



能源·经济·管理丛书

异常的大气流动形成自然风暴，异常的资本流动导致金融危机。本书全面揭示资本流动引发金融危机的规律和金融风暴来临的预兆，这是消减金融危机对经济和金融体系影响的有效手段。

Supervision and Early Warning of Capital Flows 资本流动监测和预警

黄先开 王振全 著

异常的资本流动 → 导致金融危机



经济科学出版社
Economic Science Press

国家自然科学基金项目 (70471021) 资助
北京市教委人才强教计划项目资助

Supervision and Early Warning of Capital Flows

资本流动监测和预警

黄先开 王振全 著

异常的资本流动

导致金融危机



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资本流动监测和预警 / 黄先开, 王振全著. —北京:
经济科学出版社, 2008. 11

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7649 - 1

I. 资… II. ①黄…②王… III. 资本循环 - 研究 -
中国 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 168547 号

责任编辑: 齐伟娜

责任校对: 张长松 杨 海

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

资本流动监测和预警

黄先开 王振全 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

河北三河德利装订厂装订

787 × 1092 16 开 13.5 印张 230000 字

2008 年 11 月第 1 版 2008 年 11 月第 1 次印刷

印数: 0001—3000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7649 - 1/F · 6900 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

在过去 20 年间，从英国到墨西哥、东南亚相继爆发的金融（货币）危机，其爆发和传递的机理像流感病毒一样不断变异，挑战和丰富了危机理论的内容。理论的不完善使发展中国家货币和金融管理当局对金融市场开放抱谨慎的态度，世界银行和国际货币基金组织也更加注重发展中国家金融市场的基础建设，以及资本流动监测效率和预警能力的提高。

根据金融危机的国际经验，市场预期、资本流动和金融危机有着内在联系。在由银行和金融机构组成的金融市场系统中，危机爆发的集中表现是银行或金融机构资金链断裂，并演变成货币当局的外币资金链断裂，即国际支付危机，其中跨境资本流动是引发金融危机的根本原因。市场预期决定了资本流动方向、规模和结构，并导致市场恐慌，加深危机对金融系统和经济的影响。

开放金融市场有利于发展中国家解决经济发展的资金瓶颈问题、提高资本资源配置的效率；但由于中国金融市场发育不充分、全面开放金融市场的条件还不成熟，中国一直实施金融与资本账户部分控制的基本外汇管理政策。然而，经济的快速发展和投资环境的改善促使中国跨境资本流动的规模逐年提高，流动的方向、形式和渠道逐渐复杂化、多样化，其中不乏违规操作的隐性跨境资本流动。此类跨境资本的积累无疑是危害我国金融市场健康发展的隐患，也反映了我国资本流动管理只注重项目审批、不注重跟踪监督的体制弱点。

黄先开和王振全教授在我所主持的中国科学院管理、决策与信息系统重点开放实验室攻读博士学位、从事宏观经济（金融）决策研究期间经历了亚洲金融危机的全过程。这一经历使他们养成了关注宏观经济数据变化、诊断和预测宏观经济运行状态的良好习惯，并一直致力于中国宏观经济决策分析的基础研究工作。

本书对中国宏观金融做了细致的实证研究，反映了作者近年来结合经济发展需要、关注国家重大金融问题的研究成果。例如，第 6 章在对中国外汇市场

压力分析基础上构建的中国资本流动监测指标体系,对于中国金融市场脆弱性检验具有现实参考价值;第8章的中国资本外逃估算和第9章的中国进出口伪报估算揭示了中国跨境资本流动管理的漏洞或缺陷,为我国修订《反洗钱法》和2008年7月国家外汇管理局、商务部、海关总署联合制定《出口收结汇联网核查办法》提供了实证研究依据;第11章系统地分析了我国跨境资本流动的特征和存在的问题,提出的部分政策性建议在政府有关部门制定政策中得到采纳。

本书的写作具有综合性和实践性。首先,作者在第一篇介绍了市场预期和金融危机基础理论,如市场预期理论和金融危机理论的基本内容、发展历程和货币危机模型,并用翔实的数据资料介绍了市场预期对资本流动的影响,以及金融危机爆发前后资本流动的表现,使读者能在理论和方法上对资本流动监测和预警有一个系统和深刻的了解。然后在第二篇介绍了作者近年来对中国跨境资本流动的实证分析结果,如中国外汇市场压力、中国资本外逃规模和渠道、资本控制的漏洞和缺陷等,使读者对中国资本跨境流动的现状和监测预警有一个感性认识。这无论是对宏观金融危机预警理论和分析技术的学习者,还是对中国经济实证分析感兴趣的研究人员,都是大有裨益的。

汪寿阳

2008年8月

前言

20 世纪最后 10 年先后爆发的金融（货币）危机在给危机爆发国乃至世界经济造成很大创伤的同时，也为金融市场监管和建立危机预警系统模型提供了很好的检验材料和机会。1992 ~ 1993 年的欧洲汇率体系（ERM）危机和 1994 ~ 1995 年的墨西哥货币危机以后，IMF 的研究机构和部分其他研究机构就开始了预警系统（Early-Warning-System, EMS）的研究，1997 ~ 1998 年的亚洲金融危机为预警系统检验和发展提供了材料和机会。经验研究表明，除了资本和金融账户没有完全开放以外，中国的资本市场存在成功的货币投机攻击的条件。随着中国经济的快速发展和开放程度的提高，跨境资本流动规模越来越大，形式和渠道也越来越多样化，这一方面促进了中国资源配置效率的提高，加快了中国经济发展，另一方面也要防止由于资本的超量汇集和突然逆转而导致金融/货币危机。市场预期是决定资本流动方向、规模和结构，进而引发金融危机的主要因素。然而，完全开放金融市场是中国加入 WTO 的承诺，建立中国的金融市场监管和预警系统已经成为中国完全开放金融市场的必要工作。

资本流动监测和预警的研究涉及国际经济学和国际收支的交叉领域，是建立资本流动监测体系和预警的基础性工作。金融（货币）危机理论在世界形形色色的金融危机实践中不断发展，到目前为止还不存在能解释所有金融危机产生的原因和机理的理论或模型。尽管各国金融或货币当局一直没有放弃对国际资本流动的监测，“预警”系统也一直在工作，但金融或货币危机事件仍然没有停止。

关于资本流动、市场预期和金融危机预警的论著已经不少，但基本上是单方面介绍或讨论，很少介绍三者的相互关系，或从预警机制的角度讨论问题，更缺乏针对中国相关问题的实证研究成果。本书基于建立中国资本流动监测和预警系统的需要，系统地介绍市场预期、资本流动和金融危机理论及其相互影响，并介绍针对中国资本控制现状的跨国资本流动实证研究成果。

全书由两部分、共 11 章组成。第 1 章绪论，简要介绍金融危机的危害及

其预警的必要性、市场预期对资本流动和金融危机的影响,以及资本控制下的资本流动。作为本书相关课题的研究基础,第一篇介绍市场预期、资本流动和货币危机的理论基础及其简要发展历程,资本流动的动因和影响因素,国际资本流动的概况、金融危机的国际经验和市场预期与资本流动的监测体系。第二篇是作者针对中国资本控制下跨国资本流动的实证研究成果,介绍资本控制下我国跨国资本流动的主要形式、渠道和规模,及其对中国经济的潜在危害。

作为承担的国家自然科学基金项目基础研究成果的应用,作者承接了国家外汇管理局世界银行项目“建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系项目”的子课题“市场预期与资本流动”,旨在系统地分析市场预期对资本流动以及金融危机的影响。第一篇(第2~5章)是该课题的基础性研究工作。

第2章简要介绍市场预期和金融危机理论及其发展历程;第3章详细介绍了到目前为止的金融(货币)危机理论模型。

第4章考察货币危机的国际研究经验,为市场预期和资本流动的研究提供了研究依据,即可以借鉴外汇市场压力指数构建资本流动压力指数,通过货币危机预警系统构造市场预期对资本流动产生影响的监测指标体系,在此基础上考察了市场预期的可靠性。研究结果表明,必须构建市场预期监测体系,以弥补经济和金融指标对市场预期监测的不确定性。对亚洲金融危机的回顾和分析确认了市场预期对资本流动的影响。经验研究表明,现代金融危机产生的原因是资本的超常汇集和突然逆转,危机发生的标志是资本流动的突然逆转并引起短期国际支付困难。市场预期在影响资本流动的方向和大小的同时也助长了危机的发生。所以,关于货币或金融危机的研究实际上就是研究资本流动。

第5章介绍资本流动对金融危机影响的国际经验和金融危机预警监测的理论依据。资本在收益预期的驱动下相对集中地流向某些国家或地区,当预期收益下降或存在资本损失的时候,资本流动发生逆转、短期内超量流出,从而发生国际支付危机,并演变成金融危机。

第二篇由第6~11章组成,是作者对中国国际收支和跨境资本流动监测研究的实证性工作。在基金项目的研究过程中我们发现,跨境资本流动是影响我国国际收支的金融与资本项目的要素之一,也是引发金融危机的主要因素之一。

第6章通过对中国外汇市场压力指数的实证分析,讨论了资本市场预期与资本流动的监测指标。本章首先检验了外汇市场压力指数对中国经济政策或经济环境变化的识别能力。实证分析表明,外汇市场压力指数能识别中国经济环境变化的历史事实。因此,资本流动压力指数可以作为检验中国资本流动非正常变化的依据。为了确认资本流动影响因素,我们给出了资本流动代表性变量

与影响因素的相关性分析。分析结果表明,净出口、外汇储备和股市指数与资本流动有显著的相关性,而人民币实际有效汇率、国际和国内通货膨胀率与资本流动没有显著的相关性;国内外利率差仅仅与资本流入有相关性,对其他资本流动的代表性变量的影响没有显著性。以此为依据给出了资本流动性监测指标,以及市场预期检测指标的分级、分类结构体系。

资本控制条件下,货币当局监控之外的跨境资本流动,无论流入还是流出,统称“资本外逃”,其隐蔽性时期更具危害性。第7章详细介绍了资本外逃的渠道、危害及其识别或监控的困难性。第8章在简要回顾资本外逃估算的国内外研究进展的基础上,详细讨论了资本外逃的方法。然后根据中国外汇管理的客观事实改进资本外逃的估算方法,并估算了1982年以来中国的资本外逃规模。

由于中国海关监控与外汇管理职能分离,进出口伪报是中国资本外逃的典型途径之一。第9章通过估算中国进出口伪报规模揭示了我国海关监测的资本控制漏洞,并给出了“加强海关监管与外汇管理合作”的联合监控政策性建议。第10章通过计量经济分析讨论影响我国资本外逃的主要因素。结果表明,固定资产形成总量、国内债务、贸易差额、广义货币供给、国家宏观税负、国内外利差和失业率因素与资本外逃总额有因果关系。

作为本书的总结和作者的最新研究成果,第11章讨论了中国跨境资本流动的特征、资本流动监管存在的问题及其危害。

本书是作者承担的国家自然科学基金资助项目“国际收支计量经济模型和预警研究”的部分研究成果,部分内容来源于项目组成员的研究成果,并标注在参考文献中。感谢国家外汇管理局刘斌博士和中华女子学院李树杰教授在项目的研究过程中参与讨论和给出的中肯建议。

特别要感谢的是中国科学院数学与系统科学研究院汪寿阳教授,长年来作者在本书相关基础研究方面的工作得到他的指导。本书第11章的内容是在他的建议和指导下共同完成的。

周莉教授、石峰副教授、杨台山硕士分别为本书部分章节的内容收集和整理了资料;黄彤华硕士承担了本书第7~10章的数据处理和统计分析工作。感谢他(她)们付出的辛勤劳动。当然,文责由作者承担。

作者

2008年8月

目 录

第1章 绪论	(1)
1.1 金融危机及其预警	(1)
1.2 资本市场开放与金融危机	(3)
1.3 资本控制与资本外逃	(5)

第一篇 市场预期与资本流动

第2章 市场预期与危机理论概述	(11)
2.1 预期理论概述	(12)
2.2 货币危机理论概述	(16)
2.3 资本流动理论概述	(23)
第3章 货币危机理论模型	(30)
3.1 国际收支危机模型(理性冲击模型)	(30)
3.2 随机预期模型(自我实现模型)	(37)
3.3 第三代货币危机模型——东南亚危机后的思考	(52)
3.4 新一代货币危机模型	(69)
第4章 市场预期对资本流动的影响和表现	(76)
4.1 资本市场预期的影响因素及表现	(76)
4.2 市场预期对资本流动的影响	(78)
4.3 市场预期对资本流动影响的表现形式	(83)
4.4 新兴市场的市场预期、资本流动与金融危机	(86)

第5章 资本流动与金融危机的国际经验	(95)
5.1 资本流动与金融危机	(95)
5.2 预警研究的国际经验	(97)
5.3 市场预期和资本流动压力	(111)

第二篇 中国的跨境资本流动及其监测

第6章 市场预期和资本流动的监测指标体系	(121)
6.1 经验分析	(121)
6.2 资本流动监测指标体系	(129)
6.3 市场预期监测体系	(135)
第7章 资本控制与资本外逃	(140)
7.1 引言	(140)
7.2 资本外逃理论综述	(142)
7.3 国内外研究现状	(146)
第8章 资本外逃的估算方法	(150)
8.1 资本控制下资本外逃的渠道	(150)
8.2 资本外逃的估算方法	(155)
8.3 中国资本外逃的估算	(157)
8.4 新的资本外逃估算结果分析	(161)
第9章 中国进出口伪报分析	(164)
9.1 进出口伪报估算结果和实证分析	(164)
9.2 进出口伪报反映中国的资本管制漏洞	(171)
第10章 资本外逃影响因素的计量分析	(175)
10.1 资本外逃的影响因素	(175)
10.2 模型的变量选取和数据来源	(180)

10.3 方法和模型	(182)
第 11 章 我国资本跨境流动的特征及其突出问题	(187)
11.1 我国跨境资本流动的特征	(187)
11.2 我国资本跨境流动的突出问题	(191)
11.3 政策建议	(195)
11.4 政策选择	(198)
参考文献	(201)

第 1 章 绪 论

经济全球化以 20 世纪 80 年代工业化国家的金融合作为标志，并伴随着发展中国家频繁发生的金融危机，引起了经济学界对资本自由流动的讨论和发展中国家货币当局对开放金融市场及其监测的关注。作为绪论，本章简要介绍资本流动监测和金融危机预警的目的和基本原理。

1.1 金融危机及其预警

20 世纪最后 20 年先后爆发的债务危机、货币危机和金融危机有以下共同特点。

- 发生在经济改革以后资本市场开放的发展中国家；
- 危机发生前都有巨额的资本流入，且对其经济改革有程度不同的贡献——经济保持相当长一段时间的繁荣；
- 以国际支付危机为先导；
- 资本突然集中超量流出；
- 市场预期导致市场恐慌，放大了危机的影响。

也就是说，资本市场开放是金融危机的前提，资本流入积聚了金融危机的可能性，国际支付危机是基本条件，市场预期造成资本突然集中超量流出、促成了危机的爆发。

发展中国家有一些共同特征，例如资源禀赋、政府对经济的控制和贸易保护，以及由此产生的生产率与资源配置效率低和金融体系脆弱等。20 世纪 60 年代后期，部分发展中国家开始了追赶发达国家的经济改革，并面临共同的问题：严重依赖来自国外的资本提供国内投资所需的资金。脆弱的金融体系、经济政策失误和世界经济形势变化，使得巨额的资本流入在拉美地区造成了 80 年代的债务危机和 90 年代初的货币危机，在亚洲引发了 90 年代末的金融危

机，并引起了世界资本市场的恐慌。经验研究表明，资本的超量汇集和突然逆转是现代金融危机的新趋势和新特点。因此，对金融危机的预警就归结为对资本流动的监测和预警。

资本是现代经济的血液，资本的流动在保障经济发展的同时也实现自身的增值。像血流异常表明生理机能异常一样，资本流动异常是资本市场或经济体系异常的表征。要维护正常的资本流动、保障资本市场的健康运行、防范金融或货币危机的发生，必须建立资本流动监测和预警体系。

像银行危机表现为银行挤兑一样，在当今全球化的金融体系中无论造成金融危机或货币危机的原因如何，危机的典型表现是积聚的资本流入或本国资金在短期内超量流出，即资本抽逃。在此之前，一国或地区金融体系或资本市场的内在特征会通过资本流动的某些指标表现出来。资本流动的监测就是通过观测这些指标诊断金融体系或资本市场的健康程度，即市场脆弱性诊断；资本市场预警就是当部分重要经济与金融指标超过设定的域值时向市场发出警示信号，以便相关金融机构和政府管理层做出反应，规避资产损失或阻止金融危机发生。因此，对于开放经济来说，资本市场的预警是以资本流动监测为基础，以防范金融危机或货币危机、消减危机的经济损失为目的的政府宏观管理机制。

然而，影响资本流动的因素复杂多样，发生金融或货币危机之前的经济与金融指标的表现形式具有很大的不确定性，给资本流动的监测和预警系统的建立带来诸多困难。例如，资本流动的方向和规模在很大程度上受市场预期的驱动，而市场预期是市场参与者对市场未来收益及其不确定性的心理反应。预期是人对事件的心理认知以及对事件发展的判断，是一个抽象的概念。对相同事件的预期既有趋同性，又有个体差异；即使是相同的预期，个体的应对措施也具有较大的差异性，甚至可能做出相反的行为响应。而资本市场变化的不确定性，使得市场预期对资本流动的影响更为复杂。再如，欧洲汇率体系危机与墨西哥货币危机的引发因素和经济与金融指标的表现不同，即，经济与金融指标的域值对预警危机发生的置信度具有很大的不确定性。因此，研究资本流动的监测和预警系统具有一定的挑战性，至今是国际货币基金组织（IMF）等国际经济和金融管理机构的理论研究课题。

20 世纪最后 20 年先后爆发的这些危机在经济学界引起了关于资本自由流动的争论，而经济学家和实施经济改革的当局则更关心金融体系脆弱性检测和金融危机预警的研究。危机在给当事国和世界经济造成很大创伤的同时，也为金融市场脆弱性检测、资本流动监测和建立资本流动预警系统提供了很好的经

验和检验材料。1992~1993年的欧洲汇率体系(ERM)危机和1994~1995年的墨西哥货币危机以后,IMF的研究机构和部分其他研究机构开始了预警系统(Early-Warning-System, EMS)的研究工作;1997~1998年的亚洲金融危机、1998年的俄罗斯卢布危机和1998~1999年的巴西货币危机等为预警系统的检验和发展提供了材料和机会。

直至20世纪末,资金短缺仍是中国改革开放、发展经济建设的“瓶颈”。引进外资解决了中国进行经济改革、经济建设的资金短缺问题,在稳定的政治环境 and 经济体制改革等因素的共同影响下,中国的经济保持了持续稳定增长。但是到目前为止,外资流入主要是直接投资和少量的外资银行业务。经验研究表明,在过去30年的改革开放历史中,中国资本市场存在遭受金融投机攻击的客观条件,但在资本和金融账户没有完全开放的条件下,金融攻击没有实现的机会。

按照加入WTO的协议,我国已逐步开放银行、保险业市场,也将逐步开放其他金融市场,外资能以合资形式进入A股以外的证券市场。中国资本市场的风险暴露程度正日益增长。一方面,随着中国经济的快速发展和资本市场进一步对外开放,国际资本直接进入中国资本市场的规模将越来越大,从而会促进中国资本配置效率的提高。另一方面,随着中国资本市场的进一步规范,金融工具多样化和具一定流动性的资产品种逐步增多,国际资本流入的积聚与资本市场开放使得风险暴露程度逐渐提高。

在资本市场完全开放和金融体系发育不成熟的条件下,一旦中国经济基本面发生变化,或者国际资本流入的获利空间下降,积聚的巨额国际资本,特别是投机资本将会利用流动性强的金融工具实现超量流出,必将对脆弱的中国资本市场造成打击,甚至引发金融危机。因此,建立中国的资本市场监测和预警系统,已经成为中国开放金融市场、防范金融危机的必要工作。

1.2 资本市场开放与金融危机

资本市场有多重含义,通常指金融产品经营活动及相关规则的总称。一个经济主体的资本市场是指特定的国家或地区内金融活动的总称,既包括其主权范围内金融交易活动的法律法规,也包括金融产品及其交易规则,以及针对交易主体的相关法规等。货币作为商品交换和价值储存工具,在特定的国际资本市场也作为资产交易对象,并派生出多种衍生金融工具。国际资本市场则是世

界范围内一切金融交易活动及相关规则的总称。

资本市场开放也有多重含义。可以指从资本账户管制到开放的过程,即开放资本市场(opening capital market);也可以指一个经济主体资本市场相关规则的状态,即开放的资本市场(open capital market),或金融开放(financial openness)。后者属于经济主体关于其资本市场法定规则的范畴,以其国际收支的资本账户开放为标志。为明确起见,本书的“资本市场开放”是指相对于严格的资本账户管制的资本账户开放,既包括开放的过程,也包括开放的程度。

理论上讲,资本可以在开放的资本市场自由流动,即金融产品的交易在这个市场不受交易主体的国籍和币种的限制。然而,开放是相对的,管制是绝对的。首先,任何国家,包括西方发达国家,在其经济发展的早期阶段,资本还是稀缺要素,必须实行资本控制。其次,目前已经开放资本账户、允许资本“自由流动”的主要发达国家仍然实行不对称的资本管制,例如欧洲的主要货币中心所在国实行歧视管制政策:区别对待本国货币和外国货币的存款,区别对待与本国顾客打交道和与外国顾客打交道的货币交易。第三,关于资本自由流动与资本控制在理论上还存在许多争议。第四,国际经验表明,开放资本市场必须具备一定的前提条件,目前许多发展中国家仍然实行资本账户管制政策(Krugman & Obstfeld, 2000)。

资本市场开放源于发达国家的经济与贸易合作的需要。最早的资本市场开放的法案之一是经合组织(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)关于其成员国之间相互放弃资本控制两个章程^①的实施。但章程包含了成员国可以根据其经济状况对非国民金融机构以特殊规则的条款,并允许以不同的速度开放资本市场。西欧国家在第二次世界大战之后的许多年里普遍实行资本控制,意大利到1991年才放弃资本控制,希腊和葡萄牙直至1995年才放弃资本控制。

发展中国家为赶超发达国家面临的共同问题是资金短缺,因此需要来自国外的资本提供国内投资所需的资金。由于不具备开放资本市场的条件(金融体系比较脆弱),发展中国家一般不情愿(或被动地)开放其资本市场。发展中国家的货币当局重新拾起开放资本市场的兴趣至少有三个方面的原因。第一,由于贸易(一体化)联盟的发展、金融创新和其他国家的资本账户开放使得资本控制的实际效率降低,并且债务危机十年以后商业银行对其信用额度的限制逐渐减弱;第二,有些国家在双边贸易谈判时受到开放金融市场和浮动

① Code of Liberalization of Current Invisible Operation and Code of Liberalization of Capital Movement.

汇率的压力；第三，先进的发展中国家则出于加入 OECD 的需要开放资本市场，或出于发达国家的压力不情愿地开放资本市场（Reisen, 1994）。

流入的国际资本分为长期资本和短期资本。长期资本流入通常以获取东道国企业经营权和产品（或服务）收益为目的，在中国叫做外商直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）；短期资本流入以获取资本收益为目的，是投机性资本，也叫做流动性资本流入，俗称“热钱”（hot money）。由于外商直接投资以获取生产经营权为目的，资金进入生产（或服务）部门以后，需要相对较长的时期才能实现其投资收益，即使东道国的投资收益率降低，或者经济基本面恶化，流入的资金要想撤资也十分困难。另一方面，外商直接投资在东道国没有具体的债务人，既不能急剧汇集，也不可能突然逆转。FDI 没有引发东道国金融危机的属性，但通常会赚取东道国其他要素的超额利润，所以是发展中国家改革开放初期资金短缺阶段十分受欢迎的资本流入。

流入的短期国际资本作为金融危机的一种解释具有双重效应。一方面，它通过金融中介机构提供的流动性资产吸引更多的资本流入，增加经济改革所需的资金。另一方面，流动性较强的金融工具也为短期投机资本流出提供了方便，容易造成国际收支危机，并通过市场预期产生银行挤兑、放大金融市场的波动，引发金融危机（见第 4.1 节）。

资本市场开放通过资本流入造成金融危机。投资者作为理性经济人，以获得最大的投资收益为目的。当预期投资收益下降时，投资者为降低机会成本就会抽逃资金；当某国的资本市场出现套利机会时，投机资本甚至会进行投机攻击，从而造成资本流入东道国，发生金融危机。国际经验表明，现代金融危机的一个新特征是资本的急剧汇集和突然逆转（见第 2.2 节）。

开放资本市场、允许资本自由流动必须具备一定的前提条件。资本作为基本要素之一，其自由流动有利于资本资源在全球范围内实现合理配置，在健全的资本市场条件下，资本自由流动有益于经济的健康发展。因此，目前各主要发达国家都已经开放（至少是部分）资本账户；但开放资本账户的发展中国家都相继遭受了金融危机之苦。

1.3 资本控制与资本外逃

资本控制是相对于资本项目开放的概念。实行资本控制的货币当局对其国际收支资本项目实行严格的或部分的管制，包括对汇率的控制或干预、对本币

兑换的限制、对资本流动的限制和对本土外资金融机构的限制等。

资本外逃 (capital flight) 是资本流动的一个现象, 但国际学术界至今没有一个统一的概念。根据各自研究的目的和实际条件, 有人采用了广义的资本外逃概念, 涵盖了所有流出的资本; 也有人采用狭义的概念, 仅仅包括非正常的外流资本。

东南亚发生由货币危机引发的金融危机后, 有些经济学家认为东南亚国家的资本市场过早开放、而金融监管落后是危机发生的主要原因, 中国尚未开放的资本市场是中国逃过此次金融危机的根本原因。然而我们不能乐观地认为中国因资本市场尚未开放就不会爆发此类的金融危机。虽然理论上资本市场的开放有利于大量短期资本在一国经济形势发生逆转的时候迅速出逃, 但在资本市场尚未开放的条件下, 资本仍然可以通过隐蔽或者变相的方式外逃。

当今 15 个重债发展中国家里, 有 9 个曾经出现大规模的资本外逃。在这些国家举债最多的 1976 ~ 1982 年间, 其资本外流与外债增加量之比平均数高达 40% 左右, 最高者超过 1 倍以上。1976 ~ 1990 年间, 阿根廷、玻利维亚等 14 个重债发展中国家资本外逃与外债总额之比一直在 20% 以上, 最高时接近 50%。截至 2001 年底爆发金融危机, 阿根廷 10 年资本外逃金额高达 604.12 亿美元。资本外逃构成了发展中国家金融稳定的最大威胁。当国家的经济基本面出现问题时, 资本外逃会使局势雪上加霜。即使基本面不存在任何问题, 由于国际金融市场波动的传染效应, 资本外逃同样可能发生。有足够的证据表明, 中国的金融体系的脆弱程度与危机国家相比有过之而无不及, 但资本管制使中国没有发生金融危机。

资本外逃规模作为金融危机的一个预警指标, 如何准确估算和研究其影响因素是有效控制资本外逃的唯一途径, 也是金融危机预警体系的一个重要部分。尽管近年来我国外汇储备充足, 贸易收支也一直保持较大的盈余, 掩盖了资本外逃问题潜在的危险性, 但自 1997 年亚洲金融危机以后, 中国资本外逃规模逐渐扩大。一旦我国经济形势恶化, 外商直接投资流入减少, 则大量的资本外逃将导致国际支付危机, 危及金融体系的稳定, 甚至可能引发金融危机, 因此, 研究和监测我国的资本外逃状况具有重要的意义。然而, 资本外逃形式和途径具有复杂性和隐蔽性, 使得资本外逃的估算结果无法检验, 这是导致资本外逃估算和监控困难的根本原因。

作为发展中国家, 中国正在逐步开放金融市场, 世界银行根据国际经验要求中国建立资本市场脆弱性的监测系统, 其中对资本流动的监测是该系统的重要组成部分, 而市场预期是资本流动的重要影响因素。资本外逃是隐性的国际