

金融全球化对发展中国家的影响： 实证研究结果

普拉萨德 罗高夫 魏尚进 柯赛 著

国际货币基金组织语言服务部 译



中国金融出版社
国际货币基金组织

国际货币基金组织
International Monetary Fund

金融全球化对发展中国家的影响： 实证研究结果

Effects of Financial Globalization on Developing Countries:
Some Empirical Evidence

作者：普拉萨德	Eswar S. Prasad
罗高夫	Kenneth Rogoff
魏尚进	Shang-Jin Wei
柯赛	M. Ayhan Kose

译者：国际货币基金组织语言服务部

中国金融出版社
国际货币基金组织

《金融全球化对发展中国家的影响：实证研究结果》

英文版权© 2004

国际货币基金组织

(*Effects of Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*)

Copyright © 2004

International Monetary Fund

《金融全球化对发展中国家的影响：实证研究结果》

Copyright© 2004

International Monetary Fund

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本刊物经国际货币基金组织同意后出版；国际货币基金组织对翻译的准确性不承担责任。如有任何不符之处，以最初语言版本为准。

责任编辑：仲 垣

责任校对：刘 明

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

金融全球化对发展中国家的影响：实证研究结果/普拉萨德 (Eswar S. Prasad) 等著，国际货币基金组织语言服务部译. —北京：中国金融出版社，2004. 3

(国际货币基金组织不定期刊物系列)

ISBN 7 - 5049 - 3309 - 0

I. 金… II. ①普… ②国… III. 金融—国际化—影响—发展中国家—研究 IV. F112.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 012392 号

出版 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京佳信达印刷有限公司

尺寸 215 毫米 × 280 毫米

印张 4

字数 89 千

版次 2004 年 5 月第 1 版

印次 2004 年 5 月第 1 次印刷

定价 23.00 元

如出现印装错误本社负责调换

前言

金融全球化是一个巨大而复杂的课题。理解金融全球化的影响，尤其是对发展中国家的影响，具有重大的意义。虽然关于该问题已经有很多辩论，但是这些辩论所使用的论据往往既不统一，又不明确。本文试图对近期的实证研究结果进行一个系统的、批判性的回顾，其中包括了关于该课题的一些最新研究。得出的主要结论如下：

- 虽然理论上常常假定金融一体化与经济增长之间存在一定的因果关系，但是实证中却很难找到有力而稳定的证据来支持这一假定。
- 与理论预测相反，在某些发展中国家，金融一体化有时似乎伴随着消费波动幅度的增大，至少在短期内如此。
- 上述两种关系中似乎都存在阈值效应，而阈值效应（threshold effect）可能与一个国家的吸收能力相关。近期的某些证据表明，公共治理水平的高低对发展中国家参与金融全球化过程的重要影响不仅体现在量的方面，同时也体现在质的方面。

本文作者为国际货币基金组织的普拉萨德（Eswar S. Prasad），罗高夫（Kenneth Rogoff），魏尚进（Shang-Jin Wei）和柯赛（M. Ayhan Kose）。另外，Eduardo Borensztein，Robin Brooks，R. Gaston Gelos，Olivier Jeanne，Paolo Mauro 和 Marco Terrones 也参加了编写工作。Tamim Bayoumi，Andrew Berg，Peter Clark，Hali Edison，Aasim Husain，Olivier Jeanne，Manmohan Kumar，Gian Maria Milesi - Ferretti，Ashoka Mody，James Morsink，Carmen Reinhart，David J. Robinson，Ratna Sahay，Miguel Savasta 以及国际货币基金组织研究部和其他部门的许多同事提出了宝贵的意见。Priya Joshi，Young Kim，Pedro Rodriguez 和武屹（Yi Wu）为研究提供了有效的协助。Hali Edison 和 Gian Maria Milesi - Ferretti 慷慨地与编写小组分享其数据。Maria Orihuela，Marlene George 和 Dawn Heaney 为本文的编写工作提供了有效的帮助。Paul Gleason 校阅了文稿，并负责协调出版事宜。

本文较早的一个版本提交给 2003 年 3 月 3 日召开的国际货币基金组织执董会的非正式研讨会。目前的版本吸取了那次研讨会中征求的意见。但是，本文仅代表作者观点，并不反映各国当局或国际货币基金组织各位执董的意见。

Kenneth Rogoff

国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任

综 述

本文回顾了近期关于金融全球化对发展中经济体影响的实证结果，其中包括一些最新的研究，重点探讨了三个问题：

- (1) 金融全球化是否促进发展中国家的经济增长？
- (2) 金融全球化对发展中国家的宏观经济波动有何影响？
- (3) 哪些因素有助于一个国家从金融全球化中受益？

最近几十年来，发展中经济体与全球经济之间的金融联系日趋重要。但是，相对少数的发展中国家获得了绝大部分从工业国家流向发展中国家的私人资本，而该类资本流动在 20 世纪 90 年代急剧增加。虽然近期上述“北南”资本流动出现了明显逆转，但各种结构性力量可能在中期和长期导致资本重新流入发展中国家，并推动进一步的金融全球化。

理论模型指出了国际金融一体化促进发展中国家经济增长的若干渠道。但是，对研究结果的系统评估表明，在二者之间难以建立密切的因果关系。换言之，即使金融一体化对经济增长具有积极影响，目前为止仍无清晰和稳定的实证结果能够表明此种影响具有统计显著性。

一些证据表明，金融全球化和经济增长之间的关系具有“阈值效应”。当发展中国家的吸收能力达到一定水平时，更有可能检测到金融全球化的有利影响。初步证据还表明，除稳健的宏观经济政策外，改善公共治理和体制也对一个国家吸引波动较小的资本流入以及降低遭受危机的可能性具有重要影响。

国际金融一体化在原则上也应当有助于国家缩小宏观经济波动幅度。现有证据显示，在发展中国家中，这方面的潜在收益尚未得到充分地体现。事实上，在某些情况下，资本账户自由化可能导致一个国家更容易遭受危机。而全球化使这种风险更加突出，因为国际金融联系不仅会放大各种冲击的影响，同时也会导致冲击更迅速地跨国传播。在这方面似乎也存在某种阈值效应——只有在各国的金融一体化达到特定水平之后，波动幅度才会缩小。

本文提供的证据表明，对待金融一体化应当持审慎态度，健全的体制和宏观经济框架具有重要意义。但是，对现有证据的评估并未就一体化的最佳速度和顺序提供明确的线索。例如，一种观点认为在进行资本市场自由化之前应当先具有健全的体制，而另一种观点认为，自由化本身有助于一个国家引入更先进的做法，从而促进国内体制改善。而本文并无就如何平衡二者给出明确的答案。处理此类问题的最佳方法只能根据不同国家的具体环境来确定。

目 录

前言	vii
综述	viii
第一章 概述	1
定义和基本事实概况	2
金融全球化是否促进发展中国家的增长?	2
金融全球化对宏观经济波动有何影响?	3
体制和公共治理在全球化影响中的作用	3
总结	4
第二章 基本事实概况	5
测量金融一体化程度	5
北南资本流动	7
北南资本流动上升的相关因素	8
第三章 金融一体化与经济增长	12
理论上金融全球化的潜在益处	12
实证结果	13
综合分析	17
第四章 金融全球化和宏观经济波动	21
宏观经济波动	21
金融危机: 宏观波动的特例	24
金融全球化是否加剧了波动传递?	25
更易遭受全球化风险的若干因素	27
第五章 吸收能力及公共治理对全球化风险/收益取舍的影响	29
阈值效应和吸收能力	29
公共治理是吸收能力的一项要素	29
国内公共治理和国际资本流动波动	31
总结	33

附录一 国际金融一体化的第一个时期, 1870 - 1913 年	35
附录二 使用新古典主义的经济模型评估国际金融一体化 对发展中国家收入水平的有利影响	36
附录三 计算源于国际风险分担的潜在福利增益	38
附录四 活息证券以促进国际风险分担	41
附录五 小国与金融全球化	42
附录六 数据	44
参考文献	45
专栏	
3.1 不同类别的资本流动对增长的影响	18
3.2 金融和贸易一体化对经济发展是否产生不同影响? 寿命和婴儿死亡率方面的证据	19
4.1 全球化对波动的影响: 实证研究回顾	23
4.2 国际投资者的从众行为和顺势交易	28
5.1 透明度和国际共同基金	33
正文插图	
2.1 金融一体化程度指标	6
2.2 总资本流动	7
2.3 净私人资本流量	9
2.4 金融一体化程度较高的发展经济体中对外国所有权的限制	11
3.1 金融一体化促进经济增长的渠道	12
3.2 金融开放程度上升和实际人均国内生产总值增长	15
3.3 金融开放程度上升和实际人均国内生产总值增长: 有条件关系, 1982 年至 1997 年	16
3.4 金融和贸易一体化对改善一国健康的不同影响	20
4.1 收入和消费增长波动	24
5.1 腐败和外国直接投资	30
5.2 国际共同基金实际投资和 MSCI 基准之间的差别: 透明国家与不透明国家比较	31
5.3 从众行为和不透明	32
5.4 腐败使资本流动侧重于外国银行贷款	32
附录插图	
A3.1 源于国际风险分担的潜在福利增益	38

正文表格

2.1 不同类别资本流入的波动幅度	10
3.1 1980 年至 2000 年增长速度最快和最慢的经济体及其金融开放程度	14
3.2 关于金融一体化和经济增长的近期研究总结	16
4.1 部分变量年度增长率波动幅度	22

附录表格

A2.1 非经合组织国家：源于国际金融一体化的增益	37
A3.1 源于国际风险分担的福利增益研究总结	40
A5.1 小国是否不同？一些总结性统计数字，1960 年至 2000 年	42

本文件采用了下列符号：

… 表示无可数据；

— 表示数字为零或不足最后一位数的一半，或该项目不存在；

- 用于年或月之间，例如 1998 - 99 年或 1 - 6 月（表示涵盖的年度和月份，包括起始和终止的年度或月份；

/ 用于两个年度之间（例如 1998/99 年），表示财政年度。

“n. a.” 指不相关。

“十亿”指一千个百万；“万亿”指一千个十亿。

由于四舍五入，分栏数字相加的和与合计数字之间可能有微小差异。

在本报告中，“国家”一语并非总是指按照国际法和国际惯例所理解的国家，还包括一些非国家的领土实体，它们单独和独立编制和报送统计数据。

第一章 概述

在最近一波始于 20 世纪 80 年代中期的金融全球化过程中，工业国家之间的资本流动急剧增加，然而，更引人注目的是工业国家和发展中国家之间的资本流动。虽然资本流入在某些发展中国家中伴随着经济的高增长，但另一些国家却经历了阶段性的崩溃和重大的金融危机，使宏观经济和社会遭受了沉重损失。因此，在学术界和决策层关于金融一体化对发展中经济体的影响展开了激烈辩论。但是，其中很多辩论所采用的经验证据一方面非常有限，另一方面也不够严谨。

本文的主要目的是回顾关于金融全球化对发展中经济体影响的实证研究结果，重点探讨三个相关问题：

(1) 金融全球化是否促进发展中国家的经济增长？

(2) 金融全球化对发展中国家的宏观经济波动有何影响？

(3) 哪些因素有助于从金融全球化中受益？

从分析中得出的主要结论发人深省，在许多方面可以为决策提供参考。尽管许多金融一体化程度很高的发展中经济体的确经历了较高的增长率，在理论上，金融开放也的确能够通过多种渠道推动增长，但是，对各种研究结果的系统审查却表明，在金融一体化程度和产出增长之间难以建立稳定的因果关系。从宏观经济稳定性的角度来看，消费比产出更能反映福利水平；因此，消费波动被视作对经济具有不利影响。但是并无明显证据表明金融一体化有助于发展中国家稳定其消费增长。在理论上，一旦实现这种稳定，发展中国家就能够受益匪浅。事实上，本文中提供的

新证据表明，中低水平的金融一体化可能使得一些国家的消费波动幅度超过产出波动幅度。因此，在现有数据并未证明金融全球化促进了增长的同时，另一方面确实有证据表明某些国家因此反而经历了更大幅度的消费波动。

虽然本文的主要目标是提供经验证据而不是一组明确的政策建议，但从分析过程中仍可总结出一些关于充分利用全球化益处和控制全球化风险的基本原则。具体而言，一个国家的内部体制似乎发挥着作用。越来越多的证据表明，内部体制对一个国家吸引外国直接投资和防范危机的能力都具有可以量化的重要意义。虽然衡量体制好坏的各种指标无疑是互相关联的，但越来越多的证据表明，健全的法律和监督框架、较少腐败、较高透明度和良好的公司治理都有助于国家从金融全球化过程中受益。

但是，对现有研究结果的回顾并没有为已经开始或希望开始金融一体化的国家提供明确的路线图。例如，是应该在进行资本市场自由化之前先建立健全的体制，还是通过自由化来引进更先进的做法从而改善国内体制，这一问题仍然没有明确的答案。另外，无论是理论还是实证研究都没有对相关问题提出明确的、普遍适用的回答，例如有选择地进行资本管制是否合适、有效。这些问题的答案最终取决于一个国家具体的环境和体制特征。

本章以下部分概述了全文的结构。第二章从发展中国家的角度记述了全球金融一体化的某些突出特征。第三章和第四章分析了金融一体化影响发展中国家经济增长和波动的相关证据。第五章探讨了体制与金融一体化过程中风险利益取舍

的关系。

定义和基本事实概况

原则上,金融全球化与金融一体化是不同的概念。金融全球化是一个总括概念,指跨境资金流动造成的日益增多的全球联系。金融一体化指一个具体国家与国际资本市场之间的联系。显然,这两个概念密切相关。例如,金融全球化一般与金融一体化同步发展。因此,在本文中这两个概念互相通用。

就本文而言,更重要的是法规上的金融一体化(与资本账户自由化政策相关)和实际资本流动之间的区别。例如,政府对跨国资本流动的限制程度是一个学术界广泛采用的指标。如果使用该指标,许多拉美国家在金融流动方面将被视作封闭国家。但是,与所有发展中国家的平均水平相比,上述国家的实际跨境资本流量却很大。因此,如果根据事实判断,拉美国家对全球金融流动其实相当开放。相反,某些非洲国家在资本账户交易方面很少有正式限制,但其资本流动却很小。本文中的分析将主要侧重于事实上的金融一体化,因为几乎不可能对各类复杂的限制的作用进行跨国比较。归根结底,最重要的是实际开放程度。当然,本文也会探讨法规上的度量指标与事实上的度量指标之间的关系。

下列全球资本流动的突出特征与本文的中心议题相关。首先,跨境资本流动在过去十年中大幅度上升,这种上升趋势不仅体现于工业国家之间的流动,还体现于由工业国家向发展中国家的流动。其次,国际资本流向发展中国家的原因有两类,即“牵引”和“推动”因素。牵引因素源于政策变化及发展中国家其他方面的开放,包括资本账户和国内股市自由化以及大规模私有化项目。推动因素包括工业国家国内的商业周期条件和宏观经济政策变化。从长期来看,后一类因素包括工业国家中机构投资者重要性的增加以及人口方面的变化(例如工业国家中的人口老龄化)。上述因素的重要性表明,尽管在危机或全球商业周期萧条时出现了短暂的中断,全球资本

的增长及其流向发展中世界的长期压力仍然是过去二十年的主要特征。

国际资本流动的另一个重要特征是不同的成分的波动幅度存在显著差异。具体而言,银行贷款和证券投资流动的波幅远大于外国直接投资。虽然很难对资本流动进行准确分类,但证据表明,资本流动的构成对一个国家遭受金融危机的可能性有着显著影响。

金融全球化是否促进发展中国家的增长?

本节总结了理论上金融全球化对经济增长所能产生的益处,然后回顾了若干实证研究的结果。原则上,金融全球化可以通过若干渠道帮助发展中国家提高增长率。其中某些渠道直接影响经济增长的决定因素(国内储蓄增加、资本成本降低、从发达国家向发展中国家转让技术和国内金融部门发展)。在某些情况下,间接渠道可能比直接渠道更重要,包括改善风险管理带来的生产专业化程度上升以及竞争压力或全球化的“纪律约束效应”带来的宏观经济政策和体制改进。

理论上对经济增长的益处何种程度上在发展中世界成为现实呢?本文的资料显示,金融开放程度较高的(发展中)经济体的人均收入增长速度高于金融开放程度较低的经济体。但是,无法断定这种情况是否反映了因果关系,以及在控制因素之后,这种关系还不成立。虽然关于该主题的研究很多,但并无令人信服的证据。有一些文章发现金融一体化对增长产生了积极影响,但大多数文章则没有发现影响或至多发现影响不一致。因此,对迄今为止大量研究结果的客观解读表明,并不存在有力、稳定而统一的证据支持金融全球化本身能够提高经济增长率的论点。

该结果也许并不令人意外。如一些作者指出的,大多数国家之间的人均收入差别并非源于资本和劳动力的比率的差异,而是源于全要素生产率的差异,而后者可通过公共治理和法治之类的“软”因素解释。就此而言,虽然鼓励金融全球化可能带来更多资本流入,但资本流入本身并不能产生更高的增长。此外,正如下文中所详述

的,实行资本账户自由化的某些国家经历了与银行或货币危机相关的产出大幅下跌。另一种在前面提到的可能性是,金融全球化能够促进体制和国内政策的改善,但此类间接渠道无法通过标准回归框架证实。

简而言之,虽然在理论上金融全球化能够通过各种渠道促进经济增长,迄今为止尚无稳定的实证研究结果能够表明该因果关系在定量分析中十分重要。基于这种分析结果,金融开放和贸易开放之间形成了值得思考的对比,因为绝大部分研究文章发现后者对经济增长产生了有利影响。

金融全球化对宏观经济波动有何影响?

理论上,金融全球化有助于发展中国家更好地管理产出和消费波动。事实上,多种理论认为,随着金融一体化程度的上升,消费相对产出的波动幅度应当下降;全球金融多元化的要旨是一个国家能够把其某些收入风险转移至世界市场。由于大多数发展中国家在产出和要素禀赋结构方面相当单一,理论上,它们应该能够从国际消费风险分担中——实际上即以国内产值的部分所有权换回国际产值的部分所有权——获得比发达国家更大的利益。

就更好地管理消费波动而言,发展中国家实际上取得了多少益处呢?本文陈述的新研究描绘了令人不安的图景。具体而言,虽然在20世纪90年代产出增长波幅的平均水平比此前的三十年有所下降,但在90年代新兴市场经济体中消费增长的平均波幅相对收入增长的平均波幅增大了,而该阶段正是金融全球化迅速发展的阶段。换言之,如下文所详细论述,对国际资本市场利用能力的顺周期性似乎对实现金融一体化的发展中国家的相对消费波动产生了不利影响。

值得思考的是,对数据的进一步研究表明可能存在阈值效应。当金融一体化程度较低时,金融一体化程度上升伴随着消费波幅的相对增大。但是,一旦金融一体化程度超过某个阈值,该相关即变成负数。换言之,就金融足够开放的国家而言,消费波幅相对开始缩小。该项结果可能与

国际金融一体化有助于促进国内金融部门发展,从而有助于缩小国内宏观经济波幅的观点一致。但是,迄今为止,金融一体化的此类益处似乎主要惠及工业国家。

就此而言,发展中经济体的金融和货币危机的增多常常被视作与金融全球化相关的自然的“成长期痛苦”。后者可能有多种形式。首先,国际投资者倾向于从事顺势交易和从众行为,该趋势对发展中经济体可能产生不稳定影响。第二,国际投资者可能(与国内居民一道)对发展中国家货币实施投机攻击,从而导致就其经济和政策基本面而言不应有的不稳定。第三,危机传染的风险对本来状况良好的国家构成了主要威胁,因为国际投资者可能由于和国内因素毫不相关的原因撤资。第四,即使是民主选举的政府也不一定能够充分顾及未来子孙后代的利益。当目前人口和子孙后代的利益不一致时,可能引发政府过度举债。而金融全球化使政府更容易借债,因此可能加重“过度举债”问题。上述四项假说不一定相互排斥与独立,而有可能互相增强。

上述假设得到了一些实证研究结果的支持。例如,一些证据表明,国际投资者在新兴市场中的确比在发达国家中更容易从事从众行为和顺势交易。近期的研究也表明国际金融市场中存在波及效应。另外,某些资本市场开放的发展中国家似乎积累了难以持续的外债。

总之,除促进增长外,金融全球化理论上的益处之一是有助于发展中国家更有效地管理宏观经济波动,特别是通过缩小消费波动相对于产出波动的幅度。但事实却与此相反,即处于金融一体化初期的国家面临更大的产出和消费波动风险。

体制和公共治理在全球化影响中的作用

虽然在金融全球化和增长或消费波动之间难以找到一种简单关系,但一些证据表明该关系为非线性或存在阈值效应。金融全球化与良好的宏观经济政策及良好的国内公共治理相结合似乎有利于增长。例如,在人力资本和公共治理方面较

强的国家能够吸引较多外国直接投资，而外国直接投资对增长特别有利。在更具体的层面，近期研究表明腐败和外国直接投资流入量之间存在很强的负相关性。与此类似，政府运作透明度作为——良好公共治理的另一个方面——对吸引来自国际共同基金的投资有着显著积极影响。

在金融全球化的过程中，发展中国家遭受金融危机的可能性与宏观经济政策以及国内公共治理水平相关。例如，研究表明高估的汇率和国内信用的过度膨胀常常导致货币危机。另外，研究证据还表明缺乏透明度更容易使国际投资者从事从众行为，对发展中国家的金融市场造成不稳定影响。最后，研究证据表明严重的腐败可能影响一个国家资本流入的构成，从而使这个国家更容易遭受投机攻击和危机传染的影响。

因此，宏观经济框架的好坏以及公共治理水平的高低，对发展中国家从金融全球化中受益和抵御由国际资本波动而造成的冲击的能力都有重要的影响。

总结

本文的主要目的并非在于得出新的政策建议，而是通过回顾现有的实证结果和国家经验，为关于金融全球化（潜在的和实际的）利益/风险取舍的辩论提供参考。本文的主要结论是，迄今为止尚未发现强有力的证据来支持金融一体化有助于发展中国家提高增长率、减少宏观经济波动的论点。

当然，在这些方面缺乏强有力的证据并非意味着金融全球化毫无益处而只会产生重大风险。

事实上，尽管面临短期挫折，大多数开始了金融一体化进程的国家仍然沿着这条道路继续前进。上述发现与金融一体化间接益处具有重要性的观点一致，而间接因素在回归分析中可能难以发现。另外，长期益处某些情况下尚未充分实现，而长期益处可能大于短期成本。例如，虽然欧洲在货币一体化方面的努力导致 90 年代初期发生严重而代价昂贵的危机，但这些努力最终促成欧洲大部分国家采用了统一的流通货币。

虽然很难从对现有研究的回顾中得出新的、具有创意的政策建议，一些原则性的观点似乎还是得到了实证结果的支持。实证显示，良好的体制和高水平的公共治理不仅自身具有重要意义，也有助于发展中国家从全球化趋势中受益。同样，宏观经济稳定似乎也是确保发展中国家受益于金融一体化的一项重要前提。在这方面，国际货币基金组织作出的诸多努力是至关重要的，包括推动与“透明度”及“金融监管”相关的标准和守则，以及强调良好的宏观经济框架的重要性。上述观点可能已被普遍接受；而本文的贡献在于显示了存在一些系统的实证结果支持这些观点。另外，分析表明，对金融全球化应当在良好的体制和宏观经济框架这些前提条件下审慎地推动。

本文并未涉及如何选择适当的汇率体制或货币和财政政策。但是，值得指出的是，固定汇率或实际上的固定汇率体制和政府过度借贷似乎使得某些发展中国家在资本流动管理方面面临的问题更加复杂化。我们把对这些问题的系统探讨寄望于未来研究。

第二章 基本事实概况

在测量一个国家在金融方面与全球经济一体化程度上，资本流动的法规限制和实际跨国资本流动是两项指标。在评估金融一体化的影响时，理解这两项指标之间的差别很重要。基于其中任何一项指标衡量，近年来发展中国家与全球经济的金融联系均在加强。¹20 世纪 90 年代，从工业国家流向发展中国家的私人资本大幅度增加；但是，少数发展中国家吸收了其中的绝大部分。工业国家人口方面的变化与其他结构性因素，可能促进了资本从工业国家向发展中国家流动。

测量金融一体化程度

资本账户自由化通常被视作金融一体化的一项重要前奏。大多数正式的实证研究在分析资本账户自由化的影响时均采用基于资本流动的官方法规限制的指标，即各国当局向国际货币基金组织报告的指标。但是，该“是/否”指标虽然直接测量资本管制，并未反映管制强度的差异。²关于金融开放程度的一项更直接的指标是对外国资产和负债总存量占国内生产总值比重的估计。就本项研究而言，该存量数据比相关流量数据更能反映一体化的程度，因为存量数据在不同年度之间波动幅度较小，并且发生测量错误的概率较低

(假设不同阶段内的此类误差并不相关)。³

虽然这两项金融一体化指标相互关联，但反映的仍然是不同的两个方面。资本账户限制指标反映关于资本流动的法规限制，而金融开放指标通过已实现资本流动反映事实上的金融一体化。在本文的分析中，该区别相当重要，意味着以一体化的这两个方面有 2×2 种组合。许多工业国家就这两项指标而言都达到了高度金融一体化。发展中国家的情况不同。一方面，一些实施资本账户限制的发展中国家发现此类限制在控制实际资本流动方面没有效果。比如在 20 世纪 70 年代和 80 年代，一些拉美国家即出现过上述事实上的非自愿金融一体化。这些国家虽然在法规上对资本流动加以限制（即一体化过程中未实行资本账户自由化），但实际上资本仍然外流。另一方面，非洲的一些国家很少有资本账户限制，但资本流动量很小（即资本自由化并未伴随一体化）。⁴

3. 此类存量数据由 Lane 和 Milesi - Ferretti (2001 年) 建立。就操作而言，该指标涉及通过相应资本流入量和流出量的累积计算外国直接投资以及证券投资的资产与负债总体水平，并作出相关估值调整。Chanda (2000 年) 和 O'Donnell (2001 年) 探讨了采用同一组相关存量数据建立的一个类似指标。其他关于资本市场一体化的指标包括储蓄和投资相关度以及各种利息平价条件 (Frankel, 1992 年)。由于时间阶段延长，本文中使用的数据样本包含的国家数目很大，上述指标难以操作。

4. 源于国际贸易研究的一项类比在此处可能具有相关性。由于远离世界上的主要市场或其他不利的地理特征，一些国家尽管贸易障碍很少，但贸易量仍然很小，即使在控制其他因素后仍然如此。同样，由于远离主要金融中心（实际距离或历史关系距离），有些国家尽管资本账户相对开放，其资本流动却有限（见 Loungani、Mody 和 Razin, 2003 年）。

1. 请参阅附录一中关于国际金融一体化的历史论述。

2. 该指标在 1995 年之后停止使用，而换用一种新的、更加精确的指标，但新指标与原指标无法比较。较早的数据由 Mody 和 Murshid (2002 年) 延伸至 1998 年。

当然,不难找到资本账户关闭的国家在实际流量方面也有关闭的例证。

基于不同指标衡量,属于不同群组的国家金融一体化程度是如何随时间而变化的呢?⁵ 无论使用哪一种指标,工业国家和发展中国家在金融开放程度方面的差别都十分显著。工业国家的金融开放程度大幅度提高,特别是在 90 年代。虽然发展中国家的金融开放程度在这十年中也呈上升趋势,但其水平远远低于工业国家。

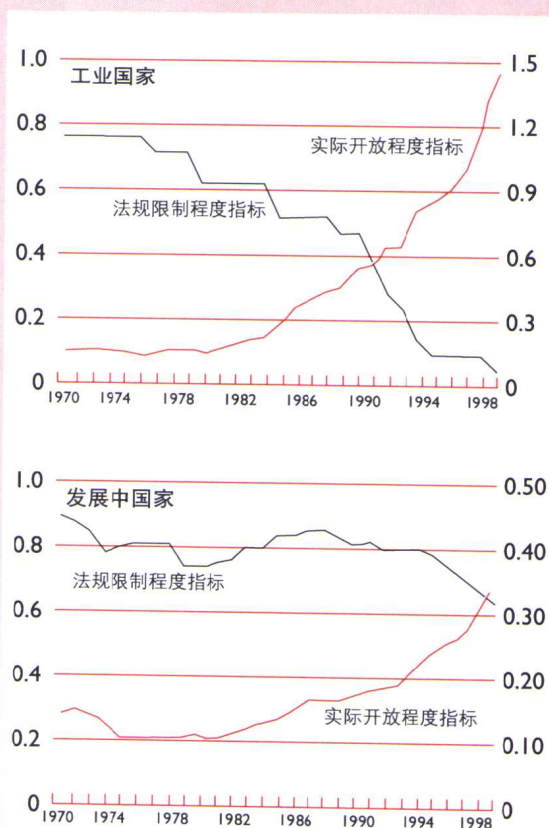
工业国家两项指标的未加权跨国平均值十分相似。它们一致表明这些国家自从 80 年代中期以来经历了迅速的金融一体化(图 2.1)。⁶ 至于发展中国家,平均限制指标显示,在经历了 70 年代的自由化之后,到 80 年代开放趋势逆转。90 年代初期再度实行自由化,但进展较慢。相比之下,按照实际流动计算,这些国家的平均金融开放程度指标在 80 年代略微上升,在 90 年代大幅度上升。发展中国家的金融开放程度上升反映了迅速的实际一体化,而资本账户限制指标相对粗糙,未能全部反映实际上的一体化。

但是,按照增量资本流动衡量,金融一体化对发展中国家的影响非常不均匀。⁷ 为了检验差别的程度,本文首先将样本中的发展中国家大致分为两组。具体划分方法基于过去四十年金融开放程度指标平均值排名,以及对金融一体化的其他指标的评估。

第一组包括 22 个国家,在下文中称为金融一体化程度较高的(MFI)国家;第二组包括 33 个国家,在下文中称为金融一体化程度较低的

(LFI)国家。⁸ 在目前阶段对该差别的解释必须审慎。具体而言,有必要重申国家分类的标准是基于实际资本流动的事实一体化指标,而并非基于为促进金融一体化而设计的政策的强度的指标。事实上,从法规角度来看,MFI 群组中有几个国家的资本账户是相对封闭的。总体而言,如下文所述,政策选择决定金融一体化的程度与性质。尽管如此,为本文分析方便,实际资本流动作为金融开放的指标更为适合。

图 2.1. 金融一体化程度指标



资料来源:国际货币基金组织(2001年和2002年); Lane 和 Milesi-Ferretti (2003年)。

注:在每一幅图中,左手纵向轴线显示资本账户限制指数的分数,右手纵向轴线显示外国资产和负债与国内生产总值的比率。

5. 本文使用的样本数据包含 76 个工业国和发展中国家(除非另外说明),覆盖的阶段从 1960 年至 1999 年。鉴于样本阶段很长,几个目前被定义为工业国的国家(如韩国和新加坡)收录于发展中国家群组。下列国家从样本中排除:大多数重债穷国(其中大多数有官方资本流动)、东欧和前苏联的转轨经济体(由于缺乏数据)、特别小的经济体(人口不足 150 万)以及中东的石油输出国。请参考附录四中的国家名单以及关于该样本数据的详细描述。

6. 在 20 世纪 80 年代,放松管制的速度特别快,当时欧洲共同体(现为欧盟)的成员解除了资本管制。资本跨境流量随之猛增。

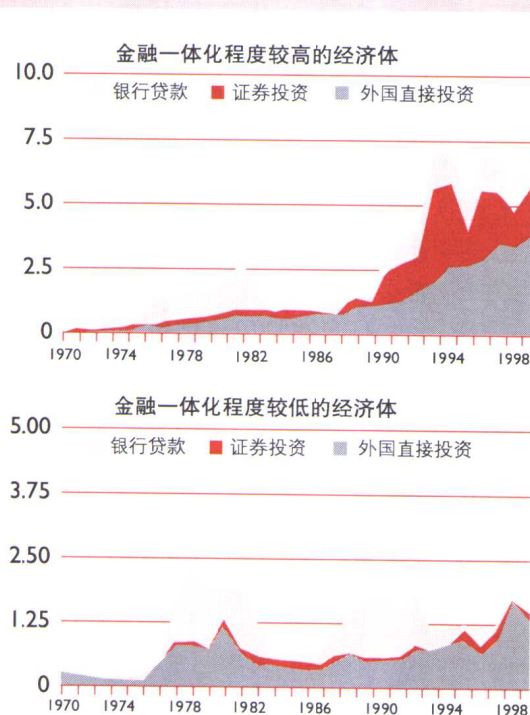
7. Ishii 等人(2002 年)详细分析了一批发展中国家的情况。

8. 毫不奇怪,这种分类方法产生的一组 MFI 经济体和 MSCI(摩根斯坦利资本国际)新兴市场股票指数中包含的国家大致相同。主要差别是我们由于数据有限而删除了转轨经济体,另外增加了香港特别行政区和新加坡。

应当指出,如何将发展中国家划分为 MFI 和 LFI 群组的细节对本文的主要结论并不重要。显然,该分类方法属于静态分类,并未考虑到国家之间在金融一体化时间和程度方面的差异。本文在报告一些描述性分析结果时采用上述分类。凡是该分类方法产生的结果有别于更正式的经济计量分析之处,均予以明确指出。文中报告的回归结果均基于总资本流动指标,该指标反映了不同国家之间的差别以及金融一体化程度随着时间的变化。

从图 2.2 中可以看出,少数 MFI 经济体在发展中国家国际私人资本总流量中占绝大部分,特别是在 90 年代。⁹相反,在过去十年中流入和流出 LFI 经济体的私人资本相对较少,某些类型的流量甚至低于 70 年代末期的水平。

图 2.2. 总资本流动
(相对于国内生产总值的百分比)



资料来源:国际货币基金组织各期《世界经济展望》和《国际金融统计》。

注:两幅图中的左标度数字不同。

9. 请注意,上面一幅图中的刻度数字是下面一幅图的两倍。

北南资本流动

过去十年中,全球金融一体化的重要特征之一,是从工业国家(北方)向发展中国家(南方)流动的私人资本净额大幅攀升。图 2.3 把这些资本流动分解成三大主要类别。主要增长来自于外国直接投资和证券投资,而银行贷款的相对重要性略有下降。事实上,在亚洲危机过程中,银行贷款净额有几年是负数。

来自发达经济体的外国直接投资增长净额中绝大部分流入 MFI 经济体,只有很小一部分流入 LFI 经济体(图 2.3, 下图)。证券投资流动净额显示了类似趋势,但流入 MFI 经济体的两类资金在亚洲危机后急剧减少,此后保持相对平缓的水平。LFI 经济体对银行贷款的依赖程度显著较高(此外,还有官方贷款和援助,虽然图中并未显示)。在 20 世纪 70 年代末期和 90 年代初期,对 LFI 国家的银行贷款曾大幅度上升。

上述流动的另一重要特征是波幅差别很大。表 2.1 显示了外国直接投资、证券投资和银行贷款流入发展中经济体的波幅。在流入发展中国家的私人资本中,外国直接投资的波幅最小,鉴于该类资金的长期性和相对固定性,该结果并不意外。证券投资波幅通常远远超过外国直接投资,并可能出现突然逆转。对 MFI 经济体和 LFI 经济体的单独分析也证实了上述规律。即使就 LFI 经济体而言,外国直接投资的波幅也显著低于其他两种类型的资本流动。¹⁰不同类别资本流动的波幅资本流动差异具有重要意义,下文中对此作了详细分析。

10. Taylor 和 Sarno 的研究结果(1999 年)与此一致,他们也发现外国直接投资的稳定性高于另外两类资本流动。Hausmann 和 Fernandez-Arias (2000 年)也在较低程度上证实了该结果。他们还指出,虽然外国直接投资的波幅在长期内呈上升趋势,但始终低于另外两类资本流动的波幅。在解释上述结果时,有理由对资本流动分类不当的可能性感到关切。由于本文引用的大多数研究使用类似数据来源,仅仅通过审查多项研究的结论并不能解决该问题。

北南资本流动上升的相关因素

导致流入 MFI 的私人资本净额大幅度上升及其流量构成变化的原因可分为牵引和推动两类因素 (Calvo, Leiderman 和 Reinhart, 1993)。这两类因素分别涉及: (1) MFI 经济体中的政策及其他发展, 以及 (2) 全球金融市场中的变化。其中第一类包括了股票市场开放和国有企业私有化等刺激外国资金流入的因素。而第二类因素则包括, 跨国存托凭证和交叉上市变得日益重要, 以及机构投资者成为流入新兴市场的国际资本的重要来源。

股市自由化带来的投资机会 (通常包括允许外国投资者介入) 促进了资本流入 MFI 经济体。MFI 经济体的本地股市中对外国投资者的限制在长期内有多大变化? 要回答这个问题, 分析一个对外国投资者拥有国内股票的限制指标很有帮助。该指标由 Edison 和 Warnock (2001 年) 设计, 虽然只是资本管制的一项要素, 但十分适合于模拟股票投资的流动。从图 2.4 中可以看出, 在强度和速度两方面, 不同区域中的 MFI 经济体的股市自由化进展十分迅速。¹¹

在 90 年代, 跨国合并与收购——特别是源于国有企业私有化的合并与收购——是流入 MFI 经济体的外国直接投资增长的一项重要因素。MFI 经济体中金融部门放松对外国投资者的限制也极大地促进了此类活动。¹²

工业国家中的机构投资者——包括共同基金、退休基金、对冲基金和保险公司——在将资

本从工业国家引入发展中国家的过程中发挥了重要作用。它们帮助散户投资者克服了信息和交易费用障碍, 使其能够参与对新兴市场的证券投资。共同基金在这方面发挥了特别重要的作用, 使散户投资者能够将投资范围扩大至发展中国家。¹³虽然国际机构投资者仅把一小部分资金投入 MFI 经济体, 但由于当地资本市场规模相对较小, 它们在这些经济体中仍然起着重要作用。仅专门投资于新兴市场的基金即已持有亚洲、拉丁美洲和转轨经济体总市值的 5% ~ 15%。

尽管在最近的新兴市场危机后北南资本流动减少, 但某些结构性力量可能在中期和长期导致此类流动再度增加。人口变化对此类流动产生了重要影响。目前工业国家中人口特征的一大变化是老龄依赖比率上升。在未来几十年中, 由于医学技术进步、平均寿命延长和生育率下降, 该趋势将进一步强化。为迅速老龄化的人口退休后的消费需求提供资金要求提高目前这些经济体中国家和私人的储蓄率。但是, 如果储蓄率的确上升, 可能导致发达国家中资本回报率下降, 与资本贫乏的南方国家相比尤为如此。这将鼓励资本由北向南流向回报率较高的国家。¹⁴

上述各项力量表明, 尽管最近北南资本流动出现了急剧逆转, 但发展中国家最终将再度面临金融全球化带来的机会与风险的微妙平衡。源于金融一体化的益处是否足以抵消进一步承担变幻不定的国际资本流动风险的代价? 下文将对关于该问题的证据进行分析。

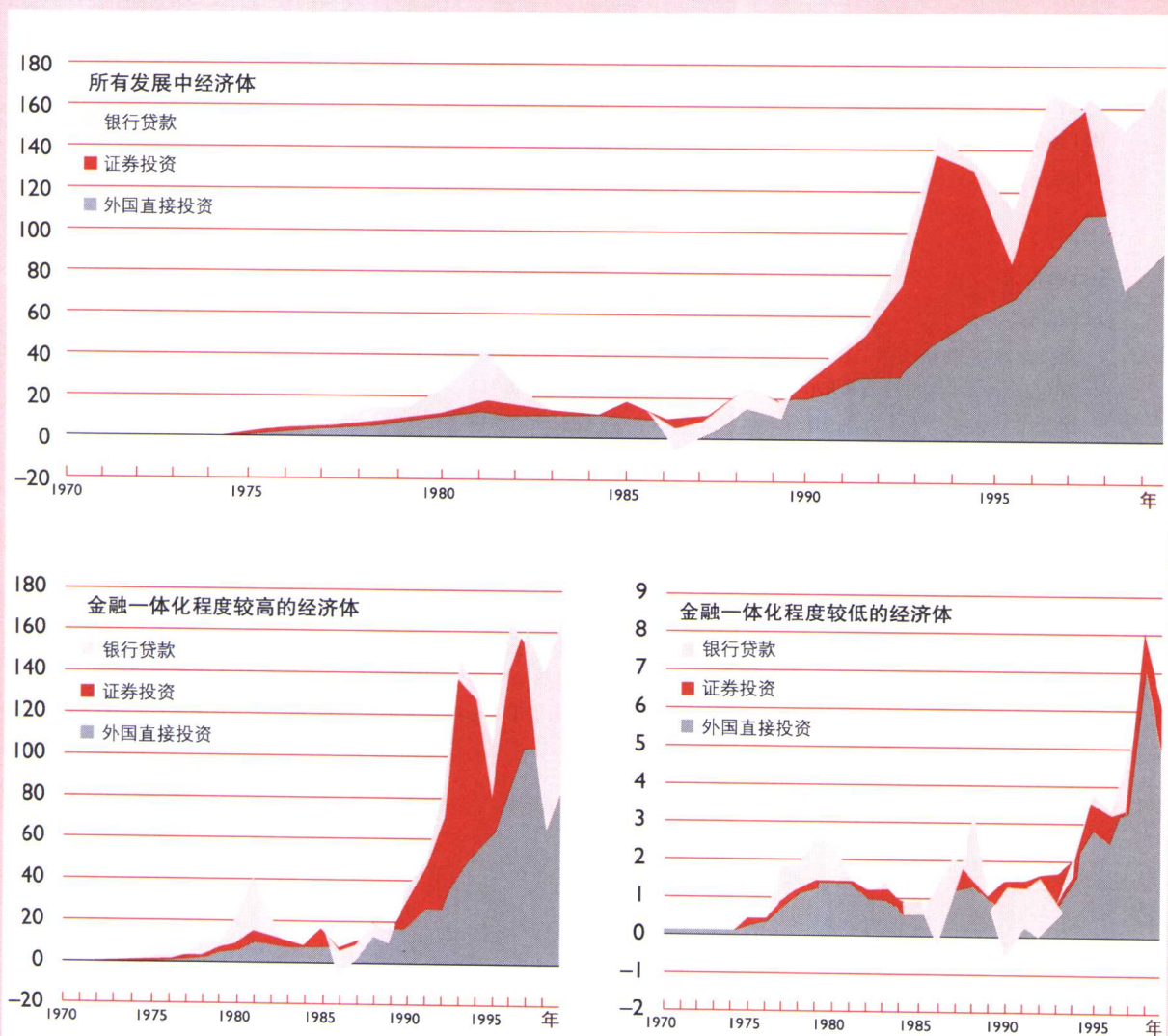
13. 在 90 年代, 共同基金在 MFI 国家中的投资显著上升。例如, 在 1995 年底, 专项新兴市场股票基金持有的拉美股票为 210 亿美元。到 1997 年底, 他们持有的拉美股票已增长至 400 亿美元。虽然共同基金在亚洲的增长幅度较小, 但对该地区的许多国家而言共同基金的投资仍然很重要。请参阅 Eichengreen、Mathieson 和 Chadha (1998 年) 关于对冲基金的详细研究。

14. 当然, 该相关跨国比较将基于风险调整后的资本回报率。Brooks (2000 年) 分析了人口趋势——包括不同群组的国家之预期生育率——对北南资本流动的影响。Attanasio 和 Violante (2000 年) 指出, 推动上述资本流动的 global 福利效应规模可能很大。这种预测假设不会发生从南方向北方的大规模劳动力转移, 但如果发生这种转移, 人口构成的变化会减弱, 也会影响资本的相对回报率。

11. 该股市自由化指数系基于国际金融公司 (IFC) 就每一个国家制定的两个指数——全球指数 (IFCG) 和可投资指数 (IFCI)。IFCG 代表整个市场, IFCI 则代表向外国投资者开放的市场部分, 开放程度由 IFC 基于法律和流动性标准确定。Edison 和 Warnock (2001 年) 建议把 IFCG 总市值与 IFCI 总市值的比率用作股市自由化指标。该比率以定量方式反映了外国投资者对具体国家股市的参与程度; 用 1 减去该比率可理解为一个国家资本管制强度的指标。

12. 世界银行 2001 年《全球发展金融报告》指出, 拉美的金融部门获得的外国直接投资源于外国企业购买国内的私有银行。由于此类购买活动, 外国控制的银行资产份额从 1994 年的 8% 上升为 1999 年的 25%。在东亚, 外国投资者购买了许多面临财务困难的地方银行, 导致外国控制的银行资产从 1994 年的 2% 增长为 1999 年的 6%。

图 2.3. 净私人资本流量
(10 亿美元)



资料来源：各期《世界经济展望》，国际货币基金组织。

注：1997年至1999年金融一体化程度较高的经济体之外国银行贷款为负数。