

资本流动逆转对新兴市场国家的影响效应分析 ——基于 GTAP 模型的模拟

张 帅

(新疆财经大学金融学院, 新疆 乌鲁木齐 830012)

摘 要: 采用基于 GTAP 模型的 Malcolm 方法刻画了不同新兴市场国家资本流动逆转的 3 种状态及其对新兴市场国家的冲击效应。研究发现: 资本流动逆转对 3 类新兴市场国家经济增长的影响均存在门槛效应, 但门槛值呈现差异性; 资本流动逆转均会促使 3 类新兴市场国家服务业产出下降、贸易条件恶化及福利水平下滑, 导致出口总值增加、进口总值下降, 其中资本管制型国家冲击最为严重; 资本流动逆转对其他国家的经济增长、进口规模、贸易条件和福利水平平均起到改善作用。

关键词: 资本流动逆转; 新兴市场国家; 影响效应; GTAP 模型

中图分类号: F831

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2021) 05-0071-11

一、文献综述

国内外学者针对资本流动逆转问题进行了大量研究。国际资本流入突停最早是由 Calvo (1998) 提出的, 他指出国际资本在出现突停的前期都伴随着大规模的流入, 后有学者把该现象界定为资本流动逆转。在国际资本流动逆转的成因方面, Calvo 等 (2003) 指出, 东道国金融体系的不稳定及经济政策失衡是资本流动逆转风险产生的根本原因, 当一国财政收支下降至某一临界水平, 导致经济增长迅速下滑, 从而引发资本流动逆转。Calvo 等 (2004) 进一步发现, 东道国国际收支的外部失衡及债务美元化也将推动资本流动逆转的发生。之后的相关理论则更多强调国家金融市场不完善在资本流动逆转中的作用, 金融摩擦行为的存在将导致一国所获取的信贷规模受到经济发展、产业结构等诸多因素的约束, 从而触发金融加速器或费雪“债务—通缩”机制, 最终发展为“突然中断”危机 (Arellano, 2002; Mendoza and Smith, 2006)。还有学者认为资本流动逆转是全球金融市场投资非理性产生的结果, 由于国际金融市场信息的非对称性, 投资市场的羊群效应极易引发国际资本的频繁波动 (Chari and Kehoe, 2004)。Brana 和 Lahet (2010) 则指出投资者风险偏好的存在及投资情绪的逆转也将引发东道国资本流动的大幅逃离。Ghosh 等 (2016, 2017) 发现, 发达国家的利率水平提升是引发新兴市场国家资本流动逆转的主要原因。

在国际资本流动逆转的影响方面,学者们也做了丰富的研究,但部分研究结论呈现差异性。在汇率影响方面,Jongwanich 等(2013)均发现资本流动突然中断往往会伴随汇率的大幅贬值或货币制度崩溃;Chari 等(2017)研究认为,发达经济体量化宽松政策的退出将引发新兴市场资本流动的逆转,导致其货币大幅贬值。郭娜和刘潇潇(2018)指出,短期国际资本流动逆转会引发外汇供给不足,最终导致人民币贬值。然而,Mendoza 和 Smith(2006)发现,在债务美元化和信贷受限的经济体中,伴随着有管理的汇率制度崩溃而引发的资本流动逆转对实际汇率的冲击更大。因此,国际资本流动逆转对汇率的冲击效应可能会受到东道国汇率制度不同的影响。

在对实体经济的影响方面,研究者普遍认为会加重对实体经济的冲击,如 Calvo 等(2003)强调传统的凯恩斯效应机制,即“突然停止”的发生导致国内信贷额度下降及外部融资升水,经“金融加速器”的强化作用,引起总需求和产出的下降。Mendoza 和 Smith(2006)认为,在担保约束下,资本流动逆转触发保证金追加要求以及随后的资产抛售,导致信贷萎缩及产出水平下降。Eichengreen 和 Gupta(2016)指出,新兴市场国家资本流入的下降会进一步引发羊群效应,从而导致一国经济的衰退。但是,黄宪(2019)等认为,不同驱动型的资本流动逆转对新兴市场国家的影响并不相同,可能会促进也可能会抑制经济增长。因此,国际资本流动逆转对实体经济的冲击效应可能会受到东道国经济体制等方面因素的影响。

在引发金融危机方面,Calvo 等(2008)认为,在遭受资本流入突停时,新兴经济体爆发金融危机的概率远高于发达经济体。Reinhart 等(2008)指出,中低收入国家在资本流入突停条件下发生金融危机的概率要比无资本流入突停条件下高出 8% 以上,而对于高收入国家来说,其发生金融危机的概率则无明显差别。Giovanni 等(2016)发现,低利率政策可导致银行信贷扩张,资本流出规模扩大,金融系统性风险累加,金融危机爆发几率增大。何国华和李洁(2018)认为,资本流动逆转将加速银行信贷收缩,引发金融市场波动。因此,国际资本流动逆转是否会引发金融危机可能会受到东道国经济体量、资本管制等因素影响。

综上,现有针对资本流动逆转的研究仍然有改进的空间。首先,不同的资本流动逆转规模可能导致对流出国影响效应的差异化,现有研究基本采用 Calvo(1998)对资本流动逆转概念的界定:当一国资本净流入的下降幅度在 1 年内达到该国资本流动样本均值的 2 个标准差以上,该国就发生了资本流动逆转。然而,随着国际资本对一国经济领域的渗透日益扩大,很小规模的资本逆转就极有可能引发羊群效应,从而对该国宏观经济造成严重冲击,因此小规模资本逆转所产生的影响也同样值得关注。其次,现有研究通常采用已发生资本流动逆转国家的样本数据,通过构建面板模型来考察其对资本流出国在各个层面的影响,但研究结果只能反映样本整体层面资本流动逆转的风险大小,样本内个别国家的个体效应可能会被忽视。最后,不同国家在资本流动管制政策的制定层面存在差异性,而资本管制的松紧一定程度上

会影响资本流动逆转发生的概率及所产生的风险,忽视该因素可能会降低研究结果的准确性。GTAP 模型能够在一定程度上解决上述问题:首先,通过 GTAP 模型能够模拟出每个国家不同规模的资本逆转状态,有效解决了小规模资本逆转影响的刻画问题,同时克服了传统上只能依靠已发生资本流动逆转国家的经验数据进行分析的缺陷。其次,GTAP 模型能够根据研究对象的差异性进行分组设定,既能考虑到个体效应,又能刻画不同类型资本管制国家的资本逆转风险,使得研究结论更为精确。

基于以上分析,本文以新兴市场国家为研究对象,并依据各国对资本管制的不同将新兴市场国家分为资本管制型国家、资本半管制型国家和资本自由流动型国家。研究方法上借鉴 Malcolm (1998) 在 GTAP 模型中通过提升国家风险的方式形成资本流动逆转的状态,实际操作中可通过设定国家风险提升的幅度来决定资本流动逆转的规模大小,从而模拟出不同规模的资本流动逆转对样本国所带来的冲击效应。

二、模型选择及模拟方案设计

(一) 模型选择

GTAP 模型以区域或国家(地区)不同部门经济联系的子模块为根据,采用国际贸易途径将不同子模块连接起来,依据问题研究特征及相关经济原理形成相应的闭合规则,最后利用实际数据进行政策模拟及预测,可以有效评估相关政策对不同经济主体在经济增长、福利变化、进出口贸易、贸易条件等方面的影响,该模型因具有理论与实践有效结合的特殊优势而被广泛应用于研究当中。

GTAP 模型由全球运输及全球银行两个部门构成,全球运输部门将世界各区域有效联系起来,在商品交易价格的基础上考虑运输成本,从而推动区域内贸易活动的开展。全球银行负责吸纳各个国家的储蓄,并决定储蓄资金的流向,从而实现资本在各区域间的流动。GTAP 模型不同版本所依托的数据基础年份并不相同,所涉及的国家(地区)、产业部门也各不相同,而最新的 GTAP9.0 数据库具体包含 140 个国家(地区)及 57 个产业部门。在实际运用中,可依据政策模拟的需求,将所有国家(地区)及产业部门进行重新分组,从而实现分析的便利性。

Malcolm (1998) 首次将资本流动及国家风险模拟问题引入 GTAP 模型,用来刻画资本流动逆转对国家(地区)的影响效应,其原理是:在传统 GTAP 模型中,全球银行通过两种机制来决定总量资金在不同区域的分配:第一种是假定资本不能自由流动,资本在各区域的分配比例固定;第二种是假定资本可以跨区域流动,促使资本流动的动因在于不同区域间资金收益率的差异。Malcolm (1998) 在研究资本流动逆转问题时,按照收益率均等原则对资本在区域间进行分配,但该收益率是在风险溢价基础上调整后所形成的。具体来看,调整后各区域资本收益率均等表达如下:

$$\frac{RORE(r)}{RISK(r)} = RORG \quad (1)$$

其中， $RORE(r)$ 代表 r 地区风险调整前的收益率； $RISK(r)$ 反映 r 地区的风险状态； $RORG$ 则是经风险调整后的全球资本平均收益率。该式可进一步变形为：

$$rorg+risk(r)=rore(r) \tag{2}$$

式中 $rorg$ 、 $risk(r)$ 、 $rore(r)$ 分别代表 $RORG$ 、 $RISK(r)$ 、 $RORE(r)$ 的变化率。该式等同于：

$$rore(r)=rorg+cgdslack(r), RORDELTA=1 \tag{3}$$

其中， $cgdslack(r)$ 是衡量 r 地区资本变化的松弛变量。 $RORDELTA$ 是反映资本分配方式差异的控制变量，若区域资本自由流动时，取值 1；反之则取值 0。

Malcolm 论证了可通过 $cgdslack(r)$ 变量来衡量各个国家（地区）风险水平的大小，具体可通过两种机制来选择：若研究对象满足“小国假设”，则采用第一种机制，即所有国家（地区） $cgdslack(r)$ 变量均为外生的，而 $rore(r)$ 变量则均为内生的。反之则采用第二种机制，即所研究区域的 $cgdslack(r)$ 为内生变量，而 $rore(r)$ 为外生变量；其他区域则刚好相反，即 $rore(r)$ 为内生变量， $cgdslack(r)$ 为外生变量。在第二种机制中，Malcolm 认为可利用 $rore(r)$ 变量来衡量国家风险，若给予 $cgdslack(r)$ 或 $rore(r)$ 以正向冲击（提高变量值），可相应模拟出国家（地区）风险提升、资本流出增加（资本流入减少）的情形。

（二）模拟方案设计

本文采用最新的 GTAP9.0 数据库，同时根据研究需要，按照 Klein（2012）对资本管制国家的界定原则，依据所有国家（地区）至今对资本政策的变动进行调整，最终将 54 个新兴市场国家（不含黎巴嫩、安哥拉、缅甸、摩尔多瓦）划分为资本自由流动型、资本半管制型和资本管制型 3 组国家，其他 86 个国家（地区）归为一组（表 1）。将 57 个产业部门分为 4 大类，分别为农业、重工业、轻工业和服务业（表 2）。

考虑到分组后涉及的国家较多，经济体量相对较大，因此针对 3 组新兴市场国家均采用“大国假设”，选择 $rore(r)$ 变量来度量国家风险。考虑到离散冲击设定会带来研究结论的不准确性，在提升国家风险设定方面选择对 $rore(r)$ 分别实施 1% 至 100% 的连续冲击，从而模拟出不同规模的资本流动逆转状态及其产生的冲击效应。

表 1 国家和地区分类

类别	包含国家
资本自由流动型国家	阿曼、巴拿马、哥斯达黎加、毛里求斯、秘鲁、尼加拉瓜、危地马拉、乌干达、乌拉圭、赞比亚
资本半管制型国家	阿根廷、埃及、巴拉圭、巴林、巴西、保加利亚、波兰、玻利维亚、多米尼、俄罗斯、哥伦比亚、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、中国、加纳、科威特、肯尼亚、罗马尼亚、孟加拉、墨西哥、南非、尼日利亚、萨尔瓦多、沙特阿拉伯、斯威士兰、土耳其、委内瑞拉、匈牙利、牙买加、印度尼西亚、智利
资本管制型国家	巴基斯坦、多哥共和国、菲律宾、马来西亚、摩洛哥、斯里兰卡、泰国、坦桑尼亚、突尼斯、乌克兰、印度、越南
其他国家和地区	GTAP9.0 数据库中的剩余国家（地区）

表 2 产业部门分类

序号	部门	包含范围
1	农业	稻谷、小麦、谷粒、蔬菜、水果、坚果、油籽、甘蔗、甜菜、植物基纤维、牛、绵羊、山羊、马、动物产品、生奶、羊毛、蚕茧、林业、渔业
2	重工业	煤、油、汽、矿产资源、亚铁金属、金属、金属制品、机动车辆和零件、运输设备、电子设备、机械设备、制造业
3	轻工业	肉类食品、植物油和脂肪、乳制品、加工大米、糖、食品、饮料和烟草制品、纺织服装业、皮革制品、木制品、纸制品、石油、煤炭产品、化学、橡胶、塑料、矿物产品
4	服务业	电、天然气生产、销售、水、建筑、贸易、通讯、运输、海运、空运、金融、保险、商业服务、娱乐和其他服务、公共行政、国防、军事、教育、住宅

三、模拟结果分析

资本流动逆转通常指流入规模的大幅下降或形成净流出的状态，在 $rore(r)$ 分别提升 1% 至 100% 的各种情景下，通过 GTAP9.0 模拟出 3 类新兴市场国家资本流动的变化状态（图 1）。可以看出，3 类新兴市场国家在 3 种情景下均经历了资本的净流出，且净流出额随着 $rore(r)$ 的提升而逐渐扩大，其中资本自由流动型国家资本流出规模最大，平均净流出额达到 6,094 亿美元，资本半管制型国家和资本管制型国家资本净流出额则分别达到 4,992 亿美元和 4,857 亿美元。因此，基于 Malcolm 方法，我们刻画出资本流动逆转状态，接着可以进一步分析不同规模的资本流动逆转对 3 类新兴市场国家的影响效应。

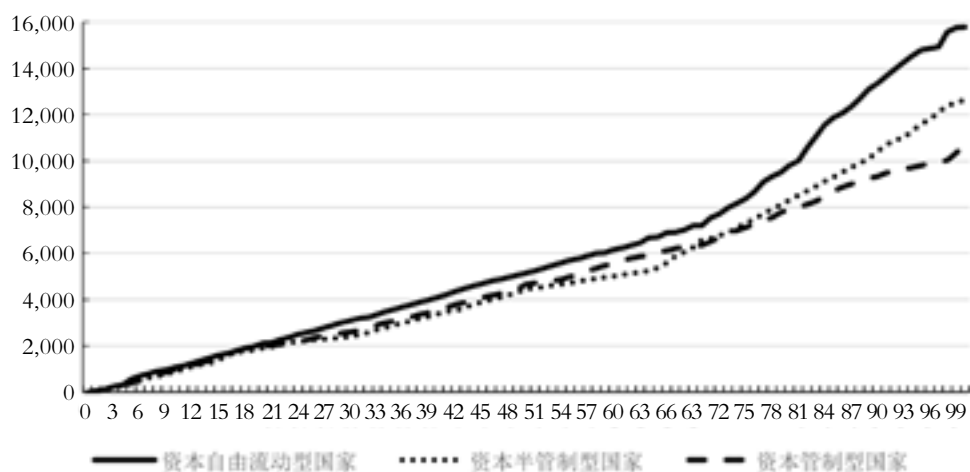


图 1 资本净流出额（亿美元）

注：数据通过 GTAP9.0 模型整理计算得到。

（一）对新兴市场国家及其他国家（地区）GDP 的影响

图 2 显示，资本流动逆转在不同情形下对资本自由流动型、资本半管制型、资本管制型新兴市场国家经济增长的影响基本呈现先上升后下降的态势，但拐点不同。首先，资本自由流动型国家在资本逆转规模低于 3,198 亿美元状态下经济增速上升，其中在 1,078 亿美元时经济增长达到最大化，为 0.75%，随着资本流动逆转规模扩

大，资本自由流动型国家经济增长开始下滑，下降幅度最大达到 4.63%，平均下降幅度达到 1.5%。其次，资本半管制型国家经济增速在资本逆转规模低于 2,576 亿美元的状态下均处于上升态势，其中经济增速在逆转规模为 1,098 亿美元时达到最高，为 0.84%，随着资本流动逆转规模的扩大，经济增长开始下滑，下降幅度最大达到 5.39%，平均下降幅度达到 1.8%，比资本自由流动型国家高 0.3%。再次，资本管制型国家经济增速在资本逆转规模为 621 亿美元时达到峰值，为 0.58%，随后开始下滑，下降幅度最大达到 5.52%，平均下降幅度达到 2.5%，分别比资本自由流动型国家和资本半管制型国家高 1% 和 0.7%。最后，3 类新兴市场国家的资本流动逆转均会推动除本类型国家以外的其他国家的经济增长，促进效应随着资本逆转规模的扩大而提升，且世界其他地区经济上升幅度最明显，连续模拟方案下 GDP 分别增加 1.23%、1.74% 和 2.06%。

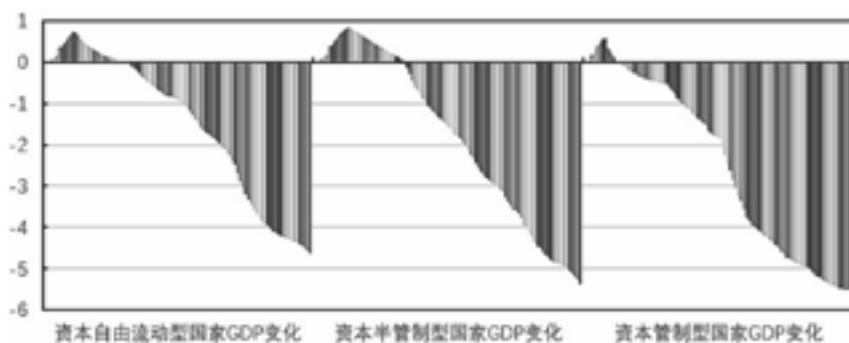


图2 新兴市场国家 GDP 变化 (%)

注：数据通过 GTAP9.0 模型整理计算得到。

（二）对新兴市场国家不同部门产出的影响

东道国的产业特征优势是国际资本流入的重要因素，很多国家基于保护本国产业发展的目的，对国际资本流入设立了严格的门槛标准，也可能导致资本流动逆转对不同国家不同产业部门的产出影响呈现特殊性。表 3 显示，资本流动逆转在不同情形下对 3 类新兴市场国家不同部门产出的影响变化基本类似。首先，资本流动逆转对 3 类新兴市场国家的服务业产出均起到抑制效应，且产出随资本逆转规模的扩大而不断下降。其中资本管制型国家的影响最为显著，3 种情景下服务业产出下降分别达到 3.14%、4.89% 和 6.65%，资本自由流动型国家和资本半管制型国家的服务业产出在情景 3 下分别减少 4.71% 和 5.15%。其次，资本流动逆转对 3 种新兴市场国家类型以外的其他部门产出均起到促进作用，且产出随资本逆转规模的扩大而不断上升。其中重工业产出增长最为明显，3 类新兴市场国家产出分别增加 3.29%、5.64% 和 2.86%。

（三）对新兴市场国家及其他国家（地区）进出口的影响

国际资本流动是国际收支平衡表下资本与金融项目下的重要组成部分，资本流动逆转的直接效应就是导致资本与金融项目顺差的减少或逆差的扩大，而东道国为维

表 3 新兴市场国家不同部门产出变化 (%)

产业	资本自由流动型国家模拟			资本半管制型国家模拟			资本管制型国家模拟		
	30	50	70	30	50	70	30	50	70
农业	0.96	1.94	2.91	1.09	2.84	3.78	1.14	1.57	2.45
重工业	1.69	2.49	3.29	1.72	3.03	5.64	0.46	1.76	2.86
轻工业	1.07	2.11	3.16	0.87	1.16	2.63	0.62	1.07	2.12
服务业	-1.02	-2.36	-4.71	-2.78	-3.97	-5.15	-3.14	-4.89	-6.65

注：数据通过 GTAP9.0 模型整理计算得到。

持其国际收支平衡，必然会对进出口贸易进行调整，从而改善经常项目状态。从图 3 和图 4 可以看出，资本流动逆转在不同情形下对 3 类新兴市场国家进出口的影响效应也基本相同。

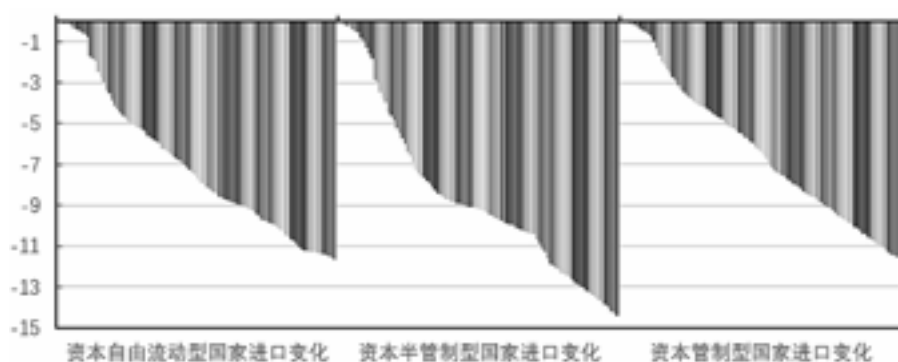


图 3 新兴市场国家进口变化 (%)

注：数据通过 GTAP9.0 模型整理计算得到。

从进口情况看：首先，3 类新兴市场国家的进口总值均随着资本流动逆转规模的扩大而不断下降，其中资本半管制型国家的影响最为显著，进口总值下降幅度最大达到 14.4%，平均下降幅度高达 8.7%；资本自由流动型和资本管制型国家进口总值最大下降幅度则分别为 11.63% 和 11.52%，平均下降幅度分别达到 7% 和 6.3%，分别比资本半管制型国家进口总值平均下降幅度低 1% 和 1.4%。其次，资本流动逆转对 3 类新兴市场国家以外的其他国家（地区）进口均起到促进作用，且产出随资本逆转规模的扩大而不断上升，其中世界其他地区进口增长较为明显，进口总值在 3 类新兴市场国家的模型方案下平均增长分布达到 4.93%、5.89% 和 3.48%。

从出口情况看：首先，资本流动逆转均会促进 3 类新兴市场国家的出口，且出口规模随资本逆转规模的扩大而不断上升，其中资本管制型国家的变化最为明显，出口总值最高增加 18.5%，平均增加幅度达到 12.4%；资本自由流动型和资本半管制型国家出口总值最高增长分别达到 15.66% 和 17.44%，平均增长幅度分别为 9.6% 和 10.8%，分别比资本管制型国家出口总值平均增长幅度低 2.8% 和 1.6%。其次，3 类新兴市场国家以外的其他国家（地区）的出口总值均随着资本流动逆转规模的扩大而不断缩减，其中出口下降最为显著，出口总值在 3 类新兴市场国家的模型方案下平均下降幅度分别为 3.63%、5.04% 和 6.29%。

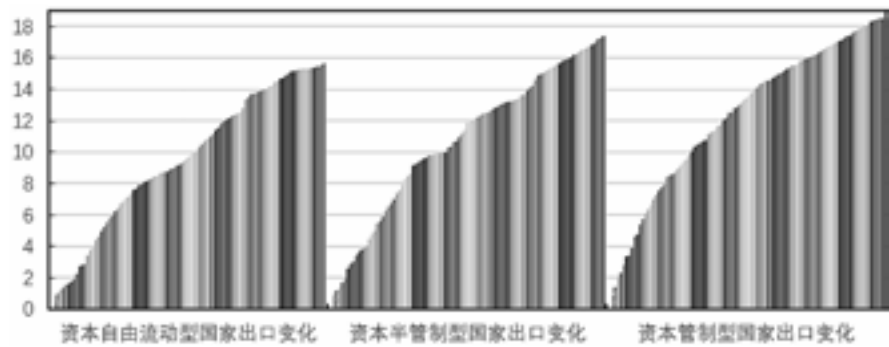


图 4 新兴市场国家出口变化（%）

注：数据通过 GTAP9.0 模型整理计算得到。

（四）对新兴市场国家及其他国家（地区）贸易条件和福利水平的影响

图 5 和图 6 显示，资本流动逆转在不同状态下对 3 类新兴市场国家贸易条件及福利水平的影响也呈现同质性的变化。

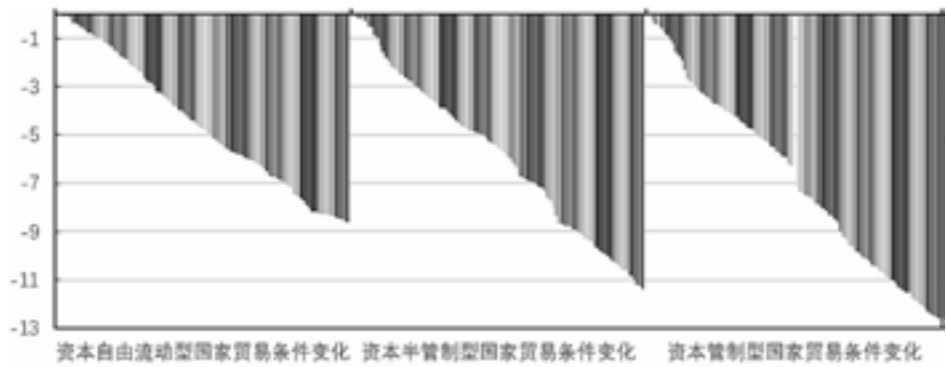


图 5 新兴市场国家贸易条件变化（%）

注：数据通过 GTAP9.0 模型整理计算得到。

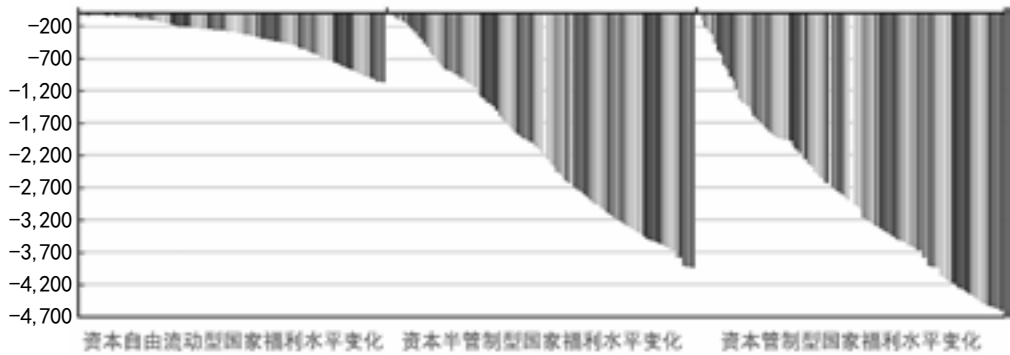


图 6 新兴市场国家福利水平变化（亿美元）

注：数据通过 GTAP9.0 模型整理计算得到。

从贸易条件变化看：首先，资本流动逆转均会使 3 类新兴市场国家贸易条件恶化，

且随资本逆转规模的扩大而不断加剧,其中资本管制型国家最为明显,贸易条件下降幅最大达到12.62%,平均下滑幅度达到6.8%;资本自由流动型和资本半管制型国家贸易条件最高减少分别为8.63%和11.39%,平均下降幅度分别达到4.5%和5.9%,分别比资本管制型国家贸易条件平均下降幅度低2.3%和0.9%。其次,3类新兴市场国家以外的其他国家的贸易条件均随着资本流动逆转规模的扩大而不断改善,其中世界其他地区改善最为显著,平均贸易条件在3类新兴市场国家的模型方案下分别上升了2.18%、3.07%和4.14%。

从福利变化看:首先,3类新兴市场国家的福利水平平均随着资本流动逆转规模的扩大而不断下滑,其中资本管制型国家冲击最严重,福利水平减少幅度最大达到4,602亿美元,平均福利损失达到2,713亿美元,资本自由流动型和资本半管制型国家福利水平最高缩减则分别为1,063亿美元和3,939亿美元,平均福利损失规模分别达到384亿美元和2,713亿美元,分别比资本管制型国家平均福利减少规模低2,329亿美元和679亿美元。其次,资本流动逆转对3类新兴市场国家以外的其他国家的福利水平均起改善作用,世界其他地区福利水平增长较明显,平均福利水平在3类新兴市场国家的模型方案下增加了877亿美元、1,503亿美元和2,104亿美元。

四、主要结论及启示

(一) 主要结论

本文通过采用GTAP模型对新兴市场国家资本流动逆转的影响效应进行了实证模拟,得出以下结论:(1)资本流动逆转对3类新兴市场国家经济增长的影响均存在门槛效应,即较低规模的资本流动逆转能够促进3类新兴市场国家的经济增长,但资本逆转规模的门槛值则呈现差异性。随着资本流动逆转规模的扩大,3类新兴市场国家经济增长均开始呈现下滑的趋势,且对资本管制型国家经济的负面冲击效应更加明显。(2)资本流动逆转均会使3类新兴市场国家服务业产出下降、贸易条件恶化及福利水平下滑,且随资本逆转规模的扩大而不断加剧,其中对资本管制型国家冲击最为严重。(3)资本流动逆转会导致3类新兴市场国家的出口总值增加、进口总值下降,且影响效应均随着资本逆转规模的扩大而不断增强。(4)资本流动逆转对3类新兴市场国家以外的其他国家的经济增长、进口规模、贸易条件、福利水平平均起到改善促进作用,而进口总值则随着资本流动逆转规模的扩大而不断缩减。

(二) 启示

资本管制型国家在经历资本流动逆转时所遭受负面冲击最为严重,主要在于这些国家对于资本出逃存在普遍的过度恐慌,对任何主体、任何形式的资本流动均采用非理性、无差异的资本管制策略。这不仅会加剧各种短期资本、隐性资本的出逃,而且会制约长期资本的流入,同时造成制度成本的浪费,丧失良好发展机遇。对于

中国来说,应当吸取资本管制型国家对于资本管制的经验教训,进一步提升对外开放水平,降低资本管制力度,提高资本利用效率。

(1) 关注全球经济形势变化,提升应急反应处理能力。全球经济一体化使得各国之间经贸往来存在密切联系,一个国家的经济政策、国内局势发生变化都可能导致世界范围内资本流动的重新配置。依据全球经济走势,灵活调整相关政策,做到防范风险于未然。充分利用各种国际组织,加强与世界主要经济体之间的协调沟通,达成共同应对及解决风险的共识。

(2) 培育国内经济增长新动力,提升风险抵抗能力。完善财政政策、货币政策及其他产业政策之间的协调机制,提升各种政策叠加对经济增加的溢出效应,增强自身抵抗资本流动逆转风险的能力。大力发展外汇市场,加大外汇产品创新力度,完善外汇风险防范机制,更好地满足国内外投资者需求。逐步降低国外金融机构进入国内金融市场的门槛,鼓励国内金融机构走出去,通过市场化竞争提升自身经营管理能力,从而提升风险应对能力。

(3) 完善跨境资本流动监测预警体系建设。加强对跨境资本来源、规模、结构、存量、流向等动态指标进行实时监测,准确把握可疑跨境资本出逃迹象,及时做出应急处理方案。重点对短期资本流动进行动态监管,对其可能存在的流出路径给予精准判断,降低其对国内金融市场稳定性的冲击。

(4) 完善金融组织体系建设,逐步降低资本管制力度。不断深化金融体制机制改革,完善金融监管体系建设,充分借鉴资本账户已开放国家的先进经验,遵循由易到难、分步实现的准则,稳步推进资本项目全面开放。不断提升资本市场开放水平,对资本项目实现由管制向监控进行转换,理性地对待资本出逃现象,切勿采用一刀切的资本管制政策,确保市场投资秩序的稳定。

参考文献:

- [1] 何国华,李洁.跨境资本流动的国际风险承担渠道效应[J].经济研究,2018,(5).
- [2] 黄宪,杨逸,胡婷.国际资本流动大幅逆转对新兴市场国家经济增长都是负效应吗?——全球化资本流出管制的适配性[J].国际金融研究,2019,(7).
- [3] Arellano, C. Dollarization and Borrowing Limits[R]. Department of Economics, Duke University. 2002.
- [4] Brana, S., Lahet, D. Determinants of Capital Inflows into Asia: The Relevance of Contagion Effects as Push Factors[J]. Emerging Markets Review. 2010,(11).
- [5] Calvo, G. A. Capital Flows and Capital-market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops[J]. Journal of Applied Economics, 1998,(1).
- [6] Calvo, G. A., Izquierdo, A., Talvi, E. Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons[Z]. NBER Working Papers, 2003.
- [7] Calvo, G. A., Izquierdo, A., Mejia, L. F. On the Empirics of Sudden Stop: The Relevance of Balance-sheet Effects[Z]. NBER Working Paper, 2004.
- [8] Calvo, G. A., Izquierdo, A., Mejia, L. F. Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-sheet Effects and Financial Integration[Z]. NBER Working Paper, 2008.
- [9] Chari, A., Stedman, K., Lundblad, C. Taper Tantrums: QE, Its Aftermath and Emerging Market Capital Flows[Z].

- NBER Working Paper, 2017.
- [10] Chari, V. V., Kehoe, P. J. Financial Crises as Herds: Overturning the Critiques[J]. Journal of Economic Theory, 2004, (119).
- [11] Eichengreen, B., Gupta, P. Managing Sudden Stops[Z].Policy Research Working Paper. 2016.
- [12] Ghosh, A., Ostry, J., Quresh, M. When Do Capital Inflow Surges End in Tears?[J]. American Economic Review, 2016, (106).
- [13] Ghosh, A., Ostry, J., Quresh, M. Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?[Z]. IMF Working Papers. 2017.
- [14] Giovanni, D., Laeven, L., Suarez, G. A. Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-taking Channel: Evidence from the United States[J]. Journal of Finance, 2016,(72).
- [15] Jongwanich, J., Kohpaiboon, A. Capital Flows and Real Exchange Rates in Emerging Asian Countries[J]. Journal of Asian Economics, 2013,(24).
- [16] Malcolm, G. Model Country Risk and Capital Flows in GTAP [R]. GTAP Technical Paper, Purdue University, 1998.
- [17] Mendoza, E. G., Smith, K. A. Quantitative Implications of a Debt-deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices[J]. Journal of International Economies, 2006,(70).
- [18] Reinhart, C., Calvo, G. A. Capital Flows Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization[J]. Finance & Development, 1999,(36).
- [19] Reinhart, C. M., Reinhart, V. R. Capital Inflows and Reserve Accumulation: The Recent Evidence[Z]. NBER Working Paper,2008.

The Effect of Capital Flow Reversal on Emerging Market Countries: Based on the GTAP Model Simulation

ZHANG Shuai

Abstract: The Malcolm method based on GTAP model is used to describe the three states of capital flow reversals in different emerging market countries and their impact on them. The research shows that: first, the effect of capital flow reversals on economic growth of the three kinds of emerging market countries has threshold effect, but the threshold value is different. Second, the reversal of capital flows will lead to a decline in services output, a deterioration in terms of trade and a decline in welfare levels in the three emerging markets. It will lead to an increase in the total value of exports and a decrease in the total value of imports in the three emerging markets. Finally, the reversal of capital flows has improved economic growth, the size of imports, terms of trade and welfare water averages in countries other than the three emerging markets.

Keywords: reversal of capital flows; emerging market countries; impact effects; GTAP model

(责任编辑: 张建华)