基本面、收益率曲线因子，并引入了影子汇率、风险和流动性因子的模型，并将这些模型与随机游走模型在多个预测期限，采用多种方法进行比较。结果表明，没有一个模型胜过均方差随机游走模型，但购买力平价模型表现与之差不多。在汇率变动方向层面，某些结构模型确实显著胜过随机游走模型。尽管这些预测与汇率实际值是协整的，但预测值与实际值的弹性显著不为 1。总体而言，模型的表现即使在某一时期表现出色，也不一定在另

① 陈中飞、王曦、王伟 (2017): “利率市场化、汇率自由化和资本账户开放的顺序”, 《世界经济》, 第 6 期, 第 23-47 页。

② Alla, Zineddine., Espinoza, Raphael A. & Ghosh, Atish R. (2017). FX Intervention in the New Keynesian Model *IMF Working Paper*, Sep. No. 17/207.

③ Céspedes L F., Chang R. & Velasco A. (2017) Financial Intermediation, Real Exchange Rates, and Unconventional Policies in an Open Economy. *Journal of International Economics*. 108.

④ Kitamura Y. (2017). A stopping time approach to assessing the effectiveness of foreign exchange intervention: An application to Japanese data. *Journal of International Money & Finance*, 75: 32-46.

⑤ 卢新生、孙欣欣 (2017): “中央银行政策沟通的市场效应: 基于人民币汇率的实证研究”, 《金融研究》, 第 1 期, 第 22-23 页。

一时期同样出色。^①而 Zorzi et al. (2017) 则构建了 DSGE 模型用于汇率预测, 表明了进行预测的三条原则。第一, 模型应对汇率波动作出保守估计, 不应当试图作出高波动率的预测。第二, 模型应当在较长期能利用实际汇率均值反转。第三, 应该考虑到数据中的国际价格协同波动。遵循前两条原则时, DSGE 模型能良好预测实际汇率, 但不能良好预测名义汇率。遵循全部三条原则时, DSGE 模型表现优于随机游走模型。^②Eichenbaum et al. (2017) 表明在采取浮动汇率制度, 利用短期利率的货币政策来控制通胀时有两个事实。第一, 当前实际汇率可以预测未来实际汇率的变化。基于实际汇率的样本外, 预测在中期和长期的表现优于随机游走模型。其次, 实际汇率难以预测未来通胀率。^③而郑振龙和王磊 (2017) 指出外汇期权隐含相关系数相比于历史相关系数有着更为优越的预测能力。组合预测在部分情况下显著优于所有的单独信息预测。^④

(六) 汇率传递

该领域研究重点在汇率传递的不对称性以及汇率传递效力的影响因素。Casas et al. (2017) 对小型开放经济构建了一个“主导性货币范式”, 有三个主要特征: (1) 由主导型货币定价。(2) 价格具有互补性。(3) 存在中间品进口。采用这一范式, (1) 贸易条件稳定。(2) 无论商品的进口方还是出口方, 主导型货币对进口和出口价格都有强汇率传递。(3) 非主导型货币的汇率传递很小。(4) 美元汇率变动主要对进口侧有支出转换影响, 而对出口侧, 此影响较小。(5) 相对于非主导型货币, 主导性货币变得更强势将有害于全球贸易。(6) 最优货币政策目标除了通胀和产出缺口, 还包括主导性货币汇率波动所造成的对一价定理的偏离。^⑤Comunale & Kunovac (2017) 的研究表明: (1) 欧元区汇率传递是时变的, 其可能依赖于影响汇率的经济冲击的组合。(2) 当汇率运动是由各国货币政策冲击和汇率冲击引发时, 汇率传递最强。(3) 汇率波动对进口价格有巨大且时变的传递, 但对欧元区消费通胀的传递相对较小。^⑥Leigh et al. (2017) 的研究表明, 出口对出口价格的反应, 抑或是汇率对贸易价格的影响不会随着时间减弱。全球价值链扩张也没有削弱贸易弹性。^⑦Devereux et al. (2017) 的研究表明, 汇率传递以及定价货币取决于进口商和出口商的规模 (或市场份额)。

① Cheung Y W., Chinn M D. & Pascual A G. (2017). Exchange Rate Prediction Redux: New Models, New Data, New Currencies. *Journal of International Money & Finance*.

② Zorzi M C., Kolasa M. & Rubaszek M. (2017). Exchange rate forecasting with DSGE models. *Journal of International Economics*, 107: 127 - 146.

③ Eichenbaum M., Johansson B. K. & Rebelo S T. (2017). Monetary Policy and the Predictability of Nominal Exchange Rates. *Social Science Electronic Publishing*.

④ 郑振龙、王磊 (2017): “汇率相关性预测的比较研究”, 《金融研究》, 第 5 期, 第 18 - 31 页。

⑤ Casas C., Díez F J. & Gopinath G. (2017). Dominant Currency Paradigm: A New Model for Small Open Economies. *IMF Working Papers*.

⑥ Comunale M. & Kunovac D. (2017). Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area. (January 7,). *ECB Working Paper No. 2003*.

⑦ Leigh., Daniel & Lian. (2017). Weicheng and Poplawski-Ribeiro, Marcos and Szymanski, Rachel and Tsyrennikov, Viktor and Yang, Hong, Exchange Rates and Trade: A Disconnect? *IMF Working Paper March No. 17/58*.

极小或极大的出口商有更高的汇率传递。而对更大的进口商，汇率传递更小。^① 韩剑等 (2017) 研究结论是出口产品生产效率越高，使用国外中间产品投入越少，产品质量越高，或出口价格对汇率变动的弹性越大，则汇率传递越不完全。^②

(七) 汇率与经济增长

汇率与经济增长间的关系持续引起学者们的关注。丁志杰和谢峰 (2017) 梳理了全球自 1980 年以来，中等收入阶段国家汇率制度选择和经济跨越表现的有关事实，解构汇率在经济跨越中的作用，基于面板向量自回归模型量化分析汇率和通胀的双向传递效应，结果表明：(1) 汇率不稳定对中等收入国家经济跨越有长期负面影响，从而汇率管理是必要的。(2) 中等收入国家保持货币稳定应包括物价稳定和汇率稳定两个方面。(3) 有利于世界发展的国际货币体系应包含全球汇率稳定机制。^③ Guzman et al. (2017) 的研究结果表明，如果溢出效应在不同可贸易部门间有区别，那么就需要有一个有效的多重汇率体系。面临更高少溢出效应的部门应当被多收税，以建立反映真实社会效益和成本的影子价格结构，而多收的税款应用于补贴其他传统工业部门以增加汇总供给对实际汇率的弹性。当实际汇率政策与传统工业政策补充时，其效力将增强。对外汇市场灵活而持续的干预和对资本流动的管理是建设稳定而竞争性的实际汇率体系，从而促进经济增长的关键。^④ Caselli (2017) 指出捷克央行 2013 年设置的汇率下界，有效地抗击了通缩压力。^⑤ Comunale (2017) 的研究表明：(1) 实际有效汇率错配，长期会导致 GDP 下滑，短期内则不会。(2) 巨大的资金流（如荷兰病），特别是通过银行贷款的资金流，会对竞争力产生负面影响。(3) 汇率波动性对 GDP 增长的影响并不稳健。(4) 溢出效应以及全球因素则在长期和短期的各种情况下对 GDP 增速都有影响。^⑥ 随洪光等 (2017) 指出人民币汇率升值具有显著的 FDI 甄别效应，通过提高耐心投资份额，通过效率和可持续性渠道改善了 FDI 的作用，从而提高经济增长的质量。但汇率持续升值会导致这一积极作用迅速衰减，并在稳定性渠道释放强烈负面反应。^⑦

① Devereux M B., Dong W. & Tomlin B. (2017) Importers and exporters in exchange rate pass-through and currency invoicing. *Journal of International Economics*, 105: 187 - 204.

② 韩剑、郑秋玲、邵军 (2017): “多产品企业、汇率变动与出口价格传递”，《管理世界》，第 8 期，第 14 - 26 页。

③ 丁志杰、谢峰 (2017): “汇率对中等收入国家经济跨越的影响研究”，《金融研究》，第 2 期，第 42 - 53 页。

④ Guzman M., Ocampo J A. & Stiglitz J. (2018). Real Exchange Rate Policies for Economic Development. *Nber Working Papers*, 110: 51 - 62.

⑤ Caselli F. (2017). Did the Exchange Rate Floor Prevent Deflation in the Czech Republic? . *IMF Working Papers*, 8 (2): 31.

⑥ Comunale M. (2017). Dutch disease, real effective exchange rate misalignments and their effect on GDP growth in EU. *Journal of International Money & Finance*.

⑦ 随洪光、余李、段鹏飞 (2017): “外商直接投资、汇率甄别与经济增长质量——基于中国省级样本的经验分析”，《经济科学》，第 2 期，第 59 - 73 页。

(八) 汇率的政治经济学

2017 年度, 本领域的研究集中在政府行为对汇率的影响及其溢出效应。Kam et al. (2017) 构造了可以互通但面临货币伪造问题的两国模型。一国伪造货币的决定是私人的。即使两种货币是完美替代品, 伪造货币的威胁仍然能降低名义汇率。Hayakawa et al. (2017) 指出汇率通过改变附加值比率影响出口商对原产地规则的适用性。如未预期到的出口方货币相对进口方货币贬值会提高附加值比率, 从而提高出口商对 FTA 规则的使用率。钱学锋和王胜 (2017) 则指出, 汇率对企业内产品组合调整 (倾斜效应) 和企业间进入退出行为 (选择效应) 都具有促进作用, 出口退税会减弱汇率的倾斜效应弹性、加强汇率的选择效应弹性。出口退税下汇率对企业内和企业间扩展边际存在不同影响, 并会带来不同的非技术性生产率进步。

三、国际资本流动

2008 年金融危机以来, 伴随着各国经济复苏步骤的不一致和货币政策的分化以及全球不确定风险的增加, 国际资本流动也呈现出新的特点。相关研究主要集中在国际资本流动的风险识别、动因、影响及管理等方面。

本部分摘选了本年度在 15 份国内外期刊上发表的关于国际资本流动的文献 24 篇。其中, 研究国际资本流动的特征与风险识别的文献 7 篇, 占总数 29%; 研究国际资本流动动因的文献 4 篇, 占总数 17%; 研究国际资本流动影响的文献 6 篇, 占总数 25%; 研究国际资本流动管理的文献 7 篇, 占总数 29%。表 2 展示了国际资本流动研究各领域的文献分布情况。

表 2

2017 年国际资本流动研究文献分布情况

单位: 篇

	JIMF	PEG	AEP	BMER	IJEFI	JIE	CER	JDE	JED	JIE	EB	IREF	OER	国际 金融 研究	经济 研究	合计
国际资本流动的特征与风险识别	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	7
国际资本流动的动因	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	4
国际资本流动的影响	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	0	0	1	0	6
国际资本流动管理	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	3	0	7
合计	3	1	1	1	1	2	1	1	1	1	2	1	1	6	1	24

注: JIMF 是 Journal of International Money and Finance 的缩写。PEG 是 Portuguese Economic Journal 的缩写。AEP 是 Asian Economic Papers 的缩写。BMER 是 Business Management and Economics Research 的缩写。IJEFI 是 International Journal of Economics and Financial Issues 的缩写。JIE 是 Journal of Economics and Financial Issues 的缩写。CER 是 China Economic Review 的缩写。JDE 是 Journal of Demographic Economics 的缩写。JED 是 Journal of Economic Development 的缩写。JIE 是 Journal of International Economics 的缩写。EB 是 Economics Bulletin 的缩写。IREF 是 International Review of Economics & Finance 的缩写。OER 是 Open Economies Review 的缩写。

数据来源: 作者整理。

（一）国际资本流动的特征与风险识别

2008年国际金融危机以来，国际资本流动出现了一些新的特征，对风险识别也提出了新的要求，这是2017年国际资本流动领域的重要议题。

部分学者对国际资本流动的新特征进行了阐释。McQuade & Schmitz (2017) 尝试分析近期全球资本流动的“大缓和”现象，其主要特征是跨境交易量更小、波动更弱。文章通过比较金融危机爆发前2005-2006年的国际资本流动水平与金融危机后2013-2014年的国际资本流动水平，分析了各国和地区之间的差异。研究发现，自金融危机以来，对于危机前外部和内部失衡较小、人均收入水平较低、增长预期改善、受全球金融危机影响较小以及宏观审慎政策不太严厉的经济体，其资本流入的幅度更大。从资产端来看，在后危机时期，货币政策更加宽松、受全球金融危机影响较小的经济体以及石油出口国的资本输出幅度更大。^① Araujo et al. (2017) 则对私人资本流动周期性的国别差异进行了比较，发现流入低收入发展中国家的资本是顺周期的，但比流入更发达经济体的资本的顺周期要弱的多。此外，分析还表明流入低收入发展中国家的资本流量比流入新兴市场经济体的流量要更持久，且低收入发展中国家似乎对全球风险规避的变化不如新兴市场经济体敏感。这些结论暗示着，随着低收入发展中国家沿着发展道路前进，私人资本流入可能变得更加顺周期化，这将使得这些经济体反周期货币和财政政策更难奏效。^② 不同类型的资本流动与外债结构，其风险存在异质性差异。肖潇等(2017)探讨了分类资本流动与汇率制度的选择。文章根据三种不同标准，对资本流动进行了细分，并以全球162个经济体1974-2010年为样本，考察了不同类型的资本流动对汇率制度选择的影响。研究发现，组合投资资本、短期资本和权益资本流动程度越高的经济体越倾向于选择更有弹性的汇率制度，而其余四类资本流动——FDI资本流动、其他资本流动、长期资本流动和债务资本流动则对汇率制度选择没有显著影响。^③

Tchorek et al. (2017) 认为外部融资的稳定性不仅取决于资本流入总量，还取决于其结构。研究发现，对外负债尤其是短期债务的增加，可能会增加金融的脆弱性，而股权资本则没有此效应。因此，股权投资可能是一种更为理想的外资形式，因为债务流入对全球因素的反应更加敏感，因而也更具波动性。文章建议，各国应坚持外部融资来源和形式的多样化以及加强监管。^④

维持金融稳定一直是应对国际资本流动风险的重点工作。Sussangkarn (2017) 探讨了金融全球化的程度和短期资本流动的波动对全球和区域机制带来的挑战，而这些机制本应该为各国维持金融稳定提供有效的安全网。为了保持经济稳定，各国尤其是新兴市场经济体需要利用适当的政策工具。其中，(1) 流动性支持机制无论是双边，还是全球或区域性的都可以

^① McQuade, P. & Schmitz, M. (2017). The Great Moderation in International Capital Flows: A Global Phenomenon? *Journal of International Money and Finance*, 73, 188-212.

^② Araujo, J. D., David, A. C. & Hombeeck, C. (2017). Joining the Club? Procyclicality of Private Capital Inflows in Lower Income Developing Economies, *Journal of International Money and Finance*, 70, 157-182.

^③ 肖潇、张璟和刘晓辉(2017):“分类资本流动与汇率制度——来自162个经济体的经验证据”，《国际金融研究》，第4期，第44-55页。

^④ Tchorek, G., Brzozowski, M. & Iiwiski, P. (2016). Determinants of Capital Flows to Emerging and Advanced Economies between 1990 and 2011. *Portuguese Economic Journal*, 16 (1), 17-48.

在压力时期发挥重要作用。(2) 双边安排本质上是政治性的, 因此相对缺乏可靠性。(3) 全球和区域安排仍未有有效设计。^① 何国华和李洁 (2017) 通过构建包含金融摩擦与跨境资本流动的 DSGE 模型, 分析了一国币值预期与金融系统风险行为的理论联系。研究发现, 本币的升值预期会吸引跨境资本流入, 从而降低本国的无风险利率, 造成产出与投资增加。但由于金融摩擦的存在, 投资增加又会促使贷款利率上升, 从而推升了银行部门的利差收益, 导致其杠杆率增加。因此, 一国货币当局在应对突发性系统性风险时, 应充分考虑跨境资本流动和境内金融系统的风险行为反馈。^②

国际资本流动还会影响一国的改革与开放策略。陈创练等 (2017) 采用时变参数向量自回归模型, 实证分析了国际资本流动、利率和汇率之间的时变动态关系, 并进一步分析了不同时间阶段我国利率市场化改革、汇率改制以及资本账户开放等的顺序问题。研究结果发现, 利率与国际资本流动之间的流通渠道不够顺畅, 但汇率与国际资本流动之间的关系十分显著。基于此, 该文对中国金融市场化改革的顺序建议是: 利率市场化→汇率改制→资本账户开放。^③

(二) 国际资本流动的动因

追求较高的资本预期收益率一直是国际资本流动的内在动因, 同时, 利率水平、汇率预期、通货膨胀差异、技术水平和投资环境等, 也一直在扰动着国际资本流动的方向、频率与规模。尽管关于影响国际资本流动的因素研究已汗牛充栋, 但随着形势的变化和研究的推进, 2017 年的文献仍有新的发现。

Nwokoye & Oniore (2017) 以尼日利亚为例, 检验一国利率提高是否会吸引国际资本流入。该研究基于 1994 - 2015 年的样本数据, 使用自回归分布滞后模型检验发现, 货币供应量、名义汇率、通货膨胀率和利差是影响尼日利亚短期和长期国际资本流动的主要因素。^④ Setyari et al. (2017) 以东盟 6 国为例, 考察一国的比较优势对该国国际资本流动的影响。以资本密集度来反映一国的比较优势。研究发现, 资本密集程度高的国家比资本密集度低的国家拥有更大规模的国际资本流动, 且当一国的资本密集度相对较高, 同时鼓励更大的经常账户赤字时, 国际资本流入会进一步增加。^⑤ Raddatz et al. (2017) 研究了基准指数在金融市场的证券投资中的重要作用, 发现国际股票和债券市场指数会影响各国的资产价格和汇率, 从而诱使国际资本流动。即使是在控制了时变的行业因素、国家特定影响和宏观经济基本面之

① Sussangkarn, C. (2017). Managing Economic Stability under Volatile Capital Flows: East Asia Perspectives. *Asian Economic Papers*, 16 (1), 174 - 192.

② 何国华、李洁 (2017): “跨境资本流动、金融波动与货币政策选择”, 国际金融研究, 第 9 期, 第 3 - 13 页。

③ 陈创练、姚树洁、郑挺国、欧璟华 (2017): “利率市场化、汇率改制与国际资本流动的关系研究”, 《经济研究》, 第 4 期, 第 64 - 77 页。

④ Nwokoye, E. S. & Oniore, J. O. (2017). Impact of Monetary Policy on Capital Inflows in Nigeria. *Business, Management and Economics Research*, 3 (10), 192 - 200.

⑤ Setyari, N. P. W., Kartika, N., Wenegama, I. W., Dewi, N. P. M. & Sudiana, I. K. (2017). Capital Intensity Effects on International Capital Flows and Current Account of Association of Southeast Asian Nations + 6 Countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7 (3), 135 - 144.

后, 基准变动仍会影响资产配置和国际资本流动, 而且无论是在宣告基准变动时, 还是在基准实际发生变动时, 这一影响都持续存在。^① Gunter (2017) 对近期中国资本外流加速的原因展开了研究, 发现传统理论无法有效解释中国外债增速超过其经常项目、外国直接投资和储备持有量的变化, 腐败、交易成本和移民是近期中国资本外流的可能解释。^②

(三) 国际资本流动的影响

国际资本流动在本质上是生产要素的国际化配置和组合, 因此, 国际资本大规模流动必然会对资本输出国、资本输入国以及国际经济形势产生深远的影响。本部分对相关研究文献进行分类, 发现国际资本流动的影响主要体现在实体经济、银行信贷和资产价格三个方面。

1. 资本流动与实体经济。Marchiori et al. (2017) 尝试从制度、老龄化和资本流动的结合三个方面来解释 1960 - 2010 年间英美两国的失业率差距。研究发现, 虽然不对称的制度变迁可以单独解释英美失业率差距的很大一部分, 但同时加上国际资本流动和老龄化可以进一步增强解释力度。因为英美两国的老龄化也可能存在不对称情况, 这会驱使国际资本流动, 并对两国的失业率产生重大影响。^③ Mukhopadhyay (2017) 研究了外资流入对于劳动力技能形成和异质性劳动力报酬的影响。通过构建一个三部门的充分就业模型, 比较静态结果表明, 如果对外资减税、改善体制和法律框架, 那么外资流入增加会降低熟练和非熟练劳动力之间工资的不平等程度。^④ 李芳和卢璐 (2017) 利用 26 个新兴经济体 2003 - 2015 年的季度数据, 以 FDI 占比衡量国家对外负债结构, 对国际资本流动突然中断对不同负债结构国家的经济影响进行实证分析。结果表明, 国际资本流动突然中断会给一国经济增长带来显著负影响, 但对不同负债结构国家的影响不同, 当国际资本流动突然中断时, 一国对外负债中 FDI 占比与经济增长率之间呈倒“U”型关系。^⑤

2. 资本流动与银行信贷。Baskaya et al. (2017) 研究了土耳其 2005 - 2013 年间的国际资本流动对银行信贷行为的影响。发现当资本流入时, 非核心负债较高、规模较大、资本较高的银行会增加信贷供给, 本国银行的信贷供给增加程度相对于外资银行更为强劲, 且在 2008 年危机后, 这一效应仍然存在。^⑥ Tobe (2017) 探讨了信贷增长、资本流入和全球市场风险感知之间的相互作用。实证分析表明, 发达国家的资本流入, 尤其是跨境银行流入和风险感知是发达国家信贷增长的主要驱动因素, 且跨境银行业务会导致信贷过剩和萧条, 特别是 20

① Raddatz, C., Schmukler, S. L. & Williams, T. (2017). International Asset Allocations and Capital Flows: the Benchmark Effect, *Journal of International Economics*, 108, 413 - 430.

② Gunter, F. R. (2017). Corruption, Costs, and Family: Chinese Capital Flight, 1984 - 2014. *China Economic Review*, 43, 105 - 117.

③ Marchiori, L., Pierrard, O. & Sneessens, H. R. (2017). The EU-US Unemployment Puzzle Revisited: Institutions, Demography, and Capital Flows. *Journal of Demographic Economics*, 83 (3), 259 - 305.

④ Mukhopadhyay, U. (2017). Foreign Capital Inflow and Skill Formation: Effects on Skilled-Unskilled Wage Inequality. *Journal of Economic Development*, 42 (4), 119 - 136.

⑤ 李芳、卢璐 (2017): “资本流动突然中断对不同负债结构国家的经济影响”, 国际金融研究, 第 3 期, 第 25 - 34 页。

⑥ Baskaya, Y. S., Giovanni, J., Zcan, S. K., Peydro, J. L. & Ulu, M. F. (2017). Capital Flows and the International Credit Channel, *Journal of International Economics*, 108, S15 - S22.

世纪后期表现尤为明显。此外,研究还发现美国的金融和货币政策会通过影响跨境资本交易和风险感知传递给其他发达国家。^① Tobe (2017) 则探讨了资本流入与银行业杠杆率之间的关系。涵盖了39个发达和新兴市场经济体的面板回归结果表明,流入各国的资本与美国金融中介机构的杠杆作用密切相关,且这一杠杆作用对资本流入的影响是非线性的,在银行信贷占GDP比率越高的经济体中作用也越强。这一结论暗示着处于金融周期扩张阶段的经济体更容易受到美国货币政策溢出效应的影响。^②

3. 资本流动与资产价格。朱孟楠和闫帅(2017)通过对短期国际资本流动规模、股票市场收益率、房地产市场和人民币汇率建立TVTP-MS-VAR模型,研究了短期国际资本流动与资产价格的关系。研究发现,以基本面投资为主的短期国际资本流入会抑制股票市场的上涨或下跌,发挥着金融“缓冲器”的作用,而以技术投资为主的短期国际资本流入将加剧股票市场的上涨或下跌,发挥着金融“加速器”的作用。^③

(四) 国际资本流动管理

全球金融危机以来,跨境资本流动出现大起大落,即由危机期间的资本流入突然中止,变为危机之后的资本流入激增,以及最近的资本大量流出已经影响到新兴市场国家货币政策的独立性和金融市场的稳定,同时也对这些国家的资本流动管理,特别是资本流出管理提出了严峻的挑战。资本的频繁进出,对于发达国家的金融市场和实体经济,带来了诸多的不确定性与挑战。因此,关于资本流动的管理是一个十分重要的话题。

随着我国资本账户逐步开放、人民币跨境流动不断增加,汇率波动愈加频繁,如何构建有效的跨境资本流动监测预警指数对于预防突发性、恐慌性的资本外流以及汇率调控,显得十分必要。陈卫东和王有鑫(2017)基于全面性、科学性和重要性原则,选取宏观经济运行、外部金融状况、外债风险和金融市场等四大类19个指标,作为监测预警体系的备选指标,利用格兰杰因果关系检验法和主成分分析法,选出跨境资本流动的先行指标和同步指标,构建预警指数,然后利用历史数据和因果关系检验法进行验证,发现预警指数具有较好的预测效果。^④ Suh(2017)融合了信号提取和统计回归两种常规方法,形成了预测新兴市场经济体资本流动突然停止事件的新预测方法。具体而言,该文献首先根据变量预期传达的信息内容将信息变量分类至几个子组中,然后利用信号提取方法根据属于同一子组的信息变量构造子组索引,最后利用统计回归方法预期金融危机。这种组合方法,可以考虑大量的信息变量,以更精确的预测金融危机。^⑤

① Tobe, S. (2017). Domestic Credit Growth, International Capital Inflows, and Risk Perception in Global Markets. *Economics Bulletin*, 37 (2), 631-636.

② Tobe, S. (2017). Local Banking Systems and Sensitivity of Capital Inflows to Global Factors. *Economics Bulletin*, 37 (3), 1861-1872.

③ 朱孟楠、闫帅(2017):“异质性投资视角下短期国际资本流动与资产价格”,《国际金融研究》,第2期,第36-44页。

④ 陈卫东、王有鑫(2017):“跨境资本流动监测预警体系的构建和应用”,《国际金融研究》,第12期,第65-74页。

⑤ Suh, S. (2017). Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets: A New Prediction Approach. *International Review of Economics & Finance*, 48, 289-308.

宏观审慎政策在管理国际资本流动方面的有效性是当前研究的热点。Beirne & Friedrich (2017) 利用 1999 - 2012 年发达和新兴市场经济体的样本, 研究了宏观审慎政策在管理跨境银行资本流动方面的有效性。研究发现, 较高的监管质量和较高的存贷比能够提高宏观审慎政策的有效性, 而较高的成本收入比则具有相反的效果。^① 葛奇 (2017) 分析了新兴市场国家管理资本流入和流出的主要政策, 包括以交易币种为基础的歧视性宏观审慎管理工具和以交易者居住地为基础的资本管制措施, 以及某些以限制跨境资本流动为目的的非歧视性宏观审慎管理政策, 在此基础上探讨了中国在实行资本账户自由化进程中面临的资本流动管理政策选择。分析结果显示, 一国实施或收紧对资本流出的限制在以下条件下可以达到预期的效果: (1) 一国宏观经济的基本面表现强劲, 因为它体现了政策的稳健性以及在对经济挑战方面的能力。(2) 一国的制度环境较为有利, 制度环境的质量以政府效率指标来衡量, 高质量的制度环境不仅有助于改善一国宏观经济的基本面, 而且代表了一国能够在保护私有财产和债权人权益的前提下, 使资本流出的限制性措施得到有效执行。此外, 高质量的制度环境还可以增加政策执行的透明度, 减少监管上的不确定性, 因而增强投资者的信心。(3) 一国在进一步收紧限制性措施之前, 已经对资本账户实行了较全面的管制, 这是由于资本流入的中止或逆转往往属于一种突发事件, 事先已存在的全面管制能够减缓资本的迅速外流。当然, 以上三个条件在 IMF 的实证分析中是相互独立的, 只要满足其中的任何一个条件都可使资本流出的限制性措施成为有效。^②

关于国际资本流动管理的溢出效应与异质性研究也有部分进展。Giordani et al. (2017) 探讨了资本管制的溢出效应问题。研究发现, 如果一国对资本流入进行管制, 将会使资金流向其他具有类似经济特征的国家。^③ Sheng & Wong (2017) 研究了国内金融体系在资本流动管理政策防范外债风险中所起到的作用。文章利用 44 个新兴市场经济体 1995 - 2008 年的数据, 检验了金融发展与资本流动管理政策之间的关系, 结果表明资本流动管理政策在抑制银行导向型经济体的资本流入时更为有效, 而对市场导向型经济体的资本流入影响较弱。^④

四、国际货币体系与人民币国际化

2016 年 10 月 1 日, 人民币正式加入 SDR, 这不仅是中国融入全球金融体系的重要里程碑事件, 也寓意着国际货币体系再次发生重大调整。

在文献选取方面, 从国内外主要经济学和金融学期刊以及重要国际组织和机构的工作论文中, 选取了与国际货币体系与人民币国际化研究相关的 12 篇文献。其中, 国际货币体系研究文献 4 篇, 占总数 33.3%; 人民币国际化文献 8 篇, 占总数 66.7%。表 3 展示了国际货币体系与人民币国际化研究领域的文献分布情况。

① Beirne, J. & Friedrich, C. (2017). Macprudential Policies, Capital Flows, and the Structure of the Banking Sector. *Journal of International Money and Finance*, 75, 47 - 68.

② 葛奇 (2017): “从量化宽松到量化紧缩——美联储缩减资产负债表的决定因素及其影响”, 《国际金融研究》, 第 9 期, 第 45 - 56 页。

③ Giordani, P. E., Ruta, M., Weisfeld, H. & Zhu, L. (2017). Capital Flow Deflection, *Journal of International Economics*, 105, 102 - 118.

④ Sheng, W. & Wong, M. C. S. (2017). Capital Flow Management Policies and Riskiness of External Liability Structures: the Role of Local Financial Markets. *Open Economies Review*, 28 (3), 461 - 498.

表3 2017年国际货币体系与人民币国际化研究文献分布情况 单位: 篇

	FER	EAER	JIMF	金融 评论	世界 经济	国际 金融 研究	国际 经济 评论	经济 研究	金融 研究	合计
国际货币体系	1	1	0	0	0	1	1	0	0	4
人民币国际化	0	0	1	1	1	3	0	1	1	8
合计	1	1	1	1	1	4	1	1	1	12

注: FER 是 Financial and Economic Review 的缩写。EAER 是 East Asian Economic Review 的缩写。JIMF 是 Journal of International Money and Finance 的缩写。

数据来源: 作者整理。

(一) 国际货币体系研究

2008年金融危机以来, 经济学界对于国际货币体系的主流理论进行了深刻反思, 并取得了部分进展。陈雨露(2017)指出, 将金融因素系统性地引入一般均衡模型框架, 重视微观经济主体的异质性, 关注宏观审慎管理以及探索新全球化理论, 是主流经济理论的新发展。同时, 政策外溢分析从单向维度向双向维度转变, 政策外溢影响渠道的分析更加强调预期因素, 关于政策协调方式和内容的研究不断扩展, 促使国际货币体系研究取得了新的突破。^① 黄海洲和张广斌(2017)从全球经济增长动力变化的角度来看国际货币体系的调整。作者认为, 国际货币体系调整取决于全球经济增长动力变化。当全球经济增长动力源发生较大改变时, 国际货币体系就到了需要调整的时期, 否则特里芬难题就会表现出来, 理论张力会崩断, 国际货币体系会出现紊乱, 不稳定因素因之而增加, 甚至引发全球性大危机。伴随着中国对全球经济总量的贡献的提高, 人民币在国际货币体系中的作用也应相应增强, 否则不利于全球经济的复苏与市场出清。^②

另一部分学者则继续探讨了国际货币体系的缺陷与变化。Bger(2017)认为金融危机的爆发及影响深度凸显了现有国际货币体系的严重缺陷, 表明国际货币和金融体系未能达到良好运作的标准, 迫使参与者积极消除或减轻负外部性以寻求低通胀和平衡增长的路径。^③ Ogawa & Muto(2017)探讨了国际货币体系中主要货币地位的变化, 发现欧元的推出对美元的效用影响较小, 但大大降低了日元的效用。随着时间的推移, 美元仍将是国际货币体系中的主要货币, 欧元的效用将显著增加, 而日元的利用率则呈不断下降趋势。^④

① 陈雨露: (2017): “国际金融危机以来经济理论界的学术反思与研究进展”, 《国际金融研究》, 第1期, 第16-19页。

② 黄海洲、张广斌(2017): “全球经济增长动力变化与全球货币体系调整”, 国际经济评论, 第4期, 第31-41页。

③ Bger, G. (2017). Operation of the International Monetary and Financial System' Structural Tensions of a "Non-System". *Financial and Economic Review*, 16 (4), 151-186.

④ Ogawa, E. & Muto, M. (2017). Declining Japanese Yen in the Changing International Monetary System. *East Asian Economic Review*, 21 (4), 317-342.

（二）人民币国际化

关于人民币国际化的影响因素与路径建议是当前研究的重点。钟红（2017）从国际货币功能的角度出发，借鉴外汇储备币种构成的相关研究方法，对本国居民以本币发行的国际债券占比的影响因素进行了跨国实证分析，结果发现惯性效应和网络效应对本币发行的国际债券占比具有显著影响，而惯性效应、网络效应以及币值稳定性在发达国家和发展中国家的显著性依次递减，且在控制金融结构后各变量的结果仍较为显著且稳健。由此表明，发展中国家并不必然受到货币错配“原罪”的困扰，过于依赖贸易结算和离岸中心的人民币国际化模式，制约了人民币价值储藏职能的发挥，建议应大力发展人民币国际债券市场以丰富人民币回流机制，促进人民币国际化水平的提高。^①

彭红枫等（2017）利用国际储备货币的币种结构来度量货币国际化程度，考虑因货币交易需求和原始储备币种分布的差异而产生的不同货币之间转换成本、货币储备不足的短缺成本和过度储备的机会成本，基于效用最大化原则，构建了外汇储备币种选择的因素决定模型。检验结果表明：（1）货币国际化是一个循序渐进的过程，惯性和网络外部性的作用不容忽视。（2）经济规模是货币国际化的重要驱动力。（3）当经常项目出现顺差时，资本与金融项目逆差带来的资本输出有助于货币国际化，但净出口规模并不是长期可持续发展的驱动力。（4）金融网络技术效率有助于降低货币交易的信息成本。（5）社会稳定性的提升对货币国际化有显著的积极作用。文章认为，现阶段中国金融市场的发展程度还不够，不仅体现在证券交易规模较小和投资品种的丰富度不够方面，还体现在离岸人民币交易中心的缺位和境外人民币回流机制的不完善等方面。因此，作者建议应深化汇率制度改革并稳步推进资本账户开放，进而提高人民币的国际接受程度。^② 张国建等（2017）利用 GARCH 模型测度实际有效汇率波动性，并构建了影响人民币国际化长期因素的计量估计模型，然后基于中国 2002 - 2015 年的季度数据，使用 GMM 方法估计了实际有效汇率波动对人民币国际化程度的影响。研究发现，实际有效汇率波动是人民币国际化的重要影响因素，且具有显著的抑制效应，即汇率波动越大，越不利于人民币国际化。这意味着实际有效汇率在均衡区间内的弹性浮动，以及外汇储备多元化，对于稳步推进人民币国际化进程具有重要意义。^③

然而，关于人民币是否已具备国际货币的特征仍有部分争论。Fatum et al.（2017）基于 2011 - 2015 年的月度数据，使用波段频谱回归模型调查了市场不确定性与离岸市场人民币相对于传统避险货币的相对价值之间的关系，发现市场不确定性与人民币相对价值之间存在频率相关，且在样本的早期阶段人民币表现出了某种程度的避险货币特征，但仍无足够证据支持人民币已成为或正在成为避险货币。^④ 杨荣海和李亚波（2017）基于 2001 - 2015 年的季度

① 钟红、李宏瑾、王达（2017）：“本币发行国际债券影响因素实证分析——对人民币国际化和货币回流机制的启示”，《金融评论》，第 1 期，第 66 - 77 页。

② 彭红枫、谭小玉、祝小全（2017）：“货币国际化：基于成本渠道的影响因素和作用路径研究”，《世界经济》，第 11 期，第 120 - 143 页。

③ 张国建、佟孟华、梅光松（2017）：“实际有效汇率波动影响了人民币国际化进程吗”，《国际金融研究》，第 2 期，第 64 - 75 页。

④ Fatum, R., Yamamoto, Y. & Zhu, G. (2017). Is the Renminbi A Safe Haven? *Journal of International Money and Finance*, 79, 189 - 202.

数据,检验了中国实际资本账户开放度对人民币国际化“货币锚”地位的影响。研究结果表明,人民币已经成为全球大多数国家,特别是与中国有密切经济往来国家的隐性“货币锚”,且进一步开放中国资本账户会强化这一关系。^①

于恩锋和龚秀国(2017)从定性和定量两个方面,分析人民币“入篮”对SDR利率的影响。定性分析认为人民币的加入显著提升了SDR利率篮子的代表性和稳定性。定量分析使用标准差和变异系数以及均值分析方法,发现人民币的加入可以降低SDR利率的波动性,提升其稳定性和缓解其长期贬值趋势以增加吸引力,同时人民币的加入也显著提升了篮子货币利率平价的有效性。^②

人民币区域化不仅是人民币国际化的一个重要里程碑,还能够为人民币在更大范围的国际化提供经验借鉴。尹力博和吴优(2017)囊括了中国周边21个国家(地区)的货币,使用2011-2015年美元标价法下的汇率数据,以此来考察离岸人民币在中国周边国家的区域影响力以及对应的时变特征,结果表明:第一,无论是离岸还是在岸人民币,它们对东盟国家(地区)以及上合组织成员国的货币均存在着较高程度的溢出效应,这说明人民币的区域影响力已经凸现。第二,离岸和在岸人民币仍然受到两大体系中部分货币的强烈溢出效应,特别是来自新加坡元、新台币和韩元等的波动溢出,这意味着人民币尚不具备成为区域性的锚货币的绝对实力。第三,离岸和在岸人民币对周边国家货币的溢出效应随时间推移而不断发生变化,这表明上述结论有着明显的时变特征,不过其对整体趋势无显著影响。^③

王芳等(2017)研究了区域货币的使用对区域贸易一体化的影响。研究发现,区域货币的频繁使用与区域内贸易合作具有“U”型关系,且与使用区域外的主要国际货币相比,使用本区域货币进行交易,初期将增加区域贸易交易和结算的成本,对区域贸易合作产生不利影响。但是当区域货币使用达到一定规模之后,就会对区域贸易一体化产生明显促进作用。这说明,在货币区域化过程中,需要增强区域内国家之间的政策协调,加大区域内货币使用的广度和深度,避免其初期对区域经济贸易合作产生不利影响,从而在实现货币区域化的同时也促进区域贸易一体化。这对中国的“一带一路”发展战略和人民币国际化道路选择具有重大参考价值。^④

五、金融监管

本年度,有关金融监管的文献主要包括四个方面。一是银行业监管,以银行业宏观审慎监管、中央银行与政府应对银行业风险的政策措施和银行业风险的传染渠道等为主要内容。二是系统性风险的监管,涉及银行业系统风险、非金融部门系统性风险的传导机制和监管措施三方面的研究。三是跨境金融监管,重点研究金融监管的国际合作、国内监管的国际影响

^① 杨荣海、李亚波(2017):“资本账户开放对人民币国际化‘货币锚’地位的影响分析”,《经济研究》,第1期。

^② 于恩锋、龚秀国(2017):“人民币‘入篮’对SDR利率的影响——基于历史的视角”,《国际金融研究》,第1期。

^③ 尹力博、吴优(2017):“离岸人民币区域影响力研究——基于信息溢出的视角”,《金融研究》,第8期。

^④ 王芳、张策、何青、钱宗鑫(2017):“人民币区域化能促进贸易一体化吗”,《国际金融研究》,第7期,第86-96页。

等内容。四是影子银行监管,包括商业银行的影子银行行为及其影响因素,以及影子银行对金融系统和经济运行的影响。

在文献选取方面,主要以国内外最主要的38份经济学和金融学领域前沿期刊为对象,并纳入IMF、BIS、NBER等重要国际组织和经济研究机构的工作论文,共选取金融监管研究领域文献52篇,其中银行业监管领域入选文献20篇,占入选总数38%;系统性风险监管领域入选文献20篇,占入选总数38%;跨境金融监管合作研究领域入选文献7篇,占入选总数13%;影子银行监管领域入选文献5篇,占入选总数10%(见表4)。

表4 金融监管研究文献分布情况 单位:篇

	AER	JEP	JIE	JIMF	EM	ET	EL	IE	IJFS	JBF	JFS	JRFM	RF	BIS	Fed	NBER	JPE	JF	经济研究	世界经济	管理世界	国际经济评论	国际贸易研究	金融研究	国际金融研究	南方经济	合计	
银行业监管	0	0	2	0	1	1	1	0	1	1	1	2	0	0	1	0	1	1	0	1	2	0	1	2	0	20		
系统性风险监管	1	0	1	0	1	0	0	1	0	1	0	0	1	1	0	1	2	0	1	0	0	1	2	2	3	0	20	
跨境金融监管	0	1	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	7	
影子银行监管	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	2	1	5	
合计	1	1	5	2	2	1	1	1	1	3	1	2	1	2	1	1	3	2	1	1	2	1	2	2	3	8	1	52

注:表中,AER是American Economic Review的缩写。JEP是Journal of Economic Perspectives的缩写。JIE是Journal of International Economics的缩写。JIMF是Journal of International Money and Finance的缩写。EM是Economic Modelling的缩写。ET是Economic Theory的缩写。EL是Economics Letters的缩写。IE是International Economics的缩写。IJFS是International Journal of Financial Studies的缩写。JBF是Journal of Banking & Finance的缩写。JFS是Journal of Financial Stability的缩写。JRFM是Journal of Risk and Financial Management的缩写。RF是Review of Finance的缩写。BIS是国际清算银行的缩写。Fed是Board of Governors of the Federal Reserve System的缩写。NBER是美国国家经济研究局的缩写。JPE是Journal of Political Economy的缩写。JF是Journal of Finance的缩写。

数据来源:作者整理。

从上述统计结果可以看出,银行业监管和系统性风险监管构成了本年度金融监管研究的主体,跨境金融监管和影子银行监管的文献相对较少。长期以来,银行业监管都在金融监管研究领域占据主要地位。相比往年,本年度对于系统性风险监管的研究文献数量上升,与银行业监管文献数量并列第一。同时,学术界对跨境金融监管也有着密切关注。影子银行仍是我国金融市场的重要风险隐患,因此该领域的研究继续为国内外学者所关注。

(一) 银行业监管

银行业的监管是金融监管领域的核心。本年度的文献数量与系统性风险监管的文献数量并列第一。研究领域主要集中在宏观审慎监管、中央银行与政府应对风险的政策措施和银行业风险的渠道,其他研究涉及巴塞尔协议的相关措施、主权债务危机以及其他风险控制措施。

1. 银行业宏观审慎监管受到许多学者的关注。研究集中在如何监管由于金融创新和体系变革而产生的风险。Diamond et al. (2017) 研究了近百年间,银行在经济中所起作用的变化与银行体系监管的发展。结果表明,在2008年金融危机后出现了银行业监管四个创新:大幅提升资本充足率要求、实施流动性规定、建立新的监管机构维护金融体系稳定以及对大型银

行进行“压力测试”。^① D'Avino (2017) 检验了美国新的衍生品场外交易制度下替代合规框架是否引起了监管套利。结果表明,当美国银行遵循其所在国家(除美国外)的衍生品监管规定时,利率互换敞口增加,从而导致该国监管机构的监管力度加大。^② 李天宇等(2017)通过在 BGGDSGE 模型的基础上引入内生银行破产机制,并在福利损失函数中引入系统性风险因素,研究了宏观审慎政策的传导路径和政策搭配。结果显示,产出缺口和信贷量是以动态资本充足率和贷款价值比的宏观审慎监管体系的信号源,而且宏观审慎的监管政策作为常备政策要优于宏观审慎的货币政策。正确识别经济周期的驱动因素能促进政策更有效的传导至实体经济,同时能够更好的防控风险。

在联合使用两类宏观审慎政策时,合理的政策规则系数能够增加政策的正向外溢效果。^③ 高洁超等(2017)在 DSGE 模型中引入金融内生性,通过加入动态拨备和动产抵押两个变量,分析了银行和企业的关系,并研究了缓解信贷顺周期性的办法。研究发现,较高的动产抵押与企业抵押贷款比率,能够减轻企业融资难问题。而且金融稳定的达成,能够通过具有前瞻性和逆周期特征的动态拨备实现。^④ 刘雷(2017)通过分层线性模型分析了金融监管结构对存款人约束的影响。结果表明,存款人可以从存款选择渠道和存款利率渠道降低银行的风险行为,而较高的金融监管机构集中度会增强对银行资本充足率和盈利能力的约束,但在金融危机期间该种约束会得到缓解。^⑤ 张杰(2017)研究了在制度变革下中国金融体系的变化。结果发现,中国金融改革陷入金融市场化 and 金融控制的两难境地,特别是由于国家对于金融资源配置做出的风险承诺为国有银行改革带来有控制市场化和有限市场化的性质。^⑥

2. 中央银行为减缓银行业风险和应对银行业危机所采取的监管措施也是不少学者研究的重点。Céspedes et al. (2017) 研究了在银行业面临抵押品约束的开放经济中的非常规政策,模型分析了实际汇率、利率和金融摩擦之间的相互作用。结果显示,实际汇率可以通过净价值效应和杠杆率效应影响国际信贷约束。当市场中存在融资约束时,非常规政策是非中性的。信贷管理可以最有效的监管银行冲销干预措施,增加了可交易的外汇储蓄,缓解了金融摩擦。^⑦ 王晋斌、李博(2017)研究了不同货币政策工具对商业银行风险承担行为的影响。结果表明,在数量型货币工具调控的情况下,货币紧缩对商业银行风险承担的约束作用强于宽松货币政策对商业银行风险承担的促进作用;在价格型货币工具调控的情况下,则相反。商业银行在货币政策周期中存在“估值效应”、“追逐收益效应”以及“与央行交流和沟通效

① Diamond, D., Kashyap, A. & Rajan, R. (2017). Banking and the Evolving Objectives of Bank Regulation. *Journal of Political Economy*, 125 (6): 1812 - 1825.

② D'Avino, C. (2017). Banking Regulation and the Changing Geography of Off-Balance Sheet Activities. *Economics Letters*, 157 (C): 155 - 158.

③ 李天宇、张屹山、张鹤(2017):“我国宏观审慎政策规则确立与传到路径研究”,《管理世界》,第10期,第20-35页。

④ 高洁超、范从来、杨冬莞(2017):“企业动产融资与宏观审慎调控的配合效应”,《金融研究》,第6期,第111-125页。

⑤ 刘雷(2017):“金融监管结构会影响市场约束吗?——基于 HLM 模型的跨国实证研究”,《国际金融研究》,第6期,第85-96页。

⑥ 张杰(2017):“风险承诺、金融市场化与国有银行体系”,《国际金融研究》,第5期,第3-14页。

⑦ Céspedes, L., Chang, R. & Velasco, A. (2017). Financial Intermediation, Real Exchange Rates, and Unconventional Policies in An Open Economy. *Journal of International Economics*, 108 (s1): S76 - S86.

应”。资本充足率较高的银行倾向于承担更多风险，而且 A 股市场的繁荣也会加大商业银行的风险承担行为。^① Dell’Ariccia et al. (2017) 以新贷款的风险评级为标准，研究了美国银行系统的货币政策风险。结果显示，银行承担的事前风险与短期利率的增长负相关，而且该相关性在与全国商业周期不同步的地区更为明显，但是在金融危机期间则不显著。^② Katagiri et al. (2017) 研究了宏观审慎政策，认为与资本管制相比，危机期间的债务补贴是一种救助形式。论文提出，政府所采用的紧急救助政策与消费者抵押品约束的时间假设相关。研究表明，若消费者借款前已购买其资产且借贷被其资产价值所限制，则政府紧急救助是中性的，即资本管制审慎是可取的。若消费者借款的同时购买资产作为抵押品，则政府紧急救助优于资本管制。^③ 刘冲等 (2017) 研究了监管者行为的政治激励设计对于金融监管制度有效执行的影响。结果显示，银监局局长的升迁很大程度上取决于资本监管绩效，而且在政治激励下的监管行为能够促进城商行提高资本充足率并抑制其信贷投放。^④

3. 很多学者也大量研究了银行业风险的传染渠道和风险承担行为。Bouheni & Hasnaoui (2017) 研究了欧元区银行业中金融稳定的周期性，采用了 1999 - 2013 年间 722 家商业银行所组成的不平衡的动态面板数据。结果显示，商业周期与银行对风险资产的选择呈负相关，表明金融稳定具有周期性；商业周期与贷款之间存在正的协同性，因此，借贷和银行资本的顺周期性对欧元区商业银行的金融稳定性产生了负面影响。小型银行的借贷和资本具有周期性，而大型银行的借贷和资本则有反周期性。^⑤ Wu et al. (2017) 研究了外国银行的渗透是否影响新兴经济体国内银行对风险资产的选择，以及国外银行渗透率与国内银行对风险资产选择之间产生异质性的原因。结果表明，国内银行对风险资产的偏好随着外资银行的存在而增加，该现象对于效率较低的银行更为明显。而且如果外资银行是通过并购进入东道国市场，那么外资银行会对该国银行业的风险偏好产生更为显著的影响。^⑥ Rahman et al. (2017) 通过金砖五国 1190 家银行从 2007 - 2015 年的面板数据，研究了由银行效率产生的动机对于银行的资本持有和成本的影响。结果表明，效率高的银行通常持有较高的资本且收取较低的中介费。在全球金融危机期间，成本效率对银行资本产生了微弱但是积极的影响。^⑦ Chen et al. (2017) 研究了外资持股对银行风险资产选择的影响。结果显示，外资银行的风险偏好高于国内银行。外资银行的信息劣势、代理问题、其公司本部财务状况的传染效应以及外资银行

① 王晋斌、李博 (2017): “中国货币政策对商业银行风险承担行为的影响研究”, 《世界经济》, 第 1 期, 第 25 - 43 页。

② Dell’Ariccia, G., Laeven, L. & Suarez, G. (2017). Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel: Evidence from the United States. *Journal of Finance*, 72 (2): 613 - 654.

③ Katagiri, M., Kato, R. & Tsuruga, T. (2017). Prudential Capital Controls or Bailouts? the Impact of Different Collateral Constraint Assumptions. *Economic Theory*, 63 (4): 943 - 960.

④ 刘冲等 (2017): “政治激励、资本监管与地方银行信贷投放”, 《管理世界》, 第 10 期, 第 36 - 50 页。

⑤ Bouheni, F. & Hasnaoui, A. (2017). Cyclical Behavior of the Financial Stability of Eurozone Commercial Banks. *Economic Modelling*, 67 (C): 392 - 408.

⑥ Wu, J., Chen, M., Jeon, B. & Wang, R. (2017). Does Foreign Bank Penetration Affect the Risk of Domestic Banks? Evidence from Emerging Economies. *Journal of Financial Stability*, 31 (C): 45 - 61.

⑦ Rahman, M., Ashraf, B., Zheng, C. & Begum, M. (2017). Impact of Cost Efficiency on Bank Capital and the Cost of Financial Intermediation: Evidence from Brics Countries. *International Journal of Financial Studies*, 5 (4): 1 - 18.

国内与其所在东道国市场的差距等因素,都对外资银行产生差异化风险有潜在的影响。^①

4. 还有的研究涉及了巴塞尔协议的相关措施、主权债务危机以及其他风险控制措施。Giordana & Schumacher (2017) 研究了巴塞尔协议 III 中资本与资产比率、净稳定融资比率和流动性覆盖率等管理规定对于银行的盈利能力、资本水平和违约概率的影响。结果显示,重点针对期限错配的流动性监管能够降低平均银行违约概率,在管理银行违约概率上银行的融资结构相较于资产组合的特征更重要。在危机期间,遵循巴塞尔协议 III 可以缓解银行业违约风险。^② Zheng et al. (2017) 运用了孟加拉国的 32 家银行 2000-2015 年的面板数据,研究了资本要求对于银行盈利能力的影响。结果显示,增加银行的资本比率可以降低成本,提高盈利能力。同时,从巴塞尔协议 I 至巴塞尔协议 II 的发展对于孟加拉国的银行中介费用和银行盈利能力没有明显的影响。^③ Hatchondo et al. (2017) 将没有违约风险的债券加入主权风险的均衡模型中,并量化融资管制所带来的收益。结果表明,当发行的没有违约风险的债务达到总收入的 10% 时,主权债券利差从 4.2% 降为 1.5%,从而产生等同于 0.8% 永久消费增长的短期福利收益。^④ Crosignani (2017) 将主权债务水平模型与国内银行业资本化程度挂钩,解释了在欧元区外围国家中,一国的政府债券的持有量增加、其银行信贷供应减少以及持续的金融脆弱性等现象。结果表明,资本量低的银行会将其投资的政府债券组合优化为国内证券,与主权债券挂钩。若主权债务风险过高,资本量低的银行会减少私营部门贷款,以进一步增持国内政府债券,降低主权债券收益率,提升主权债务的偿还能力。^⑤ 冯金余、周亚虹 (2017) 研究了与近年来国内股市低位震荡相悖的新基金产品密集增长的现象。结果显示,造成这种现象的原因是新基金产品发行和销售权在管制严格与推出机制缺失的基金市场中有较大的牌照收益。放松牌照管制能够缓解该现象,并提升市场的创新水平。^⑥

(二) 系统性风险监控

本年度,系统性风险在国内外得到了很多关注,相关的文献数量与银行监管的文献数量并列第一。这类文献大多集中于对银行业系统风险的研究,包括探讨银行业系统风险产生和传播机制,分析银行业系统风险的预警、监测和度量,以及货币市场工具及其他监管措施对银行业系统风险的影响。此外,也有部分学者分析研究整体经济系统性风险的传导机制和监

① Chen, M., Wu, J., Jeon, B. & Wang, R. (2017). Do Foreign Banks Take More Risk? Evidence from Emerging Economies. *Journal of Banking & Finance*, 82 (C): 20-39.

② Giordana, G. & Schumacher, I. (2017). An Empirical Study on the Impact of Basel Iii Standards on Banks' Default Risk: the Case of Luxembourg. *Journal of Risk and Financial Management*, 10 (2): 1-21.

③ Zheng, C., Rahman, M., Begum, M. & Ashraf, B. (2017). Capital Regulation, the Cost of Financial Intermediation and Bank Profitability: Evidence from Bangladesh. *Journal of Risk and Financial Management*, 10 (2): 1-24.

④ Hatchondo, J., Martinez, L. & Onder, Y. (2017). Non-Defaultable Debt and Sovereign Risk. *Journal of International Economics*, 105 (C): 217-229.

⑤ Crosignani, M. (2017). Why Are Banks Not Recapitalized During Crises? . Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), *Finance and Economics Discussion Series No 2017-084*.

⑥ 冯金余、周亚虹 (2017): “金融管制、新产品密集发行与基金市场发展”,《财贸经济》,第 1 期,第 66-83 页。

管措施。

1. 对银行业系统风险产生和传播机制的研究涉及风险在金融和经济整体间的传染。方蕾、粟芳 (2017) 使用 OLS 和 FGLS 回归模型分析了促成系统性风险的因素, 并通过基于危机组和无危机组的 Oaxaca-Blinder 模型研究了各因素的贡献度。结果表明, 银行业系统性风险的形成主要是由于不合理的监管与消费者的储蓄率、信用度以及金融意识较弱。实体经济的平稳发展对于银行开放度的增加是有利的。^① 张勇等 (2017) 假设了经济主体非理性行为, 并从金融压力的角度分析了系统性金融风险, 研究了经济主体心理与行为偏差造成的风险溢出与传染效应。结果发现, 金融压力总体状况的高低状态间的转换与各金融子系统本身的压力状况相关。当金融处于高压状态下, 系统性金融风险的堆积和释放会加剧经济整体的波动。^② 纪敏等 (2017) 通过 MM 定理和增长方式分析了中国杠杆率结构与金融稳定的关系。通过对于 MM 定理的研究发现, 各企业杠杆率的差异是由信息成本、交易成本、税收负担以及预算约束等机制决定的。通过增长方式宏观分析的方法得出的结果显示, 中国的高杠杆率大多源自高储蓄支撑的投资导向增长模式。^③ 刘勇、白小滢 (2017) 在宏观金融网络分析框架中引入部门储蓄的内生再平衡机制, 并研究了杠杆率和负面冲击在部门间的传染路径对于中国去杠杆政策制定和宏观金融系统稳定的意义。研究发现, 冲击的平衡效应和反弹效应影响传染乘数, 而去杠杆可以直接和间接的方式缓解系统传染性。^④

张天顶、张宇 (2017) 使用成分期望损失 CES 和贝叶斯模型平均 BMA 方法, 研究了造成中国商业银行系统性风险的因素。研究发现, 上市商业银行的银行系统性风险发生率与银行规模、股权市账比和是否处于系统重要性地位正相关。增加非利息收入可以有效的降低系统性风险。^⑤ Hamdaoui (2017) 通过元分析的统计方法对金融自由化与银行危机之间关系的实证文献进行系统分析, 发现了现有文献的实证研究结论中存在的异质性。结果显示, 样本规模在解释以往结论中的分歧上起到重要作用。对于发展中国家而言, 采用多维度的措施往往能够减少金融深化和银行危机间的相关性。^⑥ Castiglionesi et al. (2017) 认为金融市场一体化促使银行减少流动性资产并持有更多高利润但流动性较差的投资产品, 研究了形成该投资组合变化的环境因素。结果显示, 若银行的冲击不存在相关性时, 金融市场一体化有助于流动性的重新分配。若银行业面临存在相关性的系统性冲击, 则该银行系统中存有的流动性资源要低于自给自足的经济体系。金融市场一体化在经济繁荣时能带来更稳定的银行间利率,

① 方蕾、粟芳 (2017): “全球银行业系统性风险的成因: 内忧还是外患? ——基于 74 个国家的比较分析”, 《国际金融研究》, 第 8 期, 第 65-74 页。

② 张勇等 (2017): “中国金融压力的度量及其宏观经济的非线性效应”, 《统计研究》, 第 1 期, 第 67-79 页。

③ 纪敏、严宝玉、李宏瑾 (2017): “杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验”, 《金融研究》, 第 2 期, 第 11-25 页。

④ 刘勇、白小滢 (2017): “部门杠杆率、部门储蓄与我国宏观金融系统传染性”, 《国际金融研究》, 第 10 期, 第 3-13 页。

⑤ 张天顶、张宇 (2017): “模型不确定下我国商业银行系统性风险影响因素分析”, 《国际金融研究》, 第 3 期, 第 45-54 页。

⑥ Hamdaoui, M. (2017). Financial Liberalization and Systemic Banking Crises: A Meta-Analysis. *International Economics*, 152 (C): 26-54.

但是在危机中便会造成利率的飙升。^① Fiala & Havranek (2017) 认为外资银行与东道国银行以及其国外公司本部间的关联性是导致该国银行业产生系统性风险的主要原因。论文运用极端价值理论的非参数方法,分析了1994-2013年捷克共和国、波兰、斯洛伐克和土耳其银行间风险的传染渠道。结果表明,系统性风险在本国银行间的传染率高达10%,而风险从外国银行总部传染至东道国分支银行的概率仅有5%。^②

2. 许多学者也研究探讨了银行业系统性风险的预警、监测和度量。Fendoğlu (2017) 研究了宏观审慎政策工具在遏制信贷周期性和投资流入对于新兴市场经济体周期性影响的有效性。结果表明,以贷款为基础的工具、以国内银行业监管为重点的措施和管理国内存款准备金率能够达成最有效的宏观审慎监管。^③ Cantão (2017) 认为若将资本管制归为成本一栏,则进入市场的投资者会减少,从而降低市场适应大订单流动的能力,也就意味着投资不会对汇率产生严重的影响。若将资本管制归为交易成本一栏,则有效价差将会减小。结果显示,资本管制可以有效降低失去外汇市场流动性这一隐性成本,但是也会对外汇市场造成负面的结构性影响,使其遭受流动性失衡。^④ 唐文进、苏帆 (2017) 应用风险激增的非线性机制使模型更贴近于极端金融事件,研究了跳跃未定权益分析模型预警系统性风险的可行性。结果显示,改进后的模型比传统模型提前大约3-6个月预警其系统性风险。^⑤ 徐国祥、李波 (2017) 使用因子分析法,建立了能够准确测度我国金融系统风险压力情况的日度中国金融压力指数,并根据指数数据建立MS-VAR模型研究了对物价水平、经济增长和利率水平的动态传导效应。结果表明,中国金融压力指数对物价水平有负影响,并且不同区制下的影响程度有所不同。^⑥

3. 货币市场工具及其他监管措施对系统性金融风险的影响也得到关注。Martin & Philippon (2017) 通过分析2000-2012年欧元区地区的私营部门杠杆率、财政政策、劳动力成本和利率的变化,采用对照实验的方法研究了不同政策在应对系统性风险时的作用,并将功能性限制、工具变量回归和控制组的应用相结合,从而区分信贷周期、过度的政府支出和资本流动突然放缓这三种现象。结果显示,宏观审慎政策和中央银行采取的防止市场分割的早期干预,能够有效减少经济衰退发生的概率。^⑦ Jiménez et al. (2017) 研究了宏观审慎政策对信贷供应周期性和实体经济的影响。结果发现,动态预防措施在经济衰退时期能够将信贷周期性

① Castiglionesi, F., Feriozzi, F. & Lorenzoni, G. (2017). Financial Integration and Liquidity Crises. *NBER Working Papers* No 23359.

② Fiala, T. & Havranek, T. (2017). The Sources of Contagion Risk in A Banking Sector with Foreign Ownership. *Economic Modelling*, 60 (C): 108-121.

③ Fendoğlu, S. (2017). Credit Cycles and Capital Flows: Effectiveness of the Macroprudential Policy Framework in Emerging Market Economies. *Journal of Banking & Finance*, 79 (C): 110-128.

④ Cantão, C. (2017). Effects of capital controls on foreign exchange liquidity. Bank for International Settlements, *BIS Working Papers* No 659.

⑤ 唐文进、苏帆 (2017): “极端金融事件对系统性风险的影响分析——以中国银行部门为例”, 《经济研究》, 第4期, 第17-33页。

⑥ 徐国祥、李波 (2017): “中国金融压力指数的构建及动态传导效应研究”, 《统计研究》, 第4期, 第59-71页。

⑦ Martin, P. & Philippon, T. (2017). Inspecting the Mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone. *American Economic Review*, 107 (7): 1904-37.

平稳化。当资本缓冲增加1个百分点，信贷量便会增加9个百分点，从而使得就业率与企业继续营业的概率都得到增加。^①

黄益平（2017）认为中国经济已经进入金融风险高发期，其原因包括：增长持续减速会催生僵尸企业，流动性充裕与投资机会不足同时存在，互联网金融和影子银行创造了更多的金融风险，政府兜底的措施很难再持续。政府应该采取的措施包括：将货币政策与宏观审慎监管政策并用，从而保持金融稳定，解决僵尸企业的问题，采用双峰监管模式。^② 吴晓求（2017）认为金融监管架构和监管重点会影响该国金融结构和风险特性。中国金融监管改革应该使微观与宏观审慎政策建立在一致的监管架构上，并从资本监管调整为资本与透明度监管并重的结构，创建具有双峰形态的监管框架。^③ 童中文等（2017）在DSGE模型中加入内生的金融系统性风险，研究了货币政策与宏观审慎监管的协同作用。结果发现，在高风险状态下宏观审慎货币政策的逆周期缓冲机制能够削减意外性货币政策的负面影响，从而起到减缓经济波动的作用。^④

4. 整个经济体系的系统性风险传导机制和监管措施也是部分学者研究的对象。Scholl（2017）研究了针对主权债务的随机动态政治经济模型，分析了主权债务的违约风险与该国内政变更的相关性。结论表明，内生的政治变更加大了不同政党间最优贷款量和主权债务违约政策的差异。执政党以积累外债的方式维持政府支出，提升选举连任的可能性，从而引发主权债务危机。同时，选举、外债和主权违约的动态相互作用增强了对执政党制度的约束性。^⑤ Tella（2017）研究了资产负债表衰退的原因与过程。结果发现，在有全要素生产率冲击的模型中，当在合同中加入经济总量能够削弱杠杆与集体风险分担之间的联系，消除驱动资产负债表衰退的风险，减少通向资产负债表的传染渠道。^⑥ Altavilla et al.（2017）研究了欧元危机期间和之后，导致银行主权风险敞口的原因以及敞口造成的影响。结果显示，在容易受到冲击影响的国家中，那些国有的、近期接受过救助的、资本量较低的银行在本国政府的压力下，相较于其他银行会持有更多的国内主权股份，表明了这些银行更容易受到道德劝说和追求收益的影响，而且其风险敞口放大了主权债务风险以及对贷款的影响。^⑦

（三）跨境金融监管

国内外众多学者在本年度继续在跨境金融监管领域展开了大量研究。除了金融监管的国

① Jiménez, G., Ongena, S. & Peydró, J. & Saurina, J. (2017). Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers, and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments. *Journal of Political Economy*, 125 (6): 2126–2177.

② 黄益平（2017）：“防控中国系统性金融风险”，《国际经济评论》，第5期，第80–96、5页。

③ 吴晓求（2017）：“中国金融监管改革：逻辑与选择”，《财贸经济》，第7期，第33–48页。

④ 童中文、范从来、朱辰、张炜（2017）：“金融审慎监管与货币政策的协同效应——考虑金融系统性风险防范”，《金融研究》，第3期，第16–32页。

⑤ Scholl, A. (2017). The Dynamics of Sovereign Default Risk and Political Turnover. *Journal of International Economics*, 108 (C): 37–53.

⑥ Tella, S. (2017). Uncertainty Shocks and Balance Sheet Recessions. *Journal of Political Economy*, 125 (6): 2038–2081.

⑦ Altavilla, C., Pagano, M. & Simonelli, S. (2017). Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission. *Review of Finance*, 21 (6): 2103–2139.

际合作继续成为这一领域的研究重点，全球化银行对一国监管的影响以及国内政策的跨境溢出效应也得到许多关注。

本年度跨境金融监管合作方面的研究重点关注如何确立超越国界的监管制度，及其与国内监管的协调问题。Obstfeld & Taylor (2017) 研究了在过去 150 年中，金融事件和金融危机对国际货币体系造成的影响，并提出当今的国际金融和货币体系仍面临着三大挑战。第一，如何确定各国货币之间的汇率。第二，一国如何在有国际收支逆差的情况下缓解逆差，并且避免大幅紧缩和溢出效应。第三，国际货币体系如何确保各国都能够获得充足的流动性。结论显示，汇率调整可以解决逆差问题，但是该国的中央银行会遭到操控汇率以平衡国际收支的谴责，在贸易和金融监管政策的基础上促进国际合作将帮助各国达到国际收支平衡。近年来各国持有的储备货币量增加，并且对于安全资产有过度的需求。^① Agénor et al. (2017) 以强调国际金融中心作用的核心-外围模型为基础，研究了具有协调性或不具有协调性的宏观审慎政策对银行业的影响。结果表明，假设经济中的摩擦只来源于金融摩擦和该国对外围银行的金融依赖，通过国际政策协调制定的政策与自我导向的政策之间存在明显的差异。国际合作能够带来巨大的收益，同时最优的宏观审慎政策需要解决政策效率过低的问题：短期而言，需要对政策工具进行调整，以缓解金融加速器的不良后果以及溢出效应；长期而言，政策的制定者需要考虑由金融摩擦造成的资本成本过高的影响。^②

此外，部分研究针对全球化银行对一国监管的影响以及国内政策的跨境溢出影响。Disyatat & Rungcharoenkitkul (2017) 实证检验了 31 个发达和发展中国家的债券利率的变化，研究了金融的全球化对于各国央行政策的有效性所造成的负面影响。国际上风险偏好变化的溢出效应使得货币政策的实施变得更为复杂。结论显示，发达国家经济体比新兴市场经济体更容易遭受全球金融危机的影响，而且对于金融全球化所带来的传染机制更为敏感。相反，金融溢出效应对于新兴国家的货币政策的影响较小。^③ Beirne & Friedrich (2017) 通过 1999 - 2012 年间发达和新兴经济体样本，研究了宏观审慎政策在管理跨境银行流动时的有效性。结果显示，在给定的银行部门结构下，较强的监管质量和较高的信贷与存款比率能够提高宏观审慎政策的效率，然而较高的成本与收入比率则会降低宏观审慎政策的效率。宏观审慎政策的边际效应表现为，将国际银行业总流入与国民生产总值的比率减小 0.5 个百分点。^④ Niepmann & Schmidt-Eisenlohr (2017) 研究了进出口商为规避风险而通过银行购买特殊贸易融资产品的规模，提出并实证检验了支付合同选择模型。结果显示，信用证和跟单托收的方式占据 2012 年美国出口商购买的融资产品的 10%，集中于少数的大型银行的大单交易中。出口商向具有良好合同执行情况的国家出口时通常会购买信用证，然而向合同违约风险较高的国

① Obstfeld, M. & Taylor, A. (2017). International Monetary Relations: Taking Finance Seriously. *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3): 3 - 28.

② Agénor, P., Kharroubi, E., Gambacorta, L., Lombardo, G. & Silva, L. (2017). The international dimensions of macroprudential policies. Bank for International Settlements, *BIS Working Papers* No 643.

③ Disyatat, P. & Rungcharoenkitkul, P. (2017). Monetary Policy and Financial Spillovers: Losing Traction? *Journal of International Money and Finance*, 74 (C): 115 - 136.

④ Beirne, J. & Friedrich, C. (2017). Macroprudential Policies, Capital Flows, and the Structure of the Banking Sector. *Journal of International Money and Finance*, 75 (C): 47 - 68.

家出口时则经常购买跟单托收。^① Fujiwara & Teranishi (2017) 采用线性二次框架研究了由垄断银行提供的有差别贷款合约所造成的金融摩擦对于开放经济中货币政策的影响。结果表明,政策合作的程度会导致不同的拉姆齐最优稳态。跨境政策合作能够稳定商业周期中出现的低效波动并且带来长期的稳定,而且该结论在任何程度的资本项目开放的情况中均成立。^② 葛奇 (2017) 研究了跨境资本流动对于新兴市场国家货币政策独立性和金融市场稳定造成的影响,以及国家的资本流动管理政策选择。结果发现,以交易币种为基础的歧视性宏观审慎管理工具和以交易者居住地为基础的资本管制措施是新兴市场国家管理资本流动的主要政策,积极的跨境资本流动管理是中国资本账户自由化过程的必要条件。^③

(四) 影子银行监管

本年度,影子银行继续受到国内学者的关注。相关研究主要涉及商业银行的影子银行行为及其影响因素,以及影子银行对金融系统和经济运行造成的影响。

商业银行的影子银行行为及其影响因素依然是学者研究重点。马亚明、徐洋 (2017) 通过多部门动态随机一般均衡 (DSGE) 模型分析了中国影子银行体系的特征,研究了当影子银行系统中部分资金无法用于借贷所造成的“金融窖藏”现象时,货币政策冲击对宏观经济变量所造成的影响。研究显示,在金融窖藏现象下,数量型和价格型货币政策的效率都被明显降低。^④ 韩珣等 (2017) 分析了促使非金融企业影子银行化的因素,并研究了该现象与融资结构的关系。结果发现,内源融资和外源融资对非金融企业从事影子银行活动的规模有显著正向效应,而且股权融资与债权融资占比高的企业从事影子银行活动的动机更强,同时宏观经济环境的迅速变化也促使了非金融企业影子银行化现象的加剧。^⑤ 黄晓雯 (2017) 采用 GARCH 模型实证检验了中国 28 家银行的 VAR 值与影子银行对传统银行的溢出效应值。结果显示,中国影子银行体系中所存在的风险普遍高于传统商业银行,而且两种银行体系间关联度较高,这也表明风险会在银行间传染并对其他金融主体产生溢出效应。^⑥

另外,部分学者也研究了影子银行对金融系统和经济运行造成的影响及其渠道。Chen et al. (2017) 研究了在 2012 年中国地方政府债务调整后出现的市场力量以及加速的利率市场化改革。结果发现,在跨部门的情况下,2009 年有部分省份的银行贷款增长率出现异常,这

① Niepmann, F. & Schmidt-Eisenlohr, T. (2017). International Trade, Risk and the Role of Banks. *Journal of International Economics*, 107 (C): 111 - 126.

② Fujiwara, I. & Teranishi, Y. (2017). Financial Frictions and Policy Cooperation: A Case with Monopolistic Banking and Staggered Loan Contracts. *Journal of International Economics*, 104 (C): 19 - 43.

③ 葛奇 (2017): “宏观审慎管理政策和资本管制措施在新兴市场国家跨境资本流出入管理中的应用及其效果——兼析中国在资本账户自由化过程中面临的资本流动管理政策选择”,《国际金融研究》,第 3 期,第 3 - 14 页。

④ 马亚明、徐洋 (2017): “影子银行、货币窖藏与货币政策冲击的宏观经济效应——基于 DSGE 模型的分析”,《国际金融研究》,第 8 期,第 54 - 64 页。

⑤ 韩珣、田光宁、李建军 (2017): “非金融企业影子银行化与融资结构——中国上市公司的经验证据”,《国际金融研究》,第 10 期,第 44 - 54 页。

⑥ 黄晓雯 (2017): “基于宏观审慎监管角度的影子银行风险溢出效应研究”,《南方经济》,第 7 期,第 85 - 99 页。

些银行大多都在2012-2015年期间开展了多项市级政府债券的发行以及包括委托贷款和理财产品在内的影子银行业务。^① Moreira & Savov (2017) 建立了影子银行的宏观金融模型, 将风险资产转化为普通债券, 这些债券在不确定性激增时便转化为流动性差的债券。当不确定性因素增加时, 影子银行的利差加大, 迫使银行通过密集的抵押品获取融资, 从而导致影子银行的崩溃。模型模拟了缓慢复苏、抵押品挤兑以及安全投资转移等现象, 并针对大规模资产购买、操作扭曲和其他干预措施提出建议。^②

六、非常规货币政策

金融危机以来, 零利率下限、非常规货币政策和货币政策正常化一直是各国央行关注的焦点。

在文献选取方面, 本部分从国内外主要经济学和金融学期刊以及重要国际组织和机构的工作论文中, 选取了与非常规货币政策相关的文献15篇。其中, 非常规货币政策入选文献11篇, 占总数73%; 零利率下限入选文献4篇, 占总数27%。表5展示了国际货币体系与非常规货币政策研究领域的文献分布情况。

表5 2017年非常规货币政策研究文献分布情况 单位: 篇

	JIMF	JDA	ADB I	CJE	EJPE	国际金 融研究	国际经 济评论	南开经 济研究	金融 研究	合计
非常规货币政策	3	1	1	0	0	1	2	2	1	11
零利率下限	1	0	0	1	1	1	0	0	0	4
合计	4	1	1	1	1	2	2	2	1	15

注: JIMF 是 Journal of International Money and Finance 的缩写。JDA 是 Journal of Developing Areas 的缩写。ADB I 是 Asian Development Bank Institute Working Papers 的缩写。CJE 是 Canadian Journal of Economics 的缩写。EJPE 是 European Journal of Political Economy 的缩写。

数据来源: 作者整理。

(一) 非常规货币政策

金融危机爆发后, 在传统货币政策工具失效、经济增长停滞不前的背景下, 各国的政策实践及学界的理论创新共同推动了非常规货币政策工具的兴起。各大央行通过对传统工具的改良和创新, 发展出了 TAF、TSLF、CPFF、QE、前瞻指引、扭曲操作、宏观审慎管理等一系列非常规政策工具。

^① Chen, Z., He, Z. & Liu, C. (2017). The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes. *NBER Working Papers* No 23598.

^② Moreira, A. & Savov, A. (2017). The Macroeconomics of Shadow Banking. *Journal of Finance*, 72 (6): 2381 - 2432.

大量学者从不同角度评估了非常规货币政策的有效性。刘元春等(2017)对金融危机后非常规货币政策工具的应用效果进行了评述。文章指出,非常规货币政策工具在经济复苏与金融稳定中发挥了重大作用,但由于出台年限较短、发展还不完善,其在应用过程中也产生了一些问题,效果上亦存在差异。^①李晓和王晗(2017)评述了日本央行的量化宽松“新政”,认为将操作目标由货币供给量转向收益率曲线(长期利率)控制,是日本量化宽松政策的一次重大调整。虽然由于日本经济原有的结构性问题仍然存在,且面临着更为复杂的国际政治经济形势,“新政”难以解决“旧政”所积累的矛盾与问题,但其金融政策框架的调整与财政政策和政府“成长战略”协调的重视等趋向,在很大程度上意味着日本银行正在试图回归正常化的货币政策,并为其金融缓和政策探寻一个“出口”。^②

囿于欧盟特定的法律、历史和制度因素,以及货币与财政、金融一体化进程的失衡,欧洲央行在量化宽松政策的推出时机、进程和结构安排等方面较其他国家而言均体现出诸多不同。因此,刘程和佟家栋(2017)针对欧元区非常规货币政策的实施及其绩效进行了述评。研究指出,货币、金融与财政三个领域一体化程度的失衡、市场融资结构、“最终贷款人”授权的缺失以及对“定向主权债务救济”的担忧是造成欧元区非常规政策在很长时间里呈现保守和折衷特征的关键原因。这些因素既影响了欧洲央行设计和推出非标准化措施的时机和力度,也对其货币政策目标的实现效果产生了重要影响。尽管欧元区非常规货币政策在操作力度上偏于保守,在时机上略显迟滞,整体效果也显著低于英国和美国,但它的积极效果仍值得期待。^③ Jger & Grigoriadis(2017)则通过比较欧元区危机国和非危机国的利差反应,来评估欧洲央行非常规货币政策的有效性。研究发现,货币政策事件和证券市场购买计划都对债券收益率利差存在显著的负向影响,比较结果显示:直接货币交易计划降低了危机国和非危机国的利差,但长期再融资操作和存款利率降至0仅在非危机国有效;证券市场购买计划降低了危机国的利差,但对非危机国却产生了相反的影响。^④

葛奇(2017)探讨了美联储资产负债表缩减的决定因素及其影响。研究指出,决定美联储资产负债表长期规模的主要因素是美联储负债中流通的货币量和准备金余额的长期水平,前者取决于美联储对未来名义GDP增长趋势的估计,后者则取决于美联储对未来货币政策执行框架的选择。和危机前的以提高联邦基金利率作为紧缩性货币政策的主要工具不同,由于这次量化紧缩政策的特点是美联储可以同时运用短期利率和资产负债表两种政策工具,这意味着美联储能够通过资产负债表的缩减来部分地取代联邦基金利率的提高,而不至于改变紧缩性货币政策的总体效果,这在一定程度上将缓和升息对经济造成的负面影响。^⑤

① 刘元春、李舟、杨丹丹(2017),“金融危机后非常规货币政策工具的兴起、发展及应用”,《国际经济评论》,第2期,第62-78页。

② 李晓、王晗(2017),“日本银行的量化宽松‘新政’:特征、背景及其面临的挑战”,《国际经济评论》,第3期,第91-110页。

③ 刘程、佟家栋(2017),“欧元区非常规货币政策的实施及其绩效述评”,《南开经济研究》,第4期,第3-24页。

④ Jger, J. & Grigoriadis. (2017). The Effectiveness of the ECB 'S Unconventional Monetary Policy: Comparative Evidence from Crisis and Non-Crisis Euro-Area Countries. *Journal of International Money and Finance*, 78, 21-43.

⑤ 葛奇(2017),“从量化宽松到量化紧缩——美联储缩减资产负债表的决定因素及其影响”,《国际金融研究》,第9期,第45-56页。

另有大量学者研究了大国非常规货币政策的实施对其他国家经济、利率、财政政策和企业行为等的溢出效应。Adhikari (2017) 评估了美联储量化宽松货币政策的溢出效应,发现量化宽松货币政策对金砖国家的实际 GDP 产生了不利的影响,尤其是对于巴西和俄罗斯的负向溢出效应程度显著大于其他金砖国家。这暗示金砖国家应采取一些政策措施以隔离美国货币政策的负向冲击。^① Belke et al. (2017) 探讨了美联储非常规货币政策对国际间收益率关系的影响,发现长期利率在金融危机前已表现出全球性的普遍下行趋势,美联储的债券购买行为并没有打破全球利率协同下行的趋势。此外,也没有证据表明美联储的债券购买行为对美国自身的利率存在独立的、显著的影响。^② Bemhard & Ebner (2017) 比较研究了美联储、欧洲央行、英格兰银行和日本央行的非常规货币政策公告对瑞士的资产价格的溢出效应,发现未预期到的非常规货币政策扩张会降低瑞士政府和公司债券的收益率,导致瑞士法郎升值并抑制瑞士股票价格。此外,比较研究结果显示,首先,欧洲央行的非常规货币政策公告的溢出效应力度最强。其次,非常规货币政策对剩余期限为 7-10 年的政府债券的溢出影响最大。再次,在引入最低汇率后,非常规货币政策对瑞士的汇率和国债收益率的影响的显著性减弱,这表明瑞士国内的货币政策部分抵消了外部冲击的影响。最后,正面和负面的非常规货币政策公告的溢出效应强度存在非对称性。^③

杨经国 (2017) 探讨了危机传染下一国量化宽松政策对于另一国财政政策效果的影响。该文章构建了一个带有金融摩擦的两国动态随机一般均衡模型,研究发现金融危机通过贸易联系进行跨国传染,其传染效应又通过金融加速器被进一步放大。在此机制作用下,本国应对金融危机的财政政策效果会受到外国量化宽松政策的影响:当外国量化宽松政策较弱时,本国财政政策可以较好地治理金融危机传染。但当外国量化宽松政策过强时,本国财政政策的挤出效应便会占主导,使得本国的投资波动和金融市场波动加剧,进而导致本国的财政政策失效。^④ 张靖佳等 (2017) 基于汇率网状溢出效应视角,利用中国海关数据,研究了欧洲量化宽松货币政策对中国企业出口行为的影响,发现:(1) 从总体效果来看,欧洲量化宽松政策的汇率溢出效应促进了我国企业出口额和出口量的增长。(2) 从各国对上述汇率溢出效应的反应差异来看,上述政策使我国企业对出现升值反应的国家出口额(量)增加,使我国企业对出现贬值反应的国家出口额(量)减少。(3) 从比较各国与我国汇率反应之间的差异来看,上述政策使我国企业对相对人民币升值的国家出口额(量)增加,对相对人民币贬值的国家出口额(量)减少。(4) 从比较企业贸易类型的差异角度上,一般贸易在汇率溢出效应的影响下,出口额和出口量增长幅度最大,而加工贸易企业的出口行为受到的影响较小。(5) 从比较企业所有权性质的角度出发,汇率溢出效应对外资企业和民营企业的出口积极影

① Adhikari, D. R. (2017). Has Fed's Policy Hurt the World Economy? *Journal of Developing Areas*, 51 (1), 361-372.

② Belke, A., Gros, D. & Osowski, T. (2017). The Effectiveness of the Fed's Quantitative Easing Policy: New Evidence Based on International Interest Rate Differentials, *Journal of International Money and Finance*, 73, 335-349.

③ Bemhard, S. & Ebner, T. (2017). Cross-Border Spillover Effects of Unconventional Monetary Policies on Swiss Asset Prices, *Journal of International Money and Finance*, 75, 109-127.

④ 杨经国 (2017): “金融危机传染、量化宽松与财政政策”, 《南开经济研究》, 第 5 期, 第 37-59 页。

响最大，国有出口企业受到的影响最小。^①

虽然大国货币政策会对其他国家产生溢出效应，但其他国家的经济变化与货币政策应对，也可能对大国产生回溢效应。Punzi & Chantapacdepong (2017) 评估了非常规货币政策对亚太地区的溢出效应及其回溢效应，发现尽管发达国家的非常规货币政策对亚太地区产生了溢出效应，但亚太地区的宽松货币政策也对发达国家存在回溢效应，尤其是大量国际资本流向亚太地区，对发达国家的资产价格造成压力，增加了其金融脆弱性。^②

（二）零利率下限

金融危机爆发以来，多国央行被迫逐步降低利率水平。但由于零利率下限的约束，这些国家极易陷入流动性陷阱，导致外部冲击被放大和本国宏观政策功能受限。因此，大量学者研究了零利率下限约束下各国货币政策、财政政策和经济改革等政策的有效性。

Bodenstein et al. (2017) 利用两国 DSGE 模型探讨了零利率下限情况下外部冲击的影响，发现如果本国存在零利率下限的约束，那么外部需求冲击对本国的影响就会放大。此外，流动性陷阱的持续时间是内生决定的，不利的外部冲击会延长流动性陷阱的持续时间，使得本国经济的收缩效应更强；而正面的外部冲击则会帮助本国经济更快走出流动性陷阱。^③ 邢曙光和黄梅波 (2017) 研究了零利率约束下的货币联盟内部财政政策的协调。研究发现，当本国遭受技术冲击时，如果政府可以接触金融市场，零利率约束下的本国政府支出缺口上升幅度增加，外国政府支出缺口下降幅度减少；否则，零利率约束下的本国政府支出缺口下降幅度增加，外国政府支出缺口上升幅度减少。此外，零利率约束会增加本国通货膨胀波动，减少外国通货膨胀波动，但对产出缺口的影响取决于财政约束条件。因此，无论政府面临何种财政约束，零利率约束均将恶化本国福利，改善外国福利，整体上恶化货币联盟福利。^④

Michaelis & Watzka (2017) 利用 TVP-VAR 模型，实证研究了不同时期的零利率约束环境下，日本量化宽松货币政策的时效性变化。研究发现随着时间的变化，日本的量化宽松货币政策的影响也存在明显差异，尤其是自 2013 年以来，日本的量化宽松货币政策对实际 GDP 和 CPI 的正面影响更加积极与持久，这可能反映了“安倍经济学”计划的影响。^⑤ Vogel (2017) 利用 QUEST 宏观经济模型分析了零利率下限约束下结构性改革的效果，发现与“正常时期”相比，在零利率下限约束下，结构性改革对短期产出的影响不积极，甚至可能为负，但负的净效应很小且持续期短暂。这意味着在零利率约束背景下实施结构性改革短期成

① 张靖佳、孙浦阳、古芳 (2017): “欧洲量化宽松货币政策对中国企业出口影响——一个汇率网状溢出效应视角”, 《金融研究》, 第 9 期, 第 18-34 页。

② Punzi, M. T. & Chantapacdepong, P. (2017). Spillover Effects of Unconventional Monetary Policy in Asia and the Pacific. Asian Development Bank Institute, *ADBI Working Papers* No 630.

③ Bodenstein, M., Erceg, C. J. & Guerrieri, L. (2017). The Effects of Foreign Shocks when Interest Rates are at Zero. *Canadian Journal of Economics*, 50 (3), 660-684.

④ 邢曙光、黄梅波 (2017): “零利率约束下的货币联盟内部财政政策协调”, 《国际金融研究》, 第 1 期, 第 49-58 页。

⑤ Michaelis, H. & Watzka, S. (2017). Are There Differences in the Effectiveness of Quantitative Easing at the Zero-Lower-Bound in Japan Over Time? *Journal of International Money and Finance*, 70, 204-233.

本较高，可能会削弱改革的强度。^①

七、小结

2017年，汇率问题依然是国际金融领域的研究热点。国内外学者在汇率影响的不对称性方面取得了一系列进展，针对汇率波动的影响、汇率传递等的许多研究表明主导型货币的存在，亦即在双边贸易中，主导型货币汇率变动的影响要强于非主导型货币。此外，利用全球价值链测算并解释实际有效汇率也日益获得重视。部分学者利用全球价值链理论重新测算了实际有效汇率并对其进行了研究。由于 Rogoff 之谜的存在，目前对汇率的研究缺乏权威的理论模型，许多学者利用以 RBC 模型或新凯恩斯模型为基础的 DSGE 模型以解释汇率变动、测算均衡汇率，并对如何解释汇率变动以及提升预测模型准确度、解决汇率偏离之谜等问题提出了多种猜想。然而，当前研究依然没有在汇率预测领域取得太大突破，这有待后续研究。国内学者对人民币汇率波动及其影响、人民币外汇干预等做了大量研究，利用多种模型、从各个方面探讨了人民币汇率波动的原因、影响并提出了与汇率相关的传递渠道，学者们还探讨了人民币“汇改”的经验教训。整体而言，国内学者的研究实践性较强，但在均衡汇率、汇率偏离的模型理论解释等国际热点问题上仍存在不足。

2017年国际资本流动的研究议题主要集中在国际资本流动的特征与风险识别、国际资本流动的动因、国际资本流动的影响和国际资本流动管理四个方面。关于国际资本流动的理论研究并无新的突破性进展，大多数研究仍是使用实证方法对国际资本流动的原有理论或事实进行检验，主要得出了以下结论。第一，近期全球资本流动出现了“大缓和”现象，但存在国别性的差异，低收入国家的私人资本流动存在顺周期性，高收入国家的私人资本流动的顺周期性较弱。第二，除了影响国际资本流动的诸多传统因素外，腐败、交易成本和移民等因素可能更能解释部分国家的国际资本流动。第三，国际资本流动会对相关国家的实体经济、银行信贷和资产价格等要素产生影响。第四，国际资本流动管理十分重要，可在相关指数和预警机制建立的基础上，加强宏观审慎监管。目前关于国际资本流动的研究，仍局限于在过去的理论框架下解释国际资本流动的新特征，解释力度有限。未来的研究应基于国际资本流动的新特征，构建新的诸如宏观审慎管理等理论框架，为各国应对国际资本流动新特征与新风险提供理论依据。

从2017年全球主要经济学与金融学期刊的发表文献情况可以看出，国际货币体系方向的研究相对较少，主要是继续探讨国际货币体系的缺陷与变化，而关于人民币国际化的研究则相对丰富，学者们使用实证方法得出了以下主要结论。第一，人民币国际化应主要路径选择与节奏把握。第二，人民币是否已具备国际货币的特征仍有争论。第三，人民币区域化是人民币国际化的重要里程碑，且能够为人民币国际化提供借鉴。关于国际货币体系的研究尚无突破性进展，而关于人民币国际化的研究，仍局限于实证检验人民币国际化的路径、风险应对与影响。未来的工作。或可在两个方面加强和深化：第一，可强化关于人民币国际化的理论研究。例如，目前实现或者部分实现国际化的货币（美元、欧元、英镑和日元），都是在货币发行国跨入发达国家行列之后实现的货币国际化，人民币作为新兴经济体的货币，其国

^① Vogel, L. (2017). Structural Reforms at the Zero Bound. *European Journal of Political Economy*, 48, 74-90.

际化进程与发达经济体的货币国际化进程有何区别？其面临的挑战和机遇在哪里？第二，人民币国际化与数字货币发展之间的关系问题。

2017年关于非常规货币政策的研究，主要集中在两个方面。其一，继续探讨非常规货币政策的有效性，发现非常规货币政策的有效性不仅受法律、历史和制度因素的影响，还取决于政策推出的时机、进程、以及其他政策的配合等。其二，大国非常规货币政策的实施对其他国家经济存在溢出效应。关于零利率下限的研究，主要集中在零利率环境下宏观政策的有效性，方法上大致分为两类：一是将零利率下限嵌入宏观经济模型中，模拟宏观政策的有效性。二是利用实证方法，检验零利率下限环境中宏观政策的有效性。未来的研究应更多的展望非常规货币政策正常化的路径以及影响，为各国非常规货币政策正常化提供理论依据。

2017年度，金融监管领域文献主要集中在银行业监管和系统性风险方面，同时也有部分研究涉及跨境金融监管以及影子银行的监管措施，学者们重点研究了以下方面。第一，预防由于金融创新和体系变革而产生的风险，研究银行业风险的传染渠道和风险承担行为。第二，系统性风险形成的原因，找出该类风险的国内外传导机制，从而更有效的预警、监测和度量风险。第三，全球化的银行体系对一国监管的影响以及对国内政策的跨境溢出效应。第四，影子银行对我国金融系统的影响也是研究重点。在研究方法上，国内外学者主要是采用面板数据和宏观经济模型并得出了以下主要结论。第一，有关部门针对银行业风险以及系统性风险应该加大监管力度和建立新的监管机构，以维护金融体系稳定。第二，随着金融体系国际化程度不断增加，各国应该加强国际合作，建立超越国界的监管制度，以减少金融摩擦确保货币的流动性。目前，由于美联储的持续升息，全球金融市场的不确定性因素不断增加，部分新兴经济体正面临货币危机的挑战，未来的研究可着力于全球金融安全网的建设、新兴经济体的宏观审慎监管、危机处置机制等问题的研究。