

梁锬 | 著

SURPRISE 资本 急停

机制与对策

*Mechanism
and
Countermeasures*

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

国家自然科学基金项目“资本管制对资本急停的影响机制研究：基于预期理论的微观视角”（71704099）
陕西师范大学中央高校基本科研业务经费专项资金项目“资本急停发生机制、产出效应及政策应对”（16SZYB29）
陕西师范大学一流学科建设经费资助出版

梁锬 | 著

资本 急停 机制与对策

*Mechanism
and
Countermeasures*

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资本急停：机制与对策/梁锬著. —北京：经济科学出版社，2017.9

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8495 - 2

I. ①资… II. ①梁… III. ①金融风险 - 风险管理 - 研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 237384 号

责任编辑：周秀霞

责任校对：刘 昕

版式设计：齐 杰

责任印制：潘泽新

资本急停：机制与对策

梁 锬 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcs.tmall.com

北京财经印刷厂印装

710 × 1000 16 开 13 印张 210000 字

2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8495 - 2 定价：39.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

前 言

“资本急停”属于国际资本流动范畴内的新兴概念，与此相关的研究尚不多见。通过对已有文献的整理，发现关于资本急停的研究主要以 20 世纪 80、90 年代发生于发展中国家的资本急停为研究对象，探讨其发生的影响因素、产出效应、经常项目逆转效应以及政策效果。正如有些学者所言，自 2007 年金融危机爆发以来，欧元区部分国家发生了资本急停，而针对此现象的深入研究并未出现。本书即以 2007 年金融危机为背景，以发生于欧元区五国（PIIGS）的资本急停作为现实依据，通过构建数理模型计量模型检验欧元区五国资本急停的发生机制、产出效应机制、经常项目逆转机制并探讨政策效果，并在此研究的基础上，构建中国资本急停的分析框架，预测中国发生资本急停的可能性，并提出应对策略。

客观描述欧元区“资本急停”现象是本书的基石，在第 3 章通过详实的数据描述欧元区五国私人资本流动，选择资本急停的衡量方法计算出资本急停的样本数据，研究结果表明 2008 ~ 2012 年，欧元区五国（PIIGS）均发生了次数及延续时间不等的资本急停，并表现出先于债务危机爆发的特点。基于对欧元区五国资本急停特点的观察，第 4 章提出理论假设：对公共债务危机的预期将对资本急停产生重要影响，通过将公共债务动态模型内生并附加预期因素，重新考察资本急停影响因素模型从而验证假设的合理性。并依据计量模型检验出贸易开放度、欧元同业拆借利率、外债率、政府赤字率以及欧元兑美元的名义汇率与资本急停的相关关系显著。具体表现为：贸易开放度、欧元同业拆借利率、贸易收支、外债率及政府赤字率的上升会增大资本急停发生的概率，同时，欧元的贬值会增加资本急停发生的概率。外债率与赤字率的预期变量对资本急停的影响显著再次证明了债务危机的预期对资本急停的发生起到了助推作用这一理论假设的合理性。需要引起关注的是，本章的讨论重视了预期对资本急停的影

响，特别是理性预期所产生的作用。这为政策当局提供了有价值的政策视角，具体体现在可以运用财政政策及贸易政策分别影响人们对政府偿还公债能力的预期以及人们对该国偿还外债能力的预期来防范资本急停的发生。

第5章以金融约束机制以及凯恩斯效应机制为理论基础，首次将资本急停要素纳入AD-AS宏观分析框架探讨资本急停的产出效应，并通过构建附加资本急停的IS-LM-BP模型对欧元区五国财政政策效果进行分析。研究结果显示欧元区五国资本急停对产出产生显著的负向作用，且积极的财政政策对产出将产生正效应，但当考虑到预期的作用时，积极财政政策在长期并非最佳选择。在计量检验中也验证了此结论。此外，高的贸易开放度在资本急停中虽然可以促进产出，然而在长期显然也不是上策。第6章通过计算样本数据探讨了欧元区五国资本急停经常项目逆转效应，研究得出欧元区五国经常项目逆转效应并不显著的结论，而这与理论研究的结果相悖。就此本书探讨了此五国经常项目逆转并不显著的原因，分析指出对欧元区的救助计划以及TARGET2泛欧支付体系在缓解资本急停对经常项目调整方面起到了积极作用。

第7章与第8章作为本书的扩展部分，将视角转向中国。基于前文的研究成果，第7章构建中国资本急停模型并依据附加资本急停要素的IS-LM-BP框架对财政以及货币政策的效果进行分析。中国资本急停模型包括：影响因素模型、产出效应模型以及经常项目逆转效应模型。经过验证得出结论：中国相较于欧元区五国表现出更加迅速的外债积累，而若中国发生资本急停，产出效应亦为负，与欧元区五国相比则取决于各自AD-AS曲线的移动程度。此外，当中国发生资本急停时，资本急停经常项目逆转效应显著。在政策分析部分，利用中国附加资本急停要素的IS-LM-BP模型分析在资本不完全流动的制度背景下，中国应对资本急停的财政货币政策效果：与固定汇率相比，浮动汇率下的政策效果更加显著；与货币政策相比，财政政策的政策效果更加显著。而积极的财政政策带来的政府账面数据恶化容易引发市场对政府偿债能力的消极预期，这或将促使资本急停的持续以及新一轮资本急停的发生。此外，本书还指出中国目前面临的问题并不在于选择固定汇率制还是浮动汇率制，而在于逐步偏向浮动的过程中，如何有效地防范资本流动的风险。

第8章从国际与国内两方面的现状探讨了中国发生资本急停的环境，从而预测了资本急停发生的可能性，并针对资本急停可采取的防范措施进行了分析。分析结果显示由于国际环境的复杂性资本近期双向流动趋势增强，而在长期由于发展中国家经济或将面临要素价格上升，增长乏力的困境，以及美元价值进入上升周期，资本回流的可能性增强。从中国内部因素的分析可以看出，由于中国充足的外汇储备以及安全的账面指标，中国近期发生资本急停的可能性不大，但从长期来看，由于中国经济持续增长动力缺乏，人民币汇率波动风险增大，以及地方政府公债等隐性债务问题的存在，均将对中国发生资本急停产生极大的隐患。从政策选择的角度看，寻找新的经济增长点，紧缩财政，监控短期资本流动以及维持贸易开放度是中国防范资本急停的有效手段。

第 1 章 导论 / 1

- 1.1 选题背景及研究意义 / 1
 - 1.1.1 选题背景 / 1
 - 1.1.2 研究意义 / 2
- 1.2 相关概念界定 / 4
 - 1.2.1 资本急停 / 4
 - 1.2.2 产出效应 / 5
 - 1.2.3 经常项目逆转 / 5
 - 1.2.4 与债务相关的概念 / 6
 - 1.2.5 专用名词 / 7
- 1.3 研究方法及内容 / 7
 - 1.3.1 研究方法 / 7
 - 1.3.2 研究内容 / 10
- 1.4 创新点 / 11
 - 1.4.1 观点上的创新 / 11
 - 1.4.2 理论上的创新 / 13
 - 1.4.3 方法上的创新 / 14
- 1.5 难点及不足 / 14
 - 1.5.1 难点 / 14
 - 1.5.2 不足 / 14
- 1.6 课题展望 / 15
- 1.7 逻辑框架与章节安排 / 16

第2章 文献综述及理论基础 / 18

2.1 相关文献整理 / 18

2.1.1 资本急停的定义 / 18

2.1.2 资本急停的影响因素 / 21

2.1.3 资本急停的产出效应 / 23

2.1.4 经常项目逆转效应 / 28

2.1.5 政策选择 / 29

2.2 可完善之处 / 31

第3章 欧元区五国资本急停的特征性事实 / 34

3.1 欧元区五国私人资本流动 / 34

3.1.1 官方金融账户 / 35

3.1.2 一般政府投资与 TARGET2 / 40

3.1.3 私人资本账户 / 44

3.2 欧元区五国资本急停的判定 / 45

3.3 资本急停的特点 / 48

3.3.1 传染性 / 48

3.3.2 先行性 / 49

3.3.3 一般政府投资、TARGET2 与经常项目调节 / 50

3.4 小结 / 51

第4章 欧元区五国资本急停的影响因素 / 52

4.1 理论模型 / 52

4.1.1 外部偿付能力模型及扩展 / 52

4.1.2 引入公共债务模型 / 58

4.1.3 外部偿付能力框架的再考察 / 63

4.2 实证检验 / 64

4.2.1 模型设计 / 64

4.2.2 变量选择与数据来源 / 65

4.2.3 计量结果 / 67

4.3 结论 / 68

4.4 专题探讨：欧债危机与拉美债务危机 / 69

第5章 欧元区五国资本急停的产出效应 / 71

5.1 理论基础 / 71

5.1.1 附加资本急停要素的总供给模型 / 72

5.1.2 附加资本急停要素的总需求模型 / 76

5.1.3 欧元区附加资本急停要素的 AD-AS 模型 / 83

5.1.4 基于欧元区附加资本急停要素 IS-LM-BP 模型的财政政策分析 / 85

5.2 产出效应的实证检验 / 89

5.2.1 模型设计及变量选择 / 89

5.2.2 数据说明 / 90

5.2.3 计量结果 / 90

5.3 结论 / 92

5.4 专题探讨：资本流动与金融危机 / 93

5.5 小结 / 95

第6章 欧元区五国资本急停经常项目逆转效应 / 96

6.1 经常项目逆转效应的理论基础 / 96

6.2 数据检验 / 97

6.2.1 图形数据分析 / 98

6.2.2 经常项目逆转效应的检验 / 102

6.2.3 经常账户逆转的实证检验 / 104

6.3 流动性注入与经常项目 / 105

6.3.1 救助计划与经常项目 / 105

6.3.2 TARGET2 与经常项目 / 106

6.3.3 流动性注入的影响 / 108

6.4 结论 / 109

第7章 中国资本急停分析框架 / 110

7.1 中国资本急停影响因素模型 / 111

- 7.1.1 中国附加预期的内生公共债务模型 / 111
- 7.1.2 中国外部偿付能力模型 / 113
- 7.2 中国资本急停产出效应模型 / 114
 - 7.2.1 中国附加资本急停要素的供给模型 / 114
 - 7.2.2 中国附加资本急停要素的需求模型 / 116
 - 7.2.3 中国附加资本急停要素的 AD-AS 模型 / 120
- 7.3 中国资本急停经常项目逆转效应 / 121
- 7.4 基于中国附加资本急停要素 IS-LM-BP 模型的政策分析 / 124
 - 7.4.1 财政政策货币政策的数学描述 / 124
 - 7.4.2 资本不完全流动条件下的财政政策效果 / 131
 - 7.4.3 资本不完全流动条件下的货币政策效应 / 133
 - 7.4.4 汇率制度与资本管制 / 135
- 7.5 小结 / 136

第 8 章 中国发生资本急停的可能性分析 / 138

- 8.1 中国发生资本急停影响因素分析 / 139
 - 8.1.1 国际因素 / 140
 - 8.1.2 国内因素 / 142
- 8.2 对中国发生资本急停的预测 / 152
- 8.3 防范资本急停的措施 / 156
- 8.4 专题探讨：资本管制、宏观审慎监管与资本急停 / 157
- 8.5 小结 / 160

第 9 章 结论及政策启示 / 161

- 9.1 研究结论 / 161
- 9.2 政策启示 / 164
 - 9.2.1 关于欧元区资本安全的政策启示 / 165
 - 9.2.2 关于中国防范资本急停的政策启示 / 166
- 9.3 专题探讨：关于金融危机 / 175

结语 / 177

附录 1 资本急停检测方法样例 / 178

附录 2 欧债危机爆发过程 / 179

参考文献 / 183

第 1 章

导 论

1.1 选题背景及研究意义

1.1.1 选题背景

2008 年 10 月的冰岛破产以及 2009 年 11 月的迪拜危机,似乎为欧债危机奏响了前奏,2009 年底至 2010 年初,三大评级结构数次下调希腊主权信用等级。直至 2012 年 12 月,标准普尔上调希腊的长期主权信用评级,才表明希腊已逐步从破产边缘恢复。欧债危机的爆发引发国际社会的广泛关注,围绕此议题的研究层出不穷。可以观察到的是,自美国次贷危机爆发之时起,欧元区外围国家私人资本流出现象严重,其可分为三个阶段:(1) 全球金融危机时期。希腊于 2008 年 3 月开始出现资本流出,正好在雷曼破产以及财政数据被误报之前,而紧随其后的另一个时段是 2008 年 10 月至 2009 年 1 月,正值金融危机的紧张时期。与此同时,私人资本也开始从爱尔兰流出,且历时持久。(2) 2010 年春季。2010 年 4 月希腊的第二轮资本流出开始,且此轮资本急停带来了严重的传染效应:葡萄牙迅速进入了资本流出时期,虽然相对来说经历的时间不长,而与此同时爱尔兰却经历了一次严重的历时持久的资本流出。(3) 2011 年底。葡萄牙与希腊再次出现严重的私人资本流出,而意大利与西班牙也被卷入了第三

轮的资本急停中。直至 2012 年第四季度，随着国际市场对欧洲经济见底的预期，资本又开始出现回流于欧元区外围国家的趋势。本书即针对欧元区五国（希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙、意大利）在欧债危机背景下出现的资本流出现象，引入“资本急停”这一国际经济学的新兴概念做出深入研究，以期从全新的视角丰富欧债危机这一议题。此外，2008 年金融危机为中国带来了新的改革机遇，中国将面临利率自由化、汇率浮动、资本账户开放以及人民币国际化等重大议题，国际经济风险也因此逐渐增大。改革开放三十多年来，中国凭借着高速的发展势头以及良好的投资环境吸引了大量资本流入，资本急停的经济现象并未显现。回顾 20 世纪 70 年代末至 80 年代中期发生于拉美发展中国家的资本急停以及 90 年代中期波及亚洲、拉美发展中国家的资本急停可以看到，由于经济发展迅速，投资回报率高，发展中国家往往成为国际资本竞相涌入之地，而又由于发展中国家金融基础薄弱，债券市场不发达以及金融监管机制不健全等因素，使得外来资本大部分流入虚拟市场，并未被实体经济充分利用，且由于发达国家掌握着国际资本流动的风向，当国际利率以及汇率发生变动，资本在短期内大量流出国，资本急停发生，对经济体造成重创。正因如此，以史为鉴，中国经历了长时间的资本流入时期，资本流出压力增大，此时探讨中国资本急停议题大有裨益。在文章的扩展章节将基于欧元区五国发生资本急停的研究结论以及前人的研究成果，构建中国资本急停分析框架并对其发生资本急停的可能性进行分析。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

资本急停描述的是由于私人国外居民突然停止提供资本所导致的一国失去国际资本市场这一经济现象，它虽然被提出不久，但却是国际经济学中很有研究意义的一个概念。

其一，资本急停会迫使国家承担非最佳的经常项目的调整以应对国际资本流入的突然停止，这种调整一般发生于无法熨平收入以及增长崩溃之时。这恰恰构成资本急停对国际经济学的主流范式动态随机一般均衡模型

(DSGE)的一种质疑与挑战, DSGE模型假设信贷市场对消费以及投资的金融支持是有效的。例如,若是产出突然下降,家庭可以通过国外市场来平滑消费,然而在资本急停的研究中,观察到的是当消费和产出下降时,经常项目却在急剧上升。也就是说,DSGE模型未能将信贷摩擦纳入其分析框架之中,而相比之下,关于资本急停的研究正是将信贷摩擦看作主要传导机制之一。其二,资本急停这一概念可以被看作是连接金融危机与经常项目逆转的桥梁。一方面,金融危机引起的经济疲软会导致资本急停;而另一方面,经常项目逆转可以看作是为了应对资本急停危机的一种外部调整。其三,资本急停能够解释发生于不同国家的货币危机所呈现的产出之谜,具体来说,由货币危机引起不同的产出结果似乎是取决于一个国家在危机中能否持续地获得国际资本:若是发生货币危机的同时发生资本急停,产出下降要远比未伴随着资本急停的货币危机大得多。其四,资本急停引发关于金融自由化顺序的思考。由于已经开放资本账户的国家没有强烈的动机去管理宏观经济并调节金融体系,因此,若是过早开放资本账户,而包括金融基础设施、债务市场以及金融监管在内的金融环境准备不足,定将会受到资本大量流动的冲击,进而威胁其经济的稳定。其五,资本急停成为发展中国家面临的具有挑战性议题的基石。尤其是,关于资本流入以及汇率的管理是防范危机以及资本急停的重要手段,大规模的资本流入往往被看作资本急停发生之前的必要条件,而且资本大规模流进流出极易导致汇率波动,在影响贸易的同时,带来经济面的不稳定。

因此,作为国际经济学领域的新兴概念,关于资本急停的研究课题无疑具有很大的可挖掘性,理论意义重大。

1.1.2.2 现实意义

针对欧债危机这一议题,国内外学者主要围绕于欧债危机产生的原因、演进、影响及应对等方面展开分析。缺乏从某一角度切入,进而深入探讨的研究,本书即从欧元区私人资本迅速流出这一经济现象作为切入点,并引进“资本急停”这一前沿概念,探讨欧元区外围国家“资本急停”的影响因素,产出效应以及由此带来的经常项目逆转效应,为欧债危机提供崭新的研究视角,具有重要的现实意义。

随着人民币加入SDR,人民币国际化全面跟进,中国资本项目完全开

放指日可待，金融开放的风险随之而来。从中国季度国际收支表资本金融账户的变动状况可以看出自 2014 年起，中国跨境资本流动呈现出新动向：证券投资净值由正转负，其他投资净流出超过 1200 亿美元，创出历史最高点，与此同时，外汇储备从 2014 年第一季度末的 3.99 万亿美元开始锐减，一时间关于中国面临“三难”政策困局的探讨四起（Bernanke, 2016）。资本项目开放是推进人民币国际化的必选路径，而资本项目开放必然引起跨境资本流动活跃，汇率面临下行压力，货币政策干预外汇市场是维持汇率稳定的主要手段，但会因此消耗外汇储备，引发汇率贬值预期，资本外流。而中国的经济走势似乎证实了预期的可信，进入 2017 年初人民币压力陡增，外汇储备跌破 3 万亿元，引发全球对中国资本外逃的恐慌，理性分析中国资本急停的可能性，并设计防范对策，是中国政府急需解决的问题。^①

1.2 相关概念界定

1.2.1 资本急停

“急停”这一概念最早起源于 Rüdiger Dornbusch 与 Alejandro Werner (1994) 关于墨西哥货币危机问题的论文中。Calvo (1998)、Calvo 与 Reinhart (2000) 首次以资本急停的概念描述由于私人国外居民突然停止提供资本所导致的一国失去国际资本市场这一经济现象。界定资本急停的方法有很多（详见文献综述），本书拟采用国内外学者普遍认可的方法：如果资本流动（贸易收支减去外汇储备的变化）的变化低于该国样本均值负两个标准差（Calvo, Izquierdo and Mejia, 2004）。并且，依据 Calvo (2008) 来界定资本急停的起止时间：资本急停结束于首次资本流动的年度变化大于样本均值负一个标准差，考虑到对称性，资本急停的开始时间

^① 参见余珊萍，张文熙．中国非 FDI 资本流入的易变性测度 [J]．东南大学学报．2008 (9)：14-18.

定义为首次资本流动的年度变化小于样本均值负一个标准差。这种方法定义资本急停有以下几个优点：其一，它使资本急停这一概念得以量化，更体现出研究结论的科学性与可靠性；其二，它为欧元区与新兴经济体之间的经验提供了一个更加严格一致的考量标准；其三，更为重要的是这种方法更关注于总膨胀之后的资本账户逆转，这样做可以区分那些与特殊因素（例如自然灾害、政治动乱）干扰高度联系的危机，使研究对象更加清晰，研究过程简易明了，研究结论准确性更高。此外，以单纯描述资本流动的程度作为资本急停的定义，在分析复杂的宏观经济问题时，将其与其他概念（诸如货币危机、国际收支危机等）相剥离，将有助于课题的深入探讨。因此，本书拟采用 Calvo（2004）方法界定资本急停，由于 Calvo（2004）的研究对象包括发展中国家，对于资本流动的衡量很难有一致的口径，因此他采用贸易收支减去外汇储备的变化来估算资本流动。而本书的研究对象仅包括欧元区五国，即希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙和意大利。这些国家的央行每个月都会公布国际收支数据，因此为本书提供了良好的数据资源而不存在对资本流动估算这一问题。根据资本账户可以明确计算出私人资本流动（官方金融账户减掉 TARGET2^① 余额的变化以及由于 IMF 与 EU 的援助计划带来的资本流入）。TARGET2 余额与援助计划带来的资本流入在国际收支平衡表中被归类为其他投资（分别为金融主管当局与一般政府）。而 TARGET2 余额的数据不是对于所有的国家都能在相同的时间段获得，从该国可获得的最早数据开始。

1.2.2 产出效应

本书所涉及的产出效应即指由资本急停引发的产出变动。

1.2.3 经常项目逆转

经常项目逆转描述的是经常项目逆差缩小这一经济现象，而本书提到

^① TARGET2 的全称为泛欧实时全额自动清算系统，其于 2008 年引进，保证整体的支付设施以促进欧洲金融市场的效率与整合性。

的经常项目逆转效应则指由资本急停引发的经常项目逆转。近年来许多学者都在寻找用数学方法衡量经常项目逆转的方法。Edwards (2004) 以两种可相互替代的方法定义经常项目逆转：将经常项目逆转定义为在一年内经常项目赤字占 GDP 之比至少下降 4%，或者将其定义为在三年内经常项目赤字与 GDP 之比至少下降 6%，^① 由于本书选取数据为季度（月度），因此，将经常项目逆转定义为在本季度（月度）内经常项目赤字占 GDP 之比至少下降 4%，或者将其定义为在三个季度（月度）内经常项目赤字与 GDP 之比至少下降 6%。为最大限度检测样本，本书将分别采用两种方法进行计算，为方便叙述将第一种方法设定为 A，第二种方法设定为 B。

1.2.4 与债务相关的概念

由于本书涉及容易混淆的与债务相关的概念，在此作出定义以示区分。

外债：国际货币基金组织和世界银行将外债定义为在特定的时间内，一国居民对非居民承担的具有契约性偿还责任的负债（其中不包括直接投资和企业资本）。而中国国家外汇管理局对外债的定义并未强调居民与非居民的概念，而是详细地描述为中国境内的机关、团体、企事业单位、金融及其他机构对中国境外的政府、企业、组织机构承担的具有契约性偿还义务的负债。在本书中涉及到欧元区五国的外债概念将采用货币基金组织和世界银行的定义，而涉及中国的研究将采用中国国家外汇管理局的定义。

公共债务危机：指当一国政府无法兑现金融合约，即称该国爆发了债务危机，换言之，指政府在债务义务上的违约。假设由于大额的违约成本（失去国际市场的风险等），一国政府总是想兑现金融合约，除非破产。而只要市场相信政府仍然有主权信用，则该国政府就能够借到资金去兑现其目前义务或者偿还原来的债务。

需要强调的是公共债务的发债机构为政府，而外债的发债机构可以是

^① 参见 Edwards, Sebastian. Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops [C]. IMF Staff Papers, 2004.