

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



东道国国际资本流入结构的 成因与管理

田素华 / 著

DONGDAOGUO GUOJIZIBEN
LIURU JIEGOU DE CHENGYIN YU GUANLI



经济科学出版社

1.5

50

中青年经济学家文库

东道国国际资本流入 结构的成因与管理

田素华 著

经济科学出版社

责任编辑：杜 鹏

责任校对：王肖楠

技术编辑：董永亭

**东道国国际资本流入结构的
成因与管理**

田素华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

毕诚印刷厂印刷

新路装订厂装订

850 × 1168 32 开 9.75 印张 240000 字

2003 年 11 月第一版 2003 年 11 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3839-3/F·3142 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

20 世纪 90 年代以来国际资本流动结构发生了显著的变化，一个重要特征是国际股票投资和国际债券投资得到了长足的发展，在全部国际资本流动总额中国际证券投资总额已经接近国际银行贷款和国际直接投资规模。

我国政府强调，在积极扩大外国直接投资引进规模的同时，需要充分利用多种外资引进方式，提高外资利用效率，充分发挥外资对国民经济发展的促进作用。目前，我国已经成为 WTO 的成员国，经济对外开放度和依存度明显提高，不同形式的外资流入规模陆续增加，各种问题也将相继呈现出来。

引进的外资对东道国既有促进经济增长的积极的一面，也有引发东道国金融风险的消极的一面，如何顺应国际资本流动结构变化，管理外资引进工作，就成为一个急需回答的实际问题和理论问题。田素华博士的论著正是顺应了国际资本流动结构新的特征，从我国经济国际化发展的现实需要出发，阐明了东道国管理国际资本流入结构的理论基础。全书的研究结论有以下几个方面：

第一，资本流出国投资者国际投资方式选择与其对待风险的态度以及投资目标有关，东道国引资主体国际引资方式的选择主要取决于引资主体投资项目的风险大小，以及国际银行贷款的中介费用高低、国际股票市场的信息不对称程度。

第二，国际银行贷款、国际债券融资、国际股票融资和外国直接投资四种基本引资方式中，外国直接投资的经济增长效应比

其他三种引资方式都明显，四种引资方式都会引发东道国金融危机，投资者在国际投资过程中的风险态度变化和引资主体国际引资决策不当是引发东道国金融危机的主要原因。

第三，国际短期资本是引发东道国金融危机的一个重要原因，从降低引资成本和克服金融危机的角度综合考虑，东道国有一个最佳的国际短期资本流入规模，凡国际短期资本流入规模持续多年（比如3年以上）超过最佳短期资本规模的国家往往会爆发金融危机，且超过幅度越大，金融危机越严重。

第四，作为外国直接投资主要形式之一的外国并购投资往往难以由市场自身实现最优均衡，外国新建投资的市场扭曲程度要小一些，东道国政府应对外国并购投资给予更多的政策扶持。由于发展中国家现有技术进步模式的缺陷，发展中国家可以结合国际资本流动证券化趋势，实施跨国介入型技术进步战略，从而实现引进外资过程中的国民经济持续发展目标。

第五，无论从国际资本流动结构新特征还是从中国国际资本流入结构的现状来看，中国的引资结构都需要加以调整。就调整引资结构来说，中国应更多地强调证券市场对外开放。由于中国证券市场上投资收益率很高，风险也很大，单位风险收益率较低，证券市场对外开放以后将引发投资性资本流出、投机性资本流入，因此只能实施渐进的开放策略。中国证券市场对外开放后，流入中国的国际股票资本、国际债券资本将会增加，外国直接投资、国际银行贷款将保持相对不变。

全书结构完整，思路清晰。在研究过程中，作者理论与实证相结合，深入分析了资本流出国投资者的国际投资行为、资本流入国引资主体的国际引资行为、不同引资方式在东道国产生的宏观经济效应及东道国对国际资本流入结构的管理问题，然后将上述研究得出的结论运用到中国引进外资的实践，探讨我国对外资流入结构的管理问题。书中作者在对有关资料进行深入分析的基础上，得出的一系列结论对我国加入WTO后引进外资，特别是

对资本项目开放以后管理外资引进工作具有一定的政策指导意义。

本书的基础是田素华同志的博士论文，在论文答辩时得到了许多专家的肯定和较高的评价，值此出版之际，我乐意作序，加以介绍。

复旦大学经济学院教授 洪文达

2003年9月28日

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 选题的意义与概念界定	(1)
1.2 文献综述	(8)
1.3 研究框架与主要研究结论	(14)
第 2 章 资本流出国投资者国际投资决策	(21)
2.1 国际投资收益与成本	(22)
2.2 国际投资组合理论	(33)
2.3 投资者国际投资策略	(49)
2.4 国际投资绩效评价与风险管理	(70)
2.5 资本流出国投资者国际投资决策小结	(75)
第 3 章 东道国引资主体国际引资决策	(77)
3.1 引资方式与引资成本	(78)
3.2 引资方式与引资主体的引资风险	(85)
3.3 东道国引资主体国际引资策略	(90)
第 4 章 东道国国际资本流入结构的宏观经济效应	(144)
4.1 引资方式与东道国经济增长效应	(144)
4.2 引资方式与东道国金融危机风险	(154)

第 5 章 东道国对国际资本流入结构的管理·····	(165)
5.1 东道国对国际资本流入结构管理的基本思路 ·····	(166)
5.2 东道国对引资过程中金融危机风险的管理 ·····	(168)
5.3 东道国对外国直接投资的管理 ·····	(187)
5.4 引资方式创新与实施跨国介入型技术进步战略 ·····	(205)
第 6 章 中国国际资本流入结构调整与 对外开放证券市场·····	(233)
6.1 中国国际资本流入结构的调整要求 ·····	(233)
6.2 中国对外开放证券市场的策略选择 ·····	(239)
参考文献·····	(278)
后 记·····	(301)

第 1 章 导 论

1.1 选题的意义与概念界定

一、选题的意义

1. 国际资本流动的现状要求我们研究东道国国际资本流入结构的管理问题。

国际资本流动是指资本从一个国家或地区转移到另一个国家或地区，主要有国际直接投资、国际股票投资、国际债券投资、国际银行贷款、国际金融机构贷款和官方援助等形式。^① 随着经济全球化进程不断向前推进，包括各种资本流动形式的国际资本流动结构发生了重要变化。^②

20 世纪 90 年代以来，官方融资在国际资本流动中的比重显著下降，私人资本重要性日渐增加。就私人资本国际流动而言，1985~1998 年间，国际银行贷款占私人资本国际流动总额的比

① 国际资本流动属于投融资范畴，指为了获得收益（或降低风险）的资金（与劳动相对应的一种生产要素）的跨国界转移，既可以经过中介机构，也可以不经过中介机构。经过中介机构的资本流动有国际银行贷款、国际股票投资和国际债券投资三种形式。由于官方资本多数不以营利为目的，因此本书不研究官方资本流动，主要研究国际股票投资、国际债券投资、国际银行贷款和国际直接投资四种国际资本流动形式。

② Fernández-Arias, Eduardo, and Peter J. Montiel, 1996, *The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview*, World Bank Economic Review 10 (1): 51-77.

例由 1985 年的 54% 下降到 1998 年的 40%，国际直接投资由 24% 上升到 28%，国际证券投资由 20.79% 上升到 30%。^① 目前，国际资本流动形式已经从早期的国际债券投资、国际银行贷款为主，发展成为国际直接投资、国际银行贷款、国际股票投资和国际债券投资四分天下的格局，^② 而且国际资本流动证券化势头有增无减，国际资本流动结构的变化要求国际社会给予足够的关注。

发展中国家面临储蓄和外汇资源双重缺口，为了赶超先进国家，引进外资是一个重要的选择。发展中国家引进外资中外国直接投资始终处于主要地位，国际股票融资净额不是很大，但是增长速度很快，1990～1997 年年均增长率高达 39%（参见表 1-1）。^③ 在新的国际经济环境下，发展中国家需要适应国际资本流动新特点积极调整引资结构，而对东道国国际资本流入结构管理问题的研究可以为发展中国家调整引资结构提供理论支持。就我国来说，加入世界贸易组织后，各种形式的资本将随着资本账户对外开放大规模流入国内，做好新形势下的引资工作也需要研究东道国国际资本流入结构管理问题。^④

① 朱民：《世纪之交的全球经济金融》，载《国际金融研究》2000 年第 1 期。

② 国际股票投资和国际债券投资统称国际证券投资（portfolio investment），由于流动性较好，常常成为投资规模相对较小的个人投资者首选的国际投资方式。详细数据可参见本书第 6 章表 6-1。

③ 吴立广：《国际资本流动新格局及我国引进外资策略》，载《世界经济》1999 年第 4 期；World Bank, 2000, *Private Capital Flows to Developing Countries*, Global Development Finance, PP. 35-53。

④ 对于我国来说，需要重新审视引进外资过程中出现的各种问题，适应新形势不断改进外资引进工作，而这些工作的完成需要有相关的理论作指导。目前，国内有关这方面的研究工作涉及外国直接投资中的并购投资问题（王林生，2000）、中国引进外资结构的现状考察（王洛林、江小涓，1999）、中国利用外资的效果分析，以及改进外资引进工作的思路等。

表 1-1

发展中国家 1990~1999 年

国际资本流入结构

单位: 10 亿美元

年 份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
总计	98.5	124.0	153.7	219.2	220.4	257.2	313.1	343.7	318.3	290.7
官方资本流动	55.9	62.3	54.0	53.4	45.9	53.9	31.0	39.9	50.6	52.0
私人资本流动	42.6	61.6	99.7	165.8	174.5	203.3	282.1	303.9	267.7	238.7
国际资本市场	18.5	26.4	52.2	99.8	85.7	98.3	151.3	133.6	96.8	46.7
债权资本流动	15.7	18.8	38.1	48.8	50.5	62.2	102.1	103.4	81.2	19.1
银行贷款	3.2	5.0	16.4	3.5	8.8	30.4	37.5	51.6	44.6	-11.4
债券融资	1.2	10.9	11.1	36.6	38.2	30.8	62.4	48.9	39.7	25.0
其他	11.3	2.8	10.7	8.7	3.5	1.0	2.2	3.0	-3.1	5.5
股票资本流动	2.8	7.6	14.1	51.0	35.2	36.1	49.2	30.2	15.6	27.6
外国直接投资	24.1	35.3	47.5	66.0	88.8	105.0	130.8	170.3	170.9	192.0

说明: 发展中国家包括韩国。

资料来源: World Bank, 2000, *Private Capital Flows to Developing Countries*, Global Development Finance, PP.36.

2. 国际资本流动过程中频繁爆发的金融危机要求我们研究东道国国际资本流入结构的管理问题。

国际直接投资、国际银行贷款、国际债券投资和国际股票投资四种资本流动形式中, 国际直接投资最稳定, 国际银行贷款因为有固定的期限安排较为稳定。国际债券投资和国际股票投资的流动方向易于被投资者掌握和调控, 无论是存量水平还是流量水平都表现出极大的不稳定性, 一般认为近年爆发的国际金融危机与国际债券投资、国际股票投资改变流动方向有重要关系,^① 弗

① Radelet, Steven. and Sachs Jeffrey, 1998, *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, and Prospects*, Brookings Papers on Economic Activities. Reisen: Helmut, 1999, *The Great Asian Slump*, OECD Development Center.

兰克和罗斯 (Frank and Rose) 的研究表明, 外国直接投资在流入外资总量中每降低 1 个百分点, 东道国发生金融危机的概率就增加 0.3 个百分点。^①

资本流入国发生金融危机往往源于未来收入现值不足以兑现全部支付承诺, 即清偿力不足, 以及虽有期末清偿能力, 但由于期中缺乏流动性资产, 无法按约兑现到期支付承诺, 即流动性不足。四种国际资本流动形式中, 都会发生清偿力不足和流动性不足问题, 国际债券融资和国际股票融资的清偿力不足和流动性不足问题可控制性较差, 国际债券融资和国际股票融资引发金融危机的可能性超过国际银行贷款和外国直接投资,^② 有人研究经验数据后发现, 国际债券融资和国际股票融资之和在东道国流入资本总额中的比重持续三年高达 61.8% 及以上时, 东道国就会爆发金融危机。^③

由于资本流入结构与金融危机有重要联系, 因此引进外资时, 东道国应在国际银行贷款、外国直接投资、国际债券融资和国际股票融资四种形式之间保持适当的比例关系。国际社会引进外资的经验显示, 东道国引进外资中, 国际银行贷款、外国直接投资和国际证券融资 (国际债券融资加上国际股票融资之和) 的比例保持在 1:1:1 水平上时, 一般不会因为引进外资而爆发金融

① 吴元作、张世贤:《不同形式国际资本流动的风险比较》, 载《国际金融研究》1999 年第 9 期。

② 国际股票融资的清偿力不足和流动性不足问题主要源于外国投资者在本国证券市场上抛售本国引资主体股票, 兑换外币流出本国, 导致本国外汇储备相对不足并引起本币贬值, 从而引发东道国金融危机。

③ 喻德坚:《国际资本流向与国际金融市场内在不稳定性》, 载《社会科学》2001 年第 5 期。尽管该文的研究只是经验判断, 但至少可以认为国际金融危机与国际证券资本流动有一定关系。Frankel and Rose, 1996, *Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment*, *Journal of International Economics* 41 (3-4): 351-366

危机^①

我们知道，引资与投资属于微观经济主体行为，东道国政府欲从宏观上管理资本流动，首先需掌握微观经济主体的投融资决策过程。鉴于此，我们分别对东道国引资主体国际引资行为和资本流出国投资者国际投资行为加以研究，以为东道国实现引进外资但不引进金融危机目标提供参考意见，为资本项目自由化国家管理国际资本流入结构提供理论依据。

二、概念界定

1. 外国直接投资。

外国直接投资 (Foreign Direct Investment)，属于国际股权融资，是指东道国引资主体集中引进外国股权资本，且允许外资在投资项目中达到控股程度的引资方式。外国投资者通过转移资本获得东道国新建企业或现存企业的控制权益后，常常把该企业的经营活动作为其在母国投资活动的一部分。外国直接投资一般以合资企业、合营企业或者独资企业形式存在，并购投资、新设投资和所得利润在东道国再投资是东道国引进外国直接投资的三种途径。

2. 国际股票融资。

国际股票融资 (International Stock Finance)，属于国际股权融资，是指东道国引资主体通过发行供外国投资者投资的股票引进外资的方式，包括在国内证券市场发行专门供外国投资者投资的股票，以及在国外证券市场上发行供外国投资者投资的股票和以在本国国内交易的股票为基础证券向外国投资者发行存托凭证 (DR) 等引资方式，外国投资者不能要求赎回股票本金，只能通过二级证券交易市场上出售股票 (或存托凭证) 改变投资方向。持有东道国引资主体股票的外国投资者相对比较分散，一般

① 李海舰：《外资进入与国家经济安全》，载《中国工业经济》1997年第8期

不会对投资项目产生实质性控制权。

3. 国际债券融资

国际债券融资 (International Bond Finance), 属于国际债务融资, 是指东道国引资主体向外国投资者发行债券引进外资的方式。持有引资主体债券的外国投资者比较分散, 单个债券持有人持有债券数量比较有限, 对引资主体经营行为不构成实质性影响, 外国投资者可以在证券市场上自由转让引资主体债券。引资主体的债券有一定期限, 到期时引资主体必须支付债券本金和利息, 在债券到期前需要按期向外国投资者支付约定的利息。因为债券比较分散, 对债券展期的谈判成本很高, 东道国引资主体无法按时支付约定的利息和本金时, 将面临破产风险。

4. 国际银行贷款。

国际银行贷款 (International Bank Loans), 属于国际债务融资, 是指东道国引资主体利用国际银行机构的中介功能引进外资的方式。单笔国际银行贷款规模较大, 国际贷款银行对引资主体情况比较了解, 当引资主体不能按时偿还到期利息和本金时, 银行将根据引资主体的发展前景区别对待: 对有前途的投资项目同意展期偿还, 对没有前途的投资项目进行破产清算。由于国际银行机构在引进外资中发挥了中介作用, 除了贷款利息外, 引资主体需向贷款银行支付一笔中介费用。

需要指出的是, 上述对国际资本流动形式的界定立足于东道国引资主体角度, 从投资者角度看待国际资本流动形式时, 也有同样的含义。为了减少混淆, 涉及东道国引资问题时, 我们均使用国际银行贷款、国际债券融资、国际股票融资和外国直接投资这一表达方式。涉及投资者国际投资问题时, 我们均使用国际银行贷款、国际直接投资、国际债券投资和国际股票投资这种表达方式, 在未作明确说明时, 均从投资者角度使用国际资本流动形式的有关表达方式。

5. 国际资本流动结构。

国际资本流动结构 (Composition of International Capital Flows) 是指各种资本在国际资本流动中的比例构成, 包括国际资本流动形式结构和国际资本流动期限结构两层含义。由于人们对短期资本和长期资本的划分尚未形成统一意见^①, 我们在这里分析的国际资本流动结构主要指国际资本流动的形式结构。从投资者角度看, 国际资本流动结构如图 1-1 所示。从东道国引资主体角度看, 国际资本流动结构如图 1-2 所示。从上述对国际资本流动结构的界定可以看出, 东道国国际资本流入结构就是指各种资本流动形式在东道国全部流入资本中的比例构成。

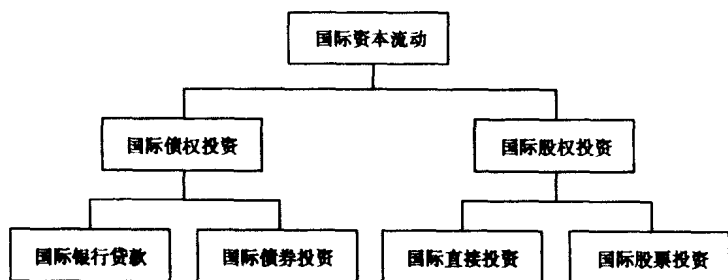


图 1-1 从投资者角度考虑的国际资本流动结构

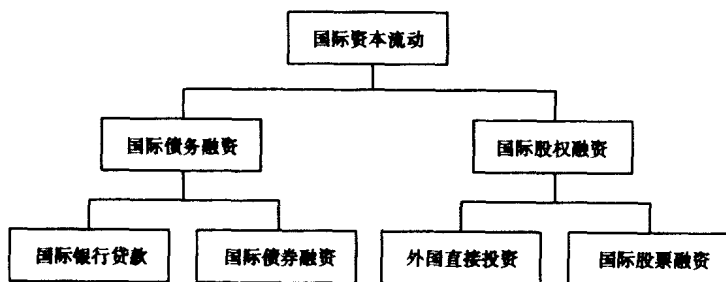


图 1-2 从资本流入国引资主体角度考虑的国际资本流动结构

① 关于短期资本与长期资本的争议详见本书第 5 章第 5.2 节内容。

1.2 文献综述

为了明确研究方向,我们将有关东道国国际资本流入结构管理问题的文献,即国际资本流动结构成因文献、东道国国际资本流入结构的微观基础和相关问题文献,以及投资者国际投资理论文献综述如下。

一、国际资本流动结构成因文献综述

国际资本流动的结构特征,与不同国家经济金融的不平衡发展有重要关系。经济发达国家资本相对过剩,投资者依据风险特征在全球范围内配置资本,选择投资方式,以实现利润最大化(宋玉华等,1998)。发展中国家资本积累不足,需要从国外引进资本。微观企业是发展中国家的外资引进主体,这些引资主体同样依据利润最大化、成本和引资风险最小化原则选择引资方式。投资者对待收益和风险的态度不同,国际投资行为也不一样,国际资本流动形式的多样性源于投资者对待收益和风险态度的多样性。东道国引资主体引进资本的形式不同时,承担的引资成本和风险也不一样,引资主体往往依据投资项目的收益和风险特征选择引资方式。由于投资项目千差万别,因此东道国引资方式也多种多样。在投资者国际投资行为与东道国引资主体引资行为这两股力量的共同作用下,国际资本流动表现出明显的结构特征。

国际资本流动结构特征与资本流出国投资主体的构成有一定联系。当商业银行是国际资本流动的主体时,国际银行贷款就成为国际资本流动的主要形式。当投资基金、养老金和保险公司等机构投资者数量不断增加,其管理的资产快速膨胀时,对流动性资产需求增加,^①发达的金融市场则为机构投资者实现这些流动

^① *Fund Management*, Economist Oct. 25, 1997.

性提供了可能，因此国际证券投资形式的资本流动会随着机构投资者的膨胀而急剧增加。

从东道国引资角度看，近年来，国际证券投资在国际资本流动中的比例稳步上升有三个方面原因。其一，国际金融自由化产生了各种新兴投资工具，如股票及债券的异地存托凭证等；其二，全球的私有化浪潮向投资者提供了大量可供选择的证券；其三，发展中国家波澜壮阔的金融改革，向投资者提供了国际证券投资的市场环境（朱民，2000）。

二、东道国引进外资方式及相关问题文献综述

（一）东道国引资主体引资行为

对东道国引资结构的研究主要源于历次金融危机，因为每次爆发金融危机时，人们都会联系到国际资本流动形式，可以说，有关东道国引资结构的研究能够不断推向深入，20世纪80年代末期拉美债务危机、1994年底墨西哥金融危机以及1997年亚洲金融危机起了很大的促进作用。

目前，研究东道国引资结构的文献多数从东道国微观引资主体角度进行分析。拉钦、萨德卡和袁（Razin, Sadka and Yuan, 1998）研究小国开放经济条件下信息不对称时东道国微观企业利用国际股权融资和国际债务融资引进外资的均衡问题时发现，如果将引资主体分为经营效率较低企业、经营效率中等企业和经营效率较高企业三种类型，企业根据利润最大化原则选择引资方式时，经营效率较低的企业选择国际股权融资引进外资，经营效率中等的企业不从国外引进资本（仅利用自有资本进行投资项目运作），经营效率较高的企业选择国际债务融资引进外资。由于信息不对称，国际债务融资规模恰好可以满足投资项目的资本需求，而国际股权融资规模或多于投资项目资本需求或低于投资项目资本需求，存在明显的投资陷阱。所以，东道国需给予选择国际股权融资的企业一定的政策支持。