

# 中国经济高质量发展背景下跨境资本 流动风险的理论探索<sup>〔\*〕</sup>

杨泽夏

(阜阳师范大学 经济学院,安徽 阜阳 236041)

〔摘要〕跨境资本流动不仅能为中国经济高质量发展创造有利的内外部条件,也会产生一些风险。从总体上来看,跨境资本流动风险源于全球经济波动、地缘政治风险、贸易政策变化等因素,且政府和监管机构应对风险的政策措施会直接影响投资者信心和预期,导致跨境资本流动的异常变化,影响金融市场稳定。这种资本流动性风险的跨国蔓延,将对不同国家和地区的货币政策、经济增长、就业状况、政府债务状况等产生较大影响,并通过资本价格、汇率、利率和股票市场等渠道传导风险。这种风险传导会改变跨境资本流动的规模、水平和方向。为此,在经济高质量发展背景下对跨境资本流动风险进行理论研究,就具有重要的现实意义。

〔关键词〕跨境资本流动;经济高质量发展;传导机制;影响机制

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2024.08.019

现阶段,中国在经济高质量发展进程中,跨境资本流动受到外部因素(如全球经济周期和金融市场波动)和内部因素(如国内政策变化和投资者情绪等)的一系列影响。期间出现的不确定性和短期经济波动,会使资本为寻求更稳定的国际市场,产生外逃倾向,进而引发跨境资本异常流动。<sup>〔1〕</sup>鉴于中国经济高质量发展过程中跨境资本流动的易变性和复杂性,自然会出现对跨境资本流动风险预警难的问题,如何评估和预警跨境资本流动风险,制定相应政策和措施以应对风险就成了关键之钥。在此背景下,中国的对外开放仍将循序渐进并不断深化,跨境资本流动的风险理论研究也日益重要。

## 一、中国经济高质量发展背景下跨境资本流动风险的成因与形成机理

### (一)跨境资本流动风险成因

一方面,当前中美贸易摩擦等国际争端频发,使得中国贸易政策需要即时性的调整,但这也增加了诸多不确定性。政策的不稳定尤其是贸易和资本流动政策的频繁变动,会强化市场参与者焦虑和恐慌心理,降低其进行长期投资和资本配置的意愿。另外,主要经济体经济政策的变化无常,体现在

作者简介:杨泽夏,经济学博士,阜阳师范大学经济学院讲师,主要从事开放经济理论与政策研究。

〔\*〕本文系国家自然科学基金项目“新时代我国沿边区域开放空间格局优化与战略支撑研究”(71861034)的阶段性成果。

美元加息、贸易保护主义抬头等方面,给中国资本流入和外汇储备造成了压力。<sup>[2]</sup>中国在资本准入政策方面始终采取相对审慎的态度,相对严格的控制在短期内能够保护国内市场,但从长远看,审慎的政策可能会削弱资本市场的效率和竞争力,影响中国经济的开放活力和高质量发展。另一方面,在中国经济高质量发展的环境下,个体投资者的行为往往是基于自身利益最大化考虑的,而不必承担其行为对宏观经济稳定带来的影响,易引发金融外部性。<sup>[3]</sup>金融外部性是指市场参与者的个体行为在没有适当政策干预时可能不会带来社会最优结果的现象,如跨境资本大量流入可能导致本币升值、汇率波动、资产价格泡沫和过热的经济增长,而跨境资本快速流出则可能引发货币贬值、资产价格暴跌和经济衰退。个体的跨境资本流动决策能够反映对当前市场情况的应变,却会忽视对整体金融市场和经济稳定的长期影响。下面可以从两个角度进行分析。

从资产负债表效应的角度来看,中国经济高质量发展进程中跨境资本流动风险主要源于跨境资本流动对企业和金融机构资产负债表的影响。当中国企业和金融机构在国际市场上借贷或投资时,由于货币价值和汇率的波动,我国的资产负债表可能遭受显著影响,<sup>[4]</sup>例如,当中国企业大量借入美元贷款时,如果人民币相对于美元贬值,那么这些企业偿还债务的成本将会升高,从而增加其财务压力和违约风险。同样,当中国投资者持有大量外币资产时,如果汇率波动不利,导致其投资价值缩水,从而会影响投资回报和整体财务状况。随着中国经济结构逐步转型升级,中国与全球金融市场的互联互通性日渐增强,国际市场的波动将直接影响国内企业和金融机构的资产负债表,进而对整个金融系统的稳定性构成威胁。因此,管理好跨境资本流动的风险,特别是在全球市场动荡期间,对于中国来说至关重要,这不仅需要企业和金融机构加强自身的风险管理,还需要政府通过宏观经济政策和金融监管措施来提高整个金融体系抵御外部冲击的能力。

从金融放大效应的角度来分析,跨境资本流动风险的成因体现在跨境资本流动通过影响金融市场的波动性和杠杆率来放大国内经济的脆弱性。在中国经济高质量发展进程中,大量跨境资本流入中国市场,可以提振市场信心并促进经济增长。然而,这种资本流入往往伴随着市场预期的过度乐观和资产价格的过度膨胀,从而导致市场杠杆率的增加和风险积聚。例如,外资的大量流入可能推高房地产和股票等资产的价格,引发资产价格泡沫,而价格泡沫一旦破裂,就会对经济产生剧烈的负面影响。<sup>[5]</sup>当全球经济环境发生变化或市场情绪转变时,资本可能会快速流出,导致市场出现急剧的变动,进一步放大金融市场的波动性。跨境资本流动所引发的金融放大效应,不仅会加剧市场的不稳定性,也将给宏观经济带来波动。在中国经济高质量发展过程中,需密切关注跨境资本流动可能引发的金融放大效应,通过加强金融市场监管、合理控制市场杠杆和采取有效的宏观审慎政策来缓解这种风险,确保经济的平稳健康发展。

## (二) 跨境资本流动风险形成机理

中国经济高质量发展背景下跨境资本流动风险的形成机理,可通过国际收支平衡表的变化和“三元悖论”理论模型,结合经济结构调整、政策不确定性、汇率制度选择决策等多个层面详细分析。

我国经济从高速增长转向高质量发展,涉及经济结构调整,而经济结构调整又涉及产业升级、创新驱动发展战略和服务业扩张等多个方面。发展高科技和高附加值产业是产业升级的重要目标,而其往往需要长期资本投入,且回报周期较长,短期内无法获得相应的回报,将增加短期资本流动性负担。创新驱动发展战略要求持续的研发投入和健全的知识产权保护制度,当前我国在这方面仍处于完善阶段,创新驱动本身具有的不确定性也是风险来源,可能反向影响资本流入的稳定性和可预测性。服务业的拓展和消费升级推动中国经济的内需增长,但也应考虑国外市场需求的快速变化。

另外,政策的不稳定或不可预测性会直接影响投资者的信心和行为,尤其是中国经济正处于由高速增长转向高质量发展的关键时期。<sup>[6]</sup>政策调整涉及金融、贸易、税收、外汇管理等多个领域,每一个变动都可能引起市场的即时反应。金融政策的调整,如利率变动、货币供应量的调控等,会影响投资回报率和融资成本,从而影响国内外投资者的资本配置决策。若金融政策频繁调整或缺乏透明度,会导致资本市场波动增加,引发短期的资本流出或过度流入,使得市场稳定性降低。政策不明确使得跨国公司和国际投资者在让资本流入中国方面变得更加谨慎。税率的调整、税收优惠政策的变更等都直接影响企业的盈利预期和投资决策。<sup>[7]</sup>在政策调整频繁或不透明的环境下,企业可能会推迟投资或寻找税负较低的国家进行资本布局,这对国内资本形成和外来投资流有即时的影响。总之,在经济高质量发展的大背景下,如果政策调整缺乏前瞻性或与国际经济环境的变化不同步,可能会使国内市场对外资的吸引力降低,加剧资本流动的不稳定性。

根据蒙代尔的“三元悖论”理论,当一个经济体允许资本自由流动并保持资本项目开放时,若同时追求货币政策的独立性,将难以维持固定汇率制度的稳定。在中国经济高质量发展背景下,跨境资本流动风险与汇率制度密切相关。随着经济不断发展,中国的汇率制度也在不断调整以适应新的经济环境。从1994年的汇率并轨,到2005年“7·21汇改”的实施,再到2015年“8·11汇改”,这些改革标志着中国汇率制度从固定汇率制向更加市场化和灵活的浮动汇率制的转变。<sup>[8]</sup>该转变意味着中国在放宽资本控制和促进跨境资本自由流动的同时,逐渐放弃固定汇率制度下的汇率稳定性,转而采取更加灵活的汇率政策以保持货币政策的独立性。在固定汇率制度下,跨境资本流入可能会使外汇储备增加,但将限制货币政策的灵活性,而在浮动汇率制度下,跨境资本流动引发的汇率波动则更为明显。尤其在跨境资本流入时,汇率可能面临升值压力,这从长期来看可能会损害出口竞争力,并导致资产价格泡沫。相反,跨境资本流出可能引起汇率贬值,加剧金融市场的不稳定性。为了保持货币政策的独立性并适应资本自由流动,中国必须不断优化汇率机制,以应对由跨境资本流动引起的汇率波动风险。<sup>[9]</sup>这不仅是中国金融体制改革的重要组成部分,也是平衡跨境资本流动风险和保持宏观经济稳定的关键。通过这种持续的改革和调整,中国可以更好地管理和缓解由跨境资本流动所引发的汇率风险,同时促进经济的健康和持续发展。

当跨境资本在短期内大规模流入经济体,通常会推高本币需求,提升本币价值,使该经济体货币需求增加,造成汇率升值现象。若跨境资本流入并非基于长期的经济基础的持续增加,可能导致货币价值人为和暂时性膨胀,即汇率高估。跨境资本流动导致汇率高估的风险形成机理可以从资本流入的影响和市场预期的作用两个方面来理解。从资本流入的角度来分析,汇率高估风险的形成机理在于跨境资本流入对国内货币市场和汇率市场的直接影响。<sup>[10]</sup>在中国经济高质量发展进程中,外国资本流入增加,这增强了对人民币的需求,从而在货币市场上产生升值压力。经济学中的汇率决定理论指出,当一个国家吸引大量外资时,由于外汇供给增加,国内货币的价值相对于外币会上升,导致汇率升值。在短期内,这种升值反映出中国经济的强劲增长和投资环境吸引力上升,但当升值过度时,会导致汇率偏离其由经济基本面决定的均衡水平,形成汇率高估。长期的人民币升值可能会削弱出口的竞争力,影响出口导向型企业的利润率,进而对中国的贸易平衡和经常账户产生负面影响。<sup>[11]</sup>伴随着持续的汇率升值还可能吸引更多的投机性资本流入,以寻求从货币升值中获利,这种短期跨境资本流动会加剧汇率市场的波动性,造成经济的不稳定。虽然短期内跨境资本流入带来的汇率升值可能有利于抑制进口型通胀,但长期来看,过度的汇率升值和可能的高估则对经济构成潜在风险。

从市场预期的角度来分析汇率高估的风险形成机理,可以看出风险是由市场参与者对未来经济

情况和政策走向的预期所驱动的。当市场普遍预期人民币将升值时,这种预期本身就会吸引更多的投资者购买人民币或人民币计价资产,从而增加对人民币的需求。<sup>[12]</sup>该需求增加将进一步推高人民币的汇率,甚至可能导致汇率超过经济基本面的均衡水平,即发生汇率高估。此种情况所引发的汇率高估会导致中国出口的竞争力下降,减少外国进口商的购买意愿。在人民币预期升值的环境下,短期跨境资本可能会涌入中国市场,寻求汇率升值带来的收益。但这种短期跨境资本流动通常以投机为目的,对市场的稳定性构成威胁。当市场预期发生变化,例如预期人民币将贬值时,这些资本可能会快速流出,导致人民币贬值压力加大,引发市场参与者的恐慌,让市场出现异常波动。

## 二、中国经济高质量发展背景下跨境资本流动对金融稳定性的影响机制

### (一)跨境资本流动对金融机构稳定的影响机制

保证经济体金融机构的稳健运营,是经济体金融稳定的重要内容。银行机构在促进经济增长、实现资金融通方面发挥着关键作用,特别是在中国以间接融资为主导地位的金融体系中,银行的贷款和信贷政策直接影响到企业的投资和消费者的支出。跨境资本流动对银行稳定性的影响既表现在直接渠道,也体现在间接渠道上。就直接渠道而言,跨境资本的流入与流出直接作用于银行的信贷规模与信贷结构,从而影响银行的资产质量和流动性状况,这会改变其业务的运作模式和风险配置,<sup>[13]</sup>可能导致信贷风险的增加或资产配置的失衡,使得银行过度借贷和资产负债表扩张,增加银行系统的风险。例如,大量跨境资本流入时,银行可能因为流动性充裕而放松信贷标准,增加信贷投放,从而积累潜在的信贷风险。在间接渠道方面,跨境资本流动通过影响宏观经济环境和金融市场的波动,比如国内的利率、汇率和资产价格等经济变量,间接地对银行的稳定性产生影响。大规模的资本流入可能导致资产价格的过度膨胀,而资本流出则可能引发市场恐慌,对银行稳定性产生间接影响。具体而言,当跨境资本大量流入时,可能会导致国内货币供应量增加,从而使得利率水平下降,并推高资产价格,这些变化有可能形成市场泡沫。这种泡沫的形成和破裂都可能对银行的稳定性造成影响,特别是在破裂时会对银行资产质量造成严重损害,增加银行不良贷款数量和违约风险。<sup>[14]</sup>当跨境资本流动发生逆转时,如在国内经济受到冲击时的大规模资本外流,会导致流动性紧缩、汇率贬值和货币供应量减少,对银行体系的稳定性构成严重威胁。在这种情况下,社会公众的信心受挫,银行面临挤兑风险,不得不开始抛售资产以维持流动性,又进一步加剧了银行自身的困境。银行风险的传播和蔓延特性意味着一旦银行体系受到冲击,其影响可能迅速扩散至整个金融体系,甚至引发金融危机。

在理清跨境资本流动对银行影响机制的同时,也应兼顾跨境资本流动对证券、保险等金融机构稳定性的影响机制。我国跨境资本流动通常涉及不同国家或地区的货币交易,使得证券、保险等金融机构必须面对外汇波动对其资产和负债的冲击,尤其是在高频交易环境下,外汇波动可能导致资产负债不匹配,增加金融机构的风险暴露。大规模的跨境资本流动可能会导致外汇市场的剧烈波动,尤其是在资本流动的方向和规模发生突然变化时,金融机构难以及时调整外汇头寸,使得外汇流动性风险增加。<sup>[15]</sup>跨境资本流动通常伴随着短期资金的大规模流入或流出,但证券、保险等金融机构可能将部分资金投向长期项目或者长期贷款,导致资产和负债之间的期限不匹配,一旦出现资金迅速流出或者利率上升等情况,这些金融机构将面临偿债压力,难以继续稳定经营。跨境资本流动会引发市场参与者对未来市场走势的预期调整,进而影响其对证券、保险等金融机构的投资决策。当投资者对市场前景预期变化时,可能会引发市场的大幅波动,尤其是在信息不对称或者市场情绪受到影响时,市场可能出现过度反应,导致证券、保险等金融机构的股价或者债券价格大幅波动。市场预期的调整还可能导

致资本市场的资产定价失真,投资者的市场预期可能会影响资产的估值,如果市场预期过度悲观或者过度乐观,可能会导致证券、保险等金融机构的资产定价出现偏离,影响其盈利能力和风险敞口。<sup>[16]</sup>随着中国经济高质量发展过程中产业的转型和创新,市场竞争日益激烈,而跨境资本流动会加剧金融市场的竞争压力。跨境资本流动将引入更多的外国金融机构参与中国市场,外资金金融机构具有技术、资金和品牌等方面的优势,它们的进入会加剧本土金融机构面临的竞争压力,迫使后者提高服务质量和产品创新能力,以吸引客户和保持市场份额。为了应对竞争,这些金融机构会扩大业务规模,增加投资和信贷活动,以获取更多利润。然而,过度扩张可能会导致风险积累,尤其是在市场波动或经济下行时,它们可能面临流动性风险、信用风险和市场风险等挑战,从而影响其稳定性和健康发展。

## (二)跨境资本流动对金融市场稳定的影响机制

根据国际经验分析,若经济体拥有较高发展水平的金融市场,则其吸收和内化跨境资本流动冲击的能力越强。金融市场稳定是一个多维度的概念,包括货币市场稳定和资本市场稳定。

货币市场涉及同业拆借、票据贴现、国库券和大量可转让定期存单等,其特点在于低风险、高流动性和成交量大。货币市场的稳定性对于整个金融市场的运行至关重要,特别是在经济高质量发展的大环境下,跨境资本流动对中国货币市场产生显著影响。当海外资本大量流入时,中国人民银行的货币供给会相应增加,以适应市场需求的变化,使得货币市场保持较高的流动性,进而导致市场利率走低。<sup>[17]</sup>这种流动性的增加,虽然短期内可能对经济和金融市场有正面影响,但也可能导致宏观经济过热和金融市场出现泡沫。货币市场的利率,作为反映金融体系稳定性的重要指标,受到市场资金供求关系和中央银行货币政策的双重影响。中央银行可以通过各种手段,如回笼资金或公开市场操作,来调节短期流动性供给,以维持市场稳定。然而,在外部金融冲击下,跨境资本流动可能突然中断或逆转,导致货币市场流动性紧张。例如,大规模的资本外流会使市场流动性供给短缺,引起货币市场利率急速攀升。快速上升的利率可能引发市场的紧张情绪,如果中央银行无法及时通过增加货币投放来缓解流动性紧张,这种情绪可能进一步蔓延,导致货币市场的不稳定性增强。<sup>[18]</sup>

在中国经济高质量发展背景下跨境资本流动对资本市场稳定性的影响机制是多层次、多维度的。对外开放的扩大将加剧跨境资本流动的投机性和逐利性,从而增加其不稳定性和不确定性。伴随着不稳定性和不确定性的积聚,尤其是短时间内高频的资本流动和流动逆转,可能扭曲甚至破坏中国的金融结构,造成国内资产价格异常波动,进而增加资本市场的动荡。跨境资本的大量流入直接导致外汇占款的急剧增长,进而增加货币市场的流动性,使利率降低。<sup>[19]</sup>这种流动性的增加给资本市场带来活力,但也可能助长市场的博弈气氛,导致资产价格的非理性上涨。资产价格上涨虽然短期内可能会吸引更多的投资者进入市场,但长期来看却可能形成泡沫,一旦泡沫破裂,就会对资本市场稳定性构成严重威胁。伴随着大量的资本流入导致的商业银行信贷规模快速增长,引发了市场流动性增加,进而推动了股票和证券等资产价格的上升。跨境资本的涌入促进了市场中的流动性供给,从而造成市场利率下降。该利率变化将对直接投资者的机会成本造成影响,进而改变资金流向资本市场的情况。当利率下降时,投资者的机会成本降低,资金更可能流向资本市场,推高资产价格。跨境资本流动对经济基本面的影响是双向的,资本流入有利于提升资本积累,改善技术水平,优化资源配置,并降低资金成本,从而刺激实体经济和资本市场的发展。<sup>[20]</sup>但当该资本快速撤离时,它将会给实体经济带来负面冲击,可能引发经济增长放缓,甚至出现衰退,同时增加资本市场的波动性和不稳定性。资本外逃不仅会导致市场流动性的紧缩,还可能引发资产价格的暴跌,破坏市场的平衡状态。

随着中国经济高质量发展步伐的不断加快,跨境资本流动的频繁性和波动性也会加大,这种流动

在短期内表现出明显的逐利性和顺周期特征,对国内金融资产价格产生显著的干扰作用。跨境资本流动不论是资本流入和流出,都直接影响金融资产的供求关系。资本流入时,对金融资产的投资需求增加了。这通常会推高股票和债券等金融资产的价格,短期内可能会促进资本市场的繁荣。然而,这种资产价格上涨可能并不完全基于经济基本面的支撑,而是部分源于资本流动带来的流动性溢价,从而形成资产价格泡沫。<sup>[21]</sup>一旦市场情绪发生变化或外部条件改变,如利率上升或外部经济环境恶化,资本很可能会快速外流,导致资产价格急剧下跌,泡沫破裂。跨境资本流入通常导致本币升值,这可能会对依赖出口的企业的盈利能力产生负面影响,从而影响其在股票市场的表现。反之,资本流出可能导致本币贬值,影响进口成本和整体通胀水平,进而影响金融资产的价值。基于中国的股票价格是最具代表性的金融资产价格,近年来,随着人民币汇率市场化改革的深化和人民币国际化的加速推进,人民币汇率双向波动增强,这使得跨境资本流动与中国股票价格之间的联系更加难以捉摸。可以从直接和间接两个角度来探讨跨境资本流动对中国股票市场价格的影响。

从直接途径进行分析,短期内持续的资本流入通常会导致股票市场价格上涨。这种价格上涨又会吸引更多的跨境资本流入,形成一种正反馈循环。然而,这种资本流动往往伴随着金融风险的汇聚。一旦遭受突发事件冲击,跨境资本流动往往会迅速逆转,进而引发资产价格急剧下降,使得市场波动性增强。这种现象在中国资本市场上尤为明显,因为中国股票市场的参与者结构中散户投资者占比较高,市场的非理性行为更为突出。<sup>[22]</sup>通过近年来的北上资金可以看出,当跨境资本在短期内大量涌入国内市场时,会推动市场活跃度提升,并吸引大量国内资金进入股票市场。这种情况下,股票及其他资产价格会出现异常波动,甚至可能导致非理性的价格上涨,进而形成资产泡沫。这种资本流入虽然短期内看似带来市场繁荣,但实际上可能埋下金融风险的隐患。

从间接途径分析,跨境资本流动通过影响货币供给、银行信贷和汇率波动等多个渠道间接作用于股票价格。当大量跨境资本短期内流入时,极易引起投资者的投机心理和恐慌情绪,可能导致股票市场泡沫和过度信贷的形成,进而在“黑天鹅”事件等突发情况下引发资本流动的逆转和市场不稳定。同时,这种跨境资本流动也会导致本币汇率的波动,进一步增加金融市场的不确定性。因此,频繁的跨境资本流动能够对股票价格和汇率造成显著影响,进而伤及金融体系的稳定性。

### 三、中国经济高质量发展背景下跨境资本流动风险传导机制

中国经济高质量发展背景下跨境资本流动风险传导机制主要指的是跨境资本流动所带来的风险在中国及其他经济体之间相互影响的过程。跨境资本流动风险分别从资本价格、<sup>[23]</sup>汇率、<sup>[24]</sup>利率<sup>[25]</sup>和股票市场<sup>[26]</sup>等主要路径进行传导。

#### (一)跨境资本流动风险传导之资本价格视角

资本价格对跨境资本流动风险的传导机制主要体现在投资风险和资本市场发展水平两个视域。投资风险是传导跨境资本流动风险的核心要素,能够对跨境资本流动性产生直接影响。这种风险传导通常受到政治经济环境、法律制度环境、市场监管、金融稳定性以及政策调整等因素的影响。首先,政治和经济环境的稳定性对投资者的信心有着直接影响,在一个政治稳定、经济运行平稳的环境中,投资者更愿意进行跨境投资,因为这样的环境降低了跨境资本流动风险。相反,政治动荡或经济不稳定的环境会限制资本的自由流动,增加跨境资本流动风险。其次,法律和制度环境也是跨境资本流动风险传导的重要影响因素,一个拥有健全法律框架、明确的产权保护制度和有效的合同执行机制的国家,能够为投资者提供更多的安全保障,从而减少跨境资本流动风险。<sup>[27]</sup>而现阶段,在跨境资本流动

风险管理方面,中国尚未拥有完善的法律框架,会因为高风险和不确定性而导致跨境资本流动风险。再次,市场监管和市场透明度的水平将直接影响投资者决策。市场监管透明度能够降低投资者的信息不对称风险,提高市场效率和减少跨境资本流动风险。反之,市场监管的不足和信息不透明则会增加投资者的不确定性,影响其投资决策,增加跨境资本流动风险传导的可能性。从次,金融系统的稳定性、银行系统的健康状况以及金融机构的风险管理能力是评估一个经济体金融环境的关键。一个拥有稳定金融体系的经济体能够为跨境投资者提供安全的投资环境,从而吸引更多的资本流入,减少跨境资本流动风险,而不好的投资环境将加速跨境资本流动风险的传导。<sup>[28]</sup>最后,政策的稳定性和可持续落实能力也是影响跨境资本流动风险的重要因素。政策的连贯性和可预见性对于维持投资者的信心至关重要。政策的不稳定性可能会导致市场波动,增加投资风险。这些因素不仅影响资本流动的规模和方向,还对接收国的经济产生深远的影响。

分析资本市场发展水平对跨境资本流动风险传导的影响,需要从宏观和微观层面进行综合考虑。在宏观层面可分为资本市场的规模和深度、开放程度和对资本市场的监督与规范水平等。资本市场规模大能够为其带来更好的流动性,高流动性能降低因单一事件引起市场过度反应的机率,使市场能够更有效地分散各类系统性风险。而资本市场深度层级越高,则该市场处理大量交易过程中越不易引发大幅度的价格波动。就资本市场的开放程度来说,与国际高度互联能够确保资本流动的多样性和连续性,使资本可以在全球范围内寻找最佳的投资渠道,能有效抑制因特定国家或地区的政治、经济动荡引起的资本流动波动。经济体若拥有强力的监管体系,且市场受到明确法律规范的指导,则能够更好地保护投资者权益,减少市场操纵和欺诈行为,增强市场的公平性和诚信度。<sup>[29]</sup>现阶段中国还不具备完善的监管体系,处理跨境资本流动风险的法律体系也尚未形成,这使得中国始终处于跨境资本流动潜在风险当中。从微观层面分析资本市场发展水平对跨境资本流动风险传导的影响时,重点应放在市场参与者行为、市场机构结构和市场中的公司治理与内部控制方面。市场参与者行为受到市场发展中存在的信息披露不充分、监管框架薄弱和法律与合约执行力度弱等问题的影响,可能会引发投资者对市场透明度的疑虑,引起跨境资本流动的短期波动。市场发展不完全会导致高风险金融产品和复杂交易策略的滥用,这可能在市场压力下放大风险,影响市场稳定。交易所、清算与结算机构、监管机构等构成资本市场的基础框架,其效率和透明度决定市场的操作流畅性和风险管理的有效性。公司治理与内部控制在影响跨境资本流动风险传导方面显得尤为重要。良好的公司治理能够确保企业运作透明、责任明确且效率高,是维持投资者信心和吸引外部资本的基础。若市场中的公司普遍存在治理结构弱、监管不足或是内部控制松懈的情况,这会直接增加投资风险,减少资本流动性。

## (二)跨境资本流动风险传导之汇率视角

汇率的变动会引发跨境资本流动风险,并对经济和金融市场产生广泛的影响。汇率波动会对跨境投资回报率产生直接影响。当货币贬值时,外国投资者购买中国资产的成本降低,中国会吸引更多资本流入。当货币升值时,购买成本增加,可能导致资本流出。<sup>[30]</sup>由汇率波动引起的收益不确定性不仅影响个别投资者的决策,还可能影响整体的资本流向,投资者为规避汇率风险,会减少投资或寻求对冲工具,这些行为将进一步增加市场的波动性和复杂性。从投资回报的影响层面看,汇率波动是跨境资本流动风险传导机制中的一个核心要素,对全球资本市场的稳定性和投资者的利益均有深远影响。汇率波动还会产生杠杆效应,放大跨境资本流动的波动性。该波动性会增加金融市场的不稳定性,导致投资者的恐慌性买卖,加剧市场震荡,引发跨境资本流动风险。投资者基于对汇率预期变动的反应去调整投资组合,可能会导致资本流动的集中或分散,影响金融市场的流动性和稳定性。<sup>[31]</sup>汇

率政策的变化也对跨境资本流动风险传导产生重要影响,汇率防御性政策(类似于紧缩性政策)通过卖出外汇储备来支持本国货币,阻止货币贬值或在短期内提高本币价值,以吸引或维持外国投资,稳定经济和金融市场,或者实施资本管制,限制资本的流出,增加资本流入,减少本币的供给压力以此支撑汇率。但该类型政策会使外汇储备减少,可能削弱市场对该货币未来稳定性的信心,并且对必要的经济调整和改革起到抑制作用,存在潜在市场失衡风险。汇率宽松性政策(类似于扩张性政策)借助中央银行放任汇率贬值的手段,使国内产品和服务在国际市场上更具价格优势,进而刺激经济增长。或者体现为中央银行减少直接干预,允许市场力量主导汇率动向。但此类型政策会造成国内外投资者将资本转移到更稳定或预期升值的货币区域,引发资本外流。

### (三) 跨境资本流动风险传导之利率视角

当中国利率发生变化时,将通过多个渠道传导到跨境资本流动中,影响资本流动的规模、方向、时间结构和风险特征。首先,利率变动会直接影响资本流动的规模,较高的利率通过提供更高的回报能够吸引外国资本流入。但该种跨境资本流入可能会引起一系列连锁反应,如货币升值和股市上涨,这些又可能导致资产泡沫和金融风险。<sup>[32]</sup>低利率可能促使资本流出,寻求更高回报的经济体,这会增加金融市场波动和经济衰退的风险。其次,利率波动还会影响跨境资本流动方向,高利率国家吸引短期投机性资本,但这些短期投机性资本具有高流动性和风险敏感性,极易在市场情绪变化时快速撤离,引发金融市场波动,传导跨境资本流动风险。再次,利率波动也将对跨境借贷和融资成本产生影响,进而引发跨境资本流动风险。利率上升会增加借贷成本,限制跨境资本流动,抑制企业扩张和投资,而利率下降则相反,可能促进长期资本流动。高利率通常导致货币升值,影响出口竞争力和贸易平衡,而低利率则可能导致货币贬值,增加外债偿还压力和通胀风险。<sup>[33]</sup>最后,利率对跨境资本流动风险的传导机制还与资产类别和投资目的密切相关。不同的资产类别对利率的敏感程度不同,如短期货币市场工具可能对利率变动更为敏感,而长期债券和股票可能对其他因素如经济基本面和市场预期的敏感度更大。频繁或未预料的利率调整可能引起市场恐慌,触发资本流动的剧烈波动,增加金融市场和经济的不稳定风险。

### (四) 跨境资本流动风险传导之股票市场视角

股票市场对跨境资本流动风险的传导路径涉及多个因素和渠道。第一,股票市场波动性与投资者风险偏好对跨境资本流动产生重要的影响,高波动性会增加投资者的风险感知,使其更加谨慎和保守,当股票市场波动幅度较大时,跨境资本流动往往会受到抑制,投资者更倾向于保留资金或将其投向相对稳定的市场。<sup>[34]</sup>当股票市场波动幅度较低时,投资者更容易接受风险并参与跨境资本流动。第二,当股票市场表现良好、股价上涨时,投资者信心增强,更愿意将资金投入该市场。这种情况下,跨境资本流动通常会增加,投资者会寻求更大的回报机会。当股票市场表现疲软、股价下跌时,投资者信心受到打击,更可能选择将资金撤离该市场,导致跨境资本流动减少。第三,股票市场的流动性也是跨境资本流动风险传导的关键因素,高流动性使得投资者更易进行买卖交易,提高市场吸引力。在股票市场处于高流动性状态时,跨境资本流动将更加活跃,投资者能够快速买卖股票,实现资金双向流动。反之,当股票市场处于低流动性状态时,跨境资本流动会受到限制,投资者面临买卖成本提升和交易路径限制可能导致的风险积聚。<sup>[35]</sup>

#### 注释:

[1] 马理、姜楠、李甲翔:《非法洗钱与资本外逃对中国金融安全的影响研究》,《世界经济研究》2021年第3期。



- [2]张岩:《资本账户开放、外汇储备与经济增长效应评估》,《现代经济探讨》2021年第8期。
- [3]方意、荆中博:《外部冲击下系统性金融风险的生成机制》,《管理世界》2022年第5期。
- [4]秦怡、陈平、徐飘洋:《结构性资产负债表衰退及其宏观经济效应与政策协整》,《金融经济学研究》2024年第2期。
- [5]Ahnert T., Kakhbod A., “Information Choice and Amplification of Financial Crises”, *The Review of Financial Studies* Vol. 30, Iss. 6, 2017, pp. 2130 – 2178.
- [6]陈学彬、龙磊:《地缘政治风险与中国短期跨境资本流动:理论机制与实证分析》,《国际金融研究》2024年第3期。
- [7]刘金全、张苑庭、徐宁:《资本账户开放度、货币政策独立性与汇率制度选择:三元悖论还是二元悖论?》,《世界经济研究》2018年第5期。
- [8]王晓永、杨传宇、李昊宇:《货币政策、国家主权信用与汇率稳定:兼析汇率制度改革效应》,《世界经济研究》2023年第11期。
- [9]陈俊、徐怡然、董望、王文明:《汇率政策、内部控制与风险对冲——基于“8.11 汇改”冲击的市场感知视角》,《管理世界》2023年第8期。
- [10]韩绍宸、巩冰、时梁、杨诗琦:《全球金融周期、跨境资本流动与汇率制度选择》,《上海经济研究》2023年第5期。
- [11]李建伟、杨琳:《影响因素、管控机制与人民币汇率波动趋势》,《改革》2017年第1期。
- [12]钟永红、张卫国:《资本监管约束下银行行为调整的动态特征分析》,《统计研究》2018年第4期。
- [13]Correa R., Paligrova T., Sapriza H., et al., “Cross – border Bank Flows and Monetary Policy”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 35, Iss. 1, 2022, pp. 438 – 481.
- [14]Demirgüç – Kunt A., Detragiache E., “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries”, *The Review of Financial Studies* Vol. 45, 1998, pp. 81 – 109.
- [15]汪洋、苑珺、刘腾华:《美国财政政策与货币政策调整对中国经济的动态溢出效应——基于 TVP – SV – VAR 模型的实证研究》,《国际经贸探索》2023年第7期。
- [16][27]Coppola, Antonio, et al., “Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross – border Financing and Tax Havens”, *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 136, Iss. 3, 2021, pp. 1499 – 1556.
- [17]管涛:《中国资本项目管理现状及人民币资本项目可兑换前景展望》,《世界经济》2002年第3期。
- [18]梁涛:《当前国际货币体系下新兴经济体的跨境资本流动风险与应对》,《新金融》2018年第4期。
- [19]Sun P., Doh J. P., Rajwani T., et al., “Navigating Cross – Border Institutional Complexity: A Review and Assessment of Multinational Nonmarket Strategy Research”, *Journal of International Business Studies* Vol. 52, 2021, pp. 1818 – 1853.
- [20]Ibbotson R. G., Chen P., “Long – run Stock Returns: Participating in the Real Economy”, *Financial Analysts Journal* Vol. 59, Iss. 1, 2003, pp. 88 – 98.
- [21][23]Tillmann P., “Capital Inflows and Asset Prices: Evidence from Emerging Asia”, *Journal of Banking & Finance* Vol. 37, Iss. 3, 2013, pp. 717 – 729.
- [22][34]江振华、李敏、汤大杰:《对外开放条件下的中国股市风险分析》,《经济研究》2004年第3期。
- [24]Harald Hau, Helene Rey, “Exchange Rates, Equity Prices, and Capital Flows”, *The Review of Financial Studies* Vol. 19, Iss. 1, 2006, pp. 273 – 317.
- [25]Cerutti Eugenio, Stijn Claessens, Lev Ratnovski, “Global Liquidity and Cross – Border Bank Flows”, *Economic Policy*, Vol. 32, Iss. 89, 2017, pp. 81 – 125.
- [26]Koepke, Robin., “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 33, Iss. 2, 2019, pp. 516 – 540.
- [28]彭红枫、朱怡哲:《资本账户开放、金融稳定与经济增长》,《国际金融研究》2019年第2期。
- [29]宋长青、张羽:《经济政策不确定性、金融稳定与经济波动——基于 TVP – SV – VAR 模型的动态分析》,《财经理论与实践》2023年第2期。
- [30]梅冬州、龔六堂:《新兴市场经济国家的汇率制度选择》,《经济研究》2011年第11期。
- [31]路继业:《中间汇率制度的内在不稳定性:对“两极化”的新解释》,《世界经济》2015年第4期。
- [32]方显仓、孙琦:《金融账户开放与三类风险的互动机制》,《世界经济研究》2015年第2期。
- [33]胡小文、章上峰:《利率市场化、汇率制度改革与资本账户开放顺序安排——基于 NOEM – DSGE 模型的模拟》,《国际金融研究》2015年第11期。
- [35]余文君、闻岳春、王泳:《基于金融压力指数的上海 A 股市场系统性金融风险研究》,《上海金融》2014年第7期。