



No. 2129

Working Paper

债务型资本流动对主权债务违约风险影响研究

钟红 刘家琳

【摘要】 本文基于 32 个新兴市场经济体 1999—2018 年季度数据，从流量和存量角度分析了非直接投资债务型跨境资本流动对新兴市场经济体主权债务违约风险的影响。研究发现，非直接投资债务型资本流入减少会显著增加主权债务违约风险，并且该影响要强于外币外债占 GDP 比重增加对主权债务违约风险的影响。不同渠道下的资本流动对主权债务违约风险的影响具有异质性：相比于债券流入，跨国银行资本流入减少产生的负面效应更显著，作用也更强。此外，虽然债券流入对主权债务违约风险的影响显著性较小，但是外币债券占 GDP 比重上升会显著增加主权债务违约风险。最后，本文得出外币债券占 GDP 比重的最优区间为 16%~21%。本文为新兴市场经济体金融开放的路径选择提供了经验证据。

【关键词】 非直接投资债务型资本流动 主权债务违约风险 外币外债 新兴市场经济体

【文章编号】 IMI Working Papers NO.2129



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆  国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

债务型资本流动对主权债务违约风险影响研究

钟 红¹ 刘家琳²

【摘要】 本文基于 32 个新兴市场经济体 1999—2018 年季度数据，从流量和存量角度分析了非直接投资债务型跨境资本流动对新兴市场经济体主权债务违约风险的影响。研究发现，非直接投资债务型资本流入减少会显著增加主权债务违约风险，并且该影响要强于外币外债占 GDP 比重增加对主权债务违约风险的影响。不同渠道下的资本流动对主权债务违约风险的影响具有异质性：相比于债券流入，跨国银行资本流入减少产生的负面效应更显著，作用也更强。此外，虽然债券流入对主权债务违约风险的影响显著性较小，但是外币债券占 GDP 比重上升会显著增加主权债务违约风险。最后，本文得出外币债券占 GDP 比重的最优区间为 16%~21%。本文为新兴市场经济体金融开放的路径选择提供了经验证据。

【关键词】 非直接投资债务型资本流动 主权债务违约风险 外币外债 新兴市场经济体

一、引言

金融全球化促进了资本在国际间的有效配置。为弥补国内储蓄不足，延续债务期限，在不同资产市场上分散利率风险，新兴市场经济体吸引大量资本流入（Bekaert et al., 2002; Forbes and Warnock, 2012），也积累了较高水平的外债³。根据世界银行统计，截至 2019 年年底，新兴市场经济体外债总额达到 8.1 万亿美元。20 世纪 70 年代以来，新兴市场经济体多次发生主权债务危机。如表 1 所示，阿根廷、厄瓜多尔、土耳其、牙买加和乌拉圭是发生债务危机 4 次数较多的国家。在 1970—2017 年间，阿根廷和厄瓜多尔发生主权债务危机 6 次，土耳其发生主权债务危机 5 次，牙买加和乌拉圭发生主权债务危机 4 次。

表 1 新兴市场国家债务危机统计：1970—2017 年

国家	发生债务危机年份
阿根廷	1982, 1993, 2001, 2005, 2014, 2016
巴西	1983, 1994
保加利亚	1990, 1994

1 钟 红，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中国银行研究院副院长，《国际金融研究》常务副主编

2 刘家琳，中国人民大学财政金融学院博士研究生

3 尤其是阿根廷、土耳其、乌克兰、智利等，这些国家的外债规模超过其外汇储备规模的 5 倍。

4 债务危机包括主权债务违约和债务重组。

智利	1983, 1990
哥斯达黎加	1981, 1990
多米尼加共和国	1982, 1994, 2003, 2005
厄瓜多尔	1982, 1995, 1999, 2000, 2008, 2009
埃及	1984, 1992
希腊	2012
印度尼西亚	1999, 2002
牙买加	1978, 1990, 2010, 2013
墨西哥	1982, 1990
秘鲁	1978, 1996
菲律宾	1983, 1992
波兰	1981, 1994
俄罗斯	1998, 2000
南非	1985, 1993
土耳其	1978, 1982, 1983, 1991, 2002
乌拉圭	1983, 1991, 2002, 2003

资料来源：Laeven and Valencia (2018)

新兴市场经济体外债中以美元计价外债占比最大 (Calvo and Reinhart, 2002)。目前, 在非洲、美洲和亚洲新兴市场经济体现存的跨国银行信贷中, 美元信贷比例超过 90%, 在欧洲新兴市场经济体中, 该比例也达到 60% (Bräuning and Ivashina, 2020)。因此, 美元流动性及美国政策调整将在很大程度上影响新兴市场经济体外债风险。具体来说, 国际金融环境动荡经常导致国际资本流向安全资产, 即从新兴市场经济体流回发达经济体。对于新兴市场经济体来说, 资本流入突然停止和大量资本流出不仅造成其金融机构资本和金融市场资本缺失, 还会导致严重的货币贬值, 并通过资产负债表效应, 增大本币计价的外债规模 (Bénétrix et al., 2015), 增加债务违约风险。20 世纪 80 年代的拉美国际债务危机与 20 世纪 90 年代后期的东亚债务危机都是由于外债规模较大, 又突遇资本流入逆转和货币贬值叠加造成的。2020 年上半年, 在新冠肺炎疫情冲击下, 全球金融市场动荡, 跨境资本纷纷从新兴市场流回美国, 美元需求大增, 美元指数走强, 新兴市场经济体货币相对美元出现不同程度贬值, 巴西、南非、阿根廷、土耳其、智利和墨西哥等经济体货币贬值幅度高于 20%。与此同时, 资本流入停滞、资本流出增加和货币贬值也增大了这些经济体的债务违约风险。例如, 阿根廷政府已向国际货币基金组织及私募基金债权人申请债务重组, 并宣布将延期偿还到期美元债务 100 亿美元。新兴市场经济体历次债务和货币危机的现实表明, 虽然每一次危机发生的具体市场环境有所不同, 但是在新兴市场经济体中, 由于共有的经济脆弱性, 其跨境资本流动, 尤其是与债务型相关的资本流动和主权债务风险之间存在着某些共有的规律,

而截至目前，大部分新兴市场经济体尚没有找到应对危机的有效方案。基于此，研究新兴市场经济体债务型资本流动和主权债务违约风险之间的关系，对于新兴市场经济体维持金融稳定具有重要的理论和现实意义。

本文其余部分结构如下：第一部分为文献综述。第二部分以典型事实为基础，进行理论机制分析，并提出假说。第三部分为实证分析及结果。第四部分进一步分析外币外债占比的最优区间。第五部分为结论和政策建议。

二、文献综述

学术研究中，对债务违约风险原因的探究主要集中于宏观经济基本面和金融脆弱性。宏观经济基本面包括外债规模、外债结构、外汇储备等因素，金融脆弱性包括来自外汇市场、银行部门、股票市场的不确定性等。Ferrucci（2003）研究发现，短期内金融脆弱性起到更重要的作用，而从长期来看，宏观经济情况将起到决定性的作用。Catão and Milesi-Ferretti（2014）基于外部负债及其类别探究外债风险的影响因素，发现净债务型负债过多是造成外债风险的决定因素，而适量的外汇储备将起到预防危机的作用。然而，Tomz and Wright（2007）研究发现，债务违约也发生在外债占比较低、外汇储备充足、经济产出增加的时期，而且比例可达到 38.5%。在此基础上，Durdy et al.（2013）和 Park（2017）分别从负向新闻和资本过度积累角度出发，研究发现其产生的经济负面冲击是导致宏观经济良好时发生主权债务违约风险的根本原因。

2012 年以来，学界对资本流动的研究逐渐增多。一方面，Gourinchas and Jeanne（2013）和 Kalemli-Özcan et al.（2014）从净资本流动的角度出发，发现两国政府间的负债将对负债国经济增长具有负面作用；另一方面，越来越多的研究从总资本流动角度专门分析金融渠道的传导作用，且主要集中于研究全球金融周期导致的金融环境变化对国家资产负债表的影响（Reinhart and Rogoff, 2010; Broner et al., 2013; Rey, 2018）或者国内经济金融变量的变化（Obstfeld et al., 2019）。葛奇（2017）提出，发达经济体和新兴市场经济体之间的跨境投融资主要有两种形式，一种是金融危机之前的银行中介渠道，即发达经济体的资本以短期融资的形式流入新兴市场经济体的银行；另一种则是金融危机后的债务中介渠道，即国际债券投资者通过购入新兴市场经济体的债券进入其债券市场。Avdjiev et al.（2018）研究发现，对于新兴市场经济体来说，其他投资项目下的债务型负债中，银行部门跨境信贷表现出明显的经济周期，目前其与 20 世纪 90 年代末处于同一水平，并且一直是外部债务的主要组成部分，这与发达经济体其他投资项目下的债务型负债逐年下降的情况形成鲜明的对比。正是因为银行部门跨境信贷的特征，其对流入国的经济和金融环境产生巨大的影响（Bruno and Shin, 2015; Correa et al., 2018; Albrizio et al., 2020; Bräuning

and Ivashina, 2020)。因此，有必要分渠道研究国际债券跨境资本流动对一国的影响。

综上，以往研究分析了外债水平、偿债流动性对债务违约风险的影响，也分析了跨境资本流动对国内经济金融稳定和金融周期的影响。从跨境资本流动在金融周期下形成的特征来看，资本流动的结构发生较大变化。截至 2015 年，对新兴市场经济体来说，债券和银行信贷资本流动占总流动的三分之一（Bräuning and Ivashina, 2020），而且债券跨境资本流动的中介渠道效应逐渐增强。不同类型的债务型资本流动导致货币贬值和主权债务违约风险可能存在差异，而目前尚未有充分研究表明不同类型的债务型资本流动对主权债务违约风险影响的异质性。外债中，外币外债，尤其是美元外债受国际影响较大，Rancière and Tornell（2016）提出，在债务币种不匹配情况下，实际汇率大幅贬值，大量借入外债的企业就会面临较大的违约风险。不同渠道形成的外币外债是否也对新兴市场经济体的债务违约风险有不同的影响？研究上述问题，有利于厘清不同类型跨境资本流动与汇率、债务违约之间的机理，也有助于监管部门对跨境资本流动“分而治之”管理框架的完善。

本文的贡献主要为三个方面：第一，从资本流动和外币外债水平两方面来研究其对主权债务违约风险的影响，发现资本流入的逆转相比外币外债对主权债务违约风险的影响更大。第二，分渠道研究资本流动和外币外债对主权债务违约风险的影响。以银行中介和金融市场债券工具作为划分标准，分析通过银行和债券市场的资本流入及形成的外币外债水平对主权债务违约风险的异质性。第三，得到最优的外币债券占比区间。在最优区间内，两种渠道形成的外币外债增加都不会显著增加主权债务违约风险，并且资本流入减少带来的负面影响也会减弱。

三、理论机制分析

（一）典型事实分析

本文首先从时间趋势上考察资本流动与主权债务违约风险之间的关系。在国际收支平衡表中，资本账户跨境资本流动规模远小于金融账户规模（陈卫东和王有鑫，2016），因此，本文重点分析非储备性质的金融账户下各类型资本流动的规模和变动情况。根据 IMF 第六版国际收支账户中非储备性质的金融账户结构（见图 1），各子项目跨境资本流动可划分为股权型资本流动（Equity Flow）和债务型资本流动（Debt Flow）。Ghosh and Qureshi（2016）提出，证券投资和其他投资项目下的资本流动相对于直接投资来说更容易导致经济失衡和金融波动。Obstfeld et al.（2019）也提出，证券投资和其他投资对国际金融环境的变化更加敏感。基于此，本文主要分析包括证券组合投资和其他投资项目的非直接投资债务型资本流动。

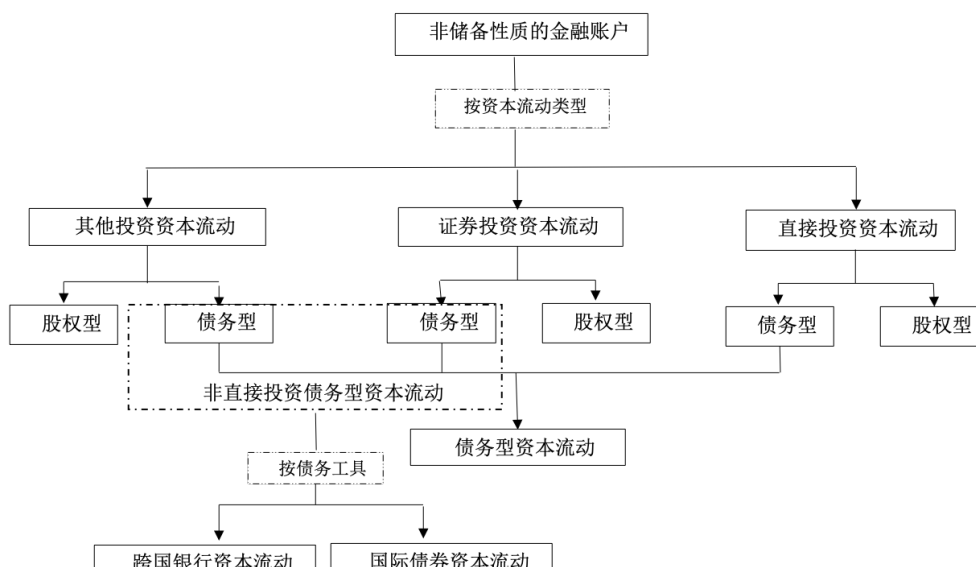
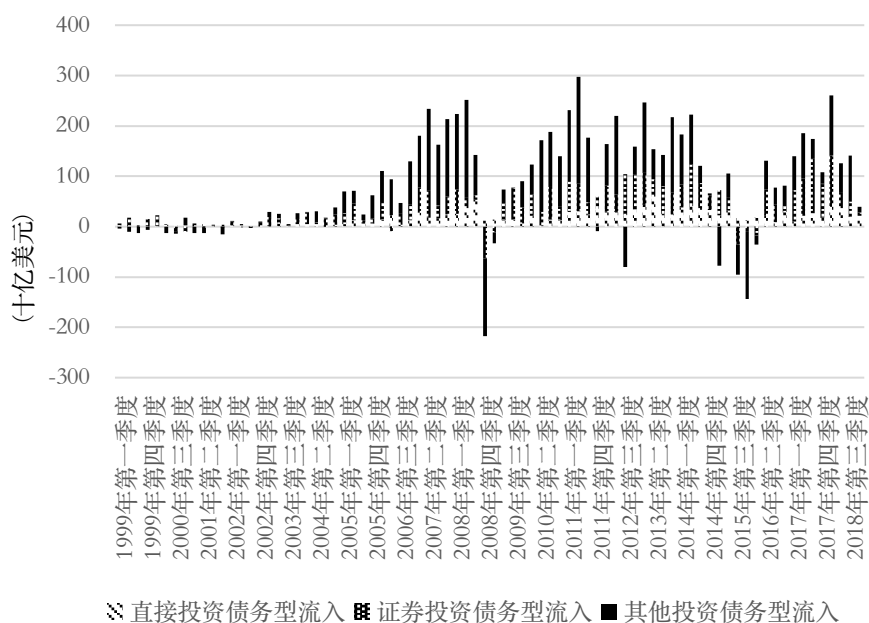


图1 金融账户结构

资料来源：国际货币基金组织，作者整理

如图2所示，第一，无论在债务型资本流入还是流出中，证券投资和其他投资债务型资本流动都是债务型资本流动的主要组成部分（Kalemli-Özcan, 2019），而代表长期资本流动的直接投资债务型资本流动所占比重较少。第二，总体来看，其他投资债务型资本流入在总债务型资本流入中占比最大。2010年以来，证券投资债务型资本流入在总债务型资本流入中的比例逐渐增大，反映出境外投资者对新兴市场经济体债券的青睐度逐渐增加，这也是葛奇（2017）提出跨境投融资包括银行中介和债券中介渠道的原因。第三，债务型资本流出中，其他投资债务型资本流出始终为主要部分，这说明新兴市场经济体仍主要通过金融中介向国外投资。



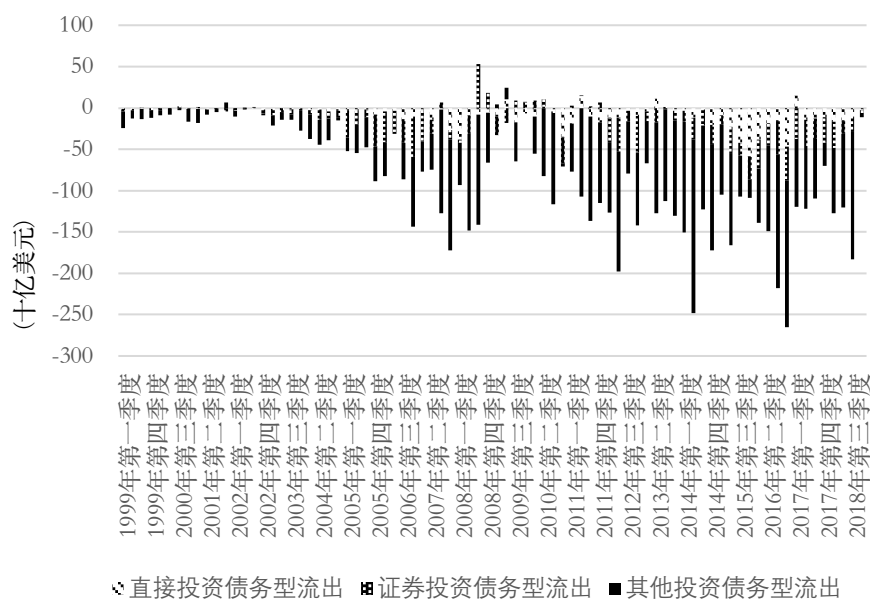


图2 债务型资本流动结构

资料来源：国际货币基金组织

从外币外债规模的变动趋势来看，如图3所示，第一，新兴市场经济体外币外债规模具有周期性，总体呈上升趋势。21世纪以来，外币外债规模大幅增加，只在2008、2011、2014年间有稍微下降。第二，2012年以前外币外债规模变化趋势主要由外币跨国银行信贷变化趋势驱动。第三，从2012年起，外币跨国银行信贷规模走势逐渐稳定在1.5万亿美元左右；外币国际债券规模持续增长，并超越外币跨国银行信贷规模。

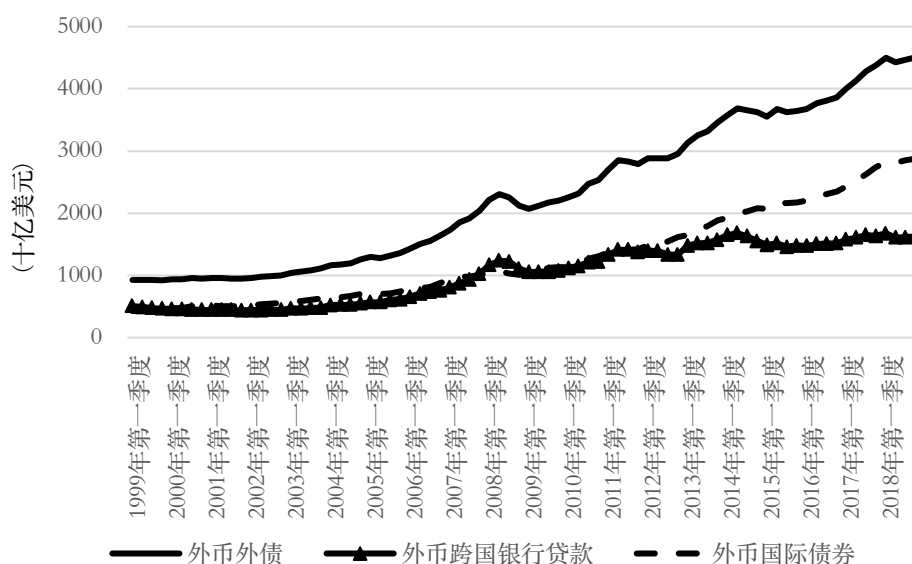


图3 新兴市场国家外币跨国银行信贷和外币国际债券规模

资料来源：国际清算银行，作者整理

从图4可以看出，总外币外债占GDP比例呈周期性波动增长趋势。进入21世纪以来，该比

例几乎都在 80%以上。分渠道来看，外币债券比例和外币跨国银行信贷比例呈此消彼长之势，2008 年全球金融危机为重要分水岭。2007 年开始，由于跨国银行资本大幅流入，外币跨国银行信贷占 GDP 比例大幅增加，在金融危机爆发时超过外币债券占比；金融危机后各经济体认识到金融中介过度提供信贷对金融稳定的严重影响，开始减少跨国银行信贷规模，导致外币跨国银行信贷占 GDP 比例逐渐下降，截至 2018 年年末，已低于 40%。相反，外币债券占比在金融危机后稳步上升，并达到 60%以上。这说明，国际投资者的币种偏好在债券上的表现要强于在跨国银行信贷上的表现。

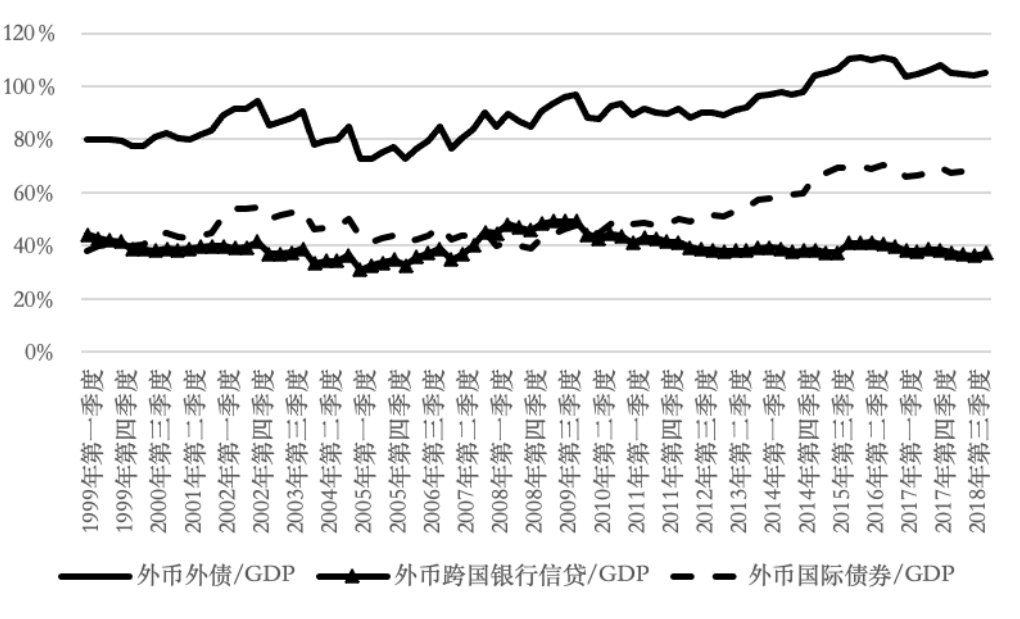


图 4 新兴市场国家外币外债占比

资料来源：国际清算银行，作者整理

在分析资本流动与债务违约风险关系时，首先采用 EMBIG 指数的变化情况代表主权债务违约风险。该指数既反映了新兴市场经济体在国际市场上的融资成本（Sy，2002），也反映了新兴市场经济体的违约风险（Ferrucci，2003；Jankovic and Zivkovic，2014）。指数上升，代表新兴市场经济体在国际市场上的融资成本增加，主权债务违约风险上升；反之，则代表融资成本下降，主权债务违约风险下降。

如图 5 所示，外债违约风险与债务型资本流入（出）的（无条件）相关系数为-0.59（0.57）¹，具有显著的统计学意义。进入 21 世纪以来，新兴市场经济体资本流入大幅增加，外债违约风险整体有所下降。2008 年全球金融危机时期，资本流入突然停止，资本流出也大幅锐减，外债违约风险急速增加。金融危机之后，EMBIG 指数与资本流动的波动性都明显增强。可以发现，EMBIG 指数上升时，即外债违约风险增加时，都伴随着非直接投资债务型资本流入的急速下降。

¹ 资料来源：作者测算

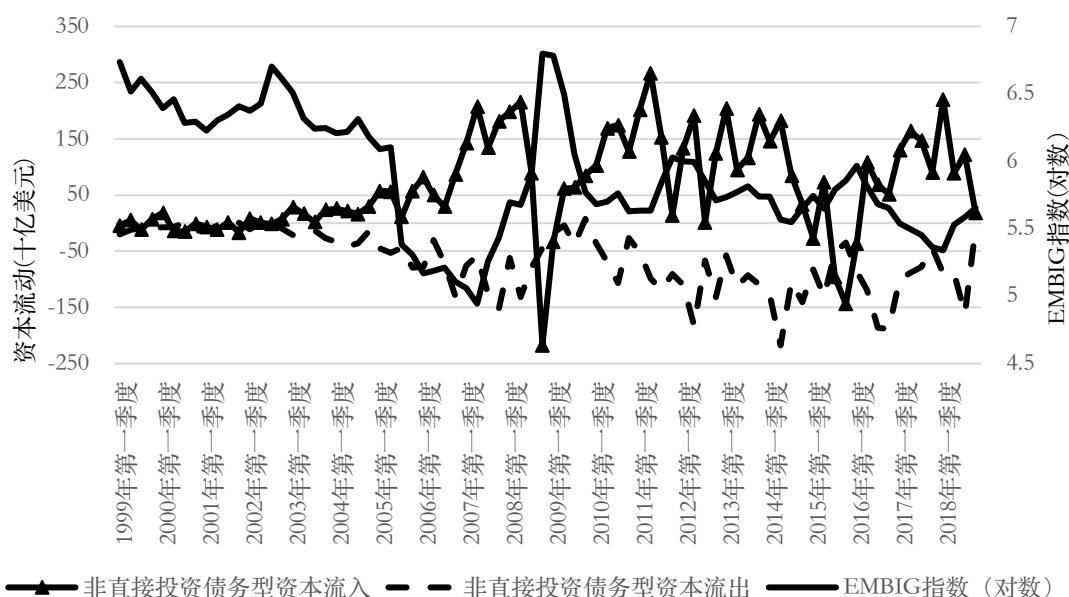


图5 新兴市场国家债务违约风险与资本流动

资料来源：国际货币基金组织，JP 摩根

（二）理论机制

根据经济学理论和以往研究可知，债务型资本流动会增加汇率的波动性，进而影响外币外债的偿还压力。据此，债务型资本流动影响主权债务违约风险的机制可概括如下：当国际金融环境出现动荡时，例如，2008 年全球金融危机及 2020 年新冠肺炎疫情冲击下，各国均采用宽松的货币政策以稳定经济。在此情况下，国际投资者将增大对新兴市场经济体的投资，若再叠加新一轮全球美元流动性泛滥，美元出现较大幅度贬值，则新兴市场经济体会面临本币升值和资产泡沫压力。一旦美联储加息、缩减资产负债表回收流动性，美元出现较大幅度升值，新兴经济体遭遇资本流入突然停止和大量资本流出，又将面临货币贬值的风险。由于货币贬值将使得以外币计价的外债规模本币价值上升，增大了新兴市场经济体偿还外债的压力，严重时将引发债务违约。

图 6 反映了新兴市场经济体非直接投资债务型资本流动与汇率¹的变动趋势。进入 21 世纪以来，资本大量流入新兴市场经济体，与此同时，新兴市场经济体的对外投资也逐渐增加。相对来看，2003 年以来非直接投资债务型资本流入带来的外汇供给增多使得新兴市场经济体的货币升值明显。自 2008 年之后，非直接投资债务型资本流入（出）幅度仍然较大，但新兴市场经济体货币却始终整体呈现贬值趋势，这说明非直接投资债务型资本流入的增加使得新兴市场经济体货币升值的效用在逐渐下降，而非直接投资债务型资本流入的减少使得新兴市场经济体货币贬值的效用

¹ 这里汇率为各国货币与美元之间的汇率，为间接标价法，即表示一单位本币兑换美元单位。汇率上升表示一单位新兴市场国家货币可以换得更多单位的美元，即新兴市场国家货币升值；反之则代表新兴市场国家货币贬值。

则更加明显。而且，相对于非直接投资债务型资本流入来说，非直接投资债务型资本流出与汇率变动之间的关系更弱。

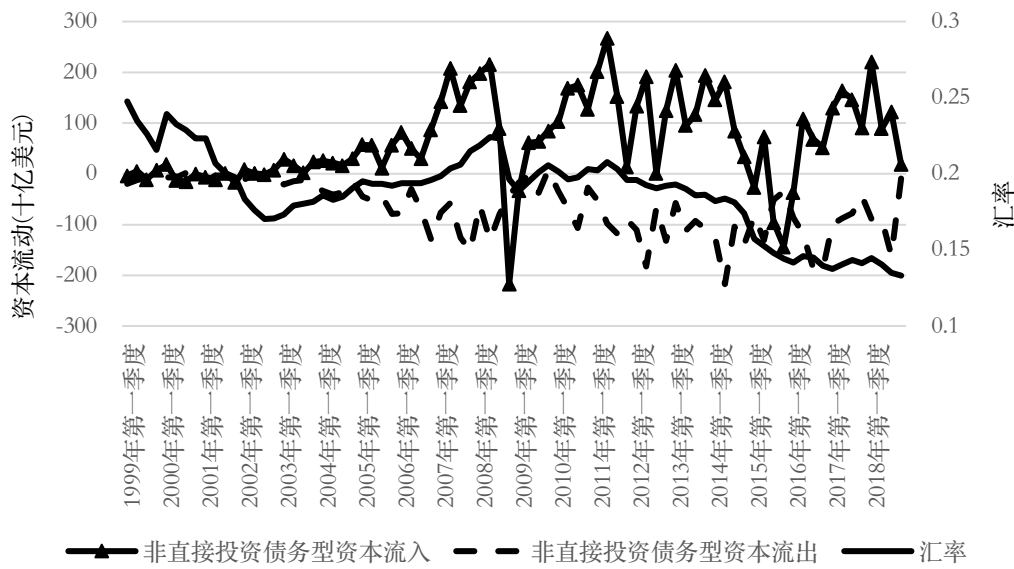


图6 资本流动与汇率

资料来源：国际货币基金组织

从以上分析可以看出，当新兴市场经济体的主权债务违约风险出现时，往往伴随着非直接投资债务型资本流入的大幅减少和货币贬值。基于此，本文提出假说1。

假说1：非直接投资债务型资本流入的减少会显著增加主权债务违约风险。

但是，对于跨国银行信贷和国际债券来说，资本流入的减少和货币贬值之后的情况却略有不同。外部银行信贷和外部债券这两种融资工具在多方面具有差异。在监管上，对跨国银行信贷的监管程度要强于对发行国际债券的监管程度（Sercu，2009）；流动性上，债券的流动性一般要强于银行信贷（Bai and Zhang，2012）；在管理上，对银行信贷的监测成本往往较高（Shirai，2001）。因此，外币跨国银行信贷融资面临的国内融资约束强度要大于外币债券。

对于国际债券来说，国外投资者抛售新兴市场经济体债券，汇率贬值，债券价格下跌会使得债券利率上升，导致新兴市场经济体违约风险增加。但是对于跨国银行信贷流入来说，当跨国银行撤出对新兴市场经济体的贷款时，银行信贷和债券利率都将上升，这将导致跨国银行资本流入减少，对债务违约风险的影响更大。基于此，本文提出假说2。

假说2：跨国银行资本流入的减少将显著增大主权债务违约风险，国际债券资本流入减少对主权债务违约风险的影响较小。

从典型事实可以看出，外币国际债券规模大于外币跨国银行信贷，这与外币债券融资的便利性较强有关。对于跨国银行信贷，国内银行部门大多采取对冲方式来降低汇率风险。但是发行国

际债券一般不对冲，所以汇率风险较大。基于此，本文提出假说 3。

假说 3：外币国际债券占 GDP 比例越高，主权债务违约风险越大，相对而言，外币跨国银行信贷占 GDP 比例对主权债务违约风险的影响较小。

同时，从典型事实中还可以发现，外币债券和外币跨国银行信贷占 GDP 比例呈现此消彼长之势，因此，外币债券的占比将同时影响外币跨国银行信贷的占比。基于此，本文认为，存在一个最优的外币债券占比区间，使得外币债券和外币跨国银行信贷对主权债务违约的影响都较小。

四、实证分析

（一）样本选择与数据来源

新兴市场经济体划分方法很多，大致范围比较一致。本文主要以 JP 摩根新兴市场经济体债券指数（Emerging Markets Bond Index）和摩根士丹利新兴市场经济体指数包含的新兴市场经济体为基础来选择样本。JP 摩根新兴市场经济体债券指数中去掉缺失数据的经济体之后，共包含 57 个新兴市场国家。摩根士丹利新兴市场经济体指数中共包括 24 个新兴市场经济体，两个指数中共同包含的新兴市场经济体分别为：巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、埃及、希腊、匈牙利、波兰、俄罗斯、南非、土耳其、中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾和泰国，共 20 个。考虑到以上样本中未纳入一些典型的新兴市场经济体，本文继续参考 Obstfeld et al. (2019)，将阿根廷、危地马拉、保加利亚、哥斯达黎加、牙买加、克罗地亚、斯里兰卡、多米尼加共和国、立陶宛、厄瓜多尔、乌拉圭和格鲁吉亚共 12 个经济体纳入样本，最终形成包含 32 个新兴市场经济体的样本数据。后续实证分析中由于个别经济体在特定年份出现数据缺失情况，导致最终纳入回归方程的样本个数有所变动。

本文跨境资本流动数据来源于国际货币基金组织（IMF）的国际收支统计（BOP）数据库、国际清算银行（BIS）的本地银行业统计（LBS）数据库和国际债券（IDS）数据库；宏观经济变量数据来源于世界发展指数（WDI）数据库、彭博（Bloomberg）数据库、沃顿研究数据中心（WRDS）、联邦储备经济数据库（FRED）等。本文的时间跨度为 1999 年第一季度—2018 年第四季度。

（二）模型设定与变量定义

本文的基准模型设定如下：

$$\text{Default_risk}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFit-1}_{it} + \alpha_2 \text{FDit-1}_{it} + \gamma \text{Xit}_{it} + \theta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，Default_risk_{it} 为新兴市场经济体的主权债务违约风险，CFit-1 为非直接投资债务型资本流动，FDit-1 为外币外债占 GDP 比例。为避免反向因果问题，这里将解释变量都滞后一期¹。

¹ 考虑到汇率的影响一般体现在当期，所以模型中加入的是汇率的当期变量。

X_{it} 是一系列控制变量。 θ_i 为国家固定效应， η_t 为时间固定效应， ε_{it} 为误差项。对于方程（1）中的回归系数， $\alpha_1 < 0$ 表示资本流入的减少将增大主权债务违约风险。 $\alpha_2 > 0$ 表示外币外债占 GDP 比重越高，主权债务违约风险越大。方程中的变量具体描述如下。

1. 债务违约风险

由于新兴市场经济体发生的外债违约主要为主权违约事件，因此本文主要讨论主权债务违约风险。参考 Hilscher and Nosbusch（2010）的做法，本文以 EMBIG 指数（取对数）作为主权债务违约风险代理指标。该指标上升时，代表新兴市场经济体的主权债务违约风险上升。

2. 非直接投资债务型资本流动

对各类型非直接投资债务型资本流动的构建如下：

非直接投资债务型资本流入 = 证券组合投资项目下债务型负债净产生 + 其他投资项目下其他债务型负债净产生

非直接投资债务型资本流出 = 证券组合投资项目下债务型资产净产生 + 其他投资项目下其他债务型资产净产生

非直接投资债务型资本净流入 = 非直接投资债务型资本流入 + 非直接投资债务型资本流出

此外，按照不同债务工具这一标准，非直接投资债务型资本流动可主要划分为国际债券资本流动和跨国银行资本流动两种。由于 IMF 数据库中其他投资和证券投资组合项目下的债务型流动数据包括的种类较多，而且数据并未按币种分类，不利于分析币种结构的影响。相比而言，BIS 数据库中的 LBS 和 IDS 数据库分别包括跨国银行跨境资本流入及国际债券跨境资本流入数据，而且对计价货币都有更加详细的划分。BIS 数据库与 IMF 数据库都是按照居民和非居民进行编制，可保证本文数据统计口径的一致性²。虽然 IDS 数据库中的国际债券与非居民持有的新兴市场经济体债券并不完全相等，但是 Avdjiev et al.（2017）指出，二者范围在较大程度上重合，因此，本文后续分析将采用 BIS 中的数据对跨境资本流动进行分类。

3. 外币外债

根据数据可得性，本文选择 BIS 的 LBS 数据库中跨国银行信贷数据，并将其中以美元和欧元计价的贷款作为外币跨国银行信贷。同样地，本文选择 BIS 的 IDS 数据库中国际债券数据，并将以美元和欧元计价的国际债券作为外币债券。外币跨国银行信贷和外币债券加总即为外币外债。最后，本文将外币外债相关变量除以 GDP 得到相关比例。

4. 控制变量

本文的控制变量主要包括国内和国际因素。国内因素包括政策利率、汇率、汇率制度、外债

1 这里总资产流出为负代表对应国际收支项目轧差后资产端表现为净流出，总资本流出为正对应国际收支项目轧差后资产端表现为净流入。

2 本文对比 BIS 的 LBS 数据库数据和 IMF 数据，发现二者之间具有高度的一致性。

占 GDP 比重 (Ferrucci, 2003)、短期外债/外汇储备 (Radelet and Sachs, 1998; Ferrucci, 2003)、外汇储备占 GDP 比重、实际经济增长率、国内信贷占 GDP 比例和金融开放程度。Reinhart et al. (2003) 认为, 有过违约历史的国家相比没有发生违约的国家更容易积累外债。为控制这一效应, 本文加入是否曾发生债务危机这一变量。为控制国际因素的影响, 本文控制 VIX 指数、美元指数、美国 3 个月和 10 年国债利率。此外, 本文还加入时间趋势和全球金融危机虚拟变量。

样本上, 本文选择有一定开放程度的观测值, 并去掉曾发生货币和银行危机时期。为排除极端值的影响, 本文采用 Winsor 方法去掉连续型变量的 1% 和 99% 分位数观测值。

(三) 实证结果分析

1. 非直接投资债务型资本流入对主权债务违约风险的影响明显

从表 2 可以看出, 在第 (1) 和第 (2) 列中, 非直接投资债务型资本净流入和非直接投资债务型资本流入系数显著为负, 说明当非直接投资债务型资本流入减少时, 债务违约风险上升。而当非直接投资债务型资本流入增加时, 债务违约风险下降, 符合预期。第 (4) 和第 (5) 列表示, 该结果在控制时间固定效应后仍然存在。从第 (3) 和第 (6) 列的结果来看, 非直接投资债务型资本流出对债务违约风险的影响为负, 说明当非直接投资债务型资本流出¹增加时, 新兴市场经济体主权债务违约风险上升, 但是在统计上并不显著。这说明, 非直接投资债务型资本流入对债务违约的影响要强于非直接投资债务型资本流出, 这与分别研究资本流入和资本流出对新兴市场经济体和金融变量影响的现有研究所得结论相同 (Obstfeld et al., 2019), 假说 1 成立。

表 2 非直接投资债务型资本流动对债务违约风险的影响: 1999–2018 年

EMBIG (log)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
L1.Net debt inflow/GDP	-1.141*** (0.284)			-0.853*** (0.233)		
L1.Gross debt inflow/GDP		-1.548*** (0.304)			-1.169*** (0.248)	
L1.Gross debt outflow/GDP			0.143 (0.325)			0.033 (0.244)
L1.FX debt/GDP	0.304 (0.199)	0.322 (0.197)	0.295 (0.223)	0.342** (0.154)	0.347** (0.157)	0.339* (0.173)
Policy rate	0.028*** (0.008)	0.028*** (0.008)	0.028*** (0.009)	0.020** (0.009)	0.021** (0.008)	0.019** (0.009)

¹ 数据中, 总非直接投资债务型资本流出为负, 表示新兴市场国家对国外投资增加。

L1.Rgdpth	-0.010	-0.009	-0.010	-0.007	-0.004	-0.008
	(0.011)	(0.010)	(0.011)	(0.011)	(0.010)	(0.011)
L1.Domestic credit/GDP	-0.004	-0.004	-0.006	-0.008*	-0.007*	-0.009*
	(0.004)	(0.004)	(0.005)	(0.004)	(0.004)	(0.004)
L1.External debt/GDP	1.573***	1.457***	1.622***	1.603***	1.516***	1.628***
	(0.260)	(0.241)	(0.324)	(0.224)	(0.214)	(0.261)
L1.Reserve/GDP	-0.031***	-0.031***	-0.031***	-0.032***	-0.031***	-0.033***
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.010)	(0.009)	(0.010)
L1.Short-term external debt/reserve	-0.001	-0.001	-0.002	-0.001	-0.000	-0.001
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
L1.Openness	-0.605***	-0.574***	-0.538***	-0.519***	-0.506***	-0.464***
	(0.124)	(0.116)	(0.134)	(0.126)	(0.122)	(0.138)
Debt crisis	0.354***	0.367***	0.426***	0.371***	0.359***	0.390***
	(0.070)	(0.065)	(0.074)	(0.093)	(0.091)	(0.099)
ER	-0.434	-0.525	-0.404	-0.539	-0.663	-0.544
	(0.769)	(0.698)	(0.771)	(0.704)	(0.629)	(0.699)
L1.ER regime	0.158**	0.153**	0.159**	0.161**	0.160**	0.161**
	(0.066)	(0.063)	(0.068)	(0.064)	(0.061)	(0.064)
VIX (log)	0.595***	0.584***	0.596***			
	(0.080)	(0.076)	(0.081)			
U.S.T-bill rate	-0.207***	-0.195***	-0.209***			
	(0.063)	(0.061)	(0.069)			
U.S.bond rate	-0.001	-0.001	-0.001			
	(0.002)	(0.002)	(0.002)			
Dollar index (log)	-0.178	-0.215	-0.113			
	(0.257)	(0.255)	(0.273)			
Gfc	0.396***	0.338***	0.375***	1.217***	1.175***	1.179***
	(0.087)	(0.089)	(0.089)	(0.149)	(0.134)	(0.152)
Trend	-0.000	-0.001	0.000			
	(0.003)	(0.003)	(0.003)			
Constant	4.274***	4.529***	3.923***	4.940***	4.933***	4.960***
	(1.299)	(1.261)	(1.351)	(0.273)	(0.260)	(0.271)
观测值	830	844	841	839	854	851
R ²	0.838	0.847	0.830	0.888	0.894	0.883
调整后的R ²	0.830	0.839	0.821	0.871	0.878	0.866
国家个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES

时间固定效应	NO	NO	NO	YES	YES	YES
注：因变量为对数EMBIG指数。其中（1）-（3）列未控制时间固定效应，（4）-（6）列控制时间固定效应。由于时间固定模型已经捕捉全球因素如VIX指数、美国利率等信息（Kalemli-Özcan, 2019），所以在控制时间固定效应时将不再控制这类变量。（）内为标准差；*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著。下同。						

与外币外债占比回归系数相比，非直接投资债务型资本流动的系数规模较大，即非直接投资债务型资本流动相对于外币外债水平而言，对主权债务违约风险的影响更大。

从全球因素来看，VIX 指数对主权债务违约风险的回归系数显著为正，说明当国际金融环境动荡时，国外投资者将撤出对新兴市场经济体的投资，增大其主权债务违约风险。从国内因素来看，经济和金融水平发展越高，外债和外币外债水平越低，外汇储备越充足，也就是宏观经济基本面情况较好时，确实会降低新兴市场经济体的主权债务违约风险，与 Ferrucci（2003）所得结论一致。当汇率制度灵活性增加时，新兴市场经济体的债务违约风险将上升，即采取浮动汇率制度的国家更容易发生债务违约。主要因为非直接投资债务型资本流入的减少会引起汇率贬值，增大债务违约风险（汇率回归系数为负），这也是在外汇储备充足时，债务违约仍会发生的原因。此外，金融开放程度的增加会显著减少主权债务违约风险，这可能是因为金融开放会促进跨境资本的流入。另外，虽然短期外债与外汇储备回归系数为负，与预期不符，但是该结果在统计意义上并不显著。

2. 跨国银行资本流入对主权债务违约风险的影响最明显

接下来，本文主要探究不同类型资本流入对主权债务违约风险的影响是否存在异质性。

表 3 不同类型非直接投资债务型资本流入对债务违约风险的影响：1999–2018 年¹

EMBIG (log)	(1)	(2)	(3)	(4)
L1.Bank inflow/GDP	-1.499*** (0.423)	-1.565*** (0.437)	-1.177*** (0.382)	-1.247*** (0.417)
L1.Bond inflow/GDP	-0.073 (0.345)	-0.176 (0.331)	-0.040 (0.273)	-0.150 (0.258)
L1.FX debt/GDP		0.347* (0.187)		0.345** (0.162)
Gfc	0.350*** (0.080)	0.329*** (0.074)	1.095*** (0.149)	1.101*** (0.142)
Trend	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)		

¹ 文章篇幅有限，在表 3-表 6 中控制变量未予以全部列示，将国内利率、实际 GDP 增长率、国内信贷占 GDP 比重、外债占 GDP 比重、外汇储备占 GDP 比重、短期外债/外汇储备、金融开放程度、是否发生过债务危机、汇率、汇率制度统一表示为国内控制变量，将 VIX 指数、美国 3 个月和 10 年国债利率、美元指数统一表示为国际控制变量。

Constant	3.166**	3.485**	5.167***	5.115***
	(1.421)	(1.300)	(0.270)	(0.302)
国内控制变量	YES	YES	YES	YES
国际控制变量	YES	YES	NO	NO
观测值	908	905	920	917
R ²	0.828	0.833	0.876	0.881
调整后的R ²	0.820	0.825	0.859	0.864
国家个体固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	NO	NO	YES	YES

从表 3 可以看出，跨国银行资本流入的回归系数和国际债券资本流入的回归系数在第（1）—第（4）列中都为负，从显著性看，跨国银行资本流入的减少对主权债务违约风险的影响更明显，而且加入更多控制变量后显著性仍然稳健，假说 2 成立。外币外债占比越高越增大主权债务违约风险，这与众多研究（伍戈等，2020）得出的结论一致。但是从经济意义上看，跨国银行资本流入的减少对主权债务违约风险的经济影响是最大的。从控制时间和个体效应的第（4）列中，跨国银行资本流入占 GDP 比例减少一单位标准差，将使得主权债务违约风险增加 1.337%，外币外债占 GDP 比例增加一单位标准差，主权债务违约风险增加 0.370%。

3. 外币债券占 GDP 比例对主权债务违约风险有显著影响

表 3 中通过控制总外债占 GDP 比例，发现外债占比对主权债务违约风险的影响具有显著意义。本文接下来分别将外币跨国银行信贷和外币国际债券占 GDP 比例加入回归，探究不同渠道形成的外债水平对主权债务违约风险影响的异质性。

表 4 外币外债渠道对债务违约风险的影响：1999–2018 年

EMBIG (log)	(1)	(2)	(3)	(4)
L1.Bank inflow/GDP	-1.565*** (0.437)	-1.659*** (0.412)	-1.247*** (0.417)	-1.327*** (0.372)
L1.Bond inflow/GDP	-0.176 (0.331)	-0.329 (0.362)	-0.150 (0.258)	-0.233 (0.296)
L1.FX debt/GDP	0.347* (0.187)		0.345** (0.162)	
L1.FX bank lending/GDP		0.301 (0.303)		0.332 (0.292)
L1.FX bond/GDP		0.498*** (0.152)		0.422*** (0.133)
Gfc	0.329*** (0.074)	0.339*** (0.074)	1.101*** (0.142)	1.118*** (0.143)
Trend	0.001 (0.002)	0.000 (0.002)		

Constant	3.485**	4.191***	5.115***	5.094***
	(1.300)	(1.283)	(0.302)	(0.380)
国内控制变量	YES	YES	YES	YES
国际控制变量	YES	YES	NO	NO
观测值	905	891	917	903
R ²	0.833	0.842	0.881	0.885
调整后的R ²	0.825	0.834	0.864	0.868
国家个体固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	NO	NO	YES	YES
国家个数	23	23	23	23

从表 4 可以看出，外币跨国银行信贷占比对主权债务违约风险的影响在统计上并不显著，而外币债券占比对主权债务违约风险的影响显著为正，即外币国际债券占比越高，新兴市场经济体主权债务违约风险越大，而且在控制时间固定效应后仍然稳健。假说 3 成立。这表明，对新兴市场经济体来说，控制国际债券中外币债券占比更为重要。从系数规模来看，仍然是跨国银行信贷流入对主权债务违约风险的影响程度最大。

（四）稳健性分析

本文进行包括内生性检验、变量替换和样本重新选择在内的一系列检验，得到的实证结果未有明显改变，说明上述结论具有稳健性。

五、进一步分析

上述结果显示，跨国银行资本流入减少与外币债券占比较高将使得主权债务违约风险明显上升，而外币跨国银行信贷占比对主权债务违约风险的影响不显著。结合外币跨国银行信贷占比与外币债券占比此消彼长的典型事实，本文认为，外币债券占比较高会吸收外币跨国银行信贷对主权债务违约风险的影响；反之，外币债券占比较低时，可能凸显外币跨国银行信贷占比对主权债务违约风险的影响。因此，本文猜想外币债券占比有一个最优区间。在此区间内，外币债券和外币跨国银行信贷以及资本流入都不会显著影响主权债务违约风险。

参照 Kalemli-Özcan（2019）的研究，本文首先以外币债券占 GDP 比例的 25%和 75%分位数划分区间，低于 25%分位数（16%）表示外币债券占比较低，高于 75%分位数（56%）表示外币债券占比较高。

从表 5 可以看出，当外币债券占比较低时，各类型非直接投资债务型资本流入和外币外债占比对主权债务违约风险的影响都不显著，即外币债券占比较低可以降低非直接投资债务型资本流入和外币外债对主权债务违约风险的影响。而在表 6 中，外币债券占比较高时，与表 4 对比来看，此时跨国银行资本流入和外币债券占比对主权债务违约风险的影响程度都增大。

表 5 外币外债渠道对债务违约风险的影响：外币债券占比较低

EMBIG (log)	(1)	(2)	(3)	(4)
L1.Bank inflow/GDP	0.537 (1.246)	0.536 (1.314)	0.876 (0.849)	0.419 (1.535)
L1.Bond inflow/GDP	0.647 (2.530)	0.478 (2.340)	-2.362 (2.195)	-1.482 (3.800)
L1.FX debt/GDP	1.417 (1.175)		-1.690 (0.973)	
L1.FX bank lending/GDP		1.207 (1.335)		-0.455 (2.393)
L1.FX bond/GDP		2.307 (1.473)		-4.298 (5.975)
Gfc	0.356** (0.109)	0.345** (0.116)	3.175*** (0.526)	2.900** (0.768)
Trend	-0.002 (0.017)	-0.005 (0.019)		
Constant	4.144 (6.620)	4.269 (7.152)	4.251*** (0.628)	4.938* (2.033)
国内控制变量	YES	YES	YES	YES
国际控制变量	YES	YES	NO	NO
观测值	96	95	99	98
R ²	0.851	0.851	0.949	0.949
调整后的R ²	0.801	0.797	0.853	0.851
国家个体固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	NO	NO	YES	YES
国家个数	6	6	6	6

表 6 外币外债渠道对债务违约风险的影响：外币债券占比较高

EMBIG (log)	(1)	(2)	(3)	(4)
L1.Bank inflow/GDP	-1.928*** (0.471)	-1.665*** (0.417)	-1.636*** (0.309)	-1.399*** (0.411)
L1.Bond inflow/GDP	-0.146 (0.362)	-0.245 (0.480)	-0.273 (0.296)	-0.456 (0.373)
L1.FX debt/GDP	0.401 (0.233)		0.535*** (0.129)	
L1.FX bank lending/GDP		0.170 (0.450)		0.188 (0.137)
L1.FX bond/GDP		0.867*** (0.213)		0.917*** (0.145)
Gfc	0.257**	0.254**	1.036***	1.196***

	(0.108)	(0.095)	(0.163)	(0.133)
Trend	-0.004	-0.008*		
	(0.005)	(0.005)		
Constant	6.112***	4.948***	3.566***	3.074***
	(1.900)	(1.687)	(0.683)	(0.603)
国内控制变量	YES	YES	YES	YES
国际控制变量	YES	YES	NO	NO
观测值	282	276	284	278
R ²	0.855	0.874	0.958	0.964
调整后的R ²	0.834	0.855	0.932	0.941
国家个体固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	NO	NO	YES	YES
国家个数	17	17	17	17

接下来，本文以 5%为间隔，分别获得外币债券占比低于样本 25%~50%分位数下的回归结果。总结后如表 7 所示，当外币债券占 GDP 比例处于 16%~21%之间时，外币跨国银行信贷和外币债券对主权债务违约风险的影响都不具有显著性；当外币债券占比处于 21%~35%之间时，外币跨国银行信贷对主权债务违约风险的影响凸显；当外币债券占比高于 35%时，外币债券占 GDP 比例的增加和跨国银行资本流入的减少都会显著增加新兴市场经济体的主权债务违约风险¹。

表 7 各类外币外债对债务违约风险的影响（外币债券占比低于样本 α 分位数）

α	25%	30%	35%	40%	45%	50%
α 分位数对应的外币债券占比	16%	21%	25%	29%	32%	35%
外币跨国银行占比对债务违约风险的影响	1.207	1.079	1.351	1.312	1.329	1.296
外币债券占比对债务违约风险的影响	2.307	1.286	0.738	0.857	0.77	0.799
统计显著性	不显著	不显著	银行显著	银行显著	银行显著	银行显著

六、结论和政策建议

本文通过收集 32 个新兴市场经济体 1999—2018 年非直接投资债务型跨境资本流动数据，从流量和存量两个方面进行研究，考察跨境资本流动和外币外债对新兴市场经济体主权债务风险的影响。研究发现：

第一，非直接投资债务型资本净流入和非直接投资债务型资本流入减少都会显著增大主权债务违约风险，但是非直接投资债务型资本流入的影响程度更大。

¹ 表 7 为低于 α 分位数的结果，文章篇幅有限，外币外债占比高于 $1-\alpha$ 分位数下的回归结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

第二，本文进一步将非直接投资债务型跨境资本流入划分为跨国银行资本流入和国际债券资本流入，发现跨国银行资本流入减少对主权债务违约风险的影响更加显著。

第三，对比非直接投资债务型资本流入和外币外债水平对主权债务违约风险的影响，发现非直接投资债务型资本流入、跨国银行资本流入对主权债务违约风险的影响要大于外币外债水平的影响。而外币外债中，外币债券债务对主权债务违约风险的影响要强于外币跨国银行信贷的影响。

以上结论表明，对于新兴市场经济体来说，银行中介渠道仍然是跨境资本流动最主要的传导渠道。但是从币种结构来看，外币债券对新兴市场经济体的主权债务违约影响比外币银行信贷的影响更显著。本文进一步发现在外币债券占比高低不同时期，非直接投资债务型资本流入和外币外债规模对主权债务违约风险的影响不同：当外币债券占 GDP 比例在 16%~21%之间时，非直接投资债务型资本流入和外币外债变动对主权债务违约风险的影响甚微；当外币债券占 GDP 比例在 21%~35%之间时，外币跨国银行信贷对主权债务违约风险有显著影响；当外币债券占比较高时（高于 35%），外币债券债务水平和跨国银行资本流入对主权债务违约风险的影响显著增强。因此，本文认为，防范债务违约风险的最优外币债券占 GDP 比例区间为 16%~21%。

综上，本文提出以下政策建议。

第一，随着新兴市场经济体资本账户开放程度不断增大，流入新兴市场经济体的非直接投资债务型资本规模更大。其中，跨国银行资本流入的比重较大，当国际金融环境动荡时，其波动性也更强。由于这类债务型资本流入对新兴市场经济体的主权债务违约风险的影响非常显著，因此新兴市场经济体有必要对该类跨境资本流入进行管制。以中国为例，2016 年以前跨国银行资本流入在债务型资本流入中的占比除个别时期外都稳定在 70%以上，是债务型资本流入的主要渠道。中国在资本开放过程中，应坚持配合宏观审慎政策的逆周期调节，从杠杆率和跨国银行风险敞口等方面提出措施，稳定跨国银行资本流入面临外部环境冲击时的波动。

第二，鉴于跨国银行资本流入的波动影响更加明显，新兴市场经济体对外开放过程中应适当加大金融市场对外开放的力度。一方面，继续鼓励、提倡国内各部门通过金融市场直接进行外部融资；另一方面，为境外投资者配置国内债券资产提供便利。例如，中国在对外开放过程中，对国外投资者持续放宽证券投资的限制，2019 年全面取消对合格境外投资者投资额度的限制，进一步满足境外投资者对中国金融市场投资需求。其他新兴市场经济体可依据自身国情，适当放宽对境外投资者的投资限制。

第三，为防控汇率波动带来的违约风险，新兴市场国家要依据国情将外币国际债券规模控制在合理范围内，这就需要其继续在跨境金融交易中推行本币的使用。在外债的币种选择上，可将重点放在推行本币国际债券上。目前，彭博巴克莱全球综合指数已经确认纳入人民币计价的中国国债和政策性银行债券，人民币计价的中国债券将成为继美元、欧元、日元之后的第四大计价货

币债券。其他新兴市场国家也可逐步推行本币债券，从而将外币债券维持在一定比例下，之后再考虑在跨国银行信贷中推行本币使用。

参考文献

- [1] 陈卫东, 王有鑫. 人民币贬值背景下中国跨境资本流动:渠道、规模、趋势及风险防范[J]. 国际金融研究, 2016 (04): 3-12
- [2] 葛奇. 宏观审慎管理政策和资本管制措施在新兴市场国家跨境资本流入管理中的应用及其效果——兼析中国在资本账户自由化过程中面临的资本流动管理政策选择[J]. 国际金融研究, 2017 (03): 3-14
- [3] 伍戈, 李斌, 戴雨汐, 钟益. 债务与经济危机——基于分部门债务及债务波动性视角[J]. 国际金融研究, 2020 (09): 44-55
- [4] Albrizio S, Choi S, Furceri, D, Yoon, C. International bank lending channel of monetary policy[J]. Journal of International Money and Finance, 2020, 102
- [5] Avdjiev S, Binder S, Sousa R. External Debt Composition and Domestic Credit Cycles[R]. Social Science Electronic Publishing, 2017
- [6] Avdjiev S, Hardy B J, Kalemli-Ozcan S, Serven L. Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns[R]. NBER Working Paper, 2018: 1-108
- [7] Bai Y, J Zhang. Duration of Sovereign Debt Renegotiation[J]. Journal of International Economics, 2012, 86 (2): 252-68
- [8] Bekaert G, Harvey C R, Lumsdaine R L. Dating the Integration of World Equity Markets[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65 (2): 203-247
- [9] Bénétrix A. S, Lane P R, Shambaugh J C. International Currency Exposures, Valuation Effects and the Global Financial Crisis[J]. Journal of International Economics, 2015, 96: 98-109
- [10] Broner F, Didier T, Erce A, Schmukler S L. Gross Capital Flows: Dynamics and Crises[J]. Journal of Monetary Economics, 2013, 60
- [11] Bruno V, Shin H S. Cross-Border Banking and Global Liquidity[J]. The Review of Economic Studies, 2015, 82: 535-564
- [12] Calvo G A, Reinhart C M. Fear of Floating[J]. Quarterly Journal of Economics, 2002, 117 (2): 379-408
- [13] Catão L A V, Milesi-Ferretti G M M. External Liabilities and Crises[J]. Journal of International Economics, 2014, 94 (1): 18-32
- [14] Correa R, Paligorova T, Sapriza H, Zlate A. Cross-Border Bank Flows and Monetary Policy[J]. International Finance Discussion Papers, 2018
- [15] Durdu C B, Nunes R P C, Sapriza H. News and Sovereign Default Risk in Small Open Economies[J]. Journal of International Economics, 2013, 91 (1): 1-17
- [16] Bräuning F, Ivashina V. U.S. Monetary Policy and Emerging Market Credit Cycles[J]. Journal of Monetary Economics, 2020, 112: 57-76
- [17] Ferrucci G. Empirical Determinants of Emerging Market Economies' Sovereign Bond Spreads[EB/OL] 10.2139/SSRN.597422, 2003
- [18] Forbes K J, Warnock F E. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment[J]. Journal of International Economics, 2012, 88 (2): 235-251
- [19] Ghosh A R, Qureshi M S. Capital Inflow Surges and Consequences[R]. ADBI Working Paper, 2016, 585.
- [20] Gourinchas P O, Jeanne O. Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle[J]. The Review of Economic Studies, 2013, 80 (4): 1484-1515
- [21] Hilscher J, Nosbusch Y. Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt[J]. Review of Finance, 2010, 14 (2): 235-262
- [22] Jankovic I, Zivkovic B. An Analysis of the Effect of Currency Mismatch on a Country's Default Risk[J]. Ekonomski anali, 2014, 59 (201): 85-121
- [23] Kalemli-Özcan S. US Monetary Policy and International Risk Spillovers[R]. CEPR Discussion Papers, 2019
- [24] Morais B, Peydró J, Roldán-Peña J, Ruiz-Ortega C. The International Bank Lending Channel of Monetary Policy Rates and QE: Credit Supply, Reach-for-Yield, and Real Effects[J]. J. Finan, 2019, 74 (1): 55-90

- [25] Kalemli-Özcan S, Luttini E E, Sørensen B E. Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns[J]. *The Scandinavian Journal of Economics*, 2014, 116 (1): 253–276
- [26] Obstfeld M, Ostry J D, Qureshi M S. A Tie that Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies[J]. *Review of Economics and Statistics*, 2019, 101 (2): 279-293
- [27] Park J. Sovereign Default and Capital Accumulation[J]. *Journal of International Economics*, 2017, 106: 119–133
- [28] Radelet S, Sachs J. The Onset of the East Asian Financial Crisis[J]. *Harvard Institute for International Development*, 1998b
- [29] Rancière R G, Tornell A. Why Do Reforms Occur in Crises Times[R]. *Social Science Electronic Publishing*, 2016
- [30] Reinhart C M, Rogoff K S. Growth in a Time of Debt[J]. *The American Economic Review*, 2010, 100 (2): 573–578
- [31] Rey H. Dilemma not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence[R]. *NBER Working Paper*, No. W21162, 2018
- [32] Sercu P. *International Finance: Theory and Practice*[M]. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2009
- [33] Shirai S. Searching for New Regulatory Frameworks for the Intermediate Financial Structure in Post-Crisis Asia[R]. *University of Pennsylvania, Financial Institutions Center Working Papers*, 2001
- [34] Sy A N R. Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals[J]. *Emerging Markets Review*, 2002, 3 (4): 380-408
- [35] Tomz M, Wright M L J. Do Countries Default in “Bad Times”?[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2007, 5: 352–360



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn