

李 翀 ● 著

短期资本流动的 成因、效应与风险

人 民 出 版 社

短期资本流动的 成因、效应与风险

李 翀 ● 著

人 民 出 版 社

策划编辑:郑海燕

责任编辑:郑海燕

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

短期资本流动的成因、效应与风险/李翀著.

-北京:人民出版社,2004.1

ISBN 7-01-004159-8

I. 短… II. 李… III. 流动资本-研究 IV. F032.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 120444 号

短期资本流动的成因、效应与风险

DUANQI ZIBEN LIUDONG DE CHENGYIN XIAOYING YU FENGXIAN

李翀 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京通州区电子外文印刷厂印刷 新华书店经销

2004 年 1 月第 1 版 2004 年 1 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:11.5

字数:274 千字 印数:1-3,000 册

ISBN 7-01-004159-8 定价:22.50 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

前 言

20 世纪 90 年代短期资本大规模地频繁流动引起了我的关注,从 1997 年起我就开始了对短期资本流动的研究。并先后在学术杂志上发表了多篇论文,在商务印书馆出版了学术专著《国家金融风险论:对国际资本投机性冲击的分析和思考》。在这部专著中,我提出了国家金融风险的新范畴,并将它定义为由短期国际资本投机性冲击所产生的爆发金融危机的可能性。另外,在这部专著中,我从国内和国外两个方面分析了国家金融风险产生的原因、机理和防范方法。

在研究过程中,我发现人们对以直接投资为主要形式的长期资本流动已有比较全面的研究,形成了多种有影响的理论,如海墨(S. H. Hymer)的垄断优势理论、弗农(R. G. Vernon)的产品生命周期理论、小岛清(Kiyoshi Kojima)的比较优势投资理论、巴克莱(B. J. Buckley)的市场内部化理论、邓宁(J. H. Dunning)的国际生产折衷理论等。但是,对短期资本流动的研究则不够充分。如果将短期资本流动分成不同的类型来讨论,涉及借贷资本流动的理论主要有艾茵奇格(P. Einzig)的利率平价理论和格罗斯曼(G. M. Grossman)的国际借贷理论;涉及跨国证券投资的理论主要有恩格(Maximo V. Eng)、利斯(Francis A. Lees)和莫勒(Laurence J. Mauer)等人的两个国家和两种证券模型;涉及货币投机的理论主要有萨兰特(S. Salant)、汉德森(D. Henderson)和克鲁格曼(P. Krugman)等人的三代投机性冲击模型。这样,我便产生了全面探讨短期资本

流动的成因和效应的想法。在《国家金融风险论》研究的基础上，经过3年的研究，完成了该书的写作。如果说该书有什么创新的话，那么主要表现在下述几个方面：

第一，提出了短期资本流动的新定义。以往对长期或短期资本主要从资本的期限来定义，将期限在1年或1年以上的资本称为长期资本，将期限在1年以下的资本称为短期资本。按照这个定义，证券投资属于长期资本流动。本书第一章指出，这个定义已经不能反映现实的资本流动情况。由于存在二级市场，许多期限在1年以上的资本也可以在短时间内流入或流出某个国家。因此，我提出了应该根据金融资产的流动性对长期或短期资本重新定义，并在经济虚拟化和金融全球化的背景下得到了短期资本流动的条件和性质。

第二，提出了金融市场投资优势的短期资本流动的成因。本书第三章从内部因素和外部因素两个方面论证了许多国家特别是发展中国家的金融市场都不是有效市场，这种市场非有效性导致了机构投资者在金融市场上具有优势。因此，当产生市场非有效性的内部或外部因素发生变化，使机构投资者的优势达到一定的程度时，便形成了短期资本的流动。金融市场的投资优势的成因可以解释金融资产投机风潮所导致的短期资本流动。

第三，系统地对短期资本流动进行了解释。本书第二章到第四章致力于阐述短期资本流动的成因。第二章提出的金融资产组合的选择解释了正常的金融资产投资所导致的短期资本流动以及在现实世界中经常发生的短期资本聚集和逆转的现象。第三章提出的金融市场的投资优势解释了金融资产投机所导致的短期资本流动。第四章提出的公司融资与避险解释了跨国公司的内部融资构成了短期借贷资本流动的重要组成部分，另外还解释了公司在从事对外经济活动中根据即期汇率、远期汇率以及两国利率等各

种变量来决定获取贸易信贷，并根据它们面临的利率或汇率风险选择衍生金融工具进行套期保值所导致的短期资本的流动。

第四，系统地分析了短期资本流动的效应。本书第五章从金融市场效应、金融体系效应、产量效应等多个角度，论证了短期资本流动存在着双重效应。在短期资本正常流动的情况下，它对提高金融市场的效率，促进短期资金的融通发挥了重要的作用。但是，当短期资本流动发生大规模的聚集和逆转，或者出现大规模的投机风潮时，短期资本流动导致了严重的金融风险。从总体来看，对于发展中国家来说，短期资本流动带来的风险大于利益。

第五，提出了抑制短期资本流动风险的方法。本书第六章指出最容易诱导短期资本投机性冲击的因素是泡沫经济、严重的经常项目收支逆差和过于沉重的对外债务负担，因而应该防止这些问题积累到诱发短期资本投机性冲击的程度。第七章则提出了由短期资本投机性冲击导致的金融风险的预警系统，详细探讨了减少这种金融风险的政策选择。

感谢国家留学基金的支持，使我能够于 2002 年到美国加利福尼亚州大学从事 3 个月的研究工作。在这 3 个月里，我翻阅了加利福尼亚州大学图书馆我所能寻找到的这个领域的资料，为本书的写作奠定了基础。感谢国家社会科学基金的立项资助，使我能够完成对短期资本流动成因、效应和风险的研究。感谢北京市重点学科建设经费的资助，使本书能够出版。本书的讨论希望能引起人们对短期资本的关注，我期待着在这个研究领域出现更多更好的研究成果。

作者

2003 年 11 月于北京励耘园

目 录

前言	1
第一章 导论	1
第一节 对短期资本流动的重新定义	1
第二节 关于短期资本流动文献的回顾	8
第三节 经济的虚拟化与短期资本流动	26
第四节 金融的全球化与短期资本流动	38
第二章 金融资产组合的选择	51
第一节 金融资产组合的收益	51
第二节 金融资产组合的风险	57
第三节 最优国际金融资产组合的选择	66
第四节 短期资本流动的成因	74
第三章 金融市场的投资优势	85
第一节 机构投资者的投资优势	85
第二节 套期保值基金的投资优势	106
第三节 短期资本流动形成的机理	123
第四节 投资优势成因的验证	137
第四章 公司的内部融资与风险规避	145
第一节 跨国公司内部融资的形成	145
第二节 跨国公司内部融资的方式	152

第三节	贸易信贷导致的资本流动	158
第四节	规避风险导致的资本流动	160
第五章	短期资本流动的效应	163
第一节	短期资本流动效应的文献回顾	163
第二节	短期资本流动的金融效应	168
第三节	短期资本流动的经济效应	180
第四节	短期资本流动效应的验证	186
第六章	抑制短期资本冲击诱因的方法	196
第一节	泡沫经济诱因形成的根源	196
第二节	逆差和外债诱因形成的根源	206
第三节	推进货币和金融制度的改革	220
第四节	加强对虚拟资本运行的监管	241
第七章	防范短期资本流动风险的政策选择	254
第一节	短期资本投机性冲击的预警	254
第二节	财政政策和货币政策的作用	267
第三节	抑制短期资本冲击的政策选择	270
第四节	加强对机构投资者的监管	292
第八章	短期资本流动的分析对我国的启示	301
第一节	谨慎推进人民币的自由兑换	301
第二节	保持我国金融市场体系的稳定发展	315
第三节	目前可取的证券市场开放模式	343
第四节	维护国家金融安全的手段选择	351
	主要参考文献	356

第一章 导 论

本书所讨论的短期资本，不是指期限在1年或1年以下的金融资产，而是指具有较强跨国流动性的金融资产。本章作为导论，在对短期资本进行重新定义以后，将短期资本流动与经济的虚拟化和金融的全球化联系起来，分析了短期资本流动形成和发展的历史背景和经济环境，得到了关于短期资本流动的二个条件和三个性质。

▼▼▼
1

第一节 对短期资本流动的重新定义

一、对短期资本流动的新认识

在1995年以前，国际货币基金组织曾先后出版了四版的《国际收支手册》，公布标准的国际收支分类。在国际收支平衡表中，资本项目历来包括长期资本和短期资本。按照国际货币基金组织的解释，“长期资本限定为合同原定偿还期超过1年的资本或未定偿还期的资本（如公司股本）。短期资本是见票付款的资本或合同原定偿还期为1年或1年以下的资本，包括货币。按照定义，证券投资完全由长期资本组成，因为他所包含的是长期债券和公司股票；而公司股票之所以划归长期资本是因为它没有规

定的偿还期”。国际货币基金组织也意识到这样分类存在某些问题：“采用这个准则并不表示预定它会以一种令人满意的方式来区分短期资本流动，即从较为固定的或者说较少变化的流动中区分出那些暂时性的而且很可能在短期内会回流的流动。在许多情况下，原定偿还期显然不一定对投资期持续的长短有影响。”^①

1995年，国际货币基金组织出版了第五版的《国际收支手册》，对资本项目进行了调整。首先，把资本项目更名为资本和金融项目，下设资本项目和金融项目。资本项目包括资本转移和非生产、非金融资产的收买和出售，其中非生产、非金融资产的收买和出售是指土地、专利、版权、商标、经销权等非生产、非金融资产的所有权的转移。其次，考虑到长期资本和短期资本的界限不明显，难以严格地加以区分，取消了长期资本和短期资本的分类。金融项目包括直接投资、证券投资和其他投资，其中其他投资是指贸易信贷、贷款、货币和存款等。

国际货币基金组织对资本流动分类的变化无疑反映了资本流动的现实情况。虽然在国际收支的统计中难以严格区分长期资本和短期资本，但这并不意味着在理论与政策的研究中划分长期资本和短期资本没有意义。在资本的流动过程中，不同类型的资本从流入到流出一个国家的持续时间存在很大的差异。有的数天，有的数月，有的数年，有的数十年。特别重要的是，这些不同类型的资本对接受国的经济可以产生不同的影响，甚至有时可以产生截然不同的影响。因此，从接受国的角度来研究，资本流动仍有必要分为长期资本和短期资本。但是，长期资本和短期资本需要重新定义。这就是说，长期资本和短期资本不是根据偿还期限

^① 国际货币基金组织：《国际收支手册》（第四版），中国金融出版社1988年版，第144页。

来划分的，而是根据跨国流动性强弱来划分的。流动性弱的资本称为长期资本，流动性强的资本称为短期资本。但是，流动性强弱仍然难以划分，还需要进一步明确它们的界限。我认为，流动性强弱可以从资本流动的性质来区分。流入一个国家后从性质上来说在1年内难以逆转的资本可以看做是流动性弱的资本，它就是长期资本；流入一个国家后从性质上来说在1年内可逆转的资本可以看做是流动性强的资本，它就是短期资本。

按照这个标准来划分，长期贷款和直接投资属于长期资本。当国际金融组织、政府、商业银行向一个国家发放长期贷款以后，支付利息和偿还本金的期限是由合同规定的，贷款方不能随意缩短期限，因而长期贷款属于长期资本。当然，有的长期商业性贷款合同设有在特定情况下可提前撤回贷款的条款。由于撤回贷款的条件有明确的界定，不管这类贷款实际上会不会在1年内撤回，它在性质上属于长期资本。直接投资或是设厂生产，或是收购某个公司的股份，这类资本在短时间内难以发生逆转，它属于长期资本。与长期贷款和直接投资不同，银行间的拆借、短期的存款、短期的贷款、外汇的投资、债务工具的投资、权益工具的投资、衍生金融工具的投资等，都属于短期资本。在上述各类资本中，除了债券和股票的投资以外，其他的资本流动性很强。在它们流入一个国家以后，有的可以随时流出这个国家；有的可以在短期内流出这个国家，它们显然是短期资本。对于债券和股票来说，虽然它们在期限上是长期的或无期限的，但由于证券二级市场的存在，投资者可以随时出售债券和股票，债券和股票具有较高的流动性，债券或股票的投资仍属于短期资本。

当然，长期资本和短期资本的划分不是绝对的，长期资本可以通过某种途径转换为短期资本，短期资本也可以通过不断地再贷款或再投资转换为长期资本。例如，直接投资是一种最明显的

长期资本，但投资者也可以把直接投资所形成的厂房和设备作为抵押取得贷款，然后把资金转到国外。这样，长期资本就转换成短期资本。但是，这个转变过程毕竟要付出较高的成本，如厂房和设备的价值与贷款价值的差额、贷款的利息、外汇交易的费用等等。如果投资者进行直接投资以后以这种形式抽回投资是一种经常性的现象，那么他当初为什么要进行直接投资呢？显然，只有在在一个国家的经济即将崩溃的时候，或者是一个国家有可能发生政治动乱的时候，或者是一个国家有可能没收外国资本的时候，或者是一个国家有可能爆发战争的时候，这种长短期资本的转变才是必要的。但是，如果一个国家真的有可能出现这样的情况，这种长短期资本的转变有可能实现吗？由此可见，直接投资在性质上仍属于长期资本。再如，短期贷款可以通过不断延长贷款时间或不断进行再贷款的形式转换为长期资本。但是，不论短期贷款的期限如何延长，只要它本身没有变为长期贷款，它都可以在短期内流出一个国家，它在性质上同样仍属于短期贷款。

另外，跨国短期资本的流动不是一个地域的概念而是一个交易的概念。这就是说，跨国短期资本的流动不是指短期资本流入或流出一个国家的国境或者关境，而是指居民和非居民之间的资金借贷或者金融资产的交易。例如，当非居民在一个国家取得了短期贷款，尽管这项贷款没有流出这个国家的国境，但它仍属于跨国的短期资本流动。

本书所研究的短期资本就是上述经过重新定义的短期资本，即具有较强的跨国流动性的资本，它的具体形式包括银行间的拆借、短期的存款、短期的贷款、外汇的投资、债务工具的投资、权益工具的投资、金融衍生工具的投资等。

二、短期资本流动的规模和结构

20世纪80年代以来，特别是90年代以来，短期资本流动

的规模不断扩大,结构也在不断调整。短期资本流动已对世界各国的经济产生重要的影响。

由于无法从已有的国际贷款和金融衍生工具的统计资料中分离出短期国际贷款和跨国金融衍生工具价值的数椐,表 1-1 仅说明近年来未清偿的国际债务工具和国际权益工具的规模。应该指出,国际债务工具和国际权益工具的数额是跨国证券投资的一部分而不是全部。跨国证券投资除了包括对国际证券的投资以外,还包括外国对一个国家的国内证券的投资。因此,表中的数椐不但不能反映国际贷款和跨国金融衍生工具的规模,而且没有全部反映跨国证券投资的规模。为了能够直接观察到以国际证券形式表现出来的短期资本流动的规模,表 1-1 还列举了以现行价格计算的世界国内生产总值的数椐。从表中可以看出,在 1997 年,国际债务工具和国际权益工具的价值占世界国内生产总值的 9.45%。到 2002 年,这个比例已经上升到 18.20%。这表明跨国流动的短期资本以快于国内生产总值的速度增长。另外,从表中可以看到,未清偿的国际债务工具的规模远高于国际权益工具。1997 年,未清偿的国际债务工具的价值是国际权益工具价值的 29.54 倍。到 2002 年,这个倍数已上升到 77.20 倍。这说明投资者对国际债务工具的兴趣大于国际权益工具。

表 1-1 短期国际资本流动的规模 (单位:亿美元)

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
世界国内生产总值	382 410	397 289	416 906	446 310	467 420	488 530
国际债务工具价值	34 943	42 944	51 239	63 772	70 851	87 774
国际权益工具价值	1 183	1 255	2 158	3 164	1 438	1 137

资料来源: International Banking and Financial Market Development, 1996~2002, BIS.

表 1-2 和表 1-3 分别说明近年来短期资本流动的结构变化。从表 1-2 可以看出, 不论是未清偿的国际债务工具, 还是国际权益工具, 发达国家发行的数量都占据了绝对优势的地位, 而且这种优势地位没有削弱。1997 年, 发达国家发行的未清偿的国际债务工具和国际权益工具的数额分别是发展中国家的 4.13 倍和 2.78 倍。到 2002 年, 这两个倍数分别为 4.66 倍和 8.85 倍。发展中国家在 2001 年和 2002 年所增加的国际权益工具的数额陷入了低谷。

表 1-2 发达国家和发展中国家发行证券的结构 (单位: 亿美元)

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
国际债务工具价值	34 943	42 944	51 239	63 772	70 851	87 774
发达国家	28 133	34 874	41 369	50 669	57 035	72 260
发展中国家	6 810	8 070	9 870	13 103	13 816	15 514
国际权益工具价值	1 183	1 259	2 158	3 164	1 438	1 438
发达国家	870	1 119	1 777	2 566	1 426	1 292
发展中国家	313	149	381	598	12	146

资料来源: International Banking and Financial Market Development, 1996~2002, BIS.

表 1-3 和表 1-4 则表明了国际债务工具的期限结构和发行者结构。从这两个表可以看出, 在期限结构中, 中长期票据和债券是国际债务工具主要形式; 在发行者结构中, 金融机构发行的国际债务工具始终占第一位, 并超过了政府和公司发行的国际债务工具数额之和, 而政府和公司发行的国际债务工具则交替分列第二、三位。

表 1-3 国际债务工具的期限结构 (单位: 亿美元)

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
国际债务工具价值	34 943	42 944	51 239	63 772	70 851	87 774
货币市场工具	1 205	1 942	2 436	4 939	4 165	4 331
中长期票据和债券	33 738	41 002	48 803	58 833	66 686	83 443

资料来源: International Banking and Financial Market Development, 1996~2002, BIS.

表 1-4 国际债务工具的发行者结构 (单位: 亿美元)

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
国际债务工具价值	34 943	42 944	51 239	63 772	70 851	87 774
政府发行	7 453	8 985	10 530	12 567	14 036	17 845
金融机构发行	15 841	20 135	31 536	38 128	42 554	53 383
公司发行	8 617	10 113	7 720	9 262	10 359	12 258

资料来源: International Banking and Financial Market Development, 1996~2002, BIS.

最后值得关注的是短期资本流入发展中国家的情况。由于无法从银行贷款分离出短期银行贷款, 表 1-5 的银行贷款既包括银行长期贷款, 也包括银行短期贷款。另外, 表 1-5 的数据是私人资本的净流入量, 它不包括政府资本的流入量, 而且是流入发展中国家的资本减去流出发展中国家的资本的差额。从表中可以看到, 银行对发展中国家的贷款表现出很大的不稳定性, 有的年份是大量资本聚集在发展中国家, 有的年份是大量资本流出发展中国家。外国对发展中国家的证券投资一直是正数, 但在数额上也表现出较大的波动性。在投资高潮的时候有 1 099 亿美元涌进发展中国家, 在低潮的时候只有 238 亿美元流入发展中国家。

表 1-5 私人资本净流入发展中国家的情况 (单位: 亿美元)

年份	1992	1993	1994	1995	1996
银行贷款	285	- 140	- 495	495	187
净证券投资	530	816	1 099	426	850
年份	1997	1998	1999	2000	2001
银行贷款	- 621	- 1 272	- 1 356	- 1 721	
净证券投资	433	238	537	583	

资料来源: International Capital Market, IMF, 2001, p43.

第二节 关于短期资本流动文献的回顾

一、关于借贷资本流动的理论

关于直接投资等长期资本流动成因的研究已经形成了丰富的成果, 简单列举一下至少有下列理论: 海墨 (S. H. Hymer) 的垄断优势理论、弗农 (R. G. Vernon) 的产品生命周期理论、小岛清 (Kiyoshi Kojima) 的比较优势投资理论、巴克莱 (B. J. Buckley) 的市场内部化理论、邓宁 (J. H. Dunning) 的国际生产折衷理论等。但是, 在短期资本流动的研究中形成重要影响的成果甚少。如果将短期资本流动分成不同的类型来讨论, 涉及借贷资本流动的理论主要有利率平价理论和国际借贷理论。

英国经济学家凯恩斯 (J.M.Keynes) 在 1923 年出版的专著《利率改革论》中, 提出了利率平价理论。凯恩斯指出: 如果用百分比来表示, 远期汇率与即期汇率之间的差价倾向于等于两个不同金融中心之间的利率差额。另外, 远期汇率与即期汇率的差价, 还倾向于按照供求状况围绕利率平价上下波动。但是, 他只分析了两种货币利率的差额与两种货币即期和远期汇率差额之间

的均衡状态，却没有分析这种均衡状态是如何建立的。

在凯恩斯之后，英国经济学家艾茵奇格（P. Einzig）从动态的角度分析了汇率与利率的关系，他真正地完成了利率平价理论。他的利率平价理论的要点是：（1）提出了利率平价的概念，即远期汇率相当于两个国际金融中心的短期利差；（2）提出了利率平价动态理论的“互交原理”（the theory of the reciprocity），即远期汇率取决于利率平价，但利率平价也受到套利的影

利率平价模型如下：假定本国的利率水平为 i_a ，外国的利率水平为 i_b ，现汇汇率为 E_s ，即以本币表示的外币的价格，即期汇率为 E_s （以 1 单位外币兑换本币数量来表示），远期汇率为 E_f （以 1 单位外币兑换本币数量来表示）。1 单位本币在国内投资所获得的利益为 $(1 + i_a)$ ，在外国投资时，首先在即期外汇市场上换得的本币的数量为 $1/E_s$ ，到期收回的数量为 $(1/E_s)(1 + i_b)$ ，再按原先约定的远期汇率换回的本币数量为 $(1/E_s)(1 + i_b)E_f$ 。如果 $1 + i_a < (E_f/E_s)(1 + i_b)$ ，1 单位本币在本国得到的收益少于外国，资本将从本国流向外国；如果 $1 + i_a > (E_f/E_s)(1 + i_b)$ ，即 $(E_s/E_f)(1 + i_a) > 1 + i_b$ ，1 单位外币在外国得到的收益少于本国，资本将从外国流向本国：只有在 $1 + i_a = (E_f/E_s)(1 + i_b)$ ，资本流动才形成均衡。因此，利率平价条件是：

$$1 + i_a = (E_f/E_s)(1 + i_b) \quad (1-1)$$

利率平价条件表明：利率的差异是短期资本流动的成因。但是，当资本发生流动时，将面临着汇率风险。只有当利率之差带来的收益大于汇率之差造成的损失时，才会发生资本流动。

关于存贷款类资本流动的国际借贷理论在格罗斯曼（G.M. Grossman）1984 年出版的《国际要素移动的收益》中得