

亚洲新兴经济体 国际资本流动管理研究

冯艳红 著

Yazhou Xinxing Jingjiti

Guoji Ziben Liudong Guanli Yanjiu



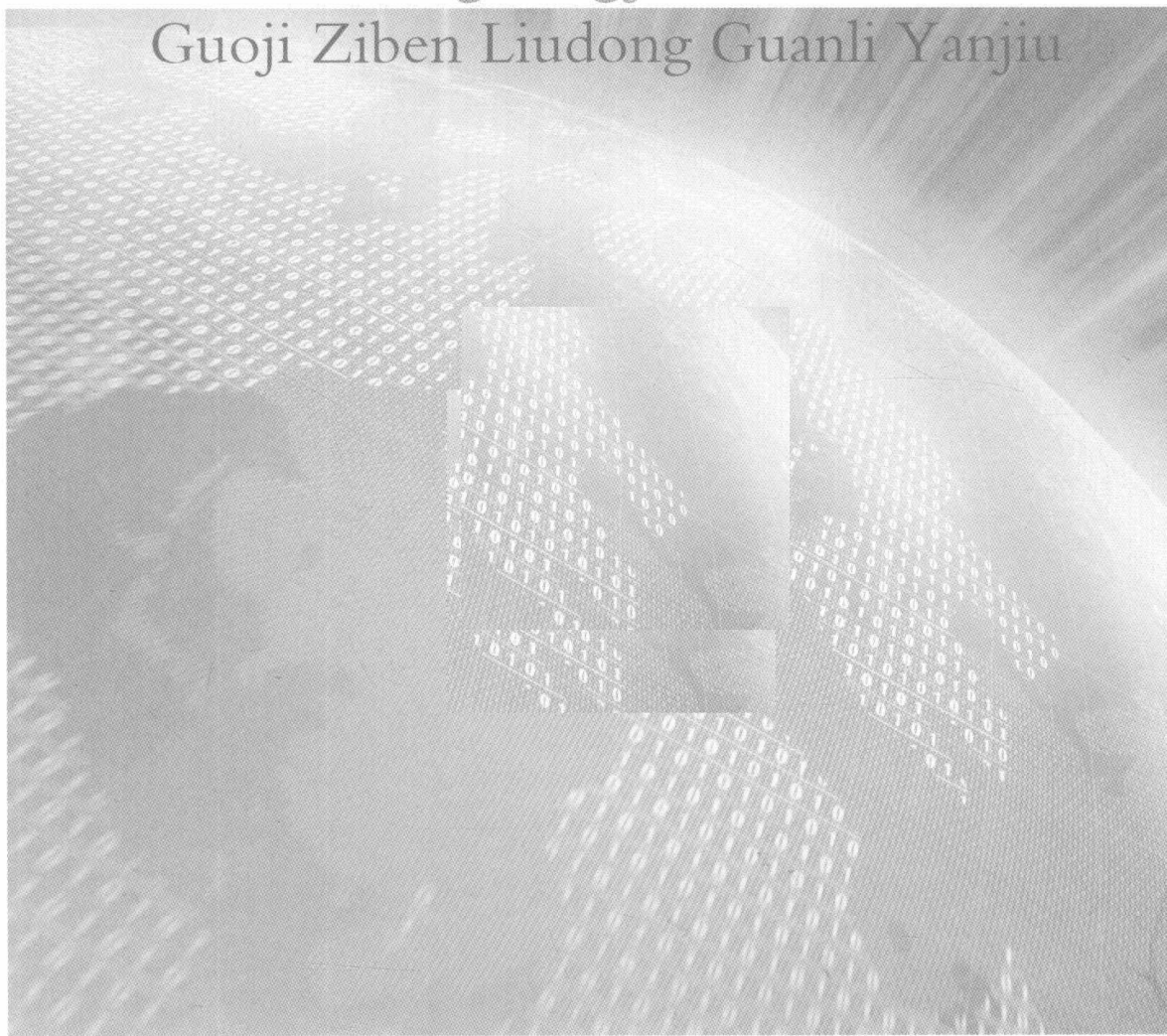
中国社会科学出版社

亚洲新兴经济体 国际资本流动管理研究

冯艳红 著

Yazhou Xinxing Jingjiti

Guoji Ziben Liudong Guanli Yanjiu



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

亚洲新兴经济体国际资本流动管理研究/冯艳红著. —北京: 中国社会科学出版社, 2019. 6

ISBN 978 - 7 - 5203 - 4713 - 6

I. ①亚… II. ①冯… III. ①国际资本—资本流动—资本管理—研究—亚洲 IV. ①F831. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 144957 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
责任校对 周晓东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2019 年 6 月第 1 版
印 次 2019 年 6 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 15
插 页 2
字 数 231 千字
定 价 80.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书得到四川轻化工大学经济学院学科建设、企业管理特色
学科培育工程、产业转型与创新研究中心资助

前 言

国际资本流动管理是当前国际经济领域研究的热点问题，但关注点始终局限于某一具体政策，尤其是资本管制领域。实际上，国际资本流动管理是一项系统性工作，除资本管制外，还涉及宏观领域和金融领域，即世界上并没有一项政策能够单独成为应对资本流入激增的灵丹妙药。本书选择国际资本流动管理的政策框架作为新视角，结合亚洲各新兴经济体的具体情况，分别从宏观经济政策调整、金融体系改革以及资本管制等方面，考察1997年亚洲金融危机后亚洲各国的国际资本流动管理措施，以期为亚洲以及我国在未来制定国际资本流动管理政策时提供借鉴。

首先，国际资本流动管理是有其理论支撑的，那就是对国际资本流动的影响机制以及产生风险的认识。国际资本流入对东道国经济的影响机制包括汇率机制、资产价格机制、财富效应机制、声誉机制和政策效应机制。国际资本流入在给东道国带来了各种经济利益的同时，也给东道国宏观经济和金融稳定带来了诸多风险。如果风险没有得到恰当管理，那么经济体系的风险会不断积聚，一旦外部冲击到来或者仅仅是由于预期的突然改变，积累于经济体系内的风险会集中释放，最终引发系统性的金融危机。

其次，结合亚洲各新兴经济体的具体情况，分别从宏观经济政策调整、金融体系改革以及资本管制等方面，考察1997年亚洲金融危机后亚洲各新兴经济体的国际资本流动管理措施，并着重探讨各项治理措施的成效。在国际资本大规模流入时，各新兴经济体在短期内都优先进行冲销干预，长期依靠推行更有弹性的汇率制度、加

强宏观经济政策和完善金融体系等。但是，由于冲销干预的成本会不断攀升，而且容易陷入内外均衡的两难选择——选择稳定利率还是选择稳定汇率，而汇率制度、完善金融体系等改革往往需要较长的时间才能收到效果，因此，各新兴经济体会在中短期内使用资本管制措施以弥补以上两种措施的不足。亚洲新兴经济体的经验表明，资本流动管理并没有“放之四海而皆准”的一成不变的固定模式，而且几乎每一项资本流动管理政策都有其局限性。资本流动管理要想达到预期效果，就必须要根据各国的具体情况（包括政策目标、资本流入的原因和持续性、资本流动管理工具使用的政治及其他局限性）进行适当权衡，以决定应对资本流入的合适的政策体系。亚洲新兴经济体的经验还告诉我们，资本流动管理要想达到预期效果，不仅仅需要对各种政策工具的开发和利用，更需要政策制定者的智慧与勇气。

最后，本书对国际金融危机后国际资本流动管理的挑战及其未来努力方向做了分析。国际金融危机对亚洲进出口贸易造成冲击，进而影响其经济增长，再加上外部经济条件的不确定性给亚洲国际资本流动管理带来了挑战。亚洲各新兴经济体除继续强化前期措施外，还应积极利用财政政策和努力推动经济增长，在全球和区域层面推动集体合作。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 选题背景和意义	1
第二节 基本概念界定	2
第三节 文献综述	4
第四节 研究思路与研究方法	28
第五节 本书的创新之处	29
第二章 国际资本流动管理理论分析	31
第一节 国际资本流动管理的原因	31
第二节 国际资本流动管理政策框架	47
第三节 国际资本流动管理政策选择及困境	62
第三章 1997 年亚洲金融危机后亚洲国际资本流动管理 背景	64
第一节 1997 年亚洲金融危机后亚洲新兴经济体 资本账户开放程度	64
第二节 1997 年亚洲金融危机后亚洲新兴经济体 国际资本流动的历史考察	67
第四章 亚洲新兴经济体国际资本流动管理：宏观经济 政策	82
第一节 亚洲新兴经济体国际资本流动管理：汇率制度 调整	82

第二节	亚洲新兴经济体国际资本流动管理：冲销干预·····	90
第三节	亚洲新兴经济体国际资本流动管理：货币政策·····	96
第四节	亚洲新兴经济体国际资本流动管理：财政政策·····	101
第五章	亚洲新兴经济体国际资本流动管理：金融	
稳定措施·····		107
第一节	亚洲新兴经济体银行部门改革及成果分析·····	107
第二节	亚洲新兴经济体资本市场改革及成果分析·····	123
第三节	亚洲新兴经济体金融市场的审慎监管措施·····	143
第六章	亚洲新兴经济体国际资本流动管理：资本管制·····	156
第一节	1997 年金融危机后亚洲新兴经济体资本管制 态势·····	156
第二节	1997 年金融危机后亚洲新兴经济体资本管制 经验·····	160
第三节	亚洲新兴经济体资本管制实施效果的经验 研究·····	168
第七章	亚洲新兴经济体国际资本流动管理效果分析·····	172
第一节	国际资本流入的宏观经济风险分析·····	172
第二节	国际资本流入的金融风险分析·····	184
第三节	国际资本流入逆转风险分析·····	189
第八章	亚洲金融危机后亚洲新兴经济体国际资本流动 管理经验总结·····	196
第一节	宏观经济政策·····	196
第二节	金融市场改革·····	199
第三节	资本管制·····	201
第九章	国际金融危机后亚洲新兴经济体国际资本流动 管理·····	205
第一节	国际金融危机对亚洲新兴经济体国际资本流动	

管理的挑战与考验	205
第二节 2010 年以后亚洲新兴经济体国际资本流动 管理	208
第三节 亚洲新兴经济体资本流动管理的努力方向	211
参考文献	219
后 记	231

第一章 绪论

国际资本流动管理既是一个理论问题，也是一个实践问题。我们只有通过国际资本流动管理成效的检验，才能总结出相对成熟的国际资本流动管理经验。尽管亚洲各新兴经济体经济金融制度各异，国际资本流入的原因和形式也不完全相同，但是，各新兴经济体资本流动管理的基本内容还是大致相同的。

第一节 选题背景和意义

不论一国经济发展程度如何，伴随着经济全球化与金融一体化进程的加快，其大规模的资本双向流动格局正逐步显现。无疑，这不仅会给一国经济发展提供新的机遇，而且也会给各国资本流动的监管带来新的挑战。这是因为，国际资本自由流动除了使国际投资与国际贸易的交易成本得以降低、实现资本与生产要素的配置的最优，也会导致各国国际收支波动，催生经济泡沫并加速金融风险的传递。

根据国际货币基金组织的估计，新兴经济体在过去 20 多年中已经历了三次大规模的资本流入。其中，首次大规模资本流入是从 1996 年第四季度到 1998 年第二季度，接着是从 2006 年第四季度到 2008 年第二季度，第三次是从 2009 年第三季度至今。对于大规模的资本流入，国际货币基金组织与新兴市场国家之所以如临大敌，是因为尽管资本流入可带来巨大的好处，但是，大规模

资本流动如果管理不当,也将会为接受国带来各种风险。随着资本的大规模流入,资本流向容易突然发生逆转,并因此而产生国际金融危机。我们可以发现,1997年东南亚金融危机就是由于这期间的首次大规模资本流入引爆的,2008年国际金融危机紧随第二次资本大规模流入。因此,面对大规模资本流入,亚洲新兴经济体均积极采取政策措施以有效地管理国际资本流动。

亚洲新兴经济体经历过1997年亚洲金融危机后对此认识更是深刻,在面对2000—2007年大规模资本流入时,亚洲新兴经济体积极采取措施对资本流动进行管理。结果是,虽然亚洲新兴经济体在2007—2008年国际金融危机之前普遍经历了大量的资本流入,但是,大部分亚洲经济体并没有像东欧和波罗的海国家一样遭受资本流出的严重损害。国际金融危机之后,亚洲新兴经济体率先实现复苏并正在经历新一轮的资本涌入,因此,如何应对跨境资金流入再次成为亚洲新兴经济体宏观调控的重要内容,也是其面临的现实难题。在此大背景下,有关国际资本流动风险管理的探索、研究及应用受到各国政府前所未有的高度重视。

第二节 基本概念界定

在本书中,将主要涉及亚洲新兴经济体与国际资本流动管理两个基本概念,因此,本节将对其进行界定。

一 亚洲新兴经济体

首先,对于新兴经济体,这一概念最早是在1981年由世界银行(WB)的安托万·阿格塔米尔(Antoine Van Agtmael)提出来的,它是指由欠发达经济体中涌现的、经历过改革且经济增长较快的国

家或地区。目前,关于新兴经济体的定义和范围界定较多^①,各种定义的侧重点有所不同,范围界定也存在一定的差异。然而,在相关具体理论研究中,我们需要具体问题具体分析。新兴经济体多为发展中国家,但却可以单列出来,这是因为,这些国家无论是在国内经济制度建设还是在经济增长速度等方面,均与其他发展中国家有着显著差别。尽管新兴经济体与新兴工业化国家、转型国家所含范围有相同的地方,然而,新兴工业化国家更强调这些国家已经形成比较合理的经济结构、工业化也基本完成,经济发展水平已接近或赶上发达国家;转型国家更多的是强调这些国家的经济体制由计划经济向市场经济的转变;但对于新兴经济体这一概念,还强调了这些国家或地区的整体经济增长潜力,因此不可通用。

亚洲新兴经济体(EAEs)一般包括以下14个经济体:中国、中国香港、韩国、柬埔寨、印度、老挝、印度尼西亚、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡(SIN)、中国台湾、泰国、越南。由于韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚4个国家在1997年亚洲金融危机中受到重创,并且在危机后汲取教训,积极对国际资本流动进行管理,因此,本书会对这4个国家给予特别关注。20世纪八九十年代,在经济自由化和资本流动自由化的背景下,亚洲很多国家为了获得金融全球化的利益,加快解除资本管制的步伐,导致国际资本大量涌入。在亚洲国家快速解除资本管制的同时,并没有及时采取相应的国际资本流动管理措施,这直接导致大量跨境“热钱”和巨额对冲基金涌入亚洲。最终在20世纪90年代末期,亚洲金融危机爆发,泰国、马来西亚、韩国、印度尼西亚饱受国际资本的巨额波动和投机冲击。为此,在应对21世纪新一轮资本流动浪潮时,泰

^① 比较有代表性的主要包括以下几种:美国商务部(1996)认为,新兴经济体主要包括中国、印度、东盟、韩国、墨西哥、巴西、阿根廷、南非、波兰和土耳其10个国家和地区;国际金融公司(IFC,1999)认为,新兴经济体主要包括亚洲、拉丁美洲、非洲和中东的51个发展中国家;美国高盛(2003)认为,新兴经济体主要是指“金砖四国”(中国、印度、巴西和俄罗斯)。

国、马来西亚、韩国、印度尼西亚吸取 1997 年亚洲金融危机的教训，积极对国际资本流动进行管理，期待能够通过各种资本流动管理措施来调整资本流入结构，防范国际资本流动带来的冲击。本书拟通过对这 4 个国家近十年国际资本流动管理措施的梳理，总结出一般性政策框架。

二 国际资本流动管理

在本书中，国际资本流动管理具体指的是一国在面临巨额资本流入的情况下，采取措施防止国际资本流入超过东道国吸收能力，同时降低国际资本流入给东道国带来的风险。换言之，本书主要研究东道国为控制国际资本流入的风险所采取的措施。

为了清楚地说明本书中国际资本流动管理的概念，必须厘清资本流动管理政策、资本管制在分析上的一些区别。资本流动管理政策（CFMs）是国际货币基金组织（IMF）提出的新概念^①，国际货币基金组织将资本流动管理措施定义为以影响资本流动为目标的所有措施，将资本管制定义为所有应用于资本账户交易的且以经济的居民和非居民进行区分的规则和条例。总体而言，资本管制属于国际资本流动管理措施的一种，国际资本流动管理的内涵大于资本管制。一切能够影响国际资本流动的措施都被称为国际资本流动管理措施。而资本管制则仅仅是指应用于资本账户交易的且以经济的居民和非居民进行区分的规则和条例。

第三节 文献综述

本节主要是对国际资本流动管理的文献进行简单回顾，重点放在发展中国家和新兴市场经济体。

^① International Monetary Fund (IMF), "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?" *IMF Discussion Note SDN. 11/06*, April 5, 2011.

一 国际资本自由流动的收益和风险

(一) 国际资本自由流动的收益

在理论上说,资本会从回报率低的国家流向回报率高的国家,资本的自由流动可以通过更有效的资源配置、提高国内储蓄以及技术知识的转移提高两国福利(Fischer, 1998)。

现实世界中,关于资本自由流动益处的观点并不统一。艾肯格林等(Eichengreen et al., 1998)、库珀(Cooper, 1999)和斯蒂格利茨(Stiglitz, 2000)认为,资本自由流动并不是最优的选择,原因有三个:(1)现实世界中信息存在不完善且不对称的特点,这个特点在金融交易中表现得尤为明显。比如,投资者不可能知道确切的投资回报率,借款方肯定比贷款方知道更多的还款信息(还款可能性)等。(2)现实经济中可能存在一定程度的人为扭曲,比如,一国极有可能出于某种政治原因而保护某种不具有比较优势的行业,在这种行业中,资本的过多流入只会降低福利,而不利于一国竞争力的提高。(3)资本的边际税率因国家不同而不同,所以,资本,无论其生产效率如何,都会从高税率国家流向低税率国家。席玺(2004)认为,国际资本流动具有正反两方面的作用,一方面,资本流入可以解决发展中国家的资金不足这一难题,促进生产发展与基础设施建设,以提高资源配置效率;另一方面,大量以短期投机获利为目的的资本流入或流出,必将带来金融危机风险并对经济产生冲击。

关于资本自由流动好处的研究大部分都关注于资本自由流动和资本账户自由化对经济增长的贡献问题。一些学者(如张艳艳, 2006)指出,国际资本的自由流动可以提升一国或地区的经济效率。基于对自由市场的信仰,持该观点的学者多认为,若解除资本管制将会缓解对市场自由运行的扭曲,从而提高市场对资源配置的效率。因此,根据该观点,我们可以得出,在同等条件下,与那些对国际资本流动限制多的国家相比,限制少的国家的经济表现会更优。然而,李山(2001)指出,这种观点不仅不符合简单的经验观

察,更无法通过严谨的经验研究检验。比如,中国、中国台湾、日本、智利等经济体在不允许国际资本自由流动的状况下经济都获得了高速增长。在资本项目没有自由兑换的情况下,西欧国家经济也保持了较快增长。通过对多个国家经济状况的具体分析,哈佛大学德赖·罗德里克(Dnai Rodrik, 1998)指出,资本项目货币的自由兑换与经济增长没有必然联系。埃迪森等(Edison et al., 2002)通过文献梳理指出,虽然从理论上说,资本自由流动有助于实现经济快速增长,但是,其经验证据却非常不足。比如,虽然奎因(Quinn, 1997)发现资本账户自由化与经济增长之间存在正相关关系,但是,Grilli和Milesi-Ferretti(1995)、罗德里克(1998)却没有发现这种关系。普拉萨德等(Prasad et al., 2003)将对外金融资产和负债存量总额占国内生产总值的比重作为资本账户自由化的指标,得出如下结论:金融一体化既不是经济增长的充分条件,也不是经济增长的必要条件。洛杉矶加州大学塞巴斯蒂安·爱德华兹(Sebastian Edwards, 2001)也认为:“只有当一国经济达到一定的发展水平后,资本项目的开放与经济效率之间的积极关系才有可能显现。只有当国内形成较先进的金融市场之后,该国才能利用增大资本流动性的条件。当国内金融市场处于较低发展阶段时,加大资本项目的开放可能不利于经济发展。”

Masahiro Kawai (2010)认为,关于资本自由流动好处的实证研究没有明确的结论可能是源于资本账户自由化益处的基本假设出现了错误。亨利(Henry, 2007)称直接测试资本账户政策离散变化导致的一次性收益的方法为政策实验方法。通过这种方法所进行的一系列研究所得出的关于股票市场自由化^①对经济增长和投资有明显促进的结论都是模糊的。比如,亨利(2000)通过事件研究的方法证明主要新兴经济体私人投资的临时性增加导致股市自由化,而

① 很多学者都将视角集中于股票市场自由化,这是因为,相较于其他资本账户自由化类型,股票市场自由化的政策更容易识别,其理论预测也更加清晰。

贝克特等 (Bekaert et al., 2005) 则提供证据证明在大多数国家股市自由化对实际人均 GDP 的影响只有 1%。

资本自由流动对经济增长的促进作用还表现在外国直接投资 (FDI) 方面。赖森和索托 (Reisen and Soto, 2001) 运用 1986—1997 年 44 个国家的面板数据发现外国直接投资 (包括股票直接投资) 流入与其后发生的经济增长存在正相关关系。当然, 普拉萨德等 (2003)、阿蒂塔等 (Arteta et al., 2001)、艾肯格林和莱布兰 (Eichengreen and Leblang, 2002) 认为, 关于资本流入, 各国存在“阈值效应”, 即一国对资本流入的吸收能力必须达到一定程度, 才能充分利用资本流入所带来的好处。比如, Borensztein 等 (1998) 认为, 一国必须具备一定的的人力资源以将资本流入转化为生产能力, 或者具有良好的法制和治理的国家才能够吸引像外国直接投资这样的优良资本。

对于资本自由流动的收益, 现代经济理论对其少有论及。而对于现有理论所基于的分析框架, 对货币、各种金融工具以及金融机构的存在甚至都无法合理解释。但现有的证据似乎表明, 与理论预测相反, 发展中国家拥有更大的资本流动, 且其消费具有更大的波动性。科斯等 (Kose et al., 2003) 通过研究证明 20 世纪八九十年代, 金融一体化程度深的发展中国家, 消费相对于收入的波动性上升, 而金融一体化程度浅的发展中国家和工业国家, 消费相对于收入的波动性下降。这意味着资本流动的风险分担作用对发展中国家效用有限。正如艾肯格林等 (2003)、卡明斯基等 (Kaminsky et al., 2004) 指出的, 资本账户开放的有限风险分担作用可能与发展中国家进入国际资本市场的顺周期性相关, 即经济越繁荣, 资本流入越多; 而经济越萧条, 则资本越容易出现枯竭。在极端情况下, 比如金融危机期间, 资本流入极容易发生中断, 这会对宏观经济造成严重影响。

(二) 国际资本流入的风险

在探讨资本流入风险及应对策略之前, 我们先对资本流入的两

种类型做出明确区分。第一种流入资本是由经济基本面因素（比如国家间资本劳动比率的差异）导致的，所以，预计这部分资本会随着时间的流逝而持续流入。开放资本账户的新兴经济体，因其国内高利率的存在，向世界提供了有利可图的投资机会。再者，这些新兴经济体现存的金融资产也对外国投资者充满了吸引力。在这种情况下，新兴经济体必须接受国际资本流入的回升以及实际汇率的上升（Grenville, 2008）。第二种流入资本并不是由经济基本面导致的，在未来有逆转的可能。从某种意义上说，相对于可持续、理想的资本流入类型和水平，第二种资本类型通常被合理地认为是“过渡”的。

无论是哪种资本类型，资本流动管理的原因在于风险或问题的存在，而不管这种风险指的是资本接收者的吸收能力问题，还是流入资本类型本身的问题。最近的经验表明，如果一国监管框架薄弱，大量资本流入会超过国家银行系统的吸收能力，导致不适当的贷款决定以及随后的金融系统的脆弱性。如果资本流入主要是由经济基本面导致的且国家吸收能力有限，那么对于政策制定者而言，并不是阻止资本流入或防止实际汇率升值，而是应该尽量使资本流入量与经济吸收能力相一致，具体措施包括基础设施建设、金融机构风险管理技能的提高等。如果资本流入主要是由投机和“羊群效应”导致，那么政策制定者的挑战就比较大。政策制定者必须以某种方式阻止资产价格泡沫和资本流动逆转的出现，以避免受到外部冲击（Masahiro Kawai, 2010）。

虽然对于测量资本流入的风险仍然是一个很复杂的问题，但是，至少在概念上，我们可以考虑以下三种类型风险：

（1）宏观经济风险。资本流入可能会加速信贷增长（甚至是货币自主权的丧失），引起实际汇率升值、通货膨胀，或影响其他宏观经济变量，使其与即时国内政策目标（比如价格稳定、汇率稳定和促进出口等）不一致（Fernandez - Arias and Montiel, 1995）。然而，格伦维尔（Grenville, 2008）认为，近期资本流入的宏观经济