

2014 年国际金融学综述

刘东民 肖立晟 李远芳*

一、前言

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、BIS、NBER、CSIS、AEI 等重要国际组织和经济研究机构的工作论文,2014 年这些刊物和机构共发表了国际金融领域相关研究文献 169 篇。其中,汇率方面的文献最多,共 86 篇,约占 51%。金融监管方面的文献 29 篇,排名第二,约占 17%。人民币国际化方面的文献 28 篇,排名第三,约占 17%。资本流动方面的文献 19 篇,约占 11%。国际货币体系的文献只有 7 篇,仅占 4%。可以看出,一方面,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,人民币国际化作为新兴的研究领域,在文献数量上仅以一篇之差落后于金融监管领域,排名第三。这说明人民币国际化已经迅速成为国际学术界的热点和前沿。

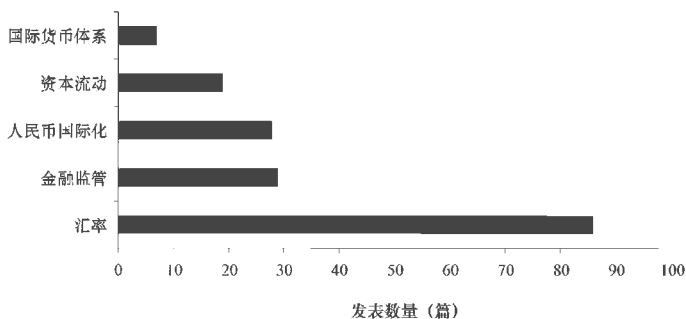


图 1 2014 前沿国内外期刊国际金融研究文献主要领域分布

数据来源:作者整理。

二、汇率

对汇率问题的研究一直是国际金融领域的热点,在国际金融前沿文献中占据重要位置。

* 作者均来自中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室。刘东民:金融学博士,副研究员,国际金融研究室主任, sunshine_ldm@126.com。肖立晟:经济学博士,副研究员,国际金融研究室主任, nkxls@126.com。李远芳:经济学博士,助理研究员, liyuanfang@cass.org.cn。作者感谢匿名审稿人的建设性意见,并自负文责。

纵观本年度汇率领域的研究文献,重点研究主题有8个:汇率波动的影响、汇率波动的宏观解释、对实际汇率的解释、外汇市场、汇率制度、汇率与经济增长、汇率的政治经济学和其他领域。其他领域的研究主题包括:汇率传递、人民币国际化与汇率的关系、均衡汇率、利率平价以及汇率预测。这些主要的研究主题中,汇率波动的影响、对实际汇率的解释最受研究者关注,两个方面的文献量占有重要汇率文献的近一半。

表1 2014年汇率研究论文分布

议题 期刊	利率 平价	汇率的 政治经 济学	均衡 汇率	汇率波 动的宏 观解释	汇率与 经济 增长	汇率 波动 的影响	人民币 国际化 与汇率 的关系	对实际 汇率 的解释	汇率 制度	外汇 市场	汇率 传递	汇率 预测	合计
QJE	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
AER	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	2
JIE	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	3
TWE	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	2
CWE	0	0	0	0	0	2	0	0	1	0	0	0	3
JIMF	0	0	0	2	0	3	0	2	0	2	1	1	11
IMF	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	1	0	5
BIS	0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	0	0	3
世界经济	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	5
管理世界	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
当代亚太	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
国际经济评论	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
数量经济技术 经济研究	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	3
财贸经济	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
金融评论	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	2
统计研究	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
金融研究	0	0	1	1	0	4	0	3	1	0	0	0	10
经济社会体制比较	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
国际金融研究	0	1	0	1	1	7	1	0	3	2	0	0	16
南方经济	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
国际贸易问题	0	0	0	1	2	6	0	0	1	1	1	0	12
合计	1	5	2	9	5	32	3	8	8	8	4	1	86

注: QJE 代表 Quarterly Journal of Economics, AER 代表 American Economic Review, JIE 代表 Journal of Political Economy, TWE 代表 The World Economy, CWE 代表 China and World Economy, JIMF 代表 Journal of International Money and Finance, IMF 和 BIS 分别代表国际货币基金组织和国际清算银行。

数据来源:作者整理。

本年度纳入统计范围的汇率领域相关研究文献 86 篇。其中，汇率波动的影响文献 32 篇，占 37%；汇率波动的宏观解释文献 9 篇，占 11%；对实际汇率的解释文献 8 篇，占 9%；外汇市场文献 8 篇，占 9%；汇率制度文献 8 篇，占 9%；汇率与经济增长文献 5 篇，占 6%；汇率的政治经济学文献 5 篇，占 6%；其他领域文献 11 篇，占 13%（见表 1）。图 2 展示了汇率研究各个领域的文献分布情况。

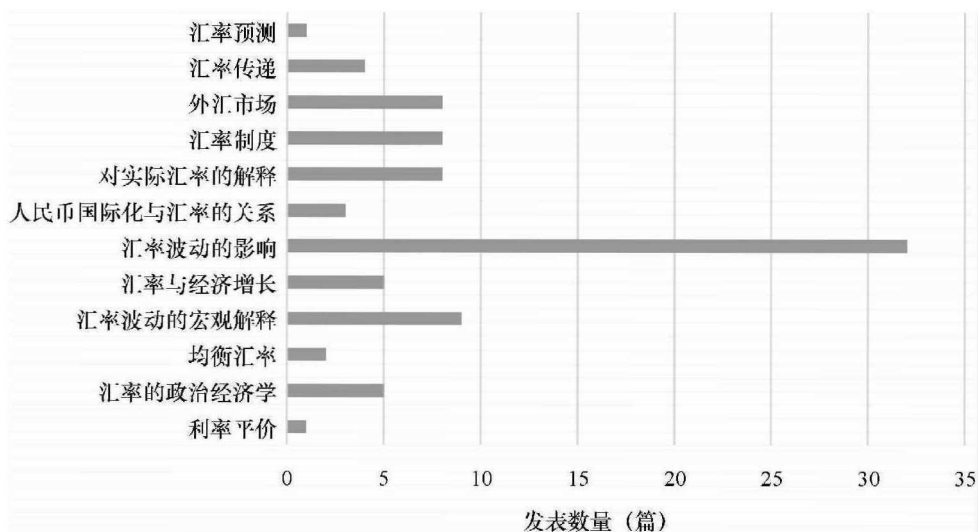


图 2 2014 前沿国内外期刊汇率领域研究文献主要分布

数据来源：作者整理。

以下从 8 个方面详细介绍、梳理和总结本年度的汇率国内外研究动态，在介绍文献的同时，重视对文献进行归类、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，是本年度国内外汇率研究的前沿和热点。有关汇率波动的经济影响的文献大体分为六个方面。一是汇率波动对贸易的影响。主要包括对出口贸易、进口贸易、进出口贸易、贸易收支、贸易转型以及对碳交易市场的影响。二是汇率波动对宏观变量的影响，主要包括对货币政策、行业固定资产投资、经济波动、本币主权债券收益率以及对东盟各国汇率的影响。三是汇率波动对股市的影响。主要包括对股票价格、资产风险、股市收益率以及短期国际资本与资产价格的影响。四是汇率波动对微观企业的影响。主要包括对企业经营、企业出口利润以及企业资本劳动比例的影响。五是汇率波动对商品价格的影响。主要包括对贵金属和房地产价格的影响。六是汇率波动对工资的影响。

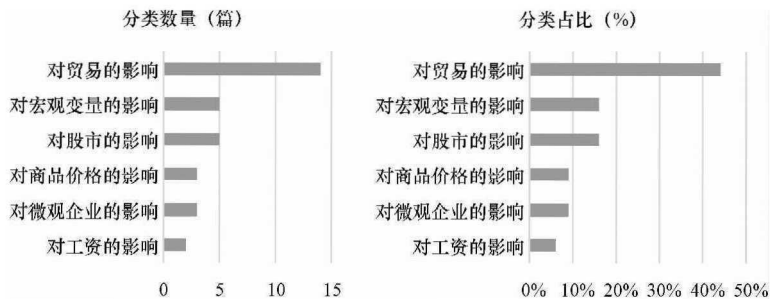


图3 2014 汇率波动的影响文献分类情况

数据来源：作者整理。

本年度，汇率波动影响的文献中，占主体的是汇率波动对贸易的影响（第一类），其次是对宏观变量的影响（第二类）和对股市的影响（第三类），而对微观企业的影响（第四类）、对商品价格的影响（第五类）以及对工资的影响（第六类）这三类研究文献相对较少。

1. 汇率波动对贸易的影响方面。汇率波动对出口、进口、进出口以及贸易收支的影响是学者关注的主要方面。戴翔和张二震（2014）运用分布滞后模型，分析了人民币汇率波动对中国服务贸易出口增长的影响。结果发现，人民币实际有效汇率变动对服务出口增长具有显著负面的滞后影响。^①分部门来看，对新型服务贸易部门的出口增长产生的影响，超过对传统部门出口增长的影响。Tang & Chink 运用固定效应模型分析了亚洲内部 17 个经济体的汇率波动如何影响它们的初级产品、中级产品以及设备和消费品的出口，结果发现，在亚洲和东盟五国，汇率波动对于商品出口有着不利影响。这种不利影响在小群体中更为强烈。就产品类别而言，这种不利影响在中间产品和设备产品中最为明显。^②张伯伟和田朔（2014）通过对 2000—2011 年 147 个国别的面板数据进行参数估计，发现汇率波动对于出口贸易具有非线性影响，当人民币大幅升值时将阻碍出口，但人民币贬值和升值幅度较小时将促进出口。^③曹伟和左杨（2014）运用面板门限模型，研究了汇率波动对于进口贸易的影响，结果发现，从全国层面来看，省际实际有效汇率对当期进口贸易存在负向影响，而滞后一期的汇率升值对进口贸易具有一定的促进效应。从东、中、西三个区域来看，省际实际有效汇率的变化对东部地区进口贸易影响最大、西部地区其次、中部地区最弱。^④

2. 汇率波动对宏观变量的影响方面。学者主要研究汇率波动对货币政策、行业固定资产投资、经济波动、本币主权债券收益率以及东盟各国汇率的影响。曹伟和申宇（2014）运用动态面板数据模型，结合系统 GMM 的估计方法，研究了汇率波动对固定资产投资的影响。结果发现，劳动密集型行业因人民币升值而大幅减少投资，而资本密集型行业投资对汇率变动敏感性不强。人民币汇率水平变化对东部地区和西部地区的投资均存在显著影响，而对中

① 戴翔、张二震（2014）：“人民币汇率变动是否影响了中国服务出口增长”，《金融研究》，第 11 期。

② Tang, H. C. (2014). *The World Economy*, 37 (2), 335 - 52.

③ 张伯伟、田朔（2014）：“汇率波动对出口贸易的非线性影响——基于国别面板数据的研究”，《国际贸易问题》，第 6 期。

④ 曹伟、左杨（2014）：“人民币汇率水平变化、汇率波动幅度对进口贸易的影响——基于省际面板数据的研究”，《国际贸易问题》，第 7 期。



部地区的影响十分有限。^①

3. 汇率波动对股市的影响方面。吴贾、黄霖和张睿（2014）利用开放经济下的资产定价模型探究汇率波动对资产风险的影响。发现由于汇率的波动增加了消费的边际效用与资产收益率的负相关关系，从而增加了资产的风险并降低了资产的价格。^②

4. 汇率波动对微观企业的影响方面。研究主要包括汇率波动对企业经营、企业出口利润以及企业资本劳动比例的影响。张德进（2014）运用固定效应模型，研究人民币汇率波动对企业资本劳动比例的影响。结果发现汇率升值促进了行业资本劳动比例的提高。就技术类型来看，汇率升值对于促进中高技术行业资本劳动比例提升影响更为显著。^③

5. 汇率波动对商品价格的影响方面。研究主要集中在汇率波动对贵金属和房地产价格的影响。李芳和李秋娟（2014）通过构建包含汇率、国际资本流动与房地产价格的马尔柯夫机制转换模型（Markov Regime Switching Mode）的 VAR 模型，即 MS - VAR 模型。研究了人民币汇率与房地产价格的互动关系，发现人民币升值会带来房地产价格上升，房地产价格上涨也会导致人民币升值且持续时间较长。研究建议为保持经济体系的稳定，应多管齐下稳房价、加强对短期国际资本流动的监管、加快利率和汇率市场化进程。^④

6. 汇率波动对工资的影响方面。McKinnon & Schnabl（2014）运用工资调整模型研究发现，浮动的汇率可能会吸引更多的热钱流入，中国人民银行应注重保持人民币/美元汇率稳定，以鼓励工资增长，帮助平衡中国的国际竞争力。^⑤

（二）汇率波动的宏观解释

汇率波动的宏观解释是汇率研究的主题。这方面的研究将汇率波动与一些宏观经济现象相联系，为政府经济政策制定提供一个更为全面和宏观的视角。本年度，这一领域的研究呈现多样化势态。主要包括从黑市活动、宏观变量、政策因素以及零利率下限对汇率波动进行解释。

Huett et al.（2014）运用 probit 模型对黑市交易数据进行实证研究。发现白俄罗斯黑市的出现作为一种催化剂，加速了经济事件的演变并最终导致了该国由固定汇率制度向自由浮动汇率制度的转变。^⑥

郭莹莹（2014）通过马尔科夫区制转移模型，研究长短期因素中影响汇率波动的主导变

① 曹伟、申宇（2014）：“汇率变动对固定资产投资的影响研究：理论及中国实证”，《数量经济技术经济研究》，第7期。

② 吴贾、黄霖、张睿（2014）：“汇率波动是否增加了投资者的风险——理论与实证”，《金融研究》，第8期。

③ 张德进（2014）：“人民币汇率变化对资本劳动比例的影响研究——基于1998—2011年制造业各行业分析”，《国际贸易问题》，第1期。

④ 李芳、李秋娟（2014）：“人民币汇率与房地产价格的互动关系——基于2005—2012年月度数据的MS - VAR模型分析”，《国际金融研究》，第3期。

⑤ Ronald, M. & Gunther, S. (2014). China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency. *China and World Economy*, 22 (3), 1 - 35.

⑥ Hannes, H., Krapf, S. M., & Derya, U. (2014). Price dynamics in the Belarusian black market for foreign exchange. *Journal of International Economics*, 94 (1), 169 - 176.

量。发现国内通货膨胀和国际市场利率是短期因素中影响我国汇率变动的主要变量，长期因素中的贸易条件、货币供给和外汇储备是影响汇率变动的主要变量，其中货币供给增加引致的汇率升值现象说明当前我国货币的资本功能主导汇率变动。^①

Ehrmann et al. (2014) 建立 EGARCH 模型研究欧债危机期间影响欧元汇率波动的政策因素，发现研究发现宏观基本面对汇率波动只有较低的解释能力，欧洲央行的行动有助于降低欧元汇率波动率，而决策者的公开讨论对汇率波动影响没有我们所担忧的那么大。^②

Swanson & Williams (2014) 通过构建一个国家的新凯恩斯模型来衡量英德两国汇率是否受到零利率下限约束，结果表明，美元/英镑和美元/欧元的汇率已经基本不受零利率下限限制。^③

（三）对实际汇率的解释

对实际汇率的解释是近年国内外文献研究的重点领域。这方面的研究呈现多元化趋势，对实际汇率的解释存在多个视角。主要包括，名义有效汇率、人口年龄结构、资产风险套利、收入不平等、财政政策、货币政策、粘性价格、政府支出和贸易条件等等。

具体文献上，黄昌利和高言（2014）通过自回归分布滞后模型研究了人民币名义有效汇率（NEER）对实际有效汇率（REER）的影响。结果发现，2005年第3季度至2013年第4季度期间，NEER与REER之间存在协整关系，且NEER长期和短期上均显著地正向影响REER，名义汇率可以在一定程度上成为货币当局的有效政策工具。^④

马丹（2014）运用双向固定效应模型，探究人口年龄结构对实际汇率的影响及其机制。发现中国劳动人口占比主要通过需求结构机制和“巴拉萨—萨缪尔森效应”机制影响人民币实际汇率，而经常项目机制不显著。其中，劳动人口占比上升通过需求结构机制导致人民币实际贬值，通过“巴拉萨—萨缪尔森效应”机制导致人民币实际升值。综合看来，劳动人口占比上升通过“巴拉萨—萨缪尔森效应”机制对人民币实际汇率产生的正向影响大于其通过需求结构机制产生的负向影响，并最终导致人民币实际汇率升值。^⑤

陆前进和温彬（2014）利用脉冲响应、方差分解等方法研究了政府支出和贸易条件对实际汇率的影响，结果显示，经常项目和政府支出等对实际汇率影响为正，贸易品产出和贸易条件对实际汇率的影响为负。^⑥

① 郭莹莹（2014）：“人民币汇率的长短期影响因素分析——基于马尔科夫区制转换模型”，《国际贸易问题》，第2期。

② Ehrmann, M., Osbat, C., Strásky, J. & Uusküla, L. (2014). The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis - Dancing to its own tune? *Journal of International Money and Finance*, vol. 49, 319 - 339.

③ Swanson, E. T. & Williams, J. C. (2014). Measuring the effect of the zero lower bound on yields and exchange rates in the U. K. and Germany. *Journal of International Economics*, 92 (S1), S2 - S21.

④ 黄昌利、高言（2014）：“人民币名义有效汇率如何影响实际有效汇率”，《金融评论》，第5期。

⑤ 马丹（2014）：“人口年龄结构影响人民币实际汇率的传导机制识别——基于中国对世界面板数据的实证研究”，《金融研究》，第5期。

⑥ 陆前进、温彬（2014）：“财政支出、贸易条件和中国的实际汇率——基于期内和跨期双重优化和无限期预算约束的理论和实证研究”，《金融研究》，第6期。

杨长江、石欢、裘佳杰(2014)运用固定效应模型为实际汇率变动提供一个基于收入平等性角度的解释。他们发现,收入平等性对于实际汇率的影响可能存在倒“U”形的关系:即收入差距拉大最初会使得经济体实际汇率升值,但收入差距恶化至一定程度后会使得该经济体的实际汇率贬值。^①

Badia & Segura-Ubiergo(2014)通过实际汇率的动态模型探究能否利用财政政策应对实际汇率升值,结果表明,增加公共投资的同时维持财政纪律有助于缓解升值压力。^②

(四) 外汇市场

对外汇市场的研究是2014年国内外文献研究的重点领域。这个领域的研究主要方向是外汇干预此外,还有关于外汇市场压力、外汇市场有效性以及货币交易规则的研究。

1. 外汇干预。Tashu(2014)通过构建秘鲁央行反应函数模型实证评估秘鲁外汇干预的动机和效果,结果表明,秘鲁央行的外汇销售有效地减少了汇率波动,外汇购买对汇率水平没有显著影响,但却意外地对汇率波动产生显著的负面影响。^③ Fuentes et al.(2014)运用GARCH模型分析拉丁美洲四个通货膨胀目标经济体的冲销、日内外汇市场交易对于外汇收益和波动性的影响,结果表明,当服务于外汇储备增加或供给外汇资产流动性时,拉丁美洲的非任意外汇市场操作对汇率有显著但短暂的影响,但是这些影响可能被低估。^④ Devereux & Yetman(2014)通过开放经济模型,研究名义汇率对外汇干预政策的反应,结果表明,当商品市场一体化程度低和汇率传递程度高时,冲销式干预的收益更大。给定冲销干预的有限效力,该模型指出,汇率变动在亚洲最优货币政策制定中的重要性日趋下降。^⑤

2. 外汇市场压力及其他。郭立甫(2014)通过测算人民币外汇市场压力指数(EMP)和构建结构方程模型,较为准确地反映了我国外汇市场压力的变化,同时发现汇率预期、中美利差、贸易顺差/工业增加值和通货膨胀率是影响人民币外汇市场压力的重要因素。^⑥ 汪卢俊、谢姗(2014)关于外汇市场弱有效性的研究表明,当前正在推进的人民币汇率形成机制改革有利于增进外汇市场的有效性。^⑦

① 杨长江、石欢、裘佳杰(2014):“收入平等性与实际汇率”,《金融研究》,第10期。

② Badia, M. & Segura - Ubiergo, A. (2014). Real Exchange Rate Appreciation in Emerging Markets: Can Fiscal Policy Help? *IMF Working Paper No. 14/1*.

③ Tashu, M. (2014). Motives and Effectiveness of Forex Interventions: Evidence from Peru. *IMF Working Paper No. 14/217*.

④ Fuentes, M., Pincheira, P., Julio, J. M., Rincón, H., García - Verdú, S., Zerecero, M., Vega, M., Lahura E. & Moreno, R. (2014). The effects of intraday foreign exchange market operations in Latin America: results for Chile, Colombia, Mexico and Peru. *BIS Working Paper Sep 2014 No 462*.

⑤ Devereux, M. B. & Yetman, J. (2014). Globalisation, pass - through and the optimal policy response to exchange rates. *Journal of International Money and Finance*, vol. 49, 104 - 128.

⑥ 郭立甫(2014):“我国外汇市场压力的测算及影响因素研究——基于MIMIC模型”,《国际金融研究》,第1期。

⑦ 汪卢俊、谢姗(2014):“人民币外汇市场的弱式有效性研究——基于样本外预测的检验”,《国际贸易问题》,第6期。

（五）汇率制度

汇率制度作为一国经济制度的重要组成部分，不仅是一国经济增长的有力保证，并且对一国经济能否持续健康发展发挥着不容忽视的作用。2014年，Ghosh et al. (2014)、朱孟楠和陈欣铭(2014)、Yoshino et al. (2014)、张翔等(2014)对汇率制度的选择、转变和弹性等方面的研究进行了推进。

Ghosh et al. (2014) 构建 probit 模型研究各种汇率制度的安全程度后发现，在缺乏灵活性的中间制度情况下，宏观经济和金融脆弱性大大增加，中间制度是最容易被危机影响的一类。此外，在安全的浮动制度和有风险的中间制度之间没有一条清晰的界限。^① 朱孟楠和陈欣铭(2014) 研究发现，经济结构和政治偏好对的汇率制度选择影响显著，而经济冲击对汇率制度的影响则相对不明显。^②

Yoshino et al. (2014) 运用动态的小型开放经济一般均衡模型探索中国汇率制度的最佳转变途径，认为首先，逐步调整一篮子挂钩制度是中国能够采取的最优方法，它能够保证在汇率制度转变中带来最小的福利损失。其次，向一篮子挂钩制度的突然转变是次优的选择，效果好于突然转向浮动汇率制度，因为金融监管机构能够有效决定篮子里各个货币的最优权重以便实现政策目标。^③ 张翔等(2014) 发现汇率弹性的增强有利于降低国际资本流动的顺周期效应和提高我国货币政策的自主性。^④

（六）汇率与经济增长

实际汇率的变化往往影响整个经济体的增长。本年度，国内外研究汇率与经济增长的文献主要包括实际汇率低估、升值和贬值对经济增长的影响。杨长江和周静东(2014) 研究发现，对于经济较为落后的发展中国家而言，实际汇率低估政策一般在短期内会对经济增长有显著的刺激效果，但能否实现长期经济增长，取决于经济体及时相应推行结构性改革等政策的措施情况。^⑤ 赵文军(2014) 发现在全国层面上，我国实际汇率升值总效应表现为对经济增长方式的转变发挥促进作用。在地区层面上，沿海地区实际汇率升值总效应显示为有助于转变经济增长方式。内陆地区实际汇率升值对经济增长方式的总效应为正，对经济增长方式转变的总推进作用强于沿海地区。^⑥ 丁正良和纪成君(2014) 构建 VAR 模型证实了实际汇率

① Ghosh, A. R., Ostry, J. D. & Qureshi, M. S. (2014). Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment. *IMF Working Paper* No. 14/11.

② 朱孟楠、陈欣铭(2014): “新兴市场国家汇率制度选择的分析——经济结构、经济冲击与政治偏好”, 《国际贸易问题》, 第5期。

③ Yoshino, N., Kaji, S. & Asonuma, T. (2014). Dynamic Transition of Exchange Rate Regime in China. *China and World Economy*, 22 (3), 36 - 55.

④ 张翔、何平、马菁蕴(2014): “人民币汇率弹性和我国货币政策效果”, 《金融研究》, 第8期。

⑤ 杨长江、周静东(2014): “实际汇率低估与经济增长: 一个文献综述”, 《世界经济》, 第11期。

⑥ 赵文军(2014): “实际汇率升值与经济增长方式转变——基于我国省际面板数据的实证研究”, 《国际贸易问题》, 第3期。



贬值对中国经济增长有持续促进作用。^①

（七）汇率的政治经济学

本年度，在汇率的政治经济学领域文献数量较少。由于该领域主要涉及中美政治博弈，这个部分的研究能够为我国与美国的政治博弈提供一定的政策建议。这个领域的研究范围较为广泛，包括美国对华贸易政策、美国利益集团政治、美国汇率政治、中国汇率政策以及中美关系演变。具体文献上，项卫星和王冠楠（2014）研究发现中国货币当局通过交替使用增持和减持美国国债这两种手段，有效地制约了美国的汇率政治。但中美双边经济关系要从根本上摆脱美国汇率政治的制约，需要通过结构性改革、人民币国际化以及加强双边金融合作等途径。^② 肯特·特劳特曼（2014）则认为未来中国汇率政策的主要改革推动力量来自国内，而非来自国外政府的压力。^③

（八）其他领域

我们将所有涉及其他领域的文献整理汇总，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，而主要因为在本年度的贸易文献中涉及这些领域的研究不多。其他领域主要包括了5个方面：汇率传递、人民币国际化与汇率的关系、均衡汇率、利率平价以及汇率预测。

1. 汇率传递。该领域的研究主要集中在商品质量与汇率传递的关系、企业进口额度与出口市场份额对汇率传递的影响，以及离岸人民币与在岸人民币之间的汇率传递。具体文献上，胡冬梅、郑尊信和谢帆（2014）通过研究中日商品贸易数据，发现日本出口商利用成本加成的变化吸收日元汇率的部分波动，使得汇率冲击不完全传递到人民币价格上。^④ Chen & Juvenal（2014）通过突出产品质量的差异来解释了不完全的汇率传递。^⑤ Cheung & Rime（2014）构建向量误差修正模型发现，离岸人民币汇率对在岸人民币汇率的影响日益增大，并且对于官方人民币汇率中间价有一个显著的预测能力。^⑥

2. 人民币国际化与汇率的关系。林楠（2014）研究发现，人民币对美元汇率取决于中美两国劳动生产率变化和货币政策松紧程度。^⑦ 沙文兵和刘红忠（2014）发现，人民币升值预

① 丁正良、纪成君（2014）：“基于VAR模型的中国进口、出口、实际汇率与经济增长的实证研究”，《国际贸易问题》，第12期。

② 项卫星、王冠楠（2014）：“中美经济相互依赖关系对美国汇率政治的制约”，《当代亚太》，第6期。

③ 肯特·特劳特曼（2014）：“《纸牌屋》与人民币汇率”，《国际经济评论》，第3期。

④ 胡冬梅、郑尊信、谢帆（2014）：“商品质量是汇率传递异质性的来源吗——以中日贸易为例”，《国际贸易问题》，第12期。

⑤ Chen, N. & Juvenal, L. (2014). Quality, Trade, and Exchange Rate Pass-Through. *IMF Working Paper* No. 14/42.

⑥ Cheung, Y. & Rime, D. (2014). The offshore renminbi exchange rate: Microstructure and links to the onshore market. *Journal of International Money and Finance*, vol. 49, 170-189.

⑦ 林楠（2014）：“国际货币体系多元化与人民币汇率动态：文献综述”，《金融评论》，第2期。

期对人民币国际化具有一定的促进作用,但人民币过快升值反而不利于人民币国际化。人民币国际化对人民币汇率变动及汇率预期的影响居于主导地位。^①

3. 均衡汇率。该领域主要研究人民币汇率均衡与失衡问题,并探究人口年龄结构对均衡汇率的影响。王彬、马文涛和刘胜会(2014)研究发现,人民币汇率在2005年汇率形成机制改革后,失衡程度开始逐步收窄,2008年之后已接近均衡汇率,近期表现出小幅高估,未来不存在大幅升值的基础条件。^②周源和唐晓婕(2014)发现,人口老龄化问题带来的抚养比上升趋势会造成人民币均衡汇率的升值压力。^③

4. 利率平价。该领域研究利率平价相关问题,本年度相关文献较少。肖立晟和郭步超(2014)首次测算了中国的金融实际有效汇率,并分解名义汇率与资产价格对金融实际有效汇率的贡献。^④

5. 汇率预测。该领域主要对汇率走势进行预测,本年度相关文献较少。不同于该领域先前的研究,使用修正数据预测汇率,Ince(2014)构造了一个将只有市场参与者可得的信息收集起来的季度实时数据集对样本外汇率进行预测。^⑤

三、资本流动

本年度纳入统计范围的资本流动领域相关研究文献19篇。其中,研究国际资本流动影响因素的文献9篇,占47%。研究宏观审慎与资本流动的文献5篇,占26%。研究量化宽松政策对资本流动的影响文献3篇,占16%。资本流动其他领域文献2篇,占11%(见表2)。图4展示了资本流动研究各个领域的文献分布情况。

表2 2014年资本流动研究文献分布情况

议题 期刊	影响国际资本 流动的因素	宏观审慎与 资本流动	量化宽松政策对 资本流动的影响	资本流动 其他领域	合计
JIE	3	0	0	1	4
JIMF	2	0	0	0	2
IMF	2	2	2	0	6
BIS	0	0	0	1	1
世界经济	1	0	0	0	1
经济研究	0	1	0	0	1

① 沙文兵、刘红忠(2014):“人民币国际化、汇率变动与汇率预期”,《国际金融研究》,第8期。

② 王彬、马文涛、刘胜会(2014):“人民币汇率均衡与失衡:基于一般均衡框架的视角”,《世界经济》,第6期。

③ 周源、唐晓婕(2014):“人口年龄结构对均衡汇率的影响研究”,《金融研究》,第6期。

④ 肖立晟、郭步超(2014):“中国金融实际有效汇率的测算与影响因素分析”,《世界经济》,第2期。

⑤ Ince, O. (2014). Forecasting exchange rates out-of-sample with panel methods and real-time data. *Journal of International Money and Finance*, vol. 43, 1-18.

续表

议题 期刊	影响国际资本 流动的因素	宏观审慎与 资本流动	量化宽松政策对 资本流动的影响	资本流动 其他领域	合计
国际经济评论	0	0	1	0	1
财贸经济	0	1	0	0	1
国际金融研究	1	0	0	0	1
南开经济研究	0	1	0	0	1
国际贸易问题	0	0	0	0	1
合计	9	5	3	2	19

注: JIE 代表 Journal of Political Economy, TWE 代表 The World Economy, JIMF 代表 Journal of International Money and Finance, IMF 和 BIS 分别代表国际货币基金组织和国际清算银行。

数据来源: 作者整理。

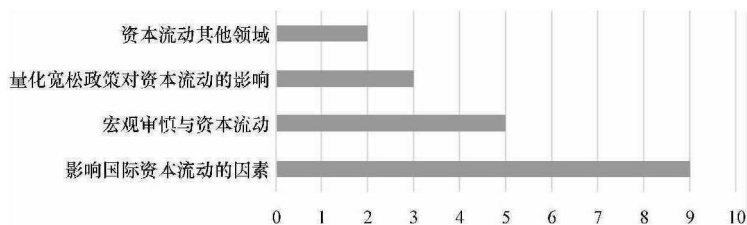


图4 2014 资本流动研究文献主要领域分布

数据来源: 作者整理。

以下从4个方面详细介绍、梳理和总结本年资本流动国内外研究动态,在介绍文献的同时,重视对文献进行归类、梳理和评述。

(一) 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是国际资本流动的经典问题。

张明、肖立晟(2014)通过对2000—2012年以来包括52个国家或地区在内的资本流动数据建立模型,比较不同经济体的国际资本流动推动与拉动因素。结果发现对于新兴经济体与发达国家资本流动驱动因素有很大差异。美国经济增长率和全球风险偏好是新兴经济体最重要的推动因素,本国经济增长率是最重要的拉动因素。对发达经济体而言,本币汇率变动率是最重要的拉动因素,而美国经济增长率是最重要的推动因素。除此之外,论文还分析了在市场的不同时期,资本流动驱动因素也不相同。当市场较为平静时,本币汇率变动率与经济增长率对新兴经济体影响显著。在市场动荡时期,本国利率与美国利率的差距与

经济增长率对发达经济体驱动效果明显。^①

郑璇(2014)则以新兴市场国家为研究对象,通过建立面板数据 Probit 模型分析流入驱动型与流出驱动型国际资本流动突然中断的影响因素,结果发现流入驱动型国际资本流动的突然中断发生概率,与国内贸易及金融开放度、组合证券投资资本占比等因素正相关,与国内及国际经济增长和国际流动性水平负相关。而流出驱动型国际资本流动的突然中断发生概率与一国政府消费支出、金融开放度、组合证券投资资本占比正相关,与国内经济增长负相关。同时,论文还对中国发生两种国际资本流动中断的概率进行预测,证明中国发生两种中断事件的概率很低,并对我国提高相关防护预警提出建议。^②

Nier et al. (2014) 同样以新兴市场为例,研究资本流动的驱动因素。通过建立交互模型,发现在应激期间,波动率是资本流动的主要驱动。^③ Förste et al. (2014) 着眼于总资本流入率,建立动态的分层因子模型,将样本中 47 个经济体的资本流入分解为包括全球性因子,特定类型资本因子,区域因子和特定国家因子。结果发现对于新兴经济体来说,区域因素是最重要的,对于发达国家来说,全球因素影响最大。^④ Giordani et al. (2014) 发现若本国实行资本管制,则会使国际资本流入其他国家。^⑤ 自 20 世纪 80 年代以来,国际资本流动急剧增加,Evans & Hnatkovska (2014) 认为这是世界金融市场日益一体化带来股票和债券市场的效应。通过建立不完全市场的动态一般均衡模型对在全球金融市场上影响国际资本流动和金融回报的进行检验。结果发现在债券和股票的均衡流动大于实证同行,很大程度上由股权风险溢价的变化。^⑥ Backus et al. (2014) 认为由于资本流动具有持久性,所以它的驱动因素也应当是持久的,人口趋势是影响国际资本流动的根源。作者建立了一个储蓄决策与代理人的预期寿命相关联的多国家世代模型,分析了人口对资本流动的影响。人口的变化通过两条路径影响资产的总积累:通过改变个人的家庭储蓄行为影响预期寿命,或者通过改变人口的年龄分布。结果证明影响预期寿命最重要的驱动因素是成人死亡率,作者同时定量比较中国,德国,日本和美国的人口对于资本流动和净国外资产的影响。^⑦

Tille & Wincoop (2014) 则建立基于分散信息国际资本流动理论,认为分散的私人信息对国际资本流动有影响。论文将信息分散引入到一个开放经济动态一般均衡的投资组合选择模型中,并强调对资本流动的影响是特定存在的分散的信息。实证分析发现这一影响是显著

① 张明;肖立晟(2014):“国际资本流动的驱动因素:新兴市场与发达经济体的比较”,《世界经济》,第8期。

② 郑璇(2014):“流入驱动型与流出驱动型国际资本流动突然中断的影响因素分析——以新兴市场国家为例”,《国际金融研究》,第1期。

③ Nier, E., Sedik, T. S. & Mondino, T. (2014). Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed? *IMF Working Paper* No. 14/196

④ Förster, M., Jorra, M. & Tillmann, P. (2014). The dynamics of international capital flows: Results from a dynamic hierarchical factor model. *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, 101 – 124.

⑤ Giordani, P., Ruta, M., Weisfeld, H. & Zhu, L. (2014). Capital Flow Deflection. *IMF Working Paper* No. 14/145

⑥ Evansa, M. & Hnatkovska, V. V. (2014). International capital flows, returns and world financial integration. *Journal of International Economics*, 92 (1), 14 – 33.

⑦ Backus, D. & Cooley, T. (2014). Demography and low-frequency capital flows. *Journal of International Economics*, 92 (S1), S94 – S102.

的并且符合工业化国家的数据。^① Ahmed & Zlate (2014) 关注私人资本流入新兴市场的决定因素, 得到如下结论。第一, 经济增长率和利率在新兴经济体与发达经济体之间是显著不同的, 全球风险偏好是净私人资本流入的决定因素。第二, 从2008全球金融危机至今, 净资本流入方向发生改变, 部分原因是利率差和风险厌恶的较大敏感性。第三, 近年的资本管制措施限制投资组合带来的资本流入。第四, 在金融危机发生前有证据表明, 用外汇干预遏制本币升值压力带来更多的资本流入, 但不确定这项政策在后危机时代的影响。最后, 论文没有发现美国非常规的货币扩张对新兴市场资本净流入的影响。^②

(二) 宏观审慎与资本流动

近年来, 宏观审慎政策已经成为一个越来越活跃的政策领域。许多国家都通过它作为一种工具来维护金融稳定, 特别是要处理全球资本流动推动的信贷和资产价格周期。在宏观审慎政策下, 考虑汇率、货币政策等对资本流动的影响是这一领域研究的重点。

卞学宇、范爱君 (2014) 以金砖国家为对象, 将汇率因素纳入到以跨期经常项目模型中, 对金砖五国的国际资本流动性大小进行测算, 同时以南非样本为例, 建立 VAR 模型, 考察汇率对于模型的影响。结果发现, 只有中国的国际资本流动性较高, 其余四国的资本流动性水平都较低, 且汇率因素可以显著提高模型的解释力, 并对我国逐步改革开放金融市场, 实现资本流动自由化提出建议。^③

鉴于传统的通胀目标仅关注通胀率和产出缺口, 姚余栋、李连发、辛晓岱 (2014) 将实际汇率缺口与外汇储备偏离合意水平纳入货币政策目标的组成部分, 通过构建包含资本流动、实际汇率的开放经济动态模型, 对比传统通胀目标制度与运用利率和对冲干预的“双目标双工具”货币政策的效果。在对数据校准参数进行模型分析后, 结果显示, 面对资本流动扰动、需求和供给扰动, 或者资本流动存在一定摩擦时, “双目标双工具”政策优于传统通胀目标制。此外论文在“双目标双工具”货币政策下, 加入外国利率、汇率预期、非套补利率平价差异等因素, 对我国政策利率和对冲干预的反应函数进行估计。结果显示, 我国货币政策实践与其具有部分一致性。^④

王志强、李青川 (2014) 研究了存款准备金率对信贷和资本流动冲击的影响。论文建立多元门限向量自回归模型, 充分考虑了动态差别存款准备金率的宏观审慎政策效果, 实证分析结果发现, 准备金率、信贷增长和资本流动之间存在非线性关系。当超额准备金率较高时, 法定存款准备金率可以作为宏观审慎工具, 通过调整法定准备金率控制信贷增长效果较好。但是, 当净投放量较大或者外汇占款增长率较低时, 法定存款准备金率的调整失去作用。^⑤

① Tille, C. & van Wincoop, E. (2014). International capital flows under dispersed private information. *Journal of International Economics*, 93 (1), 31 - 49.

② Ahmed, S. & Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, 221 - 248.

③ 卞学宇、范爱军 (2014): “金砖国家国际资本流动性度量及比较研究”, 《南开经济研究》, 第5期。

④ 姚余栋、李连发、辛晓岱 (2014): “货币政策规则、资本流动与汇率稳定”, 《经济研究》, 第1期。

⑤ 王志强、李青川 (2014): “资本流动、信贷增长与宏观审慎监管政策——基于门限向量自回归的实证分析”, 《财贸经济》, 第4期。

Magud & Vesperoni (2014) 通过不同程度的汇率弹性的经济体资本流入逆转过程中宏观和信用变量的行为,证实了宏观审慎政策与汇率制度的互补性。^①

Zhang & Zoli (2014) 回顾 2000 年以来 13 个亚洲经济体和 33 个其他地区资本流动的测量,构建各种宏观审慎政策指标。通过宏观层面的跨国回归和微观层面的银行级回归,发现宏观审慎政策和资本流动的措施有助于遏制住房价格的增长,股权流动、信贷增长和银行杠杆。^②

(三) 量化宽松政策对资本流动的影响

2008 年全球金融危机以来,美联储为了走出困境,实行了四轮量化宽松政策。2013 年,美联储宣布退出量化宽松。国际资本流动方向发生逆转,由新兴市场流向发达经济体。给依赖于国际资本流入推动本国经济繁荣的新兴经济体造成严重打击。本年,资本流动文献中,部分学者进行了相关研究。量化宽松政策逐步退出后,国际资本流动的方向发生逆转是学者的研究重点。杨农(2014)关注当前国际资本流动方向逆转现象,论文对中国及其他新兴国家面临资本流动逆转的情况进行比较分析。对新兴经济体来说,采取资本管制、创建能够提供国际货币的最终贷款人,加强区域货币合作措施抵御外部冲击。中国虽然也受到一定的冲击,经济增长速度将下降,但不会爆发严重的经济危机,并提出中国的货币政策应与美国保持一致来缓解资本外流。^③ Ree & Choi (2014) 探讨了韩国资本流动受美国量化政策的影响。^④ Adler et al. (2014) 采用面板向量自回归(PVAR)设置,研究新兴市场经济体面对全球金融冲击时资本流动总量的动态响应,结果揭示了美联储的量化宽松政策对新兴市场经济体的潜在影响。^⑤

(四) 资本流动其他领域

我们将所有涉及国际资本流动其他领域的文献整理汇总,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,而主要是因为在本年度的贸易文献中涉及这些领域的研究不多。其他领域主要包括两个方面:资本流动与实体经济,资本流动中跨市场的债券流入。

1. 资本流动与实体经济。Veld et al. (2014) 以处在繁荣—衰退周期的西班牙经济为例,通过建立一个包括信贷受限的家庭和企业,建设部门和政府的三部门新凯恩斯主义模型,探

① Magud, N. E. & Vesperoni, E. (2014). Exchange Rate Flexibility and Credit during Capital Inflow Reversals: Purgatory...not Paradise. *IMF Working Paper* No. 14/61.

② Zhang, L. & Zoli, E. (2014). Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia. *IMF Working Paper* No. 14/22.

③ 杨农(2014):“全球资本流动逆转:新兴市场经济体如何应对?”,《国际经济评论》,第3期。

④ Ree, J. & Choi, S. (2014). Safe-Haven Korea? - Spillover Effects from UMPs. *IMF Working Paper* No. 14/53.

⑤ Adler, G., Djigbenou, M. L. & Sosa, S. (2014). Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role? *IMF Working Paper* No. 14/60.



究外国资本流动与实体经济的关联。^①

2. 资本流动中跨市场的债券流入。Chantapacdepong & Shim (2014) 发现一个国家的政策增加了债券流入量, 则大幅增加了本国与其他国家的债券流动相关性, 但政策收紧, 即债券流入量减少时, 对债券流动相关性没有显著影响。^②

四、国际货币体系

本年度, 对于国际货币体系的研究文献数量较少, 有7篇。包括国际货币体系未来发展、国际储备货币, 金融机构治理改革问题等(见表3)。

表3 2014 国际货币体系研究文献分布情况

议题	期刊							合计
	TWE	AEI	CSIS	CEPR	国际经济 评论	国际金融 研究		
国际货币体系未来发展	0	0	0	0	0	1	1	
其他经济体对构建国际货币体系的研究	1	0	0	0	0	0	1	
国际储备货币体系	0	1	0	1	0	1	3	
金融机构治理改革问题	0	0	1	0	1	0	2	
合计	1	1	1	1	1	2	7	

注: TWE 代表 The World Economy, AEI 代表美国企业研究所, CSIS 代表战略与国际研究中心, CEPR 代表经济政策研究中心。

数据来源: 作者整理。

以下从4个方面详细介绍、梳理和总结本年度国际货币体系国内外研究动态。

(一) 国际货币体系未来发展

管涛等(2014)通过分析后布雷顿森林体系时代, 国际货币体系下存在的汇率制度、资本流动、美元本位以及全球治理问题, 对未来国际货币体系的发展趋势进行了分析。由于汇率制度与资本流动管理应结合各国经济状况和国际环境变化。当前国际货币改革的动力趋于缓和, 以及现行国际货币体系并没有更好的替代制度, 作者认为, 国际货币改革最终将向多元化、弹性化发展。中国在应对国际货币体系演变时发挥自身作用解决本国汇改, 资本市场开发等问题。^③

^① Veld, J., Kollmann, R., Pataracchia, B., Ratto, M. & Roeger, W. (2014). International capital flows and the boom-bust cycle in Spain. *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, 314-335.

^② Chantapacdepong, P. & Shim, I. (2014). Correlations across Asia-Pacific bond markets and the impact of capital flow measures. *BIS Working Paper No 472*.

^③ 管涛、赵玉超、高铮(2014): “未竟的改革: 后布雷顿森林时代的国际货币体系”, 《国际金融研究》, 第10期。

（二）其他经济体对构建国际货币体系的研究

在中国大力推行人民币国际化的进程中，全球各大经济体也在不断改革，包括寻求新的合作途径来应对变化的国际货币体系。Otero-Iglesias & Zhang (2014) 从国际政治经济视角介绍国际货币体系的治理结构。表明欧洲一直努力推动国际货币体系的平衡。论文分析论证在推动国际货币体系改革上，欧盟与中国合作的影响力相对有限。^①

（三）国际储备货币

Lachman (2014) 分析了欧元、日元以及人民币的未来前景。欧元和元面临通货紧缩，中国仍需进行深刻的金融改革，使人民币成为国际储备货币。在一定时间内，美元仍将主导国际储备货币体系。Aizenman et al. (2014) 则对比了全球金融危机前后的国际储备模式，并以中国和韩国为例评估了传统宏观因素、金融因素以及包括宏观审慎政策、对外直接投资等在内的近期进入讨论视野的因素对国际储备囤积模式的影响，验证了国际储备囤积模式的结构性变化，认为国际储备囤积的行为模式在未来可能会发生转变。^② 祝国平、刘力臻、张伟伟 (2014) 关注货币国际化进程中的最优国际储备规模，选取主要国际货币发行国和潜在国际货币发行国对建立的开放国家模型进行实证分析，结果表明面临本国货币国际化时，初期持有国际储备保证开放金融体系稳健以及货币的可兑换性，而当货币国际化程度达到一定水平后，本币的国际化导致国际储备规模下降。^③

（四）金融机构治理改革问题

随着全球经济形势日趋复杂，亟待主要国际金融机构发挥作用。国际货币基金组织 (IMF) 在 2010 年就将 IMF 份额改革搬上台面，但由于美国的阻挠改革被搁置。克莱尔·沙克特 (2014) 指出全球经济面临新的动荡，日益崛起的新兴经济体未能参与国际金融决策等问题都需要强有力的国际组织来引导国际货币体系改革。^④ Runde & Savoy (2014) 讨论了乌克兰债务危机爆发后，IMF 份额改革的重要性，包括维护国际货币基金组织的信用，保证美国继续拥有主要最后贷款人的领导权。^⑤

^① Otero-Iglesias, M. & Zhang, M. (2014). EU - China Collaboration in the Reform of the International Monetary System: Much Ado about Nothing? *The World Economy*, 37 (1), 151 - 68.

^② Aizenman, J., Cheung, Y. W. & Ito, H. (2014). International reserves before and after the Global Crisis: Is there no end to hoarding? <http://VoxEU.org>, September 13.

^③ 祝国平、刘力臻、张伟伟 (2014): “货币国际化进程中的最优国际储备规模”，《国际金融研究》，第 3 期。

^④ 克莱尔·沙克特 (2014): “凛冬将至：IMF 和世界银行春季会议之后未完成的改革”，《国际经济评论》，第 4 期。

^⑤ Runde, D. F. & Savoy, C. M. (2014). Ukraine and IMF Reform. Csis.org, 3 March.

五、金融监管

本年度有关金融监管的文献大致分为如下四方面。一是银行业监管,包括巴塞尔协议 III 对银行业监管要求、加强银行业宏观审慎监管,以及对银行监管体系的量化评估。二是影子银行的监管,包括影子银行资产来源、影子银行运行机制、影子银行潜在风险及其对金融部门的影响。三是跨境金融监管合作的研究,主要从金融监管的国际合作角度来分析。四是,系统性风险的预警和监管,主要从构建新的衡量金融系统性风险的指标来分析。

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、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 29 篇。其中,银行业监管领域入选文献 12 篇,占入选总数 41%。影子银行监管领域入选文献 11 篇,占入选总数 38%。跨境金融监管合作研究领域入选文献 5 篇,占入选总数 18%。系统性风险的预警和监管领域入选文献 1 篇,占入选总数 3% (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

议题 期刊或机构	银行业监管	影子银行监管	跨境金融 监管合作	系统性风的 预警和监管	合计
QJE	0	0	1	0	1
IMF	4	3	0	0	7
BIS	3	0	0	0	3
NBER	0	1	0	0	1
FSB	0	1	0	0	1
CWE	0	0	0	1	1
国际金融研究	3	2	0	0	5
金融研究	0	1	0	0	1
国际经济评论	0	1	0	0	4
数量经济技术经济研究	0	1	0	0	1
南方经济	0	1	0	0	1
金融评论	1	0	0	0	1
财贸经济	1	0	0	0	1
国际金融	0	0	1	0	1
合计	12	11	5	1	29

注: QJE 代表 Quarterly Journal of Economics, IMF 是国际货币基金组织, BIS 是国际清算银行, NBER 是美国国家经济研究局, FSB 是金融稳定委员会。

数据来源: 作者整理。

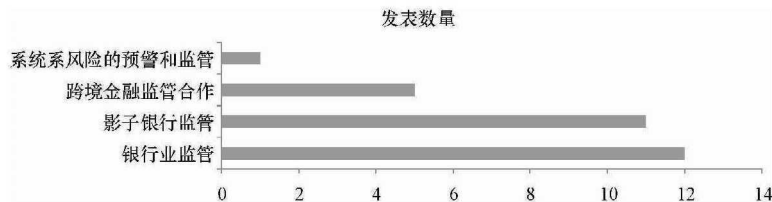


图5 2014 金融监管研究文献主要领域分布

数据来源：作者整理。

银行业监管是本年度金融监管研究的主体，其次是影子银行监管。金融监管一体化和系统性风险的预警和监管的文献相对较少。长期以来，银行业监管都是国际金融监管研究领域的重中之重，尤其是巴塞尔协议对银行业监管的影响，是国内外学者讨论的重点。2008年国际金融危机以来，影子银行的风险充分暴露出来，对影子银行加强监管成为共识，因此这方面的研究也随之增加。与此同时，在应对全球金融危机中，跨国监管合作成为必要之举，从而使得金融监管的国际合作成为学术研究的前沿领域。各国对系统性风险的预警和监管也开始重视起来，成为新的学术研究领域。

（一）银行业监管

银行业的监管是金融监管领域的核心，对银行业监管的研究主要集中在巴塞尔协议 III、银行业宏观审慎性监管以及对银行监管体系的量化评估三个领域。

Fullenkamp & Rochon (2014) 提出从最低资本要求、外部监管和市场约束三方面构建新的资本监管体系，将银行业监管重点应放在对共同权益而非对风险加权资产的监管。他同时指出，尽管巴塞尔协议 III 对银行资本标准进行了明确规定，但在实际应用中，最低资本要求应该以机构为基础而有所差别，这样可以使整个银行监管体系更具科学性。^① Brei & Gambacorta (2014) 分析了巴塞尔协定 III 中的杠杆率在经济周期中的表现。通过研究来自世界银行的 14 个发达经济体 1995—2012 年与杠杆率相关数据，他们分析了巴塞尔协定 III 中资本充足率周期性变化的特点，得出的结论是，巴塞尔协定 III 中的杠杆率要求比风险加权管制资本率具有更显著的反周期性。^② 袁颀、饶素凡 (2014) 分析了巴塞尔协议 III 中关于杠杆率与资本充足性相结合的监管要求对于我国银行监管体系的影响。通过对 15 家中国上市银行 2003—2012 年数据应用三阶段最小二乘法，考察了杠杆率约束对银行资本、风险承担行为的影响。结果表明，银行资本变动与风险水平变动之间存在显著的负相关关系，且资本水平较高的银行具有更强的资本补充能力。^③

^① Fullenkamp, C. & Rochon, C. (2014). Reconsidering Bank Capital Regulation: A New Combination of Rules, Regulators, and Market Discipline. *IMF Working Paper* WP/14/169, September.

^② Brei, M. & Gambacorta, L. (2014). The leverage ratio over the cycle. *BIS working paper* NO. 471, September.

^③ 袁颀、饶素凡 (2014): “银行资本、风险承担与杠杆率约束——基于中国上市银行的实证研究 (2003—2012 年)” 《国际金融研究》，第 8 期，第 52 页—60 页。

钟永红(2014)通过对2005—2012年间影响商业银行核心资本充足率变动因素分析以寻求未来银行资本补充机制的对策,其实证结果表明,我国银行在依赖利差的盈利模式下,资本补充的内源渠道效果有限,对外源融资需求强烈,资本缓冲高的银行继续增加实际资本水平的意愿变弱。^①

黄宪、熊启跃(2014)对宏观经济波动下银行资本缓冲的调整行为进行了理论分析,并采用1998—2011年全球100个国家1708家商业银行年度面板数据实证分析,得出结论,商业银行不具备逆周期调节资本缓冲的行为特征,并且资本缓冲与宏观经济波动呈现负向变动关系。^② Tressel & Verdier(2014)通过建立模型来研究金融中介结构和借款人对承担银行风险的影响,认为由于货币存在外部性,市场并未达到最优均衡状态,低利率将为银行系统带来更多风险,因此需要审慎性银行业监管,对资产配置加以约束。文章同时提出,政治过程往往会影响信贷周期加剧过度风险。^③

Hardy & Hochreiter认为,出于宏观审慎原则,应鼓励银行业建立流动资产缓冲机制,将系统性流动资产作为总负债的一部分,旨在当银行业遭受流动性风险冲击时,可以做出有效、迅捷的反映以减少银行系统的流动性风险。^④ Banerjee et al.(2014)分析了流动性管制对银行资产负债表的影响,研究指出,2010年,英国出台更为严格的管制,要求银行持有更多高质量的流动性资产(HQLA),但并没有发现收紧资产流动性对资产负债表总规模有影响,也没有发现通过减少借贷供给量或提高贷款利率对非金融部门有不良影响。^⑤ Alpanda et al.(2014),构建了一个小型开放经济的凯恩斯型DSGE模型,分析了金融冲击和宏观审慎监管对加拿大经济的影响,研究发现,就减少家庭债务而言,加强指向性指标的监管,如对贷款价值指标的监管,成本更低且更有效。^⑥ Gobat et al.(2014)通过对覆盖128个国家超过2000家银行包含净融资比例(NSFR)指标在内的早期及2012年底财务数据的定量分析,表明大部分国家的银行可在2012年底达NSFR的审慎监管要求,文章进一步指出,在引进NSFR指标后,大银行更易遭受流动性风险冲击。^⑦ 乐玉贵(2014)认为,银行业宏观审慎监管应是集防范系统性风险、支持实体经济发展、促进实现货币政策目标的“三位一体”监管。^⑧ 除此之外,还有学者构建银行监管评价体系,将宏观金融监管治理量化分析。赵峰、付韶军、

① 钟永红(2014):“商业银行核心资本充足率影响因素实证分析”,《国际金融研究》,第1期,第64页—73页。

② 黄宪、熊启跃(2014):“银行资本监管作为逆周期调节工具的经济解释——基于逆周期‘资本缓冲’功能的视角”,《金融评论》,第1期,第54页—73页。

③ Tressel, T. & Verdier, T. (2014). Optimal Prudential Regulation of Banks and the Political Economy of Supervision. *IMF Working Paper* WP/14/90, May.

④ Hardy, D. C. & Hochreiter, P. (2014). A Simple Macroprudential Liquidity Buffer. *IMF Working Paper* WP/14/23 December 5.

⑤ Berjee, R. N. & Mio, H. (2014). The Impact of Liquidity Regulation on Banks. BIS working paper NO. 470, October.

⑥ Alpanda, S., Cateau, G. & Meh, C. (2014). A policy model to analyze macroprudential regulations and monetary policy. *BIS working paper* NO. 461, September.

⑦ Gobat, J., Yanase, M. & Maloney, J. (2014). The Net Stable Funding Ratio: Impact and Issues for Consideration. *IMF Working Paper* WP/14/106, June.

⑧ 乐玉贵(2014):“关于建立‘三位一体’银行业宏观审慎监管目标的思考”,《国际金融研究》,第2期,第70页—76页。

杜雯翠 (2014) 构建金融监管治理有效性评价指标体系, 对银行监管现状进行量化分析, 得出结论: 2012 年中国银监会的监管治理水平比 2011 年总体有所提高, 在监管独立性、监管透明度和职业操守这三方面提高较快, 但在监管责任性上还有不足。^①

(二) 影子银行监管

2008 年国际金融危机充分暴露了影子银行体系的内在风险和监管缺失。危机后, 针对影子银行体系的监管研究备受关注。本年度学术界对影子银行监管的研究多从影子银行资产规模与来源、对金融部门的影响以及控制影子银行潜在风险等方面入手。

FSB (2014) 发布的《2014 年全球影子银行监管报告》显示, 全球范围内广义的影子银行规模在 2013 年增长了 5 万亿美元, 达到 75 万亿美元。影子银行对金融系统的潜在风险在未来仍呈上升趋势, 约占全球金融资产的 25%、银行体系资产的一半, 占全球 GDP 比重的 120%, 这个比例自 2008 年来相对保持稳定。^② Claessens & Ratnovski (2014) 从影子银行的定义入手, 认为影子银行主要依靠私人或政府支持运作, 有依赖援助的重要特征。从而监管机构可以通过对私人或政府使用其特许权价值支持影子银行活动的的能力控制影子银行风险聚集。^③

Errico et al. (2014) 提出了在国际资本市场运作的大背景下, 利用由 IMF 的统计部门 (STA) 开发的国际资金流动 (GFF) 框架对美国影子银行系统进行研究。研究发现, 资金和贷款头寸与美国影子银行相关。金融部门外债负债是顺周期的, 随着国内信贷的增长密切相关。^④ Moreira & Savov (2014) 通过模拟影子银行流动性转变, 建立宏观经济模型研究金融部门的流动性。得出结论: 影子银行规模的缩水将导致流动性供应量收缩, 价格和投资水平下降。为防止不确定性风险发生, 中介机构去杠杆化势在必行。^⑤

Valckx (2014) 认为影子银行作为传统的银行业务的补充, 可以扩大获得信贷提升市场流动性。同时, 要注重可引发系统性风险等问题的信用中介的相关信息收集, 建立一个包括传统银行业金融和信用中介体系在内更加包容的金融监管体系。^⑥ 陆晓明 (2014) 比较中美影子银行系统产生的驱动因素、运作模式、风险特征、银行关系和经济效果, 并以比较分析为基础, 总结了美国影子银行系统发展中的经验教训。^⑦ 刘珺、盛宏清、马岩 (2014) 从企业部门参与影子银行业务的角度, 分析了影子银行系统资产的来源, 通过对 2000—2012 年

① 赵峰、付韶军、杜雯翠 (2014): “中国的金融监管治理有效吗——基于中国银行业的问卷调查”, 《财贸经济》, 第 8 期, 第 49 页—61 页。

② AGV & SCAV (2014). Global Shadow Banking Monitoring Report. FSB Report, October 30, 2014.

③ Claessens, S. & Ratnovski, L. (2014). What Is Shadow Banking. *IMF Working Paper* WP/14/25, February.

④ Errico, L., Harutyunyan, A. & Loukoianova, E. (2014). Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis. *IMF Working Paper* WP/14/10, January.

⑤ Moreira, A. & Savov, A. (2014). The Macroeconomics of Shadow Banking. *NBER Working Paper* No. 20335, July.

⑥ Moreira, A. & Savov, A. (2014). Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky? *IMF Report*, October.

⑦ 陆晓明 (2014): “中美影子银行系统比较分析和启示”, 《国际金融研究》, 第 1 期, 第 55—63 页。

2448家上市非金融公司财务指标的研究,得出结论,资本的逐利性使得企业倾向于将超募资金投入到高收益的影子银行业务中,导致社会福利净损失。^①高海红(2014)认为,银证合作是一项银行与证券机构合作业务,突破信贷限制,实现对实体经济的贷款;同时也因其表外业务特征,为金融体系的稳定性带来信用风险和流动性风险。因此,应从短期和长期两方面加强监管机构对银证合作形式的影子银行监管。^②

李建军、薛莹(2014)通过投入产出法模拟影子银行系统性风险度,对2007—2012年中国影子银行数据进行分析,结果显示,观测期内影子银行部门系统性风险逐年增加,风险主要来源于信托公司部门。文章进一步指出,为防控系统性风险,应建立影子银行业务风险隔离机制,注重资本与杠杆率的监管,提高信息透明度及宏观审慎性。^③王振、增辉(2014)选用我国2003年1月至2013年6月的月度数据,采用向量自回归模型对传统IS-LM模型进行修正,研究影子银行对我国货币政策的影响。实证结果表明,影子银行对经济具有扩张作用。影子银行的发展对信贷、利率的传导效果有显著影响,要注意防控其信用创造和流动性风险。^④

宋海(2014)通过对当前我国影子银行发展的分析认为,虽然当前我国影子银行监管中存在不规范、风险发现不及时等诸多问题,但现阶段我国影子银行规模较小,运作模式较简单,不存在极高杠杆率情况,影子银行系统带来的金融风险仍是可控的。^⑤

(三) 跨境金融监管合作

针对跨境金融监管合作的研究是国际金融监管领域的前沿问题。在过去的20年中,许多国家都曾因为国际金融危机的冲击导致经济出现大幅波动。2008年的金融危机更让世界各国充分意识到,在金融全球化的时代,一国的金融稳定必须通过跨国金融监管的合作才能实现。因此,金融监管的国际合作就成为各国政府和学术界关注的焦点。

李昌镛、里·萨姆隆、沙恩·瓦鲁(2014)对欧洲和亚洲关于金融安全网的发展历史分析总结,认为应加强法律和金融框架建设,增强借款的审慎性以及加强预测和监督能力。^⑥郭伟、李妍(2014)指出,随着欧元区的诞生,欧盟尝试设立统一机构与框架,以实现监管的有效协调与合作。为此建立欧洲银行统一监管机制SSM,具有理论指导及监管实践的双重

① 刘璐、盛宏清、马岩(2014):“企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析”,《金融研究》,第5期,第96—105页。

② 高海红(2014):“中国影子银行与金融改革:以银证合作为例”,《国际经济评论》,第2期,第118—132页。

③ 李建军、薛莹(2014):“中国影子银行部门系统性风险的形成、影响与应对”,《数量经济技术经济研究》,第8期,第117页—126页。

④ 王振、曾辉(2014):“影子银行对货币政策影响的理论与实证分析”,《国际金融研究》,第12期,第58—67页。

⑤ 宋海(2014):“关于我国影子银行发展的若干思考”,《南方经济》,第1期,第114—116页。

⑥ 李昌镛、里·萨姆隆、沙恩·瓦鲁(2014):“全球及区域金融安全网:欧洲和亚洲的经验”,《国际经济评论》,第1期,第164页—165页。

意义。^① 刘东民、何帆（2014）认为2008年全球金融危机之后，中美两国在国际金融体系改革和金融监管领域尚缺乏实质性的合作成果，中国政府应以更为积极的姿态推动中美双边金融合作，包括加强金融监管领域的合作，这将对促进全球金融稳定做出贡献。^② 万泰雷、李松、梁黄鑫（2014）分析，在国际金融监管合作的大背景下，中国亟须以区域合作和“金砖合作”为突破口，重视与国际自律组织和智库的合作，增强跨境监管合作能力。^③

（四）系统性风险的预警和监管

Ma & Chen（2014）基于金融危机和系统性风险积累的典型事实，从内生金融周期的角度构建了一种新的金融失衡指数（FII），并将其应用到对中国宏观经济分析中。结果表明，FII指标不仅能够检测出中国经济周期金融失衡，而且和消费者价格指数、金融条件指数、采购经理人指标等传统指标相比，对系统性金融风险的衡量更为有效，可以为政策制定者和市场参与者提供更多有用的信息。^④

六、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，既关系到我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。纵观本年度国内外学者对人民币国际化研究领域，大致可分为六类。一是从资本账户开放角度对人民币国际化开展研究，例如资本账户开放的条件研究等方面。二是汇率制度对人民币国际化影响，主要从汇率变动，以及维持汇率稳定对人民币国际化的作用等展开讨论。三是人民币国际化对维护货币体系稳定的作用。国内外学者都从各自国家角度肯定了人民币为此发挥了积极作用。四是人民币国际化进展与展望。主要从离岸市场发展和实现人民币跨境结算方面展开研究，如离岸市场的积极作用，人民币跨境结算的应用推广等。五是深化人民币国际化对策。主要从实现人民币可自由兑换，选用灵活的汇率制度，深化国内金融市场改革等方面讨论。六是其他类型的文献。在上述六类研究当中，占主体的是对人民币国际化进展与展望的研究，其次是分析和探讨人民币国际化的对策。

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28篇文献。其中，资本账户开放对人民币国际化影响入选文献2篇，占总数7%。汇率制度对人民币国际化影响入选文献4篇，占总数14%。人民币国际化对维护货币体系稳定的作用入选文献6篇，占总数22%。人民币国际化进展与展望入选文献9篇，占总数32%。深化人民币国际化对策入选文献5篇，占总数18%。其他

^① 郭伟、李妍（2014）：“欧洲银行统一监管机制发展概况与思考”，《国际金融》，第3期，第60—67页。

^② 刘东民、何帆（2014）：“中美金融合作：进展、特征、挑战与策略”，《国际经济评论》，第2期，第81—92页。

^③ 万泰雷、李松梁、黄鑫（2014）：“国际金融监管合作及中国参与路径”，《国际经济评论》，第3期，第121—129页。

^④ Ma, Y. & Chen, Y. (2014). Financial Imbalance Index as a New Early Warning Indicator: Methods and Applications in the Chinese Economy. *China and World Economy*, 22 (6), 64–86.

类型文献入选2篇, 占总数7% (见表5)。图6展示了人民币国际化研究领域文献分布情况。

表5 人民币国际化研究领域文献分布情况

期刊或机构 \ 议题	资本账户 开放角度	汇率制度 影响	维护货币 体系稳定	进展与 展望	深化对策	其他类 型文献	合计
ADB I	1	1	0	3	5	1	11
BOK	0	0	1	0	0	0	1
RBA	0	0	0	1	0	0	1
CWE	0	1	0	0	0	0	1
WE	0	0	2	0	0	0	2
世界经济	0	0	1	0	0	0	1
金融研究	0	1	0	0	0	1	2
金融评论	0	0	1	0	0	0	1
国际金融研究	1	1	0	1	0	0	3
国际经济评论	0	0	1	3	0	0	4
经济社会体制比较	0	0	0	1	0	0	1
合计	2	4	6	9	5	2	28

注: ADB I代表 Asian Development Bank Institute, BOK代表 Bank of Korea, RBA代表 Reserve Bank of Australia, CWE代表 China and World Economy, WE代表 The World Economy。

数据来源: 作者整理。

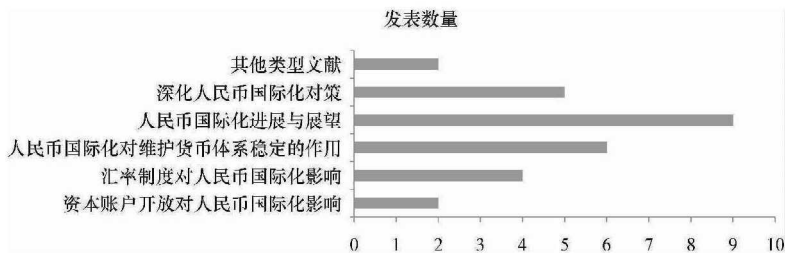


图6 2014 人民币国际化研究文献主要领域分布

数据来源: 作者整理。

(一) 资本账户开放与人民币国际化

资本账户开放条件、资本账户开放对货币国际化的影响是该领域研究的重点。Eichengreen & Kawai (2014) 认为, 人民币国际化进程中最大挑战来自于, 高度成功的人民币国际化需要充分的资本账户开放以及金融市场利率的自由化, 而匆忙的资本账户自由化很有可能

导致中国金融市场陷入危机。^① 杨荣海 (2014) 在对近年来美元、欧元、日元、英镑和瑞士法郎国际化进程中资本账户开放概况综述的基础上, 认为稳定的国内宏观经济环境, 平稳的经济增长率以及对国内通货膨胀率的控制都是货币国际化进程中资本账户顺利开放的必备条件。^②

(二) 汇率与人民币国际化

汇率值是观察人民币国际化进程的重要指标, 汇率的长期平稳有利于提高货币国际竞争力。汇率的变动和预期汇率也将影响货币国际化进程, 是研究人民币国际化问题的重点切入点。Kawai & Pontines (2014) 探讨了人民币汇率的变动及人民币对亚洲其他货币的影响。通过应用 Frankel-Wei 模型, 对 2000—2014 年人民币汇率形成机制进行分析, 得出结论, 虽然美元仍在货币体系占主导地位, 但人民币对东亚经济体的影响在扩大, 这种影响还将促进我国金融市场的开放。^③ McKinnon & Schnabl (2014) 认为人民银行应注重维持人民币兑美元汇率稳定, 鼓励自然增加高工资来平衡中国国际竞争力。文章同时认为, 人民币的进一步国际化 (如推进上海自由贸易区建设), 最好推迟到世界利率上升到更为正常水平的时机。^④ 沙文兵、刘红忠 (2014) 构建 SVAR 模型, 分析人民币国际化与人民币汇率及汇率预期之间的动态关系。结果表明, 人民币国际化程度的提升引起人民币升值, 形成人民币升值预期, 对人民币国际化具有一定的促进作用, 但人民币过快升值反而不利于人民币国际化。^⑤ 曹彤、赵然 (2014) 运用汇率内在形成机制决定模型和动态面板模型分别对马克货币区和东盟货币区的主导核心货币及其影响因素进行了分析和比对, 得出的实证结果表明, 2012 年人民币在决定东盟国家货币汇率内在价值核心货币组合中的平均权重已经达到 34%, 超过日元成为东盟地区仅次于美元的中度核心货币。^⑥

(三) 人民币国际化与国际货币体系

积极推进人民币国际化, 对于促进国际储备货币供给的多元化, 从而加强国际货币体系的稳定都有着重要意义。国内外学者的研究文献也都对人民币国际化为稳定国际货币体系发挥的作用予以肯定。

^① Eichengreen, B. & Kawai, M. (2014). Issues for Renminbi Internationalization: An Overview. *ADB Working Paper* No. 454, January.

^② 杨荣海 (2014): “当前货币国际化进程中的资本账户开放路径效应分析”, 《国际金融研究》, 第 4 期, 第 50—61 页。

^③ Kawai, M. & Pontines, V. (2014). The Renminbi and Exchange Rate Regimes in East Asia. *ADB Working Paper* No. 484, May.

^④ McKinnon, R. & Schnabl, G. (2014). China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency. *China and World Economy*, 22 (3), 1—35.

^⑤ 沙文兵、刘红忠 (2014): “人民币国际化、汇率变动与汇率预期”, 《国际金融研究》, 第 8 期, 第 10—18 页。

^⑥ 曹彤、赵然 (2014): “从多核心货币区视角看人民币国际化进程”, 《金融研究》, 第 8 期, 第 47—

Otero-Iglesias & Zhang (2014) 认为当前浮动美元本位制存在缺陷,难以破解“特里芬难题”。欧元区国家应破除国家间分歧,推动与中国在金融领域的合作,以创立一个更为平衡的多边国际货币体系。^① Lee (2014) 分析了当前全球货币储备体系,认为由多种货币组成的货币储备体系可以多样化各国外汇货币持有量,对减轻国际收支赤字压力作用显著。人民币作为亚洲货币的代表,成为国际储备货币潜力巨大。^② Eichengreen (2014) 也认为,由多种货币组成的货币储备体系是未来国际货币体系的发展趋势,人民币和美元将在未来国际货币体系中扮演举足轻重的作用。^③ 范小云、陈雷、王道平 (2014) 指出,储备货币国家的经济体量足够大,并且其偿付能力增长率不低于非储备货币国家的实际产出增长率,同时储备货币实际收益率是国际货币体系的稳定条件。欧元、日元成为国际储备货币并不能稳定国际货币体系,人民币国际化对于国际货币体系稳定具有不可替代的重要作用。^④ 林楠 (2014)^⑤ 则认为以美元本位的国际货币体系在未来不会出现根本性变革,中国应该把战略重点放在通过逐步推进人民币国际化进程中实现自身利益诉求。论文以汇率为核心,对当前国际货币体系存在的问题进行梳理,分析美元本位的可维持性和人民币国际化进程带来的汇率风险,论文认为中国应建立更有效的汇率体制来避免风险。托马斯·A. 伯恩斯等 (2014)^⑥ 认为由于中国内部市场体系不成熟,推行人民币国际化政策是正确的选择。中国要参与管理国际货币体系,需要国内改革与国际对话。

(四) 人民币国际化进展与展望

中国通过多种方式促进人民币国际化,其核心措施是实现跨境贸易人民币结算和发展中国香港、伦敦等多个离岸人民币市场,并取得了积极成果。该领域是本年度人民币国际化研究的核心,并且,随着人民币国际化的不断深入,还会为学者提供更多研究的视角,进一步发展空间很大。

Hatzvi et al. (2014) 指出,作为重要的人民币离岸金融市场,澳大利亚使用人民币进行跨境贸易和投资事务近些年明显增加。随着未来相关跨境结算便利政策的实施,这种趋势还将持续。^⑦ Cheung (2014) 认为虽然离岸市场的发展为推动人民币国际化起到一定推动作用,

① Otero-Iglesias, M. & Zhang, M. (2014). EU-China Collaboration in the Reform of the International Monetary System: Much Ado about Nothing? *The World Economy*, 37 (1), 151 - 68.

② Lee, J. (2014). Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? *The World Economy*, 37 (1), 42 - 62.

③ Eichengreen, B. (2014). International Currencies Past, Present and Future: Two Views from Economic History. *BOK Working Paper No. March 20141*, October.

④ 范小云、陈雷、王道平 (2014): “人民币国际化与国际货币体系的稳定”,《世界经济》,第9期,第3—24页。

⑤ 林楠 (2014): “国际货币体系多元化与人民币汇率动态:文献综述”,《金融评论》,第2期。

⑥ 托马斯·A. 伯恩斯、保罗·詹金森、佩里·梅林、丹尼尔·H. 尼尔森、郭子睿 (2014): “中国参与全球货币体系:需要国内改革、国际对话”,《国际经济评论》,第6期

⑦ Hatzvi, E., Nixon, W. & Wright, M. (2014). The Offshore Renminbi Market and Australia. Reserve Bank of Australia working paper, December Quarter.

但国际对人民币接受度最终还是由内、外部的经济力量和地缘政治因素决定。^① 乔依德、李蕊、葛佳飞 (2014) 分析了人民币国际化进程中离岸市场与在岸市场相互间关系。离岸市场的存在和发展既可减缓对国内金融市场的冲击, 又可以为在岸市场的部分机构和企业率先从事人民币跨境业务提供境外对接点。也有可能给未来人民币定价权带来不确定性。随着在岸市场的开放, 人民币离岸市场与在岸市场的界限将淡化, 共同参与人民币业务中来。^② 何平、钟红 (2014) 指出, 人民币跨境贸易结算试点在促进中国对外贸易发展等多方面都发挥了积极的作用。在下一步推进人民币国际化的进程中, 应当加快国内的金融市场化改革, 鼓励国内企业对外直接投资, 完善离岸人民币市场建设, 并且合理定位人民币国际化目标。^③ Ito & Chinn (2014) 研究了国际贸易计价货币选择的决定因素以及使用人民币对跨境结算的影响。由于对计价货币的惯性选择及受人民币在国际上的流动性限制, 当前以人民币计价的出口份额的比例不足 10%。随着人民币国际化进程加深, 预测未来人民币也将成为计价货币的惯性选择。^④ Rhee & Sumulong (2014) 认为在多元化国际货币体系下, 通过建立以人民币为代表的双边贸易结算机制来减少交易成本, 防止依赖美元带来的金融冲击, 相同的模式也可运用在政府债券的结算中。^⑤ 露口洋介 (2014) 认为, 中日双方将大力推动日元、人民币的跨境交易, 并且发展人民币对日元直接交易市场。人民币国际化的进展, 也将带动日元的国际使用度提高。^⑥ 李婧 (2014) 认为人民币不完全可兑换和国内金融发展滞后是人民币国际化的主要约束, 中国需要继续完善人民币国际化的宏观条件, 采取多元方式提高企业在国际交易中的定价能力和银行的服务水平, 分步实现人民币国际化。^⑦ 孙杰 (2014) 从货币国际化的历史角度认为, 单纯的经济规模和贸易份额仅是成为国际储备货币地位的必要条件, 对本币的信心和国内金融市场的深度和开放程度对货币地位的影响更关键, 货币国际化也可以仅意味着本币充当国际结算货币和标价货币的功能。文章指出, 现阶段我们应该以推进人民币跨境结算为近期目标, 辅以稳妥可控的国内改革和金融市场发展予以配合。^⑧

1. 深化人民币国际化的对策探讨

由于和现实结合程度紧密, 对深化人民币国际化有参考价值, 该部分也是当前研究的重点领域之一。国内外学者从人民币可自由兑换, 应用灵活的汇率制度, 深化国内金融市场改革等方面对我国人民币国际化进程提出建议。Cruz et al. (2014) 通过发达国家和中国国内金

① Cheung, Y. W. (2014). The Role of Offshore Financial Centers in the Process of Renminbi Internationalization. *ADBI working paper* No. 472, April.

② 乔依德、李蕊、葛佳飞 (2014): “人民币国际化: 离岸市场与在岸市场的互动”, 《国际经济评论》, 第 2 期, 第 93—104 页。

③ 何平、钟红 (2014): “人民币国际化的经济发展效应及其存在的问题”, 《国际经济评论》, 第 5 期, 第 89—102 页。

④ Ito, H. & Chinn, M. (2014). The Rise of the “Redback” and the People’s Republic of China’s Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis of the Determinants of Invoicing Currencies. *ADBI working paper* No. 473, April.

⑤ Rhee, C. & Sumulong, L. (2014). Regional Settlement Infrastructure and Currency Internationalization: The Case of Asia and the Renminbi. *ADBI working paper* No. 457, February.

⑥ 露口洋介 (2014): “人民币国际化和人民币对日元直接交易”, 《国际经济评论》, 第 2 期, 第 105—117 页。

⑦ 李婧 (2014): “人民币国际化道路设计的再评估”, 《经济社会体制比较》, 第 1 期, 第 42—51 页。

⑧ 孙杰 (2014): “跨境结算人民币化还是人民币国际化?”, 《国际金融研究》, 第 4 期, 第 39—49 页。



融市场的深度和流通性状况的比较,认为要实现人民币国际化,还需深化国内金融市场改革,提高人民币在世界范围内的流动性。^① Prasad (2014) 对人民币国际化的前景以及其对全球金融市场的影响进行评估,认为虽然人民币国际化对亚洲乃至全球金融系统的稳定做出了一定贡献,但是在缺乏资本账户可兑换、灵活的汇率制度以及完善的金融市场支撑的条件下,人民币很难成为主要的国际储备货币。^② Cohen (2014) 回顾了德国马克,日元及欧元的国际化进程,认为其最终的国际化上限低于预期。从中吸取经验,货币国际化要从维持汇率稳定,扩大人民币可兑换,完善国内金融市场,出口贸易结构升级,稳定地缘政治局势等多方面入手。^③ Huang et al. (2014) 认为,人民币要想成为全球储备货币,还需一定时间,应该从增加在国际社会中使用人民币的机会,提高人民币的流通度,加强外界使用人民币的信心三方面入手。^④ Yu (2014) 认为,中国的对外贸易规模,人民币在贸易结算中流通程度和汇率套利及利率套利是影响人民币国际化进程的主要因素。文章认为,要使人民币国际化可持续发展,还要有序地开放资本账户,逐步实现人民币自由化兑换,财务去杠杆化以保持宏观经济稳定,创建合理、灵活的利率结构,提升风险管理能力。最重要的是让人民币汇率自由反映市场供需情况。^⑤

2. 其他角度

Zhang & Tao (2014) 分析了人民币成为国际货币的收益和成本,得出结论,从长远来看,人民币国际化收益远超其成本。^⑥ 王婷婷 (2014) 通过构建货币国际化的福利函数,运用双寡头博弈论的分析方法,分析了国际货币国家在货币国际化进程中的竞争与合作关系。并结合美元、日元国际化分析了货币国际化进程中的竞争与合作问题。^⑦

六、总结

从2014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,汇率、人民币国际化、金融监管、资本流动和国际货币体系是国际学术界关注的五大重点领域。汇率问题作为国际金融的长期核心问题,由于其复杂性和重要性,始终是学术研究的焦点。而人民币国际化作为近年来影响国际货币体系的重大事件,引起了中外学者的浓厚兴趣,成为近期国际金融研究领域最具亮点的现实问题。金融监管作为研究的热点,则是与2008年全球金融危机的

① Cruz, P. C., Gao, Y. & Song, L. (2014). The People's Republic of China's Financial Markets: Are They Deep and Liquid Enough for Renminbi Internationalization? *ADB working paper* No. 477, April.

② Prasad, E. (2014). Global Implications of the Renminbi's Ascendance. *ADB working paper* No. 469, March.

③ Cohen, B. J. (2014). Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan. *ADB working paper* No. 453, January.

④ Huang, Y., Wang, D. & Fan, G. (2014). Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications. *ADB working paper* No. 482, May.

⑤ Yu, Y. (2014). How Far Can Renminbi Internationalization Go? *ADB working paper* No. 461, February.

⑥ Zhang, L. & Tao, K. (2014). The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization. *ADB working paper* No. 481, May.

⑦ 王婷婷 (2014): “货币国际化进程的博弈分析——两国博弈模型及其对人民币国际化的启示”,《金融研究》,第5期,第80—95页。

爆发相关联的。在引发金融危机的诸多因素中，资本流动是最重要的国际因素，具有研究的迫切性。而随着全球化进程的加深，国际货币体系的稳定为国际金融安全提供了有力保障，因此成为当下学术研究热点之一。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。

(编辑：曹滔)