

关于国际资本流动的经济学思考

窦祥胜

摘要: 随着各国逐步放松对资本的管制和浮动汇率制的实施, 金融市场国际化发展, 金融创新和金融衍生工具的出现与广泛应用, 国际经济组织的发展及其协调能力的增强, 以及对外贸易和对外投资步伐的加快, 国际资本流动自由化已成为世界性的潮流。文章接着从金融危机的角度, 对国际资本流动自由化的利弊作了初步的分析, 指出国际资本流动自由化对促进一国经济发展具有重要的意义。最后作者指出国际资本流动自由化对中国来说, 既是一种机遇又是一种挑战, 并提出从改革金融体制和完善金融制度, 实行适当的汇率制度和保持适度的外汇储备, 改善对外资流动的管理方式等方面采取对策, 来迎接国际资本流动自由化的挑战。

关键词: 国际资本 自由化 经济增长 金融制度 汇率制度

国际资本流动自由化是当今世界经济发展的重要特征之一。第二次世界大战以后特别是 90 年代以来, 由于西方国家积极倡导国际资本流动自由化政策, 并采取了一系列具体行动, 国际资本流动自由化步伐明显加快。国际资本流动自由化的结果, 必然会促使国际资本在更大的范围和更高的层次上, 以更大的流量和流速在国际间流动。从实际结果看, 目前国际资本流动的增长速度, 已经大大超过国际商品和劳务贸易的增长速度, 并且还有加速增长之势。因此, 国际资本流动自由化趋势, 应当成为发展中国家必须密切关注的重要问题。

一、国际资本流动的基本趋

势: 国际资本流动自由化

20 世纪 90 年代以来, 随着世界各国特别是新兴发展中国家市场体系建设步伐的加快, 整个世界经济正加速向国际化、全球化和一体化方向迈进, 贸易自由化、金融国际化和生产一体化已成为当代世界经济发展的主旋律。与此相适应, 国际资本流动的速度在不断地加快, 流量日益地增大, 国际资本流动自由化趋势越来越明显。之所以会出现这种趋势, 原因有以下几方面。

1. 世界许多国家逐步放松对资本的管制, 以及浮动汇率制度的实施, 为国际资本流动自由化奠定了制度条件。

90 年代以来, 世界上大多数国家对资本的管制都在逐步地放松, 许多国家都已实现了经常项目的自由兑换, 有条件的国家还在逐步实现资本项目的自由兑换。据有关资料统计, 截至 1997 年 11 月 15 日, 在国际货币基金组织 (IMF) 的 181 个成员国中, 实现经常项目可兑换的国家已达 141 个, 占成员国的 72.37%。其中, 实现资本项目交易自由化的国家达到 53 个, 工业国家由 1990 年的 9 个增加到 23 个, 发展中国家由 21 个增加到 30 多个, 资本项目交易自由化比例为 27.6%。经常项目自由兑换与资本项目自由兑换的合计数, 占成员国总数的比例达 78%, 实行资本交易限制和外汇管制

的国家 (IMF 第 14 条款成员国) 比例为 22%。在汇率制度方面, 90 年代以来国际货币汇率体系表现出更大的灵活性和自由浮动性, 实行自由浮动和有管理的浮动汇率制国家, 由 1991 年的 56 个上升到 1997 年的 99 个。即使少数实行固定汇率制的国家, 其汇率也在随世界经济形势的变化作不断的调整, 实际上目前严格地实行固定汇率制的国家基本上已不复存在。这些方面的变化和发展, 就为国际资本流动自由化奠定了制度条件。

2. 金融市场国际化发展为国际资本流动提供了更广阔的空间。

所谓金融市场国际化, 包括两层含义: 其一, 是指世界各国国内金融市场逐步取消或放松管制, 向世界开放, 为居民或非居民进入金融市场经营或融资提供了极大的便利; 其二, 是指离岸金融市场 (或境外金融市场) 的创立和发展, 真正体现了全球金融一体化的本质, 这是因为离岸金融市场是在境外设立的, 不受或较少受有关国家的金融管制和约束, 国际货币管理当局的管制力量也受到极大的削弱, 这样国际资本就可以突破地域限制, 实现全球自由的流动。离岸金融市场在 20 世纪 60 年代起源于伦敦的欧洲货币市场, 70 年代一些发展中国家和地区纷纷设立离岸金融市场, 80 年代美国和日本等发达国家相继批准国内开放国际金融业务。目前全球离岸金融市场已达 40 多个, 世界货币存量的 50% 通过离岸金融市场周转, 世界上约 20% 的私人财富投资于离岸金融中心, 银行资产的 22% 投资于离岸金融市场。随着全球经济一体化的发展, 离岸金融市场将会更加繁荣发达, 届时将会把国际资本流动自由化推进到一个更高的水平。

3. 金融创新和金融衍生工具的出现与广泛应用, 以及现代通讯技术的发展, 为国际资本流动自由化提供了物质基础。

由于在目前的国际货币体系下金融风险越来越大, 金融交易者在汇率、利率、股票、债券等传统的交易工具的基础

上,创造出了大量新的交易形式,如远期交易、期货交易、期权交易、互换交易和掉期交易等,以规避金融风险。目前国际金融市场上金融衍生工具已达 1200 多种,并且还在不断地创新和发展。金融衍生工具具有灵活性、适应性和多样性特点,并且多半没有现成的管制条例予以约束。同时,由于现代电子通讯技术的发展,金融运作手段已实现高科技化,全球金融交易联成一体,国际金融市场的流动性得到极大地提高,使得国际资本的跨国界交易更加迅速、自由和方便。

4. 国际经济组织的发展和国际经济协调能力的增强,为国际资本流动自由化创造了良好的国际环境。

为了适应世界经济的国际化、全球化和一体化发展的需要,第二次世界大战以来,国际经济组织发展较快,目前各类经济组织已超过 3000 个,其中官方组织 500 多个。这些国际经济组织的建立和发展,无疑为国际资本流动自由化创造了良好的条件。因为国际经济组织建立的基本动因,就是为了加强国际间的经济联系和合作。当今世界最大的全球多边经济贸易组织——世界贸易组织(WTO)成立的基本宗旨,就是为了推动世界贸易向自由化方向发展。国际货币基金组织(IMF)在其协定中,对消除外汇管制和实现货币可兑换问题,明确地作了专门的规定。国际货币基金组织协定第 1 条款第 4 节指出,国际货币基金组织的最基本目标是,“协助建立成员国之间经常项目交易的多边支付体系,并消除妨碍世界贸易发展的汇兑限制。”其他全球性国际经济组织也都对国际资本交易自由化发展作了具体的规定。显然,这些国际经济组织的建立和发展,有利于推动国际资本流动自由化发展。另一方面,随着全球性国际经济组织的发展,国际经济的协调能力不断地增强,这将有利于减少国际金融市场风险,促使国际资本在更大的程度上在国际间自由地流动和转移。

此外,在现代开放经济条件下,各国都在采取措施加快对外贸易和对外投资发展步伐,这无疑将会加速相关国际资本流动的自由化进程。不仅如此,其他类型的资本也会直接或间接地通过对外贸易和对外投资,绕过管制,在国际间自由地流动。比如,我国是对资本外流管制比较严格的国家之一,但是 20 世纪 90 年代以来,资本外流数额在不断地增加。据宋文兵估计,1997 年我国资本外流总值竟达 474.41 亿美元,而同期外债净流入和国外直接投资净额两项合计仅 477.91 亿美元,这其中大部分都是借对外贸易和对外投资之名转移出去的。所以,对外贸易和对外投资发展的结果,客观上加速了国际资本流动的自由化进程。

二、国际资本流动自由化的利弊:从金融危机的角度分析

关于国际资本流动自由化问题,近 20 年来一直是经济学家们关注的焦点之一。虽然经济学界主流观点认为,资本应该在全球范围内自由地流动,这样可以充分地利用市场竞争规律,促使资本利用效率提高和产生最大的经济效果。但是反对派却认为,国际资本自由流动不会带来任何有益的结果。美国经济学家巴格瓦蒂和罗德里克认为,由于预期等因素影响,没有证据表明国际资本自由流动会解决任何问题。墨西哥和东亚金融危机,特别是东亚金融危机发生后,人们对国际资本自由流动的积极意义更加怀疑,以致于要求加强

对国际资本流动管制的呼声日益增高。那么,国际资本流动自由化是否真的有害而无益呢?下面我们以东亚金融危机为例来对此进行分析。

1997 年 7 月始于泰国继而席卷东亚诸国的金融危机,至今仍对东亚经济乃至全球经济产生较大的影响。东亚国家为什么会发生金融危机呢?人们比较普遍的解释是:其一,国际游资的投机性活动,是造成东亚金融危机的直接的外在的原因,是此次金融危机的导火索;其二,国际资本过量的、不合理的流入和利用,是导致东亚金融危机的根本的内在的原因。按照这种解释,东亚金融危机与国际资本流动自由化有着密切的关系。

上述解释不能说没有一点道理,但是我们认为至少不是完全正确的。我们先来分析一下国际游资的冲击性影响。所谓国际游资只是国际短期资本流动的一部分,国际短期资本流动包括贸易资金流动、银行资金调拨、保值性流动、安全性流动和投机性流动,国际游资一般是指安全性流动和投机性流动,其中尤以投机性流动影响最大。国际投机性资本,目前一般表现形式是对冲基金,人们对对冲基金大多持否定态度,指责它是金融风险之源,特别是导致了东亚金融危机。那么,人们的指责是否有道理呢?根据易纲等人的研究,一般来说,对冲基金并不具有较其他机构投资者更不安全的特性。理由是,对冲基金相对地说规模较小;大部分对冲基金不用杠杆或所用的杠杆比例小;对冲基金信息匮乏;对冲基金倾向于负向反馈交易以求高利,因此反而可能是市场的稳定者;对冲基金的业绩好于其他机构投资者,能更有效地保护投资者的利益;对冲基金也会赔钱。至于对冲基金是否导致了 1997 年的东亚金融危机,答案也是否定的。因为对冲基金导致东亚金融危机可能来自于两个方面:一是对冲基金的大肆炒作,二是制造“羊群效应”。对此,易纲等人从理论和实证两方面进行了分析。他们的结论是,对冲基金的大肆炒作和“羊群效应”现象,在东亚金融危机中并没有十分突出的表现。可见,东亚金融危机的发生有其深刻的历史根源,绝非是索罗斯等对冲基金所能主宰的,对冲基金及其他国外机构投资者充其量不过利用了大势而已。

至于国际资本过量的、不合理的流入和利用,其责任不在于国际资本本身,而只能归咎于危机国国内金融经济政策和管理失当。开放本国国际金融市场,实现金融市场自由化本来无可厚非,可是在开放本国国际金融市场的同时,国内银行金融业也要作相应的改革,特别是投融资制度、货币制度和汇率制度的改革,并制定完备的金融法规,规范和引导金融市场协调、有序、健康地发展,而这些方面大多数东亚国家做得显然不够,从而造成了国内货币有效供给、本币币值稳定和国际收支平衡方面的困难。利用外资的目的是弥补国内资金不足,加速国内经济发展。可是许多危机国家却滥用外资,不仅利用外资结构不当,而且外资运用的流向不合理,以致于引进的短期外国资本比重过大,并被用于长期投资领域,以及用于证券市场、旅游业和房地产等部门投资,从而助长了泡沫经济的产生和膨胀。所有这些问题表面上看,与国际资本流动有一定的关系,但是严格地说,国际资本在其中并没有扮演决定性的角色。相反,从某种程度上说,正是由于危机国政府在国际资本利用中采取了不恰当的政策和

措施,扭曲或抑制了国际资本和国内资本的竞争性使用,从而降低了资本利用的效率,长此以往最终酿成了金融危机的悲剧。

事实上,金融危机爆发前,东亚经济经历了30多年的高速增长,这种持续的高速增长在世界经济发展史上是空前的,被堪称为“东亚奇迹”。东亚国家之所以会产生经济奇迹,原因固然是多方面的,但是国际资本在东亚经济发展中发挥了巨大的推动作用。国际资本流入不仅弥补了东亚地区经济发展中资本不足的缺口,促进了对外贸易发展和扩大了就业量,而且还推动了技术进步和产业结构升级。可以说,如果没有国际资本的大量流入,至少东亚国家的工业化不可能达到目前的水平。这是举世公认的事实。东亚金融危机之所以会发生,从一般意义上讲,是经济增长中的“病”使然。东亚国家在推行追赶型的高速增长战略过程中,普遍地存在三个问题:一是银行企业关系异化,为了追求高速度,政府不惜违背市场经济原则,不适当地干预银行和企业活动,对企业特别是大企业集团给予过多的关照,迫使银行向企业大举贷款,结果造成了企业经济效率下降,银行过度负债经营和大量不良金融资产的产生;二是经济结构扭曲,为了追求高速度,政府有意或无意地促使资本过度地向证券、旅游和房地产等容易产生泡沫经济的行业部门集中,为了推行出口导向战略,政府的产业政策过度向这方面倾斜,导致了资源过度向出口部门集中,这些都造成了经济结构扭曲,增加了金融危机的风险;三是技术创新不足,东亚国家一直以技术引进和模仿为主,在技术创新上没有取得突破性的进展,这就难以有效地推动产业结构不断升级和经济质量的全面改善。可见,东亚金融危机发生的根本原因,是由于东亚经济发展质量和效率不高造成的。早在东亚金融危机爆发之前,保罗·克鲁格曼就曾预言“东亚无奇迹”,他认为东亚国家以增加投入为主的低效率的增长方式,是不可能持续长久的。事实证明,他的论断是正确的。

总之,国际资本流动自由化与东亚金融危机没有必然的联系。在这次东亚金融危机中,国际资本充其量不过是起了“催生剂”作用。从经济增长的角度看,东亚国家要想完全摆脱金融危机的困境,最终还得要靠大量地利用国际资本来重新启动和加速经济增长。

三、国际资本流动自由化的机遇与挑战:中国的应对策略

如上所述,当今世界经济已进入全球一体化时代,国际资本流动自由化已是大势所趋。我们应当积极地适应这一潮流,充分有效地利用国际资本来为我国的现代化建设服务。国际资本流动自由化对我国来说,至少有两方面的积极意义:一是国际资本流动自由化为我国大举引进国际资本打开了方便之门,这对于我们这样的建设资金非常短缺的发展中国家来说,无疑是一个良好的机遇;另一是国际资本流动自由化将有利于推动我国的国内金融和经济体制改革,加快国内金融市场与国际金融市场接轨的步伐,提高金融效率和金融管理水平。当然,国际资本流动自由化,对我们来说,同时也是一场挑战。一方面,目前我国的金融体系还不健全,金融法规尚不完善,金融风险防范和金融监督调控能力也比较

弱,因此国际资本流动自由化可能会产生一些负面影响;另一方面,目前我国的微观经济组织效率总体上说仍然比较低,基本上属于一种粗放型经营的低效率增长方式,因此能否合理有效地大规模利用外资仍然是值得认真考虑的问题。所以,国际资本流动自由化,对于我们来说,既是一种机遇,又是一种挑战。

与国内资本相比,国际资本有其自身的特点。首先是国际资本具有高度的流动性,这是由国际资本的投机性、逐利性和避险性决定的。随着国际资本流动规模的不断扩大,国际资本结构调整步伐的加快,以及金融创新和大量金融衍生产品的产生,国际资本的流动性还在不断地增强。国际资本流动性增强必然会对国内金融和经济产生一定的周期性影响。其次是国际资本和国内资本具有一定的相关性,国际资本和国内资本是相对的,在一定的条件下可以相互转化;在开放经济条件下,国际资本价格和国内资本价格又是相互影响的。再次是国际资本流动对宏观经济政策有较大的影响,国际资本流动会通过影响一国的汇率、国际收支和国际储备,进而影响国内的货币供给、国内价格水平和国内需求水平,从而导致了维护内部均衡的货币政策和财政政策作相应的调整。最后是国际资本流动的风险较大,国际资本流动受各国的经济发展水平、国际收支状况、外汇管制状况、世界经济周期、世界经济集团化趋势、国内外金融市场发育程度及国际经济的政治化等多种因素影响,因而国际资本流动的经济风险(主要是汇率风险、利率风险和利润风险)和政治风险都比较大,这也是决定国际资本具有高度的流动性和不稳定性的重要原因之一。由于国际资本具有这些特点,所以在国际资本流动自由化的条件下,各国的金融和经济风险明显地增大了。可见,利用国际资本不仅仅是引进资本问题,而且还涉及到经济体制、经济运行机制和经济政策的相关性变革问题。这就要求我们在引进国际资本的同时,积极地搞好内外协调配套改革,以减少金融和经济风险,充分发挥国际资本在推动经济增长中的作用。

为了适应国际资本流动自由化的需要,充分、合理、有效地利用国际资本,在当前我国正处于经济体制转轨时期的特殊背景下,应当采取以下对策来防范金融风险,加快我国金融的国际化进程:

1. 改革金融体制,完善金融制度。

保罗·克鲁格曼(1998)曾撰文指出:“东南亚金融危机的根本原因不是汇率失调,而是坏的银行制度。”的确,金融制度不合理是导致东亚金融危机的主要原因之一。中国要避免出现类似东亚国家的问题,必须从根本上改革金融体制。针对当前中国金融体制中存在的问题,改革金融体制的核心是建立竞争性的金融组织体系,以提高整个银行金融业的活力和效率,这是防范金融风险的最基本的措施之一,也是我国金融体制改革能否取得突破性进展的重要标志之一。当前我国银行金融业活力和效率不高的主要原因是,金融组织体系结构不合理,四大国有商业银行几乎垄断了国内的金融业,加之国有商业银行内部经营机制不完善,所以银行金融业活力和效率不高就具有必然性。

为了改变上述状况,一方面必须加快国有商业银行经营管理体制改革,完善银行内部经营机制;另一方面必须改变

目前国有商业银行垄断国内金融业的格局,适当地发展非国有商业银行,如股份制银行和外资银行等,特别是发展外资银行。一般地说,外资银行的经营管理水平比较高,适当地发展外资银行有利于提高我国金融业的竞争水平和经营效率。目前我国已允许少数外资银行在上海、深圳等地设立分行并办理人民币业务,但是总体来说数量还有限,必须根据金融体制改革需要,适当地、有选择地放宽对外资银行进入和经营业务范围的限制,加速外资银行发展。此外,还要建立健全功能完备、竞争有序的金融市场,建立存款保险制度,完善金融法规,强化中央银行对金融的监管和调控能力。

2. 实行适当的汇率制度,保持适度的外汇储备。

适当的汇率制度对一国的经济发展和金融安全至关重要,因为汇率制度不仅直接影响汇率的变动趋势和国际收支平衡,而且还影响一国的国际储备、贸易条件、国际竞争力、国内物价水平和金融安全。因此,为了促进经济持续、协调、快速发展,必须实行适当的汇率制度。当前我国实行的是有管理的浮动汇率制度,在现阶段金融市场开放程度不高的情况下,实行这种汇率制度有其合理性。但是从长远看,由于全球金融国际化和自由化发展浪潮日甚,在这种背景下,我国的资本项目也必然要实行对外开放和自由化,只是时间早晚的问题,有管理的浮动汇率制显然不能适应这一发展形势。

根据约翰·威廉森和伯格斯坦(1983)的研究结果,汇率目标区制度是一种适当的汇率制度,因为这种汇率制度既可以避免固定汇率制的刚性缺点,又可以有效地发挥浮动汇率制的灵活性的优点。与有管理的浮动汇率制相比,汇率目标区制度不仅允许汇率波动的范围较大,而且汇率目标区本身还可以随着经济形势的变化相应地进行调整,所以中央银行干预外汇市场的灵活性较大,可以对国际资本的过度流动及时地作出反应,阻止投机性资本大规模的流动,保持汇率的相对稳定。可见,汇率目标区制度既保留了有管理的浮动汇率制的合理内核,又增强了汇率调控的灵活性、可操作性和有效性,因此它是我国汇率制度改革的基本方向。

实行适当的汇率制度只是为维持汇率相对稳定提供了可能性,要使可能变为现实,还必须有一定规模的外汇储备作为物质基础。一国持有的外汇储备多少,是该国干预外汇市场和维持汇率稳定的实力的重要表现。一国拥有雄厚的外汇储备,不仅为中央银行干预外汇市场提供了物质资产,而且还能够增强国外投资者对本币的信心,维护本币的信誉和币值稳定。但是外汇储备规模过大,又会增加国内货币供给量,影响国内的利率水平、物价水平和消费水平等,造成通货膨胀压力。因此,外汇储备规模既不能过小也不能过大,而应保持一个合理的规模。外汇储备就其作用来说,主要是用于维持国际收支平衡,干预外汇市场和维持汇率稳定,以及充当对外举债的保证。鉴于目前我国正处于金融和经济体制转轨时期,在金融和经济改革开放过程中会出现较多的不确定性和风险,所以我们认为应当按照“基本储备+风险性储备+调节性储备”这一结构,来确定我国的外汇储备规模较为适宜。

3. 改善对外资流动的管理方式,提高管理效果。

目前我国对外资流动的管理,主要采取的是行政性的硬性管理措施,东亚金融危机发生后,这一措施倾向于强化,并

且得到了国内理论界多数学者的赞同和支持。实际上,这种做法仍然是传统的计划经济体制下的行政化管理思维在现实中的表现和延续。从国际经验看,对外资流动实行行政性的硬性管制,不仅违背了国际资本流动自由化的世界经济发展潮流,而且更重要的是,在现代开放经济条件下,这种管制方式能否取得预期的效果是值得怀疑的。从实践中看,即使发生金融危机的国家,如菲律宾、印尼等,在危机初期为应付危机采取了一些硬性的资本管制措施,而当危机趋于缓和时则相继取消了硬性管制。在长期资本管理公司(LTCM)事件发生后,美国的许多人要求加强对长期资本管理公司(LTCM)这类对冲基金进行管制,格林斯潘在国会就长期资本管理公司(LTCM)筹资问题作证时,明确表示不同意对对冲基金实行直接管制。他认为,“我们所能做得最好的就是我们今天所做的,即通过管制基金的来源间接地管制它们。”事实表明,格林斯潘的做法对稳定美国乃至世界的金融和经济发挥了重要的作用。

但是,否认硬性管理不等于对外资流动实行放任自流政策,而是应该转变管理方式,实行以间接的经济性的软性管理方式,代替直接的行政性的硬性管理方式。做到既有效地调节外资流动,又不违背外资流动的市场运行规律。目前大多数实行资本交易自由化的国家在这方面都积累了丰富的经验,我们应该借鉴各国成功的经验,结合我国的金融和经济情况,总结出适合中国国情的间接管理模式,为我国的金融国际化和自由化发展创造条件。

此外,还要大力进行经济结构调整,特别是要实现产业结构、地区经济结构、技术结构、对外商品贸易结构、外资利用结构、金融结构和企业组织结构优化,提高经济发展的质量和效率,增强国家的综合经济实力和国际竞争力,以抵御世界金融和经济动荡的冲击,减少金融和经济风险。

总之,面对国际资本流动自由化浪潮,只要我们积极地采取措施,努力地创造条件,在经济结构调整、金融市场完善、宏观金融秩序稳定、汇率制度改革和外汇储备管理等方面卓有成效地做好工作,我们就能赢得应对国际资本流动自由化的主动权,变挑战为机遇,化消极因素为积极因素,充分发挥国际资本在促进我国经济发展中的作用。

注释:

张碧琼:《论国际资本流动自由化理论渊源与制度选择》,载《世界经济》,1999(1)。

张幼文:《世界经济学》,182~183页,上海,立信会计出版社,1999。

宋文兵:《中国的资本外逃问题研究:1987-1997》,载《经济研究》,1999(5)。

易纲、赵晓、江慧琴:《对冲基金·金融风险·金融监管》,载《国际经济评论》,1999(1-2)。

转引自史东明:《经济一体化下的金融安全》,56页,北京,中国经济出版社,1999。

(作者单位 厦门大学经济学系博士生 厦门 361005)

(责任编辑:陈永清)