

# 全球经济政策不确定性对新兴市场国家银行跨境资本流动的影响

谭小芬 左振颖

**【摘要】**本文基于21个新兴市场国家2001—2020年季度数据,研究全球经济政策不确定性对新兴市场国家银行跨境资本流动的影响。研究发现:全球经济政策不确定性上升时,新兴市场国家银行跨境贷款总资本流入、总资本流出和净资本流入减少,银行跨境债券总资本流入减少。异质性检验结果表明:全球经济政策不确定性上升时,新兴市场国家银行持有外国净资产能缓解银行跨境总资本流入减少的程度,背负外国净负债会加剧银行跨境总资本流入减少的程度,并且前者的缓解效果远远小于后者的加剧效果。非银行金融机构为了管理外国风险暴露而与银行进行的衍生品交易也会改变银行跨境资本流动对全球经济政策不确定性的反应,非银行金融机构背负外国净负债会加剧银行跨境债券总资本流入减少的程度。

**【关键词】**经济政策不确定性;银行跨境资本流动;银行投资组合管理;外国净头寸

**【作者简介】**谭小芬,中央财经大学金融学院教授,博士生导师,经济学博士;左振颖(通讯作者),山东社会科学院财政金融研究所助理研究员,经济学博士。

**【原文出处】**《国际金融研究》(京),2022.9.35~45

**【基金项目】**本文获国家社会科学基金重大项目“负利率时代金融系统性风险的识别和防范研究”(20&ZD101)资助。

## 引言

政府通过制定和调整经济政策实现既定宏观经济目标,受到经济政策自身特征和外部环境影响,经济政策天然地具有不同程度的不确定性。自2008年全球金融危机爆发以来,各国纷纷出台经济刺激政策疏解困境,英国脱欧、中美贸易摩擦等事件重塑全球地缘政治格局,新冠肺炎疫情全球大流行对世界经济增长和金融市场稳定造成冲击。在复杂严峻的全球背景下,全球经济政策不确定性(Global Economic Policy Uncertainty, GEPU)呈现长期上升趋势和波动加剧特征。

债权资本流动是国际资本流动最大的组成部分(Avdjiev et al., 2017),经由银行跨境业务发生的资本流动是债权资本流动的重要组成部分(Bruno & Shin, 2015b),在全球经济周期中发挥重要作用(Forbes & Warnock, 2012; Obstfeld, 2012; Bruno & Shin, 2015a)。银行是连接各经济部门的关键纽带和宏观经济政策实施的重要金融中介,其经营行为受到经济政策不确定性的影响。一方面,银行业务本质是金融资源跨期和跨区域优化配置,银行决策必

然将未来不确定性纳入考虑,从而直接受到经济政策不确定性影响。另一方面,居民收入和消费、企业投融资都会受到经济政策不确定性影响,银行间接受到经济政策不确定性的影响。

经济政策不确定性的影响存在跨国溢出效应。就溢出水平而言,发达国家溢出效应整体高于新兴市场国家(李政等, 2020),而新兴市场国家往往处于承受溢出效应的地位。金融自由化的发展导致跨国银行业务扩张,这一变化对新兴市场国家跨境银行资本造成的影响高于全球平均水平(McCauley et al., 2010)。在此背景下,本文关注全球经济政策不确定性对新兴市场国家银行跨境资本流动的影响。

## 一、文献综述

纵观以往研究可以发现,自Calvo et al. (1993, 1996)开创性地将国际资本流动驱动因素划分为推动因素和拉动因素并强调推动因素在新兴市场国家国际资本流动驱动因素中的重要地位后,相关文献进一步确认了推动因素对新兴市场国家国际资本流动的重要影响(Taylor & Sarno, 1997; 张明和肖立晟, 2014)。其中,全球风险和不确定性是影响新兴市场

国家银行跨境资本流动最显著的推动因素(Jeanneau & Micu, 2002; Milesi-Ferretti & Tille, 2011; Ahmed & Zlate, 2014; Avdjiev et al., 2017; 谭小芬等, 2018)。

净资本流动与实际经济周期联系密切,早期关于新兴市场国家资本流动驱动因素的研究更关注净资本流动(Calvo et al., 1996)。20世纪90年代初以来,全球风险变动时,总资本流出和流入变动的同向性增加,导致总资本流动波动性上升和净资本流动波动性下降(Forbes & Warnock, 2012; Davis et al., 2021)。银行跨境债权资本流动是解释总资本流入和总资本流出同向变动的关键,进一步划分的银行跨境贷款资本流动和银行跨境债券资本流动对全球风险的反应存在不同的跨国异质性(Avdjiev et al., 2017)。基于此,本文同时关注银行跨境贷款和银行跨境债券的总资本流动和净资本流动。

探讨全球推动因素对新兴市场国家资本流动的影响在国家层面的异质性是相关研究的重点。第一,如果国家层面的因素对资本流动变动的影响实际上是通过改变该国资本流动对全球推动因素的反应实现的,那么将其归类为国家拉动因素就存在理论上的误导(Krogstrup & Tille, 2018)。第二,明确新兴市场国家资本流动究竟由推动因素驱动还是拉动因素驱动,有助于选择更有效的政策调控手段(Davis et al., 2021)。已有文献对推动因素影响的跨国异质性研究大多集中在国家宏观经济状况、制度质量和金融市场特征等方面(谭小芬等, 2018; Fratzscher, 2012; Cerutti et al., 2019)。Davis et al. (2021)提出,随着金融全球化的发展,衡量各国对全球风险暴露程度的外国净头寸已经成为解释全球风险因素对国际资本流动变动跨国异质性影响的最重要变量。Krogstrup & Tille(2018)从投资组合管理的角度建立了一个理论模型,阐述本国银行的外国头寸如何改变该国银行跨境资本流入对全球风险变动的反应,但没有注意到非银行金融机构的外国净头寸可能发挥的作用。

基于以往文献,本文的边际贡献为:第一,将银行跨境资本流动进一步划分为银行跨境贷款资本流动和银行跨境债券资本流动,全面研究全球经济政策不确定性对新兴市场国家银行跨境资本总流入、总流出和净流入的影响。第二,将对异质性因素的探究拓展到不同金融部门对外国风险暴露程度,探讨新兴市场国家银行和非银行金融机构外国净头寸发挥的异质性作用。

## 二、研究假设

全球经济政策不确定性从供给和需求两个方面影响新兴市场国家银行跨境资本流动。全球经济政策不确定性上升时,在总资本流入方面,第一,经由实物期权机制、金融摩擦机制和风险规避机制,银行资产规模扩张在全球范围内受到抑制,对新兴市场国家的跨境债权供给意愿下降(Diamond & Dybvig, 1983; Raunig et al., 2017);第二,不明朗的经济前景抑制新兴市场国家投资和信贷需求,外部风险上升进一步抑制新兴市场国家银行承担跨境债务的意愿。在总资本流出方面,第一,新兴市场国家银行资产规模扩张同样受到抑制;第二,全球范围内投资和信贷的推迟也会降低其他国家对新兴市场银行跨境负债的需求。考虑到全球推动因素对新兴市场国家跨境资产的影响弱于对跨境负债的影响(Ghosh et al., 2014),因此,新兴市场国家银行跨境总资本流出的减少可能弱于银行跨境总资本流入的减少,导致银行跨境净资本流入减少。基于此,本文提出假设1。

假设1:全球经济政策不确定性上升时,新兴市场国家银行跨境总资本流入、总资本流出和净资本流入减少。

全球经济政策不确定性变动时,新兴市场国家持有外国净头寸银行面临的风险发生变化,而这部分外国净头寸暴露带来的预期收益并没有发生变化,银行进行风险收益再平衡调整,导致银行跨境资本流动变动,调整和变动方向取决于银行原有外国净头寸。以持有外国净资产的银行为例,在全球经济政策不确定性上升时,银行需减少外国净资产,银行跨境资本净流入增加。投资组合调整可以通过两个渠道进行。一是银行减少外国资产,如减少银行间跨境贷款借出或向外国银行卖出外国债券,导致本国银行跨境贷款总资本流出减少或跨境债券总资本流出减少;二是银行增加外国负债,如在国际银行间市场上借入外国贷款或者向外国银行卖出本国债券,导致本国银行跨境贷款总资本流入增加或跨境债券总资本流入增加。银行背负外国净负债的情形则相反。基于此,本文提出假设2a和假设2b。

假设2a:全球经济政策不确定性上升时,新兴市场国家银行持有外国净资产将缓解本国银行跨境总资本流入的减少,背负外国净负债将加剧本国银行跨境总资本流入的减少。

假设2b:全球经济政策不确定性上升时,新兴市

场国家银行持有外国净资产将加剧本国银行跨境总资本流出的减少,背负外国净负债将缓解本国银行跨境总资本流出的减少。

不可忽视的是,随着新兴市场国家金融开放的推进,非银行金融机构也持有规模可观的外国资产和负债。面对全球经济政策不确定性变动,其同样产生风险管理需求。除直接在国际市场上进行交易外,还可以与本国银行进行衍生品交易以对冲风险。尽管衍生品交易不列入银行资产负债表,但表外业务大多数形成银行的或有资产及或有负债,本质上是银行表内资产负债业务的延伸(祝继高等,2016)。非银行金融机构与银行的衍生品交易将风险转移给银行,银行由此产生风险管理需求并在国际资本市场上进行风险管理操作,从而可能影响银行跨境资本流动(Hashimoto & Krogstrup,2019)。基于此,本文提出假设3a和假设3b。

假设3a:全球经济政策不确定性上升时,新兴市场国家非银行金融机构持有外国净资产将缓解本国银行跨境总资本流入减少的程度,背负外国净负债将加剧本国银行跨境总资本流入减少的程度。

假设3b:全球经济政策不确定性上升时,新兴市场国家非银行金融机构持有外国净资产将加剧本国银行跨境总资本流出减少的程度,背负外国净负债将缓解本国银行跨境总资本流出减少的程度。

### 三、模型设定和变量选取

#### (一) 回归模型设定

为检验假设1,设定如下回归模型:

$$\text{Bankflow}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{GEPUI}_t + \gamma X_{it} + \delta Z_t + \epsilon_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $\text{Bankflow}_{it}$ 为国家*i*在*t*时期的银行跨境资本流动; $\text{GEPUI}_t$ 为全球经济政策不确定性; $X_{it}$ 和 $Z_t$ 分别是描述国家和全球宏观经济特征的控制变量; $\epsilon_i$ 为国家固定效应,以控制不随时间变化的国家层面特征对银行跨境资本流动的影响; $\epsilon_{it}$ 为误差项。

为检验假设2和假设3,设定如下回归模型:

$$\text{Bankflow}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{GEPUI}_t + \beta_2 \text{NETEXP}_{it} + \beta_3 \text{GEPUI}_t \times \text{NETEXP}_{it} + \delta X_{it} + \delta Z_t + \epsilon_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中, $\text{NETEXP}_{it}$ 为一国银行和非银行金融机构外国净头寸。

#### (二) 数据和变量选取

##### 1. 银行跨境资本流动( $\text{Bankflow}_{it}$ )

数据来源于国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)的国际投资头寸(International Investment Position, IIP)。银行跨境贷款总资本流入

( $\text{GInL}_{it}$ )和银行跨境贷款总资本流出( $\text{GOutL}_{it}$ )分别以“存款类金融机构债务工具其他投资”项目负债端和资产端的变动衡量,二者之差是银行跨境贷款净资本流入( $\text{NInL}_{it}$ );银行跨境债券总资本流入( $\text{GInS}_{it}$ )和银行跨境债券总资本流出( $\text{GOutS}_{it}$ )分别以“存款类金融机构债务工具投资组合”项目负债端和资产端变动衡量,二者之差是银行跨境债券净资本流入( $\text{NInS}_{it}$ );银行跨境总资本流入( $\text{GInT}_{it}$ )是 $\text{GInL}_{it}$ 与 $\text{GInS}_{it}$ 之和,银行跨境总资本流出( $\text{GOutT}_{it}$ )是 $\text{GOutL}_{it}$ 与 $\text{GOutS}_{it}$ 之和, $\text{GInT}_{it}$ 与 $\text{GOutT}_{it}$ 之差是银行跨境净资本流入( $\text{NInT}_{it}$ )。为消除不同国家资本流动规模对回归结果造成的影响,借鉴 Hashimoto & Krogstrup(2019)的做法,使用各国私人部门头寸对银行跨境资本流动做标准化处理。

##### 2. 全球经济政策不确定性(GEPU<sub>t</sub>)

Baker et al.(2016)构建的GEPU指数由21个在全球经济中占主导地位国家的EPU指数以各国GDP为权重计算加权平均得到<sup>①</sup>。使用Baker et al.(2016)的GEPU指数月度数据在季度内取算数平均值后取自然对数值作为代理指标。

##### 3. 银行和非银行机构外国净头寸( $\text{NETEXP}_{it}$ )

数据来源于国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)的国际金融统计(International Financial Statistics, IFS)。IFS提供金融部门资产和负债头寸的跨国可比标准化数据,并将金融部门划分为中央银行、商业银行和非银行金融机构三个分部门,各个分部门头寸按照交易对手方进一步划分为本国头寸和外国头寸。银行外国净头寸( $\text{BANKexp}_{it}$ )和非银行金融机构外国净头寸( $\text{NON-Bexp}_{it}$ )分别为该部门外国资产与外国负债之差,使用部门总资产做标准化处理。

##### 4. 控制变量

本文控制国家和全球层面两类控制变量。第一,国家层面控制变量。经济增长率( $\text{GDP}_{it}$ ),经济增长率大致反映各国综合投资回报率;利率( $\text{IR}_{it}$ ),利率反映货币政策立场和宏观经济运行状况;汇率( $\text{ER}_{it}$ ),汇率是影响跨境资产收益率的关键因素。第二,全球层面控制变量。美国货币政策( $\text{FFR}_t$ ),美国货币政策通过利率渠道、汇率渠道、投资组合收益风险再平衡渠道和经济运行预期渠道对新兴市场资本流动产生溢出效应;全球流动性( $\text{OECDM}_t$ ),全球流动性是银行跨境资本流动周期性波动的重要驱动因素。

受样本可得性限制,本文样本国家为 IIP 的银行跨境资本流动数据和 IFS 的金融部门外国头寸数据可得的 21 个新兴市场国家<sup>②</sup>,样本区间为 2001 年第四季度—2020 年第三季度<sup>③</sup>。

#### 四、实证分析

##### (一)GEPU 对银行跨境资本流动的影响

基准回归结果如表 1 所示。GEPU 上升时,第一,银行跨境贷款总资本流入和银行跨境债券总资本流入减少,这一影响在统计和经济上均显著;第二,银行跨境贷款总资本流出显著减少,银行跨境债券总资本流出减少在统计上不显著,加总的银行跨境总资本流出显著减少;第三,银行跨境贷款净资本流入显著减少,银行跨境债券净资本流入的减少在统计上不显著,加总的银行跨境净资本流入显著减

少。总的来看,银行跨境资本总流入和总流出均减少,但前者的减少在经济和统计上的显著性都高于后者的减少,因此净流入显著减少,假设 1 成立。

(二)银行外国净头寸与 GEPU 对银行跨境资本流动的交互作用

银行外国净头寸的异质性作用如表 2—表 4 所示。第一,表 2 列(2)、列(4)、列(6)交互项系数为负且在统计上显著,表明 GEPU 上升时,新兴市场国家银行持有外国净资产将缓解本国银行跨境总资本流入减少,背负外国净负债将加剧本国银行跨境总资本流入减少,假设 2a 成立<sup>④</sup>。此外,如图 1 所示,这种异质性具有作用不对称性,即持有外国净资产对总资本流入减少的缓解作用远远小于背负外国净负债对总资本流入减少的加剧作用。第二,表 3 列(6)

表 1 GEPU 对银行跨境资本流动的影响

	总资本流入			总资本流出			净资本流入		
	GInT <sub>it</sub>	GInL <sub>it</sub>	GInS <sub>it</sub>	GOutT <sub>it</sub>	GOutL <sub>it</sub>	GOutS <sub>it</sub>	NInT <sub>it</sub>	NInL <sub>it</sub>	NInS <sub>it</sub>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
GEPU <sub>it</sub>	-0.948*** (0.134)	-0.703*** (0.112)	-0.111*** (0.034)	-0.689* (0.387)	-0.731** (0.368)	-0.043 (0.136)	-1.027*** (0.230)	-0.750*** (0.198)	-0.127 (0.090)
GDP <sub>it</sub>	0.051*** (0.010)	0.042*** (0.009)	0.009*** (0.003)	-0.017 (0.030)	-0.035 (0.029)	0.003 (0.011)	0.084*** (0.017)	0.073*** (0.015)	0.010 (0.007)
IR <sub>it</sub>	0.067 (0.153)	0.071 (0.129)	-0.060 (0.039)	0.352 (0.441)	0.029 (0.424)	0.180 (0.154)	-0.125 (0.261)	0.147 (0.228)	-0.140 (0.102)
ER <sub>it</sub>	-1.988*** (0.525)	-1.976*** (0.477)	-0.354*** (0.133)	-0.153 (1.641)	-0.293 (1.568)	-0.603 (0.576)	-2.811*** (0.897)	-2.960*** (0.843)	-0.213 (0.352)
FFR <sub>it</sub>	0.155*** (0.026)	0.123*** (0.022)	0.002 (0.007)	0.156** (0.077)	0.190*** (0.073)	-0.022 (0.027)	0.118*** (0.045)	0.086** (0.039)	0.008 (0.018)
OECDM <sub>it</sub>	0.484*** (0.123)	0.360*** (0.102)	0.051* (0.031)	0.216 (0.358)	0.172 (0.337)	0.080 (0.126)	0.569*** (0.210)	0.437** (0.181)	0.025 (0.082)
常数项	2.705*** (0.463)	1.998*** (0.388)	0.327*** (0.117)	2.979** (1.347)	3.381*** (1.276)	-0.105 (0.472)	2.581*** (0.794)	1.757** (0.685)	0.521* (0.310)
国家固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.218	0.176	0.071	0.019	0.025	0.021	0.121	0.093	0.024
样本国家数	19	21	19	21	21	21	19	21	19
观测值	905	1090	908	1034	1090	1038	895	1090	897

注:( )内为标准误;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著;样本国家数为 19 是因为摩尔多瓦和萨尔瓦多的银行跨境债券资本流入数据缺失,从样本国家中删除摩尔多瓦和萨尔瓦多重复实证检验,结论保持不变。下同。

表 2

银行外国净头寸与 GEPU 对银行跨境总资本流入的影响

	GInT <sub>it</sub>		GInL <sub>it</sub>		GInS <sub>it</sub>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GEPU <sub>it</sub>	-0.763*** (0.156)	-0.583*** (0.160)	-0.553*** (0.133)	-0.449*** (0.132)	-0.150*** (0.037)	-0.119*** (0.038)
BANKexp <sub>it</sub>	-0.047*** (0.007)	-0.245*** (0.047)	-0.039*** (0.006)	-0.217*** (0.037)	-0.005*** (0.002)	-0.038*** (0.011)
GEPU <sub>it</sub> ×BANKexp <sub>it</sub>		0.041*** (0.010)		0.036*** (0.007)		0.007*** (0.002)
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.241	0.265	0.226	0.254	0.101	0.116
样本国家数	19	19	21	21	19	19
观测值	590	590	668	668	591	591

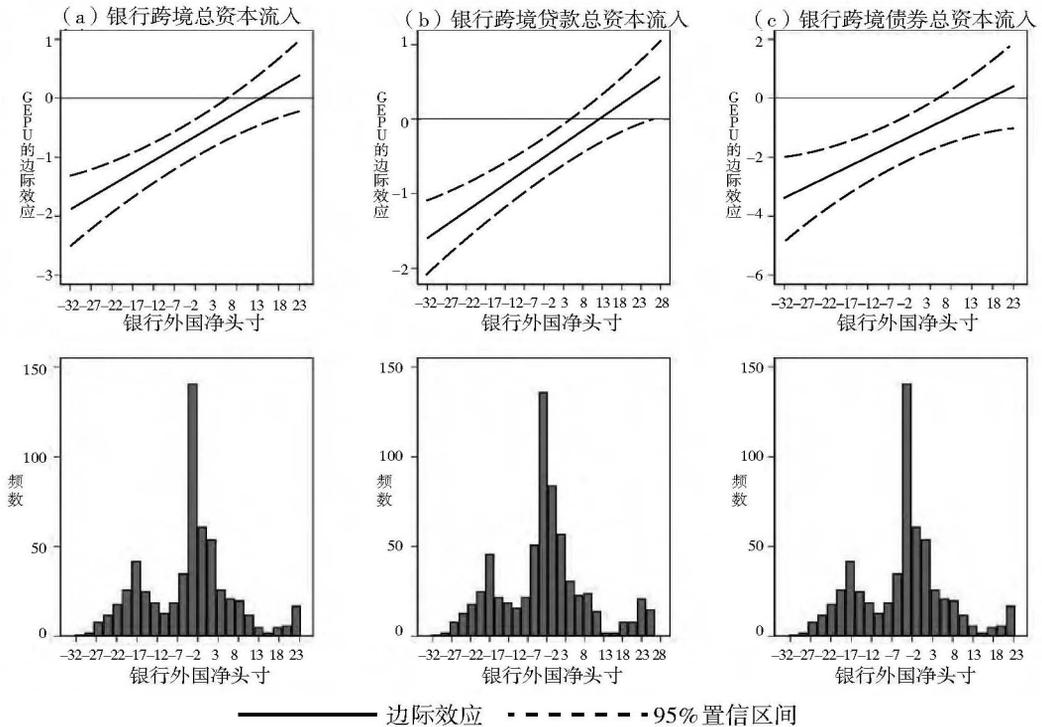


图 1 银行外国净头寸与 GEPU 对银行跨境总资本流入的异质性影响

交互项系数为正且在统计上显著,假设 2b 成立<sup>⑤</sup>。第三,表 4 列(2)和列(4)交互项系数为正且在统计上显著,银行持有更多外国净资产能缓解 GEPU 上升时银行跨境贷款净资本流入的减少,银行跨境净资本流入的异质性反应也是如此。

(三)非银行金融机构外国净头寸与 GEPU 对银行跨境资本流动的交互作用

非银行金融机构外国净头寸对银行跨境总资本流入的异质性作用如表 5 和图 2 所示<sup>⑥</sup>。表 5 列(6)交互项系数为正且在统计上显著,表明全球经济

表3 银行外国净头寸与 GEPU 对银行跨境总资本流出的影响

	GOutT <sub>it</sub>		GOutL <sub>it</sub>		GOutS <sub>it</sub>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GEPU <sub>it</sub>	-0.598 (0.499)	-0.479 (0.505)	-0.686 (0.492)	-0.644 (0.499)	-0.067 (0.174)	0.012 (0.175)
BANKexp <sub>it</sub>	-0.002 (0.022)	-0.203 (0.138)	-0.005 (0.021)	-0.076 (0.138)	-0.003 (0.008)	-0.137*** (0.048)
GEPU <sub>it</sub> ×BANKexp <sub>it</sub>		0.041 (0.028)		0.014 (0.028)		0.027*** (0.010)
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.029	0.033	0.031	0.031	0.016	0.029
样本国家数	21	21	21	21	21	21
观测值	646	646	668	668	646	646

表4 银行外国净头寸与 GEPU 对银行跨境净资本流入的影响

	NInT <sub>it</sub>		NInL <sub>it</sub>		NInS <sub>it</sub>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GEPU <sub>it</sub>	-0.752*** (0.275)	-0.607** (0.284)	-0.586** (0.247)	-0.474* (0.249)	-0.137 (0.129)	-0.167 (0.134)
BANKexp <sub>it</sub>	-0.057*** (0.013)	-0.214** (0.084)	-0.041*** (0.011)	-0.235*** (0.069)	-0.002 (0.006)	0.030 (0.039)
GEPU <sub>it</sub> ×BANKexp <sub>it</sub>		0.033* (0.017)		0.039*** (0.014)		-0.007 (0.008)
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.151	0.157	0.129	0.140	0.021	0.022
样本国家数	19	19	21	21	19	19
观测值	583	583	668	668	583	583

政策不确定性上升时,新兴市场国家非银行金融机构外国净负债每增加1个标准差(12.643%),银行跨境债券总资本流入(GInS<sub>it</sub>)边际减少0.051%(12.643%×0.004),相当于GInS<sub>it</sub>的0.198个标准差,这一异质性作用在经济上也是显著的,假设3a成立。如图2(c)所示,GEPU上升时,非银行金融机构背负外国净负债的新兴市场国家银行跨境债券总资本流入减少,并且外国净负债规模的增加会显著加剧银行跨境债券总资本流入减少的程度。当GEPU上升时,背负外国净负债的非银行金融机构为

了管理风险,与本国银行进行外汇远期或外汇互换交易,将风险转移给本国银行,本国银行与外国银行进行衍生品交易以管理风险,外国银行为了对冲风险,在即期市场上卖出本国债券,导致本国银行跨境债券总资本流入减少。

### 五、稳健性检验

为保证本文实证结果的稳健性,进行以下稳健性检验。

第一,控制其他变量和固定效应。第一,额外控制新兴市场国家股票市场状况、资本账户开放程度以

表 5 非银行金融机构外国净头寸与 GEPU 对银行跨境总资本流入的影响

	GInT <sub>it</sub>		GInL <sub>it</sub>		GInS <sub>it</sub>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GEPU <sub>it</sub>	0.033 (0.127)	0.031 (0.128)	0.061 (0.119)	0.061 (0.119)	-0.043 (0.037)	-0.045 (0.037)
NONBexp <sub>it</sub>	-0.007 (0.005)	-0.026 (0.036)	-0.008 (0.005)	-0.005 (0.033)	0.001 (0.002)	-0.020** (0.010)
GEPU <sub>it</sub> × NONBexp <sub>it</sub>		0.004 (0.007)		-0.000 (0.006)		0.004** (0.002)
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.151	0.151	0.134	0.134	0.079	0.087
样本国家数	19	19	21	21	19	19
观测值	520	520	579	579	521	521

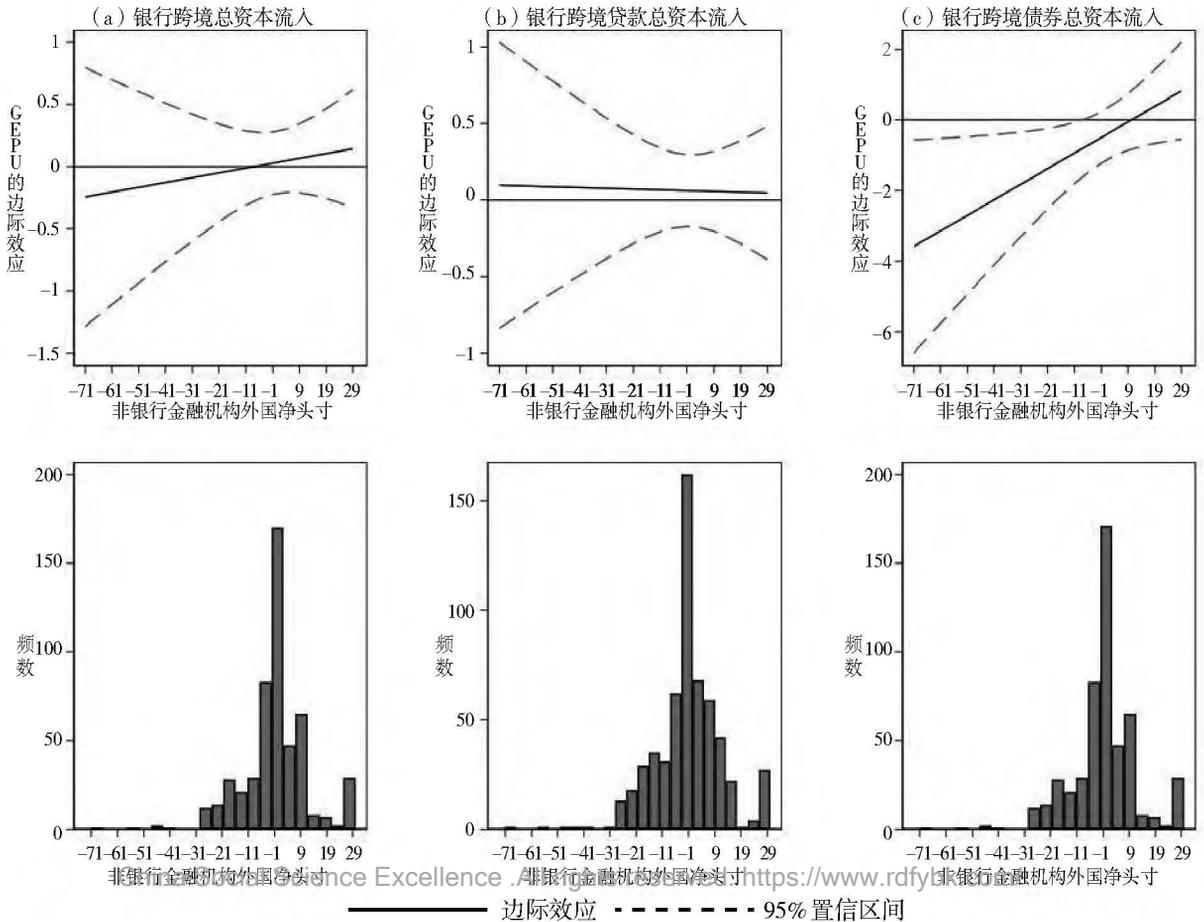


图 2 非银行金融机构外国净头寸与 GEPU 对银行跨境总资本流入的异质性影响

及金融发展状况进行检验;第二,在异质性作用的检验中加入季度固定效应,一定程度上控制随时间变化因素的影响。本文基准结论稳健。

第二,处理内生性。参与 Baker et al. (2016) 的 GEPU 指数构建的国家与本文样本国家有少数重合,本文采取两种处理办法。一是从样本国家中剔除重合国家<sup>②</sup>进行检验。二是分别使用美国和欧洲的 EPU 指数作为 GEPU 指数的工具变量进行回归(谭小芬等,2018)。本文主要结论稳健。

第三,排除全球金融危机的影响。2008 年全球金融危机期间,新兴市场国家经历了总资本流入和净资本流入的大幅下降,为了确保样本选取具有随机性和代表性,需排除全球金融危机的影响。本文将 2008 年第三季度雷曼兄弟宣布破产作为全球金融危机开端(Ahmed & Zlate, 2014),2010 年第一季度作为全球金融危机结束(Shim & Shin, 2021)。本文使用虚拟变量  $Crisis_t$  表示全球金融危机,加入  $Crisis_t$  和  $Crisis_t \times GEPU_t$  作为控制变量进行检验,基准结论仍成立。

第四,排除新兴市场国家经济不确定性的影响。新兴市场国家本身的经济政策不确定性或经济不确定性也会影响本国资本流动,受到国家 EPU 指数可得性限制,本文考虑剔除新兴市场国家经济不确定性(Economic Uncertainty, EU)的影响。参考顾海峰和于家珺(2019)的做法,控制新兴市场国家经济不确定性的影响后,结论仍成立。

第五, GEPU 指数的其他构建方法。GEPU 指数中包含中国 EPU 指数, Baker et al. (2016) 最初构建的中国 EPU 指数在准确性上存在缺陷, Davis et al. (2019) 做了改进。在此基础上,最新的 GEPU 指数使用 Baker et al. (2016) 的中国 EPU 指数和 Davis et al. (2019) 的中国 EPU 指数计算简单算数平均值衡量中国经济政策不确定性<sup>③</sup>。Huang & Luk (2020) 进一步完善了中国 EPU 指数,在最新研究中被广泛采用(李政等, 2020; 郭田勇和孙光宇, 2021; 荆中博等, 2021; 萧月等, 2021)。本文使用 Huang & Luk (2020) 的中国 EPU 指数计算新的 GEPU 指数进行检验,结论仍成立。

## 六、结论和政策建议

本文发现,全球经济政策不确定性上升时,第一,新兴市场国家银行跨境贷款总资本流入和银行

跨境债券总资本流入减少;第二,银行跨境贷款总资本流出减少,银行跨境债券总资本流出没有显著变化;第三,银行跨境净资本流入显著减少。异质性研究结果表明,新兴市场国家银行和非银行金融机构外国净头寸会产生异质性作用。全球经济政策不确定性上升时,第一,银行持有外国净资产能缓解总资本流入减少的程度,背负外国净负债会加剧总资本流入减少的程度,并且前者的缓解作用远远小于后者的加剧作用;第二,新兴市场国家非银行金融机构如果背负大规模外国净负债,其出于风险管理需要而与本国银行进行的衍生品交易会加剧新兴市场国家跨境银行债券总资本流入减少的程度。

本文政策建议在于:第一,全球经济政策不确定性变动会对新兴市场国家银行跨境资本流动造成显著影响,需要政策制定者予以关注。第二,银行业背负大规模外国净负债会加剧全球经济政策不确定性上升时新兴市场国家跨境银行资本流入的减少,非银行金融机构外国净负债也会在一定程度上产生类似加剧作用,在全球经济政策不确定性高位波动的背景下,银行和非银行金融机构外债积累带来的风险值得新兴市场国家关注。第三,我国在跨境资本流动宏观审慎监管框架中纳入全口径融资管理,对银行和非银行金融机构跨境融资进行相互协同、信息共享的宏观审慎管理,这一中国经验可以为各新兴市场国家提供有益借鉴。第四,对于中国而言,随着我国金融市场开放和发展,金融机构之间联动性日益加强,需结合银行和非银行金融机构实际情况,在宏观审慎监管框架下对不同主体的跨境融资杠杆率、风险转换因子以及宏观审慎调节参数进行适时调整,防范短期跨境资本“大进大出”风险。

## 注释:

①数据来源:经济政策不确定性网站 <http://www.policyuncertainty.com>。构建 GEPU 指数的 21 个国家包括:澳大利亚、巴西、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、法国、德国、希腊、印度、爱尔兰、意大利、日本、墨西哥、荷兰、俄罗斯、韩国、西班牙、瑞典、英国、美国。

②21 个样本国家为:阿尔巴尼亚、亚美尼亚、白俄罗斯、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、多米尼加、厄瓜多尔、萨尔瓦多、格鲁吉亚、洪都拉斯、印度尼西亚、哈萨克斯坦、马其顿、摩尔多瓦、罗马尼亚、南非、泰国、土耳其、乌克兰。

③篇幅所限,变量描述性统计结果未予以列示,感兴趣的读者可向作者索取。

④篇幅所限,控制变量和常数项的回归结果未予以列示,感兴趣的读者可向作者索取。下同。

⑤篇幅所限,边际效应图未予以列示,感兴趣的读者可向作者索取。下同。

⑥非银行金融机构外国净头寸对银行跨境总资本流出和净资本流入没有显著的异质性影响。篇幅所限,相关结果未予以列示,感兴趣的读者可向作者索取。

⑦篇幅所限,稳健性检验结果未予以列示,感兴趣的读者可向作者索取。

⑧重合国家为巴西、智利、哥伦比亚。

⑨资料来源:经济政策不确定性网站 [https://www.policyuncertainty.com/global\\_monthly.html](https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html)。GEPU 指数的构建方法由 Baker et al. (2016) 提出,并在官网更新。

#### 参考文献:

[1] 顾海峰,于家珺. 中国经济政策不确定性与银行风险承担[J]. 世界经济,2019(11):148-171.

[2] 郭田勇,孙光宇. 经济政策不确定性、融资成本和企业创新[J]. 国际金融研究,2021(10):78-87.

[3] 荆中博,王羚睿,方意. 经济政策不确定性上升会促进中国房地产企业投资吗?——来自中国 A 股上市公司的经验分析[J]. 国际金融研究,2021(02):12-22.

[4] 李政,孙丽玲,王子美. 基于关联网的经济政策不确定性全球溢出效应研究[J]. 国际金融研究,2020(04):54-64.

[5] 谭小芬,张凯,耿亚莹. 全球经济政策不确定性对新兴经济体资本流动的影响[J]. 财贸经济,2018(03):35-49.

[6] 萧月,李心丹,陈丽阳,陈潜润. 多元不确定性冲击下国际油价波动风险研究[J]. 国际金融研究,2021(10):46-55.

[7] 张明,肖立晟. 国际资本流动的驱动因素:新兴市场与发达经济体的比较[J]. 世界经济,2014(08):151-172.

[8] 祝继高,胡诗阳,陆正飞. 商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金融出方的实证研究[J]. 金融研究,2016(01):66-82.

[9] Ahmed S, Zlate A. Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World[J]. Journal of International Money and Finance, 2014, 221-248.

[10] Avdjiev S, Hardy B, Kalemli-Ozcan S, Serven L. Gross Capital Flows into Banks, Corporates and Sovereigns[R]. NBER Working Paper, 2017.

[11] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. Quarterly Journal of Economics, 2016(4): 1593-1636.

[12] Bruno V, Shin H S. Capital Flows and the Risk-taking Channel of Monetary Policy[J]. Journal of Monetary Economics, 2015a:119-132.

[13] Bruno V, Shin H S. Cross-border Banking and Global Liquidity[J]. Review of Economic Studies, 2015b:535-564.

[14] Calvo G A, Leiderman L, Reinhart C M. Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors[J]. IMF Staff Papers, 1993(1):108-151.

[15] Calvo G A, Leiderman L, Reinhart C M. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s[J]. Journal of Economic Perspectives, 1996(2):123-139.

[16] Cerutti E, Claessens S, Puy D. Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals[J]. Journal of International Economics, 2019:133-149.

[17] Davis J S, Valente G, van Wincoop E. Global Drivers of Gross and Net Capital Flows[J]. Journal of International Economics, 2021.

[18] Diamond D W, Dybvig P H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity[J]. Journal of Political Economy, 1983(3):401-419.

[19] Forbes K J, Warnock F E. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment[J]. Journal of International Economics, 2012(2):235-251.

[20] Fratzscher M. Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis[J]. Journal of International Economics, 2012(2):341-356.

[21] Ghosh A R, Qureshi M S, Kim J I, Zalduendo J. Surges[J]. Journal of International Economics, 2014(2):266-285.

[22] Hashimoto Y, Krogstrup S. Capital Flows: The Role of Bank and Nonbank Balance Sheets[R]. IMF Working Papers, 2019.

[23] Huang Y, Luk P. Measuring Economic Policy Uncertainty in China[J]. China Economic Review, 2020, 59:1-18.

[24] Krogstrup S, Tille C. Foreign Currency Bank Funding and Global Factors[R]. IMF Working Papers, 2018.

[25] McCauley R N, McGuire P, Von Peter G. The Architecture of Global Banking: From International to Multinational? [R]. BIS Quarterly Review, 2010.

[26] Raunig B, Scharler J, Sindermann F. Do Banks Lend Less in Uncertain Times? [J]. Economica, 2017(336):682-711.

[27] Shim I, Shin K. Financial Stress in Lender Countries and Capital Outflows from Emerging Market Economies[J]. Journal of International Money and Finance, 2021.

[28] Taylor M P, Sarno L. Capital Flows to Developing Countries: Long - and Short - term Determinants [J]. World Bank Economic Review, 1997(3):451-470.