

跨境资本流动突然中断对人民币汇率的影响研究

姚小义, 易静为

(湖南大学, 湖南、长沙, 410006)

摘要: 在人民币国际化和资本账户进一步开放的双重背景下, 中国跨境资本流动规模不断扩大、波动日趋频繁, 一旦演变为突然中断将会严重冲击人民币汇率的稳定, 进而影响宏观经济。采用分位数回归模型全面研究了突然中断对人民币汇率的冲击效应, 实证结果表明净资本流入突然中断和总资本流出突然外逃的发生均会导致人民币贬值, 前者在汇率较高位时冲击效应大, 后者在汇率低位时冲击效应大; 而总资本流入突然中断无显著影响。

关键词: 资本流动 突然中断 人民币汇率 冲击效应

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、引言

近年来, 新兴经济体的经济发展前景较好、投资报酬率较高, 吸引了大量跨境资本流入, 然而由于其经济体制不健全和金融体系不完善, 一旦出现金融动荡或流动性收紧, 前期大规模流入的资本很有可能出现突然中断、甚至逆转, 引起汇率和资产价格大幅贬值, 影响其经济与金融的稳定。20世纪90年代以来, 新兴经济体便多次发生了不同程度的资本流动突然中断, 且不少国家随后爆发了金融危机, 因此突然中断问题成为国内外学者关注的焦点。

中国自1999年以来长期保持着国际收支“双顺差”, 且一直对资本流动进行着较为严格的管制, 因此, 学者们普遍认为, 中国资本流动发生突然中断的可能性非常小。然而, 中国与各国之间的金融往来愈加密切, 越来越容易遭受他国的影响。由于突然中断的特征之一是在新兴市场之间相互传染, 新兴市场国家频繁发生的突然中断很有可能传染给中国, 威胁国内经济金融稳定。近期开通的沪港通显示了中国全面开放资本账户的决心, 未来跨境资本流动会更加自由, 发生突然中断的概率会不断增大, 对国内宏观经济的冲击也会日益明显。

随着美联储退出量化宽松货币政策, 美元流动性开始收紧, 且美国经济回暖吸引了大量资本回流, 再加上中国经济下行压力增大, 人民币在2014年年初出现过大幅贬值, 打破了汇改以来持续单边升值的预期。然而随着汇率形成机制改革的推进, 未来市场将主导人民币汇率的变动, 人民币涨跌互现、双向波动将成为常态。跨境资本流动是影响汇率稳定的重要因素, 那么作为资本流动极端形式的突然中断必然会给汇率带来巨大冲击, 进而影响国内金融稳定。因此, 在跨境资本流动日益频繁的形势下, 研究突然中断对人民币汇率的影响有助于中国加强资本流动的双向监测预警, 防范资本双向流动冲击, 以及深化外汇管理体制改革。

二、文献回顾

资本流动突然中断(sudden stops)是指跨境资本大规模流入突然停止、甚至逆转, 导致一国金融市场和金融体系遭受冲击的现象。这一概念是由Dornbusch等引入, 并经Calvo正式确立和发展的。在此基础上, 不少学者进行了更加全面细致的阐述。Calvo等(2008)^[1]提出了系统性突然中断概念, 即在发生系统性危机期间资本账户意外地大幅收缩。Calderón等(2013)^[2]将突然中断区分为流入驱动型和流出驱动型, 流入驱动型是指外国投资者突然中断了大量流入国内的资本而导致的金融账户下降, 流出驱动型是指本国投资者突然将资本大量输出国外而导致的金融账户减少。Rothenberg等(2011)^[3]认为当总资本流入减少额超过总资本流出增加额时则发生了真实的资本流动突然中断, 相反则是突然的资本外逃。Forbes等(2012)^[4]将外国投资者资本流入急剧增加或减少定义为总资本流入“激增”、“中断”, 本国投资者资本流出急剧增加或减少定义为总资本流出“外逃”、“抽回”。

资本流动突然中断的主要特征之一是其往往会伴随汇率大幅贬值或货币崩溃。Calvo 等(2003)^[5]认为突然中断主要伴随着非贸易品与贸易品相对价格的大幅下降,即实际货币贬值。Mendoza(2005)^[6]研究发现:在墨西哥实行有管理的汇率制度期间,实际汇率出现了大幅变动,其高达 70%的变动可以由非贸易品相对贸易品价格的变动来解释;在债务美元化和信贷受限的经济体中,伴随有管理的汇率制度崩溃而发生的突然中断可以对实际汇率的波动产生放大作用。Catão(2007)^[7]运用各国的事实数据说明了突然中断与货币崩溃之间的联系,货币崩溃要么伴随突然中断发生,要么滞后一两期发生。Kehoe 等(2009)^[8]研究 1994-1995 年的墨西哥危机发现非贸易品相对贸易品价格的波动能解释实际汇率约 20%的波动;当经历突然中断时多部门增长模型只能解释贸易平衡逆转和实际汇率贬值。Rothenberg 等(2011)^[3]指出与突然的资本外逃相比,真实的资本流动突然中断往往会伴随着名义汇率的急剧贬值。

国内关注突然中断问题较晚,且研究其对汇率影响的文献甚少。张锐(2009)^[9]指出全球信贷严重紧缩和美元升值导致了金融资本大规模撤离新兴市场,这可能会加大新兴市场的货币贬值压力。邹炜等(2009)^[10]认为在金融危机背景下,资本流入“突停”和逆转会使对外资依赖过高的东欧国家陷入资金紧缩状况,加剧其金融动荡,从而致使股票、债券等金融资产价格大跌,汇率出现贬值。梁虹(2011)^[11]实证了资本流动“突然停止”对人民币汇率的影响,结果表明当资本流动趋势演变为流出“突然停止”时,人民币则被高估,国内经济产生泡沫;而当演变为流入“突然停止”时,人民币则被低估,国内经济不景气。

综上,国外多数学者认为突然中断的发生会伴随实际汇率的急剧贬值,他们通常是从非贸易品与贸易品的相对价格角度来进行研究的。国内仅有梁虹对这一问题进行了实证分析,但她是直接采用资本流入流出指标,并不能真正揭示突然中断对汇率的影响。因此,在人民币国际化和人民币跨境流动机制改革的背景下,本文拟从净资本流量和总资本流量角度综合考察中国发生跨境资本流动突然中断的情况,并运用最小二乘法估计和分位数回归模型比较分析其对人民币汇率的冲击效应。

三、跨境资本流动突然中断与人民币汇率变动分析

(一)中国跨境资本流动突然中断的事实描述

以往基于净资本流动的研究忽略了本国投资者资本外流所包含的重要信息,存在一定的局限性,随着本国投资者决策的重要性增强,近年来学者们将研究转向总资本流量角度。然而只单独研究总资本流入和流出会忽略两者的共同作用,因此本文选取的是净资本流量和总资本流量两个角度。本文对净资本流动突然中断的定义与国内外学者一致,即跨境资本净流入大规模突然停止甚至逆转;总资本流动突然中断参考 Forbes 等(2012)^[4]的定义,即总资本流入突然中断和流出突然外逃分别是指外国投资者资本流入突然大幅减少和本国投资者资本流出突然大幅增加。考虑到国内众多学者均指出误差与遗漏项长期出现在借方揭示了中国整体存在着资本外逃的现象,本文对跨境资本流动规模的测算包含金融项目以及误差与遗漏项。

近十年来,中国跨境资本流动总体上呈现出资本净流入态势(2012 年除外),且流动规模不断扩大、双向变化趋势日益明显,那么中国是否存在突然中断问题呢?研究这一问题的关键在于突然中断的界定和测算,已有研究对其界定主要包括标准差方式、百分比方式和两者综合的方式。文献中大多采用标准差方式,本文也参照这一方式来测算,即一国资本流动的年度变化量相对样本均值下降至少 2 个标准差时突然中断就会发生,其开始于第一次相对下降超过 1 个标准差,结束于第一次相对下降小于 1 个标准差(Calvo 等,2004)^[12]。由于中国资本流动的年度数据不易观测出突然中断现象,本文采用频率更高的季度数据来考察,测算方法如下:

假设第 t 期的跨境资本流动量为 CF_t , 在第 t 期累计 4 个季度的资本流动量为 C_t , 则

$$C_t = \sum_{i=0}^3 CF_{t-i}, \quad t = 4, 5, \dots, T。$$

因此，资本流动的年度变化量 ΔC_t 可表示为： $\Delta C_t = C_t - C_{t-4}$ ， $t = 8, 9, \dots, T$ 。然后计算过去 20 个季度资本流动年度变化量 ΔC_t 的移动平均值 μ 和移动标准差 σ ，那么当至少有一个季度满足 $\Delta C_t < \mu - 2\sigma$ 时，则发生了突然中断，其开始于第一次出现 $\Delta C_t < \mu - \sigma$ ，结束于第一次出现 $\Delta C_t > \mu - \sigma$ 。

表 1 中国发生跨境资本流动突然中断的情况

项目	开始时间	结束时间	持续时长	发生概率
净资本流动突然中断	2005Q4	2006Q4	5	31.58%
	2008Q4	2009Q2	3	
	2012Q1	2012Q4	4	
总资本流入突然中断	2008Q4	2009Q3	4	10.53%
总资本流出突然外逃	2005Q4	2007Q3	8	21.05%

数据来源：国家外汇管理局公布的《国际收支平衡表》

表 1 是根据上述方法测度的中国跨境资本流动发生突然中断的情况^①。从发生概率来看，三者发生突然中断的可能性分别为 31.58%、10.53%和 21.05%，后两者发生概率之和等于前者，说明总资本流入流出并未同时出现突然中断；总资本流出突然外逃发生率约为总资本流入突然中断的两倍，表明中国易遭受本国投资者投资决策的影响，内资流出比外资流入更容易出现突然逆转。从发生时间来看，净资本流动前两次发生突然中断分别是由于发生了总资本流出突然外逃、总资本流入突然中断，第三次则是同时出现外资流入减少和内资流出增加所致。美国次贷危机和欧债危机后，全球范围内出现了流动性紧张，外资为避险纷纷从新兴市场撤离，从而导致多个新兴市场国家遭遇突然中断。这些国家的突然中断可能通过金融或贸易渠道传染给中国，外资也会从中国大规模撤出；此外，受危机影响国内经济增长率有所下滑，同时存在不断攀升的财政赤字等，从而本国投资者将资本大量转投国外市场，因此中国在两次危机后毫无例外地出现了突然中断现象。

(二)人民币汇率的变化特征分析

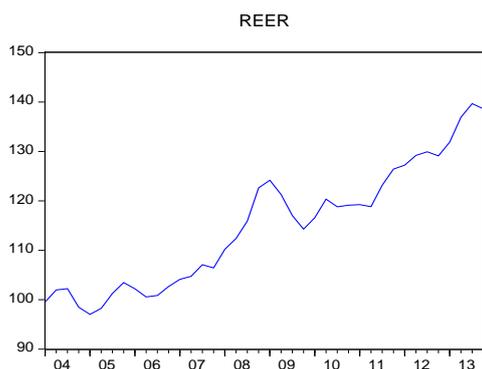


图 1 2004Q1—2013Q4 人民币实际有效汇率指数 (2005 年=100)

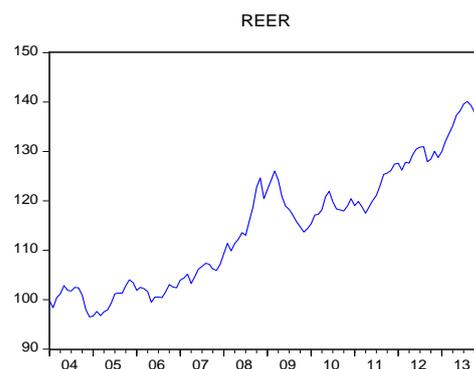


图 2 2004M1—2013M12 人民币实际有效汇率指数 (2005 年=100)

数据来源：国际货币基金组织 IMF 出版的《国际金融统计》(IFS)

图 1 和图 2 分别以人民币实际有效汇率指数的季度和月度数据来展示 2004 年以来人民

^① 由于《国际收支平衡表》的季度数据开始于 1998 年 1 季度，经测算后，只能获取 2004 年 3 季度至 2013 年 4 季度中国发生资本流动突然中断的情况。

币汇率的变化特征。由图 1 可知,人民币汇率跌宕起伏,在汇改前经历了先升值后贬值再升值的小幅波动过程,这是美元的波动所致。此后人民币整体呈现升值走势,从 2005 年 3 季度的 101.28 上涨至 2013 年 4 季度的 138.61,累计涨幅高达 36.87%。图 2 更加清晰地显示了人民币的变动情况,2005 年 7 月以来,人民币汇率上涨趋势非常明显,仅在 2009 年出现了较大幅的贬值,由 3 月份的 126.04 下跌至 11 月份的 113.68,跌幅为 10.87%,这一阶段人民币盯住美元策略明显,危机后美元在国际市场上的疲软带动了汇率的下跌。总之,随着人民币交易区间不断扩宽(0.3%→2%),汇率的波动弹性也在逐渐增强,尽管汇改后人民币汇率单边升值压力增大但其双向波动仍较为明显。

根据上述分析,可见中国也遭遇过跨境资本流动突然中断,且在其发生后人民币均出现了不同程度的贬值,这与国外众多学者的研究结论一致。下文将通过实证分析来论证突然中断的发生是否会导致人民币汇率贬值。

四、跨境资本流动突然中断对人民币汇率的实证研究

(一)模型的构建

1.变量选取与数据处理

一般情况下,跨境资本流动突然中断现象持续时间较短,给一国汇率带来的冲击也是短期的,因此本文重点研究的是人民币汇率的波动性特征,而非长期趋势性特征。本文被解释变量选取由 IFS 公布的人民币实际有效汇率指数(REER)。解释变量为上文所测算出的净资本流入突然中断(NSS)、总资本流入突然中断(ASS)和总资本流出突然外逃(ASF),用虚拟变量表示,若未发生取值“0”,若发生则取值“1”。控制变量选取影响人民币汇率的主要因素,包括:(1)国家财政支出水平 FE(国家财政支出额/GDP);(2)贸易开放度 OPEN(外贸总额/GDP);(3)货币供应水平 M2(广义货币量/GDP);(4)贸易顺差水平 TRADE(贸易顺差额/GDP);(5)外商直接投资水平 FDI(外商直接投资额/GDP)^①。选取 2004Q3-2013Q4 共 38 期的样本作为研究对象,采用 Census X12 方法对变量 OPEN 和 FE 进行季节调整,并对变量 REER、OPEN、FE、FDI 和 M2 进行对数处理。经 Pearson 相关系数检验,各变量两两之

表 2 各变量单位根检验结果

变量	检验形式(C,T,L)	ADF-统计量	1%临界值	5%临界值	10%临界值
FE	(C,T,0)	-5.100203***	-4.226815	-3.536601	-3.200320
M2	(C,0,1)	-5.842631***	-3.626784	-2.945842	-2.611531
NSS	(C,0,2)	-3.705965***	-3.632900	-2.948404	-2.612874
ASS	(0,0,0)	-2.267787**	-2.628961	-1.950117	-1.611339
ASF	(0,0,8)	-2.236068**	-2.647120	-1.952910	-1.610011
FDI	(C,0,1)	-2.635065*	-3.626784	-2.945842	-2.611531
REER	(C,T,1)	-3.567355**	-4.234972	-3.540328	-3.202445
OPEN	(0,0,1)	-1.168435	-2.630762	-1.950394	-1.611202
ΔOPEN	(0,0,0)	-4.773793***	-2.630762	-1.950394	-1.611202
TRADE	(C,T,0)	-3.421726*	-4.226815	-3.536601	-3.200320

注:检验形式(C,T,L)中的 C 表示常数项, T 表示时间趋势, L 表示滞后阶数。上表中*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的置信水平上显著(下同)。

^① GDP、国家财政支出额、进出口总额、广义货币供应量和贸易顺差额的数据均来自国家统计局,外商直接投资额来自国家外汇管理局。其中国家财政支出额、进出口总额、广义货币供应量和贸易顺差额是笔者根据月度数据计算整理所得。

间的相关系数都不高，且各变量的方差膨胀因子 VIF 均远小于 10，说明模型不会存在严重的多重共线性问题。

2. 平稳性检验

根据表 2 中 ADF 单位根检验的结果可知，除贸易开放度 OPEN 存在单位根外，其他变量均无单位根，而 OPEN 的一阶差分序列无单位根，因此，变量 OPEN 为一阶单整 I(1)，其他为平稳序列。为避免“伪回归”，变量 OPEN 以差分形式引入回归模型中。

3. 模型的设立

为了更加全面地揭示资本流动突然中断对人民币汇率的影响，且考虑到主要解释变量突然中断为虚拟变量，本文采用 Koenker 等 (1978) 提出的分位数回归模型来进行分析，该模型是一种估计自变量与因变量的分位数之间线性关系的方法。选取 0.10、0.25、0.50、0.75、0.90 五个具有代表性的分位点进行回归，并结合 OLS 估计进行比较分析。模型设定如下：

$$\ln REER_t = \beta_0 + \beta_1 SS_{t-1} + \beta_2 \ln M2_t + \beta_3 TRADE_t + \beta_4 \ln FE_{t-1} + \beta_5 \Delta \ln OPEN_t + \beta_6 \ln FDI_{t-1} + \mu_t$$

其中， SS_{t-1} 是主要解释变量，表示资本流动是否发生了突然中断， μ_t 为随机扰动项，“t-1”表示解释变量对人民币汇率的影响具有时滞性，滞后一期。

(二) 跨境资本流动突然中断对人民币汇率的影响分析

1. 净资本流动突然中断的影响

表 3 净资本流动突然中断对人民币汇率的回归估计结果

	(1) OLS	(2) QR_10	(3) QR_25	(4) QR_50	(5) QR_75	(6) QR_90
NSS(-1)	-0.0374** (-2.52)	-0.0334* (-1.79)	-0.0282* (-1.97)	-0.0399*** (-3.26)	-0.0660*** (-3.39)	-0.0478** (-2.13)
M2	0.0177 (1.15)	0.0023 (0.09)	0.0124 (0.48)	0.0149 (0.57)	0.0262 (0.75)	0.0901* (2.00)
TRADE	1.2543** (2.37)	2.0682** (2.46)	1.1785* (1.78)	0.8277 (1.44)	1.3323 (1.29)	3.3695** (2.27)
FE(-1)	0.8354*** (10.42)	0.8604*** (6.31)	0.8030*** (7.32)	0.7802*** (8.71)	0.7964*** (4.67)	1.1645*** (4.82)
D(OPEN)	-0.2284 (-1.54)	-0.2659 (-1.01)	-0.1721 (-0.71)	-0.2353 (-1.07)	-0.2650 (-0.96)	-0.1355 (0.30)
FDI(-1)	-0.0563** (-2.29)	-0.0671** (-2.47)	-0.0398 (-1.37)	-0.0761** (-2.47)	-0.0860** (-2.41)	-0.0346 (-0.50)
_CONS	5.8688*** (36.34)	5.7696*** (23.67)	5.8452*** (28.48)	5.7298*** (28.41)	5.7446*** (16.58)	6.5257*** (11.89)
R ²	0.9056	0.7316	0.7504	0.7432	0.7069	0.7073

注：上表中括号内数值为 t 统计量。（下同）

从表 3 中可看出，OLS 的拟合优度 R^2 为 90.56%，各分位点的伪决定系数 R^2 均在 70% 以上，说明各模型拟合得较好。根据回归系数可知，净资本流动突然中断对人民币汇率具有比较显著的负面影响，即中国一旦出现净资本流动突然中断，人民币会明显贬值。分位数增加，回归系数随之呈先下降后上升然后再下降的趋势，中位数和 OLS 的回归系数基本相同，而两端的回归系数与 OLS 差异较大，尤其在高分位点。这说明净资本流入突然中断对人民币汇率条件分布两端的影响异于中间部分，低分位点处影响相对较小，而高分位点处相对较

大。

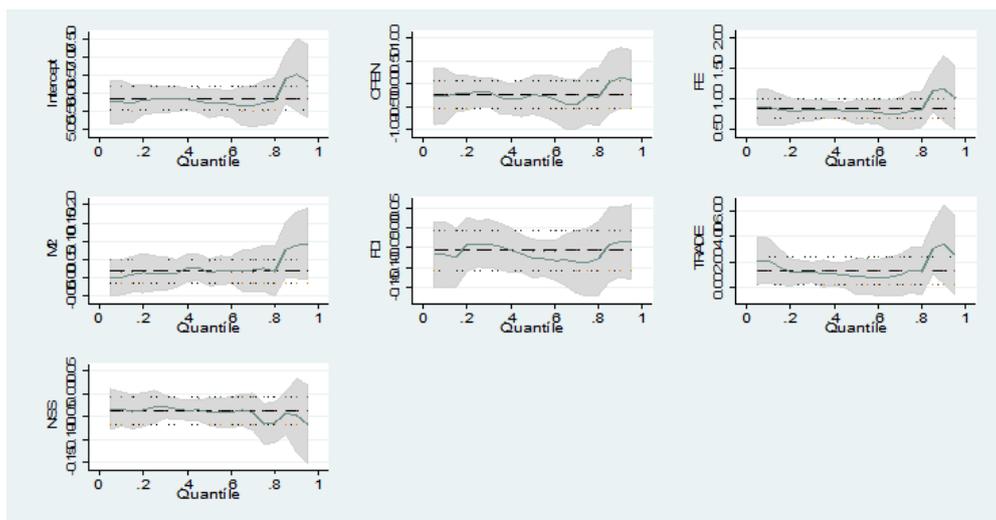


图3 净资本流动突然中断对人民币汇率影响的分位数回归系数变化

由图3可知，随着分位数变化，净资本流动突然中断的回归系数也在发生变化，且变化趋势与表3一致，突然中断在高分位点对人民币汇率的影响尤为显著。在0.75分位点，若其他条件不变，净资本流动突然中断的发生可能会使人民币贬值高达6.66%。在突然中断发生之前，国内资产收益率较高吸引了大量外国资本以及获得了本国资本的青睐，致使外汇市场上人民币供不应求，汇率上升；央行这时会大量购进外汇储备来维持汇率稳定，同时相应地投放基础货币，从而人民币升值压力增加。由于市场对人民币的升值预期，净资本流动规模将不断扩大，进而不断推高汇率，这样循环往复，将人民币汇率置于较高位，且国内已积累巨额净资本流入。一旦美元利率走高和汇率走强同时发生，外国资本将纷纷撤离，本国资本由于羊群效应也会撤出外逃，导致净资本流入大幅减少甚至逆转，人民币供给远远高于需求，汇率大幅贬值。此时央行卖出外汇储备进行干预的作用并不大，且央行通过冲销大量收回本币导致国内流动性急剧紧张，汇率贬值压力大增。因此，当人民币汇率处于高位时，突然中断的冲击效应非常大。然而当人民币汇率处于较低位时，国内积累的净资本流入额不高，央行在突然中断发生后通过干预能在一定程度上缓和汇率贬值，突然中断的冲击效应也就相对较小。

2. 总资本流动突然中断的影响

经实证检验，OLS和各分位数回归估计结果均显示总资本流入突然中断对人民币汇率无显著影响。中国仅在2009年发生过总资本流入突然中断现象，在这期间，外商直接投资和其他投资流入均出现大规模减少，但外商证券投资流入只出现小幅波动。外商直接投资和其他投资流入的资本大多属于长期资本，较为稳定，一般只改变外汇储备量的平均水平，对汇率影响并不大；而外商证券投资流入的资本基本上是短期资本，易变性强，通常会影响到外汇储备量的波动性，从而导致汇率波动。外商证券投资在中国总资本流入中所占比重相对较小，因此总资本流入突然中断的发生并未导致人民币汇率大幅贬值。下文主要分析总资本流出突然外逃的影响。

从表4中可看出，OLS和分位数回归的拟合优度均说明各模型拟合得较好。由各回归系数可知，总资本流出突然外逃对人民币汇率也具有比较显著的负面影响，即一旦中国总资本流出发生突然外逃，人民币汇率会明显下跌。随着分位数增加，回归系数呈现先降后升的趋势，中间部分的回归系数与OLS差异不大，而两端的回归系数均比OLS大，尤其在低分位点。这说明总资本流出突然外逃对人民币汇率的条件分布两端的影响大于中间部分，在低分位点影响最大。

表 4 总资本流出突然外逃对人民币汇率的回归估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OLS	QR_10	QR_25	QR_50	QR_75	QR_90
ASF(-1)	-0.0443** (-2.20)	-0.0827** (-2.53)	-0.0356* (-1.96)	-0.0337* (-1.84)	-0.0471* (-1.81)	-0.0634*** (-3.79)
M2	0.0049 (0.34)	0.0046 (0.25)	-0.0100 (-0.42)	0.0096 (0.34)	0.0163 (0.44)	0.0293 (0.82)
TRADE	1.2414** (2.25)	2.5779** (2.12)	1.2891 (1.41)	0.9145 (1.16)	1.3500 (1.40)	2.2234*** (2.86)
FE(-1)	0.7710*** (10.12)	0.7971*** (8.08)	0.7412*** (7.76)	0.6899*** (5.52)	0.8904*** (5.27)	1.0796*** (6.51)
D(OPEN)	-0.2312 (-1.52)	-0.0210 (-0.07)	-0.2249 (-0.77)	-0.5097* (-2.00)	-0.3218 (-1.09)	-0.0679 (-0.22)
FDI(-1)	-0.0314 (-1.23)	-0.0185 (-0.60)	-0.0199 (-0.56)	-0.0542 (-1.33)	-0.0215 (-0.39)	0.0217 (0.38)
_CONS	5.8290*** (35.90)	5.8238*** (26.84)	5.7689*** (24.80)	5.6411*** (20.28)	6.0900*** (15.83)	6.5393*** (16.23)
R ²	0.9016	0.7458	0.7293	0.7217	0.6923	0.7278

根据图 4 可知,随着分位数变化,总资本流出突然外逃的回归系数也在发生变化,且趋势与表 4 一致,突然中断在两端的分位点上对人民币汇率的影响显著增强,尤其人民币在低位时。在 0.10 分位点,若其他条件不变,总资本流出突然外逃的发生可能使人民币汇率下跌高达 8.27%。全球金融市场动荡和国内经济增长率下滑会诱导国内资本大量外逃,外汇市场上人民币供过于求,汇率下跌;人民币不再坚挺,本国投资者对投资国内信心不足,其资本进一步外逃,以致人民币进一步贬值。在汇率处于低位时,国内经济往往不景气,市场对人民币的贬值预期比较强烈,若这时发生总资本流出突然外逃可能会对汇率造成致命的打击,因此,人民币汇率处于低位时,突然中断的冲击效应非常大。在套利和套汇的双重驱动下,国际投机者的资本大规模涌入中国,这些资本大多流入了房地产和股票市场等,导致国内资产价格攀升,滋生泡沫;当汇率处于高位、资产价格泡沫过大时,一旦国内外经济发生动荡,本国资本为避险会大量外逃,致使资产价格泡沫破灭,汇率出现大幅贬值。此外,

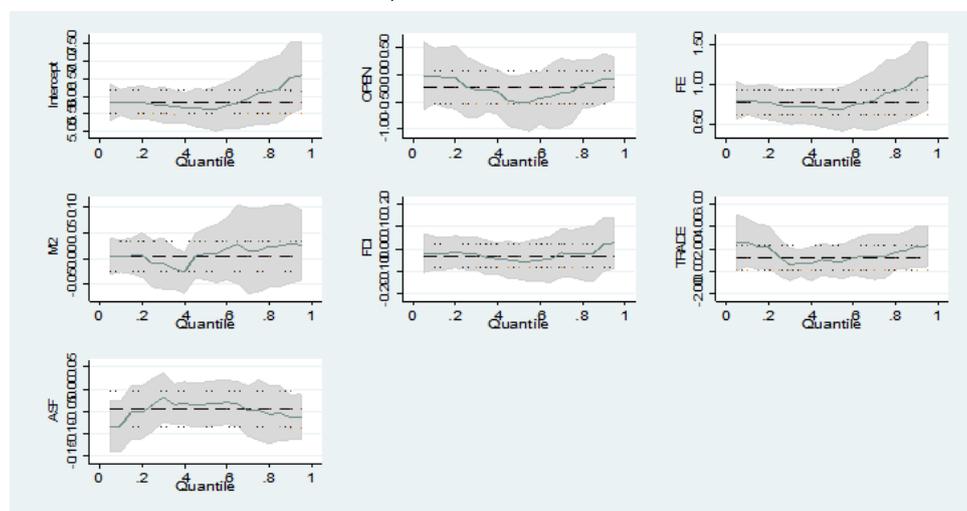


图 4 总资本流出突然外逃对人民币汇率影响的分位数回归系数的变化

由于隐藏在误差与遗漏项中的资本流出占总资本流出的比重相对较大,这些资本大多属于投机性短期资本,频繁波动且不受监管,发生突然外逃对汇率的冲击大,因此总资本流出突然外逃对人民币汇率的影响程度更大。

五、结论

尽管从年度数据观测,中国跨境资本流动大体上呈资本净流入状态,发生突然中断现象属于小概率事件,然而季度数据测度的结果揭示中国的确经历过突然中断,尤其是在次贷危机和欧债危机后。本文采用 OLS 和分位数回归模型全面论证了突然中断对人民币汇率的冲击效应,从净流量角度看,净资本流动发生突然中断会伴随着汇率的大幅贬值,在汇率处于较高位时,突然中断的影响程度相对更大;从总流量角度看,总资本流入突然中断的发生对人民币汇率无显著影响,而总资本流出发生突然外逃对人民币汇率具有非常明显的负效应,尤其在汇率处于低位时。

虽然中国曾遭遇过跨境资本流动突然中断,且这种流动性冲击造成了汇率较大幅贬值,但中国并未像其他新兴市场国家一样在突然中断后出现货币崩溃甚至金融危机。这主要是因为中国经济增长稳定、外汇储备充足、汇率波动及资本管制较为严格。然而,随着人民币国际化和资本账户进一步开放,未来跨境资本流动一旦发生突然中断,对人民币汇率的冲击将不堪设想。因此,防范跨境资本流动突然中断风险对中国经济金融稳定至关重要。笔者认为中国应加强跨境资本双向流动的监测预警,不断完善跨境资本大规模流入流出的应急预案,加大对投机性短期资本、非法或地下渠道流入资本的打击力度,加强对内资外逃的有效监管;进一步深化外汇管理体制改革,循序渐进地推动人民币资本项目可兑换,为抵御跨境资本流动性冲击提供充实的经济基础。

参考文献

- [1] Calvo G A, Izquierdo A, Mejia L F. Systemic Sudden Stops: the Relevance of Balance-sheet Effects and Financial Integration[R]. NBER Working Papers No.14026, 2008.
- [2] Calderón C, Kubota M. Sudden Stops: Are Global and Local Investors Alike?[J]. Journal of International Economics, 2013, 89(1): 122-142.
- [3] Rothenberg A D, Warnock F E. Sudden Flight and True Sudden Stops[J]. Review of International Economics, 2011, 19(3): 509-524.
- [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] Calvo G A, Izquierdo A, Talvi E. Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons[R]. NBER Working Papers No.9828, 2003.
- [6] Mendoza E G. Real Exchange Rate Volatility and the Price of Nontradables in Sudden-Stop-Prone Economies[R]. NBER Working Papers No.11691, 2005.
- [7] Catão L A V. Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look[R]. NBER Working Papers No.133, 2007.
- [8] Kehoe T J, Ruhl K J. Sudden Stops, Sectoral Reallocations and the Real Exchange Rate[R]. NBER Working Papers, 2009, 89(2): 235-249.
- [9] 张锐. 新兴市场国际资本逆转问题的观察与分析[J]. 武汉金融, 2009(3): 28-31.
- [10] 邹炜, 李亚培. 危机背景下我国短期国际资本流入逆转: 原因、影响及建议[J]. 上海金融学院学报, 2009(3): 23-28.

[11] 梁虹.中国资本流动突然中止对人民币汇率变动影响的实证分析[D].昆明理工大学硕士学位论文, 2011.

[12] Calvo G A, Izquierdo A, Mejia L F. On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance-Sheet Effects[R]. NBER Working Paper No.10520, 2004.

The Influence of Sudden Stops of Cross border Capital Flows on the RMB Exchange Rate

YAO Xiaoyi, Yi Jingwei

(Hunan University, Changsha/Hunan, 410006)

Abstract: In the dual background of the RMB(renminbi) internationalization and the further opening in capital account, the scale of cross border capital flows expand continuously, and the fluctuation is increasingly frequent. Once capital flows turn into sudden stops will be a huge impact on the stability of the RMB exchange rate, thus influence macroeconomic. This article uses the Quantile Regression Model to study the impact of sudden stops on the RMB exchange rate comprehensively. The empirical results show that the sudden stops of net capital inflows and the sudden flight of gross capital outflows will lead to depreciation of RMB. When the exchange rate is high, the impact of the former is bigger. And when the exchange rate is low, the impact of the latter is bigger. However the sudden stops of gross capital inflows has no significant effect.

Keywords: capital flows; sudden stops; RMB exchange rate; impact.

作者简介:

姚小义 (1963-) , 男, 湖南益阳人, 博士, 湖南大学金融与统计学院教授、硕士生导师, 研究方向为国际金融;

易静为 (1989-) , 女, 湖南湘潭人, 湖南大学金融与统计学院硕士研究生, 研究方向为国际金融。