

建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系成果之三

金融脆弱性分析

——中国跨境资本流动监测预警体系构建

Analysis and Early Warning on Financial Vulnerability and Capital Flows

国家外汇管理局资本流动脆弱
性分析和预警体系课题组 编



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系成果之三

金融脆弱性分析

——中国跨境资本流动监测预警体系构建

国家外汇管理局资本流动脆弱
性分析和预警体系课题组 编

中国商务出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融脆弱性分析:中国跨境资本流动监测预警体系构建/国家外汇管理局资本流动脆弱性分析和预警体系课题组编. —北京:中国商务出版社,2005

(建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系成果;3)

ISBN 7-80181-479-7

I. 金... II. 国... III. 资本循环—研究—中国
IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 142919 号

建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系成果之三 金融脆弱性分析

——中国跨境资本流动监测预警体系构建

国家外汇管理局资本流动脆弱
性分析和预警体系课题组 编

中国商务出版社出版

(北京市安定门外大街东后巷 28 号)

邮政编码:100710

电话:010—64269744(编辑室)

010—64220120(发行二部)

网址:www.cctpress.com

Email:cctpress@cctpress.com

新华书店北京发行所发行

中国农业出版社印刷厂 印刷

787×1092 毫米 16 开本

38.25 印张 904 千字

2005 年 11 月第 1 版

2005 年 11 月第 1 次印刷

印数:3000 册

ISBN 7-80181-479-7

F·854

定价:65.00 元

版权专有

侵权必究

举报电话:(010)64212247

编 辑 委 员 会

主 编 邓先宏

副 主 编 刘光溪

编 委 程宪平 韩红梅 邹 林 贾吉恒 朱 庆
郭 松 刘 斌 王 信 谢汉立 徐 凯

中方撰稿人 刘光溪 华 民 李 方 黄先开 丁志杰
单忠东 王伟明 郭 松 刘 斌 王 信
叶海生 周 济 张汉林 程清波 肖 胜
谢月兰 陈中亮 熊 伟 丁亦轩 周海文
王 蕾 马 昀 鲁利玲 唐华东 刘德喜
任以锋 陈泰锋 刘 力 张进龙 王大伟
卫旭东

外方撰稿人 Francis Chang Seok Oh Pedro Fachada
Joshua Aizenman Ilan Goldfajn

国家外汇管理局建立中国资本流动 脆弱性分析和预警体系课题组成员

组 长 邓先宏

总协调人 刘光溪

小组成员	程宪平	韩红梅	邹 林	贾吉恒	朱 庆
	郭 松	刘 斌	王 信	谢汉立	徐 凯
	叶海生	周 济	周海文	谢月兰	肖 胜
	熊 伟	陈中亮	丁亦轩	马 昀	

构建资本流动监测预警体系 科学应对金融全球化的挑战

(序)

迈入 21 世纪的经济全球化已呈现出一些新特点,特别是国际贸易与国际投资相互渗透、日益融合、彼此促进,其规模成倍增长;跨国公司的触角不断延伸,在全球产业结构大调整中扮演着越来越重要的作用;由产业资本迅速流动而引发的金融和人力跨境资本流动日益频繁;区域经济、贸易和金融一体化合作蓬勃发展,贸易自由化在国际经济一体化中的主导地位日益受到投资与金融自由化的挑战,全球经济间的联系日趋紧密;国家和地区不分大小、经济不分强弱,都不同程度地融入全球化进程中,形成相互依存、共同发展的格局。

经济全球化在促进资源的合理配置,提高世界经济整体福利的同时,由货币霸权和全球产业结构调整而带来的世界经济失衡问题则日益突出,潜在着较大风险。这在现代经济的核心——金融领域表现得尤为明显。20 世纪 80 年代以来,世界先后经历了墨西哥债务危机、亚洲金融危机、阿根廷金融危机等多次货币金融危机。这些危机不仅对当地经济社会发展造成了严重危害,而且对全球金融市场和世界经济发展都产生了不可估量的影响。尽管每次危机表现形式有所不同,但都与跨境资本流动有着密切关系。经验表明,在内外各种因素影响下,资本大进大出容易对一国经济产生较大冲击,一定条件下还有可能触发货币金融危机甚至是政治、经济和社会危机,这就是资本流动的脆弱性。

从 20 世纪 70 年代起,学术界先后提出了四代货币危机理论,试图从不同角度揭示资本流动脆弱性的成因。第一代货币危机理论在考察拉美债务危机的基础上,强调经常项目逆差、财政赤字与货币危机的内在联系。一些国家不断增长的财政和经常项目赤字与钉住美元的汇率制度难以调合,导致维持汇率稳定的承诺不再可信,资本大量外逃,外汇储备急剧流失,最终货币大幅贬值,引发货币、债务危机。第二代货币危机理论研究了 20 世纪 90 年代初的英镑危机,强调市场预期突然逆转可能会导致危机。有关学者认为,经济基本面

与危机爆发并不存在必然联系;市场预期具有“自我实现”的特点,如果市场普遍预期一国的金融货币制度难以持续,即使经济基本面并未恶化,政府与市场的动态博弈也可能以政府的失败而告终。第三代货币危机理论则重点分析了1997年亚洲金融危机,强调银行资产负债状况恶化可能导致危机。不少新兴市场国家的金融机构和企业借入短期外币资金,投放国内长期投资项目,形成银行体系严重的货币和期限双重“错配”。本币一旦大幅贬值,金融机构和企业将陷入困境,使经济发展受到重创。第四代货币危机理论重点强调资产价格变动与货币危机的关系,即资产价格短时间内的急剧涨跌容易使经济陷入低水平均衡。如果中央银行实行零利率政策,可能刺激资产价格膨胀。一旦形势变化,利率走势反转,资产价格泡沫破灭将导致货币危机。

针对资本流动的脆弱性,近年来,不少国家采取了一系列政策措施,在加强资本流动和国际收支的监测预警方面积累了宝贵的经验。韩国在1997年金融危机后,建立了全国性的跨境资本流动监测预警体系,可提前12个月发现货币危机的早期征兆。巴西中央银行于2001年建立了专门的市场预期调查系统和网站,及时了解市场参与主体对主要经济指标的预期,为决策者提供有益的参考。相关国家的经验表明,加强跨境资本流动监测预警是一项重要的基础性工作,对提高危机防范的及时性和有效性起到积极的作用。

从我国的情况看,自2001年12月“入世”以来,我国对外经济迅速发展,国际收支规模和跨境资本流动总量大幅扩大,对跨境资本流动监测预警、防范系统性金融风险提出了更高的要求。2003年11月,在世界银行的资助和支持下,国家外汇管理局专门成立了课题工作组,着手进行“建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系”的研究和相关系统开发建设。两年多来,在世界银行、国际货币基金组织、国际清算银行、韩国金融研究中心、巴西中央银行等机构的专家的帮助下,课题组充分动员国家外汇管理局内以及北京大学、复旦大学、对外经济贸易大学、北京工商大学、上海对外贸易学院等高等院校和中国经济体制改革研究会、中国WTO研究会等重要机构的研究力量,先后完成了10个子课题的理论和实证研究。课题组还多次举办国际研讨会和小型讨论会,两次组团考察了韩国、巴西、英国、土耳其等国,广泛吸收国际成熟的经验,进行人员培训。鉴于这一系统开发的复杂性、长期性,以及现实需求,课题组以外汇局现有外债统计系统为基础,并就主要指标加以修改、完善,重点开发高频债务监测预警系统和市场预期调查系统。经过近1年半的科技攻关,两个系统均通过国内外专家评估,于2005年8月成功地进行运行测试。

高频债务监测预警系统和市场预期调查系统不仅填补了我国跨境资本流动和国际收支监测预警领域的空白,而且也是我国在面对经济全球化的大背景下,有效地应对、防范和化解金融全球化和自由化风险的一项重要战略举

措,得到中外专家的高度评价。高频债务监测预警系统重在对债务数据的收集分析,市场预期系统则更强调对未来宏观经济和市场主体的预期进行估测。两个系统设计合理、指标科学、时效性强,通过它们可以基本实现金融面与基本面、存量与流量、静态与动态、预警与决策的有机结合,有利于建立全面、系统、动态、实时的跨境资本流动监测预警体系,增强防范金融风险 and 货币危机的能力。

当前,我们正处于 21 世纪头 20 年的战略机遇期。总体来看,影响国际收支“双顺差”的因素还将在相当长一段时期内存在。外汇管理部门将深入学习十六届五中全会精神,贯彻落实科学发展观,加快推进金融外汇管理体制改单,构建发达成熟多层次的金融市场,建立健全调节国际收支的市场机制和管理体制,进一步发挥市场在资源配置中的基础性作用,促进国际收支基本平衡。在充分发挥市场机制作用的同时,更应该加强对国际收支和跨境资本流动的监督、监控、监测和分析预警。下一阶段,我们将在国际货币基金组织、世界银行等多边经济金融机构的大力协助下,继续完善现有系统功能,重点加强对或有外债、国内本币债务、其他短期资本流动等的监测预警,全面提高对跨境资本流动的监测预警水平。

本书汇集了建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系课题的主要成果。既有专家学者的深入分析,也有国家外汇管理局工作人员的考察报告,它们从多个侧面记录了资本流动监测预警系统的研究、开发和应用过程。应该说,本书的一些重要理论研究成果和两个系统的实际开发应用经验,对如何防范和化解“入世后过渡期”金融服务业开放的风险、确保国家经济安全,将产生重要的指导作用。值此系统顺利运行之际,特将有关研究成果结集出版,以飨读者。

是为序。

中国人民银行副行长
国家外汇管理局局长



2005 年 11 月 16 日

目 录

构建资本流动监测预警体系 科学应对金融全球化的挑战(序)	胡晓炼
------------------------------	-----

1. 总论	(1)
1.1 建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系的立项背景	(1)
1.2 资本流动脆弱性:基本理论和国际经验	(4)
1.3 建立中国资本流动监测预警体系	(10)
1.4 资本流动监测预警系统的拓展与完善	(17)
2. 新兴经济体资本流动脆弱性的历史研究与原因分析	(22)
2.1 新兴市场资本流动脆弱性的历史	(22)
2.2 新兴市场经济国家资本流动脆弱性的原因分析	(32)
2.3 脆弱性危机的应对与防范	(49)
2.4 中国的选择	(60)
2.5 资本流动脆弱性的实证分析	(71)
2.6 结束语	(74)
3. 新兴经济体资本流动脆弱性宏观层面的表现与根源	(78)
3.1 新兴市场经济体资本流动的一般分析	(78)
3.2 资本流动对新兴市场经济体的冲击	(89)
3.3 新兴市场经济体资本流动脆弱性的主要表现	(102)
3.4 新兴市场经济体资本流动脆弱性的主要来源	(121)
3.5 现阶段中国开放资本流动过程中的脆弱性	(127)
4. 新兴经济体资本流动脆弱性中微观层面的表现与根源	(144)
4.1 新兴经济体资本流动脆弱性的中微观表现	(144)
4.2 新兴市场经济体资本流动脆弱性的外在来源	(150)
4.3 新兴经济体资本流动脆弱性的根源	(160)
4.4 从国际收支平衡表看中国资本流动脆弱性	(166)
4.5 新兴市场经济体金融危机案例与资本流动	(176)

5. 新兴经济体资本流动脆弱性的体制性因素分析	(226)
5.1 新兴市场资本流动脆弱性的体制原因	(226)
5.2 对“市场失灵”与“政府失灵”的反思	(227)
5.3 中国金融体系脆弱性的体制因素分析	(229)
5.4 中国应对金融开放的制度性准备	(231)
6. 国际资本流动与国际金融体系的脆弱性	(237)
6.1 国际资本的流动	(237)
6.2 金融体系脆弱性分析	(240)
6.3 国际资本流动与金融体系的关联度	(243)
6.4 对中国的启示	(247)
7. 中国利用外资与资本流动脆弱性	(249)
7.1 中国利用外资的特征	(249)
7.2 资本流动脆弱性:内涵、缘由及其演化机制	(254)
7.3 中国利用外资与资本流动脆弱性之间的关系	(260)
7.4 政策建议	(273)
8. 资本流动脆弱性中的债务风险防范与危机管理	(281)
8.1 关于外债的理论研究回顾	(282)
8.2 中国适度外债规模的两期模型实证分析	(289)
8.3 中国适度外债规模的无限期模型实证分析	(296)
8.4 中国外债可持续性研究和风险分析	(304)
8.5 中国外债风险防范和危机管理	(313)
9. 从国际收支平衡表看中国资本流动脆弱性	(321)
9.1 资本管制有效性争论与中国资本流动脆弱性	(321)
9.2 经常账户与资本流动脆弱性	(323)
9.3 金融账户与资本流动脆弱性	(325)
9.4 贸易信贷与资本流动脆弱性	(328)
9.5 错误与遗漏项目与资本流动脆弱性	(329)
9.6 结论与政策建议	(330)
10. 中国金融风险与危机防范研究	(333)
10.1 金融风险概述	(333)
10.2 金融危机的国际考察	(336)
10.3 国际金融风险管理	(347)
10.4 中国金融风险的专家评估	(350)

10.5	中国主要金融风险	(352)
10.6	中国如何防范金融危机	(355)
11.	市场预期与资本流动	(361)
11.1	市场预期、资本流动与危机理论概述	(361)
11.2	市场预期对资本流动的影响和表现	(370)
11.3	资本流动与市场预期的国际经验	(383)
11.4	市场预期和资本流动指标体系	(400)
11.5	有效建立中国的市场预期监测体系	(409)
12.	中国宏观经济指标分析与市场预期	(415)
12.1	国内生产总值	(415)
12.2	固定资产投资	(419)
12.3	居民消费	(423)
12.4	消费物价指数(CPI)	(427)
12.5	对外贸易与利用外资	(432)
12.6	财政与金融	(436)
13.	韩国和巴西的跨境资本流动监测预警的理论与实践	(440)
13.1	韩国的资本流动信息与监测预警系统	(440)
13.2	巴西的市场预期调查系统	(444)
13.3	主要结论与启示	(448)
13.4	初步工作计划	(450)
14.	英国、土耳其和韩国高频债务监测预警和市场预期调查系统开发应用 的经验	(453)
14.1	基本情况	(453)
14.2	主要结论和启示	(455)
14.3	对我国下一阶段开展跨境资本流动监测预警的建议	(457)
15.	运用高频债务监测预警和市场预期调查体系评估资本流动脆弱性	(468)
15.1	基本内容	(468)
15.2	高频债务监测体系和市场预期调查体系	(469)
15.3	整合高频债务监测体系和市场预期调查体系:脆弱性测评和信息发布	(473)
15.4	结论	(475)
16.	从巴西经验看高频债务监测预警和市场预期系统在评析资本流动脆弱性方面 的作用	(477)
16.1	通过债务监测预警系统分析资本流动脆弱性	(477)

16.2	通过数据分析监测资本流动脆弱性	(486)
16.3	市场预期调查	(488)
16.4	如何整合这两个系统以形成监测预警系统	(493)
17.	市场预期调查:巴西的经验和中国面临的挑战	(496)
17.1	巴西的经验	(496)
17.2	中国面临的挑战	(498)
18.	关于中国资本流动脆弱性监测预警系统开发的评价	(501)
18.1	简介	(501)
18.2	韩国的经验	(501)
18.3	对中国采取资本流动监测第一步措施的评价	(508)
18.4	对高频债务监测系统的评价	(511)
18.5	对市场期望调查系统的评论	(513)
附件		
附件一	资本流动脆弱性分析研讨会综述	(516)
附件二	高频债务监测预警系统研讨会总结	(524)
附件三	Assessing Capital Flow Vulnerability Using a High Frequency Debt Monitoring System and a Market Expectation Survey System	(528)
附件四	Assessing Capital Flow Vulnerability Using High Frequency Debt Monitoring and Market Expectation Survey Systems	(557)
附件五	Building Capital Flow Vulnerability Analysis and Early Warning System in China	(571)
附件六	Review on China's Development of Capital Flow Monitoring & Early Warning System	(578)

1. 总 论

随着中国经济对外开放步伐的加快和进一步融入经济全球化,跨境资本流动越来越频繁,对中国经济、金融可能产生越来越大的影响。作为国家外汇管理专门机构,外汇局承担着对跨境资金进行监测和管理、促进国际收支平衡的重要职责。为了提高对跨境资本流动的监测预警水平,防范短期资本流动冲击,维护金融安全,2003年,国家外汇管理局向世界银行申请了“建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系”援助项目(以下称“世行项目”)。该项目由亚欧会议(ASEM)信托基金提供资助,总金额为547 000美元,项目执行期为2003年10月至2005年8月31日。

为确保世行项目的顺利开展,国家外汇管理局专门成立了项目领导小组,协调实施与项目有关的各项工作。马德伦副局长、邓先宏副局长先后担任组长,领导小组成员包括综合司、国际司、资本司、信息中心等部门的负责同志。从2003年10月至今,根据世行与国家外汇管理局共同确定的工作计划,在项目领导小组的直接领导和世行总部、北京代表处专家的大力帮助下,世行课题组对资本流动脆弱性的理论、资本流动监测预警体系的国际经验进行深入研究,有针对性地开发高频债务监测系统 and 市场预期调查系统,同时推动外汇局业务人员的培训。经过近两年的紧张工作,项目研究和系统开发工作已顺利完成,本书就是这一项目的主要研究成果。

1.1 建立中国资本流动脆弱性分析和预警体系的立项背景

随着国际贸易和投资的发展,跨境资本流动的规模越来越大。在中国加快对外开放、经济进一步融入全球化的过程中,中国经济将更多地受到跨境资本流动的影响。由于中国刚刚建立社会主义市场经济体制,各项改革仍在不断深化,宏观经济管理、金融监管等方面仍有待完善,因此,资本流动可能带来更大的冲击。加强对跨境资本流动的监测预警,防患于未然,有利于促进国际收支平衡,保证经济持续、稳定、健康发展。

1.1.1 国际资本流动的变化

20世纪80年代以来,在经济全球化的背景下,随着跨国公司的发展壮大、全球贸易量的迅速增长以及国际资本市场的发展,国际跨境资本流动规模迅速扩大。据国际货币

基金组织全球金融稳定报告的数据,2003 年国际资本流动规模已经超过 2.5 万多亿美元,比 2000 年的 1.3 万亿美元增长了 1 倍多。国际资本流动呈现以下突出特点:

一是中长期资本流动规模有所下降,短期资本流动规模大量增加。2000 年以来,全球直接投资总规模有所下降。2003 年全球 FDI 只有 5 600 亿美元,比 2000 年的 1.1 万亿美元下降了 50% 多。同期,国际证券投资、以借贷为主的其他投资规模保持在较高水平。金融创新和金融管制放松步伐的加快,导致包括衍生产品在内的各类金融产品迅速发展,成倍地放大了资本流动的规模。据国际货币基金组织统计,目前国际金融市场上至少有近 10 万多亿美元的游资,相当于世界每年生产总值的 1/5。同时,信息技术的发展带来了金融交易方式的改变,借助互联网和先进的交易系统,一笔巨额交易瞬间之内就可以完成。

二是发展中国家已成为国际资本流动的重要地区。从 20 世纪 90 年代以来,发展中国家在国际资本流动中的地位不断提升。一方面,发展中国家是吸收国际资本上升最快的地区。2003 年,流向新兴市场经济体和发展中国家的 FDI 为 1 770 亿美元,占全球的 31%,其中近 2/3 的投资流向亚太地区。另一方面,发展中国家对外资本输出日益增加。2003 年新兴市场国家和发展中国家资本输出达到 6 368 亿美元,主要是以证券投资和其他投资的形式流向美国等发达经济体。

三是资本流动的载体呈现多样化的特征。20 世纪 80 年代以前,跨境资本流动以银行资本和具有官方背景的资本流动为主。近年来,证券投资基金、保险公司、对冲基金等机构投资者带来的私人资本流动已占全球资本流动的 3/4 左右。特别是寻求短期汇率、利率变动收益的对冲基金在过去 10 年大显身手,已成为当今国际金融市场上引发动荡和风波的一个重要因素。此外,从 2001 年开始,美国非银行私人部门获取的境外商业贷款不断创出历史性的高水平。

同时,随着金融技术的日新月异,金融创新的大量使用,以及各类金融衍生工具的开发和普及,国际资本的流动速度大大提高。根据国际清算银行的调查,到 1998 年 4 月,全球外汇市场的名义日交易金额超过 1.5 万亿美元,比上次统计的 1995 年增长近 50%;3 年间的年平均增长率是 14%,大大超过 1992 到 1995 年的 9%。近两年来,国际金融工具多样化趋势日益增强,资本流动形式日益多样化,国际资本流动在流速、流向、流动上更加复杂,日益诡秘。这已经成为国际资本的又一重要特征。

国际资本正常流动,有助于扩大发展中国家的资金供给,弥补经济发展中的储蓄—投资缺口,促进经济发展。同时,正常的资本流动对金融市场起着润滑作用,有利于提高资本市场的深度和广度。但国际经验表明,资本大进大出容易增加经济的脆弱性,甚至引发货币、银行、债务等金融危机。尤其是发展中国家市场机制不发达,政府管理经济的能力较弱,无论是硬件和软件都不完善。如果过快对外开放,就更容易受到跨境资本流动的冲击,近年来屡次发生在发展中国家和新兴市场经济体的货币金融危机都证明了这一点。

1.1.2 中国资本流动格局的变化

总体上来看,20 世纪 90 年代上半期,新兴市场经济体经历了国际资本流入的新一轮浪潮。此轮浪潮和 20 世纪 70 年代末 80 年代初有惊人的相似之处,18 个发展中国家的

资本流入占到全部的 85%，其中流入最多的 16 个国家中有 10 个是一样的。如果不包括中国，1990—1998 年发展中国家总的资本流入与其总 GDP 的比值反而低于 1975—1982 年的水平。这说明，中国已经成为国际资本流动的主要目的地。

近年来，中国对外经济发展很快，国际收支规模迅速扩大。1982—2004 年，中国国际收支总额由 540 亿美元升至 1.9 万亿美元，年均增长 31.6%，约为同期 GDP 增幅的 3 倍，国际收支规模占 GDP 的比重由 19% 升至 115%。尤其是加入世贸组织以来，中国国际收支规模进一步扩大，资本流动在其中已占据越来越重要的地位。

1982—2004 年，经常项目交易额占国际收支总额中的比重由 84% 降至 70%，下降 14 个百分点。资本和金融项目交易占比则由 16% 上升为 30%，这是在中国仍实行一定程度的资本管制的情况下实现的。近年来，稳定性较强的直接投资占比下降幅度较大，而波动性较大的证券投资、其他投资上升较多。1994 年，直接投资占资本和金融项目交易的 39%，证券投资占 6%，其他投资占 55%（主要包括金融机构贷款、贸易信贷、银行存款等债务性交易）。2004 年，这三项占比分别为 12%、4% 和 84%。由其他投资和证券投资构成的非直接投资资本净流入迅速增加。从 1997 年开始连续五年，中国出现非直接投资形式的资本净流出，最多时一年超过 400 亿美元。但从 2001 年开始，非直接投资形式资本净流入明显增加，2004 年为 575 亿美元，超过当年直接投资净流入 530 亿美元的规模。尤其值得关注的是，近年来中国外债规模增长较快，短期外债占比上升。截至 2005 年 3 月末，中国外债总额 2 334.1 亿美元，其中短期外债 1 078.8 亿美元，占外债总额的 46.2%，远远超过国际警戒线。

中国非直接投资形式的资金净流入规模扩大，短期内还没有引起大的问题，但长期来看中国将进一步放松资本管制，一旦国内外形势发生突变，资金可能大规模集中流出，对此不能掉以轻心。

1.1.3 中国建立资本流动监测预警体系的重要性

目前，中国正处于从计划经济向市场经济转轨的过程中，社会主义市场经济体制刚刚建立。旧的制度安排已经被打破，但由于不少深层次的改革尚未完成，新的制度安排还没有充分发挥作用。尤其在中国加入世贸组织、对外开放步伐明显加快之后，经济中仍存在的脆弱性显得更为突出。如果处理不当，跨境资本流动就可能给中国经济带来较大的冲击。

中国经济主要存在以下脆弱性因素：一是国有企业改革远未完成，企业治理结构普遍不完善，缺乏风险意识，内控机制不完善。如果进一步开放资本项目，放松企业国外资产运作的限制，容易导致资本大量流出、隐性债务增加、投资风险激增等问题。“中航油”投资石油期货出现巨额亏损，就是深刻的教训。二是金融市场不发达，风险过度向银行集中。跨境资金的大规模流动，容易增加金融市场的波动性，加剧银行资产负债不匹配问题，增加银行的不良资产。三是金融监管还不是很强，金融机构资本充足率普遍较低，治理结构不完善，不良资产比重较高，应对大规模资本流动冲击的能力较弱。四是调节国际收支的市场机制和管理体制还不完善，利率、汇率形成的市场化程度还不是很高，难以充分发挥合理引导跨境资本流动的作用。

总之，在新旧体制转换、对外开放步伐加快的情况下，大规模跨境资本流动给中国经

济发展带来的挑战更为严峻。及早发现资本流动的异常变化,积极采取措施消灭危机的苗头,对中国金融安全和经济发展具有非常重要的意义。因此,需要借鉴国际经验,建立资本流动监测预警体系,加强对国际收支和资本流动的统计监测和早期预警。

1.2 资本流动脆弱性:基本理论和国际经验

随着经济全球化的发展和各国进一步推进货币可兑换,跨境资本流动的规模越来越大,复杂程度进一步提高。大规模资本流动在满足投资需求的同时,也可能对各国的经济金融造成较大冲击,甚至引发货币金融危机。20世纪90年代以来多次发生的金融危机,促进了资本流动监测预警体系相关理论研究和系统建设。借鉴国际上相关研究的成果和系统建设的经验教训,对中国资本流动监测预警体系的建立和完善,具有重要的意义。

1.2.1 资本流动脆弱性的成因及危害

1.2.1.1 资本流动脆弱性的概念和成因

20世纪90年代以来,随着国际资本流动格局的深刻变化,资本流动脆弱性问题日益突出,受到世界各国的普遍关注。关于资本流动脆弱性的概念,国际上至今没有统一的定义。我们认为,资本流动脆弱性是经济体受资本流动影响所表现出的脆弱性。一经济体由于基本面或结构、体制性等内在原因,或经济基本面良好,但过早对外开放,因而不能有效驾驭各种流量、流速和结构的跨境资本流动,形成了经济内生或外生的不可承受性、易受攻击性或不可持续性,甚至演变成货币金融危机。

资本流动脆弱性包括三层意思:一是跨境资本流动只是造成资本流动脆弱性的必要条件。跨境资本流动是客观现象,性质上无所谓脆弱性可言。只要善加利用,资本流动可以弥补发展中国家的资金缺口,促进经济发展。因此,资本流动并不必然产生脆弱性。二是经济结构和体制性问题是经济脆弱性的内在原因。国际经验表明,大多数转型经济体之所以产生脆弱性,归根到底还是由于国内宏观经济恶化、金融体系不健全,或者市场过度开放等。此时经济体自身不能实现对跨境资本的有效配置,反而容易受大量套利性投机性资本流动的冲击。三是国际经济环境变化是经济脆弱性的外生原因。随着全球经济金融一体化程度的提高,全球范围内的资本流量、流速和结构都随之不断变化,如果一经济体难以有效应对,就容易出现货币金融危机。因此,国际环境的变化不仅是影响跨境资本流动的重要因素,更是引起发展中国家经济脆弱性的外生原因。

根据20世纪70年代末以来的货币危机理论,资本流动脆弱性有多方面的成因。

第一代货币危机理论。萨兰特、亨德森(Salant, and Henderson, 1978)、克鲁格曼(Krugman, 1979)、弗洛德和加勒(Flood & Garber, 1984)等学者对70年代末80年代初拉美国家的货币危机进行研究,提出“第一代”货币危机模型。其核心是强调扩张性的国内经济政策与固定汇率制度之间存在着本质冲突。由于实行扩张性经济政策,加之汇率固定,导致资本大量流入,通货膨胀持续上升,实际利率升值,导致国际收支经常项目出现巨额赤字。当经济基本面严重恶化时,政府维持固定汇率制的承诺变得不可信,引起资本大量外逃,经济受到投机性攻击。政府通过外汇储备进行外汇市场干预最终难以持续,不

得不放弃固定汇率制,引发货币危机、债务危机,甚至是全面的金融危机。

第二代货币危机理论。20世纪90年代以来陆续发生了欧洲汇率机制危机、墨西哥货币危机和亚洲金融危机等。在一些经济体,危机的爆发似乎与经济基本面的好坏并不存在必然的联系。弗洛德和加勒(Flood & Garder, 1984)、奥布斯特菲尔德(Obstfeld, 1994)等学者提出了“第二代”货币危机理论。他们提出非线性行为假说,认为央行不再固守货币政策单一规则,而是针对市场参与者的不同行为制定不同的反应函数。市场交易主体也根据其对经济发展前景和央行干预行为的预期,灵活地调整交易行为,从而影响某些宏观经济变量。这种相互影响导致有危险发生和无危险发生的“多重均衡”(Multiple Equilibrium)。总之,即使经济基本面较好,但由于市场参与者预期突然发生变化,导致交易行为改变和跨境资本大量流动,也可能导致危机的发生。

第三代货币危机理论。20世纪90年代以来,货币危机的发生日趋频繁。“第三代”货币危机理论从企业、银行、外国债权人等微观主体行为的角度探讨危机的成因,重点分析跨境资本流动对金融机构资产负债状况的影响,进而导致危机的爆发的原因。发展中国家和新兴市场经济体开放资本项目,加速了资本特别是短期资本的流入。金融机构的外币短期负债被大量用于国内低效的投资项目,导致外币短期负债与本币长期投资之间存在期限和币种的双重“错配”。一旦资金流入突然中止、资本大量外逃,本币可能会急剧贬值,企业偿债压力加大,纷纷走向破产,增加银行体系的不良资产和脆弱性。货币危机和银行危机往往相伴而生,其结果可能是全面的金融危机,经济陷入衰退,一蹶不振。

2001年3月,克鲁格曼提出第四代金融危机模型。他重点考察资产价格变动与货币危机的关系,强调资产价格短时间内的急剧涨跌,容易使经济陷入低水平均衡。中央银行即便将利率降到零也无济于事,经济最终走向崩溃,从而引发危机。

总之,金融危机模型不断推陈出新,正是由于现实的金融危机事件的原因和机理不断发生变化。但有一点是不变的,即跨境资金的集中大量流动,使宏观经济和金融体系内部的脆弱性变得更为突出,为危机的爆发埋下了伏笔。

1.2.1.2 跨境资本流动与货币金融危机

Radelet & Sachs(1998)指出,“亚洲金融危机的核心是90年代亚洲地区出现大规模的资本流动”。第三代金融危机模型重点说明,在大部分的货币和金融危机中,资本流动在危机发生前后都会发生大幅变动。Goldfajn and Valdes (1997)发现,危机爆发前5到7年资本开始大量流入,到危机爆发前1年资本流入急剧下降。Alba等人(1998)对印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国1980到1996年的净私人资本流入进行研究,发现这些国家1992年以来净私人资本流入急剧增长,但最终资本流入难以持续,引发了金融危机。例如,泰国1997年爆发金融危机前,资金连续几年大量流入,当资金流入突然中止并转为净流出时,就发生了货币和金融危机。

跨境资本大量流动之所以与金融风险密切相关,主要有以下几个原因:一是跨境资本流动增加了发展中国家银行体系的脆弱性。在资本流动统计监测和金融监管能力较薄弱的情况下,大量“热钱”流入容易使银行体系出现过度贷款的倾向,加大了银行体系的风险。二是跨境资本流动增加了新兴市场的波动性。在发展中国家和新兴市场经济体,金融市场缺乏深度和广度,流动性差。一旦资金大量流动,国内金融市场的不稳定性明显增加,对实体经济部门也会产生很大冲击。三是跨境资本流动容易使发展中国家受到外部