

唐珏岚◎著

防范短期资本 流向逆转研究

FANGFAN DUANQI ZIBEN
LIUXIANG NIZHUAN YANJIU

上

人民出版社

防范短期资本 流向逆转研究

唐珏岚◎著

防范短期资本 流向逆转研究

FANGFAN DUANQI ZIBEN
LIUXIANG NIZHUAN YANJIU

上海人民出版社



图书在版编目(CIP)数据

防范短期资本流向逆转研究/唐珏岚著. —上海:
上海人民出版社, 2014

ISBN 978-7-208-12690-9

I. ①防… II. ①唐… III. ①资本流动-研究-中国
IV. ①F832.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 277148 号

责任编辑 鲍 静

封面设计 范昊如

防范短期资本流向逆转研究

唐珏岚 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行 上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 16 插页 2 字数 240,000

2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-12690-9/F·2277

定价 45.00 元

目 录

导论 / 1

一、相关概念界定 / 2

二、研究背景和价值 / 10

三、研究思路、研究方法的基本框架 / 15

参考文献 / 17

第一章 为何要应对跨境短期资本流向逆转 / 22

一、新兴经济体跨境短期资本流向逆转的易发性 / 22

二、跨境短期资本流向逆转:个体的理性与集体的非理性 / 29

小结 / 45

参考文献 / 46

第二章 引发跨境短期资本流向逆转的因素 / 47

一、根本因素:“三性”原则 / 48

二、宏观经济不稳定:新兴经济体跨境资本流向逆转的共同原因 / 58

三、外部冲击:跨境资本流向逆转的诱因 / 73

小结 / 78

参考文献 / 79

第三章 中国面临跨境短期资本流向逆转威胁 / 82

一、改革开放以来中国跨境短期资本流动状况 / 82

二、跨境短期资本流向不稳定的主要风险 / 100

三、内外平衡追求中的不确定性 / 114

小结 / 129

参考文献 / 130

第四章 防范跨境短期资本流向逆转的政策工具选择

——非管制性政策工具 / 132

- 一、货币政策:中和干预与非中和干预 / 133
- 二、财政紧缩政策:削减政府开支或增税 / 139
- 三、汇率政策:名义汇率升值或增加汇率灵活性 / 143
- 四、资本流出自由化 / 146
- 五、政策组合序列化 / 147
- 小结 / 147
- 参考文献 / 148

第五章 防范跨境短期资本流向逆转的政策工具选择

——管制性政策工具 / 149

- 一、数量管制 / 152
- 二、双重或多重汇率安排 / 157
- 三、对资本流动征税 / 160
- 四、优化和改良的托宾税:两级托宾税 / 173
- 五、资本管制的有效性分析 / 179
- 小结 / 199
- 参考文献 / 199

第六章 中国防范跨境短期资本流向逆转的政策工具选择 / 202

- 一、渐进有序:人民币资本项目可自由兑换的原则 / 203
- 二、人民币渐进有序可自由兑换中仍需适度的资本管制 / 223
- 三、对托宾税在中国应用的思考:改进的两级托宾税 / 233
- 四、建立宏观审慎的管理框架 / 238
- 小结 / 246
- 参考文献 / 247

后记 / 249

导 论

20 世纪 90 年代以来,跨境资本流动带来的外部冲击,是新兴经济体金融危机频繁发生的主要诱因。跨境资本流动具有显著的顺周期和超调特征,往往是东道国经济好的时候,资本大量过度流入,造成当地经济过热和资产泡沫;经济不好的时候,资本集中撤离,造成当地经济萧条、泡沫破灭。^①改革开放 30 多年,因我国经济的持续稳定增长,以及内外利差、人民币升值预期等因素的共同作用,驱使资本大量涌入境内;一旦出现国内经济增速放缓、人民币汇率贬值、境外加息等因素变化,又会发生跨境短期资本流向逆转现象。对一国而言,资本高度流动具有“双刃剑”效应:大量跨境资本的进入,能扩大国内投资、推进金融深化,但也会加剧一国流动性过剩、加大通胀压力,还将助推资产价格泡沫,并影响到货币政策的独立性;资本自由流动,有利于本国投资者在全球范围进行资源配置,获取高收益,分散投资风险,但短期内大规模跨境资本的撤离有可能导致泡沫破灭,造成金融震荡,甚至引发严重的经济危机。为了更好地获取跨境短期资本流动收益、防范资本流动风险,在加快推进人民币资本项目可兑换的进程中,建立健全宏观审慎管理框架下的资本流动管理体系,是一个值得各界认真研究的重大课题。

^① 管涛:《资本项目可兑换进程中的挑战及应对》,《中国外汇》2012 年第 9 期。

一、 相关概念界定

跨境资本流向逆转是与国际资本流动,以及资本流入、资本流出等有关的概念,为了便于研究的展开,首先有必要界定相关概念。

(一) 跨境资本流动、资本流入、资本流出和短期资本流向逆转

跨境资本流动也称国际资本流动,是国际经济学经常使用的概念,“当一国居民(资本输出者)向另一国居民(资本输入者)提供贷款,或者购买财产所有权时,就形成了国际资本流动”。^①可见,跨境资本流动是指资本跨越国界,到别的国家或地区进行生产方面或金融方面的投资或者投机活动。跨境资本流动不同于商品或实物资本的移动,跨境资本流动所指的“资本”一般是指货币或现金资本,不包括纯属贸易往来的商品或实物资本,但与投资活动相联系的商品资本或实物资本的移动也属于资本流动;资本流动又不同于资本输出入,资本输出入以谋利为目的,资本流动不仅包括以谋利为目的的资本移动,还包括弥补国际收支逆差的资本移动,例如,一国用黄金外汇来弥补对外贸易或国际收支赤字属于资本流动,但不是资本输出,因为这部分黄金外汇流出是作为国际支付手段而不是为了获取高额利润。

基于不同的标准,可以对跨境资本流动进行不同的分类。按资本所有者的性质,可以分为官方资本流动和私人资本流动;按照期限的长短,可以分为长期资本流动和短期资本流动;根据资本流动方式可以分为直接投资、证券投资和国际信贷等;按资本流动的规模可以分为资本流动总额与净额;根据资本流动的方向,一国资本流动又可分为资本流入与资本流出。^②

① 见[英]约翰·伊特韦尔、[美]默里·米尔盖特、[美]彼得·纽曼:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》②,经济科学出版社1996年版,第964页。

② 以上划分是相互交叉的,例如,资本流出可以是官方资本流出,也可以是私人资本流出,可以是私人长期对外直接投资,也可以是私人短期对外间接投资。

资本流入是指资本从境外流向境内,意味着本国对外负债的增加,或国外对本国负债的减少;资本流出是指资本从境内流向境外,意味着国外对本国负债的增加,或本国对外负债的减少。

资本流向逆转表明境外资本大量流入本国后所发生的迅速撤离现象。^①对一国而言,资本流向逆转是一种特殊的资本流出,是境外短期资本在一国超量汇聚后所发生的迅速、大量地撤离。^②对其本质特征的把握要注意以下几点:

(1) 资本流向逆转是特殊的资本外流。就资本流动方向而言,两者都是由国内流向国外。但资本外流侧重于资本流动的方向,是与资本内流或资本流入相对而言的;资本流向逆转则是一种特殊形式的资本外流,是境外资本在一国超量汇聚后,迅速、大量地撤离。可见,资本外流是个大概念,既包括一般的资本流出,也包括特殊的资本流出,即资本流向逆转。

(2) 资本流向逆转不只发生于传统定义的一年期以下的短期资本。随着金融工具的创新,即使期限较长的投资工具,其流动性也大大增强,也可能发生流向逆转。所谓的长、短期资本,并不是从期限划分的,而是从投资者目的划分的。

(3) 资本流向逆转通常会引发本国资本外逃。资本流向逆转除了境外资本在一国大量汇聚后发生的突然撤离,也可能引发本国资本的大量外逃,与此相应的是,资本流向逆转的主体不只是境外投资者。

(4) 资本流向逆转的效应是错综复杂的。对微观主体而言,是一种理性的选择,试图在安全性、收益性与流动性之间寻求最佳平衡;安全性是前提,赢利性是根本,流动性是保障;对发生国而言,跨境资本流向逆转会抑制其经济发展,造成金融市场动荡,甚至引发金融危机与经济危机,因而,一般认为资本流向逆转对一国经济发展的影响是弊多利少。

① 对一国而言,资本流向逆转有两种情况:可能是大量资本流入后的迅速撤离,也可能是大量资本流出后的迅速涌入。由于考虑到更好地吸引外资、促进本国经济发展,一直是各国经济管理局共同关注的话题,而且大量资本流入后的迅速撤离极易成为一国金融危机、经济危机的导火索,因此,本书所分析的资本流向逆转主要是指第一种情况。

② 在境外资本撤离的过程中,甚至会带动国内资本的大量外逃。

(二) 长期资本流动与短期资本流动

按期限是否超过一年,通常将资本流动划分为长期和短期两种类型。由于早期通讯手段不发达,资本市场不完善,长期资本的流动性较差,因此,发生流向逆转的主要是短期资本。但如今,国际金融市场高度发达,金融工具的创新层出不穷,长期资本与短期资本的界定日益困难,即使期限较长的投资工具,其流动性也大大增强。为此,国际货币基金组织《国际收支手册》第五版将金融项目改为按投资类型、信用主体和投资主体划分,中国也于1997年起执行这一标准。从这一角度而言,对资本流向逆转的理解仅仅停留于传统短期资本的流动似乎已不符合国际资本市场的现状。

但跨境资本流动冲击的难以防范主要产生于流向的易变性,而非投资形式与投资主体的差别。资本流向的易变性又是以资本的流动性为前提的。金德尔伯格(Kindleberg)主张用投资者的目的来区分国际长期资本流动和短期资本流动。在他看来,只要投资者的意图旨在短期内改变或扭转资本移动方向的,就属于短期资本流动。^①从这一界定出发,对资本流向逆转的研究重点放在短期资本上,仍然是可行的。

(三) 跨境短期资本流动规模

跨境资本流动与一国国际收支有着直接关系,学者们通常基于一国国际收支平衡表的相关数据来研究一国国际资本流动状况。国际收支平衡表的金融账户与储备资产的累积差额可反映一国跨境资本净流动规模。金融账户差额代表私人资本流动,私人资本流动主要取决于私人投资者经过风险收益权衡后的投资行为;储备资产变动代表官方资本净流动,主要体现货币当局出于外汇储备保值增值、金融经济稳定考虑而对外汇储备进行的运作和管理。相比较而言,私人资本流动更具有逐利性与流向易变性。20世纪90年代以来,私人资本流动逐渐成为跨境资本流动的主要方式。因此,本书的研究对象主要是私人资本的流向逆转。由于资本账户不包括生产性、金融性资产的积累,因而未计入跨境资本流动;误差与遗漏项目是一国国际收支平衡表的轧平项目,对于存在资本流

^① 见陈岱孙、厉以宁:《国际金融学说史》,中国金融出版社1991年版,第248页。

动管制的国家而言,该项目既包含了统计误差,也包含了逃避官方监管的隐蔽性私人资本流动。^①因此,通过国际收支平衡表中金融账户和误差遗漏之和可测算跨境私人资本流动的总规模,两账户的贷方余额之和为私人资本流入总额,借方之和为私人资本流出总额,两账户净额之和为私人资本跨境流动净额。长期资本包括国际收支平衡表中金融项下的直接投资和其他投资中的长期贷款,贷方余额之和表示流入,借方之和表示流出,贷方与借方之差表示净额;短期资本包括国际收支平衡表中所有证券投资、除长期贷款以外的其他投资及误差与遗漏。^②

1982年,我国首次编制国际收支平衡表,此后,我国外汇流入规模不断扩大。1994年汇率并轨后,基本形成了国际收支双顺差下的外汇持续流入格局。1994—2013年,我国跨境资本流动总规模和净流量都获得快速增长,其中,国际收支总规模从3361亿美元增长到82726亿美元,国际收支顺差规模从403亿美元增长到5090亿美元。从跨境资本流入的渠道来看,经常项下资本流入规模的增长较快,2005—2009年一度占据了主导地位。资本和金融项目在东南亚金融危机之前一直是资本流入的主要渠道,近年来呈不断加强之势,但波动特征明显(见图0-1)。净误差与遗漏项目的资本净流量相对较大且呈随机波动之势,但2013年其占进出口贸易总值的比例的绝对值仅为1.9%,仍在可接受的范围,即5%之内(见表0-1)。

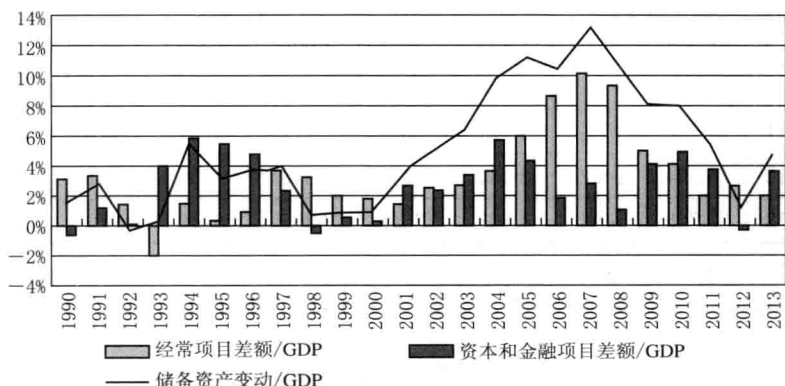


图 0-1 经常项目、资本和金融项目差额以及储备资产变动与 GDP 之比

① 尤其是数目大且长时间得不到扭转的误差与遗漏,不能仅归结为统计误差。

② 见杨海珍:《国际资本流动研究:动因、影响、管制与风险预警》,中国金融出版社 2011 年版,第 3—5 页。

表 0-1 1994—2013 年国际收支顺差结构

单位:亿美元

年份	国际收支		经常项目		资本和金融项目		净误差与遗漏项目	
	总规模	总差额	差额	比重 1	差额	比重 2	规模	比重 3
1994	3 361	403	77	19%	326	81%	-98	-4.1%
1995	4 036	554	167	30%	387	70%	-178	-6.3%
1996	4 575	1 127	727	65%	400	35%	-155	-5.3%
1997	5 641	580	370	64%	210	36%	-223	-6.9%
1998	5 888	252	315	125%	-63	-25%	-187	-5.8%
1999	6 266	263	211	80%	52	20%	-178	-4.9%
2000	7 596	224	205	92%	19	8%	-119	-2.5%
2001	7 827	522	174	33%	348	67%	-49	-1.0%
2002	9 639	677	354	52%	323	48%	78	1.3%
2003	14 277	979	430	44%	549	56%	82	1.0%
2004	20 261	2 293	689	30%	1 082	70%	130	1.1%
2005	25 502	2 334	1 324	57%	1 010	43%	229	1.6%
2006	34 837	2 844	2 318	82%	526	18%	36	0.2%
2007	44 766	4 483	3 532	79%	951	21%	133	0.6%
2008	50 007	4 669	4 206	89%	463	11%	188	0.7%
2009	42 534	4 241	2 433	74%	1 808	26%	-414	-1.9%
2010	56 797	5 247	2 378	45%	2 869	55%	-529	-1.8%
2011	70 768	3 572	1 361	38%	2 211	62%	-138	-0.4%
2012	74 534	1 836	2 154	117%	-318	-17%	-871	-2.2%
2013	82 726	5 090	1 828	36%	3 262	64%	-776	-1.9%

注:比重 1 为经常项目差额占国际收支总差额比重;比重 2 为资本和金融项目差额占国际收支总差额比重;比重 3 为净误差与遗漏项目的资金净流量占进出口贸易总值的比重。

资料来源:国际外汇管理局;《中国国际收支平衡表》(年度表)。

2008 年全球金融危机发生后,由于出口受阻,经常项下资本流动出现了明显下降,资本和金融项下资本流动明显增长,其中直接投资顺差保持较高水平,证券投资呈现净流入态势,但其他投资项目对于经济环境非常敏感,仅 2008 年和 2009 年该项资本净流动规模就相差 1 929 亿美元,

是同期资本和金融项目差额变动的 1.4 倍,主要归因于“热钱”潮汐般地跨境流动。

“热钱”,又称“游资”、“投机性资本”、“逃避资本”等,“是资金持有者或者出于对货币预期贬值(或升值)的投机心理,或者受国际利率差收益明显高于外汇风险的刺激,在国际间掀起大规模短期资本流动”。^①

我国“热钱”流动渠道主要有:虚假贸易、增资扩股、货币流转与转换、地下钱庄、货柜车夹带现金、“赡家款”,以及资本项下的 FDI、证券投资、贸易信贷和贷款等。^②

由于“热钱”流动的隐蔽性和不可预见性,学术界对“热钱”跨境流动的规模尚未形成统一的测算方法,主要有以下几种测算方法(见表 0-2)。

表 0-2 国内外部分学者对“热钱”跨境流动规模的测算方法

学者(或机构)	测 算 方 法
The World Bank, 1985	外债增加额+外国直接投资净流入+官方储备的增加+经常项目逆差
Cuddington, 1986	私人非银行部门短期资本项目+错误与遗漏
Morgan Guaranty Trust Company, 1986	外债增加额+外国直接投资净流入+官方储备的增加+经常项目逆差-银行体系和货币当局所持有的短期外币资产
Cline, 1987	外债增加额+外国直接投资净流入+官方储备的增加+经常项目逆差-银行体系和货币当局所持有的短期外币资产-旅游和边贸收入-其他资本收入
Dooley, 1986	可识别的资本外流加总-正常的对外债权债务存量变动数
李杨,1998	国际资本往来(运用)+净误差与遗漏+其他-国际储备资产-库存现金
杨胜刚、刘宗华,2000	资本流入-经常项目逆差-外汇储备增加额
李晓峰,2000	对外债务增加+外国直接投资净流入+外国证券投资净流入+外国其他投资净流入+经常项目变动+储备资产变动+对外直接投资净流出+对外证券投资净流出+对外其他投资净流出

① 见[英]约翰·伊特韦尔、[美]默里·米尔盖特、[美]彼得·纽曼:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》②,经济科学出版社 1996 年版,第 724—725 页。

② 见刘仁伍:《资金跨境流动与货币政策》,社会科学文献出版社 2011 年版,第 57—58 页。

续 表

学者(或机构)	测 算 方 法
杨海珍、陈金贤, 2000	债权资本流入+股权资本流入+其他债务流入+外国直接投资净流入+官方储备增加+经常项目
吴少新、马勇, 2005	资本外流量-存款货币银行非储备性的国外净资产-非银行私人部门境内外币净资产-对外投资-对外贷款-进出口延期收款-误差与遗漏的正常统计误差+贸易转移形式资本外逃
唐旭、梁猛, 2007	外资利润+FDI 折旧额-收益汇出+外资外债新增

尽管关于“热钱”流动规模的测算没有一致的观点,但世界银行测算法,是其他测算方法的基础,即“热钱”流动规模=外债增加额+外国直接投资净流入+官方储备的增加+经常项目逆差。因受数据可得性影响,可以将其进一步修正为更为简单的估算方法,即用当年新增外汇储备减去贸易顺差,再减去外商直接投资后的差额。^①该指标不仅包含了上述的证券投资,而且还包含了误差与遗漏项,即反映了不受官方控制的资本流动。以此方法测算的“热钱”规模如表 0-3 所示。由相关数据可见,2003 年以来,除 2012 年外,我国整体呈现“热钱”净流入的状况。2007 年、2009—2011 年,这四年“热钱”流入规模均超过 1 000 亿美元。

表 0-3 1987—2013 年中国国际收支相关项目 单位:亿美元

年份	外商直接投资	贸易顺差	储备资产增减额	“热钱”流动规模
1985	17	-149	24	108
1986	19	-120	20	81
1987	23	-37	-50	64
1988	32	-77	-23	68
1989	34	-66	5	27
1990	35	87	-121	-1

① 这一简化的测算方法存在着明显的不足,例如未剔除投资收益和汇兑损益,未考虑外汇储备资产的市场价值变动,未考虑贸易信贷变化,可能会影响最终测算结果的准确性。但依据这一测算方法计算的结果大致能反映我国“热钱”跨境流动的整体状况。

续 表

年份	外商直接投资	贸易顺差	储备资产增减额	“热钱”流动规模
1991	44	81	-146	21
1992	112	44	21	-177
1993	275	-122	-18	-135
1994	338	53	-305	-86
1995	358	167	-225	-300
1996	402	123	-316	-209
1997	442	403	-357	-488
1998	438	436	-64	-810
1999	388	291	-85	-594
2000	384	241	-105	-520
2001	442	225	-473	-194
2002	527	304	-755	-76
2003	535	256	-1 061	270
2004	606	320	-1 901	975
2005	603	1 020	-2 506	883
2006	695	1 775	-2 848	378
2007	748	2 622	-4 607	1 237
2008	924	2 955	-4 795	916
2009	900	1 961	-4 003	1 142
2010	1 057	1 831	-4 717	1 829
2011	1 160	1 551	-3 878	1 167
2012	1 117.2	2 311	-966	-2 462
2013	1 176	2 592	-4 314	546

资料来源:国家外汇管理局:《中国国际收支平衡表》(1985—2013年),<http://www.safe.gov.cn/wps/wcm/connect/d0b4268048182d8b92c6d284909d05cd/国际收支平衡表时间序列数据.xls?MOD=AJPERES&CACHEID=d0b4268048182d8b92c6d284909d05cd>,其中外商直接投资、贸易顺差数据来自于中华人民共和国国家统计局:《国民经济和社会发展统计公报》(1985—2013年),<http://www.stats.gov.cn/tjgb/>。

“热钱”是以套利为目的的跨境短期资本,国内外因素的变化,都可能

引起其顺周期波动。尤其在金融日益全球化的今天,外部不可控因素对我国跨境资本流向的冲击更大。例如,1998年亚洲金融危机爆发后,由于外部冲击导致国内经济增速放缓,人民币面临较大的贬值压力,当年“热钱”流出规模明显扩大,净流出状况持续到了2002年;2008年全球金融海啸爆发后,“热钱”净流入规模出现明显缩减,因危机的持续影响,2012年“热钱”净流出规模竟然达到2462亿美元。跨境短期资本的大进大出不仅引起国际收支状况大波动,也放大了我国经济周期的波动。

二、研究背景和价值

资本流向逆转是一种特殊的资本流出。这种事例在以往几个世纪的经济发展中都可找到。^①20世纪90年代以来,其频次不断加剧、影响不断扩大,以至于世界银行、国际货币基金组织等国际机构在对相关国家提供金融支持和援助时,特别关心资本会否撤离受援国。

(一) 研究背景

金融与经济的不稳定往往是资本流向逆转的诱发因素,而资本流向逆转又会放大一国金融与经济的波动。就近期而言,2008年金融危机给各国金融经济运行带来巨大压力,当前,世界经济仍然处于深度调整期,既有复苏迹象,也面临基础不稳、动力不足、速度不均的问题。2013年底,随着美联储宣布逐渐退出量化宽松货币政策,新兴市场经济体增速放缓、资本流向逆转风险又开始明显增大。

1. 现实经济背景

在2008年金融危机爆发之前,尤其是2002—2007年,国际资本流动空前活跃,其中新兴市场经济体资本流入的势头尤为强劲,期间资本流入总量的规模增加了5倍,资本流入总量占GDP的比重从2002年的2.7%提升到2007年的7.5%。^②但2008年全球金融海啸的爆发改变了这一趋

① 详见[英]约翰·伊特韦尔、[美]默里·米尔盖特、[美]彼得·纽曼:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》①,经济科学出版社1996年版,第371页。

② 陈东、徐炜:《新兴市场 濒临国际资本拐点风险》,《证券时报》2008年8月9日。

势。根据国际金融研究所(The Institute of International Finance)的估计,2008年新兴市场资本流入(不包括外商直接投资)为4 660亿美元,只有2007年的一半左右。^①在资本流入步伐放慢的同时,资本撤离新兴市场的步伐却有所加快。2008年全部新兴市场股市基金净流出占总规模的7%。

2008年,“热钱”流入中国的规模也明显缩减,由上一年的1 247亿美元下降到311亿美元,下降幅度高达75%(见表0-3)。其中2008年6月,我国外汇储备增加118.67亿美元,贸易顺差为213.5亿美元,外商直接投资为96.1亿美元,后两项合计达到309.6亿美元,有190.93亿美元的资金“不明去向”。同年第三季度“热钱”流出85.69亿美元,第四季度为750亿美元。2009年一季度,贸易顺差与外商直接投资共为842.87亿美元,但其中有超过90%的资金流向不明。^②2011年底因国内经济增速明显放缓,又出现了类似情况。

在欧美启动量化宽松货币政策以应对金融危机之际,一方面,中国等新兴经济体成为全球流动性的蓄水池,廉价的资本从发达经济体大肆涌向新兴经济体,在刺激经济增长的同时,也吹大了房地产等资产价格泡沫;另一方面,为了应对金融危机带来的外部冲击,新兴经济体不断地释放流动性、大量举债,杠杆率节节攀升,债务风险、金融风险不断加大。一旦欧美退出量化宽松货币政策,例如美元走强,新兴经济体就有可能从资本净流入地区变为净流出地区,前期大量涌入的短期资本也将发生流向逆转,资产价格泡沫面临破灭风险。2013年5月,美联储主席伯南克向市场放出可能退出量化宽松的口气,旋即造成投资者的恐慌,他们纷纷从新兴市场经济体撤离资金。当美联储在2013年度最后一次货币政策会议上,宣布正式启动量化宽松退出程序,更是造成巴西、阿根廷、墨西哥、秘鲁、俄罗斯、南非、印度、土耳其等新兴经济体的货币汇率下跌和股市行情大跌。据新兴市场投资基金研究公司(EPFR)显示的数据,在截至2014年3月19日的一周内,新兴市场的股票基金资金流出40.9亿美元,连续第21周净流出,流出幅度之大堪比2008年。^③

① 李众敏:《中国对外投资要避免四大误区》,《世界知识》2009年第4期。

② 详见唐珏岚:《论国际金融危机背景下的资本流向逆转及其防范》,《社会科学》2009年第12期。

③ 金融界:《3月24日重要财经新闻汇总》,http://stock.jrj.com.cn/2014/03/24134916917503-c.shtml。