

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：200112024

UDC _____

学 位 论 文

国际短期资本流动的经济效应分析 及风险防范

Economic Effect Analysis of International
Short-term Capital Movements and Risk Defence

胡景芸

指导教师姓名：李 晓 峰 教 授

申请学位级别：硕 士

专 业 名 称：金 融 学

论文提交日期：2004 年 4 月

论文答辩时间：2004 年 5 月

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2004 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2004 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

20 世纪 80 年代以来，随着各国金融市场的自由化、国际化和一体化，金融全球化的趋势已越来越明显。在此期间，国际短期资本逐渐发展成为当今世界经济中一股最为活跃的力量。短期资本的流动推动了资本要素在全球范围内优化配置，促进了国际贸易的发展，增加了国际金融市场的流动性以及提高了市场运作的效率。但同时，国际短期资本流动规模的巨大和反应速度的快捷往往令各国政府猝不及防，其中，以追逐短期高额利润为目的的投机资本，通过对一国金融市场和货币体系的冲击，更容易给一国经济带来灾难性后果，例如 90 年代的墨西哥金融危机和东南亚金融危机。这些事件引发了人们对金融全球化与国际资本流动等问题的再思考，越来越多的经济学家开始质疑“资本神话”。对国际短期资本流动实行监控，防范其可能带来的风险已成为日益重要和紧迫的一个问题。

本文旨在就国际短期资本流动对一国宏观经济的正面与负面影响做出分析，并对各国如何防范国际短期资本流动带来的风险以及中国在不断开放的经济环境下如何应对国际短期资本的冲击进行了探讨。全文首先阐述了国际短期资本的概念、特点及近年来流动的新动向，继而详细分析了国际短期资本对世界各国经济、金融体系的影响，并以 1997 年东南亚金融危机为例，论证了国际投机资本对一国经济的冲击，之后分析了国际短期资本在中国的流动状况及其对我国经济的影响，最后提出了对国际短期资本流动应采取的各种防范与监控手段。

关键词：短期资本；经济效应；风险防范

Abstract

Since 1980's, the trend of financial globalization has become more and more obvious because of the liberalization, internationalization and integration of world's financial market. During this time, international short-term capital has developed as one of the most active forces in the international economy. International short-term capital movement has driven the configuration of capital essentials all around the world, accelerated the development of international trade, added the fluidity of international financial market and advanced the efficiency of the market. But at the same time, the enormous scale and the quickly reactive speed also have beaten a lot of governments abruptly. International speculative capital, with the aim of big short-time returns, especially could give a country a catastrophic result easily by the way of the concussions to the financial market and money system. We could find many examples, such as the 1990's Mexico financial crisis and the Asia financial crisis. All these affairs have make people re-think of the financial globalization and international capital movement and more and more economists begin to oppugn "Capital Mythology". The supervisal and risk defence of international short-term capital have become more and more important and hot.

The thesis's aim is to analyze the active and passive infections of international short-term capital to a country's macroscopic economy and to discuss how to keep away the risk of international short-term capital. At first, the thesis expatiates the concept and characteristics, especial the new characteristics in recent years. Second, the thesis analyzes the infections to global economy and finance system in detail. What's more, it demonstrates international speculative capital's concussion to economy by the example of 1997's Asia Crisis. Third, this thesis construes the status and the effect of short-term capital in China. Finally, this thesis brings forward some supervisory means.

Key Words: Short-term Capital; Economic Effect; Risk Defence

目 录

引言.....	1
第一章 国际短期资本概述.....	3
1.1 国际短期资本的界定.....	3
1.2 国际短期资本的特点.....	6
1.3 20世纪90年代以来国际短期资本流动的新动向及原因.....	7
第二章 国际短期资本流动的经济效应分析.....	14
2.1 国际短期资本流动的积极效应.....	14
2.2 国际短期资本流动对一国经济的负效应分析.....	16
2.3 国际投机资本冲击的模型分析及实证研究.....	23
第三章 短期资本在中国的流动.....	32
3.1 中国的资本外逃问题.....	32
3.2 “热钱”流入中国问题研究.....	54
第四章 国际短期资本流动的风险防范与监控.....	67
4.1 国际短期资本流动风险防范的理论及国际经验.....	67
4.2 我国防范国际短期资本流动风险的对策.....	74
结语.....	84
参考文献.....	85
附表.....	88

Catalogue

Introduction.....	1
Chapter 1 Summarize.....	3
1.1 Conception.....	3
1.2 Characteristics.....	6
1.3 New Characteristics and the Reasons Since 1990s.....	7
Chapter 2 The Economic Effect Analysis of International Short-term Capital Movement.....	14
2.1 The Active Effect.....	14
2.2 The Passive Effect to A Country's Economy.....	16
2.3 International Speculative Capital Concussion's Model Analysis and Demonstration Research.....	23
Chapter 3 International Short-term Capital Movement in China...31	
3.1 Capital Flight in China.....	31
3.2 "Hot Money" Inflow in China.....	53
Chapter 4 The Risk Defence and Supervisal.....66	
4.1 The Theory and International Experience.....	66
4.2 China's Countermeasure.....	73
Tag.....	82
Reference.....	83
Appendix.....	85

图表目录

表 1—1	国际外汇市场交易量.....	8
表 1—2	主要工业国家机构投资者资产占本国 GDP 比重.....	11
表 2—1	泰国宏观经济数据表.....	27
表 3—1	中国资本外逃及实际利用外资规模.....	35
表 3—2	资本外逃决定模型各变量之间的相关性检验结果.....	39
表 3—3	资本外逃决定模型 OLS 回归检验结果.....	40
表 3—4	资本外逃对资本形成影响的相关性检验结果.....	44
表 3—5	资本外逃对资本形成影响的回归结果分析.....	45
表 3—6	资本外逃对财政赤字影响的相关性检验结果.....	46
表 3—7	资本外逃对财政赤字影响的回归结果分析.....	46
表 3—8	资本外逃对通货紧缩影响的相关性检验结果.....	48
表 3—9	资本外逃对通货紧缩影响的回归结果分析.....	48
表 3—10	资本外逃对外汇储备年增加额影响的相关性检验结果.....	51
表 3—11	资本外逃对外汇储备年增加额影响的回归结果分析.....	51
表 3—12	贸易结售汇多增额决定模型各变量之间的相关性检验结果...59	
表 3—13	有关贸易结售汇多增额的回归检验结果.....	60
表 4—1	各国冲销政策的运用情况.....	68
附表	中国资本外逃测算数据.....	86
附表	中国资本外逃决定因素计量模型测算所使用的相关数据.....	89
附表	资本外逃对我国经济影响计量模型所使用的相关数据.....	91
附表	“热钱”流入中国决定因素计量模型测算所使用的相关数据...92	

图 1—1	国际证券市场发行额 (净值)	9
图 1—2	部分金融衍生工具交易量	11
图 1—3	新兴市场的资本管制与资本流动	13
图 2—1	主要工业国家短期利率水平	15
图 2—2	近年来美元与日元的即期汇率走势 (美元/日元)	16
图 2—3	国际短期资本影响下的宏观经济政策	19
图 2—4	东南亚金融危机前后危机国私人资本流动总量	22
图 2—5	投机冲击对固定汇率制度的影响	25
图 2—6	奥伯斯菲尔德多重均衡模型	29
图 3—1	1988~2002 年中国资本外逃规模	35
图 3—2	资本外逃与通货膨胀率	47
图 3—3	中国贸易结售汇多增额与居民个人结汇额	55
图 3—4	中美名义利差与实际利差 (中国利率-美国利率)	56
图 3—5	NDF 市场上的一年期人民币远期汇率	57
图 4—1	1994~2002 年人民币兑美元汇率月度波动情况	77

引 言

20 世纪 90 年代以来，随着各国金融市场的自由化，国际化和一体化，金融市场和金融风险的全球化趋势已越来越明显。在此期间，一个巨无霸式的国际短期资本运作体系开始形成并不断自我强化。它的数量是如此之大，速度是如此之快，技术是如此游刃有余，以至于它进出于某一国时所产生的冲击力远远大于国际贸易和国际直接投资的效应，由此也引起了人们对它的普遍关注。

国际短期资本是随着欧洲货币市场的形成、金融自由化的发展而逐渐发展壮大起来的。发达国家 80 年代金融自由化的浪潮带来的利率、汇率的开放以及各种金融管制的取消为国际短期资本的活动扫清了障碍；各种衍生金融工具的发展又为大规模国际短期资本的形成创造了条件，并成为其进行投机的重要工具，同时也使国际短期资本，尤其是国际投机资本的活动成为专业性很强，趋利性、投机性和风险性都很高的活动。

虽然国际短期资本的流动有助于活跃金融市场，推动资源在全球范围内的配置和国际贸易的发展，促进世界经济和国际金融市场一体化，增加国际金融市场的流动性以及提高市场运作的效率，但规模巨大、流动快捷的国际短期资本同时也对各国政府宏观经济政策的有效性、货币体系的稳定性和各类经济主体的微观决策产生不利影响，并加剧了一国国内金融市场和国际金融市场的动荡。在现实生活中，国际短期资本流动的巨大冲击已使各国政府不但基本丧失了控制利率与货币的力量，就连规范金融机构的力量也在一步步丧失。一个最突出的例子就是，在近 20 多年间，181 个 IMF 成员国中有 133 个发生了不同程度的货币危机，仅 90 年代就爆发了三次大的危机，无不是国际短期资本的冲击所至。

中国在 1997 年东南亚金融危机中基本上未受到直接冲击，其原因除了宏观经济发展比较健康外，更为重要的是我国能审慎对待金融自由化，资本项目尚未开放，人民币还不能自由兑换，由此有效地防范了国际短期资本的冲击，维护了国家的金融安全。然而，通过东南亚金融危机，我们应该认识到健康的金融体制是防范国际短期资本冲击的重要内在条件。目前，我国金融体系中还存在较多风险因素，特别是我国加入 WTO 后，金融市场将更加开放，我国将面临更多风险。因此我国应尽快完善金融体制，并积极借鉴其他国家的经验，认真做好对国际短期资本冲击的防范。

目前，对国际短期资本问题的研究多停留在一般性介绍上，缺乏对其进行更深入的理论性分析以及计量模型分析。而对于中国在当前的金融环境下面对的国际短期资本流动风险，也比较多围绕资本外逃方面展开，对近两年来投机性资本隐蔽、大量流入中国的原因及影响却较少提及。正因为如此，笔者选择这一课题进行研究，就是希望通过国际短期资本流动做系统分析研究，并对中国现阶段如何防范短期资本冲击提出相应的对策与建议。

本文在研究过程中，继承与发展了传统的国际金融理论，汲取了现代经济学的最新成果，引进了制度经济学及计量经济学分析工具，运用大量第一手资料和最新数据，进行了比较深入、细致的实证研究。全文共分四部分：第一章是概论，阐述了国际短期资本的概念、特点以及 90 年代以来流动的新动向和原因；第二章从经济的内部均衡与外部均衡两方面论述了国际短期资本流动对一国经济的积极作用和负面影响，并着重以 1997 年东南亚金融危机为例，通过模型分析和实证研究，论述了国际投机资本冲击引发一国金融危机的过程；第三章从 90 年代的资本外逃和近两年迅速增加的“热钱”流入两方面分析了国际短期资本在我国的流动状况、成因、渠道以及影响；第四章论述了防范国际短期资本流动风险的一些措施，并提出中国目前可采取的一些对策。

第一章 国际短期资本概述

世界经济进入 90 年代以来，国际金融市场一直动荡不安，金融危机频繁发生。虽然各国金融专家对其深层次原因众说纷纭，但有一点已形成共识：即国际资本流动特别是短期资本流动起着重要作用，国际短期资本大规模流动对各国金融安全造成了极大的冲击。因此，国际短期资本流动问题引起了理论界的极大关注。

1.1 国际短期资本的界定

在世界金融的一体化和自由化以及电子网络发达的今天，国际短期资本流动的规模日益扩大，速度不断加快，并对世界各国的经济产生了深远的影响。本节作为全文的开始，阐述了国际短期资本的概念和分类。

1.1.1 国际短期资本概念的界定

人们习惯于根据国际融资合同期限区分短期资本与长期资本，但对国际短期资本、长期资本的明确界定尚未形成统一意见。陈彪如(1997)认为期限在 1 年以上的国际银行贷款属于长期资本；米什金(1998)根据融资合同期限将国际资本分为短期资本、中长期资本、长期资本与无期限资本四种：1 年以下的为短期资本，1 年以上 10 年以下的融资合同归为中长期资本，10 年以上 50 年以下的为长期资本，发行国际股票融资则称为无期限资本。除了经济学者对短期资本界定存在分歧外，比较权威的国际清算银行和世界银行根据融资合同期限对短期资本与长期资本的划分也不完全一样。国际清算银行将 1 年以内到期的所有资本视为短期资本，而世界银行将借款合同到期期限在 1 年以内的资本划分为短期资本(Dadush, 2000)，《中国统计年鉴》则将 5 年以下的国际债券融资作为短期资本处理。

以上定义都是依据融资合同期限判断国际资本是否是短期资本，但这种定义方法存在着许多缺陷。在现实中，由于目前金融二级市场的高度发达和金融产品的极大丰富，期限较长的投资工具同样可以成为短期投资的良好替代品，比如一种热门股票或长期债券，人们可能会因为它的畅销而仅仅打算短期持有。相反，一部分持有短期证券的客户在持有期满后并不打算购入新的短期证券而打算继续持有该种证券。鉴于此，国际货币基金组织(IMF)在《国际收支手册》(第五版)中强调，根据不足一年或一年以上的合同期限来划分短期资产与负债的传统做法，仅适用于实际期限比较固定的“其他投资”(包括贸易信贷、贷款、货币和存款以及各种应收款和应付款)。对于许多国内和国际性交易而言，这一界线已毫无意义。

正是由于难以完全根据期限长短区分短期资本与长期资本，经济学家金德尔伯格(Kindleberger, 1937)另辟蹊径，首次提出从投资者的意图(intention)角度来定义国际短期资本。他认为，所谓国际短期资本，是指投资者意图旨在短时间内改变(changing)或扭转(reversing)其国际间流动方向的资本。即使这一时刻目前尚未确定，但在未来时机适宜时仍会如此¹。

这一定义高度概括了国际短期资本流动的本质。从根本上说，界定国际短期资本的标准不应该是期限，而应是流动性，即有较强的流动性，载体易于转让，并对一国货币存量能产生迅速而且直接的影响。这些载体除了现金、活期存款、国库券、商业票据、银行承兑票据、大额可转让定期存单以外，还包括了股票、公司债券，以及基金和各类金融衍生工具。

1.1.2 国际短期资本的分类

在国际金融市场上，投资者对短期资本流动方向的改变往往源自各自的动机。因此如果从投资者动机的角度来看，国际短期资本大致可以分为四类：

¹ Charles P. Kindleberger, 1937, *International Short-term Capital Movement*, Columbia University Press, Columbia, NY.

第一类是平衡型 (equilibrating) 短期资本流动, 它是指由国际收支平衡表中的贸易、资本和其他项目的独立变化引起的短期资本流动。在国际贸易中, 当出口商向进口商交付货物后, 往往允许短期的延期付款, 从而使经常项目下的资金流动转化为资本项目下的资金流动, 这就形成了贸易融通性质的短期资本流动。

第二类是投机型 (speculative) 短期资本流动, 它是指由于汇率变化或汇率的预期变化引起的短期资本流动。它不是一种生产、贸易或投资的正常行为所引起的外汇买卖, 而是纯粹为了从汇率的变化中牟利的一种外汇交易。投机性资本在国际短期资本流动中所占的比重较高。根据美联储估计, 1997年, 仅在纽约、东京和伦敦的金融市场上, 每天约有 6500 亿美元的外汇交易, 其中仅有 18% 用来支付国际贸易和投资, 另外 82% 则用于国际金融投机²。

第三类是收入型 (income) 短期资本流动, 它是指投资者为追求国内货币市场无法得到的更高收益而进行的资本流动。这种类型的投资者一般在两个或两个以上国际市场上构筑头寸, 以从各市场价格的差异中套取无风险收益, 又称为“国际套利”。

第四类是自主型 (autonomous) 短期资本流动。它是指以保证本金安全为主要目的的短期资本流动, 即金融资产持有者为了资金的安全或保持其价值进行资金调拨转移而形成的资本流动。一国政治经济环境发生恶化、货币贬值、资本管制, 都会使国内资金流向币值稳定的国家。这种短期资本流动, 亦可称为“防御性”(defensive) 资本流动。

为了进一步分析短期资本流动所产生的经济效应, 我们有必要在上述四种分类中进一步区分国际短期资本与国际游资这两个相近的概念。以上四种短期资本中, 投机型短期资本是投机者纯粹为了投机活动而形成的短期资本; 收入型和自主型短期资本虽是出于其他目的需要, 但也带有投机性质。因此

² 见黄金老. 国际游资之乱[EB/01]. <http://www.shijie.org/article/sjzs200320/2071.html>, 2003-07-01.

也有学者将短期资本分为两类：贸易资本和投机资本。国际游资即为国际投机资本，亦称“热钱”(Hot Money)，是指在一个国家停留期限较短，进出频繁，以追求高额投机利润为目的来积聚和炒作的短期资金(李树峰，2003)，它是国际短期资本中逐利性最强、最为活跃、最让人难以掌握的一部分。

但现实中，由于短期资本内容复杂、流动频繁、变化无常，要将国际游资同其他形式的短期资本严格区分开来是很困难的，因此不少研究者在谈及国际短期资本和国际游资时，常常把它们混为一体，不加区别。

1.2 国际短期资本的特点

国际短期资本主要由银行资金、社会资本、投资基金和国际黑钱等构成。结合国际短期资本几十年的发展轨迹，可以发现它具有如下特点：

1、趋利性强，流动性大

国际短期资本是金融体系内部积累起来的大量相对闲置和过剩的资本，它所追求的是高额投资收益。而正是因为国际短期资本的高趋利性，它的流动速度必定快。而且流动速度越快，其谋取利润的可能性和机会就越多，资本收益率就越高。加上金融资产的虚拟化，以及现代通讯和电子技术把全球金融市场连成一体，又使得跨国交易和资本的高速流动成为可能。

2、交易杠杆化

国际短期资本的投资对象主要是外汇、股票、债券以及其他金融衍生工具，而金融衍生工具的特征是保证金交易，即只要支付一定比例的保证金就可进行全额交易，不需实际上的本金转移。因此，金融衍生产品交易具有杠杆效应，投资者可以以较少的资金买卖几十倍甚至上百倍的金融商品。正是这种金融交易的杠杆化，使得一家金融机构的少量交易，就可以牵动整个金融市场。

3、投机倾向性明显

短期资本的投机性在地区上、行业上都有倾向性。近几年来世界短期资本的流向大多以金融、房地产业为主。此外国际短期资本对经济的各种变化极为敏感，资金流动的反复性大，具有较强的投机性。

4、不可预测的跨境流动造成经济无序波动

受自身追逐风险利润的本性驱动，国际短期资本，尤其是投机资本，利用金融衍生工具的杠杆效应和价格的易变性，用少量资金通过信用借贷筹集高于自身数十倍的资金或资产，并充分利用舆论效应、预期效应、羊群效应，在市场出现波动、偏离均衡时，往往起加速偏离的作用，使市场更为波动。因此衍生工具与国际投机资本的结合给世界各国的经济带来了极其不稳定的因素，这种不稳定性在东南亚金融风暴中表现得尤为突出。

1.3 20 世纪 90 年代以来国际短期资本流动的新动向及原因

20 世纪 90 年代以来，国际金融市场规模空前扩大，迅猛发展，金融自由化和一体化程度不断加深，刺激了国际短期资本的迅速发展和大规模流动，国际短期资本流动出现了与以往不同的一些新特点。

1.3.1 90 年代以来国际短期资本流动的新动向

20 世纪 90 年代以来，国际短期资本流动具有以下一些新的动向：

1、国际短期资本流动的规模巨大

随着世界贸易、国际金融的深入发展，国际间短期资本流动的规模越来越大。国际货币基金组织（IMF）资料表明，目前，在国际间流动的短期资本已超过 10 万亿美元，在全球货币市场流动的短期资本则至少有 7.2 万亿美元，相当于全球经济总产值的 20%，远大于各国中央银行外汇储备的总和³。

³ 见 IMF, 1997, *International Capital Market*, American Elsevier Press, New York, NY.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库