

东盟与中日韩短期资本流动管理 与资本帐户开放高级研讨会论文集

Papers Presented on ASEAN+3
High-Level Seminar on Short-term Capital Flow Management
and Capital Account Liberalization, Beijing 2002



中国人民银行国际司 编



中国金融出版社

东盟与中日韩短期资本流动管理与资本 账户开放高级研讨会论文集

**Papers Presented on ASEAN + 3
High-Level Seminar on Short-term Capital Flow Management
and Capital Account Liberalization, Beijing 2002**

2002 年 10 月 11 日

中国人民银行国际司 编

 中国金融出版社

责任编辑：赵天朗

责任校对：潘 洁

责任印制：郝云山

图书在版编目 (CIP) 数据

东盟与中日韩短期资本流动管理与资本账户开放高级研讨会论文集/中国人民银行国际司编. —北京：中国金融出版社，2003.2

ISBN 7 - 5049 - 2981 - 6

I. 东… II. 中… III. ①国际金融—资本循环—国际学术会议—文集—汉、英
②国际金融—资本—管制—国际学术会议—文集—汉、英 IV. F831 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 010192 号

出版
发行 **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 固安印刷厂

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 16.25

字数 371 千

版次 2003 年 3 月第 1 版

印次 2003 年 3 月第 1 次印刷

定价 28.00 元

如出现印装错误本社负责调换

目 录

中华人民共和国国务院副总理温家宝在东盟加中日韩“短期资本流动管理与资本账户开放高级研讨会”开幕式上的讲话	1
中国人民银行行长戴相龙在东盟加中日韩“短期资本流动管理与资本账户开放高级研讨会”上的讲话	4
危机以来的东亚资本流动	
国际清算银行总经理 克罗克特	8
亚洲金融危机、资本账户开放与区域合作	
亚洲开发银行行长 千野忠男	13
资本流动管理：马来西亚的经验	
马来西亚国家银行行长 吉蒂·阿齐兹博士	17
将国内货币市场与国际影响隔离：泰国经验回顾	
泰国银行行长助理 倪佳塔沃	35
印度尼西亚对非居民参加货币市场的政策：限制卢比交易和银行提供外币信贷	39
加强银行部门外汇资产及负债的管理：韩国经验	
韩国银行行长助理 李家欧	45
在大量不稳定资本流动的情况下保持金融体系稳定	
新加坡金融管理局副总裁 姚莲心	50
公司部门资本流动管理：中国的现状和前瞻	
中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长 郭树清	53
资本管制：国际资本市场一体化中风险和收益的利弊权衡	
国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任 K. 罗格夫	59
资本账户开放的前提与顺序：韩国的经验与教训	
韩国金融与经济部国际事务副部长 金容德	64

资本账户开放：前提条件和顺序

 中国财政部副部长 金立群 67

总结发言

 中国人民银行行长 戴相龙 70

评论

 日本财政部国际司高级副司长 渡边博史 72

 日本银行国际司副司长 崛井 74

 欧洲中央银行国际与欧洲关系局局长 海根 76

 国际经济研究所高级研究员 杜鲁门 78

国别论文

中国资本账户管理的现状和展望

 国家外汇管理局 81

 印度尼西亚有关资本流动管理的政策 86

 缅甸短期资本流动管理和资本账户开放 95

短期资本流动管理与资本账户开放：新加坡经验

 新加坡金融管理局宏观经济监测部 98

短期资本流动与资本账户开放：泰国的经验

 泰国银行货币政策部 103

 议程 109

 与会人员名单 112

Contents

Address of Vice Premier Wen Jiabao of the State Council of People's Republic of China at Opening Ceremony of "ASEAN + 3" High-Level Seminar on Short-term Capital Flow Management and Capital Account Liberalization	114
Speech at the ASEAN + 3 High Level Seminar on the Management of Short-Term Capital Flow and Capital Account Liberalization by Governor Dai Xianglong	117
Capital Flows in East Asia Since the Crisis	
Speech by Andrew D Crockett, General Manager of the BIS	122
Asian Financial Crisis, Capital Account Liberalization, and Regional Cooperation	
Remarks by President Tadao Chino, Asian Development Bank	128
The Management of Capital Flows: The Malaysian Experience	
by Dr. Zeti Akhtar Aziz, Governor, Bank Negara Malaysia	133
Insulating Domestic Money Market from International Influences: A Review of Thailand's Recent Experience	
by Bandid Nijathaworn, Assistant Governor and Head of Monetary Policy Group, Bank of Thailand	157
Indonesian Policy on Nonresidents Participation in the Money Market: The Restriction of Rupiah Transactions and Foreign Currency Credit Offered by Banks	162
Strengthening the Management of Foreign Exchange Assets and Liabilities of the Banking Sector: The Korean Case	
by Jae-Ouk Lee, Assistant Governor, Bank of Korea	170
Maintaining Financial System Stability in an Environment with large and Volatile Capital Flows	
Yeo Lian Sim, Deputy Managing Director, Monetary Authority of Singapore	176
Management of Capital Flows in Corporate Sector: Current Situation and Outlook in China	

Dr. Guo Shuqing, Deputy Governor, People's Bank of China; Chairman, State Administration of Foreign Exchange	180
Capital Controls: Trading off the risks and benefits of international capital market integration	
By Kenneth Rogoff, Economic Counselor and Director, Research Department, International Monetary Fund	188
Preconditions and Sequence of Capital Account Liberalization: Lessons from the Korean Experience	
By Mr. Yong-Duk Kim, Deputy Minister for International Affairs, Ministry of Finance and Economy, Republic of Korea	194
Capital Account Liberalization: Pre-condition and Sequence	
Jin Liqun, Vice Minister of Finance, China	198
Summarizing Remarks	
Mr. Dai Xianglong, Governor of the People's Bank of China	202
Comments	
Hiroshi Watanabe, Ministry of Finance, Japan	204
Wataru Takahashi, Associate Director, Bank of Japan	206
Pierre van der Haegen	209
Edwin M. Truman, Senior Fellow, Institute for International Economics	212
Country Papers	
Capital Account Management and Its Outlook in China	
State Administration of Foreign Exchange (SAFE)	216
Policies Related to Capital Flows Management in Indonesia	224
Management of Short-Term Capital Flows and Capital Account Liberalization in Myanmar	
	236
Management of Short-Term Capital Flow and Capital Account Liberalization: Singapore's Case	
	240

Management of Short-term Capital Flows and Capital Account Liberalization:

Thailand's Experience

Monetary Policy Group, Bank of Thailand, September 2002	246
Program	254
Attendance List	257

中华人民共和国国务院副总理温家宝在东盟加中日韩“短期资本流动管理与资本账户开放高级研讨会”开幕式上的讲话

各位来宾，女士们，先生们：

值此金秋季节，东盟与中日韩“短期资本流动管理和资本账户开放高级研讨会”在北京召开。我代表中国政府和朱镕基总理致以热烈的祝贺，对国际清算银行克罗克特总经理、亚洲开发银行千野忠男行长、马来西亚国家银行吉蒂行长、柬埔寨国家银行谢振都行长以及其他各国政府的官员和专家学者出席会议表示诚挚的欢迎。

过去 20 多年来，由于信息技术的创新，各种金融衍生产品的发展，以及世界市场进一步的开放，国际资本流动的规模和速度迅速增长，经济全球化和金融全球化的进程加快。尽管近几年发生了若干次地区性或全球性的金融震荡，但是从总体上看，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。

资本有序的跨国流动是现代经济发展的客观要求。发达国家有较多的资本、先进的技术和现代的企业管理经验，发展中国家拥有工资成本较低的劳动力和价格低廉的自然资源，国际资本流动可以改善资源的有效配置，提高资源的使用效率，促进全球经济增长。对于资本流入国家，资本流动不仅可以带动国内投资，增加就业，还可以引进先进的技术和管理经验。对于资本流出国家，资本流动有利于投资者的资产多元化，提高资本的回报率。资本的有序流动还促进了国际金融市场的发展，为经济的全球化创造了条件。但是，实践证明，国际资本的流动也会产生一定的负面影响，尤其是短期资本大量无序的流动加剧了金融市场的波动，甚至危及一个国家或地区的经济和金融稳定，引发政治和社会动荡。因此，在经济和金融全球化发展的形势下，加强和改善对短期资本流动的管理，稳步推进资本账户的开放，有效防御国际资本对本国金融市场的冲击，维护经济和金融稳定，是我们共同面临的一个重大课题。

中国从 1978 年改革开放以来，经济和社会发展发生了历史性的变化。经济保持了稳定高速的增长，综合国力显著增强。经济体制改革取得重大成果，社会主义市场经济体制初步建立。我们稳步推进资本账户的对外开放，统一协调资本开放、人民币汇率和利率政策。1994 年，我们实现了汇率并轨，成功地建立了以市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制度。人民币汇率保持稳定。1996 年 12 月实现了人民币经常账户可兑换。在资本账户方面，我们积极吸引外国直接投资，严格控制借用外债，支持优质的企业到境外上市或投资。到 2001 年底，我国通过各种渠道利用外资约为 5600 亿美元，境外资产已超过 4000 亿美元。目前，根据我国资本市场的发育程度和金融监管的水平，

我们还没有开放外资购买以人民币标价的证券资产。这样做的目的是为了防范国际短期资本的冲击。实践证明，按照循序渐进的原则实行资本账户的开放，使我国成功地抵御了亚洲金融危机的冲击，促进了经济的稳定发展，也为维护亚洲金融的稳定作出了贡献。

当前，中国继续执行扩大内需的方针，实行积极的财政政策和稳健的货币政策，国民经济继续呈良好的发展势头。为适应加入世贸组织的新形势，我们正在加快金融体制改革，加强金融监管，稳步推进利率的市场化改革，完善人民币汇率的形成机制，逐步扩大资本账户可兑换的范围，为人民币最终完全可兑换创造条件。所有这些都为国际资本扩大在华投资提供了更多的商机。

总结近几年一些地区爆发金融危机的教训，开放资本账户必须坚持循序渐进的原则。资本账户开放的进程必须与本国经济发展的阶段相适应，必须有利于本国金融的稳定。良好的经济发展形势，正确的宏观经济政策，充足的经济实力，健全的金融体系，完善的金融监管，应该是审慎开放资本账户的前提。

促进资本账户逐步开放，必须加强地区金融合作。我们欣慰地看到，亚洲金融危机之后，受危机影响的国家和地区及时调整了经济政策，加大了经济结构调整和金融机构重组的力度，并根据各自的实际情况适时调整和改善了对资本账户开放的管理，经济逐步得到恢复和发展。亚洲地区，尤其是东南亚地区，仍是经济高速增长的地区之一，是吸引国际投资最多的地区之一，有超过 1 万亿美元的外汇储备，金融合作的潜力很大。在亚洲各国共同努力下，亚洲的区域金融合作有了长足的进展。中、日、韩三国中央银行行长和财政部长的分别定期会晤机制已经建立。东盟与中、日、韩财政部与央行合作机制发展很快，富有成效。自 2000 年 5 月通过“清迈倡议”以来，10+3 双边货币互换协议的谈判和签约工作进展顺利。中国已经与泰国、日本、韩国和马来西亚等国家签署了双边货币互换协议，与菲律宾的货币互换协议的谈判也已经完成，很快可以签约。此外，10+3 财政和金融政策的对话也正在深入发展，我们希望这一合作势头能够继续保持。

促进资本账户逐步开放必须进一步发挥国际金融机构的作用，加强国际金融合作。国际货币基金组织和世界银行在维护全球金融体系稳定，帮助发展中国家健全金融体系等方面做了大量有益的工作。我们希望两个机构在维护国际金融稳定和减少贫富差距方面更好地承担责任，发挥作用。促进资本账户开放，必须完善国际货币体系，尤其要加强主要国家宏观政策的协调，稳定汇率。发达国家应进一步向发展中国家开放市场，提供持续和足够的资金和技术援助，帮助发展中国家提高自我发展的能力，努力消除贫困。在经济全球化迅速发展的时代，建立科学合理的国际标准和准则十分必要。在建立国际标准和准则时，既要研究和总结各国经济发展的普遍规律，又要注意不同国家处在不同历史发展阶段的特殊性，尤其要照顾发展中国家的利益。

这次研讨会为本地区各成员与世界著名经济学家和国际金融组织的专家交流管理资本流动的经验教训提供了机会。中国有句古话：“他山之石，可以攻玉”。我相信，本次研讨会将对改善本地区各国短期资本流动管理和资本账户开放，维护地区金融稳定和加

强区域金融合作，发挥积极的作用。

最后，我预祝东盟加中日韩“短期资本流动管理与资本账户开放高级研讨会”取得圆满成功！

谢谢大家。

中国人民银行行长戴相龙在东盟加 中日韩“短期资本流动管理与资本 账户开放高级研讨会”上的讲话

女士们，先生们：

这次会议的主题，是交流对国际短期资本流动的管理经验，探讨如何更好地发挥国际资本流动的积极作用，防范和消除其负面影响，推进资本账户逐步开放。这次会议，对维护亚洲各国金融体系的稳健运行，加强东盟和中日韩的金融合作，必将产生积极影响。下面，我简要讲三个问题。

一、当前国际资本流动的特点

当前，国际资本流动出现了一些新的特点。一是国际资本流动的期限日益模糊，长短期资本的相互转化更加迅速。金融工具多样化，特别是金融衍生产品的迅速发展，以及金融自由化改革和技术进步，使国际资本流动的期限转化更为方便，也更加迅速。二是全球主要股市的股票价格大幅下跌，国际资本流动的规模和活跃性下降。受全球经济不景气、企业盈利下降、大公司财务丑闻曝光，以及恐怖袭击、中东危机等事件的影响，股票投资者信心受损，世界主要股市股票价格普遍下跌。到 2002 年 10 月 9 日，美国道·琼斯和纳斯达克指数分别较 2001 年末下跌 27.3% 和 42.9%，日本日经指数下跌 19%，英国金融时报指数下跌 28.6%。美国股市已跌到了 6 年来的新低，日本股市更是跌到了 19 年来的新低。股市的大幅下跌使投资者的资产急剧缩水，直接影响投资者可支配的财富。三是直接投资的比重下降。2001 年全球跨国直接投资流入下降了 50.7%，为 30 年来的最大降幅。其中，跨国并购就下降了 50%，下降为 5940 亿美元，占跨国直接投资总额的比重降至 81%。四是美国政策调整使国际资本流动的不确定性加大。目前美国经济复苏前景仍不明朗，财政赤字重新出现，贸易赤字居高不下，地缘政治问题日益复杂，这些都加大了国际资本流向与规模的不确定性。五是国际资本流动中的洗钱和反洗钱问题更加引人关注。“9·11”事件以来，反洗钱的国际合作也进一步加强，这必然会对一些混迹于正常的跨境资本流动中的洗钱活动起到一定的遏制作用。

国际资本流动增加了国际金融市场的流动性，促进了资本要素在全球范围内的优化配置，弥补了流入国储蓄与投资间的缺口，进而推动实体经济增长，改善经济福利水平，同时改善流入国的国际收支状况。但是，如果对国际资本特别是短期投机资本流动缺乏有效监管，也会对东道国的国际收支、金融市场、国民经济乃至社会稳定产生不利影响，有的甚至还会引发经济和社会危机。

国际资本流动的二重性表明，一方面，我们要鼓励国际资本流动，促进本国经济和世界经济发展；另一方面，必须加强对国际资本流动的有效管理和合理利用，建立防范国际短期资本流动冲击的机制。近年来，为防范国际短期资本流动的负面影响，多数国家特别是一些发展中国家，采取了对国际短期资本流动征税、无补偿准备金要求、规定资金在境内最短停留时间、外汇指定银行制度及实时全额清算系统等必要的限制措施，并取得了一定成效。但是，从根本上说，有效防范国际短期资本冲击的关键，是要选择好符合本国国情的资本市场开放战略和资本流动管理制度，增强本国实体经济和金融体系的活力，加强对国际资本流动管理的国际合作。

二、中国对国际资本流动的主要政策措施

近几年来，中国政府按照建立和完善社会主义市场经济体制的要求，不断深化改革，加强宏观调控，保持了经济的持续快速健康发展，为推进资本账户对外开放，积极引进和有效利用外资，奠定了坚实的基础。

1996年12月，我国实现了人民币经常账户可兑换，同时，根据我国经济发展阶段和金融监管能力，循序渐进地推进人民币资本账户可兑换，对国际资本流动区别对待、分类管理。

一是对外国直接投资实行鼓励政策。对外国直接投资只进行真实性审核。从早期鼓励外商投资加工制造业，发展到积极引导外商投资高新技术产业和基础设施行业。现在根据对世界贸易组织的承诺，开始允许外商投资金融、保险、证券等专业服务行业。今后，还将鼓励外商以并购方式参与国有企业和国有商业银行的重组和改造。

二是严格控制对外借债，逐渐实现全口径管理。对短期外债实行余额管理，对中长期外债实行计划指标管理。限制对外借债主体，除外商投资企业在注册资本与投资总额的差额内可自行对外借债外，其他境内中资机构原则上要通过符合条件的金融机构对外借债，并需要事前获得有关部门的批准。将外资银行对外借款和3个月短期贸易融资纳入外债统计。

三是谨慎开放证券投资，防范国际资本流动冲击。只允许外国投资者投资中国境内发行的B股和在境外发行的H股、N股等外币股票及外币债券，但不允许其投资境内人民币标价的股票和债券。根据对世贸组织的承诺，允许组建中外合资的证券经营公司，但规定其只可以从事A股承销，B股和H股、政府和公司债券的承销和交易，以及发起设立基金。

四是建立和完善以市场为基础的、有管理的人民币浮动汇率制度，保持人民币汇率长期稳定，提高国家外汇储备水平，增强了国际资本对中国投资的信心。

目前，我国资本账户的可兑换范围和可兑换程度已经比较大，而且越来越大。对照国际货币基金组织确定的资本项下43个交易项目，我国完全可兑换和基本可兑换（经登记或核准）的有12项，占28%；有限制的16项，占37%；暂时禁止的有15项，占35%。到2001年底，外国直接投资、中资企业在境外上市筹资和外债余额合计为5600

亿美元。同时，中国国家外汇储备、中资企业在境外投资和中资金融机构境外净资产合计超过 4000 亿美元。

加入世界贸易组织后，根据有关承诺，我国将逐步扩大对外开放的范围，资本市场进一步对外开放后，国际资本流入的主体将进一步增加，规模将不断扩大，方式将更加多样，我国利用外资将进入一个新阶段。预测 2002 年外国直接投资将超过 500 亿美元。

面对新的形势，中国将在加强宏观调控，进一步增强经济实力的同时，不断提高对国际资本流动管理的水平。为此，今后几年，要继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，促进国民经济保持 7% 左右的增长速度。深化金融体制改革，积极吸收民间资本和国外资本改造和适当增设中小商业银行，用 5 年或更多一点时间把国有独资商业银行改造成为具有国际竞争力的现代大型商业银行。进一步完善由市场供求决定的有管理的人民币浮动汇率制度，在保持人民币汇率稳定的前提下，改进人民币汇率的形成机制，逐步增加人民币与几种主要货币的联系，使人民币汇率更具弹性。稳步推进人民币资本账户可兑换。目前，我国正研究通过合格的境外机构投资者（QFII）和境内机构投资者（QDII）投资于境内外资本市场，并在具备条件时分步实行。

三、建立亚洲金融合作机制，防范短期资本流动冲击

目前，亚洲各国和地区在生产、投资、贸易等领域的联系已达到较高水平。据国际货币基金组织统计，2001 年亚洲商品出口总额为 13861 亿美元，其中区域内出口 6290 亿美元，占 45.4%。中国加入世贸组织，将进一步促进亚洲特别是东南亚国家之间的经济贸易发展。到 2001 年底，中国对东盟主要国家和日本、韩国的贸易逆差 49.66 亿美元。今年 1—8 月，中国对东盟和日本、韩国进出口总额达到 1 229 亿美元，同比增长 14.3%，中国对以上国家贸易逆差为 150 亿美元。同时，随着全球经济和金融一体化的进一步推进，以及亚洲各国和地区金融市场的进一步开放，国际资本流动将前所未有地扩大。因此，亚洲国家加强防范国际资本流动冲击的金融合作，共同维护亚洲地区的经济金融安全，更加必要，更加紧迫。

面临上述形势，应采取多种方式，加强亚洲国家和地区间多种形式的金融合作，支持区域内经济贸易发展。当前，重点是继续推进和完善“10+3”货币互换机制。2000 年 5 月举行的 10+3 财长会议通过了《清迈倡议》，决定增加东盟货币互换机制的资金规模，并在 10+3 范围内建立双边货币互换协议网，向面临短期国际收支问题和需要短期流动性的国家提供支持，以此增强本地区的金融稳定性。这是亚洲国家和地区共同抵御短期资本流动冲击和金融突发事件的一种行之有效的手段，也是亚洲地区未来更深度的金融合作的起点。

自 2000 年 5 月“清迈倡议”以来，亚洲“10+3”货币互换机制的建立已经取得了实质性的成果。到 10 月 9 日，中国人民银行已与泰国银行、日本银行、韩国银行和马来西亚国家银行共计签署了 85 亿美元的双边货币互换协议。我国与其他国家的双边互换协议也正在谈判之中。加上日本、韩国和东盟一些国家签署的协议，“10+3”货币互

换协议总额已超过 200 亿美元。

为了加强中日韩三国中央银行之间的合作与交流，从 1996 年开始，中、日、韩建立了中央银行行长定期会晤制度，并于 2002 年 9 月 29 日在华盛顿召开了第 9 次会议。这次会议决定，中日韩中央银行行长会议，从过去一年一次，改为一年两次，集中就各国宏观经济和货币政策、国际资本流动等重大问题进行讨论，并为促进亚洲各国金融合作、维护亚洲金融市场稳定作出我们的努力。

危机以来的东亚资本流动

国际清算银行总经理 克罗克特

危机以来的东亚资本流动

自 5 年前东亚发生危机以来，东亚地区与世界其他地区之间的资本流动体现出以下两个特点：

第一，东亚成为很大的资本净出口者。这既有好处也有坏处。造成出口盈余的外部需求无疑促进了地区经济的恢复，而且美国也受益于资本流入，以为其经常账户赤字融资。但是很难相信东亚地区应该长期地作为储蓄出口者，或者说美国赤字能够无限期地持续下去。

第二，东亚地区出口“安全”资本的同时引进“风险”资本。风险在国际间的这种交换将保持和加强本地区各国和公司的资产负债情况，并由此加强地区经济的弹性。但这种模式还是招致了批评意见，称它阻碍了东亚自身债券市场的发展。

在以下发言中，我将指出，国内金融改革将有助于解决一些目前的资本流动模式中不太尽人意的特点。它将补充本地区以出口带动增长这一战略，这一战略在过去一直很成功，但在将来恐怕不足以支持稳定和持久的增长。

作为开始，有必要回顾一下目前资本流动模式背后的要素。

资本净额流动趋势

回首东亚危机，可以将其视为世界其他地区对东亚各国赤字的融资意愿的突然逆转。危机前，1995—1996 年，东盟国家和韩国的经常账户赤字总量为 330 亿美元；1998—1999 年，经常账户转为盈余 870 亿美元；虽然盈余在 2000—2001 年有所减少，但仍保持 570 亿美元。如果将东亚经济体的盈余一起考虑，该地区的经常账户盈余 2002 年超过了 2 千亿美元。

从地区角度看，增加经常账户盈余的出口带动的增长为增长提供了积极的刺激，并在不同程度上抵消了金融和公司重组带来的负面需求效应。

与此盈余相对应的东亚地区的资本净额流出用于为世界其他地区的赤字融资。这种资本的主要使用者是美国。当然，美国在危机前就已经有巨额经常账户赤字，当时东盟国家和韩国本身也是总量赤字。然而，在 1995—1996 年到 1998—1999 年期间，美国经常账户赤字扩大了 1650 亿美元，吸收总量大大超过东盟及韩国净出口增长的 1200 亿美

元。

20 世纪 90 年代后期美国经常账户赤字的扩大对于其自身总体上讲不是件坏事。它适逢 1996 年末美国国内需求快速增长即将对价格的稳定造成威胁之时。90 年代后期，美联储试图紧缩货币政策，但一开始即被亚洲危机和长期资本管理公司危机所打断。在此期间，来自东亚的净进口的增加对限制所需货币紧缩的幅度有所帮助。

现在，美国经济处在一个完全不同的阶段。尽管 2001 年的经济衰退为时不长，程度也不算太深，但家庭需求的可持续性和企业固定投资恢复的前景却存在问题。通货膨胀已逐渐不再成为问题。美国经常账户赤字的规模之大作为一个问题也许不那么重要，但也不能被完全忽略。它目前已达到 GDP 的 5% 左右，相当于全球其他地区储蓄总额的近 10%。美国国际投资净头寸已上升到相当于 GDP 的近四分之一，并使美国的收入流失了 GDP 的 2%。在这种环境中，东亚地区的决策者如果认为 90 年代后期所处周期阶段中受欢迎的经常账户变化态势会永远持续，将是不够审慎的。

资本的总额流动

资本净额流动的背后，是通过大量的双向总额流动，在国际间交换风险。尤其是东亚地区在进口风险资本的同时出口安全资本。对东亚地区的国外直接投资一直是最大最持久的风险资本的流入。再有，尽管资本流动随主要国际中心的股票市场有所波动，但危机以来资产组合中的股权投资总体上流入了东亚。然而中期的趋势很可能是向上的。大多数东南亚国家的股票市场在一年前还被国际投资者所忽略，但自此以后印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国都受到了更大的关注。

危机以来，其他形式的风险资本也流入了东亚。私人证券公司购买银行，获得坏账资产。东亚银行向纽约的投资者出售次级债务。债券（包括国债、公司债券）、次投资级及投资级债券，都在国际市场上推销。

在另一个方向上，东亚资本大多流向低风险的证券、同业存款以及偿付银行债务。购买的债券主要有美国国库券、美国准政府机构债券以及欧洲和日本的主权债。在偿还本地区美元公司债务减少了风险债权的同时，资金还在国际银行间市场作为低风险资金流动。总之，东亚在向世界其他地区出售风险资产的同时，获得了或投资于了安全的资产。

退一步讲，资本的总额流动加强了东亚地区的金融结构。即通过吸引投资于股权和次级债务的资本流动，同时偿付债务并累积流动资产，东亚地区利用全球金融市场降低了负债率并提高了流动性。这样做的费用理论上相当于股权溢价。负债的收益率将大于债权的收益率。例如，韩国银行出售的次级债收益率超出安全收益率 3—4 个百分点。

从美国的角度看，它对东亚地区的风险资本的投入，进一步增加了其为经常账户赤字融资不得不吸引的总额流动。

因此，在用安全负债为东亚风险资产融资这方面，美国经济起到国际金融中介或银行的作用。但从长期看，一家银行不可能在资本缩减的基础上扩展。作一个类比：任何