

李曦晨

lxcsunshine@163.com

朱子阳

zyzhu93_cass@foxmail.com

张明

zhangming@cass.org.cn

跨境资本流动的驱动因素研究：推拉之争、全球动态与中国故事

——文献述评与趋势展望

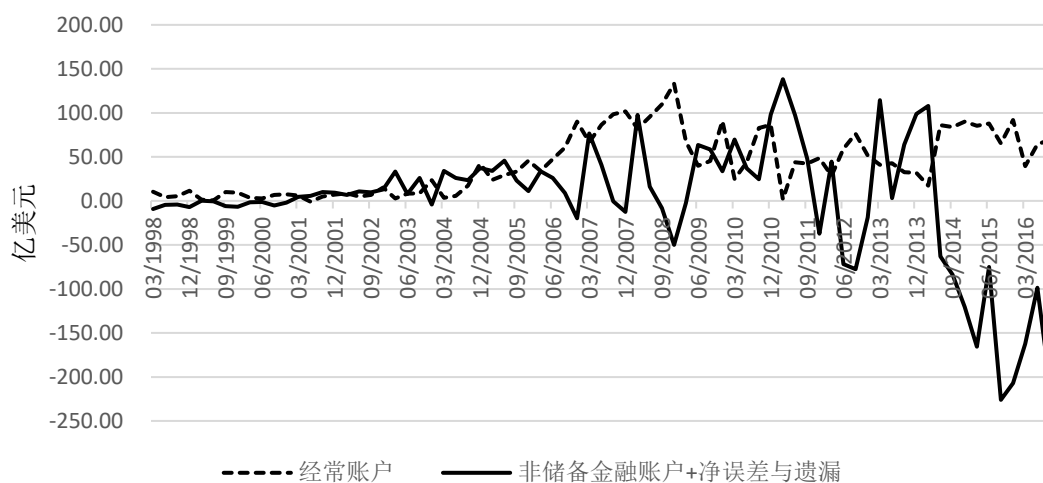
内容提要： 本文基于时间和国别两个维度，梳理了本轮全球金融危机爆发前后国内外关于全球、新兴市场国家和中国各自面临的跨境资本流动的驱动因素的研究文献。在本轮全球金融危机爆发之后，针对全球与新兴市场国家的相关研究更加关注资本总流动（而非资本净流动），对国家异质性、全球金融周期和资本管制的研究也明显增多。而迄今为止关于中国跨境资本流动的研究则更加关注拉动因素对短

期资本流动的影响。未来关于中国跨境资本流动的研究可能朝着两个方向继续拓展，一是更为精确的实证证据挖掘，二是更为合理的政策应对框架。

关键词：跨境资本流动 驱动因素 全球金融危机 文献述评

一、引言

从 2014 年第二季度至 2016 年第四季度，在人民币汇率升值预期逆转为贬值预期、美国经济复苏并逐步收紧货币政策、中国金融风险加快显性化等因素共同作用下，中国开始面临跨境资本（尤其是短期资本）持续大规模流出，且流出规模不断放大的局面（图 1）。由于资本账户逆差在 2015 年与 2016 年均超过经常账户顺差，导致这两年中国的外汇储备规模分别下降了 3423 与 4487 亿美元。¹在长期的资本流入之后，资本突然大规模持续外流，可能对我国的经济增长和金融稳定造成负面冲击。资本外流通常会与本币贬值预期互为因果、相互增强，以至于形成恶性循环。只有厘清导致资本流出的成因，才可以对症下药，降低资本异常流动的规模及其冲击。



数据来源：CEIC。

图 1 1998-2016 经常账户差额和资本净流动对比

然而，在引发资本流动的驱动因素方面，学界一直存在争议，尤其是针对究

¹ 根据新的国际收支表编制规则，本文中的资本账户实质上是指非储备性质的金融账户，主要包含直接投资、证券投资与其他投资三个子项。

竟是推动因素（pushing factor）还是拉动因素（pulling factor）主导资本流动的问题（Forbe & Warnock, 2011）。目前，虽然有一部分因素得到了公认，例如汇率预期、利差、资产价格、经济增长、国内金融结构、全球风险程度和全球性经济危机等。但是关于不同因素的影响程度，以及不同国家和不同时期的主要影响因素等问题，目前仍然存在争议。此外，关于资本流动成因的研究纷繁复杂，许多结论相互矛盾，需要我们对整个研究过程加以回顾整理，才能找到研究得到的共识以及存在的分歧，进而帮助我们把握进一步研究的方向。

本文将通过文献综述的方式，梳理目前已有的研究，总结各方观点和结论，以期对未来的研究提供参考，并试图预测未来研究可能的方向。全文基于时间和国别两个维度，对资本流动驱动因素的文献进行梳理。在时间维度上，我们将文献分为两个研究阶段，以本轮全球金融危机爆发前后为界。在国别维度上，我们分为新兴市场国家层面、全球层面和中国层面。

本文剩余部分的结构安排如下：第二部分梳理本轮全球金融危机之前关于资本流动驱动因素的研究。第三部分则回顾 2008 年以后关于资本流动的驱动因素的研究，我们将对全球层面和新兴市场国家分别进行梳理。第四部分分析了近年来研究资本流动驱动因素的新趋势，主要包括全球金融周期与中心国货币政策、资本管制的作用、对资本总流动的研究和分析方法的创新等四个方面。第五部分是关于中国的研究，主要分为对资本净流动的研究和对短期资本净流动的研究两部分。第六部分为结论。

二、2008 年全球金融危机爆发前的资本流动驱动因素研究

上个世纪 90 年代，流向新兴市场国家的资本规模不断扩大，尤其是亚洲和拉美地区。1990-1994 年间，亚洲和拉美地区吸收了约 670 亿美元的发达国家资本，是整个 80 年代的 3 倍之多（Calvo et al, 1996），而此后数年则出现了回落，并对新兴市场国家经济造成了不同程度的影响，在拉美地区甚至引发了 1994 年的墨西哥债务危机等一系列问题。这一特殊的国际经济现象吸引了诸多经济学家的关注。在这一时期，对资本流动驱动因素的研究大量涌现。这些文献特征也十分明显，大多数关注新兴市场国家，研究对象集中于净资本流动。而在资本流动的影响因素甄别上，认为国际因素而非国别因素主导了国际资本流动的观点占主

流 (Forbe & Warnock, 2011)。Calvo et al (1993) 通过对拉美地区 10 个国家逐个进行脉冲响应分析, 发现国际性因素在不同国家可以解释资本流动的 30%-60%。Chuhan et al (1998) 也发现国际因素是主导资本流动的因素, 而本国经济发展水平对资本流动的影响仅在亚洲国家样本中较为显著。

在国际性因素中, 最为核心的是全球利率的作用。Fernandez-Arias (1996) 发现, 全球利率的下降改善了各国融资条件, 并引起了大规模资本流入。而一旦全球利率回到高位, 新兴市场国家的资本流入就会显著减少, 这一结论也得到了 Calvo et al (1993) 的支持。这一时期的文献还针对中心国家美国的货币政策展开了研究, 认为作为最主要的发达国家, 美元扮演着世界货币的角色, 因此美国的货币政策具有较强的外部溢出效应。Chuhan et al (1998) 分析了美国对拉美、亚洲的股权与债券资本流动, 发现美国的利率和工业生产率增速下降是影响资本流动的核心因素, 这些研究也为此后关于全球金融周期研究起到了铺垫作用。

国际商业周期也是早期文献研究的重点。由于国际商业周期的变化, 发达国家资本收益率相对新兴市场国家明显降低, 这就必然造成资本向新兴市场国家流动。Kim (2000) 通过方差分解, 发现主要发达国家的经济衰退和利率下降是国际资本流向新兴市场国家的主要因素。

在拉美国家相继爆发国际收支危机后, 对于地区间资本流动之间相互影响的研究也大量出现, 集中于分析传染的作用机制, 包括贸易联系、金融联系、近邻效应等。Forbes (2002) 总结了贸易机制的重要途径, 包括竞争效应、收入效应和进口价格效应。Kaminsky et al (2001) 研究了跨国银行间借贷的投资影响机制。除了关注全球利率、国际商业周期以及地区传染这三支主要文献之外, 还有学者考虑了其他外部因素, 例如, Edwards (1991) 考察了政府与外部借款人的关系等。

当然, 也有部分文献考察了国别性因素。例如, Calvo et al (1996) 的分析框架中包含了本国经济增长这一国别性因素, 并认为这确实是重要因素之一, 但他们仍然坚持国际性因素, 尤其是全球利率的主导性影响。Griffin et al (2004) 针对跨境股权资本流动的研究发现, 国内股票收益率和国际股权市场的影响同等重要。在 1980 年代至上世纪末, 新兴市场国家普遍致力于加快国内改革的步伐, 推进国际收支自由化, 这催生了一部分针对国内金融改革对于资本流动相关作用

的研究。Obstfeld（1986）研究了国内资本市场自由化的相关影响，发现资本市场自由化有助于吸引资本流入。Calvo（1988）研究了国内贸易市场开放以及税收政策等一系列市场化改革措施对于资本流动的影响，发现这些措施提高了投资回报率，进而吸引了更多资本流入。

对于全球化初期的新兴市场国家而言，由于对外投资较少，因此其净资本流动基本上可以反映资本流动的方向和规模，但是随着新兴市场国家的经济增长，一些国家也开始了对外资本输出，并且其规模逐年扩大。从统计数据上来看，资本总流入和资本总流出规模均显著增长，然而资本净流动数据却增长缓慢。这就意味着，仅仅关注资本净流动就会忽略许多重要信息，从而无法对全球资本流动进行准确判断。因此，此后的文献逐渐开始了对资本总流入、总流出规模的研究。

三、2008 年全球金融危机爆发以来的资本流动驱动因素研究

自 2008 年全球金融危机爆发以来，针对资本流动驱动因素的研究主要体现出以下四个特征：第一，关注的问题从资本净流动拓展到资本总流入和总流出。原因在于，仅仅关注资本净流动，无法充分反映国际资本流动的全貌。随着本国投资者在跨境资本流动方面扮演的角色越来越重要，对总流出和总流入开展研究的重要性不断凸显。除了把资本总流入、总流出作为研究外，学者对各种类型资本流动的划分更加具体，出现了股权、债权资金流动的区别研究；第二，越来越多的文献开始关注国内因素和国家异质性的作用。一方面，关于推动因素和拉动因素的争论越发激烈（Forbe & Warnock，2011）。另一方面，更多学者开始关注不同国家对共同因素的敏感度差异，探寻影响这种差异的国家异质性因素；第三，对全球市场风险的关注显著增强。由于在不同的全球风险水平下，推拉因素的强弱将会产生明显差异，因此越来越多的学者将市场分为平静期和危险期，进而对不同时期下资本流动的驱动因素进行比较研究；第四，研究的视野也从新兴市场国家转移至全球，对发达国家面临的跨境资本流动的关注度明显增强。此外，这一阶段的文献在实证技术上更加完善，增加了更多关于异质性的研究，大量丰富了相关经验证据。

虽然各种文献在研究中考虑的影响因素五花八门，且构造变量的方法不尽相同，但仍可以从全球层面（推动因素）与国别层面（拉动因素）、周期性和结构

性两个维度进行梳理。表 1 汇总了现有文献中强调的驱动因素。不难看出，推动因素与拉动因素之争仍将是国际资本流动驱动因素研究的焦点。

表 1 影响国际资本流动的推动因素和拉动因素

| | 拉动因素 | 推动因素 |
|-----|----------|--|
| 周期性 | 短期 | 利率差异 即期汇率 股票价格 |
| | 中期 | 美国利率/全球利率 国际风险超额收益率 全球流动性（TED）和杠杆率 本币升值预期 通货膨胀率 房地产价格 风险超额收益率 债务/GDP 贸易差额 股票市场换手率 大宗商品指数同比增长率 信贷增量 |
| 结构性 | 长期 | 全球投资者风险偏好（技术冲击 or 灾害） 全球经济增长率（生产率冲击） 国际资产组合多元化 |
| | 制度性因素和冲击 | 新兴经济体与发达经济体资本流动关联 融资需求（资产负债表的改善） 财政和债务风险 贸易开放度 汇率制度和汇率质量 汇率干预程度 金融开放度/资本管制程度 金融机构和政治机构风险 金融深化（股市价值/GDP） 金融市场的规模和脆弱性 |

资料来源：作者自行整理。

1. 对全球层面的研究

对全球层面资本流动驱动因素的研究主要集中在两个方面，一部分学者认为，

整体来看，推动因素依然是全球资本流动的主要驱动因素；另一部分学者则对资本流动的阶段和国家的类型进行进一步区分，认为危机时期推动因素作用更大，而平静时期拉动因素也起到了显著作用。此外，发达国家和新兴市场国家各自面临的主导性驱动因素也有所不同。

Forbes & Warnock (2011) 基于 1980-2009 年 50 多个经济体的季度资本总流动数据的研究发现，全球风险与全球经济增长对跨境资本流动具有显著作用，区域性传染性因素主要对资本流出的波动率有影响，而国别因素的影响整体较弱，其中国家债务水平和增长波动率的影响较大。基于上述分析，他们得出全球性因素是资本流动主因的结论。Forbes & Warnock (2012) 区分了全球资本流动中的债务资金流动和股权资金流动，其实证结果显示，驱动债务资金流动的主因与全球资本流动的主因较为一致，均为全球性因素。此外，Agosin & Huaita (2011) 基于类似数据和方法的研究发现，国家基本面因素不是资本异常流动的主因。

一些学者借助新型实证技术，从时间异质性和国家异质性层面开展研究，发现推、拉因素的作用并非在全部时间段或针对所有国家完全一致。Fratzcher (2011) 基于资本流动的周度数据，采用贝叶斯因子模型研究了金融危机前后，推动因素和拉动因素对资本流动的异质性影响，证实了推拉因素在不同阶段具有不同作用。在危机爆发前后，推动因素的影响更明显，而在复苏期，拉动因素的影响则更为明显。此外，包括国家基本面、机构和政策在内的国家异质性对影响资本流动的全球共同因子也具有明显作用。张明和肖立晟 (2014) 研究了针对不同组别国家的影响因素。其研究发现，对新兴经济体而言，主要拉动因素是经济增长率，主要推动因素是全球风险偏好和美国经济增长率；对发达国家而言，主要拉动因素是本国汇率变动，主要推动因素是美国经济增长率，这说明发达经济体资本流动的变化主要受到长期经济发展的影响。此外，这些因素的作用随着市场风险的变化而变化：在市场风险较高时，经济增长的作用减弱，新兴经济体受到的冲击要大于发达经济体，而拉动因素则基本上失去作用。

2. 对新兴经济体的研究

在本轮金融危机爆发后，新兴经济体面临的资本流动规模激增，受到资本流动冲击的影响更大，驱动资本流动的影响因素也变得更加复杂。因此，本轮全球

金融危机之后，针对新兴经济体资本流动影响因素的研究成果十分丰富，研究方法也更加多样化，但对于推拉因素的争论变得更为激烈。

大部分研究都发现，推拉因素都会对资本流动产生影响。Cerutti et al (2015) 基于因子模型的分析发现，推动因素和拉动因素都对新兴经济体面临的资本流动有明显影响，而国家异质性因素导致了各国因子敏感度的明显差异。推动因素中的 VIX 指数和美国真实有效汇率，以及拉动因素中的大宗商品价格增长率，都对资本流入产生了明显影响。在国家异质性因素中，与发达经济体资本流动的关联度的影响十分显著。而更加细分的研究则发现，是否是技术前沿国家和股票市场换手率对股权资本流动有着明显影响，而本国的贸易开放度、汇率制度变量对债权资本流动有着显著影响。Byrne & Fiess (2016) 通过提取共同因子与异质性成分并进行非平稳面板分析的方法，对新兴经济体的资本流动进行分析。他们将新兴市场的资本流动分解为共同因子和残差项（国别差异），分别用国际和国内驱动因素进行回归，发现推动和拉动因素都有明显影响。其中影响最大的推动因素是发达经济体长期债券收益率和大宗商品价格指数，而影响最大的拉动因素则是金融开放程度和金融机构健康状况。

在针对新兴市场国家的研究中，学者们同样考虑了风险和国家异质性。Ahmed & Zlate (2013) 通过对 2002-2012 年亚洲和拉美新兴市场国家资本净流入的季度面板进行分析，发现推动和拉动因素都产生了显著影响，其中经济增长率差异、利率差异是净资本流动的主要影响因素，利差和投资者风险厌恶因素则是证券资本流动的主要影响因素。危机的爆发，对资本流动驱动因素的结构影响产生了很大差异，对净资本流动基本没有影响，但是改变了影响证券流动的主要驱动因素，这主要是由于危机前后利差和全球风险厌恶程度变量系数的敏感性发生了变化。此外，资本管制和美联储量化宽松政策也对资本流动有一定影响，但汇率干预没有明显影响。Nier et al (2014) 针对 29 个新兴市场的研究发现，全球金融周期对资本流入的影响是非线性的，VIX 指数对新兴市场资本流动的影响取决于全球金融市场风险。在全球金融市场风险高企时，避险情绪主导了资本流动，而在金融市场平静时，新兴市场的基本面因素则占据主导。这与张明和肖立晟 (2014) 从全球层面得出的结论相互印证。

表 2 代表性文献中的核心因素

| 文献 | 核心因素（显著因素） |
|-------------------------|--|
| Forbes & Warnock (2011) | 全球因素（投资者情绪、全球流动性、全球 GDP 增长）、传递因素（贸易依存度）、国内因素（GDP 增长） |
| Fratzscher (2011) | 危机前：全球因素（全球流动性、美国经济增长、美国股权市场、美国利率），国内因素（国内股票市场）；危机后：全球因素（全球性风险程度、全球流动性），国内因素（国内经济增长） |
| 刘莉亚等 (2013) | 国际因素（发达国家经济增速、国际利率、国际流动性、投资者情绪）、国内因素（经常账户余额） |
| Ahmed & Zlate (2013) | 经济增长率之差（与发达国家相比）、利率之差（与美国联邦基金利率之差）、资本管制、VIX |
| 张明、肖立晟 (2014) | 新兴经济体：本国 GDP、美国 GDP、VIX；发达经济体：汇率、美国 GDP、VIX |
| Giordani et al (2016) | 国际因素（美国利率、投资者情绪、世界平均资本管制程度）；国内因素（平均资本管制） |
| Cerutti et al (2015) | 国际因素（VIX、大宗商品价格增长、美国真实有效汇率）；国内宏观变量影响较弱 |
| Agosin & Huaita (2011) | 国际因素（G7 国家经济增长率），国内因素（本国经济增长、外债水平、政府赤字水平、经常账户余额） |
| Byrne & Fiess (2016) | 全球因素（美国利率、大宗商品价格指数）；国内因素（金融开放程度、金融机构发展程度） |

资料来源：作者自行整理。

表 2、表 3 梳理了代表性文献中的核心影响因素以及各个因素在代表性文献出现的次数。不难发现，全球性因素也即推动因素仍然在研究中被认为是更为核心的要素。在所有的代表性文献中，投资者情绪、全球 GDP、利率水平被频繁提及，并且在实证研究中被认为具有显著作用。而本国因素虽然也考察较多，但结论并不一致，存在较大争议。

表 3 代表性文献中各因素出现频率

| | | 影响因素 | 代表性文献 |
|------|-----|------|---|
| 拉动因素 | 周期性 | 本国利率 | Agosin & Huaita (2011), 张明、肖立晟 (2014), 刘莉亚等 (2013), Ahmed & Zlate (2013), Giordani et al (2016) |
| | | 即期汇率 | Reinhart & Reinhart (2008), Ahmed & Zlate (2013), Cerutti, Claessens & Puy (2015) |
| | | 股票价格 | Byrne & Fiess (2016) |
| | | 汇率预期 | 张明、肖立晟 (2014), Ahmed & Zlate (2013) |

| | | | |
|------------|--------|--|--|
| 推动因素 | | 通货膨胀率 | 刘莉亚等 (2013), Reinhart & Reinhart (2008) |
| | | 债务水平 | Forbes & Warnock (2011), Forbes & Warnock (2012) |
| | | 贸易差额 | Forbes & Warnock (2011), Forbes & Warnock (2012), Agosin & Huaita (2011) |
| | | 大宗商品价格指数 | Byrne & Fiess (2016), Cerutti et al (2015) |
| | | 信贷增量 | Agosin & Huaita (2011), 刘莉亚等 (2013), Cai et al (2015), Rey (2015) |
| | 结构性 | 经济增长 | Forbes & Warnock (2011), Forbes & Warnock (2012), 张明、肖立晟 (2014), 刘莉亚等 (2013), Fratzscher (2011), Agosin & Huaita (2011), Ahmed & Zlate (2013), Li & Rajan (2015), Giordani et al (2016) |
| | | 经济关联 | Cerutti, Claessens & Puy (2015) |
| | | 财政和债务风险 | Forbes & Warnock (2011), Forbes & Warnock (2012), Fratzscher (2011) |
| | | 贸易开放程度 | Edwards (2007), Forbes & Warnock (2011), Forbes & Warnock (2012) |
| | | 汇率制度 | Edwards (2007), Li & Rajan (2015), Rey (2015), Rey (2016) |
| | | 汇率干预程度 | Reinhart & Reinhart (2008), Ahmed & Zlate (2013), Rey (2015) |
| | | 金融开放度/资本管制程度 | Edwards (2007), Forbes & Warnock (2011), Forbes & Warnock (2012), Fratzscher (2011), Ahmed & Zlate (2013), Byrne & Fiess (2016), Alfaro, Chari & Kanczuk (2015), 刘莉亚等 (2013), Nier et al (2014), Forbes et al (2015), Li & Rajan (2015), Giordani et al (2016) |
| | | 金融制度、政治制度 | Byrne & Fiess (2016), Li & Rajan (2015) |
| | 金融市场发展 | Nier, Sedik & Mondino (2014), Li & Rajan (2015), Byrne & Fiess (2016) | |
| | 周期性 | 美国利率/全球利率 | Agosin & Huaita (2011), 张明、肖立晟 (2014), 刘莉亚等 (2013), Ahmed & Zlate (2013), Giordani et al (2016) |
| | | 全球流动性 | Forbes & Warnock (2011), Fratzscher (2011), 刘莉亚等 (2013) |
| | | 全球金融市场风险、投资者情绪 | Forbes & Warnock (2011), Ahmed & Zlate (2013), Nier et al (2014), 刘莉亚等 (2013), 张明、肖立晟 (2014), Cerutti et al (2015), Rey (2015), Giordani et al (2016) |
| | | 国际风险资产收益率 | Fratzscher (2011), Byrne & Fiess (2015), Byrne & Fiess (2016) |
| | 结构性 | 全球经济增长率 | Forbes & Warnock (2011), Forbes & Warnock (2012), 张明、肖立晟 (2014), 刘莉亚等 (2013), Fratzscher (2011), Agosin & Huaita (2011), Ahmed & Zlate (2013), Li & Rajan (2015), Giordani et al (2016) |
| 经济危机及其传染效应 | | Fratzscher (2011), Ahmed & Zlate (2013) | |
| 中心国货币政策 | | Fratzscher (2011), Ahmed & Zlate (2013), Rey (2015), Rey (2016), Bruno & Shin (2015) | |

资料来源：作者自行整理。

四、跨境资本流动驱动因素研究的最新趋势

最近几年以来，国际学界对资本流动驱动因素的研究出现了一些新特点，在研究对象和研究方法上都产生了一些新的关注点和创新之处：第一，对于资本总流动的关注取代了资本净流动，包括根据总流动的性质构建其他指标的尝试；第二，本轮全球金融危机爆发后，对全球金融周期和 VIX 指数的关注度显著提高，主要包括对全球金融风险 and 中心国货币政策两方面的讨论；第三，资本管制、宏观审慎政策及其他应对资本流动的政策选择问题及其效果，再次成为关注热点；第四，因子模型等实证技术的使用，有助于更好地解释推拉因素对资本流动驱动机制和国家异质性的分析。

1、以资本总流动规模为研究对象

跨境贸易曾经是国际收支的重要项目，在上个世纪 70 年代其规模远超资本流动，但在 2000 年后，全球资本流动总规模已经与跨境贸易相当，甚至超过了跨境贸易（Obstfeld, 2012），成为国际收支项目中不可忽视的重要变量。

但在上世纪 90 年代，研究对象主要是资本的净流动。这是因为当时新兴市场国家对外投资较少，面临的主要问题是外国投资者驱动的资本流入和流出，本国投资者扮演角色有限，从而形成一种单向流动的局面。在这种单向流动下，净资本流动基本可以反映资本流动的方向和规模。但是随着新兴市场国家的兴起，这些国家对外投资显著上升，使得原有的单向流动变为双向流动。如果一国在进行大规模对外投资的同时，又吸收了大量外资，那么仅仅观察资本净流动就很难完整地反映经济现实并充分地刻画风险。

在本轮全球金融危机爆发后，对资本总流动的关注更是上了一个台阶。Obstfeld（2010）指出，2000 年后的国际投资总头寸增长到了一个极高水平，并且显著地影响了国际货币金融体系，甚至可能是本轮全球金融危机的重要成因。此外，自本轮全球金融危机爆发以来，学术界对金融稳定性影响因素的相关研究较多，而其中之一就是资本流动的冲击，特别是资本总流入和总流出冲击。Obstfeld（2012）认为，资本流动显著影响了国际市场的资产价格和投资回报，引起了国家资产负债表的变化，也会引起国家之间宏观经济冲击的相互传递，从而显著加大了国家的外部风险。相较资本净流动，资本总流动的影响更为广泛，其潜在不良后果也会更为严重。本轮全球金融危机爆发后，几乎所有针对资本流

动的研究都将资本总流动作为主要研究对象，通常会同时考虑资本的净流动与总流动（Agosi & Huaita, 2011；刘莉亚等，2013；Ahmed & Zlate, 2013；张明与肖立晟，2014；Giordani et al, 2016），也有部分文献考虑了资本总流动的细分项目（Forbes & Warnock, 2012；Byrne & Fiess, 2015）。在 Forbes & Warnock（2011）的开创性研究之后，也有学者在研究中依据总流动数据来构建资本的异常流动指标（Agosin & Huaita, 2011）或资本总流动的波动性指标（刘莉亚等，2013）。

2、全球金融周期和中心国货币政策

本轮全球金融危机爆发后，中心国货币政策和全球金融周期的问题逐渐成为新的研究热点。资本流动既是全球金融周期的表现形式，也是中心国货币政策的传导途径之一。全球金融周期是风险认知、杠杆率和资产价格三者互相加强的正反馈过程，它会放大经济变化趋势，加深普通经济周期的波峰和波谷，并与 VIX 指数呈现出明显的相关性。全球金融周期的阶段和投资风险的高低，对当前全球的跨境资本流动具有显著影响。跨地区的资本流动则是全球金融周期的一大表现。而中心国的货币政策将会通过全球金融周期传导到资本流入国，从而使中心国家起到类似于世界央行的作用。

关于全球金融周期对资本流动的影响的研究主要有两大方面，一是直接影响，包括在不同的市场风险程度、国家金融发展水平和金融自由水平等因素下，全球金融周期对资本流动的影响。二是对中心国货币政策-全球金融周期-资本流动变化-各国金融机构和政策变化的影响机制的研究，在这种影响机制的作用下，不可能三角变成了两难选择（一国只能在资本自由流动与货币政策独立性之间做选择）。

Nier et al（2014）研究了全球金融周期（VIX）对资本流动的直接影响，发现 VIX 指数对总资本流入的影响是非线性的。根据 29 个新兴市场国家 2002 年到 2012 年的总资本流入季度面板数据，作者发现在全球风险程度较低时，全球金融周期（VIX）对资本流入影响较弱，其他基础因素如利率差异、汇率差异、增长率差异、金融深化程度、政府债务和资本管制水平对资本流动的影响更强。而当全球金融风险较高时，VIX 指数对资本流动影响十分明显，而除了利差之外的因素的显著性均有所下降。其研究还发现，在金融发展程度和资本流动自由度更高

的国家，全球金融周期对资本流动的作用有放大效应，而采取长期资本管制国家可以抵消全球风险较高时全球性冲击对该国的影响。Bruno & Shin（2015）则从银行间资本流动的角度分析了VIX指数对资本流动的直接影响。通过对1995-2007年间的VIX指数、美联储利率、银行杠杆效应、美元汇率和国际清算银行公布的银行跨境贷款的增长进行VAR模型分析，他们发现了货币政策-VIX指数-银行部门风险-跨境银行资本流动的传导机制。在国内背景下，美联储的利率下降（宽松的货币政策）将带来VIX指数的下降，进而带来银行杠杆效应（银行部门风险）的上升，而在国际背景下，则会进一步增加跨境银行资本流动和美元的贬值。

Rey（2015）提到了在全球金融周期的作用下，蒙代尔不可能三角变成了两角，非中心国将面对两难选择，也即只能在资本自由流动与独立的货币政策之间进行抉择。她通过VAR分析发现，中心国货币政策对全球金融周期（VIX）有明显的影响，从而影响到银行杠杆、资本流动和信贷增长。因此只要资本自由流动，汇率抵挡冲击的能力就十分有限，无论是浮动还是固定汇率制，通过全球金融周期传导的中心国货币政策都会影响该国的货币政策的独立性。Rey（2016）发现来自美国的货币政策冲击，通过全球金融周期和资本流动的作用，会在全球范围内传递开来，并对各国经济和金融市场产生影响。即使一国采取了浮动汇率制度，也无法维持货币政策的独立性。

3、资本管制对资本流动的作用

大规模的资本流动可能引发宏观经济冲击，尤其是对于新兴市场国家而言，这通常会增加经济的脆弱性（Reinhart & Reinhart, 2008），助长资产价格泡沫（Caballero & Krishnamurthy, 2005），造成一系列经济波动和负面影响。而为了应对这种资本流动，资本管制作为一种政策选择，关于其效果和影响的争论由来已久。在本轮全球金融危机爆发后，全球资本流动规模明显加剧，许多国家适时加强了资本管制，IMF也改变了长久以来的立场，提出了资本管制的政策框架。近年来研究资本管制对于资本流动的影响的文献十分丰富，金融危机后这一支文献集中于实证领域。

事实上，本轮全球金融危机爆发前的有关研究也提供了部分经验证据。例如，Edwards（2007）发现，资本管制有助于抵御外部冲击，降低资本流动冲击宏观

经济的概率。然而，本轮全球金融危机爆发后的文献则提供了更多细节和异质性方面的探索。危机后的大部分文献都支持资本管制的有效性，认为资本管制有助于缓解过度资本流动和资本流动的异常波动。Ahmed & Zlate（2013）以新兴经济体为研究对象，以本轮全球金融危机为时间节点，发现整体而言资本管制能够有效地抑制资本流入，但其效果在危机前有所不同，危机前的管制相对来说更加有效，并且相对于汇率干预，资本管制的效果更为显著。Li & Rajan（2015）则比较了针对不同项目的管制措施的效果，通过比较直接投资和组合投资，发现资本管制可以有效地影响直接投资的波动性。Alfaro et al（2015）则提供了国别的证据。通过对巴西数据的研究，他们发现，资本管制导致巴西企业的异常收益率显著下降，从而有助于减轻异常资本流动的压力。Giordani et al（2016）等针对全球层面资本管制的研究发现，资本管制可以有效地减少流向具有与本国相似特征的其他国家的资本。

然而，也有一部分研究并不支持资本管制的有效性。Forbes & Warnock（2011）通过对资本异常流动的梳理发现，相对于全球性因素而言，资本管制对降低资本异常流动的作用有限。刘莉亚等（2013）沿着 Forbes & Warnock（2011）的研究思路，基于中国数据的研究发现，资本管制基本不能影响由外国投资者驱动的国际资本总流入，仅在部分情况下可以影响由本国投资者驱动的国际资本总流出，此外，资本管制还可能带来国内产出波动率加剧等不利影响。

宏观审慎政策在本轮全球金融危机爆发后也被频繁提及，学者们自然也将其纳入了资本流动影响因素的分析框架，并且将宏观审慎政策与资本管制政策的效力进行了比较。Forbes et al（2015）通过微观层面的倾向得分匹配技术进行了反事实分析，发现资本管制虽然有助于控制信贷规模，但难以作用在主要宏观变量和短中期金融市场波动上。而宏观审慎则对银行杠杆、通胀预期等变量能够产生显著影响。Korinek & Sandri（2016）不仅通过构建理论模型和校准模拟的方法来比较资本管制和宏观审慎政策的效果，而且区分了发达经济体和新兴市场经济体。其研究发现，对于新兴市场国家而言，资本管制与宏观审慎都是有效的，管制减少了资本净流动，宏观审慎减少了金融风险；而对于发达国家而言，资本管制是无效的，应该采用宏观审慎政策。

4. 新的实证方法的使用

因子分析是近年来比较流行的研究资本流动的方法。这种方法可以将资本流动分解为共同因子和异质性残差，并且通过因子载荷的分解，探究各国对共同因子的敏感性差异。在资本流动驱动因素的研究中，常见的因子模型建立方法有两种，一是将资本流动分解为国际因子部分、国内因子部分和残差项，分别从国际和国内因子来看推动和拉动因素；二是将资本流动分解为共同因子部分和残差项，其中共同因子可以对推动因素进行回归，也可以对推拉因素共同回归，而残差项则表示各国异质性部分，可以对国家拉动因素进行回归。不论是哪一种方法，都会对共同因子系数进行敏感性分解，分析各国国内因素对共同因子反应程度的异质性作用。

贝叶斯因子模型是因子分析的常用方法。Fratzscher（2011）根据 EPER 数据库中 50 个国家的周度资本流动数据，采用了贝叶斯因子模型进行研究。他建立了用上期预期的资本流动、国际因子、国内因子和残差项目表示的净资本流动的因子模型，并对因子载荷进行分解，用敏感性来表达国家异质性。结果发现，金融危机对资本流动的影响在新兴市场国家为负，在发达经济体为正。危机前后推动因素的影响更明显，而复苏期拉动因素的影响更为明显。国内因素在复苏期对系数敏感度的作用十分明显。Cerutti et al（2015）对 2000-2015 年间 34 个新兴市场国家的季度资本流动数据进行了研究，通过贝叶斯潜在动态因子模型和基于 Gibbs 抽样的 MCMC 方法来估计资本流动的共同因子和区域因子，以及体现其敏感性的因子载荷，并将残差项作为国家层面的异质性因子。然后，通过分别将共同因子对推动因素和拉动因素进行回归，他们发现，推动因素中的 VIX 指数和美国真实有效汇率、拉动因素中的大宗商品价格增长率对资本流入有明显的影响。在国家异质性分析中，通过将因子载荷即共同因子的敏感度作为因变量，他们发现，国家金融因素对股权资本流动的影响更显著，而国家宏观因素对债权资本流动的影响更显著。

Byrne & Fiess（2016）则选取了提取共同成分与异质性成分、并进行非平稳面板分析方法，对新兴经济体的资本流动进行分析。他们将新兴市场的资本流动分解为共同因子和残差项，并分别将共同因子对国际解释变量回归，将残差对国内解释变量回归。其研究发现，国际驱动因素中影响最大的是发达经济体长期债

券收益率和大宗商品价格指数，而国家层面因素中影响最大的是金融开放程度和金融机构状况。

五、针对中国跨境资本驱动因素的研究

国内学者主要针对中国经济面临的资本净流动和短期资本流动进行了研究。主流观点认为，本国的拉动因素是驱动我国资本流动的主要因素，其中最核心的是利率和汇率变动预期，而股票和房地产价格的驱动作用也十分明显，此外，宏观层面的经济增长率、经济开放程度、汇率制度也对资本流动产生一定程度的影响。

表 4 影响中国资本流动的拉动因素和推动因素

| | | 拉动因素 | 推动因素 |
|-----|-------|--|-------------------|
| 周期性 | 短期 | 国内利率 人民币兑美元的即期汇率 股票价格 | 美国利率 国际风险超额收益率 |
| | 中期 | 人民币升值预期 通货膨胀率 信贷增量 房地产价格 风险超额收益率 | VIX-全球金融市场风险 |
| 结构性 | 长期 | 经济增长 人口老龄化 贸易开放度 | |
| | 制度性因素 | 1994 年汇率制度改革 资本管制程度 汇率干预程度 | |

资料来源：作者自行整理。

1. 关于资本净流动的研究

资本净流动有两种口径，一是资本与金融账户非储备项目的余额，二是在此基础上加上误差与遗漏项。其中第二种口径更加准确也更为常用。对国内资本净流动的研究大多较早，通常以理论研究、描述性统计和 OLS 估计为主。

针对中国资本净流动影响因素的研究结果认为，资本流动的拉动因素主要包括国内利率、人民币兑美元汇率、1994 年汇率制度改革等，而推动因素主要是美

国利率。其中最公认的因素还是利差和汇差引发的套利行为。汪洋（2004）发现，1994 以来的中美利率和汇率的双边套利关系是资本总流动变化的主要原因。他根据中美利率和汇率差异，将 1986-2002 年分为两个期间，一是 1986-1994 年间，人民币持续贬值，资本流出的汇差收益高于利差可能造成的损失，但是从整体来看，中国仍然是资本流入为主，套利预期并不能解释资本流动的方向。第二个期间则是 1994-2002 年，人民币汇率改革之后资本流动的方向则和套利预期基本一致。其中 1994-1996 年和 2001-2002 年期间，存在双重套利导致的资本流入，而在 1997-2000 年期间，由于东南亚金融危机的影响，人民币汇率存在贬值预期，利率也低于美国，从而导致了资本流出。经验研究的 OLS 估计结果也显示，汇率对资本流动的影响最大，利差次之，物价水平没有显著影响。虚拟系数的估计结果表明，我国对资本流入的限制程度小于资本流出。

除了传统的汇率和利差因素外，也有一些学者提出了其他的拉动因素，如贸易开放度和人口老龄化。王琦（2006）将政策虚拟变量引入方程，并考虑了贸易开放度的影响。他基于对 1994-2007 年间的 OLS 回归，发现对我国资本净流动影响最大的两个因素分别是汇率和 1994 年外汇制度改革的政策因素。范小云和潘赛赛（2008）梳理了国际资本流动理论研究，认为人口老龄化和制度政策因素，也会对中国的资本流动有明显的影响。老龄化社会中劳动力供给将不断减少，工人将为了退休而增加储蓄，从而减少投资需求，使资本流向人口结构更年轻的国家。为了缓解人口老龄化造成的资本外流，需要完善养老保障体系，提高劳动力素质。此外，提高我国的制度质量和制度民主性，维持政策的稳定性和政策信用，对吸引国际资本流入有重要作用。

2. 关于短期资本净流动的研究

21 世纪初期，由于中国经济的持续高速发展和人民币汇率的升值趋势的作用，我国的投资回报率高于世界平均水平，成为了资本流入的主要目的国。而持续流入中国的短期资本流动引起了国内学者的广泛关注，尤其是其中的短期投机性资本。

短期资本流动主要是指误差遗漏项加非银行部门的短期资本流动（Cuddington, 1986），而短期投机性资本（热钱）则是指短期资本中投机性较强的那一部分。张明（2011）对国内外短期资本流动的规模测算方法进行了整理，

主要有直接法、间接法和混合法三种测算方法和口径，直接法即是对国际收支平衡表上的相关项目直接相加，主要是误差遗漏项加其他部门的其他短期资本项目；间接法则是用外汇储备的增加额减去贸易差额、FDI 净流入和外债增量，最早由 World Bank（1985）提出；而混合法则是直接法和间接法的综合，最早由 Dooley（1986）提出，是根据本国居民对外债权和债务来调整误差与遗漏项。

对热钱的研究是短期资本流动的一大热点，在研究方法和口径计算上各有不同，得出的影响因素也有不同侧重，大多数文献分析的是拉动因素对热钱流动的影响，包括汇率、利率和股票价格等短期周期性因素，物价、贸易差额、汇率预期、风险超额收益等中期周期性因素，还有资本管制程度、贸易差额、汇率干预度等结构性因素。张谊浩与沈晓华（2008）用外汇储备减去 FDI 和前四年同期贸易顺差的移动平均值来计算热钱规模，通过多重套利模型和 CLR 模型研究热钱流入和汇率升值、股票价格上涨之间的理论关系。其研究发现，人民币升值和上证指数上涨是热钱流入的驱动因素。丁志杰等（2008）通过分析协整方程和一般脉冲响应结果²，发现境外汇款具有顺应宏观经济周期的特性，这说明境外汇款具有热钱特征。经济发展、人民币升值压力和物价上升会促进境外汇款流入，而且这种影响具有持久性，利率的影响则较弱且具有约 9 个月的滞后性。曹媚（2009）认为，贸易才是引起汇率利率变动、从而引发短期投机资本流动的根源。此处的短期投机资本流动定义为贸易价格伪报、投资收益增量、贸易信贷增量、外债增量和 QFII 之和。基于 VAR 模型的脉冲响应结果显示，长期内，贸易顺差会使人民币产生持续升值预期，从而吸引短期投机资本的流入。张勇（2015）则在新凯恩斯主义 DSGE 模型的基础上加入了资本管制和央行资产负债表因素，发现汇率干预虽然提高了需求水平，但是也导致了热钱大量流入，增加了短期潜在外汇占款的数量。

以上都是从宏观角度对热钱进行分析，陶川（2010）从微观主体的多期最优决策角度研究了热钱流入问题，推导出热钱投资的 Q 指标，即热钱资金的影子价格与边际成本之比。当 $Q>1$ 时，热钱流入， $Q<1$ 则流出。针对相位图的分析发现，当市场具有长期的汇率升值预期时，会提高热钱的影子价格，导致热钱持续流入，而短期升值预期则会使热钱流入先升后降，总体没有变化。在市场随机因

² 与常用的 Cholesky 分解不同，一般脉冲响应，即广义脉冲响应函数（Generalized Impulse Response）避免了正交化对变量排序的依赖性。

素和结构因素的作用下，风险超额收益率的上升对热钱流入的影响则较为复杂，会产生频繁的双向流动。加息对热钱流入的影响则与国际利率水平有关，而国际市场利率升高会导致热钱流出。最后，资本监管的作用取决于其能否提高热钱流动的成本。

除了对短期投机性资本（热钱）的研究外，还有一部分文献对短期资本流动进行了研究，研究方法大多是 VAR 或者 VECM，主要是对拉动因素进行分析。王世华与何帆（2007）采用了协整误差修正模型，对间接法计算的 1999-2006 年间的短期资本净流动进行分析，发现短期内人民币升值预期和经济增长率是主要的拉动因素，而长期内人民币升值预期和利差是主要的拉动因素。杨海珍等（2010）采用了 VECM 模型，对本轮全球金融危机爆发前 9 年的以直接法计算的季度短期资本流动数据进行计算，研究发现，对短期资本流动影响较大的因素包括利差、汇率预期、实际资产价格和股票价格，而长期因素如 GDP 增长率等并没有显著的影响。张明与谭小芬（2013）采用了非限制性 VAR 模型，对间接法计算的 2000 年至 2012 年的短期资本月度净流动进行研究，主要发现包括：人民币汇率变动预期对短期资本净流动的影响最大；和一般研究结果相反的是，人民币利率上升会在长期导致资本流出；股市价格的作用比房产重要；滞后半年的中国经济增长率有暂时性的影响；短期资本流动自身有自我强化作用。

此前的研究大多是对短期资本净流入进行的研究，而在 2012-2014 年间，部份时段出现了短期资本的净流出，张明与匡可可（2015）通过对国际收支表和银行跨境收付两种口径的资本流动进行分析，发现人民币汇率由升值预期转为贬值预期是短期资本流出的最主要原因。

表 5 代表性文献中资本流动影响因素及其重要性排序

| 文章 | 影响因素排序 |
|--------------|---|
| 汪洋（2004） | （1）汇率 （2）利率 （3）1994 年汇率制度改革 （不显著）通货膨胀 |
| 王琦（2006） | （1）汇率 （2）1994 年外汇制度改革的政策因素 （3）贸易开放度 （4）利差的影响较小 （不显著）通货膨胀 |
| 张明、谭小芬（2013） | （1）人民币汇率预期 （2）利率 （3）股市价格 （4）房地产价格 （5）经济增长率 （不显著）通货膨胀 （危机前影响因素主要是利率、股价和房价，其他不显著，危机以后影响因素主要是汇率、利率、通胀） |

| | |
|---------------|---|
| 丁志杰等（2008） | （1）人民币升值压力 （2）经济发展 （3）物价上升 （4）利率，影响较弱 |
| 曹媚（2009） | （1）人民币升值预期 （2）贸易顺差 （不显著）利率 |
| 王世华、何帆（2007） | 短期：（1）人民币预期升值率 （2）经济增长率 长期：（1）人民币预期升值率 （2）利差 |
| 杨海珍等（2010） | （1） 实际资产价格（2）利率（3）股票价格（4）汇率预期 （不显著）长期因素，如 GDP 增长率等 |
| 陶川（2010） | 长期的汇率升值预期、风险超额收益率、利差、资本监管对成本的抑制 |
| 张勇（2015） | 汇率干预 |
| 张明、匡可可（2015） | 汇率预期 |
| 张谊浩、沈晓华（2008） | 人民币升值、上证指数上涨 |
| 范小云、潘赛赛（2008） | 人口老龄化、制度政策因素 |

资料来源：作者自行整理。

注：编号（1）（2）（3）等表示作者对因素重要程度的排序，（不显著）表示作者认为对资本流动影响不显著的因素。

从表 5、表 6 中可以看出，绝大多数文献都认为汇率（预期）因素是影响资本流动的最重要因素，影响程度最高。此外，利率差异、经济发展、贸易差额和政策因素等传统因素也都被验证是有效的。近年来，随着资本市场和实体经济的不断发展，资产价格也成为影响资本流动的因素之一，张明与谭小芬（2013）杨海珍等（2010）以及张谊浩与沈晓华（2008）都发现，实际资产价格和股票价格对短期资本流动会有显著影响。

表 6 影响中国资本流动的不同类型拉动因素及其重要程度排序

| | | 主要影响因素 | 文献支持 |
|-------------|----|-----------|---|
| 周 期 性 | 短期 | 国内利率 | 汪洋（2004），王琦（2006），张明、谭小芬（2013），丁志杰等（2008），王世华、何帆（2007），杨海珍等（2010） |
| | | 股票价格 | 张明、谭小芬（2013），杨海珍等（2010），张谊浩，沈晓华（2008） |
| | | 即期汇率 | 王世华、何帆（2007） |
| | 中期 | 人民币汇率升值预期 | 汪洋（2004），王琦（2006），张明、谭小芬（2013），丁志杰等（2008），曹媚（2009），王世华、何帆（2007），杨海珍等（2010），陶川（2010），张谊浩，沈晓华（2008） |
| | | 房地产价格 | 张明、谭小芬（2013），杨海珍等（2010） |
| | | 通货膨胀率 | 丁志杰、杨伟、黄昊（2008） |
| | | 信贷增量 | 张明、谭小芬（2013） |

| | | | |
|-------------|----|---------|--------------------------------------|
| | | 风险超额收益率 | 陶川（2010） |
| 结 构 性 | 长期 | 经济增长 | 张明、谭小芬（2013），丁志杰等（2008），王世华、何帆（2007） |
| | | 贸易开放度 | 王琦（2006），曹媚（2009） |
| | | 人口老龄化 | 范小云和潘赛赛（2008） |
| | 制度 | 1994年汇改 | 汪洋（2004），王琦（2006） |
| | | 资本管制程度 | 陶川（2010），范小云和潘赛赛（2008） |
| | | 汇率干预程度 | 张勇（2015），范小云和潘赛赛（2008） |

资料来源：作者自行整理。

注：每种类型的因素都根据其重要性从上而下进行排序。

六、总结性评论

近些年中国的资本外流问题令人担忧，究竟是推动因素还是拉动因素驱动了本轮资本外流呢？准确回答这一问题，对于合理制定应对措施至关重要。本文详细梳理了迄今为止的资本流动驱动因素研究。首先，梳理了国际上对于这一问题的看法，比较了金融危机前后两个阶段的研究侧重点及其差异。发现危机前的研究侧重于资本净流动，视角也局限在新兴市场国家，并且认为全球性的推动因素占主导。而在危机后的研究中，视角更为广阔，对全球层面的研究居多，大量使用了新型实证技术，并且增加了对资本总流动的关注。此外，将资本管制和全球金融危机纳入分析框架，也是近期研究的特点之一。对于不同国家不同发展阶段各个因素的异质性影响也着墨颇多。通过对危机后的文献梳理，我们发现国际推动因素仍然是相关研究考虑的重点。之后，本文回到中国视角，分析目前已有的关于中国跨境资本流动的研究。我们发现，与国际学界研究不同的是，这些研究更加贴近中国国情，更关心拉动因素对资本流动的影响，并希望通过研究结果来提出应对异常资本流动的政策建议。

笔者认为，未来关于资本流动驱动因素的研究可能从如下几个方向进行拓展：首先，从国际层面来看，全球金融周期、中心国货币政策、对资本总流动类型的细化、资本管制等因素是近期的研究热点，充分关注国际金融形势的发展变化，对研究资本流动的驱动因素而言至关重要；其次，研究在不同发展程度以及不同时间阶段下，各个因素对各种口径、不同类型的资本流动的异质性影响；最后，利用因子分析等新型实证方法对资本流动的影响渠道展开分析。

具体针对中国而言，我们认为，可能有如下两个主要的研究方向：第一，更

为精确的实证证据挖掘。直接投资、组合投资、其他投资三者的驱动因素是否有所不同？股权投资和债务投资的驱动因素是否有所不同？结合中国数据和国情来回答这些问题，有助于更加有针对性地开出药方。并且，大量新的实证技术（例如因子模型）出现，既可以使得研究结论更为丰富，也可以研究一些原先无法回答的问题；第二，更为合理的政策应对框架。研究驱动因素最终是为了找到合理应对资本流动的药方。利用新型实证技术，针对应对资本流动的不同政策选择进行量化评估和对比分析，有助于回答究竟如何才能有效地管理跨境资本流动。

参考文献：

- 曹媚，2009：《国际投机资本流入中国的贸易根源》，《世界经济研究》，第7期。
- 丁志杰、杨伟、黄昊，2008：《境外汇款是热钱吗——基于中国的实证分析》，《金融研究》，第12期。
- 范小云、潘赛赛，2008：《国际资本流动理论的最新发展及其对中国的启示》，《国际金融研究》，第9期。
- 刘莉亚、程天笑、关益众、杨金强，2013：《资本管制能够影响国际资本流动吗？》，《经济研究》，第5期。
- 陶川，2010：《我国热钱流入的边际成本、热钱的影子价格和托宾q——一个理论分析框架及实证分析》，《金融研究》，第12期。
- 汪洋，2004：《中国的资本流动 1982-2002》，《管理世界》，第7期。
- 王世华、何帆，2007：《中国的短期国际资本流动：现状、流动途径和影响因素》，《世界经济》，第7期。
- 王琦，2006：《关于我国国际资本流动影响因素计量模型的构建和分析》，《国际金融研究》，第6期。
- 杨海珍、昃于靖、石昊、熊园，2010：《我国短期国际资本流动动因及其政策启示》，《管理评论》，第11期。
- 张明、匡可可，2015：《中国面临的跨境资本流动_基于两种视角的分析》，《上海金融》，第4期。
- 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。
- 张明，2011：《中国面临的短期国际资本流动_不同方法与口径的规模测算》，《世界经济》，第2期。

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

张谊浩、沈晓华, 2008: 《人民币升值、股价上涨和热钱流入关系的实证研究》, 《金融研究》, 第 11 期。

张勇, 2015: 《热钱流入、外汇冲销与汇率干预——基于资本管制和央行资产负债表的 DSGE 分析》, 《经济研究》, 第 7 期。

Agosin, M. R. & F.Huaita (2011), “Overreaction in capital flows to emerging markets: booms and sudden stops”, *Journal of International Money & Finance*, 31(5): 1140-1155.

Ahmed, S., & A.Zlate (2013), “Capital flows to emerging market economies: a brave new world?”, *Journal of International Money & Finance*, 48(1): 221-248.

Alfaro, L., Chari.A, and Kanczuk.F (2015), “Are Capital Controls Effective? Firm-level Evidence from Brazil”, Vox working paper.

Bruno, V., & H.S.Shin, (2015), “Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, 71(2):119-132.

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

Calvo, G. A., L.Leiderman, & C.M.Reinhart (1996), “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s.” *Journal of Economic Perspectives* 10(2): 123-139.

Calvo, G. A., L.Leiderman, & C.M.Reinhart (1993), “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”, *IMF Economic Review*, 40(1): 108-151.

Calvo, G. A (1988), “Costly trade liberalizations: durable goods and capital mobility”, *IMF Economic Review*, 35(3): 461-473.

Cai, T., V. Q. T.Dang, & J. T Lai (2016), “China's capital and ‘hot’ money flows: an empirical investigation”, *Pacific Economic Review*, 10(3): 276–294.

Caballero, R. J., & A.Krishnamurthy (2005), “Bubbles and capital flow volatility: causes and risk management”, NBER Working Paper 11618.

Cerutti, E (2015), “Push factors and capital flows to emerging markets: why knowing your lender matters more than fundamentals”, Institute of Global Finance Working Paper Vol. 3, No. 1.

Chuhan, P., S.Claessens, & N.Mamingi (1998), “Equity and bond flows to latin america and asia: the role of global and country factors”, *Journal of Development Economics*, 55(2): 439-463.

Cuddington, J. T (1986), “Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations”, Princeton Studies in International Finance, No.58.

Dooley, M (1986), “Country — Specific Risk Premiums, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries” , IMF Departmental Memorandum, No.86 /17.

Edwards, S. (1991). “Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries”. in: H.Siebert(eds), *Capital Flows in the World Economy*, edited by, pp. 255-281.

Edwards, S. (2007), “Capital controls, capital flow contractions, and macroeconomic vulnerability”, *Journal of International Money & Finance*, 26(5): 814-840.

Fernandez-Arias, E (1996), “The new wave of private capital inflows: push or pull?”. *Journal of Development Economics*, 48(2):389-418.

Fratzscher, M. (2011), “Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis”, *Journal of International Economics*, 88(2):341-356.

Forbes, K. J (2002), “Are trade linkages important determinants of country vulnerability to crises?”, in: Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel(eds), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. University of Chicago Press, pgs. 77-123

Forbes, K. J., Fratzscher, M., & Straub, R. (2015), “Capital-flow management measures: what are they good for?”, *Journal of International Economics*, 96:76-97.

Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2011), “Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment”, *Journal of International Economics*, 88(2):235-251.

Forbes, K. J. & Warnock, F. E. (2012), “Debt and equity-led capital flow episodes”. Working Papers Central Bank of Chile.

Giordani, P. E., Ruta, M., Weisfeld, H. & Zhu, L. (2014), “Capital flow deflection”. *Journal of International Economics*, 14(145).

Griffin, J. M., Federico, N., & Rene, M. S. (2004), “Are daily cross-border equity flows pushed or pulled?”. *Review of Economics and Statistics*, 86: 641–657

Kaminsky, G. L., Lyons, R. K., & Schmukler, S. L. (2001), “Mutual fund investment in emerging markets: an overview”, *World Bank Economic Review*, 15(2):315–340.

Kim, Y. (2000), “Causes of capital flows in developing countries”, *Journal of International Money & Finance*, 19(2): 235-253.

Korinek, A., & Sandri, D. (2016), “Capital controls or macroprudential regulation?”, *Journal of International Economics*, 99(218): 27-42.

Li, J., & Rajan, R. S. (2015), “Do capital controls make gross equity flows to emerging markets less volatile?”, *Journal of International Money & Finance*, 59: 220-244.

Nier, E. W., 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.

Obstfeld, M. (1986), “Capital Flows, the Current Account, and the Real Exchange Rate: Some Consequences of Stabilization and Liberalization”, in: S. Edwards & L. Ahamed (eds.), *Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries*, University of Chicago Press.

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

Obstfeld, M. (2010), “Expanding gross asset positions and the international monetary system”, *General Information*, 463-478.

Rey, H. (2015), “Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence”. NBER Working Paper 21162.

Rey, H. (2016), “International channels of transmission of monetary policy and the mundellian trilemma”, *IMF Economic Review*, 64(1): 6-35.

Reinhart, C. M., & Reinhart, V. R. (2008), “Capital flow bonanzas: an encompassing view of the past and present”, *Ensayos Sobre Politica Economica*, 27(59):1-54.

World Bank (1985), World Development Report.

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。