

国家自然科学基金资助研究项目

杨海珍/著

资本外逃可以说是20世纪80年代拉美国家债务危机、1994年墨西哥金融危机以及1997年东南亚金融危机的主要诱因之一，同时也已经成为衡量一国国家信用的基本指标之一，世界银行1998年就已经采用不同估计方法估计了所有发展中国家国家的资本外逃，许多国际金融机构及银行已经将资本外逃规模作为衡量贷款风险的重要指标之一。

国际趋势与中国问题

资本外逃



中国金融出版社

国家自然科学基金资助研究项目

资 本 外 逃

——国际趋势与中国问题

杨海珍/著



中国金融出版社

责任编辑:戴 硕
责任校对:李俊英
责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

资本外逃:国际趋势与中国问题/杨海珍著.
北京:中国金融出版社,2004.12
ISBN 7-5049-3595-6

I. 资… II. 杨… III. 资金转移—国外—研究—
中国 IV. F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 126559 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

市场开发部 (010) 63286832 (010) 63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63365686

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司(瑞丰)

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 9.5

字数 196 千

版次 2005 年 3 月第 1 版

印次 2005 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 25.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序 言

国际经济中有一种特殊的要素流动现象被称为“资本外逃”。与通常寻求高回报率的国际资本流动不同，“资本外逃”往往发生在资本稀缺投资回报率较高的发展中国家。一方面有大量外国资本到这些发展中国家投资，另一方面，这些国家的国内资本大量往外转移。从投资收益的角度来看，这似乎是一种不正常的现象。但深入分析这种现象，人们不难发现，“资本外逃”的主要原因是为了规避风险。“资本外逃”往往发生在国内经济金融体制不够发达完善或对国内外资本存在差别对待的国家，也常常是许多重大经济问题或经济危机的结果。从这一点来说，“资本外逃”又是一种正常的经济现象，是本国资本防范风险减少损失的理性行为。但是，对于国家整体利益来说，“资本外逃”毕竟是一种负面效应很大甚至会危害经济健康发展的经济现象，因此也是各国政府和众多经济学家殚精竭虑研究和防范的重要经济问题之一。

作为国际经济学领域的一名学者，我也十分关注这一问题，虽然没有亲力进行深入研究，但也会经常翻阅相关文献。这一领域的文献虽然为数众多，涉猎的角度和范围也很广泛，但是理论的系统性和研究方法的连续性仍显不足。杨海珍博士的最新研究成果《资本外逃研究——国际趋势与中国问题》

一书则为这方面的理论分析和实证研究尤其对中国的“资本外逃”问题的研究作出了一定的贡献。

本书作者在该领域涉猎广泛，对相关文献的研究很透彻，因此在总结前人的研究成果方面较为全面、系统、深入。在文献综述中对待其他学者的理论模型不是简单的介绍，而是在分析的基础上做出自己的评价，同时一些数据和图表的运用也增添了书中观点的说服力和可信性。对于一个兴趣广泛而时间有限的读者，想用最短的时间了解学术界对“资本外逃”问题的研究进程，那么本书应该是有所裨益。

在现有理论基础上，本书在“资本外逃”的研究方面有一定的创新和突破。首先，作者在“资本外逃”的动因理论研究方面进行了有益的探讨，通过建立一个博弈论框架模型，她分析了“资本外逃”发生的原因，特别有意义的是她深入研究了存在制度缺陷的发展中国家的特殊案例，在理论上论述了腐败和“资本外逃”之间的联系。其次，作者的理论研究具有一定的针对性和实用性。作为一个高速发展的发展中国家和经济体制转型国家，中国也存在着许多“资本外逃”的情况。在本书的第七章，作者对中国的“资本外逃”问题进行了认真细致的实证分析，为中国的经济金融体制的深入改革和防范“资本外逃”提供了重要的理论和实证依据。

总之，杨海珍博士的这本理论专论对“资本外逃”这一国际经济中的重要问题作了很有意义的探索，在一定程度上充实完善了这一领域的研究。在经济全球化和中国日益融入世界经济的过程中，重视“资本外逃”的问题是十分必要的，

而杨海珍博士的这本专著则对我们研究这一问题具有重要的理论和实证价值。

海 闻

北京大学中国经济研究中心

前 言

—

资本外逃 (Capital Flight) 可以说是 20 世纪 80 年代拉美国家债务危机、1994 年墨西哥金融危机以及 1997 年东南亚货币危机的主要诱因之一，同时也已经成为衡量一个国家信用的基本指标之一。世界银行 1993 年就已经采用不同估计方法估计了所有发展中国家在 1971 ~ 1991 年期间的资本外逃 (World Bank data set, the 1993 ~ 1994 version)，许多国际金融机构及银行已经将资本外逃规模作为衡量贷款风险的重要指标之一。传统上关于发达国家与发展中国家之间资本流动的分析是基于这样一个基本假设进行的：发展中国家普遍面临着资本稀缺的问题，从而发展中国家的资本边际生产率高于发达国家，吸引发达国家的资本流向发展中国家 (Chennery, 1966; Bardhan, 1967; Hamda, 1969; Blanchard, 1983)。尽管这些研究对发展中国家的借款决策极有价值，但这些研究难以解释在 20 世纪 80 年代早期拉美国家债务危机前，90 年代墨西哥金融危机前以及东南亚金融危机前所出现的现象，在外国资本流入的同时本国居民将却其积累的外国资产大量

转移出国外。由于这些现象的出现,使得资本外逃的研究自 20 世纪 80 年代起备受国际经济学界的关注。

东南亚发生金融危机后,人们对这次危机的成因做了深刻的反思。许多经济学家认为东南亚国家的资本市场开放过早而金融监管落后是导致这次危机的主要原因,并据此认为,中国尚未开放资本市场是中国得以避免卷入此次危机的根本原因。然而,不能乐观地认为,中国因未开放资本市场就可以不会发生此类金融危机。无疑,资本市场开放有利于大量短期资本在一国经济形势发生逆转的时候迅速出逃,加重危机的深度。但在资本市场未开放的条件下,资本的抽逃仍可以通过隐蔽或者变相的方式进行。中国自实行改革开放政策以来,外国资本流入的规模逐年稳步增长,但与此同时,中国也经历着持续增长的资本外流。特别是 20 世纪 90 年代开始,中国资本外逃的规模急剧增长,1995 年,中国的资本外流占全球资本外流的 2%,列世界第八大资本供应国和最大的发展中国家对外投资者 (IMF, 1995)。1997 年中国资本外逃规模达 400 多亿美元 (宋文兵, 1999; 杨海珍等, 2000), 占当年国内生产总值的比重甚至高于 1995 年处于金融危机中的墨西哥及 1997 年处于金融危机中的韩国。中国之所以没有出现国际支付危机,主要是由于中国良好的宏观经济环境使中国一直保持着大量的外国直接投资流入,此外,近年来中国的贸易收支一直保持着较大的盈余,中国的外汇储备充足,从而掩盖了这一问题的严重性。若一旦中国的外国直接投资流入降低或逆转,出口创汇能力降低,大量资本外逃的直接

后果可能会导致国际支付危机，危及外商对中国的投资信心，引发外商投资逆转，进一步危及到金融体系的稳定，后果将不堪设想。

从国际投资者的角度来看，由于发展中国家的投资风险一般高于发达国家，为了补偿投资风险，流入发展中国家资本的收益必然高于国际平均收益，这样即使流出的资本将来回流，其收益亦不足于支付利用外资的成本，更何况许多流出的资本有去无回。此外，资本外逃对一国经济还有以下负效应：第一，资本外逃的直接效应是减少国内投资，降低未来的经济潜在增长率，甚至会降低当前经济增长率，使发展中国家经济发展受阻，人民生活水平降低；第二，资本外逃还会扰乱汇率和利率的稳定性，降低货币当局的货币控制能力；第三，资本外逃可能会导致“中介离岸化”^①（Offshore Intermediation），提高国内投资融资成本，弱化本国金融体系，降低本国金融机构的竞争力，引发金融系统动荡；第四，资本外逃还会导致收入由大多数本国资产持有者向极少数外国资产持有者转移的不合理分配，对本国经济的健康发展是十分有害的；第五，资本外逃会导致财政出现结构性赤字，通货膨胀上升，此结构性赤字的出现不是由于过度的公共支

^① 当本国资本大规模外逃伴随着大量的外国资本流入同时进行，相当于本国居民在借用外国的司法制度签定和履行合同，利用外国的中介进行资本的投资，因而称为中介离岸化。

出,而是由于公共部门在债务危机与私人债务公共化^①过程中所起的作用决定的;第六,资本外逃的最终结果不仅是本国资本的流失,而且还可能是本国企业家资源的流失,将严重影响经历资本外逃的国家的未来发展。

因此,系统研究资本外逃动因理论,分析、总结曾经经历资本外逃国家的问题和对策,对中国资本外逃问题进行深入的实证研究,探求中国资本外逃的动因及效应,提出抑制中国资本外逃的相应对策,有着较大理论价值和实际意义。

二

1962年钱纳立(Chenery and Bruno, 1962)通过“双缺口”模型解释发达国家与发展中国家之间资本流动,该模型的结论是:发展中国家面临着两个巨大的结构约束,一是为了维持一定的GNP增长率需要一个进口需求下限来支撑,二是出口收入存在一个上限,从而不足以为必需的进口融资。这一外汇缺口表明,在发展中国家的经济发展过程中,发展中国家应是净债务人,这样外国资本流入发展中国家,弥补了其国内储蓄缺口,使发展中国家实现了既定的增长率。继钱纳立提出“双缺口”理论之后,这类关于一个国家可以通过对外借款补充国内储蓄不足以实现既定经济增长的研究还

① 私人债务公共化指的是私人部门(企业)债务直接或间接地由本国全体居民承担,如政府为避免企业破产提供优惠的汇率来帮助企业还外债,或者企业在对外借款时曾获得政府的担保,或者企业破产最终使企业对外负债“公共化”。

有许多 (Bardhan, 1967; Hamada, 1969; Blanchard, 1983)。这些研究认为, 发展中国家的资本稀缺导致其资本边际生产率高于发达国家, 因而, 国际资本流向是由发达国家流向发展中国家, 但这些研究难以解释 20 世纪末数次危机前所发生的发展中国家资金外逃现象。

其实资本外逃现象不是近年来发展中国家独有的现象, 许多国家都曾出现过本国居民出于对本国政治或经济风险的恐惧而将资本转移到国外, 如 1789 ~ 1797 年法国大革命时期的资本外逃, 1919 ~ 1923 年间由于高通胀而导致的德国资本外逃 (Lessard and John, 1987)。国际经济学界对发展中国家资本外逃现象的关注始于 20 世纪 80 年代中期 (Diaz - Alejandro, 1984; Dooley, 1986; Dornbush, 1985; Harberger, 1985), 20 世纪 80 年代一些发展中国家, 特别是拉美国家中的阿根廷、墨西哥、委内瑞拉等国债台高筑, 外汇的短缺使这些国家的经济发展严重受阻, 但伴随着这些国家公共部门的外债增加, 私人部门却出现了持续大量的资本外流。由此, 国际金融界有这样一个忧虑: 假如向发展中国家增加的贷款中的大部分以“资本外逃”的方式流出, 那么继续向缺乏资金的发展中国家提供资金也许是无益的。

从国外关于资本外逃研究文献来看, 对资本外逃的研究始于对资本外逃涵义和资本外逃规模的估计, 但至今对此仍无一个一致、公认的概念和估计方法, 相应地, 资本外逃估计方法也较多。

资本外逃最为广义的定义是由托奈和弗莱斯科 (Tornell

and Velasco, 1992) 提出的, 他们将资本外逃定义为所有由贫穷国家流向富裕国家的生产资源。他们认为, 对缺乏资本的国家, 任何资本外流都是不好的, 除非流出的资本可以在国外获得比国内更多的收益回报。

对于狭义的资本外逃概念说法也很多, 金德伯格 (Kindeberger, 1937) 将资本外逃定义为由恐惧和疑虑推动的、非正常的资本逃离, 这个定义强调资本外逃是易变的、非正常的资本流出。杜勒 (Dooley, 1986) 认为资本外逃是一种试图逃避本国当局控制的非正常资本外流, 一般多为非法所得。卡丁顿 (Cuddington, 1986) 将资本外逃定义为非银行私营部门的投机性短期资本外流, 也就是通常所指的“游资” (Hot Money), 其外流的原因可能是由于政治或金融危机, 过重的税负, 对本国资本控制政策将加强或本国货币贬值的预期, 或者由于本国过高的通货膨胀率。莱瑟德和威廉姆森 (Lessard and Williamson, 1987) 接受了金德伯格的定义, 并在此基础上进行了进一步的讨论, 他们将资本外逃定义为由于意识到本国非正常风险 (相对于国外正常的收益和风险来讲) 的非正常资本逃离。可以看出, 对于狭义的资本外逃概念尽管说法不一, 但基本有一个共识: 资本外逃是一种非正常的资本流出。

最早提出狭义资本外逃估计方法的是卡丁顿 (Cuddington, 1986), 称为“游资”估计方法。该估计方法是这样进行的, 将国际收支平衡表中的其他部门 (除官方部门和货币当局外) 的其他短期资本项目加上误差与遗漏项目即为资本外

逃规模。凯特 (Kant, 1996) 发展了卡丁顿的方法, 即对“游资 1”、“游资 2”和“游资 3”的估计, 其中, “游资 1”估计的是其他部门其他短期资本项目中的其他资产项目与误差与遗漏项目之和, “游资 2”估计的是其他部门其他短期资本项目与误差与遗漏项目之和, “游资 3”估计的是其他部门其他短期资本项目、债券和证券方面的组合投资与误差与遗漏项目三项之和。凯特的“游资 3”对资本外逃的估计较为全面, 反映了当今世界金融市场的发展现状, 即由于存在债券和股票二级市场, 债券和公司股票的流动性也极强, 在流动性方面可以成为短期资本的良好替代品, 应该也被视为“游资”。

广义的资本外逃估计方法主要有剩余法、世界银行法和摩根担保法 (World Bank, 1985; Erbe, 1985; and Morgan Guaranty, 1986)。剩余法的核心思想是通过国际收支平衡表中四个项目的剩余部分来间接地对资本外逃额进行估计, 这四个项目分别为: 对外债务增加 (The Increase In Debt Owed To Foreign Residents)、外国直接投资净流入 (The Net Inflow of Foreign Direct Investment)、官方储备的增加 (The Increase In Official Reserves)、经常项目逆差 (The Amount of Current Account Deficit)。前两个项目为后两个项目融资, 其剩余部分即为资本外逃额。首次采用剩余法对资本外逃规模进行估计的是世界银行 (World Bank, 1985), 但其估计所采用的对外债务数据来源于世界银行出版物“世界债务表” (World Debt Table)。摩根担保信托公司 (Morgan Guaranty Trust, 1986)

在采用剩余法估计资本外逃规模时将银行系统的短期外国资产增加额从估计的资本外逃额中减去，可能是认为银行持有短期外国资产的目的主要是为了满足外汇交易的需求，不属于资本外逃。克莱（Cline, 1987）1987 年又对摩根担保法进行了改进，即从摩根担保信托公司对资本外逃的估计额中减去已留在国外的外国资产投资收益的再投资，也就是说，假如本国居民没有将其持有的外国资产的收益返回国内，那么，这一投资收益的再投资不应被视为资本外逃，因为这笔投资收益从未流入国内。旅游外汇收入和边境贸易外汇收入也有同样的问题，因为这些交易是在自由交易的情况下进行的，外汇收入并没有进入官方外汇市场渠道，克莱认为对此也不应视为潜在资本外逃的融资来源。

沃曼 - 斯内德（Varman - Schneider, 1991）在对资本外逃研究文献评述的基础上，提出了资本外逃是受差别待遇、政治动乱和不确定因素驱动的非正常外流的概念，并指出基于正常交易需要的资本外流、基于组合投资的资本外流以及银行系统的外国资产都不应作为资本外逃，从估计的资本外流总量中剔除了这三项正常外流之后的剩余部分即为资本外逃。银行系统的外国资产数据可以获得，而基于正常交易需要和基于组合投资的资本外流则需要另外估计。在此基础上，她将此思想在印度和菲律宾的个案研究中付诸于实施。可以看出，沃曼 - 斯内德的资本外逃概念应该也属于较为狭义的资本外逃概念。尽管她的研究有一定新意，但是，一方面基于组合投资目的的资本外流很难估计，另一方面，也不能完

全断定组合投资中就不包括资本外逃。

国际经济学界在对资本外逃概念、估计方法讨论的同时,也不断试图对这一现象和问题从不同角度予以解释和研究。柯安和哈克(Khan and Haque, 1985)利用一个标准的两阶段消费者效用最大化的模型,在假定国内投资存在“被剥夺”(Expropriation)风险,并且存在利用国内资本投资与借用外债进行国内投资的风险不对称条件下,解释了为何对于发展中国家来说外债流入和本国居民对内投资与对外投资同时存在。柯安和哈克的分析结论是这样的,当国内企业濒临破产或倒闭时,在一定程度上,投资者认为企业的对外债务受到政府有形或无形的担保,而企业的国内债务则无此保障,因而,本国投资者会选择将其国内储蓄投资于国际资本市场,同时由于对外投资具有交易成本递增的特点,居民还将其国内储蓄的部分投资于国内。柯安和哈克还将国内投资“被剥夺”(Expropriation)风险扩大到了国内资产遭受的汇率贬值、恶性通货膨胀、金融动荡等方面的风险,而以外币计值的债务在很大程度上可以避免这类风险。此外由于发展中国家缺乏对私有财产的法律和制度上的保障,也使发展中国家的利用国内储蓄投资面临的风险比利用外国储蓄面临的风险大。柯安和哈克的模型尽管在一定程度上解释了发展中国家外国资本流入与本国资本对内投资和对外投资同时并存的现象,但模型的前提假设之一,居民对外投资的交易成本递增不符合实际情况,实际上,随着居民对外投资规模的扩大,居民对外投资经验的积累,交易成本应该是递减的。迪万(Di-

wan, 1989) 对柯安和哈克的研究进行了补充, 放弃了柯安和哈克的对外投资交易成本递增以及国内投资存在“被剥夺”风险的假设, 通过构造一个只有两个部门的经济模型, 假设存在外债拒付的可能时, 解释了发展中国家外债流入和本国居民对内投资与对外投资同时存在的现象。迪万的分析表明, 发展中国家的居民之所以将资金投资于国外, 是由于发展中国家宏观经济和制度因素等方面的原因使得资本投资的社会收益率与私人投资收益率出现差异, 此社会收益率与私人投资收益率差异导致国际借贷水平低于社会收益达到最优的水平, 政府为了提高社会收益水平借入外债, 由此公共部门的增长挤出了私人投资, 这样出现私人部门资本外逃的现象就不足为怪了。迪万的分析较好地解释了 20 世纪 80 年代拉美国家私人部门资本外逃与政府通过对外借债为赤字融资同时并存的现象, 资本外逃并不是因为国内缺乏有吸引力的投资项目, 否则, 也不会在很短的时间内有大量外国资本涌入这些国家了。

卡丁顿 (Cuddington, 1986) 1986 年对发展中国家的资本外逃问题进行了系统的研究, 他采用了狭义的“游资”概念, 将资本外逃定义为非银行私营部门的投机性短期资本外流, 并用此概念对八个负债深重的国家的资本外逃进行了粗略的估计, 这八个国家分别为: 阿根廷、巴西、智利、韩国、墨西哥、秘鲁、乌拉圭、委内瑞拉。为了比较这八个国家资本外逃的相对规模, 又计算了资本外逃与外债增量的比率。为了获得引起资本外逃的主要诱因, 他基于标准的资产组合

调整模型 (Johnson, 1976; Purvis, 1978), 建立了以国内利率、外国利率、本币预期贬值率以及外债增量为变量的资本外逃线性函数, 根据此模型, 他利用以上八个国家的数据进行了实证研究, 实证研究结果表明, 本币高估、通货膨胀严重、对国内金融系统缺乏信心以及一系列扭曲的宏观经济政策 (如过于膨胀的财政和货币政策、不当的汇率政策、金融抑制政策等) 是发展中国家资本外逃的主要诱因。卡丁顿的研究成果主要有两方面的不足, 一是对资本外逃的估计范围过于狭窄, 仅包括了私人非银行部门的短期资本外流, 而当今世界国际金融市场高度发达, 金融产品极为丰富, 即使期限较长的投资工具的流动性也大大加强, 可以成为短期投资的良好替代品; 二是尽管卡丁顿认为资本外逃是一个组合投资问题, 即居民是基于他们对国内外资产的预期收益及相应风险的估计来分配其投资的, 然而, 他的模型并没有包括度量资本外逃国风险的任何直接的或间接的变量, 这个省略也是十分致命的, 因为, 风险变量是选择投资组合的一个极为重要的变量。

继卡丁顿和杜勒的研究之后, 莱瑟德和威廉姆森 (Lessard and Williamson, 1987) 对资本外逃的问题及对策进行了研究, 他们的贡献主要是, 首先, 明确地界定了一个较为合理的资本外逃概念, 即由于意识到本国非正常风险 (相对于国外正常的收益和风险来讲) 的非正常资本逃离。第二, 采用几种广义和狭义的方法对阿根廷、巴西、智利、韩国、墨西哥、菲律宾、委内瑞拉的资本外逃规模进行了估计, 并