

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



# 硕士学位论文

论文题目 跨境资本异常流动对我国货币政策调控  
效果的影响研究

研究生姓名: 李杰

指导教师姓名、职称: 程贵、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融学

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李杰 签字日期： 2022.6.1

导师签名： 穆贵 签字日期： 2022.6.1

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 李杰 签字日期： 2022.6.1

导师签名： 穆贵 签字日期： 2022.6.1

# **Research on the Impact of Abnormal Flow of Cross-border Capital on the Effect of my country's Monetary Policy Regulation**

**Candidate : Li Jie**

**Supervisor : Cheng Gui**

## 摘 要

扩大金融高水平开放是畅通国内国际双循环新发展格局的关键环节,也是促进金融供给侧结构性改革、经济金融高质量发展的必然要求。随着金融自由化进程的加快,跨境资本异常流动加剧我国金融领域扩大开放风险,影响我国货币政策调控效果。特别是在后疫情时代,各发达国家相继推出的负利率政策极大挤压我国货币政策空间,跨境资本异常流动驱动因素日趋复杂化,加大我国经济金融高质量发展的不确定性。因此,研究跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响,将有利于防控跨境资本异常流动风险,提高货币政策调控效果,有利于推动金融领域高水平对外开放,健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,高效保障我国金融安全。

本文基于 2004 年第 3 季度至 2021 年第 1 季度的数据,运用 OLS 和分位数回归方法研究了跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响,并在此基础上检验利率、汇率、资产价格和信贷传导机制的传导效应。研究表明:首先,激增、中断、外逃和撤回异常对经济增长、物价的影响具有异质性。一是激增对经济增长的促进作用呈边际递减,对物价具有显著推高作用。二是中断在经济高速增长时发生对经济增长的冲击较大,但对物价未造成严重冲击,主要是期间我国加强资本流动管理、灵活的货币政策操作确保物价水平的基本稳定。三是外逃对经济增长抑制作用不明显,甚至是促进作用,主要受“迂回”式资本外逃和强化资本流动管理等影响;物价水平未受到显著冲击,主要是期间我国央行加强市场流动性管理和宏观审慎监管。四是撤回对经济增长有显著促进作用;物价水平未受到显著冲击,主要是我国央行在此时期灵活加强了市场流动性管理。其次,跨境资本异常流动下货币政策传导机制对经济增长和物价稳定的传导效应具有异质性。最后,本文提出健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架、加强跨境资本异常流动异常监测和管控、有序推进资本开放、加强国际金融监管合作、深化金融体制机制改革等政策启示。

**关键词:** 跨境资本异常流动 货币政策调控效果 分位数回归 传导效应

## Abstract

Expanding the high-level financial opening is a key link in smoothing the new development pattern of domestic and international dual circulation, and it is also an inevitable requirement to promote the structural reform of the financial supply side and the high-quality economic and financial development. With the acceleration of the process of financial liberalization, the abnormal cross-border capital flow aggravates the risk of expanding the opening-up of my country's financial sector and affects the effect of my country's monetary policy control. Especially in the post-epidemic era, the negative interest rate policies successively launched by various developed countries have greatly squeezed my country's monetary policy space, and the driving factors of abnormal cross-border capital flows have become increasingly complex, increasing the uncertainty of my country's high-quality economic and financial development. Therefore, studying the impact of abnormal cross-border capital flows on the effect of my country's monetary policy regulation will help prevent and control the risk of abnormal cross-border capital flows, improve the effect of monetary policy regulation, promote high-level opening of the financial sector, and improve monetary policy and macroeconomic policies. The two-pillar regulatory framework of prudential policies effectively safeguards my country's financial security.

Based on the data from the third quarter of 2004 to the first quarter of 2021, this paper uses the OLS and quantile regression methods to study the impact of abnormal cross-border capital flows on the effect of my country's monetary policy regulation, and on this basis, tests the interest rate, exchange rate, Transmission effects of asset prices and credit transmission mechanisms. The results show that: First, the effects of surge, disruption, flight and withdrawal anomalies on economic growth and prices are heterogeneous. First, the boosting effect of the surge on economic growth is marginally diminishing, and it has a significant push-up effect on prices. Second, the interruption occurred when the economy was growing at a high speed, which had a greater impact on economic growth, but did not cause a serious impact on prices. The main reason was that my country strengthened capital flow management and flexible monetary policy operations to ensure the basic stability of the price level during the period. Third, the effect of flight on economic growth was not obvious, or even promoted. It was mainly affected by "circumferential" capital flight and strengthened capital flow management. The price level was not significantly impacted, mainly because my country's central bank strengthened market liquidity management and Macroprudential regulation. Fourth, the withdrawal has significantly promoted economic growth; the price level has not been significantly impacted, mainly because my country's central bank has

flexibly strengthened market liquidity management during this period. Secondly, the transmission effect of monetary policy transmission mechanism on economic growth and price stability under abnormal cross-border capital flow is heterogeneous. Finally, this paper proposes policy implications such as improving the dual-pillar regulatory framework of monetary policy and macro-prudential policy, strengthening the monitoring and control of abnormal cross-border capital flows, promoting capital opening in an orderly manner, strengthening international financial supervision cooperation, and deepening financial system and mechanism reform.

**Keywords:** Abnormal cross-border capital flows; The effect of monetary policy regulation; Quantile regression; Conduction effect

# 目 录

|   |    |
|---|----|
| <b>1 绪 论</b> .....                      | 1  |
| 1.1 研究的背景与研究意义.....                     | 1  |
| 1.1.1 研究背景.....                         | 1  |
| 1.1.2 研究意义.....                         | 2  |
| 1.2 文献综述.....                           | 3  |
| 1.2.1 关于跨境资本异常流动的研究.....                | 3  |
| 1.2.2 关于货币政策调控效果的研究.....                | 4  |
| 1.2.3 关于跨境资本异常流动对货币政策调控效果的影响研究.....     | 5  |
| 1.2.4 文献评述.....                         | 6  |
| 1.3 研究框架和方法.....                        | 7  |
| 1.3.1 研究的主要内容.....                      | 7  |
| 1.3.2 研究方法.....                         | 7  |
| 1.4 本文的创新与不足.....                       | 8  |
| <b>2 跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的理论分析</b> .....  | 9  |
| 2.1 相关概念界定.....                         | 9  |
| 2.1.1 跨境资本异常流动.....                     | 9  |
| 2.1.2 货币政策调控效果.....                     | 10 |
| 2.2 理论基础.....                           | 10 |
| 2.2.1 蒙代尔—弗莱明模型.....                    | 10 |
| 2.2.2 三元悖论.....                         | 12 |
| 2.3 跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的机制分析.....        | 13 |
| 2.3.1 汇率传导机制.....                       | 13 |
| 2.3.2 资产价格传导机制.....                     | 13 |
| 2.3.3 利率传导机制.....                       | 14 |
| 2.3.4 信贷传导机制.....                       | 14 |
| <b>3 跨境资本异常流动与货币政策调控的实践</b> .....       | 16 |
| 3.1 我国跨境资本流动的特征与趋势分析.....               | 16 |
| 3.1.1 我国跨境资本流入流出规模及波动性不断扩大.....         | 16 |
| 3.1.2 我国跨境资本流入流出结构日趋复杂化.....            | 17 |
| 3.1.3 我国跨境资本流入流出渠道多元化.....              | 18 |
| 3.2 我国跨境资本异常流动的测算.....                  | 19 |
| 3.3 跨境资本异常流动下我国货币政策调控的实践.....           | 21 |
| 3.4 跨境资本异常流动与货币政策调控效果的典型事实描述.....       | 24 |
| 3.4.1 跨境资本异常流动与经济增长.....                | 24 |
| 3.4.2 跨境资本异常流动与物价稳定.....                | 25 |
| 3.4.3 跨境资本异常流动与货币政策传导变量.....            | 26 |
| <b>4 跨境资本异常流动对货币政策调控效果影响的实证分析</b> ..... | 32 |

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| 4.1 实证设计 .....                  | 32        |
| 4.2 指标选取与数据来源 .....             | 32        |
| 4.2.1 被解释变量 .....               | 33        |
| 4.2.2 核心解释变量 .....              | 34        |
| 4.2.3 控制变量 .....                | 34        |
| 4.3 实证结果分析 .....                | 35        |
| 4.3.1 平稳性检验 .....               | 35        |
| 4.3.2 跨境资本异常流动对经济增长的结果分析 .....  | 36        |
| 4.3.3 跨境资本异常流动对物价稳定的结果分析 .....  | 40        |
| 4.4 机制检验 .....                  | 44        |
| 4.4.1 跨境资本异常流动影响经济增长的机制检验 ..... | 44        |
| 4.4.2 跨境资本异常流动影响物价稳定的机制检验 ..... | 46        |
| <b>5 结论与政策启示 .....</b>          | <b>48</b> |
| 5.1 结论 .....                    | 48        |
| 5.2 政策启示 .....                  | 49        |
| <b>参考文献 .....</b>               | <b>51</b> |
| <b>后 记 .....</b>                | <b>55</b> |

# 1 绪 论

## 1.1 研究的背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

2020年5月,中共中央政治局常务委员会正式提出构建双循环新发展格局。金融业扩大对外开放是畅通国内国际双循环的关键环节,也是促进金融供给侧结构性改革、经济金融高质量发展的必然要求。2018年以来,在党中央的战略部署下,我国金融开放进程加快、范围扩大、程度加深,进入金融内外互动的新发展阶段。2020年,我国资本流入、流出总额分别达到9138亿美元、7645亿美元,均为历史最高值。取消QFII和RQFII投资额度等限制、金融业外资准入的负面清单归零等扩大开放措施的不断实施,将加大跨境资本流动的波动性,尤其是跨境资本的异常流动,加剧汇率波动。根据Mendell(1963)、Krugman(1999)提出的三元悖论理论,货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定不可兼得,最多只能选择其中两个。基于我国当前汇率制度,汇率市场化深化改革将提升人民币汇率弹性,而为我国经济发展构筑稳健金融生态须保持汇率在合理均衡水平上的基本稳定,这将加剧货币政策调控难度。因此,在资本流动性逐渐提高,特别是跨境资本异常流动的背景下,我国央行实施货币政策实现稳币值、促增长基本要求的调控难度不断增加,进而弱化货币政策调控的效果。

党的十九大报告明确提出,要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”,这是我国现实对宏观经济调控的新要求。货币政策的独立可操作性,是完善双支柱调控框架的内在要求,也是有效防控系统性金融风险,保障我国经济金融体系稳定的必要保证。自2008年金融危机以来,世界各国为刺激经济增长,实施负利率、前瞻性指引等非常规货币政策,但其有效性一直受到质疑。在影响货币政策有效性的诸多因素中,跨境资本异常流动被认为是影响货币政策宏观调控的重要因素。回顾世界金融危机的发展历史,自20世纪以来,在五次区域性金融危机以及全球性金融危机中,跨境资本异常流动均是危机发生前夕的资本流动特征(严佳佳、吴江岑,2021)。

2020 年全球新冠肺炎疫情以来，以美国为代表的发达经济体为应对经济下行压力，施行无限量化宽松政策，导致国际货币金融环境面临极大不确定性。同时，我国央行理性应对变局，保持正常利率水平，努力为我国构筑稳健货币环境。其中，国际避险资本将在息差套利驱动下流入我国，从而加剧我国货币政策调控难度。并且，在后疫情时代，国际货币体系深刻变局，导致现有体系沟通协调受影响，使跨境资本异常流动的驱动因素日趋复杂化，加大了跨境资本流动风险的防控难度。因此，跨境资本异常流动在后疫情时代更加频繁，将加剧货币政策调控难度，影响我国经济金融体系的稳健性，加大我国金融风险防控难度。

### 1.1.2 研究意义

随着金融业不断扩大对外开放，我国金融发展进入内外互动的新发展阶段。跨境资本的双向流动规模扩大、速度加快将加剧我国货币政策调控难度，弱化货币政策调控效果。特别是在后疫情时代，国际经济金融环境大变局，我国经济金融发展面临的不稳定因素骤增，跨境资本的异常流动会极大冲击我国经济金融体系的稳定性，增加金融风险的防控难度。货币政策作为我国双支柱调控之一，能否在跨境资本异常流动时有效调控，缓释对我国金融体系的冲击，保障货币政策目标的实现？因此，本文主要研究跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响，具有一定的理论意义和现实意义。一是以往文献对跨境资本流动对货币政策调控效果影响的关注度较低，特别是关于跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的研究则更为鲜见。因此，本文的研究将丰富跨境资本异常流动对货币政策调控效果研究的理论成果。二是货币政策作为我国双支柱调控之一，是我国进行宏观调控的重要措施。跨境资本异常流动会极大的冲击我国经济金融体系的稳定，货币政策的有效调控将削弱跨境资本异常流动的影响，进而为我国政府在后疫情时代，持续推动金融业扩大对外开放，加速健全双支柱调控框架，高效保障我国金融安全提供政策启示。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 关于跨境资本异常流动的研究

近年来,全球金融一体化进程加快,跨境资本流动的规模不断扩大,对一国经济金融运行产生的影响也不断增大,特别是跨境资本异常流动,受到学界的广泛关注。学者们主要聚焦于跨境资本异常流动的界定与测度、影响因素、预警等方面。

在跨境资本异常流动的界定与测度方面,研究主要为净资本流量与总资本流量两个视角和标准差法与阈值法两种方法。关于跨境资本流动的“突停”,最早由 Calvo 等(2004)提出。由此学者们开始深化对跨境资本流动异常界定与测度的研究。前期研究对跨境资本异常流动的界定主要从净资本流量视角出发。如 Calvo 等(2004)将“突停”界定为资本净流入在 1 年内的减少幅度大于样本均值 2 个标准差以上。由此,也产生了对跨境资本流动异常的标准差测度法。Cowan 等(2007)、Forbes and Warnock(2012)为改进净资本流量衡量资本流动的缺陷,通过总资本流量对驱动资本流动“突停”的资本类型进行了细致划分研究。之后,陆静,罗伟卿(2012)研究通过阈值法,即跨境资本流动变化量超过 4% 时,则表明跨境资本异常流动。刘莉亚等人(2013)和马宇,郑慧(2017)等对跨境资本的类型进行了划分,并对其设定不同的阈值,开展了更加细致的分析。

在跨境资本异常流动的影响因素方面,现有研究主要将其划分为推动因素和拉动因素。其中,推动因素是宏观经济、政治制度等外部因素,其主要通过影响跨境资本流动性、国内国际利差等影响跨境资本异常流动;拉动因素是 GDP 增长率、通货膨胀率、金融开放度等国内经济因素。Chamon 等(2007)认为,跨境资本流动“突停”异常将在外债水平增至某一阈值时极易发生。Honig(2008)则认为制度质量对跨境资本流动“突停”异常的影响可能存在“倒 U 形”的关系。项卫星,王达(2012)认为,证券投资、宏观经济因素是跨境资本异常流动的重要因素。王倩,周向南(2016)运用排序选择模型分析得出跨境资本异常流动的主因是套汇,进出口异动会掩盖跨境资本异常流动,并认为我国股市波动、经济增速和美元流动性不会引发资本外逃,外币贷款对资本外逃的影响不显著。张荧天,孟昊(2019)运用 PVAR 模型分析得出,拉动因素中经济增长率、通货膨胀

率、汇率等，推动因素中发达国家经济增长率、国际流动性和息差水平等是影响新兴国家跨境资本异常流动的主要因素。郭红等（2020）将资本划分为外商直接投资资本、证券资本、其他资本三类，基于“推拉框架”，运用 Probit 面板回归分析跨境资本流动异常的影响因素。研究认为外商直接投资资本异常流动不易发生，较稳定；证券资本异常流动最易发生，且不同资本类型受推拉因素的影响具有异质性。阙澄宇，程立燕（2020）运用 Probit 模型从全球、国内以及传染因素等维度出发，分析跨境资本异常流动的驱动因素。研究表明跨境资本异常流动驱动因素在新兴经济体和发达经济体之间存在差异，同时，驱动因素的影响也具有异质性，且全球风险指数为影响跨境资本异常流动的首要因素。

在跨境资本异常流动的预警方面，现有研究聚焦于预警指标体系的构建和预测效果的验证。郭潇（2018）选取 2006 年 1 月至 2018 年 3 月的月度数据，通过格兰杰因果检验和主成分分析法构建了跨境资本流动风险预警指数。严宝玉（2018）选取 2008 年 1 月至 2016 年 12 月的月度数据，运用 KLR 模型构建了预警指标体系，并对其进行了有效性验证。杨丹丹，沈悦（2021）运用 MS-TVTP 模型，从宏观经济、金融市场等方面出发，通过月度指标构建我国跨境资本流动风险的预警体系，并对预警效果进行验证。孟昊，张熒天（2021）选取部分新兴经济体月度总资本流量数据，运用 Logit 模型和随机森林模型分析对跨境资本异常流动的预警效果，并指出预警体系中的关键指标。

### 1.2.2 关于货币政策调控效果的研究

学者们关于货币政策调控效果的相关研究，主要是从货币政策的最终目标和中介目标出发，并结合相关影响货币政策调控效果的因素来进行研究的。

明伟（2010）认为，资本市场深化发展加剧了货币供求的波动，使货币供应量与物价的对应关系产生偏差。同时，货币政策传导机制复杂化，资产价格泡沫膨胀，极大弱化了货币政策调控效果。胡振华（2015）运用扩展的 IS-LM 模型进行理论分析，并运用 SVAR 模型分析影子银行对我国货币政策调控效果的影响。结果表明，影子银行会影响我国货币政策的调控效果。中央银行应重视影子银行的发展状况，在实施货币政策时应更加审慎。石华军（2018）选取我国“三农”发展的面板数据，运用包含个体和时间固定效应模型分析了我国货币政策定向调

控的效果和影响因素。结果表明，金融结构与农业产业结构的发展匹配度越高，实施定向调控的效果越好。王治政（2019）研究中构建了纳入通货膨胀惯性的NK-DSGE模型，基于价格、数量型货币政策的实施来分析对货币政策调控效果的影响，并在此基础上探讨了福利损失问题。结果表明，通货膨胀惯性可促进经济增长，但也削弱了对物价稳定的调控效果。张炜等（2019）运用纳入金融摩擦的BGG-DSGE模型，从成本收益角度出发分析了定向货币政策调控的效果。结果表明，单一数量型货币政策调控对实现宏观经济目标的有效性较低，甚至无效。并认为应加大价格型货币政策调控，并加强货币政策混合规则的运用，使经济的运行更加平稳。邓创等（2018）对我国价格、数量型货币政策的独立性进行评估，并运用平滑迁移回归模型探讨我国货币政策独立性的影响因素，最后选用门限向量自回归模型分析货币政策的独立性对经济增长和物价稳定的影响。邓创等（2019）运用马尔科夫区制转移模型和GARCH模型量化货币政策的稳定性。并运用格兰杰因果检验等方法分析了货币政策的变动对经济的影响。并在此基础上运用TVAR模型检验货币政策波动对调控效果的影响是否存在门限效应。研究认为，在门限值以下，货币政策调控效果的有效性更高。同时，在门限值两侧，价格型货币政策较数量型货币政策更优。

### 1.2.3 关于跨境资本异常流动对货币政策调控效果的影响研究

关于跨境资本异常流动对货币政策调控效果影响的文献比较少且聚焦于中断异常，学者们的观点也类似，认为跨境资本的异常流动会弱化货币政策调控效果，并集中于对影响机制、应对策略等方面的探讨。

在影响机制方面，柳光程（2010）研究指出，跨境资本异常流动在内外部经济环境、国际逐利资本等的共同作用下，通过缓解企业融资约束促进微观经济主体转型升级，但也在流入资本市场后加大系统性金融风险，弱化货币政策调控效果。黎友焕，王凯（2011）认为资本异常流入会使外汇储备规模迅速扩大，导致市场流动性过剩，中央银行被动发放货币降低了货币政策的独立性，并认为资本异常流动方向与货币政策方向和目标往往不一致，从而削弱了货币政策效果。邱雨薇（2015）认为，国际短期流动资本的大规模流动会影响外汇储备以致外汇占款增多，使市场流动性过剩，进而推高物价导致通货膨胀，继而影响央行货币政

策目标，并对影响渠道和机制进行了细致的分析。

在应对策略方面，邵川（2009）认为套利空间的存在是跨境资本异常流动的重要原因，因此缩小或消除套利将有效应对跨境资本的异常流动，有利于保持货币政策的独立性。王倩，周向南（2016）研究指出，结构性货币政策和市场干预措施的结合可有效应对跨境资本异常流出压力。严佳佳，吴江岑（2021）通过构建我国双支柱调控政策的动态溢出指数，分析跨境资本异常流动的不同情形下的政策协调框架。结果表明，双支柱调控政策对不同情形跨境资本异常流动的作用不同，货币政策调控在不同情形跨境资本异常流动下的作用具有差异性。因此货币政策对跨境资本异常流动的调控作用有限，双支柱调控政策能够更好的应对跨境资本的异常流动。杨倩，胡小文（2022）通过构建 DSGE 框架分析了跨境资本宏观审慎工具对货币政策有效性的影响。研究认为跨境资本宏观审慎工具能增强货币政策有效性，价格型跨境资本宏观审慎工具的作用更大。并且，跨境资本宏观审慎管理工具与货币政策协调搭配能够有效防范系统性金融风险。

#### 1.2.4 文献评述

综上所述，现有文献关于跨境资本异常流动对货币政策调控效果影响的研究日渐丰富，但仍有一定的改进之处：一是现有文献多集中于对跨境资本异常流动的测度、驱动因素和预警方面，对跨境资本流动的不同异常情形对货币政策调控效果影响的探讨较少，以我国作为研究对象的实证研究则更为鲜见。二是现有文献聚焦于对跨境资本流动的不同异常情形对经济增长调控效果的研究，对物价稳定的研究较少。三是已有文献多集中于跨境资本异常流动对货币政策调控最终效果的研究，关于跨境资本流动不同异常情形对货币政策机制传导效应的探讨较为缺乏。随着我国金融高水平开放，厘清跨境资本异常流动对货币政策调控效果的影响，探讨货币政策传导机制的传导效应对我国经济金融高质量发展具有重要意义。据此，本文将基于前人的研究，丰富跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的研究，并在此基础上探讨跨境资本异常流动不同异常情形下货币政策传导机制的传导效应。

## 1.3 研究框架和方法

### 1.3.1 研究的主要内容

本文研究内容共分五章，主要框架如下：

第一章，绪论。本章首先介绍本文研究背景、意义，其次梳理国内外相关文献，并进一步明确本文的研究内容、方法，最后指出本文可能的创新之处。

第二章，跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的理论分析。本章首先界定相关概念，并阐述蒙代尔—弗莱明模型和三元悖论的相关研究；其次，基于现有理论和研究成果，分析跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的机制。

第三章，跨境资本异常流动与货币政策调控的实践。本章首先分析我国跨境资本流动的特征与趋势，并从总资本流量的视角出发对跨境资本异常流动的不同情形进行测算。其次，分析跨境资本异常流动下我国货币政策调控的实践，进而对货币政策调控效果进行典型事实分析。

第四章，实证研究。本章基于前述理论，分析不同情形跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响，并在此基础上对影响机制进行检验。

第五章，结论与启示。本章基于上述理论分析与实证结果，归纳各章的主要结果得出结论。并在这些基础上，根据我国金融扩大开放格局，为健全双支柱调控框架，保障我国金融安全提供政策建议与决策参考。

### 1.3.2 研究方法

本文在研究过程中主要采用的研究方法有：

#### (1) 规范分析

本文阐述了蒙代尔—弗莱明模型和三元悖论理论的相关理论基础，并在结合相关文献的基础上对跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的机制进行剖析和研究，进而明确跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的理论基础以及传导机理。

#### (2) 实证分析

本文运用 OLS 和分位数回归模型对不同情形跨境资本异常流动对我国货

币政策调控效果的影响进行实证分析。并在分析不同情形跨境资本异常流动影响货币政策调控效果机制的基础上，对跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的机制进行检验，进而明确不同情形跨境资本异常流动发生时不同机制的传导效应。

#### 1.4 本文的创新与不足

可能的创新点主要体现在：一是以我国为研究对象，分析激增、中断、外逃、撤回等四种跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响，丰富已有文献研究只聚焦于中断异常的单一视角，并在跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的分析中加入物价稳定，丰富以往文献只关注经济增长的单一视角。二是探讨跨境资本异常流动下货币政策传导机制对经济增长和物价稳定的传导效应。

研究的不足之处主要体现在：一是由于文章有关变量的季度统计数据缺失，导致变量选取可能存在遗漏，在进一步研究中可丰富指标的选取。二是关于跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的传导机制只集中探讨四种机制，在理论研究改进的过程中可丰富跨境资本流动异常对货币政策调控效果的传导效应研究。

## 2 跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的理论分析

### 2.1 相关概念界定

#### 2.1.1 跨境资本异常流动

跨境资本流动是资本跨国界单向或双向流动,其以盈利或平衡国际收支为目的,本质是货币使用权的跨国界让渡。从资本流动方向来看,跨境资本流动包括跨境资本流入和跨境资本流出两方面。跨境资本流入是资本由国外流入本国,意味着本国在外国的负债和外国在本国的资产增加。跨境资本流出是资本由本国流出国外,意味着本国在外国的资产和外国在本国的负债增加。一般来说,跨境资本流动的规模、结构等反映在国际收支平衡表中的资本和金融账户,其主要由直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资等项目构成。而跨境资本异常流动是资本在短期内的大规模跨国界流动,较正常资本流动水平来说处于极端的状况。根据相关研究,跨境资本异常流动分为激增、中断、外逃和撤回等四种类型。其中,激增和中断异常是资本流入异常,分别代表资本流入的急剧增加和资本流入的急剧减少;外逃和撤回是资本流出异常,分别代表资本流出的急剧增加和资本流出的急剧减少。在一定程度上来说,撤回异常相当于是资本流入,因为相较资本流出的正常水平来说,急剧减少的流出资本留置国内是变相的资本流入。

跨境资本异常流动对一国经济金融的影响是深远且复杂的。一方面,跨境资本异常流动能够促进资本在全球的高效配置,促进国际经济金融的发展。根据无套利定价理论,由于资本的逐利特性,资本在套利驱动下在全球金融市场之间流动,其间接补充了全球金融市场的流动性。并且,在金融资源高效配置下降低交易成本,加速全球金融一体化进程,提升全球金融市场的有效性。同时,在一定程度上可促进跨境贸易的发展,推进经济全球化进程;并且能调节暂时的国际收支失衡,有助于稳定汇率和平衡内外失衡。另一方面,跨境资本异常流动会加剧一国或国际金融市场的风险。跨境资本异常流动加剧了股票、债券等资产价格的波动,且导致国内资产泡沫的累积,一旦泡沫破裂,会造成资产损失,削弱市场主体的偿债能力,加大银行的不良资产等对金融体系产生不利影响,并可能导致发生系统性金融风险。并且,由于资本流动的投机性、易变性较强,跨境资本异

常流动往往会恶化一国国家收支状况，加大国际收支的管理难度。例如在一国国际收支逆差时，投资者对该国货币形成贬值预期会加剧国际收支的不平衡，甚至会引发本国货币金融危机。

## 2.1.2 货币政策调控效果

货币政策是一国货币当局运用货币政策工具调控利率、货币供应量等政策变量，以实现物价稳定、充分就业、经济增长、国际收支平衡等宏观经济目标。因此，货币政策最终目标的实现程度就是货币政策调控效果的本质。现阶段，我国货币政策目标是在保持币值稳定的基础上促进经济增长，其表明我国货币政策调控的重点和方向。由于汇率传导机制是货币政策传导机制的重要内容，本文将我国货币政策调控效果界定为物价稳定和经济增长，并在此基础上分析利率、汇率、资产价格和信贷等货币政策传导变量对货币政策调控效果的影响。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 蒙代尔—弗莱明模型

蒙代尔—弗莱明模型是以凯恩斯宏观经济理论的 IS-LM 模型为基础，研究开放经济下，不同汇率制度与资本流动条件下，财政政策和货币政策对宏观经济干预有效性的经典模型。因此，本小节利用蒙代尔-弗莱明模型分析不同汇率制度和不同资本流动情形下的货币政策效果。

#### (1) 固定汇率制度下的货币政策效果

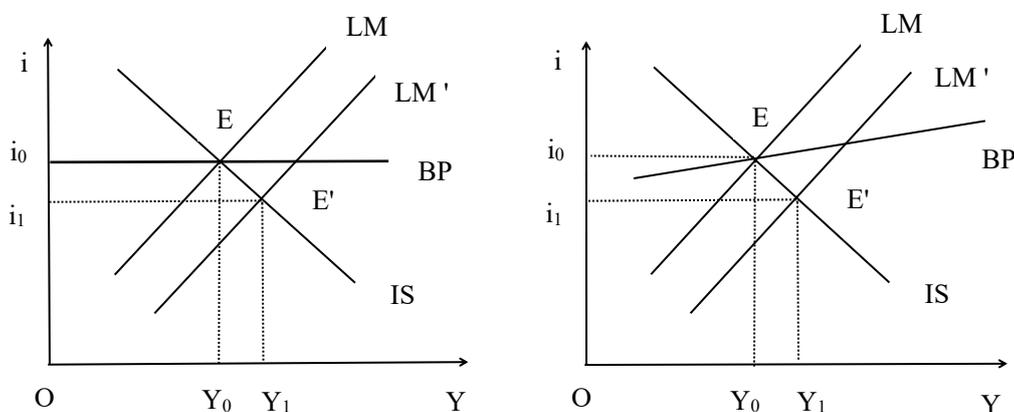


图2.1 固定汇率制度下的扩张性货币政策效果

在固定汇率制度下，一国中央银行须动用储备在公开市场上不断交易本外币，以维持汇率稳定。假定资本可自由流动，国内外存在利差将会促进套利活动，从而导致资本大规模的流动，国内国际利率也逐渐趋同，即不存在套利机会。因此，BP 曲线是一条水平线。如图 2.1 左示，E 点是产品市场、货币市场以及国际收支平衡下的均衡点。此时，若中央银行实施扩张性货币政策，LM 曲线将右移至 LM'，到达新的交点 E'，国内外利差促使资本大规模外逃，本币贬值。为保证汇率稳定，中央银行须抛售外币的同时买入本币，导致货币供应量缩减，LM 曲线向左移动，直至套利机会消失，资本外逃动力枯竭，LM' 曲线将重新回到 LM，央行扩张性货币政策失效。同理，央行实施紧缩性货币政策也同样失效。假定资本不可自由流动，则 BP 曲线向右上方倾斜。斜率越大则资本自由流动的程度越低，并在垂直情况下代表资本完全不流动。如图 2.1 右示，央行采取扩张性货币政策，使 LM 曲线右移至 LM'，套利活动使得资本大规模外逃，本币贬值。为维持汇率稳定，中央银行须买入本币的同时卖出外币，本币供给量减少，LM' 曲线左移，回到原来均衡点，中央银行扩张性货币政策失效。同理，中央银行实施紧缩性货币政策也同样失效。因此，在固定汇率制度下，货币政策是无效的。

(2) 浮动汇率制度下的货币政策效果

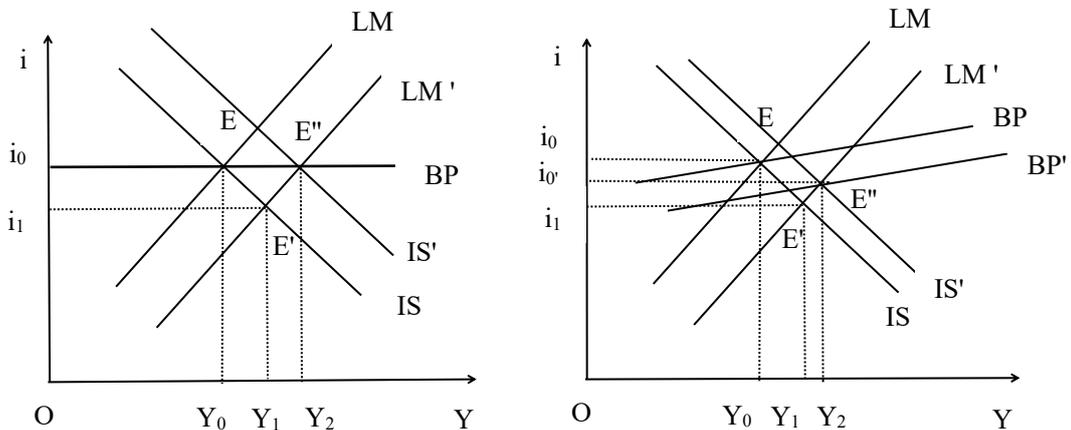


图2.2 浮动汇率制度下的扩张性货币政策效果

在浮动汇率制下，如图 2.2 左示，假定资本可以自由流动，中央银行实施扩张性货币政策，LM 曲线右移至 LM'，此时，由于国内外存在利差导致资本大规模外逃，本币贬值。但在浮动汇率制度下，汇率由市场供求决定，因此，货币贬值将会降低生产部门的商品价格，进而刺激出口，总需求扩大，导致 IS 曲线向右移动，达到新的均衡点 E''，总收入水平增至 Y<sub>2</sub>，实现经济增长。如图 2.2 右示，

假定资本不可自由流动，扩张性货币政策使得 LM 曲线右移至 LM'，此时利差促使资本外逃，本币贬值，进而刺激净出口，扩大总需求，IS 曲线向右移。由于净出口增加，BP 曲线所要求的资本流出也增大，从而国内利率水平要低于国外利率水平，BP 曲线向右移，最终达到新的均衡点 E"。因此，在浮动汇率制度下，货币政策是有效的。

基于蒙代尔-弗莱明模型的理论分析，并结合我国管理浮动汇率制度的特征和跨境资本管理的现实背景，跨境资本异常流动必将加剧货币政策调控的不确定性，从而影响经济增长、物价稳定等我国货币政策调控的效果。

### 2.2.2 三元悖论

三元悖论由 Krugman (1999) 提出，该理论为资本流动状况下货币政策独立性的研究提供了理论基础。该理论指出货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定这三大目标无法同时实现，最多只能选择其中两个，因此，也被称为“不可能三角”。

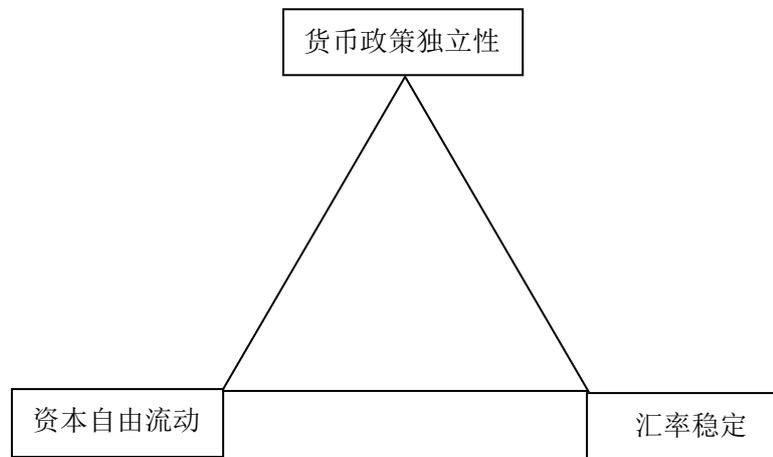


图2.3 不可能三角

具体来说，三元悖论存在三种情形：一是选择货币政策独立性和汇率稳定，须进行资本管制。二是选择货币政策独立性和资本自由流动，汇率必然自由浮动。三是选择资本自由流动和汇率稳定，货币政策独立性丧失。但在实践中，大部分国家并不是绝对化的选择不可能三角形的角点，而是选择使用中间政策 (Klein and Shambaugh, 2015)。即使严格按照三元悖论的角点进行政策操作，也未必有效。如在浮动汇率制下，货币政策的独立性受到影响 (Rey, 2015)。2016 年

10月，人民币加入SDR，人民币作为自由使用货币的承诺将加快资本自由流动，加剧汇率的波动，特别是资本的异常流动，将极大的冲击外汇市场，造成汇率大幅波动。为保持汇率水平基本稳定，中央银行须放弃货币政策的独立性或保持一定程度的独立性，并限制资本自由流动、干预外汇市场以稳定汇率。因此，货币当局在一定程度上丧失货币政策的独立性使得跨境资本异常流动发生时，货币政策有可能偏离货币政策调控效果，甚至与其相背离。

## 2.3 跨境资本异常流动影响货币政策调控效果的机制分析

### 2.3.1 汇率传导机制

目前，我国汇率制度是以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度。作为一种中间汇率制度，中央银行可采取多种措施干预汇率，以稳定本国经济的发展。跨境资本流动须经过货币兑换环节，由此导致外汇市场短期供求失衡，汇率大幅波动，中央银行将通过购售外汇调控外汇市场供求，由此导致基础货币投放量的增减，货币供应量在货币乘数的作用下数倍放大或缩小，进而在中央银行非冲销干预下引发本币汇率的升贬值，最终影响物价水平和经济增长的货币政策调控目标。在中央银行冲销干预下，干预外汇市场以稳定汇率所投放的基础货币将通过公开市场操作等货币政策回收过剩流动性，使实际货币供应量并未发生变化，从而汇率传导机制对货币政策调控目标不具有传导效应。基本传导路径为： $M$ （货币供应量） $\rightarrow R$ （利率） $\rightarrow Exr$ （汇率） $\rightarrow Ex$ （出口） $\rightarrow Y$ （产出）。如在跨境资本流动发生激增异常时，中央银行通过购汇增加货币供应量，使本国利率趋于下降，国内国际利差使本币贬值，进而促进出口，从而影响物价水平和经济增长。因此，在跨境资本异常流动时，中央银行非冲销干预措施将会通过汇率传导机制影响物价水平和经济增长，而冲销性干预措施使汇率传导机制不具有传导效应。

### 2.3.2 资产价格传导机制

跨境资本异常流动还会通过资产价格传导机制影响货币政策的调控效果。一方面，在跨境资本异常流动的过程中，中央银行采取冲销干预措施对冲货币兑换

环节的过剩流动性，如操作公开市场将改变债券市场的供求关系，干预资产价格的走势，继而作用于国内投资需求，并最终影响物价水平和经济增长。但是，由于跨境资本异常流动的规模大，冲销干预措施实施会受限，否则将资本市场推向虚假繁荣，泡沫破灭会重创经济。另一方面，在央行非冲销性干预措施下，根据微观资产结构管理理论中的托宾 Q 理论，资产价格，特别是股票价格变动影响托宾 Q 值。若比值大于 1，企业愿意增加投资支出，追加资本量来重置企业，相反，企业就不会有投资的积极性。即  $M$ （货币供应量） $\rightarrow R$ （利率） $\rightarrow P_e$ （资产价格） $\rightarrow q$ （托宾 Q） $\rightarrow I$ （投资） $\rightarrow Y$ （产出）。因此，中央银行非冲销干预和冲销干预措施都将导致资产价格，特别是股票价格变动，将通过资产价格传导机制影响投资需求，进而影响到物价水平和经济增长。

### 2.3.3 利率传导机制

根据凯恩斯学派提出的利率传导机制理论，货币政策利率传导机制可以表述为： $M$ （货币供应量） $\rightarrow R$ （利率） $\rightarrow C$ （消费）、 $I$ （投资） $\rightarrow Y$ （收入）。其中，利率在整个传导过程中处于核心位置。在中央银行非冲销干预措施下，跨境资本异常流动引致货币供应量的增减，将经由利率传导至消费需求 and 投资需求，进而影响物价水平和经济增长。在中央银行冲销干预措施下，跨境资本流动环节的流动性溢出将被回收，利率传导机制则不具有传导效应。因此，在中央银行非冲销性干预下，跨境资本异常流动将会通过影响货币供应量传导至利率，进而影响消费、投资需求，并最终影响物价水平和经济增长，即货币政策的调控效果受影响，而在中央银行冲销性干预下，跨境资本异常流动发生时，使利率传导机制不具有传导效应。

### 2.3.4 信贷传导机制

根据信贷传导机制理论，信贷传导机制相比利率传导机制、汇率传导机制、资产价格传导机制等具有独立性，即其在货币政策传导中发挥的作用不能被替代。在中央银行非冲销性干预下，无论是通过银行渠道，还是通过资产负债表渠道，均是对可贷资金量的影响。具体为： $M$ （货币供应量） $\rightarrow L$ （可贷资金） $\rightarrow B$ （获得贷款） $\rightarrow I$ （投资） $\rightarrow Y$ （收入）。相比利率传导机制，信贷传导机制能够

更快影响微观主体,传导效率更高。跨境资本异常流动将引致货币供给量的增减,继而影响银行可贷资金量,改变企业融资约束和企业获得贷款的机会,进而影响投资需求和总需求,最终影响物价水平和经济增长。其中,银行在信用创造的过程中,货币乘数的作用发挥将反馈于银行信贷传导机制,进一步影响可贷资金量,强化银行信贷机制的传导。在中央银行冲销干预下,溢出流动性被回笼,导致信贷传导机制不具有传导效应。因此,在央行非冲销性干预下,跨境资本异常流动将影响信贷传导机制,并作用于物价水平和经济增长,即货币政策的调控效果受影响,而在冲销干预下,信贷传导机制不具有传导效应。

### 3 跨境资本异常流动与货币政策调控的实践

#### 3.1 我国跨境资本流动的特征与趋势分析

##### 3.1.1 我国跨境资本流入流出规模及波动性不断扩大

1992年之前，跨境资本流入的规模及波动性较小，平均规模仅为58.97亿美元，而直接投资和其他投资在资本流入中的占比较大，平均占比达到92.37%。1993年-2003年，跨境资本流入的规模量级提升且平稳发展。证券投资在资本流入中的占比逐渐增大，资本账户开放程度深化，直接投资的发展速度超过其他投资，成为资本流入的主要构成。2004-2007年，跨境资本流入规模进入快速增长期，直接投资、证券投资和其他投资均快速增长，跨境资本流入规模显著扩大，并从这一时期开始，跨境资本流入的波动性扩大。之后，受美国次贷危机和欧债危机的影响，跨境资本流入规模历经三次短暂下滑后迅速增长，在2013年跨境资本流入达到峰值5633.34亿美元。在新冠肺炎疫情疫情影响下，跨境资本流入规模短暂下滑后迅速回升到之前水平。

1993年之前，跨境资本流出的规模和波动性较小，平均流出规模仅为58.52亿美元，而储备资产、其他投资在资本流出中的占比较大，平均占比达到75.78%。1993-2001年，跨境资本流出规模扩大，并平稳发展。直接投资、证券投资、其他投资和储备资产的流出规模均显著扩大。其中，直接投资的占比最低，储备资产的占比最高。2002-2007年，跨境资本流出规模持续扩大，其他投资和储备资产的流出规模显著扩大，成为跨境资本流出的主要构成。其后，在全球金融危机和欧债危机的冲击下，跨境资本流出规模在高位运行且波动性扩大，并在2015年逆转为净流入，此后，跨境资本流出呈现波动上升的趋势，规模和波动性不断扩大。其中，直接投资、证券投资和其他投资流出规模的资本流出占比显著上升，储备资产流出规模缩小。

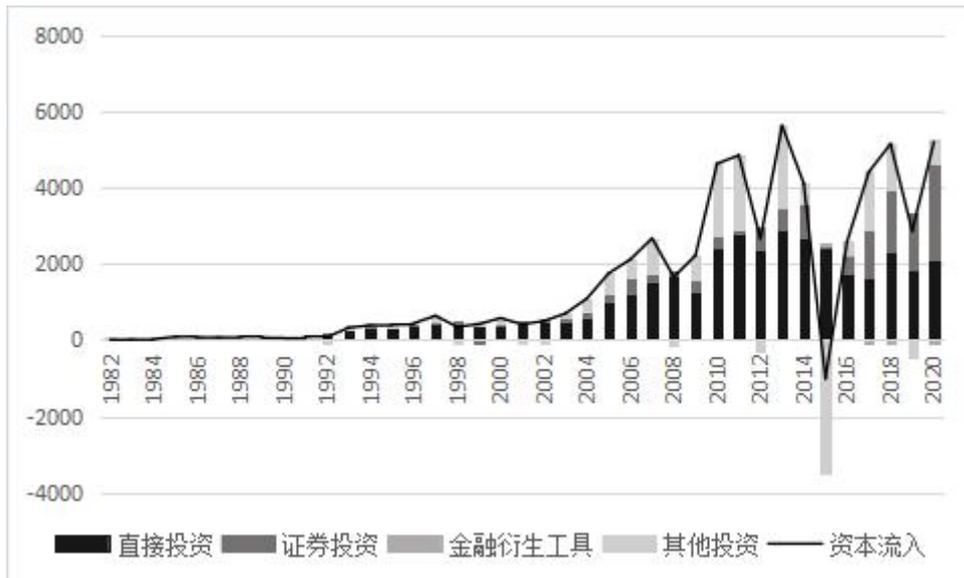


图3.1 跨境资本流入的结构及趋势

数据来源：国家外汇管理局。

### 3.1.2 我国跨境资本流入流出结构日趋复杂化

自1982年以来，直接投资是跨境资本流入的主要构成。2004年，证券投资发展提速，成为跨境资本流入的重要组成部分，并在2020年首次超过直接投资。2014年之后，我国对金融衍生工具的管制放松，但在短暂的流入之后转为净流出。其他投资在跨境资本流入中占比较大，但在美国次贷危机、欧债危机和新冠肺炎疫情等危机事件下呈现净流出的态势。因此，随着我国资本管制的逐渐放松，证券投资将有可能超过直接投资成为跨境资本流入的主要构成，直接投资和其他投资的占比将逐渐降低。并且，随着我国金融市场体制机制的完善，金融衍生工具账户规模将显著扩大，跨境资本流入的结构将日趋复杂化。

2005年，直接投资流出规模跨上百亿美元量级，并持续扩大。2014年，直接投资跨上千亿美元量级，并呈现出先增后减的趋势。证券投资在跨境资本流出的构成中占比较大，其最高占比达到45.04%。2015年至今，金融衍生工具账户呈现流出趋势，但存在净流入的情况且在跨境资本流出中的占比较低。其他投资和储备资产在跨境资本流出中的占比较大。其中，储备资产在2015年之后的流出规模缩小且存在净流入的情况，新冠肺炎疫情以来，其他投资的流出占比持续扩大。金融衍生工具账户的放开加剧了该账户下的资本流出，从其发展趋势来看，随着资本管制的放开，金融衍生工具账户下的资本流出也将逐步扩大。

### 3.1.3 我国跨境资本流入流出渠道多元化

我国对跨境资本流动的管理倾向于鼓励流入，限制流出，鼓励长期，限制短期。但是，由于跨境资本流动的短期性、逐利性等特征，跨境资本会以公开渠道和隐蔽渠道等两种途径实现流动。其中，公开渠道主要通过资本和金融项目下直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资的方式流动。隐蔽渠道主要是跨境资本通过转化资本性质隐蔽流动。如在经常项目下虚报进出口价格、预收等形成隐性资本流动，经常转移项目下通过捐赠的方式逃避监管流动。同时，国际收支平衡表中未体现出的跨境资本流动主要体现在走私、非法携带现金以及地下钱庄等违法途径流动。因此，随着我国对资本自由流动容忍度的提高，跨境资本将可能结合各种金融工具隐蔽流动，并呈现多元化的发展趋势。

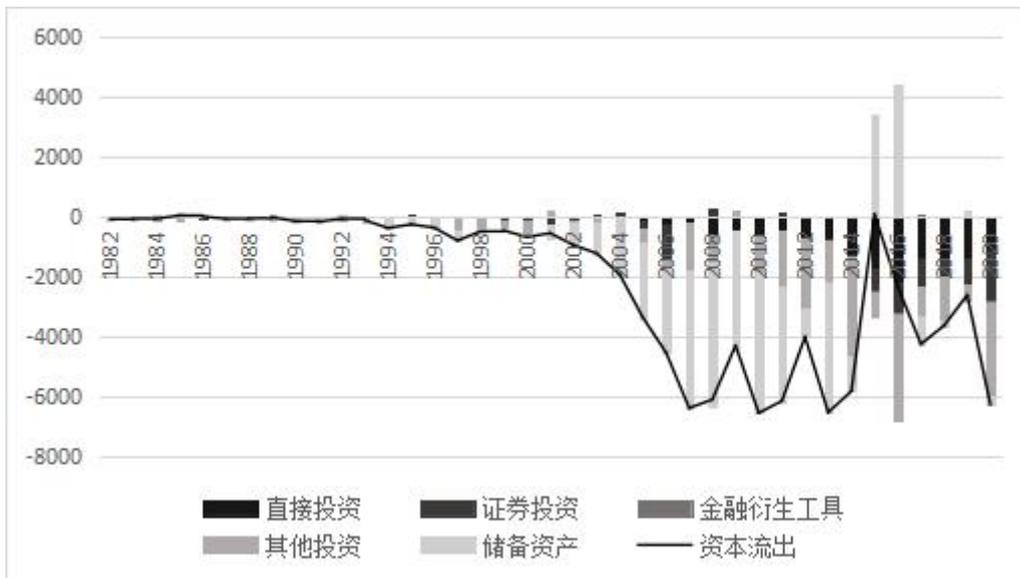


图3.2 跨境资本流出的结构及趋势

数据来源：国家外汇管理局。

### 3.2 我国跨境资本异常流动的测算

本文从总资本流量视角出发测算并分析四种跨境资本异常流动的发展现状。借鉴 Forbes 和 Warnock (2012)、阙澄宇和程立燕 (2020) 等人的做法, 将总资本流动界定为国际收支平衡表金融账户下直接投资、证券投资和其他投资的总和, 数据源自国家外汇管理局。其中, 总资本流入测算“激增”、“中断”异常, 总资本流出测算“外逃”、“撤回”异常, 进而得到跨境资本异常流动指标。具体测算过程如下:

根据国际收支平衡表金融账户总资本流入测算跨境资本异常流动的“激增”、“中断”异常。首先, 计算总资本流入 (GINF) 每 4 个季度数据的移动总和  $C_t^I = \sum_{i=0}^3 \text{GINF}_{t-i}$ ,  $t=1, 2, \dots, N$ , 消除季节性因素干扰。其次, 计算移动总和的年均同比变化  $\Delta C_t^I = C_t^I - C_{t-4}^I$ ,  $t=5, 6, \dots, N$ 。最后, 计算  $\Delta C_t^I$  过去 5 年的移动平均值 (Mean) 和标准差 (Std)。基于此, “激增”异常界定为: 始于  $\frac{\Delta C_t^I - \text{Mean}}{\text{Std}} \geq 1$ , 终于  $\frac{\Delta C_t^I - \text{Mean}}{\text{Std}} < 1$ , 持续期至少为 2 期, 期间至少有一个时期满足  $\frac{\Delta C_t^I - \text{Mean}}{\text{Std}} \geq 2$ 。中断异常界定为: 始于  $\frac{\Delta C_t^I - \text{Mean}}{\text{Std}} \leq -1$ , 终于  $\frac{\Delta C_t^I - \text{Mean}}{\text{Std}} > -1$ , 持续期至少为 2 期, 期间至少有一个时期满足  $\frac{\Delta C_t^I - \text{Mean}}{\text{Std}} \leq -2$ 。

同样, 根据国际收支平衡表金融账户总资本流出测算跨境资本异常流动的“外逃”、“撤回”异常。首先, 计算总资本流出 (GOUTF) 每 4 个季度数据的移动总和  $C_t^O = \sum_{i=0}^3 \text{GOUTF}_{t-i}$ ,  $t=1, 2, \dots, N$ 。其次, 计算移动总和的年均同比变化  $\Delta C_t^O = C_t^O - C_{t-4}^O$ ,  $t=5, 6, \dots, N$ 。最后, 计算  $\Delta C_t^O$  过去 5 年的移动平均值 (Mean) 和标准差 (Std)。据此, “外逃”界定为: 始于  $\frac{\Delta C_t^O - \text{Mean}}{\text{Std}} \geq 1$ , 终于  $\frac{\Delta C_t^O - \text{Mean}}{\text{Std}} < 1$ , 持续期至少 2 期, 期间至少有一个时期满足  $\frac{\Delta C_t^O - \text{Mean}}{\text{Std}} \geq 2$ 。“撤回”界定为: 始于  $\frac{\Delta C_t^O - \text{Mean}}{\text{Std}} \leq -1$ , 终于  $\frac{\Delta C_t^O - \text{Mean}}{\text{Std}} > -1$ , 持续期至少为 2 期, 期间至少有一个时期满足  $\frac{\Delta C_t^O - \text{Mean}}{\text{Std}} \leq -2$ 。据此, 本文通过对跨境资本异常流动进行测算得到资本异常流动的开始、结束时间, 并计算样本期内跨境资本流动不同异常情形的发生概

率<sup>①</sup>，最终结果表 3.1 示。

表 3.1 我国跨境资本异常流动的情况

| 资本流动类型 | 异常类型 | 开始     | 结束     | 持续期 | 发生概率   |
|--------|------|--------|--------|-----|--------|
| 总资本流入  | 激增   | 2007Q2 | 2008Q2 | 12  | 17.91% |
|        |      | 2010Q1 | 2011Q3 |     |        |
|        | 中断   | 2008Q3 | 2009Q4 | 16  | 23.88% |
|        |      | 2012Q2 | 2013Q1 |     |        |
| 总资本流出  | 外逃   | 2014Q4 | 2016Q1 | 7   | 10.45% |
|        |      | 2008Q4 | 2009Q4 |     |        |
|        | 撤回   | 2017Q3 | 2017Q4 | 12  | 17.91% |
|        |      | 2005Q4 | 2007Q1 |     |        |
|        |      | 2016Q3 | 2017Q1 |     |        |
|        |      | 2020Q3 | 2021Q1 |     |        |

数据来源：由作者测算得到。

从表 3-1 的结果可知，我国跨境资本异常流动的发生在跨境资本流动中的占比较大。同时，跨境资本异常流动与国内、国际经济金融环境相关，呈现出顺周期的特征。首先，从跨境资本异常流动的发生概率来看。我国跨境资本异常流动发生在跨境资本流动中的占比较大。其中，跨境资本流动中断、撤回异常发生概率相对较高，分别为 23.88%和 17.91%，表明跨境资本流动中断异常是总资本流入的主要异常，而跨境资本流动撤回异常为总资本流出的主要异常。

其次，从资本异常流动的发生时期来看。2005 年 7 月，在人民币升值压力下，我国央行实施有管理的浮动汇率制度，人民币汇率波动范围扩大。在人民币升值预期下，国内投资者在国外投资的机会成本增加，对转向国内投资的信心攀升，引发国内投资者驱动的撤回异常。2007 年 8 月，在美国次贷危机下，我国成为国际资本避险的选择（陈炳才，2008），总资本流入表现出激增异常，但持续期较短。在次贷危机对世界经济发展的冲击下，新兴经济体增长速度放缓，国际资本开始大量增持美元（周燕军、孙健，2009），我国总资本流入、流出分别发生中断、外逃异常。之后，在欧债危机避险情绪以及汇改重启下，国外资本流入大规模增加，我国总资本流入出现激增异常。2012 年，随着我国进入经济结

<sup>①</sup> 发生概率是跨境资本异常流动持续期占样本期的比重。

构调整期，经济、金融供给侧结构性改革纵深推进，跨境资本流动中断异常成为金融体系调整的必然现象（李宇轩，2019）。2016年开始，我国加强资本管制，跨境资本流动出现撤回异常，并在美联储加息政策下出现跨境资本外逃异常（程立燕、李金凯，2020），而新冠肺炎疫情以来，我国是唯一保持正增长的经济体，在国外疫情蔓延和市场预期的影响下，我国资本流动出现撤回异常。因此，我国跨境资本的异常流动不仅与国内经济金融环境有关，而且与金融危机、全球流动性等国际经济金融环境相关，并且呈现出顺周期的特征，无疑加剧了货币政策的调控难度，弱化货币政策调控效果。

### 3.3 跨境资本异常流动下我国货币政策调控的实践

跨境资本异常流动下，我国货币政策调控逐步成熟稳健。我国央行通过综合运用公开市场操作、调整存贷款基准利率、运用结构性货币政策工具、监测和管理跨境资本流动、扩大对外合作等货币政策措施，有效保证了跨境资本异常流动期间流动性的合理充裕。并且，在跨境资本异常期间的货币政策调控更加灵活精准、合理充裕，为国民经济的发展构筑了稳健的货币金融环境。

首先，从激增异常来看。一是2007年第二季度开始，我国央行综合运用公开市场操作和存款准备金等货币政策工具，主要为收缩市场流动性，同时控制货币信贷的过快扩张，并且在跨境资本流动激增异常期间逐步加大货币政策调控力度。2007年开始，我国央行先后六次上调存贷款基准利率，同时搭配使用公开市场操作以及窗口指导等回收流动性，可见跨境资本流动激增对我国银行体系带来的流动性过剩压力之大。并且，为加强对跨境资本异常流动的管控，我国进一步规范外汇资金流入，同时加大对结汇环节的管控。二是2008年开始，世界经济增速下滑，主要发达经济体经济下行压力较大，同时新兴经济体仍保持较快增长。我国央行加强流动性管理，依据经济发展需要灵活开展公开市场操作，进一步强化对跨境资本流动的管控，加大对国际收支平衡的宏观管理。三是2010年开始，世界经济开始全面复苏，我国央行在稳增长要求下适度宽松货币政策，同时灵活开展公开市场操作，有效调节市场流动性水平。如在实施宽松货币政策的基调下，我国央行通过上调存款准备金率来回笼银行体系的过剩流动性。并在某些时期运用行政手段打击异常资金流动，震慑“热钱”的流入。四是2011年开

始，央行灵活开展公开市场操作，加大对市场流动性的回笼，强化流动性管理。在激增异常期间，央行贯彻宏观审慎理念，多次上调存款准备金率以及存贷款基准利率，并进一步完善存款准备金交存制度，实施差别准备金动态调整措施，加强跨境资金流入和结汇监管。综上，在跨境资本流动激增异常期间，我国央行搭配使用存款准备金率、存贷款基准利率以及窗口指导等货币政策工具，加强流动性和跨境资本流入管理等措施保持流动性的合理充裕，保证激增异常期间金融环境的稳健性。

其次，从中断异常来看。一是 2008 年第三季度开始，国际金融市场波动性扩大，世界经济在危机冲击下流动性趋紧。我国央行提高流动性管理的前瞻性和灵活性，下调存款准备金率和存贷款基准利率，同时取消对银行的信贷约束等货币政策措施保证流动性供应，并完善再贴现率政策以优化信贷结构稳增长。二是 2009 年开始，在一揽子政策措施的刺激下，我国宏观经济运行向积极转变，但在国际金融危机蔓延的冲击下，我国经济稳增长压力仍旧巨大。在对银行体系流动性供求变化的监测下，央行适时适度开展公开市场操作，加强对信贷政策的引导，保证市场流动性合理充裕，灵活适度强化流动性管理。同时，积极推动国际金融合作，同韩国、马来西亚、印度尼西亚等周边经济体签署双边本币互换协议，推动贸易投资便利化，同时扩大跨境贸易人民币结算试点等来缓释美国次贷危机对我国经济的冲击。三是 2012 年第二季度开始，全球经济增速显著放缓、欧债危机蔓延恶化等导致外需疲软等导致流动性趋紧。我国央行灵活开展公开市场双向操作，下调存款准备金率和存贷款基准利率，强化宏观审慎工具逆周期调节以稳定宏观金融环境。并且，为有效提高市场主体的活力，保障经济平稳运行，我国央行运用窗口指导和信贷政策等加强对实体经济的金融支持。四是 2014 年第四季度开始，随着人民币汇率基本均衡，加之美联储宣布逐步退出量化宽松，我国外汇流入减小，市场流动性趋紧。我国央行创设中期借贷便利（MLF）来完善货币政策调控功能，并通过加大再贷款、再贴现、定向降准、下调存贷款基准利率、推动利率市场化改革等货币政策措施来实施稳健货币政策。综上，在跨境资本中断异常期间，我国央行通过降低存款准备金率、存贷款基准利率、取消对银行的信贷约束、完善货币政策工具组合和宏观审慎监管等措施来应对流动性趋紧，在跨境资本流动中断异常期间构筑了稳健的金融环境。

第三，从外逃异常来看。一是 2008 年第四季度开始，随着国际金融危机的蔓延，资本外逃风险加大，我国央行深化外汇管理体制机制改革，积极推动贸易投资便利化，完善跨境资本流动均衡管理。如加大外汇资金流动监管、修订《外汇管理条例》、加强资金流与货物流的真实一致性核查、统一管理境外机构境内外汇账户等措施。同时，随着跨境资本流动日趋复杂化，我国央行货币政策调控主基调是流动性管理，适时适度开展公开市场操作，稳定市场预期。二是 2017 年第三季度开始，我国央行实施张弛有度的公开市场操作，同时搭配常备和中期借贷便利以稳定市场流动性供应，加强外汇监测分析与风险防范。同时，随着美联储加息政策的宣布和实施，我国央行再次上调常备借贷便利利率、中期借贷便利利率等公开市场操作利率来稳定流动性供给，并积极完善宏观审慎政策框架。同时，2017 年下半年以来，人民币汇率预期分化，市场上顺周期贬值预期强烈，我国央行在人民币汇率形成机制加入“逆周期因子”，合理分化人民币汇率单边预期，提高外汇市场供求匹配度，继而促进人民币汇率平稳。同时，推动人民币资本项目可兑换，促进金融市场高水平开放。

第四，从撤回异常来看。一是 2005 年第四季度开始，我国经济快速增长，经济运行稳定性显著提升。我国央行通过提高存贷款基准利率、提高金融机构存款准备金等措施，以此协调投资和消费的关系，引导资产的合理定价，加大窗口指导和信贷政策引导力度来稳定贷款增长，加强跨境资金流出入管理。二是 2006 年第四季度开始，我国经济出现投资增长过快、信贷投放过多以及贸易顺差过大等问题。我国央行采取综合措施加强流动性管理。主要是综合运用公开市场操作、存款准备金等货币政策，加强对市场流动性的回笼。并对外汇管理体制进行重大调整，如便利市场主体持有和使用外汇、拓宽资本流动的渠道等措施缓解流动性过剩压力。三是 2016 年第三季度开始，在美联储加息预期持续升温 and 英国“硬脱欧”等影响下，我国央行灵活开展公开市场操作，通过常备借贷便利和中期借贷便利操作进行流动性管理，特别是在人民币加入 SDR 后，人民币国际地位提高，人民币资产对国外投资者吸引力攀升，有利于平衡跨境资本流动。同时，我国央行进一步加强对外汇形势的监测分析和风险防范。四是 2017 年第一季度，外汇因素对流动性的影响明显减弱，但国内经济结构性问题突出。因此，我国央行通过公开市场操作“削峰填谷”，保持流动的基本稳定，并通过窗口指导和信贷政

策引导围绕“三去一降一补”提供资金支持。同时，央行通过推动贸易投资便利化、加强真实性合规性审查等进一步深化外汇管理体制改革的。五是 2020 年以来，面对新冠肺炎疫情的严峻挑战，我国央行灵活开展公开市场操作、再贷款、建立和推进直达实体经济的两项结构性货币政策工具、建立逆周期资本缓冲机制等一揽子货币政策措施来保持流动性合理充裕，并进一步强化对跨境资本流动风险的监测和分析，为我国经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。

### 3.4 跨境资本异常流动与货币政策调控效果的典型事实描述

#### 3.4.1 跨境资本异常流动与经济增长

经济增长作为我国货币政策调控的法定目标之一，是反映货币政策调控效果的重要体现。为探究跨境资本异常流动对我国经济增长的影响，本节对跨境资本异常持续期内我国经济增长情况作定性分析。由图 3.3 可知，2008 年第三季度之前，跨境资本流动先后发生激增、撤回异常，跨境资本流入大规模增加、流出大规模减少，经济增长速度在异常持续期内达到上升波段的峰值。之后，跨境资本发生中断、外逃异常，跨境资本的流入大规模减少、流出大规模增加，这一时期经济增长率先下降后上升。2010 年开始，跨境资本流动出现激增异常，经济增长率出现小幅上升后开始回落。之后，经济增长率在发生的两次中断异常持续期内稳中有降。2016-2020 年，跨境资本流动发生的两次撤回异常持续期内，经济增长率都有显著的提升，而外逃异常期间，经济增长速度出现小幅回落。

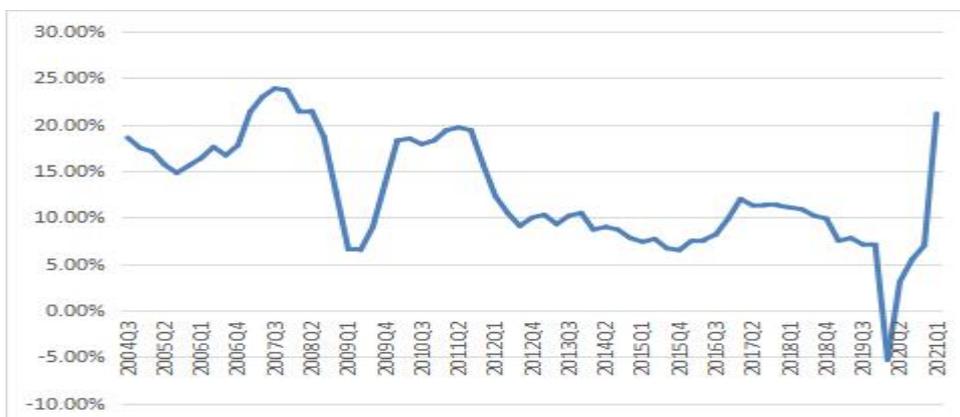


图3.3 GDP增长率

数据来源：中国经济信息网。

综上所述,在我国跨境资本异常流动期间,经济增长受到不同程度的影响,并且不同异常情形对经济增长存在异质性影响。从激增异常来看,在激增异常发生时,随着跨境资本流入急剧增加,经济增长速度先升后降,表明在激增异常期间,我国经济在一定程度上实现增长;从中断异常来看,中断异常发生期间的经济增长稳中有降,对经济增长有一定的抑制作用;从外逃异常来看,外逃异常期间经济增长速度放缓,但影响的程度有限,甚至会促进经济增长,主要是因为我国在外逃异常发生中后期加大对跨境资本流动管理发挥的作用;从撤回异常来看,虽然经济增长速度在撤回异常期间有波动,但幅度较小,总体呈现上升趋势,撤回异常期间经济实现增长,这主要因为我国在撤回异常期间加强资本管理,从而导致撤回异常在一定程度上促进我国经济发展。

### 3.4.2 跨境资本异常流动与物价稳定

物价稳定是我国货币政策调控的另一法定目标。通常来说,适度的通货膨胀可促进经济增长,而过高通货膨胀则会阻碍经济发展。因此,跨境资本异常流动对物价的影响对货币政策调控非常重要。由图 3.4 可知,2005 年第四季度,资本流动发生撤回异常,期初物价增长率较稳定,随后,在激增异常下,物价增长率被推至峰值,异常结束后物价增长率快速回落。2008 年第三季度,在跨境资本流动发生外逃、中断期间,物价增长率先下降,并迅速回升至撤回异常发生前的水平。2010 年发生的激增期间,物价增长率与之前趋势相似。之后,在发生的两次中断异常中,物价增长率的波动幅度较小,并且先降后升。2016 年,跨境资本流动发生的撤回异常,这一时期物价增长率小幅增长后迅速回落,物价增长率水平略低于异常发生前。之后,在外逃异常期间,物价增长率中间有小幅波动,但整体呈现上升趋势。而在 2020 年发生的撤回异常中,物价增长率呈现下降的趋势。



图3.4 CPI增长率

数据来源：IMF（IFS）数据库。

综上分析，跨境资本异常流动的不同情形对物价水平的影响有差异。从激增异常来看，异常发生期间物价增长率上升，表明国外资本的大规模流入推高物价，对物价稳定的影响较大；从中断异常来看，物价增长率在异常期初下降，之后小幅上升，而且物价增长率的波动较小，表明中断异常使得物价先降后升，物价水平波动性较小，主要是我国在中断异常期间加强流动性管理，灵活的货币政策操作使市场流动性基本平稳。从外逃异常来看，外逃异常对物价水平升高的影响有限，甚至物价水平有所降低，主要是因为在此时期，我国深化外汇管理体制机制改革，加强跨境资本流动均衡管理，流动性管理取得成效。从撤回异常来看，撤回异常发生时期物价的波动幅度较小，而且影响物价水平的特征不明显，主要是因为我国在此时期运用货币政策组合工具对冲货币政策预期下跨境资本流出急剧减少的流动性积压，回收银行体系的过剩流动性，使流动性合理充裕。

### 3.4.3 跨境资本异常流动与货币政策传导变量

货币政策调控效果的实现将受利率传导机制、汇率传导机制、资产价格传导机制和信贷传导机制等货币政策传导机制的影响。因此，本小节对跨境资本异常期间的货币政策传导机制变量进行定性分析。首先，由图 3.5 可知，2005 年第四季度开始，在跨境资本流动先后发生撤回、激增异常期间，广义货币供应量（M2）增长率进入波动通道，并且呈现先上升后下降的趋势。之后，在 2008 年第三季度发生中断、外逃异常时，M2 增长率有大幅度的攀

升，并在中断异常终止时达到峰值。2010年，跨境资本流动发生激增异常，M2增长率波动下滑，并在异常终止时跌到谷底，并在随后发生中断异常期间迅速攀升后波动下行。2016年先后发生撤回、外逃异常期间，M2增长率呈下降的趋势。之后在2020年发生撤回异常时，M2增长率在显著的提升后呈下降趋势。综上，在跨境资本流动异常发生时，广义货币供应量（M2）增长率呈现不同的特征。具体来说，从激增异常来看，M2增长率先上升后下降，体现出在激增发生初期货币供应量显著扩大，但随着市场对异常冲击的吸收和流动性紧缩性政策发挥作用，货币供应量的增速出现下滑。从中断异常来看，M2增长率呈上升的趋势，表明在中断异常期间货币供应量显著扩大，主要是这一时期国际金融市场剧烈动荡，全球经济发展面临挑战，我国开展宽松货币政策操作刺激经济发展。从外逃、撤回异常来看，在异常期间，货币供应量呈上升趋势，但增长率的变动方向不显著，主要是此时期我国经济在面对危机和经济发展过热的背景下，灵活的货币政策操作使货币供应量增长率分化。

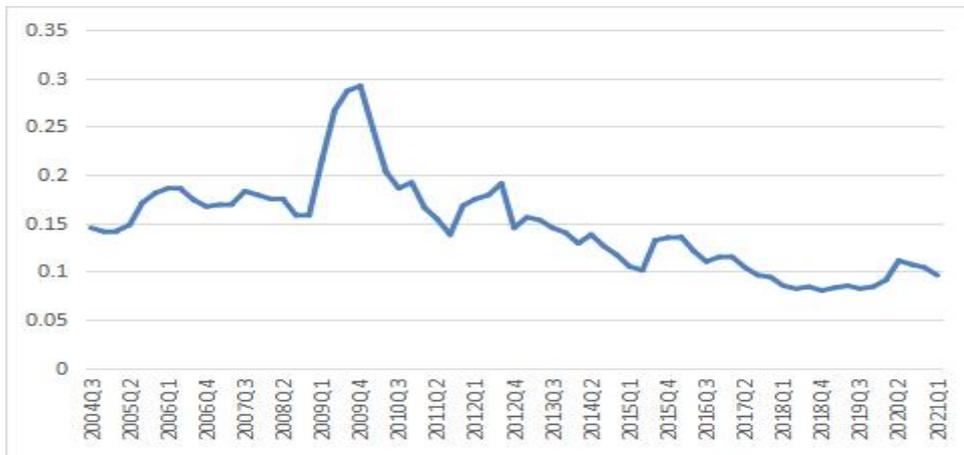


图3.5 货币供应量 (M2) 增长率

数据来源：中国人民银行官网。

其次，由图 3.6 可知，在 2005 年发生跨境资本流动撤回异常时，市场利率上升，并在短暂下滑后，在激增异常期间再次攀升。之后，随着中断、外逃异常的发生，利率迅速下行，并在异常终止前有小幅回升。2010 年，在跨境资本流动激增异常期间，利率迅速攀升，并在异常终止时达到峰值，随后在中断异常发生时，利率波动下行。2017 年第三季度开始，在跨境资本流动外逃、撤回异常期间，利率有小幅上升。综上，在跨境资本流动异常发生时，市场利率的变动呈现不同的特征。具体来说，在跨境资本流动激增异常发生

时，市场利率总体呈上升趋势，主要是回收过剩流动性的紧缩性货币政策取得成效；中断异常期间，市场利率呈现先下降后上升的趋势，主要是此时期市场流动性趋紧，并在中断异常结束时经济发展基本稳定的时再上调利率，前瞻性调控经济发展过热；外逃异常期间，市场利率的变动特征不显著，主要是在外逃异常期间，我国经济发展面临问题较复杂，灵活的货币政策操作才能有效调控经济，因此这一时期的利率变动特点并不突出；撤回异常期间，市场利率呈上升趋势，主要是因为是在货币政策预期下对冲银行体系的流动性积压，进而稳定流动性供应。



图3.6 银行间7天同业拆借加权平均利率

数据来源：国泰安数据库。

第三，由图 3.7 可知，汇率总体变动趋势较为平稳，并呈现升值的趋势。2005 年第四季度开始，跨境资本流动先后发生撤回、激增异常期间，汇率平稳下降。2008 年第三季度开始，发生中断、外逃异常期间，汇率水平平稳，变动幅度很小。之后，在发生激增异常时，汇率水平继续下降。2012 年第二季度发生中断异常时，汇率水平稳定，并未发生较大变动。2016 年第三季度，撤回异常发生时，汇率有小幅升高，并在随后发生外逃异常时下降。2020 年，撤回异常发生时，汇率水平继续下降。综上，跨境资本异常流动对汇率水平的影响呈现不同的特征。具体而言，在激增异常发生时，跨境资本流入急剧增加，汇率水平下降，即呈现升值的趋势；在中断异常期间，汇率水平的变动较小，主要是我国在此时期加大逆周期调节、扩大跨境贸易人民币结算试点等使汇率水平基本稳定；在外逃异常期间，汇率水平有所下降，即呈现升值的趋势，主要是我国强化外汇管理、在人民币汇率形成机制中加入“逆周期因子”、金融市场开放等举措使汇率水平稳中有降；在撤回异常发生时，

汇率水平明显下降，即有升值的趋势，主要是此时期我国经济基本面良好，跨境资本流出的急剧减少导致市场对汇率升值的预期强烈，加之我国央行对外汇管理体制的重大调整等导致汇率有明显升值趋势。

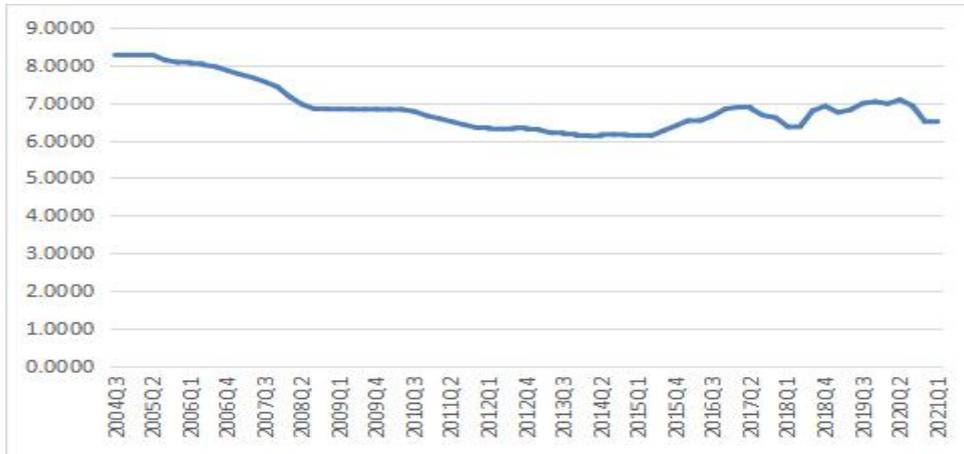


图3.7 汇率变动趋势

数据来源：国泰安数据库。

第四，由图 3.8 可知，2005 年跨境资本流动撤回异常发生时，以上证综合指数为代表的资产价格呈上升趋势。之后，在激增异常发生时，指数呈现出先升后降的特征。2008 年第三季度开始，在先后发生中断、外逃异常期间，指数呈上升的趋势。2010 年，在激增异常发生时，指数呈现先降后升的特征。其后，在中断异常发生时，指数呈现先升后降的特征。2017 年第三季度开始，先后发生外逃、撤回异常，指数小幅上升。综上，在跨境资本异常流动期间，以上证综合指数为代表的资产价格变动呈现不同特征。具体来说，在激增异常期间，上证指数的变动趋势并不显著，主要是因为在此时期银行流动性过剩，我国央行通过提高存贷款基准利率等政策有效回收流动性，加之这一时期对跨境资本流入渠道的管理，使资产价格在短暂上升后回归；在中断异常期间，指数先升后降，可能是由于在此时期经济下行压力大，宽松的宏观政策促使流动性外溢至资本市场，进而推高资产价格，但随着国际经济形势的好转、美联储逐步退出量化宽松，资产价格开始下降；在外逃异常期间，指数呈上升的趋势，主要是因为在此时期我国加强资本管理来限制跨境资金的流出，导致这部分游资进入资本市场，多方势力骤增，进而推动资产价格的上升。在撤回异常期间，指数呈上升的趋势，主要是因为我国经济基本面良好、汇率升值预期强烈，资本流出急剧减少，资本通过介入资本市场导致资产价格上升。



图3.8 上证综合指数

数据来源：网易财经网。

第五，由图 3.9 可知，2005 年跨境资本流动撤回异常期间，以金融机构本外币贷款为代表的信贷增长率攀升。之后，在激增异常期间，信贷增长率呈现先上升后下降的特征。2008 年先后发生中断、外逃异常时，信贷增长率迅速攀升，在异常结束时达到峰值。之后，在激增异常期间，信贷增长波动下行。2012 年第二季度开始，在发生中断异常期间，信贷增长率先升后降。2016 年第三季度，在撤回异常期间，信贷增长率小幅上升。之后在外逃异常期间，信贷增长率较为平稳。之后，在撤回异常发生时，信贷增长率有小幅上升。综上，在跨境资本流动异常期间，以金融机构本外币贷款规模为代表的信贷增长率变化具有不同特征。具体来说，在激增异常期间，信贷增长率总体呈下降趋势，主要是此时期我国央行通过紧缩性货币政策、信贷政策引导等措施回收流动性使信贷增长趋缓；在中断异常期间，信贷增长率呈现先上升后下降的趋势，主要是在此时期国际国内经济形势复杂，我国央行先通过放松信贷来应对市场流动性趋紧，在经济形势好转时加强信贷政策引导来避免信贷扩张过度；在外逃异常期间，信贷增长率的波动特征不明显，主要是我国央行适时适度开展公开市场操作，加强信贷政策动态引导，稳定市场预期；在撤回异常期间，信贷增长率呈现上升趋势，主要是因为此时期我国经济增长较快，顺差持续扩大、经济结构性调整以及新冠肺炎疫情期间为刺激经济发展对信贷支持的要求较高，信贷规模增长较快。

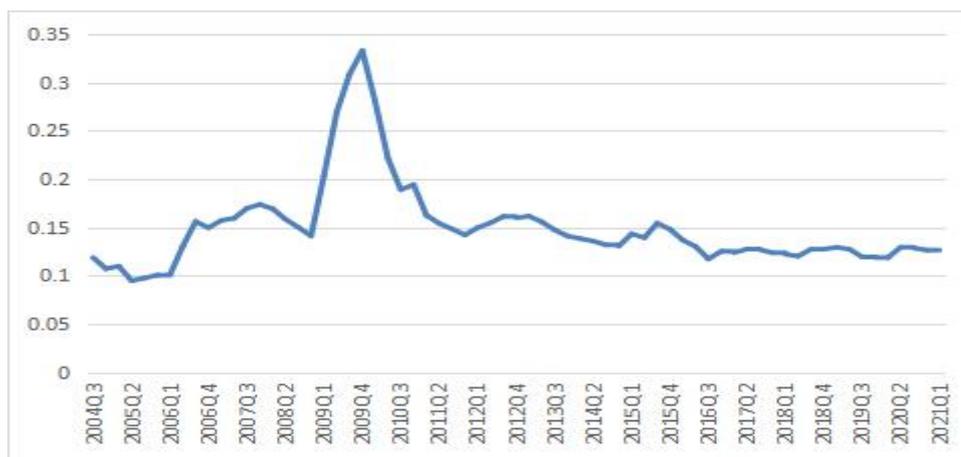


图3.9 金融机构本外币贷款规模增长率

数据来源：中国人民银行官网。

## 4 跨境资本异常流动对货币政策调控效果影响的实证分析

### 4.1 实证设计

为实证研究跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响。本文首先构建基准回归模型（1）如下：

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 ACF_{t-1} + \sum_{i=2}^n \alpha_i Control_{it} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中， $Y_t$  是货币政策调控的效果变量； $\alpha_0$  为截距项，其他均为解释变量系数； $ACF_t$  为核心解释变量，代表跨境资本异常流动，在样本期内，若发生异常，则取值 1，否则取值 0，考虑到跨境资本异常流动与货币政策调控效果变量之间存在一定的内生性问题，因此，本文对其进行一阶滞后处理； $Control_{it}$  为控制变量， $\varepsilon_t$  为随机扰动项。

其次，分位数回归模型适用于本文的研究。一是相比普通最小二乘回归，分位数回归模型不限定因变量服从正态分布，并能准确描述因变量水平变动时的偏效应且受离群值的影响小，因此应用于非正态数据的估计结果更加稳健。二是分位数回归可以全面描述被解释变量的条件分布，即可以分析解释变量对不同水平被解释变量的影响，以探究货币政策调控效果在不同水平下受跨境资本异常流动的影响，使研究更加细化。因此，根据式（1），本文构建分位数回归模型（2）如下：

$$Q_\tau(Y_t) = \alpha_0 + \alpha_{1\tau} ACF_{t-1} + \sum_{i=2}^n \alpha_{i\tau} Control_{it} + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中， $Q_\tau(Y_t)$  是货币政策调控效果变量的  $\tau$  分位数； $\alpha_{1\tau}$  为核心解释变量分位数回归系数； $\alpha_{i\tau}$  为控制变量的分位数回归系数，其他变量与系数解释同上。并且，本文通过对比两种模型的结果来保证实证结果的稳健。

### 4.2 指标选取与数据来源

本文分析跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响，剖析不同情形

跨境资本异常流动对我国货币政策调控效果的影响。由于货币政策调控效果还会受其他因素的影响，本文将控制影响货币政策调控效果的其他变量。并进一步引入机制变量探讨跨境资本异常流动对货币政策传导机制的影响。具体变量设定详见表 4.1。

表 4.1 指标选取与数据来源

| 变量类型   | 变量名称   | 变量含义              | 数据来源              |
|--------|--------|-------------------|-------------------|
| 被解释变量  | GDPG   | 经济增长率             | 中国经济信息网           |
|        | PGDPG  | 人均 GDP 增长率        | 中国经济信息网           |
|        | CPIG   | 物价增长率             | IMF(IFS)数据库       |
|        | GDPDG  | GDP 平减指数增长率       | 国家统计局             |
| 核心解释变量 | ACF    | 跨境资本异常流动          | 中国外汇管理局           |
| 控制变量   | FDI    | 外商直接投资水平          | 中国经济信息网           |
|        | OPEN   | 贸易开放度             | 国泰安数据库<br>中国经济信息网 |
|        | UR     | 失业率               | 国泰安数据库            |
|        | CPI    | 经济运行环境            | IMF(IFS)数据库       |
|        | EXR    | 人民币汇率水平           | 国泰安数据库            |
|        | R      | 银行间 7 天同业拆借加权平均利率 | 国泰安数据库            |
|        | M2     | 广义货币供应量变动率        | 中国人民银行官网          |
|        | LCPI   | 经济系统惯性            | IMF(IFS)数据库       |
|        | SCP    | 社会消费品零售额变动率       | 国泰安数据库            |
|        | Hindex | 国房景气指数变动率         | 国泰安数据库            |
|        | LNCP   | 上证综合指数            | 网易财经网             |
|        | LNCL   | 金融机构本外币贷款规模变动率    | 中国人民银行官网          |

#### 4.2.1 被解释变量

在现有文献对货币政策调控效果的衡量中，货币政策调控的最终目标是反映货币政策调控效果的主要内容。基于此，本文从货币政策调控最终目标出发，借

鉴潘海英、向鹏超（2017）将经济增长、物价稳定作为货币政策调控效果变量，并将 GDP 增长率、CPI 增长率分别作为经济增长、物价稳定的代理变量。为确保估计结果的稳健性，本文同时选取人均 GDP 增长率、GDP 平减指数增长率作为替代变量分别进行实证分析。

#### 4.2.2 核心解释变量

将上文从总资本流量视角出发测算所得的跨境资本异常流动的不同情形作为核心解释变量，主要包括激增、中断、外逃与撤回等四种异常情形。其中，激增、中断异常分别代表总资本流入急剧增加、总资本流入急剧减少；外逃、撤回异常分别代表总资本流出急剧增加、总资本流出急剧减少。

#### 4.2.3 控制变量

本文基于现有研究从经济增长和物价稳定两方面选取控制变量。首先，在经济增长方面，参考廖信林等（2016）、李芳等（2018）的研究，本文选取控制变量为：外商直接投资水平，以外商直接投资额占 GDP 的比重衡量；贸易开放度，以进出口额占 GDP 的比重表示；失业率，以城镇登记失业率衡量；经济运行环境，以 CPI 同比增长率衡量。

其次，在物价稳定方面，借鉴龚玉婷等人（2014）、陈彦斌等人（2021）的研究，本文选取 CPI 一阶滞后作为经济系统惯性特征的变量，以 CPI 的一阶滞后项表示；考虑到汇率通过进出口贸易渠道影响物价水平（刘亚等人，2008），选取人民币汇率水平作为物价的解释变量；由于货币政策调控会影响物价水平，本文分别选取全国银行间 7 天同业拆借加权平均利率反映价格型货币政策、货币供应量 M2 同比增长率反映数量型货币政策对物价水平的影响；社会消费品零售额增速用来反映消费对物价的影响；国房景气指数同比增速反映房地产市场运行对物价水平影响。

第三，为分析跨境资本异常流动对货币政策传导机制的影响，本文还将引入机制变量对汇率、资产价格、利率以及银行信贷传导机制进行分析。分别选用人民币兑美元汇率、银行间 7 天同业拆借利率、上证综合指数以及金融机构本外币贷款规模分别作为汇率传导机制、利率传导机制、资产价格传导机制和信贷传导

机制的代理变量。

本文研究跨境资本异常流动对货币政策调控效果影响的时间跨度为 2004Q3—2021Q1。由于外商直接投资、进出口额等数据与 GDP 统计单位不一致，本文将通过季度平均汇率进行换算。对只有月度数据的指标通过对每月所包含天数求季度平均得到。并且，考虑到季度因素的干扰和相关指标的平稳性，未作特殊说明本文均采用同比指标。本文数据主要源自中国经济信息网、国际货币基金组织、国泰安数据库、国家统计局、中国人民银行和外汇管理局等。各变量描述性统计详见表 4.2。

表 4.2 各变量描述性统计

| 变量     | 样本量 | 均值     | 标准差   | 最小值    | 最大值   |
|--------|-----|--------|-------|--------|-------|
| GDPG   | 67  | 0.097  | 0.049 | -0.097 | 0.213 |
| PGDPG  | 67  | 0.092  | 0.049 | -0.100 | 0.207 |
| CPIG   | 67  | 2.618  | 1.904 | -1.531 | 8.097 |
| GDPDG  | 67  | 3.574  | 2.993 | -1.463 | 9.593 |
| FDI    | 67  | 0.015  | 0.006 | 0.008  | 0.029 |
| OPEN   | 67  | 0.449  | 0.114 | 0.304  | 0.677 |
| UR     | 67  | 4.111  | 0.336 | 3.610  | 5.900 |
| EXR    | 67  | 6.877  | 0.641 | 6.118  | 8.277 |
| R      | 67  | 2.898  | 0.862 | 1.009  | 4.778 |
| M2     | 67  | 0.147  | 0.048 | 0.08   | 0.292 |
| SCP    | 67  | 0.136  | 0.074 | -0.166 | 0.342 |
| Hindex | 67  | -0.002 | 0.041 | -0.101 | 0.115 |
| LNCP   | 67  | 7.853  | 0.344 | 7.019  | 8.588 |
| LNCL   | 67  | 0.150  | 0.045 | 0.095  | 0.333 |

## 4.3 实证结果分析

### 4.3.1 平稳性检验

为避免出现伪回归，利用 ADF 法检验各变量的平稳性，具体见表 4.3。检验结果表明各序列平稳。

表 4.3 各变量平稳性检验

| 变量     | 检验形式<br>(C, T, K) | ADF 值    | 1%临界值 | 5%临界值 | 10%临界值 | 结论 |
|--------|-------------------|----------|-------|-------|--------|----|
| GDPG   | (C, T, 3)         | -4.28*** | -4.11 | -3.48 | -3.17  | 平稳 |
| PGDPG  | (C, T, 3)         | -4.23*** | -4.11 | -3.48 | -3.17  | 平稳 |
| CPIG   | (C, T, 5)         | -4.49*** | -4.12 | -3.49 | -3.17  | 平稳 |
| GDPDG  | (C, T, 1)         | -3.83**  | -4.11 | -3.48 | -3.17  | 平稳 |
| FDI    | (C, 0, 6)         | -3.05**  | -3.55 | -2.91 | -2.60  | 平稳 |
| OPEN   | (0, 0, 5)         | -1.85*   | -2.60 | -1.95 | -1.61  | 平稳 |
| UR     | (C, T, 3)         | -5.03*** | -4.11 | -3.48 | -3.17  | 平稳 |
| EXR    | (C, 0, 10)        | -2.78*   | -3.55 | -2.91 | -2.60  | 平稳 |
| R      | (C, 0, 0)         | -2.61*   | -3.53 | -2.91 | -2.59  | 平稳 |
| M2     | (C, T, 1)         | -3.56**  | -4.11 | -3.48 | -3.17  | 平稳 |
| SCP    | (0, 0, 4)         | -1.63*   | -2.60 | -1.94 | -1.61  | 平稳 |
| Hindex | (C, T, 5)         | -4.32*** | -4.12 | -3.49 | -3.17  | 平稳 |
| LNCP   | (C, T, 1)         | -3.77**  | -4.11 | -3.48 | -3.17  | 平稳 |
| LNCL   | (C, T, 1)         | -3.56**  | -4.10 | -3.48 | -3.17  | 平稳 |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别表示在 1%、5%、10%显著性水平上序列平稳，(C, T, K) 分别表示检验形式是否包含常数、时间趋势和滞后期。

### 4.3.2 跨境资本异常流动对经济增长的结果分析

本文分别将 GDP 增长率 (GDPG) 和人均 GDP 增长率 (PGDPG) 作为被解释变量, 对模型 (1)、模型 (2) 分别基于 OLS 和分位数回归估计, 确保跨境资本异常流动对中国经济增长影响的分析结果稳健性。

#### (1) 跨境资本激增异常对经济增长的影响

跨境资本激增异常对经济增长的影响估计结果表 4.4 示。首先, 在 OLS 估计法下, 跨境资本激增对经济增长存在显著的促进作用, 在 1%的水平下高度显著; 在分位数回归模型下, 跨境资本激增显著促进经济增长, 并且, 估计系数的大小、显著性随着分位点的提高呈下降趋势。表明经济增速较低时, 跨境资本发生激增异常将显著促进经济增长, 但随着经济增速的提升, 激增对经济增长的推动作用弱化, 主要是因为跨境资本激增异常期间, 由于外汇占款导致银行体系流动性过剩, 我国央行综合运用公开市场操作、提高再贴现率等紧缩货币政策操作回收流动性, 进而导致跨境资本激增异常对经济增长的促进作用逐渐弱化。因此, 跨境资本激增异常对经济增长的促进作用呈边际递减的特征。

其次，在控制变量方面，外商直接投资（FDI）估计系数为正，但在统计上不显著，表明 FDI 在发生激增异常时对经济增长的促进作用不明显。贸易开放度（OPEN）的 OLS 估计系数显著为正，表明贸易开放度越大，对经济增长促进作用越明显；分位数模型估计结果表明随着经济增长的提速，贸易开放度推动经济增长的作用边际递减。经济运行环境（CPI）的 OLS 估计系数显著为负，表明经济环境恶化将抑制经济增长；分位数模型结果表明在经济增速较低或较高时，显著抑制经济增长，但在经济适度增长时，对经济增长的抑制作用不再显著。失业率（UR）的 OLS 估计系数显著为负，表明失业率对经济增长存在负效应；分位数模型结果表明随着经济增速的提升，失业率对经济存在显著负效应，但在经济增速适中时对经济增长的负效应较小。

表 4.4 跨境资本激增异常对经济增长的影响

|      | OLS                  |                      | QR25                 |                      | QR50                |                    | QR75                 |                     |
|------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|--------------------|----------------------|---------------------|
|      | GDPG                 | PGDPG                | GDPG                 | PGDPG                | GDPG                | PGDPG              | GDPG                 | PGDPG               |
| 激增   | 0.051***<br>(3.68)   | 0.051***<br>(3.70)   | 0.063***<br>(6.77)   | 0.064***<br>(7.13)   | 0.047***<br>(2.99)  | 0.048***<br>(3.16) | 0.037**<br>(2.02)    | 0.037**<br>(2.01)   |
| FDI  | 1.203<br>(1.30)      | 1.163<br>(1.26)      | 0.266<br>(0.32)      | 0.384<br>(0.49)      | 1.360<br>(0.98)     | 1.387<br>(1.03)    | 1.338<br>(0.83)      | 1.271<br>(0.78)     |
| OPEN | 0.260***<br>(4.44)   | 0.256***<br>(4.40)   | 0.318***<br>(7.68)   | 0.303***<br>(7.62)   | 0.256***<br>(3.66)  | 0.253***<br>(3.74) | 0.226***<br>(2.79)   | 0.231***<br>(2.81)  |
| CPI  | -0.011***<br>(-3.03) | -0.011***<br>(-3.03) | -0.011***<br>(-5.70) | -0.011***<br>(-5.92) | -0.005<br>(-1.56)   | -0.005<br>(-1.66)  | -0.006*<br>(-1.73)   | -0.006*<br>(-1.70)  |
| UR   | -0.047***<br>(-3.74) | -0.047***<br>(-3.72) | -0.054***<br>(-7.78) | -0.053***<br>(-8.02) | -0.024**<br>(-2.01) | -0.022*<br>(-1.90) | -0.037***<br>(-2.76) | -0.035**<br>(-2.58) |
| 常数项  | 0.175***<br>(3.25)   | 0.170***<br>(3.17)   | 0.170***<br>(5.63)   | 0.168***<br>(5.78)   | 0.058<br>(1.14)     | 0.045<br>(0.90)    | 0.151**<br>(2.55)    | 0.136**<br>(2.26)   |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

## (2) 跨境资本中断异常对经济增长的影响

跨境资本中断异常对经济增长的影响估计结果表 4.5 示。首先，在 OLS 估计法下，跨境资本中断异常对经济增长影响的估计系数为负，但未通过显著性检验，表明中断对经济增长的影响有限；在分位数回归模型下，50%、75%分位上中断对经济增长存在显著负效应，且随着分位点的升高，估计系数和显著性提高，表明经济增速较高时，中断异常对经济增长的负效应较大，主要是因为在中断异

常发生时，市场流动性趋紧，虽然我国央行在这一时期开展宽松货币政策操作，但由于市场信心不足，特别是在经济增长较快时的跨境资本流入急剧减少，给我国经济发展造成较大冲击。因此，随着经济增速的提高，跨境资本中断异常对经济增长的负影响逐渐扩大。其次，在控制变量方面，主要结论与前文基本一致。

表 4.5 跨境资本中断异常对经济增长的影响

|      | OLS                  |                      | QR25                 |                      | QR50                 |                      | QR75                 |                      |
|------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|      | GDPG                 | PGDPG                | GDPG                 | PGDPG                | GDPG                 | PGDPG                | GDPG                 | PGDPG                |
| 中断   | -0.014<br>(-1.36)    | -0.013<br>(-1.40)    | -0.006<br>(-0.69)    | -0.007<br>(-0.75)    | -0.020*<br>(-1.80)   | -0.022*<br>(-1.95)   | -0.029**<br>(-2.35)  | -0.031**<br>(-2.49)  |
| FDI  | 1.732<br>(1.67)      | 1.693<br>(1.64)      | 2.012<br>(1.62)      | 1.989<br>(1.65)      | 2.499<br>(1.58)      | 2.379<br>(1.51)      | 0.587<br>(0.34)      | 0.573<br>(0.33)      |
| OPEN | 0.257***<br>(4.27)   | 0.253***<br>(4.25)   | 0.257***<br>(4.09)   | 0.242***<br>(3.95)   | 0.163**<br>(2.04)    | 0.168**<br>(2.10)    | 0.335***<br>(3.81)   | 0.329***<br>(3.70)   |
| CPI  | -0.004<br>(-1.67)    | -0.004<br>(-1.65)    | -0.005**<br>(-2.29)  | -0.004**<br>(-2.09)  | -0.003<br>(-1.02)    | -0.003<br>(-1.12)    | -0.003<br>(-1.06)    | -0.003<br>(-1.06)    |
| UR   | -0.050***<br>(-3.02) | -0.050***<br>(-3.00) | -0.065***<br>(-6.23) | -0.057***<br>(-5.62) | -0.037***<br>(-2.77) | -0.036***<br>(-2.70) | -0.042***<br>(-2.86) | -0.041***<br>(-2.79) |
| 常数项  | 0.178**<br>(2.55)    | 0.172**<br>(2.50)    | 0.213***<br>(4.66)   | 0.181***<br>(4.07)   | 0.144**<br>(2.48)    | 0.137**<br>(2.35)    | 0.140**<br>(2.19)    | 0.136**<br>(2.10)    |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

### (3) 跨境资本外逃异常对经济增长的影响

跨境资本外逃异常对经济增长的影响估计结果表 4.6 示。首先，在 OLS 估计模型下，跨境资本外逃异常对经济增长影响的估计系数为正，但在统计上不显著；在分位数模型下，在 50%、75%分位点上对经济增长具有显著正效应。这可能是因为我国外逃资本大部分是“迂回性”外逃，即转变资本身份重新转入国内参与经济增长过程（贺力平、张艳花，2004；闫晶，2007）。此外，2008 年和 2017 年发生资本外逃时，我国实施一揽子政策刺激经济、加强资本流出管理等措施使资本外逃对我国经济的冲击得到缓释，甚至促进了经济增长。因此，跨境资本外逃异常对我国经济增长的负效应并不显著，甚至是正效应。其次，在控制变量方面，主要结论与前文基本一致。

表 4.6 跨境资本外逃异常对经济增长的影响

|      | OLS                  |                      | QR25                 |                      | QR50                |                     | QR75                |                     |
|------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|      | GDPG                 | PGDPG                | GDPG                 | PGDPG                | GDPG                | PGDPG               | GDPG                | PGDPG               |
| 外逃   | 0.018<br>(1.37)      | 0.019<br>(1.40)      | 0.021<br>(1.61)      | 0.022*<br>(1.78)     | 0.033**<br>(2.06)   | 0.034**<br>(2.13)   | 0.035*<br>(1.87)    | 0.036*<br>(1.88)    |
| FDI  | 1.051<br>(0.95)      | 1.004<br>(0.92)      | 0.551<br>(0.42)      | 0.545<br>(0.43)      | 1.099<br>(0.69)     | 1.080<br>(0.68)     | 1.183<br>(0.62)     | 1.20<br>(0.63)      |
| OPEN | 0.289***<br>(4.55)   | 0.286***<br>(4.53)   | 0.313***<br>(4.75)   | 0.310***<br>(4.92)   | 0.290***<br>(3.64)  | 0.289***<br>(3.64)  | 0.243**<br>(2.57)   | 0.243**<br>(2.56)   |
| CPI  | -0.002<br>(-0.79)    | -0.002<br>(-0.75)    | -0.001<br>(-0.62)    | -0.001<br>(-0.65)    | 0.004<br>(1.64)     | 0.004<br>(1.66)     | 0.002<br>(0.65)     | 0.002<br>(0.68)     |
| UR   | -0.052***<br>(-2.94) | -0.051***<br>(-3.08) | -0.055***<br>(-5.15) | -0.059***<br>(-5.79) | -0.026**<br>(-2.04) | -0.026**<br>(-2.06) | -0.040**<br>(-2.60) | -0.038**<br>(-2.48) |
| 常数项  | 0.168**<br>(2.42)    | 0.162**<br>(2.36)    | 0.154***<br>(3.29)   | 0.167***<br>(3.72)   | 0.041<br>(0.73)     | 0.038<br>(0.67)     | 0.139**<br>(2.05)   | 0.125*<br>(1.84)    |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

#### (4) 跨境资本撤回异常对经济增长的影响

跨境资本撤回异常对经济增长的影响估计结果表 4.7 示。首先，在 OLS 估计法下，跨境资本撤回异常对经济增长影响的估计系数在 5%水平下显著为正；在分位数模型下，25%、50%分位点的估计系数在 1%水平下显著为正，75%分位点估计系数为正，但在统计上不显著。因此，跨境资本撤回异常对经济增长具有显著促进作用。可能主要是在撤回异常期间，我国经济基本面趋好，急剧减少的流出资本留置国内并参与我国经济建设，并随着撤出异常的持续，我国央行紧缩性货币政策回收流动性和资本流动管理，导致撤回对经济发展的影响衰减。其次，在控制变量方面，主要结论与前文基本一致。

表 4.7 跨境资本撤回异常对经济增长的影响

|      | OLS                |                    | QR25               |                    | QR50               |                    | QR75             |                  |
|------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|
|      | GDPG               | PGDPG              | GDPG               | PGDPG              | GDPG               | PGDPG              | GDPG             | PGDPG            |
| 撤回   | 0.032**<br>(2.34)  | 0.032**<br>(2.35)  | 0.028***<br>(2.95) | 0.027***<br>(3.08) | 0.033***<br>(3.17) | 0.034***<br>(3.21) | 0.027<br>(1.27)  | 0.027<br>(1.27)  |
| FDI  | 1.877*<br>(1.83)   | 1.834*<br>(1.80)   | 1.921<br>(1.63)    | 1.944*<br>(1.76)   | 2.437*<br>(1.91)   | 2.422*<br>(1.85)   | 0.934<br>(0.36)  | 0.908<br>(0.35)  |
| OPEN | 0.222***<br>(3.38) | 0.218***<br>(3.35) | 0.203***<br>(3.33) | 0.199***<br>(3.49) | 0.161**<br>(2.43)  | 0.155**<br>(2.29)  | 0.254*<br>(1.88) | 0.251*<br>(1.85) |
| CPI  | -0.001<br>(-0.61)  | -0.001<br>(-0.56)  | -0.002<br>(-0.84)  | -0.002<br>(-0.95)  | 0.004*<br>(1.69)   | 0.004<br>(1.64)    | 0.002<br>(0.53)  | 0.002<br>(0.54)  |

表 4.7 (续表)

|     |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                    |                    |
|-----|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|--------------------|
| UR  | -0.051***<br>(-2.88) | -0.050***<br>(-2.86) | -0.031***<br>(-3.12) | -0.034***<br>(-3.66) | -0.031***<br>(-2.92) | -0.030***<br>(-2.74) | -0.038*<br>(-1.73) | -0.037*<br>(-1.67) |
| 常数项 | 0.174**<br>(2.45)    | 0.169**<br>(2.39)    | 0.086*<br>(1.98)     | 0.095**<br>(2.33)    | 0.098**<br>(2.07)    | 0.090*<br>(1.86)     | 0.126<br>(1.31)    | 0.118<br>(1.22)    |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

### 4.3.3 跨境资本异常流动对物价稳定的结果分析

本文分别将 CPI 增长率 (CPIG) 和 GDP 平减指数 (GDPDG) 作为被解释变量, 对模型 (1)、模型 (2) 分别基于 OLS 和分位数回归估计, 确保跨境资本异常流动对我国物价稳定影响的分析结果稳健性。

#### (1) 跨境资本激增异常对物价稳定的影响

跨境资本激增异常对物价的影响估计结果表 4.8 示。首先, 跨境资本激增异常对物价影响的 OLS 估计系数在 1%水平下显著为正; 在分位数模型下, 各分位点上的估计系数也显著为正, 且对物价水平的影响趋于减小。主要是因为激增异常期间外汇占款增加溢出流动性较大。如在 2007 年激增异常发生时, 我国央行先后六次上调存贷款基准利率并综合运用公开市场操作、窗口指导等货币政策工具回收流动性, 其中, 市场流动性过剩推高物价。因此, 跨境资本激增异常对物价具有显著的正效应。

其次, 在控制变量方面, 经济系统惯性 (LCPI) 的 OLS 和分位数回归系数在 1%水平下高度显著, 且随着物价水平的提升, 对物价的影响逐渐变大。汇率 (EXR) 的 OLS 估计系数在 1%的水平下显著为正; 25%、50%分位点的估计系数显著为正, 75%分位点统计上不显著, 表明在物价水平较低时汇率 (EXR) 对物价的正效应较大。同时, 表明货币政策汇率传导机制对物价的影响显著, 货币汇率升高 (贬值) 对物价有显著正效应。利率 (R) 的 OLS 估计系数在 5%的水平下显著为正; 25%、50%分位点的估计系数显著为正, 75%分位点统计上不显著, 表明在物价水平较低时利率 (R) 对物价的正效应较大。根据费雪效应, 利率与物价水平预期存在正相关关系。并且, 由于成本渠道的存在, 利率对物价有正向影响 (王玉华等人, 2013)。货币供应量 (M2) 的全部估计系数均不显著, 货币供给与物价变化之间不存在显著的相关关系 (邹玲、周陈曦, 2015)。社会

消费品零售总额（SCP）的估计系数对 CPI 增长为正影响，对 GDP 平减指数为负影响，即存在异质性，这主要是因为两种价格指数统计口径的不一致。国房景气指数（Hindex）的 OLS 和分位数模型估计系数显著为正，对物价上涨存在显著推动作用。

表 4.8 跨境资本激增异常对物价稳定的影响

|            | OLS                 |                      | QR25                 |                       | QR50                 |                      | QR75                 |                    |
|------------|---------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|
|            | CPIG                | GDPDG                | CPIG                 | GDPDG                 | CPIG                 | GDPDG                | CPIG                 | GDPDG              |
| 激增         | 1.710***<br>(4.83)  | 1.703***<br>(2.90)   | 2.074***<br>(4.72)   | 1.741**<br>(2.30)     | 1.684***<br>(3.23)   | 2.010***<br>(3.06)   | 1.750***<br>(3.82)   | 1.590<br>(1.57)    |
| LCPI       | 0.548***<br>(6.83)  | 0.636***<br>(7.56)   | 0.449***<br>(5.00)   | 0.669***<br>(6.29)    | 0.588***<br>(5.52)   | 0.596***<br>(6.46)   | 0.726***<br>(7.76)   | 0.758***<br>(5.33) |
| EXR        | 0.679***<br>(3.81)  | 1.108***<br>(3.43)   | 0.671***<br>(3.08)   | 1.132***<br>(2.72)    | 0.688**<br>(2.66)    | 1.031***<br>(2.85)   | 0.380<br>(1.67)      | 0.418<br>(0.75)    |
| R          | 0.691***<br>(4.32)  | 0.576**<br>(2.52)    | 0.685***<br>(3.74)   | 0.673**<br>(2.28)     | 0.771***<br>(3.55)   | 0.719***<br>(2.80)   | 0.107<br>(0.56)      | 0.001<br>(0.00)    |
| M2         | 2.970<br>(1.32)     | 2.767<br>(0.75)      | -0.293<br>(-0.10)    | 4.613<br>(1.00)       | 2.913<br>(0.84)      | -2.242<br>(-0.56)    | 3.129<br>(1.03)      | -0.644<br>(-0.10)  |
| SCP        | -3.404*<br>(-1.91)  | 1.210<br>(0.47)      | -2.416<br>(-1.42)    | 0.231<br>(0.08)       | -2.444<br>(-1.21)    | 3.877<br>(1.63)      | -4.862***<br>(-2.73) | 2.392<br>(0.65)    |
| Hinde<br>x | 8.729***<br>(3.75)  | 17.308***<br>(4.16)  | 5.856**<br>(2.10)    | 14.832***<br>(3.20)   | 8.633**<br>(2.62)    | 13.310***<br>(3.32)  | 9.460***<br>(3.26)   | 15.437**<br>(2.50) |
| 常数<br>项    | -5.81***<br>(-3.50) | -8.900***<br>(-3.47) | -5.660***<br>(-2.99) | -10.215***<br>(-2.97) | -6.404***<br>(-2.85) | -8.375***<br>(-2.81) | -1.861<br>(-0.94)    | -2.017<br>(-0.44)  |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

## （2）跨境资本中断异常对物价稳定的影响

跨境资本中断异常对物价的影响估计结果表 4.9 示。首先，跨境资本中断异常对物价影响的 OLS 和分位数模型估计系数均不显著。因此，跨境资本中断异常对物价并未造成严重冲击。主要是因为在中断异常期间，受国际国内复杂因素的影响，市场流动性趋紧，我国经济发展有通货紧缩压力。我国实施积极的宏观经济政策对经济进行调控，刺激扩大内需，有效释放市场流动性压力，确保物价水平的基本稳定，由此导致跨境资本中断异常对物价水平的影响并不显著。其次，在控制变量方面，主要结论与前文基本一致。

表 4.9 跨境资本中断异常对物价稳定的影响

|              | OLS                 |                     | QR25                |                     | QR50                |                     | QR75                |                     |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|              | CPIG                | GDPDG               | CPIG                | GDPDG               | CPIG                | GDPDG               | CPIG                | GDPDG               |
| 中断           | -0.066<br>(-0.22)   | -0.499<br>(-1.27)   | -0.109<br>(-0.34)   | -0.251<br>(-0.47)   | 0.385<br>(0.96)     | -0.832<br>(-1.53)   | 0.631<br>(1.45)     | -0.163<br>(-0.20)   |
| LCPI         | 0.788***<br>(10.53) | 0.786***<br>(12.79) | 0.663***<br>(10.05) | 0.775***<br>(10.20) | 0.891***<br>(10.77) | 0.792***<br>(10.21) | 1.089***<br>(12.09) | 0.775***<br>(6.56)  |
| EXR          | 0.533*<br>(2.00)    | 0.604*<br>(1.89)    | 0.456*<br>(0.075)   | 0.743*<br>(1.80)    | 0.551*<br>(1.75)    | 0.267<br>(0.63)     | 0.456<br>(1.33)     | 0.697<br>(1.09)     |
| R            | 0.721***<br>(3.18)  | 0.526**<br>(2.01)   | 0.556***<br>(2.92)  | 0.549*<br>(1.84)    | 0.599**<br>(2.51)   | 0.455<br>(1.49)     | 0.323<br>(1.24)     | 0.999**<br>(2.15)   |
| M2           | 7.034***<br>(2.69)  | 6.766*<br>(1.96)    | 4.692<br>(1.66)     | 5.845<br>(1.27)     | 4.329<br>(1.22)     | 5.713<br>(1.21)     | 2.726<br>(0.71)     | 10.165<br>(1.42)    |
| SCP          | -1.518<br>(-0.75)   | 2.399<br>(0.85)     | -1.562<br>(-0.95)   | 6.946**<br>(2.56)   | -0.688<br>(-0.34)   | 5.050*<br>(1.82)    | -2.086<br>(-0.93)   | 3.444<br>(0.82)     |
| Hinde        | 12.499***<br>(6.31) | 20.736***<br>(6.54) | 10.751***<br>(4.10) | 19.790***<br>(4.67) | 10.567**<br>(3.21)  | 18.475***<br>(4.27) | 12.968***<br>(3.62) | 23.464***<br>(3.56) |
| x<br>常数<br>项 | -6.057**<br>(-2.51) | -6.146**<br>(-2.19) | -4.900**<br>(-2.28) | -8.291**<br>(-2.34) | -5.913**<br>(-2.19) | -3.985<br>(-1.10)   | -4.051<br>(-1.38)   | -8.121<br>(-1.47)   |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

### (3) 跨境资本外逃异常对物价稳定的影响

跨境资本外逃异常对物价的影响估计结果表 4.10 示。首先，跨境资本外逃异常对物价影响的 OLS 的估计系数均为负值，但在统计上不显著；分位数模型下，大部分系数在统计上不显著。因此，跨境资本中断异常对物价并未造成严重冲击。主要原因是在跨境资本外逃期间，我国的一揽子经济刺激计划、加强资本管理和央行适时适度的货币政策操作确保了物价水平基本稳定。其次，在控制变量方面，主要结论与前文基本一致。

表 4.10 跨境资本外逃异常对物价稳定的影响

|      | OLS                 |                     | QR25               |                    | QR50                |                     | QR75               |                    |
|------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
|      | CPIG                | GDPDG               | CPIG               | GDPDG              | CPIG                | GDPDG               | CPIG               | GDPDG              |
| 外逃   | -0.039<br>(-0.13)   | -0.108<br>(-0.28)   | -0.763*<br>(-1.72) | 0.269<br>(0.34)    | 0.201<br>(0.36)     | -0.144<br>(-0.22)   | -0.200<br>(-0.31)  | -0.385<br>(-0.40)  |
| LCPI | 0.789***<br>(10.15) | 0.813***<br>(13.63) | 0.634***<br>(9.42) | 0.793***<br>(9.55) | 0.908***<br>(10.61) | 0.814***<br>(11.69) | 0.954***<br>(9.71) | 0.772***<br>(7.72) |
| EXR  | 0.554**<br>(2.36)   | 0.736**<br>(2.31)   | 0.505**<br>(2.20)  | 0.875*<br>(1.85)   | 0.409<br>(1.40)     | 0.478<br>(1.21)     | 0.278<br>(0.83)    | 0.741<br>(1.30)    |
| R    | 0.729***<br>(3.34)  | 0.576**<br>(2.10)   | 0.634***<br>(3.31) | 0.557<br>(1.53)    | 0.467**<br>(1.92)   | 0.431<br>(1.42)     | 0.529*<br>(1.89)   | 0.988**<br>(2.26)  |

表 4.10 (续表)

|       |                      |                     |                      |                     |                     |                     |                     |                     |
|-------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| M2    | 6.984***<br>(2.69)   | 5.674<br>(1.58)     | 8.597***<br>(2.83)   | 3.905<br>(0.70)     | 4.664<br>(1.21)     | 2.548<br>(0.54)     | 7.236<br>(1.63)     | 11.467*<br>(1.69)   |
| SCP   | -1.568<br>(-0.76)    | 1.912<br>(0.65)     | -0.788<br>(-0.47)    | 7.157**<br>(2.23)   | -0.688<br>(-0.32)   | 5.222*<br>(1.94)    | -3.111<br>(-1.27)   | 4.104<br>(1.06)     |
| Hinde | 12.576***<br>(6.29)  | 21.581***<br>(6.82) | 11.590***<br>(4.40)  | 21.549***<br>(4.41) | 11.813***<br>(3.52) | 19.669***<br>(4.80) | 12.501***<br>(3.25) | 24.385***<br>(4.14) |
| x     | -6.224***<br>(-2.83) | -7.175**<br>(-2.52) | -6.086***<br>(-3.05) | -9.138**<br>(-2.24) | -4.599*<br>(-1.81)  | -5.142<br>(-1.50)   | -3.482<br>(-1.20)   | -8.760*<br>(-1.78)  |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

#### (4) 跨境资本撤回异常对物价稳定的影响

跨境资本撤回异常对物价稳定的影响估计结果表 4.11 示。首先，物价增长率（CPIG）的 OLS 估计系数在 5% 的显著性水平下显著，但 GDP 平减指数变动率（GDPDG）的估计系数不显著，表明跨境资本撤回异常对物价的影响结果不够稳健；在分位数模型下，各分位点上估计系数均不显著。因此，跨境资本撤回异常对物价的冲击作用较小。主要是因为跨境资本撤回异常期间，我国加强对跨境资本流动管理、央行灵活开展货币政策操作使物价水平保持基本稳定。其次，在控制变量方面，主要结论与前文基本一致。

表 4.11 跨境资本撤回异常对物价稳定的影响

|       | OLS                  |                     | QR25                 |                     | QR50                 |                     | QR75                |                     |
|-------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|       | CPIG                 | GDPDG               | CPIG                 | GDPDG               | CPIG                 | GDPDG               | CPIG                | GDPDG               |
| 撤回    | -0.550**<br>(-2.20)  | 0.090<br>(0.20)     | -0.521<br>(-1.55)    | 0.345<br>(0.63)     | -0.318<br>(-0.87)    | 0.298<br>(0.61)     | -0.499<br>(-1.01)   | 0.193<br>(0.33)     |
| LCPI  | 0.755***<br>(9.89)   | 0.816***<br>(12.70) | 0.608***<br>(8.39)   | 0.828***<br>(10.24) | 0.767***<br>(9.79)   | 0.859***<br>(11.79) | 0.859***<br>(8.10)  | 0.822***<br>(9.49)  |
| EXR   | 0.725***<br>(2.92)   | 0.729*<br>(1.94)    | 0.703***<br>(2.79)   | 0.493<br>(1.07)     | 0.663**<br>(2.43)    | 0.276<br>(0.67)     | 0.651*<br>(1.77)    | 0.587<br>(1.19)     |
| R     | 0.779***<br>(3.61)   | 0.588**<br>(2.10)   | 0.759***<br>(3.84)   | 0.588*<br>(1.78)    | 0.790***<br>(3.70)   | 0.300<br>(1.01)     | 0.832***<br>(2.88)  | 0.916**<br>(2.60)   |
| M2    | 6.409**<br>(2.64)    | 5.428<br>(1.55)     | 3.998<br>(1.36)      | 7.747<br>(1.56)     | 6.844**<br>(2.15)    | 2.125<br>(0.48)     | 7.198*<br>(1.67)    | 8.096<br>(1.53)     |
| SCP   | -1.403<br>(-0.68)    | 1.957<br>(0.69)     | 0.349<br>(0.20)      | 4.480<br>(1.48)     | -0.481<br>(-0.25)    | 5.416*<br>(1.98)    | -0.875<br>(-0.34)   | 2.358<br>(0.73)     |
| Hinde | 13.196***<br>(6.36)  | 21.459***<br>(6.71) | 11.520***<br>(4.10)  | 21.687***<br>(4.57) | 12.628***<br>(4.16)  | 17.893***<br>(4.19) | 14.225***<br>(3.46) | 24.867***<br>(4.89) |
| x     | -7.297***<br>(-3.37) | -7.172**<br>(-2.28) | -7.114***<br>(-3.36) | -6.945*<br>(-1.79)  | -7.188***<br>(-3.14) | -3.578<br>(-1.02)   | -7.006**<br>(-2.27) | -6.864<br>(-1.65)   |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内

为变量  $t$  值。

## 4.4 机制检验

基于上文的分析，跨境资本异常流动的不同情形对我国经济增长、物价稳定存在异质性影响。鉴于此，为进一步明确跨境资本异常流动下货币政策传导机制对经济增长和物价稳定的传导效应，本文借鉴王桂梅等（2021）的机制分析思路，运用 OLS 模型以汇率、银行间 7 天同业拆借加权利率、上证综合指数、金融机构本外币贷款规模作为反映汇率、利率、资产价格和信贷的机制变量，分别检验跨境资本异常流动发生时，利率、汇率、资产价格和信贷传导机制对经济增长、物价稳定的传导效应。具体结果如下所述。

### 4.4.1 跨境资本异常流动影响经济增长的机制检验

跨境资本激增、中断异常影响经济增长的机制检验结果表 4.12 示。首先，在核心解释变量方面。一是激增对汇率、资产价格的影响显著。激增将促进本币升值，进而削弱出口优势，抑制经济增长；激增将促进资产价格的提升，从而导致企业重置成本降低，刺激投资需求，进而促进经济增长；激增影响利率的估计系数为负，即利率水平的降低将刺激投资、消费需求进而促进经济增长，但估计系数在统计上不显著，主要是在此期我国加强了市场流动性管理；激增影响信贷的估计系数为负，即社会可贷资金量下降，抑制投资需求，进而抑制经济增长。但估计系数在统计上不显著，主要是受我国信贷政策引导管理措施的影响，信贷量在激增期间未增长，甚至趋于下降。因此，跨境资本激增异常主要通过汇率机制和资产价格机制影响经济增长。并且，汇率机制对经济增长具有负效应，资产价格机制对经济增长具有正效应。二是中断异常发生时，汇率机制和资产价格机制传导效应与激增的结论一致。中断影响信贷的估计系数显著为负，即存在显著负效应，即社会可贷资金量下降，抑制投资需求，进而抑制经济增长，主要是资本流入急剧减少使市场流动性趋紧，社会可贷资金量减少，抑制经济增长。因此，中断异常主要通过汇率机制、资产价格机制和信贷机制影响经济增长。并且，汇率机制对经济增长具有负效应，资产价格机制对经济增长具有正效应，信贷机制对经济增长具有负效应。

其次，在控制变量方面，外商直接投资（FDI）对汇率具有显著正影响，对利率和信贷具有显著负影响。表明我国外商直接投资以成本导向型为主导，相对成本效应是影响外商直接投资的重要因素（邱嘉锋，2012），还会将降低利率水平、抑制国内信贷规模的增长。贸易开放度（OPEN）对利率、汇率存在正影响，对资产价格和信贷具有显著负影响。经济运行环境（CPI）对利率、资产价格和信贷具有正影响。失业率（UR）对利率和资产价格具有显著负影响。

表 4.12 跨境资本激增、中断异常影响经济增长的机制检验

|      | 激增异常      |            |          |            | 中断异常      |            |          |            |
|------|-----------|------------|----------|------------|-----------|------------|----------|------------|
|      | EXR       | R          | LNCP     | LNCL       | EXR       | R          | LNCP     | LNCL       |
| 激增、  | -0.586*** | -0.395     | 0.324**  | -0.096     | -0.493*** | -0.060     | 0.160*   | -0.228***  |
| 中断   | (-3.51)   | (-1.42)    | (2.24)   | (-0.94)    | (-5.56)   | (-0.26)    | (1.94)   | (-3.27)    |
| FDI  | 59.718*** | -97.343*** | -0.588   | -37.645*** | 61.918*** | -99.333*** | -0.370   | -35.410*** |
|      | (3.64)    | (-4.50)    | (-0.04)  | (-4.60)    | (14.68)   | (-4.46)    | (-0.02)  | (-4.46)    |
| OPEN | 1.735**   | 1.259      | -1.888** | -4.407***  | 1.247     | 1.148      | -1.708** | -4.605***  |
|      | (2.02)    | (1.15)     | (-2.48)  | (-10.58)   | (1.53)    | (1.04)     | (-2.23)  | (-12.21)   |
| CPI  | 0.033     | 0.310***   | 0.031    | 0.0550**   | -0.094*** | 0.247***   | 0.092*** | 0.022*     |
|      | (0.95)    | (6.03)     | (1.13)   | (2.28)     | (-4.20)   | (8.07)     | (3.96)   | (1.71)     |
| UR   | 0.113     | -0.665***  | -0.074** | -0.003     | 0.185     | -0.631***  | -0.108** | 0.017      |
|      | (0.76)    | (-5.16)    | (-2.10)  | (-0.06)    | (1.35)    | (-6.06)    | (-2.39)  | (0.48)     |
| 常数   | 4.736***  | 5.826***   | 8.878*** | 15.778***  | 4.960***  | 5.872***   | 8.798*** | 15.871***  |
| 项    | (7.27)    | (8.76)     | (40.02)  | (67.01)    | (7.75)    | (9.94)     | (33.51)  | (91.69)    |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

跨境资本外逃、撤回异常影响经济增长的机制检验结果表 4.13 示。首先，在核心解释变量方面，一是外逃影响汇率、信贷的估计系数显著为负，即对经济增长具有显著负效应。主要是此时期我国加强了资本流动管理，并在资本外逃影响下，市场信心不足导致信贷收缩；外逃影响资产价格、利率的估计系数显著，即对经济增长具有显著正效应。因此，跨境资本外逃异常将通过汇率、信贷、资产价格和利率机制影响经济增长。并且，汇率机制和信贷机制对经济增长具有负效应，资产价格机制和利率机制对经济增长具有正效应。二是撤回影响汇率、资产价格和信贷的估计系数显著为正，即对经济增长具有显著正效应；撤回影响利率的估计系数为负，即对经济增长存在正效应，但在统计上不显著，主要是在撤回异常期间我国加强了资本流动管理，并运用公开市场操作对市场流动性进行调控。因此，跨境资本撤回异常将通

过汇率机制、资产价格机制和利率机制影响经济增长，并且，各机制对经济增长的传导效应均为正效应。其次，在控制变量方面，主要结论与上文基本一致，体现控制变量回归结果的稳健性较高。

表 4.13 跨境资本外逃、撤回异常影响经济增长的机制检验

|      | 外逃        |            |          |            | 撤回        |             |           |            |
|------|-----------|------------|----------|------------|-----------|-------------|-----------|------------|
|      | EXR       | R          | LNCP     | LNCL       | EXR       | R           | LNCP      | LNCL       |
| 外逃、  | -0.320**  | -0.413**   | 0.322*** | -0.255***  | 0.374***  | -0.014      | 0.190**   | 0.213***   |
| 撤回   | (-2.40)   | (-1.87)    | (3.01)   | (-2.69)    | (3.80)    | (-0.09)     | (2.03)    | (2.88)     |
| FDI  | 64.421*** | -88.749*** | -7.172   | -31.314*** | 59.403*** | -100.228*** | 3.583     | -36.168*** |
|      | (3.80)    | (-3.87)    | (-0.45)  | (-4.47)    | (3.64)    | (-4.33)     | (0.23)    | (-4.57)    |
| OPEN | 1.271     | 0.716      | -1.463*  | -4.718***  | 1.101     | 1.215       | -2.113*** | -4.731***  |
|      | (1.35)    | (0.62)     | (-1.92)  | (-13.19)   | (1.29)    | (1.04)      | (-2.80)   | (-12.44)   |
| CPI  | -0.073*** | 0.227***   | 0.098*** | 0.025**    | -0.029    | 0.251***    | 0.091***  | 0.055***   |
|      | (-2.84)   | (6.78)     | (4.30)   | (2.06)     | (-1.09)   | (7.72)      | (3.46)    | (4.15)     |
| UR   | 0.166     | -0.624***  | -0.107** | 0.011      | 0.165     | -0.635***   | -0.095*   | 0.009      |
|      | (0.344)   | (-5.66)    | (-2.23)  | (0.21)     | (0.96)    | (-6.36)     | (-1.70)   | (0.16)     |
| 常数   | 4.852***  | 5.955***   | 8.777*** | 15.849***  | 4.796***  | 5.848***    | 8.873***  | 15.798***  |
| 项    | (6.19)    | (9.33)     | (31.76)  | (70.64)    | (6.18)    | (9.99)      | (30.66)   | (68.13)    |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为 1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

#### 4.4.2 跨境资本异常流动影响物价稳定的机制检验

由于上文在分析跨境资本异常流动对物价稳定的影响时已对利率、汇率机制发挥效应进行了检验探讨。因此，本部分只对影响物价稳定的资产价格传导机制和信贷传导机制进行检验，并基于上文分析跨境资本异常影响物价稳定的传导效应。根据表 4.14 的估计结果。首先，在核心解释变量方面，一是激增对资产价格、信贷机制具有显著正影响，并结合上文的分析，利率机制、汇率机制对物价也具有显著正效应。因此，激增将通过利率、汇率、资产价格和信贷机制等推高物价水平。二是中断对信贷、资产价格机制有正影响，但在统计上不显著，主要是在中断异常期间，我国实施财政、货币政策的干预使物价水平未受到严重冲击。三是外逃对资产价格、信贷传导机制具有显著正效应，基于上文的分析，利率、汇率传导机制对物价影响显著，但在这一时期我国加强了资本流动管理和市场流动性管理使外逃异常对物价的传导效应并不显著。四是撤回对资产价格传导机制具有正效应，对信贷机制具有负效应，但均在统计上不显著。结合上文的分析，

利率、汇率机制对物价影响显著，主要是撤回异常期间，我国央行灵活开展公开市场操作和跨境资本流动管理，使撤回异常对物价水平的冲击作用不大。

其次，在控制变量方面，经济系统惯性（LCPI）对资产价格具有显著正影响，对信贷具有显著负影响。汇率（EXR）对资产价格、信贷具有显著负影响，本币汇率贬值将对资产价格、信贷机制有显著负效应。利率（R）、社会消费品零售总额（SCP）对信贷具有显著负影响，货币供应量（M2）对信贷具有显著正影响，但对资产价格的负影响在统计上不显著。国房景气指数（Hindex）对资产价格和信贷具有显著正影响。控制变量的主要结论基本一致，表明控制变量的稳健性较高。

表 4.14 跨境资本异常影响物价稳定的机制检验

|       | 激增        |           | 中断        |           | 外逃        |           | 撤回        |           |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|       | LNCP      | LNCL      | LNCP      | LNCL      | LNCP      | LNCL      | LNCP      | LNCL      |
| 各异    | 0.438***  | 0.021**   | 0.037     | 0.003     | 0.257**   | 0.035**   | 0.137     | -0.009    |
| 常     | (2.77)    | (2.61)    | (0.34)    | (0.45)    | (2.56)    | (2.51)    | (1.30)    | (-1.09)   |
| LCPI  | -0.024    | -0.005**  | 0.040*    | -0.002    | 0.048**   | -0.001    | 0.047**   | -0.002    |
|       | (-0.89)   | (-2.40)   | (1.77)    | (-1.08)   | (2.20)    | (-0.40)   | (2.14)    | (-1.51)   |
| EXR   | -0.264*** | -0.028*** | -0.279*** | -0.028*** | -0.254*** | -0.024*** | -0.335*** | -0.027*** |
|       | (-3.06)   | (-4.49)   | (-2.72)   | (-4.86)   | (-2.69)   | (-4.63)   | (-3.40)   | (-4.20)   |
| R     | -0.072    | -0.007**  | -0.055    | -0.005    | -0.032    | -0.002    | -0.073    | -0.005    |
|       | (-1.24)   | (-2.21)   | (-0.75)   | (-1.55)   | (-0.46)   | (-0.58)   | (-1.02)   | (-1.53)   |
| M2    | -1.169    | 0.768***  | -0.257    | 0.809***  | -0.892    | 0.719***  | -0.053    | 0.810***  |
|       | (-1.33)   | (9.46)    | (-0.25)   | (9.72)    | (-0.92)   | (8.73)    | (-0.05)   | (10.35)   |
| SCP   | -1.035**  | -0.079*** | -0.574    | -0.057**  | -0.409    | -0.035    | -0.595    | -0.053*   |
|       | (-2.29)   | (-2.84)   | (-1.27)   | (-2.22)   | (-0.92)   | (-1.37)   | (-1.61)   | (-2.01)   |
| Hinde | 2.143***  | 0.143*    | 3.178***  | 0.197**   | 3.192***  | 0.200***  | 2.978***  | 0.202***  |
| x     | (2.71)    | (1.79)    | (3.69)    | (2.59)    | (3.99)    | (3.46)    | (3.65)    | (2.85)    |
| 常数    | 10.179*** | 0.267***  | 9.941***  | 0.250***  | 9.734***  | 0.216***  | 10.316*** | 0.244***  |
| 项     | (13.64)   | (6.07)    | (10.94)   | (5.64)    | (11.38)   | (5.36)    | (11.83)   | (5.25)    |

注：“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别为1%、5%、10%水平上显著拒绝原假设，括号内为变量 t 值。

## 5 结论与政策启示

### 5.1 结论

本文基于 2004 年第 3 季度至 2021 年第 1 季度的数据，运用 OLS 和分位数回归方法研究了跨境资本异常流动的不同情形对货币政策调控效果的影响，并在此基础上检验利率、汇率、资产价格和信贷传导机制的传导效应。研究结果表明：

首先，在跨境资本异常流动影响货币政策调控效果方面。激增、中断、外逃和撤回异常对经济增长、物价稳定具有异质性影响。一是激增对经济增长的促进作用呈边际递减的特征，对物价具有显著推高作用。二是中断在经济增速较低时对经济的负效应不显著，但在经济高速增长时发生中断对经济增长的冲击较大。中断对物价并未造成严重冲击。主要因为我国加强了资本流动管理，并刺激扩大内需，有效释放市场流动性压力，灵活的货币政策操作确保了物价水平的基本稳定。三是外逃对经济增长抑制作用不明显，甚至是促进作用，主要受“迂回”式资本外逃和我国加强资本流动管理等影响。同时，物价水平未受到显著冲击，主要是我国央行在此期间加强了市场流动性管理和宏观审慎监管。四是撤回对经济增长具有显著促进作用。同时，我国央行加强了市场流动性管理，使撤回对物价的冲击效应不大。

其次，关于机制传导，激增、中断、外逃、撤回等跨境资本异常流动通过利率、汇率、资产价格和信贷机制对经济增长和物价稳定的传导效应具有异质性。在经济增长方面，一是激增主要通过汇率机制和资产价格机制影响经济增长，并对经济增长分别呈负效应和正效应，但利率机制和信贷机制的传导效应不显著，主要是在此时期我国加强了市场流动性管理和信贷政策引导管理等措施。二是中断主要通过汇率、资产价格和信贷机制影响经济增长，并对经济增长分别呈负效应、正效应和负效应，其中，信贷机制负效应主要是资本流入急剧减少使市场流动性趋紧，社会可贷资金量减少，抑制经济增长。三是外逃将通过汇率和信贷、资产价格和利率机制影响经济增长，并对经济增长分别呈负效应、正效应。主要是此时期我国加强了资本流动管理，并在资本外逃影响下，市场信心不足导致信贷收缩。四是撤回将通过汇率、资产价格和利率机制影响经济增长，并对经济增长均呈正效应。在物价稳定方面，一是激增通过利率、汇率、资产价格、信贷机

制影响物价水平，并对物价水平的传导效应均为正效应。二是中断通过利率、汇率机制对物价水平的正效应显著；信贷、资产价格机制有正影响，但在统计上不显著，主要是在中断异常期间，我国实施财政、货币政策等宏观调控政策进行干预，使物价水平未受到严重冲击。三是外逃通过利率、汇率、资产价格、信贷机制对物价水平的传导效应均为正效应，但这一时期我国加强了资本流动管理和市场流动性管理使外逃异常对物价水平的冲击较小。四是撤回通过利率、汇率、资产价格机制对物价水平的传导效应具有正效应，对信贷机制具有负效应，但均在统计上不显著，主要是此期间我国央行灵活开展公开市场操作和跨境资本流动管理，使撤回异常对物价水平的冲击作用不大。其中，在跨境资本异常流动期间，我国货币政策调控、跨境资本流动管理等宏观调控措施在一定程度上有利于我国宏观经济的稳定。

## 5.2 政策启示

基于此，本文得出如下政策启示：

第一，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。一是完善货币政策和宏观审慎政策的组合。设立逆周期调节工具、结构性货币政策工具，扩大宏观审慎评估体系（MPA）的覆盖领域和范围等，提高金融体系稳定性和抗风险能力。二是加强货币政策和宏观审慎政策的协调性。积极探索实践政策搭配的协调一致性，丰富货币政策的调控框架，灵活实施双支柱宏观调控，提升政策调控效果。三是完善对跨境资本异常流动的政策组合。设立异质性资本异常流动的常备宏观审慎调节工具和政策组合，防范金融体系的顺周期波动，维护金融稳定，做好政策工具效果评估和纠正机制。

第二，加强跨境资本异常流动异常监测和管控。一是关注主要经济体宏观经济政策取向，国际金融市场以及国内房地产、信贷、外汇和证券市场的资本流动态势，运用综合管制措施防范资本异常流动对利率、汇率、资产价格和信贷等机制的负效应，提高前瞻性管控水平。二是借助大数据分析、人工智能等技术，完善对跨境资本异常流动的预警机制。强化对投机性活动的研判和管控，特别是针对违法、违规资本，加强真实性监管。三是有效调整跨境资本异常流动的结构，针对异质性资本异常流动优化投资预期管理，营造优质宏观经济环境，稳定和提

升货币政策宏观政策效果。

第三，有序推进资本开放，加强国际金融监管合作。一是把握资本流动异常管制和金融开放的平衡。资本流动异常管制与金融开放不矛盾，须结合国内国际经济环境合理运用稳定金融体系，防范系统性金融风险。二是适度对跨境资本异常流动采取管控措施，提倡长期资本流入，提高短期投机资本流动的成本，稳定跨境资本流动。三是加强政府间沟通和监管合作。建立跨境资本流动管理信息共享等平台，构建多边合作机制和监管框架，减少国际范围的监管套利，防范资本流动异常风险的跨国家、跨地区传染和政策调整外溢性。

第四，深化金融体制机制改革，完善制度建设。一是深化金融体系结构调整。优化金融体系结构，构建多层次金融市场，提高证券市场、保险市场、金融衍生品市场的结构占比，形成多元发展金融体系，分散跨境资本异常流动对宏观经济的冲击风险。二是深化利率市场化、汇率形成机制改革。提高金融供给质量和效率，有效疏导或阻断跨境资本异常流动的传导机制传导效应，确保金融体系稳定性。三是扩大金融市场高水平双向开放，稳慎推进资本账户开放，强化对系统重要性金融基础设施的维护，提高跨区域金融设施的联动性，促进多边金融系统互联互通。

## 参考文献

- [1] Calvo G A, Izquierdo A, Mejia L F. On the empiric of Sudden Stops:The Relevance of Banlance-Sheet Effects[J]. NBER Working Paper No.10520,2004.
- [2] Cowan K, Gregorio J D, Micco A , et al. Financial Diversification, Sudden Stops and Sudden Starts[J]. Working Papers Central Bank of Chile, 2007.
- [3] Chamon M, Manasse P, Prati A. Can We Predict the Next Capital Account Crisis?[J]. IMF Staff Papers, 2007:207-305.
- [4] Forbes K J,Warnock F E. Capital flow waves: Surges, stops,flight,and retrenchment[J].Journal of International Economics, 2012, 88(2): 235-251.
- [5] Honig A. Do Improvements in Government Quality Necessarily Reduce the incidence of Costly Sudden Stop?[J].Journal of Banking and Finance,2008,32(3):360-372.
- [6] Krugman R. The Return of Depression Economics[M].New York:W.W.Norton &Company, 1999.
- [7] Klein M W, Shambaugh J C. Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy[J]. American Economic Journal:Macroeconomics, 2015, 7(4): 33-66.
- [8] Mendell R. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rate[J]. Canadian Journal of Economics and Political Science ,1963.
- [9] Rey H. Dilemma not trilemma:the global financial cycle and monetary policy independence[R]. National Bureau of Economic Research, 2015.
- [10]陈炳才. 次贷危机与国际资本流动新趋势[J]. 中国外汇, 2008(05): 32-32.
- [11]程立燕, 李金凯. 国际资本异常流动对中国经济增长的差异化影响研究——基于分位数模型的实证分析[J]. 农村金融研究, 2020(08): 70-80.
- [12]陈彦斌, 刘玲君, 陈小亮. 中国通货膨胀率预测——基于 LSTM 模型与 BVAR 模型的对比分析[J]. 财经问题研究, 2021(06): 18-29.
- [13]邓创, 付蓉, 徐曼. 中国货币政策的独立性会影响调控效果吗——基于门限向量自回归模型的实证研究[J]. 经济学家, 2018(12): 29-37.

- [14] 邓创, 付蓉, 赵珂. 中国货币政策波动会影响宏观经济调控效果吗[J]. 金融经济研究, 2019, 34(03): 13-24.
- [15] 郭潇. 跨境资金流动风险预警指标体系和预警指数的构建与实证研究[J]. 华北金融, 2018(11): 10-19.
- [16] 郭红, 戴知方, 潘美岑. 新兴市场跨境资本流动异常的驱动因素研究——基于“一带一路”国家样本[J]. 金融理论与实践, 2020(08): 50-59.
- [17] 龚玉婷, 陈强, 郑旭. 基于混频模型的 CPI 短期预测研究[J]. 统计研究, 2014, 31(12): 25-31.
- [18] 胡振华, 王振, 文兴易. 影子银行对我国货币政策调控效果的影响[J]. 统计与决策, 2015(10): 151-155.
- [19] 贺力平, 张艳花. 资本外逃损害经济增长吗?——对 1982 年以来中国数据的检验及初步解释[J]. 经济研究, 2004(12): 66-74.
- [20] 柳光程. 跨境资本异常流动的作用机制及外汇管理对策[J]. 南方金融, 2010(12): 56-58+88.
- [21] 李宇轩. 我国跨国资本流动突然中断测算分析[J]. 财会月刊, 2019(11): 164-170.
- [22] 李芳, 卢璐, 卢逸扬. 资本流动突然中断、汇率制度与经济增长[J]. 财贸经济, 2018, 39(02): 69-85.
- [23] 陆静, 罗伟卿. 国际金融危机期间的资本流入突停研究[J]. 中国软科学, 2012(04): 38-48.
- [24] 刘莉亚, 程天笑, 关益众, 杨金强. 资本管制能够影响国际资本流动吗?[J]. 经济研究, 2013, 48(05): 33-46.
- [25] 黎友焕, 王凯. 热钱流入对中国经济的影响及其对策[J]. 财经科学, 2011(03): 34-40.
- [26] 刘亚, 李伟平, 杨宇俊. 人民币汇率变动对我国通货膨胀的影响: 汇率传递视角的研究[J]. 金融研究, 2008(03): 28-41.
- [27] 廖信林, 王雪艳, 吴友群. 固定资产投资对中国经济增长的影响——基于供给侧改革背景[J]. 嘉兴学院学报, 2016, 28(05): 38-43.
- [28] 马宇, 郑慧. 新兴市场国家跨境资本流动异常的影响因素分析——基于 93

- 个新兴市场国家的样本[J]. 经济与管理评论, 2017, 33(06): 84-94.
- [29] 孟昊, 张焱天. 跨境资本流动异常预警模型与先导指标选择[J]. 统计与决策, 2021, 37(11): 134-138.
- [30] 明伟. 虚拟资本市场发展对货币政策效果影响探析[J]. 现代管理科学, 2010(07): 51-53.
- [31] 阙澄宇, 程立燕. 国际资本异常流动驱动因素的异质性研究[J]. 世界经济研究, 2020(10): 105-120.
- [32] 潘海英, 向鹏超. 影子银行体系发展对货币政策效果的冲击研究——基于信贷配给视角[J]. 河海大学学报(哲学社会科学版), 2017, 19(04): 47-53.
- [33] 邱嘉锋, 王珊珊, 侯庆志. 人民币汇率变动对中国经济增长的影响分析——基于进出口贸易和外商直接投资传导机制的视角[J]. 经济纵横, 2012(09): 31-34.
- [34] 邱雨薇, 秦博, 阮成. 国际短期资本流动、资产价格与货币政策独立性关系研究[J]. 武汉金融, 2015(04): 12-15.
- [35] 邵川. 热钱对货币政策的冲击及应对策略[J]. 中国管理信息化, 2009, 12(01): 41-44.
- [36] 石华军. 中国货币政策定向调控效果及影响因素分析——来自省级面板数据的检验[J]. 统计与信息论坛, 2018, 33(05): 25-32.
- [37] 王倩, 周向南. 中国跨境资金异常流动: 监测、驱动与对策[J]. 南京师大学报(社会科学版), 2016(04): 97-105.
- [38] 王治政. 通货膨胀惯性对货币政策调控效果有影响吗?[J]. 金融发展研究, 2019(08): 57-62.
- [39] 王玉华, 陈宝卫, 冯波, 杨钊. 我国利率、货币供应量对物价的传导效应研究[J]. 金融发展研究, 2013(11): 8-13.
- [40] 王桂梅, 程开明, 罗雨森. 知识产权保护对经济高质量发展的影响效应——基于面板分位数回归模型的实证检验[J]. 华东经济管理, 2021, 35(07): 66-74.
- [41] 项卫星, 王达. 国际资本流动格局的变化对新兴市场国家的冲击——基于全球金融危机的分析[J]. 国际金融研究, 2011(07): 51-58.

- [42]严宝玉. 我国跨境资金流动的顺周期性、预警指标和逆周期管理[J]. 金融研究, 2018(06): 22-39.
- [43]杨丹丹, 沈悦. 金融开放进程中的中国跨境资本流动风险预警研究——基于MS-TVTP模型的分析[J]. 国际金融研究, 2021(05): 76-85.
- [44]严佳佳, 吴江岑. 跨境资本异常流动下双支柱政策的有效协调[J]. 财经科学, 2021(04): 1-10.
- [45]闫晶. 我国资本外逃对经济增长的影响分析[J]. 现代商业, 2007(30): 224-225.
- [46]严佳佳, 吴江岑. 跨境资本异常流动下双支柱政策协调研究[J]. 金融监管研究, 2021(04): 19-35.
- [47]杨倩, 胡小文. 跨境资本宏观审慎政策对货币政策有效性的影响及其协调搭配研究[J]. 金融理论与实践, 2022(02): 20-31.
- [48]张荧天, 孟昊. 新兴经济体跨境资本异常流动动因研究[J]. 武汉金融, 2019(09): 28-34.
- [49]邹玲, 周陈曦. 货币超发导致居民消费物价上涨: 质疑与论证[J]. 中央财经大学学报, 2015(12): 48-56.
- [50]周燕军, 孙健. 解析次贷危机中美元升值之谜[J]. 经济研究导刊, 2009(29): 128-131.
- [51]张炜, 景维民, 姜旭男. 中国定向货币政策效果与货币调控方式转型[J]. 财经论丛, 2019(11): 51-60.
- [52]钟雅菁. 经济不确定性影响货币政策宏观效果的理论机制及经验检验[D]. 浙江大学, 2018.

## 后 记

时光飞逝，岁月如梭。想起三年前初到学校的那个踌躇满志的少年，再回顾这充实而又美好的三年学习时光，我感慨颇多。老师的金玉良言、诲人不倦；研友的互帮互助、缓急相济；家人的鼎力支持、裸抱提携。我也在美好的学习生活中，领悟到很多人生哲理。在毕业论文完成之际，我在此向所有关心我的人表示由衷的感谢。

首先，我要感谢我的导师。他治学严谨、一丝不苟。在教学、科研之余，指导我硕士论文的选题、整体框架、文字表述，甚至标点符号都悉心修改，沟通传授，对我论文的指导倾注了大量心血。同时，我也要感谢答辩组老师和授课老师们对我论文春风化雨般的指导和斧正。

其次，我要感谢所有同学。相遇即是缘分，和同学们在一起度过的丰富学习生活时光，是我收获快乐和真挚友情的美好时光。我要感谢大家在学习生活中对我的帮助，也祝愿你们美好的前程像明天的太阳，在万众瞩目下发光。

最后，我要感谢我的家人。学习生活总是有趣的，但我也经历过困难与彷徨。家人的鼓励让我在学习生活中坚定了那份执着。时光转瞬即逝，但您们的默默付出，是我心无旁骛学习生活的基础。

即将进入社会，我将继续践行在读研期间的所感所悟。不辜负国家对我们的支持，不辜负母校和学院老师的栽培，志存高远脚踏实地，以更加坚定的信念、以更加成熟的心态、以更加优质的品性，从奋斗中收获幸福，给身边人带来快乐。