

国际资本流动的顺周期性 with 宏观审慎政策协调研究

石岩

江苏省南京工程高等职业学校, 江苏南京 210000

摘要: 在全球化金融体系中, 国际资本流动的顺周期性特征日益凸显, 其在经济繁荣期过度涌入与衰退期集中撤离的波动模式, 易加剧东道国金融脆弱性并放大宏观经济波动。本文基于国际资本流动顺周期性的形成机制, 结合新兴市场与发达经济体的典型案例, 剖析宏观审慎政策在平抑资本流动波动中的作用逻辑与协调困境。研究发现, 信息不对称引发的“羊群效应”、跨境金融机构的风险承担行为以及汇率与资产价格的反馈循环, 是顺周期性强化的核心动因; 而单一国家宏观审慎政策的“溢出效应”、政策工具与货币政策的协同不足, 制约了调控效果。通过构建政策协调框架与跨国协作机制, 可有效提升宏观审慎政策的有效性。文末提出完善政策工具箱、强化跨境监管协作、优化政策搭配等建议, 为防范资本流动顺周期风险提供参考。

关键词: 国际资本流动; 顺周期性; 宏观审慎政策; 政策协调

引言

随着全球金融一体化进程加速, 国际资本流动规模从 2000 年的不足 1 万亿美元增至 2022 年的 3.2 万亿美元, 其在促进东道国资本配置效率提升的同时, 也因显著的顺周期性成为金融风险传导的重要载体。2008 年国际金融危机、2013 年“美联储缩减恐慌”以及 2020 年新冠疫情冲击中, 国际资本流动的“急停与反弹”

现象, 均对新兴市场国家的汇率稳定、外债可持续性 & 金融体系安全构成严峻挑战。宏观审慎政策作为防范系统性金融风险的核心工具, 其在平抑资本流动顺周期波动中的效果已得到广泛关注, 但单一国家政策的“以邻为壑”效应、政策工具与其他宏观经济政策的协同不足等问题, 仍制约着调控目标的实现。基于此, 本文从国际资本流动顺周期性的形成机制切入, 结合典型案例分析宏观审慎政策的实施效果与协调困境, 进而提出政策优化路径, 为维护全球金融稳定提供理论与实践参考 [1]。

一、国际资本流动顺周期性的形成机制与表现

(一) 核心形成机制

在全球化金融市场中, 投资者难以全面掌握东道国的经济基本面与政策动态, 易依赖短期市场信号进行决策。当经济处于繁荣期时, 东道国资产价格上涨与汇率升值会形成“赚钱效应”, 吸引大量投资者跟风涌入, 推动资本流动规模扩张; 而当经济面临下行压力时, 局部风险事件会引发市场恐慌, 投资者集体撤离导致资本流动

“急停”, 形成“羊群效应”。以 2013 年“美联储缩减恐慌”为例, 美联储宣布缩减量化宽松规模后, 新兴市场投资者因担忧资本外流与汇率贬值, 仅 3 个月内便从印度、印尼等国撤离资本超 800 亿美元, 凸显信息不对称下顺周期波动的放大效应。跨境银行、对冲基金等金融机构的风险偏好具有显著顺周期特征。在经济繁荣期, 金融机构资产质量改善、资本充足率提升, 风险承担意愿增强, 通过扩大跨境信贷、加杠杆等方式增加资本输出; 而在经济衰退期, 不良资产率上升、监管要求趋严, 金融机构会收缩跨境业务以降低风险敞口, 进一步加剧资本流动的收缩。根据 IMF 统计, 2008—2009 年国际金融危机期间, 跨境银行对新兴市场的信贷规模同比收缩 18%, 而 2021 年全球经济复苏阶段, 该规模同比扩张 22%, 印证了金融机构风险承担行为对资本流动顺周期性的强化作用 [2]。

(二) 顺周期性的典型表现

1 资本类型差异下的顺周期分化

不同类型的国际资本 (直接投资、证券投资、其他投资) 顺周期强度存在差异。直接投资 (FDI) 因投资周期长、与东道国实体经济关联度高, 顺周期特征相对较弱; 证券投资 (如股票、债券投资) 与其他投资 (如跨境信贷) 因流动性强、对市场信号敏感, 顺周期特征更为显著。根据世界银行数据, 2008 年国际金融危机期间, 新兴市场证券投资净流入同比下降 65%, 其他投资净流入同比下降 82%, 而 FDI 净流入仅下降 18%; 2021 年经济复苏阶段, 证券投资与其他投资净流入同

比增幅分别达 45% 与 58%，远超 FDI 的 12%，凸显不同资本类型的顺周期分化 [3]。

2 经济周期中的“过度涌入”与“集中撤离”
在经济扩张期，国际资本往往过度涌入东道国，导致局部资产泡沫与外债高企。以 2007 年东南亚国家为例，经济繁荣期外资大量流入房地产市场，泰国、马来西亚房地产价格年均涨幅超 15%，同时外债规模占 GDP 比重升至 50% 以上；而 2008 年金融危机爆发后，资本集中撤离导致房地产泡沫破裂，泰国 GDP 同比下降 2.8%。在经济衰退期，资本“集中撤离”会进一步恶化东道国国际收支，加剧汇率波动。2022 年美联储加息周期中，新兴市场资本净流出规模达 1200 亿美元，印度卢比、巴西雷亚尔兑美元汇率分别贬值 10% 与 15%，凸显顺周期性对宏观经济的冲击 [4]。

表 1 2008-2022 年全球主要经济体国际资本流动顺周期波动情况（单位：十亿美元）

年份	全球资本流动总额	新兴市场资本净流入	发达经济体资本净流入	新兴市场资本流动波动率 (%)	发达经济体资本流动波动率 (%)
2008	1850	320	1530	45.2	38.6
2009	1280	180	1100	52.8	42.1
2013	2100	480	1620	61.5	45.3
2018	19				

二、宏观审慎政策对资本流动顺周期的调控效果

（一）新兴市场案例：巴西的“税收调节 + 准备金率”组合

2009—2011 年，全球量化宽松政策推动大量资本涌入巴西，导致雷亚尔升值、资产价格泡沫风险上升。巴西央行实施多轮宏观审慎政策：2009 年 10 月对外国投资者购买巴西固定收益证券征收 2% 的金融交易税（IOF），2010 年将税率提高至 6%；2011 年要求商业银行对跨境信贷计提 25% 的逆周期准备金。从效果看，政策实施后巴西证券投资净流入从 2010 年的 450 亿美元降至 2011 年的 280 亿美元，雷亚尔兑美元汇率升值幅度从 2010 年的 5.2% 收窄至 2011 年的 1.8%（巴西央行，2012），有效抑制了资本过度流入。但局限性在于，单一国家政策无法完全阻断全球流动性冲击，2013 年美联储缩减量化宽松后，巴西仍面临资本外流压力，雷亚尔年内

贬值 13%，凸显政策的“短期有效性”与“长期局限性” [5]。

（二）发达经济体案例：欧元区的逆周期资本缓冲

2014—2017 年，欧元区经济复苏带动跨境资本流入增加，部分成员国（如德国、荷兰）房地产价格涨幅超 20%，信贷扩张速度加快。欧洲央行于 2016 年启动逆周期资本缓冲机制，要求成员国商业银行根据信贷增长速度计提 0.5%～1% 的逆周期资本缓冲。从实施效果看，德国商业银行信贷增速从 2016 年的 8.5% 降至 2017 年的 5.2%，荷兰房地产价格涨幅收窄至 12%（ECB，2018），有效抑制了信贷与资产价格的顺周期扩张。但该政策的局限性在于，欧元区内部经济分化导致政策效果不均：希腊、意大利等南欧国家因经济复苏缓慢，信贷增速低迷，逆周期资本缓冲工具几乎未发挥作用，凸显“一刀切”政策的适配性问题。

（三）政策效果的共性结论

从上述案例可得出以下结论：第一，宏观审慎政策对资本流动顺周期的调控具有“短期有效性”，能通过提高跨境资本交易成本、限制金融机构风险敞口等方式快速平抑波动；第二，政策效果受“溢出效应”制约，单一国家政策无法应对全球流动性冲击，易引发资本“绕道流动”（如资本通过离岸市场进入东道国）；第三，政策工具需与经济基本面适配，“一刀切”政策难以兼顾不同经济体的差异，可能导致调控过度或不足。

三、宏观审慎政策协调的困境：溢出效应与政策冲突

（一）政策溢出效应与“囚徒困境”

单一国家实施宏观审慎政策会产生显著的“溢出效应”：若 A 国通过提高跨境资本交易税限制资本流入，资本可能转向政策宽松的 B 国，导致 B 国面临资本过度流入压力，被迫实施类似政策，形成“以邻为壑”的“囚徒困境”。2018 年，阿根廷、土耳其等新兴市场国家因资本外流实施资本管制，导致资本转向印度、印尼，两国被迫提高利率与准备金率，加剧了新兴市场整体的政策紧张（IMF，2019）。此外，发达经济体的货币政策也会对新兴市场宏观审慎政策产生溢出效应：2020 年美联储推出无限量化宽松，大量资本涌入新兴市场，导致新兴市场宏观审慎政策（如逆周期准备金率）效果被削弱，凸显全球政策协

调的必要性。

(二) 宏观审慎政策与货币政策的协同冲突

宏观审慎政策与货币政策的目标差异可能引发协同冲突：货币政策主要关注物价稳定与经济增长，而宏观审慎政策聚焦金融稳定。当经济处于“低通胀、高信贷扩张”阶段时，货币政策可能维持宽松以刺激增长，而宏观审慎政策需收紧以抑制信贷顺周期扩张，两者形成冲突。2015—2016 年的中国便是典型案例：当时中国经济面临通缩压力，货币政策持续降准降息以稳增长，但同时房地产信贷扩张加剧，宏观审慎政策需收紧房地产信贷，导致“宽货币”与“紧信贷”的协同矛盾，最终通过“差异化信贷政策”（如提高二套房首付比例）缓解冲突，但政策效果仍受制约。

(三) 跨国监管协作的制度性障碍

跨国监管协作是宏观审慎政策协调的核心，但面临制度性障碍：一是各国监管标准差异，如新兴市场与发达经济体对跨境银行的资本充足率要求不同，导致政策协调难度加大；二是信息共享机制不完善，跨境金融机构的风险敞口信息难以实时共享，影响政策的精准性；三是缺乏统一的政策协调机构，当前的 G20、IMF 等平台主要以政策沟通为主，缺乏强制约束力，难以应对突发性资本流动冲击。例如，2020 年新冠疫情期间，各国各自推出宏观审慎政策（如暂停跨境资本流出限制），缺乏协同，导致全球资本流动波动加剧。

四、国际资本流动顺周期下宏观审慎政策协调的优化路径

(一) 完善宏观审慎政策工具箱，强化逆周期调节能力

针对不同资本类型的顺周期特征，设计差异化政策工具：对证券投资等短期资本，可采用“动态金融交易税”，根据资本流动规模调整税率，如资本流入激增时提高税率，资本流出加剧时降低税率；对跨境信贷等中长期资本，可实施“逆周期跨境信贷限额”，根据东道国信贷增速调整跨境信贷规模上限。同时，引入“宏观审慎压力测试”，定期评估跨境金融机构在资本流动顺周期波动下的风险承受能力，提前预警风险。

(二) 构建“宏观审慎政策—货币政策”协同机制

建立政策协同决策机制，明确两者的分工与协作规则：当经济处于“高增长、高信贷”阶段时，

货币政策维持中性，宏观审慎政策收紧以抑制顺周期扩张；当经济处于“低增长、低信贷”阶段时，货币政策宽松以稳增长，宏观审慎政策维持中性以避免抑制信贷；当经济面临“资本外流+通缩”双重压力时，两者协同发力，如货币政策降准降息与宏观审慎政策放宽跨境资本流出限制结合。此外，设立“政策协同评估指标”，如“信贷-GDP 缺口”“跨境资本流动波动率”，动态调整政策搭配，确保目标一致。在“政策协同评估指标”体系构建上，除“信贷-GDP 缺口”“跨境资本流动波动率”外，还需纳入“通胀率偏离目标值幅度”“制造业 PMI 荣枯线偏离度”等核心指标，形成多维度监测矩阵。通过设定指标阈值触发机制，当单一指标突破预设区间或多指标出现共振信号时，自动启动政策协同会商流程，避免决策滞后。同时，建立货币政策与宏观审慎政策的常态化沟通机制，每周开展部门数据共享会，每月召开协同决策研讨会，每季度发布政策协同效果评估报告，及时校准政策方向。针对突发经济冲击，如外部贸易摩擦升级、重大金融风险暴露等情况，增设“应急协同预案库”，预设不同场景下的政策组合方案，例如在“输入性通胀+资本流入”场景中，采取货币政策结构性加息与宏观审慎政策强化跨境资本流入管理相结合的策略，实现风险快速处置。此外，引入第三方评估机构，定期对政策协同效果进行独立研判，结合市场主体问卷调查、企业融资成本监测等微观数据，动态优化政策工具搭配比例，确保政策在稳增长、防风险、调结构目标间实现最优平衡，切实提升政策协同的精准性与有效性。

(三) 强化跨国监管协作，建立全球资本流动协调框架

以 G20、IMF 为核心，建立“全球资本流动监测机制”，实时跟踪全球资本流动规模与方向，发布“资本流动风险预警报告”；制定“宏观审慎政策协调指南”，明确各国政策实施的基本原则，避免“以邻为壑”行为。在东盟、欧盟等区域经济一体化组织中，推动监管标准统一，如统一跨境银行资本充足率要求、建立区域内信息共享平台；设立“区域资本流动稳定基金”，当成员国面临资本外流压力时，提供流动性支持，缓解政策协调压力。跨境金融机构母国与东道国建立“监管协作协议”，明确风险处置责任，如母国对跨境银行的整体风险负责，东道国对当地分

支机构的流动性风险负责；定期开展双边监管磋商，协调宏观审慎政策实施时机与力度。

结语

国际资本流动的顺周期性是全球化金融体系的固有特征，其通过“羊群效应”、金融机构风险承担行为与汇率—资产价格反馈循环，加剧东道国金融脆弱性与宏观经济波动。宏观审慎政策作为平抑波动的核心工具，虽能在短期内抑制资本流动顺周期扩张，但受“溢出效应”、政策协同冲突与跨国协作不足的制约，长期效果有限。未来需通过完善差异化政策工具箱、构建“宏观审慎—货币”政策协同机制、强化跨国监管协作，形成多层次政策协调框架，提升调控有效性。从展望看，随着数字金融的发展，跨境资本流动的形式（如加密货币跨境流动）日益复杂，将进一步加剧顺周期性，需将数字金融纳入宏观审慎政策监管范畴，创新监管工具。同时，全球经济多极化趋势下，新兴市场在国际资本流动协调中的话语权需进一步提升，以构建更加公平、有效的全球金融治理体系，维护全球金融稳定。

参考文献

- [1] 张秀青. 新形势下国际资本流动的主要特征及对我国的影响研究 [J]. 中国经贸导刊, 2025, (13): 40-43.
- [2] 贾利军. 数字时代国际资本流动新动向与“全球南方”崛起 [J]. 当代世界, 2025, (03): 31-37.
- [3] 中国科学院大学国际资本流动与金融稳定研究课题组, 杨海珍. 国际资本流动态势与展望 [J]. 中国金融, 2025, (03): 43-45.
- [4] 郝静, 卞志村. 美国货币政策不确定性与国际资本流动骤停 [J]. 金融评论, 2024, 16(06): 69-83+152.
- [5] 高倩. 中国外汇管理政策演变及其对国际资本流动的影响分析 [J]. 中国品牌与防伪, 2024, (11): 237-240.