



# 金融全球化： 短期资本流动风险

*The Risk of Short-Term Capital Flows  
in the Era of Financial Globalization*

刘均胜 © 著



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



---

# 金融全球化： 短期资本流动风险

---

*The Risk of Short-Term Capital Flows  
in the Era of Financial Globalization*

刘均胜◎著



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

## 图书在版编目 (CIP) 数据

金融全球化: 短期资本流动风险/刘均胜著. —北京: 社会科学文献出版社, 2009. 9

ISBN 978 - 7 - 5097 - 0899 - 6

I. 金… II. 刘… III. 资本循环 - 风险管理 - 研究 - 世界 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 103344 号

## 金融全球化: 短期资本流动风险

著 者 / 刘均胜

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮 政 编 码 / 100029

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 59367077

责任部门 / 编译中心 (010) 59367139

电子信箱 / [bianyibu@ssap.cn](mailto:bianyibu@ssap.cn)

项目负责人 / 许春山

责任编辑 / 许春山 王晓卿

责任校对 / 赵士孝

责任印制 / 米 扬 蔡 静 董 然

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部  
(010) 59367080 59367097

经 销 / 各地书店

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

排 版 / 北京步步赢图文制作中心

印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/20

印 张 / 16

字 数 / 262 千字

版 次 / 2009 年 9 月第 1 版

印 次 / 2009 年 9 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 0899 - 6

定 价 / 35.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,  
请与本社读者服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

## 序 言

金融全球化是 20 世纪 90 年代以来出现的一种新的经济现象。经济全球化是实体经济在全球的扩张和融合，金融全球化则是金融虚拟经济在全球范围的膨胀和冲击。这种膨胀最明显的表现是短期资本的大规模超速流动，而冲击则不仅指规则在压力下的趋同过程，而且还指虚拟经济对实体经济的整合和主导过程。

具体来看，金融全球化以资本流动为载体，资本流动不断地为金融全球化开辟道路。资本流动的天性是追求全球配置来分散风险和获取高额回报。新兴市场经济体由于较快的经济增长通常成为吸引国际资本流入的理想价值洼地。在这一过程中，只有实现规则的趋同才能实现资本快速大规模的流动，为此，发达国家和新兴市场经济体都需要放松资本管制，区别在于发达国家可能是主动的、配套成熟情况下的放松管制，而新兴市场经济体可能是被动的、配套不成熟情况下的放松管制。由于初始条件的不同，结果往往大相径庭。金融全球化所具有的膨胀和冲击通常导致规则的趋同是一个不平稳的过程，常伴随着金融危机，而由于虚拟经济对实体经济的主导，使得金融全球化时代的金融危机带有巨大的破坏力。这样的危机更多的是发生在新兴市场经济体，在过去的十年里相继爆发了墨西哥金融危机、亚洲金融危机、俄罗斯金融危机、巴西和阿根廷金融危机等。美国联邦储备局前主席保罗·沃尔克（Paul Volker）曾说，资本流动就像汪洋大海，发达国家就像巨大的邮轮，能够在风暴中安全航行，而新兴市场经济体

更像独木舟，尽管结实，可还是会被风暴吞没。

随着金融全球化时代虚拟经济膨胀速度的加快，短期资本流动的投机性日益增强，现在看来发达国家这艘巨大的邮轮也载不动膨胀的虚拟资本了，目前美国不断加剧的次贷危机就是一个证据。短期资本膨胀和投机性增强的结果，可能会走向自己的反面。不过，对于新兴市场经济体来说，这依然没有什么不同。因为，也许邮轮沉没激起的巨大旋涡会将独木舟卷入海底。

那么，面对金融全球化下资本流动的惊涛骇浪，新兴市场经济体是否就束手无策了呢？考察过去的金融危机，可以发现宏观管理良好、资本管制有序放松的新兴市场经济体有很高的概率避免金融危机。这就启示我们，要对金融全球化时代的短期资本流动导致的风险有清醒的认识，事先建立好防火墙，才可以在分享放松资本管制和金融服务贸易自由化好处的同时，规避可能会出现金融危机。

东亚地区是充满活力的新兴市场经济体较为集中的地区，也是资本大量流入的地区。1997～1998年的亚洲金融危机表明该地区的资本流动的风险较高，2007年的越南金融动荡，再次提醒人们，金融危机的幽灵仍在徘徊而不肯离去。经历了亚洲金融危机后，东亚经济体加强了金融合作，取得了一些实质性的进展，提高了防范短期资本流动风险的能力。不过，该地区还存在一系列结构性的难题，如对外部市场的过度依赖、跛足的融资体系、不平衡的国际收支结构等。特别是近期的通货膨胀，构成了对整个区域经济的一种扰动。

中国是东亚的一员，近年来经济保持持续的快速增长，逐渐成为地区的贸易、资本流动的中心。根据对WTO的承诺，中国的金融服务贸易自由化程度在不断地提高，资本账户的管制也在不断地放松，而资本管制正是中国免于受到1997～1998年亚洲金融危机冲击的直接原因。目前，中国的对外依赖性相对于其他的国家要高出很多。考虑到中国的具体实际和20世纪90年代以来的国

际金融危机，特别是目前美国次贷危机引发的全球金融动荡，防范资本流动带来的风险在当前对中国具有重要的意义。

关于金融全球化时代的短期资本流动风险是一个比较复杂的问题，本书只是对这方面的一个初步研究。书中建立了一个从多个侧面对资本流动风险进行分析的框架，并应用该框架从资本流动风险的角度对中国当前经济中存在的问题进行了仔细的分析。对于东亚金融合作，该书也从自己的框架得出符合逻辑的结论：建立区域汇率同盟，其道理如同将多个独木筏连在一起，旨在共抗风浪。

本书在写作过程中得到了我的导师张蕴岭教授的悉心指导，从题目的选择到章节的结构，及到最后的出版，无不是先生关心和帮助的结果，在此深表敬意和感谢！此外，我还要向对初稿提出修改意见的中国社会科学院亚洲太平洋研究所的张宇燕教授、世界经济与政治研究所的李向阳教授，中国人民大学的黄卫平教授，北京师范大学的赵春明教授、钟伟教授表示衷心的感谢，他们对本书的初稿提出了很多中肯的建议，使我受益匪浅！最后，还要感谢社会科学文献出版社的许春山助理，他为本书的出版付出了很多的辛劳！

当然，由于作者水平有限，加上所论述的问题涉及诸多理论和实际应用，书中难免存在错误和不足，对一些问题的研究可能出现偏差，敬请专家同仁斧正。

# 目 录

导 论 .....	1
第一节 问题的提出 .....	1
第二节 文献综述、研究思路和基本框架 .....	6
第三节 本书的创新之处和研究方法 .....	14
第一章 金融全球化时代凸显国际短期资本流动风险 .....	17
第一节 当前金融全球化的进展 .....	18
第二节 国际短期资本流动的新趋势和特征 .....	32
第三节 国际短期资本流动的风险 .....	66
第二章 宏观经济政策与国际短期资本流动风险 .....	77
第一节 宏观经济变量间的关系及金融市场间的联动 .....	78
第二节 开放经济下宏观经济政策及其有效性 .....	85
第三节 引入国际短期资本流动的宏观经济模型 .....	95
第四节 针对国际短期资本流动的宏观经济政策工具 .....	103
第三章 银行体系与国际短期资本流动风险 .....	106
第一节 金融全球化加大了新兴市场经济体银行业 面临的 风险 .....	107
第二节 金融全球化时代共生危机之间的联系 .....	120
第三节 银行危机与货币危机之间联系的模型 .....	129
第四节 强化金融全球化时代对银行业的监管 .....	135

<b>第四章 金融市场与国际短期资本流动风险</b> .....	139
第一节 货币危机理论中关于市场投机行为引发 风险的研究 .....	140
第二节 国际金融市场间的风险传导 .....	154
第三节 防范金融市场间风险传导的宏观经济管理思路和 具体措施 .....	161
<b>第五章 金融制度与国际短期资本流动风险</b> .....	168
第一节 当前国际货币体系加剧了国际短期 资本流动风险 .....	169
第二节 面对国际短期资本流动新兴市场经济体的 金融制度困境 .....	182
第三节 国际货币体系的改革和完善 .....	195
<b>第六章 面对金融全球化的中国金融业</b> .....	209
第一节 中国金融体系的脆弱性及其表现 .....	210
第二节 中国资本账户开放的策略和方式 .....	222
<b>第七章 国际短期资本流动风险下的中国和东亚</b> .....	234
第一节 国际短期资本流动与中国宏观经济调控上的 两难 .....	234
第二节 投机性国际短期资本进入的渠道和规模估计 .....	246
第三节 应对国际短期资本流动风险的区域金融合作 .....	254
第四节 未来东亚金融合作应关注的重点 .....	275
<b>参考文献</b> .....	289



# 导 论

## 第一节 问题的提出

在亚洲金融危机爆发十年后，也许是巧合，当刚有观点认为金融危机已经淡出人们视野时，2007年之夏，美国便爆发了次贷危机，随后的2008年之夏越南又处于金融危机的边缘。次贷危机被认为是美国金融史上甚至全球金融史上最深重的金融危机之一，而越南的危机则被认为是一场新亚洲金融危机的开端。全球金融市场的动荡及美国经济乃至世界经济可能会陷入衰退深渊的前景，让全球金融市场问题尤其是短期资本问题再次成为世人瞩目的焦点。

本书从当前金融全球化这一背景出发，通过系统分析世界经济尤其是新兴市场国家经济的内外失衡、银行体系内在脆弱性、金融市场系统风险以及金融自由化制度变迁等各方面之间的内在联系，认为国际短期资本流动所蕴涵的内在风险是新兴市场国家经济发展乃至世界经济发展不稳定性加剧的主要原因。本书的写作源于对下面一系列现象的观察和思考。

(1) 自20世纪90年代以来，新兴市场国家金融危机爆发的频率显著增加，危害程度不断加大，整个世界经济，尤其是新兴市场国家的经济发展，面临更大的不确定性。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 以资本逆转为例，63%的新兴市场经济体随之要经受痛苦的货币贬值和经济衰退，而对于发达经济体来说，只有17%会出现这样的情况（Calvo, Izquierdo and Mejia, 2004）。

(2) 货币危机与银行危机同时爆发，金融危机具有区域传染性特征。学术界对当前的金融危机是否为新型危机而争论激烈 (Manmohan Kumar, 2002)。

(3) 对金融危机爆发的原因众说纷纭，缺乏明确的认识。<sup>①</sup> 总的来说，可以概括为两个方面的原因，即内在的结构性缺陷和外部的货币挤兑。1997~1998年的亚洲金融危机同以前的债务危机和墨西哥危机的不同之处在于，财政和公债状况并没有加重脆弱性和引发危机。这使得由于市场预期导致危机自我实现的假说受到学术界的重视，该解释认为金融危机和危机的地区传染都可能与经济体从多重均衡中“好的均衡”滑向“坏的均衡”的现象密切相关 (Andres Velasco, 1994; Cole and Harold, 2000)。

(4) 国际短期资本流动在数量、结构和性质上都发生了实质性的改变，其构成之一的投机资本规模不断增加、投机性不断增强 (纳塞尔·萨博, 2002)。近一段时间爆发的金融危机所具有的共同之处是，在危机爆发前后出现大规模的资本流出入，国际短期资本流动的逆转尤为明显 (Laura Alfaro, 2005)。

(5) 基于20世纪70年代发展中国家和发达国家放松监管为特征的金融自由化，金融全球化迅速发展，成为经济全球化一个更高的发展阶段 (Menzie D. Chinn and Hideo Ito, 2002; M. Ayhan Kose et al., 2006)。一方面，金融全球化为国际资本流动提供了制度支持；另一方面，国际资本流动又成为金融全球化的一个载体，不断地深化着金融全球化。二者间具有相互强化、自我加速的特征。

当前的文献大多仅局限于对上述现象中的某一个进行研究，实际上，上述现象之间存在着内在的有机联系，从整体出发进行

---

<sup>①</sup> 对金融危机的主要解释包括经济政策诱发说 (Krugman, 1979; Obstfeld, 1986, 1995)，金融恐慌说 (Diamond and Dybvig, 1983)，泡沫崩溃说 (Blanchard and Waston, 1982)，道德风险说 (Akerlof and Romer, 1993)，无序清算说 (Sachs, 1994; Miller and Zhang, 1997)。

研究可能会得出更为合理的解释，而其中最为重要的是找出上述各表象之间的关键联结点。本书认为这个关键联结点就是前面提到的国际短期资本流动，下面对此问题给出一个全景式的描述：发展中国家最初进行金融自由化的动因是为了获得外部资金，解决发展中存在的“双缺口”问题<sup>①</sup>；对实体经济部门和金融部门自由化的顺序安排的不当和原有的初始路径约束会导致经济体的不稳定性增强，由此产生经济发展中的“多重均衡”现象（Maurice Obstfeld, 1995）；放松管制加上金融、信息技术的创新导致金融全球化的出现和飞速发展，各金融市场之间及各国金融体系内部之间的联系日益紧密，爆发系统性风险的可能性大大增加；国际短期资本流动演变出新的特征，投机性得到强化。于是，当在一定条件下，国际短期资本流动出现逆转、骤停，或者投机资本（外因说）对经济基本面存在问题（内因说）的经济体展开攻击时，经济体便从“好的均衡”（没有危机）过渡到“坏的均衡”（处于危机之中）了（多重均衡说），而金融体系的系统性风险被引爆（货币危机与银行危机同时爆发或互相强化），而金融全球化条件下各金融市场之间的相互依赖关系则导致区域性危机的蔓延（金融危机区域“传染”效应，参见 Mardi Dungey et al., 2002, 2005）。

如果从单一国家角度看，提高外汇储备对危机有一定的防范作用，但集体行动和制度惯性的原因又导致了今天大多数新兴国家外汇储备不断攀高、流动性过剩，带来通货膨胀和资产价格泡沫，造成地区或全球资本市场的不稳，次贷危机就是明证。

---

① 钱纳里和斯特劳特根据凯恩斯宏观经济模型得出双缺口模型，即  $I - S = M - X$ ；I 代表投资，S 代表储蓄，M 代表进口，X 代表出口。当国内投资超过储蓄时，就出现投资储蓄缺口；当进口超过出口时，就出现外汇缺口。根据双缺口模型，投资储蓄缺口可以通过进出口赤字（外汇缺口）来弥补，外汇缺口通过对外融资来弥补。该模型说明了利用外资的必要性和途径，发展中国家可以突破国内资金形成不足的限制，通过经常账户大量进口资本品扩大投资规模以促进经济快速发展，以借款方式来维持国际收支的平衡。

图 0-1 用更直观的方式反映了上面全景式描述中资本流动的变化情况。根据图 0-1，亚洲金融危机爆发前，20 世纪 90 年代流向危机国家的净资本出现持续增长，危机爆发前两年出现大幅增长；危机中出现逆转，大量流出；危机恢复阶段，由于 1998 年俄罗斯金融危机、1999 年巴西危机、2001 年土耳其危机和 2002 年阿根廷危机的影响，资本继续流出（2002 年有少量流入）；进入 2003 年，随着危机国家经常项目盈余的增加和资本项目资本的流入，外汇储备不断上升，国内资本开始流出，在国际能源资源产品的价格高涨和流动性过剩的情况下，经济脆弱性增加，投机资本流动性加剧，全球金融市场不稳定因素增强。

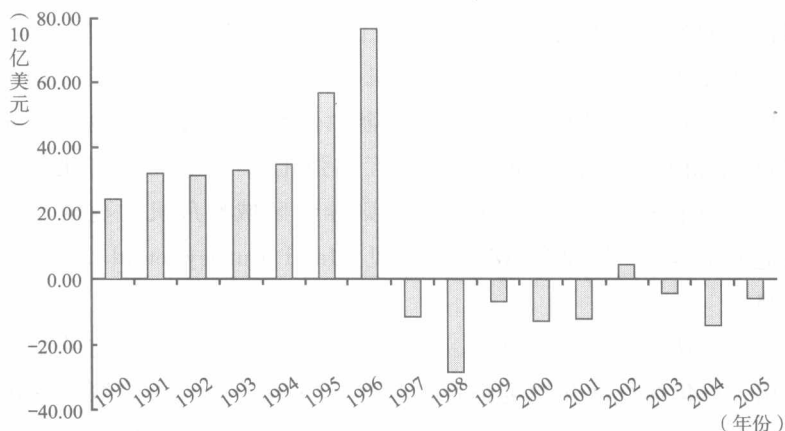


图 0-1 亚洲金融危机爆发前后危机国家的短期净资本流动情况

说明：危机国家指韩国、马来西亚、印度尼西亚、泰国和菲律宾。

数据来源：《IMF 全球金融稳定报告（2007）》。

需要说明的是，尽管书中多次提到金融危机，但金融危机只是本书主题研究的出发点和要避免的结果，国际短期资本流动才是研究的对象。国际短期资本流动是一柄“双刃剑”，在促进资源

的有效配置方面意义重大，但如果政策失误或监管不当则会成为金融危机的诱因，导致经济衰退和贫困化的加重。鉴于金融危机的顽固性，甚至有观点认为，金融危机是获取国际短期资本流动好处的代价（Paul Krugman, 2002）。不过，如果弄清楚国际短期资本流动风险的内涵和产生机制，人类的学习能力使各国有可能避免或减少短期资本流动逆转所带来的金融风险，这也是本书的目的和所希望的。

本书中国际短期资本流动的定义不同于传统上依据时间长短所作的定义，在这里更强调流动性，这与当前金融全球化背景下的市场一体化、金融创新化和信息技术先进化的发展是一致的。进一步，本书还强调了作为国际短期资本组成部分的证券组合投资和国际银行贷款，阐述了二者的变化趋势，以及在金融危机爆发前后所表现的态势。针对国际短期资本的投机性，本书指出了国际短期资本流动的机构化趋势，认为对冲基金的投机性最强，一般是投机的发起者或领导者，而其他类的国际短期资本由于金融创新导致的金融工具的衍生化和证券化，对市场预期的反应也更为强烈。

当我们从一个更加广阔的视角考察国际短期资本流动的时候，我们会发现，这是一个全球化开放经济条件下的金融与发展的问題，比英国学者戈德史密斯所提出的具有划时代意义的封闭条件下金融与发展的关系恐怕是有过之而无不及。因为，在全球化的背景下，国际短期资本流动的迅猛发展使金融全球化上升为经济全球化的中心，发展中国家在封闭条件下较为稳定的金融自由化演进可能受到金融全球化的冲击（李扬，2002），进而演变为开放经济条件下脆弱性加剧的金融自由化过程。在这样的环境下，国际短期资本流动偶然性地引发风险，进而又必然地放大金融体系的脆弱性，结果使经济发展呈现经济繁荣与经济危机交替出现。

## 第二节 文献综述、研究思路和基本框架

### 一 关于国际资本流动的文献综述

关于国际资本流动国内外有大量文献，通过整理和提炼，本书归纳出关于国际资本流动大致的历史发展阶段，即金融全球化开始阶段、资本流入带来的宏观和微观冲击阶段、金融危机的爆发和传染阶段、金融全球化时代的动荡性经济增长阶段。根据这种发展阶段的划分，可以较为清晰地认识到每一阶段研究的重点和主题。

在 20 世纪 90 年代初，文献研究的重点围绕着资本账户的自由化和国际资本大量涌入发展中国家这一现象。从时间上说，这一阶段大致相当于金融全球化的开始阶段，正是发达国家实行金融自由化、发展中国家放松资本账户管制为国际资本流动创造了条件。马西恩和拉迦莱斯 (Mathiesn and Rajias-Suarez, 1993) 总结了资本账户自由化的经验和相关的主要事项。伯内特和关 (Bernett and Khan, 1993) 考察了资本大量流入发展中国家的现象。关和莱因哈特 (Khan and Reinhart, 1995) 则从地区角度对亚太地区的资本流动进行了研究。由于资本更自由的流动和跨区域流动导致传染效应的出现，艾臣格林、罗斯和维普洛斯 (Eichengreen, Rose and Wyplosz, 1996, 卡尔沃和莱因哈特 (Calvo and Reinhart, 1996) 等考察了货币危机的传染性。不过，只是到了亚洲金融危机爆发前，关于这方面的研究才有了一个比较全面的总结。卡尔沃 (Calvo, 1996) 发表了关于 20 世纪 90 年代前半期资本流入发展中国家的情况的文章，弗纳迪茨和蒙蒂 (Fernandez-Arias and Montiel, 1996) 对此进行了分析并加以综合。陈和关 (Chen and Khan, 1997) 则从理论上概括了流入新兴市场经济体的资本流动模式。世界银行在 1997 年的一份报告中认为私人资本大

量流入发展中国家强化了金融一体化。

伴随着国际资本大量涌入发展中国家，相关问题开始出现。卡尔沃和莱因哈特（Calvo and Reinhart, 1993）以拉丁美洲为例，考察了资本流入同实际汇率升值的问题。卡尔沃等（Calvo et al., 1994）更进一步系统总结了资本流入带来的一系列宏观和微观经济问题。麦金农和皮尔（McKinnon and Pill, 1996）认为国际资本的大量涌入会导致发展中国家国内信贷的增长，出现过度借贷综合征。1994~1995年墨西哥金融危机的爆发让人们认识到资本流动所具有的动荡性特征。卡博（Garber, 1996）认为应当采取谨慎措施来规范资本流入过程中的动荡性问题。考珀和赫南迪斯（Corbo and Hernandez, 1996）与杜利（Dooley, 1996）分别从宏观经济调整和资本管制方面论述了如何弱化资本流入带来的冲击。

1997~1998年亚洲金融危机的爆发让一些学者重新审视资本流动的问题。戈德番等（Goldfajn et al., 1997）给出了一个模型，描述了在资本流动和汇率崩溃的情况下金融机构流动性创造的问题，认为金融机构在期限转换方面的操作不善很可能导致大规模的资本流动和汇率崩溃。艾臣格林和穆萨（Eichengreen and Mussa, 1998）从理论和实践经验两方面进一步研究了资本账户的自由化问题。莱因哈特（Reinhart, 1998）总结了资本流入发展中国家的利弊，为政策制定者提供了一些参考。卡明斯基和莱因哈特（Kaminsky and Reinhart, 1998）以金融危机为切入点，讨论了金融危机的区域传染和所导致的经济动荡。阿尔巴和巴达查雅（Alba and Bhattacharya, 1998）开始意识到，在金融一体化不断加强的世界里，资本流动的波动性与金融危机的传染性之间具有一定的联系。罗迪克和维拉斯科（Rodrik and Velasco, 1999）给出一个理论和经验性的框架，来评估短期资本流动带来的种种效应。该文献认为：当短期外债的规模在一定的水平上，投资者自我强化型预期的突然改变会加剧一国经济的脆弱性，引发金融危机；进入20世纪90年代以来短期资本同贸易信贷关系弱化，更多地表

现为资本的趋利性。巴切塔和温库珀 (Bacchetta and Wincoop, 1998) 将资本账户自由化、超调和资本流动动荡性三者综合在一起探讨资本流入新兴市场经济体现象。卡尔沃和门德查 (Calvo and Mendoza, 2000) 对区域金融危机传染与资本流动的动荡性进行了研究。爱德华 (Edwards, 2001) 运用了跨国数据指标考察了资本流动同新兴市场经济体的经济表现之间的联系, 认为在经济得到一定程度的发展后资本账户的开放会令经济表现更优, 不赞同对资本流动采取限制性的做法。斯蒂格利茨 (Stiglitz, 2000) 则对资本市场过度自由化持批评态度, 认为增加了经济增长的不稳定性。

2002 年以后, 伴随着金融危机后的经济恢复, 全球资本市场趋于稳定, 金融市场一体化在全球范围内得到深化, 资本流动向更大规模的方向发展。爱迪森和克雷茵 (Edison and Klein, 2004) 以及伊什 (Ishii, 2002) 和克鲁格曼 (Krugman, 2002) 分别对国际金融市场一体化与经济增长、资本账户自由化与金融系统的稳定性和作为全球化代价的金融危机进行了研究, 认为金融全球性联系不断加强是难以回避的事实。卡明斯基和莱因哈特 (Kaminsky and Reinhart, 2003) 研究了金融自由化效应, 考察了短期的阵痛和长期的收益之间的得失。施穆克勒 (Schmukler, 2004) 全面论述了金融全球化带给发展中国家的收益和损失。托尼尔和马丁纳茨等 (Tornell and Martinez et al., 2004) 研究了金融自由化下的经济增长与金融危机的关系。奥布斯菲尔德和泰勒 (Obstfeld and Taylor, 2004) 也从国际金融市场一体化、金融危机与经济增长的角度探讨了全球资本市场的问题。维普洛斯 (Wyplosz, 2004) 归纳了新兴市场经济体金融不稳定的原因, 并给出相关的解决方案。伊利纳和魏尚进 (Irina and Wei Shang-jin, 2004) 研究了在金融全球化时代如何更好地运用宏观经济政策进行管理。高斯 (Kose, 2005) 明确提出了全球化时代金融动荡性情况下的经济增长现象。莱恩和弗莱蒂 (Lane and Ferretti, 2005) 专门研究了金融全球化背景下的汇率波动。莫迪和穆什德 (Mody and Murshid,



2002) 认为 20 世纪 90 年代以来资本流动在刺激投资上的效果不如以前, 这是因为在金融一体化背景下, 资本流动更多地追求配置的多样化。

随着金融全球化、一体化程度的加深, 在资本流动的研究方面, 与资本流动的逆转相比, 更多的学者开始重视其骤停现象。如路易斯·凯涛 (Luis Catão, 2006)、艾臣格林等 (Eichengreen et al., 2006)、苏拉 (Sula, 2006)、楚和库克等 (Chue and Cook et al., 2007), 他们各自从历史沿革、救助政策、同危机的联系等方面对此进行了较为详细的论述。托尼尔和马丁纳茨等 (Tornell and Martinez et al., 2006) 的研究表明, 在金融全球化背景之下的资本更自由地流动有利于提高新兴市场经济体的资产价格、投资和收入水平, 但市场自我强化的悲观预期会导致金融危机, 且新兴市场经济体因收入水平低更容易遭到冲击。

国内对国际资本流动的研究主要集中在 1997 ~ 1998 年的亚洲金融危机之后。金中夏 (1998) 论述了国际私人资本的流动格局、发展趋势等问题; 李翀 (2000) 在《国家金融风险论》中研究了资本的投机性攻击; 宋文兵 (2000) 对国际短期资本流动进行了集中的研究; 鄂志寰 (2000) 提出了资本流动全球化的阶段和特征; 王宝良 (2004) 论述了不同时期国际资本流动格局的总体特征及其影响, 分析了导致格局变化的因素, 认为国际资本流动理论对于国际资本流动的监管等方面具有指导作用。国内研究偏重于经济全球化背景下国际资本流动格局和趋势的变化, 从较为宏观的角度分析了导致其变化的原因和影响等因素。

从以上对文献的大致梳理来看, 资本流动有其自身的唯物历史进程: 初期, 发达国家、发展中国家放松市场管制为资本流动提供了条件, 资本流动则加强了全球和区域金融一体化, 促成了金融全球化的出现; 资本流动在“拉动”和“推动”因素的作用下不断涌入发展中国家, 在给流入的发展中国家带来好处的同时, 也为其带来一系列的宏观和微观层面的冲击; 资本流动在数量显