

# 论发展中国家国际资本流入的 宏观经济效应及政策调整

滕家国

自80年代中期以来,受国际资本全球化、发展中国家较好的经济业绩、较低的国际利率水平,以及主要资本出口国经济增长缓慢等因素的作用和影响,流入发展中国家的国际资本不断增加。这些资本通过加速发展中国家的国内资本形成、缓和国内因进口增加造成的日益扩大的外汇缺口和为国内提供充分的融资条件等方式促进了发展中国家的经济增长和更好地融入世界经济体系。但是,实践表明,国际资本的大量流入在给发展中国家的经济发展带来潜在利益与活力的同时,也对受资国的宏观经济产生不利影响。发展中国家在80年代初发生的债务危机,1994年底墨西哥金融危机和拉美地区的经济与金融动荡,以及1997年7月以来泰国货币危机和东南亚地区金融动荡等都与国际资本的流入流出有着密切的关联。因此,在当今不断开放和日趋一体化的世界经济格局中,发展中国家如何积极有效地利用外国资本,制定切实可行的政策兴利除弊,不仅会对本国经济产生至关重要的影响,而且对整个世界经济的发展也是十分重要的。

## 一、发展中国家国际资本流入的宏观经济效应分析

由于国际经济环境和发展中国家经济发展状况的不断变化,流入发展中国家的国际资本产生的宏观经济效果和相应的政策调整在时间上呈现出不同的特点。发展中国家在经历了80年代初期的第一次债务危机后的十几年里,多数重债务国家对国内的国际资本管理政策和制度进行了改革和调整,以适应因债务危机引发的日益严峻的外部融资环境。在这一时期,发展中国家政策调整的主要目的是恢复和保持国际收支平衡,建立经济增长的国内基础。同时,一些希望重返国际资本市场的国家在外资利用方式的选择上从以前主要依靠国际金融机构的官方贷款转向更多地依赖于外国直接投资和证券投资。从80年代末期开始,在国际经济环境日趋改善和资本市场不断全球化的情况下,在发展中国家国内一系列宏观经济政策调整的作用下,流入发展中国家的国际资本开始恢复和急剧增加。据统计,在1987年至1993年间,所有发展中国家的资本帐户盈余从487亿美元增至1629亿美元。<sup>①</sup>在流入资本的构成上,新流入的资本主要来自商业银行贷款、外国直接投资和证券投资

(对发展中国家股票和债券的购买)。而其中的证券投资资本流入从1987年的119亿美元增加到1994年的589亿美元。<sup>②</sup>外国直接投资和证券投资资本流入的大量增加显示出发展中国家在利用外国资本政策方面调整与改革的有效性和吸引力,其中主要包括对向私营部门的投资提供风险共担资本融资、实行以市场为导向的经济改革、改善国内宏观经济环境、废除投资障碍和限制、允许国际资本进入国内新技术领域和市场,以及实施与外汇市场干预相关的货币财政政策等。从总体情况看,从80年代末到90年代上半期,绝大多数发展中国家国际资本流入的主要原因是国际投资者对发展中国家经济政策调整和经济增长前景作出的内在反应与预期。而且,与早期的资本流入相比,发展中国家新一轮资本流入显示出资源较多地向私营部门流动和大部分投资采取股权资本而非债务融资方式等特点。

发展中国家国际资本流入的急剧增加缓解了80年代以来发展中国家一直面临的严重的外部融资限制问题,同时给发展中国家的经济增长产生了一系列积极影响。首先,国际资本,特别是外国直接投资资本的流入,有利于促进发展中国家国内资本形成,提高劳动生产率,缩小因经济较快增长引起的资金和外汇缺口,从而暂时改善国际收支状况。其次,国际资本在各国之间的相互流动有助于将发展中国家经济进一步纳入世界经济与资本市场的全球化发展之中,使发展中国家能较多地获取国际分工的比较利益和资源配置效率,促进发展中国家外向型经济的发展和国际竞争力的提高。第三,伴随国际资本流入的生产要素的不断流入,有助于加速发展中国家的工业化进程和经济结构与产业结构的调整,提高经济发展水平。最后,跨国公司的直接投资有利于发展中国家劳动者素质、技能及管理水平的提高,并为发展中国家创造新的就业机会。

然而,实践表明,在国际资本市场和发展中国家自身拥有的一系列内外因素的作用下,国际资本的流入在给发展中国家的经济发展产生积极作用的同时,也给发展中国家的宏观经济产生较大的负面效应。国际资本的大量流动造成发展中国家实际汇率的周期性波动,对发展中国家的对外贸易和宏观经济改革产生不利影响。而且,有证据表明,即使是由于发展中国家较好的经济前景所引起的可预测的、稳定的、持久的资本流入也

会导致感染所谓的“荷兰病”(即当国际资本流入引起的出口价格和数量增加使实际汇率升值,并因此减少其它贸易部门的收益时,对其它部门的负效应)而使发展中国家不得不进行类似的宏观经济调整。

从理论上讲,外国资本流入倾向于降低受资国的国内利率和增加国民消费,而不断增加的国民消费促使政府不得不对价格进行调整。在一国由贸易商品和非贸易商品的生产和消费构成的某种需求模式中,如果资本流入引起利率下降和消费增加,那么贸易商品与非贸易商品的消费将分别出现增加。贸易商品消费增加的结果是对外贸易赤字的增加,并为进一步的资本流入创造条件。非贸易商品消费增加的影响则要复杂一些。在国内贸易与非贸易商品现存的相对价格水平上,对非贸易商品需求的增加只能通过与汇率无关的非商品价格的相对提高得到实现,也就是国内实际汇率的升值。非贸易商品相对于贸易商品价格的上升将使生产者将生产要素从贸易商品生产部门转向非贸易商品生产部门,并使国内消费由非贸易商品转向贸易商品。资本流入的最终结果便是国内实际汇率的升值、非贸易商品生产部门的扩大、贸易商品生产部门的收缩,以及对外贸易赤字的扩大。而实际汇率升值在浮动汇率体系中表现为名义汇率的升值,在固定或有管理的浮动体系中则表现为国内名义价格的提高。国际资本流入在理论上对发展中国家经济的影响还表现在国际资本流入引起的国内资本总量的增加将扩大通过国内金融体系中介的资本数量,增加国内金融资产和债务的数量。同时,大量流入资本的货币化将通过非贸易商品价格的提高使国内通货膨胀临时上涨。

从发展中国家实际经济部门的情况看,国际资本流入增加的影响也是深远的。首先,国际资本流入增加引起的实际汇率升值将影响发展中国家贸易政策调整的效果。80年代以来,发展中国家为更好地融入世界经济,加快经济结构调整,都不同程度地进行了以增加出口为目的的贸易政策改革,其基本措施之一就是实行国内实际汇率贬值。但是,资本流入引起的国内实际汇率升值正好与这一措施相抵触,其结果是增加发展中国家出口导向型生产部门的供给压力,提高进口竞争部门的竞争力。因此,发展中国家国际资本流入引起的实际汇率升值削弱了其贸易政策调整的效果。其次,对于实行固定汇率或事先确定名义汇率以锚定国内价格的稳定计划或将价格稳定作为经济目标的发展中国家,大规模资本流入引起的高汇率货币基础的扩充将通过非贸易商品价格的增加产生暂时的通货膨胀效果。第三,对于银行体系不健全和对银行和金融体系缺乏有效管理的发展中国家,外国资本的大量流入引起的用于中介的较大规模的资本将可能使与存款保险有关的道德风险问题恶化,即贷款人对较大风险的项目放贷,从而导致金融泡沫,并最终引发金融危机。第四,流入发展中国家国际资本的易变性或临时性及其逆转将增加发展中国家的实际调整成本,这些成本包括资源配置、企业破产、进出企业难易程度的不对称,以及市场不完全等。第五,因外国资本流入急剧增加引起的消费的迅速增长,将导致经常项目赤字的突然增大,从而提高发展中国家的风险费用,限制在未来进入国际金融市场的机会,并使发展中国家在因国内或国际不利的政治经济状况而使资本流动发生逆转时承担较大的调整成本。

随着发展中国家国际资本流入中证券投资比重的不断增加,证券资本对发展中国家经济的影响不仅倍受关注,而且其影响也越来越具有实质性。由于证券(债券和股票)投资具有与其它投资不同的特征,它对发展中国家经济的负面影响除上述一般方面外,还存在一些特殊的方面。其中首要一点是因证券投资的短期性和可逆性引起的国内金融动荡。与对外直接投资、国际金融机构借贷和长期银行贷款等投资形式相比,证券投资最突出的特征是它象“热钱”一样能在较短时间内因意外情况发生逆转,也就是外国投资者突然决定将其资本撤离受资国。这种流动逆转风险在发展中国家的汇率、资产(股票)价格及利率等方面引起的剧烈波动是十分有害的。当证券投资资本进入东道国的银行体系,并拉高国内消费和增大经常项目赤字时,其逆转将通过国内资产价格下降、利率波动、银行部门流动性下降,以及本币贬值等因素影响国内经济和金融体系。而在一国中央银行不能对此作出迅速而充分的反应和国际储备不足的情况下,逆转可能造成东道国的国际支付危机。另外,因其它国家发生的经济危机、世界市场主要出口商品价格下降和主要进口商品价格上涨、国际利率的急剧上升,或影响流入资本收益的税收政策的改变等引起的对东道国经济的负面冲击可能使外国投资者将其资本撤离东道国,或对资本收益提出更高要求。在这些情况下,外国投资者将出售对东道国国内股票的持有和购买具有较高收益的外币资产,从而导致东道国国内总体股指价格的下跌,造成国内国际储备的损失和国内利率的提高,以及名义汇率的贬值。因投资逆转引起的这些价格波动必然造成东道国经济和市场出现较大的不确定性,从而抑制投资的增长。同时,国内资产价格、利率和汇率的剧烈波动总体上将严重损害经济的发展。证券投资对发展中国家经济负面影响的另一方面是因证券投资在宏观经济周期不同阶段的不同表现引起的国内宏观经济的波动。在国内资产与外国资产存在替代性的情况下,证券投资具有加速宏观经济波动的可能性,从而影响东道国经济的发展,增加政策调整成本。

## 二、对国际资本流入经济效应的政策调整措施

针对国际资本流入对发展中国家经济存在的上述负面效应和世界经济全球化与发展中国家经济发展的特征,发展中国家对付国际资本流入产生的不利影响的较好办法是在加速经济发展的同时,适时地采取政策调整措施避免或减少国际资本流入的负面影响。从总体上看,在资本流入属于短期性资金或伴随着对国内经济的扭曲或不完整性时,政府的干预是必要的。而当扰乱性的资本流入的原因得不到消除时,政府应当通过直接或间接方式对国际资本流入的程度和影响进行控制。

直接控制方法:限制资本流入的直接方法主要是通过资本流入的成本控制或进行数量限制控制,如银行对外借款上限、对外贷款最低储备要求、外国直接投资上限等。东道国政府也可以通过征收托宾的利率平衡税(即要求外国投资者对其投资于国外的资金的利息收入缴税)来减少资本的流入。但是,从90年代以来的情况看,世界资本市场上出现的日益增强的一体化趋势使国际投资者绕过直接资本控制障碍变得越来越容易。而且实践显示,这些直接方法只能在短期内发挥某些限制效果。

间接控制方法：对付国际资本流入产生的负效应的间接方法主要包括外汇干预、财政调整、经常项目和资本项目的自由化，以及实行浮动汇率等。

1. 对外汇率干预。中央银行利用外汇储备积累购买外币以支持名义汇率一般采用冲销或非冲销两种形式。冲销式干预主要包括由中央银行实施的以清除因外汇购买创造的流动性增加为目的的公开市场操作，以避免国内消费的增加和通货膨胀的临时上涨。冲销也可以通过其它以降低货币乘数的方式实现，如增加商业银行储备要求或规定总的贷款上限等。这些限制措施有助于避免因外币购买引起的货币化效应，限制国内货币借款的增加。然而，冲销式干预的适用范围受到外国与国内资产之间替代程度的限制，而且冲销政策还包含着其它成本。从总体上讲，资本项目越开放，国内与外国资产之间的替代程度越高，冲销干预的效果越低，且这种形式经常会导致中央银行准财政赤字的增加。另外，银行储备要求的提高和货币上限的实施增加了银行的金融中介成本，并可能导致非正当金融活动的增加。非冲销式干预能较好地克服这些缺陷，但其不足之处是容易引起国内利率的下降和贷款的扩大，导致国内消费增加。因此，对于存在大量国际资本流入的发展中国家，为防止经济过热，在产出接近充分就业的情况下，政府应当采取非冲销干预与其它政策的有效配合来限制总需求的增加。

2. 财政政策。财政政策的主要目的是用来实现既定的宏观经济效果和影响货币消费方式。在其它条件不变的情况下，财政政策的宏观经济效果首先是抵消因购买流入的外汇引起的货币供给扩大造成的通货膨胀影响。财政政策的另一项宏观经济效果是通过将国内总消费构成由政府转向私人部门，以维持一种较高的和稳定的实际均衡汇率。

3. 经常项目自由化。经常项目自由化有助于通过将国内消费转向贸易商品而缓和国内经济压力。其主要目的是通过改变国内消费构成以形成较高的实际均衡汇率。

4. 资本项目自由化。资本项目自由化的实施可能导致国内部分投资者将资本汇往国外，从而在一定程度上抵消资本流入的效果。

5. 浮动汇率的实施。实行浮动汇率将增加市场参加者面临的汇率风险，从而相对地减少对短期国际资本流入的刺激。

对资本流入易变性的处理：上述政策调整措施主要是针对因总的资本流入波动引起的实际汇率、经常项目和暂时性通货膨胀等。而对于短期资本流入的易变性可能对经济产生的严重危害性，其调整措施也是十分重要的。

1. 限制资本流出。对资本流出的限制有时通过限制外国投资者在一定时期能够抽走的投资资本的数量来降低资本流动发生逆转的风险。但从实际情况看，这一措施虽然在一定程度上对于降低资本流出产生的潜在负影响是有效的，但在执行时它可能首先造成资本流入数量的下降，从而减少受资国获取外部融资利益的机会。

2. 解除对资本流出的限制。与上述措施相反的另一措施是解除对资本流出的限制，使国内居民自由投资于外国资产。从实际情况看，这一措施会产生两种不同的效果。一是当外国投资者认为其投资在受资国“粘着”并具有较小的风险时，即使解除对资本流出的限制，资本流入仍会增加；二是通过国内资

本流出而使资本在国际资本市场上得到较合理地分散，从而降低外部冲击对国内经济产生不利影响的程度，并因此降低国际资本流入发生逆转的可能性。

3. 经常项目的开放。与解除对资本流出限制的原因相似，经常项目的开放也可以降低外部负面冲击的不利影响。经常项目的开放通常意味着一国实际经济的分散和国际竞争能力的加强，以及某一生产部门的受损波及到整个经济部门的可能性较小。

4. 保持长期财政与货币政策目标。对付国际资本流动的易变性的所有措施的最终目的应当是建立一个对外部冲击更具灵活性的经济，使外国投资者在东道国经济面临冲击时不致撤走资金。保持长期财政与货币政策目标具有向外国投资者传递有关经济的积极信号的特点。此外，维持短期和中期财政预算的平衡可以避免负面冲击发生时通货膨胀的上升。同时，建立具有缓冲器效应的较大规模的国际储备也是十分重要的。

5. 赋予中央银行实施资源配置的决定权。赋予中央银行在实施金融资源配置上更为有力的决定权在短期内是一项处理国际资本流动易变性的有效措施。例如：要求私人储蓄投资于政府债券或外国资产将有助于冲销因突然的资本流入可能引起的高汇率货币的扩充；而对国内投资者能够持有的政府债券数量的限制将对突然的资本外流引起的国内流动性的急剧下降起补充作用。但值得注意的是，这一措施因其在效率和分配上存在成本，其长期的政策效果是有限的。

总之，通过一系列的政策调整措施吸收负面冲击或将其对经济的影响降至最低程度，而不是限制资本流动，发展中国家对国际证券资本流入的逆转风险的处理会更有效。

拉美及亚洲地区部分发展中国家对国际资本流入的调整及政策启示：从80年代后期开始，流入拉美及亚洲地区发展中国家的国际资本不断增加，并一直处于所有发展中国家获得国际资本的前列。大量的国际资本，特别是外国直接投资的流入，刺激了这些国家经济的快速增长和投资的进一步扩大，但同时也给其国内宏观经济产生了程度不同的不利影响。1994年12月和1997年7月先后在墨西哥和泰国发生的金融货币危机就与国际资本的流入有着密切的关联。近年来，针对国际资本流入的不利影响，拉美和亚洲地区的一些发展中国家分别根据本国的实际情况采取了一些调整措施。从总体上看，这些国家对外国资本流入的政策调整首先是通过国内价格机制将国际资本吸收到国内经济中，然后在国内的流动性、汇率、利率，以及经常项目平衡等方面出现问题时由政府出面进行干预。从具体情况看，上述两地区的大多数发展中国家对国际资本流入的政策调整基本上采取了如下的措施：①实行更为灵活有效的汇率，扩大汇率波动范围；②实行财政调整，抵消因资本流入引起的消费扩大和实际汇率升值等负面影响；③通过公开市场操作和其它方式对流入资本进行冲销；④对国际资本流入进行一定程度的限制；⑤实行经常项目自由化，抵消因资本流入增加引起的实际汇率升值；⑥对资本项目进行有选择的自由化，降低净资本流入量；⑦加强对国内金融体系的监管。

从实施的总体情况看，上述政策措施对于避免或降低国际资本大量流入对发展中国家产生的负面影响和冲击发挥了一定的积极作用，但同时也显示出发展中国家在未来调整政策的

选择和执行上任务仍十分艰巨。墨西哥和近期亚洲金融危机已给广大发展中国家,尤其是利用外国资本较多的国家政府发出了预警信号。

墨西哥在1994年底和1995年初发生了该国自1976年以来的第三次金融危机,国内货币比索贬值64%。其主要原因之一就是国内反通货膨胀汇率政策的实施导致国际短期资本的大量外流。在80年代中后期,墨西哥由于布雷迪计划的实施,国家债务负担不断下降,同时国内经济自由化、企业私有化和贸易集团化等经济改革吸引了大量外国资本流入。由于政府没有对这些流入资本采取有效的措施加以引导,结果出现了通货膨胀加剧和国内货币币值高估,导致经常项目赤字急剧扩大。这一扩大的经常项目赤字在存在大量资本流入时可通过资本项目的顺差部分弥补,从而使外汇压力和调整得以暂时缓和,同时也意味着国内经济对外国资本的依赖性增加,通货膨胀处在高位运行。当国际国内经济环境发生变化引起资本流入突然发生逆转时,货币金融危机的发生在所难免。

从最近泰国货币危机和亚洲地区金融动荡的情况看,危机的发生与国际资本大量的流进流出也有着重要的关联。象其它发展中国家一样,泰国在经济快速增长中也面临着资金短缺和较高的通货膨胀问题。由于较高的利率政策和钉住汇率制度的实施,泰国在近年来吸引了较多的国际短期资本流入。但是,泰国政府在国际资本大量流入时不是用以加速国内产业结构和经济结构的调整,增加国内投资和储蓄,提高国际竞争力,而是大量投资于房地产经济,形成房地产泡沫,结果造成银行和金融系统的资金周转困难,发生支付危机。同时,美元挂钩的相对固定汇率使得泰铢伴随美元出现不应有的升值,降低出口部门的国际竞争力,导致经常项目赤字扩大。在这种情况下,潜伏的

危机爆发在所难免。

从上述情况可以看出,国际资本大量流入之所以能引发发展中国家货币金融危机,其根本原因是发展中国家在经济发展和宏观经济政策调整中未能对国际资本大量流入引起的实际汇率大幅度升值、私人储蓄率的下降和消费的扩大、对外部门的投资不足、出口部门的竞争力下降、经常项目赤字的扩大、对短期外国资本依赖性增加,以及国内货币风险的增大等一系列负面效应采取灵活有效的政策调整及防范措施所致。面对国际资本的大量流入,发展中国家应通过改革和调整保持宏观经济的稳定和较高的国内储蓄率,增加对贸易商品部门的投资和提高出口竞争力,降低对国际短期资本的依赖性和控制证券投资规模,建立健全的国内金融市场,避免实际汇率的长期升值,缩小经常项目逆差。在宏观经济政策及调整措施的选择上,发展中国家首先应当保持宏观经济政策和目标的稳定性和长期一致性,实行较为严格的财政政策,保持其一致性;其次,在汇率的选择上应根据国际资本流入和国内经济发展状况实行灵活有效的浮动汇率政策,增加由市场力量决定汇率的程度;第三,在对外贸易体制改革中应当有步骤地谨慎地开放资本项目,增强国内经济的抗冲击能力;最后,要加强国内金融体系的建设和改革,调整利率政策,以逐渐接近国际利率水平。

#### 注释:

①②国际货币基金组织年度报告,1995年。

(作者单位:武汉大学经济学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑:杨宗传)

(上接第89页)

一方面国内的储蓄资源闲置,另一方面却又对外借债,这是极不正常的现象。原因在于我国的融资体制存在严重的缺陷,表现在银行信贷管理的低效率和金融市场尤其是货币市场的开放程度不够。建议扩大同业拆借市场的交易主体和交易规模,大力发展票据贴现与再贴现市场,加快国有银行改革和商业银行制度的建设,以提高国内资金的使用效率。

第五,消费性投资与生产性投资的协调。当前,针对国内市场有效需求不足供给过剩的情况,中央决定扩大安居工程的投资,从住房实物分配制度转向住房货币化制度,并通过增加住房按揭贷款等金融配套服务来引导居民自己买房。这一政策有可能带动建筑、材料、家电等相关产业的发展,刺激国内的市场需求,但是,也不容盲目乐观,需要对居民的边际消费倾向作深入的分析。从理论上讲,有两个因素将使居民的消费水平递减:一是最终消费品和人们的需求结构不一致(替代效应);二是居民的可支配货币收入下降(收入效应)。如果替代效应大于收入效应,那么通过调整供给结构将能够有效地刺激需求;而如果收入效应大于替代效应,尤其当居民把收入的下降当成持久性而不是短暂性的冲击时,预期将使居民削减消费支出,保留甚至增加储蓄,使刺激需求的政策难以奏效。所以,在国有企业改革和再就业工程到位之前,对住房等消费性投资的规模应有计划地进行,要汲取泰国消费性投资过热的教训。个人认为,从经济可持续发展的角度看,生产性投资尤其是在人才培养、教育科技等方面的投资可能更为重要,中央政府提出的“科教兴国”战略是完全正确的,发达国家的实践经验证明,科技水平的提

高对经济增长的贡献率已经达80%。面对新世纪的挑战,我们必须尽快地完成对传统产业结构的改造,培养更多的跨世纪人才,建立“国家出政策,企业出资金,科技界出智力”的联合开发体制,逐步从劳动密集型、资本密集型向技术密集型转变,增强我国跨世纪的国际竞争力,继续保持国民经济的持续快速发展,最终实现在下世纪中叶成为世界中等发达国家的宏伟目标。<sup>⑨</sup>

#### 注释:

①②国家体改委经济体制改革研究院、中国人民大学、深圳综合开发研究院联合研究组:《中国国际竞争力发展报告》(1996),266、266页,北京,中国人民大学出版社,1997。

③④郑励志主编:《快速发展中的亚太地区经济》,372、372页,上海,上海财经大学出版社,1996。

⑤根据《1996世界银行发展报告》的有关数据推算。

⑥马来西亚该比重为-5.2%、菲律宾-2.93%、印度尼西亚-3.49%、墨西哥1994年爆发危机时为-7.8%。

⑦《经济日报》,1998-03-05。

⑧《中国金融展望》(1997)。

⑨:文中的数据除特别注明之外,韩国的数据来自《韩国的经济发展》([韩]赵淳著,北京,中国发展出版社,1997)和《金融风暴——东南亚金融危机透视》(李罗力主编,贵阳,贵州人民出版社,1997)。

(作者单位:陕西财经学院 西安 710061)

(责任编辑:向运华)