

资本异常流动对输入性金融风险的影响研究

黄子平

(湖南师范大学, 湖南省、长沙市, 410081)

摘要: 随着全球经济一体化深化, 资本异常流动对输入性金融风险的影响日益显著。本文以 G20 国家 2007—2022 年数据为样本, 通过构建面板回归模型与 TVP-VAR 溢出指数法, 实证检验资本异常流动对输入性金融风险的作用机制及异质性特征。研究发现: 资本流动中断与外逃显著加剧输入性金融风险, 而资本撤回则显著降低风险水平; 资本流出方向的异常流动对输入性风险的影响强于流入方向, 表明风险传染存在非对称性。异质性分析表明, 发展中国家受资本中断与外逃的冲击更显著, 发达国家则因金融体系完善而具有更强的风险抵御能力; 浮动汇率制度国家在资本中断时风险上升更明显, 固定汇率制度国家在资本撤回时风险缓解效应更突出。研究结果为防范跨境金融风险传导、完善差异化的金融监管政策提供了理论依据。

关键词: 资本异常流动; 金融系统稳定; 风险监测

中图分类号: F831.5 **文献标识码:** [J]

一、引言

随着经济全球化与金融一体化的持续推进, 各国经济规模的扩张与金融工具的创新使得单纯依赖国内资源已难以满足经济金融发展需求。在此背景下, 各国加速推进金融开放与自由化政策, 国际资本流动的规模扩张与波动性加剧成为这一进程的必然结果。值得注意的是, 国际资本流动的显著特征体现为证券资本的快速增长与高频流动: 新兴市场与发展中国家逐步开放金融市场, 发达国家放松金融管制, 加之金融创新与信息技术的突破, 共同构建了多元化的跨国投资渠道, 推动全球资本配置趋向自由化。机构投资者主导的证券投资行为更倾向于通过短期交易价差获利, 而非长期持有以获取股息或利息, 也提高了跨境证券投资形式资本流动的频率。

随着全球经济体间经济与金融联系的日益复杂化, 金融风险与危机逐渐呈现出系统性特征(杨子晖和周颖刚, 2018; 宫晓琳等, 2019)。大规模资本流入虽为东道国提供流动性支持, 但也可能催生资产价格泡沫、信贷过度扩张及通胀压力, 致使经济繁荣阶段的金融系统脆弱性不断累积。当经济偏离预期轨道时, 国际风险因素的变化常引发资本流动方向逆转。尽管跨境资本流动规模仍处于高位, 但金融波动显著加剧, 输入性危机由此显现。

金融市场的深度开放与全球一体化进程加速, 使得国内外市场的交互作用与渗透效应愈发显著。在全球性突发事件频发与美国货币政策频繁收紧的背景下, 金融市场的输入性风险显著上升。跨境资本流动不仅是国际金融风险传导的核心渠道, 其异常波动更会放大风险传染效应, 而信息反馈机制则可能进一步强化外部风险的输入。金融市场输入性风险的加剧不仅强化了国际与国内市场的联动性, 削弱了宏观经济政策的调控效力, 还可能导致金融周期同步化与风险共振效应, 显著增加风险防控难度。IMF 2021 年《全球金融稳定报告》指出, 超常规政策可能引发双重负面效应: 一是市场过度风险偏好推升资产估值泡沫; 二是未及时化解的金融脆弱性可能演变为结构性风险。党的二十大报告同样强调坚守风险底线、健全现代金融监管体系及强化金融稳定保障机制的重要性, 凸显了维护金融稳定的战略意义。在此

背景下,精准评估输入性金融风险水平,并深入剖析资本异常流动在国际风险传导中的作用机制,对揭示风险跨境传播规律、构建有效防御体系及保障金融稳定运行具有重要现实意义。

二、文献综述

既有文献对跨境资本流动的测度主要围绕直接法与间接法展开,并逐步形成资本异常流动的识别体系。早期研究基于国别异质性构建阈值标准:Reinhart 和 Reinhart (2008)将净资本流入占 GDP 比重前 20%分位定义为资本激增;Sula (2010)进一步剔除 FDI 干扰,通过总资本流动差额占 GDP 比重与预设阈值的动态对比识别“急停”事件。然而,此类方法因依赖主观阈值设定而存在标准异质性问题。对此,Calvo 等 (2004)提出统计识别框架,以两年期月度移动均值为基准,将“急停”界定为资本流动变动值持续低于均值减一标准差且至少突破两倍标准差的区间,显著提升了测度客观性。Forbes 和 Warnock (2012)扩展该框架,基于季度数据划分激增、急停、外逃与撤回四类极端流动状态,奠定分类研究基础。陈修兰和吴信如 (2018)进一步优化判别标准,通过延长观测窗口至三年期并引入滚动标准差计算,增强异常状态判定的稳健性与时效性。

近年来,随着全球金融市场联动性增强,输入性金融风险成为我国金融安全的重要议题。学界围绕其测度方法、影响因素及传导机制展开多维度探索。杨翰方等 (2020)以及刘金全和廖文欣 (2021)分别使用基于 VAR 和 TVP-VAR 溢出指数法测度了输入性金融风险。杨子晖等 (2022)创新性地构建了合成网络分析框架,结合非线性 Granger 因果检验与“去一法”,揭示尾部风险网络在金融危机中的主导作用,并指出制度因素(如汇率制度)与实体经济关联是风险跨国传导的核心驱动。同时既有研究围绕国际资本流动与金融风险的关系展开多维度探讨。张礼卿等 (2023)基于 53 个经济体 2000-2018 年季度数据,实证发现净资本流入通过推升银行信贷与住房价格加剧系统性金融风险,且金融发展程度、弹性汇率制度及资本管制可显著抑制此类风险,新兴市场对资本流动的敏感性尤为突出。程立燕和李金凯 (2020)聚焦 64 个经济体 1999-2017 年数据,揭示资本流动激增对经济增长呈正向效应而中断与外逃则产生负向冲击,并指出汇率制度弹性与金融市场发展可通过调节资本流动的顺周期性弱化其对经济增长的非线性影响。刘晓星等 (2023)创新构建时变参数风险传染网络模型,发现资本外逃与撤回通过强化风险传染强度及重构传导路径威胁金融稳定,且外汇市场为风险主要净接受方,研究进一步验证资本管制与汇率干预对阻断风险扩散的有效性。谭小芬 (2024)分析了 2008 年全球金融危机后跨境资本流动呈现的新特征,如证券投资占比上升、非银行金融机构作用增强及其带来的金融风险,如货币错配、市场波动加剧,并基于中国跨境资本流动的独特性,提出了构建风险预警体系、强化非银机构监管、优化外资结构等政策建议,以防范输入性金融风险。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据说明

本研究以 G20 成员国为分析对象,该集团经济体量占全球 GDP 的 79.7% (World Economics 数据),且股票市场规模覆盖全球 75%以上,具有显著的区域代表性和市场影响力。为避免样本重叠,在保留 G20 全部成员的基础上剔除欧盟实体,最终选定 19 个主权国家作为研究样本。通过选取 G20 国家主要股指样本数据构建输入性金融风险指数,使用国际收支平衡表识别资本异常流动,从而揭示资本异常流动对输入性金融风险的影响作用。由

于部分 G20 国家如沙特阿拉伯的国际收支平衡表金融数据在 2007 年之前存在缺失值，本文最终选取的时间跨度为 2007 年 1 月至 2022 年 12 月。除特别说明外，文中所用数据均来源于 WIND 数据库、IMF 数据库、BIS 数据库、Investing 数据库以及 WDI 数据库。

（二）变量定义

解释变量：参考 Forbes 和 Warnock（2021）的做法跨境资本总流入（GINFLOW）使用 BPM6 中直接投资负债、证券投资负债、其他投资负债这三项账户的和计算；跨境资本总流出（GOUTFLOW）使用 BPM6 中直接投资资产、证券投资资产、其他投资资产这三项账户的和计算。为分析跨境资本的异常流动，本文将跨境资本异常流动分为“激增”（Surge）、“骤停”（Stop）、“外逃”（Flight）以及“撤回”（Retrench）。“激增”（Surge）和“骤停”（Stop）代表跨境资本总流入的异常流动状态，“外逃”（Flight）和“撤回”（Retrench）代表跨境资本总流出的异常流动状态。首先对资本流动数据进行预处理，对资本流动数据进行年度化处理达到消除季节性影响的目的。其次，定义 GF_t 为包括当季在内的过去四个季度跨境资本流动移动总和： $GF_t = GINFLOW_t + GINFLOW_{t-1} + GINFLOW_{t-2} + GINFLOW_{t-3}$ ，其中 GINFLOW 包括跨境资本总流入（GINFLOW）和跨境资本总流出（GOUTFLOW）， $G_t = GF_t - \bar{GF}$ ，再计算 G_t 与 $\bar{G}$ 的差额： $G_t - \bar{G}$ ，以及 G_t 过去五期的移动均值和标准差。具体对于“激增”和“骤停”进行以下判定：当 $G_t - \bar{G} > \sigma$ 大于（小于）样本均值一个标准差，同时至少持续两个季度均大于（小于）样本均值一个标准差，其中至少存在一个季度 $G_t - \bar{G} > \sigma$ 大于（小于）样本均值两个标准差时，则判定为跨境资本流入激增（中断）状态的开始。当 $G_t - \bar{G} < -\sigma$ 小于（大于）其样本均值一个标准差后，则判断为跨境资本流入激增（中断）状态的结束。同理，在跨境资本流出方向上判定“外逃”（Flight）和“撤回”（Retrench）这两类跨境资本异常流入。

被解释变量：参考杨翰方等（2021）对于输入性金融风险的定义和 Antonakakis 等（2020）方法计算输入性金融风险（IFR）。首先通过计算各国股票市场的对数收益率，然后使用 TVP-VAR 模型，结合 DY 溢出指数法测算各国输入性金融风险。

本文在数据处理上，首先采用线性插值法将计算输入性金融风险的股指数据补齐数据缺失，其次对于股票市场中股指数据直接使用对数收益率乘以 100 计算其市场收益率，即 $R_t = 100 \times \ln(I_t/I_{t-1})$ ， I_t 为各国股票市场在 t 时刻对应的指数。

表 1 样本国家与选取股指对照表

样本国家	选取股指	样本国家	选取股指
中国(China,CHN)	上证指数	日本(Japan,JPN)	日经 225 指数
阿根廷 (Argentina,ARG)	S&P Merval	韩国(Korea,KOR)	韩国 KOSPI 指数
澳大利亚 (Australia,AUS)	澳大利亚 S&P/ASX200 指数	墨西哥(Mexico,MEX)	墨西哥 S&P/BMV IPC 指数
巴西(Brazil,BRA)	巴西 IBOVESPA 股指	俄罗斯(Russia,RUS)	俄罗斯交易系统市 值加权指数
加拿大(Canada,CAN)	加拿大多伦多 S&P/TSX 综合指数	沙特阿拉伯(Saudi Arabia,SAU)	沙特阿拉伯 TASI 指数
法国(France,FRA)	法国 CAC40 指数	南非(South Africa,ZAF)	南非 40 指数
德国(Germany,DEU)	德国 DAX30 指数	土耳其(Turkey,TUR)	土耳其伊斯坦堡

100 指数			
印度(India,IND)	印度孟买 30 指数	英国(UK,GBR)	英国富时 100 指数
印度尼西亚 (Indonesia,IDN)	印尼雅加达综合指数	美国(USA,USA)	美国标准普尔 500 指数
意大利(Italy,ITA)	意大利富时 MIB 指数		

控制变量：为控制其他因素对资本异常流动的影响，本文选取经济发展水平（gdp）、经济增长速度（lngdp）、贸易开放度(trade)、实际有效汇率变动（reer）、通货膨胀程度（inf）、法治程度(law)、政治环境（wgi）、股市波动率(vix)。

表 2 变量名称与定义

变量名称		变量定义
被解释变量	输入性金融风险指数(IFR)	构建的输入性金融风险指数
	激增(Surge)	发生资本流入总额急剧增加事件
	中断(Stop)	发生资本流入总额急剧下降事件
	外逃(Flight)	发生资本流出总额急剧增加事件
	撤回(Retrenchment)	发生资本流出总额大幅减少事件
核心解释变量	经济发展水平（gdp）	GDP 年同比增长率
	经济增长速度（lngdpg）	取自然对数后的实际人均 GDP
	实际有效汇率变动（reer）	取自然对数后的实际有效汇率
	通货膨胀程度（inf）	GDP 隐含平减指数的年增长率
控制变量	法治程度(law)	从世界银行获取
	政治环境（wgi）	代表各国政府的治理质量
	股市波动率(vix)	股价季度波动性为季度内股票日收益率的标准差

（三）模型设计

基于上述分析基础，本文通过构建面板回归模型，以实证检验资本异常流动对于输入性金融风险的影响，并探究其中的作用机制。基准回归模型如式（1）所示：

$$SHI_{it} = \alpha + \beta_1GDP_{it} + \beta_2VIX_{it} + \beta_3FD_{it} + \beta_4Kaopen_{it} + \varepsilon_{it}$$

(1)

其中，i 为经济体，t 为时间，IFR_{it} 为金融稳定指数；Waves_{it} 为核心解释变量，包括激增（Surge）、中断（Stop）、外逃（Flight）与撤回（Retrenchment）四种极端国际资本流动情形；Zit 为控制变量集，包括经济发展水平（gdp）、经济发展速度（lngdpg）、实际有效汇率变动（lnreer）、通货膨胀率（inf）、法治程度（law）、政治环境（wgi）以及股市波动率(vix)；I_i 为个体固定效应；μ_t 为时间固定效应；α 为常数项，β 和 ψ 为待估计的核心解释变量和控制变量的回归系数，ε_{it} 为误差项。

四、实证结果分析

（一）基准回归结果分析

通过豪斯曼检验（p<0.01），本文拒绝随机效应模型的适用性假设，故采用固定效应模型进行回归分析，并修正异方差与序列相关问题以获取稳健标准误。

本文基于模型（1）检验资本异常流动与输入性金融风险之间的关系，表 3 汇报了基准回归结果。在表 3 中，第（1）至第（4）列与第（5）至第（8）列分别报告了在未加入控制变量以及加入控制变量的两种情况下，总资本流动激增、中断、外逃和撤回对输入性金融风险的影响系数。结果表明，中断、外逃和撤回三类资本异常流动的系数在是否加入控制变量的情况下，均对输入性金融风险具有显著影响。其中资本流动中断和资本外逃对于输入性金融风险影响系数分别为 0.0151 和 0.017 均显著为正，表明这两种资本流动状态对国家输入性金融风险具有显著的正向影响，这两种状态的出现会显著增加输入性金融风险水平。而资本流动撤回对于输入性金融风险影响在 5%水平下显著为负，表明资本流出撤回对一国的输入性金融风险具有显著的负向影响，资本流出的中断并回流会使得输入性金融风险水平降低。

通过回归对比来看，资本流出方向异常对于输入性金融风险的影响力度均大于资本流入方向异常。当流出方向上的短期资本流动量增加时，输入性金融风险水平受影响程度均高于资本流入异常状态下所受影响程度。而由于外逃和撤回均属于流出方向上的资本异常流动，中断则为流入方向上的资本异常流动，这一现象可能源于全球金融系统对资本外流的敏感性更高：流出方向的异常流动往往伴随市场信心崩塌与跨境风险共振，而流入中断的影响则更多受限于局部流动性约束。后续异质性检验将为该结论提供进一步证据支撑。

表 3 资本异常流动对输入性金融风险的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Surge	-0.0029 (0.0067)				-0.0009 (0.0066)			
Stop		0.0151** (0.0068)				0.0122* (0.0068)		
Flight			0.0170*** (0.0061)				0.0169*** (0.0060)	
Retrench				-0.0157** (0.0062)				-0.0148** (0.0063)
wgi					0.2236*** (0.0427)	0.2197*** (0.0422)	0.2208*** (0.0422)	0.2195*** (0.0424)
law					-0.0963** (0.0382)	-0.0955** (0.0382)	-0.0950** (0.0374)	-0.0969** (0.0378)
lngdp					-0.1571*** (0.0336)	-0.1559*** (0.0336)	-0.1612*** (0.0330)	-0.1593*** (0.0332)
gdp					-0.0017 (0.0012)	-0.0015 (0.0012)	-0.0016 (0.0012)	-0.0021 (0.0013)
inf					0.0010 (0.0008)	0.0011 (0.0008)	0.0010 (0.0008)	0.0010 (0.0008)
reer					0.0226 (0.0255)	0.0233 (0.0255)	0.0206 (0.0254)	0.0212 (0.0254)
vix					0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0002 (0.0005)	0.0001 (0.0005)
常数项	0.6492*** (0.0028)	0.6445*** (0.0028)	0.6447*** (0.0026)	0.6524*** (0.0027)	2.0180*** (0.3239)	2.0001*** (0.3235)	2.0634*** (0.3174)	2.0527*** (0.3202)
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1216	1216	1216	1216	1216	1216	1216	1216
R ²	0.835	0.836	0.836	0.836	0.844	0.845	0.845	0.845

注：*、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著，括号内数字为标准误。下表同。

跨境资本异常波动通过加速系统性风险积聚对宏观经济金融稳定形成冲击，显著削弱金融体系的抗风险韧性。既有研究表明，资本流入激增是资本流动突然中断的重要诱因，且流出方向的异常波动（如外逃与撤回）对输入性风险的边际冲击显著高于流入方向，凸显风险传染的非对称性特征。基于“流入-流出”动态关联框架（刘晓星，2024），本文通过构建跨期交互项模型检验资本激增的间接传导效应。表 3 结果显示，在两年窗口期内，资本激增与外逃的交互项系数显著为负，表明前期激增通过缓解融资约束或增强市场信心，抑制了后续外逃对输入性风险的推升效应。

表 4 从流入到流出视角对资本异常流动影响输入性金融风险的动态检验

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Flight</i>	0.0288*** (0.0084)	0.0321*** (0.0092)	0.0306** (0.0123)
<i>Surge_1</i> × <i>Flight</i>	-0.0169 (0.0111)		
<i>Surge_2</i> × <i>Flight</i>		-0.0194* (0.0116)	
<i>Surge_3</i> × <i>Flight</i>			-0.0148 (0.0139)
常数项	1.5814*** (0.2919)	1.5724*** (0.2931)	1.5697*** (0.2937)
控制变量	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes
N	1216	1216	1216
R ²	0.840	0.840	0.840

实证结果表明,输入性金融风险水平显著受外部资本异常波动的驱动,尤其在外部经济环境不确定性攀升与国际投资者风险偏好逆转时,跨境冲击的传导效应更为显著。值得注意的是,资本外逃对输入性风险的边际冲击强度显著高于资本中断。这一非对称性可归因于两类资本异动的差异化传导机制:资本外逃通过抑制国内储蓄形成能力引致经济基本面恶化,导致经济增长动能衰减,进而弱化金融系统的外部风险缓冲能力与市场稳定性;而资本中断的影响则更多局限于短期流动性收缩,其冲击可通过国内政策干预或国际资本替代渠道部分缓释。资本激增虽未对输入性风险产生直接抑制作用,但其通过降低资本中断概率间接削弱了后者的风险传导效应。具体而言,激增阶段的资本流入可通过充实外汇储备、改善国际收支结构等途径增强金融韧性,从而减少因资本突然中断引发的市场恐慌与风险共振。

(二) 稳健性检验

为验证上述结论的有效性,本文从以下三个方面进行稳健性检验。

替换解释变量。首先,对于解释变量资本异常流动的测度方法的单一性可能会对估计结果产生一定偏误,因此参考陈修兰和吴信如(2018)的方法对资本异常流动重新进行测算,以对输入性金融风险的影响结果进行稳健性检验。

从表5中可以看出,使用新测度方法识别的资本异常流动对于输入性金融风险影响中,资本流入中断显著提高了输入性金融风险水平,资本流出外逃和撤回显著影响输入金融风险水平,资本流入激增对输入性金融风险的影响不显著,结果与基准回归结果一致,表明资本异常流动的回归结果具有稳健性。

表5 更换资本异常流动测度方法的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>surge</i>	-0.0078 (0.0057)			
<i>stop</i>		0.0163*** (0.0062)		
<i>flight</i>			0.0111** (0.0056)	
<i>retrench</i>				-0.0105* (0.0063)
常数项	2.1516*** (0.3473)	2.1199*** (0.3419)	2.1030*** (0.3428)	2.1042*** (0.3452)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes

个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1216	1216	1216	1216
R ²	0.826	0.827	0.827	0.826

其次, 替换被解释变量。为检验 TVP-VAR 溢出指数法所测度的风险值可能对估计结果产生一定偏误, 借鉴杨翰方 (2020) 的研究, 使用滚窗 VAR 溢出指数法计算输入性金融风险水平。本文选取 200 天作为滚动窗口, 方差分解预测期数为 10, 重新构建输入性金融风险 (If_r) 进行稳健性检验, 重新对基准模型进行估计, 模型结果如表 6 所示。结果显示更换输入性金融风险的度量方式不会改变本文的主要结论, 本文的结果是稳健可靠的。

表 6 更换输入性金融风险测度方法的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Surge</i>	0.0038 (0.0062)			
<i>Stop</i>		0.0116* (0.0062)		
<i>Flight</i>			0.0130** (0.0055)	
<i>Retrench</i>				-0.0122** (0.0057)
常数项	1.5575*** (0.3315)	1.5394*** (0.3330)	1.5891*** (0.3273)	1.5747*** (0.3267)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1159	1159	1159	1159
R ²	0.815	0.816	0.816	0.816

为缓解潜在的内生性问题, 本文采用工具变量法进行检验。具体而言, 选取滞后一期的资本异常流动作为工具变量: 一方面, 滞后项与当期资本流动存在显著相关性, 满足相关性条件; 另一方面, 其不受当期随机扰动项影响。基于两阶段最小二乘法 2SLS 的估计结果显示见表 7, 第一阶段回归中工具变量系数在 1%水平上显著为正, Kleibergen-Paap rk LM 检验统计量 p 值为 0.000 与 Wald F 统计量 265.48、307.38、325.91, 分别通过工具变量识别检验与弱工具变量检验均超过 Stock-Yogo 10%临界值, 证明工具变量有效性。

第二阶段回归结果表明, 在控制内生性后, 资本中断与外逃仍显著推高输入性金融风险系数分别为 0.027 与 0.026, 资本撤回则显著抑制风险水平系数为-0.036, 与基准结论一致。这一结果进一步验证了核心结论的稳健性。

表 7 工具变量检验

变量	(1)第一阶段 Stop	(2)第二阶段 IFR	(3)第一阶段 Flight	(4)第二阶段 IFR	(5)第一阶段 Retrench	(6)第二阶段 IFR
<i>Stop</i>		0.027 ** (0.014)				
<i>LStop</i>	0.517*** (0.032)					
<i>Flight</i>				0.026*** (0.010)		
<i>LFlight</i>			0.555*** (0.032)			
<i>Retrench</i>						-0.036*** (-0.011)

<i>LRetrench</i>					0.562*** (0.031)	
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Kleibergen-Paap	158.97		186.85		185.24	
rk LM	{0.000}		{0.000}		{0.000}	
Kleibergen-Paap	265.48		307.38		325.91	
rk Wald	[16.38]		[16.38]		[16.38]	
N	1197	1197	1197	1197	1197	1197
R ²	0.266	0.457	0.314	0.479	0.319	0.472

注：***表示在 1%水平上显著；()内数值为 t 值，{}内数值为检验统计量的 p 值，[]内数值为 Stock-Yogo 检验在 10%显著水平上的临界值。

(三) 异质性分析

随着经济一体化的发展，资本异常冲击可能会对宏观经济和金融基本面不同的国家造成不同程度的影响。发达国家通常表现出更好的宏观经济基本面以及更为完备的金融体系，资本异常流动对其输入性金融风险的影响可能遭到一定程度的削弱。相反，由于资本倾向于更多地流向生产率增长较低和投资较低的国家，资本异常流动对发展中国家所造成的影响可能更大。为此，表 8 进一步将样本区分为发展中国家和发达国家，第 (1) 至第 (4) 列与第 (5) 至第 (8) 列分别报告了发展中国家与发达国家总资本流动激增、中断、外逃和撤回对输入性金融风险的影响系数。表中结果显示，外逃和中断这两类资本异常流动会显著加剧发展中国家输入性金融风险，资本撤回会显著减少发展中国家输入性金融风险。而对于发达国家而言，仅有资本中断这类异常流入对输入性风险产生了显著的负面影响。

发展中国家与发达国家跨境资本极端流动对输入性金融风险的影响具有明显的差异性。

(1) 资本中断会增加发展中国家输入性金融风险，但对发达国家具有负向影响，即会减少发达国家输入风险水平。可能的解释是国家发展程度不同，抵御外部资本流动冲击的能力也不同，对于发展中国家资本中断会使得资本充足率下降，进而影响整体金融脆弱度上升，对输入性金融风险抵御能力降低。而发达国家金融发展程度高，对于发生资本流入中断的异常情况时，完备的金融市场可以迅速反应进行有效资本管控，从而达到提高风险抵御能力降低输入性金融风险水平的目的；(2) 资本外逃对于发展中国家输入性金融风险具有 1%显著水平下的正向影响，而对于发达国家在 10%水平下不具有显著影响。这可能是因为资本外逃抑制了新兴经济体创造国内储蓄的能力，从而会造成新兴经济体经济增长放缓，增加宏观经济脆弱性并弱化发展中国家经济基本面，进而削弱外部风险输入抵御能力增加输入性风险水平。而对于发达经济体本身经济体量足够大，资本市场中活力充足，资本外逃对于已有资本存量的影响较小，进而不会对于输入性金融风险造成较大影响。(3) 资本撤回对于发展中国家输入性金融风险具有 10%显著水平下的负向影响，而对于发达国家在 10%水平下不具有显著影响。

表 8 资本异常流动对不同发展程度国家输入性金融风险的影响

变量	发展中国家				发达国家		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Surge</i>	0.006 (0.011)				-0.003 (0.005)		
<i>Stop</i>		0.025** (0.012)				-0.008* (0.004)	
<i>Flight</i>			0.027***				0.003

	(0.009)			(0.004)			(0.004)	
<i>Retrench</i>				-0.021* (0.011)				-0.007 (0.004)
常数项	1.846*** (0.379)	1.784*** (0.381)	1.915*** (0.369)	1.897*** (0.375)	2.463*** (0.374)	2.448*** (0.371)	2.411*** (0.369)	2.440*** (0.370)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	640	640	640	640	576	576	576	576
R ²	0.758	0.760	0.761	0.760	0.797	0.798	0.797	0.798

汇率市场作为金融体系的核心构成要素，深刻影响经济体的整体金融稳定性。基于 Ilzetki 等（2019）的汇率制度分类框架，本文通过样本均值划分浮动汇率与固定汇率国家组别，检验资本异常流动对输入性金融风险的异质性影响。实证结果显示见表 9，浮动汇率组中资本中断的系数显著为正 0.017，而固定汇率组未通过显著性检验。这表明，资本流入骤停显著加剧浮动汇率国家的风险暴露，其根源在于：浮动汇率制度更易受外部经济波动冲击——当全球不确定性上升时，投资者倾向于从汇率弹性较高的国家撤资，导致资本中断的负面效应被放大。相比之下，固定汇率国家因汇率稳定预期较强，投资成本可预测性更高，外部风险传导效应相对有限。

进一步分析发现，汇率弹性差异显著调节资本异常流动的冲击传导。缺乏弹性的汇率制度易在资本大规模流入时引发信贷过度扩张，流出阶段则面临剧烈信贷紧缩。本文验证了这一机制：固定汇率国家受资本外流冲击的影响强度系数 0.026 显著高于浮动汇率国家 0.014。弹性汇率制度通过缓冲资本波动对实体经济的冲击，降低风险累积概率，而固定汇率国家在资本撤回时表现出更强的风险缓释效应，可能源于其外汇储备充足与政策承诺带来的市场信心支撑。

值得注意的是，资本外逃对两类国家均产生显著风险加剧作用，其共性机制在于外逃行为破坏汇率稳定预期，削弱金融市场韧性。而资本撤回的效应呈现制度异质性：其对固定汇率国家风险水平的抑制作用显著强于浮动汇率组，或因资本流出中断缓解了低弹性经济体的流动性压力，同时政策当局的稳定干预增强了风险抵御能力。

表 9 资本异常流动对不同汇率制度国家输入性金融风险的影响

变量	固定汇率				浮动汇率			
	(1)	(2)	(3)	(4)	IFR	IFR	IFR	IFR
<i>Surge</i>	-0.000 (0.013)				-0.004 (0.009)			
<i>Stop</i>		0.004 (0.012)				0.017** (0.008)		
<i>Flight</i>			0.026** (0.011)				0.014* (0.007)	
<i>Retrench</i>				-0.023** (0.009)				-0.009 (0.008)
常数项	-0.144 (0.609)	-0.145 (0.612)	-0.197 (0.605)	-0.013 (0.603)	2.704*** (0.408)	2.646*** (0.409)	2.689*** (0.406)	2.701*** (0.409)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	384	384	384	384	832	832	832	832
R ²	0.871	0.871	0.873	0.873	0.846	0.847	0.846	0.846

五、研究结论

本文系统考察了资本异常流动对输入性金融风险的影响路径及其异质性效应。研究发现,资本流动中断与外逃通过加剧金融系统脆弱性显著推高输入性风险,而资本撤回通过缓解流动性压力降低风险水平。非对称效应表明,资本流出方向的异常流动更易引发风险共振,凸显全球金融市场对资本外流的敏感性。分样本检验揭示,发展中国家因金融体系不完善和宏观经济脆弱性,面临更大的输入性风险冲击;发达国家凭借成熟的金融监管和市场弹性,能够有效缓冲资本异常流动的负面影响。此外,汇率制度差异显著调节风险传导机制,浮动汇率国家在资本中断时风险敞口扩大,固定汇率国家则在资本撤回时风险缓释效果更强。

本研究揭示的跨境资本流动风险传导规律为全球金融治理提供了多维度的防范路径:

第一,构建“监测-预警-阻断”三位一体的风控体系。针对资本外逃与中断的连锁效应,需建立高频跨境资本流动监测平台,将非银机构杠杆率、衍生品头寸、短期外债占比等微观指标纳入预警模型,同时引入人工智能实时捕捉市场情绪异动;在风险阈值触发时,应分层次启动临时性阻断工具(如外汇交易税、短期资本流入准备金),优先阻断证券投资与衍生品市场的“羊群效应”扩散。

第二,实施“双轨差异化”风险防控策略。对发展中国家,重点加强宏观审慎政策与外汇储备联动机制,通过逆周期资本缓冲、外债币种匹配度监管降低货币错配风险,并借助国际货币基金组织的预防性流动性额度增强危机应对能力;对发达国家,则需优化“监管沙盒”机制,强化对冲基金、ETF等非银机构的压力测试与流动性覆盖要求,防范资本异常流动引发的市场流动性枯竭。

第三,深化国际金融安全网协同机制。依托G20、FSB等多边平台建立跨境风险联防数据库,推动各国央行间互换协议与宏观审慎政策的互认互嵌,重点协调新兴市场国家的主权债务重组规则与资本流动管理措施的兼容性。针对浮动汇率国家,应联合设计汇率波动缓冲基金以平滑短期冲击;对固定汇率经济体,则需完善外汇干预工具箱与资本管制政策的退出路径设计,避免政策调整引发市场超调。

第四,前瞻布局数字金融时代的风险防御。针对加密货币、算法交易等新型资本流动渠道,加快研发分布式账本技术的跨境资本追踪系统,建立全球稳定币发行的穿透式监管框架,并通过智能合约预设跨境资本流动的熔断条件,从技术维度构筑风险防控的“数字防火墙”。

参考文献

- [1] Antonakakis N, Chatziantoniou I, Gabauer D. Refined measures of dynamic connectedness based on time-varying parameter vector autoregressions[J]. Journal of Risk and Financial Management, 2020, 13(4): 84.
- [2] Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Mejia. "On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects." (2004).
- [3] Forbes K J, Warnock F E. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment[J]. Journal of international economics, 2012, 88(2): 235-251.
- [4] Forbes, Kristin J., and Francis E. Warnock. "Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis." [J]. Journal of International Money and Finance, 116 (2021): 102394.
- [5] Ilzetzi, Ethan, Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. "Exchange arrangements entering the twenty-first century: Which anchor will hold? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 134.2 (2019): 599-646.
- [6] Reinhart, C. M., Reinhart, V. R., Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and present[R]. NBER Working Paper No.14321, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2008.
- [7] Sula, Ozan. Surges and Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets[J]. Open Economies Review, 2010(21): 589-605.
- [8] 陈修兰, 吴信如. 跨境资本极端流动的分类与测度: 国外研究述评及补充[J]. 国际贸易问题, 2018(4): 157-174.
- [9] 程立燕, 李金凯. 国际资本异常流动对经济增长具有非线性效应吗? ——基于汇率制度和金融市场发展视角[J]. 国际金融研究, 2020(4): 43-53.
- [10] 方意, 邵稚权. 重大冲击下我国输入性金融风险测度研究[J]. 经济科学, 2022(2): 13-30.
- [11] 刘金全, 廖文欣. 中国输入性不确定性的金融风险效应: 分类、测算及动态特征[J]. 当代财经, 2021(10): 67-78.
- [12] 刘晓星, 汤淳, 张颖. 资本异常流动、风险传染网络与金融系统稳定[J]. 经济研究, 2024, 59(3): 93-111.
- [13] 谭小芬, 虞梦微, 王欣康. 跨境资本流动的新特征、新风险及其政策建议[J]. 国际金融研究, 2023, (04): 17-28.
- [14] 杨翰方, 王祎帆, 王有鑫. 中国输入性金融风险: 测算、影响因素与来源[J]. 数量经济技术经济研究, 2020, 37(7): 113-133.
- [15] 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(1): 99-115.

Research on the Impact of Abnormal Capital Flow on Imported Financial Risks

HUANG Ziping

(Hunan Normal University, ChangSha,Hunan,410081)

Abstract: With the deepening of global economic integration, the impact of abnormal capital flows on imported financial risks has become increasingly significant. This paper uses the data of G20 countries from 2007 to 2022 as a sample, and constructs a panel regression model and TVP-VAR spillover index method to empirically test the mechanism and heterogeneity of abnormal capital flows on imported financial risks. The study found that capital flow interruption and outflow significantly aggravate imported financial risks, while capital withdrawal significantly reduces the risk level; the impact of abnormal capital outflow on imported risks is stronger than that of inflow, indicating that risk contagion is asymmetric. Heterogeneity analysis shows that developing countries are more significantly impacted by capital interruption and outflow, while developed countries have stronger risk resistance due to the improvement of their financial system; countries with floating exchange rate systems have more obvious risk increases when capital is interrupted, and countries with fixed exchange rate systems have more prominent risk mitigation effects when capital is withdrawn. The research results provide a theoretical basis for preventing cross-border financial risk transmission and improving differentiated financial regulatory policies.

Keywords: Abnormal capital flows; Financial system stability; Risk monitoring

作者简介 (可选):黄子平 (2001-04) , 男, 湖南师范大学商学院硕士, 主要研究方向: 金融风险