



# 跨境资本流动：特点、趋势与影响

谭小芬 张珂珂

**摘要：**开放经济条件下，跨境资本流动对经济增长和金融稳定具有重要影响。2008年全球金融危机以来，跨境资本流动的速度、方向、构成与主体均发生了结构性变化，呈现全球跨境资本流动增速下滑、证券组合投资流动占比提升、非银行金融机构的跨境资金中介作用提升等特征。后疫情时代，全球加息潮与本国金融市场发展分别从拉动与推动层面进一步导致跨境资本短期流出与长期流入新兴经济体。在此期间，跨境资本流动在拓宽新兴市场国家资金来源与投资结构，提升其金融体系运行效率的同时，也增加了各国对外部金融环境变动的风险敞口，表现为证券组合投资占比提升引发的资本异常波动频率增加与非银行金融部门贷款的顺周期性促使金融脆弱性提升。未来，应增强跨境资本流动宏观审慎监管、优化非金融企业的融资环境、加深国际货币政策协调、推进中国金融双向开放的步伐并提升汇率弹性。

**关键词：**跨境资本流动 金融开放 债券市场发展 美国货币政策

党的二十大报告指出，要推进高水平对外开放，实行更加积极主动的开放战略，形成更大范围、更宽领域、更深层次对外开放格局。在开放经济体条件下，跨境资本流动对经济增长和金融稳定具有重要影响。一方面，跨境资本流动能够分散金融风险，拓展东道国资本市场广度和深度，提高金融市场效率；另一方面，跨境资本流动能够通过汇率的金融渠道、风险承担渠道等放大外部冲击对实体经济的影响。

当前，金融深度开放下的中国面临的国际不稳定性因素显著上升，厘清全球跨

境资本流动发展的规律特征，考察由此带来的经济影响并针对性地提出政策建议，对防范外部金融风险，推进高水平对外开放，进而构建以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局具有重要意义。

## 跨境资本流动发展的特点

跨境资本流动是各国金融市场互动的重要载体，过去二十年间，随着全球金融一体化的加深，跨境资本流动的波动日益频繁。其中，2008年的全球金融危机是跨境资本流动发展的重要转折点，危机后跨

谭小芬，北京航空航天大学经济管理学院金融学教授、博士生导师，国家自然科学基金重点项目首席专家，“教育部新世纪优秀人才支持计划”入选者；张珂珂，中央财经大学金融学院博士后。基金项目：国家社科基金重大项目“负利率时代金融系统性风险的识别和防范研究”（20&ZD101）的资助。

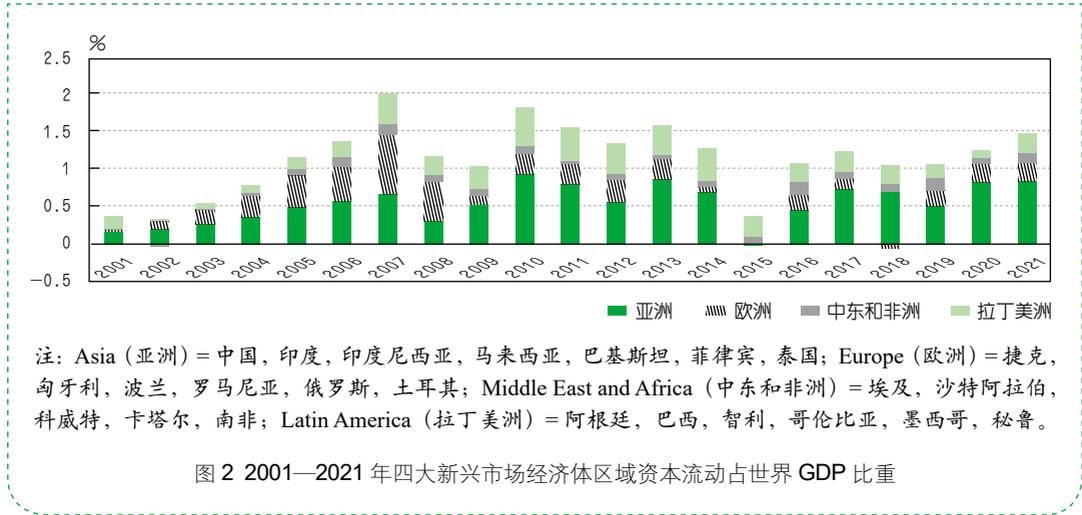
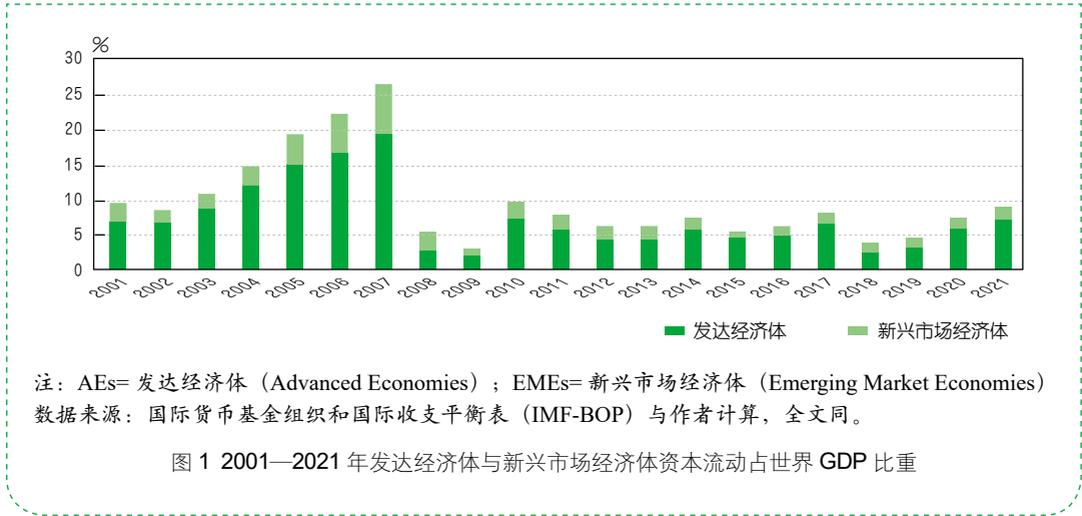


境资本流动的增速与发展模式出现了显著变化。

### 全球跨境资本流动增速明显下滑，新兴市场经济体资本流速相对平稳

全球金融危机后，各国意识到较之净资本流动，总资本流动更能显示本国经济

状况与金融脆弱性，遂将研究对象从净资本流动转移至总资本流动<sup>①</sup>。2002—2007年，全球总跨境资本流入保持年均31.3%的增速，流动规模于2007年攀至顶峰15.35万亿美元，约占全球GDP的26.3%。金融危机期间，全球跨境资本流动总规模迅



① 总资本流入指非居民购买的国内资产减其售卖的该资产，总资本流出指居民购买的外国资产减其售卖的该资产，净资本流入等于总资本流入与总资本流出的差值。



速降至1.99万亿美元, 而后上升态势并不明显, 2008—2021年间平均增速约为13.4%, 不及危机前的一半。

分经济体类型看, 造成全球跨境资本增速下滑的原因多在于发达经济体。图1展示了2001—2021年发达经济体与新兴经济体总资本流入的情况, 可以看出, 流入发达经济体的资本变化趋势与全球总跨境资本流入的趋势基本保持一致, 其占世界GDP的比重于2007年高达18%, 但危机之后再未超过7%。与之相反, 流入新兴经济体的资本占世界GDP的比重较为稳定, 长期保持在2%左右。

进一步地, 将新兴经济体分为四大区域(图2), 不难看出, 与其他资本流动较

为稳定的新兴经济体相比, 亚洲新兴经济体流动占世界GDP比重反而保持着增长的态势, 从2008年的0.3%上升至2021年的0.8%。该现象与国际投资者日益青睐中国资本市场, 将大量资本投入中国息息相关。2008—2021年, 中国总资本流入保持着21.6%的平均增速, 流动规模从166亿美元升至668亿美元, 占全球新兴经济体总资本流入的比例由8.7%上升至35.3%, 中国资本市场在全球金融市场中的重要性日益凸显<sup>①</sup>。

### 证券组合投资流动占比显著提升, 成为跨境信贷的主要源头

全球金融危机后的十年间, 证券投资组合的比重大幅提升。2010—2019年, 证券投资组合总流动占跨境资本总流动的

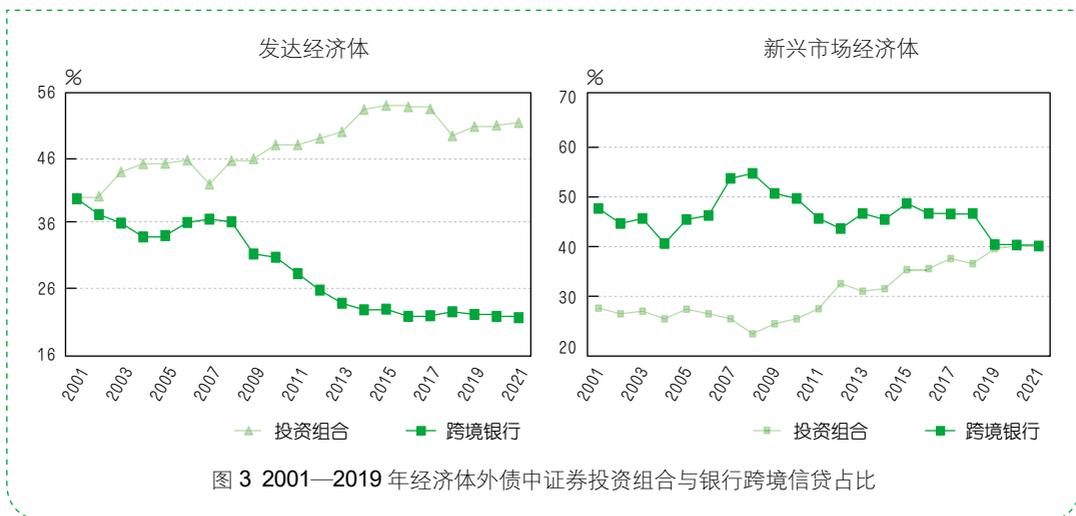


图3 2001—2019年经济体外债中证券投资组合与银行跨境信贷占比

① 中国资本市场之所以对国际投资者吸引力日益增强, 究其原因, 一方面是随着人民币国际化和中国资本市场对外开放, 国际投资者投资我国证券变得更加便利; 另一方面是我国债券的收益率相对更具有吸引力, 债券违约风险较低。彭博与Wind数据显示, 近十年, 中国十年期债券收益率平均为3.18%, 比美国、英国等发达国家高近0.4个百分点, 虽然较印度、印度尼西亚等亚洲新兴国家7%左右的收益率仍有差距, 但中国的主权债务违约风险远低于这些国家。2010—2022年, 我国平均主权债务预期违约率平均为0.75%, 约为印度、印度尼西亚的三分之一。可见, 中国债券市场逐渐成为国际投资者权衡风险与收益后的选择。



比重从29.4%一路攀升至50.6%，即使疫情期间全球投资者的避险情绪上升，证券投资组合总流动占比有所下降，平均占比也达到40.7%，成为跨境资本流动的重要组成部分。与之相对的是，跨境银行信贷占比大幅萎缩，比重从2010年的36.8%跌落至2019年的22.7%。该现象与金融危机后全球加强宏观审慎监管、各国银行部门纷纷开展“去杠杆”行动息息相关。当然同样受疫情冲击后宽松货币政策的作用，银行开始拓宽自身的流动性，2020—2021年，跨境银行信贷触底反弹，平均占比为42.7%。

对于发达经济体而言，海外债券融资始终是其主要的融资方式，主要体现在证券投资组合流动占总外债的比重上。图3左图展示了2001—2021年发达经济体总外债中证券投资组合的比重，可以看出，全球金融危机后，发达经济体证券投资组合的占比呈现总体上升的态势，于2015年达到高

峰54.1%。与此同时，跨境银行信贷逐年下降，从2010年31%逐步降至2021年21.8%。同理可见图3右图展示的新兴经济体的情况，跨境银行信贷在金融危机后呈震荡下跌趋势，并于2019年达到低谷39.5%。

### 非银行金融机构的跨境资金中介作用大幅提升，公共部门融资占比明显增加

全球金融危机后，跨境资本流动的个体产生了较大的改变，以投资基金为代表的非银行金融机构（NBFI）的中介作用明显强化。金融稳定理事会（FSB）的数据显示，截至2021年底，NBFI的总资产高达239.3万亿美元，增长率为8.9%，创近五年新高，其占金融机构总资产的比重也接近50%（图4）。在跨境组合投资中，非银行金融机构份额也由76.82%升至80.11%。作为现有跨境资本流动的主体，非银行金融机构注重与传统跨境资本流动主体银行部门间的业务往来，提升了各国投资者的风险承担水平与资金配置效率（Eren &

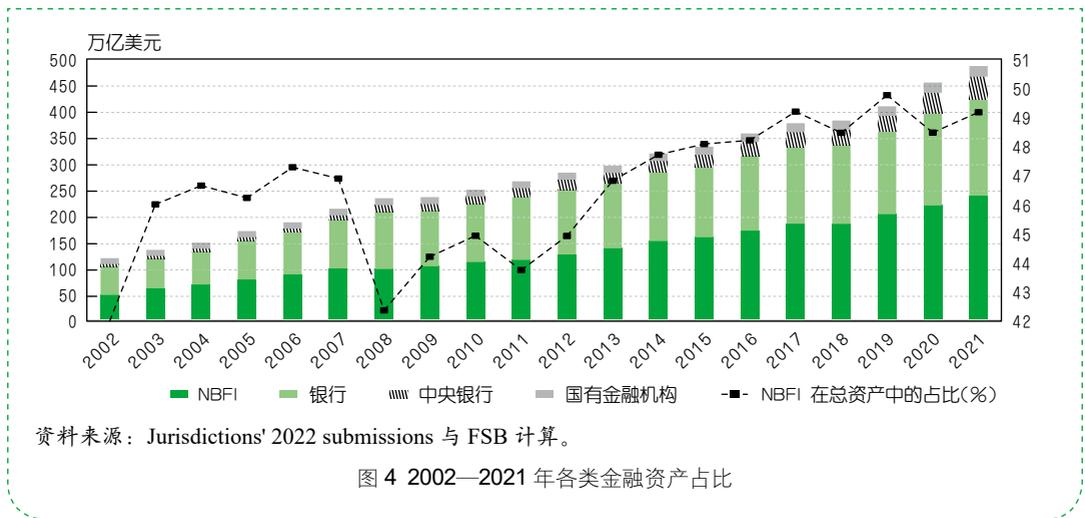


图4 2002—2021年各类金融资产占比



Wooldridge, 2022)。

以政府为代表的公共部门在融资过程中的比重显著提升。全球金融危机之后, 公共部门债券发行能够解释许多国家外债逐年攀升的现象 (Lane & Milesi-Ferretti, 2017), 这一趋势反映在跨境债券基金流动之中, 且对新兴经济体尤为突出。<sup>①</sup>

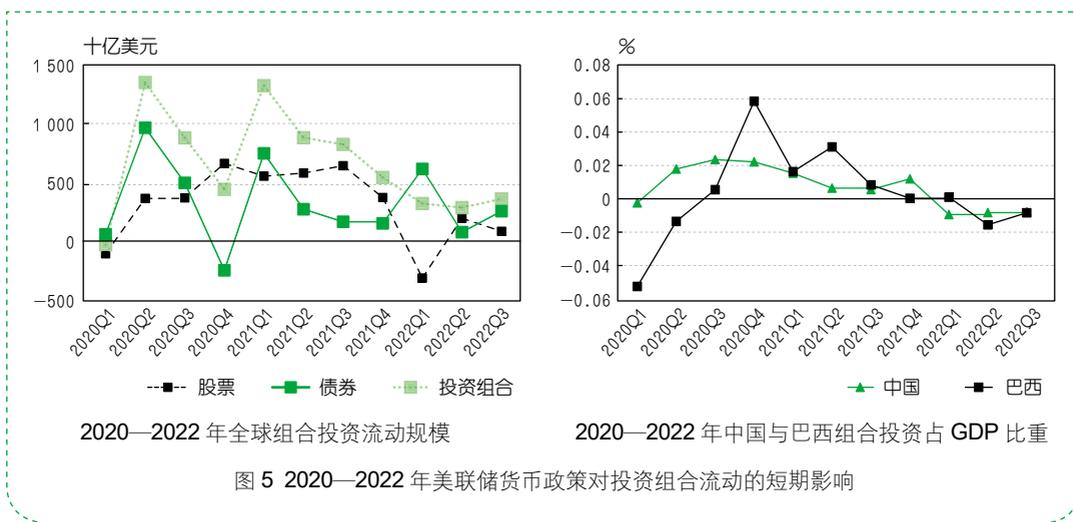
### 跨境资本流动发展的趋势

受疫情冲击影响, 全球金融危机后的跨境资本流动发展特征在短期发生了改变。冲击前期, 跨境资本大幅流出新兴经济体, 组合投资尤其是债券投资流入下降。随着美联储无限宽松的货币政策, 全球流动性放宽, 流出趋势有所缓解。冲击中后期, 美联储持续加息与全

球通胀问题叠加促使全球投资者风险厌恶情绪上升, 进而导致新兴经济体资本流出加剧, 此时各国资本流动情况有所差异。未来, 随着各国经济的有序复苏以及投资者风险厌恶情绪的下降, 国际投资者会更加青睐那些金融发展水平较高的新兴市场经济体。

### 全球加息潮将导致短期跨境资本流出新兴市场经济体

从“推动-拉动”分析框架来看, 美联储货币政策是影响各国资本流动的重要推动因素 (Rey, 2015)。2020年3月, 美国开始了近二十个月的无限量化宽松政策, 促使全球流动性上升, 全球跨境资本流动在冲击前期减少的态势有所缓解。但随着各国通胀的上升, 以美国为首的发达经济



① 2009—2021年, 流入新兴经济体的组合投资中, 公共部门份额占比逐渐超50%。与此同时, 政府国际债券一直是新兴经济体发行的主体, 21世纪初占比在60%以上, 即使是全球金融危机爆发的2008年仍占50.6%。虽然金融危机之后, 政府国际债券发行占比呈现下降态势, 但始终占比在40%以上, 仍是主要的国际债券的发行主体。



体开启了全球“加息潮”，受限于自身经济金融发展水平，新兴市场经济体的跨境资本流动规模短期将会减少。

图5左图是2020Q2—2022Q2时期全球组合投资流动的情况，可以发现，自2020年3—6月美联储紧急降息50bps，并将基准利率下调至0~0.25%的超低水平后，全球投资组合流入从一季度的-163.4亿美元跃升至第二季度的1.36万亿美元，其中债券的回升幅度明显高于股票，这可能是由于全球周期环境缩紧的情况下，投资者纷纷选择安全资产进行避险，将部分股票资金转为债券进行安全资产转移。然而，随着美国内部通胀水平高居不下，美联储不得不于2021年底紧缩银根，进而引发了全球加息潮。此时，证券组合流动开始大幅缩减，2021Q2—2022Q2期间规模减小5946亿美元，且该现象主要由股票基金的缩减所致。短期内美联储加息趋向不变，可以预见，全球跨境资本流入可能会进一步缩减。

值得关注的是，面对美联储系列货币政策冲击，不同国家的资本流动具有差异性。图5右图显示，中国证券组合投资占GDP比重在疫情暴发后的三年内大致呈“M”型，面对美联储的量化宽松与多轮加息，中国组合流动变化上下起伏但相对平稳，与巴西的倒“V”型的大进大出式流动明显不同，这与中国稳健的货币政策与逐渐向好的经济基本面息息相关。但在美元仍是主要世界货币的情况下，中国当前无法完全隔绝美国货币政策的冲击（刘

晓欣和张珂珂，2021），面对以美国为首持续的全球加息潮，短期中国跨境资本仍有可能呈现流入下降的态势。

### 新兴经济体金融市场发展将提升其市场韧性，吸引更多资本的长期流入

当前，美元虽为主要的世界投融资货币，但在全球金融活动中的占比逐步降低，该现象体现出新兴经济体对更为稳定、风险更低的融资来源的需求日益上升。为应对疫情，新兴经济体纷纷通过发行政府债券为启动经济进行融资。根据国际金融协会（IIF）的统计，截至2021年底，全球债务总额达303万亿美元，其中，新兴经济体债务总额超过95万亿美元，占其GDP比重约248%，比疫情前增加了20%以上。而在新增发行的币种构成中，新兴经济体近期以来更倚重本币计价债券的发行，许多经济体本币债券发行是2003年以来的最高水平。

图6展示了主要新兴市场经济体



图6 2010—2022年主要新兴经济体债券市场发展的规模与结构



2012Q1—2022Q2债券市场发展的状况<sup>①</sup>, 可以看出, 各国债券市场发行规模占GDP的比重显著提升, 于2021年一季度达到顶峰173.7%, 与此同时, 本币债券市场的占比也从2010年一季度的24.6%攀升至2020年二季度的30.1%。这一增加在全球风险偏好水平有所下降的情形下出现, 意味着新兴经济体更加关注外部融资风险, 主动调整融资币种。面对美联储加息导致的外币融资成本上升, 新兴经济体预计会进一步强化本国债券市场发展广度, 同时深化以本币进行融资的需求。长期来看, 本国债券市场广度与深度的发展不仅会缓解新兴市场货币错配问题, 提升其面对冲击的韧性, 而且能够促进资产有效配置 (Fratzscher, 2012)。因而可以预见, 随着本国债券市场的发展以及本币债券市场投资者结构的改善, 新兴经济体跨境资本流入递增的态势可能会逐渐显现。

### 跨境资本流动发展的经济金融影响

作为金融市场双向开放的产物, 跨境资本流动的发展是一柄双刃剑。一方面, 新兴资本市场的资金来源愈加丰富, 金融体系运行效率得以提升, 投资风险得以有效分散; 另一方面, 新兴经济体证券组合资本大进大出频率明显增加, 金融脆弱性随之提高。

### 多样化的资金来源与投资结构提升了金融体系的运行效率

全球金融危机后, 在全球跨境资本流动规模下降的背景下, 新兴市场经济体的跨境资本流动相对平稳。其中, 境外对内投资即跨境资本流入有利于丰富资本市场的资金来源, 境内对外投资即跨境资本流出有利于优化资产组合持有, 分散投资风险和促进资产有效配置, 两者共同作用有力提升了新兴市场本国的金融体系运行效率 (Aldasoro et al., 2022)。

以中国资本市场为例, 近年来, 我国证券市场境外资金流入显著增加。自2017年“债券通”上线以来, 境外市场参与主体和投资渠道逐步扩大。截至2022年11月末, 共有1 071家境外机构主体进入银行间债券市场, 其中通过“债券通”渠道入市的境外机构有782家, 占比约73%。同时, 2019年以来, 通过沪股通与深股通北向流入的资金不断增加。截至2021年底, 北向资金累计流入达16 346亿元, 较2019年增长35.95%。北向资金流入不仅丰富了境内A股市场的资金来源而且提振了市场信心, 对国内金融市场稳定性产生了重要作用。

此外, 我国持有境外资产不断增加, 且品类愈加丰富。依据Wind数据, 截至2022年6月, 我国合格境内投资者 (QDII和RQDII) 机构投资者投资非居民发行的

① 主要新兴市场经济体包含: 阿根廷、保加利亚、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、克罗地亚、匈牙利、印度尼西亚、以色列、印度、韩国、墨西哥、马来西亚、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、泰国、土耳其、南非。



证券总额为136亿美元，较2011年6月提升了十倍。多年来，我国对美国投资购买的金融产品以美国国债和机构债券为主，近几年，投资美国公司债券和公司股票的资产占比逐年提升。截至2023年1月，我国私人部门投资于美国公司股票的份额高达67%，成为主要的对外投资资产。

### 证券组合投资占比的提升导致资本异常波动频率增加

跨境资本流动构成发展的主要特征是证券投资组合占比逐步提升，2001—2021

年，证券组合投资占比提升了30%。现有研究指出，与外国直接投资（FDI）和银行资本流动相比，证券组合投资更容易受到全球因素的影响，导致资本异常波动频率大幅提升（Koepke，2019）。

图7展示了2001—2021年新兴市场国家与发达国家跨境资本流入中债券资本与股权资本份额波动情况，可以看出，金融危机之后，无论是新兴经济体还是发达国家，证券组合流动的波动性大幅上升，且较之股票波动，债券流动的波动性更强<sup>①</sup>。

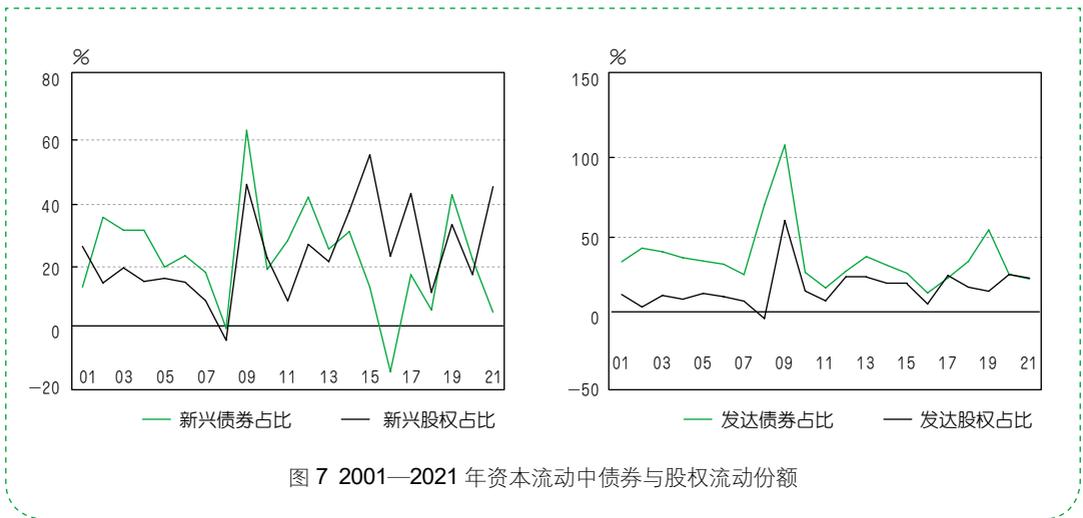


图7 2001—2021年资本流动中债券与股权流动份额

表1 1985—2020年新兴经济体资本涌入国家占比

资本涌入	1985—2020年	1997—2007年	2010—2020年
外国直接投资	17.6%	20.9%	10.7%
证券组合债券投资	11.4%	9.2%	11.7%
证券组合股票投资	12.0%	12.3%	9.1%
跨境银行贷款	11.0%	11.0%	9.4%

<sup>①</sup> 根据Forbes & Warnock (2021) 计算的资本异常波动情况来看，全球金融危机后，在其他类别资本涌入的国家占比均有所下降的背景下，新兴经济体债券投资流动发生资本涌入的国家占比却有所上升，与1997—2007年的9.2%相比，2010—2020年新兴经济体债券资本涌入的国家占比提高了2.5个百分点（表1）。



历史经验表明，资本涌入极易发生逆转，超三分之一的资本涌入最后以逆转结束，进而威胁经济发展与金融稳定。Benigno et al. (2015) 利用70个国家的资本流动数据识别出155个资本异常波动时刻，研究发现当资本大量涌入经济体后，资本配置会从劳动性生产部门转移到非劳动性生产部门，进而导致资本涌入停止后，整体经济增速下降，陷入衰退阶段。此外，资本涌入会引发经济体信贷繁荣与资产价格攀升，累积大量金融体系风险。一旦资本涌入逆转，资产价格会随之破裂，导致企业资产负债表恶化，偿债能力下降，进而导致银行不良资产率上升，银行体系脆弱性增加，最终引发系统性风险。

### 非银行金融部门贷款的顺周期性促使金融脆弱性提升

近些年，非银行金融部门在企业融资过程中发挥着愈发重要的作用。国际清算银行（BIS）统计数据表明，截至2019年底，非银行金融部门面向非金融企业发放的银团贷款高达4 100亿美元，在近30年的时间内增长了20倍。毋庸置疑，这些银团贷款缓解了多数新兴经济体中融资机会有限的企业融资约束困境，并促进了一个更加多样化和高效的全球金融体系（Chernenko et al., 2021），但其普遍存在的流动性错配风险与高度集中的贷款范围，决定了非银行金融部门的贷款比银行贷款更具顺周期性，对金融稳定与实体经济产生更强的冲击效应（Aramonte et al., 2021）。

首先，以投资基金为代表的非银行

金融部门多数面临着流动性错配问题，即资产端与负债端资产存在流动性差异。比如开放式共同基金的负债端通常是具有每日赎回基金份额权的投资者，但资产端多对应着基金管理人手中持有的新兴市场证券，后者通常收益率较高，流动性不足。当市场处于动荡时期，投资者争当首批赎回者，产生的“羊群效应”可能引发非银行金融部门遭到全面挤兑，由于投资者基金一般不能获得中央银行等公共部门的支持，基金经理便会大幅抛售手中的资产，促使资产价格大幅下降，放大冲击对新兴市场金融市场造成的负面影响（Pascual et al., 2021）。此外，非银行金融机构的资产也可能对应着外国借款人的贷款合同，面对国内金融状况收紧的冲击，非银行金融机构会大幅紧缩向外国借款人发放的新贷款，导致借款企业的外源融资下降，影响借款国的公司业绩与经济增长（Chodorow-Reich, 2014）。再者，与银行部门相比，非银行的银团贷款在各国和各行业的集中度更高，且波动性更大，同时它的利差也更高，意味着从非银行借款的公司杠杆率较高、利润较低。当前，新兴市场国家的外债创历史新高，非金融部门的杠杆率高达101.6%，意味着一旦公司的负债过重，偿债能力下降，非银行金融机构将面临债务违约风险。最后，从借款人角度来看，当前流入新兴市场经济体的资金高度依赖于少数几个资产管理公司。EPFR数据表明，截至2020年底，前五大资产管理公司持有的新兴市场债券份额超过



20%。该现象会加剧“共同债权人传染机制”（虞梦微等，2023），也会通过基金家族相似的投资策略加剧新兴市场资本流动的顺周期性。

### 应对跨境资本流动风险的政策建议

全球金融危机后，跨境资本流动发展出现了新的特征与趋势，资本流速、流向、构成与主体均发生了结构性变化。全球疫情冲击后，美国货币政策与新兴经济体金融市场发展分别从拉动与推动层面进一步影响了跨境资本流动的变化。在此期间，跨境资本流动在提升金融体系运行效率的同时，也增加了各国对外部金融环境变动的风险敞口。中国当前需要提高开放条件下的风险防控能力，积极有效地管理跨境资本流动发展导致的风险。为此，本文针对风险的事先识别、事中传导与事后应对提出如下几点政策建议。

**第一，增强跨境资本流动宏观审慎监管，完善风险预警与隔离机制。**继续建立健全“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，完善跨境资本流动风险预警系统。首先，推动数字人民币的发展，实时准确地捕捉每笔资金的交易行为，及时针对境外市场的资本异常流动采取对冲措施，将外部风险有效地隔离出中国境内。其次，加强跨境组合投资流动项目的监管，并将其中的股票基金与债券基金进行分类监管，重点考察波动幅度较大的债券基金的流动。同时，拓宽证券组合基金的监管工具，并针对市场不同时期与资金

流动方向针对性地制定宏观审慎政策。再者，注重证券组合投资流动宏观审慎政策的调控时机与力度，分类型进行极端组合投资资本流动的预防与管控，尤其是加强对其资本涌入的监管。最后，加强跨境监管和处置合作，建立宏观审慎监管的国际协调机制，降低跨境监管套利和风险跨境传染，坚决维护好金融稳定和金融安全，进一步推动形成金融制度性、系统性高水平开放新格局。

**第二，强化对非银行业金融机构的金融监管，优化非金融企业的融资环境。**一方面，加强对各国非金融机构交易行为的监管，降低非金融机构的流动性错配问题。同时，加强市场的预期引导，尤其是在流动性紧缩期间，加强与公众的沟通，从源头上减弱非金融机构的冲击跨境传导。另一方面，优化新兴市场国家融资结构，改善非金融企业融资环境。全球金融危机后，资本不断涌入新兴经济体的原因，不仅由于非金融机构寻求高收益，而且是新兴经济体非金融企业不断寻求外源融资的结果。当外债规模占GDP比重不断攀升时，主权债务风险需要警惕。当前，中国外债规模占GDP比重虽未到达国际警戒线，但市场融资结构仍以间接融资为主，企业面临的融资约束较大。因此，政府可紧抓数字经济时代契机，促进本国数字金融的发展，通过数字金融的普惠性与数字性，为融资约束较大的企业“雪中送炭”，减少外债规模，进而减轻外部环境不利时期非金融机构大幅撤资对本国经济金融的危害。



第三, 加深国际货币政策协调, 积极应对全球流动性不足。作为全球金融周期的重要驱动力, 美国货币政策对新兴经济体跨境资本流动的影响不容忽视。但在新发展格局阶段, 中国货币政策已表现出明显的独立性(梅冬州和张咪, 2023), 正是这种独立性使中国跨境资本流动在国际疫情冲击期间并未遭遇大幅流出的命运打击。在初步具备应对美国货币政策冲击能力的情况下, 我国更需要积极与美方货币当局沟通, 加强与美方就国际货币政策的协调进行充分的信息交流, 深入考察美国货币政策的传导机理与影响方向, 更加迅速地应对可能的跨境资本流出冲击, 减轻此轮加息潮对国内经济的影响。

第四, 大力推进中国金融双向开放的步伐, 积极发展本国债券市场。党的十八大以来, 我国始终贯彻以开放促发展的政策宗旨, 金融对外开放的步伐日益加快, 但中国当前的开放程度仍相对较低。以债券市场开放为例, 截至2022年12月, 境外机构持有银行间市场债券约占银行间债券市场总托管量的2.7%, 持有债券品种也相对单一, 国债与政策性金融债约占90%。产生该现象的原因与国内评级机构发展以

及衍生品市场发展不足等相关, 因此, 需要进一步完善国内信用评级体系, 创新发展特色债券品种, 发展特色衍生品对冲工具, 增加境外投资者的投资信息。此外, 注重债券市场投资者结构, 增加本币债券市场发展中国投资者的份额。尽管新兴经济体本币债券市场的发展能够帮助企业有效规避汇率风险, 但其对境外投资者的依赖度较发达经济体要高, 这会导致新兴经济体在面对全球金融周期冲击时更加脆弱(Hofmann et al., 2020)。

第五, 加强汇率市场化机制改革, 提升汇率弹性。当前, “三元悖论”在我国依然存在, 人民币汇率弹性仍具有冲击缓冲器的作用。2020年以来, 人民币兑美元年化波动率为4.5%, 与主要货币基本相当。未来我国需进一步提高汇率弹性, 减少外汇干预, 避免跨境资本流动冲击发生后外汇市场形成单边预期, 造成汇率单边大幅波动。增强宏观经济基本面对个体汇率预期异质性的影响, 促使人民币汇率波动反映更多的宏观经济基本面信息, 增加汇率作为宏观经济和国际收支自主稳定器的作用。<sup>[N]</sup>

学术编辑: 卢超群

#### 参考文献:

- [1] 刘晓欣, 张珂珂. 外部金融冲击传导与中国应对之术——一个基于虚拟经济视角的文献综述[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2021, 41(10): 39-50.
- [2] 梅冬州, 张咪. 中国与美国货币政策外溢的非对称性——理论建模与实证分析[J]. 中国工业经济, 2023(02): 17-35.
- [3] 虞梦微, 谭小芬, 赵茜, 李想. 全球金融周期与新兴市场跨境债券资本流动管理——来自EPFR跨境债券基金的证据[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40(01): 152-171.
- [4] Aldasoro I, S Doerr, H Zhou. Non-bank lenders in the syndicated loan market[R]. BIS Quarterly



- Review,2022.
- [5] Aramonte S,F Avalos.The rise of private markets[J].BIS Quarterly Review,2022:69–82.
- [6] Benigno G,Converse N,Fornaro L.Large capital inflows, sectoral allocation, and economic performance[J]. Journal of International Money and Finance,2015,55:60-87.
- [7] Chernenko S,I EreI,R Prilmeier.Why do firms borrow directly from nonbanks?[R].BIS Working paper,2021.
- [8] Chodorow-Reich G.The employment effects of credit market disruptions: firm-level evidence from the 2008–09 financial crisis[J].Quarterly Journal of Economics,2014,129(1):1–59.
- [9] Eren E,Wooldrige P.The role of non-bank financial institutions in cross-border spillovers[J].BIS Working Paper,2022.
- [10] Forbes K J,Warnock F E.Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment[J].Journal of International Economics,2012,88(2):235-251.
- [11] Fratzscher M.Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis[J].Journal of International Economics,2012,88(2):341-356.
- [12] Hofmann B,Shim I,Shin H S.Emerging Market Economy Exchange Rates and Local Currency Bond Markets amid the Covid-19 Pandemic[R].BIS Bulletins,2020,5.
- [13] Koepke R.What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature[J]. Journal of Economic Surveys,2019,33(2):516–540.
- [14] Lane P,G Milesi-Ferretti.International financial integration in the aftermath of the global financial crisis[R].IMF Working Papers,2017,17/115.
- [15] López G G,Stracca L.Changing patterns of capital flows[R].CFGS Working paper,2021.
- [16] Pascual A G,Singh R,Surti J.Investment Funds and Financial Stability: Policy Considerations[J].IMF Monetary and Capital Markets Department,2021.
- [17] Rey H.Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence[R].NBER Working Paper,2015:285-333.

### Cross Border Capital Flows: Characteristics, Trends, and Impacts

TAN Xiaofen<sup>1</sup> ZHANG Keke<sup>2</sup>

(1.School of Economics and Management, Beihang University;2.School of Finance, Cufe)

**Abstract** In an open economy, cross-border capital flows play an important role in economic growth and financial stability. Since the 2008 global financial crisis, structural changes have taken place in the speed, direction, and composition of cross-border capital flows around the world. This has been exemplified in a decline in the growth rate of global cross-border capital flows, a rise in the proportion of portfolio investment flows, and an expanded role for non-bank financial institutions as cross-border capital intermediaries. In the post-pandemic era, global interest rate hikes and the development of domestic financial markets have led to expanded short-term and long-term cross-border capital flows into and out from emerging economies. During this period, cross-border capital flows have broadened the funding sources and investment structures of emerging market economies and improved the operational efficiency of their financial systems. At the same time, for many countries, there has been an increase in the risk exposure to changes in the external financial environment. This has been reflected in the increased frequency of abnormal fluctuations in capital flows due to the rising proportion of securities portfolio investment and the procyclicality of loans from non-bank financial sectors. This in turn has promoted greater financial vulnerability. In the future, it will be necessary to strengthen macro prudential supervision of cross-border capital flows, optimize the financing environment for non-financial enterprises, and deepen international monetary policy coordination. It will also be necessary to boost the pace of two-way financial openness in China and improve exchange rate flexibility in order to prevent external risks and coordinate security and development.

**Keywords** Cross-Border Capital Flows, Finance Opening-up, The Development of Bond Market, US Monetary Policy

**JEL Classification** F32 F36 O16