

宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性： 研究进展与政策启示

张 明^{1,2}, 潘松李江³

(₁ 中国社会科学院金融研究所, 北京 100710; ₂ 中国社会科学院国家金融与发展实验室, 北京 100710;
₃ 北京大学国家发展研究院, 北京 100871)

摘要:宏观审慎管理工具作为管理跨境资本流动的重要工具,在2008年全球金融危机后愈加受到重视。聚焦外汇的宏观审慎政策通过直接影响跨境资本流动来降低资本流动风险,聚焦国内的宏观审慎政策通过降低国内金融风险从而有可能对跨境资本流动产生间接影响。本文研究发现:第一,外汇宏观审慎政策主要通过信贷、银行非核心资金和未对冲的外汇风险三种渠道抑制跨境资本流动及其风险,虽然有效性总体得到认可,但不同渠道间依然存在一定异质性;第二,虽然外汇宏观审慎政策的跨境溢出和政策漏损受到的关注较少,但已有研究基本证实了政策漏损的存在及其对有效性的影响;第三,部分聚焦国内的宏观审慎政策会对跨境资本流动带来间接影响,且主要通过信贷渠道抑制跨境资本流入风险。本文在总结当前研究进展的基础上提出了研究展望和政策建议。

关键词:宏观审慎政策;跨境资本流动管理;外汇宏观审慎政策;跨境溢出;政策漏损

JEL分类号:F31;F33;F42 中图分类号:F831.0 文献标识码:A 文章编号:1006-1428(2023)09-0031-12

DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2023.09.003

一、引言

2008年全球金融危机以来,宏观审慎政策(macroprudential policies)降低系统性金融风险、维护金融稳定的作用越来越受到认可。虽然宏观审慎政策的实施通常基于国内金融稳定考虑,但宏观金融脆弱性也可能来自外部风险。因此,宏观审慎政策管理跨境资本流动,进而抑制资本流动带来的系统性金融风险的作用逐步引起重视,尤其是新兴经济体大量采用了不歧视非居民的外汇相关的宏观审慎政策(FX-related macroprudential policies)代替资本管制来管理资本流入。

宏观审慎政策通过一系列政策工具提高金融体系

的韧性,降低宏观经济和金融脆弱性。根据IMF的政策研究论文,用于抑制跨境资本流动带来的系统性金融风险的宏观审慎措施称为外汇宏观审慎措施(图1),区别于专注于抑制国内系统性金融风险的宏观审慎措施(后简称国内宏观审慎措施)¹。外汇宏观审慎措施直接作用于跨境资本流动,因此既属于宏观审慎措施,也属于资本流动管理措施。外汇宏观审慎措施在我国又称为跨境资本流动宏观审慎管理工具。而国内宏观审慎措施虽然不直接作用于跨境资本流动,但会干预跨境资本流动与系统性金融风险之间的传导渠道,进而间接影响跨境资本流动带来的系统性金融风险,并最终有可能对跨境资本流动产生影响。

收稿日期:2023-08-15

作者简介:张明,经济学博士,中国社会科学院金融研究所副所长、研究员、博士生导师,国家金融与发展实验室副主任;

潘松李江(通讯作者),经济学博士,北京大学国家发展研究院博士后,助理研究员。

1 宏观审慎措施指具体的宏观审慎政策工具。

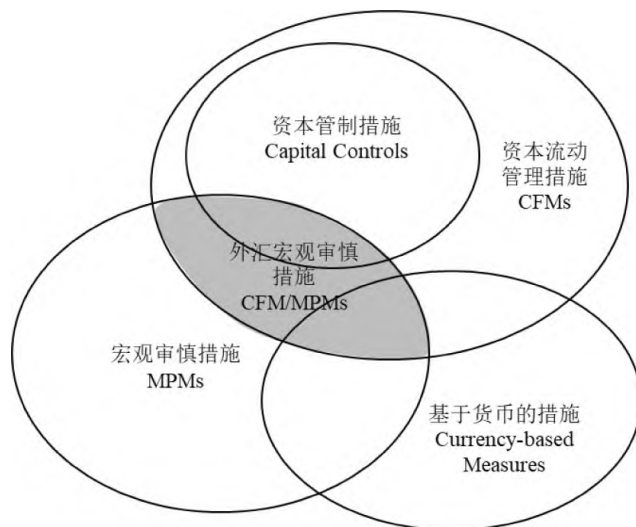


图 1 资本流动管理措施、宏观审慎措施与外汇宏观审慎措施

资料来源：作者根据对 IMF 政策论文的理解整理而得。

宏观审慎政策在跨境资本流动管理方面的作用愈加受到新兴经济体和发展中国家的肯定。据 IMF 的 iMaPP 数据库统计,1990 年至 2020 年期间,新兴经济体和发展中国家使用最多的宏观审慎措施是准备金要求(617 次),其次是流动性工具(335 次)和资本要求(187 次),而对于外汇宏观审慎措施则依次是外汇准备金要求(175 次)、外汇头寸限制(172 次)、外汇贷款限制(40 次)和外汇资本要求(37 次)。

与此同时,我国在渐进式金融开放进程中形成了具有中国特色的跨境资本流动宏观审慎管理工具。2015 年“8·11”汇改以来,人民币汇率和跨境资本流动变动逐渐频繁,资本管制、直接干预等外汇管理工具已不适应我国金融开放阶段的新特点,亟须开发能够常态化管理外汇市场的政策工具。近年来,我国外汇管理部门根据经济形势逆周期主动调整了外汇准备金要求、逆周期因子、企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数等外汇宏观审慎措施,在稳定人民币汇率和跨境资本流动方面发挥了重要作用。

值得重视的是,对宏观审慎政策管理跨境资本流动有效性的评估并未跟上实践的发展。虽然近几年陆续出现了相关研究论文,但一方面,理论研究进展较为缓慢,极少有文献构建理论模型进行分析,另一方面,实证分析也较为分散,对不同渠道的检验存在相互矛盾的结论,尤其缺少对具有中国特色的外汇宏观审慎政策有效性的研究。因此,本文基于外汇宏观审

慎政策与国内宏观审慎政策的区分,对宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性进行系统综述。

本文首先总结了宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性,其次梳理了宏观审慎政策降低资本流动风险的有效性,接着讨论了政策漏损对宏观审慎政策管理跨境资本流动有效性的影响,最后进行总结,并在此基础上提出研究展望和政策建议²。

二、宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性

外汇宏观审慎政策直接作用于跨境资本流动,而国内宏观审慎政策虽然不直接作用于跨境资本流动,但会对其带来间接影响。因此,本文分别梳理外汇宏观审慎政策和国内宏观审慎政策对跨境资本流动数量和结构的影响。

(一) 外汇宏观审慎政策管理跨境资本流动

1. 2008 年全球金融危机之前的研究

由于宏观审慎政策在全球金融危机后才广泛得到认可,因此在全球金融危机之前并没有直接关于外汇宏观审慎政策有效性的文献,相关度最高的文献是讨论对外汇交易征收托宾税(Tobin tax)的效果。

Tobin(1978)认为,国际金融市场的价格波动太快,以至于资本和劳动力等实际变量的调整速度滞后,从而导致实体经济经历痛苦调整。他主张对外汇交易征收小额税来减少交易量,从而“为效率过高的

2 本文重点关注外汇宏观审慎政策对跨境资本流入的影响,暂不涉及对跨境资本流出影响的相关分析,因为在面临资本流出时通常采用资本管制等政策而非外汇宏观审慎政策。

国际货币市场的车轮泼沙子”,托宾税的概念由此诞生。Spahn(1996)在托宾税的基础上进一步提出,不仅要国内所有与货币兑换有关的证券和外汇交易征收税率统一的国际税,而且要对异常跨境资金流动征收临时性、惩罚性流动税。这两篇文献构建了外汇宏观审慎税的早期理论。

2. 全球金融危机后的早期研究(2008–2016)

全球金融危机后,随着宏观审慎政策的广泛运用,学术界关于宏观审慎政策有效性评估的文献逐步丰富和深入。早期文献大多直接从传统宏观审慎政策出发,研究宏观审慎政策在管理系统性金融风险主要来源的有效性,如管理信贷膨胀、资产价格、跨境资本流动等渠道的有效性。

Ostry et al.(2012)是最早构建外汇相关的审慎措施(FX-related prudential measures)指标的文献。他们基于51个新兴经济体的研究发现外汇宏观审慎措施能够降低外汇贷款在国内银行信贷中的比例,还能降低组合投资债务在对外负债中的比例。随后,IMF(2013)发现外汇准备金要求的使用与采用浮动汇率制的新兴市场国家的股票类投资流入降低有关。不过,Forbes et al.(2015)采用60个国家2009–2011年的周度数据的研究表明,与国际风险敞口相关的宏观审慎措施(macprudential measures related to international exposures)虽然能够显著降低某些金融脆弱性,但对资本流动没有显著影响。

3. 近期研究(2017年至今)

随着数据可得性的提高,2017年之后,对外汇宏观审慎政策有效性的研究有所增加。大多数研究采用跨国数据检验外汇宏观审慎政策对跨境资本流动的影响。Lepers and Mehigan(2019)利用2000–2015年期间发达国家和新兴经济体的样本比较了宏观审慎措施、基于货币的措施(currency based measures,CBMs)和资本管制措施的相对有效性,发现基于货币的措施(尤其是外汇准备金要求和外汇贷款限制)可以减少跨境资本流入。Frost et al.(2020)使用2000–2017年期间83个经济体的样本,采用倾向得分匹配法比较了宏观审慎政策和资本管制在影响资本流入总量和结构以及银行和货币危机可能性方面的有效性。他们发现,在基于外汇的宏观审慎政策(FX-based macroprudential policies)实施的情况下,总资本流入量较低,其中股票类投资流入占比显著降低,而直接投资流入的占比没有显著变化。

与此同时,跨境资本流动数据的一个鲜明特点是由一国国际收支层面细化到了一国银行业等行业层

面。例如,De Crescenzo et al.(2017)研究了2005–2013年期间18个经济体基于货币的资本流动管理措施(CB-CFMs)的有效性,发现CB-CFMs的实施和收紧显著降低了银行的外债。他们进一步分析了债务期限和债务类型,发现CB-CFMs在遏制短期债务和银行间借贷方面更为有效。Ahnert et al.(2021)构建了基于银行和金融市场的外币借贷模型,指出当宏观审慎外汇监管(macprudential FX regulations)收紧时,银行外汇借款规模显著减少,因此宏观审慎外汇监管能够有效实现其降低银行外汇风险敞口的主要目标。

部分文献进一步考虑了银行业结构的作用。Beirne and Friedrich(2017)使用1999–2012年间75个经济体的数据,考察了宏观审慎政策在管理跨境银行流动方面的有效性。他们发现,虽然在平均银行业结构水平下外汇宏观审慎政策对跨境银行资本流动的影响不显著,但是,监管质量和贷存比的提高能够提高外汇宏观审慎政策的有效性,而成本收入比的提高会降低外汇宏观审慎政策的有效性。黄赛男等(2023)发现,侧重于外汇敞口和外汇流动性的宏观审慎政策能够有效缓解汇率大幅双向波动导致的双边银行跨境资本流动的波动性。

除跨境银行流动外,也有文献关注外汇宏观审慎政策对跨境债券基金流动的影响。谭小芬和李兴申(2021)发现,在宽松的美国货币政策影响下,新兴经济体收紧外汇准备金政策会导致跨境债券基金净资本流入增加,该效果与政策制定者的政策意图相悖,削弱了宏观审慎政策的有效性。

就具体经济体而言,Kim and Lee(2017)对韩国自2010年以来推出的外汇相关宏观审慎政策(FX-related macroprudential policies)的有效性进行了实证检验,发现其有效遏制了过度资本流入。在具体措施方面,杠杆上限对外国银行分行的短期外汇借款具有更大的抑制作用,而宏观审慎稳定税对国内银行对外借款的作用显著。苗文龙(2021)对中国跨境资本流动宏观审慎监管框架进行了检验,发现全口径跨境融资管理对短期资本流动具有一定的调控作用,而银行结售汇、外汇风险准备金率、境外金融机构境内存放存款准备金率等管理工具难以有效调控短期资本流出和流入。他还进一步发现,价格型宏观审慎监管工具对资本与金融账户下的跨境资本流动的最终目标具有一定影响,但现有宏观审慎监管工具对经常账户下的跨境资本流出和流入影响不显著。据此,他认为现有的跨境资本流动宏观审慎监管工具的监管效果有限。

综上所述,早期研究存在争议,主要是受限于数

据可得性和相关研究较少等原因。随着数据可得性的提高,2017年之后的研究大多认为外汇宏观审慎政策对跨境资本流入具有抑制作用,外汇宏观审慎政策能够降低总资本流入、银行外汇借款规模等,但也有研究观察到了外汇宏观审慎措施的收紧反而导致了跨境债券基金净流入,这可能与政策漏损有关。对中国外汇宏观审慎政策的研究处于起步阶段,研究前景十分广阔。

(二)国内宏观审慎政策影响跨境资本流动

国内宏观审慎政策不同于外汇宏观审慎政策,其不直接作用于跨境资本流动,因此对跨境资本流动没有直接影响。但是,国内宏观审慎政策致力于降低国内经济各部门的金融脆弱性,金融稳定性的增强最终可能反馈到跨境资本流动的变化上,所以也有较少文献对此进行研究。

现有文献主要从降低银行部门资本流入、抑制跨境银行贷款、抑制总资本流入等角度出发,考察特定国内宏观审慎政策对跨境资本流动的影响。例如,非利率货币政策措施和住房信贷审慎措施均能显著降低银行资本流入(Bruno et al.,2017)。宏观审慎政策的收紧可以有效抑制大多数样本国家私人部门信贷增长和总资本流入,不过在应对资本流动波动上效果不佳(Eller et al.,2021)。

准备金要求是研究较多的领域。部分文献基于拉美国家考察了准备金要求对跨境资本流动的影响,他们发现,拉美国家存款准备金率的调整有助于稳定银行间利率,并在一定程度上影响市场利率,从而减缓资本流动(Montoro and Moreno,2011),还会使短期资本流动下降,长期资本流动上升。基于中国经验的研究发现,在外汇占款增长较快时,可以通过调整准备金率政策来抑制信贷增长,从而控制资本流动的冲击(王志强和李青川,2014)。

概括而言,虽然受限于关联不直接而研究较少,但基于特定宏观审慎政策的文献往往能够发现国内宏观审慎政策影响跨境资本流动的证据。

三、宏观审慎政策降低资本流动风险的有效性

2008年全球金融危机爆发以来,各国相继完善了宏观审慎政策框架,旨在降低系统性金融风险,增强金融体系韧性。虽然很难根据宏观审慎政策的最终目标(降低金融危机的可能性和严重程度)来评估宏观审慎政策的有效性,但可以通过中介目标评估其有效性。研究文献表明,跨境资本流动导致系统性风险

的典型传导渠道是信贷渠道、资产价格渠道(包括汇率渠道)、银行非核心资金渠道、未对冲的外汇风险渠道以及机构间的相互关联渠道(IMF,2017)。

基于此,在外汇宏观审慎政策与国内宏观审慎政策的分类基础上,研究宏观审慎政策降低资本流动风险有效性的文献可以分为两组。大部分文献从信贷渠道、资产价格渠道、汇率渠道、银行非核心资金渠道、未对冲的外汇风险渠道以及金融机构相互关联渠道等中介目标出发,评估宏观审慎政策对上述与系统性风险高度相关的中介目标的影响。另一组数量较少的文献则直接聚焦系统性金融风险的表现形式,研究了宏观审慎政策在降低资本流入激增、资本骤停、货币危机、金融危机等风险爆发概率上的影响。

(一)外汇宏观审慎政策管理资本流动风险

1. 针对具体传导渠道的研究

现有文献主要聚焦在信贷、银行非核心资金以及未对冲的外汇风险三个渠道。

第一,跨境资本流动通过各种渠道(包括通过金融加速器效应)驱动信贷膨胀,而信贷膨胀是导致系统性风险上升的重要渠道。资本流入激增通常伴随信贷膨胀的出现,并大大增加了银行业爆发危机的可能性。

检验信贷渠道的文献大多认可外汇宏观审慎政策对信贷膨胀的抑制作用。Epure et al.(2023)探讨了包括外汇审慎政策在内的宏观审慎政策指数对罗马尼亚家庭部门信贷的影响,发现在VIX(恐慌指数)较低时,更严格的事前宏观审慎监管与家庭贷款放缓有关,特别是以外币计价的高风险贷款。从具体措施来看,外汇头寸限制在出台和收紧时均能减缓信贷增长,外汇贷款限制能够降低所有国家的信贷增长,尤其是新兴市场和发展中国家(Cerutti et al.,2017),外汇准备金要求同样能够减少信贷增长(Lepers and Mehigan,2019)。

但也有文献认为外汇宏观审慎政策降低信贷膨胀的效果并不尽如人意。Fendoglu(2017)认为宏观审慎政策的全面收紧在遏制信贷周期本身或股票类投资组合流入对信贷周期的影响方面是有效的。不过,虽然基于借款人和基于国内情况的措施在降低信贷增长方面是有效的,但基于金融机构和外汇相关的宏观审慎措施效果较差。

第二,在有利的外部条件下,国内银行可以通过包括外币融资在内的“非核心”负债来筹措资金。虽然银行通过跨境银行间贷款或债券发行取得的境外融资可帮助其进一步扩大信贷空间,但也可能加大期限错配,更易受到融资风险的冲击。

检验银行非核心资金渠道的文献大多认为外汇宏观审慎政策能够降低银行外债。Ostry et al.(2012)发现在大规模跨境资本流入时,与外汇相关的审慎措施能有效降低国内银行的外债占总贷款的比重以及股票类投资组合负债占对外总负债的比重,从而降低金融体系脆弱性。Claessens et al.(2013)发现针对借款人的外汇贷款限制等措施有效降低了银行杠杆率、资产以及非核心负债。De Crescenzo et al.(2017)发现基于货币的资本流动管理措施不仅有助于减少以外币计价的银行债务,而且有助于减少非居民持有的银行债务。Ahnert et al.(2021)发现当与外汇相关的宏观审慎监管措施收紧时,银行外币借贷规模显著缩减,因此宏观审慎外汇监管能够有效实现其降低银行外汇风险敞口的主要目标。

第三,资本流入期间,未对冲外汇债务引发的信贷风险是信贷膨胀的常见附带产物。但是,一旦资本流动逆转,汇率贬值,风险可能因此爆发。本币大幅贬值可能导致未对冲外币债务人无法偿还外币贷款而违约,最终给中介金融机构带来风险。

检验未对冲外汇风险渠道的文献大多认为外汇宏观审慎政策能够降低未对冲外汇风险。Zettelmeyer et al.(2010)发现,在相对发达的东欧国家,利用宏观审慎政策来减少货币错配是有效的,这些国家因为市场规模较小或者靠近欧元区而很难发展本币债券市场。Lim et al.(2011)发现,对净未平仓货币头寸/货币错配的限制以及对到期日错配的限制可能有助于减少金融机构和市场之间的共同风险敞口。基于中国经验的研究同样发现,跨境资本流动宏观审慎政策对于控制外汇市场输入性风险的效果最好,尤其是价格型工具的有效性最强(王有鑫等,2022)。

此外,也有部分文献同时考察了多种渠道。例如,与国际风险敞口相关的宏观审慎政策能够通过改善银行杠杆率、通胀预期、银行信贷增长和股票类投资负债敞口等方式显著降低金融脆弱性(Forbes et al., 2015)。基于流动性调节的本币及外汇存款准备金率的逆周期调节的前瞻性宏观审慎政策组合,搭配跨境融资规模的宏观审慎调节,可以缓解金融中介跨境融资流入造成的汇率升值及实体杠杆波动(曹春玉, 2023)。

总体上看,外汇宏观审慎政策主要通过信贷、银行非核心资金和未对冲的外汇风险三种渠道抑制跨境资本流动及其风险。检验银行非核心资金渠道和未对冲外汇风险渠道的文献基本认可外汇宏观审慎政策的有效性,但检验信贷渠道的文献依然存在争议,

这主要是因为特定外汇宏观审慎政策对特定信贷部门的抑制作用存在差异。

2. 直接关注金融稳定的研究

还有部分文献直接考察了外汇宏观审慎政策对金融稳定的影响。例如,外汇相关宏观审慎政策有助于缓解外汇市场的脆弱性(Kim and Lee, 2017),降低资本流入激增的概率,降低信贷繁荣产生的概率,并降低信贷繁荣最终演变成银行危机和金融危机的概率(Frost et al., 2020)。以中国为基准的两国DSGE模型表明,跨境融资宏观审慎管理政策能够缓冲外部不利冲击对中国实体经济的溢出效应(陆磊等, 2022)。

(二)国内宏观审慎政策影响资本流动风险

1. 针对具体传导渠道的研究

除了直接针对外汇错配风险的外汇宏观审慎政策,针对国内经济各部门风险的国内宏观审慎政策也可能对资本流动风险产生影响。

部分文献同时考察了多种渠道。Zhang and Zoli (2016)发现亚洲经济体相对而言更多采用宏观审慎政策(尤其是房地产相关的)来应对全球资本流动驱动的信贷和资产价格周期。Cerutti et al.(2017)发现基于借款人的宏观审慎政策(如LTV上限和DTI上限)和基于金融机构的宏观审慎政策(如杠杆率限制和动态准备金限制)在降低(实际)信贷和房价的增长率方面特别有效。

对信贷渠道检验的文献大多认为国内宏观审慎政策能够抑制跨境资本流动带来的信贷膨胀(Ostry et al., 2012; Eller et al., 2021)。Lim et al.(2011)是较早研究宏观审慎政策有效性的文献,他们发现贷款价值比上限、债务收入比上限、信贷增长上限、准备金要求、逆周期资本要求和时变/动态准备金要求等宏观审慎措施的实施有效抑制了信贷顺周期性。张礼卿等(2023)考察了宏观审慎政策抑制净资本流入对信贷增长和住房价格定义的系统性风险的影响,发现在新兴经济体样本中,虽然宏观审慎政策不能显著降低净资本流入对系统性风险的影响,但就资本流动构成而言,却可以显著降低证券投资和其他投资对系统性风险的贡献。

概括来看,现有文献大多数认为国内宏观审慎政策能够抑制跨境资本流动带来的信贷膨胀,但缺乏对其他渠道的深入分析。

2. 直接关注金融稳定的研究

还有部分文献直接讨论了国内宏观审慎政策对该国金融稳定的影响。具体而言, Hoffmann and Löffler (2014)发现新兴市场国家面临资本流入激增时,往往

倾向于提升准备金要求来维持金融稳定。黄新飞等(2023)发现,以贷款价值比(LTV)为代表的宏观审慎政策可以有效调控资本流入激增带来的系统性金融风险。

四、宏观审慎政策的跨境溢出与政策漏损

从跨国视角来看,宏观审慎政策的有效性还会受到跨境溢出(spillover)和政策漏损(leakage)的影响。一方面,宏观审慎政策的实施可能带来跨境溢出效应,跨国银行在其中扮演着重要角色。另一方面,由于跨境溢出的存在,宏观审慎政策可能会被规避,从而引发国内或跨境政策漏损。

国内宏观审慎政策和外汇宏观审慎政策的溢出效应和漏损效应存在一定区别。目前,对国内宏观审慎政策溢出效应和漏损效应的研究更多,而对外汇宏观审慎政策溢出效应和漏损效应的研究较少。因此,区别于前文,本部分首先综述宏观审慎政策的相关文献,再讨论外汇宏观审慎政策的相关文献。

(一)宏观审慎政策的跨境溢出

从资本接收国和资本来源国视角来看,一国实施的宏观审慎政策不仅会产生预期到的效应,还会产生一系列未预期到的效应,这种预料之外的影响统称为“溢出效应”(spillover effect)。“溢出效应”有四个方面(IMF-FSB-BIS, 2016):

第一,资本接收国实施的宏观审慎政策可能导致外国银行改变对本国的贷款,一般称为“本地效应”(local effect),这会降低本国宏观审慎政策的有效性。第二,资本来源国实施的宏观审慎政策可能导致本国银行改变对外国的贷款,一般称为“跨境效应”(international transmission),这会其他国家产生潜在影响³。第三,宏观审慎政策可能产生正外部效应,一般称为“正外部性”,这会提高全球总体金融稳定性。第四,各国宏观审慎政策的力度差异可能导致全球金融机构的活动迁移,一般称为“转移效应”,这会影响各国实施宏观审慎政策的力度。

1. 国内宏观审慎政策的“本地效应”与“跨境效应”

宏观审慎政策的实施会通过跨境银行流动给其他国家带来溢出效应已得到充分的检验。国际银行研究网络(IBRN)项目研究表明宏观审慎政策的影响确实会通过银行贷款跨越国界,目前来看整体影响较

小,但在不同银行、国家和宏观审慎措施间具有异质性(Buch et al., 2017)。

宏观审慎政策通过跨境银行流动的溢出效应分为“本地效应”和“跨境效应”。

资本接收国实施紧缩的宏观审慎政策时,国内信贷需求得不到有效满足,从而影响对国外跨境信贷的需求,产生正向的“本地效应”(Avdjiev et al., 2022)⁴。以常用的流动性工具存款准备金率为例,当资本接收国实行紧缩性政策,即更高的存款准备金率时,国内银行的可贷资金供给减少,来自国外的跨境信贷可能会增加,以填补国内产生的信贷缺口。同样,资本接收国实施扩张的宏观审慎政策时,国内信贷供给增加,也会影响对国外跨境信贷的需求,产生负向的“本地效应”。

跨境信贷的来源国实施紧缩的宏观审慎政策时会改变其向世界其他地区的信贷配置行为,产生“跨境效应”(Avdjiev et al., 2022)。随着资本来源国宏观审慎监管力度加强,本国银行会将资金转移到监管力度较小的市场(Houston et al., 2012; Beirne and Friedrich, 2017),或者降低在东道国发放贷款的总量标准(Buch and Goldberg, 2016)。

跨境信贷的目的地有很多,因此对一个跨境信贷流入国而言,“跨境效应”相对“本地效应”来说较弱。例如,跨国银行的母行可能因宏观审慎政策的收紧减少其为全球分支机构提供的信贷支持,跨境银行流动因此减少。特别是,如果宏观审慎政策的收紧发生在银行流动性短缺时期,则可能会产生负外部性。反之,如果宏观审慎政策的实施促使本国跨国银行的母行增加了海外放贷,则会导致跨境银行流动的扩张。

也有文献同时考察了“本地效应”和“跨国效应”。Cerutti and Zhou(2018)研究了宏观审慎政策和资本管制对跨境银行流动的联合影响,在“跨境效应”方面,他们发现资本来源国收紧宏观审慎政策显著减少了跨国银行的直接资本外流,但增加了通过分支机构的间接资本外流,在“本地效应”方面,他们发现资本接收国收紧宏观审慎政策与更大的跨境银行直接流入有关,这可能是出于政策规避动机。Avdjiev et al. (2022)发现,在“本地效应”方面,资本接收国收紧贷款价值比限制导致外国银行增加了对该国居民的贷款,在“跨境效应”方面,资本来源国的贷款价值比限

3 “本地效应”与“跨境效应”均与跨境银行流动有关。例如,以中国作为本国,美国银行对中国企业发放了一笔贷款,中国实施宏观审慎政策对其产生的影响就是“本地效应”,而美国实施宏观审慎政策对其产生的影响就是“跨国效应”。

4 本文的“资本接收国”指跨境信贷的流入国,“资本来源国”指跨境信贷的流出国,一个国家一般既是“资本来源国”同时也是“资本接收国”。

制发生变化时,该国的国际债权也会相应变化。

2. 国内宏观审慎政策的“正外部性”与“转移效应”

宏观审慎政策除了通过跨境银行流动产生溢出效应外,还会产生“正外部性”和“转移效应”两方面的溢出效应。

一方面,所有国家宏观审慎政策的实施都会产生正外部性,进而提高全球金融总体稳定性。尤其是资本来源国的政策对提高宏观审慎政策的全球有效性发挥着重要作用。如降低投资基金赎回风险的政策,旨在减轻赎回压力造成的破坏性抛售风险的政策,以上这些政策的实施将有助于降低新兴经济体破坏性资本流出风险。还有宏观审慎政策的互惠对等协定以及对全球/区域系统重要性银行征收资本附加费等政策,可以间接提升跨国银行在东道国分支银行的抗冲击能力,并减少此类银行破产给东道国带来的风险。

另一方面,各国宏观审慎监管的力度差异可能导致全球金融机构的跨境迁移。一国监管强度增加,特别是旨在加强金融机构韧性的宏观审慎政策的实施,可能导致金融机构将其活动转移到境外监管较弱的国家和市场。Houston et al.(2012)发现了监管套利的存在,认为各国金融监管可能存在破坏性的“逐底竞争”,而这限制了国内监管机构限制银行冒险行为的能力。Viñals and Nier(2014)同样发现,一系列国家集体行动的矛盾导致整体上宏观审慎政策行动“太少”,在缺乏宏观审慎政策跨境协调的情况下,会导致风险活动集中在监管相对宽松的地区。

3. 外汇宏观审慎政策的溢出

资本接收国和资本来源国国内宏观审慎政策的变化会对国内金融实体行为产生影响,并引发跨境借贷的变化,从而产生“本地效应”和“跨境效应”。而外汇宏观审慎政策本身属于资本流动管理政策,会直接影响跨境资本流动。因此,外汇宏观审慎政策的影响和国内宏观审慎政策的影响并不一致。不同于国内宏观审慎政策,对外汇宏观审慎政策国际溢出的研究仅处于起步阶段。

部分文献考察了与外汇宏观审慎政策具有相似性的资本管制政策的溢出效应。例如,Forbes et al.(2016)利用股票类投资的数据,发现投资者对巴西资本流入税的反应是将风险敞口转移到与巴西“类似”的国家,同时减少了对其他被认为有可能调整其资本管制措施的国家的风险敞口。Giordani et al.(2017)发现了类似的证据,表明一国资本管制的实施促使资金转移到了具有类似经济特征的其他国家。

有较少文献对比了资本管制政策和外汇宏观审

慎政策的溢出效应。Pasricha et al.(2018)发现两者均能通过汇率升值和资本流动(特别是跨境银行流动)对邻国产生显著的溢出效应。

综上所述,在国内宏观审慎政策的跨境溢出方面,现有文献表明了宏观审慎政策“本地效应”“跨境效应”“正外部性”与“转移效应”等溢出效应的存在。而在外汇宏观审慎政策的跨境溢出方面,现有文献研究较少,目前只有其与资本管制的对比研究。

(二)宏观审慎政策的漏损

由于溢出效应的存在,宏观审慎政策的有效性遭受挑战。特别是宏观审慎政策“本地效应”的存在将改变外国银行向本国的贷款投放,如果一国实施宏观审慎政策的本来目的是限制国内信贷增长,那么由于“本地效应”的存在,宏观审慎政策可能会被规避,从而引发国内或跨境政策漏损,削弱宏观审慎政策有效性(IMF-FSB-BIS,2016)。

在存在政策规避的情况下,宏观审慎政策对于增强国内主要金融中介机构韧性的预期效果基本不变。然而,政策规避会严重削弱宏观审慎政策对家庭、企业部门的信贷和杠杆过度增长的遏制能力,从而削弱宏观审慎政策的总体有效性。

1. 国内宏观审慎政策的漏损

当宏观审慎政策的实施促使金融服务的提供者由宏观审慎政策的最初目标部门转移到其他国内金融部门时,就产生了“国内漏损”。例如,宏观审慎政策的实施促使信贷供应方由银行转为非银行供应商,这种转换会削弱宏观审慎政策的有效性。Bengui and Bianchi(2022)发现更严格的宏观审慎监管会导致未受监管的部门借款的增加,国内漏损显著存在。Auer et al.(2022)发现逆周期资本缓冲能够显著推动住房贷款的下降(主要目标),但由于存在国内漏损,并不能推动整体贷款的下降。

当宏观审慎政策的实施促使金融服务的提供者由宏观审慎政策的最初目标部门转移为国外金融部门时,则会产生“跨境漏损”。例如,宏观审慎政策实施后,国内部门通过跨境或跨国银行的本地分支机构获取信贷,这种转移同样会削弱宏观审慎政策的有效性。而对于部分目的在于限制企业部门杠杆率过快增长的措施,特别是从银行为主的融资模式向市场为主的融资模式全面转化时,企业能够更加轻松地直接从境外获得贷款,“跨境漏损”更为严重(Cizel et al.,2019)。对于具体措施,越来越多的文献指出,资本工具和流动性工具的使用存在显著的政策漏损问题。资本要求的跨境漏损更强,特别是在有较多跨国银行分

支机构的国家(Buch and Goldberg,2016)。

2. 外汇宏观审慎政策的漏损

外汇宏观审慎政策旨在降低与外部错配相关的系统性风险,将对跨境资本流动直接影响。部分文献表明,外汇宏观审慎政策主要存在跨境漏损风险。Bacchetta et al.(2023)考察了美国货币政策变化对新兴经济体债券发行的影响,发现外汇宏观审慎政策的实施将促使非金融部门增加外币计价债券的发行。

在迄今为止最详细的外汇宏观审慎政策有效性研究中,Ahnert et al.(2021)发现宏观审慎外汇监管的实施或收紧将导致本国银行外币借贷的大幅减少,但企业会通过增加外币计价债券发行予以应对。因为外汇债券发行的增加明显少于外汇银行借款的减少,所以虽然整体外汇敞口减少了,但外汇敞口从受监管的银行部门转移到了不受监管的部门。

总体来看,在国内宏观审慎政策的政策漏损方面,现有文献基本论证了“本地效应”的存在,使得宏观审慎政策的有效性遭受挑战。而外汇宏观审慎政策的政策漏损虽然近年逐步受到关注,基本证实了漏损对有效性的影响,但需要更多的研究进行深入探讨。

五、结论与政策建议

(一)基本结论

跨境资本流动管理一直是国际金融领域的研究热点,而宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性无疑是目前的研究前沿。2008 年金融危机以来,研究者们围绕宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性进行了系列研究,基于外汇宏观审慎政策与国内宏观审慎政策的区分,讨论了宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性,宏观审慎政策降低资本流动风险的有效性,以及宏观审慎政策的跨境溢出和政策漏损(表 1)。

外汇宏观审慎政策是通过直接管理跨境资本流动,从而降低跨境资本流动风险的政策。本文的研究进展表明,外汇宏观审慎政策主要通过信贷、银行非核心资金和未对冲的外汇风险三种渠道抑制跨境资本流动及其风险,虽然有效性总体得到认可,但不同渠道间依然存在一定异质性。同时,虽然对外汇宏观审慎政策的跨境溢出和政策漏损关注较少,但已有研究基本证实了政策漏损的存在及其对有效性的影响。

表 1 结论与研究展望

政策	研究内容	结论	研究展望
外汇宏观审慎政策	管理跨境资本流入	早期存在争议,但 2017 年之后基本认为对跨境资本流入具有抑制作用	进一步从资本流动类型、具体的外汇宏观审慎政策以及数据频率等方面深入
	抑制资本流入风险	检验银行非核心资金渠道和未对冲外汇风险渠道的文献基本认可,但检验信贷渠道的文献依然存在争议	进一步从更多的传导渠道进行分析
	跨境溢出	关注较少	需要更多的研究来填补目前的研究空白
	政策漏损	近年逐步受到关注,肯定了政策漏损的存在	
国内宏观审慎政策	管理跨境资本流入	基于特定宏观审慎政策的文献往往能够发现国内宏观审慎政策影响跨境资本流动的证据	应该深入讨论可能的传导渠道
	抑制资本流入风险	大多数研究认为国内宏观审慎政策能够抑制跨境资本流动带来的信贷膨胀,但缺乏对其他渠道的深入分析	应该更加聚焦于更多种潜在的传导渠道
	跨境溢出	表明了宏观审慎政策“本地效应”“跨境效应”“正外部性”与“转移效应”等溢出效应的存在	可以考察宏观审慎政策跨境协调的必要性
	政策漏损	论证了“本地效应”的存在使得宏观审慎政策的有效性遭受挑战	

具体来说:第一,在外汇宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性方面,虽然早期研究存在争议,但随着数据可得性的提高,2017 年之后的研究大多认为外汇宏观审慎政策对跨境资本流入具有抑制作用;第二,在外汇宏观审慎政策降低资本流动风险的有效性方面,检验银行非核心资金渠道和未对冲外汇风险渠道的文献基本认可外汇宏观审慎政策的有效性,但检验信贷渠道的文献依然存在争议;第三,在外汇宏观审慎政策的跨境溢出与政策漏损方面,现有文献对外汇宏观审慎政策的跨境溢出效应关注较少,目前只

有其与资本管制的对比研究,而外汇宏观审慎政策的跨境漏损直到近年才逐步受到关注,还需要更多的研究进行深入探讨;第四,从具体措施的有效性来看(表 2),外汇准备金要求、外汇头寸限制、外汇贷款限制和跨境融资宏观审慎管理的有效性得到了较为充分的检验,而外汇资本要求、银行结售汇综合头寸管理等措施的有效性还需要进一步验证。

国内宏观审慎政策虽然不直接管理跨境资本流动,但其实施也会对跨境资本流动及其风险产生间接影响,并且会通过跨境资本流动产生跨境溢出效应,

影响国内宏观审慎政策的有效性。本文的研究进展表明,特定的国内宏观审慎政策会对跨境资本流动带来间接影响,且主要通过信贷渠道抑制跨境资本流入风险。

具体来说:第一,在国内宏观审慎政策对跨境资本流动的影响方面,虽然受限于关联性不高而研究较少,但基于特定宏观审慎政策的文献往往能够发现国内宏观审慎政策影响跨境资本流动的证据;第二,在

国内宏观审慎政策对资本流动风险的影响方面,现有文献大多数认为国内宏观审慎政策能够抑制跨境资本流动带来的信贷膨胀,但缺乏对其他渠道的深入分析;第三,在国内宏观审慎政策的跨境溢出与政策漏损方面,现有文献大都表明了宏观审慎政策“本地效应”“跨境效应”“正外部性”与“转移效应”等溢出效应的存在,并论证了“本地效应”的存在使得宏观审慎政策的有效性遭受挑战。

表 2 主要外汇宏观审慎措施的有效性总结

措施分类	针对部门	有效性总结
外汇准备金要求	银行和非银行金融机构	管理跨境资本流入的有效性较强,也能够通过管理信贷增长等渠道降低资本流入风险,但在具体的外汇准备金要求和具体的资本流入类型间存在异质性
外汇头寸限制	银行和非银行金融机构、非金融企业	主要通过抑制信贷增长,减少外汇风险敞口等传导渠道降低信贷膨胀演变为金融危机的可能性
外汇贷款限制	银行和非银行金融机构、非金融企业、家庭	管理跨境资本流入的有效性较强,能够降低一国信贷增长,并且能够降低银行杠杆率和非核心负债
外汇资本要求	银行和非银行金融机构、非金融企业、家庭	使用较少,且有效性受到跨境漏损的影响较大
银行结售汇综合头寸管理	银行和非银行金融机构	难以有效调控短期资本流出和流入
跨境融资宏观审慎管理	银行和非银行金融机构、非金融企业	能够有效调控短期资本流动,可以缓解金融中介跨境融资流入造成的汇率升值及实体杠杆波动,并且能够缓冲外部不利冲击对中国实体经济的溢出效应

注:(1)根据前文文献对具有代表性的外汇宏观审慎措施的有效性进行总结;(2)外汇流动性覆盖率、外汇净稳定资金比率等抑制期限错配的措施的有效性研究较少。

(二)研究展望

限于政策经验和数据可得性等方面的原因,对宏观审慎政策管理跨境资本流动的有效性检验还存在不足,依然有许多重要的问题需要深入探讨(表 1)。不过在众多研究方向中,以下四个方向尤其需要重点关注。

第一,进一步加强基于微观数据的外汇宏观审慎政策有效性研究。现有关于跨境资本流动的研究,大多数是采用跨国面板序列数据或者在 DSGE 模型框架下进行模拟,下一步需要基于更细分的数据,如对外直接投资数据或者外商企业直接投资数据、跨境银行贷款数据、海外发行债券数据、工业企业或出口企业贸易信贷数据,分析外汇宏观审慎政策对不同类型跨境资本流动的作用。

第二,进一步加强外汇宏观审慎政策在抑制资本流动风险方面的有效性检验。一方面,要基于更细分的资本流动数据,继续深入考察外汇宏观审慎政策在降低货币错配、期限错配方面的有效性。另一方面,要选取更具有代表性的度量资本流动相关系统性金融风险的指标,以便更为直观地考察外汇宏观审慎政策

的有效性。

第三,进一步加强外汇宏观审慎政策漏损和溢出效应及其相关政策协调的研究。一方面,外汇宏观审慎政策的实施可能产生国内政策漏损,这就需要进一步加强国内各政策部门的协调配合。另一方面,一国实施外汇宏观审慎政策可能对其他国家产生影响,其他国家实施的外汇宏观审慎政策也可能对该国产生影响,所以要进一步加强外汇宏观审慎政策跨国溢出与国际政策协调的相关研究。

第四,进一步加强基于中国资本账户开放情境下的外汇宏观审慎政策研究。中国在全球金融危机以来也面临着资本流动的剧烈波动,但是中国的资本账户尚未完全开放,央行对于外汇干预能力较强,因此能够对资本流动实施有效管理。从已有研究来看,关于中国外汇宏观审慎政策有效性的研究较少,这可能是因为中国当前总体外债水平的风险较低。不过在未来面对资本账户逐步开放的趋势下,要关注影响中国资本流动的驱动因素、资本流动带来的影响、政策回应及其溢出效应等,这些领域仍然有很大的研究空间。

(三)政策建议

在外汇管理实践基础上,我国成功构建了跨境资本流动“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架。不过,相比于外汇市场微观监管,我国的跨境资本流动宏观审慎管理框架初步建立,还需要不断完善。本文认为,完善跨境资本流动宏观审慎管理任重道远,需要建立和完善跨境资本流动监测、预警和响应机制,更好地运用各类外汇宏观审慎政策工具,健全跨境资本流动宏观审慎管理的微观渠道,加强跨境资本流动宏观审慎管理的国际协调等等,结合我国的情况,目前可以重点从以下三个方面推进。

第一,系统评估我国现有外汇宏观审慎政策工具。在外汇管理实践中,我国形成了具有中国特色的外汇宏观审慎政策工具,包括外汇存款准备金率、外汇风险准备金率、逆周期因子、银行结售汇综合头寸管理、全口径跨境融资宏观审慎管理和境外放款宏观审慎管理等。由于上述措施大多是针对我国国情开发的工具,虽然与国际上的外汇宏观审慎政策工具具有一致性,但也有其特殊性。相比之下,对我国外汇宏观审慎政策工具的评估是不足的,特别是如抑制人民币汇率波动等主要政策目标的研究文献相对缺乏。因此,应当在《宏观审慎政策指引(试行)》定义的跨境资本流动管理工具的基础上,对上述措施的政策目标、使用条件和有效性等进行系统评估。

第二,积极开发新的外汇宏观审慎政策工具。借鉴国际经验,我国可以开发和测试新的外汇宏观审慎政策工具,用以补充现行的管理框架。根据措施目标的不同可以将工具分为监管指标和监测指标。新的监管指标如累计外汇头寸敞口比例、资本充足率中对汇率风险的最低资本计量要求等能够较好地监管银行和非银行金融机构,防范货币错配风险和汇率风险,可以作为我国现有外汇宏观审慎政策工具的补充,而按货币区分的流动性覆盖率、净稳定资金比率、期限错配限制等工具同样是针对银行和非银行金融机构的,能够较好防范期限错配风险,期限错配风险在我国现行的政策工具箱中基本还未加以考虑。在开发和测试完成后,可以先将监管指标作为监测指标使用。

第三,加强跨境资本流动宏观审慎政策的国际协调。我国作为发展中的大国,势必会受到其他国家宏观审慎政策的影响,我国实施的宏观审慎政策也会对其他国家造成溢出影响。因此,一方面,我国在实施可能产生溢出效应的外汇宏观审慎政策的过程中,需要加强和其他国家政策部门的沟通,既防止“以邻为壑”,亦避免出现严重的政策漏损。另一方面,我国在不断丰富外汇宏观审慎政策监管指标和检测指标的

基础上,要加强跨境资本流动监管指标和监测指标的数据共享。

参考文献:

- [1]曹春玉. 跨境融资、杠杆波动与宏观审慎调节[J]. 金融评论, 2023, 15(1): 81-102+124.
- [2]黄赛男, 李佳雯, 朱明杰. 汇率双向大幅波动对银行跨境资本流动的非对称影响:宏观审慎政策的作用[J]. 国际金融研究, 2023(5): 57-70.
- [3]黄新飞, 廉胜南, 蔡睿思. 资本流入激增与系统性金融风险——基于 ΔCoVaR 方法的实证分析[J]. 国际金融研究, 2023(3): 37-49.
- [4]陆磊, 李力, 冯业情等. 跨境融资宏观审慎管理与外部输入性风险防范[J]. 经济研究, 2022, 57(10): 18-34.
- [5]苗文龙. 跨境资本流动宏观审慎监管框架与效果检验[J]. 当代财经, 2021(3): 53-65.
- [6]谭小芬, 李兴申. 美国货币政策对新兴经济体宏观审慎监管跨境溢出效应的影响 [J]. 国际金融研究, 2021(8): 3-12.
- [7]王有鑫, 王祎帆, 杨翰方. 跨境资本流动宏观审慎政策防范输入性金融风险机制研究 [J]. 经济学家, 2022(9): 88-97.
- [8]王志强, 李青川. 资本流动、信贷增长与宏观审慎监管政策——基于门限向量自回归的实证分析[J]. 财贸经济, 2014(4): 38-47.
- [9]张礼卿, 张宇阳, 欧阳远芬. 国际资本流动对系统性金融风险的影响研究 [J]. 财贸经济, 2023, 44(1): 99-115.
- [10]Ahnert T, Forbes K, Friedrich C, et al. Macroprudential FX Regulations: Shifting the Snowbanks of FX Vulnerability? [J]. Journal of Financial Economics, 2021, 140(1): 145-174.
- [11]Auer R, Matyunina A, Ongena S. The Countercyclical Capital Buffer and the Composition of Bank Lending [J]. Journal of Financial Intermediation, 2022, 52: 100965.
- [12]Avdjiev S, Hardy B, Kalemli-Özcan S, et al. Gross Capital Flows by Banks, Corporates, and Sovereigns [J]. Journal of the European Economic Association, 2022, 20(5): 2098-2135.
- [13]Bacchetta P, Cordonier R, Merrouche O. The Rise in Foreign Currency Bonds: The Role of US Monetary Policy and Capital Controls [J]. Journal of International Economics, 2023, 140: 103709.

- [14]Beirne J, Friedrich C. Macroprudential Policies, Capital Flows, and the Structure of the Banking Sector [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2017, 75: 47–68.
- [15]Bengui J, Bianchi J. Macroprudential Policy with Leakages [J]. *Journal of International Economics*, 2022, 139: 103659.
- [16]Bruno V, Shim I, Shin H S. Comparative Assessment of Macroprudential Policies[J]. *Journal of Financial Stability*, 2017, 28: 183–202.
- [17]Buch C M, Bussiere M, Goldberg L. International Prudential Policy Spillovers: Evidence from the International Banking Research Network [J]. *International Journal of Central Banking*, 2017, 13(2): 1–4.
- [18]Buch C M, Goldberg L. Cross-border Prudential Policy Spillovers: How Much? How Important? Evidence from the International Banking Research Network [R]. NBER Working Paper, 2016.
- [19]Cerutti E, Claessens S, Laeven L. The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence [J]. *Journal of Financial Stability*, 2017, 28: 203–224.
- [20]Cerutti M E M, Zhou H. Cross-border banking and the circumvention of macroprudential and capital control measures[R]. IMF Working Paper, 2018.
- [21]Cizel J, Frost J, Houben A, et al. Effective macroprudential policy: cross-sector substitution from price and quantity measures [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2019, 51(5): 1209–1235.
- [22]Claessens S, Ghosh S R, Mihet R. Macroprudential policies to mitigate financial system vulnerabilities[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2013, 39: 153–185.
- [23]De Crescenzo A, Golin M, Molteni F. Have currency-based capital flow management measures curbed international banking flows?[R]. OECD Working Paper, 2017.
- [24]Eller M, Hauzenberger N, Huber F, et al. The impact of macroprudential policies on capital flows in CESEE[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2021, 119: 102495.
- [25]Epure M, Mihai I, Minoiu C, et al. Global financial cycle, household credit, and macroprudential policies[R]. BSE Working Paper, 2023.
- [26]Fendoğlu S. Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2017, 79: 110–128.
- [27]Forbes K, Fratzscher M, Kostka T, et al. Bubble thy neighbour: Portfolio effects and externalities from capital controls [J]. *Journal of International Economics*, 2016, 99: 85–104.
- [28]Forbes K, Fratzscher M, Straub R. Capital-flow management measures: What are they good for? [J]. *Journal of International Economics*, 2015, 96: S76–S97.
- [29]Frost J, Ito H, Van Stralen R. The effectiveness of macroprudential policies and capital controls against volatile capital inflows[R]. DNB Working Paper, 2020.
- [30]Giordani P E, Ruta M, Weisfeld H, et al. Capital flow deflection [J]. *Journal of International Economics*, 2017, 105: 102–118.
- [31]Hoffmann A, Löffler A. Low interest rate policy and the use of reserve requirements in emerging markets[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2014, 54(3): 307–314.
- [32]Houston J F, Lin C, Ma Y. Regulatory arbitrage and international bank flows[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(5): 1845–1895.
- [33]IMF. Key aspects of macroprudential policy[R]. IMF Policy Paper, 2013.
- [34]IMF. Increasing resilience to large and volatile capital flows—The role of macroprudential policies[R]. IMF Policy Paper, 2017.
- [35]IMF-FSB-BIS. Elements of effective macroprudential policies: Lessons from international experience [R]. Report to the G-20, 2016.
- [36]Kim K, Lee J Y. Estimating the effects of FX-related macroprudential policies in Korea [J]. *International Review of Economics & Finance*, 2017, 50: 23–48.
- [37]Lepers E, Mehigan C. The broad policy toolkit for financial stability: Foundations, fences, and fire doors[R]. OECD Working Paper, 2019.
- [38]Lim C H, Costa A, Columba F, et al. Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences[R]. IMF Working Paper, 2011.
- [39]Montoro C, Moreno R. The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America[J].

BIS Quarterly Review, March, 2011.

[40]Ostry J D, Ghosh A R, Chamon M, et al. Tools for managing financial–stability risks from capital inflows[J]. Journal of International Economics, 2012, 88 (2): 407–421.

[41]Pasricha G K, Falagiarda M, Bijsterbosch M, et al. Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets [J]. Journal of International Economics, 2018, 115: 48–58.

[42]Spahn P B. The Tobin tax and exchange rate stability[J]. Finance & Development, 1996, 33(2): 24–27.

[43]Tobin J. A proposal for international monetary reform[J]. Eastern Economic Journal, 1978, 4(3/4): 153–

159.

[44]Viñals J, Nier E. Collective action problems in macroprudential policy and the need for international coordination [J]. Financial Stability Review, 2014 (18): 39–46.

[45]Zettelmeyer J, Nagy P M, Jeffrey S. Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe [M]. London: European Bank for Reconstruction and Development, 2010.

[46]Zhang L, Zoli E. Leaning against the wind: Macroprudential policy in Asia [J]. Journal of Asian Economics, 2016, 42: 33–52.

The Effectiveness of Macroprudential Policies in Managing Cross-border Capital Flows: Research Progress and Policy Implications

Abstract: As a tool for managing cross-border capital flows, macroprudential policies have received increasing attention after the 2008 global financial crisis. FX-related macroprudential policies reduce financial risks related to capital flows by directly affecting cross-border capital flows, while domestic macroprudential policies may have indirect impacts on cross-border capital flows by reducing domestic financial risks. This paper find that: firstly, FX-related macroprudential policies mainly suppress cross-border capital flows and their risks through three channels, including credit, non-core bank funds, and unhedged foreign exchange risks. Although the effectiveness is generally recognized, there is still some heterogeneity among different channels. Secondly, although there is relatively little attention paid to cross-border spillovers and policy leakage in FX-related macroprudential policies, existing research has basically confirmed the existence of policy leakage and its impact on its effectiveness. Thirdly, specific domestic macroprudential policies will have an indirect impact on cross-border capital flows, mainly through credit channels to suppress the risk of cross-border capital inflows. Finally, this paper summarizes the research progress, and proposes research prospects and policy recommendations based on it.

Key words: Macroprudential Policy; Cross-border Capital Flows Management; CFM/MPMs; Cross-border Spillover; Policy Leakage

(责任编辑:王家辉)