

国际资本流动 与宏观经济稳定

● 王喜平 著

International Capital Flows and
Macroeconomic Stability



中国计量出版社
CHINA METROLOGY PUBLISHING HOUSE



国际资本流动与宏观经济稳定

(International Capital Flows and
Macroeconomic Stability)

王喜平 著

中国计量出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际资本流动与宏观经济稳定/王喜平著. —北京: 中国计量出版社, 2007. 11

ISBN 978 - 7 - 5026 - 2761 - 4

I. 国… II. 王… III. 国际金融—资本循环—关系—宏观经济—研究—中国 IV. F832 F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 176400 号

内 容 提 要

本书依据国际资本流动的基本理论, 探寻资本流动对宏观经济稳定的作用机理。在此基础上, 基于国际收支平衡表, 利用协整等计量经济方法, 分析了我国资本流动的现状、动因及其对宏观经济失衡的影响, 提出了改善国际资本流动管理的对策和建议。

本书论述细腻, 示例丰富, 数据详实, 可供从事金融、经济管理的相关专业人士参考。

中国计量出版社出版

北京和平里西街甲 2 号

邮政编码 100013

电话 (010) 64275360

<http://www.zgjl.com.cn>

三河市灵山红旗印刷厂

新华书店北京发行所发行

版权所有 不得翻印

*

850 mm × 1168 mm 32 开本 印张 8.25 字数 197 千字

2007 年 12 月第 1 版 2007 年 12 月第 1 次印刷

*

定价: 35.00 元

摘 要

资本流动与宏观经济稳定是当前国际经济领域研究的热点问题，也是中国走向资本账户开放过程中必然要面对的现实问题。作者从国际资本流动的现状出发，在已有文献的基础上，研究了国际资本流动对宏观经济稳定的相关影响，具体包括以下几个方面的内容：

1. 从国际资本流动的概念出发，阐释了 20 世纪 90 年代以来国际资本流动的特征。在此背景下，基于国际收支平衡表，解析中国资本流动的总量趋势与结构特征，并利用协整理论和误差修正模型技术实证分析了资本流动的影响因素，结果表明，资本流动长期主要受经济增长因素的影响，但短期内也会受到利差等因素的影响。

2. 大规模资本流入通常会造成对宏观经济稳定的冲击，导致宏观经济过热，这种过热在固定汇率制度下通常表现为通货膨胀的压力。对我国的实证结果表明：资本流入是诱发通货膨胀的 Granger 原因，其通过货币扩张、总需求膨胀等不同层面导致国内宏观经济失衡。同时，大规模资本流入加剧了国际收支失衡及国内储蓄过剩与外资大规模流入的矛盾，成为导致资源低效使用、资本大量外逃，威胁宏观经济稳定的重要原因之一。

3. 对资本流动宏观风险的集中表现——货币危机的相关理论进行剖析；然后在开放经济短期均衡的一般框架下分析了货币危机的产出效应；在此基础上就资本流动逆转对货币危机产出效应的影响进行了理论与实证分析，结果表明，资本流入的逆转更加剧了危机国家的经济衰退。

4. 从概念上明晰了传染与相互依存的不同，将传染定义为

传播机制的变化。在此基础上将传统的相关分析扩展到通过 Granger 因果关系存在或因果方向的变化来识别传染，并从收益率与波动性两个方面对香港恒生指数与沪深 A、B 股指数在危机前后的 Granger 因果关系进行了实证检验，结果表明：危机期间香港股市对 B 股市场存在先导—滞后关系，而对 A 股市场却不存在同样的影响。

5. 在回顾了发展中国家管理国际资本流动的政策及经验的基础上，检讨了我国资本流动管理的政策现状，对开放环境下改善国际资本流动的管理提出了对策建议。

ABSTRACT

The relationship between capital flows and macroeconomic stability is a hot topic in the study of international economics, and also an inevitable issue faced by us in the course of opening capital account. Starting with a discussion on the feature of international capital flows, this paper studies the effects of capital flows on macroeconomic stability based on the existing literature. The main contents and innovative ideas in this paper are as follows:

1. After a discussion on the definition and the main characteristics of international capital flows in the 1990s, the magnitude and composition of capital flows in China are analyzed based on the balance of payments. Then, this paper examines the determinants of capital flows based on the sample period 1982 ~ 2003. By means of Cointegration test, we get appropriate long – run relationship between capital flows and its determinants. The short – term influences of those determinants are studied by the Error Correction Model, which can describe the mechanism of adjustment toward long – term equilibrium. The results show that GDP growth is the most important factor in the long run, but the rate difference is also an important determinant in the short run.

2. Large capital inflows will be a shock to the macroeconomic stability, and inevitably resulting in the macroeconomic overheating. Under fixed exchange rate regime, this overheating is likely to be reflected in inflationary pressures. The empirical analysis based on the total amount of foreign capital actually used shows that capital inflows are the Granger causality of inflation by excessive expansion of money supply

and aggregate demand. In addition, heavy capital inflows cause a further deterioration of contradictory between domestic saving surplus and foreign capital inflows, and become one of the reasons leading to the use of capital inefficient, large capital flight and macroeconomic instability.

3. After reviewing the theory of currency crisis, which is the extreme form of the macroeconomic risks of international capital flows, we investigate the output effects of currency crisis under the general framework of short-term equilibrium in the opening economy. Based on this, we further examine the impacts of the reversal of capital inflows on the cost of currency crisis. We find that the reversal of capital inflows further damaging the real economy.

4. In this paper, “contagion” as opposed to “interdependence” conveys the idea that international propagation mechanisms are discontinuous. Based on this, our study extends on conventional measures of contagion defined as a marked increase of cross-market correlation by directly investigating the changes in the existence and directions of causality to identify contagion. This method is applied to the studies on the causality pattern between Hong Kong and domestic stock markets based on the returns and volatility before and during the Asian crisis. The result shows that there is Granger causality between the Heng Sheng index and B share index during the period of currency crisis, but not the A share index.

5. After review the policy measures of developing countries managed to overcome the overheating of capital inflows, we evaluates our current policy stance and then provide some advices to improve the management of capital flows.

目 录

摘 要	(I)
ABSTRACT	(III)
第一章 绪 论	(1)
1.1 研究背景及意义	(1)
1.2 国内外研究现状	(3)
1.2.1 国际资本流动的原因	(3)
1.2.2 国际资本流动的影响	(5)
1.2.3 国际资本流动的政策效应	(18)
1.2.4 简要总结	(20)
1.3 研究方法	(21)
1.4 研究思路与结构安排	(22)
1.5 主要创新点	(25)
第二章 国际资本流动：现状及原因	(27)
2.1 国际资本流动的基本理论	(27)
2.1.1 资本与国际资本	(27)
2.1.2 国际资本流动及分类	(29)
2.1.3 国际资本流动的理论	(34)
2.2 90 年代以来国际资本流动的趋势与特征	(42)
2.2.1 国际资本流动的运行趋势	(42)
2.2.2 国际资本流动的基本特征	(46)
2.3 我国资本流动状况及影响因素	(50)
2.3.1 我国资本流动状况	(51)
2.3.2 我国资本流动影响因素：实证分析	(59)
2.4 本章小结	(73)

第三章 国际资本流动对宏观经济稳定的冲击	(74)
3.1 资本流入与宏观经济稳定：一般性分析	(74)
3.1.1 国内总需求扩张	(74)
3.1.2 真实汇率升值	(76)
3.1.3 储备积累或经常账户赤字增大	(77)
3.2 资本流入对我国宏观经济稳定的冲击	(77)
3.2.1 资本流入与国内的通货膨胀	(78)
3.2.2 资本流入与国际收支平衡	(124)
3.2.3 资本流入对国内储蓄、投资的影响	(148)
3.3 本章小结	(160)
第四章 资本流动宏观风险的集中爆发：货币危机	(161)
4.1 货币危机与经验识别	(161)
4.1.1 货币危机的含义	(161)
4.1.2 货币危机的经验识别	(162)
4.2 货币危机理论的演进与发展	(163)
4.2.1 第一代危机模型	(163)
4.2.2 第二代危机模型	(166)
4.2.3 第三代危机模型	(170)
4.3 资本流动与货币危机的产出效应	(176)
4.3.1 引言	(176)
4.3.2 货币危机产出效应的一般性解释：开放 经济下的短期均衡	(180)
4.3.3 资本流动逆转对货币危机产出效应的 影响	(183)
4.3.4 结论及启示	(189)
4.4 本章小结	(189)
第五章 国际资本流动与金融传染	(190)
5.1 金融传染的理论回顾与实证概览	(190)
5.1.1 金融传染理论回顾	(190)

目 录

5.1.2	金融传染实证概览	(195)
5.1.3	简单评述	(200)
5.2	金融传染的内涵界定	(200)
5.3	金融传染的检验	(204)
5.3.1	样本选取与步骤设计	(204)
5.3.2	实证结果	(205)
5.3.3	结论	(214)
5.4	本章小结	(215)
第六章	开放环境下管理国际资本流动的政策思考	(216)
6.1	发展中国家管理国际资本流动的政策与经验	(216)
6.1.1	发展中国家管理国际资本流动的政策	(216)
6.1.2	寻求有效的政策组合：管理国际资本流动 的共同经验	(224)
6.2	我国管理资本流动的政策现状及评价	(225)
6.2.1	我国管理资本流动的政策现状	(225)
6.2.2	对政策组合的评价	(226)
6.3	开放环境下，改善国际资本流动管理 的政策建议	(228)
6.3.1	调整财政政策方向	(229)
6.3.2	加快外汇市场建设，合理汇率形成机制	(229)
6.3.3	健全和完善金融体系，强化金融监管 机制	(231)
6.3.4	有序放松资本账户管制	(232)
6.4	本章小结	(232)
第七章	总结与展望	(233)
7.1	本书的主要结论	(233)
7.2	未来研究展望	(235)
参考文献		(237)
后 记		(252)

第一章 绪 论

1.1 研究背景及意义

20 世纪 90 年代以来,国际经济领域爆发了一系列货币金融危机:1992~1993 年的欧洲货币危机,1994~1995 年的墨西哥危机,1997 年 7 月始于泰国的亚洲危机,1998 年的俄罗斯危机,1999 年的巴西危机,2000 年的厄瓜多尔危机,2001 年的阿根廷危机……而且危机表现出如下鲜明的特征^[1]:

(1) 危机爆发的频繁性。二战以前,危机在某种程度上还是一种偶然的現象,其频率和影响范围都比较有限;而布雷顿森林体系解体以来,危机爆发的时间间隔明显缩短,频率明显提高。据 Paul R. Krugman 的估算,平均每 19 个月就爆发一次货币危机^[2]。

(2) 危机后果的严重性。危机的频繁爆发不仅使危机国家遭受巨大损失,而且对世界经济也带来了灾难性的影响。如 1997 年的亚洲危机,危机国家货币贬值平均高达 50%,股票价格下跌近 70%,房产价格下跌 40%~60%,危机造成的损失约占亚太各国 GDP 的 15%~60%^[3]。更为严重的,它还导致世界经济增长放慢,全球金融市场剧烈动荡,国际金融体系的稳定受到严峻挑战。

(3) 危机具有快速、广泛的传染性。一国危机会迅速扩散、蔓延到其他国家或地区。如 1992 年 9 月从芬兰开始的货币危机导致整个欧洲汇率机制的崩溃;1994 年底和 1995 年初的墨西哥比索危机,使拉美其他国家的货币承受了巨大的投机压力;1997 年始于泰国的泰铢危机先后蔓延到马来西亚、印度尼西亚、菲律

宾和韩国。国内生产总值不足全球 1% 的俄罗斯危机，创造了新兴市场国家债券价格的历史最低纪录，由此造成的世界范围的长期资本管理（LTCM）费用高达 18 亿美元，而直接与俄罗斯相关的费用却不到 9%；1999 年 1 月巴西的货币贬值也造成了其他地区资产市场的波动和货币贬值的压力。

危机的频繁爆发及其所造成的严重后果引起了社会各界的广泛关注，尤其亚洲危机以来，有关金融危机的研究一度成为学术界、金融界乃至各国政府关注的焦点，研究人员对危机的原因进行了广泛而深入的探讨，形成了所谓的第三代危机模型。第一代模型强调经济基本面的恶化是危机的原因，这里经济基本面主要指财政赤字的货币化使本币汇率不可支撑；第二代模型是“自我实现”的，在不具备危机必然性的环境下，危机会突然爆发，因为投资者预期的重要作用。这些模型虽然较好的解释了历史上的一些危机，但亚洲危机的爆发却使其陷入尴尬，也正在此背景下第三代危机模型脱颖而出，具体包括三种形式：（1）沿着第一代模型的思路，仍强调经济基本面的恶化是危机的原因，但视角已从宏观层面转向微观层面，尤其微观制度扭曲，形成了“道德风险模型”；（2）沿着第二代模型的思路形成的“金融恐慌模型”，将传统的银行挤兑模型（D-D 模型）推广到开放经济环境下，认为危机是由于恐慌而导致的货币挤兑；（3）但上述模型不能较好的解释危机后的经济衰退，因而以 Krugman 等为代表的学者提出了“资产负债表模型”。尽管这些模型对危机原因的解释各不相同，但无论哪一代模型，无论模型的那一种形式都强调了资本流动在其中的作用。事实上，90 年代以来的危机本质上是一种“资本账户危机”，危机是由于资本流动的突然逆转引发的，正如 Kindleberger (1996)^[4]曾经描述的那样：“危机前（资本流入）狂热（Manias）——危机时（资本流出）恐慌（Panics）——危机后（本国经济）崩溃（Crashes）”。可见资本流动与新兴市场危机密切相关，资本流动已成为影响发

展中国家宏观经济稳定的重要因素。因此,研究资本流动与发展中国家宏观经济稳定的相关性,阐明资本流动如何影响宏观经济稳定、如何诱发并深化危机的相关机制,对于政策当局有效的管理国际资本流动以最大限度的获取资本流动的收益,同时又尽量避免资本流动所带来的不利冲击具有极为重要的现实意义,尤其对于正在走向资本账户开放过程中的中国其意义更加重要。

1.2 国内外研究现状

20 世纪 80 年代末,国际资本流动结束了债务危机后的长期停滞,大量资本重又流向发展中国家,并且与 70 年代相比,资本流动的构成发生了明显的变化:私人资本取代官方资本成为资本流动的主要形式;而且私人资本流动本身的构成也发生了明显的变化——外商直接投资和证券投资在资本流动中的份额明显增加,而银行贷款的份额却大幅度下降。这一现象引发了对国际资本流动问题的大量研究,研究主要是围绕以下几个方面的问题展开的:国际资本流动的原因、资本流动对发展中国家的影响以及发展中国家应对国际资本流动的政策及其效应。

1.2.1 国际资本流动的原因

由于 20 世纪 80 年代末(1989 年)的资本流入剧增是在新兴市场国家大规模经济改革和工业化国家经济衰退的背景下出现的,所以关于资本流动研究的一个重要问题在于量化分析国内、外因素的相对重要性。一些学者认为 90 年代初主要工业化国家如美国、日本及欧洲一些国家的经济衰退及因此造成的世界利率的大幅下调等外部因素是导致新兴市场国家大规模资本流入的主要原因,Calvo, Leiderman and Reinhart (CLR, 1993)^[5]对此提供了最早的实证支持,后来 Fernandez-Arias (1996)^[6], Dooley, Fernandez-Arias and Kletzer (DFK, 1994)^[7]等人的实证研究也得出了相同的结论。

然而也有一些学者注意到国际资本流动在不同国家、不同地区的分布并不平均,面对同样的国际环境,为什么大量国际资本流动只集中在少数东亚与拉美国家,而非洲的一些国家却有极少的资本流入?事实上,1990~1997年间,资本流入最多的5(12)个国家所吸收的资本流入超过了资本流入总量的50%(75%)^[8],这表明国内因素也一定对资本流动起到了重要的“拉动”作用,如果说外部因素决定了国际资本的流量和流动的时机,那么国内因素则决定了资本的流向。对此,Hernandez and Rudolf (1995)^[9]的研究提供了系统的实证支持。近来世界银行(World Bank, 1997)^[10]的研究发现资本流动的影响因素或许会随时间而改变,因为1990~1993年间从美国流向东亚、拉美12个国家的资本流动表现出强烈的互动,然而1993~1995年间这种互动明显减弱,且与美国资产回报的相关更弱,这意味着特定国家因素或许比以前起到了更为重要的作用。

在具体的研究方法上,大多采用VAR模型分析方法,借助于方差分解,通过比较国内外因素的相对贡献率,从而判断究竟是国内因素还是外部因素是导致资本流动的主要原因。Kim (2000)^[11]用此方法分析了韩国资本流动的原因,结果表明外部因素而非国内因素是导致1997年危机前大规模资本流入的主要原因。

国内学者对这一问题的研究形成了两种不同的观点,传统观点认为资本流动主要受国内因素影响,与利差因素无关,如姜波克(1999)^[12],姚枝仲、张亚斌(2001)^[13]等人是这种观点的代表;而汪洋^[14]、王信^[15]、王琦^[16]等人则认为资本流动作为一种经济现象,同样会受到利差等因素的影响,而且实证结果表明国内外利差的确是资本流动的一个重要解释变量。可见国内学者对这一问题争论的焦点在于国内、外利差到底是否资本流动的影响因素,由于研究方法、样本选择的不同,得出的结论也不尽一致。

1.2.2 国际资本流动的影响

有关国际资本流动研究的一个重要方面在于阐述其对东道国经济发展的影响，这方面的研究通常是和资本账户开放联系在一起的。概括而言，资本账户开放、资本自由流动将会对东道国的经济产生正、负两个方面的影响。

1.2.2.1 正面影响

理论研究表明，资本自由流动将会促进东道国经济增长，一般而言，资本流动对经济增长的促进作用可通过多种渠道来实现^[17~19]：

1. 增大国内储蓄

根据发展经济学的资本积累理论，典型的发展中国家，相对于合意的投资和进口水平而言普遍存在着储蓄和外汇不足的现象，即存在着所谓的“双缺口”，而外国资本的流入，无论是购买政府债券还是对企业进行股本投资，最终都将有助于缓解这两个缺口，扩大投资和进口能力，从而有助于经济增长。

2. 技术溢出效应

国际资本尤其直接投资的流入，通过技术溢出效应，可以带动先进技术和现代管理经验的国际传播。对于发展中国家的经济发展来说，取得先进技术和管理经验等生产要素的重要性有时会远远超过资本要素本身的积累。因此，资本自由流动将在一定程度上加快发展中国家的技术进步和管理水平的提高，缓解技术和管理等生产要素的短缺，进而促进经济增长。

3. 加速国内金融深化

随着国际资本流动规模的扩大，一国对外资产和负债总额占国内生产总值的比重会显著提高，这意味着金融深化程度的提高，有关金融与经济增长的相关研究表明金融深化对于经济增长具有重要的促进意义。因此，国际资本流动对于经济增长具有重要的影响。Levine (1999)^[20]的实证研究表明，消除证券投资流入限制后，国内证券市场流动性的提高将会促进全要素生产率的

提高,进而对经济增长产生积极的影响。另外,外资银行的进入也会带来一些积极的影响:外资银行的进入便于获得国际市场融资;有助于改善国内银行业的监管;外资银行通常带来一些新的金融工具,因而有助于国内金融市场的改善,最后外资银行的进入加剧了国内竞争,这有助于改善国内金融服务质量,提高资源配置效率。

4. 实现多元化投资,降低资本成本

国际资本自由流动可以使企业在全球范围内实现多元化的生产和经营活动,利用更多的新型金融产品来管理风险或从事投资活动,从而减少经营和投资收入的不确定性。通过国际化的证券资产组合,个人也将具有更多的机会减轻来自国内金融或实体经济冲击的不利影响,以便保持财富增长的稳定性。而企业与个人收入和财富的稳定增长,将通过收入效应和财富效应对经济增长和发展产生积极的影响。

除此之外,资本流动还可通过加快生产专业化发展、减少国内政策扭曲并通过“信号效应”(即取消对资本流出的控制被视为对外资更加友好的信号,因而会刺激更多的资本流入)等间接渠道促进东道国的经济增长。

尽管理论表明资本流动可促进东道国的经济增长,然而经验层面却未得出明确一致的结论。表1-1归纳了有关这方面最具代表性的14项研究文献,其中只有3项研究表明资本流动对经济增长有显著的正向影响,其他多数研究则认为资本流动对经济增长的作用不相关或者不显著。

表1-1 有关资本流动与经济增长的相关性研究

研究者	样本数量	考察年	相关程度
Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti (1994)	20	1950 ~ 1989	不相关
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	1966 ~ 1989	不相关
Quinn (1997)	58	1975 ~ 1989	正相关

第一章 绪 论

续表

研究者	样本数量	考察年	相关程度
Kraay (1998)	117	1985 ~ 1997	不相关/不显著
Rodrik (1998)	95	1975 ~ 1989	不相关
Klein and Olivei (2000)	92	1986 ~ 1995	正相关
Chanda (2001)	116	1976 ~ 1995	不显著
Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)	51	1973 ~ 1992	不显著
Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001)	30	1981 ~ 1997	正相关
Edwards (2001)	62	1980s	不相关
O'Donnell (2001)	94	1971 ~ 1994	不相关/不显著
Reisen and Soto (2001)	44	1986 ~ 1997	不显著
Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002)	89	1973 ~ 1995	不显著
Edison, Levine, Ricci, and Sløk (2002)	57	1980 ~ 2000	不相关

资料来源: Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002) ^[21]

近来一些实证研究表明不同类型的资本流动对经济增长的影响并不相同。如 Reisen and Soto (2001) ^[22] 用 44 个国家 1986 ~ 1997 年的 Panel 数据研究了 6 种不同类型资本流动对经济增长的影响, 发现只有两类资本流入——FDI 和股权资本与经济增长正相关; 而外国银行贷款 (短期和长期) 与资本流入国的人均收入负相关。Gruben and Mcleod (1998) ^[23] 基于 1971 ~ 1994 年 18 个国家的 Panel 数据, 采用 OLS 和两阶段 OLS, 以真实 GDP 的对数变化作为被解释变量, 以经常账户赤字对 GDP 的比率、贸易条件的对数变化、债务在 GDP 中的百分比变化及各类资本流的滞后值作为解释变量进行了回归, 发现 FDI 和证券资本流对经济增长具有积极影响; 而短期、长期资本流入的经济增长效应不显著。世界银行 (2001) ^[24] 研究了不同资本流动对于储蓄、投资及经济增长的影响, 结果表明: (1) 资本流动与投资显著正相关, 而与储蓄的关系统计上不显著; (2) 长期资本流动比短期债务流对投资有更强烈的影响; (3) 证券组合资本流对储蓄有显著的正向影响, 但 FDI 和银行贷款与储蓄不相关。