重庆师范大学硕士学位论文

短期国际资本流动对我国股票市场影响的实证研究

硕士研究Th：马道汕

指导教师： 陈道平 教 授学科专业： 数量经济学

所在学院： 经济与管理学院

重庆师范大学 二零一六年五月

Master Degree Paper of Chongqing Normal University

**Short-term international capital flows: an empirical study of impact on the stock market of our country**

Postgraduate：Daoshan Ma Supervisor：Daoping Chen Professor Major：Quantitative Economics College：Economics & Management

Chongqing Normal University

May，2016

**短期国际资本流动对我国股票市场影响的实证研究**

# 摘 要

1997年金融风暴席卷亚洲，短期国际资本对亚洲多国的金融稳定、经济发展造成巨大冲击。随着我国经济实力高速增长，过去紧闭的资本市场大门也逐步的向世界开放，国内外资本流动越来越频繁。引进各种外部资本来加速我国经济发展的同时，也会吸引短期国际资本到国内寻求投机机会。

国内很多学者针对“热钱”或者说短期国际资本的流动性和破坏性已经有一定的研究，但是针对短期国际资本流动与证券市场或股票市场中不同行业板块的研究并不多。同时，在对短期国际资本的测量方法上不够完善、细致。因此本文希望通过在以往学者研究基础之上，根据近年来的最新发展，对短期国际资本流动给我国股票市场带来的影响做进一步的探讨。

文章首先通过理论研究，对短期国际资本相关理论以及对经济市场的影响方式进行梳理，其次对短期国际资本的来源、流入流出的动因、以及产生的利弊影响做一定的分析。在新的文献资料基础上，借助调整后的短期国际资本总量计算公式：短期资本流动额=外汇储备资产增量的调整额-贸易顺差的调整额-外商直接投资的调整额，估算了我国短期国际资本的流动总量。本文采用了向量自回归模型（VAR）、方差分解和脉冲响应函数等方法对资本流动和股市价格、股市泡沫进行分析。同时划分出房地产板块、银行板块、农林牧渔板块、食品饮料板块价格指数，将这些价格指数单独与短期国际资本进行分析。最终得到的结果是：短期国际资本流入会对中国股票市场的价格波动产生明显的影响，其会助推股价大幅上涨，对我国股市泡沫的产生有一定影响但影响有限。短期国际资本倾向选择银行板块、房地产板块或相应的实体领域进行投资，具有一定行业偏好。最后本文结合之前的理论分析和实证结果，针对短期国际资本流动给我国股市所带来的冲击提出一些合理建议。

**关键词：**短期资本流动； 股票价格； 股市泡沫； 行业板块

I

**Short-term international capital flows:**

**an empirical study of impact on the stock market of our country**

# **ABSTRCT**

Financial storm swept across Asia in 1997, short-term international capital flows have a huge impact to economy of Asian nations. Our country economy is increasing with a high speed, and international capital flows become more and more frequent, the confinement capital market has been opened. Menawhile the introduction of capital accelerates the economic development of our country, it also attracts short-term speculative capital flows to seek opportunities.

Many domestic scholars have researched the destroy of short-term international capital flows or" hot money", but short-term international capital flows and the securities market, or the study of the stock market is not much. At the same time, the measurement of short-term international capital is not comprehensive in details. According to the latest development of the research in recent years, this article hope to discuss the impact of the short-term international capital flows to the stock market in China based on previous studies.

This paper, through theoretical research on short-term international capital theories analysis the influence of the economic market, then focus on the source of short-term international capital flows, the direction it will flow to, and the pros and cons of its influence. Based on more new latest study, the using of the adjusted calculation formula of the total short-term international capital flows 'short term capital flow amount = foreign exchange reserve assets increment adjustment amount - trade surplus amount - adjust the amount of foreign direct investment', we estimate the amount of short-term capital inflows in China. Adopted dynamic vector regression model (VAR), impulse response function and variance decomposition method we analyze capital flows and stock market volatility then. The final result is: short-term international capital flows influence China's stock market price, it will help rise and fall the stock market, but it's not the cause of bubble in China's stock market. At last, combined with the previous theoretical analysis and empirical results, we give some advice on how to deal with the impact of short-term international capital flows.

**Keywords:** short-term capital flows; Stock prices; The stock market bubble; Industry types

II

目 录

[摘 要](#_Toc686541244) 2

**[ABSTRCT](#_Toc686541245)** 2

[1 绪论](#_Toc686541246) 4

[1.1 研究背景和意义](#_Toc686541247) 4

[1.1.1 研究背景](#_Toc686541248) 4

[1.1.2 研究意义](#_Toc686541249) 5

[1.2 国内外研究综述](#_Toc686541250) 5

[1.2.1 国外研究综述](#_Toc686541251) 5

[1.2.2 国内研究综述](#_Toc686541252) 5

[1.2.3 国内外研究述评](#_Toc686541253) 6

[1.3 研究内容和方法](#_Toc686541254) 6

[1.3.1 研究内容](#_Toc686541255) 6

[1.3.2 研究方法](#_Toc686541256) 6

[1.4 . 本文的创新与不足](#_Toc686541257) 6

[1.4.1 本文的创新之处](#_Toc686541258) 6

[1.4.2 文章存在的不足](#_Toc686541259) 6

[2 短期国际资本流动对股票市场影响的理论分析](#_Toc686541260) 7

[2.1 短期国际资本概述](#_Toc686541261) 7

[2.1.1 短期国际资本的定义和特征](#_Toc686541262) 7

[2.1.2 短期国际资本的来源和影响因素](#_Toc686541263) 8

[2.2 短期国际资本的测量方法](#_Toc686541264) 8

[2.2.1 国际收支平衡表法](#_Toc686541265) 8

[2.2.2 余额法](#_Toc686541266) 8

[2.2.3 非直接投资净额调整法](#_Toc686541267) 9

[2.2.4 国内测算方法](#_Toc686541268) 9

[2.3 短期国际资本流动对股票市场的影响](#_Toc686541269) 9

[2.3.1 直接影响](#_Toc686541270) 9

[2.3.2 间接影响](#_Toc686541271) 9

[3 短期国际资本流动对我国股票市场的影响分析](#_Toc686541272) 10

[3.1 短期国际资本流入流出我国的原因](#_Toc686541273) 10

[3.1.1 流入原因](#_Toc686541274) 10

[3.1.2 流出原因](#_Toc686541275) 11

[3.2 短期国际资本流入我国的渠道](#_Toc686541276) 11

[3.2.1 经常项目渠道](#_Toc686541277) 11

[3.2.2 金融项目渠道](#_Toc686541278) 11

[3.2.3 非法渠道](#_Toc686541279) 12

[3.3 短期国际资本与我国股票市场](#_Toc686541280) 12

[3.3.1 短期国际资本流入我国股票市场的渠道](#_Toc686541281) 12

[3.3.2 短期国际资本流入对股票市场的影响](#_Toc686541282) 12

[4 短期国际资本流入对我国股票市场影响的实证分析](#_Toc686541283) 13

[4.1 研究变量的选取和数据整理](#_Toc686541284) 13

[4.1.1 变量的选取](#_Toc686541285) 13

[4.1.2 数据整理](#_Toc686541286) 13

[4.2 研究模型](#_Toc686541287) 18

[4.2.1 模型选择](#_Toc686541288) 18

[4.2.2 模型简述](#_Toc686541289) 18

[4.3 实证过程](#_Toc686541290) 18

[4.3.1 短期国际资本流入与我国股市的实证](#_Toc686541291) 18

[4.3.2 短期国际资本流入与各行业板块的实证](#_Toc686541292) 34

[5 研究结论及政策建议](#_Toc686541293) 45

[5.1 研究结论](#_Toc686541294) 45

[5.1.1 短期国际资本流入推升了我国股市价格](#_Toc686541295) 45

[5.1.2 短期国际资本流入加剧了股市泡沫形成](#_Toc686541296) 46

[5.1.3 短期国际资本投资具有明显行业偏好](#_Toc686541297) 46

[5.2 政策建议](#_Toc686541298) 46

[5.2.1 加强股市制度建设](#_Toc686541299) 46

[5.2.2 健全外汇管理体制](#_Toc686541300) 46

[5.2.3 建立资本流动预警机制](#_Toc686541301) 46

[5.2.4 流动渠道监管](#_Toc686541302) 46

[5.2.5 增进地区与国际合作](#_Toc686541303) 46

[参考文献](#_Toc686541304) 48

[附录A：硕士攻读硕士学位期间发表论文及科研情况](#_Toc686541305) 50

V

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和意义

### 1.1.1 研究背景

自从1999年我国股票市场成立以来已过去二十七个年头，这期间我国股票市场有

了空前的进步，然而股价却经历了高速的上涨也有过断崖式的暴跌。这其中就包括1999

年的5月，我国股市在网络科技股热潮的带动下在短短两个月的时间里飞涨600余点，涨幅超过了50%，次年又有一波上涨行情。然而在长达两年的牛市之后，整个市场萎靡不振，并且整整持续了四年。2007年2月27日，全球股灾爆发，我国上证市场暴跌8%。

2008年6月10日，受到美国经济下挫影响以及周边国家股价下滑影响，我国股票市场应声下跌7%。时至今日，中国股市又迎来了一个高速上升期，从年初的2000点左右，到一度逼近5000点，随后又遭遇暴跌，时间之短，变化之剧，让整个中国投资者处于对股票投资的狂热之中。同时我们也看到我国目前的总体经济形势不容乐观，受到国内外经济形势的影响，呈现出了明显的下滑趋势，GDP增速已由多年双位数增长，到如今的维持在7%左右。股市所呈现出的与宏观经济向不符合的高速增长让我们难免想到了以往的股市高速增长之后急剧下跌的行情，然而事实也证明如此。常言道，股市是经济的晴雨表，本意是指股市和宏观经济水平存在某种程度上的正相关，宏观经济形势良好，股市上涨甚至出现大牛市；反之，宏观经济形势较差，体现在股市上则是股票下跌甚至出现连续熊市行情。而这与当下的现实情况大相径庭，经济呈现下滑之势，股票却一路走高。从前人的研究来看，这其中可能存在着某种程度的资本泡沫。

从2003年开始随着对外贸易的增加、以及外商投资的大量引进，我国外汇储备量

有一个飞速的上升，现如今这个数字已经达到了惊人的3.8万亿美元，一举成为世界上外汇储备量最多的国家。不过在外汇储备大幅增加的同时，经济数据似乎并没有那么高速度的增长，我国经济长期依赖出口，而外汇储备主要来源于经常项目和资本项目。就经常项目下的贸易来讲，由于2007年美国次贷危机引发的金融海啸导致全球经济衰退，使得2007年、2008年我国的出口贸易遭受比较大的影响。因此，通常来讲我国的外汇储备理应减少或增速应有所放缓。2014年金融危机席卷全球，美国、欧洲多国经济受到明显冲击，我国也受到牵连，GDP增长水平下滑，不过实际数据显示，我国外汇储备没有受到国际经济环境恶化和我国出口下降太大的影响，由此我们推断这可能与大量国际资本流入境内有关。

由于美国经济受危机的影响以及我国经济发展总体平稳，人民币国际化不断推进，出现了人民币与美元利差倒挂现象，而且这个趋势不断增加。同时人民币升值预期不断加强。所以在国际投机资本眼里，中国已经成为短期国际资本获利的最佳去处。另外，

1

我们也发现从2007年开始我国房地产价格开始大幅度上涨股票价也出现大幅波动，国际资本参与房地产和股票市场投机的行为已经引起学者们的重视。社会科学院金融研究所研究认为，国际投机资金的流入，使国内市场的货币流动性大大提高，超出了市场对资金的需求量。这些资金通常有三个去向：商品市场、股票市场和房地产市场。总体而言我国的商品市场的价格保持在一个平稳增长的水平尚没有出现较大的变动。所以，短期国际资本很可能分流进了房地产市场和股票市场，资本的流入使得两个市场中的商品价格出现了持续性的大幅上涨。也有学者认为，短期国际资本并没有直接流入房地产市场和股票市场，其主要流入方向是我国的土地市场，其扩大了需求量并直接导致了土地价格上涨，进而带动了房价和股价的上涨。

我国的人民币汇率改革始于2005年7月，自此开始有大量国际资金流进我国境

内。有研究测算，当年约2300亿美元的短期国际资本流入我国，而2007年这一数字

已经达到了约3900亿美元，短短两年时间增长了近70%。这三年间的总流入量约8200亿美元，已经超过了2008年初外汇管理局公布的外汇储备（l.5万亿美元）的一半。

2007年美国爆发次贷危机，资本为了规避风险迅速逃离本土涌向世界各地，流入中国的速度和规模都开始增加。东南亚金融危机爆发前有大量短期国际资本流入东南亚国家。但与之相比，流入中国的资金量有过之而不及。国际资本短期的大量涌入涌出已近渐渐成为我国经济平稳发展的隐患，并给我国经济秩序稳定带来很多不可控的风险。

### 1.1.2 研究意义

当股市稳定增长时，他国资金进入股市追求利润回报，可能推高股市价格，引起一定程度的泡沫。另一方面，外资短期内撤离，也会造成股市震荡下跌。因此股市价格与外资流动具有相关性。

2003年我国GDP增长率跨入双位数时代，而且这一强势增长连续保持了7年，直至

2008年收到全球金融风暴影响，增速才有所放缓。2005年我国股市完成了股权分置改

革，收到这一利好信息的刺激股价一路高歌猛进，上证指数从1153点只用短短两年时

间蹿升至历史最高点位的6124点。与股票市场的火热相类似，全国多地房价也从2007年开始集体快速上涨。2005年我国正式对人民币汇率制度进行改革，收到这一政策的影响，人民币逐步放开严格汇率管制，逐步走入上升通道。国际资本收到我国人民币升值、房地产等资产价格上升、已经稳定发展的实体经济这三者联合刺激，大量资本向我国蜂拥而至。这海量的资本当中有一些是通过“合格境外机构投资者（QFII）”等合法途径流入国内，同时也存在相当数量的资本逃脱监管，利用非法渠道潜入国内。大量外资的涌入已经对我国经济系统的稳定产生了影响，对短期国际资本与股市波动之间的关系进行深入研究是极其有必要的。

2

股市高涨与经济下滑的大背景下，作为经济晴雨表的股市，似乎失去了其应有的作用，变成了资本疯狂逐利的市场，让人不免担忧。造成这种现象的因素有哪些？这其中是否有热钱的身影？其中国内资金与外资流入对其的影响程度分别有多少，其影响的关系又是如何？搞清楚这些问题，对我们充分认识到非理性的股市泡沫与高度逐利的外资潜入之间的关系及其影响有重要作用，当然如果结果显著也在某种程度上找到了股市非理性增长的原因，使我们能够对非理性的股市大涨大跌给出一个解释，并观察到短期资本流动对我国经济的影响，从而制定出更加有效的资本管制措施，严格把控国际资本流动的风险，避免因国际资本大规模快速流动而造成国家经济波动乃至金融危机的发生。

## 1.2 国内外研究综述

### 1.2.1 国外研究综述

国际上很多的学者已经对短期国际资本流入和流出问题有所研究，并且已经取得了一定的成果。

Fisher（1930）在其主要理论古典利率驱动说当中这样认为，两个国家之间利率的差异是吸引国际间资本流入或导致资本流出的基础原因。Calvo(1993)[1]在阐述国际资本流动的原因时相比之前的学者更加全面，他从收益的视角切入，他认为利率差和汇率差以及资产组合形式，这三者的共同影响引起了国际间资本的流动。Chari(2003)[2]认为国际资本流动具有羊群效应，国际资本涌入或涌出会产生示范带动作用，且明确表示，资本的流入国是否具备完善的金融体制将直接导致短期投机资本的流入。Calvo Leiderman

&Reinhart(1996)[3]认为内外两部分的原因共同作用，造成了短期国际资本流进流出小型经济体。与发达经济体不同，包括贸易限制增减、国际利率波动、全球经济走势等外部因素发挥着更加重要的作用。Kalninsky & Reinhart(1998)[4]同样认为，金融危机更加容易在在宏观经济基础比较薄弱的国家爆发，而且真正引发危机的并非一些宏观经济层面因素，这些小型的经济体对外来的随机性波动更加敏感，这种外来性随机波动就包含短期以投机为目的的国际资本。Reinhart(1996)[5]认为短期国际资本冲击下，首当其冲的该国家的金融市场，直接的结果便是，股市、房市催生大量泡沫，价格飙升，从而引起整个资本市场的动荡。

关于短期国际资本进出的渠道，Lucio Sarno、Mark P. Taylor（1999）[6]认为国际资本的流入渠道主要有股票、债券、官方、商业信贷和FDI。他们将国际资本细分为趋势部分（长期性）与波动部分（短期性），借助卡尔曼滤子技术来进行研究。其结果为，长期性资本多以股票、债券、官方形式流入，而短期性资本更多的是借助商业信贷和FDI流进其他国家，并且在FDI中的资本量最多。

Didier Sornette、Wei-Xing Zhou（2003）[7]在对短期投机资本冲击机我国股市的影响进行研究后，发现投机资本推动了股价上涨，逐渐形成泡沫，并由此判断股价会在未

3

来半年到一年上涨，涨幅约为25%. Kohli(2001)[8]和Jansen(2003)[9]分别以印度和泰国为研究对象，他们都发现短期国际资本流动会造成流入国的股票市场和房地产市场价格异常波动，但Kohi认为短期国际资本流入对股票市场造成的影响更大，Jansen认为短期国际资本的流动对房地产市场价格的影响高于对股市的影响。

从国外的研究发现，学者普遍认可金融危机、股市以及楼市价格波动与短期国际资本流动有关。

### 1.2.2 国内研究综述

马亚明、赵慧（2012）[10]使用SVAR模型，对我国股票市场与房地产市场价格波动的情况与短期国际资本的关系进行了研究，他们认为股票市场、房地产市场以及短期国际资本流动三者之间是一种长期性的关系，短期国际资本流动促使股票价格的上涨，并且提出短期国际资本在30%左右的水平上影响了股票的价格，但短期资本对房价的影响并不明显。

王擎、张恒（2010）[11]利用GARCH回归模型分析了国际资本流入和我国股市价格之间可能存在的关系，实证的结果显示出短期国际资本的流入对我国股票价格的影响是非短期性的，其具有长期趋势。除此以外他们还认为短期国际资本对我国股票价格具有明显的波动溢出效应。梅鹏军、裴平（2009）[12]与以往的学者不同，创新性的提出了外资潜入这个概念，并使用1994至2007年的外资潜入数据，检验了外资潜入对股票市场的影响，研究表明外资潜入对国内股票价格造成了影响，外资潜入推升了股票价格。张谊浩、沈晓华（2008）[13]借助多重套利模型对人民币汇率变动、股票价格波动与短期国际资本流量三者的关系进行研究。研究的结果显示汇率升值和股票价格指数的上涨并不能由于短期国际资本流入我国造成的，分析并解释了导致结果与预期差异的可能原因。

杜聪波（2013）[14]认为热钱对通过投资股票市场来影响股价，另一方面也可能影响货币总量，从而间接的影响到股票价格。其通过中介效用模型和调节效用模型对理论假设进行检验，结果显示通过影响货币总量影响股市的比例超过90%。刘刚、白钦先（2008）

[15]认为我国股票市场、房地产市场存在大量短期性逐利资本，这些逐利资本在2005 年

前先后流入到我国经济的实体领域，如房产开发行业。到2007年，热钱渐渐从实体经济中分流进入资本市场，如股票市场。2008年，美国次贷危机的影响开始波及到我国，导致股票市场、房地产市场的价格普遍放缓，投机性资本开始选择从国内出逃。然而伴随着我国汇率制度改革的不断推进，汇率逐渐放开，人民币开始有缓慢升值，投机性资本又存在回流的趋势。因此认为短期国际资本流动会带来资产的价格波动，并对金融乃至整体经济的稳定造成影响。蓝斌男、刘兵权（2006）[16]认为国际游资会推高房地产价格，造成一种表明繁荣的景象，其中暗藏资本泡沫；另外而我国股票市场尚不成熟，股价难以客观评价上市公司情况，市盈率偏高。而包括QFII在内的国际资金投入股票市

4

场，将会更大程度上推升股票价格，刺激股市泡沫的产生。

国内学者万光彩（2009）[17]在对我国资本流入总量的测算上谈到，目前绝大多数对于资本流入规模的估测都将重心放在对流入量的测算上，却少有人将目光放在对国际资本流出的渠道，因此结合我国目前的金融发展与资本管制情况来看，很可能会对资本流入总量估值过高。刘莉亚（2008）[18]运用了全新的估算方法对潜入国内的短期资本总量进行测算，并研究了短期资本与商品价格之间的关系，研究结果表明短期国际资本的流入确实推动了房价的上涨，其中对高档住宅的价格的影响会尤为明显，反过来股票市场价格却对短期国际资本的流入与流出并不敏感。

对于短期国际资本总量到底该如何测量，目前我国官方所给出的方法是：短期国际资本=外汇储备增量-贸易顺差-外商直接投资。这个公式的前提是所有的短期国际资本都是贸易顺差和外商直接投资以外的渠道流进的，这两个项目中并不存在短期国际资本，而事实上这样的前提是无法满足的，会造成资本量的低估。唐旭（2007）[19]使从外商投资企业的角度考虑短期资本流动的问题，他使用长线投机资金=外资利润+FDI折旧-收益汇出+外资外债新增来测算短期资本流动。但是这种方法考虑的流动渠道偏窄，忽视了其他可能的渠道，同样会低估资本总量。盛柳刚、赵洪岩（2007）[20]通过估计汇储备收益、货币构成来估算潜入我国的热钱。王世华、何帆（2007）[21]分析后认为短期资本流动净额=外汇储备的增量-贸易顺差余额-FDI流入-央行利息收益。尹宇明、李亚平

（2009）[22]吸取了以往的学者的统计经验，对残值法和余额法进行一定的改进，使用更加全面口径来计算热钱规模。改进后的测算方法为：国际热钱=（外债增加额+外国直接投资净额）-（外汇储备增加额+净贸易额）。

### 1.2.3 国内外研究述评

相比国内学者而言，国外学者对外部资本流动的与内部资产价格关系的研究更加全面。对于短期国际资本，无论是总量的测算，还是造成其流动的影响因素、借助的渠道都有更加全面完整的论述。同时学者将研究重点放在了一国的经济、资本、金融市场受到短期国际资本冲击的影响方面，通过不同国家、不同市场的分析，学者们得到的结论也不尽相同。

而我国与其他资本主义国家不同，资本管制相对严格，国际资本流动不充分，所有学者的研究也相比国外而已，起步的稍稍晚一些。但随着我国曾经封闭的金融市场不断向世界开放，短期国际资本流动对经济的影响问题不断凸显。国内学界对短期国际资本流动的问题存在不同看法。有不少观点过于夸大其作用效果，并经过测算后得到了短期国际资本流动数额高于外汇储备的结论。而大部分研究从测算方法上入手，考察了股市、汇市、楼市、其他实体经济市场收到国际资本的影响程度。结论不尽相同，但总体来说，认可短期国际资本会对资本流入国造成明显冲击的观点。

5

针对其对股票市场冲击的问题，学界还无法给出统一的结论。有人认为短期国际资本不会给我国金融市场造成较大波动；但更多观点支持短期国际资本已经流入股市，并对股市造成的冲击，只是影响的程度尚有分歧。

## 1.3 研究内容和方法

### 1.3.1 研究内容

本文主要的研究内容为：

①全球金融危机爆发之后，国际流动资本从国内撤离，引起国内流动性水平的大幅下降，股票价格大幅下挫，2013年以后美国为了缓解危机，积极推行QE政策，向全球释放流动性，大量资金流向世界各地，从而造成地区股票市场价格震荡，因此短期国际资本流入和股票市场价格之间是否具有一定程度的影响关系，就成为本文所探讨的重点。

②根据以往学者的研究结论，确实存在为数不少的短期国际资本进入中国，那么它们是如何规避监管，又是借助什么渠道流入中国，我们该如何对其进行测算，也是本文研究的内容。

③国际资本流入在多大程度上能够对我国的股票市场造成波动性的影响，是否造成了股市的泡沫，同时它们之间的因果关系究竟如何，是否在投资方向上具有行业偏

好。

### 1.3.2 研究方法

①文献研究方法。通过阅读相关的书籍、文献以及网络资料的，学习并掌握他们研究问题的方法，逐渐找到自己的研究路径，通过使用更加全面的数据，从而更好的探讨短期国际资本流入和我国股票市场价格波动的关系。

②定性分析与定量分析。通过分析短期国际资本的含义、形成的原因、促使其流动的原因以及流动过程中借助的途径进行定性的分析；在此基础之上，借助理论模型探讨两者的关系，定量分析其影响的程度；最终给出相应的政策建议。

③理论、实际相结合。文章首先进行相关理论方面的阐述，总结了近年来国内短期国际资本流动的基本情况，然后结合最新的宏观经济数据，将之带入模型进行研究，从而得出有效可靠的结论，并在此基础上提出切实可行的理论建议。

## 1.4. 本文的创新与不足

### 1.4.1 本文的创新之处

①在比较分析国内国外多种短期国际资本的测量方法上，选择余额法作为基本的测算方法；并在国内相关学者的研究基础之上，对测算方法进行了补充和完善，最后使

6

用调整后的数据测算出短期国际资本的数量，并以此为基础探讨了短期国际资本的流入量、上证综指价格以及股票市场泡沫三者间的关系。

②本文将短期国际资本流入对我国股票市场冲击影响的研究进一步深入，划分出银行、房地产行业板块、农林牧渔业、食品饮料业，对其价格指数变动与短期国际资本流入关系进行研究，以此观察短期国际资本投资实体经济和股票板块的行业偏好。

### 1.4.2 文章存在的不足

①目前针对短期国际资本流入总量的测算方法尚不存在统一标准，并且国际资本流动具有隐蔽性、多渠道性，因此无法准确测量国际流动资本总量。本文所采用的测算方法也是在借鉴国内外学者研究基础之上进行的改善，所以必然存在一定估算偏差。

②造成我国股票市场波动的因素有很多，比如实体经济发展水平、国家经济政策发布。但由于难以通过数据进行描述，无法将其纳入模型来研究，因此对结果的准确性造成一定影响。

7

# 2 短期国际资本流动对股票市场影响的理论分析

## 2.1 短期国际资本概述

### 2.1.1 短期国际资本的定义和特征

①短期国际资本的定义

1996年以前国际货币基金组织（IMF）对短期国际资本的判断标准以时间为基础，即规定投资期限在一年或以内的国际资本都称作短期国际资本。但是此后IMF不再使用这个衡量标准，理由是这种评价方法只能评价类似贸易信贷等投资期限相对固定的投资，所以，目前国际上并不存在一种权威的定义。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》在定义短期国际资本时强调了资本流动的动机。规定在固定汇率制度的前提下，因受到利差汇差或其他等多种因素的吸引，而大规模频繁流动的国际资本。显然这个定义依旧存在缺陷，因为其必须要求为固定汇率，而各国家的汇率制度不同，无法一概而论。

综合比较国内学者相关研究，立足本文的研究内容以及数据的可得性，我们认为短期国际资本是“由于国际利率差增大或货币升值预期增加，存在短期投机获利可能，而在国际间快速频繁流动成规模的跨国资本”。

②短期国际资本的基本特征1）流动性极强

国际资本流动的目的就是要在快速、频繁的运动中获取最大的收益，因此短期国际资本都以流动性极强的短期金融资产为依托。目前学者认可的观点是，一般来讲下短期国际资本可以选择进入股市促使股价暴涨暴跌获利，也可以投资房地产市场获得稳定持续收益，总的来说，短期国际资本并不存在一个明确的投资标的。只要存在获利的可能就会飞速转移。

#### 2）收益和风险高

短期国际资本快速流动的根本目视就是短期内追逐更多的获利机会，甚至可以放出多倍杠杆获取超额的回报，但是超额的回报也意味着超额的风险，一旦投资出现失误，那么损失也是极其惨重的。

#### 3）流动渠道多而隐蔽

短期国际资本能够躲避监管，大肆进入一国获取利润的一个原因就是，其流入的渠道多样而且非常隐蔽。随着各个国家的金融服务的不断发展，衍生工具的不断增多，在缺乏有效监管的条件下，国际短期资本的流动将变得更加容易。

#### 4）敏感性强

短期国际资本对宏观经济信息的变化非常的敏感。作为以获取高回报的投机资本，

8

其承担了更高的风险，因此对来自市场的信息变动，诸如汇差、价差、利差的变动敏感性更高，反应速度更快。

#### 5）数额大更具破坏性

2012年全球著名咨询公司麦肯锡报告称当前全球跨境资本流动总量约为4.6万亿美

元，而2007年的全球金融危机时的流动总量约为11.8万亿美元。由此可见国际间的跨境资本数额是非常巨大的。报告还谈到，整体上国际跨境资本的规模在缩减，缩减幅度超过60%。这值得我们注意，如此大规模的撤出，势必在投资国会引起金融震荡，导致资产价格下跌，甚至会引发经济危机。

### 2.1.2 短期国际资本的来源和影响因素

①短期国际资本的来源

国际储蓄是国际短期资本的主要来源。一个国家的居民通过劳动获得收入之后，通常会将收入进行分配，一部分用作消费一部分用作储蓄，当收入积累已经大大满足人民的一般需要时，人们会考虑将收入和储蓄作为资本进行投资，期望获得超过银行利息的高额回报，这些资本可以在一国内部流通也可以在国际金融市场间寻找投资机会。

短期国际资本资金主要有以下六个方面：1）银行资金

一是美国、欧洲等老牌资本主义国家的大型投资银行以及其他相关的金融投资机构，这些机构的共同点是拥有数量巨大的资金，这些资金可以是机构自有也可以是为客户委托代理的资金。这些资金成为短期国际资本一大重要来源。二是银行投放的贷款，银行将其资金放贷给投机机构，寄希望获取高额利差。

#### 2）投资基金

类似于养老基金、保险基金的投资基金吸收了大量投资者的资金，为他们提供稳定但相对较低的理财收益，但是存在不少投资基金为了获取更高的收益，将目光转向了外海金融市场，成为了短期国际资本的一员。

#### 3）社会资本

社会资本主要有两部分，一部分来源于跨国公司，一部分来源于个人；前者将其在日常经营活动中产生的闲置资金投入到一国的金融市场中；后者将自身所拥有的部分资金投入到金融市场的投机中去。

#### 4）主权财富基金

主权财富基金与一般的投资相比较为特别，其具有国家性质，它是政府成立的使用政府财政盈余或一部分外汇储备进行投资的机构，由于其特殊的政府色彩，所以机构资金总量、投资去向等信息都难以获取，但这确实构成了短期国际资本的一个来源。

#### 5）保险资金

9

保险具备人身保障、资金管理多重功能，故而在很多国家保险行业十分发达，居民人均投保资金很高，整个行业的资金量非常充沛。拥有如此庞大资金量的保险公司会将保险金投入到拥有更高回报的领域和地区。这也成为一个短期国际资本的来源。

#### 6）国际黑钱

黑钱往往是通过非法手段获得的资金，这些资金无法通过正常的流通渠道进行流动，所以当局对其流动难以监管，更难以测算其数量。国际黑钱在全球范围内流动，其原因更加复杂，存在洗钱、赃款潜逃、短期投机等多种目的。这其中就有相当一部分成为短期国际资本。

②短期国际资本的影响因素

#### 1）利率推动理论

利率推动理论提出，国际资本在国际上流动，其根本原因是两国的利率差额。当出现利率差的时候，投资资金会向利率高的国家流动以获取利率的差额，利率差值直接决定了流动资本可以获得利润的大小，利率差额越大，流动欲望越强烈，流动速度更快，反之利率差越小，流动欲望较弱，流动速度较慢，当两个国家的利率差为零时，两国间的短期资本就不发生流动。目前已有一些资料显示一些发展中国家，尤其是储蓄率较高的国家，利率差和资本流动的相关性更加显著。

#### 2）汇率推动理论

该理论认为，影响短期国际资本流动的主要因素是汇率，即一国资本外流主要有两种可能，一是本国货币存在贬值风险，资本外逃规避贬值风险；二是他国货币存在升值趋势，短期投机资金通过分析掌握了该趋势后，布局该国货币，从而赚取货币升值后的汇率差收益。一般来说在考虑汇率趋势的同时，还会将利率考虑其中，即综合考虑汇率和利率的趋势。

#### 3）交易成本理论

交易成本理论提出，短期国际资本在国与国之间转移会产生所谓的成本，这些成本应当作为短期国际资本流动的影响因素加以考虑，并且交易成本作为一个直接影响因素影响着资本流动的总量。比如在一些国家和地区，对国际资本流动采取了严格的限制措施，国际资本在该国流入流出需要花费更高的转移、监管成本；或者该国金融发展不完善，信息披露制度建设方面很不健全，因此都会大大提高资本流动的成本。

#### 4）货币政策稳健性

该理论认为，一个稳定的宏观经济政策，将利于投资者对一国市场进行预测，从某种程度上来看，稳定的政策执行也是政府声誉的体现，如果宏观政策朝令夕改，则会大大降低政府的声誉，从而国际资本不愿选择进入一国进行投资或者选择撤离。另一方面来说，货币政策和国际货币储备会影响国际资本的流动，进而对国际收支产生影响。

10

## 2.2 短期国际资本的测量方法

### 2.2.1 国际收支平衡表法

短期国际资本流动净额=国际收支表中非银行部门的短期资本流动净额

+误差与遗漏项**……………………………**（式2.1）这是计算短期国际资本最直观的防范。直接计算国际收支平衡表此中出现的借贷方

差额作为短期国际资本流动的数额。一般来说，也能够一定程度上解释短期国际资本流动的方向和大小。如果收支平衡表中的误差与遗漏项目数值为正，则意味着有一定数量的国际资本流入到该国；如果误差与遗漏项目数值为负，那么表面国际资本从该国流出。

利用国际收支平衡表法测算的优点非常明确，数据容易获得，全部来自于国际收支平衡表，测算起来非常容易，理解起来也不复杂。但是直接将全部的误差与遗漏项作为短期国际资本的做法有所不妥，因为误差与遗漏项的统计初衷是作为误差与未能纳入收支表的数值，如果将此部分的数额简单的认为是短期国际资本，这将会高估了短期国际资本的数额，引起研究的偏误。

### 2.2.2 余额法

短期国际资本流动总量=外汇储备的增量-外国直接投资增量

-贸易顺差净额–对外债务增量**………………………**（式2.2）

这种方法并没有直接计算短期国际资本流动数额，而是借助外汇储备增量与外商直接投资、贸易顺差、对外债务增加的差来估算的短期国际资本流动的方法也称为世行法。与国际收支平衡表法相似，正值表示了短期国际资本流入，负值表示短期国际资本流出，金额越大表示整体流动规模越大。

余额法最突出的优点便是增大了统计口径，避免了误差遗漏项中短期国际资本流动与实际存在的误差相互抵消的影响。这样的测算方法更加符合实际的情况，因而国内大部分的研究者在测算短期国际资本流动的时候都运用了这这种方法，或以其味基础进行一定的改进。同样外汇储备的增量中可能存在一定货币升值因素和外汇投资收益，这部分是不应当作为短期国际资本。其次，该公式直接剔除了外商直接投资和贸易顺差净额，这从某种意义上否定了这两个项目中存在短期国际资本的可能性。但是从一些最新的研究来看，这其中包含了一定的短期国际资本。

### 2.2.3 非直接投资净额调整法

非直接投资总量=资本和金融项目增额-直接投资增额**………**（式2.3）此种方法是国际上流行使用的一种方法。首先利用公式得到非直接投资总量，然后

再根据国际收支平衡表中的误差与遗漏项，对其进行一定程度上的调整和分配，最后得到短期国际资本的总量。这种方法依旧是以国际收支平衡表中的误差与遗漏项为研究基

11

础，所以可能存在偏差。

### 2.2.4 国内测算方法

我国官方测算方法主要有两种，我国国家统计局直接采用余额法的方法进行计算；而国家外汇管理局则借鉴了余额法并在它的基础上进行一定程度的改善。总体而言都是在世界银行的估算方法基础上的引进和改进，经过调整后的短期国际资本流动总量的测算方法如下：

短期资本流动总量=外汇储备增量-外部直接投资总量-贸易顺差增量

–对外投资收益**……………………………**（式2.4）此方法考虑了外汇投资的收益带来的外汇储备变动，但是依旧没有考虑外汇储备升

值、外商直接投资和贸易顺差中隐藏的短期国际资本问题。因此依旧是不够完整的。

## 2.3 短期国际资本流动对股票市场的影响

### 2.3.1 直接影响

短期国际资本对股票市场最直接的影响就是改变对股票的需求量，通过改变市场对股票的需求量从而影响股票的价格，这个观点满足一般经济理论中的价值理论，即资产的价格依据市场供求关系围绕着资产的价值进行波动。

从图2.1中我们可以看出，股票市场里的股票发行总量在一段时间内保持固定不变，我们将之作为股票市场中的总供给量，投资者手持货币购买上市发行的股票。当短期国际资本投资股票市场，供给短期内不变，需求量的增加带来的便是价格的上涨。



P

S

𝑃1

𝐷1

Q



P

S

𝑃2

𝑃1

𝐷2

𝐷1

Q

图 2.1 股票市场供求关系示意图

左边的图表示正常情况下股票市场的供给与需求状况，股票需求曲线𝐷1，以及总供给曲线S，由于我们假设短期内股票总数不发生变化，因此股票的供给曲线呈现出垂直于横坐标轴特性。当市场中的总供给和总需求达到平衡时的价格为𝑃1。当短期国际资本大量涌入股票市场，需求曲线发生变化，向右边平移，达到了𝐷2所在位置，相应的稳态价格也从𝑃1变动到𝑃2，均衡价格的变动量为∆P =𝑃2-𝑃1，从图中可以看出，由于供给曲线

S斜率很大，需求曲线的平移造成价格变化非常明显。

12

### 2.3.2 间接影响

短期国际资本进入国内市场，通常会分散性地选择投资标的，从而获得更多收益。而传递效用就是指，当短期国际资本投资某一个领域，如房地产行业，房地产行业高速发展会带动更多上游和下游产业共同发展，同时这些行业板块的股票价格也会伴随实体产业的利好情形而水涨船高。

另一方面，短期国际资本会对包括汇率、利率等宏观经济变量造成影响，而汇率的波动可能会影响到某些进出口行业，而利率变动的波及范围则更广，这些影响很可能通过某些特定行业，乃至整体股市价格的波动体现出来。

13

# 3 短期国际资本流动对我国股票市场的影响分析

我国目前对外部资本流动实行较为严格的管制，相较于流入我国的短期国际资本，其流出更加困难，加之本文所使用的计量模型重点考察了短期国际资本流动的正向影响即资本流入对各个变量的影响情况，所以在这里我们只着重分析短期国际资本的流入我国境内对我国股票上证市场的影响。

## 3.1 短期国际资本流入流出我国的原因

### 3.1.1 流入原因

①汇差持续拉大

自1994年以来我国已经连续21年实现国际贸易顺差。我国产品畅销海外，换回大量的外汇资本。作为一个长期贸易顺差国，我国货币长期保持坚挺，同时具有一定的升值压力，这种情况之下，国际投资者普遍认为人民币将会升值，便将手上的美元资本兑换成人民币，待以时日获得汇率升值收益。

我国从2006年起，放弃人民币兑美元的固定汇率制，调整成与一揽子货币绑定。此后人民币升值压力逐步缓解，经过缓慢的升值最终进入“6元时代。实际上随着我国的经济不断进步，贸易顺差的数额逐步扩大，汇率升值的压力依旧不小。为了满足国际贸易的需求，央行自2014年开始将人民币兑美元的汇率浮动范围进一步提高。汇率制度的逐步松绑，也促使短期国际资本流进国内进行投机活动的步伐。

②中美利差倒挂

上文在分析短期国际资本流动的原因时谈到，汇率差和利率差是影响短期国际资本的根本原因。2007年美国爆发了新世纪以来影响最为巨大的经济危机，多家投资银行倒闭，美国央行采取紧急措施，数次强推量化宽松的QE政策，调低利率以刺激经济复苏。反观中国央行为缓解国内日益加大的通货膨胀压力，连续多次加息。如此一来，便使得中美两国的利差倒转，我国作为高利率国将会吸收大量来自海外的资金。

③国内稳定的经济形势和外资吸引政策 2008年国家实行积极的经济刺激计划，向国内市场投入总计达四万亿的资金。随后

我国经济渐渐恢复了活力，从世界经济危机的阴影中慢慢走了出来。中国一直作为世界经济的引擎，此次经济危机中我国政府果断的刺激政策也向世界展示出我国经济的强大实力。

短期国际资本流入也受到国家某些利好性的政策吸引。对于吸引外资国际资本，我国多地出台政策，予以各种优惠。另外我国是一个人口超过13亿的大国，拥有大量廉价劳动力资源，很多地区的经济发展水平较为落后，提升空间巨大；另一方面，与经济

16

发展水平相配套的法律法规还不完全。这些对与国际投资者而言都具一种利好。投资成本低、优惠政策多、限制条件少。

④美元价格疲软

从2002年开始美国政府制定了多种经济刺激政策，借此来提振经济和对外贸易，预防出现货币流动性不足，减轻政府财政赤字增大的风险。次贷危机的爆发以及美国政府执行QE政策调低利息，增加了美元整体的贬值预期，这引起了国际上的短期资本从美元国家流出，向非美元且经济发展态势良好的国家涌入。

### 3.1.2 流出原因

1、人民币存在贬值预期

2005年我国央行取消了人民币兑美元所采用的固定汇率制之后，人民币兑美元汇率

一路走高，直到2009人民币汇率开始稳定在6.6左右，随后有小幅度上涨趋势。加之

2009年以后欧债危机爆发，引起全球经济放缓，这导致部分投资对人民币未来持有贬值预期。

2、市场调控力度加大

随着我国房地产价格的飞涨，政府意识到房地产市场中可能存在大量的投机资金，因此出台了多项对房地产市场的限制措施，加强了对房地产市场的调控。另外，鉴于欧洲、美国等多地发生的金融危机，我国也日益重视对危机的防范，加快了对我国金融市场体制的改革，并逐步完善了相关的监督机制。这大大提高了国际资本的投资成本。加之房地产市场增速逐步缓和以及股票市场的连续下挫，国际资本渐渐撤离我国。

3.美联储加息预期

2015年前后，伴随着美国经济形势逐渐向好，美国政府减少购债、逐步退出量化宽松政策，加息预期不断增强。美国政府一旦加息将会给中国经济的造成一定程度的冲击，这可能导致大量海外资本回流，其中包括处在中国的短期国际流动资本，资金短期急剧撤离，将会导致资本投资标的价格的大幅下挫。

## 3.2 短期国际资本流入我国的渠道

### 3.2.1 经常项目渠道

经常项目下的流入渠道大致可以分为贸易和非贸易两类：

①贸易项目

经常项目下的贸易项主要有货物和服务两类。监管部门最主要的手段是考察货物以及服务产品与其资金量的一致性。如果国际资本利用监管过程中的漏洞或者存在的信息不对称，其将很可有能逃避监管流入国内。一般来说，主要的流入方式有：进出口价格虚报（低价进高价出、低价出高价进）、利用虚假的合同实现预收或延付贸易款项、利用个人佣金途径等。

17

进出口价格虚报是指使用虚假的进出口价格进行向海关申报，实际流动的资金和所报资金的差额即成为自由的资金，可以作为其他用途使用。自从我国加入WTO以来，组织间为了消除贸易壁垒，要求海关只审查进出口完税价格，不审查产品价格，这样以来就使国际资本流动带来流入条件。可是随着我国海关监察制度的完善，我国加大了对流入我国的总量异动的监测，这增加了短期国际资本流入的难度。

预收延付货款是指进出口贸易公司在进行国际贸易时候故意延迟付款或要求境外客户预付货款。一般来讲，预收或者延付货款一段时间便会及时完成交易，但也存在很多虚假交易，以此获得短期性的国外贷款。

短期国际资本可以通过个人贸易佣金的名义进入国内，考虑到金融机构对个人账户的资金量限制较多，所以利用这种方法流入的短期国际资本总量较小。

②非贸易项目

短期国际资本可以借助境内外的关联企业进行支付的方式进出一国，主要方式有：员工薪水、抚养费以及个人的佣金、汇款、贸易资金等。

我国经济不断发展有越来越多的海外或本土人士跨国工作，职工薪酬支付越来越频繁；海外侨胞与国内联系日益密切，这些往来的资金流动逐渐成为国际资本流动的渠道；同样由于以个人名义转移的资金量有限，国际投机资本大量得进出并不实际。

### 3.2.2 金融项目渠道

金融项目渠道主要有：

①直接投资账户

直接投资账户中的外商直接投资以及对外直接投资是跨境资金流动的主要途径。90年代以来，我国为了经济发展需要，开始大量的引入国际资本。政策上的倾斜，以及在项目审批制度和资金运用监管上的不完善，使得很多短期国际资本混杂在外商投资中进入国内。造成了很多FDI投资利用虚假合同等形式进入我国，再进行其他形式上的投资。

②证券投资账户

证券投资是指本国或他国的资金持有人对一国的证券市场所进行的投资行为。我国目前存在合格境外机构投资者（QFII）和合格境内机构投资者（QDII）两种制度。合格境外投资者是一种对国外投资机构的认证制度，满足该制度的境外投资者可以直接对我国境内资本市场。而QDII使得国内机构可以直接投资国外金融市场，这种制度成为了短期国际资本进出国内的合法渠道。

QFII制度的建立使得国际资本可以投资我国证券市场，在其制度之下，境外资金进行结汇、投资、收益再结汇离开的过程。整个交易的过程带动了市场中其他的投资者，投资者在无法充分了解信息的情况下，极容易带来跟进模仿带来连锁反应，引起整个市场的波动。从制度建立以来，国际资本的流入速度不断加快流入量不断增多。据我国外

18

汇管理局最新的数据显示，截止2016年2月，我国总共批准境外合格投资机构279家，

累计批准807.95亿美元的投资额度。截止2015年4月，QFII投资股市的总市值为

349.85亿元，与2013的不到800亿元相比，有了大幅度的减少，减持比例高达55.8%。

③短期外债

短期外债是国际资本流入他国境内的一种主要方式。1997年亚洲多个国家遭受到金融危机的冲击，货币大幅度贬值。一些国际投机者就是利用向受冲击国借入大量短期债，然后在市场上抛售该国货币换取美元，待货币大幅度贬值之后再买入该过货币偿还债务，赚取其中汇率差收益。2001至2015年，我国短期外债总量的增速很快，短期外债增长在全部外债增长量的占比不断上升。从某种意义上来说，可能存在一定数量的短期国际资本经由短期外债途径进入我国。

④外汇贷款

外汇贷款是以外币为计价单位的贷款，这些资金主要是银行吸纳的外汇存款或央行拨付的款项，贷款对象主要是我国境内的企业。央行发布的金融机构外汇信贷收支数据显示，2003年前后境内企业对逐渐拓展海外业务，对外汇的需求量逐渐增大。但是外汇贷款量增加却不明显，因此企业很可能从其他金融机构借得外汇以满足资金需求，这样一来境外投机资本很可能会利用这个机会进入到国内。

⑤外汇抵押人民币贷款

外汇担保项下人民币贷[款是由境外金融机构](http://baike.baidu.com/view/56260.htm)或境内[外资金融机构](http://baike.baidu.com/view/438085.htm)提供[信用](http://baike.baidu.com/view/54260.htm)担保或由境内[外商投资企业](http://baike.baidu.com/view/129688.htm)提供外汇[质押](http://baike.baidu.com/view/191573.htm)，由银行向境内外商投资企业发放的人民币贷款。短期国际资本通常利用银行谋求拓展外汇业务的心理，将外汇资产抵押给银行以换取低息或无息的人民币。在得到人民币资金后，假借人民币资金流动性出现问题，只能以外汇还贷，从而套得人民币资金。

### 3.2.3 非法渠道

之前的渠道都是从国际收支平衡表中的项目，或者说是潜藏在正规贸易之中流入我国，除此之外外资进入国内还借助许多灰色渠道，其中有以下几种：

①地下钱庄

地下钱庄更加准确的说法是，监管体系之外的非法提供金融服务的机构或组织。其

—般的操作手法是境外投资人将资金打入地下钱庄在国外银行的账户，然后地下钱庄给由客户提供的人民币账户打入等价值的人民币资产。通过这种方式便实现了境外资本往境内的流入。从地下钱庄渠道流动的短期国际资本非常隐蔽，这给监管带来了极大的困难。目前来讲，还没有切实有效的方法对其进行测算。

②香港特区渠道

香港是我国的最大的国际金融中心，汇聚到此的国内、国际资金数量庞大。且由于

19

香港特区的特殊性质和经济结构的不同，不同货币之间自由兑换度更高，因此给外汇监管增加了难度。国际投资者通常会用外汇作为质押物进行人民币的贷款，再通过其他渠道将人民币转移至内地。

③直接携带现金

我国允许个人携带外币现金入境，而只需要向海关提出申请，入境后凭借海关的申请许即可向银行兑汇。目前外汇的管理政策主要针对机构，对个人携带汇款的行为并未做太多的限制。虽然每人次携带数量不多，但是大量频繁的往来输送，将可能成为短期国际资本的流动渠道。

## 3.3 短期国际资本与我国股票市场

本文重点研究的是短期国际资本流动对我国股票市场的影响，因此下面重点探讨国际资本在股票市场的流动特性。从以历史股票价格的数据来看，从2006年初开始我国

股市进入了一波大牛市，股价一路走高。考虑到2005年我国股市完成了股权分置改革，从某种程度上作为股票市场的利好消息，短期国际资本可能就此开始逐步进入到股票市场进行投资。

### 3.3.1 短期国际资本流入我国股票市场的渠道

QFII全名为合格境外投资者，2002年底出台的[《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法](http://baike.baidu.com/view/434705.htm)》标志着我国人民股票市场的大门正式对国际资本市场开放。从最新的数据来看，到2015年底满足我国审批核准要求的境外投资机构已经达到279家，累计批

准额度达到807.95亿美元。另外有研究提到通过人民币境内合格机构可以投资我国境内资本市场，这同样成为了短期国际资本的流动渠道。另外针对外商吃过股票的比例也做了相应的提高，最高达到30%。全面的股市投资开放政策一方面会吸引新鲜血液，为股市发展带来更多活力；另一方面，这些新引入的合法投资资本中必然暗藏着为数不少的投机资本，会带来短期资本对股市的冲击的问题。

之前我们分析过，短期国际资本利用多种方式进入我国。那么这些资本一旦完成人民币兑换，则其和国内资金无异可以正常进入股市进行投资。

### 3.3.2 短期国际资本流入对股票市场的影响

流入我国的短期国际资本是以获得投机利润为首要目的，因此在选择进入股票市场的时机上一定是在其整体点位较低的时候进场，利用一些炒作手段将股票价格拉高，待股价达到预期高位后进行抛售。国际投机者并非投资股市长期价值，因此持有股票的时间往往很短，选择特定的行业或领域后进行资本的集中投入，短期内提升股票价格，从而吸引场内其他普通的投资者盲目投资。这使得股票的价格继续上涨，势头往往更加猛

20

烈。短期国际资本通过缓慢而持续的方式进入我国股票市场，但是撤资时却很迅速。短期国际资本在股市里选择投资标的的时候，可能会会跟进国内的热点行业或热点

事件，比如选择房地产行业、煤炭行业股或其他最新的科技题材股票。这些股票在股市当中的权重较大，涨跌能够显著的影响整体指数，短期国际资本炒作这些领域具有较大市场效应。

由于我国股票市场针对不同货币类型的投资者分别设立了不同的股票市场，如A股、

B股、H股等，所以短期国际资本会利用这些不同的市场之间的差异进行股票的炒作。通过炒作那些在A股、H股市场同时上市的公司股票，A股市场上大量买入股票，H股市场则埋伏做空机制，然后抛售A股股票受其影响H股股价也下跌，但是总体幅度小于A股市场的下跌幅度，利用杠杆资金使短期国际资本在A股市场上的损失总体小于H股市场上的收益。

短期国际资本也能够通过对市场外的作用对股票市场产生影响。国际资本的流入会增加流通中的货币供应量，国家为了抑制经济过热减轻通货膨胀率可能提高利率，相反如果资本流出货币供应量减少，国家会降低利率增加货币流动性。利率的变化会直接导致股价的变化，利率上升股价下跌，利率下降股价上升。短期国际资本流入实体经济领域会刺激股价的波动，从而间接影响到了股市。再有就是国内投资者的羊群效应，容易跟风追随大体量资本的流动。

短期国际资的快速流动会扰乱股市的正常交易秩序，促使股市行情出现震荡，并且如上文所分析到的，投机者会通过多种手法推升股价然后获利出逃，会使得市场中普通投资者遭受损失，长此以往将影响股票市场稳定发展；其次，如果股市中投机性资本增多，股市容易出现震荡，进而影响金融行业稳定。股市的波动还会影响投资者情绪，造成市场的恐慌，而这种恐慌的情绪很可能借助多种渠道传递到实体经济上去；短期国际资本流进国内投机，获利之后便要撤离市场或选择其他行业继续投资，但最后是流回海外。因此当资本发生大规模撤离后会减少股市资金流动，一些国内机构或个人可能会纷纷效仿，使得股市大量市值蒸发。

虽然短期国际资本具有高流动性、强投机性，其作为国际资本的一部分进入中国股市，为市场提供了充沛的资金，增添了股市的整体活力。短期国际资本流动借助的是一些隐蔽非法渠道，这些正是我国股市发展中存在的漏洞，正确对待这些问题，将能更好的完善我国股票市场制度，规范市场运行。

21

# 4 短期国际资本流入对我国股票市场影响的实证分析

通过之前理分析来看，关于国际资本流动给流入国的股票市场产生何种影响，其影响的程度又有多大，学者存在一定的分歧。本文将针对这个问题进行进一步的实证研究。

## 4.1 研究变量的选取和数据整理

### 4.1.1 变量的选取

①股票价格指数——上证综指SHZS

股票价格指数是由证券交易所或其他金融机构编制的一种描述股票市场总的价格水平变化的指标。先将股市中的全部股票进行筛选，得到一批可以反映市场总体情况的股票，通过特定的计算方法得到市场的平均价格。用这个测算出的平均价格来反映整个股票市场的价格水平和变动情况。

我国股票市场于1991年正式成立，设立了上海证券交易所和深圳证券交易所两大交易市场。每个交易市场分别制定相应的价格指数，上海证券交易所编制的价格指数称为上海证券综合指数（简称上证综指），深圳证券交易所编制的价格指数称为深圳证券成份股指数（简称深证成指）；而沪深300[指数是由上海和深证两地的交易所](http://baike.baidu.com/view/10107.htm)共同编制，其指数总体反映了沪深两市总体的运行状况。综合考虑后，我们选用上证综指作为反映股票市场价格的变量。

根据行业的不同，上海证券将上市股票划分为银行、互联网、钢铁、房地产等56 类

不同的行业板块，这些行业板块中少则20只股票，多则200只股票，利用对价格加权平均的方法计算出行业板块的价格指数。本文从众多板块中选择4个，银行板块YINH、房地产板块FANDC、农林牧渔板块NLMY、食品饮料板块SPYL进行研究。

②股市泡沫程度——市盈率PE

目前国内对股市泡沫的衡量方法主要有：1、市盈率法，市盈率是股票价格与股票收益的比值，通过这个比值，衡量了投资股票后收回投资的期限。通常来说，股市泡沫一般伴随着高市盈率，所以我们利用市盈率来衡量股市泡沫。2、证券化率法，证券化率是指股市总市值与国内生产总值之比，这个比值反应了企业的股市价值与实体价值的比。

3、开户数法，通过开户数量来反应股票市场泡沫程度。综合比较后，我们选择市盈率法来评价我国股市的泡沫情况。

③短期国际资本HM

之前我们分析过计算短期国际资本总量的不同方法。首先使用国际收支平衡表法测算短期国际资本的流动总量显然会忽略很多重要的进出渠道，所以可能会低估短期国际资本的总量。

22

目前我国官方使用的是在余额法上基础上的改进，这种方法从一定种程度上改善了收支平衡表法的统计口径太窄的缺陷，但是它依旧没有将外汇储备包含的货币升值收益以及潜伏在FDI和贸易顺差中的投机资本考虑在内。在综合研究多种计算方法的合理性以及所需数据的易得性之后，我们选择我国目前使用的测试方法作为基础并对其进行一定调整。测算公式为：

短期国际资本总量=调整后的外汇储备资产增量-调整后的贸易顺差增量

–调整后的FDI增量

调整后的贸易顺差增量=贸易顺差增量–其中包含的短期国际资本

调整后的FDI=FDI-其中包含的短期国际资本………………（式4.1）

### 4.1.2 数据整理

文章所使用的数据是从2000年1月起至2015年12月止，一共192个样本。我们所使用的数据是从国家统计局、商务部、外汇管理局、人民银行、上交所等机构的网站其他数据来自于国家统计年鉴，计量软件选用Eviews7.2。

①外汇储备增加额的调整

我国的外汇储备增加额中除了具有贸易顺差的增额、FDI的增额还可能存在的短期国际资本的身影，汇率的价格变动和外汇的投资损益也是造成我国外汇储备总量变动的一个因素，因此必须加以考虑。否则，按照未经调整短期国际资本公式进行测算将会高估短期国际资本量。

王永中（2011）[23]关于外汇储备增额的调整方面做了相对完整的阐述，本文将直接使用他的理论方法。

#### 1）汇率变动调整：

根据王永中的理论测算，目前我国的外汇储备中大体上有美、欧、日三国货币以及少量其他国家的货币，如果这些非美元货币相对美元升值的话，怎会引起货币储备总量的增加，但实际上货币的数量并没有发生变化，所以将货币升值所带来的储备量增加计算在我国外汇储备增量中是不合理的。我们使用非美元货币的年初总量乘上当年该货币兑美元的升值率，即得出该货币的升值收益。

外汇升值收益=外汇储备年初存量×货币占比×汇率升值率……（式4.2）

23

利用他国央行的债务信息，并结合我国外汇储备多元化、货币种类结构调整的趋势，王永中推测了我国的外汇储备货币种类构成：2000到2006年，美元、欧元和日元的资产比重分别为80%、15%、5%；而到2007以后，比重调整为75%、20%、5%。

欧元兑美元汇率

2

1.5

1

0.5

0

日元兑美元汇率

0.014

0.012

0.01

0.008

0.006

0.004

0.002

0

图 4.1 欧元兑美元汇率

2000.01

2000.11

2001.09

2002.07

2003.05

2004.03

2005.01

2005.11

2006.09

2007.07

2008.05

2009.03

2010.01

2010.11

2011.09

2012.07

2013.05

2014.03

2015.01

2015.11

2000.01

2000.11

2001.09

2002.07

2003.05

2004.03

2005.01

2005.11

2006.09

2007.07

2008.05

2009.03

2010.01

2010.11

2011.09

2012.07

2013.05

2014.03

2015.01

2015.11

#### 2）投资收益：

图 4.2 日元兑美元汇率

我国有体量巨大的外汇储备资产，在保留一部分资金作为贸易结汇需要之后，将一部分外汇储备资产进行海外投资。而这些外汇投资的损益都计在央行公布的外汇储备余额项目中，我们认为这一部分资产的损益只是正常的投资损益，与一般的由贸易或资本流动导致的外汇储备量增减不同。所以在计算短期国际资本总量的时候，应该将这一部分的损益去除掉。同时外汇储备投资与一般的主权基金或以盈利为目的的金融机构不同，外汇储备投资更加强调的投资的安全性和稳健性。因此外汇储备可能更倾向于投资安全性有保障但收益率较低的国债和机构债。根据研究发现我国外汇储备中的美元资产主要包括美国长期国债、长期机构债券，欧元资产及日元资产主要为长期政府债券。

为了方便研究，假设我国的外汇储备中的美元资产主要投向美国的十年期国

24

债，美国十年期国债利率走势如图4.3所示。欧元资产与日元资产的主要投向与美国类似都是长期国债。则外汇储备收益的计算公式为：

美国十年期国债利率

7

6

5

4

3

2

1

0

外汇储备收益=年初外汇储备存量×国债平均收益率…………（式4.3）

②贸易顺差的调整

图 4.3 美国十年期国债利率走势

自2005年起我国的贸易顺差额出现大幅度增加，候鹏（2009）[24]等学者认为可以借助以往的贸易顺差数据构回归方程，从而对贸易顺差进行理论上的预测，以此来估测我国贸易顺差中所含的短期国际资本。

2000.01

2000.11

2001.09

2002.07

2003.05

2004.03

2005.01

2005.11

2006.09

2007.07

2008.05

2009.03

2010.01

2010.11

2011.09

2012.07

2013.05

2014.03

2015.01

2015.11

首先观察1978年到2015年我国贸易顺差的走势图：

贸易顺差

7000

6000

5000

4000

3000

2000

1000

0

-1000

1978

1980

1982

1984

1986

1988

1990

1992

1994

1996

1998

2000

2002

2004

2006

2008

2010

2012

2014

图 4.4 贸易顺差总量走势单位：亿美元

通过图4.4我们可以看出，贸易顺差从1978年以来一直以稳定的趋势增长。并且这期间内，我国的经济的发展水平总体平稳。所以我们认为我国贸易顺差可能是一种线性增长的趋势，故而我们尝试构建线性回归模型来拟合贸易顺差额与年份之间关系，进而通过模型来测算2005年以后的贸易顺差。

我们假设贸易顺差的变量为S，年份的变量为Y，通过对1978年到2005年的贸易顺差量S和年份Y拟合的回归方程：S=19.0254Y。观察DW统计值时发现方程的残差序列可能具有一定程度的自相关，所以对残差序列构建残差自回归模型，结果如下所示：

25

S = 19.0254Y +𝜀𝑡………………………………(式4.4)

��𝑡=−0.501334𝜀𝑡−1 +𝛼𝑡………………………（式4.5）经过检验发现，序列{��}为平稳的白噪序列，所以构建的模型已经将良好模拟了各

个变量之间的关系。模型的𝑅2值达到0.793，方程拟合的系数均通过显著性检验。模型的结果表明，在其他条件不变的情况下，贸易顺差每年增长19.0254亿美元。

根据得到的模型对2005年以后的贸易顺差数据进行测算，结果如下表所示：

表 4.1 贸易顺差调整单位：亿美元

| 年份 | 贸易顺差 | 贸易顺差预测值 | 虚增贸易顺差 | 虚增值占比 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 2005 | 1019.0 | 360.01 | 659.04 | 65% |
| 2006 | 1774.8 | 379.52 | 1395.31 | 79% |
| 2007 | 2622.0 | 398.33 | 2224.03 | 85% |
| 2008 | 2954.6 | 419.38 | 2535.22 | 86% |
| 2009 | 1960.6 | 437.58 | 1523.02 | 77% |
| 2010 | 1831 | 456.35 | 1374.65 | 75% |
| 2011 | 1551.4 | 475.38 | 1076.02 | 69% |
| 2012 | 2311.1 | 494.28 | 1816.82 | 78% |
| 2013 | 2597.5 | 511.87 | 2085.63 | 80% |
| 2014 | 3824.6 | 530.45 | 3294.15 | 86% |
| 2015 | 5945 | 548.17 | 5396.83 | 90% |

从测算的结果来看，通过模型预测的贸易顺差与实际贸易顺差的差额较大，这可能意味着我国贸易顺差中存在短期国际资本，并且数额较大。

③FDI的调整

这里借鉴国内学者候鹏（2009）[24]的方法，对FDI流入量中国际游资规模的测算时，运用岭回归法建立计量模型对FDI进行预测，再用实际统计值减去预测值得到FDI变动。

利用国民生产总值、非国有工业总产值占工业总产值的比重、第二第三产业从业人数与全部从业人数之比、当年大学生人数与当年全国人数之比、投入科技的支出、非农业人口与全部人口之比、进出口商品总值、交通运输仓储及邮电通信业总值、人民币实际有效汇率、城镇集体单位平均工资、等多项指标进行分析，最终得到结论：交通运输仓储及邮电通信业总值𝑋1、第二、三产业从业人数𝑋2、非农业人口比𝑋3、非国有工业总

产值占工业总产值的比重𝑋4、人民币实际有效汇率𝑋5、具有显著影响，考虑以上各项数

据收集的可行性，采用1986年到2005年的数据，以此建立回归模型最终结果如下：

FDI = 0.9285𝐹1−0.1736𝐹2………………………………(式4.6)

26

𝐹1 = 0.224𝑋1 + 0.224𝑋2 + 0.226𝑋3 + 0.229𝑋4 + 0.165𝑋5…………(式4.7)

𝐹2 =−0.323𝑋1−0.235𝑋2−0.240𝑋3−0.110𝑋4 + 1.242𝑋5…………(式4.8)

再根据2005年以后的各项数据，利用该模型对FDI理论值进行测算，最后将各个年份FDI的统计值减去通过模型预测的理论值，便得到FDI中的国际资本数量。

FDI

1400.00

1200.00

1000.00

800.00

600.00

400.00

200.00

0.00

2000

2001

2002

2003

2004

2005

2006

2007

2008

2009

2010

2011

2012

2013

2014

2015

图 4.5 外商直接投资额单位：亿美元

最终根据调整过后外汇储备增量、调整后的贸易顺差以及测算出的真实FDI值，利用之前选择的短期国际资本测算公式，我们得到了短期国际资本的流量。如图所显示，正值表示国际资本流入，负值表示短期国际资本流出，从图中简单可以看出，2008年、

2011年、2014年短期国际资本数值为负，资本大量流出中国，尤其是2014年流出数量大、持续时间长。

短期国际资本

1000

500

0

-500

-1000

-1500

-2000

2001.01

2001.09

2002.05

2003.01

2003.09

2004.05

2005.01

2005.09

2006.05

2007.01

2007.09

2008.05

2009.01

2009.09

2010.05

2011.01

2011.09

2012.05

2013.01

2013.09

2014.05

2015.01

2015.09

图 4.6 短期国际资本流动单位：亿美元

## 4.2 研究模型

### 4.2.1 模型选择

我们主要研究的是短期国际资本和我国股票市场之间的影响关系，所选用的变量都

27

是时间序列，因此本文使用向量自回归（VAR）模型进行研究。

### 4.2.2 模型简述

①向量自回归模型

向量自回归（VAR）模型的推广源于世界著名计量经济学家克里斯托弗・西姆斯

（Christopher Sims）在1980年发表的文献。VAR模型是在自回归模型（Auto Regressive）基础上的进一步拓展，基于数据的统计性质建立模型。VAR模型的建模思想是把每一个外生变量作为所有内生变量滞后值的函数来构造模型。其优点在于模型可以解决连理方程中的偏移问题。在经济、金融时间序列分析中常常涉及到较多的变量，所以VAR模型的多维特性使得其在这些领域的应用非常普遍。

②脉冲响应函数

脉冲响应函数是VAR模型的拓展应用之一。假设某种因素导致了原先系统的平衡状态被破坏，系统受到影响后从偏离均衡然后再逐渐恢复，脉冲响应函数就能够对整个过程的变化路径进行刻画。脉冲响应函数度量了来自方程的随机误差项的一个标准差新信息冲击，被解释变量的反应情况和持续时间。脉冲响应函数让我们直观的观察到随机误差项新息冲击对被解释变量造成了何种影响。

③方差分解

脉冲响应函数能够捕捉到一个变量的冲击因素对另一个变量的动态影响路径，而方差分解可以将VAR系统内一个变量的方差分解到各个扰动项上，因此方差分解提供了关于每个扰动因素影响VAR模型内各个变量的相对程度。从某种意义上对哪些因素构成了主要影响哪些因素影响比重较轻给出了数学的上解释。

## 4.3 实证过程

### 4.3.1 短期国际资本流入与我国股市的实证

①平稳性检验

数据平稳是构建计量模型的对数据要求之一，它是指数据的统计指标不随着时间的推移而产生变化。通常来说，如果时间序列数据是平稳的，它的图像大体上表现为一条围绕其均值上下浮动曲线。

28

再进行平稳性检验之前，从图4.7我么可以看出，短期国际资本的曲线总体上围绕着一个均值线上线震荡，其有可能是平稳序列。而上证综指和市盈率的曲线则呈现出一种不规则形状，需要进一步检验其平稳性。

6,000

SHZS PE

80

70

5,000

60

4,000 50

40

3,000 30

20

2,000

10

1,000

1,000

01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15

HM

0

01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15

500

0

-500

-1,000

-1,500

-2,000

01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15

图 4.7 上证综指、上证市盈率、短期国际资本走势图

接下来运用Dickey和Fuller提出的考虑残差项序列相关的单位根检验法来进行平

稳性检验。得出结果如下：

表 4.2 平稳性检验结果

| 变量 | 统计量 | 临界值 | 平稳 |
| --- | --- | --- | --- |
| SHZS | -2.277664 | -2.575480 | 否 |
| PE | -2.507754 | -2.575480 | 否 |
| HM | -2.213455 | -2.575480 | 否 |
| DSHZS | -7.103658 | -3.467418 | 是 |
| DPE | -7.277014 | -3.467418 | 是 |
| DHM | -16.01967 | -3.467418 | 是 |

由表可知，SHZS、PE、HM这三个时间序列在10%的水平下都无法拒绝非平稳的原假设，因此都是是非平稳的。对这三个变量做一阶差分后发现，其统计量均比1%的临界值还要小，即一阶差分序列d(SHZS)、d(PE)、d(HM)是平稳序列，则可以进一步的实证分析。

②协整分析

29

一般来说利用计量方法对数据进行回归时所使用的数据必须是平稳数据，否则所建立的模型是不可靠的，但有计量学家发现为了保证数据的平稳有效会利用差分等方法，但是这却减少了数据的总量使得数据中的信息被隐去了，所以提出了协整分析的概念。即直接利用非平稳的数据，对其进行协整关系检验，如果存在协整关系，则建立误差修正（VEC）模型，误差修正模型主要体现的是数据间的长期关系。根据之间的平稳性检验知道，三个变量差分之后都是同阶单整项，所以我们对三者进行协整关系检验。

对比多种方法，我们采用Johansen协整分析法来检验变量之间是否存在协整关系。

表 4.3 协整关系检验结果

| Hypothesized |  | Trace | 0.05 |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| No. of CE(s) | Eigenvalue | Statistic | Critical Value | Prob.\*\* |
| None | 0.082171 | 23.34633 | 29.79707 | 0.2294 |
| At most 1 | 0.046278 | 8.341181 | 15.49471 | 0.4297 |
| At most 2 | 0.000281 | 0.049219 | 3.841466 | 0.8244 |

从实际的结果来看，无法拒绝各变量之间不存在协整关系的原假设，因此我们认为三者不存在长期影响关系。因此我们利用差分后的平稳数据建立VAR模型来进一步的三个变量之间的关系。

③VAR模型建立

在构建短期国际资本、市盈率、股票价格指数的VAR模型之前，需要先对模型合适的滞后期进行选择。这我们使用LR、AIC、SC、HQ等信息法则进行综合判断。测试的结果如表所示。

表4.4 短期国际资本、市盈率、股票价格指数的VAR模型滞后期选择

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0 | -2881.334 | NA | 5.02e+10 | 33.15326 | 33.20773 | 33.17535 |
| 1 | -2855.023 | 51.41070 | 4.12e+10 | 32.95429 | 33.17216\* | 33.04267 |
| 2 | -2833.862 | 40.62008 | 3.58e+10\* | 32.81451\* | 33.19577 | 32.96917\* |
| 3 | -2830.902 | 5.579795 | 3.84e+10 | 32.88393 | 33.42860 | 33.10488 |
| 4 | -2821.344 | 17.68756 | 3.81e+10 | 32.87752 | 33.58558 | 33.16475 |
| 5 | -2811.183 | 18.45313\* | 3.77e+10 | 32.86418 | 33.73564 | 33.21769 |

从测试的结果来看，FPE、AIC、HQ的滞后期选择为滞后两期，LR、SC的滞后期选择分别为五期和两期。综合考虑，我们选择短期国际资本、市盈率、股票指数VAR模型的滞后期为两期。接下来，我们进行模型的构建。

30

表4.5 上证综指、市盈率与短期国际资本的VAR模型

|  | DHM | DPE | DSHZS |
| --- | --- | --- | --- |
| DHM(-1) | -0.593788 | 0.000617 | 0.081885 |
|  | (0.07422) | (0.00068) | (0.05082) |
|  | [-8.00025] | [ 0.90322] | [ 1.61134] |
| DHM(-2) | -0.354879 | 0.000186 | -0.013521 |
|  | (0.07535) | (0.00069) | (0.05159) |
|  | [-4.70958] | [ 0.26811] | [-0.26207] |
| DPE(-1) | 7.476077 | 0.144194 | 13.19536 |
|  | (12.4826) | (0.11484) | (8.54664) |
|  | [ 0.59892] | [ 1.25555] | [ 1.54392] |
| DPE(-2) | -0.447121 | 0.022559 | 0.203488 |
|  | (12.4037) | (0.11412) | (8.49264) |
|  | [-0.03605] | [ 0.19768] | [ 0.02396] |
| DSHZS(-1) | -0.109917 | -0.002071 | -0.078998 |
|  | (0.17304) | (0.00159) | (0.11848) |
|  | [-0.63520] | [-1.30109] | [-0.66676] |
| DSHZS(-2) | -0.048311 | 0.003936 | 0.252189 |
|  | (0.16848) | (0.00155) | (0.11536) |
|  | [-0.28675] | [ 2.53917] | [ 2.18617] |
| C | -13.43842 | -0.213075 | 10.49719 |
|  | (27.2105) | (0.25035) | (18.6306) |
|  | [-0.49387] | [-0.85112] | [ 0.56344] |

向量自回归模型（VAR）模型各方程检验结果和整体检验结果如下图：

表4.6 VAR模型检验结果

| R-squared | 0.295028 | 0.096481 | 0.091272 |
| --- | --- | --- | --- |
| Adj. R-squared | 0.270147 | 0.064592 | 0.059200 |
| Sum sq. resids | 21273087 | 1800.703 | 9972672. |
| S.E. equation | 353.7454 | 3.254593 | 242.2040 |
| F-statistic | 11.85739 | 3.025525 | 2.845793 |
| Log likelihood | -1286.319 | -456.4529 | -1219.272 |
| Akaike AIC | 14.61378 | 5.236756 | 13.85618 |

31

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Schwarz SC | 14.73939 | 5.362366 | 13.98179 |
| Mean dependent | -9.917910 | -0.244689 | 8.058757 |
| S.D. dependent | 414.0693 | 3.365085 | 249.7081 |
| Determinant resid covariance (dof adj.) | | 3.17E+10 |  |
| Determinant resid covariance |  | 2.81E+10 |  |
| Log likelihood |  | -2882.723 |  |
| Akaike information criterion |  | 32.81043 |  |
| Schwarz criterion |  | 33.18727 |  |

向量自回归模型（VAR）建立以后，还需要检验其稳定性，如果被估计的模型所有的单位根都小于1，即是根位于单位圆内，则表示该模型是稳定的。如果模型不稳定，则结果会无效。稳定性检验结果如图所示。所以VAR模型中的所有单位根都位于单位圆内部，则表明VAR模型结构是稳定的。

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

1.5

1.0

0.5

0.0

-0.5

-1.0

-1.5

-1.5 -1.0 -0.5 0.0 0.5 1.0 1.5

图 4.7 VAR模型单位根检验

④格兰杰因果关系检验

格兰杰因果关系检验是由诺贝尔学奖得主克来夫・格兰杰提出，从计量学发展来看该检验的出现早于VAR模型，格兰杰因果关系检验实际上是利用了VAR模型来进行一组系数的显著性检验。其可以检验某个变量的所有滞后项是否对另一个或几个变量的当期值存在影响，如果影响比较显著，则表明该变量对另一个或几个变量存在格兰杰因果关系，反之则没有因果关系。在使用格兰杰因果关系检验之前必须保证变量是平稳的，或非平稳变量之间存在协整关系，否则检验的结果是不可靠的。当然格兰杰因果关系检验只是从统计学的意义上判断了变量间是否具有某种联系，但我们还应当和经济意义相结合来判断是否存在这种关系。

32

表4.7 短期国际资本、市盈率、股票价格指数格兰杰因果关系检验

| Dependent variable: DHM | | | |
| --- | --- | --- | --- |
| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
| DPE | 0.361132 | 2 | 0.8348 |
| DSHZS | 0.504741 | 2 | 0.7770 |
| All | 0.780256 | 4 | 0.9411 |
| Dependent variable: DPE | | | |
| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
| DHM | 0.845238 | 2 | 0.6553 |
| DSHZS | 7.835543 | 2 | 0.0199 |
| All | 8.063449 | 4 | 0.0893 |
| Dependent variable: DSHZS | | | |
| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
| DHM | 5.901316 | 2 | 0.0497 |
| DPE | 2.383801 | 2 | 0.3036 |
| All | 6.523196 | 4 | 0.1633 |

从上表显示的结果来看，首先，上证指数（SHZS）和市盈率（PE）都不是短期国际资本（HM）的格兰杰原因，上证综指和市盈率总体（ALL）也不是短期国际资本的格兰杰原因。其次，短期国际资本（HM）是上证综指（SHZS）的格兰杰原因，但市盈率（PE）却不是上证综指（SHZS）的格兰杰原因，短期国际资本和市盈率总体（ALL）也并不是上证综指的格兰杰原因。最后，上证综指（SHZS）是市盈率（PE）格兰杰原因，上证综指和短期国际资本总体（ALL）并不构成市盈率的格兰杰原因。

⑤脉冲响应函数分析

33

在成功构建了VAR模型之后，我们开始研究这三个变量之间彼此受到其他变量冲击后产生的反应。所以我们脉冲响应函数（IRF）分析。

400

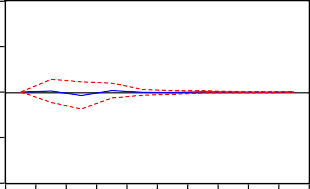
200

Response of DHM to DHM

Response to Cholesky One S. D. Innovations2S.E.

Response of DHM to DPE

400



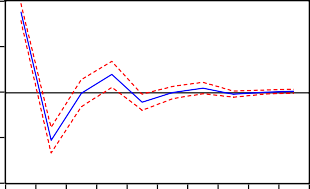
200

400

200

Response of DHM to DSHZS

0



-200

0

-200

0

-200



-400

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

-400

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

-400

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Response of DPE to DHM

4



3

2

1

Response of DPE to DPE

4



3

2

1

Response of DPE to DSHZS

4



3

2

1

0 0 0

-1

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

-1

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

-1

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Response of DSHZS to DHM

Response of DSHZS to DPE

Response of DSHZS to DSHZS

200 200 200





100 100 100

0

0

0

-100

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

-100

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

-100

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

图 4.8 短期国际资本、上证综指、上证市盈率的脉冲响应分析

从图可以看出，短期国际资本、上证综指、上证市盈率都对自身相关的非预期冲击的反应最强烈，当在初期给它们一个单位正向的冲击后，马上达到了最高值，然后从第二期开始迅速下跌，在后面的冲击期数内上下波动，并于第8期趋于平稳并消失。通过观察不同变量之间的冲击反应可以发现，上证综指收到短期资本的冲击，迅速增大，其影响在第2期内逐渐消失，并转负，并最终消失；市盈率收到资本流动冲击，小幅增加，

并逐渐减弱，并再第8期消失；上证综指和市盈率的冲击并不会对于国际资本流动造成太大的影响。

⑥方差分解分析

脉冲响应函数分析捕捉的是一个变量的冲击对另外一个变量的动态影响路径，是一种大致上的分析，而方差分解分析则可以将VAR模型系统内一个变量的方差分解到各个扰动项上去，所以方差分解提供了关于每个扰动因素影响VAR模型内各个变量的相对程度，是一种具体的分析。我们继续将研究短期国际资本、股票市场价格、上证市盈率构建的VAR模型进行方差分解分析，得到结果如图4.8所示。

34

Variance Decomposition of DHM

100 80

60

40

20

100

80

60

40

20

Variance Decomposition of DPE

Variance Decomposition of DSHZS

60

50

40

30

20

10

0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

DHM DPE DSHZS DHM DPE DSHZS DHM DPE DSHZS

图 4.8 短期国际资本、上证综指、上证市盈率的方差分解

观察图4.8显示的结果我们发现，首先造成短期国际资本流入量增加的因素中，自身是主要因素，占比超过98%，上证综指和上证市盈率的贡献度非常小，几乎可以忽略不计；其次对我国上证市盈率造成波动的因素中，同样主要也是由于自身引起，从数据来看占比超过90%，上证综指和短期国际资本流入的总体贡献程度在10%以内。对于上证综指而言，其波动有超过40%是由其自身影响造成，而短期国际资本对指数上涨的贡献程度在8%左右。

### 4.3.2 短期国际资本流入与各行业板块的实证

之前我们研究了短期国际资本对我国股票市场整体的影响，发现股票市场受到短期国际资本流入的冲击影响明显。那么短期国际资本流进我国，在投资的过程中是否存在行业偏好。这种投资行业的偏好一方面是在股票市场中选择特定行业的股票进行投资，另一方面是在实体经济领域选择特定行业的投资。但无论是哪一种方式的行业偏好都可以通过股票价格来体现。所以本章对短期国际资本和股票市场行业板块进行进一步的研究。

①数据描述

本节主要研究的是短期国际资本与股票市场中不同行业板块价格指数之间的关系。之前我们运用调整后的余额法对短期国际资本进行了测算，因此只需要收集并整理股票市场各个行业板块的价格指数数据。

在综合考虑数据的完整性与可得性之后，股市各行业板块价格指数选择上海证券交易所发布的板块指数，数据从2005年6月至2015年12月每月末最后一个交易日的收盘价格。

由于在上证股票市场中的行业分类共计有56大类，无法将每一个行业单独分析，所以我们根据国家统计局2011年发布的国民经济行业分类（GB/T 4754-2011），选择各分类当中具有代表性的行业。选择的行业板块有银行（YH）、房地产（FDC）、农林牧渔（NLMY）、食品饮料（SPYL）四大行业。

35

2,400

2,000

1,600

1,200

800

400

0



05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15

食品饮料 银行

农林牧渔房地产



图 5.1 四个行业板块的历史走势

表 5.1 描述性统计

|  | SPYL | YINH | NLMY | FANGDC |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Mean | 796.1934 | 964.3410 | 750.8836 | 919.1852 |
| Median | 805.9200 | 931.7500 | 755.9800 | 875.9800 |
| Maximum | 1996.150 | 1933.660 | 1834.790 | 2203.130 |
| Minimum | 172.7200 | 252.9100 | 145.7000 | 183.3900 |
| Std. Dev. | 370.9787 | 351.4278 | 321.5224 | 433.8545 |
| Skewness | 0.632145 | 0.101040 | 0.325601 | 0.695204 |
| Kurtosis | 3.779209 | 3.157438 | 3.930156 | 3.606407 |

从图5.1观察六个行业历史数据发现，房地产、银行业的股票价格指数走势非常相似，这可能是由于两者具有一定的相关性，2005起，四个板块的股价逐步攀升，2007年中旬达到最高点，随后有一个大幅度的下滑。总体来说食品饮料、农林牧渔板块价格适中处于所有行业板块的较低位置，而银行、房地产行业则价格始终处于高位。

2014年之前，银行板块价格始终高于房地产板块价格，2014年之后，房地产板块价格有大幅度的上涨，且股价指数大大超越了银行板块。2007年期间两个行业板块价格都直线上升并且上涨幅度类似。这可能是由于我国银行业于房地产开发行业紧密的联系造成的。

从这四个行业的股票指数数据的描述性统计表5.1可以看到，标准差的结果表明房地产业相比其他行业的股票价格指数波动要最大，其次是食品饮料行业。偏度和峰度的对比发现所有行业股票指数都具有左偏、尖峰的特征。

在对数据进行研究之前，要对研究变量进行平稳性检验，这里我们使用ADF检验对变量进行平稳性检验。

36

表 5.2 单位根检验结果

| 变量 | ADF 统计量 | 临界值 | 是否平稳 |
| --- | --- | --- | --- |
| YINH | -1.959054 | -2.579080 | 否 |
| FANGDC | -1.430770 | -2.579180 | 否 |
| NLMY | -1.170670 | -2.579180 | 否 |
| SPYL | -0.891354 | -2.579180 | 否 |
| DNLMY | -10.83649 | -3.483312 | 是 |
| DSPYL | -8.575349 | -3.483312 | 是 |
| DYINH | -10.58096 | -3.483312 | 是 |
| DFANGDC | -8.765488 | -3.483312 | 是 |

由上表可知，YINH、FANGDC、NLMY、SPYL、DL这五个时间序列在10%的水平下都无法拒绝非平稳的原假设，因此都是是非平稳的。对这五个变量做一阶差分后发现，其统计量均比1%的临界值还要小，即一阶差分序列d(YINH)、d(FANGDC)、d(NLMY)、d(SPYL)、是平稳序列，则可以进一步的实证分析。

②实证过程

利用VAR模型对短期国际资本与股票市场中不同行业之间的影响关系进行研究，采用银行业板块指数、房地产板块、农林牧渔板块、食品饮料板块指数差分后的平稳序列分别和短期国际资本构建VAR模型。在构建VAR模型之前，我们先对模型合适的滞后期进行选择选择，如图表所示。

表 5.3 DFANGDC与HM的VAR模型滞后期选择

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0 | -1699.535 | NA | 3.55e+09 | 27.66724 | 27.71297 | 27.68582 |
| 1 | -1681.395 | 35.39658 | 2.82e+09 | 27.43731 | 27.57449\* | 27.49303 |
| 2 | -1671.859 | 18.29588\* | 2.58e+09\* | 27.34730\* | 27.57594 | 27.44017\* |
| 3 | -1670.051 | 3.410151 | 2.68e+09 | 27.38295 | 27.70303 | 27.51296 |

表5.4 DSPYLC与HM的VAR模型滞后期选择

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0 | -1616.524 | NA | 1.42e+09 | 26.75247 | 26.79868 | 26.77124 |
| 1 | -1597.084 | 37.91669 | 1.10e+09 | 26.49726 | 26.63589\* | 26.55356 |
| 2 | -1588.085 | 17.25473\* | 1.02e+09 | 26.41462 | 26.64568 | 26.50846\* |
| 3 | -1583.310 | 8.996729 | 1.00e+09\* | 26.40182\* | 26.72530 | 26.53320 |

37

通过综合比较多种信息法则，我们发现这银行、房地产、农林牧渔行业的所构建的

VAR模型滞后2期时，LR、FPE、AIC、SC为最小值，所以选择模型滞后2期，而食品饮料的模型滞后期为3时检验值最小。这里我们只列举房地产行业、食品饮料与短期国际资本构建的VAR模型的滞后期选择表。VAR模型建立之后，还需要对其稳定性进行检验。分别对VAR模型进行单位根检验，检验的结果如图所示，所有单位根都落在单位圆之内，表面所有VAR模型都是稳定的。

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

1.5



1.0

0.5

0.0

-0.5

-1.0

-1.5

-1.5 -1.0 -0.5 0.0 0.5 1.0 1.5

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

1.5



1.0

0.5

0.0

-0.5

-1.0

-1.5

-1.5 -1.0 -0.5 0.0 0.5 1.0 1.5

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

1.5



1.0

0.5

0.0

-0.5

-1.0

-1.5

-1.5 -1.0 -0.5 0.0 0.5 1.0 1.5

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

1.5



1.0

0.5

0.0

-0.5

-1.0

-1.5

-1.5 -1.0 -0.5 0.0 0.5 1.0 1.5

图 5.2 VAR模型单位根检验

120

100

80

60

40

20

0

-20

-40

Response to Cholesky One S. D. Innovations2S. E.

Response of DYINH to DHM



1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

100

80

60

40

20

0

-20

-40

Response to Cholesky One S. D. Innovations2S. E.

Response of DNLMY to DHM



1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

160

120

80

40

Response to Cholesky One S. D. Innovations2S. E.

Response of DFANGDC to DHM

100

80

60

40

20

Response to Cholesky One S. D. Innovations2S. E.

Response of DSPYL to DHM

0

0

-20

-40

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

-40

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

图 5.3 各板块与短期国际资本的脉冲响应结果

从函数分析的结果来看，短期国际资本一个基本单位的冲击的对房地产业、银行业、农林牧渔业的股票价格具有显著影响，对食品饮料行业板块的股票价格影响较微弱。同时我们发现，受到来自短期国际资本的冲击之后，银行、房地产板块的影响从第一期就达到最大值，在第二期逐渐减弱至零，从第三期开始转为负向影响，并达到最大值。第

38

四期之后，波动逐渐减小并渐渐趋向于零。即短期国际资本的流入会推升房地产股票和银行业股票价格。虽然房地产板块和银行板块受到冲击的变化趋势相近，但我们也观察到，在第一期至第二期衰减的过程中，房地产板块有一个明显的从缓慢到急速衰减的变化。而银行业板块则保持较为连续、快速的衰减过程。农林牧渔业和食品饮料业虽然也收到短期国际资本的正向冲击，但是与银行业和房地产业不同的，第一期影响为零，第二期达到正向最大值，随后开始下降，在第三期时达到负向最大值，从第四期开始波动收敛减小。

我们接着对短期国际资本与银行、房地产、农林牧渔、食品饮料板块建立的VAR模型进行方差分解，得到结果如下图所示。

Variance Decomposition of DYINH

100

100

Variance Decomposition of DFANGDC

80 80

60 60

40 40

20 20

0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

DHM DYINH

DHM DFANGDC

Variance Decomposition of DNLMY

100

120

Variance Decomposition of DSPYL

80 100

80

60

60

40

40

20 20

0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

0

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

DNLMY DHM

DSPYL DHM

图 5.4 各个板块与短期国际资本的方差分解

图5.4显示的是各行业板块指数变动的方差分解结果，从显示的结果来看，各行业板块指数的波动主要由于自身新的信息引起。引起银行业板块指数上涨的因素中，自身新信息的贡献约占94%，短期国际资本因素占6%，在10个影响期内整体呈现平稳趋势。而引起房地产板块指数变动的影响因素中，95%是由自身的新信息所引起，短期国际资本对其波动的贡献率在5%左右，在10期内呈现缓慢增加的趋势。引起农林牧渔板块指数波动的因素中，自身信息所占的比例占90%，短期国际资本影响贡献了10%，贡献度从第一期开始增加，第三期达到最大。引起食品饮料业板块指数波动因素中，自身信息占比超过98%，短期国际资本因素占比小于2%。

39

# 5 研究结论及政策建议

## 5.1 研究结论

### 5.1.1 短期国际资本流入推升了我国股市价格

从格兰杰因果关系检验的结果来看，短期国际资本是上证综指价格上涨的格兰杰原因，而两者反过来却不构成因果关系。这可能是因为短期国际资本进入国内，会对我国股票市场造成一定冲击，但是股票价格的涨跌并不是引起短期国际资本流动的首要因素。更具体的说，短期国际资本进入我国更多的是因为人民币升值、人民币利率上涨、国内资产价格上涨等因素的影响。国际资金受这些因素的吸引流入我国后，有相当一部分将我国股票市场作为了投资标的，推动了股价的上涨。

从脉冲响应分析的结果来看，与之前的分析结果相一致。上证综指的变化受到来自自身的影响最为强烈；短期国际资本的流入对上证综指有非常显著的推动作用。总体上，随着滞后期的增加其影响不断的减弱。但是在整个过程中出现了多次的反复，即影响不断下降，后又有一个小幅度增加。这可能是市场中其他投资者跟进短期国际资本而使得股市价格有如此反复波动的情况。另一方面，上证综指对短期国际资本流入的反应程度有限。

综合以上的分析，短期国际资本的流入会引起我国股票市场价格的波动，并且资本流入带来的冲击会引起市场的跟风反应，导致股市的二次波动；而我国股票市场价格变化无法对短期国际资本带来较大的吸引力，资本流入另有他因。

### 5.1.2 短期国际资本流入加剧了股市泡沫形成

短期国际资本和股票市盈率之间并不存在明显的因果关系，这可能是因为国内的经济发展水平、货币流通总量或其他原因对我国股市的市盈率影响更大，而非国际资本流动。

脉冲响应的结果显示股票市盈率对来自自身的冲击最为敏感，并且冲击在较短的时间内消失。与之前的分析结果相似，短期国际资本流入虽然不是上证市盈率的格兰杰原因，但是却在受到其冲击后产生了一定程度的正向反应，并很快消失为零。总体影响程度较小，猜测股市泡沫可能与国内资本的投机行为影响更大。

通过方差分解的结果我们发现，与之间的分析结果相吻合，我国上证市盈率波动中高达90%以上的因素是来自自身，短期国际资本只占到了10%左右的水平。

综合以上的结论，虽然短期国际资本的流入使得我国股票市场产生了泡沫的，但是其影响程度较小，不构成主要因素。而我国股票市场泡沫程度也无法对短期国际资本造成较大的吸引力。这个结论和以往的一些研究结果有一定出入，考虑可能是在模型选择、

42

变量设置上不够精细。

### 5.1.3 短期国际资本投资具有明显行业偏好

脉冲响应图的结果显示，短期国际资本的流入确实对我国股票市场中房地产业、银行业、农林牧渔业、食品饮料业造成了冲击，其影响程度不容忽视。但是短期国际资本对银行业、房地产业的冲击与农林牧渔业、食品饮料业有所不同。前者在第一期即达到最大值，随后逐步下滑并产生了负向影响。而后者在第一期并没有收到冲击，从第二期开始逐步增大，随后影响逐渐减弱。所以我们认为银行业和房地产业对资本的流入更加敏感，或短期国际资本偏向投资银行业类的金融产业和房地产业类的实体建造业。

从方差分解的结果来看，除了食品饮料业板块，其他三类行业波动中短期国际资本的贡献都比较明显，从某种程度上反映出短期国际资本具有一定的行业偏好。境外的投资者多为大型的机构投资者，相比于中小型的投资者，它能够很好的把握一国的经济发展情况和重点产业政策，通过对政策进行解读，能够敏锐的找到更多更好的投资机会。所以它们在投资标的的选择上，更加倾向于热度较高的行业或该行业所对应的股票。这与短期国际资本的投机性向符合，选择投资蓬勃发展的市场和其该领域的股票，意味着能够在短期内获得更高的收益。

## 5.2 政策建议

### 5.2.1 加强股市制度建设

按照依法治国的理念，在股票市场建立一个完善的法制体系，加大对上市公司各方面的审查力度，机构对于上市公司的监管力度加强，完善信息披露的机制，使得市场上的信息不对称性得到缓解，加速信息在市场中的流动，市场对信息的消化程度也更高。

促进投资者理念的转变，使我国中小股票投资者减少短期内股票的换手率，提升股票价值投资的理念，对股票的持有期更长。保持中国股票市场形成一个平稳有序的融资节奏，从而从内在逐步完善股票市场的稳定机制，建立坚实的基础。

### 5.2.2 健全外汇管理体制

积极推进我国人民币汇率改革工作，建设完善外汇管理体制，完善的体制可以使得我国汇率变动符合市场规律，减轻了短期国际资本流入我国的套汇动机。短期国际资本实际上在我国的流动性已经比较自由，我国的基本国情要求，我们必须具备独立自主的货币政策，因此应对国际资本流入的问题必须逐步打开汇率市场，逐步增加汇率浮动区间。但是这个过程应当是缓慢而有序的，把握好我国货币升值的速度，这样可以大大避免重蹈日本因升值而带来的国内资本危机。

43

### 5.2.3 建立资本流动预警机制

国家应该加强短期国际资本流量的监测，建立一个全面、完善的预警机制。我国央行与海关总署、外汇管理局等多部门联合制定，银行、证券等金融服务机构协同参与，共同作为短期国际资本流动的监测与监管者。

我国应在三个方面加强对股市的监管：证监会应限制对非我国居民投资中国股市，应当明确要求其不得投资境内未公开上市的股票；其次在我国金融不断开放的环境下，控制我国股票市场开放进程与开放程度；最后应当限制非本国投资者买卖我国股票的方式和期限，这样可以对资本的流动性加以限制。

### 5.2.4 流动渠道监管

①经常项目下的监管

针对从经常项目渠道流入的短期国际资本，我们应当加强监管。对于通过预收货款、延期付款流入的短期国际资本进行备案登记并且并定期跟踪，并将期限较长的预收款以及延付款纳入到外债监测的范围当中去；通过非贸易项下的国际资本流动，我们主要对收款人和付款人进行监管，对短期内数量较大的流动重点考察其流入流出的真实原因；银行则可以着重监管以个人名义进行的外汇转入转出业务，配合央行和外管局进行外汇流动的渠道监管。

②金融项目下的监管

针对利用短期外债流入的国际资本，政府应进行管理方法上的转变，按照外商投资资本的实际到账额与实际投资总额的比值来计算债务量；通过金融项目下外汇贷款流入的国际资本需要建立完善的统计口径和测算方式，测算的范围需要进一步扩大；而通过外商直接投资流入的短期国际资本，需要从流入量、流向以及流出量三者进行全面而深入的审查。

③非法渠道下的监管

针对通过边境非法夹带方式的国际资本流入，我国边境地方政府应当对进出我国车辆及人员反复严格的检查，仔细核对其申报信息，银行部门应当加强建设并有力执行外币现钞管理统计及监管体系。针对地下钱庄等灰色金融机构，各地方政府及公安机关应当深入贯彻《反洗钱法》坚决做好侦查打击工作。

### 5.2.5 增进地区与国际合作

政府应当与IMF等国际组织以及周边的国家和地区建立合作，形成一个更加完善而一体化的国际金融市场秩序，加强金融信息与管理技术在国际间的流动。可以尝试研究建立专职性金融机构为银行及其他主要金融机构提供信息交换服务。我国也应加强与主要贸易合作伙伴的合作，研究建立一个多边信息及服务的互换机制，同时实现共同监管。

44

另外我国可以在国际组织的牵头下，与主要的经贸伙伴以及主要债权国协商汇率浮动和货币政策，共同对进行市场进行干预，以达到全面合作共同管理的目标。

45

参考文献

[1] GA Calvo. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors[J]. Staff Papers-International Monetary,1993, (3), P108-151

[2] V. V. Chari. Hot Money[J]. The Journal of Political Economy, 2003, (6), P1262-1292

[3] C Reinhart. Capital flows to latin America: Is there evidence of contagion effects[J]. mpra. ub. uni-muenchen. de, 1996, P1-20

[4] Reinhart. V. R., 2000," How the Machinery of International Finance Runs with Sand in its Wheels", Review of International Economics, 8(1), P74-85

[5] Lucio Sarno, Mark P. Taylor. Hot Money, accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation[J]. Journal of Development Economics, 1999, 59:337- 364

[6] Wei-Xing Zhou, Didier Sornette. Anti-bubble and prediction of China's stock market and real-estate[J]. Physica A,2004,337:243-268.

[7] Kohli. Capital Flows and Their Macroeconomic Effects in India[R]. IMF Working PaperWP/192, 2001, (1), P1-36

[8] Jansen. WJ, 2003," What do capital doDissectingthetransmissionmechanismforThailand, 1980-1996", Journal ofMacroeconomics,25, P457-480

[9] Sarno. L., Taylor. M. P.,1999," Hot Money, accounting labels and permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation", Journal of Development Economics, Vol. 59, P337-364.

[10]马亚明、赵慧，热钱流动对资产价格波动和金融脆弱性的影响——基于SVAR模型的实证分析

[J].现代财经（天津财经大学学报），2012，（6），P5-15

[11]王擎、张恒，国际热钱与我国股价的关系[J].财经科学，2010，（10）

[12]梅鹏军，裴平.外资潜入及其对中国股市的冲击——基于1994-2007年的实际数据的分析[J].国际金融研究，2009(3)：76-81.

[13]张谊浩、沈晓华，人民币升值、股价上涨和热钱流入关系的实证研究[J].金融研究，2008，（11）.

[14]刘刚，白钦先.热钱流入、资产价格波动和我国金融安全[J].当代财经，2008(11)：43-49.

[15]杜聪波，热钱、货币流动性对我国证券股票市场冲击效应分析[D].浙江工商大学，2013: 43-45.

[16]蓝斌男，刘兵权.国际游资对我国资产泡沫形成的影响[J]财经市场, 2006（10）

[17]万光彩、刘莉，中国的“热钱”规模究竟有多大？——基于热钱流出渠道的估算[J].世界经济研究，2009，(6)，P31—37

[18]刘莉亚.境外“热钱”是否推动了股市、房市的上涨？——来自中国市场的证据[J].金融研究，

44

2008(10):48-70.

[19]唐旭、梁猛，中国贸易顺差中是否有热钱，有多少？[J].金融究，2007，（9）

[20]盛柳刚，赵洪岩.外汇储备收益率、币种结构和热钱[J]经济学（季刊）,2007（7）

[21]王世华，何帆.中国的短期国际资本流动：现状、流动途径和影响因素[J]世界经济，2007（7）

[22]尹宇明，李亚平.国际游资规模变动对我国经济的影响[J]商业时代, 2009（17）

[23]刘刚，白钦先.热钱流入、资产价格波动和我国金融安全[J]当代财经, 2008（11）

[24]刘莉亚，境外“热钱”是否推动了股市、房市的上涨？——来自中国市场的证据[J].金融研究，2008，(10)：87-70

[25]侯鹏，中国国际游资总体规模的测算[D].长沙：湖南大学，2009（5）

[26]王永中，中国外汇储备的构成、收益与风险[J].国际金融研究，2011（1）：44-52

[27]尹中立，次贷危机对中国房地产市场的影响分析[J].西部金融，2010（5）：P27-28

[28]杜辉，张建坤.热钱对我国房地产业的不利影响及对策[J].房地产市场，2006(12)：14-17.

[29]吕江林，杨玉凤.当前我国资本大规模流入问题及对策[J].当代财经，2007(2)：56-61.

[30]宋勃，高波.国际资本流动以房地产价格的影响——基于我国的实证检验(1998-2006)[J].财经问题研究，2007(3)：55-61.

[31]彼得・林德特、查尔斯・金德尔伯格.国际经济学〔M〕.上海译文出版社，1995

[32]彼得・纽曼、默里・米尔盖特、约翰・伊特韦尔.新帕尔格雷夫经济学大辞典[M].北京：经济科学出版社，307-308.

[33]邓永亮，李薇.我国外汇储备增长对价格水平影响的实证研究——兼论CPI与PPI之间的关系

[J].当代财经，2009(12):55-60.

[34]方先明，裴平、张谊浩.外汇储备增加的通货膨胀效应和货币冲销政策的有效性[J].金融研究，2006(7)：13-21.

[35]徐爽、姚长辉，人民币升值预期、物价稳定与热钱控制的三元和谐闭.金融研究，2007，（10）

[36]梅新育.是什么推动外资流涌入中国房地产市场[J].城市开发，2006(10)：49-50.

[37]余明.我国中央银行票据冲销操作政策传导路径的实证研究[J].金融研究，2009(2)：17-27.

[38]温建东，马昀，陈斌.管理外汇流入房地产的国际经验及对中国的启[J].国际金融研究，2005(7)：58-63.

[39]邓永亮.“热钱”对我国资产价格影响的实证研究[J].当代经济科学，2010（7）:20- 28.

[40]陈浪南、黄杰鳗，中国股票市场波动非对称性的实证研究[Jj，2002，（5）

[41]沈坤荣，外国直接投资与中国经济增长明.管理世界，1999，（5）

[42]刘立达，中国国际资本流入的影响因素分析[J].金融研究，2007，（3）

[43]张明、徐以升，全口径测算中国当前的热钱规模[J].当代亚太，2008，（4）

[44]何泽荣、徐艳，论国际热钱[J].财经科学，2004，（2）

[45]张谊浩、裴平、方先明，中国的短期国际资本流入及其动机—基于利率、汇率和价格三重套利

45

模型的实证研究[J].国际金融研究，2007，（9）

[46]夏斌、郑耀东，中国社会游资变动分析[J].经济研究，1997（12）

[47]宋蕾，国际游资对中国经济的影响[D].成都：西南财经大学，2006.

46

附录A：硕士攻读硕士学位期间发表论文及科研情况

[1] 马道汕． 物流业发展、居民消费与经济增长\_基于VAR模型的研究[J]． 商品与质量, 2015（7）．

[2] 马道汕． 互联网金融的风险及监管研究综述[J]．商情, 2015, （7）．

48

致 谢

在毕业论文成稿之际，我的三年硕士研究生生涯即将划上句号。在这三年的求学过程中，很多人给予了我帮助，在这里我要衷心地感谢所有关心、指导和帮助过我的老师和同学们！

首先要感谢我的导师陈道平教授，感谢您在学习上的支持和帮助，在百忙之中对我的论文进行的悉心指导。感谢陈老师从论文选题开始一直对论文写作进行的指导，感谢其对论文修改和答辩提出的细致的建议。导师渊博的知识、对问题的独到见解让我受益匪浅，严谨的治学态度和平易近人的工作作风将是我永远的学习榜样。

其次，我要感谢在专业学习上给予帮助和在开题答辩和预答辩过程中的指导和建议。再次，我还要感谢研究生同学们，感谢大家在三年学习生活中营造的轻松的学习氛

围，让学习和论文不再枯燥，有了与你们的交流和讨论这篇论文才能顺利地完成。

最后，我还要深深感谢我的父母，他们一如既往的从物质和精神上给予我最好的支持，默默的为我付出。感激之情难以言表，唯有通过不断的努力，回报他们对我的无私奉献和关怀。

再次由衷地感谢重庆师范大学、恩师、同学和父母！

49

独创性声 明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得 重庆师范大学 或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明。

学位论文作者签名：签字日期：年月日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解 重庆师范大学 有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权 重庆师范大学 可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

学位论文作者签名：签字日期：年月日