

分类号 F831

密级 公开

U D C

编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 跨境资本流动对金融韧性的影响研究

研究生姓名: 陈天和

指导教师姓名、职称: 王霞 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融管理

提交日期: 2023年6月11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： 陈天和 签字日期： 2023年6月11日

导师签名： 谭 签字日期： 2023年6月11日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

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内容。

学位论文作者签名： 陈天和 签字日期： 2023年6月11日

导师签名： 谭 签字日期： 2023年6月11日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the Impact of Cross border Capital Flows on Financial Resilience

Candidate: Chen Tianhe

Supervisor: Wang Xia

摘要

经济全球化和金融国际化趋势的加强,让各种类型的跨境资本在国际间流动的自由度逐渐上升,从历史经验来看,跨境资本流入有利于东道国实体经济的生产经营,提高其技术与管理水平,同时,跨境资本流入也有利于国内金融市场的资金配置,从而促进东道国经济发展和金融进步,然而跨境资本的流动也具有消极影响,如果跨境资本流动规模上升、流动频率加快甚至无序流动,金融体系在资本流动风险冲击后恢复到正常水平的能力会受到影响,金融体系的韧性建设面临着考验,因此,在当前金融开放和经济金融环境不确定性上升的背景下,探究跨境资本流动影响金融韧性的理论机制,并提出相应的对策建议具有重要理论和现实意义。

本文首先梳理了相关文献,对跨境资本流动和金融韧性的概念进行界定,并总结了与金融韧性相关的理论,描述了样本经济体跨境资本流动的现状,然后分析了跨境资本流动对金融韧性的影响机制,并从防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力三个维度构建了总体金融韧性指标,最后实证研究了跨境资本流动对金融韧性的影响。实证结果表明:(1)跨境资本流动总体上能够提高一国的金融韧性,并主要通过提升一国金融体系的适应恢复能力和转换学习能力实现。(2)跨境资本流动对金融韧性的提升作用存在显著的经济体异质性。跨境资本流动对新兴经济体金融体系韧性的促进作用比发达经济体更大。(3)跨境资本流动对金融韧性的提升作用存在显著的结构异质性。跨境资本流入有利于增强金融韧性,流出不利于增强金融韧性,其原因可能在于跨境资本流入比流出带来的防御抵抗能力和恢复适应能力提升作用更大;跨境直接投资对金融韧性具有显著促进作用,而证券投资对金融韧性的促进作用不显著。(4)全球金融环境不确定性的上升会减弱跨境资本流动对金融韧性的促进作用。基于以上结论,本文提出了监测跨境资本流动、推进金融开放、深化金融改革等建议,希望为跨境资本流动风险防控和加强金融韧性的相关工作提供借鉴和参考。

关键词: 跨境资本流动 金融韧性 双向固定效应模型 异质性 调节作用

Abstract

The strengthening of economic globalization and financial internationalization has gradually increased the freedom of various types of cross-border capital to flow internationally. From historical experience, cross-border capital inflows are conducive to the production and operation of the host country's real economy, improving its technology and management level. At the same time, cross-border capital inflows are also conducive to the allocation of funds in the domestic financial market, thereby promoting the economic development and financial progress of the host country. However, cross-border capital flows also have a negative impact. If the scale of cross-border capital flows increases, the flow frequency accelerates or even flows out of order, the ability of the financial system to recover to the normal level after the risk impact of capital flows will be affected, and the resilience construction of the financial system is facing challenges. Therefore, in the context of the current financial openness and the rising uncertainty of the economic and financial environment, Exploring the theoretical mechanism by which cross-border capital flows affect financial resilience and proposing corresponding countermeasures and suggestions has important theoretical and practical significance.

This article first reviews relevant literature, defines the concepts of cross-border capital flows and financial resilience, summarizes the theories related to financial resilience, describes the current situation of cross-border capital flows in sample economies, and analyzes the impact mechanism of cross-border capital flows on financial resilience. The overall financial resilience indicators are constructed from three dimensions: defense resistance, adaptive recovery, and transformational learning ability. Finally, an empirical study was conducted on the impact of cross-border capital flows on financial resilience. The empirical results indicate that: (1) cross-border capital flows can generally improve a country's financial resilience, mainly through enhancing the resilience and transformational learning ability of a country's financial system. (2) There is significant economic heterogeneity in the enhancement effect of cross-border capital flows on financial resilience. Cross border capital flows have a greater promoting effect on the resilience of financial systems in emerging economies than in developed economies. (3) There is significant structural heterogeneity in the enhancement effect of cross-border capital flows on financial resilience. Cross border capital inflows are conducive to enhancing financial resilience, while outflows are not conducive to enhancing financial resilience. The reason may be that cross-border capital inflows have a greater impact on enhancing defense and resilience compared to outflows; Cross border direct

investment has a significant promoting effect on financial resilience, while securities investment has no significant promoting effect on financial resilience. (4) The increase in uncertainty in the global financial environment will weaken the promoting effect of cross-border capital flows on financial resilience. Based on the above conclusions, this article proposes suggestions for monitoring cross-border capital flows, promoting financial openness, and deepening financial reform, hoping to provide reference and reference for relevant work on risk prevention and control of cross-border capital flows and strengthening financial resilience.

Keywords: Cross-border capital flows; Financial resilience; Bidirectional fixed effect model; Heterogeneity; Regulatory effect

目 录

1. 绪 论	1
1.1. 研究背景与研究意义.....	1
1.1.1. 研究背景.....	1
1.1.2. 研究意义.....	3
1.2. 研究内容与研究方法.....	3
1.2.1. 研究内容.....	3
1.2.2. 研究方法.....	4
1.3. 文献综述.....	4
1.3.1. 资本流动的影响因素研究.....	4
1.3.2. 跨境资本流动规模测度的研究.....	5
1.3.3. 关于金融韧性的研究.....	7
1.3.4. 文献评述.....	9
1.4. 概念界定.....	10
1.4.1. 跨境资本流动.....	10
1.4.2. 金融韧性.....	10
1.5. 创新点与不足之处.....	11
1.5.1. 可能的创新点.....	11
1.5.2. 不足之处.....	11
2. 理论基础	13
2.1. 经济韧性理论.....	13
2.2. “不可能三角”理论.....	14
2.3. 金融脆弱性理论.....	16

3. 跨境资本流动现状分析	18
3.1. 跨境资本流动类型与测算	18
3.1.1. 跨境资本流动类型	18
3.1.2. 跨境资本流动规模测算	18
3.2. 跨境资本流动状况分析	19
3.2.1. 跨境资本流动的的总体状况	19
3.2.2. 跨境资本流动的构成分析	21
4. 跨境资本流动影响金融韧性的理论机制	24
4.1. 跨境资本流动对金融系统防御抵抗能力的影响	24
4.2. 跨境资本流动对金融系统适应恢复能力的影响	25
4.3. 跨境资本流动对金融系统转换学习能力的影响	27
4.4. 跨境资本流动对总体金融韧性的影响	28
5. 跨境资本流动影响金融韧性的实证分析	29
5.1. 金融韧性指数	29
5.1.1. 指标选取	29
5.1.2. 指标计算	31
5.2. 实证模型设计	32
5.3. 变量与数据的选取	33
5.4. 基准模型回归	36
5.5. 异质性分析	38
5.5.1. 经济体异质性	38
5.5.2. 结构异质性	40
5.6. 调节作用检验	43
5.7. 稳健性检验	44
5.7.1. 替换解释变量	44
5.7.2. 内生性问题处理	44
6. 结论与建议	46
6.1. 研究结论	46

6.2. 政策建议.....	46
6.2.1. 加强跨境资本流动管理.....	46
6.2.2. 有序推进金融开放.....	47
6.2.3. 深化金融改革.....	48
6.2.4. 提升人力资本，加强科研创新.....	48
参考文献.....	49
后 记.....	53

1. 绪论

1.1. 研究背景与研究意义

1.1.1. 研究背景

经济全球化推动了各种生产要素在各国之间的快速流动，各国之间的经济联系得到加强，这使得各国间资本流动速度逐渐加快，规模也逐渐增加。根据世界银行和国际货币基金组织的相关调查数据，全球跨境资本流动总规模 2005 年之后跨境资本流动规模开始快速上升，2007 年时达到峰值 30 万亿美元，2008 年受金融危机的影响急剧下降，之后呈现出上下波动的趋势，截至 2020 年底，流动总规模为 14.5 万亿美元（如图 1.1 所示）。为应对金融危机带来的经济发展受阻，美日欧等发达经济体扩大其资产负债表并实施多次的量化宽松政策以刺激和恢复经济，受此影响，大量的资金随着跨境资本流动进入各国金融市场，资本流动规模出现反弹现象。2020 年以来，美联储持续加息，由于美元的特殊地位，各国央行被迫实施相同货币政策，导致世界范围内的加息。加息间接提升美元指数，导致美元回流，流出国的本国货币遭遇大幅贬值，这种情况下，出于外汇安全考虑，流出国被迫加息以阻止资本外流，导致流出——加息的循环，世界范围内的加息使国际金融市场资产价格剧烈波动，资本的快进快出和大规模流动会对各国金融系统保持韧性形成挑战。

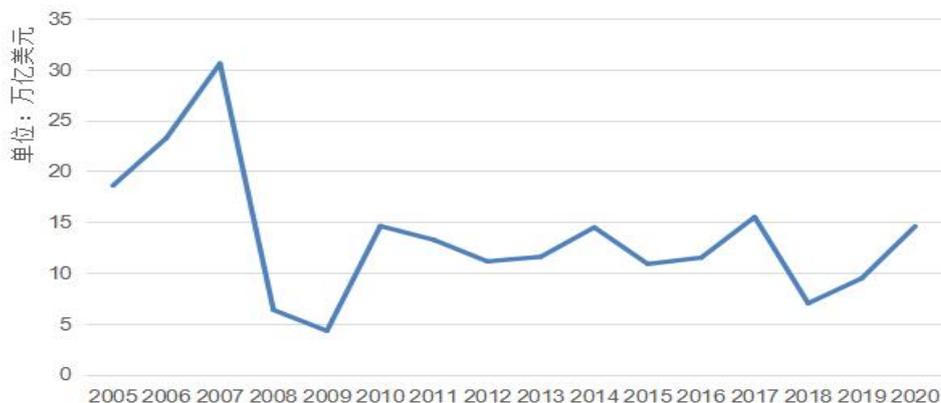


图 1.1 2005-2020 年跨境资本流动总额

资料来源：国际货币基金组织 IFS 数据库整理计算而得

在经济全球化和金融开放的背景下，跨境资本流动犹如一把“双刃剑”，会对世界各国的金融韧性产生正反两方面的影响，一方面，跨境资本流入影响金融系统的广度与深度，为东道国金融市场注入流动资金，这有利于资本市场融资活动的进行和实体经济的进一步发展，为东道国金融的发展提供重要动力支持，在此背景下，市场中的经济主体会接触到更多外部信息，从而提高自身学习能力，提升自身金融韧性。另一方面，各种快进快出的跨境资本会通过各种渠道给东道国的金融体系稳定带来不确定因素，国际直接投资的利润汇回和间接投资的投机性特征可能会加重金融体系的脆弱性，削弱金融体系承受风险和抵抗风险的能力。Yang 等（2019）在研究中发现，金融自由化背景下，资本流动的投资组合资金出现资本外逃的概率更大，对金融安全构成严重威胁。为应对外部冲击，我国在防控金融风险方面的工作在不断探索与改革。国际金融监管机构在亚洲金融危机后提出了金融部门评估规划，意在通过对金融风险进行科学评估，以降低金融危机发生的概率。2009 年底，我国金融部门启动评估相关工作，2012 年成功完成此项工作。2017 年，国务院金融稳定发展委员会正式成立，统一筹划金融改革发展与金融监管工作。党的十九大提出打赢包括防范化解重大风险在内的攻坚战，而防范化解重大风险的重点就是化解金融风险，增强金融稳定性和韧性，在政府金融工作的统筹下，防范化解金融风险收获良多：限制了金融资产盲目扩张、推进了不良资产认定和处置工作、遏制了房地产金融化泡沫化趋势。2023 年，国务院在原来的基础上成立了中央金融委员会，统一部署金融工作，以维护金融安全、防范金融风险。国际方面，基于金融危机的教训，国际监管机构都提出了提升金融韧性的目标，加强金融韧性越来越成为各国防范金融风险的共识。

因此，金融韧性问题不仅关系到金融安全问题，也是当前各国金融监管锚定的重心，关系到金融发展的全局。无论是理论层面还是实践角度，都需要探查跨境资本流动对金融韧性的作用。在各国监管机构都重视金融韧性发展的背景下，跨境资本流动对东道国的金融体系究竟会产生何种影响，对金融韧性起到增强的作用还是削弱的作用，是一个值得深究的问题。探究跨境资本流动对金融韧性的影响，有利于理性认识跨境资本流动的两面性，也有利于为提高金融韧性提供理论支持。

1.1.2. 研究意义

1.理论意义

无论是亚洲金融危机还是 2008 年全球金融危机，跨境资本均扮演着重要角色，这表明金融危机与跨境资本流动二者之间存在着紧密的联系。通过跨境资本流动对金融韧性的理论研究和实证研究，为跨境资本流动与金融韧性问题的分析提供了有效的分析范式。

2.现实意义

结合当前经济全球化和资本流动趋势，围绕监测跨境资本流动、推进金融开放和金融改革等方面提出防控跨境资本流动所带来的风险和加强金融韧性的政策建议，具有一定的现实意义。

1.2. 研究内容与研究方法

1.2.1. 研究内容

本文基于已有研究，在经济全球化、金融危机频发和全球经济发展不确定性上升的背景之下，提出了防范资本流动带来的风险、加强金融体系韧性的目标。结合金融韧性的特征，构建金融韧性的指标体系和计算模型。选取抵御能力、适应能力和学习能力三个维度的 12 个指标，通过熵权法计算出 56 个经济体的金融韧性，然后通过双向固定效应模型实证分析跨境资本流动对金融韧性的影响。

第 1 章为绪论，包括本文研究背景和研究意义、研究内容和研究方法、文献综述、创新点与不足之出以及相关概念界定等内容。

第 2 章为本文理论基础，分别对经济韧性理论、不可能三角理论和金融脆弱性理论进行了较为详细的阐述。

第 3 章描述了跨境资本流动的现状，内容包括跨境资本流动的类型和测算，以及近年来资本流动的特点。

第 4 章为跨境资本流动影响金融韧性的理论机制，从金融韧性的三个特征即防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力等方面展开论述，分别分析了跨境资本流动对金融韧性的防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力的影响，并

在此基础上提出跨境资本流动对总体金融韧性的影响。

第 5 章为跨境资本流动影响金融韧性的实证分析,选取了 56 个经济体 12 年的跨境面板数据进行分析,并进行异质性分析与调节作用检验。

第 6 章为本文结论与政策建议,本部分对文章的实证分析结论进行总结,并在此提出相对应的政策建议。

1.2.2. 研究方法

(1) 指标体系评价法

通过文献梳理,发现现有文章中所用到的指标评价法主要包括主成分分析法、层次分析法和熵值法等方法。本文主要采用方法的是熵值法,对包含多个指标的数据降维并客观赋予各指标权重进行综合计算,得出金融韧性指数。

(2) 理论与实证相结合方法

本文在已有经济韧性和金融韧性的文献基础上,总结得出金融韧性的内涵与特点,进而建立合理、科学的指标体系并进行计算,通过与跨境资本流动的后续相关分析,来验证理论的合理性。

(3) 定性与定量分析相结合方法

本文通过对文献的阅读与梳理从而总结出金融韧性的定义与特征的方法属于定性分析,计算金融韧性时指标权重的计算和相关统计学计算属于定量分析。

1.3. 文献综述

1.3.1. 资本流动的影响因素研究

现有文献对跨境资本流动的影响因素研究,主要包括汇率、资本账户开放和利差等三方面。李聪和刘喜华(2021)通过实证研究发现汇率变动、跨境资本流动和金融稳定三个变量之间存在非线性效应和异质性,在短期内,汇率的贬值会引发跨境资本流出现象出现,长期内,汇率贬值导致的跨境资本流出现象逐渐消失,并且在一定情况下会使得跨境资本流入。Kodongo 和 Ojah(2013)使用九个国家的年度数据分析了汇率与跨境资本流动之间的因果关系,发现实际汇率变动会导致跨境资本流动,本国货币贬值会使得国际收支状况得到改善。芦东等

(2021)认为当全球市场规避风险时,浮动汇率制的稳定作用将失效,中间汇率制对总资本流入会起到缓冲作用,当风险较低时,浮动汇率制对跨境资本具有稳定作用。Mercado 和 Park (2011)在研究中发现汇率变动作为内生因素对跨境资本流动的影响非常明显。Neumann 等(2009)通过研究发现,在资本账户开放度不一致的情况下,不同类型的跨境资本会有不一样的影响,资本账户开放对证券投资的影响不显著,但外国直接投资显著。马理和李厚渊(2019)通过实证研究发现资本账户的开放对跨境资本流动存在异质性,资本账户开放会对新兴经济体的FDI和FPI产生显著影响,而对发达经济体来说不明显。Tahsin 和 Sun Tao(2012)通过研究发现资本账户开放会使金融部门资本充足率下降,同时促进跨境资本流动。赵先立(2021)运用面板平滑转换模型研究了国际资本流动的动因及影响,结果发现随着金融发展深度的改变,以资本账户开放度为代表的各类因素对跨境资本流动影响的深度和广度表现为非线性特征和异质性特征。

1.3.2. 跨境资本流动规模测度的研究

通过现有文献对跨境资本流动规模的测度方法梳理,发现主要包括四种方法,即直接法、间接法、Cline法和混合法。

首先,直接法就是用金融账户中的各项目之和或之差来表示跨境资本流动,该方法由Cuddington和Vinals(1986)首先提出,测度方法为误差遗漏与私人非银行部门流入之和,后来的文献在此基础上进行进一步地拓展。在求和方面,张明和肖立晟(2014)在计算时认为总资本流动等于直接投资、证券组合投资和其他投资的流入额之和。Sabuga和Shirakawa(2020)在研究对美国非常规货币政策对相对波动的资本流入菲律宾产生的动态影响时,使用证券投资组合和货币市场衡量资本流动。阚澄宇和孙小玄(2022)用总资本、直接投资、证券投资和其他投资的流入流出和净流入额来表示跨境资本流动规模,Kenza和Rachel(2022)在研究新闻、情绪和资本流动的关系中用资本流入与流出进行对资本流动规模进行衡量。在求差方面,主要分为金融账户下资本流入与流出之差即净资本流动和银行结售汇下资本和金融项目差额代表资本流动规模。选择净资本流动方法好处在于可以探索其动态的变化特征,全面衡量经济体储蓄与投资的缺口,张原劼和施建淮(2020)研究银行业跨境资本流动波动对企业投资决策的影响时,选择银

行业净资本流入这一指标衡量跨境资本流动规模，陈中飞等（2021）和谭小飞等（2021）在测度时也用了此种方法，Rob 和 Andros（2021）在研究不同类型资本流动与国际竞争力的关系时选择了使用人均外国直接投资净额与每 GDP 单位的债券量来衡量跨境资本流动的规模。李文乐（2020）从银行结售汇这一角度测度跨境资本流动规模，具体来说，其根据直接投资和间接投资二项之和的结售汇差额进行计算，间接测度了资本流动规模，当测度结果值为正，则表明跨境资本流动状态为净流入，反之，表明跨境资本净流出。而选择结售汇这一指标的好处在于，该指标不受克莱因法数据固有的可得性与准确性缺点的影响，在后续的计算以及表达含义上可以更加简洁。金政和李湛（2022）在测度跨境资本流动规模时采用经济权益项下银行代客业务中的结售汇净值这一方法进行计算，这一方法的好处在于可以将文献研究使用指标中与金融资产价格相关性较低的指标删除，如资本转移和跨境信贷等项目，在剔除这些指标后所得到的跨境资本流动规模会更加准确。

另一种计算方法是间接法，即通过外汇储备增加值减去国际收支平衡表中的某些项目进行计算，这种方法主要是计算短期跨境资本流动规模，该方法最初由世界银行在 1985 年提出，具体计算方式是外汇储备规模增加值-经常项目顺差-国际直接投资-外债增加值，后来的文献在此基础上进一步改进。陈锐和李金叶（2022）在测度跨境资本流动规模时的方法为外汇储备增量减去贸易顺差减去外商直接投资来表示短期资本流动规模，文献认为世界银行的方法虽然测算间接投资有粗略之处，没有删除投资收益和汇兑收益，但是最终结果可以良好地反映跨境资本流动的大致走势，邵金怡和吴涛（2022）在测度短期跨境资本流动规模时考虑到数据的可得性和计算的简洁性也用了上述计算方法。花秋玲等（2021）在测度月度短期资本流动规模时使用的公式为外汇储备月度增加值-进出口贸易差额-FDI 净流入，并将计算结果除以 M2，得到最终结果。

Cline 法与间接法一脉相承，是对间接法的补充完善，最初由 Cline 于 20 世纪 80 年代提出，Cline 在计算资本外逃时，没有包含外商直接投资的再收益，同时，经常项目中的旅游和进出口贸易收入也不包含在其中。Cline 的测算公式为：FDI 流入净值+外债流入值-外汇储备增加值-经常项目逆差-旅游和进出口贸易收益-其他资本收益。

混合测算法综合了直接法与间接法，并将资本外逃划入计算范围，混合法将直接法计算的资本流动规模视为下限，将间接法计算资本流动规模视为上限，虽然其计算结果在某种程度上来说进行了平衡，但是缺乏理论支撑，现有文献在计算时使用此方法的甚少。

1.3.3. 关于金融韧性的研究

2008年金融危机之后，金融韧性在各经济体出台的政策和制定的相关文件中被提及的次数越来越多，逐渐成为经济体监管当局所关注的重点所在，尽管如此，巴塞尔委员会等国际监管组织和各经济体的监管部门却没有给金融韧性下一个标准的定义，对如何加强金融韧性和进行相应的改革仍处于鸿蒙初辟，其探索之路还很长。与金融韧性相比，经济韧性的相关学术研究更早，研究成果也更加丰硕，这可以为金融韧性的研究提供较高的价值。“韧性”一词最初由 Aura 等(2002)从生态学引入经济学领域，当时研究经济韧性的重点还是在韧性这两个字上，简单地认为经济韧性就是面对外部风险冲击时的抵御和恢复能力。在经济韧性理论不断完善发展过程中，Martin (2010)从四个方面更加详细和全面地阐述了经济韧性的概念，即经济体系防御抵抗风险的能力、在受到风险冲击后的恢复适应能力、对遗留信息的接受能力和之后经济体系改变以往增长方式同时进行学习以寻求崭新路径的能力。

在经济韧性研究成果丰富的情况下，关于金融韧性的研究也逐渐兴起。现阶段对金融韧性的研究主要包括金融韧性定义、金融韧性测度和跨境资本流动对金融韧性的影响等方面。

首先，关于金融韧性的定义，李彤玥和朱太辉(2019)在研究中指出金融韧性是金融体系的系统性风险应对能力，也是金融体系防范外部冲击、维持金融功能和改革转型的能力。汤淳和刘晓星(2022)认为金融韧性应包含且不限于金融系统在不改变结构和功能前提下吸收冲击的能力、受到冲击后的反弹能力和资源重新配置后发展新增长路径的能力。Ammerman (2017)在研究家庭资产结构和金融韧性时，将金融韧性定义为在面临外部风险冲击时，具有吸收和应对金融冲击的能力大小，以及利用各种方法进行更新迭代的能力。

其次，在测算金融韧性方面，并无官方给定的数据，现有文献主要在结合金

融韧性特征的基础上运用多种子指标合成金融韧性指数。汤淳和刘晓星（2022）使用资本市场、货币市场、外汇市场和大宗商品市场中的多个指数并运用时变增广因子向量自回归模型测算了中国金融市场的韧性。宋玉茹（2022）从抵御、恢复、适应和创新四个方面选取 16 个相关指标，利用主成分分析法测算了中国的区域金融韧性。曹强等（2021）从防御能力、适应恢复能力和转换学习能力三个维度利用熵值法测度了中国的金融韧性指数，指标主要涵盖了证券市场、金融机构和第三产业情况等方面。

最后，在资本流动对金融韧性的影响方面。现有文献认为跨境资本流动对跨境资本流动对金融韧性存在正反两方面的影响。正面影响方面，Wójcik 和 Cojoianu（2018）在研究中指出，全球金融危机与跨境资本流动存在着相关关系，伴随着资本市场力量的增长和跨境资本的流动，金融体系的风险增大最终将可能导致金融危机，面对金融危机，金融体系韧性受到了较大冲击，在需求低迷和成本削减的压力下，金融韧性的转换学习能力发挥作用，表现在企业重组、价值链优化、市场重新定位和创新改革等方面，受此影响，金融韧性上升。马语键（2022）通过测算中国 30 个省份 2007 至 2019 年的区域跨境资本流动规模和金融韧性指数，并运用 SDM 模型进行实证分析，结果发现跨境资本流动的规模和经济发展水平相匹配，金融韧性指数波动明显，实证结果表明，跨境资本流动虽然会降低流入省份的金融韧性，但是会提高本地区外周边地区的金融韧性，因此，跨境资本流动对金融韧性的影响从总体来看是一种提高的作用。在 2008 年全球金融危机后，巴塞尔银行监管委员会发布了《巴塞尔协议III》（BCBS,2011），此次协议总结了以前的监管经验，发现面对资本流动等外部风险冲击，银行通过提高银行资本金、提高风险覆盖率、限制杠杆，改善了银行体系的稳定和韧性。负面影响方面，王金明和王心培（2022）使用 PSTR 模型检验了跨境资本流动对银行业风险承担的影响，发现跨境资本流出会对银行的风险承担造成抑制作用，随着资本充足率的上升，跨境资本流出的负向效应逐渐上升。李旭东（2019）在研究中指出，资本流出量和金融稳定性存在正相关性。短期来看，资本流出量增加对金融稳定影响较小，但长期会降低金融稳定性。在跨境资本流动对金融韧性的影响渠道方面，主要通过直接投资和证券组合投资来影响。顾月（2017）在研究中发现，在不同类型的跨境资本流动中，直接投资的净流入将通过提升实体经济的发展实

力,从而间接增强金融体系的抗风险能力和韧性。而短期跨境资本流动则会通过金融机构和金融市场中的各种传导机制对金融系统造成冲击,大规模短期资金的净流入将增加市场货币供应量,引发金融机构追逐高收益但伴随着高风险的行为,从而助长资本市场的投机行为并形成泡沫,在大规模流出时造成负面影响,削弱金融稳定与金融韧性。钱晓霞(2018)研究了资本账户开放进程下跨境资本流动对金融体系的影响,分别阐述了跨境资本会通过直接投资和证券投资影响金融体系下的金融机构、金融市场和资产价格,资本流动逆转时,适应恢复能力不足会对金融市场的韧性产生破坏作用,跨境资本流动逆转还会加大股票等金融资产价格的波动,造成金融市场适应能力下降,降低金融韧性。高洁超等(2021)在研究跨境资本流动、金融稳定和经济增长的时变关系时,发现跨境资本流动通过证券投资对金融产生影响,M2从间接渠道对金融体系产生影响,短期资本流入虽然有利于金融体系的流动性的提升,但从中长期来看,其对金融稳定的促进作用却逐渐降低。

1.3.4. 文献评述

综上所述,国内外的大量学者在跨境资本流动的影响因素、跨境资本流动的测度和金融韧性等方面展开了深入的研究,这些研究成果为当前金融韧性问题和学术研究提供了比较丰富的经验结论与理论基础,为本文研究变量的选取提供了具有价值的借鉴,但是跨境资本流动对金融韧性的相关研究相对有限,从国内到国外,研究内容较少,在已有研究中还存在着一些不足之处:第一,大多数学者都是基于某个行政区、地区和国家的个体数据进行研究,覆盖面小,代表性不强,难以真正表现较大范围内跨境资本流动对金融韧性的影响,具有一定的局限性;第二,较少的学者对经济体异质性给予关注,未将其进行对照并纳入实证模型进行深入研究,在跨境资本流动对金融韧性的影响中,不同发展水平的经济体和不同类型的跨境会影响金融韧性,所以,进行异质性的相关研究也是非常必要的。

1.4. 概念界定

1.4.1. 跨境资本流动

国际资本流动开始于第一次工业革命后的英国，以第二次工业革命的结束为标志，跨境资本流动的规模、速度和方式进一步发展，这对世界各国经济和金融产生了较大影响，20世纪80年代后期，国际资本流动对各国经济和金融的影响受到各界学者的关注，但关于跨境资本流动的概念尚不统一，学术界现在一般按照流动时间、动因和流动性进行划分定义。第一，若按照流动时间划分，则流动期限在一年之内的被划分为短期跨境资本，一年以上的被划分为长期跨境资本。第二，若按照动因划分，以稳定投资收益为目的的被划分为长期跨境资本，以短期内高收益并能完成资本流动逆转为目的的被划分为短期跨境资本。第三，若按照流动性进行划分，流动期限在一年之内并且能轻松完成资本流动逆转的被定义为短期跨境资本，在一年之上流动性较弱或改变资本流动方向困难的被定义为长期跨境资本。

综上所述，根据跨境资本流动的现有研究，本文将跨境资本流动定义为资本所有者出于政治或经济目的将其资本投资于本国以外而发生的资本国际转移，类型主要包括外国直接投资和证券投资。

1.4.2. 金融韧性

韧性一词本来源于自然科学，后来有学者将其引入社会科学领域，与经济学结合后，产生了经济韧性理论，在经济韧性理论发展较为成熟的背景下，金融韧性的研究方兴未艾。结合现有国际监管机构和各国金融监管机构的政策，在本文梳理理论的基础上，将金融韧性定义为金融体系在对外部冲击时有效吸收风险并正常发挥金融功能和进行改革转型的能力。金融韧性包括防控风险和应对风险的阶段，也包括改革创新和学习反思的阶段，前阶段的目的主要是维持金融体系的稳定，后阶段的目的主要是通过从风险冲击中正确反思和改革，打造一个更具有风险吸收和应对能力的金融体系，提升金融韧性上限。

在资本流动带来的金融风险来临前，经济体的金融韧性决定于金融系统的稳

定性和从上次风险冲击中吸取经验进行学习创新和改革转型的能力，在该阶段，金融韧性的主要功能表现为保持经济体金融系统的稳定性。在风险来临时，风险冲击对金融体系产生影响，经济体金融韧性的主要功能就从防控金融风险转变为恢复金融系统到良好水平。金融系统发挥功能的最终目标就是服务于实体经济，促进实体经济的良好发展，因此，在此阶段金融韧性的表现为在保持自身系统稳定的同时，为实体经济合理配置各种资金，提供金融服务和金融产品，助力实体经济投资发展。最后阶段是风险冲击之后经济体的学习转换能力，这决定了金融韧性的未来发展程度。只有从应对和防控风险的实践中不断进行学习改革，不断改进金融体系的发展理念和经营方式，解决各种重大问题、解决金融发展中的矛盾，才有可能促进金融体系良性发展，从而提升金融韧性。

1.5. 创新点与不足之处

1.5.1. 可能的创新点

本文旨在研究跨境资本流动对金融韧性的影响，可能的创新点如下：

第一，与以往研究中主要将金融韧性视同于金融稳定不同，本文基于金融韧性的三个特性，即防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力，并结合当今世界各国金融体系特征，选取了 12 个相关指标，采用熵值法测度了金融韧性，更准确地反映了金融韧性的内涵，也符合当前金融风险防控的趋势和潮流。第二，探讨了跨境资本流动对金融韧性的理论机制，并选取了在跨境资本流动规模方面流动规模较大且具有代表性的 56 个经济体的数据进行了实证检验，进一步揭示了跨境资本流动对金融韧性的影响路径及每个路径的影响程度。第三，区分经济体及跨境资本流动的性质及特征，进一步检验了跨境资本流动对金融韧性及各路径的影响，为不同经济体如何积极融入国际金融体系、防范外部输入型金融风险提供了依据。

1.5.2. 不足之处

现有阶段关于金融韧性的研究还处于初辟阶段，学术界对于金融韧性的定义和计算方法存在差异，尚未形成统一观点。因此本文对于金融韧性的概念界定和

计算方法还不能当作一个统一使用标准。再者，由于本文选取的各经济体金融体系发展水平不一，囿于作者水平有限，形成金融韧性指标的子指标选取虽然在最大程度上参考了现有文献，但可能遗漏其他指标，最终计算结果与实际情况可能存在差异。

2. 理论基础

2.1. 经济韧性理论

经济韧性理论中的“韧性”一词，最早应用于自然科学中的物理学和材料学，用以反映材料在变形和破裂情况时吸收能量的能力，韧性与材料发生变形和破裂存在负相关关系。在由 Holling 将其概念与生态学科结合后，逐渐扩展到其他学科领域的研究应用之中，后被引入到经济学领域，逐渐与经济韧性与金融韧性相融合。现阶段，Simmie 和 Martin（2010）关于经济韧性理论的研究成果比较成熟，学术界的接受度也较高。该理论提出经济韧性自适应周期，主要包括了开发、保护、释放、重组等阶段，经济韧性周期有两种循环模式：一个模式与特定经济结构和增长路径的出现、发展和稳定有关，另一个模式与该结构和增长路径的最终僵化和衰退以及开辟新的潜在活动和开发增长来源有关。在开发阶段，随着新的当地产业利用比较优势和各种外部本地化经济，区域增长得到发展，生产、人力和知识资本得到积累。然而如果这种增长路径一直延续下去，区域经济间各单位的联系也会提高，发展模式将会越来越受限，应对风险冲击的防御能力将会不足。因此，如果发生风险冲击，结构性衰退和增长动力的丧失可能会随之而来。随着当地企业发展陷入停滞，或离开当地，或停止营业，造成连通性程度下降，本地化的经济的集聚影响力将会大幅下降，旧的生产模式和制度形式瓦解，资源得到释放，这为第二次释放—重组循环开辟了可能性，其特点是创新、实验和重组，因为新的经济活动开始出现，各种资源的连通性低，创造新道路潜力高，发展轨迹开放，因此复原力高。随着新活动、新技术的特殊形式开发，新的比较优势发展，新一轮区域增长和积累开始。

经济韧性理论指出了经济系统在风险冲击过之后出现的四种可能性情况：第一是经济系统在风险冲击后恢复到冲击之前的产出，并在此基础上保持稳定；第二是区域经济系统在风险冲击后不能马上恢复到原有的增长路径，只能在低于原有产出水平上增长，此时依然可以保持经济系统的正常工作；第三是经济系统在受到冲击后不能恢复到之前的增长路径，而且经济系统的功能将会丧失，难以为继，经济系统的正常运转都会很困难；第四是区域经济系统在风险冲击后进行学习和反思，通过改革创新恢复到原有的产出水平，并在此基础上走上更高水平的

发展道路。

综上所述，面对跨境资本流动等外部风险冲击对经济系统产生的影响，产生四种可能的结果，如图 2.1 所示。其中，(a) 代表经济系统在冲击后恢复到原有的稳定增长轨道；(b) 表示经济系统在经济危机之后恢复到原来的稳定增长轨道。

(b) 和 (c) 表示经济系统在冲击后未能恢复以前的稳定增长路径，而是停留在较差的路径上，面临着自身经济结构与功能的衰退，(d) 表示经济系统从冲击中恢复并采取改善的增长路径。

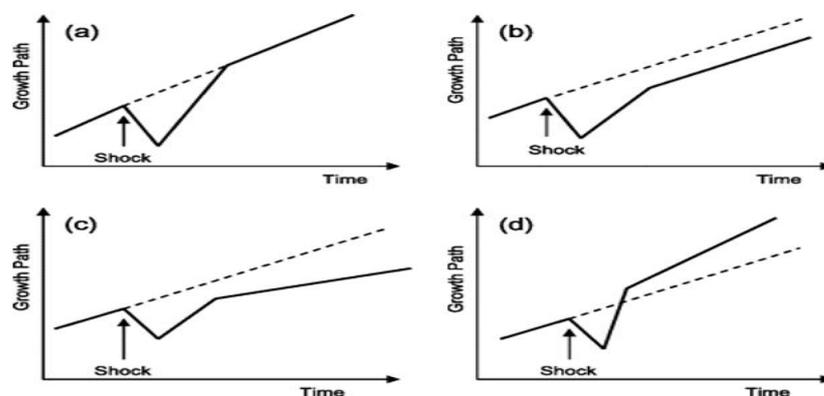


图 2.1 区域经济对重大冲击的典型反应

2.2. “不可能三角”理论

克鲁格曼在蒙代尔-弗莱明模型的基础上提出了不可能三角理论，用一个简单的几何三角解释了其基本原理，如图 2.2 所示，三角的三个顶点代表着不同的三个要实现的政策目标，即资本的自由流动、稳定的汇率和自主的货币政策，三角形的三条斜边则表示为了达到相邻两个顶点所代表要实施的相关政策目标，不可能三角理论认为，在经济体内，政府不可能同时实现三角所表示的相关政策目标，最多同时实现其中的两个，如果要想实现三角形相邻两个顶点的目标，就要放弃对角的顶点，从理论上讲，“不可能三角”理论可以解释跨境资本流动对金融系统的影响。

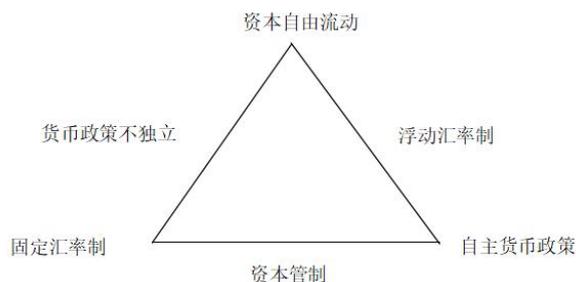


图 2.2 不可能三角示意图

1997 年，亚洲金融危机爆发，东南亚各个国家的金融体系均受到不同程度的影响，这些国家原来实行的是固定汇率制，且国内的利率持续高于美元，同时又实施了独立的货币政策。固定汇率制度使汇率风险不存在，高利率意味着投资的高回报，因此，大量的国际资金涌入国内市场，国内的杠杆投资迅速上升，经济繁荣现象开始出现，但是当这些经济体的对外贸易形势变差时，资本便会迅速逃离，从而成为金融危机爆发的导火索。受到影响的国家一开始会维持固定汇率，但是，当外汇储备耗尽后只能放弃固定汇率，实行浮动汇率制，这种情况下只有选择资本的自由流动和独立的货币政策。这些受到风险冲击的国家一开始不让汇率贬值可能是为了维持市场信心，以防止汇率的快速下跌引发金融危机进一步加重，尽管这种选择结果与政策制定者所想存在差异。然而，如果初始就让汇率随市场供求而变动，那么受到风险冲击后货币的贬值趋势就会不可避免，但理论上来说飞速下跌的汇率到达一定程度时有利于阻止资本外流，因为汇率大幅贬值会急剧减少外资收益而使资本外逃的欲望下降，但现实情况资本外流是恐慌性的，羊群效应表现十分明显，很难真正止住，金融风险冲击前，跨境资本流入时会有短暂的经济繁荣，“不可能三角”似乎成为了“可能的三角”，这是因为整个宏观经济形势明朗，引导了良好的市场预期，因此高利率水平才得以维持，然而，在资本流出阶段“不可能三角”却再次得到验证，处在金融危机中的国家在外汇储备被耗尽后都逐渐实施浮动的汇率制度，这一现象又被称作“固定汇率的幻象”。

在全球化趋势不可逆转的情况下，跨境资本流动规模上升、范围扩大，随着各经济体资本账户开放进程加快，对经济体金融系统产生的影响将会越来越大，因此，如何在三角中选择正确合理的政策，关系到金融系统的安全。总的来说，一国有三种选择可供参考：第一，自主货币政策与固定汇率制度，则不能保持资本自由流动。选择此种政策的后果是监管当局实行资本管制，以牺牲跨境资本自

由流动为代价保持汇率稳定与自主制定货币政策，从而维持金融稳定，避免金融风险。目前中国、印度和阿根廷等国家都选择了第一种政策搭配，着眼未来，资本账户开放是大势所趋，而货币政策独立性关系到国家金融安全，所以，汇率市场化会是未来金融改革的方向。第二，固定汇率与资本自由流动，在此种政策搭配下，要放弃自主货币政策。根据 M-F 模型，资本自由流动时，如果实施固定汇率，货币政策无效。目前，实施第二种政策搭配的典型代表是欧洲货币联盟组织。第三，自主货币政策与资本自由流动，则不能固定汇率，而是实行浮动汇率制。这种政策搭配主要适用于金融市场发展程度较高的国家，即发达经济体，例如美国、日本和加拿大等国家。

2.3. 金融脆弱性理论

“脆弱性”一词发端于 20 世纪 70 年代关于生态学领域的研究，之后与其他学科相融合，应用于灾害学、经济学等学科领域。金融脆弱性定义可以分为狭义与广义，狭义定义为以银行业为代表的金融机构高负债经营和流动性错配所带来的风险积聚隐患，广义定义为金融市场因融资活动而引发的风险积累。对金融脆弱性的相关研究大体可分为两个时期，第一阶段研究的主要对象是货币与金融体系，Marx 认为货币在一开始就具备脆弱性，具体表现在货币流通手段和支付手段。Fisher 从金融体系和经济周期方面解释金融脆弱理论，在总结已有研究成果的基础上，认为金融脆弱性和经济周期的关系十分密切，更与过度债务承担直接相关：在经济繁荣时期，高收益诱使企业扩张投资，而投资所需要的资金主要是以债务融资方式进行，同时银行业金融机构对未来经济发展的信心增强，从而增加贷款发放。当企业的债务过多且自身的所有资产都不能来偿还到期债务时，将会出售手中的商品获得资金以偿还债务，当市场上的企业都采取此种措施，结果就是物价下跌。通过偿还或有债务，企业账面债务会有所减少，然而由于流动性缩紧，其债务的实际价值会增加，负债不减反增，因此，企业会以更加便宜的价格和更多的数量的出售生产的商品，债务——通缩循环由此展开。在整个循环中，企业债务偿还的速度恒低于其债务价值增长的速度，导致债越还越多，只有当负债被大规模的企业强制性削减，通缩方会停止，经济周期方能正常循环。

第二阶段的金融脆弱性理论主要从信贷市场出发，代表人物是 Minsky 和

Kregal。Minsky 对宏观经济周期进行了仔细分析后，认为长期经济繁荣必然伴随着金融风险。在借贷市场中，借款企业大概分为三种，第一类是抵补性企业。此类企业的未来收入规模大于债务规模，并且债务规模比收入现金流小。因此，如果此类企业要进行债务融资，其自身收入可以完全满足现金支付。第二类是投机性企业。此类企业的未来收入规模大于债务总规模，然而在进行借款后的短时间内，其未来收入是小于债务本息的。所以，第二种企业存在负债敞口，为了清偿债务，或选择重组债务结构，或选择变现资产。投机性企业依靠借旧还新和滚动债务而生存，其典型代表是政府和银行，若过度依靠债务融资，用未来不确定的资金来源清偿债务，就是一种投机行为。第三类是庞氏企业。此种企业在整个金融市场上最脆弱，庞氏性企业将融资资金投入那些回收期较长的项目中，短期内企业流动性差，不能应付到期债务，长期项目收益也会在未来不确定环境下变得不可预知，为了支付即将到期的债务，则庞氏性企业必须变现资产或不断发债的方式进行应对，这类企业的预期收益需要长时间积累才能成功获取收益。在经济繁荣的环境下，高利润诱导大规模投资，金融机构的贷款条件会变得宽松，融资企业在这种背景下会提高自身的债务。因此，在经济繁荣的条件下，将会有更多企业依靠风险较高的债务融资，其中以投机性和庞氏性为代表。经济周期在繁荣后必将历经衰退，此时如果企业出现信贷问题，无法按期偿还债务，将导致债务延期甚至破产清算，这种金融风险还会跨机构传染，造成更大危害。

3. 跨境资本流动现状分析

3.1. 跨境资本流动类型与测算

3.1.1. 跨境资本流动类型

本文根据现有文献的划分标准，再结合国际货币基金组织的划分标准，将跨境资本流动分为直接投资与间接投资，其中，直接投资为国际直接投资，间接投资为国际证券投资。归类理由是国际直接投资的流动性和投机性与间接投资相比较低。

国际直接投资是一国投资者通过在本国之外开办企业并获得该企业经营权或管理权的一种投资形式，具体形式包括以下几种：在本国之外的其他国家增设附属机构或子公司；采取多方合作的形式在投资目标国家或地区设立合资企业；收购外国企业同时持有该企业一定数量的股权。

国际证券组合投资是投资者以获得利润为目的，在各国资本市场中购买各种有价证券的行为。国际证券组合投资特征包括：投资者购买市场上有价证券的目的是为获得本息收益、买卖价差；国际证券市场上所发行的有价证券，是一种对外负债；证券市场上所发行的有价证券在二级市场可以自由转让买卖，流动性强。

3.1.2. 跨境资本流动规模测算

根据前文分析，现有文献对资本流动的测算方法主要有直接法、间接法、Cline 法与混合法，其中，Cline 法是对间接法的改进，混合法在现有文献中所运用的较少，因此总体来看应用性较强的是直接法和间接法。直接法的计算公式：误差遗漏项+非银行短期资本流入，随着时代的不断变化，公式在此基础上不断更新，后来还加入了国际证券组合投资。间接法以外汇储备规模为基础，在此基础上减去国际直接投资净值和进出口贸易顺差。本文所测算的跨境资本流动种类包括国际直接投资与国际证券投资，因此使用直接法比较合适。在数值方面，总值反映了一定时期内跨境资本流动的总规模，净值不仅反映了规模，还可以探索其动态的变化特征，全面衡量经济体储蓄与投资的缺口。因此，本文选择金融账

户净值衡量跨境资本流动规模，为消除经济体经济基本面对跨境资本流动的影响，更准确地测度资本流动对经济体金融韧性的影响，将资本流动净值除以当期 GDP 作为资本流动的最终指标。

3.2. 跨境资本流动状况分析

20 世纪 80 年代，金融自由化政策风靡一时，跨境资本流动受此影响突破国境限制、向境外流动的趋势也越来越明显。本文选取全球 56 个经济体^①为研究对象，所选取样本国家的经济总量占到全球经济总量 75%以上，具有良好代表性，本章以跨境资本流动净值作为资本流动额计算方式，包括直接投资和国际证券组合投资两部分，进行现状分析。

3.2.1. 跨境资本流动的的总体状况

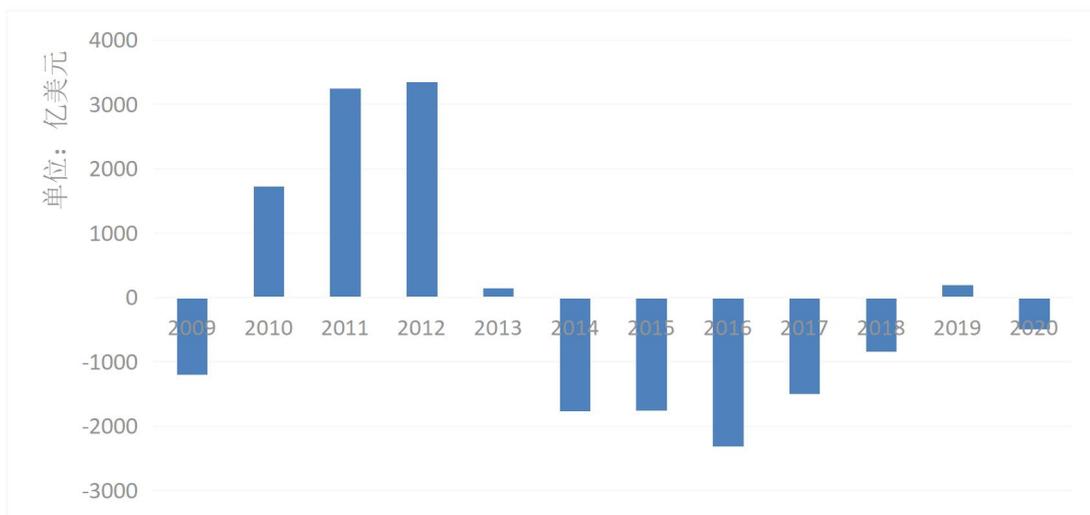


图 3.1 跨境资本流动净值规模

数据来源：IMF IFS 数据库，经整理获得

图 3.1 为跨境资本流动净值的总体情况。从图中可以发现，2009-2012 年，国际资本流动净值规模总体上呈现上升趋势，其中 2009-2011 年间涨幅大，2012 年涨幅小，流动规模在 2012 年达到区间峰值。国际资本流动净值规模由 2009 年

^① 56 个经济体中，发达经济体包括澳大利亚、日本、韩国、中国香港、新加坡、奥地利、比利时、瑞士、捷克、德国、丹麦、西班牙、爱沙尼亚、芬兰、法国、英国、希腊、爱尔兰、意大利、荷兰、挪威、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、瑞典、塞浦路斯、立陶宛、拉脱维亚、加拿大、美国、以色列、马耳他；新兴经济体包括中国、马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾、波兰、克罗地亚、俄罗斯、保加利亚、白俄罗斯、匈牙利、北马其顿、罗马尼亚、土耳其、乌克兰、印度、摩洛哥、乌拉圭、阿根廷、巴西、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、南非。

的-1204 亿美元升至 2012 年的 3342 亿美元,资本流动与 GDP 的比值也由-0.221% 升至 0.491%; 2009-2012 年是全球金融危机后的经济复苏阶段,跨境资本在金融危机结束的次年净值为负,随着经济修复,规模开始转正并逐年上升。2013 年,受到欧债危机迟迟得不到解决和新兴市场经济体普遍资本流出的影响,世界经济发展前景不明朗,跨境资本流动净值规模开始走低,当年国际资本流入净值规模为 138 亿美元,占 GDP 比重约为 0.021%,之后逐年下降,2016 年达到本区间最低值-2312 亿美元,与 2012 年相比,跌幅约为 169%; 在以上基础上,2016 年后跨境资本流动净值开始表现出增长的趋势,截止 2019 年底,跨境资本流动净值规模约为 190 亿美元,达到本区间的峰值,占 GDP 的 0.024%。2020 年开始又出现下降的趋势。

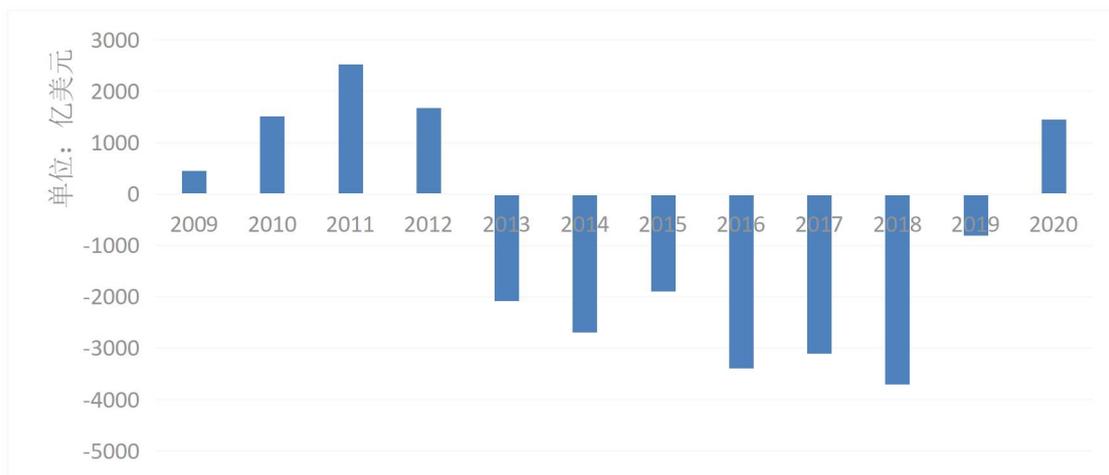


图 3.2 发达经济体流动净值规模

数据来源: IMF IFS 数据库, 经整理获得

观察图 3.2 和图 3.3,发现 2009-2012 年发达国家的资本流动净值规模总体为增长趋势,2011 年达到峰值 2524 亿美元,随后开始下降;新兴经济体跨境资本流动净值从 2009 到 2013 年规模增长了约 3877 亿美元,随后开始下降。第二周期即 2013-2020 年,发达经济体的资本流动净值以负值为主,2018 年到达最低点 3703 亿美元,2020 年开始由负转正。新兴经济体 2014-2018 年资本流动规模总体增长,2018 年出现峰值 2860 亿美元,随后快速下降,2020 年跌至 1939 亿美元;因此,从上述跨境资本流动现状看,跨境资本流动的变化过程很明显地体现了其流动规模和流动方向受经济和金融发展周期的影响,2009-2020 年期间资本流动规模出现了两个低谷,这正好与 2008 年全球金融危机和 2015 年全球金融市

场动荡相对应。因此，这说明在金融风险增大的情况下，随着跨境资本在国际间流动，金融风险具有传染性。

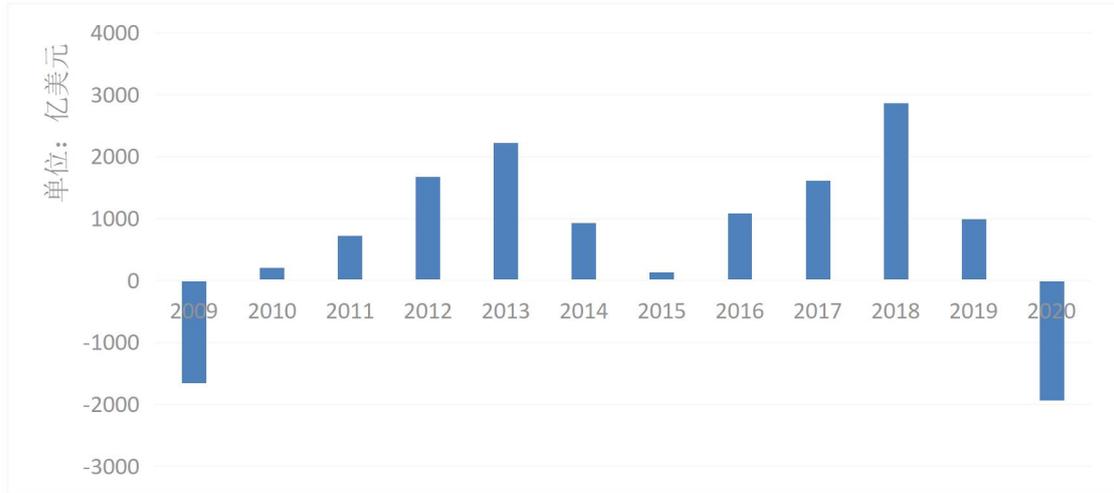


图 3.3 新兴经济体流动净值规模

资料来源：IMF IFS 数据库，经整理获得

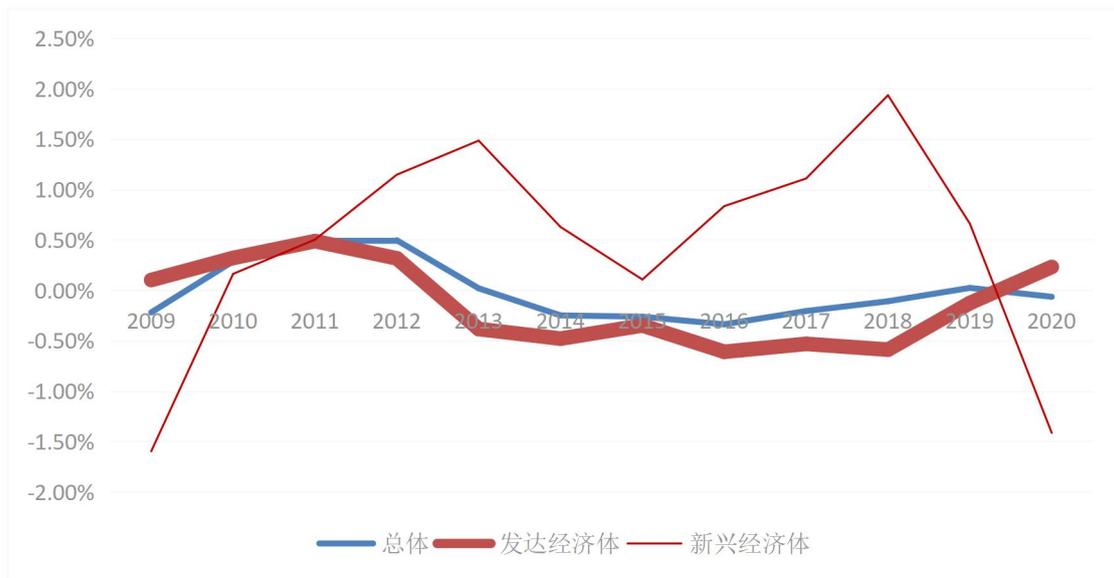


图 3.4 跨境资本流动净值规模与 GDP 的比值

资料来源：IMF IFS 数据库，经整理获得

3.2.2. 跨境资本流动的构成分析

本章将跨境资本流动净值分为国际直接投资和国际证券组合投资。表 3.1 与图 3.5 分别为两种类型跨境资本流动净值规模及其占 GDP 的比重。2009-2012 年，国际直接投资净值规模持续增长，2013 年开始下降，之后出现波动上升的趋势，2016 年达到峰值 3830 亿美元，之后基本维持在 3000 亿美元左右。2009-2011 年，

国际证券组合投资持续增长，2011 年达到峰值 12501 亿美元，之后迅速下跌，于 2016 年到达最低值-4937 亿美元，之后负值为主要表现。可以发现，证券组合投资的流动净值规模总体上大于直接投资，也就是说，证券组合投资是跨境资本流动中的主导力量；截止 2020 年底，国际直接投资和国际证券组合投资的净值规模分别为 3161 亿美元和-1137 亿美元，占 GDP 比例分别为 0.4%和-0.2%。

2015 年前，国际直接投资规模较小，国际证券组合投资规模较大，这与 2008 年的全球金融危机高度相关，2015 年全球金融市场动荡加剧，出于避险情绪，国际直接投资规模逐渐上升，证券组合投资规模明显下降。另外，从两种类型的资本中，可以发现国际证券投资受经济周期影响而产生的波动幅度较大，而直接投资的变化幅度较小。

表 3.1 跨境资本流动净值构成成分与规模 单位：亿美元

年份	国际直接投资	国际证券组合投资
2009	-1050	6543
2010	-190	10775
2011	280	12501
2012	1533	2603
2013	709	6446
2014	788	689
2015	3814	-3666
2016	3830	-4937
2017	346	1517
2018	3819	-4515
2019	2951	27
2020	3161	-1137

数据来源：IMF IFS 数据库，经整理获得

图 3.6 和图 3.7 分别为发达经济体和非发达经济体在 2009-2020 年期间，国际直接投资和国际证券投资净值占 GDP 的比值。2009-2011 年，发达经济体的国际证券投资净值规模逐步上升且以此种类型为主，发展中国家以国际直接投资净值为主且规模逐步上升；2011 年以后，发达经济体的国际证券投资净值规模呈

现出下降的趋势，直接投资规模逐步上升，而新兴经济体国际直接投资和证券组合投资规模出现双降。从总体的波动来看，无论是发达经济体还是新兴经济体，国际证券组合投资的波动比国际直接投资更大。

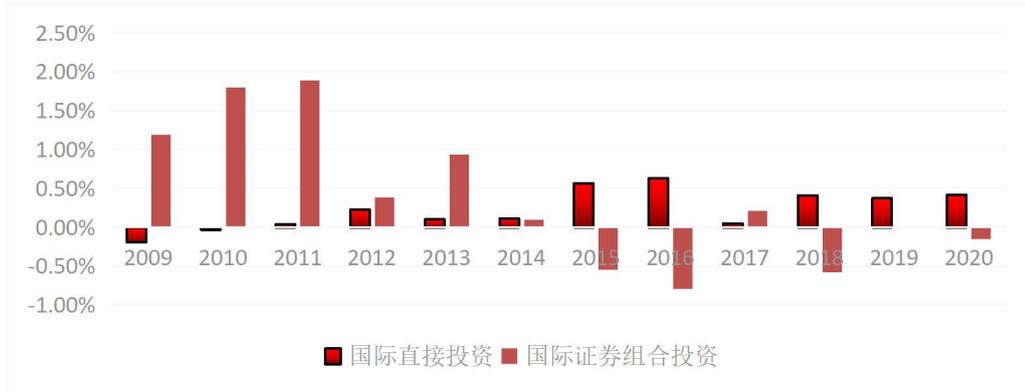


图 3.5 各类跨境资本流动净值规模占 GDP 比例

数据来源：IMF IFS 数据库，经整理获得



图 3.6 发达经济体跨境资本流动净值规模占 GDP 比例

数据来源：IMF IFS 数据库，经整理获得



图 3.7 新兴经济体跨境资本流动净值规模占 GDP 比例

数据来源：IMF IFS 数据库，经整理获得

4. 跨境资本流动影响金融韧性的理论机制

金融韧性主要包括了金融系统的防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力。防御抵抗能力是指金融系统受到冲击后可接受的风险数量,以保持金融系统的正常运行的能力;适应恢复能力是金融系统受到冲击后,在新的经济环境下其主动向良性、健康方向发展的修复能力;转换学习能力是指金融系统受到冲击后,金融系统对自身的金融系统发展情况进行反思,进而学习创新以探寻金融系统未来更优发展的能力。随着经济全球化和新自由主义经济学在世界范围内的盛行,各种类型的资本流动在各经济体间频繁流动,对世界经济的发展和金融体系产生了深远的影响,各类经济体的金融韧性也受到不同程度的影响,探究跨境资本流动对金融韧性的影响机制,有利于为上述存在的问题提供应对思路。综上,跨境资本流动通过对金融系统三个方面能力的影响进而影响总体金融韧性,具体影响机制分析如下。

4.1. 跨境资本流动对金融系统防御抵抗能力的影响

当跨境资本流入经济体,跨境资本对金融系统形成潜在的风险冲击,此时金融韧性防御抵抗能力将会发挥作用,此阶段金融韧性目标表现为风险防控和保持金融稳定,对金融韧性的影响主要体现在金融机构与金融市场两个方面。

金融市场影响着市场资金配置,金融市场越发达,则面对风险冲击时的韧性越强,本文从货币市场与资本市场的角度出发,探讨跨境资本对金融市场韧性的影响机制。

首先,跨境资本流入时,中央银行的货币供给增大,货币市场流动性上升,这种流动性将通过各种途径传导至金融市场主体,出现经济繁荣,货币市场利率不仅受市场资金的供求影响,也受中央银行货币政策的影响,通过货币政策工具,央行可以对流动性供给进行调节。当经济受到不利因素影响时,跨境资本流动将会流出。在此情况下,货币市场的流动资金减少,融资环境收紧,导致利率上行。如果利率持续上升情况没有得到缓解,那么这种信息将会被迅速传播,负面情绪或被放大,恐慌情绪上升,并反作用市场利率的上升。

其次,跨境资本流入时,东道国资本市场资金流动性加强,导致资产价格虚

高：第一，从货币供给渠道看，跨境资本流入导致外汇占款增长，高能货币投放量明显增加，并通过货币乘数效应使资本市场的现金流明显上升，从而助长市场的博弈气氛，推动股票与债券等资产价格不合理上升、估值过高。第二，从利率路径看，跨境资本大规模流入会让市场流动性上升，市场利率从而下降，大量资金不断涌入资本市场，引起资本市场价格上升；同时，利率下行削减市场融资成本，市场经济主体投融资过度间接导致资产价格上涨。第三，从宏观经济来看，跨境资本流入导致了东道国的可利用资金增加，间接地使得企业生产和管理水平上升，生产成本降低，这在一定程度上利好实体经济，实体经济的良好发展对资本市场发展存在促进作用，这会引发资产价格的上升。

银行机构在金融系统中扮演着重要作用，银行的稳定和安全与金融系统息息相关，所以本文以银行作为金融机构的代表来分析跨境资本流动对金融韧性的影响。当大量的跨境资本涌入，银行的流动性上升。良好的经济预期和自身流动性增加使得银行信贷规模迅速扩张，市场中的资金需求也逐渐上升。获得资金的企业和个人用借贷资金用于投资，但是银行为了在高利润的驱动下可能会降低放款标准，将贷款发放给信用等级低或盈利能力弱的借款人，信用风险随之增加；另一方面，市场资产价格攀升与银行信贷活动息息相关，为了满足自身的盈利需求，银行贷款会发放到高盈利的市场，如证券市场和房地产市场。银行机构和市场投资者的“羊群行为”推动了股票和房地产等资产价格的逐步上涨，泡沫不断增大。

因此，从上述分析看，跨境资本流动通过利率和货币供给增强了市场流动性，推动了市场泡沫与经济过热，金融市场和金融机构的防御抵抗能力受到负面影响，综上，提出假设 H1：

H1:跨境资本流动将会降低金融系统的防御抵抗能力。

4.2. 跨境资本流动对金融系统适应恢复能力的影响

在资本流动风险冲击后，金融系统将会在经济活动下进行风险吸收恢复，以期提升金融系统的韧性。适应恢复能力以吸收风险、维持金融功能为主要目标。

从适应恢复能力看，金融市场与金融机构起着重要作用，金融市场利用各种金融工具调配资金，尽量降低金融冲击带来的金融风险，并向实体经济提供融资支持。金融机构利用各种方法吸收风险，以维持正常经营。

根据前文分析,跨境资本流入时,会通过各种渠道影响金融市场和金融机构,增加市场泡沫和市场信用风险,使金融风险上升。当经济形势改变,资本大量流出,金融市场和金融机构韧性将面临考验。从货币市场看,跨境资本流出导致市场情绪紧张,抬高市场利率,风险冲击后,中央银行通过各种货币政策工具如公开市场业务来进行货币投放,以缓释金融风险,加快货币市场受冲击后的恢复进程。从资本市场看,经济形势变化时,跨境资本流出,而资本市场作为融资的重要场所,对跨境资本的流动非常敏感,因此,跨境资本的流出将导致资本市场的流动性下降,如果这种情况持续时间较长,市场融资活动将会受到全面限制,资产价格也会持续大幅下降,虚高的资产价格与真实价格价差增大,泡沫最终破裂,资本市场韧性下降。面对跨境资本流出,资本市场采取措施降低其带来的风险,通过限制资本流出规模和杠杆水平等方式尽可能保持资本市场的正常运行,在资产价格变化幅度过大的情况下,金融市场将可能提高自身调配资金的能力,加强适应恢复能力的建设。

同时,跨境资本会通过以银行业为代表的金融机构对金融韧性产生影响。在银行信贷紧缩的环境下,信用等级低和盈利能力弱的资金借贷者将面临资金链断裂的问题,企业流动性下降,债务问题严重,如果银行没有足够的的能力吸收风险,银行不良贷款率将会快速上升。此外,跨境资本流出将导致资产价格全面下降,这将使债务人金融资产抵押品的真实价值下降,债务人准时还款的意愿或能力降低,引发流动性风险,导致不良贷款率大幅增长。面临风险冲击,银行应吸收风险保持金融韧性。如果自有资本在整个资产负债中的比例足够高,那么就会以足够的的能力承担风险带来的损失,避免存款人或者债权人的资产遭受损失,保护客户利益,而且如果自有资本的数量较大,就会在一定程度上降低风险资产,抑制风险资产的规模扩张,提高自身防御风险和吸收风险的能力,从而加强金融韧性。然而,金融机构的破产尤其是规模较大的金融机构会产生强溢出效应,以系统重要性银行为代表的大型金融机构很难对自身受到冲击时所产生的系统性风险进行客观的评估,此种情况下,运用宏观审慎政策工具会减弱跨境资本对银行稳定性的负面影响,再者,在面对风险冲击时,银行业金融机构所发行的外部总损失吸收能力工具,将有效提高风险吸收能力。总损失吸收能力工具包括资本债务工具和非资本债务工具,相较于资本债务工具,非资本债务工具损失吸收顺

序靠后，风险更低，期限也更加灵活。在处置外部冲击所带来的风险时，银行根据资本债的触发条款，或进行转股，将所发行的资本债按照预先确定的价格转为普通股，来补充一级资本，或本金减记，对发行的债券的本金进行各种期限进行减记来修复自身的资产负债表。因此，通过宏观审慎政策工具和加强外部总损失吸收能力，银行业金融机构会在一定程度上吸收资本流动所带来的风险，进行自我恢复，增强金融韧性。

综上，基于跨境资本流动对金融系统适应恢复能力的影响提出假设 H2：

H2：假设跨境资本流动将会提升金融系统的适应恢复能力。

4.3. 跨境资本流动对金融系统转换学习能力的影响

在资本流动风险冲击后，金融系统将会在经济活动下进行学习反思，从转换学习能力看，人力资本和改革创新可以影响金融韧性。只有从抵御风险和吸收风险之后从各方面积极反思和学习，才能加强金融体系的韧性，提高金融发展水平。

从人力资本上看，失业率和高等教育在校学生数量是主要表现。跨境资本流动对金融韧性产生的影响存在顺周期性，跨境资本通过各种渠道作用于金融体系，如果带来的风险对体系的韧性产生破坏，金融市场和金融机构正常运转受到影响，导致经济萧条，这种情况下，外部冲击将导致周期性失业和结构性失业，这在一方面反映了金融体系抵抗风险和吸收风险能力的不足，另一方面也反映出经济状况亟待改善、金融系统急需创新。同时，通过高等教育在校学生的间接渠道，也可以影响金融韧性。高等教育负责培养高级专门人才和职业人员，高等教育在校学生数量一定程度上反映了金融系统通过学习进行创新的可能性，高等教育学校人数越多，吸纳的经济类人才规模才可能扩大，科研创新能力才可能上升，整个金融行业的服务水平和创新能力才会越高，国家的金融系统优化升级的希望才会更大。

从改革创新上看，金融市场和金融机构可以通过自身改革促进金融韧性提升。在金融市场的货币市场中，货币政策制定者在原有货币政策工具基础上，通过创新货币政策工具以适应金融风险冲击造成差异影响，提高学习能力；在资本市场中，通过增加成本、创新金融工具等措施可以在面临风险冲击时规避跨境资本流动对金融韧性的消极影响。在以银行业为代表的金融机构中，实行分业经营和限

制银行业等金融机构的规模是重要的经验教训。当跨境资本流入银行业金融机构时，银行的流动性会加强，自身所支配的资金会得到上升，在银行混业经营的前提下，用自身资本在市场买卖，导致混业经营的情况出现，与此同时，银行作为投资者，还买入其他金融机构出售的债券，通过资产价格波动，赚取短期收益，使潜在的投机风险增大，混业经营会产生较多的银行风险，当风险积累到一定程度，风险传染和溢出的概率会显著增加，银行业金融机构要对系统性金融风险进行防控的难度较大，在此情况下，限制机构规模与分业经营是金融危机后规避风险的重要教训，其内容主要包括限制银行利用自身资本进行自营交易，以及向私募基金投资，同时限制银行的过度扩张，从而消除其高风险的投资机会。以上改革和转型有效规避了银行的经营风险，并提升了金融机构的学习能力，最终间接加强了金融韧性。

综上，基于跨境资本流动对金融系统转换学习能力的影响提出以下假设 H3：

H3：假设跨境资本流动将会提升金融系统的学习转换能力。

4.4. 跨境资本流动对总体金融韧性的影响

根据前文理论分析，跨境资本流动会通过三个方面影响金融系统的总体韧性：跨境资本流动将会降低金融系统的防御抵抗能力，提升金融系统的适应恢复能力和金融系统的学习转换能力。总体来说，三种能力对总体金融韧性的形成都会产生影响，且影响大小与方向可能存在差异性，因此，跨境资本流动对总体金融韧性的影响存在不确定性，遂提出以下竞争性假设：

H4_a：跨境资本流动提升了金融韧性。

H4_b：跨境资本流动降低了金融韧性。

5. 跨境资本流动影响金融韧性的实证分析

5.1. 金融韧性指数

5.1.1. 指标选取

关于金融韧性现在并没有官方测定的数据,现有文献对金融稳定的测度方法较多,主要有主成分分析法(王娜和施建淮,2017)、因子分析法(王青等,2022)、熵权法(王劲松和韩克勇 2015)、多维度测度方法(王晰等,2020)。根据现有研究,金融韧性应包括防御性、适应性和学习性,若以单一指标表示金融韧性,难以全面表达金融韧性的内涵。本文在参考曹强等(2021)和王芳(2020)的方法之上,选择将金融韧性指标内容划分防御抵抗、适应恢复和转换学习三个子部分,使用熵值法测算金融韧性指数。基于本文需要和数据可得性,选取 12 个指标作为金融韧性的基础指标,如表 5.1 所示。解释如下:

(1) 对外贸易依存度:计算方式为进出口贸易之和除以当期 GDP。对外贸易包括进口和出口,表明了经济体在发展过程中对对外贸易的依赖程度,也同时反映了经济体对世界贸易的参与度和经济外向程度,对外贸依存度越高,所面临的外部影响就越大。

(2) 银行不良贷款率:反映了银行所放贷款的质量,当其质量越差,银行无法收回的贷款就越多,从而产生一系列坏账,以致流动性缺口增大,不良贷款率上升。

(3) 消费者价格指数:反映城乡居民家庭购买的商品与服务等价格的变化,其变化会影响经济体宏观政策的调控方向,同时也会影响金融体系的资产价格,二者呈同方向变化。

(4) 金融深化:表示政府减少对金融市场的过分干预指导,用利率这一指标反映市场需求,刺激储蓄和投资,形成金融与经济良性发展的良性循环,在参考现有文献的基础上,本文使用 M2/GDP 来衡量金融深化程度。

(5) 市场利率:利率是资金的使用价格,市场的利率越高,说明货币当局对资金供应量管控的力度越大,市场的银根趋于缩紧,如果金融市场的运转缺乏当量资金的支持,就会抑制经济的发展。

(6) 国内生产总值年增长率：衡量当期较于去年的增长变化，增长率越高说明经济增速越快，国内生产总值增长率的提高间接反映了经济活力和人民生活水平的提高速度，合理的经济增长速度有利于提升经济体的金融韧性。

(7) 资本形成总额：指固定资本额与存货增长额之和与上述二者的处置额之差。资本形成总额的数值越大，表明金融市场注入实体经济的数值越大，经济体的金融状况越好，为了消除不同经济体经济环境的影响，用资本形成总额/GDP进行测度。

(8) 股票市值：反映了经济体资本市场发展程度，本文使用经济体股票市值/GDP表示股票市值。

(9) 失业率：现有提及的失业率一般指城镇登记失业人员与城镇登记失业就业人员之比，如果一国失业率提高，说明经济发展受到了较大影响，金融体系的转换学习能力需要加强。

表 5.1 金融韧性的基础指标

维度	指标	影响方向
防御抵抗能力	对外贸易依存度	负向
	银行不良贷款率	负向
	消费者价格指数	负向
适应恢复能力	金融深化	正向
	市场利率	负向
	国内生产总值年增长率	正向
	资本形成总额	正向
	股票市值	正向
转换学习能力	失业率	负向
	第三产业占比	正向
	专利申请数量	正向
	高等院校入学率	正向

(10) 第三产业占比：第三产业在所有产业中的比重变化表明了经济体服务主导型经济的变化趋势，第三产业的发展有利于经济结构的调整升级，其比重的

上升有利于增强服务于实体经济的能力。

(11) 专利申请数量：反映了技术发展活跃的程度，经济体的专利申请数量越大，创新能力越强，金融创新的基础才有保障，金融发展与科技创新的匹配度才会提高，经济体的转换学习能力才会提升。

(12) 高等院校入学率：反映了适龄人口中的教育普及度，入学率越高，整个社会的素质人才才会增加，金融体系通过学习和创新的概率才会提高。

5.1.2. 指标计算

(1) 处理数据。

本文用熵值法从多维度来测算金融韧性指数，熵权法赋权更加客观，可以较好的确定权重，本文所涵盖的基础指标存在量纲差异，因此需要对数据进行标准化处理，参考易颖（2020）的做法将所有数据都统一投射到[0,1]的区间，为增强数据说服力，使用成本型和效益型的方法进行处理，成本型数据越小越好，效益型数据越大越好。为了消除零值与负值的影响，对数据进行平移处理，公式如下所示：

$$\text{成本型: } Y_i = \frac{\max_{1 \leq j \leq n} \{x_j\} - x_i}{\max_{1 \leq j \leq n} \{x_j\} - \min_{1 \leq j \leq n} \{x_j\}} + 0.0001 \quad (1)$$

$$\text{效益性: } Y_i = \frac{x_i - \min_{1 \leq j \leq n} \{x_j\}}{\max_{1 \leq j \leq n} \{x_j\} - \min_{1 \leq j \leq n} \{x_j\}} + 0.0001 \quad (2)$$

其中， X_i 为标准化之前的数值， Y_i 为标准化之后的数值。

(2) 计算熵值，具体公式表示为：

$$e_j = -k \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^m p_{t ij} \ln p_{t ij} \quad (3)$$

其中， e_j 为第 j 项的熵值； $p_{t ij} = \frac{y_{ij t}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^m y_{t ij}}$ ，表示第 t 年第 i 个指标在第 j 项的

比重； $k=1/\ln(mT)$ 。

(3) 计算权重，具体公式表示为：

$$w_j = \frac{1 - e_j}{\sum_{j=1}^n (1 - e_j)} \quad (4)$$

(4) 计算综合得分，具体公式表示为：

$$s_j = \sum_{j=1}^n w_j y_{tj} \quad (5)$$

综上，计算得出各项指标的权重，结果见表 5-2。

表 5.2 金融韧性指标熵值法计算结果

一级指标	二级指标	权重
防御抵抗能力	对外贸易依存度	0.0084
	银行不良贷款率	0.0047
	消费者价格指数	0.0022
	金融深化	0.0898
适应恢复能力	市场利率	0.0028
	国内生产总值年增长率	0.0108
	资本形成总额	0.0219
	股票市值	0.2077
转换学习能力	失业率	0.0096
	第三产业占比	0.0193
	专利申请数量	0.3944
	高等院校入学率	0.2274

5.2. 实证模型设计

为实证研究跨境资本流动对金融韧性的影响，模型设定如下：

$$Res_{it} = \alpha + \beta_1 Net_{it} + \beta_2 control_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

上述模型中， i 表示国家或地区（ $i=1,2,3,\dots, 56$ ）， t 表示年份（ $t=2009,2010,2011,\dots, 2020$ ）， α 为截距项， β_1 表示核心解释变量系数，若 β_1 大于 0，说明跨境资本流动会提高金融韧性，若符号小于 0，说明跨境资本流动

抑制金融韧性,若 β_1 等于0或者不显著,则表明跨境资本流动对金融韧性不存在影响, β_2 表示控制变量的系数, $control_{it}$ 为控制变量集合, λ_i 为个体固定项, μ_i 为时间固定项, ε_{it} 为随机扰动项。

为进一步研究跨境资本流动对金融体系防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力的影响,设定以下模型:模型设定如下:

$$Defense_{it} = \alpha + \beta_1 Net_{it} + \beta_2 control_{it} + \lambda_i + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$Absorb_{it} = \alpha + \beta_1 Net_{it} + \beta_2 control_{it} + \lambda_i + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$Change_{it} = \alpha + \beta_1 Net_{it} + \beta_2 control_{it} + \lambda_i + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

为研究全球金融环境对跨境资本流动对金融韧性关系的调节作用,本文在基础模型上加入相关交互项进行调节作用的检验:

$$Res_{it} = \alpha + \beta_1 Net_{it} + \beta_2 Vix_{it} + \beta_3 Vix_{it} \times Net_{it} + \sum control_{it} + \lambda_i + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

上述模型(10)中,若回归结果中 β_1 和 β_3 的符号相同,表明调节变量存在正向调节作用,若符号不同,则存在负向调节作用,若二者系数的符号为0或者不显著,说明模型中的调节作用不存在。

5.3. 变量与数据的选取

(1) 解释变量

本文解释变量为跨境资本流动 $Capital_{it}$,为了表现跨境资本流动的动态变化特征,本文选取跨境资本流入净值代表经济体的跨境资本流动规模,计算方式为国际收支平衡表下(年度BOP)的金融账户净值,为了消除经济状况的影响,更准确地测度资本流动对经济体金融韧性的影响,本文将资本流动净值与当期GDP的比值作为资本流动的最终指标。

(2) 被解释变量

本文被解释变量为金融韧性 Res_{it} ,根据前文研究,通过熵值法计算了金融韧性指数。构成的具体指标如下:对外贸易依存度:为各经济体贸易总额之和除以GDP。不良贷款率:不良贷款与贷款余额之比。消费者价格指数:各经济体年度CPI。金融深化:使用M2除以GDP的值进行衡量。市场利率:各经济体年度平均市场利率。国内生产总值年增长率:各经济体年度GDP的增长率。资本形成

总额：表示金融市场对实体经济的支持程度。股票市值：反映资本市场繁荣程度。失业率：失业人数与失业在业人数之比。第三产业占比：反映第三产业在一二三产业中的占比情况。专利申请数量：反映了总体技术发展活跃的程度。高等院校入学率：反映适龄人口中的教育普及度。为进一步考察跨境资本流动对金融韧性的三个能力的影响，将三种能力分别计算，即防御抵抗能力 $Defence_{it}$ 、适应恢复能力 $Absorb_{it}$ 和转换学习能力 $Change_{it}$ 。

(3) 调节变量

本文选择全球金融环境作为调节变量。

全球金融环境 Vix 。 Vix 指数反应了投资者对未来的市场预期，若指数波动幅度过大，代表外部环境发生巨大变化，市场恐慌情绪放大，而美国作为全球金融市场最为发达的经济体，其 Vix 指数影响着全球的金融环境，因此选用 Vix 指数表示全球金融环境，其数值越大表示预期金融环境越差。

(4) 控制变量

本文在选择其他控制变量时，参考了一些以往文献的做法(马勇等，2016；陈雨露等，2016；宋晓露和梅德祥，2019)，选择移动蜂窝式电话订阅量 (Cps)、储蓄率 ($Save$)、工业化程度/GDP (Iva) 和法治水平 (RI) 作为本文的控制变量。

(5) 数据说明

基于数据可得性和研究有效性，本文的实证研究样本包括了 56 个经济体 2009 年至 2020 年的年度数据。解释变量跨境资本流动额数据来自 IMF 的 IFS 数据库，被解释变量金融韧性的数据来自 WDI 数据库、CEIC 数据库和 EPS 数据库并经笔者整理，其余解释变量数据来源于 WDI 和 WGI 数据库，调节变量数据来自标普道琼斯指数网站，本文各个变量的符号和解释见表 5.3，统计描述见表 5.4。

表 5.3 变量的符号与解释

变量名	类别	符号	解释
金融韧性	被解释变量	Res	根据熵值法计算得到的综合评价指标。数值大小代表了金融韧性的大小。
防御抵抗能力	被解释变量	$Defence$	根据熵值法计算得到的子评价指标。数值大小代表了金融韧性的大小。

表 5.3 (续)

变量名	类别	符号	解释
适应恢复能力	被解释变量	<i>Absorb</i>	根据熵值法计算得到的子评价指标。数值大小代表了金融韧性的大小。
转换学习能力	被解释变量	<i>Change</i>	根据熵值法计算得到的子评价指标。数值大小代表了金融韧性的大小。
跨境资本流动	解释变量	<i>Net</i>	各经济体国际收支平衡表金融账户下金融账户的净值/ <i>GDP</i>
全球金融环境	调节变量	<i>Vix</i>	<i>S&P 500</i> 指数的年度波动均值
移动蜂窝式电话 订阅量	控制变量	<i>Cps</i>	固定电话用户数量，表示通信水平，用以衡量经济体社会发展程度
储蓄率	控制变量	<i>Save</i>	计算方式为经济体总储蓄/ <i>GDP</i> ，衡量储蓄水平
工业化率	控制变量	<i>Iva</i>	计算方式为经济体第二产业增加值除以 <i>GDP</i>
法治	控制变量	<i>RI</i>	用全球治理指标 <i>Worldwide Governance Index</i> 表示

表 5.4 变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准误	最小值	最大值
<i>Res</i>	672	0.3669	0.0778	0.2398	0.7701
<i>Defence</i>	672	0.0258	0.0115	0.0103	0.0984
<i>Absorb</i>	672	0.0247	0.0100	0.0060	0.2100
<i>Change</i>	672	0.0431	0.0644	0.0109	0.6164
<i>Net</i>	672	-0.0069	0.0495	-0.2478	0.1857
<i>Vix</i>	672	0.0236	0.0502	0.0049	0.1126
<i>Cps</i>	672	16.9830	1.6312	12.9530	21.2807
<i>Save</i>	672	25.2674	8.7536	4.1768	62.3000
<i>Iva</i>	672	25.360	7.0870	6.2557	47.6521
<i>RL</i>	672	0.7230	0.8861	-1.1073	2.1300

5.4. 基准模型回归

首先对方程（1）进行回归，即跨境资本流动对金融韧性的实证结果分析，结果见表 5.5。

表 5.5 基准回归检验：跨境资本流动对金融韧性的影响

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	<i>Res</i>	<i>Res</i>	<i>Res</i>
Net	0.1420*** (0.0193)	0.1426*** (0.0199)	0.1406*** (0.0196)
Cps		0.0144*** (0.0056)	0.0145*** (0.0056)
Save		0.0009*** (0.0003)	0.0008** (0.0003)
Iva			0.0003 (0.0005)
RL			0.0035 (0.0054)
constant	0.4847*** (0.0043)	0.1462 (0.1182)	0.1374 (0.1199)
时间固定	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes
R ²	0.9797	0.9801	0.9806
N	672	672	672

注：1%和 5%和 10%分别用***、**和*表示，变量系数括号内为稳健标准误，下同。

首先对方程（6）进行回归，即跨境资本流动对总体金融韧性的实证结果分析，在此之前，需要在混合回归与固定效应回归之间进行模型的选择。经过分析，F 检验的 P 值显著，因此模型应选择变截距模型，然后进行 Hausman 检验，结果 p 值显著，表明应该使用固定效应进行回归。考虑到固定效应中可能存在时间效应，遂进行检验，检验结果表明存在时间效应。综上所述，本文选择模型为双向固定效应模型进行实证研究，结果见表 5.5。

表 5.5 中是跨境资本流动对金融韧性的回归结果，列（1）是未加入控制变量，并固定时间效应和个体效应的回归结果。列（2）是继续加入控制变量的回归结果，列（3）是加入全部控制变量，并对个体和时间效应都进行固定的回归结果。实证结果表明，列（3）回归结果的回归系数显著为正，这说明跨境资本

流动将会显著加强总体金融韧性,即跨境资本流动有利于提升经济体的金融韧性。具体来看,核心解释变量跨境资本流动的系数为 0.1406,也就是说跨境资本流动净值每提高 1%,经济体的总体金融韧性就会上升 0.1406%。假设 H4_a 得到证明。

在回归结果的控制变量中,通过观察可以发现:(1)移动蜂窝式电话订用量(Cps)的系数在 1%的水平上显著为正,这表明随着电话使用数量的上升,经济体的金融韧性指数会随之上升。电话使用数量的增加会使社会通信效率上升,提高社会发展程度,有利于增强金融韧性。(2)储蓄率(Save)的系数为 0.0008,在 5%的水平上显著为正,这表明在经济体的储蓄率如果上升,金融韧性会得到增强。较高的储蓄率会在外部风险冲击时提供缓冲和防御功能,增强金融体系的韧性。(3)虽然工业化率(Iva)和法治(RL)的系数在 10%的水平上不显著,但是对金融韧性的加强依然有着正向作用。

表 5.6 的列(1)、列(2)和列(3)分别为跨境资本流动与金融防御抵抗能力、适应恢复能力以及转换学习能力的回归结果,可以发现适应恢复能力和转换学习能力的回归系数显著,防御抵抗能力的系数不显著,其中防御抵抗能力回归系数为负,适应恢复能力和转换学习能力的系数为正,这说明跨境资本流动可以降低金融系统的防御抵抗能力,显著提升金融系统的适应恢复能力和转换学习能力。

进一步分析,将回归系数进行比较,发现跨境资本流动对转换学习能力的影响最大,其次是适应恢复能力,最后是防御抵抗能力,产生这样现象的经济原因可能是,金融系统在面对跨境资本流动带来的冲击和扰动时,其结构与功能会受到较大影响,在受到外部冲击后,金融系统中原有的资源配置和结构被打破,金融系统的抵御风险的能力会受到一定程度的削弱,尽管这种影响不显著,但是抵御的风险并不会就此消失,金融系统必须对金融风险进行吸收并处理危机,即适应恢复,吸收风险和保证金融功能是维持金融韧性中较为重要的一环,只有金融系统在受到风险冲击后服务实体经济的功能得以维持,才能具有良好的金融韧性,最后,金融系统在受到外部扰动冲击后,会进行积极总结与反思,这是最重要的一步,通过创新和改革等手段开启新的未来发展道路,金融系统自身的学习和改革能力也决定了金融体系未来的发展道路,同时也决定了金融韧性的最终上限。上述三种能力的大小都影响着金融系统的未来发展,并体现整个金融系统的韧性

水平。通过以上回归，假设 H1、H2 和 H3 得到证明。

表 5.6 跨境资本流动对金融韧性三种能力的回归结果

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	<i>Defence</i>	<i>Absorb</i>	<i>Change</i>
Net	-0.0007 (0.0028)	0.0165** (0.0076)	0.0520** (0.0217)
Cps	0.0021*** (0.0007)	0.0019 (0.0025)	0.0580*** (0.0207)
Save	-0.0002** (0.0001)	0.0002 (0.0001)	0.0006 (0.0004)
Iva	0.0001 (0.0001)	0.0004** (0.0002)	-0.0028*** (0.0009)
RL	0.0020*** (0.0007)	-0.0001 (0.0016)	0.0172 (0.0114)
constant	0.0028 (0.0165)	-0.0328 (0.0533)	-0.7123* (0.4208)
时间固定	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes
R ²	0.9824	0.9441	0.8941
N	672	672	672

5.5. 异质性分析

5.5.1. 经济体异质性

不同的经济体的经济发展水平存在着不同程度差异，这也就导致了不同经济体在面对冲击和扰动时进行相应地防御抵抗、适应恢复和最终转换学习能力差异，结果可能也就会造成不同经济体的跨境资本流动对其金融韧性影响的差异，因此本文以经济体发展水平为划分标准，依据为国际货币基金组织对国家和地区进行的分组，将本文样本分为两组，分别为发达经济体和新兴经济体，在此基础上讨论不同经济体跨境资本流动对金融韧性影响的差异，具体回归结果见表 5.7。为进一步考察产生差异的不同原因，将资本流动对金融韧性的三种能力进行回归分析，结果见表 5.8。

表 5.7 经济体异质性的回归结果

	(1)	(2)
VARIABLES	发达经济体	新兴经济体
Net	0.0895*** (0.0222)	0.2403*** (0.0308)
Cps	0.0319*** (0.0099)	0.0163** (0.0068)
Save	-0.0003 (0.0005)	0.0024*** (0.0004)
Iva	0.0004 (0.0007)	-0.0006 (0.0006)
RL	0.0033 (0.0073)	0.0023 (0.0076)
constant	0.1519 (0.1649)	-0.0646 (0.1446)
时间固定	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
R ²	0.9862	0.9564
N	384	288

表 5.8 不同经济体资本流动对三种能力的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	发达经济体			新兴经济体		
Net	-0.0058* (0.0033)	0.0011 (0.0109)	0.0069* (0.0042)	0.0063* (0.0033)	0.0253*** (0.0056)	0.1814*** (0.0679)
Cps	0.0071*** (0.0019)	0.0091 (0.0074)	0.0092* (0.0045)	0.0017** (0.0007)	0.0017 (0.0016)	0.0723*** (0.0277)
Save	-0.0003*** (0.0003)	-0.0002 (0.0003)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0004*** (0.0001)	0.0012 (0.0008)
Iva	0.0001 (0.0001)	0.0006* (0.0031)	-0.0005*** (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0048*** (0.0018)
RL	0.0042*** (0.0011)	-0.0028 (0.0032)	-0.0059*** (0.0021)	-0.0003 (0.0006)	-0.0001 (0.0015)	0.0265 (0.0194)
constant	-0.0377 (0.0302)	0.0014 (0.1111)	-0.09922 (0.0771)	0.0101 (0.0141)	-0.0278 (0.0340)	-0.9429* (0.5527)
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.9867	0.9500	0.9931	0.9785	0.9252	0.8634
N	384	384	384	288	288	288

如表所示，表 5.7 给出了经济体异质性的回归结果，其中列（1）至到（2）分别为发达经济体和新兴经济体跨境资本流动对金融韧性的回归结果，从回归结

果可以发现，发达经济体系数为 0.0895，新兴经济体系数为 0.2403，且均显著，因此，跨境资本流动可以显著提升各经济体的金融韧性，且新兴经济体的作用更明显。从表 5.8 中可以发现，新兴经济体的防御抵抗能力系数、适应恢复能力和转换学习能力系数分别为 0.0063、0.0253 和 0.1814，且均显著，三种能力比发达经济体要高，其中转换学习能力相差最大。研究认为，产生这种情况的原因在于发达经济体自身的金融系统韧性相对较高，继续提高相对困难；另外，新兴经济体的转换学习能力相对来说更强，这使得跨境资本流动对金融韧性促进作用比发达经济体更大。

5.5.2. 结构异质性

为考察跨境资本流动的不同方向对金融韧性影响的异质性特征，本文将跨境资本流动分为跨境资本流入和跨境资本流出。其次，资本流动具有时间特征，本文将跨境资本流动分为短期和长期，进一步研究不同渠道下跨境资本流动对金融韧性的影响，其中，长期主要为直接投资净值，短期主要为证券投资净值，上述结果见表 5.9。进一步考察产生差异的不同原因，将资本流动对金融韧性的三种能力进行回归分析，结果见表 5.10。

表 5.9 中列（1）和列（2）分别为资本流入和资本流出对金融韧性的回归结果，可以发现，跨境资本流入系数为 0.0097 且显著为正，跨境资本流出系数为 -0.0008。表 5.10 为不同方向资本流动对金融韧性三种能力的影响，资本流入对防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力的回归系数分别为 0.0007、0.0009 和 0.0025，资本流出对防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力的回归系数分别为 0.0002、-0.0014 和 0.0053。由此可见，跨境资本流动方向对经济体的金融韧性会产生不同程度的影响。研究认为，跨境资本流入对东道国的市场资金起到了补充作用，防御抵抗能力和适应恢复能力得到加强，因之，东道国的金融韧性得到一定程度的提高，但是跨境资本流入后会提升市场资产价格，形成泡沫经济，当资本流动逆转时，金融市场的资产价格下降，泡沫破裂，金融韧性的适应恢复能力受到显著负面影响，使金融韧性下降。

表 5.9 资本流动异质性对金融韧性的回归结果

	(1)	(2)
VARIABLES	资本流入	资本流出
Net	0.0097*** (0.0023)	-0.0008 (0.0023)
Cps	0.0172*** (0.0060)	0.0192*** (0.0059)
Save	0.0005 (0.0003)	0.0006** (0.0003)
Iva	0.0005 (0.0005)	0.0005 (0.0005)
RL	0.0031 (0.0060)	0.0067 (0.0063)
constant	0.0755 (0.1256)	0.0347 (0.1261)
时间固定	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
R ²	0.9791	0.9783
N	672	672

表 5.10 不同方向资本流动对三种能力的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES		资本流入			资本流出	
Net	0.0007** (0.0003)	0.0009 (0.0006)	0.0025 (0.0031)	0.0002 (0.0003)	-0.0014* (0.0007)	0.0053 (0.0020)
Cps	0.0019** (0.0007)	0.0022 (0.0023)	0.0592 (0.0209)	0.0020*** (0.0008)	0.0028 (0.0024)	0.0580*** (0.0206)
Save	-0.0001** (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0001** (0.0001)	0.0002 (0.0001)	0.0004 (0.0004)
Iva	0.0001 (0.0001)	0.0004** (0.0002)	-0.0027 (0.0010)	0.0001 (0.0001)	0.0004** (0.0002)	-0.0027*** (0.0008)
RL	0.0017** (0.0007)	-0.0010 (0.0017)	0.0174 (0.0132)	0.0019*** (0.0007)	-0.0001 (0.0017)	0.0163 (0.0115)
constant	0.0060 (0.0161)	-0.0410 (0.0495)	-0.7397* (0.4255)	0.0045 (0.0167)	-0.0537 (0.0514)	-0.7130* (0.4173)
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.9826	0.9437	0.8937	0.9824	0.9436	0.8940
N	672	672	672	672	672	672

表 5.11 中列 (1) 和列 (2) 分别为直接投资和间接投资对金融韧性的回归结果, 可以发现, 直接投资回归系数为 0.0321 且显著, 间接投资的系数为 0.0013

但不显著。表 5.12 中，直接投资对防御抵抗能力、适应恢复能力和转换学习能力的回归系数分别为 0.0015、0.0017 和 0.0037，证券投资对三种能力的回归系数分别为 0.0013、-0.0010 和-0.0087，其中转换学习能力显著为负。

表 5.11 不同种类资本流动对金融韧性的影响

	(1)	(2)
VARIABLES	直接投资净值	证券投资净值
Net	0.0321*** (0.0104)	0.0015 (0.0090)
Cps	0.0186*** (0.0059)	0.0189* (0.0059)
Save	0.0007** (0.0004)	0.0006 (0.0003)
Iva	0.0003 (0.0005)	0.0006 (0.0005)
RL	0.0072 (0.0058)	0.0065 (0.0061)
constant	0.0537 (0.1257)	0.0418 (0.1265)
时间固定	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
R ²	0.9789	0.9783
N	672	672

表 5.12 不同种类资本流动对三种能力的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES		直接投资			证券投资	
Net	0.0015 (0.0013)	0.0017 (0.0029)	0.0037 (0.0037)	0.0013 (0.0011)	-0.0010 (0.0017)	-0.0087** (0.0044)
Cps	0.0020*** (0.0008)	0.0023 (0.0023)	0.0596 (0.0212)	0.0019*** (0.0007)	0.0025 (0.0023)	0.0603*** (0.0214)
Save	-0.0001** (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0005 (0.0004)	-0.0002** (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0006 (0.0004)
Iva	0.0001 (0.0001)	0.0004** (0.0002)	-0.0027 (0.0008)	0.0001* (0.0001)	0.0004** (0.0002)	-0.0028*** (0.0009)
RL	0.0020 (0.0007)	-0.0006 (0.0017)	0.0183 (0.0114)	0.0020*** (0.0007)	-0.0007 (0.0017)	0.0177 (0.0113)
constant	0.0040 (0.0162)	-0.0435 (0.0195)	-0.7474 (0.4321)	0.0049 (0.0161)	-0.0454 (0.0497)	-0.7593* (0.4351)
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.9825	0.9436	0.8936	0.9825	0.9436	0.8938
N	672	672	672	672	672	672

研究认为,跨境直接投资流入去向以实体经济部门为主,东道国企业由于得到资金、技术等提高了经济效益,进而对金融业产生溢出效应,最终推动金融韧性上升。而证券投资一方面影响东道国金融体系的深度和广度,另一方面又增加了东道国金融体系的投机性,最终影响效果可能相互抵消,对金融韧性的影响不显著。

5.6. 调节作用检验

表 5.13 全球金融环境的调节作用

VARIABLES	(1)
Net	0.1475*** (0.0195)
Vix	0.2291*** (0.0234)
Vix×Net	-0.5292** (0.0167)
Cps	0.0146*** (0.2506)
Save	0.0007** (0.0003)
Iva	0.0002 (0.0005)
RL	0.0016 (0.0053)
constant	0.1448 (0.1179)
R ²	0.9808
N	672

表 5.13 给出了全球金融环境的调节作用回归结果,可以发现,全球金融环境和跨境资本流动的交互项系数为-0.5292,且回归结果显著为负,这反映出全球金融环境不确定性的上升减弱了跨境资本流动对金融韧性的促进作用,具体来看,当跨境资本流动的规模每上升 1 个单位,金融韧性会增强 14.75-52.92Vix 个单位,研究认为,这是因为全球金融环境的不确定性上升加快了国际投资者的投资周转期,投资组合的即期资产配置与目标的资产配置配置出现偏离,因此投资者会调整投资组合中各种资产权重以达到目标水平,在这种情况下,跨境资本倾向于流出,通过资产价格和物价水平等渠道,使金融系统的韧性下降。

5.7. 稳健性检验

5.7.1. 替换解释变量

为了保证实证结果有效，本文替换解释变量进行检验。现有对跨境资本流动净值进行测量的方式有非储备性质的金融账户净值，以及使用跨境资本流入流出总值进行测量，本文使用上述两种变量进行稳健性检验。

表 5.14 替换解释变量的检验

VARIABLES	(1)	(2)
	非储备金融账户净值	资本流动总值
Net	0.0550** (0.0269)	0.0065*** (0.0025)
Cps	0.0185*** (0.0060)	0.0170*** (0.0059)
Save	0.0006* (0.0003)	0.0051 (0.0004)
Iva	0.0005 (0.0005)	0.0053 (0.0005)
RL	0.0049 (0.0060)	0.0037 (0.0061)
constant	0.0501 (0.1269)	0.0808 (0.1259)
时间固定	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
R ²	0.9789	0.9786
N	672	672

表 5.14 给出了替换解释变量的回归结果，从列（1）至列（2）的回归结果来看，跨境资本流动对金融韧性的回归系数均为正，且非储备金融账户净值和资本流动总值的系数均显著，上述回归结果与上文结论保持一致，这说明本文回归所得的相关实证结果稳健。

5.7.2. 内生性问题处理

在研究跨境资本流动对金融韧性的影响时，金融韧性会受到多变量影响，本文在模型构建时也无法将影响金融韧性的所有变量添加其中，这就可能会遗漏变

量，而且金融韧性也可能影响跨境资本流动，造成反向因果，引发内生性问题，因此，为了解决实证中可能存在的内生性问题，本文借鉴孙传旺等（2019）和张礼卿等（2023）的做法，将解释变量和控制变量均滞后一期进行回归，结果见表 5.15。

表 5.15 内生性检验结果

		(1)	
VARIABLES		金融韧性	
Net	0.0421**	(0.0198)	
Cps	0.0077	(0.0064)	
Save	0.0011**	(0.0004)	
Iva	-0.0007	(0.0005)	
RL	-0.0004	(0.0060)	
constant	0.2889	(0.1355)	
时间固定		Yes	
个体固定		Yes	
R ²		0.9811	
N		616	

从表 5.15 的内生性检验结果来看，跨境资本流动对金融韧性的影响依然显著为正，系数为 0.0421，这与前文所得结论一致，说明通过了稳健性检验。其有效地支持了跨境资本流动对金融韧性的提升作用这一结论。

6. 结论与建议

6.1. 研究结论

本文基于 2009-2020 年 56 个经济体的年度面板数据，通过测算金融韧性指数，运用双向固定效应模型探讨了跨境资本流动金融韧性的影响，得出以下结论：

(1) 跨境资本流动总体上能够提高一国的金融韧性，并主要通过提升一国金融体系的适应恢复能力和转换学习能力实现。(2) 跨境资本流动对金融韧性的提升作用存在显著的经济体异质性。跨境资本流动对新兴经济体金融韧性的提升作用大于发达经济体，其原因可能在于发达经济体自身的金融系统韧性相对较强，再想提升相对困难；新兴经济体的转换学习能力更强，跨境资本流动带来的金融韧性促进作用更显著。(3) 跨境资本流动对金融韧性的提升作用存在显著的结构异质性。跨境资本流入有利于增强金融韧性，流出不利于增强金融韧性，其原因可能在于跨境资本流入比流出带来的防御抵抗能力和恢复适应能力提升作用更大；跨境直接投资对金融韧性具有显著促进作用，而证券投资对金融韧性的促进作用不显著，其原因在于直接投资对金融业产生溢出效应，推动金融韧性上升，而证券投资加强了金融体系的深度和广度，另一方面又增加了东道国金融体系的投机性，最终影响效果可能相互抵消，对金融韧性的影响不显著。(4) 全球金融环境不确定性的上升会减弱跨境资本流动对金融韧性的促进作用。

6.2. 政策建议

6.2.1. 加强跨境资本流动管理

资本账户开放进程的加快导致跨境资本流动规模增长，从而对金融体系产生了不同程度的影响，运用各种手段加强跨境资本流动管理是保持金融韧性的重点。总的来说，第一要发挥货币政策和财政政策等经济政策的作用并加以搭配使用，在当前背景下，各国应结合跨境资本流动的实际情况合理使用各种政策工具，实现经济平稳和管理资本流动的目标。货币政策主要是政府对市场货币需求进行调控来实现政策目标。跨境资本流动对金融系统产生影响时，货币当局可采用一般或非常规货币政策工具进行调控，防控资本流动风险。财政政策主要通过变动收

支与税收调节宏观经济，面对跨境资本流动带来的风险，政府根据实际可以通过调节税率和自身的收支调控经济，达到稳定经济和保持金融韧性的目标。第二要积极创新完善跨境资本流动宏观审慎政策工具，加强风险监管，熨平金融顺周期波动，根据经济形势进行相机抉择的周期调节，从而保持金融体系的韧性，具体来说，在跨境资本流入造成经济过热之时，控制信贷规模，防止出现流动性过大而造成市场风险，在跨境资本大量流出时，金融市场泡沫破裂，市场恐慌情绪蔓延，此时应结合实际情况释放流动性，维护金融韧性。最后，跨境资本的监管工作应多个相关部门共建共治，从而提高监管的质量和效率。在监测跨境资本流动和保持金融韧性时，银行和公安等部门都发挥着重要的作用，因此，应该在各部门间建立一个信息合作平台，部门的合作不仅仅能够在短时间内高效监测到各类外汇账户、跨境资本流动和金融机构的异常，还能在第一时间进行协调和处理。

6.2.2. 有序推进金融开放

金融开放进程应与各国经济发展阶段和金融韧性相匹配。从本文实证结果看，跨境资本流动有利于金融韧性提高，因此各经济体可以适当加快资本账户开放，并结合本地实际适当减少资本流动限制。金融开放是一个逐步推进的过程，对我国来说，金融机构的股权改革、设立形式与业务开展等内容是推进金融开放的重点所在，这不仅使得来华投资者开展相关业务更加便捷，而且有利于金融开放水平的上升，形成一批具有市场活力与竞争力的金融机构。进一步地，各国应结合本国经济实际，在结合国内需求和金融水平发展程度的基础上推动金融开放，加大金融机构与国外金融市场的互联互通。从不同类型的国家看，发达经济体由于金融发展水平较高，金融开放时间较早，有着丰富的相关经验，因此发达经济体在推进金融开放中应在原有基础上结合本国开放水平推进金融开放，从本文数据来看，发达经济体证券投资流动较为活跃，因此要注重开放条件下间接投资带来的负面影响。新兴经济体金融市场发展时间较短，金融开放起步时间较晚，金融开放的自由度较低，大部分还存在着资本管制，这类国家资本流动类型以直接投资为主，且对跨境资本流动变动的灵敏度高，因此新兴经济体应继续吸引直接投资，但同时也要预防其大额利润汇回和资本外逃所带来的风险。从间接投资来看，虽然规模稍小，但其具有强流动性和高风险性，对金融韧性的影响更加直接。所

以，新兴经济体要谨慎推动金融开放，在风险可控的前提下开放资本账户，在引进直接投资的同时避免资本流动对金融韧性产生破坏性的影响，将防范风险的重点放在间接投资方面。

6.2.3. 深化金融改革

从国际经验看，金融体系改革能够增强金融系统抵御跨境资本流动冲击的能力，从而增强金融韧性。强劲的经济增长、发达的金融市场和完善的监管制度会塑造一个高韧性的金融体系，面对资本流动的风险冲击，高韧性的金融体系可以很好地抵御和吸收风险，从而保持金融韧性。总的来说，在宏观层面，应做好监测工作，保持金融韧性和经济增长的平衡，引导资金向实体部门流动，促进实体经济发展；同时，重视利率市场化改革，重视市场的自发调节作用，建立高度市场化的基准利率体系，疏通货币政策在金融系统和实体经济间的传导路径。对金融市场来说，应继续推动金融深化改革，建立一个高水平的金融市场和多层次的资本市场，规避金融风险。同时，应加强金融市场方面的基础设施建设，完善市场相关法律法规，为金融市场的金融活动提供一个高质量的投资环境。对金融机构来说，应提高各类金融机构的防风险能力，继续丰富银行业金融机构的资本补充形式，支持金融机构在风险可控的前提下适度创新对冲风险的金融产品，以促进良性发展和金融韧性的提升。

6.2.4. 提升人力资本，加强科研创新

根据前文分析，在金融韧性提升的影响因素中，人力资本和科研创新起到了重要作用，通过培养高等教育在校学生特别是经济学学科在校学生的质量，同时加大科研投入，可以起到培养创新能力的作用，从而提升金融韧性的转换学习能力，促进金融系统的优化升级。具体来说，第一，改革高等教育体制，加快提升创新型人力资本。办好高等教育是提升高端人力资本的关键所在。要围绕经济社会发展需要，以培养创造力和创新精神为导向，完善高等提升教学质量和办学水平，培养高等学校原始创新能力。第二，加大科研项目的资金支持，加大科技投入力度，使金融与科技紧密结合，提升专利授权数与金融创新的匹配度，大力发展合法互联网金融平台，为金融行业提供良好的服务。

参考文献

- [1] Ammerman D.A. Household Capital Structure and Financial Resilience: Evidence From the Netherlands[D]. Kansas State University,2017.
- [2] Reggiani A,Graaff T.D,Nijkamp P,Resilience:An Evolutionary Approach to Spatial Economic Systems[J].Networks and Spatial Economics, 2002, 2(2) : 211-229.
- [3] Basel Committee on Banking Supervision,Basel III:Finalizing Post-crisis Reforms[OL], <https://www.bis.org/bcbs>,2017.
- [4] Cuddington J.T.,Vinals J.M.,Budget deficits and the current account: An Intertemporal Disequilibrium Approach[J]. Journal of International Economics, 1986, 21(1-2) : 1-24.
- [5] Kenza B, Rachel C,News, sentiment and capital flows[J]. Journal of International Economics, 2022, 137.
- [6] Kodongo O,Ojah K, Real exchange rates, trade balance and capital flows in Africa[J]. Journal of Economics and Business, 2013, 66 : 22-46.
- [7] Martin R,Regional economic resilience, hysteresis and recessionary shocks[J]. Journal of economic geography, 2012, 12(1): 1-32.
- [8] Mercado R.V, Park Cyn-Young.What Drives Different Types of Capital Flows and their Volatilities in Developing Asia?[J]. International Economic Journal, 2011, 25(4) : 655-680.
- [9] Neumann R.M,Penl R,Tanku A,Volatility of capital flows and financial liberalization: Do specific flows respond differently?[J]. International Review of Economics and Finance, 2009, 18(3) : 488-501.
- [10] Rob H, Andros G,International Capital Flows and Speculation[J]. Journal of Risk and Financial Management, 2021, 14(5) : 197-197.
- [11] Sabuga I.G,Shirakawa J.B.R. The Impact of the US Unconventional Monetary Policy and Its Normalization in the Philippines: A Capital Flow Perspective[J]. Journal of Southeast Asian Economies (JSEAE), 2020, 37(2) : 135-162.
- [12] Simmie J,Martin R,The economic resilience of regions: towards an evolutionary approach[J]. Cambridge Journal of Regions, Economy and Society, 2010, 3(1) :

27-43.

[13]Tahsin S.S,Sun Tao. Effects of Capital Flow Liberalization: What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies?[J]. IMF Working Papers, 2012, 12(275) : 1-1.

[14]Wójcik D,Cojoianu T.F,Resilience of the US securities industry to the global financial crisis[J]. Geoforum, 2018, 91 : 182-194.

[15]Yang Haizhen,Shi Fangfang,Wang Jie,Jing Zhongbo. Investigating the relationship between financial liberalization and capital flow waves: A panel data analysis[J]. International Review of Economics and Finance,2019,59(JANa):120-136.

[16]曹强, 杨修琦, 田思雨.中国金融韧性、叠加效应及其与经济周期的交互分析[J].财经科学, 2021(06):12-25.

[17]陈锐, 李金叶.短期跨境资本流动、汇率波动与银行风险承担——基于资产价格与流动性错配的中介效应[J].金融监管研究,2022(01):58-78.

[18]陈雨露, 马勇, 阮卓阳.金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定?[J].金融研究, 2016(02):1-22.

[19]陈中飞, 范春嫦, 李珂欣,李佳阳.资本流动与汇率失衡——基于跨国经验的实证分析[J].金融论坛,2021,26(06):49-59.

[20]高洁超, 袁唯觉, 杨源源.资本流动、金融稳定与经济增长[J].金融监管研究,2021,113(05):98-114.

[21]顾月. 跨境资金流动对中国金融稳定性的影响[D].浙江大学,2017.

[22]胡艳, 张安伟.人力资本如何增强城市经济韧性[J].财经科学, 2022(08):121-134.

[23]花秋玲, 邱泽鹏, 景玉洁.经济开放度、短期资本流动与跨市场极端风险溢出[J].财经科学, 2021(12):14-27.

[24]金政, 李湛.短期跨境资本对金融资产价格的动态影响及对策研究[J].世界经济研究, 2022(02):42-53+135.

[25]李聪, 刘喜华.汇率预期、国际资本流动与金融稳定的非线性联动效应研究[J].暨南学报(哲学社会科学版),2021,43(04):100-120.

[26]李彤玥, 朱太辉.如何重塑金融韧性?——危机后国际金融监管改革的分析框

- 架[J].金融监管研究,2019(03):22-38.
- [27]李文乐.金融开放对跨境资本流动影响的理论逻辑与实证检验[J].金融经济,2020(08):9-17.
- [28]李旭东.资本流动、政策不确定与金融稳定[J].上海金融,2019,463(02):30-38.
- [29]芦东,刘家琳,周行.浮动汇率制能有效降低跨境资本流动波动吗?[J].国际金融研究,2021(11):43-54.
- [30]马理,李厚渊.资本账户开放、跨境资本流动与金融稳定的相关性研究[J].金融理论与实践,2019(11):7-16.
- [31]马勇,田拓,阮卓阳,朱军军.金融杠杆、经济增长与金融稳定[J].金融研究,2016(06):37-51.
- [32]马语键.跨境资本流动对区域金融韧性的作用机制研究[D].长春工业大学,2022.
- [33]钱晓霞.金融开放进程下短期跨境资本流动对我国金融稳定的影响[D].浙江大学,2018.
- [34]阙澄宇,孙小玄.人民币国际化对跨境资本流动的影响——基于资本类型和流向的异质性研究[J].国际金融研究,2022(04):67-77.
- [35]宋晓露,梅德祥.洗钱对跨境资本流动的影响[J].世界经济研究,2019(02):16-28+135.
- [36]宋玉茹.中国区域金融韧性水平测度与分布特征分析[J].技术经济与管理研究,2022(07):72-78.
- [37]孙传旺,罗源,姚昕.交通基础设施与城市空气污染——来自中国的经验证据[J].经济研究,2019,54(08):136-151.
- [38]邵金怡,吴涛.美联储货币政策变化对我国跨境资本流动的溢出影响[J].西南金融,2022(05):67-79.
- [39]谭小芬,李兴申,苟琴.全球投资者国别风险情绪对跨境股票资本流动的影响[J].金融研究,2022(06):153-170.
- [40]汤淳,刘晓星.中国金融市场韧性研究——基于风险冲击视角[J].金融经济学研究,2022,37(03):3-18.
- [41]王芳.区域金融系统韧性评价研究[D].长春工业大学,2020.

- [42]王金明,王心培.跨境资本流动如何影响银行风险承担?[J].世界经济研究,2022,344(10):72-86+136.
- [43]王劲松,韩克勇.我国金融稳定指标体系构建[J].中国流通经济,2015,29(03):114-124.
- [44]王娜,施建淮.我国金融稳定指数的构建:基于主成分分析法[J].南方金融,2017(06):46-55.
- [45]王青,刘思良,程思进.空间效应视角下数字经济对FDI区位选择的影响研究[J].工业技术经济,2022,41(09):54-60.
- [46]王晰,杨琳,白智奇.考虑动态调整的金融稳定指数构建[J].金融监管研究,2020(02):102-114.
- [47]易颖.短期跨境资本流动对我国金融稳定的影响研究[D].华中师范大学,2020.
- [48]张礼卿,张宇阳,欧阳远芬.国际资本流动对系统性金融风险的影响研究[J].财贸经济,2023,44(01):99-115.
- [49]张明,肖立晟.国际资本流动的驱动因素:新兴市场与发达经济体的比较[J].世界经济,2014,37(08):151-172.
- [50]张原劼,施建淮.银行业跨境资本流动对企业投资的影响[J].国际经贸探索,2020,36(07):52-70.
- [51]赵先立.国际资本流动:动因及影响研究——基于资本账户开放和金融稳定的视角[J].上海金融,2021(04):33-47.

后 记

不知不觉，论文已在此划上一个句号，这代表我的学习生涯也暂时结束，三年研究生时光在不经意间已经接近尾声。心虽有万千沟壑，不过一声无言矣。

论文完成之际，首先要衷心感谢我的导师。不论是在生活中还是在学习中，老师都教会了我许多道理。本次毕业论文能顺利完成最应感谢的是我的导师，从论文的选题、开题报告到后续的论文修改，老师始终都以最负责、最认真的态度给予指导，针对我文章中存在的问题，提出了非常有帮助的建议，使我的行文思路变得更加清晰。

然后，我要感谢我的父母，我的家人，养育之恩无以为报，谢谢你们二十多年来对我一如既往的支持，非常感谢你们的理解和信任，这是我勇于前行的不竭动力。

最后感谢同窗的各位同学和感谢我的室友们，韩同学、黄同学、贺同学和李同学，学习和生活中，室友们给我提供了大量的无私帮助，我们的故事始于 423，人生中充满了遇见，我想这既是偶然，也是命运中的必然，三台阁上，兴隆山中，青海湖边，茶卡湖畔，莲宝叶则雪山之下，都留下了我们的欢声笑语，这份珍贵的同窗之情将是最值得留恋的校园回忆。