



郑基超 著

国际资本流动对 中国金融 稳定的影响及应对研究



GUOJI ZIBEN LIUDONG DUI
ZHONGGUO JINRONG WENDING DE YINGXIANG JI YINGDUI YANJIU



合肥工业大学出版社
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

国际资本流动对中国金融 稳定的影响及应对研究

郑基超 著

合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际资本流动对中国金融稳定的影响及应对研究/郑基超著. —合肥:合肥工业大学出版社, 2015. 8

ISBN 978-7-5650-2383-5

I. ①国… II. ①郑… III. ①国际资本—资本流动—影响—国际金融—研究 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 184217 号

国际资本流动对中国金融稳定的影响及应对研究

郑基超 著

责任编辑 陆向军

出版 合肥工业大学出版社
地址 合肥市屯溪路 193 号
邮编 230009
电话 综合编辑部:0551-62903028
市场营销部:0551-62903198
网址 www.hfutpress.com.cn
E-mail hfutpress@163.com

版次 2015 年 8 月第 1 版
印次 2015 年 8 月第 1 次印刷
开本 710 毫米×1010 毫米 1/16
印张 9.5
字数 156 千字
印刷 安徽联众印刷有限公司
发行 全国新华书店

ISBN 978-7-5650-2383-5

定价: 26.00 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社市场营销部联系调换。



前言

伴随着全球经济一体化,国际资本流动在深度和广度上不断推进,国际资本流动就像一把双刃剑,在为发展中国家追赶发达国家缩小国民收入差距提供机遇的同时,也给很多国家带来了危机。随着我国改革开放的不断深入,国际资本流动的规模和范围在不断扩大,研究国际资本流动对我国经济增长收益的文献数不胜数,而关注资本流动对我国金融稳定影响的文献则相对少得多,研究也不够深入,目前在国际资本流动对我国金融稳定的影响方面尚未形成理论体系。

本书试图设定国际资本流动影响中国金融稳定的研究框架,并用这一研究框架分析实际问题。文章通过对国际资本流动历史渊源、规模和动因的回顾,结合金融稳定理论与国际资本流动冲击金融稳定的机制分析,对中国的资本流动如何影响金融稳定进行了理论和实证的探索,在此基础上结合其他国家的国际资本流动管制实践,为在资本流动条件下维护中国金融稳定提供了可操作的制度和对策建议。

文章的引言部分对论文的研究目的和意义、国内外研究现状、研究理论空白、研究设想和研究方法及创新之处等进行了说明,指明了文章的研究方向。

第一章对国际资本流动的概念进行了简单梳理,回顾了国际资本流动的历史,并对国际资本流动的动因和历史作用进行了归纳。

第二章分析了当代资本流动的规模,按照国际资本流动可能的途径,分为直接投资、证券投资、通过经常账户进行的资本流动及外债等方式。总体上看,中国吸收的国际资本绝对值较高且逐年增长;从中国对外资本输出来看,中国对外投资主要由国家以外汇储备这样的低收益方式持有,企业层面对外输出资本规模和结构与中国经济规模和优势产业结构很不相称,本章还应用税务成本法分析了通过各种可能途径进出中国的套利资本进出中国的成本。



第三章建立了国际资本流动影响金融稳定的理论框架。首先对金融稳定的内涵进行了探讨,接着分别从理论和实践方面阐述了国际资本流动影响金融稳定的机制。以东南亚金融危机期间的泰国为例说明了国际资本流动如何影响金融稳定导致危机爆发,结合三代货币危机模型从理论上指出了国际资本流动引发货币危机、金融危机的机制。本章使用经典宏观经济模型 IS—LM—BP 模型分析了开放经济条件下国际资本流动趋势反转对产出、利率及汇率等关键经济金融指标的影响,并引入了海外投资收益这一变量对 IS—LM—BP 模型进行了扩展,发现在引入海外投资收益变量后境外利率变化对产国内产出、汇率的影响程度较未引入前要小。

第四章是实证部分,将国际资本流动对金融稳定的影响定量化,金融稳定是个抽象的概念,最终应体现在受国际资本流动影响的一些核心指标的稳定性上。本章选取了金融稳定的一些核心指标如银行体系稳定、汇率、房地产和股票市场价格,将国际资本流动对这些变量的冲击量化,尽可能地进行计量分析,以厘清影响。

按照逻辑顺序,在实证分析国际资本流动对金融稳定影响后,接下来应该提出对策性建议;资本流动管制手段的实施应该是顺势而动,适时启动。第五章就实施国际资本流动管制措施建立了分层次的预警指标体系,充分借鉴了国外资本流动危机预警指标体系研究成果,建立了中国特色的国际资本流动危机预警体系,分为三个层次:经济基本面信号、直接作用信号和压力信号,监管机构可以根据发出信号的层次决定相应的策略。

在预警指标体系发出信号后,应该采取什么样的对策?有哪些国际经验可以借鉴?第六章对国际资本流动管制理论与实践进行了研究,对国际资本流动采取管制措施得到了越来越多的经济学家的认同。本章结合巴西的资本流入税、智利的无息准备金制度研究了价格型国际资本流动管制措施的作用,认为在市场经济环境下价格型国际资本流动管制措施要优于数量型国际资本流动管制措施。

第七章对国际资本流动条件下如何维护我国金融稳定提出了相应的制度和对策建议,既包括宏观上的制度构建:实施更加灵活的汇率安排,保持最优外汇储备,高于最优水平的外汇稳步推行藏汇于民政策,并在改革国际货币体系的基础上循序渐进推动资本账户开放;也包括具体微观管制措施:在借鉴第六章国际经验的基础上,当国际资本流动危机预警指标体系发出危机信号时,文章提出相应的管制措施,至此文章完成了从理论到实践的飞跃。

第八章对本书主要结论进行了总结。



目 录

引 言	(001)
第一章 国际资本流动概念、历史及动因	(007)
第一节 国际资本流动概念及分类	(007)
第二节 国际资本流动简史	(009)
第三节 国际资本流动的动因	(012)
第四节 国际资本流动的作用及制约因素	(018)
第二章 当代中国国际资本流动的规模、流向及成本	(021)
第一节 直接投资态势、规模和流向	(021)
第二节 证券投资的规模和流向	(027)
第三节 通过经常账户进行的资本流动	(030)
第四节 外 债	(036)
第五节 通过各种途径进出中国的资本流动成本	(038)
第六节 中国资本流动情况概述	(043)
第三章 国际资本流动影响金融稳定的理论框架	(045)
第一节 金融稳定的定义及内涵	(045)
第二节 国际资本流动对金融稳定的影响——以泰国为例	(046)
第三节 国际资本流动引起货币危机、金融危机的理论分析	(050)
第四节 开放经济条件下国际资本流动对金融稳定的影响——IS—LM—BP 模型及其扩展	(054)



第四章 国际资本流动对中国金融稳定的实证分析	(068)
第一节 国际资本流动对宏观经济发展的作用	(068)
第二节 国际资本流动对中国银行体系稳定的影响	(076)
第三节 国际资本流动对人民币汇率水平的影响	(081)
第四节 国际资本流动对中国房地产市场的影响	(089)
第五节 国际资本流动对中国证券市场的影响	(093)
第六节 资本外逃对中国金融稳定的影响	(104)
第五章 国际资本流动危机预警指标体系构建	(108)
第一节 国外资本流动危机预警指标体系介绍	(108)
第二节 中国特色的国际资本流动危机预警体系	(109)
第六章 国际资本流动管制理论与实践	(115)
第一节 对国际资本流动的反思	(115)
第二节 国际资本流动管制的目的和效果	(116)
第三节 国际资本流动管制实践	(117)
第四节 数量型管制措施与价格型管制措施的比较	(122)
第七章 国际资本流动条件下保持金融稳定的对策研究	(123)
第一节 改革国际货币体系, 稳步推行藏汇于民政策	(123)
第二节 循序渐进推动资本账户开放	(127)
第三节 对国际资本流动采取必要的管制措施	(130)
第八章 主要结论	(133)
参考文献	(135)
后 记	(146)



引言

一、研究目的和意义

资本是逐利而动的，对收益率波动极为敏感，其运动逻辑缺乏理性，甚至有时冲动。当国际社会对一国经济成长前景看好时，外国资本就会狂热地涌入，这种大规模涌入最终超过了东道国的吸收能力，特别是在那些金融市场资源配置效率低下的国家，金融体系无法将涌入的资本转化成实体经济生产能力，过多的资本最终会拥挤在房地产或股票市场等资产市场，形成资产泡沫。泡沫崩溃的一刻，大量资本外逃，引发货币危机进而是金融危机甚至于经济、政治、社会危机。从 20 世纪 80 年代的拉美债务危机和 90 年代的东南亚金融危机到 2009 年的东欧地区金融危机，其背后的逻辑概莫能外。

目前我国仍然对资本项目实行着较为严格的管制，这种资本管制对我国成功避开东南亚金融危机及 2008 年世界金融危机发挥了重要的作用。我国加入世界贸易组织后，对外开放进入了全面深化阶段，各种金融管制政策在逐步放松。即使是目前对证券投资较严格的管制也阻挡不了各种套利资本的涌入，在媒体报章，热钱进出的新闻屡屡引发热议。

尽管国际资本流动已经影响到了中国的金融稳定，但目前对国际资本流动可能带来的威胁仍然缺乏深度关注。部分原因在于我国吸收的外国资本中，外商直接投资规模很大，占流入资本比重高，传统上认为 FDI 是比较稳定的一种资本输入形式，人们只看到 FDI 这种正面效应，而忽略了 FDI 可能会长期恶化国际收支，也忽视了其他形式的资本流动对金融稳定的影响。

因此，如何应对大规模的国际资本流动是开放经济下的一个重要课题。对我国来说，目前主要面临的是资本流入问题，重点是要关注资本流入对我国金融稳定的影响。但未雨绸缪，有流入就有流出，随着我国“走出去”战略的推进，也要关注资本流出对我国金融稳定的影响。本书将在深入探讨中



国国际资本流动的规模、动因及对金融稳定的影响基础上,结合世界各国应对资本流动危机的措施,厘清国际资本流动对我国金融稳定影响的理论、途径,为在国际资本流动背景下维护我国金融稳定、推动我国经济持续平稳健康发展提供理论支撑,并在此基础上提出相应的国际资本流动利用、监管政策性建议,从而维护我国金融稳定,促进经济健康发展。

二、国内外研究现状

1. 国外研究现状

关于国际资本流动的正面作用,钱纳里和斯特劳特(1966)在其经典著作《外援与经济发展》中认为国际资本流动能够填补一国外汇与储蓄缺口,从而促进一国经济增长,众多的关注国际资本流动对经济增长作用的文献多在此理论基础上派生。

但是资本与商品和服务不同,资本流动的驱动因素就如同经济史学家 Charles Kindleberger 说过的那样,是由恐慌和狂躁所驱动的。特别是当危机爆发后,东道国为了将外国资本留在国内,往往会大幅度提高利率,反而引起国内经济紧缩。同时,外国投资者开始大量抛售国内资产,引起本国资产价格暴跌。如东南亚金融危机爆发后资本大量流出,从 1996 年的流入转到 1997 年的资本净流出状态^①。

关于国际资本流动引起货币危机、银行危机和金融危机的机制,学术界先后提出三代货币危机理论加以详尽地论述。第一代货币危机模型最初提出者是 Salant 和 Henderson (1978), Flood 和 Garber (1984) 对其建立了一个简单的模型加以分析,该模型的核心思想是政府的财政扩张政策最终会耗尽外汇储备,从而导致政府事先设定的固定汇率制度崩溃。

第一代货币危机理论解释 1992 年欧洲一些国家爆发货币危机时遇到了困难,当时发生危机的瑞典等工业化国家在危机爆发前政府财政赤字并不大,而且作为发达国家在国际市场筹资也非常容易,危机似乎不应该发生在这些国家。对此 Obstfeld (1994) 提出了“预期自我实现”危机理论:当政府作为一个理性的经济人出现时,其行为会根据效用(损失)函数进行利弊权衡,

^① Jagdish Bhagwati, 1998. "The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars". Foreign Affairs, Vol 77, pages: 7-12.



放弃固定汇率制度损失较小时,政府就会选择放弃固定汇率制度,企业与个人也会预期到政府的效用函数及行为反应模式,将政府行为模式纳入反应函数,当经济主体预测政府会放弃固定汇率时,市场会出现大规模套利资本流动,导致固定汇率制度崩溃。

东南亚金融危机的爆发昭示了传统危机理论的失效,危机促进了新思想的产生,大量理论应运而生,这些理论被总称为“第三代货币危机理论”,包括道德风险模型等,核心思想是认为政府对企业的隐性担保使企业在国际资本市场过度借贷从而引发危机。

2. 国内研究现状

国际资本流动对中国经济增长的促进作用是显而易见的。沈坤荣,耿强(2000)认为:FDI的增加促进了中国的出口,通过外需拉动经济增长,同时外国直接投资在产品需求上拉动了工业结构的升级,带动相关的配套生产企业,通过中间投入品的本地化,带动中上游产业的发展;并且,FDI对我国还有技术溢出效应,通过与外资的合作、合资及引进外国技术和工艺,我国企业产品上了一个新台阶。朱孟楠,郭小燕(2007)对国际资本流动的经济增长效应进行了定量分析,通过建立开放经济条件下小国生产、消费、收入和需求模块发现:当国际资本净流入增长50%时,国内总产出增长1.467%。

国际资本流动虽然对中国经济增长起到了重要的推动作用,但其对中国金融稳定的影响也引起了学术界的关注。

第一,国际资本流动制约了中国货币政策的实施。中国科学院研究生院国际资本流动研究课题组(2008)认为,包括国际资本流入在内的外汇储备的快速积累使得外汇占款成为基础货币投放的主渠道,制约了中国货币政策的独立性。由于外汇占款的不断增加,为治理流动性和控制货币信贷增长而采取措施成为中央银行货币政策的主要任务,破坏了货币政策的稳定性基础。曹勇(2005)也认为在克鲁格曼“不可能三角”中,中国选择了固定汇率、较严格的资本管制和较大的货币政策独立性,但是随着国际资本流动规模的日益扩大,资本管制越来越容易被突破,由此导致中国的货币政策独立性逐步丧失。鲁春义(2006)也认为,在多重利益诱导下,在中国资本项目逐步开放、人民币汇率改革背景下,外资持续大量进入中国,对中国货币体系带来了较大冲击,增大了金融和经济危机在中国发生的可能性。

第二,国际资本流动对中国物价产生了重要影响。孙婉洁,臧旭恒



(1995)认为外资流入通过两个渠道对我国价格水平产生影响:首先外资流入通过兑换成人民币直接扩大了国内的货币供应量,从而构成通货膨胀的直接压力;其次,外资企业通常投入的是注册资本,企业要想顺利运行还需要国内配套资金支持。据测算,每利用1美元外国资本,中国就需要增加固定资产投资配套13.6元(1美元=8.5人民币)。

第三,国际资本流动对中国银行稳定产生了冲击。王桂梅,陆迁(2005)认为大量国际资本流入带来央行基础货币的增加,进而商业银行存款准备金也随之增加,银行信贷规模也相应扩大,逆向选择和道德风险问题会变得严重起来。

第四,国际资本流动会对人民币汇率产生影响。奚君羊(2002)认为20世纪90年代上半期,尤其是1993—1996年间由于中国利率远高于国际市场,国际资本大量流入中国,导致外汇市场人民币汇率受到升值压力。而1996—2001年间,由于国内利率较低,加上东南亚金融危机形成了人民币贬值预期,资本大量流出国内,对人民币汇率又产生了贬值的压力。关于国际资本流动对人民币汇率的定量影响,施建淮和余海丰(2005)和谷宇、高铁梅和付学文(2008)分别进行了实证,证明外资流入确实对人民币汇率形成了升值压力。

第五,关于国际资本流动对人民币资产市场包括房地产市场和股票市场的影响,刘莉亚(2008)认为,境外热钱显著推动了住宅价格特别是高档住宅价格指数的上升,在住宅价格指数变化率的波动中热钱因素约占20%,但热钱与股票价格指数变化间没有明显的统计关系;不过梅鹏军,裴平(2009)却提出了相反的观点,认为国际资本流动与股票市场价格指数间存在着一种正相关关系,当资本大规模潜入时,股票价格指数就上涨,反之亦然。

三、研究的知识空白

在对现有文献进行了仔细地梳理后,发现国内现有研究虽然在深度上和广度上不断进步,但仍存在诸多不足之处:首先,虽然关于国际资本流动与危机方面的文献很多,但大部分是直接来源或受启示于国外文献,系统研究国际资本流动与金融稳定逻辑关系的文献很少;其次,国内关于资本流动与金融稳定的论文大多就理论谈理论,很少理论联系实际。例如关于套利性的热钱进入中国的问题,针对热钱流入渠道,学术界提出了很多观点,也有不



少实证分析,很多学者认为高报出口、低报进口是热钱流入的主渠道,但是这种方式会带来较高的税收成本,对此却没有相应研究;再次,由于理论没有联系实际,加上实证研究不足,因此虽然研究成果众多,但仍缺乏建立在坚实理论和充分实证基础上的有指导意义的国际资本流动监管对策。

当前,关于热钱进入中国的探讨很激烈,在对监管热钱的方向上学术界还存在争议,热钱的流入成本分析即是目前研究的空白点,其他空白点还包括资本流动对金融稳定的定性、定量分析框架及研究结果,符合中国实际的国际资本流动危机预警指标体系,基于国际资本流动对金融稳定分析基础上的金融稳定制度安排及国际资本流动监管政策等,这些都是本书力图要填补的空白。

四、研究方法

本书将坚持理论指导实践的原则,力图理清我国资本流入流出的规模、国际资本流入流出对我国金融稳定的影响,研究如何在保持开放的同时使国际资本流动对我国金融稳定冲击最小化。文章搜集了大量数据进行实证研究,方法包括经济数学建模、图形分析、计量分析、国际经验归纳。

第一、二章:主要采取文献阅读、资料搜集法,搜索大量的数据、资料,把握国际资本流动趋势及动因,采取税收法律知识计算比较各种途径境外资本进出我国的成本,为后文监管对策提供针对性方向。

第三章:在分析资本流动对金融稳定的影响时,从理论探讨与案例分析两方面进行分析,并结合 IS—LM—BP 模型进行定性图形分析、定量数量经济学分析等方法。

第四章:运用理论及实证分析的方法研究资本流动对中国金融稳定的冲击途径、力度等。本章将研究国际资本流动对宏观经济社会发展战略的作用,并建立中国的消费价格指数、汇率等指标的计量模型,将国际资本流动情况纳入模型,同时运用统计数据法、逻辑推法定性分析国际资本流动对银行稳定、房地产市场、证券市场及资本外逃对金融稳定的影响。

第五章:在第四章实证分析的基础上建立针对性的国际资本流动风险预警指标体系,在参考国际经验和变量历史波动区间的基础上确定临界值,指标体系对可能影响我国金融稳定的国际资本流动异动发出信号。

第六、七章:采用经验分析法深入研究国外已使用的数量型与价格型资



本流动管制手段,并用剩余法探讨数量型与价格型资本流动管制措施的优劣,为我国在国际资本流动背景下维护金融稳定梳理出系统、宏观的制度安排,并用逻辑推理演绎归纳出针对性的资本流动管制措施。

五、研究创新之处

本书创新之处主要包括:

第一,本书应用税务成本、会计知识对通过各种可能途径进入中国的套利资本成本进行了阐述和分析,从而为接下来的监管对策提供了重要依据。

第二,文章对传统的 IS-LM-BP 模型进行了拓展,引入了海外投资收益变量,发现引入海外投资收益变量后,国际资本流动对国内产出、汇率的冲击减弱。

第三,国内现有研究或停留在理论层面,或将视角集中于金融稳定的某一方面,系统性不强,本书首先对国际资本流动冲击金融稳定进行了理论分析,然后进行了实证研究,最后在广泛借鉴国际资本流动管制经验的基础上提出了对策,理论、实证、对策建议一气呵成,剪系统性强。

第四,落实金融稳定的概念,将其分解到具体的金融指标上,并搜集了详细的数据,将国际资本流动对这些核心金融指标的影响量化。

第五,研究的总体性,中国国际资本流动的重要结构特征就是对外以低收益的外汇储备投资换取高收益的对内 FDI 及证券投资,本着应对老龄化的原则,同时也是为了维护我国金融稳定,文章提出了扩大投资收益的总体制度安排。

第六,研究的政策实用性,按照理论→实证→对策逻辑顺序,对资本流动与金融稳定关系进行了深入研究和全面系统分析,得出了具有实用价值的国际资本流动背景下维护金融稳定的制度安排及具体管制政策。



第一章 国际资本流动概念、历史及动因

第一节 国际资本流动概念及分类

一、资本及资本流动概念

在经济学中，资本是一个基本的概念，但不同学派对其理解并不一致。随着大工业的发展和金融业的兴盛，产业资本和金融资本逐渐在经济生活中占据主导地位，资本的范围也扩大到产业资本、金融资本，无论哪一类资本，其共同的特征就是能够带来剩余价值^①。

总结起来，资本是一个社会用于生产商品和劳务的财富的总和，资本本身是过去生产的产品和服务，但现在和将来用于生产。资本与投资的关系是存量与流量的关系，投资是一个社会扣除即期消费后的产品和劳务总和，投资用于生产会使生产效率提高，在将来能取得更多消费，投资是流量概念，会增加资本存量。

资本的本质是获取最大收益，因此从其诞生之日起，资本就开始不断流动以寻求最佳回报，现代通信技术和金融市场的发展使得资本可以在全球范围内自由配置，资本越来越全球化，产生了国际资本流动。国际资本流动，就其实质而言与国内资本流动没有太大区别，但是因为这种流动跨越了国界，就会涉及不同国家货币转换问题、东道国可能会实施外汇管制或限制投资收益对外汇出等问题。按照《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》的定义，“当一国（资本输出国）居民向另一国（资本输入国）居民提供贷款或向其购买财产所

^① Alison Dean, Martin Kretschmer. Can ideas be capital? Factors of production in the post-industrial economy: a review and critique [EB/OL]. www.cippm.org.uk/pdfs/capital_amr.pdf.



有权时,就产生了国际资本的流动”。小岛清认为国际资本流动本质上是购买力的单方面转移,这种购买力的单方面转移最终通过商品货物等实物的单方面价值转移来完成^①。

因此,所谓国际资本流动可以理解为购买力跨国间的转移,这种转移以获取最大报酬为目标。

二、国际资本流动的类型

国际资本流动有许多种不同的分类形式,按照流动主体可以分为官方资本流动和私人资本流动;从流动周期来考察,国际资本流动可以分为长期资本流动和短期资本流动两种形式。一般来说,以时间划分的较为常见。长期资本流动的期限通常在一年以上,主要包括直接投资、证券投资和国际贷款,其中国际直接投资包括跨国并购和直接投资(绿地投资),短期资本流动通常期限在一年以下,包括贸易融资,金融机构间资金调拨及投机性资本流动。

(一) 长期资本流动

长期资本流动的期限通常在一年以上。通常包括:

1. 直接投资

直接投资通常是指以获取有效发言权为目的的投资,包括:在东道国投资建厂,或者通过并购取得东道国企业的股权达到一定比例。

2. 证券投资

证券投资是与直接投资相对应的一种投资形态,是指以购买证券(包括股票、债券、货币市场工具和金融衍生产品如期权)的方式对东道国进行投资,或是在东道国股票市场购买上市公司股票,或是购买东道国发行的各种债券及其他金融产品,这是机构投资者常用的投资方式;

3. 国际贷款

国际贷款是通过银行等中间机构进行的国际资本流动形式,它是商业银行跨国经营的产物,主要包括国际商业银行贷款、金融租赁等,另外也包括国际金融机构贷款和政府间贷款。

(二) 短期资本流动

短期资本流动的期限通常在一年以下,通常包括:

^① 小岛清,《对外贸易论》[M],天津:南开大学出版社,1987。



1. 贸易融资

贸易融资是指在国际贸易中供给者与需求者间的信贷或是预先付款而形成的短期资本流动。

2. 投机性资本流动

这种资本流动即是通常意义上所说的热钱,按照何泽荣,徐艳(2004)的定义“热钱是在国际金融市场上对各种经济金融信息极为敏感的、以高收益为目的、但同时承担高风险的、具有高度流动性的短期投资资金”;其获利途径主要包括:流入货币被低估的国家以获取升值收益;流入高利率国家以获取利息收益(前提是名义汇率基本保持稳定);利用金融产品在不同地区间的价格差异进行套利。这种投机性的资本流动往往并不采取特定的流动形式,有时混同在其他账户中^①。

第二节 国际资本流动简史

工业革命以前,国际资本流动已初具规模,当时西班牙将黄金白银到从美洲运到欧洲,引起欧洲物价上涨。不过,这样的资本流动纯粹是对美洲的剥削,未与实体经济及国际贸易相联系,不是实际经济交易产生的资本流动,因此并不是现代意义上的国际资本流动。

以蒸汽机的广泛应用为标志的工业革命拉近了世界各国的距离,国际资本流动也空前繁荣起来。理论界一般认为,从1870年代到20世纪90年代,全球共经历了四次资本流动高潮^②,第一次高潮是从1870年到第一次世界大战,此时资本流动的主要形式是债券融资,国际资本流向是从英法等较先进国家输出到劳动力稀缺和资源丰富的国家如澳大利亚、加拿大等;第二次高潮是从第一次世界大战结束到20世纪30年代大萧条前夕,国际资本流向是从美国输出到欧洲;第三次高潮是从1973年石油危机爆发到1982年墨西哥金融危机爆发,此间除了发达国家之间的相互融资,还包括资本从发达国家以提供银行贷款方式流向拉美等发展中国家;最近的一次是从20世纪90年

① IMF Balance of Payments Manual [EB/OL]. www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf.

② Private Capital Flows in Historical Perspective [EB/OL]. siteresources.worldbank.org/INTGDF2000/Resources/CH6-118-139.pdf.



代开始,资本流动仍然主要是在发达国家间进行,但其形式却以直接投资和证券投资方式为主。

一、1870年至1913年间的资本流动

从19世纪中叶开始,主要发达资本主义国家先后过渡到了金本位制度阶段,不同国家间货币汇率波动幅度缩小,到一战前经历了长期的和平时代,蒸汽革命在欧洲已经成功完成,电力革命正在轰轰烈烈地展开。伴随着实体经济的蓬勃发展,此时的国际资本流动进入了一个空前繁荣的阶段。

这是国际资本流动的第一次黄金时期,英国是主要的资本输出国,紧随其后的是法国和德国,证券投资远比直接投资更为重要,大部分国际融资活动由政府担保,项目通常是铁路公司建设铁路和其他公共设施建设^①。

二、1914年到二战爆发的国际资本流动^②

一战期间,由于主要资本主义国家忙于厮杀,国际经济金融秩序陷入混乱,国际资本流动陷入低潮。但第一次世界大战却是国际资本流动趋势发生转折的时期,美国从净债务国变成了净债权国^③。

20世纪20年代后,美国继续大量对外输出资本,主要原因是经历了战争破坏的欧洲需要资本输入以重建家园,这一进程也伴随着世界经济的快速增长。

进入20世纪30年代,由于空前的经济萧条,特别是由于产出下降及贸易保护主义引起的贸易量下降更是直接重创国际间的资本流动,资本流动规模开始萎缩。

三、20世纪80年代的国际债务危机^④

1973年石油危机爆发,国际原油价格大幅度上升,对经济增长形成了不利的供给冲击,终结了二战后发达资本主义国家经济增长的黄金时代。与此

① Capital Flows to Emerging Markets—A Historical Perspective [EB/OL]. www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97icm/pdf/file14.pdf.

② Capital Flows to Emerging Markets—A Historical Perspective [EB/OL]. www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97icm/pdf/file14.pdf.

③ 斯纳德. 国际经济学导论 [M]. 北京: 东华书局, 1967.

④ Capital Flows to Emerging Markets—A Historical Perspective [EB/OL]. www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97icm/pdf/file14.pdf.