

田素华 / 著

GUOJI ZIBEN LIUDONG YU HUOBI ZHENGCE XIAOYING

国际资本流动 与货币政策效应



复旦大学出版社

田素华 / 著

GUOJI ZIBEN LIUDONG YU HUOBI ZHENGCE XIAOYING

国际资本流动 与货币政策效应

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际资本流动与货币政策效应 / 田素华著. —上海: 复旦大学出版社, 2008. 8

ISBN 978-7-309-06120-8

I. 国… II. 田… III. 国际金融—资本循环—影响—货币政策—研究 IV. F831.7 F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 091291 号

国际资本流动与货币政策效应

田素华 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编: 200433

86-21-65642857(门市零售)

86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 徐惠平 鲍雯妍

出品人 贺圣遂

印	刷	句容市排印厂
开	本	890×1240 1/32
印	张	13.75
字	数	357 千
版	次	2008 年 8 月第一版第一次印刷

书	号	ISBN 978-7-309-06120-8 / F·1384
定	价	26.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究



本书是作者主持的国家教育部人文社会科学研究项目《证券资本国际流动方式与货币政策效应研究》课题（项目批准号：02JA790017）的最终研究成果。

本书是作者主持的国家教育部人文社会科学
研究项目《证券资本国际流动方式与货币政策效
应研究》课题(项目批准号: 02JA790017)的最终
研究成果。

前 言

在分析开放经济条件下货币政策的经济效应时,相关文献多将国际资本流动作为非常重要的因素纳入到讨论范围当中。这些研究通常假设国际资本流动与资本流入国的利率变化呈正向相关关系,即东道国提高利率时国际资本流入增加,反之,国际资本流入减少。在现实经济中,国际资本流动形式多种多样,并不是所有形式的国际资本流动都与资本流入国利率变化正向相关。所以,很有必要区分不同国际资本流动形式,来讨论开放经济条件下的货币政策效应问题。我们的研究正是基于这样的考虑。

本书共分为六章。第一章考察了世界范围内不同国际资本流动形式的发展过程及其宏观经济影响。第二章至第四章分别讨论了国际债券资本流动的货币政策效应、国际股票资本流动的货币政策效应和跨国银行进入的货币政策效应。第五章以国际投资资产组合模型和经过改进的库里-波特(Kouri-Porter)模型为基础,分析了美国等 15 个典型国家不同国际资本流动形式的货币政策抵消(offset)效应,以及东道国货币当局对国际资本流入的冲销(sterilization)干预实践。第六章以 2002—2007 年中国商业银行流动性过剩与国际资本流动关系为基础,运用经过修正的库里-波特模型,实证分析了 1994—2007 年国际资本流动对中国货币供给的影响,并讨论了国际资本流动条件下人民币利率市场化改革、人民币汇率制度改革,以及中国在长期不断完善货币政策效率等问题。

本书研究认为,传统的蒙代尔-弗莱明(Mundell-Fleming)模

型关于开放经济条件下主权国家只能在货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定三种宏观经济目标中择其二的“三角形悖论”等论断,只有在以国际债权资本流动为背景的现实经济之中才有可能成立,实际应用时至少需要从国际资本流动形式方面加以修正;在引入国际股权资本流动因素后,无论是从静态和动态角度进行理论分析,还是对美国等典型国家进行经验研究,均显示股权资本和债权资本同时跨国流动有助于提高开放经济条件下资本流入国货币政策对国内经济的自主调节能力。

本书研究表明,在2002—2007年,中国金融体系中不断增加的流动性过剩与外国直接投资大量流入有关,根源于较为僵化的人民币对美元汇率稳定目标,人民币利率形成机制则在中国商业银行存款与贷款差额不断扩大过程中起到了推波助澜的作用。在2002—2007年,中国货币当局针对国际资本流动实施的冲销干预政策已经发挥到了极限。我们认为,全面进行人民币利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革,是改善开放经济条件下中国货币政策实施效率的重要选择。

本书为作者主持的教育部人文社会科学研究项目《证券资本国际流动方式与货币政策效应研究》课题的最终研究成果。在课题研究过程中,徐明东博士、姚大庆博士在文献搜集和数据处理等方面给予了很多帮助;庄起善教授和徐惠平先生对本书顺利出版提供了多方面的支持,在此一并表示感谢。但书中可能存在的不足之处由作者本人负责,亦恳请各位专家同行批评指正。

目 录

第一章 国际资本流动与国民经济运行	1
第一节 国际资本流动历史	2
一、1870 年以前的国际资本流动	2
二、1870 年至第一次世界大战爆发时的国际债券投资	5
三、第一次世界大战至 1929 年的国际债券投资	6
四、1973—1982 年的国际银行贷款	7
五、1990—2007 年的国际直接投资和国际证券投资	7
第二节 国际资本流动国别特征	11
一、发展中国家的国际资本流入	11
二、中国国际资本流入结构变化	14
第三节 国际资本流动的多样化均衡	16
一、国际投资收益与风险规避	16
二、国际投资成本	17
三、国际资本流动的技术支持	19
四、国际贸易发展与国际资本流动	21
五、资本流入国引资行为	23
第四节 国际资本流动的经济效应	24
一、国际资本流动的实际经济效应	24
二、国际资本流动与金融危机	29
三、国际资本流动管理	44
第五节 国际资本流动条件下货币政策问题概要	46

一、开放经济下的货币供给	46
二、国际资本流动与货币政策反应	50
三、国际资本流动与货币政策逻辑	52
第二章 国际债券资本流动的货币政策效应	57
第一节 国际债券资本流动与货币政策传导机制	57
一、凯恩斯学派的货币政策传导机制	58
二、货币学派的货币政策传导机制	58
三、国际债券资本流动与货币政策作用机制	60
四、国际债券资本流动与货币政策国际传递	67
第二节 不同汇率制度下国际债券资本流动的货币政策效应	69
一、国际债券资本流动与固定汇率制度下的货币政策效应	71
二、国际债券资本流动与浮动汇率制度下的货币政策效应	85
第三节 国际债券资本流动与货币政策动态效应	101
一、基本模型	101
二、比较静态分析	105
三、动态分析	108
第三章 国际股票资本流动的货币政策效应	113
第一节 国际股票资本流动的行为特征	114
一、中国 QFII 的进入特点	115
二、进入中国的 QFII 投资行为	120
三、QFII 在中国证券市场的投资绩效	122
四、国际股票资本流入的投资效应	126
第二节 国际股票资本流动与货币政策效应均衡分析	156

一、浮动汇率制度下国际股票资本流动与货币政策 作用机制	157
二、固定汇率制度下国际股票资本流动与货币政策 作用机制	160
三、Kyou 模型与国际股票资本流动条件下的货币 政策效应	162
第三节 国际股票资本流动与货币政策动态效应	170
一、模型构建	170
二、比较静态分析	175
三、动态分析	180
第四节 结论和政策含义	185
 第四章 跨国银行进入的货币政策效应	188
第一节 银行业对外开放与跨国银行全球化经营	188
一、中国银行业市场的渐进对外开放	189
二、在华外资银行的业务重点和区位分布	194
第二节 跨国银行对东道国货币政策影响机制	207
一、东道国中央银行的资产负债等式	209
二、东道国银行的资产负债等式	210
三、外资银行的资产负债等式	210
第三节 跨国银行对东道国货币政策反应	211
一、紧缩性货币政策	211
二、扩张性货币政策	219
三、外资银行对东道国货币政策影响的初步结论	224
第四节 跨国银行对东道国货币政策影响的实证检验	226
一、货币供给调节与在华外资银行的信贷投放行为	226
二、外资银行对中国货币政策的影响机制	231

第五章 国际资本流动对货币政策的抵消效应与冲销干预	
第一节 国际资本流动决定因素与货币政策独立性	236
第二节 国际资本流动对货币政策抵消效应的理论分析	241
第三节 国际资本流动对货币政策抵消效应的实证检验	248
一、模型构建	248
二、样本及数据处理	255
三、国际资本流动抵消系数的总量与结构特征	257
第四节 冲销干预的必要性与冲销干预成本	282
一、国际资本流入引起的经济扰动与冲销干预	282
二、冲销干预的财政负担与经济结构被动调整	283
第五节 对国际资本流动冲销干预的实证检验	284
一、模型构建	284
二、数据来源与处理	289
三、分析结果与讨论	291
第六节 冲销干预和国际资本流动抵消效应综合	304
第七节 国际资本流动与货币政策目标	308
一、国际资本流动与货币政策自主权	308
二、汇率导向的货币政策	311
三、国际资本流动与货币政策实践	312
第六章 国际资本流动与中国货币经济管理	319
第一节 中国商业银行的流动性过剩	320
一、中国商业银行流动性过剩的结构特征	320
二、中国商业银行流动性过剩成因	325
三、中国商业银行流动性过剩的影响	334
第二节 国际资本流动与中国货币供给特征	338

一、国际收支双顺差与中国外汇储备持续增加	339
二、外汇市场干预与中国货币供给变动	343
第三节 国际收支双顺差与中国货币当局冲销干预的有效性	346
一、中国货币当局对国际储备持续增加的冲销干预	347
二、中国货币当局应对国际储备增加的冲销工具选择	355
第四节 国际资本流动与流动性过剩管理	363
一、国际资本流动对中国货币供给的影响总结	363
二、中国商业银行流动性过剩的应对措施	364
第五节 国际资本流动与中国利率市场化改革	374
一、利率的经济调节机制	375
二、利率市场化改革的模式选择	382
三、利率市场化改革的经济效应	386
第六节 国际资本流动与维持人民币汇率相对稳定	388
一、固定汇率制度下名义汇率的高估与低估	390
二、政策搭配与维持人民币汇率相对稳定	396
三、国际资本流动与人民币汇率制度改革	410
参考文献	412

第一章 国际资本流动与国民经济运行

国际资本流动形式多种多样。根据投资主体划分,有以跨国公司为主体的国际直接投资,以商业银行为主体的国际银行贷款,以机构投资者(养老基金、共同基金和保险基金)为主体的国际证券投资,以政府和国际官方机构(IMF、世界银行、国际开发协会、IFC等)为主体的各种贷款与援助,以及以进出口贸易商为主体的与贸易有关的各种信贷和融资等几种类型。

根据是否对投资项目拥有实际控制权划分,可以将各种国际投资方式分为国际直接投资和国际间接投资两大类。国际间接投资是单纯的资本要素跨国流动,并不伴随其他生产要素跨国转移。国际直接投资是指投资者持有外国投资项目的股权达到控制程度的资本跨国流动方式,在资本跨国流动的同时往往伴随有机器的设备、技术与管理等其他要素的跨国转移。

不同国际资本流动形式对东道国资本形成机制有不同影响,对东道国经济增长作用也不相同。开放经济条件下,准确判断国际资本流动性质和结构特征,对于政策当局管理宏观经济运行十分重要,并需要从东道国现实出发展开问题讨论。比如,发展中国家债券市场不很发达时,对外借贷多以外国货币标价。在这种情形下,不涉及货币兑换,利率平价关系不能成立。此外,研究国际资本流动还要从历史的视角出发,深入了解国际资本流动发展的全部过程。

第一节 国际资本流动历史

到 2007 年底为止,世界范围内的国际资本流动共经历了四次发展高潮。第一次高潮从 1870 年至第一次世界大战爆发,跨国债券投资是国际资本流动的主要形式,这一时期的国际资本主要是流向劳动力稀缺、自然资源丰裕的欧洲殖民地国家和地区。第二次高潮从第一次世界大战结束到 1929 年大萧条时期,仍旧以国际债券投资为主,主要用于弥补资本流入国公共部门的财政赤字。第三次高潮从 1973 年石油危机到 1982 年拉美债务危机,国际资本流动以银行贷款为主,借款人主要是发展中国家的政府部门。第四次高潮从 20 世纪 90 年代开始,一直延续到现在,以证券投资 and 跨国公司直接投资为主要形式,投资对象为资本流入国的私人部门,主要用于生产活动^①。

一、1870 年以前的国际资本流动

如果金和银也作为资本看待的话,那么,国际资本流动早在 15 世纪就已经发生了^②。当时,作为国际资本形式之一的白银从中欧地区(主要是今天的德国、奥地利和捷克斯洛伐克)的银矿向南流到威尼斯,再从那里运往地中海中部,用于国际贸易结算和交换黄金。地中海中部的黄金主要来自非洲,它们首先用大

^① Obstfeld 和 Taylor(2002)运用经济理论与经济史方法研究了 1860—2000 年的国际资本流动历史,认为开放经济下货币当局在不可能三角形框架下所作的政策选择可解释国际资本流动发展的阶段性特征。参见 Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2002. *Globalization and Capital Markets*. NBER Working Paper 8846.

^② 金德尔伯格:《西欧金融史》,复旦大学经济学院影印本 1985 版,第 35 页和第 308 页。

篷车运到开罗和亚历山大,再穿过撒哈拉沙漠进入到地中海中部地区。

早期的国际资本流动主要用于弥补商品活动中交换媒介的缺乏,还没有进入到实际的生产过程。现代意义上的国际资本流动最早起源于欧洲的荷兰。在 1870 年以前,荷兰、英国、法国一直是主要的资本输出国家(参见表 1-1)。

表 1-1 1825—1913 年主要资本流出国家 (单位:亿美元)

国 别	1825 年	1840 年	1855 年	1870 年	1885 年	1900 年	1913 年
英 国	5	7.5	23	49	78	121	195
法 国	1	3	10	25	33	52	86
德 国	—	—	—	—	19	48	67
荷 兰	3	2	3	5	10	11	12.5
美 国	—	—	—	—	—	5	25

资料来源:金德尔伯格,《西欧金融史》,复旦大学经济学院 1985 年影印本,第 308 页。

(一) 荷兰的资本输出

1616 年荷兰人借给伯兰登堡的选帝侯 25 万佛罗林,揭开了具有现代意义的国际资本流动序幕。当时的国际贷款有相当一部分经过抵押担保,借款人主要是资本流入国的王室成员、王侯以及一些英国商人。

尽管现代意义上的国际资本流动是以国际贷款形式出现的,但在 17 世纪早期,荷兰的大部分资本输出都采取了类似于今天的外国直接投资形式,即资本输出与荷兰商人或工程师从事的生产性项目存在密切联系。17 世纪荷兰人的对外直接投资广及斯堪的纳维亚的锯木厂、造纸厂、采矿业、造船业及运河工程。荷兰人

还在俄国开办了锯木厂、造纸厂、玻璃厂和邮递企业，并在法国投资制瓷、织布、染布、酿酒、制糖等部门，以及投资法国的沼泽排疏工程。

荷兰人在国外进行生产性投资的同时，在荷兰国内迅速形成了用票据或各种债权、所有权进行赌博的兴趣和能力，1636—1637年的郁金香热使荷兰人的投机热情达到了一个高潮。有了国内证券投资经验以后，荷兰人于18世纪开始大量投资英国证券，一直到1781年第四次英荷战争爆发，才转向投资法国年金。因此，荷兰人在18世纪购买英国和法国发行的有价证券相当于现代意义上的国际证券投资。

（二）英国的资本输出

英国首次对外资本输出发生在1706年，即以8%的利率贷款给神圣罗马帝国（德国）皇帝约瑟夫一世50万英镑。此后，英国政府于1759年和1797年向拿破仑战争时期的奥地利两次提供贷款，共计620万英镑。1823—1825年，英国对当时新独立的西班牙语美洲国家（尤其是墨西哥、秘鲁、哥伦比亚等中美洲国家）发行的政府债券进行大量投资。1825年和1826年由于债券市场暴跌，英国对外债务投资转向了商业贷款，特别是对美国贷款。19世纪30年代，英国开始投资法国铁路债券，1854年开始投资美国铁路债券，19世纪五六十年代又向印度铁路部门提供了大量信贷。

（三）法国的资本输出

19世纪中叶，法国对外投资主要是购买比利时债券。在1864年以前，法国通过不动产抵押贷款银行向奥地利、意大利和西班牙提供了大量贷款。1878年，法国开始大量投资俄国和欧洲东南部国家及拉美国家债券，对意大利、西班牙和奥地利的债券投资有所减少。

可以看出,在1870年以前,国际资本流动规模比较小,英国、荷兰和法国是最主要的资本输出国家,债券投资和商业贷款是当时最主要的国际投资方式。

二、1870年至第一次世界大战爆发时的国际债券投资

金本位时期(1880—1913),全球金融一体化达到了史无前例的程度。在此期间,英国的资本输出占其GDP的5%。到1913年,英国有1/3的资产存在于英国本土以外的地方。这一时期,法国和德国的资本输出规模约为英国的一半。1890—1913年,国际资本流动主要用于弥补资本流入国的经常项目赤字,资本流入国家主要有加拿大、新西兰、澳大利亚和美国^①。

开始于19世纪70年代的第一次国际资本流动高潮,不是终止于金融危机或过度负债,而是终止于第一次世界大战爆发后欧洲政治体系的全面崩溃。在这一时期国际资本主要流向当今的发达国家和资本输出国家的海外殖民地,资本输出国家和输入国家之间有比较接近的文化和法律传统,资本流出国家在输出资本的同时也对外迁移人口和上层建筑。

第一次世界大战以前,国际资本主要投资于资本流入国的基础设施和铁路项目,比如英国的资本输出有90%被用于购买阿根廷、澳大利亚、加拿大和美国的铁路及政府债券,在1913年,英国购买的资本流入国政府债券和铁路债券总额占其全部对外投资的70%。铁路和电力、水、有轨电车、采矿等行业相对于制造业拥有的较高透明度和易于监管,以及这些行业在降低成本、提高物流速度和改善运输可靠性等方面的优势,极大地提

^① 1890—1913年,资本流入国家的经常项目赤字约为其GDP的3.8%,一战前期最高达到GDP的5%。