



学科综述

2015 年国际金融学综述

李远芳*

【内容提要】 本文从五个方面梳理和评述了 2015 年国内外国际金融学的研究动态。具体为汇率问题、全球性银行、金融危机与国际金融监管、资本流动和溢出效应、国际货币体系和人民币国际化,以及全球失衡与外汇储备。其中,汇率问题仍是国际金融研究的重点;由于强烈的现实意义,危机后对全球性银行、金融危机与国际金融监管的研究,仍保持了相当高的热度。实证方法上,国际金融学研究开始更多地应用微观数据,这有利于夯实学科内涵,但国际金融理论进展仍较缓慢。

【关键词】 国际金融 汇率 全球性银行 资本流动 人民币国际化

一、前言

本文以 2015 年国内外主要的经济学和金融领域的前沿期刊,以及国际货币基金组织、国际清算银行和亚洲开发银行研究院等重要国际组织或研究机构的工作论文为考察对象,筛选出国际金融领域的重要研究文献 166 篇。其中,汇率方面的文献最多,共 78 篇,约占 47%。其次是全球性银行、金融危机与国际金融监管领域的文献,共 34 篇,约占 20%。资本流动和溢出效应有关文献 24 篇,占比约 14%。国际货币体系和人民币国际化有关文献 17 篇,约占 8%。全球失衡与外汇储备的研究文献共 16 篇,约占 10% (见图)。

这一数量分布体现了如下特点。第一,汇率问题依旧是最引人注目的焦点。作为国际金融学术研究的经典领域,该领域在理论上的可延展性,与多方面变量的联系及丰富的数据支持,使得其研究文献约占国际金融文献的半壁江山。第二,由于强烈的现实意义,危机后对全球性银行、金融危机与国际金融监管的研究保持了相当高的热度。近年来,文献量排名仅次于汇率议题。第三,由于金融全球化的发展,跨国资本流动作为联系各经济体的重要纽带,其自身结构特点在危机前后的变化及影响也成为国际金融领域的重要研究题目。以下将对每个子领域的文献分别进行综述。

二、汇率

对汇率问题的研究一直是国际金融领域的热点,在国际金融前沿文献中占据重要位置。纵

* 李远芳,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室助理研究员,liyuanfang@cass.org.cn。作者感谢匿名审稿人的建设性意见,并自负文责。

发表数量 (篇)

- 汇率
- 全球性银行、金融危机与国际金融监管
- 资本流动
- 国际货币体系和人民币国际化
- 全球失衡与外汇储备

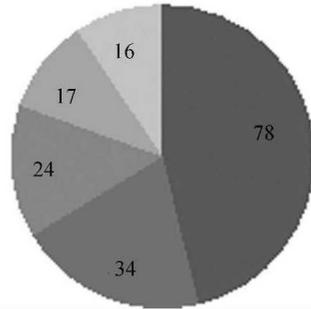


图 2015 年国际金融研究文献主要领域分布

数据来源：作者整理。

观 2015 年汇率领域的研究文献，重点研究主题有 7 个：名义汇率动态及决定因素、实际汇率的决定因素与动态表现、汇率制度及影响、汇率与宏观经济、汇率波动中的企业行为、汇率传递与进出口贸易，以及汇率的政治经济学。这些主要的研究主题中，名义汇率动态及决定因素、实际汇率的决定因素与动态表现最受研究者关注，两个方面的文献量占重要汇率文献的一半。

以 38 份国内外最主要的经济学和金融学领域前沿期刊为统计对象，并纳入 IMF 和 BIS 的工作论文。2015 年这些刊物共发表了汇率领域相关研究文献 78 篇。其中，名义汇率动态及决定因素文献 22 篇，占 28%。实际汇率的决定因素与动态表现文献 17 篇，占 22%。汇率制度及影响文献 11 篇，占 14%。汇率与宏观经济文献 9 篇，占 12%。汇率波动中的企业行为文献 8 篇，占 10%。汇率传递与进出口贸易文献 7 篇，占 9%。汇率的政治经济学文献 4 篇，占 5%（见表 1）。

表 1 2015 年汇率研究文献分布情况 单位：篇

期刊 \ 议题	名义汇率动态及决定因素	实际汇率动态及决定因素	汇率制度及影响	汇率与宏观经济	汇率波动中的企业行为	汇率传递与进出口贸易	汇率的政治经济学	合计
QJE	1	0	0	0	0	0	0	1
JIE	2	0	0	0	0	1	1	3
TWE	0	0	1	0	0	1	0	2
JIMF	5	5	4	1	0	0	0	15
IMF	1	1	0	0	0	0	0	2
世界经济	0	0	2	0	0	1	0	3
管理世界	0	0	0	0	1	0	1	2
经济研究	1	0	0	1	0	0	0	2
中国工业经济	0	1	0	0	0	1	0	2
南方经济	0	0	0	1	0	0	0	1
南开经济研究	0	0	0	1	0	0	0	1



续表

期刊	议题	名义汇率动态及决定因素	实际汇率动态及决定因素	汇率制度及影响	汇率与宏观经济	汇率波动中的企业行为	汇率传递与进出口贸易	汇率的政治经济学	合计
经济学(季刊)		1	0	0	0	0	0	0	1
财贸经济		1	0	0	0	0	0	1	2
金融评论		1	0	0	0	0	0	0	1
金融研究		0	1	0	0	4	1	0	6
经济社会体制比较		0	0	2	0	0	0	0	2
国际金融研究		7	6	2	3	0	2	1	21
国际贸易问题		2	3	0	2	3	0	0	10
合计		22	17	11	9	8	7	4	78

注: QJE 是 *Quarterly Journal of Economics* 的缩写, AER 是 *American Economic Review* 的缩写, JIE 是 *Journal of Political Economy* 的缩写, TWE 是 *The World Economy* 的缩写, CWE 是 *China and World Economy* 的缩写, JIMF 是 *Journal of International Money and Finance* 的缩写, IMF、BIS 分别代表国际货币基金组织和国际清算银行。

数据来源: 作者整理。

根据 2015 年的汇率国内外研究动态, 就汇率的 7 个重点研究主题。以下进行详细的介绍、梳理和总结。同时, 重视对文献进行归类、梳理和评述。

(一) 名义汇率动态及决定因素

名义汇率动态及决定因素是 2015 年国内外汇率研究的前沿和热点。有关名义汇率动态及决定因素的文献大体分为四个方面。一是名义汇率波动的特征。主要包括名义汇率波动的价值基底、均衡状态、溢出效应、境内外差异性、稳定性与代表性、非线性与持久性, 以及汇率日收益率波动特征。二是影响名义汇率波动的各种因素。主要包括非贸易品相对价格、资本流动、宏观因素、预期、利率, 以及国家的“软实力”对汇率波动的影响。三是名义汇率与其他宏观金融变量的动态关系。主要包括汇率波动与 CPI 变动、利率变动、贸易顺差、股票价格、商品价格, 以及经济政策不确定性之间的动态关系。

2015 年名义汇率动态及决定因素的文献中, 名义汇率波动的特征、影响名义汇率波动的影响因素、汇率与其他变量的动态关系在数量上分布比较均匀。

1. 汇率波动的特征。这个领域学者的研究视角呈现多样化的态势。主要集中在汇率波动的价值基底、均衡状态、溢出效应、境内外差异性、稳定性与代表性、非线性与持久性, 以及汇率日收益率波动特征。

不少学者对汇率波动的动态特征进行了相关研究(朱孟楠、张雪鹿, 2015^①; 丁剑平、

^① 朱孟楠、张雪鹿(2015): “境内外人民币汇率差异的原因研究”, 《国际金融研究》, 第 5 期, 第 87-96 页。

向坚、蔚立柱, 2015^①; Lo & Morley, 2015^②; 阙澄宇、马斌, 2015^③; 王鹏、吕永健, 2015^④)。研究的角度包括: 汇率波动在境内外的差异性、加入人民币之后特别提款权(SDR)汇率的代表性、汇率的稳定性、非线性与冲击持久性、均值溢出效应、波动溢出效应, 以及日收益率的非对称性等。例如, 林楠(2015)利用两国 AS-IS 模型, 测算了汇率动态的价值基底, 发现 2008—2014 年期间, 人民币对美元名义汇率与价值基底基本重合。进入 2015 年, 人民币对美元名义汇率相对于价值基底呈现升值趋势。^⑤ Chen & MacDonald (2015) 测量了美元—欧元永久的均衡汇率, 结果表明, 在绝大多数时间, 欧元兑美元汇率紧密遵循永久均衡汇率(PEER)隐含价值。^⑥

2. 影响汇率波动的因素。相关研究主要集中在资本流动、宏观因素、预期、利率, 以及国家的“软实力”对汇率波动的影响方面(陈浪南、苏海峰, 2015^⑦; 范言慧, 2015^⑧; 刘华、李广众、陈广汉, 2015^⑨; Gabaix & Maggiori, 2015^⑩; Berg & Mark, 2015^⑪; MacDonald & Nagayasu, 2015^⑫; Cevik et al. 2015^⑬; Linnemann & Schabert, 2015^⑭)。

主要的研究结论如下: 人民币长期的单边升值, 主要由持续性预期的形成, 以及预期的自我实现两个机制所导致。资本流动一般通过改变承受国际金融资产需求失衡风险

① 丁剑平、向坚、蔚立柱(2015): “纳入人民币的 SDR 汇率波动: 稳定性与代表性的检验”, 《国际金融研究》, 第 12 期, 第 3—10 页。

② Lo, M. C. & Morley, J. (2015). Bayesian analysis of nonlinear exchange rate dynamics and the purchasing power parity persistence puzzle, *Journal of International Money and Finance*, 51, 285—302.

③ 阙澄宇、马斌(2015): “人民币在岸与离岸市场汇率的非对称溢出效应——基于 VAR—GJR—MGARCH—BEKK 模型的经验证据”, 《国际金融研究》, 第 7 期, 第 21—32 页。

④ 王鹏、吕永健(2015): “金融资产收益率分布是对称的吗——基于国际汇率市场的实证证据”, 《国际金融研究》, 第 8 期, 第 87—96 页。

⑤ 林楠(2015): “人民币汇率动态的价值基底: 理论与测算”, 《金融评论》, 第 4 期, 第 14—28、124 页。

⑥ Chen, X. & MacDonald, R. (2015). Measuring the dollar-euro permanent equilibrium exchange rate using the unobserved components model, *Journal of International Money and Finance*, 53, 20—35.

⑦ 陈浪南、苏海峰(2015): “人民币汇率持续单边升值行为研究——基于 2000—2012 年数据的实证分析”, 《国际贸易问题》, 第 11 期, 第 165—176 页。

⑧ 范言慧(2015): “外国经济波动、资本流动与汇率调整”, 《财贸经济》, 第 2 期, 第 45—59 页。

⑨ 刘华、李广众、陈广汉(2015): “香港离岸人民币汇率已经发挥影响力了吗?”, 《国际金融研究》, 第 10 期, 第 3—11 页。

⑩ Gabaix, X. & Maggiori, M. (2015). International Liquidity and Exchange Rate Dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, 130 (3), 1369—1420.

⑪ Berg, K. A. & Mark, N. C. (2015). Third-country effects on the exchange rate. *Journal of International Economics*, 96 (2), 227—243.

⑫ MacDonald, R. & Nagayasu, J. (2015). Currency forecast errors and carry trades at times of low interest rates: Evidence from survey data on the yen/dollar exchange rate, *Journal of International Money and Finance*, 53: 1—19.

⑬ Cevik, S., Harris, R. & Yilmaz, F. (2015). Soft Power and Exchange Rate Volatility. *IMF Working Paper* No. 15—63.

⑭ Linnemann, L. & Schabert, A. (2015). Liquidity premia and interest rate parity. *Journal of International Economics*, 97 (1), 178—192.



的金融机构的资产负债表来改变汇率。对于双边汇率波动，第三国的变量是其重要的驱动因素。

特别是 Cevik et al. 在控制了标准宏观经济因素后，发现“软实力”变量，如：预期寿命、教育水平，以及农业相对于服务业的份额，对各国的汇率波动存在统计上的显著影响。Linnemann & Schabert 研究发现，利率波动流动性溢价的内生反应可能导致货币未来升值，以应对主要货币政策利率的增加。

3. 汇率与其他宏观金融变量的动态关系。对于汇率与 CPI、利率、商品价格、股票价格、贸易顺差以及经济政策不确定性的联动关系。开展研究的学者主要有如下文献：金中夏、洪浩（2015）^①，朱孟楠、闫帅（2015）^②，王胜、田涛（2015）^③，王彬（2015）^④，Dick et al.（2015）^⑤，Ferraro et al.（2015）^⑥，刘林、孟烨、杨坤（2015）^⑦。其中，金中夏、洪浩通过贝叶斯估计发现，当本国汇率（利率）偏离均衡时，本国利率（汇率）也会偏离均衡。王胜、田涛研究发现，汇率变动与 CPI 变动之间存在显著的“时变性”。时变性产生的主要原因是我国的通胀环境以及进口产品结构的变化。刘林等人研究指出，汇率与股价的联动关系依赖于众多因素，且在均衡状态下汇率与股价的关系是时变的。

（二）实际汇率决定因素与动态表现

实际汇率决定因素与动态表现是汇率研究的主题。有关实际汇率决定因素与动态表现的文献，大体分为以下三个方面。一是实际汇率的影响因素。二是实际汇率的动态表现。三是实际汇率的经济影响。其中，实际汇率的影响因素占据此类研究的主体地位。

1. 实际汇率的影响因素。相关研究主要集中在非贸易品相对价格、股票市场、产业结构、贸易成本、商品价格、政府支出、政府投资、名义冲击、外国资产、相对价格，以及外

① 金中夏、洪浩（2015）：“国际货币环境下利率政策与汇率政策的协调”，《经济研究》，第5期，第35-47页。

② 朱孟楠、闫帅（2015）：“经济政策不确定性与人民币汇率的动态溢出效应”，《国际贸易问题》，第10期，第111-119页。

③ 王胜、田涛（2015）：“人民币汇率对CPI传递效应分析——基于均值与波动溢出层面的视角”，《国际金融研究》，第4期，第87-96页。

④ 王彬（2015）：“人民币汇率均衡、失衡与贸易顺差调整”，《经济学（季刊）》，第3期，第1277-1302页。

⑤ Dick, C. D., MacDonald, R. & Menkhoff, L. (2015). Exchange rate forecasts and expected fundamentals, *Journal of International Money and Finance*, 53, 235-256.

⑥ Ferraro, D., Rogoff, K. & Rossi, B. (2015). Can oil prices forecast exchange rates? An empirical analysis of the relationship between commodity prices and exchange rates, *Journal of International Money and Finance*, 54, 116-141.

⑦ 刘林、孟烨、杨坤（2015）：“结构变化、人民币汇率与我国股票价格——理论解释与实证研究”，《国际金融研究》，第5期，第3-14页。

商直接投资对实际汇率的影响（谭小芬、龚力丹、杨光，2015^①；申琳，2015^②；范言慧、席丹、郑建明等，2015^③；陈智君、施建淮，2015^④；付争，2015^⑤；刘达禹、刘金全，2015^⑥；胡德宝、苏基溶，2015^⑦；Bodart et al. 2015^⑧；Gelman et al. 2015^⑨；Craighead & Tien, 2015^⑩；Bouakez & Eyquem, 2015^⑪；Melesse Tashu, 2015^⑫；王文甫、张南，2015^⑬）。

其中，谭小芬等人研究发现，非贸易品价格对人民币实际汇率的解释程度较小。人民币实际汇率的变化主要受到贸易品价格偏离一价定律的影响。陈智君、施建淮研究认为，若消费偏好不变，当生产可能性边界扁平化扩张时，服务业对工业的实际产出比下降，内部实际汇率上升。在其他条件不变的情况下，当消费偏好从服务转向工业品时，内部实际汇率倾向于贬值。

付争认为，贸易成本影响实际汇率波动。汇率制度缺乏弹性，并且以间接金融为主的贸易顺差国家（或地区）的实际汇率波动，会因贸易成本的增加而增大。因此，选择那些地理距离较近的国家作为贸易伙伴会缩减实际汇率波动，如中国、日本和俄罗斯等。而汇率制度较有弹性且货币政策以利率为目标的国家的实际汇率波动，会因贸易成本的增加而减小。因此更适合选择地理距离较远的国家作为贸易伙伴，如美国、英国和东盟诸国。

2. 实际汇率的动态表现。Coudert et al. (2015) 考察了商品生产国实际汇率与贸易条件之间的动态关系，发现二者实际汇率和贸易条件之间存在长期关系。但这一关系是非线性的，

① 谭小芬、龚力丹、杨光（2015）：“非贸易品相对价格能解释人民币双边实际汇率的波动吗？”，《国际金融研究》，第8期，第75-86页。

② 申琳（2015）：“‘变量迷失’与人民币实际汇率决定的转型”，《国际金融研究》，第7期，第75-86页。

③ 范言慧、席丹、郑建明等（2015）：“股票市场发展、实际汇率与中国制造业出口”，《国际金融研究》，第12期，第65-74页。

④ 陈智君、施建淮（2015）：“经济均衡的产业结构与人民币内部实际汇率”，《国际金融研究》，第5期，第67-75页。

⑤ 付争（2015）：“贸易成本、实际汇率波动与贸易伙伴国的选择”，《国际贸易问题》，第6期，第155-165页。

⑥ 刘达禹、刘金全（2015）：“人民币实际汇率波动与中国产业结构调整——一价定律偏离还是相对价格波动”，《国际贸易问题》，第5期，第154-165页。

⑦ 胡德宝、苏基溶（2015）：“外商直接投资、技术进步及人民币实际汇率——基于巴拉萨—萨缪尔森模型的实证分析”，《国际金融研究》，第6期，第76-84页。

⑧ Bodart, V., Candelon, B. & Carpentier, J. (2015). Real exchange rates, commodity prices and structural factors in developing countries, *Journal of International Money and Finance*, 51, 264-284.

⑨ Gelman, M., Jochem, A., Reitz, S. & Taylor, M. P. (2015). Real financial market exchange rates and capital flows, *Journal of International Money and Finance*, 54, 50-69.

⑩ Craighead, W. D. & Tien, P. (2015). Nominal shocks and real exchange rates: Evidence from two centuries, *Journal of International Money and Finance*, 56, 135-157.

⑪ Bouakez, H. & Eyquem, A. (2015). Government spending, monetary policy, and the real exchange rate, *Journal of International Money and Finance*, 56, 178-201.

⑫ Melesse Tashu. (2015). Drivers of Peru's Equilibrium Real Exchange Rate: Is the Nuevo Sol a Commodity Currency? *IMF Working Paper No. 15-26*.

⑬ 王文甫、张南（2015）：“政府消费、政府投资、净出口和有效汇率——基于中国的经验和解释”，《国际贸易问题》，第12期，第145-157页。



同时还取决于商品和金融市场的波动性。对于较发达的原油出口国，当商品市场波动性较高时，其货币对贸易条件短期变化非常敏感。^①

3. 实际汇率的影响。王自锋、白玥明（2015）研究了人民币实际汇率对中国工业产能利用率的系统影响及传导渠道，发现人民币实际汇率升值通过市场势力（反映为不完全垄断竞争市场环境下的价格加成系数）和进口渗透率（即进口最终品占全部最终品的比重）两个渠道对中国工业尤其是重工业的产能利用率产生了显著的负向影响。当国有企业比重增加时，人民币实际汇率升值对中国工业产能利用率的负向影响有所增强，但私营企业比重的作用方向相反，外资企业的影响效应尚不明确。^② 袁东、何秋谷、赵波（2015）研究表明，实际有效汇率上升能解释 2005—2014 年间，中国房价上涨的 13—25% 的现象。^③ 董有德、谢钦骅（2015）研究发现，新兴市场国家国际资本流动受实际有效汇率波动的影响非常显著。实际有效汇率较大的波动幅度会阻碍国际资本流入新兴市场国家。

（三）汇率制度及影响

2015 年有关汇率制度及影响的文献大体分为以下四个方面。一是汇率制度的影响。二是对汇率制度的解释。三是汇率制度的影响因素。四是汇率制度的选择与变迁。

1. 汇率制度的影响。相关文献主要集中在汇率制度对货币政策、经常账户、双边贸易，以及信贷周期的影响。Edwards（2015）研究指出，在央行考虑其他中央银行政策的情况下，会出现一种“政策溢出”效应，因此拥有浮动汇率制度的国家无法实现完全独立的货币政策。^④

Gnimassoun（2015）认为，灵活的汇率制度更能有效地杜绝经常账户不平衡。^⑤ Dorn & Egger（2015）通过贸易效应异质模型估计得出，两个国家因为采取新的汇率制度对双边贸易增长立即产生积极影响的可能性约为 0.5。^⑥ Magud & Vesperoni（2015）研究指出，更大弹性的汇率制度有利于在资本流动周期内缓和信贷波动。^⑦

2. 对汇率制度的解释。学者主要提出了对中间汇率制度内在不稳定性的解释，以及对浮动汇率制度表现不佳的解释。路继业（2015）认为，中间汇率制度不稳定性的内在根源在

① Coudert, V., Couharde, C. & Mignon, V. (2015). On the impact of volatility on the real exchange rate-terms of trade nexus: Revisiting commodity currencies, *Journal of International Money and Finance*, 58, 110-127.

② 王自锋、白玥明（2015）：“人民币实际汇率对工业产能利用率的影响”，《中国工业经济》，第 4 期，第 70-82 页。

③ 袁东、何秋谷、赵波（2015）：“实际有效汇率、‘热钱’流动与房屋价格——理论与实证”，《金融研究》，第 9 期，第 17-33 页。

④ Edwards, S. (2015). Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates: An Illusion? *The World Economy*, 38 (5), 773-787.

⑤ Gnimassoun, B. (2015). The importance of the exchange rate regime in limiting current account imbalances in sub-Saharan African countries, *Journal of International Money and Finance*, 53, 36-74.

⑥ Dorn, S. & Egger, P. (2015). On the distribution of exchange rate regime treatment effects on international trade, *Journal of International Money and Finance*, 53, 75-94.

⑦ Magud, N. E. & Vesperoni, E. R. (2015). Exchange rate flexibility and credit during capital inflow reversals: Purgatory ... not paradise, *Journal of International Money and Finance*, 55, 88-110.

于,在一国经济成熟的过程中,政策制定者们与公众的目标差异。经济冲击性质与强度的不断变化,导致中间汇率制度的内在不稳定性不断增强。^①

Shi et al. (2015) 提出,商品贸易过程中,地方劳动力和进口中间品之间的弱投入替代,出口定价对于外币的广泛使用,使得汇率的调整作用被抑制。因此导致在面对外部冲击时,浮动汇率制度无法稳定实体经济。^②

3. 汇率制度的影响因素。研究主要集中在金融结构和资本账户对汇率制度的影响方面。张璟、刘晓辉(2015)发现,金融结构越趋向银行主导型的新兴市场经济体,越可能实行固定汇率制度。反之,金融结构越趋向市场主导型的新兴市场经济体,越可能实行更有弹性的汇率制度。^③ 刘晓辉、张璟、甘顺利(2015)以88个发展中国家为样本,考察了资本账户自由化对发展中国家汇率制度选择的影响。结果发现,采用不同衡量资本账户开放程度的测算方法,将影响有关资本账户自由化程度与汇率制度选择相关性的结论。使用对资本账户自由度的名义测算法则发现,自由化越高的发展中国家越可能采用更有弹性的汇率制度。如采用事实测算方法(即TOTAL指数,国外总资产和国外总负债之和/GDP),那么资本账户自由化程度越高,一国就越可能采用更缺乏弹性的汇率制度。研究认为,这一现象产生的原因在于,发展中国家如果资本账户自由化程度事实上低于政府事先宣称的水平(名义资本账户自由化程度),那么越有可能实行更有弹性的汇率制度。反之则反是。^④

4. 汇率制度的选择与变迁。谢作诗、张原浩(2015)认为,汇率制度选择更应该根据不同国家国情决定,中国劳动市场的灵活性较高,人民币汇率长期不存在低估问题。^⑤ 李婧、解祥优(2015)研究发现,东亚经济体汇率制度的调整步伐具有一定的联动性。在东亚地区美元影响力正在逐渐减弱,一些东亚经济体已经表现出明显的“去美元化”特征。^⑥

陈奉先(2015)构建了广义的汇率制度识别框架来考察中国的汇率制度。该框架基于货币篮子、爬行速度和汇率制度弹性这三个维度的指标。考察发现,2005年汇改之前,中国实行单一盯住美元的固定汇率制度。2005—2008年、2010—2015年中,实行的是参照一篮子货币的浮动汇率制。2008—2010年间,实行的是参考盯住一篮子货币的固定汇率制。^⑦

① 路继业(2015):“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》,第4期,第169-192页。

② Shi, K., Xu, J. & Yin, X. (2015). Input substitution, export pricing, and exchange rate policy, *Journal of International Money and Finance*, 51, 26-46.

③ 张璟、刘晓辉(2015):“金融结构与固定汇率制度:来自新兴市场的假说和证据”,《世界经济》,第10期,第3-29页。

④ 刘晓辉、张璟、甘顺利(2015):“资本账户自由化、实际资本控制与汇率制度选择——基于88个发展中国家的经验证据”,《国际金融研究》,第7期,第55-66页。

⑤ 谢作诗、张原浩(2015):“汇率问题本质、汇率制度选择与人民币汇率博弈”,《经济社会体制比较》,第2期,第53-63页。

⑥ 李婧、解祥优(2015):“东亚经济体汇率制度的迁跃——基于结构突变点检验”,《经济社会体制比较》,第6期,第100-110页。

⑦ 陈奉先(2015):“中国的实际汇率制度:基于BBC框架的动态考察”,《国际金融研究》,第11期,第3-13页。



（四）汇率与宏观经济

2015年，汇率与宏观经济的相关研究呈现多样化的势态。就汇率干预、汇率风险、汇率冲击、美日汇率、汇率不确定性，以及汇率的市场化对宏观经济的影响，不少学者展开了广泛研究（贺力平，2015^①；刘永余、王博，2015^②；肖卫国、陈宇、张晨冉，2015^③；胡小文、章上峰，2015^④；喻开志、董文贻、陈翔，2015^⑤；张勇，2015^⑥；卞学宇、范爱军，2015^⑦；Caporale et al. 2015^⑧）。

其中，刘永余、王博研究发现，汇率冲击对于物价水平的传递效应，在通胀水平越高时越明显，整体上并未出现降低趋势。此外，汇率主要通过支出转换效应，对产出形成短期时变影响，通过资产负债表效应和利率渠道对产出产生长期时变影响。

肖卫国等人指出，当本国受到国外利率或技术的正向冲击时，加速实施汇率市场化将有利于抵御外部冲击对国内经济的不利影响。而当国内经济受到国内和国外利率的负向冲击时，加速汇率市场化则面临稳增长和控通胀不可兼得的情形。

胡小文、章上峰研究认为，汇率市场化改革，能够提高利率政策的调控效果，而汇率市场化改革造成的社会福利损失与利率市场化改革所处的阶段有关。张勇研究指出，汇率干预在需求约束型的发展阶段可起到关键作用，但同时也导致大量热钱流入和外汇储备过度积累。

（五）汇率波动中的企业行为

汇率波动中的企业行为也一直是较受关注的研究领域。2015年，就汇率波动对企业出口行为的影响，不少学者进行了研究（田朔、张伯伟、陈立英，2015^⑨；许家云、佟家栋、毛

① 贺力平（2015）：“估值效应和货币错配再定义：兼论汇率风险概念的一个宏观经济新应用”，《国际金融研究》，第9期，第86-96页。

② 刘永余、王博（2015）：“利率冲击、汇率冲击与中国宏观经济波动——基于TVP-SV-VAR的研究”，《国际贸易问题》，第3期，第146-155页。

③ 肖卫国、陈宇、张晨冉（2015）：“利率和汇率市场化改革协同推进的宏观经济效应”，《国际贸易问题》，第8期，第156-167页。

④ 胡小文、章上峰（2015）：“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》，第11期，第14-23页。

⑤ 喻开志、董文贻、陈翔（2015）：“美日汇率对我国经济发展动力的短期影响分析”，《国际金融研究》，第5期，第76-86页。

⑥ 张勇（2015）：“热钱流入、外汇冲销与汇率干预——基于资本管制和央行资产负债表的DSGE分析”，《经济研究》，第7期，第116-130页。

⑦ 卞学宇、范爱军（2015）：“噪声交易、贸易开放与滞后汇率超调——基于PTM-NOEM模型的理论研究”，《南开经济研究》，第4期，第20-40页。

⑧ Caporale, G. M., Ali, F. M. & Spagnolo, N. (2015). Exchange rate uncertainty and international portfolio flows: A multivariate GARCH-in-mean approach, *Journal of International Money and Finance*, 54, 70-92.

⑨ 田朔、张伯伟、陈立英（2015）：“汇率变动与出口扩展边际——兼论企业异质性行为”，《国际贸易问题》，第2期，第168-176页。

其淋, 2015^①; 赵建春、许家云, 2015^②; 余森杰、王雅琦, 2015^③; 陈婷、向训勇, 2015^④)。主要包括, 汇率变动对企业出口扩展边际、出口产品质量、出口价格、出口数量以及出口产品决策等几个方面的影响。

其中田朔等人认为, 人民币升值往往促进企业拓展出口市场。许家云等人研究发现, 人民币实际汇率升值导致企业出口数量减少, 同时出口产品范围缩小, 但另一方面提高了企业出口产品的集中度, 即人民币升值使得企业更集中出口核心产品, 缩短非核心产品的出口持续期, 从而加速了企业出口产品之间的优胜劣汰。长远看, 人民币实际汇率升值有益于提升中国企业的出口产品竞争力。

(六) 汇率传递与进出口贸易

汇率传递对进出口贸易的影响, 研究的学者主要有王雅琦、戴觅、徐建炜 (2015)^⑤; 李艳丽、彭红枫、胡利琴 (2015)^⑥; 汪建新、高运胜、常影 (2015)^⑦、Li et al. (2015)^⑧。其中李艳丽等人研究了 1996—2013 年间, 人民币汇率及汇率预期对中国出口价格的传递效应。发现人民币汇率对出口价格的传递效应为负, 汇率预期对出口价格的综合效应为正。Li et al. 利用垄断竞争模型发现, 高的汇率传递并不一定意味着人民币升值将大幅减少中国的巨额贸易顺差。事实上, 虽然人民币在名义期限上升值了接近 21%, 在实际价格上对美元升值了 50%, 但中国对美国和世界出口的增长并没有放缓。

(七) 汇率的政治经济学

2015 年, 汇率的政治经济学文献数量较少且研究较为分散。具体文献上, 张欣、孙刚 (2015) 基于二重性汇率决定理论研究了中国的汇率干预。研究认为中国政府对人民币汇率存在一定程度上的干预, 但并非“操纵”汇率。中国政府并不具备“贬值倾向”的动机, 另外汇率干预也并非导致人民币汇率偏离均衡水平的最重要因素。因此他们认为, 没有证据表

① 许家云、佟家栋、毛其淋 (2015): “人民币汇率、产品质量与企业出口行为——中国制造业企业层面的实证研究”, 《金融研究》, 第 3 期, 第 1—17 页。

② 赵建春、许家云 (2015): “人民币汇率、政府补贴与企业风险承担”, 《国际贸易问题》, 第 8 期, 第 135—144 页。

③ 余森杰、王雅琦 (2015): “人民币汇率变动与企业出口产品决策”, 《金融研究》, 第 4 期, 第 19—33 页。

④ 陈婷、向训勇 (2015): “人民币汇率与中国出口的二元边际: 基于多产品企业的研究视角”, 《国际贸易问题》, 第 8 期, 第 168—176 页。

⑤ 王雅琦、戴觅、徐建炜 (2015): “汇率、产品质量与出口价格”, 《世界经济》, 第 5 期, 第 17—35 页。

⑥ 李艳丽、彭红枫、胡利琴 (2015): “汇率预期对出口价格的传递效应——基于结构变化协整检验的分析”, 《国际金融研究》, 第 11 期, 第 77—87 页。

⑦ 汪建新、高运胜、常影 (2015): “中国制造业出口产品价格汇率弹性估计: 垂直专业化视角”, 《中国工业经济》, 第 12 期, 第 67—82 页。

⑧ Li, H., Ma, H. & Xu, Y. (2015), How do exchange rate movements affect Chinese exports? — A firm-level investigation. *Journal of International Economics*, 97 (1), 148—161.



明中国政府对汇率进行了操纵。^①

潘敏、唐晋荣（2015）研究认为，相对于正常的国际宏观经济环境时期，在国际经济环境不确定性加大的金融危机全面爆发背景下，人民币汇率操作对短期资本流入规模的抑制效果更明显。^②

朱孟楠、赵茜、王宇光（2015）考察了美国政治周期对人民币汇率的影响。研究发现美国政治周期在短期对人民币汇率存在直接影响，影响渠道主要经由资本流动与政策调控。随着美国大选和中期选举，人民币升值幅度呈现周期性变化。在美国总统上任后的第一年，人民币汇率升值幅度显著减弱，但中期选举后的第一年，人民币汇率升幅显著提高。^③ Fornaro（2015）研究认为，在金融危机期间，央行推动汇率贬值对福利有积极影响，因为贬值能够维持资产价格、抵押品的价值和获得进入国际信贷市场的途径。^④

三、全球性银行、金融危机与国际金融监管

2015年，有关全球性银行、金融危机和国际金融监管研究的文献，大致分为三方面。一是全球金融波动传导与金融危机研究。包括国际金融市场波动溢出效应、金融冲击的国际传播、金融危机，金融危机以来的国际储备、外汇收支变动等。二是全球性银行行为与全球流动性研究。包括资本流动、债务危机等因素对银行行为的影响，以及与资本流动有关的全球性因素等。三是金融监管与宏观审慎政策的研究。主要包括银行监管机制的有效性、金融监管与大数据以及宏观审慎监管的政策效果等领域。

以上三方面领域的研究，共选取文献34篇。其中，全球金融波动传导与金融危机研究领域入选文献9篇，占总数27%。全球性银行行为与全球流动性研究领域入选文献12篇，占总数35%。金融监管与宏观审慎政策研究领域入选文献13篇，占总数38%。表2展示了以上研究领域在文献中的分布情况。

表2 全球性银行、金融危机与国际金融监管研究文献分布情况 单位：篇

期刊	议题	全球金融波动 传导与金融危机	全球性银行行为 与全球流动性	金融监管与宏观 审慎政策	合计
JIMF		6	2	1	9
JIE		2	1	1	4
BIS		0	0	1	1
RES		0	1	1	2

① 张欣、孙刚（2015）：“从汇率二重性看中美人民币汇率之争——中国真的是汇率操纵者吗？”，《财贸经济》，第8期，第48-58页。

② 潘敏、唐晋荣（2015）：“反市场预期的人民币汇率操作能有效遏制短期资本流入吗？——基于MS-VAR模型的实证分析”，《国际金融研究》，第2期，第88-96页。

③ 朱孟楠、赵茜、王宇光（2015）：“人民币汇率变动的政治诱因——基于美国政治周期外溢效应的考察”，《管理世界》，第4期，第38-51页。

④ Fornaro, L. (2015). Financial crises and exchange rate policy. *Journal of International Economics*, 95 (2), 202-215.

续表

期刊 \ 议题	全球金融波动 传导与金融危机	全球性银行行为 与全球流动性	金融监管与宏观 审慎政策	合计
QJE	0	1	0	1
AER	1	0	0	1
IMF	0	2	0	2
国际金融研究	0	1	4	5
金融研究	0	1	4	5
财贸经济	0	2	1	3
国际经济评论	0	1	0	1
数量经济技术经济研究	1	0	0	1
合计	9	12	13	34

注：JIMF 是 *Journal of International Money and Finance* 的缩写，JIE 是 *Journal of International Economics* 的缩写，RES 是 *The Review of Economic Studies* 的缩写，QJE 是 *Quarterly Journal of Economics* 的缩写，BIS 是国际清算银行，AER 是 *American Economic Review* 的缩写，IMF 代表国际货币基金组织。

数据来源：作者整理。

（一）全球金融波动传导与金融危机研究

该研究是国际金融领域的重点。国内外学者主要通过国际金融市场波动溢出效应、金融冲击的国际传播、外汇收支变动以及金融危机以来的国际储备等角度，进行研究全球金融波动传导与金融危机。

Tirole (2015) 认为，恐惧溢出效应发生时，国家之间更倾向于采取团结策略。对于同时处在风险冲击下的两国而言，最优协议可以看作是具有连带责任的债务契约。^①为减少两国所受金融冲击提供帮助，Fink & Schüller (2015) 选取 1999—2012 年的月度数据，运用结构向量自回归方法进行分析。结果表明，美国的系统性金融压力对新兴市场的金融波动有重要影响，当美国经济受系统性金融压力产生负面影响时，新兴市场也会出现类似变化。^②

Fornaro (2015) 通过构建开放的小型经济体的汇率政策模型，认为金融危机期间汇率贬值对提升福利有积极的影响。^③Bénétrix et al. (2015) 通过研究 2002—2012 年间外汇收支状况的变化得出结论，价值效应的分布与危机发生前的净外资头寸在一定意义上显示出负相关

^① Tirole, J. (2015). Country Solidarity in Sovereign Crises. *American Economic Review*, 105 (8), 2333 - 2363.

^② Fink, F. & Schüller, Y. S. (2015). The transmission of US systemic financial stress: Evidence for emerging market economies, *Journal of International Money and Finance*, 55, 14 - 26.

^③ Fornaro, L. (2015). Financial crises and exchange rate policy. *Journal of International Economics*, 95 (2), 202 - 215.



变异模式。^① Brei & Buzaushina (2015) 建立了动态随机一般均衡 (DSGE) 模型, 用结构面板向量自回归方法, 从理论上分析了一个开放的小型经济体的传导机制。结果表明负面冲击通过货币贬值、不良资产负债状况和风险溢价效应之间的反馈机制放大了。^②

Trani (2015) 研究了承兑能力和金融冲击的国际传播。提出了一个两国投资组合模型, 分析资产风险溢价对承兑能力的影响。结果表明, 平衡投资组合作为传播渠道发挥了增强作用。^③ Cerutti et al. (2015) 采用大型双边数据集进行实证分析得出结论, 资本水平较低的银行喜欢联合其他类型的跨境贷款。借款人国家的发展水平, 经济规模等特征对于银团贷款活动的推动力不如非银团贷款活动。^④

Aizenman et al. (2015) 通过分析全球金融危机和近年来国际储备新模式相联系的结构变化得到的结论主要有: 一是商品价格波动诱发不确定性囤积; 二是发达国家对国际储备的需求显示出不同行为, 较高的总储蓄常与较低的国际储备相关联。^⑤ Bussière et al. (2015) 利用 112 个新兴经济体和发展中国家的数据集, 调查了国际储备和该国受金融危机影响之间的关系。研究发现, 储备水平高于短期负债水平的国家, 尤其是与开放水平低的资本账户相联系的国家在金融危机期间受到的影响更小。^⑥

(二) 全球性银行行为与全球流动性

对于全球性银行行为与全球流动性的研究主要包括: 资本缓冲、资本流动、债务危机等因素对银行行为的影响, 以及与资本流动有关的全球性因素等领域。

熊启跃、曾刚 (2015) 利用 1998—2012 年全球 350 家商业银行数据, 以系统 GMM 等估计方法, 检验了资本缓冲与银行资产配置行为间的关系。实证研究显示, 银行资产配置行为受资本缓冲数量的显著影响, 资本缓冲数量上升将使得银行资产投向信贷比重下降。^⑦

许荣、徐星美、计兴辰 (2015) 以中资银行 2006 年以来的全部国际化事件为样本。运用事件研究法对国际化价值效应进行研究。结果表明, 中国资本市场对监管套利机会的反应是显著正向的。考虑目标市场债权人保护水平后结论依然成立。^⑧ 隋洋、白雨石 (2015) 认为,

① Bussière, M., Cheng, G., Chinn, M. D. & Lisack, N. (2015). For a few dollars more: Reserves and growth in times of crises, *Journal of International Money and Finance*, 52, 127-145.

② Brei, M. & Buzaushina, A. (2015). International financial shocks in emerging markets, *Journal of International Money and Finance*, 58, 51-74.

③ Trani, T. (2015). Asset pledgeability and international transmission of financial shocks, *Journal of International Money and Finance*, 50, 49-77.

④ Cerutti, E., Hale, G. & Minoiu, C. (2015). Financial crises and the composition of cross-border lending, *Journal of International Money and Finance*, 52, 60-81.

⑤ Aizenman, J., Cheung, Y. & Ito, H. (2015). International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding? *Journal of International Money and Finance*, 52, 102-126.

⑥ Bussière, M., Cheng, G., Chinn, M. D. & Lisack, N. (2015). For a few dollars more: Reserves and growth in times of crises, *Journal of International Money and Finance*, 52, 127-145.

⑦ 熊启跃、曾刚 (2015): “资本缓冲与银行资产配置行为研究——来自跨国银行业的经验证据”, 《财贸经济》, 第 8 期, 第 59-73 页。

⑧ 许荣、徐星美、计兴辰 (2015): “中资银行国际化的价值效应: 源于市场机会还是监管套利? ——来自中国资本市场的证据”, 《金融研究》, 第 9 期, 第 96-111 页。

资本流动性会促使银行争揽个人和小企业存款减少同业存款。银行会更重视活期结算类存款减少定期存款,抑制银行放贷冲动。同时认为,中资银行受到的冲击将小于西方银行且大型中资银行所受影响小于中小型中资银行。^①田娇、王擎(2015)通过分析中国2005—2013年间的数据库,建立联立方程模型,按照个体风险对系统性风险的贡献程度将银行分为四类,指出个体风险与溢出风险具有替代性。^②

Ivashina et al. (2015) 提出,欧元区主权债务危机在2011年下半年升级。在此背景下检验模型,结果显示美国货币市场基金向欧洲银行提供的资金大幅减少。^③ Goodhart & Segoviano (2015) 通过对2007—2011年间,英国银行业复苏情况的研究,认为可以从损失的吸收程度、银行业经营状况,以及对冲击的敏感度、及时性和银行规模的可控性五个方面,判断银行业是否处于复苏期。^④

Kalantzis (2015) 构建了一个两部门动态模型,用于研究部门结构的变革和对于金融脆弱的影响。结果表明,在小型开放经济体中,大规模的资本流入事件往往与资源从可贸易向非贸易部门转变有联系。提出非贸易部门过度的相对规模使得经济体在短暂的动态期更容易出现金融脆弱的观点。^⑤

Niepmann (2015) 认为,银行间的国际联系对当今全球经济起到推动作用,提出跨境银行出现的原因是国家在相对要素禀赋和银行业的效率上是有差异的。^⑥ Bremus & Fratzscher (2015) 分析了自全球金融危机以来,监管政策和货币政策变化对跨境银行贷款的影响。结果表明,扩张性货币政策在欧元区、非欧元区都鼓励跨境贷款,增加金融监管力度。^⑦ Bruno & Shin (2015) 构建了一个国际银行系统模型。利用46个国家的面板数据,对和银行资产流动性相关的全球因素进行研究,提出银行杠杆周期通过银行部门资本流动成为跨境金融环境的主导,并且当地货币偏好与银行部门杠杆率相关。^⑧

Errico (2015) 对26个地区十二年间的影子银行规模进行分析,发现非核心债务是顺周期循环的且比核心债务更具波动性。^⑨ Adams-Kane et al. (2015) 通过研究2007—2009年金融危机期间的流动性、不确定性以及资产负债状况三个全球渠道对发展中国家银行贷款的影响程度。

① 隋洋、白雨石(2015):“中资银行应对流动性监管最新要求的策略研究”,《国际金融研究》,第1期,第62—69页。

② 田娇、王擎(2015):“银行资本约束、银行风险外溢与宏观金融风险”,《财贸经济》,第8期,第74—90页。

③ Ivashina, V., Scharfstein, D. S. & Stein, J. C. (2015). Dollar Funding and the Lending Behavior of Global Banks. *Quarterly Journal of Economics*, 130 (3), 1241—1281.

④ Goodhart, C. & Segoviano, M. (2015). Monetary and Capital Markets Department Optimal Bank Recovery, *IMF Working Paper WP/15/217*, September 2015.

⑤ Kalantzis, Y. (2015). Financial Fragility in Small Open Economies: Firm Balance Sheets and the Sectoral Structure. *The Review of Economic Studies*, 82 (3), 1194—1222.

⑥ Niepmann, F. (2015). Banking across borders. *Journal of International Economics*, 96 (2), 244—265.

⑦ Bremus, F. & Fratzscher, M. (2015). Drivers of structural change in cross-border banking since the global financial crisis, *Journal of International Money and Finance*, 52, 32—59.

⑧ Bruno, V. & Shin, H. S. (2015). Cross-Border Banking and Global Liquidity. *The Review of Economic Studies*, 82 (2), 535—564.

⑨ Errico, L. (2015). Shedding Light on Shadow Banking, *IMF Working Paper WP/15/1*, January 2015



发现流动性和不确定性通道是重要的影响渠道，并且欧洲和美国银行借贷行为存在异质性。^①

(三) 金融监管与宏观审慎政策

认为监管当局（可以放入监管领域）应当适当引入应急资本工具。学者对金融监管与宏观审慎政策的研究主要包括银行监管机制的有效性、金融市场资本监管以及宏观审慎监管的政策效果等领域。

1. 在银行业有效监管方面。毛新述、梅曦、朱琳（2015）以2001—2013年沪深两市上市的银行为样本，建立混合截面回归模型研究银行业审慎监管与财务报告稳健性的关系，并对2007年新会计准则实施后，银行业财务报告稳健性受公允价值计量扩大的影响也进行了研究。研究表明，我国银行业上市公司的财务报告具有稳健特征。^② 杨再平（2015）认为有效银行监管需要构建并借助有效银行监管机制，而完善公司治理是构建有效银行监管机制的基本前提。^③ 应展宇（2015）认为美国投资银行监管缺失的原因有两方面。一是投资银行的存在高度依赖自身信誉。二是美国金融分散化的政治环境。^④

2. 在金融市场资本监管方面。熊启跃、黄宪（2015）利用我国27家商业银行季度数据，实证分析了货币政策信贷渠道的传导效果在资本监管政策实施前后的变化。结果表明，商业银行贷款增速对中央银行的货币政策调控较为敏感，而资本监管的实施弱化了这种敏感性，扩张性货币政策对信贷的影响强于紧缩性货币政策。^⑤ 杨新兰（2015）利用中国上市银行数据建立联立方程组模型，研究了资本监管对中国商业银行资本充足率及其资产风险水平的影响。结果表明，2009年以来资本不足的银行通过增加资本或减少风险资产来提高资本充足率。资本充足率达标的银行通过扩大风险业务或减少资本占用，保持一定资本充足水平。^⑥ Mitchener & Wandschneider（2015）分析了大萧条时期以来，资本监管对宏观经济恢复的因果效应。结果表明，资本监管政策在其实施的第二年阻止了黄金外流，但并没有加速汇率自由浮动的国家宏观经济的恢复。^⑦

3. 关于宏观审慎监管政策效果方面。于震、张超磊（2015）分析了2003年前后，日本信贷周期与经济周期关联性的变化。结果表明，日本实施宏观审慎监管后，出现了阶段性逆

① Adams-Kane, J., Jia, Y. & Lim, J. J. (2015). Global transmission channels for international bank lending in the 2007-09 financial crisis, *Journal of International Money and Finance*, 56, 97-113.

② 毛新述、梅曦、朱琳（2015）：“银行业审慎监管、公允价值计量与财务报告稳健性”，《财贸经济》，第7期，第70-80页。

③ 杨再平（2015）：“有效银行监管机制问题探析”，《金融研究》，第2期，第23-28页。

④ 应展宇（2015）：“美国投资银行监管制度演变的政治经济分析”，《国际经济评论》，第5期，第111-131、7页。

⑤ 熊启跃、黄宪（2015）：“资本监管下货币政策信贷渠道的‘扭曲’效应研究——基于中国的实证”，《国际金融研究》，第1期，第48-61页。

⑥ 杨新兰（2015）：“资本监管下银行资本与风险调整的实证研究”，《国际金融研究》，第7期，第67-74页。

⑦ Mitchener, K. J. & Wandschneider, K. (2015). Capital controls and recovery from the financial crisis of the 1930s. *Journal of International Economics*, 95 (2), 188-201.

周期现象,有效抑制了信贷顺周期性,阻止了金融系统性风险向实体经济转移。^① 王达(2015)认为,在宏观审慎监管中,大数据理念和技术手段有利于金融监管当局,从微观金融数据中提取系统性风险信息。因此,应当重点关注全球微观金融数据标准的统一和基于语义建模技术的 FIBO 方案及其进展情况。^②

4. 在金融监管工具方面。Carlson et al. (2015)认为,最后贷款人制度和流动性监管是互补的工具,揭示了流动性不足出现的原因。^③ 许友传、苏峻(2015)提出,应急资本债权人在适当资本区间内有市场约束激励认为监管当局应当适当引入应急资本工具。^④ 綦相(2015)认为监管当局应当捕捉风险的动态变化。从宏观角度设计监管制度,使金融监管与其他宏观政策协调配合,要加强跨境监管协调。^⑤ 除此之外,Böninghausen & Zabel (2015)研究了主权债务市场上,主权评级的变化带来的溢出效应。结果显示,负面溢出效应对对于在同一地区的国家来说更明显。^⑥

四、资本流动

对资本流动相关问题的研究一直是国际金融领域研究的重要领域,在国际金融前沿文献中占据重要位置。纵观2015年资本流动领域的文献,重点的研究主题有3个:资本流动构成与决定因素、资本流动与宏观经济表现以及资本流动与利率平价。其中,资本流动构成与决定因素最受研究者关注,文献量占有重要文献的一半以上。所筛选的24篇有关文献中,资本流动构成与决定因素文献14篇,占58%,资本流动与宏观经济文献10篇,占42%(见表3)。

表3 2015年资本流动研究文献分布情况 单位:篇

期刊	议题	资本流动构成与决定因素	资本流动与宏观经济表现(包括资本管制)	合计
JIMF		2	3	5
BIS		1	0	1
IMF		2	1	3
TRES		1	0	1

① 于震、张超磊(2015):“日本宏观审慎监管的政策效果与启示——基于信贷周期调控的视角”,《国际金融研究》,第4期,第34-44页。

② 王达(2015):“宏观审慎监管的大数据方法:背景、原理及美国的实践”,《国际金融研究》,第9期,第55-65页。

③ Carlson, M., Duygan-Bump, B. & Nelson, W. R. (2015). Why do we need both liquidity regulations and a lender of last resort? A perspective from Federal Reserve lending during the 2007-09 US financial crisis, *BIS Working Paper*, No. 493, February 2015.

④ 许友传、苏峻(2015):“应急资本工具在限制银行风险承担中的作用”,《金融研究》,第6期,第128-143页。

⑤ 綦相(2015):“国际金融监管改革启示”,《金融研究》,第2期,第36-44页。

⑥ Böninghausen, B. & Zabel, M. (2015). Credit ratings and cross-border bond market spillovers, *Journal of International Money and Finance*, 53, 115-136.

续表

期刊 \ 议题	资本流动构成与 决定因素	资本流动与宏观经济 表现 (包括资本管制)	合计
管理世界	1	0	1
数量经济技术经济研究	1	0	1
统计研究	0	1	1
经济学 (季刊)	0	1	1
财贸经济	1	1	2
金融评论	2	0	2
金融研究	2	1	3
国际金融研究	0	2	2
国际贸易问题	1	0	1
合计	14	10	24

注: JIE 是 *Journal of Political Economy* 的缩写, JIMF 是 *Journal of International Money and Finance* 的缩写, TRES 是 *The Review of Economic Studies* 的缩写, IMF、BIS 分别代表国际货币基金组织和国际清算银行。

数据来源: 作者整理。

(一) 资本流动构成与决定因素

2015 年, 国内外学者就资本流动的影响因素展开了广泛研究 (熊启跃、曾刚, 2015^①; 张明, 2015^②; 杨子晖、陈创练, 2015^③; 陈超、魏静宜、曹利, 2015^④; 胡国良、陈璋、龙少波, 2015^⑤; Bruno & Shin, 2015^⑥; Böninghausen & Zabel, 2015^⑦; Tan et al. 2015^⑧; Chen

① 熊启跃、曾刚 (2015): “资本缓冲与银行资产配置行为研究——来自跨国银行业的经验证据”, 《财贸经济》, 第 8 期, 第 59-73 页。

② 张明 (2015): “中国面临的短期资本外流: 现状、原因、风险与对策”, 《金融评论》, 第 3 期, 第 17-30、123 页。

③ 杨子晖、陈创练 (2015): “金融深化条件下的跨境资本流动效应研究”, 《金融研究》, 第 5 期, 第 34-49 页。

④ 陈超、魏静宜、曹利 (2015): “中国商业银行通过贷款损失准备计提进行盈余平滑吗?”, 《金融研究》, 第 12 期, 第 46-63 页。

⑤ 胡国良、陈璋、龙少波 (2015): “结构转变、套利行为与中国短期国际资本流动”, 《国际贸易问题》, 第 7 期, 第 148-157 页。

⑥ Bruno, V. & Shin, H. S. (2015). Cross-Border Banking and Global Liquidity. *The Review of Economic Studies*, 82 (2), 535-564.

⑦ Böninghausen, B. & Zabel, M. (2015). Credit ratings and cross-border bond market spillovers, *Journal of International Money and Finance*, 53, 115-136.

⑧ Tan, Z., Yao, Y. & Wei, S. (2015). Financial structure, corporate savings and current account imbalances, *Journal of International Money and Finance*, 54, 142-167.

et al. 2015^①; Borio & Disyatat, 2015^②)。研究视角主要集中在套利因素、货币升值、主权评级、金融结构、货币政策、经常账户、短期资本外流、资本账户开放、银行资产配置行为,以及贷款损失准备的计提等因素对资本流动的影响。

杨子晖、陈创练通过构建面板平滑转换回归模型,研究发现,资本账户开放促进了跨境直接投资和跨境证券投资,并由此加剧资本流动的波动。此外,部分学者考察了资本流动的特征(张琳、廉永辉,2015^③;何德旭、苗文龙,2015^④;Araujo et al. 2015^⑤)。Araujo et al. 研究发现,自2000年以来,低收入发展中国家的非直接投资流入总量与新兴市场国家大致相当。

(二) 资本流动与宏观经济表现

有关资本流动与宏观经济表现的关系,2015年一些学者也进行了研究(熊衍飞、陆军、陈郑,2015^⑥;王子博,2015^⑦;韩剑、陈继明、李安娜,2015^⑧;皮天雷、杨萍,2015^⑨;Bayoumi et al. 2015^⑩;Gente et al. 2015^⑪)。其中,熊衍飞等人研究发现,国际资本进出对新兴市场发展中国家的人均实际GDP增长率、人均消费增长率有显著影响,而且这种影响显著高于资本流动对OECD国家的影响。Bayoumi et al. 研究发现,官方资金净流量对经常账户差额有着很大但合理的影响。当国际资本流动受到限制时,官方资金净流量对经常账户差额影响更大,而当国际资本高度流动时,官方资金净流量对经常账户差额影响更小。

① Chen, Q., Filardo, A., He, D. & Zhu, F. (2015). Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy and International Spillovers. *IMF Working Paper*, No. 15 – 85

② Borio, C. & Disyatat, P. (2015). Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously. *BIS Working Papers*, No 525.

③ 张琳、廉永辉(2015):“我国商业银行资本缓冲周期性研究——基于银行资本补充能力的视角”,《管理世界》,第7期,第42–53页。

④ 何德旭、苗文龙(2015):“国际金融市场波动溢出效应与动态相关性”,《数量经济技术经济研究》,第11期,第23–40页。

⑤ Araujo, J. D., David, A., Hombeeck, C. van. & Papageorgiou, C. (2015). Non-FDI Capital Inflows in Low-Income Developing Countries: Catching the Wave? *IMF Working Paper*, No. 15 – 86.

⑥ 熊衍飞、陆军、陈郑(2015):“资本账户开放与宏观经济波动”,《经济学(季刊)》,第3期。

⑦ 王子博(2015):“国际资本流动冲击有利于经济增长吗?”,《统计研究》,第7期,第24–31页。

⑧ 韩剑、陈继明、李安娜(2015):“资本流入激增会诱发突然中断吗?——基于新兴市场国家的实证研究”,《金融研究》,第3期,第36–50页。

⑨ 皮天雷、杨萍(2015):“资本急停、稳健特征与银行贷款差异”,《国际金融研究》,第12期,第44–55页。

⑩ Bayoumi, T., Gagnon, J. & Saborowski, C. (2015). Official financial flows, capital mobility, and global imbalances, *Journal of International Money and Finance*, 52, 146 – 174.

⑪ Gente, K., León-Ledesma, M. A. & Nourry, C. (2015). External constraints and endogenous growth: Why didn't some countries benefit from capital flows?, *Journal of International Money and Finance*, 56, 223 – 249.

五、国际货币体系与人民币国际化

危机后，国际货币体系与人民币国际化领域成为国际金融学研究的热点，同时也具有十分重要的现实意义。纵观2015年国内外学者对人民币国际化的学术研究，可以分为三类：一是国际货币体系改革，主要从国际货币体系改革可能出现的结果和面临的问题两个角度展开讨论。二是人民币国际化路径，主要从推动人民币国际化的有利因素，控制国际化过程中风险等角度选取最优的人民币国际化路径。三是人民币国际化的影响，主要包括对国际体系稳定性影响和人民币在国际货币体系中的地位变化等方面。

所筛选14文献中，货币国际化体系改革4篇，占入选总数29%，人民币国际化路径6篇，占入选总数43%，人民币国际化的影响4篇，亦占入选总数29%。表4展示了国际货币体系与人民币国际化领域的文献分布情况。

表4 2015年国际货币体系与人民币国际化研究文献分布情况 单位：篇

期刊	议题	国际货币体系改革	人民币国际化路径	人民币国际化的影响	合计
NBER		0	0	1	1
CWE		1	1	0	2
JIMF		0	0	1	1
世界经济与政治		0	1	0	1
国际经济评论		3	2	2	7
国际金融研究		0	1	0	1
现代国际关系		0	1	0	1
合计		4	6	4	14

注：NBER是美国国家经济研究局的缩写，CWE是*China and World Economy*的缩写，JIMF是*Journal of International Money and Finance*。

数据来源：作者整理。

（一）货币国际化体系改革

货币国际体系改革是当前世界货币领域的热点话题。现行的以美元为主导的国际货币体系，已经不能满足经济发展的需求，需要进行改革。学术领域对国际货币体系改革的关注，主要集中在改革中面临的问题及改革成果。

米里亚姆·坎帕内拉、蔡云飞（2015）分析了金融危机发生以来人民币国际化的进程，认为未来很有可能出现三极或者多极的货币体系。但每种货币在金融深度、保值和供应上地位不尽相同。文章同时指出，多极货币体系不一定意味着稳定，在全球缺乏协作的情况下也可能出现混乱局面。^①

^① 米里亚姆·坎帕内拉、蔡云飞（2015）：“人民币国际化和多极货币体系的崛起”，《国际经济评论》，第2期，第154-156页。

管涛(2015)通过对金本位和最优共同货币区——欧元区的实践进行分析,认为二者均不能很好地解决国际收支的有序调节问题。^①曼莫汉·阿加瓦尔、邹静娴(2015)通过对应急储备安排(CRA)的治理架构、资源以及现有国际货币体系的主要特征的探究,认为CRA并不会对当前国际货币体系造成冲击,只是释放出改革的积极信号。^②

Lin(2015)指出,目前美元在世界上拥有过高且不对称的特权,使其他国家难以继续忍受美元霸权。未来货币体系将向三极体系转型。美元、欧元和人民币将充当汇率锚的重要角色。同时,他还强调货币体系改革必须循序渐进。^③

(二) 人民币国际化路径

人民币国际化路径的选择是人民币国际化进程中所面临的关键问题。国内外学者从人民币国际化的有利因素、控制风险等角度,阐述了人民币国际化应采取的最优路径。

林乐芬、王少楠(2015)通过构建系统GMM模型。认为在“一带一路”建设中,有利于人民币国际化的因素按影响程度大小排列,分别为经济规模因素、货币惯性、对外投资因素、贸易出口和币值稳定性。并在实证基础上,提出“对外投资与贸易—经济互动效应—资本项目有序开放—人民币国际化”的新途径。^④

张明(2015)回顾了次贷危机发生以来,人民币国际化取得的进展和存在的问题。他认为,人民币国际化与亚洲货币合作之间存在着相辅相成的关系。建议中国政府应将促进人民币国际化与加强亚洲货币合作有机结合起来,探索以真实需求为基础,从周边到区域、再从区域到全球的可持续货币国际化之路。^⑤巴里·艾肯格林、郭子睿(2015)提出,为了加快人民币国际化并控制风险。中国政府应采取谨慎、渐进的战略发展金融,包括有选择性地资本账户开放,推进离岸中心建设,谨慎地、逐步地发展自由贸易和金融区等举措来有效促进资本流动。^⑥

史龙祥、阮珍珍、强梦萍(2015)以中国127个进口行业为样本。通过对19946家企业2000—2012年间,进口订单的金额和币种数据进行问卷调研,计算相应进口行业选择美元结算的比例得出结论:中美产业内贸易商品的需求价格弹性越大,中国的相对市场份额优势越突出,进口商品订单的平均金额越大,越有利于使用人民币结算。^⑦

① 管涛(2015):“国际货币体系改革有无终极最优解?”,《国际经济评论》,第4期,第26-34、4页。

② 曼莫汉·阿加瓦尔、邹静娴(2015):“应急储备安排:国际货币体系的重新设计”,《国际经济评论》,第4期,第162-165页。

③ Lin, Y. (2015). Chinese Renminbi Arrival in the “Tripolar” Global Monetary Regime. *China & World Economy*, 23 (6), 44-55.

④ 林乐芬、王少楠(2015):“‘一带一路’建设与人民币国际化”,《世界经济与政治》,第11期,第72-90、158页。

⑤ 张明(2015):“人民币国际化与亚洲货币合作:殊途同归?”,《国际经济评论》,第2期,第55-67、5页。

⑥ 巴里·艾肯格林、郭子睿(2015):“人民币国际化的顺序”,《国际经济评论》,第4期,第153-155页。

⑦ 史龙祥、阮珍珍、强梦萍(2015):“人民币国际化稳步推进的新路径——基于中美产业内贸易结算货币选择影响因素的经验分析”,《国际金融研究》,第7期,第11-20页。



李峰、吴海霞(2015)分析了人民币国际化在非洲发展的现状。指出中非贸易合作增长迅速,人民币收付量逐年提升以及中国银行主导的非洲人民币产品体系和清算网络的初步形成,为人民币推广提供了坚实基础。人民币国际化未来的发展,应注重以政府高层和央行为切入点,加大人民币资金输出,大力支持南非离岸人民币中心建设。^①

Aiello et al. (2015)另辟蹊径,从需求侧出发,以邻国韩国为例,从经济和政治多角度研究了人民币在一般国家的使用状况。研究发现,尽管中韩两国经贸关系紧密,但韩国国内市场对人民币使用的推广度有限。同时研究还表明,韩国政府对国内人民币使用的政策支持,对人民币在其国家内的推广使用十分有效。^②

(三) 人民币国际化的影响

随着人民币国际化的深入推进,必将对亚洲乃至世界的金融市场产生重大而深远的影响。国内外学者从未来人民币在国际货币体系中的地位变化,对国际货币稳定性影响等角度,展开对人民币国际化影响的讨论。

叶荷、岳星(2015)通过对当前货币格局下的美元和人民币地位变化的分析。认为在可以预见的未来,人民币尚不具备挑战美元作为主要国际储备货币地位的条件,中美货币的合作更具现实意义。^③亚历克斯·库克曼、沈仲凯(2015)指出,尽管金融危机并没有显著改变现阶段人民币对于美元及欧元的相对地位,但缩小了中国与美国的差距。加之中国债券市场的发展,未来五至十年,人民币至少会和欧元类似,成为区域性核心货币。^④

Bénassy-Quéré & Forouheshfar (2015)通过构建三个国家、三种货币的组合模型。分析了人民币国际化对贸易冲击下汇率的波动以及净外国资本地位的影响。结果表明,人民币国际化将减少浮动汇率对非对称贸易的冲击,减轻中国保持的货币与美元挂钩带来的扭曲效应。同时,人民币国际化也将在有限范围内,扩大贸易冲击对净外国资产地位的影响。^⑤ Eichengreen & Lombardi (2015)对研究人民币国际化相关文献的梳理,以及对以往货币全球化和区域化案例的回顾。认为人民币国际化的发展,同时具有成为全球货币和区域货币的因素,现在判断人民币未来走向还为时尚早。^⑥

① 李峰、吴海霞(2015):“非洲人民币国际化现状及路径选择”,《现代国际关系》,第7期,第32-41、64页。

② Aiello, F., Bonanno, G. & Via, A. (2015). Renminbi in Ordinary Economies: A Demand-side Study of Currency Globalization. *China & World Economy*, 23 (3), 1-21.

③ 叶荷、岳星(2015):“货币合作还是货币战争?——中美在国际货币体系改革中的利益导向和合作前景”,《国际经济评论》,第6期,第9-26、4页。

④ 亚历克斯·库克曼、沈仲凯(2015):“全球金融危机与人民币国际化”,《国际经济评论》,第2期,第156-159页。

⑤ Bénassy-Quéré, A. & Forouheshfar, Y. (2015). The impact of yuan internationalization on the stability of the international monetary system, *Journal of International Money and Finance*, 57, 115-135.

⑥ Eichengreen, B. & Lombardi, D (2015). RMBI or RMBR: Is the RENMINBI destined to become a global or regional currency, *NBER Working Paper* 21716, November 2015.

六、全球失衡与外汇储备

全球失衡与外汇储备仍是国际金融研究领域的重要议题。但由于全球宏观经济形势的变化及中国外部失衡的明显减轻，这一议题近两年来热度有所下降。2015 年全球失衡与外汇储备领域的文献共 16 篇。其中，外汇储备规模与性质文献 10 篇，占 63%。外汇干预文献 3 篇，约占 19%。讨论全球失衡发展及根源的文献 3 篇，亦占 19%（见表 5）。

表 5 2015 年全球失衡与外汇储备研究文献分布情况 单位：篇

期刊	议题	外汇储备与性质	外汇干预	全球失衡发展与根源	合计
TWE		1	0	0	1
JIMF		4	1	3	8
QJE		1	0	0	1
CWE		1	0	0	1
IMF		1	0	0	1
BIS		1	1	0	2
马克思主义研究		1	0	0	1
国际贸易问题		0	1	0	1
合计		10	3	3	16

注：CWE 是 *China and World Economy* 的缩写，QJE 是 *Quarterly Journal of Economics* 的缩写，TWE 是 *The World Economy* 的缩写，JIMF 是 *Journal of International Money and Finance* 的缩写，IMF、BIS 分别代表国际货币基金组织和国际清算银行。

数据来源：作者整理。

（一）外汇储备规模与性质

有关外汇储备规模与性质的文献大体分为以下两个方面。一是外汇储备的影响与作用。二是外汇储备的决定因素。

2015 年，国内外学者对外汇储备的影响与作用进行了深入研究（Pina, 2015^①；Alberola et al. 2015^②；Kliatskova & Mikkelsen, 2015^③；Aguiar et al. 2015^④）。大部分研究发现，国际储

① Pina, G. (2015). The recent growth of international reserves in developing economies: A monetary perspective, *Journal of International Money and Finance*, 58, 172 – 190.

② Alberola-Ila, E., Erce, A. & Serena, J. M. (2015). International reserves and gross capital flow dynamics. *BIS Working Papers*, No 512.

③ Kliatskova, T. & Mikkelsen, U. (2015). Floating with a Load of FX Debt? *IMF Working Paper*, No. 15 – 284.

④ Aguiar, M., Amador, M., Farhi, E. & Gopinath, G. (2015). Coordination and Crisis in Monetary Unions. *Quarterly Journal of Economics*, 130 (4), 1727 – 1779.



备促进了居民海外金融投资的回收,导致资本流出下降。

外汇储备的决定因素文献方面,也取得了一定的研究成果(Cerrato et al. 2015^①; Aizenman et al. 2015^②; Tian et al. 2015^③)。大部分研究发现,储蓄率在确定国际储备水平贮存中起着重要作用。具有高储蓄率的新兴市场往往使用更高的国际储备缓冲区。

(二) 外汇干预

外汇干预方面的研究,主要集中在外汇干预目标函数、外汇干预传导机制和外汇干预绩效评估三个方面。蒋先玲、朱立人、刘微(2015)研究发现,资本项目开放进程中,我国的外汇干预目标逐渐由影响和稳定汇率水平逐步转向了对市场秩序的稳定,外汇干预频率和规模随之逐步减少。^④ Fatum(2015)认为,当利率为零时,外汇干预通过资产组合平衡渠道发挥作用。^⑤ Chutasripanich & Yetman(2015)通过对外汇干预成本的研究,发现不存在一种占优的外汇干预战略。^⑥

(三) 全球失衡发展与根源

有关全球失衡发展与根源的文献较少。研究主要聚焦在国家的汇率制度、金融结构,以及官方资金净流动对经常账户失衡的影响。Gnimassoun(2015)研究表明,灵活的汇率制度更能有效地杜绝经常账户不平衡。^⑦ Bayoumi et al.(2015)研究发现,当国际资本流动受到限制时,净官方资金流动对经常帐户影响更大,而当国际资本高度流动时影响更小。^⑧ Tan et al.(2015)认为,资本市场不发达的国家更有可能实现经常账户盈余(或更小的经常账户赤字)。^⑨

① Cerrato, M., Kalyoncu, H., Naqvi, N. H. & Tsoukis, C. (2015). Current Accounts in the Long Run and the Intertemporal Approach: A Panel Data Investigation. *The World Economy*, 38 (2), 340 - 359.

② Aizenman, J., Cheung, Y. & Ito, H. (2015). International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding?, *Journal of International Money and Finance*, 52 (), 102 - 126.

③ Tian, L., Han, L. & Zhang, S. (2015). Vanishing of China's Twin Surpluses and Its Policy Implications. *China & World Economy*, 23 (1), 101 - 120.

④ 蒋先玲、朱立人、刘微(2015):“资本项目开放进程中的外汇干预函数研究”,《国际贸易问题》,第9期,第145-155页。

⑤ Fatum, R. (2015). Foreign exchange intervention when interest rates are zero: Does the portfolio balance channel matter after all?, *Journal of International Money and Finance*, 57, 185 - 199.

⑥ Chutasripanich, N. & Yetman, J. (2015). Foreign exchange intervention: strategies and effectiveness. *BIS Working Papers*, No 499.

⑦ Gnimassoun, B. (2015). The importance of the exchange rate regime in limiting current account imbalances in sub-Saharan African countries, *Journal of International Money and Finance*, 53, 36 - 74.

⑧ Bayoumi, T., Gagnon, J. & Saborowski, C. (2015). Official financial flows, capital mobility, and global imbalances, *Journal of International Money and Finance*, 52, 146 - 174.

⑨ Tan, Z., Yao, Y. & Wei, S. (2015). Financial structure, corporate savings and current account imbalances, *Journal of International Money and Finance*, 54, 142 - 167.

七、总结

2015年,国际金融学科关注的重点为如下五个:汇率、全球性银行与国际金融监管、资本流动、国际货币体系和人民币国际化、全球失衡与外汇储备。其中,汇率、全球失衡问题作为国际金融的长期核心问题,由于其复杂性和重要性始终是学术研究的焦点。国际金融危机后,全球性银行在全球金融冲击传导所发挥的关键作用为越来越多的研究者重视。全球性银行的行为特征及对系统稳定性的影响,这一现实基础上所需改革的国际金融监管也是国际治理平台上的重要议题。资本流动对新兴经济体的挑战,使得资本流动有关研究热度不减,更为基础的国际货币体系改革以及这一进程中人民币国际化,势必仍将在长时间内成为一个重要的研究领域。

2015年这些领域的研究都体现了比较强的延续性,一些实证研究也有方法的创新,并且开始更多地应用微观数据来进行研究,这对于夯实学科内涵有重要价值。另一方面,国际金融理论进展却颇为缓慢。国际金融学科发展还需要有更多研究者深入理论研究,创造或借鉴其他学科领域的前沿理论概念和方法来夯实学科基础。

英文参考文献

1. Aguiar, M., Amador, M., Farhi, E. & Gopinath, G. (2015). Coordination and Crisis in Monetary Unions. *Quarterly Journal of Economics*, 130 (4), 1727-1779.
2. Aiello, F., Bonanno, G. & Via, A. (2015). Renminbi in Ordinary Economies: A Demand-side Study of Currency Globalization. *China & World Economy*, 23 (3), 1-21.
3. Aizenman, J., Cheung, Y. & Ito, H. (2015). International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding? *Journal of International Money and Finance*, 52, 102-126.
4. Alberola-Ila, E., Eree, A. & Serena, J. M. (2015). International reserves and gross capital flow dynamics. *BIS Working Papers*, No 512.
5. Araujo, J. D., David, A., Hombeeck, C. van. & Papageorgiou, C. (2015). Non-FDI Capital Inflows in Low-Income Developing Countries: Catching the Wave? *IMF Working Paper*, No. 15-86.
6. Bayoumi, T., Gagnon, J. & Saborowski, C. (2015). Official financial flows, capital mobility, and global imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 52, 146-174.
7. Bénassy-Quéré, A. & Forouheshfar, Y. (2015). The impact of yuan internationalization on the stability of the international monetary system. *Journal of International Money and Finance*, 57, 115-135.
8. Berg, K. A. & Mark, N. C. (2015). Third-country effects on the exchange rate. *Journal of International Economics*, 96 (2), 227-243.
9. Bodart, V., Candelon, B. & Carpentier, J. (2015). Real exchanges rates, commodity prices and structural factors in developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 51, 264-284.
10. Böninghausen, B. & Zabel, M. (2015). Credit ratings and cross-border bond market spillovers. *Journal of International Money and Finance*, 53, 115-136.
11. Borio, C. & Disyatat, P. (2015). Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously. *BIS Working Papers*, No 525.
12. Bouakez, H. & Eyquem, A. (2015). Government spending, monetary policy, and the real exchange rate. *Journal of International Money and Finance*, 56, 178-201.
13. Brei, M. & Buzaushina, A. (2015). International financial shocks in emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, 58, 51-74.

14. Bremus, F. & Fratzscher, M. (2015). Drivers of structural change in cross-border banking since the global financial crisis. *Journal of International Money and Finance*, 52, 32 – 59.
15. Bruno, V. & Shin, H. S. (2015). Cross-Border Banking and Global Liquidity. *The Review of Economic Studies*, 82 (2), 535 – 564.
16. Bussière, M., Cheng, G., Chinn, M. D. & Lisack, N. (2015). For a few dollars more: Reserves and growth in times of crises. *Journal of International Money and Finance*, 52, 127 – 145.
17. Caporale, G. M., Ali, F. M. & Spagnolo, N. (2015). Exchange rate uncertainty and international portfolio flows: A multivariate GARCH-in-mean approach. *Journal of International Money and Finance*, 54, 70 – 92.
18. Carlson, M., Duygan-Bump, B. & Nelson, W. R. (2015). Why do we need both liquidity regulations and a lender of last resort? A perspective from Federal Reserve lending during the 2007 – 09 US financial crisis, *BIS Working Paper*, No. 493, February 2015.
19. Cerrato, M., Kalyoncu, H., Naqvi, N. H. & Tsoukis, C. (2015). Current Accounts in the Long Run and the Intertemporal Approach: A Panel Data Investigation. *The World Economy*, 38 (2), 340 – 359.
20. Cerutti, E., Hale, G. & Minoiu, C. (2015). Financial crises and the composition of cross-border lending. *Journal of International Money and Finance*, 52, 60 – 81.
21. Cevik, S., Harris, R. & Yilmaz, F. (2015). Soft Power and Exchange Rate Volatility. *IMF Working Paper* No. 15 – 63.
22. Chen, Q., Filardo, A., He, D. & Zhu, F. (2015). Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy and International Spillovers. *IMF Working Paper*, No. 15/85.
23. Chen, X. & MacDonald, R. (2015). Measuring the dollar-euro permanent equilibrium exchange rate using the unobserved components model. *Journal of International Money and Finance*, 53, 20 – 35.
24. Chutasripanich, N. & Yetman, J. (2015). Foreign exchange intervention: strategies and effectiveness. *BIS Working Papers*, No 499.
25. Coudert, V., Couharde, C. & Mignon, V. (2015). On the impact of volatility on the real exchange rate-terms of trade nexus: Revisiting commodity currencies. *Journal of International Money and Finance*, 58, 110 – 127.
26. Craighead, W. D. & Tien, P. (2015). Nominal shocks and real exchange rates: Evidence from two centuries. *Journal of International Money and Finance*, 56, 135 – 157.
27. Dick, C. D., MacDonald, R. & Menkhoff, L. (2015). Exchange rate forecasts and expected fundamentals. *Journal of International Money and Finance*, 53, 235 – 256.
28. Dorn, S. & Egger, P. (2015). On the distribution of exchange rate regime treatment effects on international trade. *Journal of International Money and Finance*, 53, 75 – 94.
29. Edwards, S. (2015). Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates: An Illusion? *The World Economy*, 38 (5), 773 – 787.
30. Eichengreen, B. & Lombardi, D. (2015). RMBI or RMBR: Is the RENMINBI destined to become a global or regional currency. *NBER Working Paper* 21716, November 2015.
31. Errico, L. (2015). Shedding Light on Shadow Banking, *IMF Working Paper* WP/15/1, January 2015
32. Fatum, R. (2015). Foreign exchange intervention when interest rates are zero: Does the portfolio balance channel matter after all? *Journal of International Money and Finance*, 57, 185 – 199.
33. Ferraro, D., Rogoff, K. & Rossi, B. (2015). Can oil prices forecast exchange rates? An empirical analysis of the relationship between commodity prices and exchange rates. *Journal of International Money and Finance*, 54, 116 – 141.
34. Fink, F. & Schitler, Y. S. (2015). The transmission of US systemic financial stress: Evidence for emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 55, 14 – 26.
35. Fornaro, L. (2015). Financial crises and exchange rate policy. *Journal of International Economics*, 95 (2), 202 – 215.

36. Gabaix, X. & Maggiori, M. (2015). International Liquidity and Exchange Rate Dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, 130 (3), 1369 – 1420.
37. Gelman, M., Jochem, A., Reitz, S. & Taylor, M. P. (2015). Real financial market exchange rates and capital flows. *Journal of International Money and Finance*, 54, 50 – 69.
38. Gente, K., León-Ledesma, M. A. & Nourry, C. (2015). External constraints and endogenous growth: Why didn't some countries benefit from capital flows? *Journal of International Money and Finance*, 56, 223 – 249.
39. Gnimassoun, B. (2015). The importance of the exchange rate regime in limiting current account imbalances in sub-Saharan African countries. *Journal of International Money and Finance*, 53, 36 – 74.
40. Gnimassoun, B. (2015). The importance of the exchange rate regime in limiting current account imbalances in sub-Saharan African countries. *Journal of International Money and Finance*, 53, 36 – 74.
41. Goodhart, C. & Segoviano, M. (2015). Monetary and Capital Markets Department Optimal Bank Recovery, *IMF Working Paper WP/15/217*, September 2015.
42. Ivashina, V., Scharfstein, D. S. & Stein, J. C. (2015). Dollar Funding and the Lending Behavior of Global Banks. *Quarterly Journal of Economics*, 130 (3), 1241 – 1281.
43. Kalantzis, Y. (2015). Financial Fragility in Small Open Economies: Firm Balance Sheets and the Sectoral Structure. *The Review of Economic Studies*, 82 (3), 1194 – 1222.
44. Kliatskova, T. & Mikkelsen, U. (2015). Floating with a Load of FX Debt? *IMF Working Paper No. 15 – 284*.
45. Li, H., Ma, H. & Xu, Y. (2015). How do exchange rate movements affect Chinese exports? — A firm-level investigation. *Journal of International Economics*, 97 (1), 148 – 161.
46. Lin, Y. (2015). Chinese Renminbi Arrival in the “Tripolar” Global Monetary Regime. *China & World Economy*, 23 (6), 44 – 55.
47. Linnemann, L. & Schabert, A. (2015). Liquidity premia and interest rate parity. *Journal of International Economics*, 97 (1), 178 – 192.
48. Lo, M. C. & Morley, J. (2015). Bayesian analysis of nonlinear exchange rate dynamics and the purchasing power parity persistence puzzle. *Journal of International Money and Finance*, 51, 285 – 302.
49. MacDonald, R. & Nagayasu, J. (2015). Currency forecast errors and carry trades at times of low interest rates: Evidence from survey data on the yen/dollar exchange rate. *Journal of International Money and Finance*, 53, 1 – 19.
50. Magud, N. E. & Vesperoni, E. R. (2015). Exchange rate flexibility and credit during capital inflow reversals: Purgatory not paradise. *Journal of International Money and Finance*, 55, 88 – 110.
51. Mitchener, K. J. & Wandschneider, K. (2015). Capital controls and recovery from the financial crisis of the 1930s. *Journal of International Economics*, 95 (2), 188 – 201.
52. Niepmann, F. (2015). Banking across borders. *Journal of International Economics*, 96 (2), 244 – 265.
53. Pina, G. (2015). The recent growth of international reserves in developing economies: A monetary perspective. *Journal of International Money and Finance*, 58, 172 – 190.
54. Shi, K., Xu, J. & Yin, X. (2015). Input substitution, export pricing, and exchange rate policy. *Journal of International Money and Finance*, 51, 26 – 46.
55. Tan, Z., Yao, Y. & Wei, S. (2015). Financial structure, corporate savings and current account imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 54, 142 – 167.
56. Tan, Z., Yao, Y. & Wei, S. (2015). Financial structure, corporate savings and current account imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 54, 142 – 167.
57. Tashu, M. (2015). Drivers of Peru's Equilibrium Real Exchange Rate: Is the Nuevo Sol a Commodity Currency? *IMF Working Paper No. 15 – 26*.
58. Tian, L., Han, L. & Zhang, S. (2015). Vanishing of China's Twin Surpluses and Its Policy Implica-

tions. *China & World Economy*, 23 (1), 101 - 120.

59. Tirole, J. (2015). Country Solidarity in Sovereign Crises. *American Economic Review*, 105 (8), 2333 - 2363.

60. Trani, T. (2015). Asset pledgeability and international transmission of financial shocks. *Journal of International Money and Finance*, 50, 49 - 77.

中文参考文献

1. 巴里·艾肯格林、郭子睿 (2015): “人民币国际化的顺序”, 《国际经济评论》, 第4期, 第153 - 155页。

2. 卞学宇、范爱军 (2015): “噪声交易、贸易开放与滞后汇率超调——基于 PTM-NOEM 模型的理论研究”, 《南开经济研究》, 第4期, 第20 - 40页。

3. 陈超、魏静宜、曹利 (2015): “中国商业银行通过贷款损失准备计提进行盈余平滑吗?”, 《金融研究》, 第12期, 第46 - 63页。

4. 陈奉先 (2015): “中国的实际汇率制度: 基于 BBC 框架的动态考察”, 《国际金融研究》, 第11期, 第3 - 13页。

5. 陈浪南、苏海峰 (2015): “人民币汇率持续单边升值行为研究——基于2000—2012年数据的实证分析”, 《国际贸易问题》, 第11期, 第165 - 176页。

6. 陈婷、向训勇 (2015): “人民币汇率与中国出口的二元边际: 基于多产品企业的研究视角”, 《国际贸易问题》, 第8期, 第168 - 176页。

7. 陈智君、施建淮 (2015): “经济均衡的产业结构与人民币内部实际汇率”, 《国际金融研究》, 第5期, 第67 - 75页。

8. 丁剑平、向坚、蔚立柱 (2015): “纳入人民币的 SDR 汇率波动: 稳定性与代表性的检验”, 《国际金融研究》, 第12期, 第3 - 10页。

9. 范言慧 (2015): “外国经济波动、资本流动与汇率调整”, 《财贸经济》, 第2期, 第45 - 59页。

10. 范言慧、席丹、郑建明等 (2015): “股票市场发展、实际汇率与中国制造业出口”, 《国际金融研究》, 第12期, 第65 - 74页。

11. 付争 (2015): “贸易成本、实际汇率波动与贸易伙伴国的选择”, 《国际贸易问题》, 第6期, 第155 - 165页。

12. 管涛 (2015): “国际货币体系改革有无终极最优解?”, 《国际经济评论》, 第4期, 第26 - 34、4页。

13. 韩剑、陈继明、李安娜 (2015): “资本流入激增会诱发突然中断吗? ——基于新兴市场国家的实证研究”, 《金融研究》, 第3期, 第36 - 50页。

14. 何德旭、苗文龙 (2015): “国际金融市场波动溢出效应与动态相关性”, 《数量经济技术经济研究》, 第11期, 第23 - 40页。

15. 胡德宝、苏基溶 (2015): “外商直接投资、技术进步及人民币实际汇率——基于巴拉萨 - 萨缪尔森模型的实证分析”, 《国际金融研究》, 第6期, 第76 - 84页。

16. 胡国良、陈璋、龙少波 (2015): “结构转变、套利行为与中国短期国际资本流动”, 《国际贸易问题》, 第7期, 第148 - 157页。

17. 胡小文、章上峰 (2015): “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》, 第11期, 第14 - 23页。

18. 蒋先玲、朱立人、刘微 (2015): “资本项目开放进程中的外汇干预函数研究”, 《国际贸易问题》, 第9期, 第145 - 155页。

19. 金中夏、洪浩 (2015): “国际货币环境下利率政策与汇率政策的协调”, 《经济研究》, 第5期, 第35 - 47页。

20. 李峰、吴海霞 (2015): “非洲人民币国际化现状及路径选择”, 《现代国际关系》, 第7期, 第32 -

41、64 页。

21. 李婧、解祥优 (2015): “东亚经济体汇率制度的迁跃——基于结构突变点检验”, 《经济社会体制比较》, 第 6 期, 第 100-110 页。

22. 李艳丽、彭红枫、胡利琴 (2015): “汇率预期对出口价格的传递效应——基于结构变化协整检验的分析”, 《国际金融研究》, 第 11 期, 第 77-87 页。

23. 林乐芬、王少楠 (2015): “‘一带一路’建设与人民币国际化”, 《世界经济与政治》, 第 11 期, 第 72-90、158 页。

24. 林楠 (2015): “人民币汇率动态的价值基底: 理论与测算”, 《金融评论》, 第 4 期, 第 14-28、124 页。

25. 刘达禹、刘金全 (2015): “人民币实际汇率波动与中国产业结构调整——一价定律偏离还是相对价格波动”, 《国际贸易问题》, 第 5 期, 第 154-165 页。

26. 刘华、李广众、陈广汉 (2015): “香港离岸人民币汇率已经发挥影响力了吗?”, 《国际金融研究》, 第 10 期, 第 3-11 页。

27. 刘林、孟焯、杨坤 (2015): “结构变化、人民币汇率与我国股票价格——理论解释与实证研究”, 《国际金融研究》, 第 5 期, 第 3-14 页。

28. 刘晓辉、张璟、甘顺利 (2015): “资本账户自由化、实际资本控制与汇率制度选择——基于 88 个发展中国家的经验证据”, 《国际金融研究》, 第 7 期, 第 55-66 页。

29. 刘永余、王博 (2015): “利率冲击、汇率冲击与中国宏观经济波动——基于 TVP-SV-VAR 的研究”, 《国际贸易问题》, 第 3 期, 第 146-155 页。

30. 路继业 (2015): “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》, 第 4 期, 第 169-192 页。

31. 曼莫汉·阿加瓦尔、邹 (2015): “应急储备安排: 国际货币体系的重新设计”, 《国际经济评论》, 第 4 期, 第 162-165 页。

32. 毛新述、梅曦、朱琳 (2015): “银行业审慎监管、公允价值计量与财务报告稳健性”, 《财贸经济》, 第 7 期, 第 70-80 页。

33. 米里亚姆·坎帕内拉、蔡云飞 (2015): “人民币国际化和多极货币体系的崛起”, 《国际经济评论》, 第 2 期, 第 154-156 页。

34. 潘敏、唐晋荣 (2015): “反市场预期的人民币汇率操作能有效遏制短期资本流入吗? ——基于 MS-VAR 模型的实证分析”, 《国际金融研究》, 第 2 期, 第 88-96 页。

35. 皮天雷、杨萍 (2015): “资本急停、稳健特征与银行贷款差异”, 《国际金融研究》, 第 12 期, 第 44-55 页。

36. 綦相 (2015): “国际金融监管改革启示”, 《金融研究》, 第 2 期, 第 36-44 页。

37. 阙澄宇、马斌 (2015): “人民币在岸与离岸市场汇率的非对称溢出效应——基于 VAR-GJR-MGARCH-BEKK 模型的经验证据”, 《国际金融研究》, 第 7 期, 第 21-32 页。

38. 申琳 (2015): “‘变量迷失’与人民币实际汇率决定的转型”, 《国际金融研究》, 第 7 期, 第 75-86 页。

39. 史龙祥、阮珍珍、强梦萍 (2015): “人民币国际化稳步推进的新路径——基于中美产业内贸易结算货币选择影响因素的经验分析”, 《国际金融研究》, 第 7 期, 第 11-20 页。

40. 隋洋、白雨石 (2015): “中资银行应对流动性监管最新要求的策略研究”, 《国际金融研究》, 第 1 期, 第 62-69 页。

41. 谭小芬、龚力丹、杨光 (2015): “非贸易品相对价格能解释人民币双边实际汇率的波动吗?”, 《国际金融研究》, 第 8 期, 第 75-86 页。

42. 田娇、王擎 (2015): “银行资本约束、银行风险外溢与宏观金融风险”, 《财贸经济》, 第 8 期, 第 74-90 页。

43. 田朔、张伯伟、陈立英 (2015): “汇率变动与出口扩展边际——兼论企业异质性行为”, 《国际贸易问题》, 第 2 期, 第 168-176 页。



44. 汪建新、高运胜、常影 (2015): “中国制造业出口产品价格汇率弹性估计: 垂直专业化视角”, 《中国工业经济》, 第12期, 第67-82页。
45. 王彬 (2015): “人民币汇率均衡、失衡与贸易顺差调整”, 《经济学(季刊)》, 第3期, 第1277-1302页。
46. 王达 (2015): “宏观审慎监管的大数据方法: 背景、原理及美国的实践”, 《国际金融研究》, 第9期, 第55-65页。
47. 王鹏、吕永健 (2015): “金融资产收益率分布是对称的吗? ——基于国际汇率市场的实证证据”, 《国际金融研究》, 第8期, 第87-96页。
48. 王胜、田涛 (2015): “人民币汇率对CPI传递效应分析——基于均值与波动溢出层面的视角”, 《国际金融研究》, 第4期, 第87-96页。
49. 王文甫、张南 (2015): “政府消费、政府投资、净出口和有效汇率——基于中国的经验和解释”, 《国际贸易问题》, 第12期, 第145-157页。
50. 王雅琦、戴觅、徐建炜 (2015): “汇率、产品质量与出口价格”, 《世界经济》, 第5期, 第17-35页。
51. 王子博 (2015): “国际资本流动冲击有利于经济增长吗?”, 《统计研究》, 第7期, 第24-31页。
52. 王自锋、白玥明 (2015): “人民币实际汇率对工业产能利用率的影响”, 《中国工业经济》, 第4期, 第70-82页。
53. 肖卫国、陈宇、张晨冉 (2015): “利率和汇率市场化改革协同推进的宏观经济效应”, 《国际贸易问题》, 第8期, 第156-167页。
54. 谢作诗、张原浩 (2015): “汇率问题本质、汇率制度选择与人民币汇率博弈”, 《经济社会体制比较》, 第2期, 第53-63页。
55. 熊启跃、曾刚 (2015): “资本缓冲与银行资产配置行为研究——来自跨国银行业的经验证据”, 《财贸经济》, 第8期, 第59-73页。
56. 熊启跃、黄宪 (2015): “资本监管下货币政策信贷渠道的‘扭曲’效应研究——基于中国的实证”, 《国际金融研究》, 第1期, 第48-61页。
57. 熊衍飞、陆军、陈郑 (2015): “资本账户开放与宏观经济波动”, 《经济学(季刊)》, 第3期。
58. 许家云、佟家栋、毛其淋 (2015): “人民币汇率、产品质量与企业出口行为——中国制造业企业层面的实证研究”, 《金融研究》, 第3期, 第1-17页。
59. 许荣、徐星美、计兴辰 (2015): “中资银行国际化的价值效应: 源于市场机会还是监管套利? ——来自中国资本市场的证据”, 《金融研究》, 第9期, 第96-111页。
60. 许友传、苏峻 (2015): “应急资本工具在限制银行风险承担中的作用”, 《金融研究》, 第6期, 第128-143页。
61. 亚历克斯·库克曼、沈仲凯 (2015): “全球金融危机与人民币国际化”, 《国际经济评论》, 第2期, 第156-159页。
62. 杨新兰 (2015): “资本监管下银行资本与风险调整的实证研究”, 《国际金融研究》, 第7期, 第67-74页。
63. 杨再平 (2015): “有效银行监管机制问题探析”, 《金融研究》, 第2期, 第23-28页。
64. 杨子晖、陈创练 (2015): “金融深化条件下的跨境资本流动效应研究”, 《金融研究》, 第5期, 第34-49页。
65. 叶荷、岳星 (2015): “货币合作还是货币战争? ——中美在国际货币体系改革中的利益导向和合作前景”, 《国际经济评论》, 第6期, 第9-26、4页。
66. 应展宇 (2015): “美国投资银行监管制度演变的政治经济分析”, 《国际经济评论》, 第5期, 第111-131、7页。
67. 于震、张超磊 (2015): “日本宏观审慎监管的政策效果与启示——基于信贷周期调控的视角”, 《国际金融研究》, 第4期, 第34-44页。
68. 余淼杰、王雅琦 (2015): “人民币汇率变动与企业出口产品决策”, 《金融研究》, 第4期, 第19-

33 页。

69. 喻开志、董文贻、陈翔 (2015): “美日汇率对我国经济发展动力的短期影响分析”, 《国际金融研究》, 第 5 期, 第 76 - 86 页。

70. 袁东、何秋谷、赵波 (2015): “实际有效汇率、‘热钱’流动与房屋价格——理论与实证”, 《金融研究》, 第 9 期, 第 17 - 33 页。

71. 张璟、刘晓辉 (2015): “金融结构与固定汇率制度: 来自新兴市场的假说和证据”, 《世界经济》, 第 10 期, 第 3 - 29 页。

72. 张琳、廉永辉 (2015): “我国商业银行资本缓冲周期性研究——基于银行资本补充能力的视角”, 《管理世界》, 第 7 期, 第 42 - 53 页。

73. 张明 (2015): “人民币国际化与亚洲货币合作: 殊途同归?”, 《国际经济评论》, 第 2 期, 第 55 - 67、5 页。

74. 张明 (2015): “中国面临的短期资本外流: 现状、原因、风险与对策”, 《金融评论》, 第 3 期, 第 17 - 30、123 页。

75. 张欣、孙刚 (2015): “从汇率二重性看中美人民币汇率之争——中国真的是汇率操纵者吗”, 《财贸经济》, 第 8 期, 第 48 - 58 页。

76. 张勇 (2015): “热钱流入、外汇冲销与汇率干预——基于资本管制和央行资产负债表的 DSGE 分析”, 《经济研究》, 第 7 期, 第 116 - 130 页。

77. 赵建春、许家云 (2015): “人民币汇率、政府补贴与企业风险承担”, 《国际贸易问题》, 第 8 期, 第 135 - 144 页。

78. 朱孟楠、闫帅 (2015): “经济政策不确定性与人民币汇率的动态溢出效应”, 《国际贸易问题》, 第 10 期, 第 111 - 119 页。

79. 朱孟楠、张雪鹿 (2015): “境内外人民币汇率差异的原因研究”, 《国际金融研究》, 第 5 期, 第 87 - 96 页。

80. 朱孟楠、赵茜、王宇光 (2015): “人民币汇率变动的政治诱因——基于美国政治周期外溢效应的考察”, 《管理世界》, 第 4 期, 第 38 - 51 页。

(编辑: 曹滔)