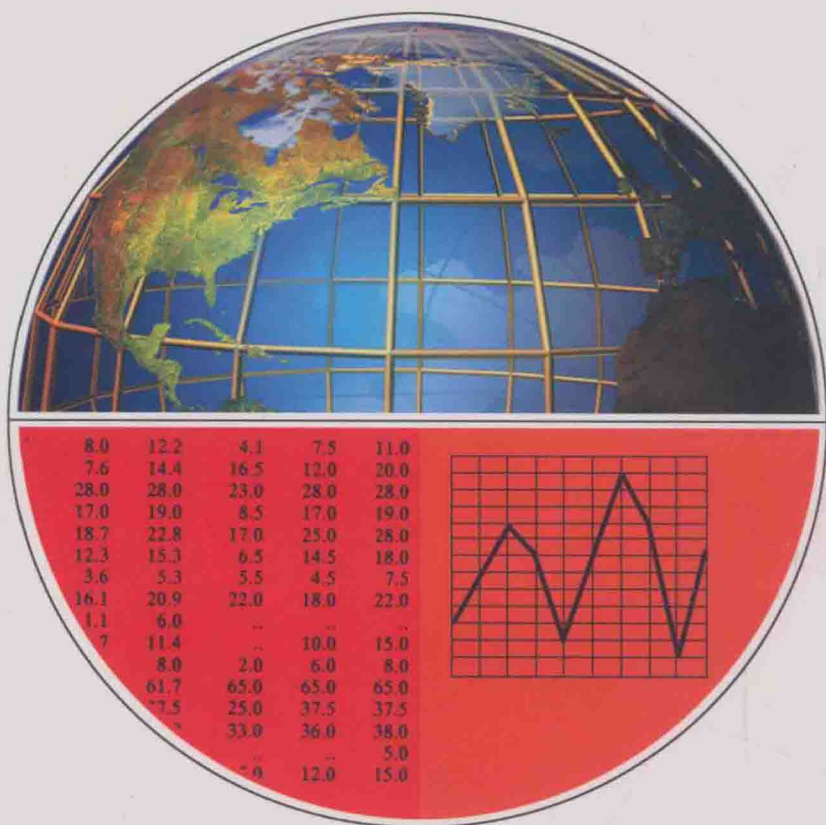


国际资本流动与金融危机

安 佳 著



安徽人民出版社

国际资本流动与金融危机

史 建 著



中国人民出版社

国际资本流动与金融危机

安佳 著

安徽人民出版社

责任编辑:白 明

图书在版编目(CIP)

国际资本流动与金融危机 安佳著. —合肥:安徽人民出版社,2005
ISBN 7-212-02680-8

I. 图... II. 安... III. ①国际金融—资本循环—研究 ②国际金融—金融危机—研究 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 102875 号

国际资本流动与金融危机

安佳 著

出版发行:安徽人民出版社

地 址:合肥市金寨路 381 号九州大厦 邮编:230063

发 行 部:0551-2833066 0551-2833099(传真)

经 销:新华书店

制 版:合肥市中旭制版有限责任公司

印 刷:安徽新华印刷股份有限公司图书印装分公司

开 本:850×1168 1/32 印张:9.375 字数:220 千

版 次:2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月第 1 次印刷

标准书号:ISBN 7-212-02680-8/F·465

定 价:20.00 元

本版图书凡印刷、装订错误可及时向承厂调换

THE MORE THE WORLD GROWS *MICRO*

THE MORE THE CHALLENGE BECOMES *MACRO*

——***TIMES***

存在即合理。

——黑格尔

目 录

第一篇 理论与历史

第一章	导论	3
	问题的提出	4
	几点疑虑	17
	一个逻辑的推论	26
第二章	国际资本流动理论	36
	早期国际资本流动理论	36
	现代国际资本流动理论与凯恩斯的选美	39
	货币冲击模型与国际资本流动	56
第三章	全球资本流动与金融危机	64
	全球化与国际资本流动	64
	利率:一个推动资本流动的力量	73
	制度安排与政策:推动资本超量汇集与逆转的 因素	81

第二篇 20 世纪 90 年代:国际资本流动与金融危机

第四章	约束条件下的机构投资者行为:风险分散与国际 多样化投资	91
	共同基金	92

2 目 录

	养老基金	98
	对冲基金	105
	约束条件下的机构投资者	125
第五章	20 世纪 90 年代的金融危机	136
	20 世纪 90 年代的利率变化与资本的流动	136
	对资本超量汇集与突然逆转的理解和研究	144
	利率差与汇率差:超量汇集与逆转的诱因	150
第六章	资本的超量汇集	161
	国内外收益差:资本超量汇集的诱因	161
	实证:墨西哥比索危机与亚洲金融危机	167
	政府政策:为资本超量汇集创造的机会以及降低 的成本	173
第七章	资本的突然逆转	183
	对资本逆转的研究	183
	实证:回报的消失与资本的逆转	193
第八章	危机的深化和蔓延	202
	对危机蔓延的研究	203
	资本市场和机构投资者的避险安排:危机深化与 蔓延的因素和途径	207
	IMF 行为:危机深化的原因?	218
第九章	面对全球资本流动	224
	管制与管制的经验	224
	挽救与道德风险	233
	风险准备金:对机构投资者获利的一种限制	245

第三篇 新的世纪： 国际资本流动与国际货币体系

第十章 中国：机会与挑战	257
新的全球资本流动态势	257
中国：面对全新的国际资本流动态势	267
21 世纪初：汇率与国际储备及中国经济的发展	273
走向繁荣之路	278
参考文献	282

表目录

表 1·1:1993—1999 年私人资本向发展中国家的净流动	11
表 1·2:国际直接投资流入分布	14
表 1·3:资本流动占 GDP 比例	15
表 1·4:全球机构投资者资产与进入新兴市场国家资产	16
表 3·1:1870—1914 年的部分危机	66
表 3·2:1990—1999 年发展中国家资本流动数据	70
表 3·3:1990 年代受危机影响国家的汇率制度安排	82
表 4·1:共同基金的发展规模	93
表 4·2:2000 年投资回报前 5 位共同基金的规模及投资 组合规定	96
表 4·3:共同基金海外投资限制条款	98
表 4·4:养老基金的发展和资产规模	99

4 目 录

表 4·5:养老基金的海外资产	100
表 4·6:各国对养老基金进入国际市场的限制条款	101
表 4·7:各国对养老基金的放松管制条款	103
表 4·8:对冲基金的发展及资产规模	107
表 4·9:1999—2004 年美国对冲基金和共同基金业绩 比较	108
表 4·10:1994—2004 年标准普尔 500 指数下挫期间对冲 基金和共同基金的业绩比较	108
表 4·11:对冲基金投资策略一览	111
表 4·12:对冲基金的杠杆使用情况	123
表 5·1:墨西哥 1988—1994 年银行账户简表	140
表 5·2:1870—1914 年的部分危机	145
表 5·3:1992—1999 年发展中国家资本流动数据	147
表 5·4:组合权重与风险和回报率的关系	154
表 5·5:完全负相关股票组合的回报率	155
表 5·6:发达国家市场和美国市场的回报率相关性	157
表 5·7:1987 年 10 月主要市场股价指数的变化率	158
表 6·1:美元和日元对泰铢的融资套利交易的收益	170
表 6·2:墨西哥 1988—1994 年银行账户简表	173
表 6·3:美元指数债券和比索债券的变动情况	180
表 7·1:1993—1995 年 1 季度墨西哥资本账户	194
表 7·2:1989—1995 年墨西哥股市数据	195
表 7·3:受影响国家的资本流入情况	197
表 9·1:资本流入对经济增长的影响	225
表 10·1:1997—2006 年国际资本流动	268

表 10·2:中国经济与世界经济增长率	273
---------------------------	-----

图目录

图 1·1:按投资类别区分的新兴市场私人资本流动	12
图 1·2:货币冲击对汇率的影响	23
图 2·1:A、B 两国利率差引发的资本流动	38
图 2·2:A、B 两国利率差异的期限结构	39
图 2·3:A 国资本向 B 国的流动	42
图 2·4:政府与市场对公众心理的反应	61
图 3·1:资本流入与预期回报	74
图 3·2:资本流入与时间	76
图 3·3:资本流入与预期资产回报	78
图 3·4:资本流动与金融危机	80
图 3·5:MF 模型	83
图 3·6:资本完全流动与固定汇率制度条件下的 MF 模型 ...	84
图 4·1:证券组合多空回报示意	114
图 4·2:对冲基金策略组合与回报和风险	117
图 4·3:买空指数	119
图 4·4:卖空指数	120
图 4·5:买空卖空指数	120
图 5·1:新兴市场国家债券收益率和美国利率的变动 关系	143
图 5·2:资本市场线	152
图 5·3:多样化与风险	153
图 5·4:多样化消除的风险	153

6 目 录

图 6·1:新兴市场 1994 年和 1997 年资本的波动走势	167
图 6·2:百富勤在亚洲的融资套利交易	169
图 6·3:亚洲国家 1995—1997 年的汇率走势	171
图 6·4:墨西哥 1990—1995 年汇率走势	172
图 6·5:墨西哥外汇储备和美元指数债券	181
图 7·1:影子汇率	190
图 7·2:市场与政府的博弈	191

第一篇

理论与历史

第一章 导论

20 世纪 90 年代频繁的金融市场动荡向人们提出了两大问题：导致资本超量汇集于一个国家或一个地区的基本因素和突然逆转的原因。一般地说，在 20 世纪 30 年代以经济人的理性行为为分析起点的古典经济学遭遇世界性经济危机之后，不管是宏观经济学还是微观经济学，所有的理论都在为解释个体的理性行为为什么会导致整体经济的非理性结果而努力。集经济学几十年的努力，我们已经认识到，国际资本的流动和价格的突然转向，在一定程度上是国际资本市场的一个特性。但 20 世纪 90 年代出现的与以前迥然不同的超量汇集的资本和资本的突然逆转，以及由此而来的金融市场的动荡和动荡的深化及蔓延，恐怕又是经济学面临的挑战。

实际上，上述问题的出现本身就是一个令经济学家尴尬的问题。在这一问题出现之前，全球的经济学家似乎已经达成了一个共识，即国际资本在国家之间无限制的自由流动，确实是有益的。国际资本流动的有益之处集中体现在以下两点：第一，国际资本流动创造了一种极好的保险机制，它能促进投资和消费的有效配置。正是因为国际资本的自由流动，企业和个人才能在世界范围内分散自己的资本，从而分散资本的风险。对个人和企业资产的这种保险机制，又反过来促进了投资和经济的增长。第二，国际资本流

动允许个人和企业将自己的资金储蓄到具有高回报率的国家和地区。这种允许资本从低回报国家向高回报国家的流动,提高了世界范围的经济增长率,也为低收入国家的劳动力提供了一个改善生活的机会。

但是,20世纪90年代频繁的金融危机打破了经济学家们的这种乐观看法。虽然经济学家们仍然在大力支持某些形式的资本流动,如长期资本流动或国际直接投资,但他们还是不得不研究国际资本流动与金融危机的关系。尤其是,20世纪90年代中期之后,流向发展中国家的净资本流动已经接近20世纪90年代初期的6倍,达到了1978—1982年上一阶段高峰值水平的4倍。^①同时,资本流入在许多国家的GDP中占有极大的比重:如巴西为9.4%(1992—1995),智利25.8%(1989—1995),韩国9.3%(1991—1995),马来西亚45.8%(1989—1995),墨西哥27.1%(1989—1994),泰国51.5%(1988—1995)。^②而这些国家恰恰也是20世纪90年代遭受货币冲击的国家,这不能不使人们将国际资本流动与金融危机联系起来进行思考。因此,对国际资本流动与金融危机的关系进行探讨,无论从理论上还是实践上都具有重大意义。

问题的提出

根据经典经济学理论,市场参与者供需双方的行为决定了产品价格乃至利润或是回报。供给超过需求,价格下降,需求超过供给,价格上升,供需平衡,则市场出清。引申至金融市场,市场的参

① 数据来源:《世界银行报告》(1997)。

② 出处同上。

与者则是投资者或是投机者,投资者的买和卖(供和需)决定了金融产品的价格,投资者对回报率的追求,引致金融市场上金融产品价格的波动。

一般来说,金融市场上金融产品价格的波动是一个常态。但从20世纪80年代开始特别是进入20世纪90年代以来,金融市场的波动乃至金融危机出现了许多明显不同的特点。

第一,危机频繁。从1982年拉美债务危机之后。1990年日本陷入旷日持久的萧条,1992年欧洲汇率机制遭到冲击,1994年墨西哥比索危机,1997年东亚金融危机,1997年10月香港金融风暴,1997年底韩国金融危机,1998年俄罗斯危机,1999年1月巴西危机和2000年4月纳斯达克股市下挫以及2001年6月阿根廷危机。

第二,危机的实质。20世纪80年代的危机主要是债务危机,即外债的比例超过了出口和GDP的增长而无法还债;20世纪90年代的危机多为货币危机,即短期债务的迅速增长和储备的迅速减少使本币价值下降从而导致固定汇率失守和金融市场的动荡。

第三,危机的程度和范围。20世纪80年代的危机主要集中在拉美地区,危机期间经济下滑幅度并不很大,但经济低迷持续时间较长,恢复经济的手段主要是豁免债务和展期还债。如阿根廷在1984—1986年间经济仅下降1.6%,但到了1996年,经济仍只高于1982年水平的10%。20世纪90年代的危机不仅经济下滑幅度大,而且蔓延范围广,危机涉及国家从南亚到东亚到俄罗斯甚至巴西,但经济恢复较快,如韩国,1998年GDP下降6.7%,2000年则在1997年基础上上升了13%。

第四,危机的表现方式。20世纪80年代的危机表现为资本的短缺,这就是说,涉及危机的部门突然出现了拖欠债务的趋向或

是外汇突然只能以配额方式获得后,市场以资本控制的方式出清;20世纪90年代危机的表现方式是资本的突然移动,危机是以汇率骤降的方式表现自己,市场以价格出清。

第五,危机从经常账户赤字型向金融与资本账户赤字型转换。20世纪80年代的危机多数是因为一国的经常账户出现了赤字,出口赶不上进口的增长所致。20世纪90年代的金融危机多数表现为,危机前资本与金融账户顺差,危机后资本与金融账户逆差。在危机爆发之前,政府财政的数据表现良好。

20世纪90年代的金融危机由于其频繁以及波及范围之广和影响程度之深受到了研究者和政府部门的高度关注,各种研究文章及政策主张不断出现,给今天的研究提供了基础和思路。

一般分析认为,20世纪90年代频繁的危机与资本的全球流动有关,其中,证券资本的波动性是造成20世纪90年代金融危机频繁发生的因素。不少研究者用经验数据对资本的波动性进行比较,给出了不同资本的波动序列,为一国管理当局提供资本管理依据。

对资本波动的探讨首推米德(Meade,1951)。米德在《国际经济政策理论》(*The Theory of International Economic Policy*)一书中,对资本的运动做过“暂时性”和“持续性”(Temporary and Continuing)的区别。前者,米德将其定义为受不同利率吸引的短期资本;后者,则为追求资本本身增值的长期资本。理论上,米德对暂时性和持续性资本运动的解释隐含着一个关键前提,即资本的可逆性。按托宾(Tobin,1998)对资本可逆性的解释,资本可逆性是指“该资本带给其持有者的价值占购买者同期购买该资本所支付成本的百分比”。因此,资本受临时性因素进入一国市场后,一旦吸引力消失,为“全身而退”(即百分之百可逆),资本便会迅速