

经常项目失衡、 跨境资本流动和金融脆弱性研究

李 洁 著

Research on the Current Account Imbalances,
Cross-border Capital Flows and Financial Fragility

中国社会科学出版社

经常项目失衡、 跨境资本流动和金融脆弱性研究

李 洁 著

Research on the Current Account Imbalances,
Cross-border Capital Flows and Financial Fragility

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

经常项目失衡、跨境资本流动和金融脆弱性研究/李洁著.
—北京: 中国社会科学出版社, 2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5161 - 5076 - 4

I. ①经… II. ①李… III. ①国际收支—影响—金融危机—研究 IV. ①F830.99 ②F810.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 265677 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
特约编辑 李舒亚
责任校对 王兰馨
责任印制 李 建

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>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083635
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2014 年 11 月第 1 版
印 次 2014 年 11 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 10.5
插 页 2
字 数 174 千字
定 价 30.00 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发行部联系调换
电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

前 言

按照传统观点,国际贸易流量一直被认为是经常项目收支余额的主要驱动因素。根据这个观点,研究者在分析一国外部账户收支状况时充分强调进出口贸易差额对该国国际收支状况的决定作用,而往往忽视了经常项目收支下的其他项目(比如净对外资产收益和跨境工资支付等)的重要影响作用。但是,在金融全球化的推动下,当前全球经常项目失衡中对外资产净收益发挥了越来越重要的作用。经常项目余额对国际金融资产收益率以及市场利率的波动具有较高的敏感性,这是因为,在一定时期内真实变量(比如国际贸易流量)变动是相对稳定的,而金融变量(比如净对外资产收益)则具有明显的变动性。在实证研究方面,托宾(Tobin, 2008)利用1970—2004年全球70个国家的面板数据(Panel Data)所得到的研究结果为经常项目的上述新特性提供了经验支持。这样,相关金融方面的因素将对经常项目收支发挥突出的影响作用,净对外资产积累是跨境资本流动的最终结果,受收益率驱动的部分跨境资本流动会使经常项目收支变得更加不稳定,二者所产生的宏观经济影响则会进一步加剧金融体系的脆弱性。

国际收支理论是国际宏观经济学和国际经济学一个重要的研究方向,现有流行的中高级版本研究生教科书中对于一国国际收支失衡以及如何应对失衡从一国视角到全球视角都有规范的理论阐述。但是,对于当前全球经常项目失衡问题及其对宏观经济影响来说,现有成熟的理论框架还不能很好地解决问题。例如,奥布斯菲尔德和罗格夫(Obstfeld and Rogoff, 1996)提供了建立在消费者和企业跨时期最优行为基础上的经常项目模型的综合版本,在多期的小国经济不存在代理人借款限制、消费者主观贴现因子不等于世界贴现因子以及世界利率可变的条件下,经常项目是由产出、投资和政府支出与这些变量持有水平下的值进行比较而综合决定的。而对于处于全球经常项目失衡一方的美国,其GDP约占全球总产出的

1/3,其资本市场市值约占全球资本市场市值的 1/2,像这样的“大国经济”处于内外失衡状态应用“小国经济”假定所得到的基本结论和政策建议显然不具备很好的适用性。

国际开放宏观经济学存在一系列“难题”,奥布斯菲尔德和罗格夫(Obstfeld and Rogoff, 2000)为六个主要难题提供了一个共同的原因,即国际商品市场存在着贸易成本。在这些难题中,有些是与经常项目失衡密切相关的,例如,资产持有的本国偏向(Home Bias)以及哈佛大学著名经济学家、美国国家经济研究局(NBER)主席费尔德斯坦及其合作者提出的“费尔德斯坦—霍利奥卡之谜”^①(Feldstein-Horioka Puzzle)等。当前全球经常项目失衡在某种程度上使得上述两个难题发生了变化:金融全球化降低了资产持有的本国偏向,尤其是在美国、日本等金融体系高度发达的国家;发达经济体受益于其自身较好的金融基础设施,储蓄率和投资率的相关系数开始下降,而新兴市场经济体的该相关系数则依然强劲。经常项目失衡体现的是潜在的国内扭曲,失衡的调整势必体现在投资—储蓄结构变化方面,而跨境资本移动直接影响一国对外净资产,所有这些都会给金融稳定带来影响。

经常项目失衡问题的研究对深化认识当前全球性金融危机有着积极的意义。全球经常项目失衡与本轮金融危机有着紧密联系,两者的发展变化都与两个经济体——美国和中国所采取的经济政策密切相关。随着美国次贷危机逐渐演化为全球性金融危机,研究者们针对本轮金融危机的起因、传导机制以及其对实体经济冲击等问题进行了深入研究。对于引起当前全球金融危机的原因,以下一些影响因素取得了广泛的共识:美国和欧洲金融部门中薄弱的监管环节、扭曲的激励机制以及金融机构的高杠杆率。而另一个重要因素,即无法有效控制的全球经常项目失衡,也日益受到研究者的重视。例如,赫斯特(Hust, 2008)强调指出,起源于美国次级抵押贷款市场的全球金融危机是美国外部失衡不可持续性的后果;而Smaghi(2008)和《经济学人》(2009)则认为,本轮全球金融危机背后的宏观经济根源则是过去十年间全球经常项目失衡的加剧。

关注经常项目失衡以及跨境资本流动已经成为国际宏观经济与金融政

^① 也称为“储蓄—投资之谜”,即本国储蓄率和投资率具有高相关性这一在总体经济研究领域发生的现实和理论不一致的现象。

策领域中重要的议题。2006年,国际货币基金组织(IMF)启动了多边磋商机制,旨在促进全球经常项目失衡的有序调整;随后,相关议题也曾是20国集团商谈应对国际金融危机议程中的重要话题。2010年8月,欧盟提出了基于广泛的潜在宏观经济失衡指标的监管框架,其中经常项目收支作为重要指标予以监控^①。值得强调的是,经常项目收支指标不像公共财政和通货膨胀等方面的指标,在欧盟一体化进程中具有重要法律地位的《马斯特里赫特条约》并没有将它作为一体化进程中的宏观经济标准;然而,当前欧盟将其作为重要宏观经济指标予以监控,可见欧盟对当前经常项目失衡问题的重视。国际以及区域机构在探讨宏观经济与金融问题上专注于经常项目收支,这在表面上似乎是忽略了国际金融市场一体化以及跨境资本流动发展变化,实则不然。经常项目失衡是由复杂的多边跨境资本流动提供融资的,而且跨境资本流动的规模通常要比经常项目失衡余额大很多。大规模的跨境资本流动对于资产价格、金融稳定具有重要的影响,同时跨境资本流动通过金融市场将经常项目盈余与赤字国家或地区密切联系起来。

从指导实践方面看,如何应对全球经常项目失衡对于中国宏观经济与金融政策制定或调整意义重大。对于应对全球经常项目失衡问题的政策调整,美国国内一些研究机构给出的分析是从外因角度着手的,例如,全球储蓄过度供给、亚洲经济体干预汇率,以及针对中国所要求的人民币汇率显著升值等。单纯从一个或两个角度出发将失衡问题根源归咎于他国并且得出相关政策建议,显然不能很好地解决当前经常项目失衡问题,而且还会给失衡调整带来不利影响,进一步威胁宏观经济和金融稳定。经济学家林毅夫(2009)指出,中国人民币汇率问题不是全球经常项目失衡的主要原因,全球经常项目失衡是中国和美国两国的结构性问题的体现,需要中期、长期政策予以应对。从国内学者研究结果来看,经济学家余永定(2007)指出,全球经常项目失衡对中国经济会产生较大的影响,中国经济对外失衡是经济结构失衡的体现。因此,对于此问题深入研究对国家在中长期应用经济政策促进经济结构合理调整具有重要意义。

除引言外,本书分为五个部分:

^① 参见 European Economy News, October 2010, http://ec.europa.eu/economy_finance/een/019/article_88106_en.htm。

第一章为全球经常项目失衡问题探析。首先,对全球经常项目失衡问题进行了概述,包括其内涵、概况、主要特征及常用表达式;其次,基于理论模型分析和实证研究结果探讨了经常项目失衡的影响因素;最后,在相关文献回顾的基础上,通过理论模型和实证研究分析了宏观经济因素与经常项目失衡的调整问题。

第二章探讨了跨境资本流动问题。首先,概括了跨境资本流动的特征化事实;其次,在相关文献回顾的基础上,采用1980—2011年全球范围内52个国家和地区的跨境资本流动净额数据,并广泛地结合现有理论研究和经验研究中对跨境资本流动的影响因素的分析结果,研究了跨境资本流动的影响因素。

第三章对全球流动性扩张这一与现今经常项目失衡现状密切联系的问题进行了研究,此问题的分析对于深入探讨跨境资本流动背景下的经常项目失衡与金融危机的深层关联性具有重要的意义。本章首先探析了全球流动性的测量;其次分析了全球流动性扩张对资本市场的影响;最后探讨了全球流动性扩张的通货膨胀效应。

第四章为引致金融脆弱性因素分析。先从金融脆弱性的内涵入手,分析了金融脆弱性的影响因素;然后利用金融脆弱性影响因素的多元Logit模型进行了理论研究。

第五章为经常项目失衡与国际金融危机。本章是在相关文献回顾的基础上,利用因果检验等研究方法,实证分析了经常项目失衡与国际金融危机的内在关联性。

目 录

引言.....	1
一 研究背景及意义.....	1
二 研究现状.....	6
三 研究方法与主要内容	11
四 创新及有待进一步研究的问题	20
第一章 全球经常项目失衡问题探析	22
第一节 全球经常项目失衡概述	22
一 全球经常项目失衡的内涵	22
二 全球经常项目失衡的概况	23
三 全球经常项目失衡的主要特征	24
四 经常项目常用表达式	27
第二节 经常项目失衡影响因素：理论分析和实证研究	30
一 文献综述	31
二 理论模型	35
三 实证研究	38
四 结论	41
第三节 宏观经济因素与经常项目失衡的调整	42
一 相关文献回顾	43
二 模型和基本方法	45
三 实证研究结果	47
四 主要结论	49
本章附录	50

第二章 跨境资本流动	52
第一节 跨境资本流动的特征化事实	52
第二节 跨境资本流动的影响因素	55
一 相关文献回顾	56
二 贝叶斯模型平均 (BMA) 的研究方法	60
三 模型设定	63
四 变量、数据以及数据处理	64
五 实证研究结果	72
六 主要研究结论	77
第三章 全球流动性扩张: 测量及应用	78
第一节 全球流动性的测量	78
一 全球流动性的测量依据	78
二 变量、数据来源以及相关计算	80
三 全球流动性的测量结果	82
第二节 全球流动性扩张对资本市场的影响	84
第三节 全球流动性扩张的通货膨胀效应	88
一 相关文献回顾	89
二 模型设定、数据以及指标测算	91
三 实证研究及稳健性分析	94
四 主要结论及启示	96
本章附录	97
第四章 引致金融脆弱性因素分析	99
第一节 金融脆弱性的内涵	99
一 金融脆弱性的内涵	99
二 金融改革、金融发展与金融脆弱性	101
第二节 金融脆弱性的影响因素	103
第三节 金融脆弱性影响因素的多元 Logit 模型分析	106
一 针对面板数据的 Logit 模型	106
二 模型设定	108

三 数据与数据处理·····	112
四 实证研究结果·····	113
本章附录·····	117
第五章 经常项目失衡与国际金融危机·····	118
一 相关文献回顾·····	118
二 因果检验的研究方法·····	121
三 数据和数据处理·····	128
四 实证研究·····	129
参考文献·····	135
致谢·····	159

引言

一 研究背景及意义

（一）研究背景

按照传统观点，国际贸易流量一直被认为是经常项目收支余额的主要驱动因素。根据这个观点，研究者在分析一国外部账户收支状况时充分强调进出口贸易差额对该国国际收支状况的决定作用，而往往忽视经常项目收支下的其他项目（比如净对外资产收益和跨境工资支付等）的重要影响作用。但是，在金融全球化的推动作用下，当前全球经常项目失衡中对外资产净收益发挥了越来越重要的作用 [参见 Lane 和 Milesi-Ferretti (2007)、赫勒斯坦和蒂尔 (Hellerstein and Tille, 2008) 等相关研究]。经常项目余额对国际金融资产收益率以及市场利率的波动具有较高的敏感性，这是因为，在一定时期内真实变量（比如国际贸易流量）变动是相对稳定的，而金融变量（比如净对外资产收益）则具有明显的变动性。在实证研究方面，托宾 (Tobin, 2008) 利用 1970—2004 年全球 70 个国家面板数据 (Panel Data) 所得到的研究结果为经常项目的上述新特性提供了经验支持。这样，相关金融方面的因素对经常项目收支将发挥突出的影响作用，净对外资产积累是跨境资本流动的最终结果，受收益率驱动的部分跨境资本流动会使经常项目收支变得更加不稳定，二者所产生的宏观经济影响则会进一步加剧金融体系的脆弱性。

1. 跨境资本流动的波动性

跨境资本流动的波动性使得有效货币政策传导面临严峻的挑战，对于新兴市场经济体而言较为突出。根据表 1 的统计数据，我们可以发现新兴市场经济体在全球银行贷款流入，2007 年为 4510 亿美元，到 2009 年受

全球金融危机的影响呈现银行贷款撤回金额为 4400 亿美元。尽管资本流动存在正向和负向两方面的影响效应,但是,对于新兴市场经济体而言,剧烈的跨境资本流量波动将会对金融稳定构成威胁。

表 1 新兴市场经济体全球资本来源 单位:十亿美元

年份	2007	2008	2009	2010
银行贷款	451	29	440	85
股权投资	-13	-105	78	97
外国直接投资	333	299	152	156

资料来源: Institute of International Finance, <http://www.iif.com>。

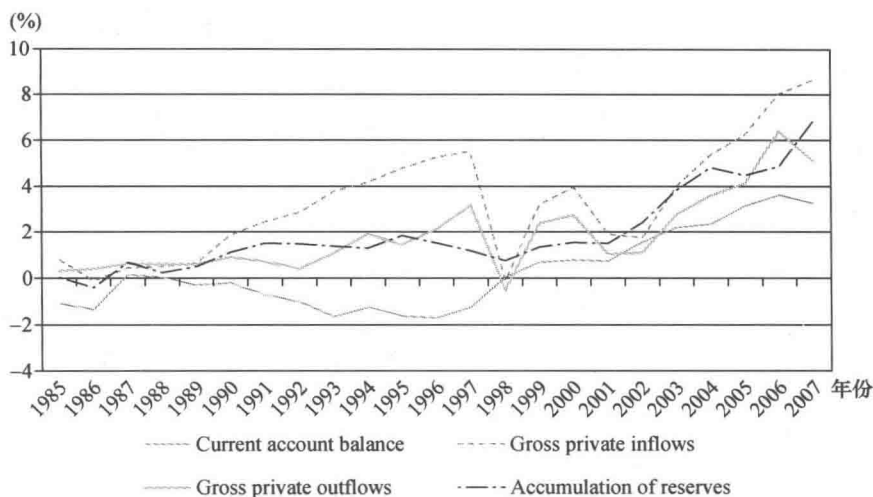
2. 经常项目收支与跨境资本流动的交互性

跨境资本流动是基于国际经济往来中的居民标准,主要测量本国(或地区)与其他国家居民之间的金融资产交易。资本流出(Capital Outflows)表明本国(或地区)居民对非居民发行金融资产的净购买;而资本流入(Capital Inflows)表明外国(或地区)居民对本国(或地区)金融资产的净购买。一般而言,跨境资本流入与资本流出的差额(即资本项目收支余额)与经常项目收支余额相对应。由此可见,基于国际收支平衡表的复式记账规则,经常项目收支余额与跨境资本流动在变动方向上会相互影响,二者具有典型的互动性。

对于新兴市场经济体而言,跨境资本流入激增开始于 21 世纪初期,同时,伴随着经常项目盈余以及储备积累的不断增加。按照主体划分,跨境资本流动可以划分为私人资本流动和公共部分资本流动,而公共部门跨境资本流出基本来自中央银行的储备积累。在图 1 中,我们利用国际货币基金组织关于国际收支方面的统计数据,突出刻画 20 世纪 80 年代直至本轮全球金融危机爆发前新兴市场经济体资本流入、资本流出、经常项目收支以及储备积累的长期趋势。可以发现,在研究当前新兴市场经济体的开放宏观经济与金融问题,需要注重经常项目收支与跨境资本流动的交互作用及其对宏观经济和金融稳定所造成的影响。

3. 经验研究结论的支撑

IMF (2006) 构建了测量金融市场发展程度的一系列指标。其中有一个重要指标表示的是通过直接市场工具(比如证券)而不是通过传统的



说明：纵轴为各项指标占 GDP 的百分比率。

图 1 新兴市场经济体资本流动、经常项目收支以及储备积累

资料来源：IMF, *Balance of Payments Statistics* (2010)。

金融机构（比如银行）所进行的金融交易量。一国的该项指标值越高，就越表明该国通过直接市场工具金融交易量越大。IMF（2006）研究结果表明，在 18 个发达国家中，美国的该项指标值是最高的，而且其他国家与美国的差距在过去十余年里并没有显著变化。Chinn 和 Ito（2006，2007，2008）构建了衡量金融项目开放程度的指标，测度了全球 160 多个国家 1970—2004 年金融市场自由化程度。该指标值越高，表明该国对跨境资本交易就越开放，他们的研究结果表明，从 20 世纪 80 年代早期以来，全球范围内各个国家金融开放程度逐渐提高，而美国在过去 30 年时间里金融市场一直处于开放状态。金融市场日益开放和不断发展便利了当前跨境资本移动，这必将显著地影响经常项目收支处于均衡路径的差额，二者交互作用使得一国面对冲击时金融脆弱性风险增加。

（二）研究的意义

1. 研究的理论意义

国际收支理论是国际宏观经济学和国际经济学一个重要的研究方向，现有流行的中高级版本研究生教科书中对于一国国际收支失衡以及如何应对失衡从一国视角都有规范的理论阐述。但是，对于当前全球经常项目失

衡问题及其对宏观经济影响来说,现有成熟的理论框架还不能够很好地解决问题。例如,奥布斯菲尔德和罗格夫(Obstfeld and Rogoff, 1996)提供了建立在消费者和企业跨时期最优行为基础上的经常项目模型的综合版本,在多期的小国经济不存在代理人借款限制、消费者主观贴现因子不等于世界贴现因子以及世界利率可变的条件下,经常项目是由产出、投资和政府支出与这些变量持有水平下的值进行比较而综合决定的。而对于处于全球经常项目失衡的一方的美国,其GDP约占全球总产出的1/3,其资本市场市值约占全球资本市场市值的1/2,像这样的“大国经济”处于内外失衡状态应用“小国经济”假定所得到的基本结论和政策建议显然不具备很好的适用性。

国际开放宏观经济学存在一系列“难题”,奥布斯菲尔德和罗格夫(Obstfeld and Rogoff, 2000)为六个主要“难题”提供了一个共同的原因,即国际商品市场上存在着贸易成本。在这些难题中,有些是与经常项目失衡密切相关的,比如资产持有的本国偏向以及“费尔德斯坦—霍利奥卡之谜”(Feldstein-Horioka Puzzle)等。当前全球经常项目失衡在某种程度上使得上述“难题”发生了变化:金融全球化降低了资产持有的本国偏向,尤其是在美国、日本等金融体系高度发达的国家;发达经济体受益于其自身较好的金融基础设施,储蓄率和投资率的相关系数开始下降,而新兴市场经济体该相关系数则依然强劲。经常项目失衡体现的是潜在的国内扭曲,失衡的调整势必体现在投资—储蓄结构变化方面,而跨境资本移动直接影响一国对外净资产,所有这些都会给金融稳定带来影响。

2. 研究的现实意义

对经常项目失衡问题的研究对深化认识当前全球性金融危机有着积极的意义。全球经常项目失衡与本轮金融危机有着紧密联系,两者的发展变化都与两个经济体——美国和中国所采取的经济政策密切相关(Belke and Gros, 2010)。随着美国次贷危机逐渐演化为全球性金融危机,研究者们针对本轮金融危机的起因、传导机制以及对实体经济冲击等问题进行了深入研究。对于引起当前全球金融危机的原因,以下一些影响因素取得了广泛的共识:美国和欧洲金融部门中薄弱的监管环节、扭曲的激励机制以及金融机构的高杠杆率。而另一个重要因素,即无法有效地控制的全球经常项目失衡,也日益受到研究者的重视(Caballero, 2009)。例如,赫斯特(2008)强调指出,起源于美国次级抵押贷款市场的全球金融危

机是美国外部失衡不可持续性的后果；而 Smaghi（2008）以及《经济学家》（2009）则认为，本轮全球金融危机背后的宏观经济根源则是过去十年间全球经常项目失衡的加剧。

关注经常项目失衡以及跨境资本流动已经成为国际宏观经济与金融政策领域中重要的议题。2006 年，国际货币基金组织（IMF）启动了多边磋商机制，旨在促进全球经常项目失衡有序调整；随后，相关议题也曾是 20 国集团商谈应对国际金融危机议程中的重要话题。2010 年 8 月，欧盟提出了基于广泛的潜在宏观经济失衡指标的监管框架，其中经常项目收支作为重要指标予以监控^①。值得强调的是，经常项目收支指标不像公共财政和通货膨胀等方面的指标，在欧盟一体化进程中具有重要法律地位的《马斯特里赫特条约》并没有将它作为一体化进程中的宏观经济标准；然而，当前欧盟将其作为重要宏观经济指标予以监控，可见欧盟对当前经常项目失衡问题的重视。国际以及区域机构在探讨宏观经济与金融问题上专注于经常项目收支，这在表面上似乎忽略了国际金融市场一体化以及跨境资本流动的发展变化，实则不然。经常项目失衡是由复杂的多边跨境资本流动提供融资的，而且跨境资本流动的规模通常要比经常项目失衡余额大很多。大规模的跨境资本流动对于资产价格、金融稳定具有重要的影响，同时跨境资本流动通过金融市场将经常项目盈余与赤字国家或地区密切联系起来。

从指导实践方面看，如何应对全球经常项目失衡对于中国宏观经济与金融政策制定或调整意义重大。对于应对全球经常项目失衡问题的政策调整，美国国内一些研究机构给出的分析是从外因角度着手的，例如，全球储蓄过度供给、亚洲经济体干预汇率等论断以及针对中国所要求的人民币汇率显著升值等论断。单纯从一个或两个角度出发，将失衡问题的根源归咎于他国并且得出相关政策建议，显然不能很好地解决当前经常项目失衡问题，而且还会给失衡调整带来不利影响，进一步威胁宏观经济和金融稳定。经济学家林毅夫（Lin，2009）指出，中国人民币汇率问题不是全球经常项目失衡的主要原因，全球经常项目失衡是中国和美国两国的结构性问题体现，需要中期、长期政策予以应对。从国内学者研究结果来看，经济

^① 参见 European Economy News, October 2010, http://ec.europa.eu/economy_finance/een/019/article_88106_en.htm。

学家余永定 (Yu, 2007) 指出全球经常项目失衡对中国经济会产生较大的影响, 中国经济对外失衡是经济结构失衡的体现。因而, 对于此问题深入研究对国家在中长期内应用经济政策促进经济结构合理调整具有重要意义。

二 研究现状

经常项目失衡问题一直是相关国际宏观经济问题研究者、国际机构和各国中央银行经济学家以及商务经济报告竞相持续关注的焦点问题之一。近些年来, 全球经常项目失衡 (Global Current Account Imbalances) 术语频繁而广泛地被研究者们采用, 而所谓的“全球经常项目失衡”是指以美国为典型代表的发达国家经常项目收支的巨额赤字以及中国等亚洲新兴市场经济体经常项目收支的对应盈余 (IMF, 2005; ECB, 2007)。自 2003 年以来, 全球经常项目失衡已经逐渐成为一个日益重要的问题, 主要原因在于 2002 年以来美国经常项目赤字额的规模变得越来越大, 到 2006 年, 它占美国 GDP 的比重约为 7% (林毅夫, 2009)。

研究者们对当前全球经常项目失衡的原因、可持续性、影响因素以及调整前景等问题的研究已经形成了丰富的成果。对于全球经常项目失衡的影响或者后果, 学术界存在着多种甚至是截然不同的观点。例如, 有研究者强调全球经常项目失衡作为全球经济和金融稳定的严重威胁已经处于危险境地 (参见 Obstfeld and Rogoff, 2004, 2005; Roubini and Setser, 2004 的研究); 也有研究者认为, 全球经常项目失衡问题是经济和金融全球化的自然产物 (参见 Caballero et al., 2008; Cooper, 2006); 还有研究者 (例如, Hausmann and Sturzenegger, 2006; Hausmann et al., 2008) 认为, 国际社会现有的经常项目统计方法和口径存在问题, 如果加以适当修正, 所谓的“全球经常项目失衡问题”根本就不存在。从主流研究范式方面来看, 当前研究主要可以归结为以下两大类: 一是基于非均衡视角 (Disequilibrium Approach), 这类研究强调经常项目失衡反映的是宏观经济失衡, 即主要失衡国家之间的货币错配、失衡国家内部的投资—储蓄关系以及财政收支等方面呈现出失衡, 外部失衡是内部失衡的体现 (例如, Summers, 2004; Obstfeld and Rogoff, 2004, 2005; Feldstein, 2008 等); 二是基于均衡视角 (Equilibrium Approach), 这类研究强调经常项目盈余

国家与赤字国家已经形成了一种共生关系，主要表现为盈余国家持续对赤字国家的金融资产表现出较高的需求（例如，Dooley et al.，2003；Caballero et al.，2008）。

毫无疑问，现有一些研究成果对于当前全球经常项目失衡问题具有一定的理论解释力，也提供了大量富有洞见的经济政策建议。但是，在经济和金融全球化以及世界经济一体化加速发展的背景下，现有相关研究成果未能将经常项目失衡、跨境资本流动与金融脆弱性问题进行更加深入的探讨。伴随着本轮全球金融危机影响的逐渐消退，包括中国在内的一些新兴市场经济体面临着境外资本流入激增的挑战（朱民，2011）。以新兴亚洲经济体为例，境外资本净流入占该区域 GDP 总量的比重在 1991—2007 年间平均为 2.87%，2004—2007 年间平均为 2.52%，而在 2010 年则约为 3.24%（IMF，2011）。境外资本流入对接受国而言固然会具有有利的方面（Giovanni Dell’Ariccia，2008），例如会降低接受国资本使用的成本，但是，境外资本流入激增会带来宏观经济以及金融稳定方面的风险，使内部宏观经济管理变得更加复杂（IMF，2011b）。当前，跨境资本流动的变化情况引起各国乃至国际机构的日益重视^①，不同的新兴市场经济体对跨境资本流入以不同的方式纷纷做出反应（IMF，2007a，2011b；WB，2006）。

跨境资本流动、经常项目失衡给金融稳定带来巨大的挑战并不是当前国际社会所面临的新经济现象，但是，二者交织发挥作用却是前所未有的。20 世纪二三十年代，美国和法国都面临着经常项目收支盈余和强劲的境外资本流入，当时这两个国家采取政策措施，严格限制境外资本流入对本国货币供给的影响效应，进而得以保证本国货币币值持续被低估，最终这两个国家金融体系出现结构脆弱性，引致了“大萧条”（参见 Bernanke，2011；Meissner，2010；Almunia et al.，2009；Helbling，2009）；而 20 世纪 90 年代末期的东南亚金融危机则突出地体现大规模跨境资本流

^① 2011 年 2 月，国家外汇管理局首次对外发布《2010 年中国跨境资金流动监测报告》，而且将密切监测跨境资金流动列为 2011 年外汇管理重点工作内容。国际货币基金组织在 2011 年 1 月 5 日发布报告称，跨境资本流动对国际金融体系的影响日益显著，对全球金融稳定至关重要，国际货币基金组织将加强在这一领域的监督职能（IMF，Public Information Notice No.11/1；Bloomberg Business Week January 6，2011；新华网，新华财经）。2012 年 3 月，国家外汇管理局召开会议要求加强形势分析，建立健全应对跨境资金双向流动风险的政策预案（《第一财经日报》2012 年 3 月 6 日）。