

国际金融学:理论、观点、方法、热点

陆 婷*

2013年度,国际金融危机爆发对国际金融学科研究提出的新问题仍在持续发酵。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,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。

本篇主要综述了2013年国内外主流学术期刊上,关于国际金融学科热点问题的相关文献,其领域包括人民币国际化、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,涉及文献百余篇。

一、人民币国际化

2008年全球金融危机的爆发凸显了以美元为中心的现有国际货币金融体系的弊端。为降低对美元的过度依赖、增强人民币的国际地位,中国政府陆续推出了一系列旨在推动人民币国际化的政策,如双边货币互换、跨境贸易人民币结算试点等等。2013年我国人民币国际化步伐进一步加快,伴随着资本账户的逐步开放,人民币离岸中心也飞速发展。人民币国际化的实践发展既给相关政策性研究提供了论据支持,也为实证研究提供了数据来源,促使该领域内大量相关文献的涌现。

首先,针对现阶段是否应该快速开放资本账户的争论持续发酵。盛松成(2013)^①认为人民币国际化正处于难得的战略机遇期。开放资本账户,拓宽人民币流入、流出渠道,将进一步提高人民币在国际贸易结算及国际投资中的地位,也将进一步促进香港离岸市场建设,加快离岸市场人民币金融工具创新。随着人民币国际计价、国际支付以及国际投资等职能逐步实现,人民币国际化进程将得到实质性突破。而余永定(2013)^②则表示如果现在突然完全开放资本项目,会强化国际资本的套利、套汇活动。最令人担心的情况则是:由于出现某种意外事件、预期突然恶化,资本外流的压力陡然增加,并引起一系列连锁反应。关于配套政策的次序问题,余永定建议在汇率形成机制改革完成后,再考虑完全放开资本流动的管制。

其次,关于人民币离岸市场和套利,Whalley和Chen(2013)^③认为人民币贸易结算的扩

* 陆婷,中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员。

① 盛松成(2013):“我国为什么需要推进资本账户开放?”,《金融时报》,9月5日。

② 余永定(2013):“资本项目自由化应循序渐进”,RCIF工作论文系列。

③ Whalley J., Chen H. 2013. “Are Offshore RMB Arrangements the Basis for A Long-term Exchange Rate System without Convertibility?” *China & World Economy*, 21 (1) .

张以及人民币双边互换的增加,将会为人民币离岸市场提供充足的流动性,支持其成为国际货币和储备货币。张明(2013)^①认为离岸市场迄今为止快速发展的跨境人民币贸易结算背后,有相当一部分其实是内地与香港的关联企业利用 CNH 与 CNY 市场的汇率差及利率差进行跨境套利的结果。杨飞(2013)^②用向量自回归(VAR)模型实证分析了包括中美利差、人民币汇率预期、香港离岸人民币市场发展、中美通货膨胀率差、中国进出口贸易占全球贸易份额、加工贸易份额、金融市场发展程度以及跨境贸易人民币结算政策等变量对人民币结算的影响因素,发现人民币结算额大幅增加主要受套汇套利因素的影响,而实体经济因素影响较弱。

再次,关于人民币贸易结算,李波和伍戈(2013)^③用2009年7月至2012年2月的月度数据分析影响跨境贸易人民币结算的因素,并计算不同影响因素的相对重要性。他们的研究表明,跨境人民币业务扩张程度、相关政策的推进、外部宏观经济的变化、人民币汇率的波动率以及离岸市场人民币升(贬)值预期与贸易项下人民币收支均存在长期均衡关系,离岸市场人民币升(贬)值预期虽然与该项业务存在相关关系,但其并不是影响中国跨境贸易人民币结算业务的唯一主导因素。

除人民币的贸易结算外,部分学者也开始关注人民币跨境交易计价职能。李波(2013)^④提出,人民币担负计价职能和结算职能,是人民币跨境使用不可或缺的两个组成部分。但对于人民币结算业务,人民币国际计价工作发展存在一定的滞后,究其原因,既有微观层面的,例如出口商品差异化程度低、对外贸易企业议价能力不强等;也有宏观层面的,例如境内金融市场对外开放程度有限。Lai(2013)^⑤采用货币在全球外汇市场的交易量与发行国GDP之比作为货币外部性的代理变量,量化分析了人民币在亚洲—太平洋区域成为主要计价货币的潜在可能性。他们指出,如果中国能够一定程度地开放资本账户,并使国内金融市场与发达国家成熟市场更为兼容,那么人民币就很有可能成为该区域的主要计价货币。

近几年中国央行与国外央行频繁签署的货币互换协议也引起了部分学者的注意,试图分析探讨这种做法的原因及其对人民币国际化的影响。Liao和McDowell(2013)^⑥就指出,货币互换合作与两国之间的贸易及直接投资相互依赖程度密切相关,它能够在发生国际流动性冲击的时候对融资渠道进行保护,同时降低当地企业在进行跨境交易时的交易成本。他们认为,随着中国与其它国家特惠贸易协定及双边投资协定的增多,货币互换合作也会越来越多,从而提升人民币在国家货币体系中的地位。

二、国际资本流动

2013年对国际资本流动的研究主要侧重于国际资本流动的驱动因素、国际资本流动特征

① 张明(2013):“人民币国际化:政策、进展、问题与前景”,《金融评论》,第5期。

② 杨飞(2013):“跨境贸易人民币结算现状及影响因素的实证研究”,《国际贸易问题》,第2期。

③ 李波、伍戈(2013):“升值预期与跨境贸易人民币结算:结算货币选择视角的经验研究”,《世界经济》,第1期。

④ 李波(2013):“跨境交易人民币计价的前景”,《中国金融》,第23期。

⑤ Lai Yu. 2013. “The Potential of the RMB to Be A Major Invoicing Currency in the Asia - Pacific Region.” *HKMA Working Paper*.

⑥ Liao S., D. E. McDowell. 2013. “Redback Rising: China's Bilateral Swap Agreements and RMB Internationalization” In Annual International Studies Association Convention, San Francisco.

分析、资本流动管理以及国际资本流动对资产价格影响等方面。

（一）国际资本流动的驱动因素

2013年围绕国际资本流动驱动因素的一系列研究进一步深化和细化，关于不同形式国际资本流动、不同经济类型国家国际资本流动动因分析方面的研究文献逐渐多了起来，亦有针对亚洲或者拉美新兴市场国家的研究，或者对于两大市场资本流动动因的对比实证分析。

Gourinchas 和 Jeanne (2013)^① 分析发展中国家的跨境资本后发现，与经典增长模型预测的相反，国际资本并没有流向那些积极扩张投资、增长较好的国家。通过进一步细分不同种类的跨境资本，他们指出跨境资本流动与经济增长、国民储蓄以及国家的外汇储备累积行为是相互交织的。Herrmann 和 Mihaljek (2013)^② 则专门研究了跨境借贷行为所带来的国际资本流动。利用 17 个发达国家以及 28 个新兴市场经济体自 1993 至 2008 年的面板数据，他们发现全球风险因素，而非国别风险因素是决定跨境借贷的关键。Bruno 和 Shin (2013)^③ 研究了与国际跨境资本相关的全球性因素。在建立国际资本通过国际银行体系流动模型的基础上，他们得到一个全球银行杠杆周期决定跨境金融状况传递的闭合解。Herrmann 和 Mihaljek (2013) 使用 46 个国家面板数据检验后发现的结论与此类似。

国内方面，张明和谭小芬 (2013)^④ 通过构建 2000 年 1 月至 2012 年 6 月的非限制性 VAR 模型，分析了中国面临短期资本流动的主要驱动因素，发现人民币升值预期是最重要的驱动因素，且与常规印象不符，人民币利率上升会导致短期资本持续流出；第三，与房地产价格相比，中国股市价格指数是更重要的驱动因素；第四，中国经济增长率在一定时滞（半年）后会影响到短期资本流动；第五，中国的短期资本流动具有一定程度的自我强化特征。他们提出，为更好地应对短期资本流动，中国政府应加快人民币汇率与利率形成机制改革，并保持适当的资本账户管制。

（二）国际资本流动的特征

一部分学者考虑了金融危机这一特殊时期，国际资本流动所在规模和流动方向上所体现出来的特征。Broner 等 (2013)^⑤ 就针对国际总资本流动进行了分析，即资本流入和资本流出的不同动态。研究表明，金融危机期间净资本流入的减少量实际上远远小于资本流动总量的减少量。因而，危机期间，各国不仅面临利用外国储蓄来给本国项目融资的能力减弱

① Gourinchas P. O., Jeanne O. 2013. "Capital Flows to Developing Countries: the Allocation Puzzle" *Review of Economic Studies*, 4.

② Herrmann S., Mihaljek D. 2013. "The Determinants of Cross-border Bank Flows to Emerging Markets" *Economics of Transition*, 21 (3).

③ Bruno V., Shin H. S. 2013. "Capital Flows, Cross-border Banking and Global Liquidity" *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 19038.

④ 张明、谭小芬 (2013): "中国短期资本流动的主要驱动因素: 2000—2012", 《世界经济》, 第 11 期。

⑤ Broner F., Didier T., Erce A., Schmukler S. L. 2013. "Gross capital flows: Dynamics and Crises" *Journal of Monetary Economics*, 60 (1).

问题,而且面临同外国投资者共担本国特有风险的能力减弱。对资本流动总量动态的分析有助于区分金融危机的性质和成因。

也有一些学者考察了国际资本流动的波动性,如田拓和马勇(2013)^①就运用2000-2013年的月度数据,对中国短期跨境资金的波动性进行了多维测度,并在此基础上对影响中国短期跨境资金波动的相关因素进行了系统的实证分析。实证结果表明,2005年以来中国短期跨境资金的波动率明显扩大,近年来持续保持在较高水平;新兴和发达经济体短期跨境资金的波动率对中国有明显的溢出效应;人民币汇率中间价的波动、利差、国际市场美元流动性状况、国内外经济发展状况、人民币汇率预期变动以及发达经济体货币政策也会对短期跨境资金的波动率产生显著影响。

Cotessi等(2013)^②则分析了22个工业和新兴市场国家国际资本的周期性特征,并考察了它们与经济周期变量之间(如产出、投资、实际利率)的关系。他们发现,总资本流入与三个宏观变量之间是顺周期关系,净资本流出则与产出、投资成逆周期关系。此外,新兴经济体国家外商直接投资是唯一非顺周期的资本流入。

(三) 资本流动管理

2013年度,国外对资本流动管理的研究主要集中在最优资本管制抉择方面。Boucekkine等(2013)^③研究了政府选择实施资本项目管理的最佳时机和方式,他们的研究得出如下结果:第一,当国家的总体财富水平达到特定门限值时,政府在限定时间内从资本管制转向完全资本项目开放是一个最优决策,特别地,当国家初始债务水平过高时,资本项目开放会变成次优决策;第二,资本管制的相应措施应该是逆周期的;第三,并非只有贫穷国家不能够承受完全的资本项目开放,富裕的国家如果持续需要大额公共支出的话,也应当保持一定程度的资本管制。Farhi和Werning(2013)^④也同样研究了最优资本流动管理。通过设立标准的带名义价格粘性的新凯恩斯小型开放模型,他们与蒙代尔一致,认为汇率制度是选择资本管制的关键。但与蒙代尔观点相左的是,他们发现在浮动汇率制下,资本项目管制也是有必要的,它能够帮助平滑资本流动。

国内方面,刘莉亚等(2013)^⑤分别从国际资本流动异常状态、规模和波动性三个角度考察资本管制影响国际资本流动的有效性。使用国际资本流动总量数据,理论分析并实证检验了资本管制对国际资本流动的影响。研究表明:资本管制将加大国内产出冲击波动,

① 田拓、马勇(2013):“中国的短期跨境资金流动—波动性测度及影响因素分析”,《金融研究》第7期。

② Cotessi S., De Pace P., Francis J. L. 2013. “The Cyclical Properties of Disaggregated Capital Flows” *Journal of International Money and Finance*, 32.

③ Boucekkine R., Pommeret A., Prieur F. 2013. “On the Timing and Optimality of Capital Controls: Public Expenditures, Debt Dynamics and Welfare” *International Journal of Economic Theory*, 9 (1).

④ Farhi E., Werning I. 2013. “Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows” In International Monetary Fund 14th Jacques Polak Annual Research Conference, October, Washington, DC.

⑤ 刘莉亚、程天笑、关益众等(2013):“资本管制能够影响国际资本流动吗?”,《经济研究》,第5期。

导致资本管制对国际资本流动的作用非常有限。

(四) 国际资本流动对资产价格的影响

短期国际资本流入对资产市场，特别是房地产市场的影响。Tillmann (2013)^① 通过对亚洲新兴市场进行面板 VAR 估计，发现资本流入冲击对房地产价格和股票价格有非常显著的提升作用，对比起 OECD 国家来说，新兴市场的资本流入能够对房价上升有两倍的解释力。他们还指出，不同国家房价对冲击的回应依赖于政府对于资本流入所采取的货币政策。French 和 Naka (2013)^② 发现，从美国流向中国和印度的股权资本，在受到正向冲击后，能够显著引起两国股票收益率的变动；相应的，中印两国股息分红的冲击，是造成美国投向两国的跨境股权资本波动的关键。

通过信贷渠道，跨境资本流动对均衡利率的影响。Martin 和 Taddei (2013)^③ 在标准的增长模型中添加逆向选择元素，发现信贷市场的逆向选择造成了经济体均衡利率水平的上升，并使投资的边际收益与均衡利率的差值为负。在金融整合的情况下，这进一步造成了过量的资本流入以及内生性周期。

在综合考虑汇率、短期国际资本流动以及资产价格三者关系的研究方面，赵进文和张敬思 (2013)^④ 在引入风险溢价因素的基础上，建立了人民币汇率、短期国际资本流动和股票价格相互影响的模型，并运用 VAR 模型分析了 2005 年 7 月至 2011 年 12 月间人民币汇率、短期国际资本流动、货币供给剪刀差和股票价格之间的动态关系。文章的理论分析和实证结果揭示了四者之间的动态演化过程：人民币升值会导致短期国际资本获利流出，货币供给剪刀差扩大，股票价格下跌，从而短期资本继续流出，人民币贬值，进而短期资本逢低流入，货币供给剪刀差缩小，股票价格上涨。同时危机时期各变量对股票价格的作用明显大于非危机时期。类似的，余喆杨和费俊俊 (2013)^⑤ 在不完全外汇风险的交易情况下，构建了一个短期国际资本流动、汇率与资产价格的动态均衡理论框架，运用 VAR 模型和卡尔曼滤波方法实证分析了流入我国境内的热钱、人民币汇率和物价三者之间的相互作用机制，指出在不完全外汇风险的交易下，外国货币的升值与外国股票资产收益超过本国资产收益呈完全负相关。

三、汇率水平和汇率制度

2013 年汇率方面的研究主要侧重于均衡汇率水平，行业标准的人民币有效汇率测算，以

① Tillmann P. 2013. "Capital Inflows and Asset Prices: Evidence from Emerging Asia." *Journal of Banking & Finance*, 37 (3).

② French J. J., Naka A. 2013. "Dynamic Relationships among Equity Flows, Equity Returns and Dividends: Behavior of US Investors in China and India." *Global Finance Journal*, 24 (1).

③ Martin A., Taddei F. 2013. "International Capital Flows and Credit Market Imperfections: A Tale of Two Frictions." *Journal of International Economics*, 89 (2).

④ 赵进文、张敬思 (2013): "人民币汇率、短期国际资本流动与股票价格—基于汇改后数据的再检验", 《金融研究》, 第 1 期。

⑤ 余喆杨、费俊俊 (2013): "短期国际资本流动, 汇率与资产价格关系研究", 《统计与决策》, 第 18 期。

及汇率变动对价格水平、实体经济、技术进步等的影响。

（一）均衡汇率水平

Cerrato 等 (2013)^① 在考虑结构性变化的基础上构建了一个平滑转移函数以捕捉汇率的长期均衡轨迹, 利用 20 个 OECD 国家月度和季度的数据, 他们考察了实际汇率的时变特征, 发现 1980 年后的实际汇率更具有稳态性特征。Cui (2013)^② 则利用 BEER 方法考察了人民币汇率对均衡汇率的偏离。他们发现在 2001 年前, 人民币略被高估, 而在 2006 年底左右则被显著低估了 20% 左右, 其后则逐渐向均衡汇率水平靠近。然而, 全球金融危机中断了这一趋势, 2011 年中, 人民币汇率对均衡值的偏离再度增加至 25%。随后自 2012 年初起, 偏离度又开始逐渐缩小。

孙国峰和孙碧波 (2013)^③ 在新开放宏观经济学的动态随机一般均衡框架下建立了适合中国国情的宏观经济模型, 应用 DSGE 模型实证测算了人民币的均衡汇率水平。实证结果发现 1997 年金融危机前后, 人民币汇率出现一定幅度高估, 随着亚洲金融危机逐渐结束, 中国加入 WTO 劳动生产率快速提高以及巴拉萨—萨缪尔森效应逐渐发生作用, 人民币汇率由高估变为低估, 低估幅度在 2006 年达到高点, 接近 15%。2008 年国际金融危机爆发后人民币汇率低估幅度迅速收窄, 甚至出现短暂高估。2009 年之后实际有效汇率围绕均衡汇率小幅波动, 两者逐渐趋同, 人民币实际汇率趋向均衡。人民币均衡汇率主要受中外劳动生产率增速差异、货币供应增速差异以及世界其他地区消费情况等诸多动态因素的影响, 本身仍在不断变化之中, 因此人民币汇率与均衡汇率的关系也在不断变化之中。

（二）人民币有效汇率：测度、原因与影响？

有效汇率指数的测算通常考虑直接进口竞争、直接出口竞争及第三方市场竞争三个部分。在有效汇率指数的构建中, 第三方市场竞争因素甚至比前两者更重要。但是在涉及人民币有效汇率的文献中, 只有个别考虑了“第三方市场效应”。根据贸易引力模型的结论, 忽略第三方市场效应将使权重体系产生系统性偏差。有鉴于此, 徐奇渊等^④ (2013) 基于 HS2002 的 6 位码数据, 使用竞争压力指数, 对人民币第三方市场竞争效应的有效汇率权重体系、指数进行了修正。研究结果有助于理解中国出口竞争力的影响因素。徐建炜和田丰 (2013)^⑤ 通过匹配国内外行业价格数据和贸易数据, 测算了分行业人民币实际有效汇率。结论表明, 中国不同行业间的实际有效汇率存在显著差别, 传统方法测算的加总国家层面的实际有效汇率

① Cerrato M., Kim H., MacDonald R. 2013. "Equilibrium Exchange Rate Determination and Multiple Structural Changes." *Journal of Empirical Finance*, 22.

② Cui Y. 2013. "How is the RMB Exchange Rate Misaligned? A Recent Application of Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER) to China." *Journal of East Asian Economic Integration*, 17 (3).

③ 孙国峰、孙碧波 (2013): "人民币均衡汇率测算: 基于 DSGE 模型的实证研究", 《金融研究》, 第 8 期。

④ 徐奇渊、杨盼盼、刘悦 (2013): "人民币有效汇率指数: 基于细分贸易数据的第三方市场效应", 《世界经济》, 第 5 期。

⑤ 徐建炜、田丰 (2013): "中国行业层面实际有效汇率测算: 2000—2009", 《世界经济》, 第 5 期。

忽视了其中的异质性特征。他们还发现,虽然在加总层面名义有效汇率对实际有效汇率变动的贡献超过90%,但是针对某些具体的行业,相对价格却是实际有效汇率变动的主要原因。黄万阳(2013)^①则基于考虑中国和美国基本经济要素的人民币对美元实际汇率、人民币实际有效汇率、美元实际有效汇率的多维度模型,研究了人民币对美元实际汇率、人民币实际有效汇率、美元实际有效汇率的均衡、错位及其矫正。实证研究表明,中国和美国基本经济要素对人民币对美元实际汇率有重要的长期和短期影响,美国基本经济要素对人民币实际有效汇率存在长期和短期溢出效应,中国基本经济要素对美元实际有效汇率存在长期和短期溢出效应。2008—2010年,人民币对美元实际汇率高估5%—8%,人民币实际有效汇率高估2%—6%;2009—2010年,美元实际有效汇率接近均衡水平。

此外,人民币汇率长期调整还会改变国内外相对价格,促使企业调整发展策略,影响行业技术进步和转型升级的进程。徐涛等(2013)^②分析了人民币汇率调整通过行业实际汇率变动对中国制造业技术进步产生的影响。研究结果表明,行业实际汇率升值对中国制造业全要素生产率具有非对称性影响,资本密集型行业的资本—劳动比率偏高,资本调整成本过大,升值难以引起技术水平的提升;在劳动密集型行业中,资本调整成本不高,行业实际汇率的适度升值能够推动行业的技术进步。

(三) 汇率传递效应

应重视汇率传递的非对称性和非线性问题。Bussiere(2013)^③则提出了通过检验G7经济体出口和进口价格,文章考察了利润边际对汇率变动的非线性反应,并认为非线性和非对称性问题不可以在汇率传递效应研究中被忽略,尽管根据各国情况的不同,问题的严重程度有所区别。

汇率传递与通货膨胀之间的关系。Shintani等(2013)^④通过估计一个非线性时间序列模型指出,汇率传递动态过程能够通过一组以过往的通胀率为转移变量STAR模型进行拟合。文章随后使用U型转移函数对时变汇率传递效应进行了估计,结果显示,美国1980年代和1990年代汇率传递效应的下降导致当时的低通胀率。

曹伟和申宇(2013)^⑤采用面板数据两阶段工具变量法和滚动回归计量方法,首先研究了1996年10月至2011年10月期间人民币汇率变动对进口价格的整体传递效应、传递效应变动趋势以及2005年7月汇改前后汇率传递效应的差异;随后将海关统计中97章所有代表性商品进行集结和分类,归并为13大行业,同时构建行业进口价格指数和行业汇率指数,研究了人民币行业汇率变动与13大行业进口价格的关系;最后,考察了汇率传递与通货膨胀的关系。研究表明,人民币汇率传递效应整体较小,在13个行业中,汇率变动对纺织、塑料、

① 黄万阳(2013):“人民币汇率的均衡、错位及其矫正”,《数量经济技术经济研究》,第12期。

② 徐涛、万解秋、丁匡达(2013):“人民币汇率调整与制造业技术进步”,《世界经济》,第5期。

③ Bussiere M. 2013. “Exchange Rate Pass-through to Trade Prices: The Role of Nonlinearities and Asymmetries.” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 75 (5) .

④ Shintani M., Terada - Hagiwara A., Yabu T. 2013. “Exchange Rate Pass - through and Inflation: A Non-linear Time Series Analysis.” *Journal of International Money and Finance*, 32.

⑤ 曹伟、申宇(2013):“人民币汇率传递、行业进口价格与通货膨胀:1996—2011”,《金融研究》,第10期。

化学等劳动密集型和简单技术商品的进口价格存在很小的传递效应；原油、黑色金属、有色金属等矿产类商品的进口价格对汇率变动基本不敏感；通用、专用设备以及电器行业存在相对较强的“逆传递”效应，交通运输行业和电子信息行业进口价格对汇率变动基本无反应；而煤炭、造纸以及食品类行业存在较强的汇率传递效应；汇率传递效应对中国的通货膨胀影响极为有限，中国的通货膨胀更多地由实体经济因素决定。

李富有和罗莹（2013）^①则在汇率水平基础上增加汇率波动率这一因子，并将汇率制度改革作为虚拟变量引入建立 ARDL 模型，研究汇率水平及其波动对国内物价水平影响及汇率制度改革对汇率传递效应的影响。1998 年至 2012 年间月度数据实证研究结果显示，人民币实际汇率水平及波动与国内物价水平存在长期协整关系，但是汇率传递效应不完全，影响物价水平的重要因素还包括 CPI 自身的滞后惯性及货币供应量，汇率制度改革对汇率传递效应有较大影响。

汇率传递和全球价值链之间的关系。Powers 和 Riker（2013）^②通过使用贸易附加值的方法来估算国际贸易数据，发现使用附加值贸易数据能够更准确地测算汇率传递率和贸易弹性。

项后军和许磊（2013）^③运用多个行业的面板数据，考察了汇改后的人民币汇率变化对我国出口商品价格的传递效应以及不同行业的依市定价行为。研究发现：汇改后的汇率变化对我国大部分行业的出口商品价格具有长期影响，短期影响并不明显，国内出口企业只能在长期中逐步消化汇改后汇率的升值性变化；而从总体上看，大部分行业的出口商只能通过调整成本加成的形式靠自身利润的压缩将汇率变动吸收掉，仅有小部分行业能将汇率变化的 50% 以上传递出去，故汇改后汇率升值的大部分是由国内出口企业自己承受和消化掉的。这意味着汇改后人民币汇率的持续升值确实给实体经济中占有相当比重的出口行业带来了很大的影响。

（四）汇率变动对实体经济的影响

汇率与出口之间的关系研究也依然受到关注。杨雪峰（2013）^④解释了汇率升值对出口负面效应弱化的原因，并在此基础上，采用多项式滞后模型实证检验了人民币汇率变化对我国出口的影响，得出了人民币汇率升值（实际有效汇率和名义有效汇率）对我国出口总额的影响短期并不显著，但其长期累计效应不可忽视的主要结论。

汇率对就业的影响。戴觅等（2013）^⑤从就业的角度入手，利用企业数据研究汇率变动对中国制造业就业的影响。研究发现人民币汇率变动会通过出口收益渠道和进口成本渠道影响就业水平，但不同企业由于进出口强度以及进出口地分布不同，汇率变动对其就业的影响

① 李富有、罗莹（2013）：“人民币汇率传递的物价效应分析—基于引入虚拟变量的 ARDL 模型的实证研究”，《国际金融研究》，第 2 期。

② Powers W., Riker, D. 2013. *Exchange Rate Pass-through in Global Value Chains: The Effects of Upstream Suppliers*. Mimeo, USITC.

③ 项后军、许磊（2013）：“汇改后的人民币汇率传递、出口商品价格与依市定价（PTM）行为研究”，《金融研究》，第 8 期。

④ 杨雪峰（2013）：“人民币汇率对我国出口影响的实证研究”，《世界经济研究》，第 6 期。

⑤ 戴觅、徐建炜、施炳展（2013）：“人民币汇率冲击与制造业就业—来自企业数据的经验证据”，《管理世界》，第 11 期。

存在巨大差异,结果造成平均的就业效应非常小。此外,劳动密集型企业、低生产率企业和私营企业受影响程度最为明显。与美国的情形不同,在中国汇率变动更多地通过改变企业聘用决策而不是解雇决策,影响就业量的变化。

汇率短期波动与国际收支之间的关系。鲁晓东和张晋(2013)^①从“S曲线”假说的经验性规律出发,分别从贸易总量和双边贸易的角度研究了人民币汇率短期波动与中国国际收支之间的关系。结论表明,在总量层面上,“S曲线”假说并不适用于中国,但是中国与主要贸易伙伴国的双边贸易额和双边实际有效汇率较好地支持了“S曲线”假说。另外,统计推导和经验研究都表明,“S曲线”假说对于贸易伙伴在中国贸易总额中的份额、贸易收支波动性和双边汇率波动性均具有较强的敏感性。

汇率对外商直接投资的影响。郭志芳和林季红(2013)^②考虑了汇率变动与对外直接投资之间的关系。通过1997—2010年亚洲八国的面板数据模型,他们研究了日本对亚洲发展中国家和新兴市场经济体的FDI与汇率变动之间的关系。研究结果表明,东道国实际有效汇率水平上升、东道国汇率波动加剧,日本对外直接投资增加;东道国汇率预期升值,日本FDI下降;亚洲金融危机阻碍了日本投资者对亚洲的直接投资;次贷危机促使日本投资者将目光更多地转向亚洲。

(五) 其他

除此之外,肖立晟和陈思翀(2013)^③估算中国1998年至2011年间基于市场价值的中国国际投资头寸表季度数据,并运用Gourinchas和Rey的现值模型量化分解了中国外部失衡调整中金融和贸易两种调整渠道的贡献度。研究结果表明,中国持续的外部失衡中存在显著的估值效应损失,在2011年末达到4212亿美元,占对外净资产总额的25%;金融调整渠道能显著的解约12%的外部失衡动态变化,并且与贸易调整渠道之间存在显著的正相关关系。这意味着在我国外部失衡持续为正值的条件下,不但我国未来净出口增长率会下降,而且还将经历更低的对外净资产回报率。论文建议,在短期内应改善我国外汇储备币种结构,在中期推进人民币国际化进程,在长期推动改革国际货币体系。

四、国际金融监管

自从全球爆发金融危机以来,巨大的冲击了全球的金融和经济的快速发展。各国的金融监管部门对国际金融的监管体系进行了改革以求避免这些冲击而保证经济的快速发展,相应地,国际金融监管领域的相关研究也发展蓬勃。2013年,学术界在金融监管领域重点关注的是宏观审慎监管的作用、金融监管对银行业的影响、国际金融监管改革进展等问题。

^① 鲁晓东、张晋(2013):“人民币汇率与中国双边对外贸易:基于‘S曲线’假说的检验”,《世界经济研究》,第7期。

^② 郭志芳、林季红(2013):“汇率不确定性与对外直接投资—基于日本对亚洲8国直接投资的实证分析”,《亚太经济》,第4期。

^③ 肖立晟、陈思翀(2013):“中国国际投资头寸表失衡与金融调整渠道”,《经济研究》,第7期。

（一）宏观审慎监管

宏观审慎监管工具对防范系统性风险和金融危机的效用这一问题，受到的关注在逐渐增加。

关于事前监管和事后监管。Claessens 等 (2013)^① 利用面板回归方法分析了 48 个国家中 2800 家银行的资产负债表，结果显示，针对借款人的宏观审慎措施（例如债务收入比上限的设定和贷款占总资产价值比率的规定），以及信贷扩张和外币放贷的限制，能够有效降低在经济上行周期中银行的杠杆率、资产总值以及非核心对核心负债的比率。一些逆周期缓冲政策，如准备金要求、利润分红限制等，虽然也能够一定程度上降低银行杠杆率和资产扩张的速度，却无法在不景气时期阻止二者的迅速下降，凸显了宏观审慎监管工具的事前性特质。

马勇和陈雨露 (2013)^② 在一个包含内生性金融体系的 DSGE 模型框架下，系统考察了包括货币政策、信贷政策和金融监管政策在内的宏观审慎政策规则及三者之间的协调搭配问题。基于中国经济的模拟分析得出了三个基本结论：一是从政策规则的制定来看，宏观审慎更青睐简单清晰的规则，而不是复杂的多目标规则；二是从政策的协调搭配来看，基于宏观审慎的货币政策、信贷政策和金融监管政策通过合理的组合和搭配，不仅能更好地稳定经济和金融体系，而且可以有效降低单一政策所面临的多目标困境和政策负担；三是从政策的运用方向和力度来看，宏观审慎政策的协调搭配需要避免“政策冲突”和“政策叠加”问题，前者会削弱政策效果并增加政策实施的成本，而后者则可能导致经济系统以一种非预期的方式进行调整。谢平和邹传伟 (2013)^③ 根据从下向上的方法以及金融外部性的分析框架，提出了一个银行业宏观审慎监管研究的新理论思路。该思路说明，宏观审慎监管和微观审慎监管的区别不在于监管工具，而在于对监管标准的把握。该思路不仅有助于解释目前已推出的主要的银行宏观审慎监管措施，而且也能用来开发新的宏观审慎监管工具。

相反的，Benigno 等 (2013)^④ 设定了一个有抵押约束的两部门小型开放经济模型，在这个模型中政策干预的必要性来源于个体无法内部化他们的行为对关键市场价格的影响，这些关键市场价格又会进一步影响到抵押约束。结果表明，为应对金融危机，事前政策干预以及事后政策干预都是必要的，而且事后政策干预所带来的福利效应要远大于事前政策。因此，他们认为只采取宏观审慎监管这类事前政策措施，会导致社会福利的下降。

Allen 和 Carletti (2013)^⑤ 则将重点放在了房地产市场之上。他们构建了一个基于理性行为假设的房地产市场资产价格两时期模型，在正常时期，房地产价格由住户需求决定，并等于未来房屋带来的服务的折现；而在泡沫形成和破裂时期，投机者将发掘从银行借款投入该

① Claessens S., Ghosh S. R., Mihet R. 2013. "Macro-prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities." *Journal of International Money and Finance*, 39.

② 马勇、陈雨露 (2013): "宏观审慎政策的协调与搭配: 基于中国的模拟分析", 《金融研究》, 第 8 期。

③ 谢平、邹传伟 (2013): "银行业宏观审慎监管研究的新思路", 《金融监管研究》, 第 8 期。

④ Benigno G., Chen H., Otrok C., Rebucci A., Young E. R. 2013. "Financial Crises and Macro-prudential Policies." *Journal of International Economics*, 89 (2).

⑤ Allen F., Carletti E. 2013. "Systemic Risk from Real Estate and Macro-prudential Regulation." *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 5 (1).

市场牟利的机会。由于银行无法正确评估投机者所承担的风险，这将造成风险转移和资产替代。结果房地产资产价格将出现泡沫。随后他们使用这个模型对宏观审慎监管是否能有效防止此类泡沫的出现进行了评估，认为宏观审慎监管能够有效防止地产泡沫。

李楠等 (2013)^① 基于我国 2007 年—2011 年银行业面板数据，研究了资本充足率与信贷增长之间的关系；建立相对资本充足水平中介变量，刻画了提高监管资本要求对银行信贷影响的传导途径；模拟了提高监管资本要求后信贷投放的变化情况。主要结论为：提高监管资本要求在一段时间内将减缓信贷增长。考虑到信贷投放促进经济增长的目的，提升幅度需适中。

王璟怡和翟玮 (2013)^② 则分析了我国宏观审慎监管的实践情况，研究了我国完善宏观审慎监管的必要性和关注点，而后在借鉴国际宏观审慎监管经验的基础上，提出完善我国宏观审慎监管框架的建议。

(二) 金融监管与银行业

金融监管对银行业业绩、风险以及一体化程度等特征的影响在本年度也继续为学术界所关注。Sebnem 等 (2013)^③ 利用 1978—2006 年间工业化国家银行业国际风险敞口的数据，分析了国际金融监管、金融全球化与商业周期同步性的问题，结果发现，在发生全球冲击的情况下，由于不同国家间仍存在异质性，银行业一体化程度与商业周期同步性呈现显著的负相关。研究还指出，欧盟通过金融监管的法律手段推动了银行业的高度一体化，而这使得欧盟成员国的经济活动产生了更大的分化。

Ignazio Angeloni 和 Ester Faia (2013)^④ 通过建立一个包含居民和银行在内的宏观模型，分析了银行风险、资本充足率监管与货币政策传导三者之间的关系，研究指出，货币扩张和正向的产出冲击都会增加银行的风险承担水平，而风险加权的资本充足率要求加大了银行的顺周期性，并损害了社会福利。研究建议一个简单而合理的监管框架应该是，监管部门采取逆周期的资本要求，从而对货币政策导致的资产价格变化和银行杠杆率变化产生逆向调节。

监管对银行绩效的影响。James 等 (2013)^⑤ 利用 1999—2007 年间 72 个国家的 4050 家银行数据进行了非平衡面板分析，研究了银行监管、银行绩效和金融稳定性三者的关系，结果发现，对银行业务采取严格限制会降低银行绩效，而提高资本充足率的监管要求却提升了银行绩效。此外，增加金融透明度的市场监管方式与银行绩效的提升具有正相关性。

① 李楠、吴武清、樊鹏英、陈敏 (2013)：“宏观审慎资本监管对信贷增长影响的实证研究”，《管理评论》，第 6 期。

② 王璟怡、翟玮 (2013)：“基于宏观审慎的我国监管框架构建研究”，《财经问题研究》，第 3 期。

③ Sebnem Kalemli - Ozcan, Elias Papaioannou Jose - Luis Peydro. 2013. “Financial Regulation, Financial Globalization and the Synchronization of Economic Activity.” *The Journal of Finance*, 68 (3) .

④ Ignazio Angeloni, Ester Faia. 2013. “Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks.” *Journal of Monetary Economics*, 60 (3) .

⑤ James R. Barth, Chen Lin, Yue Ma, Jesús Seade, Frank M. Song. 2013. “Do Bank Regulation, Supervision and Monitoring Enhance or Impede Bank Efficiency?” *Journal of Banking & Finance*, 37 (8) .

Kim 等 (2013)^① 通过利用 132 个国家宏观经济与金融数据, 实证分析了金融监管与创新对全球金融危机的影响。文章发现, 衡量金融监管的指标, 如对银行活动的限制以及准入要求等, 降低了银行危机爆发的概率, 而资本监管要求以及政府对银行的所有权, 则增大了货币危机的概率。金融创新能降低货币危机概率, 但会使得银行危机概率提升。与此同时, 他们还指出, 如果能够明智地运用监管措施, 金融稳定性将大幅提升。因为许多监管措施倘若联合实施, 将会进一步缓解或加重危机。

Posner (2013)^② 则衡量了金融监管的成本收益, 并提出了金融监管成本收益分析的三条原则: 一是需要量化金融危机所带来的成本以及在稳定时期为预防危机爆发而牺牲掉的经济增长; 二是需要有量化框架对价格发现的社会价值进行衡量, 以确定哪些套利行为是对市场有益的, 而哪些则是有害的; 三是区分市场竞争所带来的风险防范收益和对赌风险危害。

(三) 国际金融监管改革

除以上议题外, 金融监管框架的改革与设定也被广泛讨论, 这在国内的研究中尤为丰富, 大部分都文献在反思、观察国际上正在行进中的各种金融监管框架改革, 并通过借鉴其做法为我国金融监管框架的设计献言献策。巴曙松 (2013)^③ 指出, 从中国金融监管协调实践看, 目前的金融监管联席会议制度由于缺少牵头责任部门, 对各监管主体缺乏有效约束力、缺少有效争端解决机制, 在运作中难以解决金融监管与发展中的实际问题, 甚至还会出现利益冲突外部化的现象。因此, 应建立以人民银行为主导的金融监管协调机制。

隋平和陈平凡 (2013)^④ 则以美国金融监管体系改革为鉴, 认为此次改革后系统风险仍未得到完全控制, 道德风险也未能彻底消除, 影子银行未能完全纳入金融监管体系之内。这些改革缺陷将会由于金融全球化和美国经济在世界经济体系中的地位, 而影响整个世界金融体系的安全。因此, 文章提出, 一方面我们要对这些监管缺陷可能引发的金融风险有所预防; 另一方面, 也要以此为鉴, 尽快建立事先、事中和事后兼顾的监管机制, 以收取庇古税的方式消除道德风险、内化负外部性, 同时实行统一严密的监管。

李湛 (2013)^⑤ 重点考察了域外管辖问题。他认为, 危机之后在欧美国家的立法改革中, 多次涉及金融监管域外管辖权扩张问题, 这事实上侵犯了他国的监管主权, 损害了他国金融机构的利益, 会带来国家间、地区间的金融监管权冲突问题。这些立法的域外管辖可能会对中国金融机构的业务范围和衍生品交易产生负面的冲击。中国的金融监管机构和中资跨国金融机构必须重视欧美金融监管域外管辖权扩张对自身的影响, 并积极应对, 避免在监管冲突中使自身利益受损。

高田甜和陈晨 (2013)^⑥ 从金融消费保护的视角考察了英国的金融监管改革。全球金融

① Kim Teakdong, Bonwoo Koo, Minsoo Park. 2013. "Role of Financial Regulation and Innovation in the Financial Crisis." *Journal of Financial Stability*, 9 (4) .

② Posner E. 2013. "Benefit - cost Analysis for Financial Regulation." *American Economic Review*, 103 (3) .

③ 巴曙松 (2013): "中国金融监管改革的政策选择", 万方数据知识服务平台, 7月。

④ 隋平、陈平凡 (2013): "美国金融监管改革的缺陷应引以为鉴", 《经济纵横》, 第9期。

⑤ 李湛 (2013): "金融监管域外管辖权问题研究及中国的对策分析", 《上海金融》, 第6期。

⑥ 高田甜、陈晨 (2013): "英国金融监管改革研究—基于金融消费者保护视角", 《证券市场导报》, 第9期。

危机后,英国进行了系统而彻底地金融监管改革,进一步强化了对金融消费者的保护。《2012年金融服务法案》正式撤销了金融服务局,将其职能分拆由金融行为局和审慎监管局两个机构承担,从体制上实现了金融消费者保护与审慎监管职能的分离。同时,金融行为局被赋予了产品管理和干预权、产品和服务推广限制权、实施有利于市场竞争的监管政策等一系列新的权利。英国的金融监管改革对我国完善金融消费者权益保护机制具有重要的启示意义。

(四) 系统性风险识别与金融稳定

Acemoglu 等 (2013)^① 构建了金融网络结构与系统性风险之间相互关系的框架,他们指出,随着银行之间相互联系的增强,金融风险传染呈现出阶段性变化的特征。只要金融机构所遭遇的冲击程度和数量足够小,越完备的银行间关联越能够稳定金融体系。然而一旦过了某一特定门限,这种相互之间的关联将会变成扩散冲击的机制,使得金融体系更加脆弱。

Khandanet 等 (2013)^② 指出,房价上涨、利率下降以及接近无摩擦的再融资机会能够导致住房拥有者杠杆率的同步上升,引发杠杆率的齿轮效应。这是由于住房无法被分割,且一旦房价下跌,所有者和住户无法从股权市场上融资以降低杠杆率。他们认为这种齿轮效应将成为新的系统性风险来源,值得监管者关注。

Born 等 (2013)^③ 考察了各国央行在金融稳定问题上的沟通与合作,利用超过 1000 份的金融稳定报告以及过往 14 年间 37 个央行发表的公开讲话,他们研究了这些沟通是如何对金融市场产生影响的。结论显示,乐观的金融稳定报告引发了显出且长效的正向股票异常收益,而悲观的金融稳定报告则没有太多影响。相较之下,公开讲话和采访则仅在 2007 - 2010 的危机期间对股市有所影响。

Buenaventura and Ross (2013)^④ 提出透明度的缺乏是金融危机所暴露出来的金融市场的核心问题之一,它不仅仅影响着衍生品市场,也影响着固定收益以及结构性产品市场。为此,他们探讨了为维护金融稳定,在设计衍生品市场事前和事后信息披露规则时需要考虑的因素,以及这些措施的效用、对市场流动性和市场结构的影响等。

国内方面,高国华 (2013)^⑤ 从中国银行业和宏观金融风险的实际情况出发,构建了多层次、多维度的宏观系统性风险度量指标框架,以反映我国金融体系和社会整体的信用融资水平,以此作为逆周期缓冲资本的指导变量;在识别系统性风险状态和判断逆周期资本工具的应用时点方面,引入 Markov 机制转移模型对周期转变和风险状态的阶段性变迁进行识别,为风险判别和逆周期监管建立系统性的定量分析方法作为支撑。

① Acemoglu D., Ozdaglar, A., Tahbaz Salehi A. 2013. "Systemic Risk and Stability in Financial Networks." *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 18727.

② Khandani A. E., Lo A. W., Merton R. C. 2013. "Systemic Risk and the Refinancing Ratchet Effect." *Journal of Financial Economics*, 108 (1).

③ Born B., Ehrmann M., Fratzscher M. 2013. "Central Bank Communication on Financial Stability." *The Economic Journal*, 124 (577): 701 - 734.

④ Buenaventura R., Ross V. 2013. "Transparency and Financial Stability." *Financial Stability Review*, 17.

⑤ 高国华 (2013): "逆周期资本监管框架下的宏观系统性风险度量与风险识别研究",《国际金融研究》,第 3 期。

陈守东、王妍和唐亚晖 (2013)^① 通过马尔科夫区制转移的多元动态因子模型, 得到能够反映我国金融系统内在不稳定性的潜在不可观测因子, 分析了我国金融系统在“金融不稳定区制”和“金融稳定区制”下的不同特征; 其次, 论文以“金融不稳定性假说”、“金融加速器理论”等研究为理论基础, 通过一个特定的马尔科夫区制转移的自回归模型 MSIAH (M) - ARX (P) 研究了我国金融系统不稳定性对宏观经济的非对称影响。实证结果表明, 我国金融系统具有内在的周期不稳定性, 并且在不同的经济增长状态下这种金融不稳定性对宏观经济的影响具有非对称性, 在“高速增长”阶段对经济具有显著的正向放大作用, 而在“适速增长”阶段的影响不显著。

胡建华 (2013)^② 指出, 2010 年 12 月巴塞尔委员会公布了逆周期资本监管《指引》, 我国“十二五”规划也正式提出了实施的基本路径。逆周期资本缓冲实施的关键在于选择有效的识别指标, 将资本要求与该指标挂钩。但是在我国由于指标正处于结构性变化之中, 数据非平稳, 含义不明确。且对于指标与经济周期的关系, 尚缺乏完整的周期性数据进行检验, 所以指标的可靠性未被证明。文章建议慎用逆周期资本监管, 如确实需要实施, 可采取先相机抉择, 后规则的方案, 并在参考信贷余额/GPD 的基础上综合考虑其他宏观经济变量。

五、影子银行

本次金融危机后, 有关各方对影子银行体系给予了大量关注和深入剖析。一方面, 影子银行体系作为金融体系创新发展的产物, 对满足社会投融资需求、促进经济增长具有积极作用; 另一方面, 其缺乏有效监管、依赖批发融资等特征积累了系统性风险隐患, 运用复杂体系扩大信用供给增加了货币政策调控的难度, 如何做到兴利除弊仍存在很大的争议和分歧, 需要持续研究。2013 年, 在影子银行的研究领域, 由于中国影子银行体系的构成与运作模式与发达国家有显著差异, 因此, 国内外的相关研究重点也明显不同。中国影子银行的研究主要关注影子银行的界定、快速发展的原因、以银行理财产品和信托产品为代表的影子银行产品的风险, 以及构成影子银行主要基础资产的城投债的发展状况与风险。而国外的影子银行研究集中在资产证券化领域。

张明 (2013)^③ 指出, 中国影子银行的兴起主要来自融资方、投资方以及投融资中介三方面的旺盛需求, 主要风险包括期限错配、信用违约风险以及对央行将 M2 作为货币政策中间目标的做法形成的挑战。肖立晟 (2013)^④ 认为银行理财产品发展迅速的原因是, 国内信贷需求旺盛, 中国居民财富增长迅速但投资渠道匮乏, 对利率市场化的预期促进银行增加中间业务比重。目前理财产品风险总体可控, 但存在一定程度的流动性风险和信用违约风险。陈思翀 (2013)^⑤ 指出, 当前中国信托业出现问题并导致整个金融体系爆发系统性危机的概率很小, 但不仅无法排除爆发流动性风险和大面积违约事件的可能, 而且未来的可持续发展

① 陈守东、王妍、唐亚晖 (2013): “我国金融不稳定性及其对宏观经济、非对称影响分析”, 《国际金融研究》, 第 6 期。

② 胡建华 (2013): “逆周期资本缓冲能否消除我国商业银行顺周期行为?”, 《财经问题研究》, 第 11 期。

③ 张明 (2013): “中国影子银行: 界定、成因、风险与对策”, 《国际经济评论》, 第 3 期。

④ 肖立晟 (2013): “人民币理财产品: 概况、运作、风险与监管”, 《国际经济评论》, 第 3 期。

⑤ 陈思翀 (2013): “中国信托业: 特征、风险与监管”, 《国际经济评论》, 第 3 期。

也面临着巨大挑战。刘东民 (2013)^① 认为, 作为影子银行最重要基础资产的城投债, 其募集资金基本用于基础设施和公用事业建设, 社会效益相当显著, 在中国政府大力推动城镇化的背景下, 未来中国城投债市场还有较大的增长空间。目前中国城投债市场尚不存在系统性风险, 但零违约记录是最大的潜在风险。张明、高海红等 (2013) 对人民币理财产品、城投债、银信合作、银证合作等问题进行系统分析, 并提供政策建议。

国内也有少数学者采用国外的资产证券化数据进行了一些实证研究。刘琪林和李富有 (2013)^② 利用美国银行控股公司的季度数据, 分析了资产证券化对银行盈利水平、风险水平和流动性水平的影响。他们的研究结论是, 资产证券化可以有效提升银行的流动性, 但对银行盈利水平和风险水平的影响则取决于银行规模。

国外影子银行的相关研究主要集中在以下三个方面: 资产证券化对金融机构的风险、信贷供给和盈利能力的影响。这些文献大多通过微观层面的商业银行财务数据开展研究。Acharya (2013)^③ 分析了资产支持商业票据 (ABCP) 通道, 研究指出, 监管套利是商业银行建立 ABCP 通道的根本原因, 即通过资产证券化满足监管机构对资本充足率的要求。但是, 由于银行为这些 ABCP 通道提供了明显的担保, 因此资产证券化并没有将银行的风险转移到外部投资者。研究分析了 2001 至 2009 年期间美国金融市场 938 个 ABCP 通道的相关信息, 发现资本充足率越低的银行发起的 ABCP 通道越多, 而设立 ABCP 通道越多的商业银行, 在危机发生后, 股票收益下降也越快。

Gennaioli 等 (2013)^④ 的研究指出, 证券化虽然降低了资产的异质性风险, 但是也增加了系统性风险, 在理性预期条件下, 影子银行体系是稳定的, 并能增加社会福利, 但是如果金融中介和投资者忽略了尾部风险, 当出现危机时, 影子银行体系就会很脆弱, 金融市场流动性很快便会枯竭。

Inderst 和 Pfeil (2013)^⑤ 分析了金融机构内部补偿奖励机制、贷款质量和证券化之间的互动。研究指出, 通常证券化会降低贷款质量, 但是如果建立奖金延迟发放制度, 就可以提升贷款质量, 从而防止金融机构内部人士通过证券化将风险过度转移至外部。

Scopelliti (2013)^⑥ 则指出, 一方面, 证券化为商业银行提供了新的融资渠道, 银行可以利用资产证券化的收益扩大贷款供给; 另一方面, 资产证券化增加了银行信用衍生品的风险敞口, 这将会降低银行的信贷供给。作者基于 1998 年至 2008 年期间美国银行业数据的研究发现, 受与表外活动有关的潜在和实际损失影响, 表外信用敞口对银行贷款增长率的影响为负。作者进一步区分了短期贷款和长期贷款, 发现表外信用敞口对短期贷款有正面影响, 而

① 刘东民 (2013): “中国城投债: 特征、风险与监管”, 《国际经济评论》, 第 3 期。

② 刘琪林、李富有 (2013): “资产证券化与银行资产流动性、盈利水平及风险水平”, 《金融论坛》, 第 5 期。

③ Acharya V. V., Schnabl P., Suarez G. 2013. “Securitization without Risk Transfer.” *Journal of Financial Economics*, 107 (3) .

④ Gennaioli N., Shieifer A., Vishny R. W. 2013. “A Model of Shadow Banking.” *NBER Working Paper* No. 17115.

⑤ Inderst R., Pfeil S. 2013. “Securitization and Compensation in Financial Institutions.” *Review of Finance*, 17 (4) .

⑥ Scopelliti A. D. 2013. “Off - balance Sheet Credit Exposure and Asset Securitization: What Impact on Bank Credit Supply?” *MPRA Working Paper* No. 43890.

对长期贷款有负面影响。

六、发达经济体超常规货币政策及溢出效应

有关发达经济体超常规货币政策的研究进展表现在三个方向,首先是对超常规货币政策传导机制的理论研究,其次是对超常规货币政策对金融市场和实体经济影响方式和程度的实证经验研究,第三是对其跨国溢出效应的实证研究。

对超常规货币政策传导机制,尤其是资产组合再配置效应的内涵,He与Krishnamurthy(2013)^①从理论上论证了所谓的资本约束渠道。即在金融中介部门存在资本紧约束、对象资产市场存在进入门槛时,央行购买该项资产会对资产价格产生正面效应。Krishnamurthy等(2013)^②进一步从理论上扩展了央行资产购买影响资产价格的机制,提出主要由不同资产异质性带来的所谓稀缺性渠道。

对超常规货币政策的影响,Krishnamurthy等(2013)分别从资本约束渠道以及稀缺性渠道分别对美联储购买抵押支持证券以及长期国债的影响进行了经验验证。他们发现,美联储购买抵押支持证券(MBS)通过资本约束渠道对MBS价格产生影响,但购买国债主要通过稀缺性渠道对国债价格产生影响。总体上,QE政策的资产组合再配置效应对于其他资产价格的影响较为有限,取决于具体经济环境以及资产特点。QE政策并不能普遍的降低所有长期债券的期限溢价,而它更广泛的效果主要来自于信号机制。QE政策能降低投资者对未来联邦基金利率的长期预期。

对超常规货币政策的跨国溢出效应,IMF(2013)^③较全面的评估了有关溢出效应的实证经验,认为总体上新兴经济体在量宽政策公布后经历了明显的资本流入。Barroso等(2013)^④估计了美联储量宽政策的事前与事后对巴西经济的影响,分解其传导机制并检验了其统计显著性。他们对美国第一轮量宽(2008年12月—2009年6月)、第二轮量宽(2010年8月—2011年8月)以及扭转操作(2011年9月—2012年6月)的研究发现,这几轮操作对巴西经济的影响总体上与预期方向一致,并在统计上显著。从渠道上看,溢出效应最重要的传导渠道是资本流入。

国内方面,陈静(2013)^⑤从央行资产负债表的角度考查了各经济体量化宽松货币政策实施机制和政策效果。在对量化宽松货币政策的缘起进行阐述的基础上,分析了量化宽松货

① He Zhiguo, Arvind Krishnamurthy. 2013. "Intermediary Asset Pricing." *American Economic Review*, 103 (2).

② Krishnamurthy Arvind, Annette Vissing Jorgensen. 2013. "The Ins and Outs of LSAPs, Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium on the Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy." (<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013Krishnamurthy.pdf>).

③ IMF. 2013. "Unconventional Monetary Policies: Recent Experiences and Prospects." Board Paper, April 19. (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>).

④ Barroso J. B. R., Da Silva L. A. P., Sales, A. S. 2013. "Quantitative Easing and Related Capital Flows into Brazil: Measuring its Effects and Transmission Channels through a Rigorous Counterfactual Evaluation", *BCB working paper* No. 313.

⑤ 陈静(2013):“量化宽松货币政策的传导机制与政策效果研究—基于央行资产负债表的跨国分析”,《国际金融研究》,第2期。

币政策的央行资产负债表传导机制及美、欧、英、日四个经济体央行量化宽松货币政策的实践及其政策效果。

李自磊和张云 (2013)^① 通过构建 SVAR 模型对美联储量化宽松货币政策、国际大宗商品价格、人民币汇率与我国通货膨胀之间的动态关系进行了实证检验。结果表明: 量化宽松政策的实施推动了国际大宗商品价格的上涨。而国际大宗商品价格的上涨助长了国内通胀。模型表明国际大宗商品价格上涨对 PPI 的影响要大于对 CPI 的影响, 同时, 该政策推动了人民币的升值, 而人民币升值对国内的通胀造成了先正后负的冲击。文章的实证研究支持以下结论: 通过国际大宗商品价格和汇率渠道。美国的量化宽松货币政策对我国的通胀水平构成了显著的冲击。

刘湘云和张佳雯 (2013)^② 基于改进的 M-F 模型探究了货币政策风险国际传染机理。然后从短期热钱资本、长期国际资本、国际贸易渠道三个角度分析量化宽松货币政策的溢出路径, 并创新性地提出政府适应性学习行为也是重要的货币政策风险溢出路径之一。同时收集有关数据着重分析美国量化宽松政策通过上述路径对我国的溢出效应大小。刘尧成 (2013)^③ 基于银行业处于中国金融市场中主导地位, 以及居民金融财富主要以银行存款保有等基本特征, 论述指出中国银行业在国际量化宽松冲击的影响下存在着内生性的信贷扩张机制, 并通过建模分析比较了两种不同形式货币冲击下中国的经济波动情况, 指出大规模的信贷扩张改变了中国的货币增长率方式并致使实际产出和货币供应量呈反周期波动, 从而形成了国际量化宽松以来中国经济周期波动中特有的金融加速器机制。随着未来国际量化宽松政策的变化, 这种机制会给中国经济的运行带来风险, 并对此提出了相应的对策与建议。

英文参考文献

1. Acemoglu D., Ozdaglar A., Tahbaz-Salehi A. 2013. "Systemic Risk and Stability in Financial Networks." *National Bureau of Economic Research* No. w18727.
2. Acharya V. V., Schnabl, P., Suarez G. 2013. "Securitization without Risk Transfer." *Journal of Financial Economics*, 107 (3).
3. Allen F., Carletti E. 2013. "Systemic Risk from Real Estate and Macro-prudential Regulation." *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 5 (1).
4. Barroso J. B. R., Da Silva L. A. P., Sales A. S. 2013. "Quantitative Easing and Related Capital Flows into Brazil: Measuring its Effects and Transmission Channels through a Rigorous Counterfactual Evaluation", *BCB Working Paper* No. 313.
5. Benigno G., Chen H., Otrok C., Rebucci A., Young E. R. 2013. "Financial Crises and Macro-prudential Policies." *Journal of International Economics*, 89 (2).
6. Born B., Ehrmann M., Fratzscher M. 2013. "Central Bank Communication on Financial Stability." *The Economic Journal*, 124 (577): 701-734.
7. Boucekkine R., Pommeret A., Prieur F. 2013. "On the Timing and Optimality of Capital Controls: Public Expenditures, Debt Dynamics and Welfare." *International Journal of Economic Theory*, 9 (1).

① 李自磊、张云 (2013): "美国量化宽松政策是否影响了中国的通货膨胀? —基于 SVAR 模型的实证研究", 《国际金融研究》, 第 8 期。

② 刘湘云、张佳雯 (2013): "美国量化宽松货币政策风险溢出效应: 基于中美数据的考察", 《国际经贸探索》, 第 9 期。

③ 刘尧成 (2013): "量化宽松影响下中国的经济周期波动分析", 《财经科学》, 第 12 期。

8. Broner F. , Didier T. , Erce A. , Schmukler S. L. 2013. "Gross Capital Flows: Dynamics and Crises." *Journal of Monetary Economics*, 60 (1) .
9. Bruno V. , Shin H. S. 2013. "Capital Flows, Cross - border Banking and Global Liquidity." *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 19038.
10. Buenaventura R. , Ross V. 2013. "Transparency and Financial Stability." *Financial Stability Review*, 17.
11. Bussiere M. 2013. "Exchange Rate Pass-through to Trade Prices: The Role of Nonlinearities and Asymmetries." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 75 (5) .
12. Cerrato M. , Kim H. , MacDonald R. 2013. "Equilibrium Exchange Rate Determination and Multiple Structural Changes." *Journal of Empirical Finance*, 22.
13. Claessens S. , Ghosh S. R. , Mihet, R. 2013. "Macro - prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities." *Journal of International Money and Finance*, 39.
14. Contessi S. , De Pace, P. , Francis J. L. 2013. "The Cyclical Properties of Disaggregated Capital Flows." *Journal of International Money and Finance*, 32.
15. Cui Y. 2013. "How is the RMB Exchange Rate Misaligned? A Recent Application of Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER) to China." *Journal of East Asian Economic Integration*, 17 (3) .
16. Farhi E. , Werning I. 2013. "Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows." In International Monetary Fund 14th Jacques Polak Annual Research Conference, October, Washington, DC.
17. French J. J. , Naka A. 2013. "Dynamic Relationships among Equity Flows, Equity Returns and Dividends: Behavior of US investors in China and India." *Global Finance Journal*, 24 (1) .
18. Gennaioli N. , Shieifer A. , Vishny R. W. 2013. "A Model of Shadow Banking." *NBER Working Paper* No. 17115.
19. Gourinchas P. O. , Jeanne O. 2013. "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle." *Review of Economic Studies*, 4.
20. He Zhiguo, Arvind Krishnamurthy. 2013. "Intermediary Asset Pricing." *American Economic Review*, 103 (2) .
21. Herrmann S. , Mihaljek D. , 2013. "The Determinants of Cross-border Bank Flows to Emerging Markets." *Economics of Transition*, 21 (3) .
22. Ignazio Angeloni, Ester Faia. 2013. "Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks." *Journal of Monetary Economics*, 60 (3) .
23. IMF. 2013. "Unconventional Monetary Policies: Recent Experiences and Prospects." Board Paper", April 19. (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>) .
24. James R. Barth, Chen Lin, Yue Ma, Jesús Seade, Frank M. Song, 2013. "Do Bank Regulation, Supervision and Monitoring Enhance or Impede Bank Efficiency?" *Journal of Banking & Finance*, 37 (8) .
25. Kim Teakdong, Bonwoo Koo, Minsoo Park. 2013. "Role of Financial Regulation and Innovation in the Financial Crisis." *Journal of Financial Stability* 9 (4) .
26. Khandani A. E. , Lo A. W. , Merton R. C. 2013. "Systemic Risk and the Refinancing Ratchet Effect." *Journal of Financial Economics*, 108 (1) .
27. Krishnamurthy Arvind, Annette Vissing - Jorgensen. 2013. "The Ins and Outs of LSAPs." Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium on the Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy. (<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013Krishnamurthy.pdf>) .
28. Lai Yu, Zhou. 2013. "The Potential of the RMB to be a Major Invoicing Currency in the Asia - Pacific Region." *HKMA Working Paper*.
29. Liao S. , D. E. McDowell. 2013. "Redback Rising: China's Bilateral Swap Agreements and RMB Internationalization." In Annual International Studies Association Convention, San Francisco.

30. Martin A. , Taddei F. 2013. "International Capital Flows and Credit Market Imperfections: A Tale of Two Frictions." *Journal of International Economics*, 89 (2) .
31. Posner E. 2013. "Benefit - cost Analysis for Financial Regulation." *American Economic Review*, 103 (3) .
32. Powers W. , Riker D. 2013. *Exchange Rate Pass - through in Global Value Chains: The Effects of Upstream Suppliers*. Mimeo, USITC.
33. Roman Inderst, Sebastian Pfeil. 2013. "Securitization and Compensation in Financial Institutions." *Review of Finance*, 17 (4) .
34. Scopelliti A. D. 2013. "Off - balance Sheet Credit Exposure and Asset Securitization: What Impact on Bank Credit Supply?" *MPRA Working Paper*, No. 43890.
35. Sebnem Kalemli - Ozcan, Elias Papaioannou, Jose - Luis Peydro. 2013. "Financial Regulation, Financial Globalization, and the Synchronization of Economic Activity." *The Journal of Finance*, 68 (3)
36. Shintani M. , Terada - Hagiwara A. , Yabu T. 2013. "Exchange Rate Pass - through and Inflation: A Non-linear Time Series Analysis." *Journal of International Money and Finance*, 32.
37. Tillmann P. 2013. "Capital Inflows and Asset Prices: Evidence from Emerging Asia." *Journal of Banking & Finance*, 37 (3) .
38. Whalley J. , Chen H. 2013. "Are Offshore RMB Arrangements the Basis for a Long - term Exchange Rate System without Convertibility?" *China & World Economy*, 21 (1) .

中文参考文献

1. 巴曙松 (2013): "中国金融监管改革的政策选择", 万方数据知识服务平台, 7月。
2. 陈静 (2013): "量化宽松货币政策的传导机制与政策效果研究—基于央行资产负债表的跨国分析", 《国际金融研究》, 第2期。
3. 陈守东、王妍、唐亚晖 (2013): "我国金融不稳定性及其对宏观经济、非对称影响分析", 《国际金融研究》, 第6期。
4. 陈思翀 (2013): "中国信托业: 特征、风险与监管" 《国际经济评论》, 第3期。
5. 曹伟、申宇 (2013): "人民币汇率传递、行业进口价格与通货膨胀: 1996—2011" 《金融研究》, 第10期。
6. 戴觅、徐建炜、施炳展 (2013): "人民币汇率冲击与制造业就业—来自企业数据的经验证据", 《管理世界》, 第11期。
7. 高国华 (2013): "逆周期资本监管框架下的宏观系统性风险度量与风险识别研究", 《国际金融研究》, 第3期。
8. 高田甜、陈晨 (2013): "英国金融监管改革研究—基于金融消费者保护视角", 《证券市场导报》, 第9期。
9. 郭志芳、林季红 (2013): "汇率不确定性与对外直接投资—基于日本对亚洲8国直接投资的实证分析", 《亚太经济》, 第4期。
10. 胡建华 (2013): "逆周期资本缓冲能否消除我国商业银行顺周期行为?", 《财经问题研究》, 第11期。
11. 黄万阳 (2013): "人民币汇率的均衡、错位及其矫正", 《数量经济技术经济研究》, 第12期。
12. 李波、伍戈 (2013): "升值预期与跨境贸易人民币结算: 结算货币选择视角的经验研究", 《世界经济》, 第1期。
13. 李波 (2013): "跨境交易人民币计价的前景", 《中国金融》, 第23期。
14. 李富有、罗莹 (2013): "人民币汇率传递的物价效应分析—基于引入虚拟变量的ARDL模型的实证研究", 《国际金融研究》, 第2期。
15. 李楠、吴武清、樊鹏英、陈敏 (2013): "宏观审慎资本监管对信贷增长影响的实证研究", 《管理评

论》，第6期。

16. 李自磊、张云 (2013): “美国量化宽松政策是否影响了中国的通货膨胀?—基于SVAR模型的实证研究”,《国际金融研究》,第8期。
17. 李湛 (2013): “金融监管域外管辖权问题研究及中国的对策分析”,《上海金融》,第6期。
18. 刘东民 (2013): “中国城投债:特征、风险与监管”《国际经济评论》,第3期。
19. 刘莉亚、程天笑、关益众等 (2013): “资本管制能够影响国际资本流动吗?”,《经济研究》,第5期。
20. 刘琪林、李富有 (2013): “资产证券化与银行资产流动性、盈利水平及风险水平”,《金融论坛》,第5期。
21. 刘湘云、张佳雯 (2013): “美国量化宽松货币政策风险溢出效应:基于中美数据的考察”,《国际经贸探索》,第9期。
22. 刘尧成 (2013): “量化宽松影响下中国的经济周期波动分析”,《财经科学》,第12期。
23. 鲁晓东、张晋 (2013): “人民币汇率与中国双边对外贸易:基于‘S曲线’假说的检验”,《世界经济研究》,第7期。
24. 马勇、陈雨露 (2013): “宏观审慎政策的协调与搭配:基于中国的模拟分析”,《金融研究》,第8期。
25. 盛松成 (2013): “我国为什么需要推进资本账户开放?”,《金融时报》,9月5日。
26. 隋平、陈平凡 (2013): “美国金融监管改革的缺陷应引以为鉴”,《经济纵横》,第9期。
27. 孙国峰、孙碧波 (2013): “人民币均衡汇率测算:基于DSGE模型的实证研究”,《金融研究》,第8期。
28. 田拓、马勇 (2013): “中国的短期跨境资金流动—波动性测度及影响因素分析”,《金融研究》,第7期。
29. 王璟怡、翟玮 (2013): “基于宏观审慎的我国监管框架构建研究”,《财经问题研究》,第3期。
30. 项后军、许磊 (2013): “汇改后的人民币汇率传递、出口商品价格与依市定价 (PTM) 行为研究”,《金融研究》,第8期。
31. 肖立晟 (2013): “人民币理财产品:概况、运作、风险与监管”,《国际经济评论》,第3期。
32. 肖立晟、陈思翀 (2013): “中国国际投资头寸失衡与金融调整渠道”,《经济研究》,第7期。
33. 谢平、邹传伟 (2013): “银行业宏观审慎监管研究的新思路”,《金融监管研究》,第8期。
34. 徐建炜、田丰 (2013): “中国行业层面实际有效汇率测算:2000—2009”,《世界经济》,第5期。
35. 徐奇渊、杨盼盼、刘悦 (2013): “人民币有效汇率指数:基于细分贸易数据的第三方市场效应”,《世界经济》,第5期。
36. 徐涛、万解秋、丁匡达 (2013): “人民币汇率调整与制造业技术进步”,《世界经济》,第5期。
37. 杨飞 (2013): “跨境贸易人民币结算现状及影响因素的实证研究”,《国际贸易问题》,第2期。
38. 杨雪峰 (2013): “人民币汇率对我国出口影响的实证研究”,《世界经济研究》,第6期。
39. 余永定 (2013): “资本项目自由化应循序渐进”,RCIF工作论文系列。
40. 张明 (2013): “中国影子银行:界定、成因、风险与对策”,《国际经济评论》,第3期。
41. 张明 (2013): “人民币国际化:政策,进展,问题与前景”,《金融评论》,第5期。
42. 张明、谭小芬 (2013): “中国短期资本流动的主要驱动因素:2000—2012”,《世界经济》,第11期。
43. 赵进文、张敬思 (2013): “人民币汇率、短期国际资本流动与股票价格—基于汇改后数据的再检验”,《金融研究》第1期。