

# 国际投资者非理性情绪下的中国 国际收支稳定性研究\*

刘莉亚, 丁剑平, 赵建晖

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:**自 2001 年以来, 经常项目账户和资本与金融项目账户顺差的指数型增长将我国推向了全球国际收支平衡问题的风口浪尖。在国际金融危机频发、跨境流动资金波动剧烈的背景下, 我国反常顺差所具有的潜在风险非常值得关注。鉴于此, 文章的研究重点在于: (1) 采用涉及 27 个国家股票市场的数据库, 构建并计算了反映国际投资者情绪变化的风险偏好指数; (2) 将国际市场投资者情绪等因素纳入分析框架, 实证分析了影响国际资金在我国跨境流动的驱动因素, 以辨别跨境资金中的不稳定成分, 并给出相应的政策建议。

**关键词:** 国际收支; 投机资金; 市场情绪; 非理性因素

**中图分类号:** F831.6   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1001-9952(2011)01-0059-10

## 一、引言与文献综述

2008 年下半年以来, 由美国次贷危机引发的金融风暴在极短时间内迅速蔓延至全球, 这显然与国际私人资本尤其是投机性资本在全球范围内的非理性流动有关。这些国际资本流入中的大部分国际“热钱”(或称国际游资) 由于具有高度敏感性、高度流动性与投机性、突然逆向流转等一系列特征, 会对金融体系还不够完善和坚固的新兴市场经济体造成不利影响甚至灾难性冲击。20 世纪 90 年代末爆发的一系列危机可以为证。

凭借高速的经济增长, 市场规模庞大且增长潜力巨大的中国经济备受全球资本的关注。但不可否认的是, 中国的社会经济环境仍存在着诸多问题, 这意味着我们的经济体在高度敏感且投机的国际“热钱”出现突发性逆转时会变得很脆弱。因此, 面对经常项目和资本与金融项目的连年巨额双顺差以及资金流入形式对市场越来越敏感等情况, 中国应如何建立有效的监管体系以有

收稿日期: 2010-10-28

基金项目: 国家社科基金重大项目(08-ZD036)

作者简介: 刘莉亚(1976—), 女, 山西长治人, 上海财经大学金融学院副教授;

丁剑平(1957—), 男, 浙江杭州人, 上海财经大学金融学院教授, 博士生导师;

赵建晖(1985—), 男, 江苏南京人, 上海财经大学金融学院硕士生。

效识别投机资金,并防范其可能带来的不利影响,这对于学术界和政府部门都具有重要的研究价值和政策意义。而本文正是围绕我国如何对国际投机资本进行有效监管这一主题,将国际投资者非理性行为的市场情绪等因素纳入分析框架,对资金在我国跨境流动的驱动因素进行分析与检验,并辨别出跨境资金中的不稳定成分。

文献检索表明,国内外学者针对国际投机资本这一主题的研究大致集中于以下几个方面:(1)对境外“热钱”的估计。关于“热钱”规模的估计主要有两种观点:一种观点认为是可以估计的,并试图从国际收支平衡表中的数据或不正常的贸易顺差数据中估计“热钱”规模(姚枝仲,2008;唐旭等,2007);另一种观点则认为“热钱”无法定量计算,只能对可能的流入渠道或流入效应进行定性分析(林毅夫,2006;李庆云,2000;王国刚等,2010)。(2)影响国际投机资本流动的决定因素。从国外研究来看,关于影响新兴市场经济体境外短期资本流入的原因,多数文献将影响因素分为内因(流入国的经济基本面)与外因(流入国之外的国际经济因素)两个方面(Griffen等,2002;Baek,2006);就国内研究而言,多数学者认为人民币与美元之间的利差收益、人民币升值预期及资产价格上涨是国际投机资本涌入中国的主要动因,而促成国际投机资本持续涌入新兴经济体的因素主要有宽松的货币政策、新兴市场中众多的炒作题材及新兴经济体缺乏弹性的汇率制度(徐爽等,2009;梅鹏军等,2009;张谊浩等,2008;李伟,2009;陈学彬等,2007;刘立达,2007)。(3)国际资本流动的渠道与途径。国外关于国际资本流动的渠道与途径有很多研究结论。Kanit(2008)分析了东南亚金融危机后泰国资本流入和流出的量的大小及其类型。Yongding Yu(2008)以中国为例对资本流入的形式进行了研究,认为2003年之后流入中国的资本流动形式发生了变化,并分析了发生变化的原因。Susan Schadler(2008)考察了1985—2005年间新兴市场投机资本的流动情况及其对货币升值和通货膨胀的影响。Robert N. McCauley(2008)分别从证券市场、债券市场、银行资本流动和利差交易四个方面对2002年以来亚洲市场的资本流动格局进行了分析。而国内多数研究认为境外“热钱”主要通过经常项目中的贸易项和非贸易项、资本项目、地下钱庄、私募股权、风险投资、QFII和衍生交易等渠道流入中国(李伟,2009)。

综合已有的研究成果,本文认为既有的国外研究大多致力于分析影响资本流动的外因与内因的相对重要性,普遍以美国利率代表外因,但仅凭这一外部因素难以解释20世纪90年代新兴市场经济体面对巨大的投机压力并且在同一时间爆发金融危机这一事实。因此,为了理解国际资本对新兴市场经济体所表现出来的羊群行为与高度波动性,从投资者心理变化的角度来研究市场情绪在其中所起的作用是非常必要的。

## 二、市场情绪风险偏好指数的构建与计算

### (一) 市场情绪风险偏好指数的构建

为了实证分析市场情绪波动如何影响我国的国际收支,我们首先需要找到一个指标对市场情绪进行度量。Kumar 和 Persaud(2002)在国际货币市场背景下构建了度量市场情绪的指标,借鉴其逻辑思路,将其运用到国际资本较为青睐的股票市场。本文以发达国家和发展中国家作为研究对象,通过各自股票市场的回报率和波动率在所选的全部市场当中排序的相关性来建构反映全球市场情绪的指标。基于此思路,本文所使用的市场情绪指标,即基于各国股票市场的风险偏好指标(RAI)的建构方法如下:

$$RAI_t = \frac{\sum (R_{i,t} - \bar{R}_r)(R_{vi,t} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{i,t} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{vi,t} - \bar{R}_v)^2]^{1/2}}, -1 \leq RAI_t \leq 1 \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 和 $R_{vi,t}$ 分别代表市场 $i$ 在 $t$ 时期中的回报率和波动率在选取的所有市场中的排序; $\bar{R}_r$ 和 $\bar{R}_v$ 分别是 $R_r$ 和 $R_v$ 的均值,即 $\bar{R}_r = \bar{R}_v = (n+1)/2$ ,这里 $n$ 代表进行排序的市场总数。

本文所构建的基于各国股票市场的风险偏好市场情绪指数(用RAI代表)的含义如下:当RAI为正(负)时,回报率相对较高的股票市场同时具有相对较大(小)的波动性,表明跨境资金更加青睐风险较大(较小)的市场,此时的投资者是追求(规避)风险的,且RAI的绝对值越大,投资者的风险偏好(厌恶)程度越高。因此,如果市场情绪是资金跨境流动的驱动因素之一,那么资金流动方向和规模对于投资者风险偏好的变化就应该是敏感的。

### (二) 市场情绪风险偏好指数的计算

兼顾了代表性和数据的可得性之后,本文选取了27个国家的股票市场来构建市场情绪指数。<sup>①</sup>这27个国家囊括了主要发达国家或地区以及发展中国家,其股票市场基本反映了全球的股票市场情况。该指标的时间区间为2001年第二季度至2009年第二季度,数据频率为季度,共33个观测点。这27个国家或地区股票市场的数据来自于Morgan Stanley Capital International(MSCI)中相应国家或地区以美元标识的股票市场月度指数。我们在这些月度数据的基础上,计算各国股票市场的季度收益率和波动率,其中波动率用月度收益率在每一个季度中的标准差表示。将各个时期各自股票市场收益率和波动率排序后,便得到相应的 $R_{i,t}$ 和 $R_{vi,t}$ 。这里要注意的是,对各个市场的收益率和波动率进行排序时要采取同样的方式,即同时采取顺序法或者同时采取逆序法(这两种处理方式所得的结果相同)。最后将所得结果带入式(1)即可计算出市场情绪指标RAI,结果如图1所示。

图1显示,2001年第二季度至2006年第一季度,市场情绪基本是向好的;而2006年第二季度至2009年第二季度,市场情绪出现了波动,特别是2008年美国次贷危机爆发后,市场情绪连续三个季度为负值。而各大经济体的相继复苏又促使市场情绪在2009年初得以扭转。

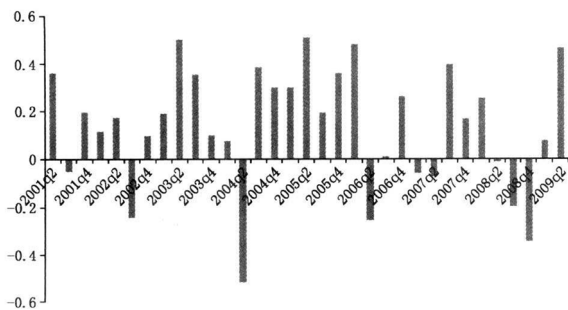


图1 市场情绪指标 RAI

### 三、实证分析及解读

#### (一)实证研究的指标

1. 因变量的选取。本文选用的两个因变量为中国国际收支平衡表中经常项目账户净值的一阶差分(记为  $CF_1$ )和资本与金融项目账户和净误差与遗漏项目账户合并后净值的一阶差分(记为  $CF_2$ )。这里以资本与金融项目和净误差与遗漏项目合并处理后所得的资金流来代表我国的资本性跨境资金流动。

2. 自变量的选取。本文综合考虑了现有文献实证检验得出的能够显著影响一国国际收支的因素,包括国内的经济增长率、利率、汇率和商品房市场等内部因素,以及市场情绪和美国经济增长率两个外部因素。这些变量对国际收支影响的具体分析如下:

(1)国内经济增长率。现有文献普遍认为一国的宏观经济状况对其国际收支有很大影响。一国宏观经济状况良好,一方面会吸引境外资金进入,另一方面国内对于境外的消费和投资也会增加。考虑到中国巨额双顺差的现实,可认为前一个效应占据主导。因此,从这个角度分析,国际收支净额应与我国的经济增长正相关。但是,两个不同性质的账户可能其敏感程度有所不同,这一点有待实证检验。本文采用我国实际的国内生产总值的增长率代表经济增长率,用 CGDP 表示。

(2)国内利率水平。国内利率水平主要从三方面影响国际收支:一是国内外利率差是跨境资金套利的对象;二是国内利率会影响国内的资金成本;三是由于我国的利率是政府管制的,利率的调整实际上代表了政府对于宏观经济调控的意愿,具有很强的信号效应。已有文献较多提及第一种作用,但实证结果显示,利差因素不显著。考虑到资金跨境流动成本比较高,承担的政治风险也较高,本文认为非常有限的利差不足以成为国际收支变化的主要动因,这也是本文未选择利率差作为影响因素的原因。本文认为国内利率主要通过后两

条路径影响国际收支,究竟哪一条路径更具有决定性作用,还有待实证检验。本文采用国内一年期储蓄利率代表国内利率水平,用 CI 表示。

(3) 汇率。当汇率变动完全由市场决定时,汇率便成为国际收支的自动平衡机制之一。在这种情况下汇率的波动一般不可能成为影响跨境资金流动的主要原因,因此国外文献研究国际收支问题时很少考虑汇率因素。但在中国的制度背景下,学者研究国际收支必然要考虑汇率的影响。政府承诺的汇率制度市场化改革造成了强烈的人民币升值预期,从而使其成为境外资金涌入我国的重要原因之一。本文使用我国汇率中间价的季度变化率来表示这一影响因素,记作 FXC。

(4) 商品房市场。本文选择商品房市场而未选择股票市场作为自变量的原因有二:首先,从国外资金持有者的角度来看,其进入房市的路径更为便捷,退出机制也较多,而中央政府对于房市的控制能力也小于股市,故境外资金更加青睐房市。其次,从国内资金持有者的角度来看,房市变化产生的财富效应要大于股市,因而其对于国内资金的影响也大于股市。加之我国对跨境金融资本投资的管制比较严格,故本文未把股票市场作为影响因素之一。本文采用中国房屋销售价格指数来表示国内商品房市场的表现,记作 HSI。

(5) 市场情绪指标。市场情绪的变化将引起跨境资金的噪音交易,从而影响其流动。关于该因素的构建和对于因变量的影响,第二部分已做详细论述,这里不再赘述。在实证检验中市场情绪记为 RAI。

(6) 美国经济增长率。既往研究普遍认为美国经济增长率的波动对国际资本流动的总量和方向都有巨大的影响,且美国经济的走向在很大程度上代表了全球(特别是发达国家)经济的趋势。因此,除了市场情绪指标外,本文还选取了这个指标作为外部因素。以美国实际国内生产总值的增长率代表美国经济增长率,记为 USGDP。

综上所述,本文的实证研究将基于时间序列方法,涉及两个因变量和六个自变量(四个内部拉动因素和两个外部推动因素)。

## (二) 实证分析

1. 变量的描述性统计分析。本文数据均为季度数据,区间为 2001 年第二季度至 2009 年第二季度,共 33 个观测点。所有数据都使用了 X-11 方法进行了季节调整。在进行实证分析之前,首先对数据进行描述性统计分析,数据结果如表 1 所示。

表 1 变量的描述性统计(CF<sub>1</sub> 和 CF<sub>2</sub> 的单位为百亿美元)

变量	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
CF <sub>1</sub>	0.199 8	0.225 8	1.141 5	-3.545 6	0.832 7
CF <sub>2</sub>	0.236 8	0.319 1	3.817 9	-5.040 5	1.744 0
CGDP	9.049 5	9.358 5	11.027 8	5.590 4	1.228 3
CI	2.492 1	2.265 2	4.194 1	1.948 5	0.688 6

续表 1 变量的描述性统计(CF<sub>1</sub> 和 CF<sub>2</sub> 的单位为百亿美元)

变量	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
FXC	-0.005 8	-0.000 0	0.000 2	-0.036 3	0.009 1
HSI	-0.000 6	0.001 9	0.025 1	-0.045 6	0.016 0
RAI	0.138 3	0.172 8	0.510 1	-0.518 8	0.257 0
USGDP	1.657 6	2.100 0	6.900 0	-6.400 0	2.706 1

从表 1 可见,虽然经常项目下的资金流动总量要大于资本合并项目下的资金流动总量,但是资本合并项目下资金的波动性要大于前者。另外,自变量中除了美国 GDP 的增长率外,其他变量的波动都较小。

2. 变量的平稳性检验。考虑到本文选用的是时间序列数据,在实证检验前需要进行平稳性检验。检验结果表明,所有变量均在 10% 的显著性水平下通过了单位根检验。

3. 实证结果分析。本文基于时间序列模型,以我国的经济增长率、利率、汇率和商品房市场价格指数变化率四个内部因素以及市场情绪指标和美国经济增长率两个外部因素作为自变量,对经常项目和资本合并项目的资金流情况分别进行回归分析,模型如下:

$$CF_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGDP_t + \beta_2 CI_t + \beta_3 FXC_t + \beta_4 HSI_t + \beta_5 RAI_t + \beta_6 USGDP_t + \mu_t \quad i=1, 2 \quad (2)$$

表 2 回归结果

	CF <sub>1</sub>	CF <sub>2</sub>
CGDP	0.3193** (3.0448)	-0.05893 (-0.2686)
CI	0.02144(0.06132)	-2.7128** (-3.7085)
FXC	-4.8894(-0.1992)	-170.0895** (-3.3155)
HSI	-1.0327(-0.1220)	61.5120** (3.4739)
RAI	-0.6462(-1.3349)	1.7525* (1.7303)
USGDP	0.1585** (2.6787)	-0.5120** (-4.1355)
常数项 C	-2.9456** (-2.8520)	6.9785** (3.2297)
调整后的 R <sup>2</sup>	0.4868	0.4879

注:括号内为 t 值,\*\* 和 \* 分别代表在 5% 和 10% 水平下统计显著。

回归结果如表 2 所示。由表 2 可见,经常项目的资金流动只对两个因素敏感,分别为中国的实际 GDP 增长率和美国的实际 GDP 增长率,且符号均为正,与预期相符。较高的国内经济增长吸引了大量经常项目下资金的进入,较高的美国经济增长则提供了充裕的可用资金,这都促使经常项目下的资金流入增加,从而产生巨额顺差。由于经常项目下的资金流入只对实际的经济增长敏感,该项目下资金的投机成分较少,只要实体经济不发生剧烈波动,该项目下短期资金的比例就能得到很好的控制。

对于资本合并项目,实证结果表明其对国内利率水平、汇率、商品房市场、市场情绪和美国实际 GDP 的变化都是敏感的,表现出较为明显的投机资金特性。其中,利率的回归系数符号为负,即当其上升时资本合并项目将朝顺差减

少的方向变动,说明其代表政府意愿的信号效应占据了主导。汇率的回归系数为负,表明人民币升值促使资本合并项目资金净流入变大。这是由于人民币升值的预期虽然强烈但调整时机却难以把握,所以当汇率调整频率较高,特别是汇率出现小幅密集上调时,都会被资金持有者认为是人民币近期升值的信号,进而加大了资本合并项目下资金的流入量。商品房市场的回归系数为正,与本文预期相符,说明房市的变化确实会对资本合并项目资金产生同向的影响。对市场情绪敏感,说明资本合并项目下存在较多的非理性流动资金,这些资金除了对中国和主要资金输出国的因素敏感外,还受国际市场情绪的影响。这样的资金流向难以预期和控制,是我国监管部门要注意的对象。市场情绪的系数为正,说明资金持有者们把中国视为风险较大的市场,在市场情绪高涨时进入,而在市场情绪低落时退出。

综上,资本合并项目下的资金相对于经常项目下的资金更加不稳定。由于资本类跨境资金对市场情绪以及商品房市场价格等易变因素敏感,致使其在市场出现波动时转化为短期投机资本的可能性较大。因而,资本与金融项目(含净误差与遗漏项目)下资金的监管应该成为我国热钱监管的重点。

#### 四、结论与政策建议

本文所谓的“热钱”,是指易受国际市场情绪和国内资本价格变化影响的投机性资金。决定其投机性的因素除了资金持有者的想法和行为之外,还包括市场情绪、全球经济形势和价格差等。既往文献度量“热钱”的方法更多的是学者对于热钱主要流动渠道的看法。在不同的经济背景和市场形势下,性质相似的资金会表现出截然不同的行为,特别在市场情绪发生剧烈波动时,很多起初并非投机的资金也会因非理性行为而成为频繁跨境的投机资金。因而本文认为,对于市场情绪和其他国外因素敏感的国际收支项目下的资金含有“热钱”的比例相对较高,但是具体数量受到市场情绪等变量的影响。监管者除了可以采取传统的审查方法来识别热钱外,还可以通过制订相应的政策来对冲市场情绪等因素的影响,以稳定和平衡跨境资金的流动情况。

本文的实证结果表明,经常项目账户下的资金流动是比较稳定的。只对国内经济增长率和美国经济增长率这两个解释变量敏感,而对国际投资者市场情绪并不敏感。虽然美国经济增长率是一个外部因素,不受国内控制;但是美国作为比较开放透明的实体经济,其可预测性较强。由此我们认为,通过经常项目账户进入我国的资金比较稳定,“热钱”规模相对较少。资本合并项目除了对国内利率和汇率这两个可控程度较高的内部因素和美国经济增长率这个可预期程度较高的外部因素敏感之外,还对国内商品房市场价格、国际投资者市场情绪非常敏感。这意味着资本合并项目下资金的投机性较强,有比较明显的“热钱”特征。此外,我们也看到其对我国的经济增长率不敏感,说明资本性质的跨

境资金流动情况与我国的实体经济有一定程度的脱钩,这进一步加大了其危险性与不稳定性。可见,资本渠道是我国应该重点关注和监管的。

基于本文的理论分析和实证结果,相关部门在对我国国际收支进行监管时不仅应防止具有高度投机性的“热钱”涌入和出逃,更应警惕那些对市场情绪敏感的资金发生非理性流动所造成的不良影响。(1)对于经常项目下的资金跨境流动,本文研究发现其稳定性相对较高,而流动的主要动因在于我国的经济状况和美国的经济状况。对于该项目下资金流动的监管重点是要防止高度投机性的“热钱”借经常账户名义出入,换言之,对于经常项目下资金监管的重点是去向管理。这就需要提高相关部门的监测水平,加强对个人收汇和企业预收、预付货款等资金的监测。同时,监管部门还应该关注国内经济与美国经济的波动,设立预警信号,从而提前把握经常项目资金的动向。(2)对于资本与金融项目(含净误差与遗漏项目),由于其对国际市场情绪比较敏感,说明该项目下的资金多为非理性短期资金。这些资金的跨境流动并非全部以投机为初始目的,但一旦市场情绪发生较大的波动,这些资金可能会表现为短期性的投机资金。另外,资本合并项目下的资金还对商品房市场比较敏感。由于国内房市存在较大泡沫,且我国政府对于房地产市场的控制能力不高,因此,此类资金存在不可控波动的可能性。此外,汇率、利率这些当前基本可控的变量也在进行自由化改革,这将加大资本合并项目下资金流动的波动性和不可控性。鉴于此,针对资本与金融项目的改革需要格外慎重,开放步伐要渐进。对于此账户的监管,有关部门在严格资金去向管理的同时,加强对资金持有者资质的审核也非常重要。合格投资者一般具有较高的理性程度和风险承受能力,致使其对市场波动的敏感程度较低,且商誉越高的投资者进行投机的成本也会越高。同时,监管者应该提高政策调控的灵活性,对市场情绪等因素的变化进行对冲,通过主动手段降低资本类跨境资金中“热钱”的比例。其他政策决策部门在进行市场情绪的引导、房地产市场的调控以及汇率和利率制度的改革时,不仅要考虑其对我国国际收支,特别是资本与金融项目账户的影响,还要加强对净误差与遗漏项目的管理,加大对于地下钱庄等非法资金流动渠道的打击力度。

---

\* 本文还得到上海市哲学社会科学 2010 年度规划课题、上海市教委 2010 年度科研创新项目和上海财经大学 211 第三期项目的资助。

#### 注释:

① 选取的 27 个国家包括 13 个发展中国家(中国、印度、俄罗斯、巴西、韩国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、阿根廷、哥伦比亚、泰国、埃及和南非)和 14 个发达国家或地区(美国、英国、加拿大、日本、法国、德国、荷兰、奥地利、比利时、丹麦、澳大利亚、中国香港、新加坡和新西兰)。



参考文献：

- [1]陈学彬,余辰俊,孙婧芳. 中国国际资本流入的影响因素实证分析[J]. 国际金融研究, 2007, (12): 53—60.
- [2]李庆云,田晓霞. 中国资本外逃规模的重新估算:1982—1999[J]. 金融研究, 2000, (8): 72—82.
- [3]李伟. 国际热钱对中国经济的威胁[J]. 经济研究导刊, 2009, (23): 90—91.
- [4]林毅夫. 关于人民币汇率问题的思考与政策建议[Z]. 内部会议交流稿, 2006.
- [5]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): 62—70.
- [6]梅鹏军,裴平. 外资涌入及其对中国股市的冲击——基于1994—2007年实际数据的分析[J]. 国际金融研究, 2009, (3): 76—81.
- [7]唐旭,梁猛. 中国贸易顺差中是否有热钱,有多少? [J]. 金融研究, 2007, (9): 1—19.
- [8]王国刚,余维彬. “国际热钱大量流入中国”论评析[J]. 国际金融研究, 2010, (3): 12—22.
- [9]徐爽,姚长辉,李宏瑾等. 汇率升值预期与国内资本市场均衡[J]. 世界经济, 2009, (2): 60—78.
- [10]姚枝仲. 真实贸易顺差,还是热钱? [J]. 国际经济评论, 2008, (3): 28—31.
- [11]张道浩,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): 87—98.
- [12]Baek I. Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment [J]. *Journal of Asia Economics*, 2006, (17): 363—373.
- [13]Griffin J, Nardari F, Stulz R. Are daily cross-border equity flows pushed or pulled[R]. NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, 2002.
- [14]Kumar M, Persaud A. Pure contagion and investors' shifting risk appetite: Analytical issues and empirical evidence[J]. *International Finance*, 2002, 5(3): 401—436.
- [15]Robert N McCauley. Managing recent hot money inflows in Asia[R]. ADB Institute Discussion Paper, No. 99, 2008.
- [16]Susan Schadler. Managing large capital inflows: Taking stock of international experiences[R]. ADB Institute Discussion Paper, No. 97, 2008.
- [17]Yongding Yu. Managing capital flows: The case of the People's Republic of China [R]. ADB Institute Discussion Paper, No. 96, 2008.

## Research on the Stability of Balance of Payments in China Based on International Investors' Irrational Sentiment

LIU Li-ya, DING Jian-ping, ZHAO Jian-hui

(School of Finance, Shanghai University of Finance  
and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** With rapid growth of current account surplus (下转第 144 页)