

汇率波动对新兴市场资本流动的冲击与调节机制

张辉

江苏财会职业学院，江苏 连云港 222000

摘要：在全球经济一体化背景下，新兴市场国家凭借其较高的经济增长潜力，成为国际资本流动的重要目的地。然而，汇率波动作为影响国际资本配置的关键变量，常常对新兴市场资本流动产生显著冲击，可能引发资本大规模流入或流出，进而影响新兴市场国家的宏观经济稳定。本文首先梳理汇率波动与资本流动的相关理论，明确二者的作用逻辑；其次，结合新兴市场国家的特点，从短期和长期两个维度，深入分析汇率波动对新兴市场不同类型资本流动（如直接投资、证券投资、短期债务资本）的冲击路径与具体表现，并结合典型案例进行佐证；最后，从市场自发调节和政策调控两个层面，探讨新兴市场应对汇率波动对资本流动冲击的调节机制，提出完善调节机制的政策建议，以期为新兴市场国家维护资本流动稳定、促进经济健康发展提供参考。

关键词：汇率波动；新兴市场；资本流动；冲击路径；调节机制

一、引言

随着全球金融市场联系日益紧密，国际资本在各国间的流动愈发频繁。新兴市场国家由于经济增长前景广阔、资产收益率相对较高等优势，吸引了大量国际资本流入。但新兴市场国家金融体系往往不够完善、汇率制度灵活性不足，对外部冲击的抵御能力较弱。汇率是联系国内外经济的重要纽带，汇率波动会通过改变资产相对收益、风险预期等多种途径影响国际资本在新兴市场的流动方向和规模。加之近年来美联储货币政策调整、地缘政治冲突等因素，世界范围内的汇率市场发生剧烈波动，新兴市场受到资本大规模外流的冲击，对新兴市场的汇率稳定、金融安全乃至经济增长造成严重威胁。因此，深入探讨汇率波动冲击新兴市场资本流动的路径，探寻有效的调节机制，对于新兴市场国家防范金融风险，维护宏观经济稳定，具有重要的理论和现实意义。

二、汇率波动与新兴市场资本流动的理论基础

（一）汇率波动的内涵与测量

汇率波动是货币相对价值在一定时期内围绕均衡水平上下波动的现象。从波动幅度看可分为小幅波动与大幅波动；从波动频率看可分为短期波动与长期波动。在实际研究中，常用的汇率波动测量指标包括汇率收益率的标准差，GARCH模型拟合的条件波动率等。不同的测量指标从不同的侧面反映了汇率波动的特征，为分析汇率波动对资本流动的影响提供依据。

（二）新兴市场资本流动的类型与特征

新兴市场资本流动按投资期限和性质分为外

国直接投资 FDI、证券投资和短期债务资本。其中外国直接投资期限长、稳定性高，通常是新兴市场国家实体经济发展比较紧密的，如制造业、服务业等领域的投资；证券投资主要是指股票、债券投资，受金融市场行情和投资者预期影响较大，流动性较强，波动较为频繁；短期债务资本主要为满足企业短期融资需求，期限短、流动性高，对利率和汇率变化最为敏感，是新兴市场资本流动中最不稳定的部分。

（三）汇率波动影响资本流动的核心理论

该理论认为投资者将财富在本币资产和外币资产之间进行配置，以便根据不同资产的收益和风险状况达到最优的资产组合。当本国汇率波动加剧时，外币资产风险预期发生变化。若本国货币贬值，外币资产的相对收益上升，投资者将增加外币资产持有比例，造成资本从新兴市场流出；反之，若本国货币升值，投资者将增加持有本币资产，吸引资本流入。此外，汇率波动幅度的扩大也会使得资产组合的整体风险增加，投资者对新兴市场资产的配置可能会减少，从而影响资本流动。

三、汇率波动对新兴市场资本流动冲击的路径与表现

（一）汇率波动对 FDI 的冲击

作为长期资本流动，外国直接投资对汇率波动的反应相对滞后，但长期大幅的汇率波动仍会对其产生较大冲击。从冲击路径来看，一方面，汇率波动会影响外国投资者的投资成本和收益。若新兴市场国家货币贬值，外国投资者以本币计价的投資成本下降，同时其在当地生产的产品出

口竞争力增强,企业盈利预期上升,在一定程度上会吸引更多 FDI 流入;但另一方面,长期大幅的汇率贬值也可能增加投资者对该国经济稳定性的担忧,担心投资收益因汇率进一步贬值而缩水,甚至面临资产损失的风险,从而抑制 FDI 流入。以巴西为例,2015—2016 年,巴西雷亚尔对美元汇率大幅贬值,累计贬值幅度超过 50%。短期内,由于投资成本下降,巴西在农产品加工、矿产资源开发等领域的 FDI 流入出现小幅增长;但随着汇率波动加剧,巴西经济陷入衰退,通货膨胀高企,外国投资者对巴西经济前景的信心受挫,2016 年巴西 FDI 流入规模较 2014 年下降约 30%,充分体现了长期大幅汇率波动对 FDI 的抑制作用。

(二) 汇率波动对证券投资的冲击

证券投资具有流动性高、对市场信号敏感的特点,因此汇率波动对证券投资的冲击更为直接和显著。从冲击路径来看,首先,汇率波动会直接影响证券投资的收益。对于持有新兴市场股票或债券的外国投资者,若新兴市场货币贬值,其以本币计价的投资收益会缩水,甚至出现亏损,从而导致投资者抛售证券资产,引发资本流出;反之,若货币升值,投资者收益增加,会吸引更多证券投资流入。其次,汇率波动会影响投资者对新兴市场金融市场风险的预期。汇率波动加剧会增加金融市场的不确定性,投资者风险偏好下降,会减少对新兴市场证券资产的配置,转向更为安全的资产,如美元资产、黄金等。以印度为例,2022 年美联储开启加息周期,美元大幅升值,印度卢比对美元汇率持续贬值,年内贬值幅度超过 10%。受汇率贬值影响,印度股票市场出现大规模外资撤离,2022 年外国投资者净卖出印度股票金额超过 300 亿美元,创历史新高;同时,印度债券市场也面临外资流出压力,债券收益率上升,增加了政府和企业的融资成本,对印度金融市场稳定和经济的发展造成了较大冲击。

(三) 汇率波动对短期债务资本的冲击

短期债务资本期限短、流动性强,对汇率波动最为敏感,是新兴市场资本流动中最易受冲击的部分。从冲击路径来看,短期债务资本主要用于企业短期融资和金融机构的流动性管理,其流动方向与汇率预期密切相关。当新兴市场货币面临贬值压力时,企业和金融机构担心未来偿还短期外币债务的成本上升,会提前偿还债务,减少

对外负债;同时,外国债权人也会因担心债务违约风险增加,停止对新兴市场发放短期贷款,甚至要求提前收回贷款,导致短期债务资本大规模流出。此外,汇率贬值还可能引发市场恐慌情绪,进一步加剧短期债务资本的流出,形成“汇率贬值—资本流出一汇率进一步贬值”的恶性循环。以阿根廷为例,2018 年阿根廷比索对美元汇率大幅贬值,短期内贬值幅度超过 100%。由于阿根廷企业和政府对外负债中短期债务占比较高,汇率贬值导致偿债成本急剧上升,大量企业面临债务违约风险,外国债权人纷纷停止放贷并要求收回贷款,阿根廷短期债务资本大规模流出,外汇储备急剧下降。为应对危机,阿根廷政府不得不向国际货币基金组织(IMF)申请紧急贷款,并采取紧缩性货币政策,但仍未能完全遏制资本外流,经济陷入严重衰退。

四、新兴市场应对汇率波动对资本流动冲击的调节机制

(一) 市场自发调节机制

在浮动汇率制度下,汇率波动本身具有一定的自我调节能力。当汇率贬值引起资本流出时,新兴市场国家出口商品的价格竞争力增强,出口增加,贸易顺差扩大,外汇储备逐渐积累,从而对本币汇率形成支撑,缓解汇率贬值压力;汇率贬值同时也会提高进口成本,抑制进口,减少外汇需求,从而促进国际收支平衡,减缓资本流出速度。此外,汇率贬值后新兴市场资产价格相对下降,会吸引长期投资者重新关注,随着外资的逐步回流,资本流动状况得到改善,进而实现汇率和资本流动的相对稳定。利率是调节资本流动的重要货币政策工具,它通过影响资本的收益预期而调节资本流动。当汇率贬值引起资本流出时,新兴市场国家可以提高利率,提高本币资产的收益率,吸引外国投资者持有本币资产,缓解资本流出压力;同时提高利率也会抑制国内投资和消费,减少进口需求,改善国际收支,对汇率稳定起到支撑作用。但需要注意的是,过高的利率会抑制国内经济增长,降低企业融资成本,甚至会引发债务危机,利率调节要从稳定资本流动和促进经济增长之间求得平衡。

(二) 政策调控机制

货币政策是新兴市场国家应对汇率波动对资本流动冲击的重要工具,主要包括利率政策、外汇市场干预和流动性管理。利率政策方面,如前

所述,通过调整基准利率,影响资本收益,调节资本流动方向。外汇市场干预:当汇率大幅度波动导致资本的大幅度流动时,中央银行可以通过在外汇市场上买卖外汇,调节外汇供求,稳定汇率。比如,当本币大幅贬值、资本流出时,中央银行卖出外汇储备,买进本币,增加对本币的需求,抑制本币贬值;反之,当本币大幅升值、资本过度流入时,中央银行买进外汇,卖出本币,增加外汇储备,缓解本币升值压力。在流动性管理方面,中央银行可以通过公开市场操作、存款准备金率调整等工具,调节银行体系的流动性,影响市场利率和资本流动。譬如,当资本的大量流出导致市场流动性紧张时,中央银行可通过降准,公开市场逆回购等方式,向市场注入流动性,缓解流动性压力,稳定金融市场。财政政策主要是通过调整政府支出和税收,通过影响经济基本面进而调节资本流动。在汇率波动引起资本流动冲击时,适当的财政政策可以提振市场信心,稳定资本流动。例如,在资本大幅流出,经济呈现下行压力时,政府可以通过增加基础设施投资、减税等扩张性的财政政策刺激经济增长,改善经济基本面,增强投资者对该国经济前景的信心,吸引资本回流;同时合理控制政府债务规模,优化债务结构,减少对外债的依赖,降低汇率波动对债务偿还的影响,缓解资本流出压力。此外,财政政策还可以通过设立外汇稳定基金等形式,为中央银行干预外汇市场提供资金支持,增强汇率稳定能力。

五、完善新兴市场调节机制的政策建议

(一) 加强宏观经济政策协调

新兴市场国家要加强货币政策、财政政策和资本流动管理政策的协调配合,形成政策合力,增强应对汇率波动和资本流动冲击的能力。在货币政策方面,应根据经济形势和资本流动状况,灵活调整利率和流动性,在稳定汇率和促进经济增长中寻求平衡;在财政政策方面,应优化财政支出结构,提高财政资金使用效率,合理控制债务规模,增强经济基本面的稳定性;在资本流动管理政策方面,应根据资本流动的类型和规模,灵活运用资本流入和流出管理措施,避免过度管制或放任自流,同时加强与其他宏观经济政策的协调,形成有效的政策组合。

(二) 推进金融市场改革发展

完善的金融市场是新兴市场国家抵御汇率波

动和资本流动冲击的重要基础。新兴市场国家应加快推进金融市场改革,健全金融市场体系,扩大金融市场规模,提高金融市场的深度和广度。具体而言,应进一步发展股票市场、债券市场、外汇市场和衍生品市场,丰富金融产品种类,为投资者提供更多的风险管理工具;加强金融市场基础设施建设,完善支付结算体系和信用体系,提高金融市场的运行效率和稳定性;加强金融监管,防范金融风险,维护金融市场的秩序和稳定,为资本流动提供安全、透明的市场环境。

(三) 优化外汇储备管理

外汇储备是新兴市场国家应对汇率波动和资本流动冲击的重要“缓冲器”。新兴市场国家应合理确定外汇储备规模,既要满足应对短期资本流出、稳定汇率的需求,又要避免外汇储备过多导致资源浪费和机会成本增加。在外汇储备管理方面,应该优化外汇储备的币种结构和资产结构,适当加大非美元币种的储备比例,降低对美元的依赖,合理配置外汇储备的资产类型,提高外汇储备的收益率;加强外汇储备的流动性管理,保证外汇储备能够在需要时及时动用,有效应对资本流动冲击;加强区域外汇储备合作,如通过建立区域外汇储备库等方式,提高区域内新兴市场国家共同应对外部冲击的能力。从区域实践看,东盟与中日韩(10+3)建立的清迈倡议多边化机制就是区域外汇储备合作的典型范例,它通过货币互换协议,为成员国提供短期流动性支持,有效增强了区域应对资本外流的能力,为其他新兴市场区域合作提供参考。同时,外汇储备规模与结构需要动态适配经济环境变化,如在全球主要央行货币政策转向周期,新兴市场应适度提高外汇储备流动性资产占比,以快速响应资本流动波动,而在经济平稳期,可适当增加高收益资产配置,平衡流动性与收益性。此外,要建立外汇储备管理风险预警体系,实时监测汇率波动、国际资本流动趋势及主要储备货币汇率风险,避免由于储备资产单一化或配置僵化加剧外部冲击影响,切实发挥外汇储备“安全垫”作用。

结论

汇率波动对新兴市场资本流动的冲击具有显著差异性,短期债务资本对汇率波动最敏感,易因汇率贬值引发“贬值—外流”恶性循环;证券投资受汇率波动的直接收益影响与风险预期传导双重作用,波动频率高;外国直接投资虽受短期

汇率波动影响较小，但长期大幅波动会通过冲击经济信心抑制其流入，巴西、印度、阿根廷等国案例充分印证了这一差异特征。汇率自身通过贸易收支与资产估值修复实现自我平衡，利率与资产价格从收益端辅助调节，但自发机制存在滞后性与被动性；货币政策的外汇干预、财政政策的基本面改善、资本流动管理的短期管控及汇率制度改革的弹性提升，能主动缓解冲击，不过政策间需精准协调，避免“稳资本”与“促增长”的目标冲突。当前部分国家仍面临金融市场深度不足、外汇储备配置单一、国际政策协调乏力等问题，未来需通过深化金融改革、优化储备管理、加强多边合作，将外部冲击转化为完善调节机制的契机，实现资本流动稳定与经济高质量发展的长期平衡。

参考文献

- [1] 彭红枫，梁子敏，张榛岂．浮动汇率制下货币政策独立性差异——基于跨境资本异常流动视角的分析 [J]. 国际金融研究，2025, (07): 39-50.
- [2] 陈雷，缪志鏊，李月琪．全球金融风险冲击、汇率制度和银行跨境资本异常流入——兼论“三元悖论”还是“二元悖论” [J]. 国际金融研究，2025, (06): 58-69.
- [3] 陈娜，郑滨清．短期资本流动对利率的异质性响应——基于汇率中介模型 [J]. 长春工程学院学报 (社会科学版)，2025, 26 (01): 32-39.
- [4] 韩飏，秦超，杜建波，杨亚汕，张建伟．人民币汇率双向波动对我国短期跨境资本流动的非对称影响研究 [J]. 中国外汇，2025, (03): 22-31.
- [5] 金成晓，孙萌晨．全球金融周期对跨境资本流动的影响——基于汇率渠道和私人信贷渠道的分析 [J]. 上海经济研究，2025, (01): 90-101.
- [1] 彭红枫，梁子敏，张榛岂．浮动汇率制下货币政策独立性差异——基于跨境资本异常流动视角