

冯菊平 著

国际游资 与汇率风险

弱的银行体系与开放的资本项目
相结合是等着发生事故

——格林斯潘



*Guoji Youzi
yu Huilv Fengxian*



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

■ 一个在全球化趋势下
各国特别关注的重要课题

国际游资与汇率风险

冯菊平 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际游资与汇率风险/冯菊平著. —北京: 中国经济出版社,
2006. 2

ISBN 7 - 5017 - 5602 - 3

I. 国… II. 冯… III. 汇率—风险管理—研究 IV. F820. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 004298 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: WWW.economyph.com

责任编辑: 李晓岚 (电话: 13161878885, E-mail: lxlan@netease.com)

责任印制: 张江虹

封面设计: 谭雄军

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市欣欣印刷有限公司

开 本: 880 × 1230 毫米 1/32 印张: 6.75 字数: 160 千字

版 次: 2006 年 2 月第 1 版 印次: 2006 年 2 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7 - 5017 - 5602 - 3/F · 4493 定价: 20.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

金融危机的产生源于一国货币大幅度的波动，而汇率大幅度波动是由于受国际游资的冲击。在市场开放条件下，当一国宏观经济政策不协调，机制不完善，防范风险能力薄弱时，国际游资会对汇率产生冲击波，形成风险，影响市场稳定。同样，一国的汇率政策也引导着国际游资的流量和流向。20世纪90年代以来从拉美到亚洲，似多米诺骨牌席卷全球的金融危机充分印证了这一现象。因此，要防范汇率风险，需要防范国际游资风险。

国际游资是风险与收益权衡的产物。由于各国经济发展水平的差异，产生了各国资金积累不平衡的矛盾和对资金的不同供求关系。在经济、金融的全球化、一体化趋势下，促进了资金在全球范围内自由流动。然而资金流动的特性是追求与风险权衡的最大收益，按照收益和风险对称原理，资金流动在追求高收益的同时带来了相应的高风险。尤其是各国金融市场的对外开放和金融交易工具的便捷化，使国际游资充斥国际市场。当国际游资大量涌入，超过一国市场承受能力时，会对一国金融市场形成冲击，使汇率大幅度波动，影响市场稳定。如果一国汇率体系脆弱，宏观经

济政策失调，金融监管不力，风险防范能力薄弱时，会形成国际游资失控的风险。当资本抽逃时，汇率大幅度贬值，会对本国经济形成巨大冲击，影响经济增长，最终有可能导致金融危机的爆发。拉美和东南亚金融危机的经验教训值得总结。

我国长期以来对国外资金尤其是国际游资的进入，一直采取严格的控制政策，为稳定市场，采取固定汇率制度。为加快经济的发展速度，我国在1996年实现了经常项目可兑换，形成了开放经济模型，国内市场逐渐对外开放。我国在加入世界贸易组织后，面对全球经济一体化的大环境，需要加快经济发展速度。由于金融是经济的核心，要加快经济的发展首先需要开放金融市场。而金融市场的开放带来对外交易的增加，使资金跨境流动渠道增多，资金流动频繁。在现有弹性不足的汇率机制下，可能会引致国际游资的投机性冲击，带来金融风险。尤其是我国目前的经济、金融体制还没有完全适应市场机制，宏观经济和金融监管存在脆弱面，对国际游资尽管实行管制政策，但仍然存在不少漏洞和空白点。因此，防范风险的能力不足，易遭受外来冲击，这将影响我国经济的发展。为此，需要根据我国的国情，研究对国际游资的风险防范理论，探讨人民币汇率市场机制，并通过汇率和其他市场调节手段，防范国际游资所带来的汇率风险，避免国际游资和汇率风险对我国经济形成冲击，以保证我国金融市场的稳定和国家经济的安全。

为此，本书在对国际游资与汇率风险基本理论研究的基础上，对国际游资与汇率风险生成、对汇率的影响及风险防范机制进行研究。其主要内容包括：

一是研究国际游资及汇率风险的生成机理。首先界定国际游资及汇率风险的定义；进而对风险生成的经济内因和外因进行分析。对风险生成因素的研究将从两方面展开，即对通过银行信贷体系和金融市场形成国际游资风险的诱因进行分析，通过对

三代投机模型、金融体系脆弱性、经济基本面脆弱性形成的经济内因分析，获得金融危机是国际游资形成汇率风险所导致的最终结果的结论。通过收益与风险模型论证国际游资和汇率风险生成机理的根本，由此得到政策启示。

二是研究风险的监测预警。监测预警是风险识别、量化的重要手段，是防范风险的基础和重要组成部分。根据国际游资所导致汇率风险的生成机理，确定国际游资与汇率风险指数（ISCR），并运用该指数计算出中国的各年风险数值；设计提出风险监测预警指标体系、抽取指标，进行聚类分析并运用；采用该指标体系对经历了债务或金融危机冲击的国家进行案例分析；并用该体系分析我国的风险状况。

三是研究我国风险防范的调控政策。风险管理的目标效益需要宏观政策工具的配套来实现，为此本书提出了适应我国国情的汇率形成机制、政策模型、风险防范机制，并介绍了我国汇率机制改革的政策，提出了防范风险的政策工具搭配建议，研究分析了改进型的汇率模型、扩展的利率评价模型及改进型的两级托宾税模型及适度储备规模和结构等。

四是研究我国风险防范的管理政策。根据监测预警系统反映的我国存在的潜在风险，分析我国所面临的国内外市场环境和挑战；提出适合市场开放环境的防范国际游资及汇率风险的监管政策；提出适应开放市场的政府监管方式，即采用信息化监测管理体系解决在开放市场中加强监管的手段问题；提出深化我国金融市场，加强金融市场管理，来增加抵御投机性资金对市场冲击能力的建议，提出了防范风险的综合性措施。

本书在研究中综合运用了现代经济学的分析方法和分析工具，设计了国际游资与汇率风险指数模型、改进型的汇率、税收模型，并以案例分析为基础，进行预警指标分析、案例分析、风险分析、政策效应分析等。在研究方法上，本书结合发生金融危

机风险的国家的案例，进行宏观视角的比较分析，并针对我国实际情况和所处的环境、存在的风险点，研究提出了防范风险的监测预警机制及监管和调控政策。

本书的结论是：国际游资与汇率相互作用、相互影响，在不完善的汇率体系下，国际游资将对金融市场形成冲击，最终结果造成金融危机，金融危机会对一国经济造成严重损害，为此需要防范风险。防范风险需要建立稳定的汇率机制及对国际游资风险进行识别、度量、监管、预测的体系，实施宏观政策调控。同时减少经济的脆弱性，增加抵御风险的能力，加大投机成本，控制资本流量和流向，减少国际游资对国内市场的冲击，以此维护国内经济金融安全，稳定国际收支，促进国民经济的健康发展。

本书的命题是我国在全球化趋势下，进行市场经济体系建设中需要特别关注的重要课题。由于本人水平有限，对该领域的研究还不深入，存在粗疏之处，属于初浅之作，恳请提出批评。同时希望能抛砖引玉，引起有关方面对此问题的重视。在本书写作过程中，得到了陈小悦教授、陈全庚及吴念鲁等老师等的悉心指导，在此深表感谢。

前 言	1
第一章 国际游资与汇率风险的基本理论	1
第一节 国际游资及国际游资风险的的 生成理论	1
第二节 国际游资生成汇率风险的理论	8
第三节 风险监管理论	13
第四节 内外均衡理论	21
第二章 国际游资与汇率风险的概念、成因 及影响	27
第一节 国际游资及其汇率风险的概念、 状况及趋势	27
第二节 风险生成的诱因分析	32
第三节 风险的经济内因分析	47
第四节 国际游资与金融危机	58
第三章 国际游资和汇率风险的监测预警	65
第一节 建立风险监测预警系统的依据、 方法	66
第二节 国际游资流动风险指数 (ISCR)	69
第三节 风险监测预警指标体系	76
第四节 新兴市场国家风险案例分析	87

第四章 我国防范国际游资和汇率风险的调控政策	101
第一节 宏观调控理论模型.....	102
第二节 汇率政策.....	110
第三节 人民币汇率机制改革.....	126
第四节 利率政策.....	134
第五节 税收政策.....	140
第六节 外汇储备政策.....	153
第五章 我国防范国际游资与汇率风险的管理政策	160
第一节 对我国国际游资与汇率风险的经济内因 分析.....	161
第二节 我国对国际游资的监管现状.....	170
第三节 防范国际游资与汇率风险的汇兑监管政策.....	175
第四节 建立我国的信息化风险监管体系.....	181
第五节 以市场手段来规避风险.....	184
第六节 健全银行体系.....	195
第七节 提高国家竞争优势.....	198
第八节 建立国际监控合作系统.....	199
第九节 完善我国国际游资与汇率风险的防范措施.....	201
参考文献	206

在过去的20年间，全球的经济学界主流观点认为，资金应该在全球范围内自由流动，让资本寻找最能盈利和最能产生成果的投资。然而，国际资本流动，尤其是国际游资的投机带来风险，对一国汇率政策形成冲击，金融的全球化所带来的全球性的金融危机的现实问题使经济学界开始关注国际游资与汇率风险，研究对策。本章将对涉及国际游资与汇率方面的基本理论概要综述，作为本书研究的理论基础。

第一节 国际游资及国际游资风险的生成理论

随着金融开放与国际经济一体化，使国际间资本自由流动，以追逐高收益。由于收益和风险正相关，国际游资带来高风险。风险反映在银行，产生在市场，表现在对汇率的冲击。

一、国际资本流动的发展

奥地利经济学家庞巴维克认为资本源于“capital”一词，表示贷款本金。新古典学派的代表马歇尔认为个人资本是期望获得收入的资产，社会

国际游资带来高风险，风险反映在银行，产生在市场，表现在对汇率的冲击。

弱的银行体系与开放的资本项目相结合是“等着发生故事”。

——格林斯潘

资本是生产收入的收入；萨缪尔逊认为资本通常表示一般的资本品；马克思视资本为带来剩余价值的价值。^① 因此说资本的本质是价值增值，资本是由价值到价值的直接增值运动，资本的本质决定了其增值运动在流动过程中实现。

国际间的资本流动起源于 13 世纪的国际贸易，到第一次世界大战前，已发展到相当的程度，建立了国际资本市场和国际金本位制的国际货币体系，为国际资本流动创造了宽松的国际环境。第一次世界大战爆发后，各国实行了外汇管制，国际资本无法正常流动。战后，资本流动管制被取消，金本位制被动摇，开始出现不稳定的资本流动。由于当时国际货币制度中的“初级行动团体”（primary action group）缺位，缺少协调力量，使国际资本市场具有内在的不稳定性，市场信心不足，导致大量经常性的短期资本流动。1929 年纽约股市的暴涨，形成国际资本从逆差国流向债权国的异常格局。随之引发严重的世界经济危机，使金本位制瓦解。金本位制崩溃后，国际货币制度空缺使国际资本流动极度混乱，汇市波动，外汇投机猖獗。资本投机的结果是国际资本流动结构失衡，短期资本供给过剩，长期资本严重不足，使短期借贷市场畸形发展，长期资本市场萎缩。

二战后的布雷顿森林体系建立了国际货币制度，为促进国际货币合作进行管理、信贷和协调，建立了国际货币基金组织，并建立起了可调整的盯住汇率制，采取了“双挂钩”的兑换安排。恢复多边支付和经常项目可兑换，把限制资本流动作为调整钉住汇率制的关键因素，以防止国际游资破坏实现自由贸易，稳定汇率。20 世纪二战后到 70 年代，在“马歇尔计划”下，对资本密集型项目的大规模投资，加快了跨国公司海外活动国际化进程，跨国银行国际网络遍布全球，为国际短期资本流动提供了机构便

^① 吴强，《经济发展中的资本积累》，中国金融出版社，1993，P1。

利，同时使流动结构发生了变化。^① 60年代初诞生的国际金融市场为资本的国际流动创造了基础。70年代以来，在金融开放与国际资本市场一体化的发展下，国际资本流动的规模和方式日益扩大，重要性日益增强，对国内、国际经济的影响程度愈益加深。

二、国际资本流动的成因

斯坦利·费希尔、鲁迪格·唐布什在分析国际资本流动成因时指出，如果一个国家的利率高于其他国家，就可以预计这个国家通常会有资本流入，而那些利率较低的国家，则通常会出现资本流出。^② 在此基础上麦金农和皮尔^③对国际资本流动的成因进行了比较深入的分析，他们认为资金大规模流动的原因有以下方面：一是由于人们认为资本流动增加了新增投资的生产效率，给发展中国家带来收益，某些企业为了能够充分利用这些可以增加收入的机会，在短期内实现实际收入的最大化，就一定会增加新的投资，假设这些投资的实际收益是固定的，如果不存在外汇风险的话，企业会从国外借款，满足国内消费。二是银行体系存在着道德风险，诱导国内居民的预期，从国外大量融资进行投资，过度消费导致了过度的资本流入。三是市场对外开放使管制放松，为国内企业提供了“机会窗口”，国内居民可以自由地从国际资本市场上借款。当国内储蓄下降抬高实际利率，“挤出”某些新的投资，限制当前消费时，企业会通过吸收国外资金来维持

^① 中国银行“国际短期资本流动与国际货币制度的变迁”《国际金融研究》1999. 12。

^② Stanley Fischer Rudiger Dornbusch, Economics, McGraw Hill International Book Company, 1983, pp. 494.

^③ 参见 McKinnon, Ronald and Pill, Huw. Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome, in T. Ito and A. Krueger, eds, Financial deregulation and integration in East Asia. Chicago: University of Chicago Press, 1996, pp. 7-42.

新的更高水平的投资。

Montiel 和 Reinhart (2000) 在总结金融危机教训的基础上进一步研究提出：导致国际游资流动的原因是因为资本账户是一个内生宏观经济变量，受国内外冲击影响。影响因素可归为三类：一是拉动因素，使外国投资者收益超过国内，引起国外资本大量流入；二是推动因素，外国投资者国内政策减少投资吸引力，导致资金流向高收益国家；三是金融一体化，由于政府消除了资本流动障碍，技术发展降低了信息成本，从而促进了资本流动。

以查理斯·亚当斯 (Charles Adams) 等经济学家为首的国际货币基金组织研究小组总结研究认为，^① 大规模国际游资流动并形成风潮是各种因素相互作用的结果：一是发展中国家资本项目交易的自由化，取消对贸易和资本项目实行不同的汇率制度，减少交易限制；二是对发展中国家过高的信用评级，鼓励了投资者增加对发展中国家的证券投资；三是全球宏观经济条件变化，发达国家名义利率的下降推动了投资家在世界范围内高收益投资的机会；四是机构投资者证券投资规模扩大，各种基金偏好于持有直接的债权和股权，为增加收益和分散投资。^②

三、国际游资风险的产生

国际资本自由流动给各国经济带来了收益，同时也会带来风险。麦金农和皮尔^③对金融危机的形成原因进行了分析，他们认为：由于经常项目逆差不断扩大，国内货币管制存在脆弱性，国

① International Capital Market, by a Staff Team, IMF, Sept. 1998, Washington DC, pp68 - 69.

② 李聃“西方学者对短期资本流动研究的新进展”《福建论坛》2001. 228。

③ 参见 Mckinnon, Ronald and Pill, Huw. Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome, in T. Ito and A. Krueger, eds, Financial deregulation and integration in EastAsia. Chicago: University of Chicago Press, 1996, pp. 7 - 42.

内通货膨胀水平居高不下，使实际汇率升值；国内资产价格，特别是房地产价格居高不下；大量的资本流入，大量的海外存款滞留于国内商业银行体系，政府应付反向冲击的能力脆弱，改革措施逐渐偏离目标，会使投资家信心动摇，导致本国货币大幅度贬值，使资本外逃，经济衰退。

麦金农认为，国际游资流动的风险首先反映在银行。

市场出现问题系不良贷款风险管理问题，由于国际游资的大规模流入进一步加剧了问题的严重性。允许外国资本流入时，银行部门所面临的风险主要有以下几种：随着银行放贷的增加，信贷风险会增加；大规模资本流入所引起的贷款资金迅速增加，会诱使银行信贷投资于房地产和证券市场等高风险预期项目；汇兑会增加外汇风险。在发展中国家，由于缺乏经验和没有衍生市场，使得政府和管理风险时比发达国家困难更大。如果国际游资流入的数量超过国内证券市场的承受能力，流动性风险会增大。如果银行将这些流入的资金投资于国内市场的话，会创造市场泡沫，使监督和管理制度出现风险。

格林斯潘认为，弱的银行体系与开放的资本项目相结合是“等着发生事故”。^①

亨利·卡夫曼（1996）认为，风险产生于市场：

一是金融市场证券化，这种资产扩大了信用创造，在经济扩张期，对稳定非市场资产价格的控制力下降，造成市场风险隐患；二是金融市场全球化，投资家风险预期发生变化时，会迅速撤资，使危机蔓延；三是金融机构投资短期化，强调短期投资业绩，看中工具运用，强调进出市场的能力，投机交易使交易额剧增，金融资产价格发生巨额变动；四是金融衍生工具创造了新风

^① A. Greenspan, Remarks at the 34 Annual Conference on Bond Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago, May 7, 1998.

险；五是投资者的流动性幻想，认为信用市场总是开放的，当市场功能不连续时，会使证券价格泡沫破裂；六是投资者难以通过市场了解经济和金融结构的发展趋势，进行风险评估，因此难以预料突发性灾难。

查理斯·亚当斯认为，由于机构投资者的证券投资规模扩大，机构投资者中形成的羊群效应，存在支付的外部性，一个代理人采取某项行动的收益与其他代理人采取行动的收益正相关，其行动趋于一致；同时由于存在委托-代理关系和信息的梯式连接，当部分机构投资者投资发展中国家证券，或抽逃资金时，其他机构投资者采取跟进的做法，使资金大规模进出，冲击市场。另外，由于在投资者中广泛存在道德风险，投资者认为，如果发生金融危机，政府将给与救助，从而从事高风险投资，出现资本过量流动。^①

Wihlborg & Dezseri 指出了资本流动带来的风险有，会使国内金融市场极不稳定，冲击国内产品市场；使国内利率上升，减少国内投资；使本币升值，降低国际竞争力；资本流入会扩大财政赤字，增加爆发危机的可能性，在市场不完善的情况下容易导致经济泡沫的出现。^②

四、国际游资风险的表现

冯中圣（1998）认为，资本流动风险可从宏观和微观两个层次考察：宏观风险可分为调控偏差型和制度缺陷型：政府在调控经济、金融政策时，由于政策选择偏差造成的风险称调控偏差

^① Intrenational Capital Market, by a Staff Team, IMF, Sept. 1998, Washington DC, pp68-69

^② Wihlborg, C. & K. Dezseri, Preconditions for Liberalization of Capital Flows: A Review and Interpretation. C. Ries and R. Sweeney ed.; Capital Controls In Emerging Economics, 1997

型风险；制度缺陷性风险是指政府对经济、金融制度建设、安排的缺陷导致的风险。从宏观层面看，金融机构因支付困难而破产倒闭，使外资流入减少，资金流动逆转，从而爆发恶性通货膨胀，货币大幅度贬值，外汇储备急剧减少，外债偿付能力严重不足，从而使汇率震荡，股市泡沫破裂，银行产生信用危机。微观风险包括由金融资产市场价格波动产生的市场风险，由市场资金流动性不足产生的流动性风险，由交易对方不履约产生的信用风险以及资产风险、汇率风险、管理风险、犯罪风险、政策风险等。从微观层面看，由于企业经营不善，经营风险控制不力，加上汇率波动造成巨额损失，使银行资产质量低下，银行信用下降，金融投机发生巨额亏损。

龚俊杰（1999）列出了国际游资的风险表现：（1）对货币供应量和通货膨胀的影响。国际游资流入会使一国国外资产增加，由此被动向外汇市场投放大量本币，形成外汇占款，从而导致国内本币利率下降，支出扩大和通货膨胀。一旦外部条件发生逆转，会出现大规模资本外流，促使货币供应量迅速下降，实体经济衰退。（2）对金融体系稳定的影响。国际游资涌入市场追逐投机利润，会出现短期内资本相对集中，造成短期内外汇储备剧增，由此推动股市上升，形成投机性泡沫，同时盲目扩大投资，会使经济过热，一旦泡沫破裂，会导致金融危机的发生和经济的衰退。（3）对人们预期的影响。投机资本会利用投资预期不稳定的市场，进行攻击，投资者预期价格上涨，购进投机资产时，促使市场投机资产抛售行为加剧，从而导致价格下跌，使投资者预期反相变动，增大本币贬值压力。（4）对国际收支的影响。国际游资的大量涌入会导致资本项目顺差过大，形成实际汇率升值压力，从而抬高了出口成本，使国际收支恶化。

第二节 国际游资生成汇率风险的理论

汇率体现一国货币的对外价值，是资本流动的主要影响因素。资本流动交易涉及货币兑换问题，因汇兑成本决定资本流量，因流量影响汇率价格。货币在金本位时期汇率由铸币平价决定，外汇市场汇率平稳。金本位制崩溃后，在纸币流通条件下，交易成本降低，资本流动的不确定性，使外汇市场出现汇率波动。汇率决定理论反映了资本流动与汇率的关系。

一、汇率决定理论

汇率决定理论中影响较大的是购买力平价理论、利率平价理论、外汇市场分析法、汇兑心理法。购买力平价理论指出汇率决定于两国货币的购买力对比关系，对汇率较长期的变化趋势进行了较好的诠释；利率平价理论解释资本国际间流动对汇率的影响，国内外利率差是关键性影响因素，利率平价决定远期汇率水平，因而将资本流动融入到对汇率决定的经济分析中；外汇市场分析法考虑汇率由市场供求关系决定，均衡汇率由外汇供给量与需求量平衡决定，国际收支差额是决定利率水平的关键性因素；汇兑心理说认为，汇率变动决定于心理因素。

随着国际金融市场一体化，国际资本大量流动，使外汇市场汇率波动频繁，20世纪70年代兴起的资产市场理论视货币为资产价格，从金融市场均衡角度考察汇率的决定。将商品市场、货币市场、证券市场结合，是两国资产市场供求存量保持均衡时的货币之间的相对价格。从投资者的理性行为出发，重视未来资产收益预期对汇率的影响。国际游资的投机是通过在市场汇兑，大量卖出买入货币进行炒作，变动汇率，进行投机。在货币兑换过程中对汇率具有直接影响，在浮动汇率制下，国际游资大规模流