

GUOJI ZIBEN LIUDONG
DUI TONGHUO PENGZHANG
YINGXIANG YANJIU

国际资本流动 对通货膨胀影响研究

刘淑娥◎著

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

刘淑娥◎著

国际资本流动 对通货膨胀影响研究

GUOJI ZIBEN LIUDONG
DUI TONGHUO PENGZHANG
YINGXIANG YANJIU



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

国际资本流动对通货膨胀影响研究 / 刘淑娥著.

北京: 中国经济出版社, 2016. 9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4353 - 5

I. ①国… II. ①刘… III. ①国际资本—资本循环—影响—
通货膨胀—研究—世界 IV. ①F821. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 200509 号

责任编辑 方 雷 杨元丽

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京艾普海德印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 18. 75

字 数 260 千字

版 次 2016 年 9 月第 1 版

印 次 2016 年 9 月第 1 次

定 价 45. 00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390) 服务热线: 010 - 88386794

本书出版得到北京市教委师资队伍建设——北京市属高等学校高层次人才引进与培养三年行动计划（2013—2015 年）青年拔尖人才培育计划项目资助。特此说明。

20 世纪 80 年代以来，世界经济的发展出现了两种非常值得关注的趋势。第一，相对于以前，全球通货膨胀水平快速下降，产出波动性明显降低（见图 1）。这种全球性“大温和”（Great Moderation）现象引发了经济学界的广泛讨论。第二，从世界范围来看，金融开放程度不断提高，国际资本流动性逐渐增强。全球资本流动总体规模保持稳步增长，其间只出现了两次负增长：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，直至 2009 年，受国际金融危机的打击，规模锐减至 1.1 万亿美元，全球资本净流动降幅亦高达 40%。之后，国际资本流动呈现恢复性增长（见图 2）。尽管发生了若干次地区性或全球性的金融震荡，但是从总体上来看，国际资本流动的速度并没有减弱，规模日趋扩大，对全球金融市场的运行以及各国经济的发展和宏观经济管理产生了深刻的影响。国际资本流动性上升与同期全球通货膨胀水平下降趋势之间是一种偶然的巧合吗？

有关国际资本流动与通货膨胀研究关系的相关文献主要分为三类：一是描述与评述时间跨度长度不一的国际资本流动性状况，如社科院杨海珍（2011）等，这类文献较多；二是阐述全球通货膨胀的下降趋势



图1 1980—2014 年全球通货膨胀水平

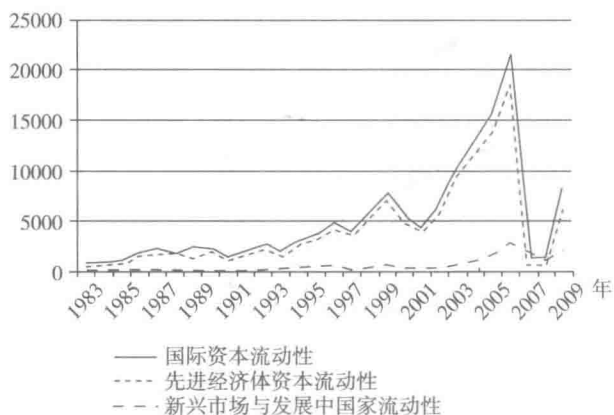


图2 1980—2013 年国际资本流动性

及原因分析，有个别文章提及资本流动性问题；三是研究资本账户、全球化与全球通货膨胀的关系，代表有张步昙（2015）、张成思（2010、2015）等，他们分别研究了全球化对工业国家、新兴市场与发展中国家以及中国通货膨胀的影响。但是主要关注的是贸易渠道的价格传递机制以及全球化对于生产周期的影响。另外，国内外学者也开始关注全球通货膨胀动态机制的变化特征，认为相对于以往通货膨胀的传导机制减弱了。有关金融开放度与通货膨胀之间的关系研究存在很大的不确定性。

就现有的研究而言,有些研究认为二者存在负相关关系,但是其中的作用机制并不明晰;有些研究则否认这种负相关关系的存在。就实证研究而言,有关国际资本流动性的衡量指标构建也存在较大的分歧,部分还导致了研究结论的差异性。有关国际资本流动和通货膨胀之间关系的研究,依然是现在世界经济学界的热点问题。相对来说,国外此类文献较多,主要的来源是国际货币基金组织、世界银行、美国国民经济研究局的工作论文以及 JSTOR 数据库。在广泛阅览研究文献尤其是国外相关文献的基础上,研究者逐渐从多个视角梳理清楚国际资本流动对通货膨胀影响的作用机制。

本书是笔者在 2008 年博士学位论文基础上修改完成的,并得到“北京市教委 2013—2015 年师资队伍建设——青年拔尖人才培养计划项目”的资助。

第1章 导 言

1.1 选题依据和意义	1
1.2 文献综述	3
1.3 本书研究方法	16
1.4 本书基本结构和内容简介	16
1.5 本书的创新之处	19

第2章 全球通货膨胀发展趋势及原因分析

2.1 通货膨胀的界定及度量	21
2.2 通货膨胀发展趋势分析	33
2.3 世界性通货膨胀水平下降原因分析	39
2.4 本章小结	53

第3章 国际资本流动界定及衡量

3.1 国际资本流动界定及分类	55
3.2 国际资本流动性衡量方法	62
3.3 国际资本流动性状况分析	79
3.4 国际资本流动的经济效应	90

3.5 本章小结	100
第4章 国际资本流动对一国通货膨胀的影响：理论分析	
4.1 通货膨胀成因理论分析	102
4.2 贸易开放度对通货膨胀的影响	117
4.3 国际资本流动对全球通货膨胀水平下降趋势的影响	137
4.4 全球化对通货膨胀水平下降趋势的影响	153
4.5 本章小结	170
第5章 国际资本流动与通货膨胀的传导：国际视角	
5.1 国际通货膨胀理论发展综述	172
5.2 开放经济条件下通货膨胀水平下降的国际传导途径	178
5.3 通货膨胀国际传导的实证研究	197
5.4 本章小结	201
第6章 国际资本流动对通货膨胀影响实证研究	
6.1 贸易开放度对通货膨胀影响实证研究文献回顾	203
6.2 国际资本流动对通货膨胀影响实证研究文献回顾	211
6.3 国际资本流动对通货膨胀影响实证研究	228
6.4 本章小结	252
第7章 国际资本流动对全球通货膨胀下降趋势的影响	
7.1 2002—2008 年全球通货膨胀走势与国际资本流动性	254
7.2 国际资本流动对通货膨胀影响的进一步解释	259
第8章 结论与启示	
参考文献	270

1.1 选题依据和意义

20 世纪 80 年代以来,全球通货膨胀水平呈现快速下降的趋势。根据 IMF 和世界银行的统计,20 世纪 70 年代全世界的平均通货膨胀率为 9.0%,20 世纪 80 年代平均通货膨胀率下降为 5.8%,20 世纪 90 年代通货膨胀水平进一步下降为 4.1%。2000 年以来,全球通货膨胀水平在 20 世纪 90 年代的基础上进一步下降。

就工业国家来说,近几十年最显著的经济变化之一就是在恢复到低通货膨胀方面取得的成功。继 20 世纪 70 年代高通货膨胀后,价格上涨减缓。1993 年以来,工业国家作为一个整体以及主要工业化地区(北美、欧盟和日本)的价格上涨一直低于 3%,这是 20 世纪 50 年代末以来从未有过的低水平。(如表 1-1 所示)

表 1-1 工业国家和发展中国家 1981—2005 年消费物价水平 (%)

	1981—1985	1986—1990	1991—1995	1996—2000	2001—2005
工业国家	6.3	3.4	3.1	1.7	1.8
发展中国家	32.6	53.12	39.4	9.3	6.0

资料来源:IMF《世界经济展望》相关各期。2001—2005 年统计口径作了调整,以“先进经济体”代替“工业国家”,以“其他新兴市场和发展中国家”代替“发展中国家”。

从表 1-1 可以看出,发展中国家的平均通货膨胀水平在 20 世纪 80 年代后半期处于上升阶段,在整个 20 世纪 90 年代一直处于明显下降阶段。

由于发展中国家 2001—2005 年的五年平均消费物价水平在统计口径上包括了一些新兴市场经济国家，现在独立考察新兴市场经济体通货膨胀的情况。

同期，新兴市场经济体的通货膨胀大幅下降。截至 2000 年底，除少数国家（印度尼西亚、土耳其、保加利亚和委内瑞拉）外，新兴市场经济体的平均通货膨胀率已经从 20 世纪 80 年代末的 3 位数下降至 5% 左右。这样低水平的通货膨胀只有在第二次世界大战以前出现过。

表 1-2 新兴市场经济 1971—2000 年通货膨胀水平（CPI，%）

	1971—1980	1981—1985	1986—1990	1991—1995	1996—2000
所有新兴市场经济	22.8	52.7	188.3	93.4	23.1
拉丁美洲	58.0	107.9	681.6	195.9	14.2
亚洲	10.2	8.3	6.5	8.6	6.8
欧洲	6.1	14.2	44.9	156.6	65.3
非洲和中东	16.9	80.2	20.3	12.4	6.0

资料来源：国际货币基金组织，《世界经济展望》2001 年 5 月。

同期，除了全球性通货膨胀水平的下降引人注目外，同样值得关注的是从世界范围来看，国际资本流动性逐渐增强。

测量一个国家金融开放程度，主要有资本流动的法规限制和实际跨国资本流动两项指标。尽管这两项指标存在重要区别，但是根据世界银行和国际货币基金组织的研究，无论是发达国家还是发展中国家，以两项指标衡量的国际资本流动性都在显著增强，金融开放程度从总体上来看在不断提高。

明显的问题是：国际资本流动性的增强与同期众多国家持续下降的通货膨胀水平存在关联吗？如果国际资本流动促进了通货膨胀水平下降，二者存在负相关关系，那么，其作用机制是什么？

因此，国际资本流动性增强对全球通货膨胀水平下降的影响激发了笔者的研究兴趣。笔者以此作为本书的选题，希望能够就国际资本流动性与全球通货膨胀下降趋势之间的关系做出新的探索。本书首先关注国际资本流动性增强和全球性通货膨胀水平的下降趋势，然后从单一国家视角和国

际视角两个方面进行理论分析,探讨国际资本流动性对同期全球通货膨胀下降趋势的影响,从中发现作用机制。在理论分析的基础上,选取通货膨胀率、国际资本流动性、贸易开放度、财政赤字、汇率指数等指标,构造面板数据模型,实证分析国际资本流动性与通货膨胀之间的关系,从中得出本书的基本结论。

如果国际资本流动性增强与同期全球通货膨胀下降趋势之间并不是一种巧合,国际资本流动性上升通过各种运作机制促进了通货膨胀水平的下降,这将对国际背景下一国货币政策的实施以及国际货币政策的协调具有重要的现实意义,同时也从侧面证明了金融全球化对于经济增长潜在的益处。

1.2 文献综述

在以往关于开放度的研究中,大量文献主要关注开放度与经济增长、经济发展等因素的关系,而对开放度与通货膨胀的关系研究相对较少。近年来,已经有一些关于开放度与通货膨胀关系的研究。然而,直到20世纪90年代,此类研究大多主要关注贸易开放度与通货膨胀的关系;而且,大量研究文献都是以进口额占GDP的比重来衡量贸易开放度。20世纪90年代,许多国家开放了资本账户,国际资本流动性不断增强。这种经济现象促进了有关资本账户开放、国际资本流动性与通货膨胀关系的研究。

在接下来的文献综述中,首先关注贸易开放与通货膨胀的关系;其次,回顾资本账户开放或者说总的金融开放度与通货膨胀的关系研究。

1.2.1 贸易开放度与通货膨胀关系研究

Triffin 和 Grubel (1962) 的研究是有关经济开放度与通货膨胀关系最早的研究之一。Triffin 和 Grubel 指出在封闭经济中价格上涨是应对通货膨胀压力的唯一途径,而在开放经济中通货膨胀压力还可以通过国际收支渠

道进行传导。通过对欧共体 5 个国家（法国、意大利、德国、荷兰、比利时）经济绩效的研究比较，他们发现越是开放的经济体，国内的通货膨胀率越低，因而经济开放起到了安全阀的作用，它把通货膨胀压力从国内价格上涨转移到国际收支上。Triffin 和 Grubel 的研究假设前提是一国面临的通货膨胀压力是外生的，然而现在的货币当局却能够人为制造通货膨胀，因此他们的研究与现在情况不符。

Iyoha（1973）选取了 33 个欠发达国家作为样本，以批发物价指数或者生活成本指数的变化代表通货膨胀率，以进口额占 GDP 的比率衡量贸易开放度，分析了 1960—1965 年的年度数据和 6 年平均数据。这一研究是在开放度和通货膨胀两个变量框架中进行的，并运用了最小二乘法。Iyoha 的研究发现在贸易开放度和通货膨胀率之间存在负相关关系，并认为这一发现意义重大。提高贸易开放度可以抑制通货膨胀率，促进国内资本积累。然而当把分析扩展到多个变量时，开放度与通货膨胀之间的负相关关系就不确定了。即使开放度与通货膨胀之间存在负相关关系，但是这种关系并不显著。

Kirkpatrick 和 Nixon（1977）对 Iyoha（1973）的研究进行了评述。他们指出在某些特定情况下，进口的减少可能使通货膨胀状况更加恶化。因而为了进一步分析通货膨胀和开放度的关系，非常有必要分析进口的构成成分。他们指出了用进口减去收入比率作为衡量开放度的指标存在的问题，因为它不能反映经济结构变化，但是并没有提出替代的贸易开放度研究指标。

Rogoff（1985）指出，在一个开放经济体中，意外的货币扩张会造成实际汇率的贬值，因此会降低货币当局实施货币扩张的动机。以此为基础，Rogoff 进一步分析，国际政策合作在缺乏事先承诺的情况下是难以维持的。国家之间协调起来共同进行货币扩张，将不会造成任何一个国家的货币相对其他国家货币的贬值，因此货币当局有动机实施经济扩张，结果会造成高通货膨胀。通过货币政策协调，两个国家可以变为单个大国，但

是开放度并不高。开放度的降低减轻了实施意外货币扩张而导致的货币实际贬值造成的损害,因此引致了通货膨胀。这样,一个经济体越大、越不开放,实施意外货币扩张的动机也就越大,结果通货膨胀率就越高,从而预测了开放度与通货膨胀水平之间的负相关关系。

Romer (1993) 运用 Kydland 和 Prescott (1977)、Barro 和 Gordon (1983) 的模型分析,阐明经济开放度和通货膨胀之间的负相关关系来源于银行货币政策实施中的动态不一致性。Romer (1993) 认为,中央银行货币政策操作的相机抉择,因缺少事先的承诺,意味着中央银行在任何时候都可以自由地变动货币政策工具的设定值,这往往容易产生通货膨胀倾向。而在一个开放经济里,一国实施经济扩张,就会降低本国商品对外国商品的相对价格,未被预期到的货币扩张将会导致实际汇率的贬值。相对于封闭经济而言,在开放经济中实际贬值对一国造成的损害更大,减少了扩张可以带来的收益。结果,开放度越高的经济,其平均通货膨胀率就应当越低。也就是说,经济开放度的提高约束了货币当局制定和实施货币政策时的通货膨胀倾向。同时 Romer 运用 114 个国家 1973—1990 年的数据资料,对以上结论进行了检验,发现在开放度(进口额占 GDP 的比值)和平均通货膨胀(GDP 缩减指数)之间,的确存在显著的负相关关系。

Terra (1998) 站在债务国需要提高收入偿还债务的角度,对经济开放度与通货膨胀之间的负相关关系提出了新的解释,认为两者之间的负相关关系实际上出现在债务危机时严重债务国。一国贸易份额越小(开放度越小),就需要实际汇率贬值越多以便能够产生占 GDP 一定比例的贸易盈余来偿还债务。实际汇率贬值越多,需要偿还的外债就需要更多的本币,对政府预算产生的压力就越大,从而就需要政府通过向私人部门征收通货膨胀税,进而对通货膨胀产生的压力也就越大。Terra 并没有否定 Romer (1993) 对有关经济开放度与通货膨胀负相关关系的解释,他认为央行货币政策操作的相机抉择和债务危机都是决定通货膨胀水平的重要因素。对于严重债务国而言,央行货币政策相机抉择造成了开放度和通货膨胀之间

的负相关关系,而债务危机则强化了二者之间的负相关关系。对于 Terra (1998) 的分析, Romer (1998) 提出了反证,开放度与通货膨胀之间的负相关关系不只是在债务危机中,而且在债务危机前后都非常显著。

Lane (1997) 认为 Romer 的分析仅适用于经济规模大得足以改变国际贸易相对价格的大国经济。然而,在现实经济生活中,大部分国家的规模还达不到仅仅通过扩张产出就可以影响世界价格的程度。绝大多数发展中国家经济规模很小并不会对世界价格产生影响。这样, Romer 模型的运行机制并不令人满意。

Lane 发展了小国开放经济的一般均衡模型,该模型假定非完全竞争、浮动汇率、名义价格粘性。在模型经济中他分析了货币冲击的福利效果,提出了以福利为基础,旨在产生时间一致性通货膨胀水平的政府行为模型。Lane (1997) 把 Romer 的分析跨展到非贸易部门。由于非贸易部门往往是垄断的,且价格粘性,其均衡产出小于潜在产出,非预期的通货膨胀反而使产出达到潜在产出,因此增加了国民福利。Lane 研究发现,一次意外的货币供给冲击是否能够有效地提高产出主要依赖于非贸易部门的规模。经济开放度越大,非贸易部门的规模就越小。由于开放度的提高减少了国民从非预期的通货膨胀中获得的福利增加,从而减少了政府倾向通货膨胀的诱因。Lane 利用与 Romer 相同的数据也发现了开放度和通货膨胀水平之间的负相关关系。他的一个非常有意思的发现是:当把国家规模当作一个控制变量时,开放度的效果会更加明显。

Laura Alfaro (2002) 认为 Lane (1997) 和 Romer (1993) 的分析主要考虑的是长期情况。从长期来看,开放度与通货膨胀存在负相关关系,那么,在短期内是否仍然存在这种关系呢?他分析后认为,短期内开放度对于控制通货膨胀看起来并不起作用,也就是说,短期内开放度与通货膨胀之间的负相关关系并不明显。相反,短期内固定汇率制度与通货膨胀水平之间存在显著的负相关关系。

Temple (2002) 把 Romer (1993) 关于开放度与通货膨胀之间的负相

关关系理解为开放度高的经济体具有比较陡峭的菲利普斯曲线。在小国开放经济中,名义价格粘性,未预期的货币扩张将导致实际货币贬值。一次货币扩张将对通胀—产出之间的交替产生两方面的影响。货币贬值将提高进口品的价格,如果通货膨胀水平以消费物价指数(CPI)衡量,将会导致通货膨胀水平的上升。另外,如果工资计入消费物价指数或者进口品作为中间产品进入生产,则在给定货币扩张的情况下,将会降低产出收益。这意味着在比较开放的经济体中,菲利普斯曲线将会比较陡峭。

Temple (2002) 考虑了牺牲率(总产出损失和通货膨胀水平下降时期通货膨胀趋势的变化之间的比率)和开放度(进口额占 GDP 的份额)的衡量指标。他运用两种不同的指标衡量牺牲率却得到了一致的结论。散点图表明开放度和牺牲率之间存在非常弱化的关系。进行的回归也表明在两者之间存在弱化的和模棱两可的关系。

Bowdler (2003) 驳斥了上述结论并且验证了假设:以菲利普斯曲线斜率的新衡量为基础,贸易开放度应该对产出一通货膨胀之间的替代具有积极的影响。他运用 20 个国家的跨部门数据,把菲利普斯曲线的斜率作为因变量,与封闭经济和开放经济中的许多控制变量结合在一起进行回归。Bowdler 发现贸易开放度的提高使短期菲利普斯曲线更加陡峭,假定条件是一个国家的汇率自动调整。这个条件非常关键,因为它能够确保经济波动导致进口价格的变化以便加速通货膨胀的调整。

Gruben 和 Mcleod (2004) 对开放度与通货膨胀之间的关系进行了重新修正。他们认为二者之间的负相关关系在 20 世纪 90 年代加强,比早期的研究更加突出,甚至扩展到了 OECD 国家。然而,开放度与通货膨胀水平之间的负相关关系的来源在某种程度上仍然是一个谜。Romer (2000) 现在看起来对于二者负相关关系来源于货币政策实施中的动态不一致性也不太确信了。对二者关系的其他研究也在进行中。还有一种解释认为通货膨胀率的下降具有传染性,整个 20 世纪 90 年代随着美国 and OECD 国家通货膨胀率的下降,进口竞争使更多实施开放政策的国家较快地降低了通货膨

胀率。

Dudley Cooke (2004) 基于小型开放经济的假设构造了一个均衡模型分析通货膨胀倾向。他对开放度高的经济体通货膨胀率会较低这一设想进行了检验。他研究发现开放度通过两种机制影响通货膨胀, 一种机制是对菲利普斯曲线的影响, 一个国家越开放, 菲利普斯曲线就越陡峭, 意外的通货膨胀将增加通货膨胀成本、降低产出收益。但另外一种机制是开放度也影响货币当局的效用函数, 随着一国开放程度的提高, 通货膨胀率可能上升也可能下降, 因为对国内产出的国外需求与经济开放度是互相作用的, 从而改变货币当局的动机。

1.2.2 国际资本流动与通货膨胀关系研究

针对国际资本流动性增强与同期全球通货膨胀下降趋势, 已经有一些相关研究试图验证这两种现象之间的关系。

在 20 世纪 90 年代早期, 人们普遍认为放松对资本流动的管制将会产生与贸易自由化相似的收益。自由资本流动对于国内经济的发展具有以下几个方面的作用。从整体上来看, 它提高了世界的资源配置效率, 尤其是为投资组合的分散化、消费平滑、风险分担和国际贸易创造了机会。通过持有外国资产, 机构能够保护自己免受仅仅针对本国的负面冲击。这样, 资本流动性的增强提高了风险调整的收益率, 相应地鼓励了高储蓄和高投资, 从而提高了经济增长率。然而, 20 世纪 90 年代的金融危机迫使政策制定者重新思考自由资本流动的策略。那些曾经对资本流入放松管制的国家在金融危机中则遭受了沉重打击。因此, 一些经济学家已经指出未加限制的资本流动已经严重阻碍了全球的金融稳定, 并且呼吁对国际资产的贸易施加诸如“托宾税”等资本控制措施。

近年来, 一些经济学家提出成功的金融自由化的主要益处很有可能是非常间接地表现出来。成功的金融自由化对经济增长起到了催化剂的作用, 它约束了宏观经济政策, 促进了金融部门的发展, 从而使国内公司面