

ZHONGGUO
DUANQI GUOJI ZIBEN LIUDONG
CESUAN JIQI YINGYONG YANJIU

中国短期国际资本流动 测算及其应用研究

石峻驿◎著

中国财经出版传媒集团
经济科学出版社
Economic Science Press

ZHONGGUO
DUANQI GUOJI ZIBEN LIUDONG
CESUAN JIQI YINGYONG YANJIU

中国短期国际资本流动 测算及其应用研究

石峻驿◎著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国短期国际资本流动测算及其应用研究/石峻驿著.
—北京: 经济科学出版社, 2018.9
ISBN 978-7-5141-9670-2

I. ①中… II. ①石… III. ①国际资本-资本流动-
测算②国际资本-资本流动-应用-研究 IV. ①F831.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 194829 号

责任编辑: 孙丽丽 郎 晶
责任校对: 郑淑艳
责任印制: 李 鹏

中国短期国际资本流动测算及其应用研究

石峻驿 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710×1000 16 开 11.75 印张 180000 字

2018 年 10 月第 1 版 2018 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-9670-2 定价: 42.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010-88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010-88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

从 20 世纪 90 年代开始,随着信息技术与网络技术的快速发展,世界经济发展日益全球化。各种商品、服务、生产要素(资本、劳动、技术)与信息的跨国界流通规模不断增加,形式日益多样化;通过国际分工,各种资源和要素得以在世界范围内进行资源配置,使得各国经济相互依赖程度日益深化。具体来说,经济全球化的快速发展主要表现在以下三个方面:一是贸易全球化发展迅速;二是跨国公司发展迅速;三是金融全球化发展迅速。

与经济全球化快速发展相伴的是,金融危机的发生也日益频繁。我们收集了相关的文献资料,统计发现 1991~2000 年的 10 年时间里,银行危机发生的次数高达 45 次,几乎平均每年发生 4.5 次,涉及的国家 and 地区也高达 32 个。2000~2009 年的 10 年时间里共计发生货币危机 24 次,平均每年达到 2.4 次,涉及的国家 and 地区有 21 个。如此密集的危机发生,背后离不开国际资本流动的影子。国际资本流动的不确定性容易带来诸多影响,既有正面的也有负面的,有短期的也有长期的,相关政府决策部门需要引起高度重视。与长期国际资本流动相比,短期国际资本流动被普遍认为波动性较强、流动规模变化大、流动方向容易逆转,进而对一国实体经济与金融市场容易带来负面影响(张明, 2011)。毫无疑问,对短期国际资本流动进行测算具有重要的现实意义;而对测算结果进行先行性研究和预测应用研究,则在经验研究方面具有一定的探索性。

本书是作者从2012年开始研究短期国际资本流动的一个阶段性成果。刚开始进入这一领域的研究是懵懂和无知并遭受质疑的。但由于是兴趣导向和问题导向,因此,一切世俗的眼光到我这里便汇聚成了正能量,激发着我不断深入、大胆而又谨慎地求索。通过对现有的资本流动测算方法进行系统的比较研究,本书提出了改进的短期国际资本流动测算方法,并对这一改进的测算方法从理论逻辑和现实经验上进行了论证。这是令我感到欣慰和激动的。

本书的研究区别于其他现有研究的地方主要体现在以下四个方面:第一,论证了直接法和间接法的关系,并据此设计出基于BOP的中国短期国际资本流动测算方法。第二,基于CS架构开发了中国短期国际资本流动规模的测算的单机版软件系统。第三,对短期国际资本流动与中国宏观经济的时滞关系进行了定量与定性分析。第四,基于机器学习模型,对短期国际资本流动规模进行了预测分析。

全书共计包含8章。第1章为绪论,主要介绍了三个选题背景、选题意义、短期国际资本流动的定义等内容。第2章为国际资本流动数据的基础——国际资本流动统计。第3章为短期国际资本流动测算方法及其改进。第4章为中国短期国际资本流动的测算及其检验。第5章为短期国际资本流动测算系统及其开发(本章的程序开发工作由我指导我的研究生练泽锷完成,思路由我提出,开发由练泽锷完成,最后由我修改完成)。第6章为短期国际资本流动应用研究之前提——影响因素分析(本章部分内容由我指导我的研究生练泽锷完成,最后由我修改完成)。第7章为短期国际资本流动应用研究之一——先行性分析。第8章为短期国际资本流动应用研究之二——预测分析(本章的程序计算工作由我指导我的研究生周妮文完成)。

本书的出版得到了国家社会科学基金重大项目“政府债务管理及风险预警机制研究”(14ZDA047)、全国统计科学研究计划项目“大数据背景下新常态经济预测方法及应用研究”(2016LZ27)的支持。

目 录

第1章 绪论	1
1.1 引言 /	1
1.2 短期国际资本流动的定义评述 /	11
1.3 我们的工作与本书框架安排 /	14
第2章 国际资本流动数据的基础 ——国际资本流动统计	16
2.1 国际资本流动统计的内涵 /	16
2.2 主要国际机构对国际资本流动的统计 /	22
2.3 美国对国际资本流动的统计 /	28
2.4 未被正式统计的国际资本流动 /	32
2.5 中国的国际资本流动统计 /	37
第3章 短期国际资本流动测算方法及其改进	48
3.1 短期国际资本流动的测算方法评述 /	48
3.2 直接法与间接法的逻辑关系 /	57
3.3 直接法与间接法的改进 /	63
第4章 中国短期国际资本流动的测算及其检验	69
4.1 中国短期国际资本流动的测算 /	69

4.2	短期国际资本流动测算结果的检验 /	76
-----	-------------------	----

第5章 短期国际资本流动测算系统及其开发..... 92

5.1	短期国际资本流动测算系统需求说明 /	92
5.2	短期国际资本流动测算系统的设计与架构 /	98
5.3	短期国际资本流动测算系统的开发与实现 /	106

第6章 短期国际资本流动应用研究之前提

——影响因素分析	113
----------------	-----

6.1	短期国际资本流动影响因素评述 /	113
6.2	实证分析方法简介 /	117
6.3	影响因素的实证分析 /	120

第7章 短期国际资本流动应用研究之一

——先行性分析	128
---------------	-----

7.1	文献回顾 /	128
7.2	先行指标分析方法 /	133
7.3	指标与数据选取 /	136
7.4	短期国际资本流动作为先行指标的判断分析 /	139
附录	/	142

第8章 短期国际资本流动应用研究之二

——预测分析	144
--------------	-----

8.1	引言——从风险到预测 /	144
8.2	所选预测模型介绍 /	150
8.3	短期国际资本流动的预测分析 /	156
8.4	评论与展望 /	159

附录	四个机器学习模型的 R 程序（基于三折交叉验证） /	161
----	----------------------------	-----

参考文献	166
------------	-----

后记	179
----------	-----

第 1 章 绪 论

1.1 引言

1.1.1 选题背景

1. 经济全球化发展日益深化

从 20 世纪 90 年代开始,随着信息技术与网络技术的快速发展,世界经济发展日益全球化。各种商品、服务、生产要素(资本、劳动、技术)与信息的跨国界流通规模不断增加,形式日益多样化;通过国际分工,各种资源和要素得以在世界范围内进行资源配置,使得各国经济相互依赖程度日益深化。显然,经济全球化的产生和发展带有一定的必然性。第一,科技革新(尤其是信息技术与网络技术的快速发展)为经济全球化提供了内在动力引擎;第二,交通工具和通讯方式的不断革新为经济全球化提供了基本的技术手段,使得要素与商品流通、信息交流与沟通变得更加便捷;第三,冷战时期的世界两极政治格局的结束为经济全球化消除了体制上的障碍,使得多种不同区域的经济合作发展成为可能;第四,越来越多的国家采用市场经济体制也为经济全球化提供了发展的基础;第五,跨国公司的快速发展为经济全球化提供了有效的载体。

具体来说,经济全球化的快速发展主要表现在以下三个方面。

一是贸易全球化发展迅速。1947 年关税及贸易总协定 (General Agreement on Tariffs and Trade, GATT) 由 23 个国家发起成立, 承诺在国际贸易中遵循 GATT 的规定并于 1948 年 1 月 1 日正式生效; 1996 年世界贸易组织 (World Trade Organization, WTO) 正式取代 GATT^①, 成为多边贸易体制新的运行基础和法律载体。2011 年, 俄罗斯成为 WTO 的第 153 个正式成员, 自此 WTO 成员的数量占全球 206 个国家和地区 (以纳入联合国为统计标准) 中的近 75%。参加 WTO 多边贸易的国家和地区数量从最初的 23 个增加到 2011 年的 153 个, 增长近 7 倍。除了参加 WTO 的成员数量增加快速, 覆盖范围广泛之外, 全球贸易总额的增速也非常迅速, 占 GDP 的比重日益扩大。根据作者从 WTO (世界贸易组织) 网站 (www.wto.org) 的最新检索信息 (2015 年 11 月 28 日检索) 显示, 2014 年全球商品与服务贸易总额为 23.87 万亿美元, 与 WTO 正式运行的前一年 1995 年的贸易总额 6.34 万亿美元相比, 增长了 276%; 与 GATT 正式运行的 1948 年的 580 亿美元相比, 2014 年全球贸易总额则增长了近 410 倍。全球贸易总额占世界 GDP 的比重则从 1995 年的 20% 上升到 2014 年的 30%。需要注意的是, 尽管全球贸易发展不管是在参与成员的数量上还是贸易总额上都增长迅速, 但全球贸易发展受金融危机等的影响, 贸易总额的增长出现比较大的波动。根据 WTO 网站的最新统计表明, 过去的二十多年时间里, 全球贸易总额受到 1997 年亚洲金融危机、2001 年互联网泡沫、2008 年全球金融危机的影响, 先后在 1998 年、2001 年和 2009 年出现了负增长。其中 2009 年的负增长最为严峻, 与上一年比, 2009 年全球商品贸易总额下降了 22%, 全球服务贸易总额下降了 9%; 全球贸易总额占全球 GDP 的总额由 2008 年的 31% 下降为 2009 年的 26%, 锐减了 5 个百分点, 尽管这一比值在 2010 年和 2011 年有所恢复, 但仍然低于 2008 年的 31%, 而 2012~2014 年也一直在 30% 附近徘徊, 并且该比值从 2012 年开始逐渐走低。

二是跨国公司发展迅速。跨国公司在经济全球化发展中扮演者十分重要的角色, 已经成为全球范围内配置资源的核心力量, 在世界生产、贸

^① 从 GATT 到 WTO 的变迁, 标志着 1944 年布雷顿森林会议所设想的世界经济秩序三大支柱——世界银行 (WB)、国际货币基金组织 (IMF) 和世界贸易组织 (WTO) 成为现实。

易、投资和技术研发上均居于主要地位。20 世纪末,跨国公司纷纷将自己的多国发展战略调整为全球发展战略,据统计,从 1995 年到 2004 年的 10 年间,全球 100 家大的跨国公司的跨国指数则从 48.9% 提高到 56.8% (刘伟, 2009)。除了跨国公司的全球化程度在提高之外,跨国公司的数量、规模、技术等都在快速发展,在全球经济中发挥着越来越重要的作用。联合国贸易和发展会议公布的《1993 年世界投资报告》显示,1992 年全球共有 37000 家跨国公司。而《2002 年世界投资报告》则显示 2001 年全球跨国公司约有 65000 家,10 年数量增长约 76%;这些公司控制了当时世界生产总值的 40% ~ 50%, 国际贸易的 50% ~ 60%, 国际技术贸易的 60% ~ 70%, 产品研究和开发的 80% ~ 90%, 以及对外直接投资的 90%。此外,在所有跨国公司中,国有跨国公司的发展也非常迅速。联合国贸易和发展会议公布的《2014 年世界投资报告》显示,2013 年发展中国家和发达国家至少有 550 家国有跨国公司,尽管其数量不到所有跨国公司总数的 1%,但其直接海外投资在 2013 年超过 1600 亿美元,占全球直接海外投资流动量的 11%;《财富》杂志公布的 2014 年全球 500 强^①的前十名中,中国的中石化、中石油和国家电网均为国有,排在第 8 名的德国大众公司 60% 的股权由政府持有(其中联邦政府持有 40%、所在州政府持有 20%)。联合国贸易和发展会议最新公布的《2015 年世界投资报告》显示,跨国公司的国际生产在 2014 年有所上涨,其对外销售和资产的扩张速度比他们的国内同行要快,跨国公司的外国子公司共有 7500 万人就业,去年在全球创造了 400 万个就业机会。可以预见,在未来的全球经济发展中,跨国公司所起的作用将越来越重要。

三是金融全球化发展迅速。对于金融全球化的定义有趋势论、过程论、一体化论、核心论等,尽管目前对金融全球化的定义还存在着一定的争论,但金融全球化的事实已经发生。首先,资本流动全球化发展迅速。以国际债券市场的融资规模(主要包括银行贷款、票据融资和债券发行三项业务的融资额)为例,1973 年其规模为 622 亿美元,1979 年为 1450 亿

^① 《财富》杂志公布的 2015 年全球 500 强企业中美、中、日、法、英、德、韩、荷、瑞和加拿大十个国家拥有的企业数量占了 500 强总数的 85% 以上。

美元, 年均增幅为 15%; 进入 20 世纪 90 年代后, 由 1990 年的 4276 亿美元增加到 1996 年的 15139 亿美元, 年均增幅高达 23.5%; 从 1996 年的 1.5 万亿美元增加到 2006 年的 65.8 万亿美元, 10 年年均增速高达 45.9%。再从共同基金的融资规模来看, 美国 1970 年共同基金数为 400 个, 资产总额约为 448 亿美元; 到 1994 年则相应增加到 5300 个和 21000 亿美元 (弗朗索瓦·沙奈, 2006)。而美国投资公司协会发布的《投资公司白皮书》(Investment Company Fact Book) 上 2013 年的数据显示, 到 2013 年则相应增加到 8752 个和 14.7 万亿美元 (美国 14.7 万亿美元的共同基金规模约占全球共同基金规模的 54.8%)。其次, 金融机构全球化的发展也非常迅速。20 世纪 90 年代, 世界是一些国家先后不同程度放松了对外国金融机构在本国从事金融业务或设立分支机构限制; 1997 年末, 世界贸易组织成员签署“金融服务协议”, 把允许外国在其境内建立金融服务公司并将按竞争原则运行作为加入该组织的重要条件, 进一步促进了各国金融业务和机构的跨国发展。随着近年全球竞争的加剧和金融风险的增加, 国际金融市场掀起了声势浩大的跨国购并 (即兼并和收购) 浪潮。据统计在 2000 年以资产排名的世界 1000 家大银行中, 前 25 家大银行的资产占 1000 家银行资产的 40%, 而 1996 年仅为 28% (弗朗索瓦·沙奈, 2006)。最后, 金融市场发展越来越趋于全球化。信息通讯技术的高度发达和广泛应用, 使得全球金融市场走向金融网络化, 即全球金融信息系统、交易系统、支付系统和清算系统的网络化。目前, 全球外汇市场和黄金市场已经实现了每天 24 小时连续不间断交易。世界上任何国家有关汇率的政治和经济信息, 几乎能够同步显示在任何地区的银行外汇交易室的电脑网络终端显示器上; 不同地区以亿美元为单位的外汇交易在数秒钟之内就可以完成。

需要注意的是, 经济全球化虽然加速了世界经济的融合与发展, 但同时也加剧了全球竞争中的利益失衡。发展中国家虽然一方面可以通过吸引外资、技术、先进的管理经验, 开拓国际市场, 使其经济得到快速发展; 但另一方面也面临着空前的压力和挑战, 如中国发展中的环境污染问题、非洲发展中的粮食短缺问题、南美洲的毒品泛滥问题、中东地区的恐怖活动猖獗问题、发展中国家与发达国家的贫富差距日益扩大问题, 以及多次反复发生的金融危机问题等, 这些都是未来全球经济深度融合中人类需要

共同面对和解决的重大问题。

2. 金融危机频繁发生

金融危机一般指的是金融资产或金融机构或金融市场的危机，具体可表现为金融资产价格大幅下跌、金融机构倒闭、货币大幅贬值等。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中对金融危机定义为：全部或大部分金融指标——短期利率、资产（证券、房地产、土地）价格、商业破产数和金融机构倒闭数的急剧、短暂和超周期的恶化。从更为宽泛的意义上讲，金融危机可以理解为与货币、资本相关的活动运行出现了某种持续性的矛盾，如票据兑现中出现的信用危机、买卖脱节造成的货币危机等。金融危机主要包括货币危机、债务危机、银行危机三种大的类型。需要注意的是，金融危机虽然不同于经济危机，但二者之间有着密切的联系。“金融”往往是以货币和资本为核心的系列经济活动的总称，而“经济”则主要包括生产与消费两大环节；一般来说，大部分经济危机都伴随着金融危机，在经济危机发生之前，往往会先出现一波金融危机，主要原因在于随着货币和资本被引入消费和生产过程，消费、生产与货币、资本的结合越来越紧密。

我们根据苏同华（2000）、卡门等（Carmen et al. , 2008）、卡明斯基（Kaminsky, 2006）、西尔维斯特等（Sylvester et al. , 2012）等研究，对金融危机的发生时间进行了统计，从统计结果来看，金融危机从19世纪初以来就一直频繁发生。二战以后更是每隔4~10年就会爆发一次。表1-1统计了1805年以来世界各国所爆发的银行危机。表1-2统计了1970年以来世界各国所爆发的货币危机。从表1-1可以看出，1805~1854年的50年时间里，共计发生银行危机22次，平均大约每2.5年发生一次；1855~1904年的50年时间里，银行危机共计发生39次，平均大约每1.2年发生一次；1905~1954年的50年时间里，即使在包含了两次世界大战的情况下，银行危机也共计发生了29次，平均大约每1.8年发生一次；1955~1990年的36年时间里，银行危机总计发生34次，几乎平均每年就有一个国家发生一次，涉及的国家和地区范围也高达24个；1991~2000年的10年时间里，银行危机发生的次数更是高达45次，几乎平均每年发生4.5次，涉及的国家和地区也高达32个。显然，过去200多年来，银行危机就

从来没有间断过，并且发生的频率在 20 世纪末达到平均每年发生 4.5 次超高水平。

表 1-1 1805 年以来的银行危机统计

时间	1805 ~ 1854 年	1855 ~ 1904 年	1905 ~ 1954 年	1955 ~ 1990 年	1991 ~ 2000 年	2001 ~ 2010 年
危机次数	22 次	39 次	29 次	34 次	45 次	5 次
发生地区	英、法等 9 个国家	法、德等 18 个国家	美、日等 21 个国家	美、德等 24 个国家（地区）	俄、日等 32 个国家（地区）	美、英等 6 个国家

注：（1）本表由作者根据相关文献整理得到。（2）危机次数统计以“一个国家一年发生 1 次记为 1 次”为准则（即以每国每年发生次数为统计单位）。

从表 1-2 中货币危机的统计可以看出，20 世纪 70 年代的 10 年时间里，共计发生货币危机 26 次，平均每年高达 2.6 次，涉及的国家 and 地区有 17 个；1980~1989 年的 10 年时间里，共计发生货币危机 36 次，平均每年发生危机 3.6 次，涉及的国家 and 地区有 18 个；而 1990~1999 年的 10 年时间里，共计发生货币危机高达 45 次，平均每年发生 4.5 次，涉及的国家 and 地区也高达 27 个；2000~2009 年的 10 年时间里共计发生货币危机 24 次，平均每年达到 2.4 次，涉及的国家 and 地区有 21 个。从银行危机和货币危机的统计不难看出，20 世纪 90 年代的整整 10 年，是一个金融危机极为频繁发生的年代（特别是 1997 年爆发的亚洲金融危机），对世界经济和世界格局也带来了深远的影响。而 21 世纪初的第 1 个 10 年时间里，货币危机和银行危机也频发不断，特别是 2008 年美国引发的世界性金融危机更是给全球经济发展带来了深远的影响。

表 1-2 1970 年以来的货币危机统计

时间	1970 ~ 1979 年	1980 ~ 1989 年	1990 ~ 1999 年	2000 ~ 2009 年	2010 ~ 2014 年
危机次数	26 次	36 次	45 次	24 次	3 次
发生地区	智利等 17 个国家（地区）	阿根廷等 18 个国家（地区）	泰国等 27 个国家（地区）	美国等 21 个国家（地区）	埃及等 3 个国家

注：（1）本表由作者根据相关文献整理得到。（2）危机次数统计以“一个国家一年发生 1 次则记为 1 次”为准则（即以每国每年发生次数为统计单位）。

2008 年全球性的金融危机在 2007 年 8 月 9 日开始浮现,当日法国最大银行巴黎银行宣布卷入美国次级债,全球大部分股指下跌,金属原油期货和现货黄金价格大幅跳水。从美国次贷危机到引发全球性金融危机,该过程发展迅速,影响巨大,前美联储主席格林斯潘(2008)指出,有一天,人们回首今日,可能会把美国当前的金融危机评为二战结束以来最严重的危机。此次危机大体上可以分为三个阶段:第一阶段是债务危机^①,即大量借了住房贷款的人,不能按时还本付息而引起的问题,最为直接的结果是美国两房公司的破产,次级房屋信贷危机爆发。一般来说,贷款意愿和抵押品价值之间存在一种反身(reflexive)、循环的关系,如果容易获得信贷,就带来了需求,而这种需求推高了房地产价值;反过来,这种情况又增加了可获得信贷的数量。当人们购买房产并期待能够从抵押贷款再融资中获利时,泡沫便由此产生。第二阶段是流动性危机,即相关金融机构由于债务危机而导致不能够及时提供足够的流动性对付债权人变现的要求,而引起流动性不足所产生的危机。第三阶段为信用危机,即人们对建立在信用基础上的金融活动产生怀疑时,投资者普遍对金融机构、金融市场失去信心,从而引发相关资产价格暴跌、金融机构破产。本质上讲,2008 年的金融危机的根本原因在于美国资本市场的货币信用通过金融衍生工具被无限放大,并在较长的时期内形成货币信用供给与支付能力之间的巨大缺口,最后严重偏离现实产品市场对信用的有限需求,这种偏离通过各个跨国金融机构和各种跨国金融业务而得到广泛传播,进而引发全球性金融危机。

巴里·艾森格林和迈克尔·博多在 2001 年完成的一项研究表明,2001 年随机挑出的一个国家爆发金融危机的概率都比 1973 年大 1 倍。显然,金融危机的频繁发生有其一定的必然性。首先,微观上各种金融创新活动鼓励消费者、投资者透支信用,信贷需求通过一定时间和一定数量的积累,非常容易过剩。美国 2007 年前房地产行业所积累的大量不良贷款以及目前中国的众多企业债务高举,都与信贷需求过于旺盛有关。其次,宏观上各国政府在宏观经济政策的制定和实施过程中,由于各种公共服务需求刚性

① 此前,美国 2006 年的经常账户赤字达到了其国内生产总值(GDP)的 6.2%。

的存在,也容易导致财政赤字以及外债高举。再次,市场经济体制的普遍推行、金融全球化以及大量金融衍生工具的创新,使得金融危机的传染性大大增强。目前许多国家都实行了市场经济体制,相应的,其资本项目和金融市场也保持着较高的开放度,由于多种危机传染机制需要在资本项目和金融市场开放条件下才能实现,因此金融危机很容易通过跨国金融机构和各种跨境金融业务(外汇、股票、债券等)被传染。最后,网络技术、信息技术、金融创新的快速发展,使得资本(特别是短期资本)在全球范围内的流动变得容易,资本流动规模、流动速度以及流动方向的不确定性增强。大量资本的倒流很容易导致一国证券 market 价格的暴跌、本币大幅贬值,进而引发一国发生金融危机。

可以预见,未来大规模的资本流动不确定性将是引发各国金融危机的一个重要因素。新兴市场经济国家在过去十几年的发展过程中,吸引了大量发达国家的资金,墨西哥、俄罗斯、印度等国证券市场上一半以上的资金来自于国外;日益高涨的海外资金不仅推动了本地资产价格的高涨,也推动了本地经济的繁荣,同时也带来了本地货币实际汇率的不断升值,这一系列过程为这些经济体发生金融危机埋下了种子,2014年俄罗斯遭遇卢布的大幅贬值就是最好的例子,需要引起高度重视。

3. 国际资本流动的不确定性增大

国际资本流动一般是指资本在不同国家或地区之间的单向、双向或多向流动,具体可以包括贷款、援助、投资、债务、信贷、外汇买卖、证券发行与流通等多种形式。需要说明的是,国际资本流动与国际资金流动是完全不同的概念:国际资金流动是一种不可逆转性的流动,即一次性的资金款项转移,其特点是资金流动呈单向性;而国际资本流动则是一种可逆转的流动,其特点是资本流动呈双向性。国际资本流动的分类,按流动方向分有国际资本流入和国际资本流出;按流动规模分有总额流动(流入加流出)和净额流动(流入减流出);按流动期限分有长期国际资本流动和短期国际资本流动;按流动性性质分有政府的国际资本流动和私人的国际资本流动;按流动方式分有投资类型的国际资本流动和贷款类型的国际资本流动。显然,国际资本流动形式的多样性、流动分类的复杂性为国际资本

流动的不确定增大提供了客观基础。

影响国际资本流动因素的多样性和复杂性为国际资本流动的不确定增大提供了可能。影响国际资本流动的因素既有政治性的，也有经济性，更有随机性的，主要可以归纳为以下几种情况。一是过剩的资本与经常账户的大量顺差，在通信技术的发明与广泛应用以及经济全球化的背景下，很容易引发国际资本流动。二是不同的国家和地区所采用的不同利用外资策略，容易引起国际资本流动。三是不同国家利率差别所带来的收益，是国际资本流动的一个重要诱因。四是不同国际汇率的变化为国际资本流动套汇提供可能，尽管出清的市场中，利率差别带来的收益会被汇率差别带来的成本所抵消，但现实中的市场机制难以完美实现，套利和套汇大量存在。五是一国经济形势的恶化（如出现严重的通货膨胀或经济衰退等）或政治不稳定很容易引起该国的资本外逃。六是国际炒家恶性投机（既包括逐利性投机也包括非逐利性政治投机）行为的存在，人为主观地引发了国际资本流动。

具体来说，国际资本流动的不确定性增大主要体现在以下两个方面。一方面，国际资本流动规模的不确定增大。通常国际资本流动的规模在经济繁荣时期增长迅速，而在经济衰退（或危机）时期其流动规模则急剧下降。据统计，自20世纪90年代以来，全球资本流动总体规模上一直保持稳步增长，其间只出现了两次负增长，第一次是由于受美国网络经济泡沫破灭导致全球经济危机的影响，2001年全球资本净流动突然回落，降幅达16%，此后开始上升并持续增长了8年；第二次是2009年，因受国际金融危机的影响，全球资本流动规模锐减至1.10万亿美元，降幅高达40%（杨海珍等，2012）。另一方面，国际资本流动方向的不确定也在增大。国际金融协会（Institute of International Finance, IIF）报告表明，2010年新兴市场的净私人资本流入量达到9898亿美元，比2009年大幅增长54%。但新兴市场投资基金研究公司（Emerging Portfolio Fund Research, EPFR）数据显示，2011年前9个月，新兴市场共同基金多达260亿美元的资金被抽回；仅在11月份后两周资金自新兴市场股市就分别撤出27亿美元和5亿美元，呈现连续4周净资金流出的现象。布罗内尔（Broner et al., 2013）的研究也表明，过去80年来全球总的国际资本流动的波动性在增

加；总的国际资本流动具有顺经济周期性（pro-cyclical），即经济繁荣时国际资本流动规模增大，而经济衰退时国际资本流动规模减小；金融危机时期，国际资本流动中的每种资本，如直接投资、证券投资、其他投资、债券投资等的流动都出现大幅度的缩减。

国际资本流动的不确定增大容易带来诸多影响，有正面的也有负面的，有短期的也有长期的，相关政府决策部门需要引起高度重视。国际资本流动的正面影响主要体现在长期国际资本流动上，对输出国来说，长期资本流出不仅能提高资本的边际收益，有利于促进商品输出，而且有助于克服贸易保护壁垒，占领世界市场；对资本输入国来说，长期资本流入一方面能缓和国内资金短缺，另一方面也有助于扩大产品的出口缓解就业压力。国际资本流动的负面影响主要体现在短期国际资本流动上，特别是投机性短期国际资本，其流动规模大，变化速度快，容易对一国的国际收支、汇率、货币政策、金融市场等带来众多的不利影响。国际资本流动的这种正面影响和负面影响往往交织在一起，最终对一国经济的影响效果往往取决于该国政府部门的宏观政策引导以及其资本项目与金融市场的开放程度和完善程度。

1.1.2 选题意义

国际资本流动是国际经济学的一个重要专题。一般讨论国际资本流动时，可以从两个角度展开。一是从净资本流动和总资本流动的角度展开；二是从长期资本流动和短期资本流动的角度展开。现有的文献中有很多研究净资本流动和总资本流动^①，这些研究大多数采用国际收支平衡（balance of payment, BOP）表中的不同项目来测算资本流动，这类文献在测算资本流动时很少考虑到短期资本流动和长期资本流动的区别。

① 一些学者对净资本流动进行了研究（Dornbusch et al., 1995; Levchenko and Mauro, 2007; Mendoza, 2010; Agosin and Huaita, 2012; Zhao et al., 2014）。一些学者对总资本流动进行了研究（Kraay et al., 2005; Lane and Milesi-Ferretti, 2007; Devereux, 2007; Gourinchas and Rey, 2007; Rothenberg and Warnock, 2011; Obstfeld, 2012; Forbes and Warnock, 2012; Calderón and Kubota, 2013; Broner et al., 2013; Förster, Jorra and Tillmann, 2014; Cavallo et al., 2015）。