

学科综述

2016 年国际金融学综述

宋爽 张驰 陆婷*

【内容提要】2016 年度，国际金融学科就全球金融危机后国际金融状况展开了研究。国内外学界针对人民币国际化、国际金融监管改革、资本流动管理、汇率政策、超常规货币政策与溢出效应、影子银行发展等领域，结合金融危机的形成、爆发和应对，继续对已有理论进行反思和修正，取得了丰硕的研究成果。同时，部分学者基于新的市场变化，从政策角度对国际金融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。研究方法多元化，以实证分析为主导是 2016 年度相关研究的最大特色。

【关键词】汇率 资本流动 金融监管 非常规货币政策 人民币国际化

一、前言

2016 年度，国际金融学科研究主要集中在人民币国际化、国际金融监管改革、资本流动管理、汇率政策、超常规货币政策与溢出效应、影子银行发展等领域。本篇综述以 38 份国内外最主要的经济学和金融学领域前沿期刊，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，对国际金融学科热点问题的相关文献进行了梳理。2016 年这些刊物和机构共发表了国际金融领域相关研究文献 190 篇。其中，汇率方面的文献最多，共 89 篇，约占 47%；金融监管方面的文献 61 篇，排名第二，约占 32%；资本流动方面的文献 17 篇，约占 9%；国际货币体系及非常规货币政策、人民币国际化方面的文献分别为 13 和 10 篇，分别占 7% 和 5%。一方面，可以看出，作为国际金融学术研究经典领域的汇率问题，依然是最引人注目的焦点。另一方面，金融监管开始成为学术界关注的热点，而资本流动、非常规货币政策以及人民币国际化研究发展则有所放缓。（见图 1）

* 宋爽，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员，songshuang@cass.org.cn。张驰，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后。陆婷，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，luting@cass.org.cn。作者感谢匿名审稿人的建设性意见，并自负文责。

发表数量(篇)

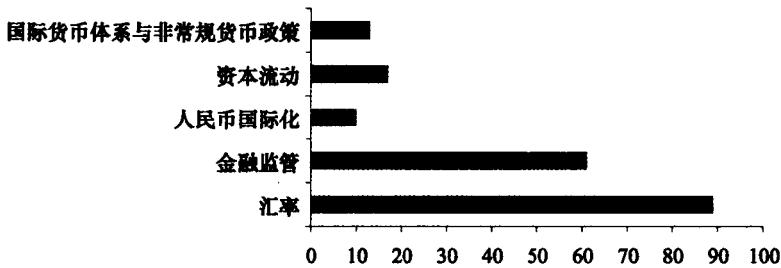


图1 2016年国际金融研究文献主要领域分布

数据来源:作者整理。

二、汇率

汇率问题一直是国际金融领域的研究重点,在国际金融前沿文献中举足轻重。2016年度汇率相关文献主要包含8个主题:汇率波动的影响、汇率制度、汇率传递、外汇市场、汇率预测、汇率波动的宏观解释、利率平价以及其他领域。其他领域的研究主题包括:对实际汇率的解释、汇率与经济增长、汇率的政治经济学、人民币国际化与汇率的关系和均衡汇率。

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的工作论文,2016年这些刊物共发表了汇率领域相关研究文献89篇。其中,汇率波动的影响文献22篇,占25%;汇率制度的相关文献14篇,占16%;汇率传递的文献12篇,占13%;外汇市场文献10篇,占11%;汇率预测文献10篇,占11%;有关汇率波动宏观解释的文献5篇,占6%;利率平价文献5篇,占6%;其他领域文献11篇,占12%。表1展示了汇率研究各个领域的文献分布情况。

表1

2016年汇率研究文献分布情况

单位:篇

	AER	CWE	EJ	JF	JIE	JIMF	QJE	RDE	RIPE	BIS	IMF	ECB	NBER	世界 经济 研究	金融 研究	国际金 融研究	经济学 (季刊)	财政 经济	南开经 济研究	数量经济技 术经济研究	统计 研究	国际贸 易问题	国际经 济评论	金融 评论	合计
汇率波动的影响	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	3	2	1	1	2	0	0	7	0	2	22
汇率制度	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0	1	0	0	0	3	2	0	0	0	1	0	1	2	0	14
汇率传递	0	0	0	0	2	2	0	0	0	1	3	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	12
外汇市场	0	0	0	1	0	4	0	0	0	0	1	0	2	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	10
汇率预测	0	0	0	0	0	4	1	0	0	0	0	1	0	0	0	3	0	0	0	1	0	0	0	0	10
汇率波动的宏观解释	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	5
利率平价	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5
对实际汇率的解释	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
汇率与经济增长	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3
汇率的政治经济学	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
人民币国际化与汇率的关系	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
均衡汇率	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
合计	1	2	1	1	5	14	1	1	1	5	9	3	5	1	7	10	1	2	2	2	1	10	2	2	89

注:表中AER是American Economic Review的缩写,CWE是China and World Economy的缩写,EJ是The Economic Journal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,QJE是Quarterly Journal of Economics的缩写,RDE是Review of Development Economics的缩写,RIPE是Review of International Political Economy的缩写,BIS是国际清算银行的缩写,IMF是国际货币基金组织的缩写,ECB是欧洲中央银行的缩写,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2016年的汇率国内外研究动态,在介绍文献的同时,注重对文献进行归类、梳理和评述。

(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2016年国内外汇率研究的热点。该领域的文献大体可分为7个方面,即汇率波动对贸易、宏观变量、行业资源错配、微观企业、工资、股市和大宗商品价格的影响。这7个方面的文献数量分布见图2所示,多数研究集中于汇率波动对贸易的影响和对微观企业的影响,占比分别为36%和27%。

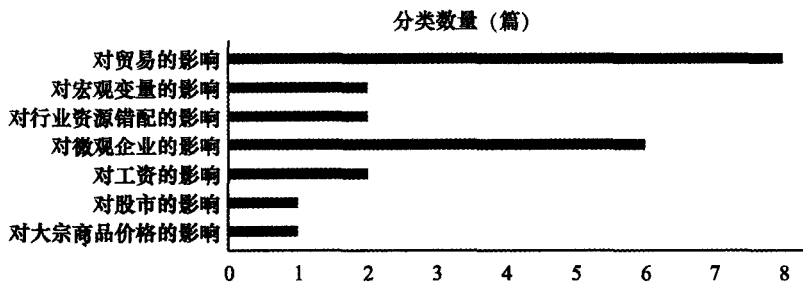


图2 2016年汇率波动的影响文献分类情况

数据来源:作者计算整理。

1. 汇率波动对贸易的影响。王雪等(2016)研究了美国对中国、欧洲、日本的双边出口贸易中,第三国汇率效应的存在性及其特性。结果表明,双边贸易除受到双边汇率波动的负面影响,还受第三国汇率因素的影响。中国向美国(欧洲、日本)的出口贸易量随相应第三国汇率波动的扩大而增加,随第三国汇率升值而减小。^① Yang & Gu (2016)采用引力模型,研究了基于基准货币的汇率变化对双边贸易的影响。理论模型显示,一个国家的货币相对基准货币的升值会促进该国的进口,但是对出口的影响却是模糊的;而一国货币相对于基准货币的剧烈波动则会抑制进口。从实证角度,将两种货币的双边汇率分解为二者分别对基准货币的双边汇率,为避免反向因果关系提供了新的选项。^② Qiu et al. (2016)采用1995-2011年OECD-WTO对附加值贸易的统计数据,以Hodrick-Prescott滤波技术研究了实际汇率和比较优势变化对中日贸易波动的影响,结果表明实际汇率的变化对中日贸易波动具有显著的正向影响。^③

曹伟等(2016)将邻国效应引入汇率与贸易关系的理论框架,实证检验了汇率变动、邻国效应对中国与“一带一路”国家双边贸易的影响。结论表明,汇率变动对双边贸易的影响

① 王雪、胡未名、杨海生(2016):“汇率波动与中国双边出口贸易:存在第三国汇率效应吗?”,《金融研究》,第7期,第1-16页。

② Yang, G. & Gu, Q. (2016). Effects of exchange rate variations on bilateral trade with a vehicle currency: Evidence from China and Singapore. *Journal of International Money and Finance*, 68, 50-73.

③ Qiu, B., Wu, F., Tang, B. & Liu, X. (2016). Changing Comparative Advantage, Real Exchange Rate Impact and Sino-Japanese Trade Fluctuations. *China and World Economy*, 24 (6), 64-86.

普遍小于邻国效应的影响。邻国效应表现为“竞争抑制”关系，人民币贬值将改善中国对这些国家的贸易收支，但影响极为有限。^① 苏立峰、彭飞（2016）认为要想正确评估人民币汇率对加工贸易进出口的影响方向和程度，就必须考虑国内价值率的变动。实证结果显示，人民币汇率升值会显著降低加工贸易出口和进口。由于加工贸易出口品中，国外价值部分和国内价值部分受人民币汇率升值的影响方向相反，因此不同的国内价值率水平会使加工贸易进出口的汇率弹性发生改变。^② 戴翔等（2016）检验了实际有效汇率对服务出口复杂度的影响，结果显示，总体上实际有效汇率上升能够促进服务出口复杂度。分组检验发现这种影响主要表现在发达经济体，而对发展中经济体无显著影响。^③

2. 汇率波动对宏观变量的影响。崔百胜等（2016）构建带有汇率波动的内生经济增长模型，发现人民币汇率波动加剧对资本流入的影响不确定，取决于厂商对进口资本的依赖程度，以及出口商品价格在一价格水平中的相对权重。采用 TVP-VAR-SV 模型的检验结果表明，人民币汇率波动对于利率和资本流入的影响乘数在整个样本期内均为负值且保持相对稳定，而利率波动对于资本流入的影响乘数则表现为“先低 - 后高 - 再低”的时变特征。对于不同提前期的汇率波动冲击，预期在利率和资本流入反应中起到重要作用；不同时点的汇率波动冲击，资本流入反应程度与汇率波动幅度之间正相关。^④

3. 汇率波动对行业资源错配的影响。余静文（2016）基于 2005 年人民币汇率制度改革的事件，采取双重差分的方法研究了汇率变动对行业资源错配程度的影响。结果表明，汇率变动会对资源错配产生显著影响，且该影响主要来自市场竞争更加激烈的行业。^⑤ 张靖佳、陈璐瑶（2016）研究了 2005 年汇改冲击对中国出口行业生产率分布的影响，并进一步考察了不同行业属性对这一关系的影响。结果显示，2005 年的汇率冲击显著缩小了中国出口行业的生产率分布。从行业角度看，汇改冲击对低利润率出口行业的影响显著；从地区角度看，汇率改革对东部地区出口行业减少资源错配的效果显著。^⑥

4. 汇率波动对微观企业的影响。谭小芬等（2016）基于“企业 - 产品 - 出口目的地”层面的海关出口交易数据的研究显示，当中国与目的地汇率波动增加时，中国企业出口额、出口产品的种类都会显著减少，并且在产品结构上企业出口会更多集中于核心产品，而金融市场化程度的提高会显著抑制汇率波动的负面作用。^⑦ 田朔等（2016）实证分析了企业层面实

① 曹伟、言方荣、鲍曙明（2016）：“人民币汇率变动、邻国效应与双边贸易——基于中国与‘一带一路’沿线国家空间面板模型的实证研究”，《金融研究》，第 9 期，第 50 - 66 页。

② 苏立峰、彭飞（2016）：“人民币汇率变动对加工贸易的影响：国内价值率提高的放大效应”，《外贸经济》，第 7 期，第 107 - 120 页。

③ 戴翔、郑岚、张为付（2016）：“汇率变动是否影响了服务出口复杂度——基于跨国面板数据的实证分析”，《南开经济研究》，第 6 期，第 23 - 40 页。

④ 崔百胜、赵星、张毅（2016）：“汇率波动加剧、资本流入反应与货币政策效应”，《国际贸易问题》，第 7 期，第 153 - 164 页。

⑤ 余静文（2016）：“汇率变动与资源错配——基于中国工业行业数据的分析”，《国际贸易问题》，第 10 期，第 155 - 164 页。

⑥ 张靖佳、陈璐瑶（2016）：“汇率冲击与中国出口行业生产率分布”，《南开经济研究》，第 5 期，第 74 - 88 页。

⑦ 谭小芬、王雅琦、卢冰（2016）：“汇率波动、金融市场化与出口”，《金融研究》，第 3 期，第 15 - 30 页。

际有效汇率变动（包括汇率变化和汇率波动）对中国企业出口额的影响，结果表明汇率升值和汇率波动均对企业出口产生显著的负向影响，以五种标准划分的子样本回归结果显示，不同种类企业在面临汇率变动时的反应不尽相同。^①

许家云、田朔（2016）以中国制造业企业为样本，使用倍差法考察了2005年以来人民币升值对中国制造业出口企业加成率的影响。结果表明，与非出口企业相比，出口企业的加成率在汇改后显著降低，并且出口依赖度越高的企业，人民币升值对其加成率的负面影响越大。从加成率分布的角度来看，人民币升值降低了出口企业加成率的分散度，从而有益于优化资源配置。^② 陈晓珊、袁申国（2016）基于企业异质性视角，研究了上一经济周期中人民币汇率“缓升”对企业生存与经营行为的作用机制，结果发现汇率“缓升”对沿海地区企业、民营企业、资本和技术密集型企业、大型企业生存模式的冲击较小，对内陆企业、国有企业、劳动和资源密集型企业、中小型企业生存模式的冲击较大。^③ Kaiser & Siegenthaler（2016）采用瑞士制造业企业的数据，研究了实际汇率变化与企业技能需求之间的关系。结果发现，当汇率升值时企业会增加熟练工人的雇佣而减少非熟练工人的雇佣，因为非熟练工人更易被进口的输入品所替代。^④

5. 汇率波动对工资的影响。徐建炜、戴觅（2016）通过构造理论模型，分析了汇率变动对员工收入的影响，发现汇率升值会通过进口竞争、出口收益和进口成本三种渠道影响员工收入。以中国企业数据的回归结果显示，人民币汇率升值1%会导致员工工资下降1%，进口竞争效应下降0.6%，出口收益效应下降0.5%，进口成本效应造成上升0.1%。进一步研究发现，不同类型企业的收入汇率弹性差异显著，因此汇率调整还影响企业间的员工收入差距。^⑤ 佟家栋、许家云（2016）研究发现，人民币升值与出口企业员工的平均工资呈倒U形关系。人民币升值使出口企业内部职工之间的工资差距显著扩大，即对技能劳动力工资的提升作用大于非技能劳动力。人民币升值未能显著提升出口企业的劳动收入份额，因为其在提高职工平均工资的同时，还促进了企业劳动生产率的提高。^⑥

6. 汇率波动对股市的影响。江春等（2016）构建开放经济条件下的两国模型，并结合无抛补利率平价理论以及考虑投资者异质性的股价动态调整方程，分析了人民币汇率预期、外汇市场干预与中美息差影响股价的作用机理。在此基础上的实证结果显示，人民币汇率预期、外汇市场干预和中美息差对股价的影响，存在显著的区制异质性，而且三者的影响程度依次减弱。在人民币出现较大幅度贬值预期的条件下，贬值预期的进一步增强及息差缩小或是

① 田朔、张伯伟、沈得芳（2016）：“汇率变动与中国企业出口——兼论企业异质性行为”，《国际贸易问题》，第7期，第141-152页。

② 许家云、田朔（2016）：“人民币汇率与中国出口企业加成率：基于倍差法的实证分析”，《国际贸易问题》，第2期，第145-155页。

③ 陈晓珊、袁申国（2016）：“汇率‘急跌缓升’与企业生存能力——基于人民币‘新常态’与异质性视角的实证研究”，《国际贸易问题》，第6期，第155-166页。

④ Kaiser, B. & Siegenthaler, M. (2016). The Skill-biased Effects of Exchange Rate Fluctuations. *The Economic Journal*, 126 (592), 756-780.

⑤ 徐建炜、戴觅（2016）：“人民币汇率如何影响员工收入？”，《经济学（季刊）》，第4期，第1603-1628页。

⑥ 佟家栋、许家云（2016）：“人民币汇率与出口企业的职工工资：红利还是阻力”，《国际贸易问题》，第10期，第143-154页。

“倒挂”均会导致股价下跌,此时央行的负向外汇干预有“止跌”作用,但该作用较小且不显著;而当人民币处于小幅贬值或是升值预期的环境中,升值预期的进一步增强及息差扩大会导致股价上涨,此时央行大幅的正向外汇干预可能会助长股市泡沫。^①

7. 汇率波动对大宗商品价格的影响。丁剑平、向坚(2016)从大宗商品进口国汇率的视角,研究了国际大宗商品价格与汇率之间的动态关系。首先,在样本内和样本外预测中,中国和韩国的名义有效汇率对本国大宗商品价格有稳健的预测能力,但是日本和印度不显著。同时,四国名义有效汇率对国际大宗商品价格和国际原油价格具有很好的预测能力。其次,对影响预测结论差异的结构性因素进行研究,发现汇率制度和贸易依存度具有重要影响。^②

(二) 汇率制度

汇率制度是一国经济制度的重要组成部分,不少学者在这一领域展开国际研究。Cook & Devereux (2016)指出,独立的货币政策和灵活的汇率制度有助于一国缓解宏观经济冲击,但近年来许多国家已将利率下调至接近下限,由此限制了政策制定者应对宏观冲击的能力。他们认为,在零利率约束下且政策缺乏有效的“前瞻性指引”机制,浮动汇率制度可能不如固定汇率制度。^③ Martin (2016)以180个国家的面板数据展开系统分析,发现灵活的汇率制度在非工业化国家之间提供了更快的经常账户调整。当面对国际相对价格变化时,出口会对消费者行为作出反应,成为经常项目调整的重要渠道。^④

崔小勇等(2016)发现,不同汇率制度对不同发达程度经济体对外贸易的影响不同。总体来看,中间汇率制度对贸易产生的正向影响最大,固定汇率制度次之,浮动汇率制度对贸易的影响为负。在各国汇率制度和发展水平不同的情况下,各国汇率制度的福利效应也存在明显的差异。^⑤ 王伟等(2016)以121个国家的面板数据研究发现,实行固定汇率制度以及中间汇率制度的经济体,其外汇储备相对规模更高,并指出中国所处的发展阶段以及汇兑安排是导致外储规模高企的重要因素。^⑥

与此同时,国内学者对于人民币汇率制度的讨论也如火如荼。余永定等(2016)指出人民币贬值不可怕,当前汇率维稳机制弊端重重。建议尽快引入人民币兑篮子汇率的宽幅区间波动的新机制,兼顾浮动汇率和防止汇率超调,并与必要的资本管制措施配合^⑦。余永定、

① 江春、司登奎、李小林(2016):“汇率预期、中美息差及央行外汇干预对股票价格的影响”,《国际金融研究》,第6期,第36-51页。

② 丁剑平、向坚(2016):“从进口国汇率视角看国际大宗商品价格波动”,《国际金融研究》,第8期,第48-59页。

③ David Cook, Michael B. Devereux (2016). Exchange rate flexibility under the zero lower bound. *Journal of International Economics*, 101, 52-69.

④ Martin, F. E. (2016). Exchange rate regimes and current account adjustment: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 65, 69-93.

⑤ 崔小勇、张鹏杨和张晓芳(2016):“汇率制度转型的贸易和收入效应”,《金融研究》,第9期。

⑥ 王伟、杨娇辉、王曦和朱立挺(2016),“发展阶段、汇兑安排与中国高外汇储备规模”,《世界经济》,第2期。

⑦ 余永定、张斌和张明(2016):“尽快引入人民币兑篮子汇率宽幅区间波动”,《国际经济评论》,第1期。

肖立晟(2016)指出,面对贬值压力,中国货币当局必须在汇率稳定、保住外汇储备、保持货币政策独立性、资本项目适度开放(或维持适度的资本管制)四个目标中选择三个,为此人民币汇率应尽快实现可自由浮动。为防止汇率过度超调,可以引入人民币盯住宽幅一篮子货币作为过渡措施,在防止人民币出现超调的同时避免过度干预外汇市场,最大限度减少外汇储备的损耗。^①张明(2016)指出,未来的人民币汇率改革方向有四种潜在选择:维持现状,回到中间价日常干预,让人民币汇率自由浮动,或建立年度宽幅汇率目标区。无论采取何种汇改选择,在下一阶段,中国政府都应加强对短期资本流动的监测与管理,在资本账户开放方面仍应坚持渐进、可控与审慎的原则^②。

(三) 汇率传递

2016年汇率传递的文献明显增多,主要涉及汇率对物价、进出口价格等方面的传递效应。宫健等(2016)构建开放经济下物价波动平滑转换(STR)模型,考察了综合产出缺口指数、货币、国际利差及汇率波动对中国物价波动的多渠道传递作用。主要结论是,物价预期对当期物价的反应系数大小与实际有效汇率的变动方向相反,而产出缺口与物价波动的同向趋势会随实际有效汇率的上升而加强。货币供应量增长率与物价波动的滞后变动具有时差同向关联,国际利差变动对物价波动的作用方向呈非线性特征,但其资本引导效率的下降反映了国内利率工具应用策略的独立性困境。实际汇率变动率主要通过资本渠道体现对物价波动的反向关联效应,利率和汇率的相互依托也发挥着重要作用。^③

陈平等(2016)使用时变参数状态空间模型研究了当人民币名义双边汇率变动时,进出口价格传递效应的动态变化。结果发现,第一,无论人民币升、贬值,各国进口价格对人民币汇率的传递系数都非常接近。第二,人民币汇率波动时,中国进口企业从东盟国家进口商品的定价能力具有差异性。^④Auer & Schoenle(2016)以美国进口价格的微观数据,从公司定价的视角研究了汇率传导效应。结果发现,对价格变化作出最大反应的正是对价格变化最不敏感的进口商,进口价格对汇率变化与市场份额变化之间呈U形关系,而与竞争进口商的价格呈峰形关系。^⑤Jašová et al.(2016)研究了全球金融危机以来,汇率与通胀之间的传递效应。他们发现,第一,金融危机后新兴经济体的汇率传递效应在下降,而发达经济体的汇率传递效应相对较低并保持稳定。第二,新兴市场的传递效应下降与通胀率下降有关。第三,汇率的传递效应具有显著的非线性特征。^⑥Roitman & Caselli(2016)估计了新兴市场汇率与

① 余永定和肖立晟(2016):“论人民币汇率形成机制改革的推进方向”,《国际金融研究》,第11期。

② 张明(2016):“人民币汇率形成机制改革:历史成就、当前形势与未来方向”,《国际经济评论》,第3期。

③ 宫健、高铁梅和刘开(2016):“物价波动与产出缺口、货币政策关联影响效应研究——基于汇率传递视角的STR模型”,《财贸经济》,第5期。

④ 陈平、刘兰凤和袁申国(2016):“基于汇率传递的中国进出口企业定价能力研究——时变参数状态空间模型”,《国际贸易问题》,第7期。

⑤ Raphael A. Auer & Raphael S. Schoenle(2016). Market structure and exchange rate pass-through. *Journal of Finance*, 98, 60-77.

⑥ Jašová, M., Moessner, R. & Takáts, E. (2016). Exchange rate pass-through: What has changed since the crisis? *BIS working paper* No. 583.

消费者价格之间的传递效应,结果显示货币贬值期间汇率对消费价格传递效应具有的非线性和不对称性的特征。^① Donayre & Panovska (2016) 以加拿大和墨西哥为研究对象,研究汇率传递效应和经济活动之间的关系,也得出了非线性关系的结论。^②

(四) 外汇市场

该领域的研究重点集中在对外汇市场压力、外汇市场有效性以及央行干预行为持续性的讨论上。王芳等(2016)采用门限误差修正模型,将外汇市场2010年11月至2015年11月在岸与离岸人民币汇率联动关系划分到两个区制,得到以下三方面主要结果。第一,当在岸-离岸汇差小于门限值时,市场处于“均衡区制”,在岸汇率对离岸汇率具有引导作用,市场自我调节机制重建长期均衡关系速度较快。第二,当在岸-离岸汇差大于门限值时,市场处于“偏离区制”,离岸汇率呈现均值回归特征,在岸市场呈现“追涨杀跌”特征,人民币汇率失衡严重。第三,若中央银行以维持外汇市场“均衡区制”作为汇率政策目标,有效推动“偏离区制”向“均衡区制”回归,则可引导市场预期,使市场自我调节机制更好地发挥作用。^③

陈昊等(2016)利用MVGARCH模型和VAR模型,探讨了在人民币国际化和国内金融体制改革稳步推进时期,在岸和离岸利率之间联动关系的动态变化及其原因。结果发现,近年来人民币境内外资金市场的联动关系增强,其中人民币在岸资金市场对离岸资金市场的引导作用明显增强,而离岸对在岸资金市场的影响有所下降。^④ Adler & Mano (2016)发现很多中央银行为持续干预外汇市场积累了大量的外币头寸,并据此讨论了央行干预外汇市场的成本问题。以2002-2013年间73个国家的数据估算央行干预外汇市场的总成本和边际成本,结果发现中等新兴市场干预外汇市场的边际成本在2-5.5%之间,干预的总成本占GDP的0.2-1.2%之间。央行通过扩大资产负债表对外汇市场进行持续的干预所产生的财政成本不容忽视。^⑤

(五) 汇率预测

该领域文献主要集中在对汇率走势的预测方面。Ince et al. (2016)利用8种货币对美元汇率在1973-2014年的数据,评估了泰勒模型的短期预测能力。数据结果支持泰勒规则而非随机游走,但是,在泰勒差异模型中利率差异、购买力平价和货币模型等方面的可预测性仍

① Roitman, A. & Caselli, F. G. (2016). Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets. *IMF Working Paper* No. 16/1.

② Donayre, L. & Panovska, I. (2016). State-dependent exchange rate pass-through behavior. *Journal of International Money and Finance*, 64, 170-195.

③ 王芳、甘静芸、钱宗鑫和何青(2016):“央行如何实现汇率政策目标——基于在岸-离岸人民币汇率联动的研究”,《金融研究》,第4期。

④ 陈昊、陈平、杨海生和李威(2016):“离岸与在岸人民币利率定价权的实证分析——基于溢出指数及其动态路径研究”,《国际金融研究》,第6期。

⑤ Adler, G. & Mano, R. (2016). The Cost of Foreign Exchange Intervention: Concepts and Measurement. *IMF Working Paper* No. 16//89.

然较弱。^① Byrne et al. (2016) 发现在全球经济的变化中, 泰勒模型的参数可能会受到结构性不稳定因素的影响, 当语序泰勒规则的时变参数在不同国家间存在差异时, 预测能力将会更强。^② Farhi & Gabaix (2016) 认为极端灾难会导致一国利率、汇率、期权和股票市场的联合波动, 与之相关国家的资产价格也会随时间变化, 并基于此提出了一种新的汇率模型。该模型解释了汇率预测领域一系列重大难题, 比如汇率的过度波动、远期溢价和套利交易的超额回报以及股票和汇率之间的关系等。实证结果显示, 该模型能够较好的预测灾难信号与汇率、期权之间的变动关系。^③ 李艳丽等 (2016) 比较了各类模型对人民币汇率波动的样本外预测能力, 结果发现指数平滑模型要优于 ARCH 模型和 GARCH 模型, 同时 ARCH 模型预测能力优于 GARCH 模型。从单个期限上的预测能力来看, 无论是短期、中期、长期, 指数平滑模型的预测能力亦优于其他模型。^④ 陈浪南等 (2016) 基于噪声模型和马尔可夫机制转换模型, 研究了人民币汇率的动态决定过程。结果表明, 人民币汇率大多处于基本面机制之中。基本面机制具有突出的持续性, 而噪声机制具有剧烈的波动性。在基本面机制时, 人民币汇率主要受中美隔夜利率差的基本面因素影响。在噪声交易机制时, 人民币汇率主要受汇率的过去趋势和即期汇率与中间价汇率的边界效应的噪声因素影响^⑤。

(六) 汇率波动的解释

汇率波动的宏观解释也是汇率研究的重要方向, 通过将汇率波动与国内外的宏观变量相联系, 为政府经济政策制定提供更为全面和宏观的视角。Lee (2016) 扩展了 Dornbusch (1976) 的汇率超调模型, 研究了外汇储备与汇率的关系。结果表明, 一个金融稳定的经济体如果外部资产中外汇储备的占比很高, 将会放大汇率对国内和国际货币政策冲击的反映, 超过汇率超调模型的结果。因为高比例的外汇储备可能意味着国内货币的释放, 这在金融基础稳定的经济体中还会被进一步强化。^⑥ Kohlscheen et al. (2016) 研究了大宗商品价格对汇率变化的作用, 发现二者即使在高频数据下也具有经济上和统计上的显著关系, 而且不受风险变化和风险偏好的影响。这一结果说明汇率的变化并非纯随机, 在套利、全球不确定性和风险偏好以外, 大宗商品价格也是一个重要因素。^⑦ Maveé et al. (2016) 研究了全球金融危

① Ince, O., Molodtsova, T. & Papell, D. H. (2016). Taylor rule deviations and out-of-sample exchange rate predictability. *Journal of International Money and Finance*, 69, 22 - 44.

② Byrne, J. P., Korobilis, D. & Ribeiro, P. J. (2016). Exchange rate predictability in a changing world. *Journal of International Money and Finance*, 62, 1 - 24.

③ Emmanuel Farhi & Xavier Gabaix (2016). Rare Disasters and Exchange Rates. *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (1), 1 - 52.

④ 李艳丽、邓贵川和李辰阳 (2016): “人民币汇率波动的预测——基于损失函数和 DM 检验的比较分析”, 《国际金融研究》, 第 2 期。

⑤ 陈浪南、王升泉和吴圣金 (2016): “噪声交易视角下人民币汇率的动态决定研究”, 《国际金融研究》, 第 7 期。

⑥ Lee, J. (2016). Exchange Rate Dynamics with Foreign Reserves: Revisiting the Dornbusch Overshooting Model. *Review of Development Economics*, 20 (2), 406 - 414.

⑦ Kohlscheen, E., Avalos, F. & Schrimpf, A. (2016). When the walk is not random: commodity prices and exchange rates. *BIS working paper* No. 551.

机爆发后南非兰特波动的驱动因素, 结果发现大宗商品价格波动、全球市场波动和国内政治的不确定性为主要因素, 源于美国的经济惊喜也具有显著作用, 而来自南非、欧洲和中国的经济惊喜则不显著。^① 司登奎等 (2016) 通过将央行外汇干预引入到包含风险溢价的无抛补利率平价中, 以非线性自回归分布滞后 (NARDL) 模型进行了实证研究。结果表明, 第一, 汇率预期与央行外汇干预对人民币即期汇率具有显著的短期和长期非对称影响, 人民币即期汇率均更易受升值预期影响。第二, 央行的正向外汇干预能够一定程度上遏制人民币升值, 但负向外汇干预会助推人民币进一步贬值。第三, 中美息差的缩小短期内会导致人民币贬值, 长期则会导致人民币升值。第四, 风险溢价下降短期内会导致人民币贬值, 在长期却会导致人民币升值。^②

(七) 利率平价

2016 年利率平价继续受到国际学者的重视, 主要对现实中偏离抛补利率平价和无抛补利率平价的现象及其原因展开研究。Sushko et al. (2016) 指出抛补利率平价的失效已成为当前谜题, 大量证据显示危机后抛补利率偏差不能由银行信贷和流动性因素来解释。作者建立了一个套利限制 (limits-to-arbitrage) 模型, 说明抛补利率平价失效在危机期间是由于非常规货币政策引起的外汇对冲失衡所致, 而危机后将资产负债表用于承担大量失衡的净外汇对冲风险的成本高昂, 高风险溢价导致市场出清的远期汇率超出抛补套利平价可解释的范畴。^③ Avdjiev et al. (2016) 研究了美元走势、跨境银行贷款和抛补利率平价偏差之间的三角关系。更强势的美元常常伴随着更大的抛补利率平价偏差和美元跨境贷款的收缩。抛补利率平价偏差对美元走势的微分灵敏度能够解释抛补套利利润的截面差异。作者认为抛补利率平价偏差的幅度反映银行资产负债表能力, 美元信贷反映银行杠杆, 指出支撑前述三角关系的是美元对银行杠杆影子价格的作用。^④ Fukuda (2016) 研究了全球金融危机和欧元区危机期间, 英镑和丹麦克朗相对抛补利率平价条件呈现不同特征的原因。结果显示, 货币市场风险对于解释全球金融危机期间的偏差至关重要, 而欧盟银行的信用风险和市场风险对于解释欧元区危机期间的偏差很有效。欧盟银行的信用风险和市场风险对不同货币偏离抛补利率平价的程度具有非对称效果, 从而解释了英镑和丹麦克朗在此期间的不同特征。^⑤

① Maveé, N., Schimmelpfennig, A. & Perrelli, R. (2016). Surprise, Surprise: What Drives the Rand/U. S. Dollar Exchange Rate Volatility? *IMF Working Paper* No. 16//205.

② 司登奎、江春、李小林 (2016): “基于汇率预期与央行外汇干预的汇率动态决定: 理论分析与经验研究”, 《统计研究》, 第 9 期, 第 13-21 页。

③ Sushko, V., Borio, C., McCauley, R. N. & McGuire, P. (2016). The failure of covered interest parity: FX hedging demand and costly balance sheets. *BIS working paper* No. 590.

④ Avdjiev, S., Koch, C., McGuire, P. & von Peter, G. (2016). International prudential policy spillovers: a global perspective. *BIS working paper* No. 589.

⑤ Fukuda, S. (2016). Strong Sterling Pound and Weak European Currencies in the Crises: Evidence from Covered Interest Parity of Secured Rates. *NBER Working Paper* No. 21938.

(八) 其他领域

我们将所有涉及其他领域的文献整理汇总在这一部分,界定的标准是涉及的文献数目。列为其他领域不是说这些领域不重要,而是因为2016年的汇率文献中涉及这些领域的研究不多。其他领域主要包括5个方面:汇率与经济增长、对实际汇率的解释、汇率的政治经济学、人民币国际化与汇率的关系以及均衡汇率。

1. 对实际汇率的解释。主要从贸易条件、债务违约、劳动者技能和生产率等几个方面展开。Asonuma (2016) 通过动态随机一般均衡模型,研究了实际汇率与债券违约概率之间的关系。他们认为,实际汇率首先受到贸易商品冲击而贬值,进而导致外债风险上升并引发实际违约。违约发生后,该国产品在国际市场的准入门槛提高,产品成本上升,将导致实际汇率的进一步贬值。^① Bodart & Carpentier (2016) 根据贸易理论的最新发展,利用1950-2010年间22个国家的面板数据研究指出,长期劳动者技能结构是影响实际汇率的关键因素,技术熟练的劳动者比例永久性增加将导致实际汇率的长期升值。^② Seoane (2016) 使用阿根廷数据,估计了一个实际汇率时变参数与随机游走和资本流动约束的小型开放经济体的模型,发现时变参数与实际汇率在1936-2006年期间相关。作者基于此提出内生实际汇率的两部门模型,其中,固定生产率冲击与本国溢价一起解释了实际汇率变化的大部分因素。^③

2. 汇率与经济增长。主要涉及汇率升值、贬值和汇率波动对经济增长的影响。Yan et al. (2016) 构建中国省市层面的实际有效汇率(REER),检验了其对各地区经济增长的作用。结果表明,REER贬值通过提升净出口和降低FDI成本,能够促进地区经济增长。进一步研究发现,REER贬值影响了内陆地区的经济增长,但是对沿海地区无影响。^④ Habib et al. (2016) 采用外部工具研究了后布雷顿森林体系时期实际汇率变化对经济增长的作用,工具变量包括:全球资本流动与单个国家金融开放的相互作用、官方储备的增长率。结果发现,实际汇率的升值(贬值)显著地影响实际GDP增长,效应强于前期文献的估计。不过,这一结果仅在实行盯住汇率的发展中国家得到证实。^⑤ 李丽玲、王曦(2016)在Barro经典增长模型基础上引入资本账户开放和汇率波动,以182个国家的面板数据检验了资本账户开放与汇率风险对经济增长的综合作用。结果发现,不考虑汇率波动时资本账户开放存在“门槛效应”,对中高收入国家经济增长具有明显促进作用,对低收入国家作用相反;考虑汇率波动

① Asonuma, T. (2016). Sovereign Defaults, External Debt, and Real Exchange Rate Dynamics. *IMF Working Paper* No. 16/37.

② Bodart, V. & Carpentier, J. (2016). Real exchange rates and skills. *Journal of International Money and Finance*, 67, 305-319.

③ Seoane, H. D. (2016). Parameter drifts, misspecification and the real exchange rate in emerging countries. *Journal of International Economics*, 98, 204-215.

④ Yan, G., Li, S., Lin, Y. & Li, J. (2016). Real Effective Exchange Rate and Regional Economic Growth in China: Evidence from Provincial Data. *China and World Economy*, 24 (6), 43-63.

⑤ Habib, M. M., Mileva, E. & Stracca, L. (2016). The real exchange rate and economic growth: revisiting the case using external instruments. *ECB working paper* No. 1921.

时,资本账户开放的增长效应有所弱化,其边际效应随汇率波动增大而减小。^①

3. 汇率的政治经济学。Steinberg (2016) 认为部分发展中国家政府操控金融体系导致了汇率的低估。国有银行会站在某些利益集团的角度支持汇率低估。实证研究支持了上述论断,在那些拥有庞大制造业部门的发展中国家,国有银行与汇率低估的行为相联系;企业调研数据显示国有银行为汇率低估而增加对制造业部门的支持。由此说明,国家制度会影响汇率政策,尽管其影响取决于社会的利益结构。^② Jalles et al. (2016) 在考虑潜在政治条件的基础上,研究了汇率制度对财政纪律的作用。理论模型显示,具有强大政治(长期的政治视野和高度的凝聚力)的国家常伴随着更好的财务表现,但是固定汇率可能会改变这一结果并导致较弱的财政纪律。以 79 个国家的面板数据回归,上述假设得到验证:强政治对财政纪律的积极作用不足以抵消固定汇率制度的负面作用。^③

4. 人民币国际化与汇率的关系。王书朦 (2016) 构建境外人民币需求影响因素理论模型,并借助协整检验、误差修正模型与马尔科夫转换机制和向量自回归模型,检验各类因素对以离岸市场的境外人民币需求动态变化的影响。研究结果表明,人民币汇率预期波动对境外人民币需求产生较强的长期影响效应,并且当人民币汇率预期处于不同波动区间状态下,各类影响因素对境外人民币需求变化会产生明显的非对称性冲击。^④

5. 对均衡汇率的研究。姚宇惠、王育森 (2016) 研究总结了人民币均衡汇率的决定框架,指出人民币均衡汇率在中长期由购买力平价、贸易壁垒和资本管制决定,在短期由利率和资本流动决定。以此为理论基础,作者选取了一系列衡量长短期因素的经济变量,构建协整方程对 1998 - 2014 年人民币兑美元均衡汇率进行了测算,并用估计方程对 2015 年上半年的均衡汇率做了计算。作者认为中国 2012 年以后出现的资本流入下降、美联储加息预期和中国央行相对宽松的货币政策共同导致了本轮人民币汇率的贬值。^⑤

三、资本流动

本部分统计了 38 份国内外最主要的经济学和金融领域前沿期刊,以及 IMF 和 BIS 的工作论文。2016 年这些刊物共发表了资本流动领域相关研究文献 17 篇。其中,研究国际资本流动影响因素的文献 7 篇,占 42%;研究宏观政策与资本流动的文献 5 篇,占 29%;资本流动其他领域文献 5 篇,占 29%。下图展示了资本流动研究各领域的文献分布情况。

① 李丽玲、王曦 (2016):“资本账户开放、汇率波动与经济增长:国际经验与启示”,《国际金融研究》,第 11 期,第 24 - 35 页。

② Steinberg, D. A. (2016). Developmental states and undervalued exchange rates in the developing world. *Review of International Political Economy*, 23 (3), 418 - 449.

③ Jalles, J. T., Mulas-Granados, C. & Tavares, J. (2016). Fiscal Discipline and Exchange Rates: Does Politics Matter? *IMF Working Paper No. 16//230*.

④ 王书朦 (2016):“汇率预期波动视角下境外人民币需求动态变化——基于离岸人民币市场的研究”,《国际金融研究》,第 11 期。

⑤ 姚宇惠和王育森 (2016):“人民币均衡汇率的再研究:1998 - 2015”,《国际金融研究》,第 12 期。



表 2

2016 年资本流动研究文献分布情况

单位: 篇

	JIMF	NBER	AER	EJ	国际贸易 问题	世界经济 与政治	合计
影响国际资本流动的因素	3	1	1	0	1	1	7
宏观政策与资本流动	4	0	1	0	0	0	5
资本流动其他领域	3	0	1	1	0	0	5
合计	10	1	3	1	1	1	17

注: JIMF 是 *Journal of International Money and Finance* 的缩写, NBER 是 National Bureau of Economic Research 的缩写, AER 是 *American Economic Review* 的缩写, EJ 是 *The Economic Journal* 的缩写。

数据来源: 作者整理。

发表数量 (篇)

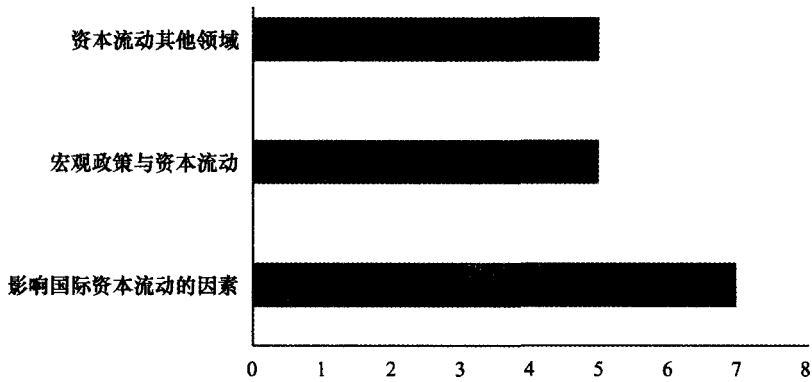


图 3 资本流动文献主要领域分布

数据来源: 作者整理。

(一) 宏观政策与资本流动

近年来, 宏观政策在资本流动领域的讨论日益广泛, 许多国家都通过宏观政策来维护金融稳定。在这一领域内, 经济与金融稳定、政策的溢出效应是 2016 年的研究重点。

Caballero & Simsek. (2016) 构建了资本流动的 global 均衡模型, 以分析危机期间国内外资本流动的关系。他们认为, 由于各国之间政策制定者的异质性, 加剧了全球货币体系的脆弱性, 这会导致资本流动在全球范围内达到最优的过程中, 可能会破坏发达经济体与新兴市场经济体之间的稳定关系。^① Atish et al. (2016) 以 1980 - 2014 年间 53 个新兴市场国家为样本, 研究开放资本账户是否必然受到全球事件的影响, 或者在资金流入期内能否采取政策措

^① Caballero, R. J. & Simsek, A. (2016). A Model of Fickle Capital Flows and Retrenchment. *NBER Working Paper No. 22751*.

施,以减轻随后发生的资本流动逆转的影响。他们的分析表明,尽管全球形势的变化对资本账户危机敏感性有重要影响,但那些允许在繁荣时期积累宏观经济和金融脆弱性的国家,以及主要的举债国家,在金融危机中更容易发生资本流动逆转。^① McQuade et al. (2016)发现近年来全球资本流动趋于缓和,表现在跨国交易的数量较少,波动较小。然后对比2005-2006年度危机前时期和2013-2014年度危机后时期,各国家和地区之间存在实质性的差异。他们发现,自危机前时期以来,危机前外部和内部失衡较小的经济体的资本流入总额更大,人均收入下降,增长预期增长,全球金融危机影响较小,宏观审慎政策较不严格。在资产方面,货币政策较为宽松的国家,危机后的总资本流出增加。^②

Banerjee et al. (2016)探讨了发达经济体对新兴市场经济体(EMEs)的宏观经济溢出效应以及欧洲经济共同体独立使用货币政策的经济后果。他们首先经验证明,美国紧缩货币政策的冲击导致了新兴经济体国家资本流动的缩减、GDP增长率的下降以及本币的贬值。他们认为发达国家对新兴经济体的外溢效应主要是通过金融摩擦实现的,去除金融摩擦,发达国家对新兴经济体的溢出效应不大。同时,他们还强调最优政策并不需要各国之间进行协调,非合作、自我约束的最优政策结果与全球合作优化的政策结果非常相似。^③ Lim & Mohapatra (2016)研究了2000-2013年期间发展中国家的总资金流入,并重点讨论了美国和其他高收入国家的量化宽松政策的潜在影响。我们发现,在可观察到的流动性、投资组合平衡和信心渠道方面,量化宽松具有显著的潜在传播效应。此外,他们还发现了不同类型的资金流动的异质性,投资组合中特别是债券的流动往往比直接投资对量化宽松的影响更敏感。^④

在对中国的研究中,项后军和何康(2016)以上海自贸区为例,采用双重差分法,考察了上海自贸区的设立对上海地区资本流动的影响,发现自贸区设立对资本流动的影响力要远远大于同时期其他政策的影响。^⑤ 张明(2016)在回顾国内外相关文献的基础上,借鉴其他新兴市场国家的经验教训,厘清迄今为止中国资本账户开放的行为逻辑,对未来中国政府如何更好地开放资本账户提出政策建议。他指出,第一,新兴市场国家应该首先将资本流动管理作为抵御短期资本流动波动性的工具。第二,2012年之后中国国内针对是否应该加快资本账户开放展开了激烈讨论,尽管正反双方并未达成共识,但这一讨论事实上已经影响到央行进一步开放资本账户的行为。第三,在国际金融危机之前,中国政府在资本账户开放方面采取了渐进、审慎、可控的做法。第四,在全球经济处于停滞、分化与动荡格局以及中国经济增速下行与金融风险凸显的背景下,为了避免金融危机的爆发以及资本账户开放的逆转,中国政府最好依然遵循渐进审慎的资本账户开放模式。^⑥

① Atish Ghosh, Jonathan Ostry, Mahvash Qureshi (2016). When Do Capital Inflow Surges End in Tears? *American Economic Review*, 106 (5), 581-585.

② McQuade, P. & Schmitz, M. (2016). The great moderation in international capital flows: a global phenomenon? *ECB working paper* No. 1952.

③ Banerjee, R., Devereux, M. B. & Lombardo, G. (2016). Self-oriented monetary policy, global financial markets and excess volatility of international capital flows. *Journal of International Money and Finance*, 68, 275-297.

④ Lim, J. J. & Mohapatra, S. (2016). Quantitative easing and the post-crisis surge in financial flows to developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 68, 331-357.

⑤ 项后军和何康(2016):“自贸区的影响与资本流动——以上海为例的自然实验研究”,《国际贸易问题》,第8期。

⑥ 张明(2016):“中国资本账户开放:行为逻辑与情景分析”,《世界经济与政治》,第4期。

（二）影响国际资本流动的因素

国际资本流动与一国经济和金融稳定密切相关，影响资本流动的因素一直在国际资本流动领域引发广泛的讨论。

Gino & Enrico (2016) 研究了共同基金在国际股票和债券市场流动的驱动因素。首先，他们将国际股票和债券市场的回报分解为对未来实际现金支付、利率、汇率和贴现率的预期。他们发现有关未来现金流的信息是国际股市回报的主要推动力，通胀消息是国际债券回报的主要驱动因素。在成分回报与国际投资组合之间的交互作用研究中，价格压力、追逐短期趋势和股市短期过度反应相一致的证据。同时，流入新兴市场的国际债券，对利率冲击的敏感度要高于股票流动。^①

Lucio Sarno 等 (2016) 研究了国际投资组合的影响因素及对资本流动规模、方向和波动性具有重要影响的政策。他们区分了资本流动的推动因素和拉动因素，利用贝叶斯模型，研究了美国到其他 55 个国家债券和股票流动的变化。他们发现，债券和股票流动中超过 80% 的变化是由美国向其他国家推动的因素造成的。因此，在解释国际投资组合的流动方向上，全球的经济因素远大于国内的经济因素。^②

Byrne & Fiess (2016) 利用新兴市场的数据，对资本流入总量的性质和决定因素进行了实证研究。发现发达经济体的长期债券收益率和大宗商品价格为全球资本流动的决定因素。通过对资本流动的国家决定因素的分析，发现金融开放和汇率制度对国家间流动影响至关重要。^③

安辉、丁志龙和谷宇 (2016) 构建并分析了包括国际因素、传导因素和国内因素三个维度的影响“金砖国家”国际资本流动冲击的指标体系，发现在国际因素中，美元利率和全球风险指数是导致“金砖国家”遭受资本流动冲击的主要因素，高涨的避险情绪和美元利率的持续走高，势必导致“金砖国家”的资本迅速枯竭，而稳定的发达国家（地区）增长速度则是稳定国际投资的重要因素；在传导因素中，国际贸易、外汇储备和有效汇率三条渠道扮演重要的角色，影响着“金砖国家”在国际资本异动时抵御流动冲击的能力；相比于国际因素和传导因素，国内因素中的通货膨胀率、商业信心指数、经济增长率、金融机构存贷比和股票价格指数反映的是一国经济基本面的稳定程度，也对流动性冲击风险产生影响。^④

（三）资本流动的其他领域

我们将所有涉及国际资本流动其他领域的文献整理汇总在这一部分，界定的标准是涉及

① Gino Cenedese, Enrico Mallucci (2016). What moves international stock and bond markets? *Journal of International Money and Finance*, 60, 94 - 113.

② Lucio Sarno, Ilias Tsiakas, Barbara Ulloa, (2016). What drives international portfolio flows? *Journal of International Money and Finance*, 60, 53 - 72.

③ Byrne, J. P. & Fiess, N. (2016). International capital flows to emerging markets: National and global determinants. *Journal of International Money and Finance*, 61, 82 - 100.

④ 安辉、丁志龙和谷宇 (2016): “‘金砖国家’流动性冲击风险的影响因素研究”，《国际金融研究》，第 6 期。

的文献数目，列为其他领域与其重要程度无关。其他领域主要包括两个方面：资本流动与实体经济、资本流动与银行信贷。

1. 资本流动与实体经济

Carmen et al. (2016) 通过模拟大宗商品价格，分析了资本流动和大宗商品周期及主权债务违约之间的关系。通过历史数据的分析，指出许多新兴市场正面临资本流入和大宗商品价格双重崩盘的双重打击，这使它们容易受到外部危机的冲击。^①

2. 资本流动与银行信贷

Samarina & Bezemer (2016) 利用 GMM 方法对 1991 - 2011 年 36 各经济体中的数据进行分析，发现外资流入对国内银行贷款具有一定的替代作用。外资流入非银行部门（但不进入银行部门）与国内银行投资组合中较低的商业贷款份额相关。他们发现在拥有更多投资机会的经济体中，受国内信贷歧视较多的企业对外资的利用程度越高。研究强调了银行部门的信贷政策在资本流动效应方面发挥了重要作用。^② 同时，Caballero (2016) 探讨了资本流入是否会增加银行危机的可能性，以及是否会通过本国繁荣的信贷机制发生。结果表明，在危机中，银行危机的概率增加了三倍以上，将其概率提高到 14%（从无条件的概率为 4%）。即使在没有贷款热潮的情况下，在净资金和总资本流入中，特别是在股票投资组合和债务流动的驱动下，这种效应依然存在。^③

四、人民币国际化

人民币国际化是近年来国际金融的前沿领域，既关系到中国的金融改革与金融开放，也对国际货币体系产生重要影响，因此成为当前学术研究的热点话题之一。纵观 2016 年国内外学者对人民币国际化的研究领域，大致可分为四类：一是继续考察人民币国际化对国际货币体系的影响，如何通过推动人民币国际化进而改革国际货币。二是对人民币加入特别提款权 (SDR) 的影响的分析，这种分析既包括对外（即其他国家和国际体系），也包括对内（国内金融发展和改革）。三是对人民币区域化进展的考察，主要集中于人民币目前在区域使用中的地位。四是结合一带一路战略，考察人民币在一带一路中的运用和推广。

在文献选取方面，从国内外主要的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，选取了与人民币国际化研究相关的 10 篇文献。其中人民币国际化与国际货币体系入选文献 3 篇，占总数 30%；人民币加入 SDR 入选文献 2 篇，占总数 20%；人民币区域化进展入选文献 2 篇，占总数 20%。人民币国际化与一带一路入选文献 3 篇，占总数 30%（见表 3）。图 4 展示了人民币国际化研究领域文献分布情况。

① Carmen Reinhart, Vincent Reinhart and Christoph Trebesch (2016). Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815 - 2015. *American Economic Review*, 106 (5), 574 - 80.

② Samarina, A. & Bezemer, D. (2016). Do capital flows change domestic credit allocation? *Journal of International Money and Finance*, 62, 98 - 121.

③ Caballero, J. A. (2016). Do Surges in International Capital Inflows Influence the Likelihood of Banking Crises? *The Economic Journal*, 126 (591), 281 - 316.

表 3

人民币国际化研究领域文献分布情况

单位:篇

	JIMF	国际金融研究	世界经济	金融研究	国际经济评论	中国社会科学	现代国际关系	金融评论	合计
人民币国际化与国际货币体系	1	0	0	0	1	1	0	0	3
人民币加入 SDR	0	0	0	0	1	0	0	1	2
人民币区域化	1	0	0	1	0	0	0	0	2
人民币国际化与一带一路	0	1	1	0	0	0	1	0	3
合计	2	1	1	1	2	1	1	1	10

注: JIMF 是 *Journal of International Money and Finance* 的缩写。

数据来源: 作者整理。

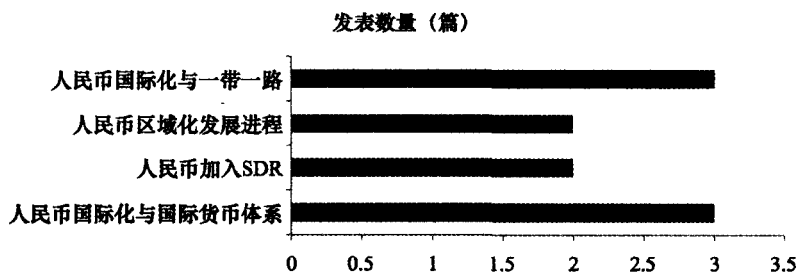


图 5 2016 年人民币国际化研究文献主要领域分布

数据来源: 作者整理。

(一) 人民币国际化与国际货币体系

2008 年全球金融危机爆发之后, 国内外学者在国际货币体系存在内生不稳定性、急需系统化的改革这一问题上基本已达成一致, 及至 2016 年, 部分学者依旧在重申这一点, 并不断呼吁以人民币为代表的新兴经济体货币走上国际舞台, 承担起改革国际货币体系的责任。例如, 黄海洲 (2016) 就表示, 在全球金融层面, 2008 年后这次通缩的根本原因是 1985 年《广场协议》和之前美联储主席沃尔克强力去通胀所形成的全球货币之锚难以为继。全球货币需要寻找新的锚。经过共同努力, 全球货币可能迈向布雷顿森林体系 3.0 版, 全球货币体系的新锚必须要有新兴市场国家的货币参与领导。同时, 要从单一的货币通胀目标制, 过渡到包括稳定增长和维护金融系统稳定性的多目标管理体系。^①

李巍 (2016) 则从国际政治视角出发, 认为国际货币的使用不仅仅是一种自然的市场现

^① 黄海洲 (2016): “全球货币体系第三次寻锚”, 《国际经济评论》, 第 4 期, 第 9-33、4 页。

象,还有赖于坚实的国际政治基础。作为一种后发货币,人民币欲崛起为全球货币舞台上的主要币种,除了需要相关经济条件之外,还需要通过政府外交力量争取更多的货币合作伙伴和创建支持人民币国际使用的国际制度体系,这种政治领导能力包括基于信誉塑造的公信力、基于利益供给的向心力和基于制裁实施的强制力三个维度。^①

He & Yu (2016) 则以国际货币体系中各主要国际货币所具备的网络效应为研究对象,考察了美元在外汇交易市场的主导地位和作为国际货币所具备的网络效应,并利用 BIS 关于外汇市场交易的调查问卷,指出人民币倘若希望成为主要国际货币,具有改变国际货币体系格局的网络效应,则中国需要更大程度的金融开放和发展。^②

(二) 人民币加入 SDR

2016年9月30日,国际货币基金组织(IMF)宣布纳入人民币的特别提款权(SDR)新货币篮子于10月1日正式生效,这反映了人民币在国际货币体系中不断上升的地位,有利于建立一个更强劲的国际货币金融体系。围绕人民币加入 SDR,国内外学者们均展开了热烈的研讨。

陆磊、李宏瑾(2016)从外汇储备的货币性质出发,通过对外汇储备需求和储备货币供给的讨论,深入分析了当前美元主导的国际货币体系内在不稳定性和演进变革的长期性,指出货币国际化和储备货币地位的提高意味着更大的对外风险敞口和国际经济责任。人民币纳入 SDR 既是增强国际货币体系稳定性和韧性的重要举措,更是人民币国际化新的起点。今后应进一步加快推进包括金融在内的全方位深层次改革,稳步实现新常态下的中高速增长,切实提升人民币国际化的水平和质量,为人民币国际储备货币地位提供坚实有效的支撑,在国际责任与能力权益相匹配原则下,通过金融双向开放积极促进国际货币体系改革和全球治理体系的完善。^③

郑联盛(2016)也认为,特别提款权(SDR)具有超主权货币的特性和制度基础,有利于完善国际货币体系,但是,其货币篮子的构成及定值机制已不再适应全球经济格局的演变和发展。2015年11月,人民币顺应趋势顺利加入 SDR 货币篮子,在中长期有利于人民币国际化、国内金融体系改革和国际货币体系的完善,其成本主要在于潜在的资本项目与市场开放可能引致的风险。人民币加入 SDR 后,国内金融体系存在的要素价格市场化、基础设施建设、资本项目开放、金融风险应对以及内外市场统筹等问题的改革的急迫性和统筹性更加凸显。总体而言,人民币加入 SDR 对于完善国内金融市场体系有重要促进作用。^④

① 李巍(2016):“伙伴、制度与国际货币——人民币崛起的国际政治基础”,《中国社会科学》,第5期,第79-100、205-206页。

② He, D. & Yu, X. (2016). Network effects in currency internationalisation: Insights from BIS triennial surveys and implications for the renminbi. *Journal of International Money and Finance*, 68, 203-229.

③ 陆磊、李宏瑾(2016):“纳入 SDR 后的人民币国际化与国际货币体系改革:基于货币功能和储备货币供求的视角”,《国际经济评论》,第3期,第41-53、5页。

④ 郑联盛(2016):“人民币加入 SDR 货币篮子及其对金融改革的影响”,《金融评论》,第1期,第67-80、125页。

（三）人民币区域化进展

2016年人民币区域化的研究主要关注人民币在东亚区域的使用程度和扮演的角色。例如, Kawai & Pontines (2016) 检验了人民币是否在东亚篮子货币中扮演了锚货币的角色。通过修正 Frankel-Wei 回归模型, 他们重新估计了人民币在东亚篮子货币中的权重, 并发现美元继续充当着锚货币的角色, 东亚事实上并不存在所谓的人民币区。人民币近年在许多东亚经济体篮子货币中重要性的上升, 是以牺牲日元地位为代价的, 而并没有削弱美元的锚货币地位。^①

基于状态空间模型的时变参数回归, 徐奇渊、杨盼盼 (2016) 研究发现, 全球金融危机以来, 东亚经济体的货币制度正趋向于钉住各自的货币篮子, 然而对于篮子中锚货币的选择是否存在趋同则仍不确定。此外, 美元在货币篮子中仍起决定性作用, 人民币地位仅有小幅提升。与传统观点相反, 作为驻锚货币, 美元的影响力下降恰恰主要发生在金融危机之前。而在2008年金融危机之后, 美元和欧元在东亚的地位反而得到了增强, 同时人民币和日元受到削弱。但与日元不同, 遭受短暂冲击后, 人民币的权重很快回复, 此后人民币的锚货币地位保持了上升趋势。^②

（四）人民币国际化与“一带一路”

随着中国“一带一路”议程的不断深入, 围绕“一带一路”与其沿路各国的相关研究大量涌现。而人民币国际化如何通过“一带一路”得到进一步的实现, 如何与“一带一路”沿线国家在双边交易中增强人民币的使用, 都是2016年人民币国际化研究的一个热点。

林乐芬、王少楠 (2016) 利用系统 GMM 模型, 探讨中国在“一带一路”进程中人民币国际化的影响因素。结果表明, 经济规模、对外直接投资 (OFDI)、贸易规模、经济自由度等因素显著影响货币国际化水平, 人民币可利用“一带一路”这一平台, 通过扩大对外投资、活跃欧亚贸易等途径显著提高其国际化水平, 同时人民币国际化发展依然需要发挥政府的调控作用, 逐步开放资本项目。^③

史龙祥等 (2016) 发现, 决定中欧贸易结算货币选择的主要因素为贸易品需求价格弹性与相对市场份额。对于需求价格弹性较小的商品, 中国的相对市场份额优势越大越有利于欧洲出口商选择人民币结算; 对于需求价格弹性较大的商品, 中国对欧元区市场的依赖程度越低越有利于选择人民币结算。^④

刘明礼 (2016) 表示, 中国的人民币国际化战略在欧洲得到了大力支持, 主要原因在于

① Kawai, M. & Pontines, V. (2016). Is there really a renminbi bloc in Asia?: A modified Frankel-Wei approach. *Journal of International Money and Finance*, 62, 72-97.

② 徐奇渊、杨盼盼 (2016): “东亚货币转向钉住新的货币篮子?”, 《金融研究》, 第3期, 第31-41页。

③ 林乐芬、王少楠 (2016): “‘一带一路’进程中人民币国际化影响因素的实证分析”, 《国际金融研究》, 第2期, 第75-83页。

④ 史龙祥、孙海鸣、武院、陈盈佳 (2016): “欧元区国家向中国出口商品结算货币选择的影响因素”, 《世界经济》, 第5期, 第98-121页。

中欧紧密经贸关系对人民币存在客观需求, 欧洲在持续经济疲软的情况下欲借人民币寻找新商业机遇, 制衡美元霸权、降低外部经济风险。展望未来, 人民币国际化在欧洲仍然前景可期, 但具体推进方式上可以考虑从政府强推更多转向市场培育, 同时根据英国脱欧导致的金融格局版图变迁, 在不轻视英国金融中心地位的情况下, 更加重视与欧元区的合作。^①

五、金融监管

2016年有关金融监管的文献主要包含四方面: 一是银行业监管, 主要涉及巴塞尔协议 III 的影响、加强银行业宏观审慎监管等内容。二是系统性风险监管, 包括系统风险的传导机制、预警、监测和度量以及相关监管措施对系统风险的影响。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 61 篇。其中银行业监管领域入选文献 33 篇, 占入选总数 54%; 系统性风险监管领域入选文献 14 篇, 占入选总数 23%; 跨境金融监管合作研究领域入选文献 8 篇, 占入选总数 13%; 影子银行监管领域入选文献 6 篇, 占入选总数 10% (见表 4)。图 5 展示了金融监管研究各领域文献分布情况。

表 4 金融监管研究文献分布情况 单位: 篇

类别	AER	JF	JIE	JIMF	JPE	TWE	BIS	IMF	ECB	NBER	中国社会科学	世界经济	金融研究	国际金融研究	管理世界	经济学(季刊)	财贸经济	数量经济技术经济研究	统计研究	南方经济	合计
银行业监管	1	1	0	6	0	1	5	4	3	1	0	2	1	6	0	0	0	0	2	0	33
系统性风险监管	1	0	0	1	1	0	1	0	1	0	1	0	4	0	1	0	1	1	0	1	14
跨境金融监管	0	0	1	0	0	1	1	2	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8
影子银行监管	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	0	0	1	0	0	1	0	6
合计	2	1	1	7	1	2	7	6	4	4	1	3	8	6	1	1	1	1	3	1	61

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

数据来源: 作者整理。

银行业监管是 2016 年金融监管研究的主体, 其次是系统性风险监管, 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, 尤其是巴塞尔协议对银行业监管的影响以及宏观审慎工具的运用, 更是近年国内外学者讨论

^① 刘明礼 (2016): “人民币国际化在欧现状与发展趋向”, 《现代国际关系》, 第 8 期, 第 57-63、65 页。

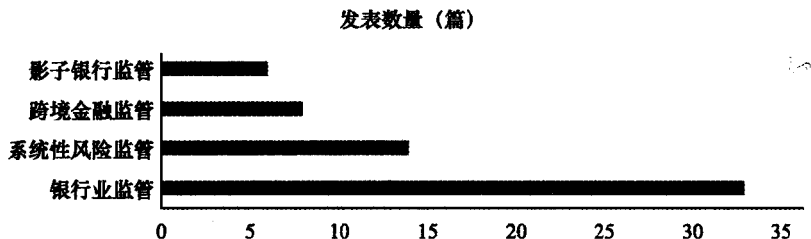


图5 2016年金融监管研究文献主要领域分布

数据来源: 作者整理。

的重点。2008年全球金融危机以来, 系统性风险的预警和监管也越发受到各国重视, 成为新兴的热点学术领域。同时, 跨境金融监管也日益提上日程, 并逐渐成为国际学术研究的前沿领域。影子银行仍是国内金融市场的重要风险隐患, 因此该领域的研究继续为中国学者所关注。

(一) 银行业监管

银行业监管是金融监管领域的核心。2016年的文献数量继续保持第一, 研究主要集中在巴塞尔协议 III 的相关措施和银行业宏观审慎监管, 少量研究涉及中央银行的职能、银行业与主权债务危机以及其他风险控制措施。

2016年, 不少学者针对巴塞尔协议 III 实施后, 各类监管措施对银行业的影响及其传导机制进行了研究。许坤、苏扬(2016)考察了中国银监会在2013年实施的逆周期资本监管对银行信贷的政策效果。结果表明, 逆周期资本监管有助于促进监管压力较大银行的信贷增长和降低信贷风险。由于逆周期资本监管对风险权重的影响不同, 监管压力较大银行在信贷结构中更侧重于抵押贷款、长期贷款和个人贷款。^① Goel (2016)以一般均衡模型动态研究了银行的最优资本管制水平。他认为金融摩擦使银行基于风险和收益确定的杠杆率社会无效, 从而提高社会福利水平的资本管制措施提供了空间。该措施为银行的杠杆水平施加一个上限, 而且大银行应被施以更严格的资本管制。动态来看, 更严格的资本管制会降低银行业的退出率, 改善均衡状态下银行的资本状况。^② 靳玉英、贾松波(2016)研究了杠杆率监管对商业银行资产结构的作用。研究表明杠杆率监管对商业银行资产结构的作用受其高风险资产与低风险资产利差的影响, 只有在利差较小时, 杠杆率监管才会使高风险资产的比重上升。^③ 马勇等(2016)对金融杠杆、经济增长与金融稳定之间的关系进行了实证研究, 结果发现去杠杆化对经济增长具有显著的负效应, 并会增加金融危机的发生概率。金融杠杆波动程度的

① 许坤、苏扬(2016): “逆周期资本监管、监管压力与银行信贷研究”, 《统计研究》, 第3期, 第97-105页。

② Goel, T. (2016). Banking industry dynamics and size-dependent capital regulation. *BIS working paper* No. 599.

③ 靳玉英、贾松波(2016): “杠杆率监管的引入对商业银行资产结构的影响研究”, 《国际金融研究》, 第6期, 第52-60页。

加大不仅会危害经济增长,还会对金融体系的稳定性产生负面影响。^①

李明辉等(2016)实证检验了巴塞尔协议Ⅲ中的长期流动性监管指标“净稳定融资比率”的作用,结果发现该指标的提高显著提升了中国银行的负债融资成本,降低了银行的贷款信用风险,有助于增加银行单位资产的盈利水平。^② Boissay & Collard (2016)研究了流动性监管和资本监管的传导机制及其对经济和社会福利的效果,结果发现两类监管都是必要的,且应设定在较高的水平。除非流动性资产匮乏,二者具有互相加强的作用,在一定程度上支持了巴塞尔协议Ⅲ的“多重指标”框架。^③ 代军勋、陶春喜(2016)以中国商业银行的数据研究发现,资本变动和流动性变动与商业银行风险承担变动之间均呈现显著的负相关关系,银行会根据上一期的资本、流动性与风险承担反向调整本期水平。^④ Fratzscher et al. (2016)研究了危机后各国加强监管对银行业稳定和总信贷增长的影响,结果发现更高的资本缓冲促进了危机后各国银行业的总体平稳,而监管独立性的强化则有助于缓解国内信贷下降并促进银行业稳定。上述效果对于制度环境存在欠缺的国家而言更加显著,说明银行监管与国家的制度环境存在替代性而非互补性。^⑤

2008年全球金融危机后,宏观审慎工具因其有助于平稳经济周期和相对于利率工具的精确性而受到更多关注。方意(2016)研究了宏观审慎政策及其组合的有效性,结果表明钉房价贷款价值比、钉产出存贷比与钉信贷存贷比政策是有效的,与中国宏观审慎政策的实践一致。^⑥ Behn et al. (2016a)采用EW-GVAR模型,以欧洲国家的数据研究了基于资本的宏观审慎政策措施的作用。研究发现,这类政策通过其对提升银行资本的直接作用以及抑制信贷和资产价格增长的间接反馈效果传导。间接机制的作用效果取决于银行如何向更高的资本比率移动:仅凭资产侧的去杠杆措施可能会对多数欧盟国家产生负面影响,而通过增加新的融资来提升资本比率则会使所有国家受益。^⑦ Behn et al. (2016b)以德国为例,研究了基于模型确定的资本监管对银行贷款和企业融资的顺周期效应。在信贷风险的外部冲击下,基于模型的监管对贷款的资本要求会上升0.5%,从而使银行贷款较固定资本要求下有所下降,说明这种宏观审慎的资本监管举措具有显著的实际效应。^⑧ Masciandaro & Volpicella (2016)以31个国家的数据,研究了微观监管介入、货币政策自由裁量权和机构独立性对央行在宏观审

① 马勇、田拓、阮卓阳、朱军军(2016):“金融杠杆、经济增长与金融稳定”,《金融研究》,第6期,第37-51页。

② 李明辉、刘莉亚、黄叶苞(2016):“巴塞尔协议Ⅲ净稳定融资比率对商业银行的影响——来自中国银行业的证据”,《国际金融研究》,第3期,第51-62页。

③ Boissay, F. & Collard, F. (2016). Macroeconomics of bank capital and liquidity regulations. *BIS working paper* No. 596.

④ 代军勋、陶春喜(2016):“资本和流动性双重约束下的商业银行风险承担”,《统计研究》,第12期,第37-43页。

⑤ Fratzscher, M., König, P. J. & Lambert, C. (2016). Credit provision and banking stability after the Great Financial Crisis: The role of bank regulation and the quality of governance. *Journal of International Money and Finance*, 66, 113-135.

⑥ 方意(2016):“宏观审慎政策有效性研究”,《世界经济》,第8期,第25-49页。

⑦ Behn, M., Gross, M. & Peltonen, T. (2016). Assessing the costs and benefits of capital-based macroprudential policy. *ECB working paper* No. 1935.

⑧ Behn, M., Haselmann, R. & Wachtel, P. (2016). Procyclical Capital Regulation and Lending. *Journal of Finance*, 71 (2), 919-956.

慎监管中效力的影响。结果发现,已经介入微观监管和政治上缺乏独立性的央行通常在宏观审慎监管方面具有更加广泛的权力,类似地,货币政策自由裁量权较低的央行也倾向于扩大宏观审慎监管权力。^①

此外,还有少数研究涉及了中央银行的职能、主权债务危机造成的银行业风险以及其他的一些风险防控措施和体系。Garcia-de-Andoain et al. (2016) 研究了欧央行扩大流动性供给对隔夜无担保银行间市场运行的作用。结果发现,欧央行实际上扮演着欧元区银行体系最后贷款人的角色,其提供的流动性对于银行间市场具有两方面作用:一是央行流动性取代了银行间市场的流动性需求,特别是在金融危机期间。二是其在主权债务危机期间扩大了对困境国家的流动性支持。^② Khan (2016) 强调中央银行应将非金融风险纳入治理框架,具体举措包括在组织内整合金融与非金融风险、尽可能量化非金融风险、借鉴外部的风险管理工具和框架等。^③ 宋凌峰等 (2016) 基于希腊的样本,研究了危机演变过程中负面冲击在银行和政府部门间形成的信用风险反馈机制。结果表明,一是风险在两部门间通过显性负债和隐性担保方式转移,政府承担大部分风险损失。二是政府部门损失随着政府救助意愿的增加而变大,而银行部门损失随着银行持有政府债务占政府总债务的比重增加而变大。^④

Brunnermeier et al. (2016) 研究了主权与银行的恶性循环,并指出该循环可以通过限制银行的国内主权风险敞口而避免。如果银行仅持有高等级的国内主权债,则权益要求可以降低;如果银行仅持有高级别的国际多元化主权投资组合(即欧洲安全债券,ESBies),则权益要求可进一步降低。^⑤ 尹雷、卞志村 (2016) 研究了存款保险制度下利率市场化与银行危机之间的关系,结果表明利率市场化会加剧银行危机发生的概率,但存款保险制度建立可弱化利率市场化的危机效应。^⑥ Frécaut (2016) 针对因企业不良贷款上升而引发的银行危机,开发出一套综合的宏观金融分析框架——“国家财富方法”,从各经济部门净财富的分布及其与银行体系的相互关系评估和管理银行危机,为维护金融稳定提供了新的政策思路。^⑦ Koch et al. (2016) 通过对比上世纪20年代大萧条前和此次金融危机前的银行业制度和相应的商业银行资本决策,发现市场自律机制可能比当前的监管制度更有助于促使大银行保持较高的

① Masciandaro, D. & Volpicella, A. (2016). Macro prudential governance and central banks: Facts and drivers. *Journal of International Money and Finance*, 61, 101 - 119.

② Garcia-de-Andoain, C., Heider, F., Hoerova, M. & Manganeli, S. (2016). Lending-of-last-resort is as lending-of-last-resort does: central bank liquidity provision and interbank market functioning in the euro area (Published in: *Journal of Financial Intermediation* (forthcoming)). *ECB working paper* No. 1886.

③ Khan, A. (2016). Central Bank Governance and the Role of Nonfinancial Risk Management. *IMF Working Paper* No. 16//34.

④ 宋凌峰、阳浪、周丹 (2016): “银行和政府间信用风险反馈机制研究——基于希腊的样本”,《国际金融研究》,第7期,第41-49页。

⑤ Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., Vayanos, D. (2016). The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies. *NBER Working Paper* No. 21993.

⑥ 尹雷、卞志村 (2016): “利率市场化、存款保险制度与银行危机——基于跨国数据的实证研究”,《国际金融研究》,第1期,第49-59页。

⑦ Frécaut, O. M. (2016). A National Wealth Approach to Banking Crises and Financial Stability. *IMF Working Paper* No. 16//128.

资本水平。^①

（二）系统性风险监管

2016年，系统性风险在国内外得到了较多关注。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的产生和传播机制，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，也有少数研究拓展到非金融部门，探讨了整体经济系统性风险的传导机制和监管措施。

对银行业系统风险产生和传播机制的研究主要基于对银行间市场的分析展开。陆军、林澍（2016）通过构建一个同时涵盖银行间同业拆借市场与回购市场的矩阵法模型，研究了隐性担保与优胜劣汰机制对中国银行业系统性风险的影响。结果发现，总体上中国银行业系统性风险稳定在低位，从隐性担保转向优胜劣汰不会大幅提高银行业的系统性风险水平，但优胜劣汰机制可能会增强市场纪律性并有助于降低系统性风险。^② Boissay et al.（2016）采用DSGE模型研究了银行信贷激增时期金融危机的产生机制。银行业务能力的差异导致银行间市场应运而生，而道德风险和不对称会造成银行间市场突然冻结，发生银行业危机及相应的信贷紧缩和严重萧条。因此，金融萧条常常发生在信贷激增之后，并非由外生冲击引起。^③ Aldasoro et al.（2016）通过构建银行间市场的网络模型，研究了金融风险通过不同渠道的传导。个体银行的最优组合问题和市场出清过程形成了银行间市场的网络连接矩阵。单个银行的冲击会通过银行间债务违约、非流动性资产价格崩塌或流动性囤积传递，呈现中心-外围结构、非对称性行为和低密度。由此评估审慎政策可知，提高流动性要求可降低系统性风险，但一定程度上牺牲了效率；股本要求也倾向于降低风险，且不会明显降低总体投资。^④ Montagna & Kok（2016）开发了一个多层次银行间网络模型，更加全面地研究了银行间风险传导的效应。结果发现，当考虑不同细分市场银行间的相互联系，冲击向个体银行的传播呈非线性特点。由此模型得到冲击同时穿越银行间网络多个层次传播的综合效应，要明显大于单独考查各个层次传导的损失之和。^⑤

银行业系统性风险的预警、监测和度量也得到关注。Lang & Schmidt（2016）通过识别潜在的领先指标，建立了一套银行危机的早期预警系统，将流动性比率和需求存款损失的相互作用纳入模型，极大地改善了预测效果。^⑥ 方意（2016）发现四类银行特征和四个外生参数

① Koch, C., Richardson, G. & Van Horn, P. (2016). Bank Leverage and Regulatory Regimes: Evidence from the Great Depression and Great Recession. *American Economic Review*, 106 (5), 538 - 42.

② 陆军、林澍（2016）：“中国银行业的系统性风险研究——从隐性担保到优胜劣汰”，《南方经济》，第8期，第12-23页。

③ Boissay, F., Collard, F. & Smets, F. (2016). Booms and Banking Crises. *Journal of Political Economy*, 124 (2), 489 - 538.

④ Aldasoro, I., Gatti, D. D. & Faia, E. (2016). Bank networks: contagion, systemic risk and prudential policy. *BIS working paper No. 597*.

⑤ Montagna, M. & Kok, C. (2016). Multi-layered interbank model for assessing systemic risk. *ECB working paper No. 1944*.

⑥ Lang, M. & Schmidt, P. G. (2016). The early warnings of banking crises: Interaction of broad liquidity and demand deposits. *Journal of International Money and Finance*, 61, 1 - 29.

影响四类传染渠道,且存在显著差异。四类传染渠道中去杠杆渠道和银行间负债违约渠道最为重要,在传染过程中银行破产会导致系统性风险急剧上升,且随破产集中度上升系统性风险增加。四个外生参数对应了四类针对金融体系整体的宏观审慎政策,脆弱性指标和传染性指标对应了针对单个金融机构的宏观审慎政策,这些宏观审慎政策应根据金融周期和系统性风险类型实施。^①陶玲、朱迎(2016)将系统金融风险的原因归纳为内部和外部两大因素,传导机制归纳为内部传导和跨境传导,扩散机制归纳为信贷紧缩机制、流动性紧缩机制和资产价格波动机制。基于七个维度的系统性金融风险综合指数,采用马尔科夫状态转换方法对综合指数进行实证分析,构建了一个既可综合分析整体风险,又可分解进行局部研究的系统性金融风险监测和度量方法。^②李志辉等(2016)基于SCCA技术和非参数统计方法估计时变相依函数,提出了新的系统性风险监测指标J-VaR,动态监测了后危机时代中国银行业系统性风险的演变过程^③。

还有一些研究探讨了货币市场工具及其他监管措施对系统性金融风险的影响。朱波、卢露(2016)考察了不同货币政策工具实施下的系统性金融风险演变,结果发现短期内当向市场释放或者收缩大致相同的流动性时,利率工具比法定存款准备金率工具更有利于金融体系稳定。金融稳定视角下的货币政策实施可通过对银行的差别监管政策或宏观审慎工具的搭配使用来降低其对系统性金融风险的不利影响。^④王道平(2016)研究了利率市场化改革和存款保险制度建设对系统性银行危机发生概率的影响。结果表明,一是存款保险制度对系统性银行危机发生几率的影响取决于存款保险制度的金融稳定作用及其导致的银行道德风险问题。二是若利率市场化时期建有存款保险制度,将有助于降低利率市场化改革时期系统性银行危机发生概率。^⑤

此外,少数学者将系统性风险的研究拓展到非金融部门,研究了整个经济体系的系统性风险传导机制和监管措施。王擎、田娇(2016)基于中国经济的特点构建了DSGE模型,研究了在全要素生产率、住房需求、货币供应、基准利率等外生冲击下,银行受到提高资本约束要求时系统性金融风险的传递机制。结果发现,在资本约束下,缘于资本监管的顺周期性,系统性金融风险经历三个阶段的传递后,实体经济并未得到有效改善。而基于各类银行资本充足的平均水平,小幅提高资本监管要求以及加强对资本不足银行的监管,则有助于抑制金融风险传递。^⑥苟文均等(2016)基于CCA模型,研究了债务杠杆与系统性风险传染之间的内在联系。理论研究表明,债务杠杆攀升能够通过推升国民经济各部门风险水平,并使风险

① 方意(2016):“系统性风险的传染渠道与度量研究——兼论宏观审慎政策实施”,《管理世界》,第8期,第32-57、187页。

② 陶玲、朱迎(2016):“系统性金融风险的监测和度量——基于中国金融体系的研究”,《金融研究》,第6期,第18-36页。

③ 李志辉、李源、李政(2016):“中国银行业系统性风险监测研究——基于SCCA技术的实现与优化”,《金融研究》,第3期,第92-106页。

④ 朱波、卢露(2016):“不同货币政策工具对系统性金融风险的影响研究”,《数量经济技术经济研究》,第1期,第58-74页。

⑤ 王道平(2016):“利率市场化、存款保险制度与系统性银行危机防范”,《金融研究》,第1期,第50-65页。

⑥ 王擎、田娇(2016):“银行资本监管与系统性金融风险传递——基于DSGE模型的分析”,《中国社会科学》,第3期,第99-122、206-207页。

积聚于占据网络结构中心的金融部门,进而通过债务和股权两个渠道显著影响系统性风险的生成与传递。实证结果显示,中国国民经济尤其是非金融部门债务杠杆的大幅攀升已显著推升系统性风险水平,而在国民经济部门间实施杠杆转移,通过发展股权融资改善企业融资结构等措施能有效提升中国宏观经济和金融体系的稳健性。^①

(三) 跨境金融监管

作为国际金融监管领域的前沿问题,国际学者在2016年继续在跨境金融监管领域展开了大量研究。除了金融监管的国际合作继续成为学术界关注的焦点,国内监管对全球化银行的影响以及相应的跨境溢出影响也取得了众多进展。

跨境金融监管合作方面的研究继续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。Kara (2016)研究了在全球金融市场出现系统风险的环境下,各国对金融机构资本监管的协调。研究发现,如果缺乏合作,各监管者就会选择无效的低水平宏观审慎监管。对于对称性的国家而言,总能通过将监管权让渡给一个中心监管者,由其制定超越国界的统一监管规则而受益。对于非对称性的国家而言,虽然国家间在某一个维度的非对称性很强可能会限制监管协作,但是如果存在多维度的非对称性则可能会相互抵消,甚至消除监管协作中的障碍。^② Engel (2016)研究了由超国家中介全权负责各国银行决策,由各国监管者负责收集信息的监管制度。如果中心和各国监管者的目标职能不同,这种制度设计会存在委托代理问题。在各国监管者完全独立或集中信息采集的情况下,信息收集很可能是劣质的,但一个强硬的中央监管机构可能会提升监管标准。因此,对银行风险集中管理的净效果取决于上述两种效应的平衡。^③

另外,不少研究针对国内监管对全球化银行的影响以及相应的跨境溢出影响进行了研究。Berrospide et al. (2016)认为国内审慎监管可能会产生意想不到的跨境效果,而且在银行全球运作的环境下可能效果不佳。对美国银行数据的实证研究发现,当外国收紧资本要求时,美国的全球化银行会将贷款从该国向美国和其他国家转移;当美国的资本管制收紧时,这些银行则会减少向外国居民的贷款。^④ Avdjiev et al. (2016)采用 BIS 和 IBRN 的数据库,研究了审慎措施对国际贷款的溢出影响。检验发现,针对贷款与估值的比例限制和国内货币储备要求的宏观审慎政策的变化会显著影响国际银行贷款。资产负债表特征在此过程中具有重要作用,资本化条件更好、流动性资产更多和核心存款较少的银行体系对审慎政策变化的反应更强烈。^⑤ Kleymenova et al. (2016)以英美的数据实证检验了政府干预银行全球化活动的作

① 苟文均、袁鹰、漆鑫 (2016):“债务杠杆与系统性风险传染机制——基于 CCA 模型的分析”,《金融研究》,第3期,第74-91页。

② Kara, G. I. (2016). Systemic risk, international regulation, and the limits of coordination. *Journal of International Economics*, 99, 192-222.

③ Engel, C. (2016). International coordination of central bank policy. *Journal of International Money and Finance*, 67, 13-24.

④ Berrospide, J., Correa, R., Goldberg, L. & Niepmann, F. (2016). International Banking and Cross-border Effects of Regulation: Lessons from the United States. *NBER Working Paper No. 22645*.

⑤ Avdjiev, S., Koch, C., McGuire, P. & von Peter, G. (2016). International prudential policy spillovers: a global perspective. *BIS working paper No. 589*.

用,结果发现大规模的政府干预会影响银行国际化的深度和广度,但是干预过后的持久性不强。^① Buch & Goldberg (2016) 研究了审慎政策变化产生的国际溢出效果,结果发现不同审慎工具的溢出效果不同,并且受到银行个体因素(如:资产负债表条件和商业模式等)的影响。^② Ichiue & Lambert (2016) 基于从40国家的监管机构收集的调研数据,研究了银行在不同国家间的监管套利。结果发现,监管收紧对危机后外国贷款占GDP比值的下降具有较强解释力,国内监管环境的变化比东道国监管环境的变化影响更显著,专门针对银行国际化经营的监管措施要比一般性的金融监管措施影响更显著。^③

(四) 影子银行监管

2016年,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。

一些新的研究方法被纳入对影子银行行为的研究中,也有研究进一步对其影响因素进行了探讨。于建忠等(2016)借鉴行为金融学理论,构建了中国影子银行行为的概念模型,并运用蒙特卡洛方法与SAS软件进行了数据模拟。研究发现,潜变量指标分业监管盲区的多少与行为倾向具有正相关关系。还有利率市场化程度的高低、内部控制的严密与否以及信息披露要求严格与否与行为倾向具有负相关关系。^④ 胡利琴等(2016)运用非对称的NARDL模型和门限回归模型,研究了影子银行体系在不同货币政策周期的规模扩张和风险承担行为。结果表明,货币政策对影子银行的影响在长期和短期均存在非对称效应,其中长期内紧缩性数量型调控政策和扩张性低利率政策更易引起影子银行的扩张行为,且两者的配合会强化影子银行的风险承担。^⑤ 祝继高等(2016)从影子银行体系资金出方的角度,分析了商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果。结果发现,银行业绩压力以及外部金融发展水平是影响商业银行开展同业业务的重要因素,商业银行向影子银行体系融出资金的一个重要动机是规避贷款能力受监管限制而对业绩造成的负面影响。^⑥

还有学者采用DSGE模型,研究了影子银行对金融系统和经济运行造成的影响及其机制。林琳等(2016)通过建立DSGE模型,研究了中国式影子银行发展过程中的金融系统脆弱性。结果表明,在疏于监管的影子银行信贷扩张所推动的经济上升期,商业银行规避监管、取得监管套利的行为主导了影子银行的发展,形成了高杠杆、高度期限错配、关联关系复杂的金

① Kleymenova, A., Rose, A. K. & Wieladek, T. (2016). Does Government Intervention Affect Banking Globalization? *NBER Working Paper No. 21981*.

② Buch, C. M. & Goldberg, L. (2016). Cross-Border Prudential Policy Spillovers: How Much? How Important? Evidence from the International Banking Research Network. *NBER Working Paper No. 22874*.

③ Lambert, F. & Ichiue, H. (2016). Post-crisis International Banking: An Analysis with New Regulatory Survey Data. *IMF Working Paper No. 16/88*.

④ 于建忠、刘海飞、宋素荣(2016):“中国影子银行的行为模型”,《金融研究》,第2期,第163-171页。

⑤ 胡利琴、陈锐、班若愚(2016):“货币政策、影子银行发展与风险承担渠道的非对称效应分析”,《金融研究》,第2期,第154-162页。

⑥ 祝继高、胡诗阳、陆正飞(2016):“商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金出方的实证研究”,《金融研究》,第1期,第66-82页。

融系统。同时经济上升时期众多单独业务机构忽视系统性风险的行为加剧了顺周期效应，集聚了大量金融风险。^① 胡志鹏（2016）构建了涵盖传统银行部门和影子银行的 DSGE 模型。通过对模型求解和数值模拟发现，影子银行的发展推高了产出、投资、消费、广义货币和信贷的稳态水平，改变了各变量面临随机冲击时的脉冲响应动态轨迹，因此货币政策调控模型亟需由数量型转变为价格型以应对政策有效性的挑战。^②

六、国际货币体系与非常规货币政策

2016 年国际货币体系领域的研究延续了上一年缓慢发展的趋势，并无太多相关进展，研究大多集中于非常规货币政策及其传导效应之上，包括对非常规货币政策有效性、溢出效应、以及本国经济、金融的影响等等。

在文献选取方面，从国内外主要的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及非常规货币政策相关的 13 篇文献。其中国际货币体系入选文献 2 篇，占总数 15%；非常规货币政策入选文献 9 篇，占总数 70%；零利率下限入选文献 2 篇，占总数 15%（见表 5）。图 6 展示了国际货币体系及非常规货币政策领域文献分布情况。

表 5 国际货币体系及非常规货币政策领域文献分布情况 单位：篇

	JIMF	NBER	AER	JEP	管理世界	国际金融研究	经济学季刊	合计
国际货币体系	0	1	0	1	0	0	0	2
非常规货币政策	3	2	0	0	1	2	1	9
零利率下限	0	0	1	0	0	1	0	2
合计	3	3	1	1	1	3	1	13

注：表中，AER 是 *American Economic Review* 的缩写，JIMF 是 *Journal of International Money and Finance* 的缩写，JEP 是 *Journal of Economic Perspectives* 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。

（一）国际货币体系的回顾与展望

Farhi & Maggiori（2016）为国际货币体系提出了一个新模型。通过在单极和多极情景下研究全球对于不同币种的储备资产的供给与需求，他们对特里芬悖论这个导致国际货币体系

① 林琳、曹勇、肖寒（2016）：“中国式影子银行下的金融系统脆弱性”，《经济学（季刊）》，第 3 期，第 1113-1136 页。

② 胡志鹏（2016）：“‘影子银行’对中国主要经济变量的影响”，《世界经济》，第 1 期，第 152-170 页。

发表数量(篇)

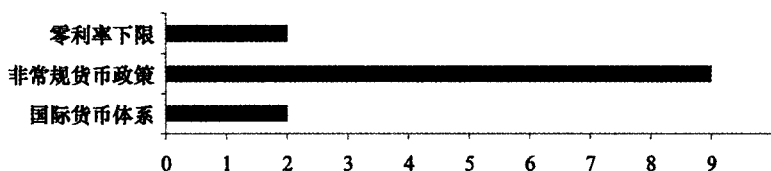


图6 2016年国际货币体系文献主要领域分布

数据来源：作者整理。

内生不稳的难题进行了重构，同时对多元货币体系的稳定性做出考察。^①

Reinhart & Trebesch (2016) 则将焦点放在了国际货币体系的核心组织——国际货币基金组织之上。通过回顾70年国际货币基金组织的发展历程，他们发现国际货币基金组织的发展是个不断自我重塑的过程，且这种重塑是由其客户和不同种类金融危机的需求驱动。他们同时指出了国际货币基金组织目前作为最后贷款人的不足之处。^②

(二) 非常规货币政策

Tillmann (2016) 试图量化非常规货币政策对于新兴经济体的溢出效应。与以往使用事件窗口前后高频面板数据的做法不同，他们提出了一种可以将宏观经济低频数据也放入考虑范畴的三分类 Qual VAR 模型，这种模型的优点在于能够将量化宽松公告的内生性包含在模型内。研究发现，量化宽松货币政策对新兴经济体的金融状况有着非常显著的影响，同时能够很好地解释新兴经济体的资本流动、股票和汇率价格波动。^③

Chen et al. (2016) 利用 GVECM 模型检验了非常规货币政策对于新兴经济体和发达经济体的影响，并将焦点放在了美国国债和企业债利差上。结果表明，量化宽松对于企业债利差的削减作用强于对国债利差的削减，且美国连续的量宽措施有效防止了发达经济体经济衰退和通缩的延长。量化宽松对新兴经济体的影响依各国的情况有所不同。但总体而言，影响程度要远大于它们对发达经济体的影响。巴西、中国及其他新兴经济体在2010—2011年的经济过热，量化宽松政策需承担一部分责任。但同时，量宽政策也帮助了这些国家在2009年和2012年的经济复苏。^④

张靖佳等(2016) 将非传统货币政策指标直接引入因素增广的向量自回归 (FAVAR) 模型，研究了美欧两大中央银行所实施的非传统货币政策对利率、价格水平及以中国为代表的新兴市场经济国家的影响，并首次通过中央银行资产负债表数据构建美联储和欧洲央行的非

① Farhi, E. & Maggiori, M. (2016). A Model of the International Monetary System. *NBER Working Paper* No. 22295.

② Reinhart, C. M. & Trebesch, C. (2016). The International Monetary Fund: 70 Years of Reinvention. *Journal of Economic Perspectives*, 30 (1), 3-28.

③ Tillmann, P. (2016). Unconventional monetary policy and the spillovers to emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, 66, 136-156.

④ Chen, Q., Filardo, A., He, D. & Zhu, F. (2016). Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers. *Journal of International Money and Finance*, 67, 62-81.

传统货币政策指标,在统一的实证框架下探讨了同一时期美国和欧元区非传统货币政策“利率约束之谜”和“价格之谜”的存在性和相似性。^①

谭小芬等(2016)以11个新兴市场国家作为研究样本,采用事件研究法考察了美国量化宽松货币政策的退出公告对新兴经济体的影响。结果发现:(1)美联储有关QE退出的公告事件导致新兴经济体货币贬值、主要股指下跌、10年期国债收益率上升。(2)2013年6月19日、2013年9月18日美联储的声明事件对大多数新兴市场国家而言,其影响在统计上相当显著,6月19日事件的影响程度大于5月22日事件,且不同国家受影响程度不同,巴西、土耳其等国受到的不利影响较大。(3)资产价格变动与各国经济状况有关,对于经济基本面更好、金融市场更完善的国家,受QE退出的不利影响较小。因此,新兴市场应努力巩固宏观经济基本面的长期稳定态势,降低经济脆弱性,各国应该加强政策协调与合作,共同维护全球金融稳定。^②

孙浦阳等(2016)将量化宽松政策的代际交叠模型与企业出口价格调整的微观模型相结合,诠释了国际性的量化宽松政策对于微观企业的出口行为的影响机制。研究发现:首先,日本量化宽松政策对中国出口企业价格有着显著影响,主要表现在企业对于量宽政策个体反应指标与出口价格波动率呈同向变动关系。进一步而言,上述个体反应指标对价格波动率的边际影响指标差异与企业调整的柔性相关,中国出口企业对日本量化宽松政策反应的价格调整柔性越强,则上述边际影响指标越大,表示出口企业在政策冲击下的价格调整能力越强,则其出口价格对政策的反应越强烈。^③

Mamatzakis & Bermpei (2016)检验了非常规货币政策与美国银行业界之间的关系。他们用中央银行资产及超额储备作为非常规货币政策的衡量,结果显示,非常规货币政策对银行业绩有负面作用。经过进一步分析,他们发现这种负面效应会随着银行资产分散化程度的上升及对存款依赖程度的降低而缓解。拥有存款保险的银行也不大容易受这种负面影响。^④

安辉等(2016)从理论上分析了QE政策可能影响黄金价格的信号渠道、资产组合平衡渠道和流动性渠道,随后应用事件研究法考察了QE政策宣告事件对黄金价格的短期影响。并进一步应用滚动回归考察了QE政策对黄金价格的长期影响。结果表明, QE政策宣告对黄金价格有明显的影 响。从长期看, QE政策分别通过作用于信号渠道、资产组合平衡渠道和流动性渠道,而对黄金价格产生了时变冲击效应。^⑤

此外,Chang & Velasco (2016)在有金融摩擦的小型开放经济模型下考察了常规和非常规货币政策的有效性,指出非常规货币政策仅在中央银行持有足够外汇储备的情况下能够发

① 张靖佳、刘澜飏和王博(2016):“金融危机、非传统货币政策与中央银行资产负债表——探究美欧两大中央银行非传统货币政策之谜”,《经济学(季刊)》,第2期,第527-548页。

② 谭小芬、殷无弦和戴韡(2016):“美国量化宽松政策的退出公告对新兴经济体的影响”,《国际金融研究》,第7期,第18-32页。

③ 孙浦阳、张靖佳和高恺琳(2016):“量化宽松政策对于企业出口价格的影响研究——基于微观数据的理论与实证研究”,《管理世界》,第11期,第53-64页。

④ Mamatzakis, E. & Bermpei, T. (2016). What is the effect of unconventional monetary policy on bank performance? *Journal of International Money and Finance*, 67, 239-263.

⑤ 安辉、秦伟广和谷宇(2016):“美国量化宽松货币政策对黄金价格的影响研究——基于政策宣告时点和政策实施区间的经验分析”,《国际金融研究》,第11期,第87-96页。

挥其应有的效用。^① Gourinchas & Rey (2016) 从历史的角度对现金的低利率环境进行了分析, 考察了其对外部失衡、安全资产需求以及外部调整过程的影响。首先, 他们将全球消费财富比的波动性做了分解, 指出它们实际上预测了实际利率的走势, 随后, 他们提出目前的低利率环境仍将持续, 并导致新的特里芬难题。^②

(三) 零利率下限

Fischer (2016) 重点探讨了与短期名义利率零利率下限相关的三个问题, 一是全球是否正在向一个永久低实际利率均衡点移动。二是哪些措施可以缓解零利率下限给货币政策带来的限制。三是在实行货币政策时是否需要考虑金融稳定, 如果是, 则应该怎样将其放入政策目标?^③

王维俊、裘翔 (2016) 在一个价格黏性和垄断竞争的新凯恩斯开放经济模型下, 分别将通胀目标制、名义 GDP 目标制和混合目标制下的量化宽松政策引入模型, 探究处于零名义利率状态时, 外国央行量化宽松政策对本国居民福利损失和本国央行最优货币政策产生的影响。研究发现, 外国央行的量化宽松政策随着冲击持续性的不同、政策组合的不同以及执行力度的不同, 会形成“双赢”、“以邻为壑”和“两败俱伤”三种局面, 本国央行不仅应当审时度势做好政策应对, 还应当积极进行国际政策协调。^④

七、总结

2016 年汇率、人民币国际化、金融监管、资本流动和非常规货币政策是国际学术界关注的五大重点领域。其中, 人民币国际化作为近年来影响国际货币体系的重大事件, 由于深度数据的缺乏, 研究进展有所放缓, 主要研究集中于人民币国际化进展动态的分析。可以预见, 在未来一段时期, 上述五个领域仍将构成国际学术界研究国际金融的重心。

具体就各个领域而言, 汇率领域的议题主要有汇率波动的影响、汇率制度、汇率传递、外汇市场、汇率预测、汇率波动的宏观解释、利率平价及其他, 得到如下主要结论。汇率波动会对贸易、资本流动、行业资源错配、企业经营等宏微观层面均产生影响; 灵活的汇率制度更利于应对外部经济冲击, 加快经常账户调整, 降低外汇储备负担; 汇率变化会向进出口价格、国内物价和通胀产生传递效应, 且常常呈现非线性关系; 就人民币外汇市场而言, 在岸市场对于离岸市场具有较强的引导作用; 在汇率预测方面, 泰勒规则、指数平滑模型都具有不错的效果; 而对汇率波动, 外汇储备、大宗商品价格等宏观变量都具有一定的解释力; 当前汇率偏离利率平价理论的原因则可从银行的资产负债表能力、杠杆水平、信用风险和市

① Chang, R. & Velasco, A. (2016). Financial Frictions and Unconventional Monetary Policy in Emerging Economies. *NBER Working Paper* No. 21955.

② Gourinchas, P. & Rey, H. (2016). Real Interest Rates, Imbalances and the Curse of Regional Safe Asset Providers at the Zero Lower Bound. *NBER Working Paper* No. 22618.

③ Fischer, S. (2016). Monetary Policy, Financial Stability, and the Zero Lower Bound. *American Economic Review*, 106 (5), 39 - 42.

④ 王维俊、裘翔 (2016): “零名义利率条件下非传统货币政策及其外溢效应”, 《国际金融研究》, 第 8 期, 第 24 - 37 页。

场风险等方面探究。该领域的研究方法仍以实证为主,数据样本涉及跨国面板数据、单个国家的时间序列数据以及微观企业数据等,主要实证方法包括 GARCH-BEKK 模型、MVGARCH 模型、TVP-VAR-SV 模型、Logistic 平滑转换误差修正模型 (STECM)、非线性自回归分布滞后 (NARDL) 模型。少数研究专注理论推导,涉及的主要模型有利率平价理论、内生经济增长模型、泰勒模型、汇率超调模型等。

资本流动领域的研究议题主要集中在宏观政策、影响国际资本流动的因素及其他。相关文献主要以新兴经济体近二十年的数据作为样本,主要利用全球均衡模型、贝叶斯模型、双重差分法和合成控制法进行实证分析法。相关宏观政策研究得到如下主要结论。第一,协调的全球经济政策有助于各国资本流动达到最优的均衡状态,并有助于维持发达国家与发展中国家之间的稳定关系。第二,发达国家的宏观经济政策对新兴经济体的外溢效应十分明显,明显冲击后者的资本流动规模、GDP 增长率以及汇率。第三,新兴经济体应当执行审慎的宏观经济政策,防止资本流动逆转,维护本国金融系统稳定。在影响国际资本流动的因素中,全球的经济因素远大于国内的经济因素。其中,全球因素主要包括美国的利率、美元的汇率和全球风险。国内因素主要包括通货膨胀、商业信心、经济增长、金融机构存贷比和股票价格。此外,资本流入会刺激本国的信贷繁荣,并会对国内银行贷款具有一定的替代作用,这会增大银行危机的发生概率。

人民币国际化领域的议题主要有人民币国际化与国际货币体系、人民币加入 SDR、人民币区域化进展。相关研究基本认为,人民币国际化已进入新阶段,未来的关键趋势在于国内金融市场的发展和改革。从研究方法上来看,数据分析开始逐渐兴起,取代以往的逻辑式分析,这主要是由于人民币国际化研究经过近十余年的发展,研究已到了需要进一步细致化的阶段。然而,由于数据可得性的问题,实证类研究仍是少数。

国际货币体系和非常规货币政策领域的研究主要仍围绕非常规货币政策溢出效应、零利率下限等问题展开研究。这些研究结论揭示,非常规货币政策对新兴经济体金融和经济存在显著的溢出效应,且大部分为负。在研究方法上,实证研究继续占据主导地位,大部份研究以微观或宏观理论模型为基础,主要方法包括分析法、增广向量自回归、三分类 Qual VAR、GVECM。

金融监管领域的议题主要有银行业监管、系统性风险监管、跨境金融监管和影子银行。这些研究基本认为,全球金融危机后巴塞尔协议 III 的实施和各种审慎监管政策的采用,有助于提升银行的经营绩效,降低系统性风险,而且各国银行间应加强监管协作。从研究方法来看,实证研究仍然占据主要地位,较新的计量方法包括双重差分模型 (DID)、EW-GVAR 模型、NARDL 模型和门限回归模型等,样本数据涉及多国面板数据、中国的时间序列数据以及商业银行的微观数据等。构建理论模型的文献明显增多,如系统性风险监管、国内监管对全球化银行的影响及其溢出效应、影子银行对金融系统和经济运行的影响机制,常用的模型有 DSGE 模型、银行间市场的网络模型等。