

开放经济下的金融运行研究文库

国际资本流动的经济分析



Economic Analysis of International Capital Flow

陈雨露 著

中国金融出版社

《开放经济下的金融运行研究文库》

· 总 序 ·

改革、开放是建设具有中国特色社会主义的必由之路，是邓小平理论的核心。开放经济意味着将本国的商品市场、资本市场和劳务市场与国际接轨，充分发挥比较利益优势，参加日益深化的国际分工。曾经封闭过 30 多年的中国，经过 18 年以吸引外资、引进国外先进技术、设备和管理为中心的对外开放，经济体制顺利地由计划经济向市场经济转轨，经济结构迅速调整，稀缺资源的利用效率提高，中国经济迸发出勃勃生机，创造了举世瞩目的经济奇迹。

进入 20 世纪末，国际经济、金融格局出现了前所未有的剧变。百方七国首脑会议、欧洲经济货币联盟、北美自由贸易区、环太平洋地区经济首脑会议、东南亚经济合作联盟、南锥体经济联盟在国际贸易、金融活动中发挥着强劲的作用。经济发展区域化、经济制度多元化、经济政策协同化成为国际经济发展的显著特征。作为具有悠久历史和独特社会、政治、经济制度的大国，中国应该选择怎样的路径、怎样的方式切入国际经济，才能在多元化的世界中通过有效的能量交换，补充、壮大自己的实力，创造出独具中国特色的繁荣昌盛呢？

在现代货币经济下，形形色色的国际经济交往，最终必将通过国际金融来实现。微观层次上，国际金融是国际贸易、国际技术往来、国际劳务合作的结算和融资手段，体现为国际资本流量、流程、流速各具特色、气势磅礴、循环往复、遍布全球的资本流。宏观层次上，国际金融是各国政府政治、经济、外交政策所欲争夺的焦点，谁能将资本流适时、适量地引入本国，谁就获得了超越国界的巨额资源和能量，就可以在世纪竞争中把握先机，拥有发展的主动权和外部环境。如果发展中国家政府不能成功地将资本流引入本国，即使没有因国际资本流的席卷而损失本国资源，仅仅依靠本国的资源谋求经济发展，必然相对落后，最终成为先进国家以邻为壑的牺牲品，难逃“人为刀俎，我为鱼肉”的残酷命运。

建国以后，各高校、研究机构的学者们，几十年来对风云变幻的国际金融市场进行了坚持不懈、孜孜以求的探索，努力认识、把握国际金融活动规律，试图对关系我国生杀予夺大权的资本流因势利导，使我国在汹涌莫测的国际金融领域中趋利避害，为我国营造经济腾飞的外部环境。经过三代人艰苦卓绝的勤勉工作，我国国际金融研究的重要意义得到举国上下的一致认同。随着经济开放程度的加深、贸易和货币自由化速度的加快、国际贸易和国际资本流动的规模迅速扩张，国际收支结构发生了深刻的变革，我国外部经济的发展与均衡状况开始愈益深重地影响整个国民经济的均衡发展，实践也随之向理论界提出了更加深邃的课题。

内外均衡是 21 世纪中国经济和金融研究的重点之一。内部均衡是指通过控制总需求水平而使本国经济处于充分就业和通货稳定的状态；外部均衡是指通过控制总需求水平而使本国的国际收支处于平衡状态。当国际收支发展的规模已经足以影响内部经济和整个宏观经济均衡发展

时，内外均衡就成为一国宏观经济政策最重要的目标，当然也就是货币政策最重要的目标。鉴于 90 年代以来我国国际收支状况对宏观经济运行的显著影响，不少有识之士已经开始对内外均衡理论——机制——政策的研究，以实现我国金融研究向开放经济阶段的质的飞跃。但是这种研究无疑还处于起步阶段。中国人民大学财政金融学院充分发挥中青年学者的生机和学术潜力，1994 年开始在王传纶、周升业、陶湘教授的指导之下，由陈雨露等同志主持《国际金融与国内金融接合部问题》、《国际游资的经济影响》和《人民币汇率预测的数学模型》等课题的研究，从国际金融角度研究内外均衡的机制和货币对策。参加课题资料整理、分析和报告写作的同志还有：涂永红、卢卓雄、曹江波、周文和、罗颖、戚容容、杨颖、毛健、姜雪峰、周向勇等。

在课题研究基础上，陈雨露、涂永红和卢卓雄等同志，又花费了两年时间，陆续写成《开放经济下的金融运行研究文库》，融汇中外学者的研究之长，弘扬中国人民大学倡导的理论——机制——政策研究思路，注重历史分析和实证分析，努力拓展金融研究新视野。

中国金融出版社国际金融图书编辑部的张也男同志，以高度的社会责任感，不以商家利润为重，积极促成了本文库的出版，在此我们深表感谢。

主 编

1997 年 8 月

第一篇 总论

§ 1 国际资本流动含义的界定

§ 1.1 国际资本的范畴

一、国内资本与国际资本

国际资本是由国内资本转化而来的。资本，从本质上说，是无差异人类一般劳动成果的生成、凝结和节约。国内资本与国际资本没有本质的差别，二者没有不可逾越的鸿沟。

当国内资本与国际资本分开考察，而一国资本跨出“国界”时，就成为国际资本的一个组成部分，这样整个世界资本就被分为一个个国家的国内资本和由国内资本“流出”部分组成的国际资本两部分。国内资本被局限于各个主权国家，而国际资本则聚集在若干个国际金融中心，如伦敦、纽约、东京、法兰克福、香港、新加坡等。世界资本的流动分为三个领域：国内资本的流动，国内资本与国际资本的互相转化和国际资本间的流动，即国际资本在各个国际金融中心的流动。国内资本流动以信贷和财政收支两种方式进行，此外，证券直接融资规模也越来越大。国内资本与国际资本的互相流转为银行资本输出和产业的直接投资。国际资本间的流动主要表现为欧洲货币市场的资本移动。其中，国内资本与国际资本的互相转化如图 1—1 所示。

这样有四类国家：A 类国处于封闭型经济状态，基本上不与国际资本发生联系，或只发生少量联系，如六七十年代的中国；B 类国资本输出多而输入较少，为国际资本供应国，如中东国家及国际收支有长期巨额顺差的经济合作与发展组织（英文简称 OECD）国家，如日本、德国、瑞士等；C 类国资本输出少而输入多，为资本净流入国，如七、八十年代的拉美主要国家和八、九十年代的中国及东南亚国家；D 类国家既有资本输出，又有资本输入，输出入差额相对较小，这类国家是有相当规模经常项目赤字的 OECD 国家，如美国、英国等。

国内资本与国际资本之间的流动规模和方向取决于下列因素：

1. 经济发展程度。发达国家因为经济发展程度高，长期积累大量的剩余资本，可以大规模地输出资本；而发展中国家，要快速发展经济，力图早日赶上发达国家，国内资本相对不足，需大量输入资本。

2. 国际收支状况。一般地，经常项目出现巨额逆差，需要资本项目输入来弥补，经常项目出现巨额顺差，需要资本项目输出来平衡。但也有例外，如果一个国家是追求高速发展的发展中国家，即使有经常项目的顺差，仍然需要利用外国资本填补国内资金的“缺口”，而外汇顺差表现为外汇储备的增加，或其他偿债基金等。

3. 外汇管制状况。在严格外汇管制的国家，资本输出困难；在名义上取消外汇管制的国家，资本在国内、外流动自由。当今外汇管制在世界范围逐步放松的趋势下，国际资本流动的规模将进一步增大。

4. 世界经济周期。在世界性经济高涨时期，投资活跃，发达国家加紧资本输出，同时发达国家间资本对流也增加；而在世界经济处于衰退阶段，由于缺乏有利投资机会，发达国家间资本对流减少，“游资”增加。

5. 世界经济集团化趋势。在这一趋势之下，国际资本优先输入集团内部

资本相对缺乏的国家，而集团外国家得到资本的成本提高了。

6. 国内外金融市场的发育程度。特别是在国内金融市场发育完善，具有多种金融工具和投资手段，又有便利的投资场所的条件下，吸引外资流入的可能性就提高。

7. 国际经济的政治化影响。伴随前苏联和东欧的经济转轨，西方国家对这些地区国家的贷款承诺上升。例如，俄罗斯每年从国际货币基金组织获得的贷款就多达 50 亿美元。

以上七类因素影响了国内资本和国际资本的相互流转，影响了发达国家对国际资本的供应和国际资本的最终流向。

二、长期资本和短期资本

国际资本市场是指国际资本流动的范围。资本以其周转时间的长短，可分为长期资本和短期资本，前者周转时间超过一年，后者为一年或不足一年。短期资本在国际贸易往来中居多，其大量使用的是汇票。长期资本以各种有价证券，包括政府公债、公司债券和股票为代表。不论是汇票还是有价证券，都可以转化为货币和货币资本。长期资本除有价证券外，还有银行的其他长期资产，主要是长期贷款。

（一）国际短期资本市场

短期资本是指周转期在一年以内的资本，活跃于国际短期资本市场。在国际短期资本市场上，短期资本的流动是大量的，以各种外币为基础的国际间、银行间、银行与非银行间、银行与政府间以及政府间的资本往来，绝大多数是以短期债券和信贷方式进行的。

国际短期资本市场是经营短期资金借贷的市场，所以其性质属于货币市场，具体分为：

1. 银行短期信贷市场

银行短期信贷市场主要包括对外国工商企业的信贷和银行同业间拆放市场。前者是通过国家对外贸易银行（或进出口银行）为支持本国出口商对外国进口商的赊销而对本国出口商，或直接对外国进口商及其他工商企业发放的短期贷款，以解决企业流动资金的需要；后者是境外银行间，或境外银行与境内银行间，或经营国际业务的境内银行间为平衡一定时间的资金头寸（capital position），调节其资金余缺的需要。其中，银行同业间拆放市场处于重要地位。

伦敦银行同业拆放市场是典型的拆放市场。它的参加者为英国的商业银行、票据交换银行、海外银行和外国银行等。银行间拆放业务，一部分通过经纪人（Money Broker）进行，一部分则在银行之间直接进行。银行同业拆放，无需提供抵押品，每笔拆放金额最低为 25 万英镑，多至几百万英镑，拆放期限以日拆至 3 个月期为主。伦敦同业拆放利率（LIBOR）有两个价：一是贷款利率；一是存款利率。二者一般相差 0.25 - 15.25%，前者为存款利率，后者为贷款利率。LIBOR 已成为制定国际贷款利率的基础，国际贷款利率大都在 LIBOR 的基础再加半厘至 1 厘多的附加利率（Spread or margin）。

银行同业拆放市场，除伦敦同业拆放市场外，还有香港同业拆放市场和新加坡同业拆放市场，它们的利率分别为 HIBOR 和 SI - BOR。

2. 贴现市场

贴现市场（Discount Market）是经营贴现业务的短期资金市场。贴现是银行通过票面额扣除自贴现日至到期日前一日的利息，而买进未到期票据的业

务活动。贴现市场由贴现行(Discount House)、商业票据行(Commercial Paper House)、商业银行和中央银行组成。贴现交易的对象,除了政府短期债券外,主要是商业承兑汇票、银行承兑汇票和其他商业票据。贴现市场上的私人金融机构为取得资金的再融通,还可以持短期票据向中央银行办理再贴现。

伦敦贴现市场在伦敦短期资金市场中占有特别重要的地位。11家贴现行除向商业银行拆放短期款项,往往是一天的日拆或通知放款(Money at Call)外,还向其他商业银行提供短期资金,进行买入票据业务,从中赚取利率差额。

3. 短期票据市场

短期票据市场是进行短期信用票据的市场,在这个市场进行交易的短期信用票据有:

(1)国库券。国库券(Treasury Bills)是西方国家政府为满足季节性财政需要而发行的短期政府债券。在美国,国库券分为3个月、6个月和1年3种,以3个月为多。美国的国库券是一种不标明利息的债券,采取按票面金额以折扣方式用投标(Auction)方式进行发行,偿还时按票面金额偿还。国库券是美国证券市场上信用最好、流动性最强、交易量最大的手段。它不仅是美国人而且是外国政府、银行和个人的重要投资对象。

(2)商业票据。商业票据是一些大工商企业和银行控股公司为筹措短期资金以信用方式、发行的、有固定到期日的短期借款票据,利率水平一般低于银行优惠利率,稍高于国库券利率。在美国证券市场上,商业票据每天的交易量可达数10亿美元。

(3)银行承兑汇票。银行承兑汇票(Bank Acceptance Bills)主要是进出口商签发的、经银行背书承兑保证到期付款的汇票。期限以90天为多,面值无限制。银行承兑汇票,除可在承兑银行贴现外,还可在二级市场上买卖。

(4)定期存款单。定期存款单1961年出现于纽约,它是商业银行和金融机构吸收大额定期存款而发给存款者的存款单。这种存款单不记名并可在市场上自由出售,其面值数十、数百、数万美元不等,利率浮动。目前,在美国,存款单市场是仅次于国库券市场的第二大短期证券市场。

伦敦短期资金市场与纽约短期资金市场是交易量最大的短期资金市场。除当地的金融机构和工商企业在市场上进行交易外,巨额的短期资金还从两国的其他城市和世界其他金融中心通过银行网的存款关系流入这两个市场;同时,在该市场上也有相当数量的短期资金,通过全世界密布的银行网,贷放到两国的其他各地和全世界其他金融中心。伦敦和纽约短期资本市场上的利息率差异,必然会引起资金在欧美以至全球的移动调拨,从而引起全球的利率水平变化。由此可见,美国、英国以及其他主要工业发达国家的资本市场的作用和影响,不仅限于一国之内,而且具有国际意义,它们是名副其实的国际金融市场。

(二) 国际长期资本市场

国际短期资本市场其性质属于货币市场,国际长期资本市场才是真正的资本市场。资本市场是经营期限在一年以上的借贷资本的市场,大体可分为:

1. 中长期国际贷款市场

(1)银行中长期贷款市场。银行中长期贷款主要用于外国企业固定资本投资的资金需要。银行中长期贷款的一般条件有: 借贷双方需签订贷款协议。该协议详细规定了同贷款有关的重要事项; 由借款人所属国家的官方机构

提供担保；一笔金额较大、期限又较长的贷款，往往由数个国家的多家银行组成银团共同提供，一般称为辛迪加贷款（Syndicated Loan）；贷款利率通常是浮动利率；贷款人除收取贷款利息外，还要收取管理费、代理费、杂费和承担费等多种费用，成本较高；贷款的偿还。对于一笔金额较大、期限较长的贷款，在整个贷款期内，往往确定一个不还本而只付息的宽限期（Grace Period），宽限期开始后开始还本。一般每半年等额还本和付息一次，对于期限较短的中期贷款，也可到期一次偿还。

银行中长期贷款又分为欧洲商业银行的中长期欧洲货币贷款和国内私人银行的中长期本币贷款。

(2) 国际金融组织贷款市场。国际货币基金组织的贷款。国际货币基金组织利用会员国缴纳的份额（Quota），向会员国的借款及信托基金，向会员国及前苏联、东欧国家发放贷款。国际货币基金发放贷款的特点有：A 贷款的对象，只限于会员国政府。90 年代因西方国家对俄罗斯经济私有化改革的支持，而对俄罗斯发放巨额贷款；B 贷款的用途，限于弥补因经常项目收支而发生的国际收支的暂时不平衡；C 贷款的规模，与会员国在国际货币基金缴纳的份额成正比；D 贷款采取以会员国的本国货币“购买”（Purchase）外汇的形式。世界银行集团的贷款。世界银行利用会员国缴纳的股本，在国际金融市场（主要是日本、美国、德国、瑞士）利用发行债券及债权转让筹措借款，和其他金融机构一起联合对外发放或自行发放期限较长、利率浮动的项目贷款，以及承做对私人投资、贷款的保证业务。国际开发协会“对落后国家给予条件较宽、期限较长、负担较轻，并可用部分当地货币偿还的贷款。贷款用于电力、交通、运输、水利、港口建设之类的公共工程部门，以及农业、文化教育建设方面。贷款期限 50 年，宽限期 10 年。在名义上贷款免收利息，但要收 0.75% 的手续费，是一种优惠性低利息贷款。国际金融公司与私人投资者一起为会员国的私人企业提供没有政府担保的风险资本贷款，促进私人资本的国际流动。贷款的对象主要是亚、非、拉美的不发达国家。巴西、土耳其、南斯拉夫和韩国得到的贷款和投资为最多。1993 财政年度，世行集团对借款国的贷款总额达 236.959 亿美元，其中对最贫困国家的援助贷款为 99.566 亿美元。亚洲开发银行的贷款。亚洲开发银行利用所筹集的普通基金、开发基金、特别基金，为成员国发放贷款和提供技术援助。亚行的贷款分为硬贷款、软贷款和赠款三类。硬贷款利率浮动，期限 10—30 年；软贷款不收利息，只收 1% 的手续费，期限 40 年；赠款用于技术援助。

(3) 政府贷款市场。政府贷款是一种双边优惠贷款。日本于 1979 年为我国提供第一期对华贷款，折合约 10 亿美元，年利率 3%，偿还期 30 年，主要是用于铁路和港口建设。至目前，日本已对我国发放四期政府贷款，贷款额逐期增加。另外，西欧一些国家相继给予我国贷款，如比利时、丹麦、前西德、意大利等国。这种贷款分为技术援助贷款和财政贷款。前者为无息贷款，后者为低息贷款。我国也对非洲一些发展中国家提供政府贷款。

(4) 出口信贷市场。出口信贷是一种对外贸易中长期信贷，是西方国家为支持和扩大本国大型设备的出口，加强国际竞争能力，以对本国出口给予利息补贴并提供担保的方法，鼓励本国的银行对本国出口商或外国进口商（或其银行）提供利率较低的贷款，以解决本国出口商资金周转的困难，或满足国外进口商对本国出口商支付贷款需要的一种融资方式。它是一种国际信贷，属于国际资本流动的范畴。

2. 国际证券市场

国际证券市场是国际股票市场和国际债券市场的统称，是国际资本市场的重要组成部分，也是中长期国际信贷市场以外最重要的长期资本市场，是跨国公司、跨国银行、政府机构以及国际金融组织重要的筹资与投资场所。在当今国际融资日益证券化的趋势下，国际证券市场的地位愈来愈重要。

(1) 国际股票市场。股票是股份制企业（或公司）筹集资金的重要途径，是聚集社会和民间资金为其发展业务的重要手段。股票的筹资者与投资者的关系如图 1—2 所示。

登记式股票是在股票交易所转让流通的。股票交易所是国际化的，任何国家的经济实体和个人都可以委托交易所的经纪人做股票交易。大公司股票成为国际投资的对象。这就形成国际股票市场。国际股票市场大致分为以下三种情况：

第一种情况，国内的股份公司在国内市场发行股票，上市股票除被国内投资者购买外，还被国际投资者所购买，那么，国内股票市场就具有国际股票市场性质。

第二种情况，国内股份企业在其他国家或地区发行以所在国或地区货币计值的股票，如中国股份制企业在美国发行 N 股，在香港发行 H 股，就属于此类情况。

第三种情况，国内合资企业在第三国发行以外国货币计值的“欧洲”股票。假如，韩美合资企业（韩方控股）需要增加美元资金，可美国当时实行资本项目管制，对资本输出实行限制，那么该企业不能从美国发行股票筹资，而转向欧洲货币资本（如伦敦）发行的美元计值股票，这对欧洲货币市场就是一个国际股票市场。

(2) 国际债券市场。债券和股票同属有价证券，但债券有偿还期，且筹资者不限于股份公司，债券的筹资者和投资者的关系如图 1—3 所示。

当筹资者跨越国界发行债券，或本国债券被非本国居民购买，就形成国际债券市场。和国际股票市场一样，国际债券市场也分三种类型：

国际化的国内债券市场。即国内的政府债券、企业债券或金融债券，部分被非本国居民即外国投资者所购买，债券的需求方扩大到国际范围，成为国际间交易的手段。例如，美国的政府债券市场、英国的“金边”债券市场，就具有这种性质。

外国债券市场，也就是传统意义上的国际债券市场。外国债券是一国筹资者到境外另一个国家以当地货币发行的债券。这实际上是一国从另一国借入该国资金，利用外资的一种方式。典型的外国债券是外国人到美国境内发行的美元债券，称为“扬基债券”（Yankee Bond）。到国际市场上发行外国债券的筹资者主要有：各国工商企业、金融机构、中央银行及政府所属机构、国际金融组织等。外国债券的利率高低主要取决于两个因素：一是债券发行者资信的好坏；二是各国尤其是发行所在国利率水平高低。选择利率水平较低的时期发行外国债券是重要的时机选择。除了利息外，发行外国债券需要支付许多费用，所以总成本是较高的。

欧洲债券市场，是新型的国际债券市场。欧洲债券是指一国政府当局、公司企业或银行等金融机构同时在多个国家或地区发行以欧洲货币为面值的

国际债券。欧洲债券市场以欧洲美元债券为起点，也以欧洲美元债券为主。欧洲债券的利率水平取决于多种因素：债券发行者的资信高低、国际资金市场的供求关系和利率水平以及货币的“软”、“硬”等。按利率支付方式的不同，欧洲债券有固定利率债券和浮动利率债券两种。欧洲债券市场以其特有的优势显示出广阔的发展前景。

以上是按照资本的周转时间长短，把国际资本市场分为国际短期资本市场和国际长期资本市场。另外，从货币资本周转的空间角度，可以把国际资本市场分为：第一，国际货币的境内市场，如在美国的美元市场，在英国的英镑市场；第二，国际货币的境外市场，即欧洲货币市场，如在英国的美元市场；第三，离岸市场，它实际上是欧洲货币市场的延伸。这三类市场都蕴含着广泛的内容。例如，欧洲货币市场，既是一个货币市场，又是一个资本市场；既包括信贷市场，又包括证券市场；既包括短期信贷，又包括中长期信贷；既有短期票据市场，又有中长期的债券和股票市场。国际货币的境内市场亦是如此。

离岸市场所不同的是它所具有的一些特定功能：(1)名义中心（Paper Center）。这种市场集中在中美洲各地，如开曼、巴哈马等，不经营具体的融资业务，只从事借贷投资等业务的转帐或注册事务手续，是一个簿记中心，是理想的逃税乐土。(2)基金中心。主要吸收游资，然后贷放给本地区的资金需求者，例如以新加坡为中心的亚洲美元市场即属此类。(3)收放中心。与基金中心功能相反，主要是筹集本地区的多余境外货币，然后贷放给世界各地的资金需求者，例如巴林，吸收中东石油美元，然后贷放给世界各地资金需求者。

§ 1.2 国际资本流动的含义分析

国际资本，从其表现形式分为商业资本、产业资本和银行金融资本，尤以金融资本为主。国际资本流动的载体分别为商品、技术和资金，国际资本流动就表现为商品输出（或输入）、技术转让（或引进）、以及银行资本输出（或输入）三方面的内容。因为国际资本的实质是国内储蓄的“流出”，所以从国内资本和国际资本的相互关系角度看，国际资本流动又可分为国内资本与国际资本的相互转化和国际资本在各个国际金融中心的移动两个方面。资本在各个国际金融中心的移动表面上似乎与国内资本流动没有关系，但实际上两者也是密不可分的。在整个世界资本运动中，国内资本流动是根本原因和动力，带动了国际资本的移动，也决定了国际资本流动的方向和规模；反过来，国际资本流动也会对国内资本流动带来一定的影响。世界资本的流动方向可用图 1 - 4 来表示。

以往考察国际资本流动，往往从商品资本和货币资本的角度，从国际分工、国际贸易的角度进行，这对于国际资本流动的历史考察是有益的。但是，对于当今金融日益全球一体化的时代，再从以往的角度来考察，恐怕很难透视国际资本流动的内在规律和一般特点。

若从国内资本流动和国际资本流动的关系的角度分析，国际资本流动具有双重的特性：既有作为国内资本流动的延伸，与国内资本流动相互依存、相互转化的特性；又有国际资本流动作为一个独立的金融范畴而相对独立运

动的特性，有着自身运动的特点和规律。

（一）作为国内资本流动延伸的国际资本流动

国际资本来源于国内资本，国内资本是国际资本的出发点和最终回归点，国内资本的供给和需求，决定了国际资本的供给和需求，引致了国际资本的流动（供给流动和需求流动），使国际金融市场各个国际金融中心的利率和国内金融资本的利率趋于一致。所以，国际资本流动首先表现出与国内资本流动的不可分割性，二者息息相关。

1. 发达国家对国际资本的供给与需求

发达国家扮演了国际资本的主要供给者的角色，尽管某些国家在某些时候也会对国际资本产生一定规模的需求。发达国家经济发达的一个重要表现是其资本发达，这是资本主义国家几百年资本积累的结果。“一战”前的英国，“二战”后的美国，六、七十年代后的德国、日本及瑞士都是重要的国际资本供给国。发达国家对国际资本的供给包括银行资本、国家资本、企业资本和社会资本四种形式，它们各自有着不同的运动规律。

(1) 银行资本的对外贷款。银行贷款受利率驱使，投向利率较高的地方，但对银行的借款希望在利率较低的时候，这是一般规律。银行资本对外输出，一方面是资本“过剩”的缘故；另一方面，当国内资金供给大于需求时，会引起利率的下降，若资金需求的利率弹性很大，从而会刺激投资，扩大对资金的需求，利率下降到资金的供求恢复均衡为止。如果是这样，国内“过剩”的资本会被国内资本市场所吸收，这种国内资本市场的自动调节机制就会使发达国家不会有“过剩”的资本，不会对国际资本产生供给。而问题是，在开放的资本市场和金融自由化的条件下，国内过剩资本的输出，阻止了均衡利率的继续下降，抑制了对国内资本的需求，从而使这部分资本真正成为过剩的资本，就表现为银行资本对外贷款。但是，银行资本的对外输出不是无限的，当资本输出扩大到国内资本市场资金供求力量对比使国内利率保持在一个较高的水平，不仅抑制了国内投资，同时因高利率而使本市的高汇率阻碍出口时，国家就会采取限制资本输出的措施。反之，如果不会带来这些方面的影响，那么资本输出就是自由的。

以上分析是基于市场力量使国内利率和本币汇率升高，从而抑制投资，使出口受阻。这种情况往往是因为国内利率水平相对于国内产业利润率而言有些偏高，但对世界平均利率水平仍有些偏低，资本输出仍有扩大的趋势，国家才采取限制资本输出的措施。但是在某些时候，发达国家也会采取高利率伴以高汇率（本币汇率）的政策。使国内利率水平明显高于世界平均利率水平，吸引国际资本向本国移动，这就会产生对国际资本的需求。

(2) 政府贷款与借款。这种贷款分为技术援助贷款和财政贷款，出口信贷也具有这种性质。政府贷款是一种政治性贷款，同时受本国财政收支和国际收支状况的影响。当财政收支和国际收支比较好时，政府贷款及捐赠会扩大；当本国财政收支和国际收支紧张时，就会通过“贷款协议”直接向外国政府借款，或通过发行国债，向本国居民或非本国居民借款，当国债被外国投资者购买时，实际上是对国际资本的需求。

另外，值得一提的是，发达国家对国际金融组织，如国际货币基金组织、世界银行及亚洲开发银行等，以股本、捐赠或债券融资等方式，提供了大量的国际资本，从而使上述组织成为国际资本的重要集散地。这对国际贸易、国际金融及国际经济的稳定与发展起到了一定的作用。

(3)企业资本输出。企业资本即产业资本，产业资本的输出来自于战后跨国公司的巨大发展。跨国公司以直接投资和购股的方式输出资本。“二战”后，马克思曾指出的那种工业国与农业国为基础的国际分工形式发生了变化，出现了“资本密集型”和“劳动密集型”产业的新形式，发达国家将技术水平低、耗费资源、耗费人力、产量低、利润小、环境污染严重的产业转移到发展中国家。跨国公司输出资本是由下列因素决定的：劳动生产率相同条件下劳动力价格高低的比较；国内资本的“过剩”程度；原材料对工业制造的重要性；本币汇价是否有利；对环境的污染；国家的鼓励政策。

发达国家向发展中国家的产业资本输出很少，主要是发达国家间的相互资本输出。

(4)社会资本的投资。社会资本在国际间流动较为复杂，而且往往是由于不同国家的利率和汇率的差异直接造成的。发达国家有时制定限制资本流出、鼓励资本流入的政策；有的国家在有些时候制定措施，限制资本流入、鼓励资本流出。而现在发达国家和发展中国家对资本流动大多采取放松管制的措施，有些发展中国家仍对资本输出实行严格管制。

2. 发展中国家对国际资本的需求与供给

将发展中国家国际资本流动的特点简单地归结为只对国际资本的单纯需求，就像将发达国家资本流动的特点归纳为只对国际资本的单纯供给一样，都是片面的。发达国家除了对国际资本的供给外，也还有需求；发展中国家除了对国际资本的需求外，也还有供给。不过，发达国家国际资本供给是主要的，发展中国家国际资本需求却是主要的。

发展中国家在取得民族独立和国家主权后，要想在尽可能短的时间内缩短与发达国家的差距，必须要有比发达国家高得多的经济增长速度，在国内资本的历史积累和现期积累有限的情况下，势必借入外资弥补国内资金的缺口。由此决定了发展中国家对国际资本需求的长期性和巨额性。所以说发展中国家对国际资本的需求性是其主要特征。

发展中国家对国际资本需求与供给，分以下几种情况：

(1)战后五六十年代，社会主义阵营接受前苏联的支援，资本主义阵营接受美国的支援。

(2)70年代，亚洲及拉美国家积极利用外资。

(3)80年代后，情况比较复杂，表现为：拉美债务国资本（包括还外债本息）流出规模激增；亚洲“四小龙”对亚太发展中国家的资本输出；中国、东盟及印度等国家大量利用外资；非洲一些国家接受传统宗主国或友好国家的资本，比如法国、中国等；前苏联、东欧地区国家，依赖西方国家及国际金融机构的资本；中东石油输出国“石油美元”的输出。

（二）国际资本在各个国际金融中心间的移动

国际资本在各个国际金融中心间的迅速移动，已成为当今国际经济和金融领域最重要的现象。

从国际资本移动的机理分析，有以下特征：

1. 国际资本在欧美之间的移动，成为主要的渠道。这是以这些地区发达的国内与国际金融市场、庞大的经济规模、金融管制的放宽与自由化、银行的国际化为基础，以及欧美之间的资金互补需求的牵引而造成的。

2. 发达国家，特别是美国的金融政策成为推动这种移动的主要动力。当

美国推行紧张或宽松的经济与货币政策时，就会牵引着国际资本向美国输入或从美国输出。而德国、英国及日本的货币政策，会对欧、亚洲局部国际金融市场产生影响。

3. 国际资本移动对利率和汇率的变化特别敏感。由于利率的变化，即使是细微的变动，都会引起该地区国际证券市场行市的起伏，吸引资本在该地区的进出。由于汇价的变化，特别是主要货币间比价的变动，造成国际外汇市场汇价的失衡，使得国际投机资本对某种货币的大量抛补。国际资本就在不断替换的载体工具和货币形态中进行快速移动。而德、美、日三国利率水平的调整和三国货币间比价的变动成为国际资本移动的最主要的指示器。

4. 由于金融创新、金融衍生产品的出现与广泛应用，使国际资本移动更加便利。这在最大限度地满足各方交易者各种不同的交易要求的同时，使国际金融交易达到空前的规模，国际资本日益“虚拟化”，在金融自由化的大趋势下，不可避免地引起经常性金融动荡。

5. 欧洲货币市场、亚洲货币市场和新兴离岸市场的发展，使国际资本移动进一步跨越了地区的限制和有关国际货币管理当局的管制。资本跳出“国”界，成为名副其实的国际资本，国际资本流动成为一种相对独立的经济现象，有其自身内在的规律与特点。

6. 世界性经济扩张或衰退，对国际资本的流动产生影响。当世界经济处于衰退阶段时，大量的产业资本溢出，成为虚拟资本，加入到国际资本的行列，国际资本到处寻找可投机的对象。而世界经济处于扩张阶段，又会使部分国际资本转化为国内资本。这可能减少国际资本移动的规模，但会使移动的速度加快。

7. 国际资本除了在欧、美（北美）间流动外，还在拉美和亚洲市场游荡，这对这些地区和国家的外汇市场和国内金融市场，直至货币制度产生激烈的冲击。这是发展中国家应该警惕的。

§ 2 国际资本流动理论评析

汇率决定理论、国际收支调节理论和国际通货膨胀理论并列为国际金融的三大理论，也是现代国际金融学说的基本内容。国际资本流动虽然没有被作为一个专门的领域进行系统的理论分析，然而，关于国际资本流动的论述却贯彻于这三大理论之中，在未来的国际金融学说之中，国际资本流动理论将会是重要的一页。

§ 2.1 早期的国际资本流动理论

早期国际金融学说，包括从重商主义到古典政治经济学这段时期内的国际金融学说，从时间上看，大约是从 17 世纪或更早一些的时间即 16 世纪下半期，到 19 世纪前半期。由于在这段时期内，各国通用的是贵金属货币，而金属货币，既是国内货币，又是世界货币，所以早期国际金融学说也可以被认为是早期货币金融学说。那时，国际金融问题通常和货币问题结合在一起。同时，国际资本流动的理论是把贵金属货币是否作为一种国际间流通的手段，从而对国际收支产生什么样的影响，作为考察结果，提出两种截然对立的货币金融学说，即货币中心论和货币数量论。

（一）重商主义的货币中心论

重商主义者是资本主义社会的最初解释者。他们把货币当作至高无上的主宰，其理论与政策主张也围绕着货币这一中心而展开。他们把货币看作是财富的唯一形态，认为财富的性质就是金银，从而把货币与金银混为一谈。货币的多寡是衡量国家富裕程度的标准。国家要致富，就必须增加货币。因而主张贵金属货币单向地向国内流动，这是重商主义者的共同观点。

1. 货币差额论和贸易差额论

重商主义者认为，获得货币财富的真正源泉是发展对外贸易。国内商业虽有益处，但它只不过是使一部分人获利而另一部分人亏损，并没有增加一国的财富，它既不能使国家致富，也不能使国家贫困，只有对外贸易才是国家获取货币财富的真正源泉，因为商人可以通过对外贸易将商品输出国外，换回金银，从而增加国内的货币存量。基于此，他们指出：国家为了致富和防止贫困，必须发展对外贸易；在对外贸易中，则必须遵守多卖少买，多收入少支出的原则，以求得对外贸易顺差。但是，在如何保持顺差，从而增加货币的问题上，他们存在着分歧，因而有早时的货币差额论和晚时的贸易差额论之分。

从 15 世纪到 16 世纪中叶，即早时重商主义时期，商品生产还不够发达，对外贸易还没有得到充分的发展，因此早时重商主义者为了扩大货币存量，将多卖少买这一公式绝对化，尤其强调少买或不买。他们采取各种手段，吸收和保存国内所需的金银数量，主张国家采取行政措施，通过立法途径来增加货币财富。他们在主张设法吸收国外货币的同时，禁止输出金银。在早时重商主义者中，英国的约翰·海尔斯是货币差额论的重要代表人物。他认为，在对外贸易中为了保持贸易顺差，应注意不要向外国人购买超过他们自己国家向外国买人的东西，要设法将货币保留在国内。因此，他既反对从外国输入商品，又反对初级产品的输出，他认为前者只会引起货币的外流，因而要求对某些产品进口课以沉重的关税，以利于本国商品的竞争。至于后者，他

说，输出的初级产品经外国加工后再以高价输入，这样不仅卖出的商品便宜，买进的工业品贵，使货币外流，而且还剥夺了国内的生计。马林斯是货币差额论的另一个坚持者，他支持政府对货币的管制，主张禁止金银块的出口，以便将货币保留在国内。

从16世纪下半期到17世纪是晚时重商主义时期。贸易差额论为其代表，比早时重商主义大大前进了一步。晚时重商主义所坚持的基本原则是扩大商品输出，限制商品输入。发展贸易成为这一时期的经济政策。他们主张通过调节商品的运动，达到积累货币财富的目的。这就是著名的“货币产生贸易，贸易增加货币，货币只有在不断的运动中才能不断增多”的思想。这样，国家就不应禁止货币输出，而应允许将货币输出国外以便扩大对外国商品的购买。但是他们仍然要求在对外贸易中保持出超的原则，奖出限入成为这一时期的重要任务，尤其是奖励工业制成品的出口和原料的进口，反对奢侈品进口和原料的出口。托马斯·孟提出了总贸易差额的理论，认为应把个别贸易差额同总贸易差额区别开来。在某一时期内，对个别国家的贸易逆差是可以允许的，只要总的贸易差额保持顺差就可以了。

2. 关于非贸易收支和转移支付的论述

托马斯·孟指出，导致一个国家贵金属货币流出的，除了贸易收支外，还包括“海关人员未予留意而记入帐内的因素。”如：(1)旅客费用；(2)送给大使和外国人的礼物；(3)走私货物；(4)利息。保险收益；(5)汇往国外的钱；(6)外国的捐赠；(7)进出口货物的运费、保险费、利润等。这些项目都会涉及到贵金属货币的流动，(2)、(3)、(5)、(6)四项是转移支付；而(1)、(4)、(7)等是非贸易收支。

3. 关于资本项目的论述

晚时重商主义者只是略有触及资本项目。他们主张输出货币，认为货币输出和商品输出一样有利，二者都是增加财富的一种手段。由于他们把资本和货币等同起来，所以他们主张货币输出实际上就是主张资本输出。

他们主张把货币（资本）输出到国外。无非是向外国提供贷款，通过利息得到更多的货币（资本），从而达到扩大货币存量的目的。关于主张资本输出的原因，晚时重商主义者是从反面加以论证的。他们指出，如果像货币差额论者所主张的那样，把货币保留在国内，使国内货币过多，反而会引起物价的上涨，商品输出下降。这样把货币保留在国内，既不能使国家增多货币，也不能防止现金的输出，结果只会断送一场贸易。

（二）古典政治经济学的货币数量说

大卫·休谟（1711 - 1776）是英国古典政治经济学主要代表人物之一，作为工业资本的代言人，对英国政府所实行的保护贸易政策进行激烈的抨击，并从生产领域到流通领域论证了自由贸易的必要，批评了重商主义者的贸易差额论。

1. 货币积存的论述

休谟认为，货币只是一种交换工具，它是使贸易的齿轮转动更加平滑自如的润滑油。如果单就一个国家来考察，货币量的多寡是无关紧要的，缺乏钱币本身决不会对任何国家造成损害，因为只有人和物才是社会的真实力量。这样，休谟把货币当作一种交换媒介，一种流通的手段，而不是当作财富的唯一代表，从货币职能的角度为其自由贸易、货币（资本）自由流动的理论奠定了基础。

2. “价格——现金流动机制”理论

休漠把货币数量说运用到国际货币(资本)流动和国际收支方面的分析。提出了著名的“价格——现金流动机制”。他认为,只要世界各国相互保持贸易关系,则一国的对外贸易的货币收支差额之有余或不足将自动调节,使各国的贵金属出现均衡分配。但这种均衡分配,不是绝对数量的平均分配,而是指各国所拥有的货币同各自的商品和劳动数量以及工业和技艺发展水平之间所保持的比例大致相同。

休漠的国际贵金属移动的价格调节机制可以简单地描述为下述过程(图2—1表示)。

休漠认为,一国贸易逆差使该国汇率下跌。当汇率跌至铸币的输出点以下时,就会引起国际黄金流动,这会国内货币数量的减少,物价和收入下跌,从而纠正贸易逆差。

§ 2.2 从 19 世纪后期至 20 世纪 30 年代的国际资本流动理论

19 世纪后半期至 20 世纪 30 年代的西方国际金融学说是在继承休漠、李嘉图等人理论的基础上的进一步发展。研究重点除了较多地讨论汇率、国际收支问题外,资本的国际流动也成为此期间比较重要的研究对象。因为这几十年是金本位制逐渐崩溃和不兑换纸币制度被各国所接受的时期;是经历了“一战”前的经济增长,然后是“一战”后几年经济相对稳定,直到 1929 年爆发资本主义经济危机的时期;这几十年也正是资本主义由自由竞争阶段向垄断阶段过渡和垄断资本主义确立的时期,资本输出成为这一时期资本主义经济的特征之一。同资本输出联系在一起的若干问题,如国际资本流动的机制,国际债务清偿能力,国际资本流动和经济周期的关系,也就成为西方经济学界关心的问题,马克思、列宁、俄林、金德伯格等人对资本的国际流动都作了比较深入的研究。

(一) 马克思对国际资本流动的研究

马克思在《资本论》和其他著作中,对 19 世纪五六十年代某些资产阶级经济学家的国际金融观点进行了细致的剖析,并发表了自己的论点。

1. 世界货币流动的二重性分析

马克思指出,金银在各国间的流动是二重的。一方面,金银从产地分散到整个世界市场,在不同程度上被不同的国家所吸收,以便进入国内流通渠道,补偿磨损了的铸币,供给奢侈品的材料,并最后凝固为贮藏货币,另一方面,贵金属不断往返于不同国家的流通领域之间,这是一种随汇率的不断变化而产生的运动。

2. 贵金属流动分析与对通货学派的评论

在马克思看来,国际收支中的支付差额和贸易差额是两个不同的概念,不能把它们混同起来。贸易差额是国与国之间进行商品贸易和互相抵偿后,必须用货币支付的余额;支付差额是国与国之间进行国际收支结算后,必须用货币偿付的余额。在国际收支平衡表中,贸易差额只是支付差额中一个组成部分,因为支付差额除了包括贸易差额外,还包括其他方面的收入和支出,包括虽是过去成交的贸易,但在一定时期内到期的贸易差额。这就有可能产生这样一种情况:从贸易差额看,是逆差,但从支付差额看,是顺差。例如,

就当时英国的情况看，一方面，从国外获得了大量收入，这包括：从殖民地收入了大量贡赋，如从印度每年就可以收入约 500 万英镑；从英国在国外开设的银行中取回的股息；从英国所拥有的外国债券中所取得的利息；在国外开办企业所取得的利润等等；另一方面，从英国流向外国的金额，包括对外国人持有的英国有价证券的利息、股息支出，英国人居留外国所需要的消费支出等，与收入相比，是微不足道的。收入大大多于支出，是顺差。这样就产生了贵金属（资本）在国际间流动与商品在国际间流动的非同步性和非均衡性，从而对汇率造成双重影响的情况。从支付差额看，对英镑汇率有利；但从贸易差额来看，在一个时期内，英镑汇率可能处于不利的地位。

当一国出现贸易差额时，常产生贵金属的流进与流出。但贵金属的流动还可能是和商品交易无关的贵金属本身输入和输出的表现。马克思认为，对贵金属在各国间的流进和流出，首先必须区分这样两种情况：一种是贵金属从其产地流入其他各国，把这个追加额分配于这些国家。这种分配的结果，是贵金属的绝对增加。它们除了补偿这些国家磨损掉的铸币外，还会增加流通中需要扩大的货币量，增加银行的贵金属准备和满足奢侈品的消费，另一种则是在不生产贵金属国家之间的运动。贵金属在这两种形式上的运动，是互相交错在一起的。贵金属在不生产贵金属的各国之间的不断运动，使每个国家时而输出贵金属，时而输入贵金属。人们通常是把贵金属出口和进口的差额理解为贵金属的流出或流入：如果出口超过进口，就是流出；反之，就是流入。贵金属的流出和流入，一方面是和商品交易有一定联系：贵金属的流动，在大多数情况下总是对外贸易状况变化的象征；另一方面，金银的流动，还可能是和商品交易无关的贵金属本身输入和输出比较的表现。例如，向国外投资、借贷给别国都会引起贵金属的输出，但却与商品交易无关。

马克思认为，一个国家贵金属流入和流出的情况，大体上可用该国中央银行金属准备金的增加和减少来测量。这就是说，人们往往把中央银行金属准备的增加或减少当成是贵金属流入或流出的尺度。但是银行的金属储备，并不完全以贵金属的流入或流出为转移。因为金属储备的增减取决于贵金属的流出入量与国内流通量及制作奢侈品所用量的变化的比较。因此，纯粹以银行的金属准备的数量，作为测量贵金属流出还是流入的尺度，并不完全准确。通货学派把金的流入同流通手段的膨胀、流出和流通手段的收缩看成一回事，认为通货充斥会驱逐金，通货缺少会吸收金。马克思指出，这种观点完全错了。

3. 马克思论中央银行在调节贵金属流动中的作用

从中央银行贵金属准备的用途中可以看到影响中央银行贵金属准备的因素。马克思指出，这种准备有三个方面的用途：“作为国际支付的准备金，也就是作为世界货币的准备金”，这种准备金受到国际支付差额的影响；“作为时而扩大时而收缩的国内金属流通的准备金”，这种准备金受流通扩大或收缩的影响；“作为支付存款和兑换银行券的准备金”。这种准备金有双重影响。如果发行银行券来代替流通中的金属货币，那么，用于国内流通中的准备金就不必要了，这部分贵金属就会长期流往国外。如果为了支付存款和兑换银行券，必须保持最低限额的贵金属准备。总之，凡是能够影响上述三点中任何一点的，都会影响到银行的贵金属准备。

如果贵金属的这种流出以较大规模和较长时间继续下去，中央银行的准备金就会减少。为了制止这种流出，中央银行就会采取保护措施，主要是提

高利息率。在贵金属大量流出时。对借贷资本的需求会大大超过它的供给，利息率会由此而提高。中央银行为适应这种情况，把贴现率提高，并使之成为市场上通行的利息率。

利息率提高会对汇率产生影响。因为，利息率提高后，第一，使有价证券价格下跌，这一方面会吸引外资到英国市场大量购买有价证券；另一方面会促使持有外国证券的英国人，把这些证券送到它们的价格还维持原状的国外市场去；第二，促使贵金属进口商进口金银，并在国内作为借贷资本贷款；第三，推动英国商人积极结清外国的欠债。如此等等，足以改变不利的汇兑率，制止或减少贵金属的外流。

4. 马克思关于国际信用危机的论述

首先，马克思从一国的范围，分析了黄金外流和信用危机的关系。

马克思认为，黄金外流并不是信用危机的原因，而且也不是每次贵金属外流都同信用危机结合在一起；不过，如果贵金属外流是在产业周期的紧迫间发生的，就可能促使信用危机的爆发。

从产业周期来看，贵金属的流入占有优势通常是在危机过后的萧条阶段和发展阶段，因为这两个阶段上的汇率较为有利，这时的贵金属流入只能作为过剩的借贷资本存在，因而直接导致利息率的下降，促使经济的复苏和繁荣。

另一方面，在危机的前夜，虚假的繁荣是单靠信用维持的，因而对借贷资本有极强的需求，利息率至少要提高到平均水平。同时，贵金属的不断大量输出却会发生，这种情况意味着借贷资本被不断地大量抽走，它必然直接影响利息率的进一步提高。但利息率的提高还不会限制信用的扩大，反而会发生过度信用膨胀，这正是危机来临的预兆。所以，只有在这个时期，贵金属外流才会促使信用危机的爆发。因为国内对借贷资本的需求剧烈增加，另一方面，银行准备金由于贵金属外流而减少，结果引起普遍的恐慌，提存增加，信用收缩，这样，不仅会提高贴现率，甚至会停止贴现，于是信用动摇了，接踵而来的是危机。……在信用已经发生动摇的情况下，尽管和流通中的全部金量相比，只有一个微不足道的金量流出，但也会促使信用危机的爆发。

马克思还认为，现实的全面危机总是在贵金属流入超过输出时爆发的，这已为多次危机所证实。金的外流通常是国外贸易状况恶化的象征，这种变化又是预示各种常态的发展将面临危机的前兆。资本主义整个机体的这种过程现象，正是信用制度和银行过度发展的必然结果。马克思认为：正是信用制度和银行制度的发展，一方面迫使所有货币资本为生产服务（也就是说，使所有货币收入转化为资本），另一方面又在周期的一定阶段，贵金属准备减少到最低限度，使它不再执行它应执行的职能。而在资本主义生产还不发达的阶段，或者不是在产业周期的危机阶段，因为金的储备量大于金的流出量，相对而言，就不会发生上述那样的影响。

在产业周期危机阶段，信用主义转变为货币主义是必然的现象。资本主义财富体现在金银货币上。因此，财富这个社会存在，就表现为和社会财富的现实要素相独立和相对立的东西，一切个人的财富，只有通过货币作媒介，才能实现为社会财富。在一切都顺利进行时，货币是被人忘记了的，特别是信用制度的发展，更把货币的位置取而代之。这时，产品的货币形式只不过是一种转瞬即逝的观念上的东西。但是，一旦信用发生动摇，一切现实的财

富都必定突然地转化为现实的货币，转化为金和银。虽然这是一种基础的要求，但它都是由资本主义制度本身产生的。

马克思认为，国际信用使一切国家（少数例外）都有可能先后卷入危机，资本主义世界贸易和国际市场，也是建立在信用制度基础上的。国际商业信用和资本信用，则在国际范围内造成虚假的需求和虚假的繁荣，促使一切国家都有可能过度进口和出口，从而发生生产过剩。马克思说，“在普遍危机的时刻，支付差额对每个国家来说，至少对每个商业发达的国家来说，都是逆差”。这种情况。像走马灯一样，按照支付顺序。先后在这些国家发生。有一个国家爆发危机，就会缩短这个支付序列的通常年限，造成各国一个接一个地卷入危机，发生同样的崩溃。因此，贵金属外流现象，会在一切国家依次发生。这个普遍现象表明，贵金属的流出只是危机的现象，而不是危机的原因。因此，贵金属在不同国家发生的流出顺序，就是这些国家在什么时候发生危机的信息。

总之，根据马克思的观点，不论在一国内还是在国际间，信用危机和货币危机都只是生产过剩的表现，而不是它的原因。信用只能加速或延缓危机，但不能把危机消灭。马克思在《资本论》中有关国际金融问题的原述，为我们研究在贵金属流通条件下的资本国际流动提供了有价值的线索。

（二）列宁关于国际资本流动的观点

列宁是把国际资本流动作为帝国主义社会或垄断的资本主义社会的五大基本特征之一加以论述的。

1. 关于国际资本流动状况的分析

列宁认为，自由竞争占完全统治地位的资本主义的特征是商品输出，垄断占统治地位的资本主义的特征是资本输出。资本输出在资本主义自由竞争时期已经出现，但当时还只是少量的、个别的现象。资本输出大大发展起来，成为资本主义国家必然具有的一个特征，则是在资本主义进入垄断阶段以后。垄断使少数最富的国家产生了大量的“过剩资本”，造成资本输出的必要。资本输出的前提是“过剩资本”的存在。

列宁认为，资本输出有两种基本形式。一种是生产资本的输出，即由垄断直接投资，在国外开办工矿企业、建筑铁路或者低价收买其他国家中已有的各种企业；另一种是借贷资本的输出，即由政府或私人垄断积极出面贷款给外国政府和企业。

列宁指出，资本输出主要是涌向经济落后的国家，特别是殖民地半殖民地国家，因为那里资本少，地价较贱，工资低，原料多。因而主要帝国主义国家资本输出的地区分布与它们各自的殖民地分布有很大关系。尤其是英国的殖民地领土最多，非洲、美洲、亚洲都有，英国资本的大量输出，同大量的殖民地有最密切的联系。法国的国外投资主要是在欧洲：首先是俄国，并且多半是借贷资本即公债，而不是对工业企业的投资。列宁也指出，资本不仅输出到殖民地，而且也输出到其他帝国主义国家。

2. 关于资本输出条件的分析

列宁提到资本输出的条件有两个：一是少数资本主义国家国内过剩资本的存在；二是落后国家具有发展资本主义的可能性。对第二点，列宁认为，随着资本主义在全世界的扩张，经济落后国家的自然经济基础遭到破坏，发展资本主义的必要条件逐步形成，这就使资本输出到这些国家成为可能。列宁指出，“其所以有资本输出的可能，是因为许多落后的国家已经卷入世界

资本主义的流通范围，主要的铁路线已经建成或已经开始兴建，发展工业的起码条件已有保证等”。

对于过剩资本存在这一条件，列宁首先批判了这样一种观点，即认为资本主义社会是可以不存在资本过剩的，因为本来可以有許多地方进行投资，例如可以用来改进农业落后状况，用来提高本国劳动人民的生活水平。列宁指出，“这样一来，资本主义就不成其为资本主义了”。这是因为，在列宁看来，工农业发展不平衡和民众的半饥半饱的生活水平，正是资本主义生产方式存在的必要条件。同时，资本家投资是为了赚取利润，资本只会投到有利可图的地方，而决不会不顾利润来提高人民生活。所以，资本“过剩”并不是绝对的，而是对有利可图的投资而言的。

列宁认为攫取不到垄断利润的资本就是过剩的资本，这种资本之所以不投在垄断资本主义国家的非垄断的资本主义领域，而要输出到落后国家，其原因就在于落后国家的利润率、利息率，都比垄断资本主义国家中一般利润率和利息率要高，说到底，就是资本主义国家中一般的利润率，随着资本主义发展有下降的趋势，因此，列宁的资本输出理论，在逻辑上是以资本主义利润率有下降趋势的理论为前提的。

3. 列宁关于资本输出的性质和结果的分析

列宁认为，资本输出不论采取哪一种形式，都是帝国主义国家金融寡头剥削和奴役国外人民的一种手段。他指出，在第一次世界大战前夜，仅美、法、德三国的国外投资总额已达 1750 - 2000 亿法郎，若按 5% 的低利率计算，每年收入就有 80 - 100 亿法郎。这就是帝国主义压迫和剥削世界上大多数民族和国家的坚实基础，这就是极少数最富国家的资本主义寄生性的坚实基础。

资本输出在经济上带来的后果主要有以下几点：

(1) 资本输出会在某种程度上引起输出国发展上的一些停滞。

列宁认为，垄断资本主义国家为了获取高额垄断利润，把大量资本输出国外，使国内的投资相对减少，这就势必引起国内经济发展的某些停滞。垄断资本主义国家经济发展的速度和资本输出的多少有密切关系，资本输出愈多的国家，其国内经济发展的速度就愈慢，因此，各国资本输出的程度不同，势必加剧它们之间经济发展的不平衡。

(2) 资本输出总要影响到输入资本国家的资本主义发展，大大加速那里的资本主义发展。

资本输出对殖民地半殖民地国家原有的封建经济（有的地区还有奴隶制经济）会起很大的分解作用。它破坏了自给自足的自然经济的基础，破坏了城市手工业和农民家庭手工业，使大量农民和手工业者破产。自然经济的破坏，给资本主义造成了商品市场，而大量农民和手工业者的破产，又给资本主义造成了劳动力市场，这就为这些国家资本主义的发展造成了某些客观条件和可能，促进了这些国家资本主义经济的发展。

（三）俄林的国际资本移动理论

伯尔蒂尔·俄林（1899 - 1979）是瑞典著名经济学家，1977 年获诺贝尔经济学奖。国际贸易和国际资本移动理论被认为是他的创造性贡献。

1. 短期国际资本流动和黄金流动

俄林论述了两个因素所引起的短期国际资本的移动，即汇率的变动所引起的短期国际资本移动和利率的变动所引起的短期国际资本移动。

在金本位制度下，假定出现了某种失调，使对外汇的需求超过了供给，从而使汇率提高了。这时外国中央银行或私人银行就会提取它们在金融中心（伦敦或纽约）所拥有的活期存款，从而增加外汇的供给，使汇率降到它的金平价水平。当汇率低而预期会上涨时，外汇商就会购入这种外汇，从而增加对它的需求，使汇率回升到它的金平价水平。

以上是汇率在输金点上下限内波动的情况。如果汇率的波动超过了输金点的上限或下限，就会发生黄金流动。

至于利率的变动引起短期资本的移动，俄林认为，产生国际收支逆差的趋势，几乎总是和货币市场上银根紧缩的情况结合在一起的。这部分地是由于这样一种事实：外汇的出售消化了一部分现存的信贷，银行又不愿意在这时给予信贷。然而，当信贷的供给依这种方式减少时，需求却常常增加了。于是必然引起市场利率上升，国外流动存款金额流入这个国家，这就使外汇市场上的供给与需求达到平衡，国际收支逆差得到好转。

但俄林说，利率的上升还以另一种方式导致资本的转移，即国际有价证券（特别是那些在主要的证券交易所挂牌的证券）国内看跌。较高的货币利率便产生一种直接的影响，使得以借钱来持有证券变得愈加困难和成本高昂，结果职业商人把这种证券送往国外，因为那里的行市还没有相应贬值，这样，资本流入这个国家。

至于黄金流动的作用，俄林认为：黄金外流导致信用紧缩和利率的提高，这又导致短期资本的流入。由于国际间的黄金流动是促使外汇市场得到平衡的机制的一部分，它们所起的作用与流动存款余额所起的作用相同，但它们通常到后期才发生作用。

俄林把自己对黄金流动作用的观点归纳为以下四点：

(1)在大多数场合上，国际间黄金的流动并不是平衡机制的一部分。

(2)在信用额和购买力方面（传统观点认为是黄金流动），至少在一定的程度下，是通过其他方式（如通过流动存款余额和外汇储备的变化等）更快更多地造成的；在任何黄金流动之前，在购买力方面就已经出现了开始变动的趋势。

(3)黄金流动是否影响和在多大程度上影响了中央银行的信用政策，从而造成购买力的次级转移是不确定的。大量的黄金流动并没有导致信用结构同比例增加，在某些场合根本没有导致企业交易的任何增加。

(4)黄金流动与其说是影响中央银行的信用政策的有效因素，倒不如说是黄金储备恢复到被认为是可取的或正常的百分比的因素。

2. 国际资本流动的货币机制

俄林是这样论述货币机制问题的。

首先，在商品和劳务转移之前，先有货币的转移。先看看借款国实际的货币机制。比如，通过一笔贷款，A国获得了1亿美元的B国货币，首先用6000万美元购买B国货物。其中4000万美元的B国外汇由借款人卖给A国的中央银行，后者用4000万美元的A国货币支付，中央银行增加了自己的外汇储备；在支付过程中发放出更多的钞票，或增加了可以由它的顾客支配的存款。这时，信用数额就立即增加了4000万美元。然而，购买力的增加还不限于此，它还通过流动资本和货币收入流动的增加而增加。这种较大的信用数额增加的后果是：一旦第二级的效果开始，购买力提高的数额就大得多。

这4000万美元是用来购买国内市场货物的。不论是通过利用闲置的生产

要素，还是利用没有闲置的生产要素（它们的价格已上涨）来生产这种货物，制造这些货物的厂商收入都会增加。增加的收入中，一部分用来购买国际市场的货物，从而创造了贸易入超和对外汇的需求；另一部分用来购买国内市场的货物，从而使这些货物的生产者的收入增加了。后者又利用其中一部分来购买外国货物，使贸易入超进一步增加。比如在一年内，购买力的增加总额会远远超过信用的扩大，如果把借款数量称作购买力的“原始”增加，那么购买力的进一步增加可以称为“次级”的增加。

然而，A 国的购买力还会增加，这里所说的购买力的增加是由于信用扩大而产生的。首先，A 国外汇储备增加。A 国中央银行开始发现它的外汇储备大得无此必要，因而采取比较宽的信用政策，使得信用扩大。其次，国内市场生产者需求的增加也可以导致信用的扩大。

至于 B 国，将会出现相反的情况。由于资本的流出，B 国的购买力会直接或间接地受到影响，从而逐步下降。

3. 国际资本流动对贸易条件变化的影响

俄林认为，伴随着资本的国际流动，借贷双方的贸易条件都会发生相应的变化。一般说，借款国 A 由于生产要素价格和商品价格都上涨，贷款国 B 由于生产要素价格和商品价格都下降，所以，A 国出口货物与 B 国出口货物的贸易条件变得对 A 国有利 A 国的收入水平将上升 B 国的收入水平将下降。

价格变动的这种方向，即 A 国出口商品价格上升，B 国出口商品价格下降，可以从供给方面的变动予以解释。假定 A、B 两国对彼此的出口货物的总的需求没有改变。在 A 国，当生产要素被吸引到国内市场各工业部门时，各出口部门的产量下降了，因此，A 国出口商品的价格就会上升；在 B 国，当生产要素流出国内市场各部门时，出口商品的供给倾向于增加，因此，B 国出口商品的价格将趋于下降。

至于价格变动的大小，俄林认为取决于两国的需求弹性。如果需求弹性较大，价格变动就小。但俄林认为，如果就一国的全部出口货物来看，外国的需求具有高度的弹性，从而国际贸易条件改变的趋势只是在例外情况下才是较显著的。

俄林认为，借款国出口商品价格的变动，从而贸易条件的变动取决于需求弹性、要素供给的状况和劳动力的流动性等所组成的条件。

与贷款国（B 国）相比，贸易条件的变动是否一定有利于 A 国是不能肯定的。这是因为，尽管作为一个整体来看，需求从别国的生产要素转移到 A 国的生产要素，但是从局部来看，A 国出口部门的生产要素的价格不一定上升，从而出口商品价格也不一定上升。B 国出口部门的生产要素的价格不一定下降，从而出口商品的价格也不一定下降。肯定上升的只有 A 国国内市场商品价格，肯定下降的只有 B 国国内市场商品价格。

在一个发达国家，并不需要把生产要素从下降的工业部门（出口部门）中吸引出来。而重新调整只意味着把新的资本、劳动、自然资源投在国内市场部分中。这样一种重新调整必然引起各部门间生产要素的相对价格和商品相对价格的变化。首先，出口部门以及与国外商品竞争的国内市场部分中大量使用的那种生产要素的价格相对于国内市场部分大量使用的另一种生产要素的价格将下降；国内市场商品价格相对于出口部门商品价格和与外国商品竞争的国内部门商品来说就会上升。其次，即使是同一种生产要素，国内市场部门所付出的价格也会高于出口部门或与外国商品竞争的国内市场部门所

付出的价格。

生产要素和商品的相对价格之所以有以上的变动，是因为生产要素缺乏流动性，特别是固定资产（如厂房和机器）要从一种用途转入另一种用途是相当困难的。然而，随着时间的推移，生产要素总会慢慢地从边际生产率低的行业流向边际生产率高的行业。因而生产因素的相对价格以及商品的相对价格有退回到两国借款以前的相对地位的趋势。

俄林指出，国内市场部门生产要素价格的上涨与商品价格的上涨不一定是同步的。更有可能的是，商品价格的上涨快于生产要素价格的上涨。

俄林还对国际资本流动以后资本输出国的重新调整，即 B 国的重新调整过程进行分析。他认为，总的说来，资本输出国的重新调整过程差不多恰恰同资本输入国相反；出口各部门的生产将会扩大，国内市场部门的生产将会减少，与国外商品生产的国内市场部门的生产处于中立。它的产量比对它的消费而言，有所增加，一部分用来代替来自为国的进口品。但是，重新调整过程中所遇到的困难，在贷款国（B 国），要比借款国（A 国）大得多，这主要是由于工资刚性的存在。

（四）金德伯格的国际短期资本流动理论

查尔斯·普尔·金德伯格是美国著名的国际经济学家，他 1937 年出版的《国际短期资本流动》一书被认为是 20 世纪 30 年代西方国家金融理论研究中的名著之一。

1. 国际短期资本流动对货币供给的影响

金德伯格分三步研究了国际短期资本流动对输入国和输出国货币供给的影响。首先他在严格限定的条件下研究了它的直接影响和继发性影响，然后再放宽假设条件，比较现实地研究它的影响。

（1）国际短期资本流动对货币供给的直接影响

金德伯格做了以下几项假定：国际间的资金流动限于商品的进出口的需要；实行固定汇率制；有 A、B 两国，B 国的进口大于出口，A 国出口大于进口；B 国支付 A 国时不借入短期资金。在这些假设的条件下，他按国际短期资本流动所用的信用工具，分三种情况考察了它对 A、B 两国货币供给的影响。

第一种情况：B 国对 A 国的支付用外国货币进行。这对于两国的名义国民收入都有影响。比如说，假定 B 国进口商提取在 A 国的存款，支付给 A 国出口商，这时，A 国的总货币供给不变，产业流通领域内的货币供给增加，金融流通领域内的货币供给减少，货币流通速度加快，经济膨胀（即名义国民收入上升）。假定 B 国进口商减少活期存款以购买 B 国银行在 A 国的存款，那么 B 国的货币供给将减少。假定 B 国进口商对 A 国出口商的支付是通过 A 国银行在 B 国银行的存款增加进行的，这时 B 国的货币供给量不变，一部分货币由产业流通转入金融流通，对国内经济有收缩作用，而由于 B 国的一部分存款所有权由本国手中转移到外国人手中，B 国的收入流通速度将下降；在 A 国，因出口商把外国货币卖给银行，取得本国货币，对国民收入和货币供给也都有直接影响。

第二种情况：B 国对 A 国的支付用外汇进行。这种情况不会同时影响两国的名义国民收入。例如，B 国进口商向 A 国出口商开出一张 90 天到期的票据，如果 A 国出口商用此票据向银行贴现，则 A 国货币供给增加，国民收入膨胀。如果 A 国银行持有此票据直至到期，B 国的货币供给不受影响。’只

有当票据到期了，B 国进口商实际支付给票据持有人票面载明的款项时，B 国的国民收入才会收缩。可见，A 国的膨胀和 B 国的收缩之间有时间差。

第三种情况：B 国对 A 国的支付通过国外投资进行。这时 A、B 两国的经济将发生如下变动：例如，B 国进口商在 A 国市场卖出证券，以收入支付 A 国出口商，A、B 两国的货币供给可以不受影响，但名义国民收入有可能变动。这是因为，当 B 国进口商在 B 国购买能够在 A 国卖出的证券时，资金由产业流通转入金融流通；而当 B 国进口商在 A 国卖出证券时，资金又由金融流通转入产业流通。这一买进和卖出的结果，将引起 B 国的收缩和 A 国的膨胀。

金德伯格认为：经过上述讨论，虽然还无法得出国际短期资本流动时流入国和流出国的货币供给的确切影响，但有理由认为，短期资本的流入国（即 A 国）通过增加它在国外的短期净资产或减少它在国外的短期净负债，经济将膨胀；反之，短期资本的流出国（即 B 国）通过增加它在国外的短期净负债或减少它在国外的短期净资产，经济将收缩。

(2) 国际短期资本流动对流出国和流入国的货币供给的继发性影响

金德伯格指出，国际短期资本的流出或流入会减少或增加银行体系的储备，并通过乘数作用影响货币供给。这就是他所说的继发性影响。这种影响的大小取决于法定储备率的高低：储备率高，则对货币供给的影响小；储备率低，则对货币供给的影响大。

可以仍假定有 A、B 两国，A 国有贸易顺差，B 国有贸易逆差，B 国不借入短期资金。如果 A 国实行金汇兑本位制，银行把取得的外国货币或外汇卖给中央银行，银行的储备增加，贷款意愿增强，货币供给增加。在这种情况下，短期资本的流入对货币供给的作用与黄金流入的作用完全相同。如果 A 国实行的是非金汇兑本位制，那么，银行持有的外汇可以被视为次级储备，A 国的贸易顺差使其银行持有的外汇增加。假定银行把次级储备存于实行金本位制的国家，由于它们随时可以兑换为黄金，所以膨胀的程度将更大。

至于 B 国，虽然会发生继发性收缩，但收缩的幅度要比 A 国的继发性膨胀小得多。这是因为，B 国的一级储备不一定减少，收缩的规模也就不会太大。金德伯格还指出，由于物价和生产要素报酬有刚性，收缩实际上是困难的。

在国际短期资本流动的直接影响下，A 国的膨胀和 B 国的收缩是对称的。然而就继发性影响而言，两者是非对称的：A 国的膨胀大于 B 国的收缩。金德伯格认为，除了法定储备率之外，还有两个因素会影响继发性作用的大小：

现存的和预期的利润率。银行储备增加之后，货币供给增加，贷款的供给也增加，但这时不一定发生继发性膨胀。要发生继发性膨胀，还必须有贷款的需求。决定贷款需求的是利润率。中央银行的信用政策。政策手段包括公开市场业务、劝告、贴现率等。中央银行可以根据国内经济发展的需要运用适当的政策手段来抵消短期资本流动对国内经济的影响。中央银行甚至可以采取措施来完全抵消国际短期资本流动或黄金流动引起的收缩和膨胀效应。例如，当黄金流出美国时，银行储备流失，联邦储备系统可以买入政府债券，使银行的储备恢复到原来的水平，阻止收缩作用的产生。又如中央银行可以通过贴现率的升降来影响现期和预期的利润率，影响对贷款的需求，进而又影响膨胀和收缩作用的大小。

(3) 国际短期资本流动对流入国和流出国货币供给的影响的进一步分析

在进行以上的分析时，金德伯格假定资金的国际移动仅限于商品进出口

的需要，即这时只存在平衡型的短期资本流动。在此基础上，金德伯格进一步分析了同时存在平衡型、投机型和收入型短期资本流动时的情况。他作出如下假定：B 国进口商可以借入短期资金；A、B 两国的中央银行运用信用政策维持汇率的稳定；不存在黄金流动；中央银行有能力操纵利率；银行仅保有少量储备。在这些假定下，他研究了国际短期资本流动对 A、B 两国货币供给的影响，并得出以下几点结论：

第一，如果 A 国向 B 国提供商业信贷，或 A 国向 B 国开出由 A 国持有的票据，那么 A 国的货币供给不变，B 国的货币供给也不变。国际短期资本流动对货币供给的直接影响或继发性影响都不存在。当 B 国进口商积聚资金，以便到期偿还贷款时，B 国的收入流通速度下降。

第二，如果 A 国增加在 B 国的存款或投资，那么，A 国发生初始膨胀（即国际短期资本流动的直接影响）。如果 A 国商业银行把在国外的资产当作次级储备，那就会发生继发性膨胀；在 B 国，虽然在存款所有权转移时货币供给量不变，但货币的交易速度和流通速度将下降。如果 A 国把资金存于 B 国中央银行，B 国银行储备流失，那将发生继发性收缩。如果 A 国银行卖出国外的短期资本，那么在外汇市场上，B 国货币的供给增加，从而 B 国汇率下降，A 国汇率上升。当 B 国中央银行提高贴现率，以加强本国货币在外汇市场的地位时，也会发生继发性收缩。

第三，当 A 国汇率上升时，A 国投机者预期一旦 B 国贸易收支相抵为盈，B 国货币汇率将上升，便会购入 B 国货币。原来 A 国银行购入出口商的外汇时，由于储备增加，货币供给也会增加，现在，它把外汇卖给了投机者，于是货币供给不会增加得那么多。但无论如何，产业流通中已经增加了的货币供给是不会减少的，所以初始膨胀的效果不变。如果投机者借款购买外汇，那么总货币供给不会减少。当 A 国中央银行降低贴现率时，A 国发生继发性膨胀。

第四，如果 A 国中央银行买入外汇，那么在固定汇率制度下，A 国银行的储备增加，它将发生初始膨胀和继发性膨胀。

2. 国际短期资本流动和国际收支调节

(1) 汇率的变动成为国际收支调节的主要手段

金德伯格认为，在汇率自由浮动的纸币制度下，黄金流动和国际短期资本流动不一定能发挥作用，汇率的变动成为国际收支调节的主要手段。比如说，有 A、B 两国，它们的国际收支原先是平衡的。现在 A 国从 B 国借入一笔长期资金，并假定 A 国不在 B 国花费所借款项。A 国借入这笔资金后，国际收支有顺差，B 国借出这笔资金后，国际收支有逆差。当 B 国贷款者卖出本国货币，购入 A 国货币，以支付给 A 国借款者时，在外汇市场上，B 国货币供给增加，B 国货币汇率下降，B 国国内产品的价格相对下降，进口产品的价格则相对上升。在对外贸易品的需求有一定弹性的条件下，B 国进口会减少，出口会增加，于是 B 国贸易收支出现顺差，它的国际收支恢复平衡。相反，A 国货币升值，进口增加，出口减少，贸易收支逆差，它的国际收支也将恢复平衡。在这里，A、B 两国对外贸易品的需求弹性越小，那么 B 国的货币汇率下降和 A 国货币汇率上升的幅度就应当越大，只有这样，才能使它们恢复国际收支平衡。

(2) 国际短期资本流动的影响

金德伯格指出，在金本位和固定汇率制度下，如果仅用黄金的流动和汇

率的变动来解释国际收支的调节问题，那就太简单了。这时必须考虑国际短期资本流动的影响。金德伯格的分析表明，在固定汇率的纸币制度下，国际短期资本流动能够完成对国际长期资本借贷所引起的国际收支不平衡的调节任务，而根本不需要黄金的输出入和汇率的变动。可以举一个例子，假如有A、B两国，它们的国际收支都是平衡的。A国从B国借入长期资本，A国有国际收支顺差。在A、B两国实际固定汇率制的情况下，在A国，如果中央银行把外汇储备存入外国的中央银行，并把外汇储备视同黄金储备，那么A国借入长期资本后，将发生初始膨胀和继发性膨胀，于是，A国进口增加，出口减少，贸易收支出现逆差。此外，A国有国际收支顺差后，汇率上升和储备地位增强，它的中央银行可以降低贴现率，从而收入型的短期资本将流向B国。A国出现的贸易逆差和资本流出，使将A国的国际收支逐渐趋向平衡。同时，A国从B国借入长期资本后，B国将出现收缩，它的进口减少，出口增加，于是它的国际收支也会逐渐趋向平衡。但金德伯格断言，B国收缩的规模没有当它出现贸易逆差时收缩的规模那么大。当然，A国从B国借入长期资本后，即使B国完全不发生收缩，国际收支调节的过程仍能导致B国的国际收支趋向平衡，只不过要A国有更大规模的膨胀而已。

(3) 黄金流动和短期资本流动的协调

如果既存在黄金流动，又存在短期资本流动，两者在国际收支调节中的作用如何协调呢？金德伯格说，只有当国外短期资产净额不变时，黄金的输出入才会引起货币供给的直接变化。在他看来，物价——现金流动机制只有在这种情况下才是正确的。如果黄金的输入伴随着国外短期净资产的减少，那么货币供给不变；同样，如果黄金的输出伴随国外短期净资产的增加，货币供给也不变。比如说，有一家美国银行减少了在国外的短期净资产以进口黄金，这时，美国国内的货币供给是不发生变化的。但是，如果这家银行先在国内购买外汇，再进口黄金，那么外汇出售者所持有的本国货币将增加，货币供给也就会增加。

综合以上所述，可以看出，在金德伯格的理论体系中，黄金和国际短期资本在国际收支调节中的地位是相当的。通过引起借款国的膨胀和贷款国的收缩，国际短期资本流动能够使借贷双方的国际收支恢复平衡。因此，黄金流动、汇率变化和国际短期资本流动同样是国际收支调节的手段。在一些情况下，某种调节手段可能起主导作用，而在另一些情况下，别的调节手段就会上升到主导地位，甚至完全排斥其他手段发挥作用。

§ 2.3 现代国际资本流动理论

在现代国际金融学说中，关于国际资本流动的理论也很多，如马柯洛普的国际投资理论、讷克斯的国际资本流动和资本形成理论、米德关于国际资本流动影响国际收支的理论等。这里主要介绍马柯洛普的国际投资乘数理论。

(一) 国际资本流动的形式和特点

马柯洛普把国际资本流动区分为三种形式：自发资本运动，引致资本流动和净资本输出。

1. 自发资本运动

自发资本运动是指那些不受国际收支平衡表中其他项目变化影响的资本

运动。一般说来，两个国家之间的自发资本运动很少是建立在两国共同决定的基础之上。它们通常由一国首先提出借款或贷款，然后就产生了这种形式的资本运动。因此，自发资本运动对于首先提出这种要求的一方来说，是一种自主的资本运动。具体地说，它或者是自主借款，或者是自主贷款。

2. 引致资本流动

引致资本流动是指那些在国外和国内资本市场上仅仅起着“回应”作用的资本运动。换句话说，它们是由国际收支平衡表上的一些项目变动所引起的资本运动。比如说，因贸易差额而导致的资本流动，就是一种引致资本流动。

引致资本运动的一个重要特征是可以利用汇率加以调节。例如有 A、B 两国，A 国向 B 国出口，A 国出口商把向 B 国出口所得到的汇票，出售给本国的银行系统，A 国银行系统因而有一笔存款，这就相当于 A 国对 B 国有一笔资本输出。由于这种资本流动不是一种独立的运动，它只不过是出口增长的回应，因而它是一笔引致的资本输出。A 国银行系统之所以愿意获得和拥有外国债权，通常由于客观上存在着稳定的汇率体系。如果汇率很不稳定，A 国银行系统就不愿意增加它的外国债权，或者只愿意少量增加外国债权，以避免外国货币贬值的风险。换言之，如果汇率很不稳定，A 国出口商获得的全部或部分外汇只可能廉价出售给本国的进口商。究竟廉价到何种程度，则取决于进口商愿意在多大程度上增加进口。结果，A 国出口所带来的引致资本输出就会全部或部分地被 A 国的进口所抵消，如果出口被进口全部抵消。就不会发生引致资本输出。由此可见，引致资本输出的数额是随着汇率的变动而变化的。

3. 自发资本运动与引致资本流动的比较

通过对引致资本运动的阐述，可以清楚地看出引致资本流动与自发资本运动的区别。引致资本流动可以用汇率来调节，而对自发资本运动的调节则要复杂得多。有时，资本的自发输出入会被方向相反的引致资本流动抵消。这是因为，当出现了某个对外资产自主的新需求时，可能有某个投机者或银行家正好准备放弃同样数额的对外债权；或者，当出现后一种情况时，恰好也发生前一种情况。这样，一国的资本总量仍保持不变。但应当注意到，这种抵消并不是一种规律，不是在任何时候都会发生的。它有一定的偶然性，自发资本运动究竟能否被抵消，要取决于资本的来源。

自发输出的资本，一般有四个来源：空闲资本；银行存款；国内投资减少；国内消费减少。只有前两个来源构成的自发资本输出会被引致资本流动所抵消，由后两个来源构成的自发资本输出不会被抵消。

4. 净资本输出

净资本输出是由投资或消费减少所形成的自发资本输出的一部分组成的。这类自发资本输出会引起输出国的国民收入下降，进口减少；而在资本输入国，由于投资增加，收入增加，进口也会增加。这样就会产生一个有利于资本输出国的贸易顺差，但由于资本输入国的边际进口倾向通常不可能等于一，所以资本输出国的这个贸易顺差只能部分地弥补本国国内投资或消费的减少，而未能得到弥补的那一部分资本输出就成为净资本输出。

这表明：虽然国内投资减少或国内消费减少是自发资本输出的一部分来源，但自发资本输出国投资减少或消费减少不是一回事。此外，虽然国内投资减少或消费减少可能构成净资本输出，但投资减少或消费减少同净资本输

出也不是一回事。实际上，只有那种不减少国内收入的，并由空闲资本和银行贷款所形成的资本输出才是自发资本输出。由于投资减少或消费减少所形成的资本输出，只有在减去因此而引起的贸易差额之后的余额，才等于净资本输出。

（二）国际资本运动的因果关系

在国际资本运动与对外贸易差额二者之中，究竟什么是因，什么是果，在西方经济学界一直有争论。在古典经济理论中，把资本运动看作原因，把贸易差额看成是结果。持有这一观点的，除休漠、李嘉图而外，还有约翰·斯图亚特·穆勒等。持相反观点的主要代表人物是凯恩斯。他认为贸易差额是原因，资本运动是结果。理由是：对外贸易差额的调整是困难的，而对外投资在某种程度上具有自发调节的倾向，所以资本运动是随着外贸差额的变化而变化的。怀纳则持中间立场，认为资本运动与贸易差额二者之间没有明确的因果关系。

马柯洛普在研究国际资本运动时，研究了这个问题。他们以 A、B 两国的资本运动由投资和消费变化所引起为例，表述了自己的看法。他的例子可以简明地由图 2 - 2 所示。

马柯洛普认为，如果资本运动一词意味着净资本运动，那么，贸易差额导致资本运动，即贸易差额是因，资本运动是果。这是因为，净资本运动之所以产生，是因为资本输出国的贸易差额还不足以弥补国内投资的减少或消费的减少，从而必须靠净资本输出弥补，而净资本运动的规模则要受到贸易差额大小的制约。

但马柯洛普接着指出：如果资本运动一词意味着自发资本运动，那就是资本运动引起贸易差额的运动，即：资本运动是因，贸易差额是果。当一方首先提出借贷款后，随着资本的转移，就产生出口或进口。

因此，从长期情况看，资本运动到底是主导因素还是从属因素，不能仅由理论上来判断，还需要通过具体情况的实际考察，才能说明资本运动与贸易差额之间的因果关系。

（三）自发的国际资本运动的分类

按照马柯洛普的观点，从对国内最初的消费和投资的影响这一角度来分析，可以对资本运动作如下的简单划分：

1. 自发资本输出

这一类资本运动可分为以下这些形式：

- (1) 海外直接投资
- (2) 对海外借贷者直接贷款
- (3) 购买外国现有证券
- (4) 购买外国新发行的证券
- (5) 重新购回外国拥有的国内发行的证券或其他财产
- (6) 提前归还对外欠款
- (7) 偿还到期的对外债务和单方面的支付。

2. 自发资本输入

这一类资本运动可以分为以下这些形式：

- (8) 出售在海外的直接投资
- (9) 对外直接贷款的撤回和不准展期

- (10) 出售和提供外国证券
- (11) 对外出售国内证券
- (12) 向国外投资者提供和出售国内资产
- (13) 直接向外国人借款
- (14) 收回到期的国外欠款或从外国获得单方面的支付。

(四) 自发的国际资本运动的影响

马柯洛普认为，不同类型的自发国际资本运动对资本输出国和资本输入国的消费和投资的影响是很不一样的。

1. 对资本输出国消费的影响

马柯洛普在分析时，对自发国际资本运动对资本输出国的消费的影响，是从政府资本输出与私人资本输出两方面来考察的。

从政府资本输出对消费者的影响来看，如果政府的单方面转移是由政府借款所支付的，那么并不会使国内的最初的消费受影响。如果政府的单方面支付由低收入阶层的税收所构成，那就必然使国内的最初的消费减少。

至于私人资本输出，按照马柯洛普的看法，私人资本的转移一般不会影响国内的最初的消费。但这里有两种例外情况：

(1) 如果私人资本输出者通过收回国内债权来满足自己对外国债权的需求，那么这样就会减少国内的消费。

(2) 如果是私人资本抽逃，那么就会使国内信贷困难，利率提高。由于储蓄倾向提高，从而也会导致国内最初消费的下降。

2. 对资本输出国投资的影响

马柯洛普认为，一般说来，如果国外资产更有吸引力，资本可能从国内投资领域流向国外资本市场，这样，国内投资水平必然受影响。但如果很容易筹借到资金的时期，为获得国外资产而进行的投资中，有很大一部分资金来源于低利率下的银行信贷和流动资金，那么国内投资就不会受到明显的影响。当然，国内的资本不是无限的，资本输出最终总是影响国内投资。但只要自发的资本输出的第一笔付款是由流动资金垫付的，这在资本输入国会导导致投资增加，收入增加。这样，一方面可以使资本输出国的银行储备由于资本输出而削弱的状况得到改善；另一方面，新的引致出口会导致引致储蓄的增加，反过来又将有助于自发资本输出国的下一期支付，而不会影响或少影响既定的国内投资水平。

3. 对资本输入国的投资和消费的影响

马柯洛普认为，不同类型的自发资本输入，对资本输入国国内的投资和消费水平的作用也是不同的。

在资本输入的各种形式中，外国投资者的直接投资（即上述自发资本输入的第 12 种形式——向国外投资者提供和出售国内资产），在影响国内投资方面所起的作用最大。上述自发资本输入的第 11 种形式，即直接在外国金融市场出售或发行国内企业股票对提高国内投资水平的作用也很显著。直接向外国借款，即上述自发资本输入的第 13 种形式，既有可能把输入的资本用于投资和消费，也可能把它们用于还债。如果是后一种情况，那就等于重新输出这笔资本，所起的作用要差于前两种。至于出售和提供外国证券（上述自发资本输入的第 10 种形式），也存在着不确定因素，它的作用大小要取决于获得资金者的具体用途，是用于投资、用于消费，还是仅仅希望拥有流动资本。

以上的分析进一步说明了在自发资本运动中，各类资本输出、输入对国内的投资和消费的影响的大小。马柯洛普认为，这种研究的目的在于选择一条在最小影响国内收入的前提下最大量输出资本的正确途径。

（五）资本输出国的资本补偿

马柯洛普通过国际投资乘数模型说明了资本对资本输入国国民收入的积极效应。但从国际投资乘数模型看，在多数情况下，资本输出使输出国自身的国民收入趋于下降。这一情况足以使投资国裹足不前。为此，马柯洛普考察了资本输出补偿的可能性和途径。

显然，引致资本输出并不影响国内的消费和投资，且外贸顺差可以使输出国收入不断增长。而自发资本输出，未能由外贸顺差弥补的余额便构成净资本输出。但是，如果投资确定由自发资本所组成，而唯一可能对资本输出补偿的形式又是贸易顺差，那么，是什么途径可以对贸易顺差产生影响，使贸易顺差发生变化呢？马柯洛普指出：收入效应、价格效应、汇率效应三者都可能对贸易顺差产生影响。

1. 收入效应

在进行收入效应分析时，假定价格与汇率不变。假定 A 国有对外投资，B 国没有对外投资。

在 A 国边际储蓄倾向为零的情况下，A 国贸易顺差与它的自发资本输出相等。这是因为，既然 A 国的边际储蓄倾向为零，那么 A 国资本输出以后的收入下降并不伴随着引致储蓄的减少，这样，A 国的收入就会持续下降，直到引致进口的减少所产生的贸易顺差大致足以抵消资本项目逆差为止。到了这时，A 国资本输出将完全由贸易顺差所补偿，资本弥补问题就算得到了解决。但以这样的方式来弥补流出资本的作法，实际上意味着以 A 国国内经济的不断萎缩作为代价。因此，这种弥补资本流出的方式是难以实行的。

现在，假定 A 国的边际储蓄倾向不等于零，B 国的边际进口倾向等于零。在这种情况下，A 国的贸易顺差占自发资本输出的比率依赖于 A 国边际储蓄倾向和 A 国边际进口倾向的相对大小。如果 A 国边际进口倾向相对于 A 国边际储蓄倾向越大，那么 A 国的净资本输出就越小；反之，则越大。

2. 价格效应

这里假定汇率不变，并假定 B 国仍然没有对外投资。

根据凯恩斯的理论，由于 B 国收入没有增加，那么在 A 国出口产品的需求弹性很低的条件下，A 国的资本输出将使 A 国的收入下降和价格下降。从而导致 A 国出口总值下降，马柯洛普认为，关于 A 国产品国外需求弹性很低的可能性很小。理由是：首先，A 国的出口商品在世界市场上所占比重不会很大，这样，只要 A 国的出口商品价格下降，它们在国际市场上的竞争力就会增大，这表明它们是有国外需求弹性的；其次，A 国价格降低还会使 A 国一些潜在出口商品变得有国外需求弹性，从而这些潜在的出口商品也将具有出口的现实性。

A 国价格下降对 A 国的进口也有影响。由于前面已假定 B 国没有对外投资，所以 B 国出口商品价格不变。A 国的收入下降将导致 A 国进口减少。这时，由于 A 国国内商品价格下跌，使得原来需要从 B 国进口的一部分商品不再进口，它们转而由 A 国国内产品所代替，这将使 A 国的进口进一步减少。

所以，有价格效应时与没有价格效应时相比，A 国的净资本输出可能更小一些。假定考虑到 B 国有对外投资，从而 B 国的价格将上升，那么就会使

A 国价格效应大一些。

3. 汇率效应

根据汇率与出口的关系分析，如果不考虑供给弹性，那么，只要进出口需求弹性之和大于 1，货币贬值就会促进出口，减少进口，有助于减少国际收支逆差。因此，对于 A 国来说，只要进出口需求弹性之和大于 1，通过货币贬值，使出口商品用外币表示的价格下跌，进口商品用外币表示的价格上升，从而可以使进口减少，出口增加，达到降低资本输出的目的。

马柯洛普认为，在实际生活中，收入效应、价格效应、汇率效应三者是一起发挥作用的。所以，自发资本输出的补偿问题并不像凯恩斯等人所想象的那样悲观。这被认为是马柯洛普在国际资本流动问题研究中的一个重要成就。

总的说来，马柯洛普在国际投资方向的基本思想是：强调了资本输出对输出国和输入国两方都是有利的，尤其是对一些国内潜在盈利机会较多但缺乏资本的国家，以及一些国内投资机会较少而又拥有大量储备的国家，向外输出资本更为有利。他认为这就是他的整个分析中所得出的最有意义的结论。

这些分析出现于 40 年代初期，对当时资本主义国家的政策有着重要的政策咨询价值。根据马柯洛普的理论，资本主义国家政府可以得出以下两点启示：

第一，资本输出国可以从资本输出中得到很多经济上的好处，而不会给国内经济带来多少麻烦。如果输出的资本主要是由国内闲置资本组成的，更是如此。

第二，输入资本的国家只要对输入资本运用得当，对本国经济是能起到很大促进作用的。

第二次大战结束后，资本主义国家的政府所制定的资本输出入政策，在一定程度上参考了马柯洛普的分析。

§ 3 战后国际资本流动的历史考察

战后至 90 年代的 50 年时间里，由于西方国家经济的飞速发展、技术的进步和资本的进一步积累，以及发展中国家经济的兴起和在国际经济中地位的提高，使国际资本流动呈现出以下的动向和特点：

- 一是资本输出入速度和规模迅速增加；
- 二是西方工业国家不仅输出资本，同时是重要的资本输入和外资利用国；
- 三是国家资本输出、援助和低息贷款有了明显的增加；
- 四是发展中国家不仅输入资本，而且也在开始进行资本输出活动，但是这些国家的债务问题仍成为国际经济关系中的一个重要问题；
- 五是资本往来中的直接投资大大增加；
- 六是世界上最大的资本输出国美国在 1985 年上半年已成为净债务国；
- 七是社会主义国家进入国际资本市场；
- 八是国际资本市场业务形式多样化；
- 九是国际组织成为资金集散的重要途径。

进入 90 年代，由于苏联、东欧国家剧变，世界经济的集团化进一步发展，国际资本流动又表现出一些新的特点。

§ 3.1 战后西方国家的资本流动

一、战后西方国家的资本输出

战后西方国家的资本输出在方向、形式、结构以及质量和数量等方面，都与战前有很大的不同。西方国家一方面主要采用输入国乐于接受的援助、贷款、投资以及其他合作方式进行资本输出，另一方面，不论在其规模和数量等方面，都有巨大的发展。

（一）战后西方各国资本输出的巨大发展

首先，美国的资本输出，包括国家资本和私人资本，其增长之快，规模之巨，都绝非战前所能比拟。美国的资本输出总额，1946 年为 394 亿美元，到 1982 年猛增到 8342 亿美元，增长了 20.1 倍。其中，私人资本 1946 年的输出总额为 135 亿美元，1982 年增长到 7263 亿美元，增长了 52.8 倍。到 1986 年底美国海外私人投资累计额已达 10680 亿美元，其中三分之一投放在西欧，约三分之一投在包括加拿大在内的西半球国家，其他国家占另外的三分之一。

战后联邦德国资本输出的急剧增加开始于 50 年代后期。50 年代末，联邦德国的对外直接投资累计为 24.2 亿马克。而 60 年代资本输出总额已达 521.5 亿马克，其中借贷资本 175.4 亿马克。到了 70 年代，资本输出达 1223.3 亿马克，其中直接投资 530.9 亿马克，占资本输出总额的 43.4%。1979 年底，联邦德国的直接投资累计为 600 亿马克，跃升为世界上对外直接投资第四大国，仅次于美国、英国和荷兰。80 年代以来，联邦德国的资本输出仍在迅速增加。1980 年至 1986 年的 7 年中，资本输出共计 2525 亿马克，在此期间证券投资为 1033.4 亿马克，在资本输出结构中已经超过直接投资而占居首位。

战后其他西方主要资本主义国家输出都有较大的发展，表 3—1 是截至 80 年代中期西方主要国家的对外直接投资情况表

表 3 - 1 西方主要国家的对外直接投资 单位：亿美元

| | 1984 年累计 | 1985 年累计 |
|-------|----------|----------|
| 美 国 | 2130 | 2327 |
| 英 国 | 1006 | 1169 |
| 联邦德国 | 366 | 524 |
| 荷 兰 | 405 | 555 |
| 日 本 | 379 | 440 |
| 加 拿 大 | 324 | 361 |
| 合 计 | 4601 | 5376 |

(二) 战后国际资本的流向变化

战后，西欧一直是美国投资的重点，70 年代末，美国对西欧的直接投资占私人资本输出的比重达 42.3%，1979 年投资额达到 814.6 亿美元。联邦德国的私人资本输出主要集中于欧美等西方工业国家，其比重超过美国，这些国家大约吸收了其四分之三的对外直接投资。1984 年底，联邦德国私人对外直接投资累计为 1109 亿马克，而对西方工业国投资却达 900 亿马克，占 81.2%。英国和法国在战前和战后初期，资本输出集中于殖民地和附属国，六七十年代后，投资重点转向西欧和北美。1988 年国际金融市场的中长期贷款总额为 3700 亿美元，其中经合组织成员国就吸收了 3300 亿美元，占 89%，发展中国家只得 23 亿美元，占 7%。

七八十年代以来西方国家对美国的直接投资急剧增加，1984 年对美投资比重达到 40% (参见表 3 - 2)。表 3 - 2 1985 年西方主要国家对美国投资集中程度 (%)

| | 对美国投资比重 | 对发展中国家投资比重 |
|-------------|---------|------------|
| 英国 (1984 年) | 51.4 | 31.8 |
| 联邦德国 | 56.2 | 2.6 |
| 法国 | 45.4 | 28.3 |
| 荷兰 | 29.8 | 16.7 |
| 日本 | 44.2 | 34.9 |
| 加拿大 | 665.4 | 10.1 |

日本是个例外。它的对外投资集中于发展中国家，特别是亚洲、东南亚和拉美国家。不过，七八十年代以来，日本对欧美的投资也在增加。

(三) 战后对外投资产业的特征

战后西方国家对外投资的重点是制造业，但对第三产业特别是金融信贷业的投资比重正在迅速增加。原因是：(1) 出口规模大，对外投资扩大无疑会导致出口规模扩大，而出口扩大又要求对外投资进一步增加；(2) 这些部门资金雄厚，有相对过剩的财力向外扩张；(3) 一般说来，这些部门技术和专业性较强，外国对此是需要的。

自 70 年代以来，以金融信贷、银行保险为主体的对外劳务投资有了飞跃发展。

（四）战后西方各国国家资本输出显著增加

1945年12月，美国和英国签订了财政协定。协定规定美国给英国37.5亿美元的低息贷款，其条件是英国要批准布雷顿森林协定和支持美国建立国际货币基金组织的计划。又如美国规模宏大的马歇尔计划与杜鲁门的第四援助计划，都是国家资本输出的典型。

战后日本政府的资本输出大体上经历了三个时期：第一个时期（1950—1958年）日本政府以赔偿的形式进行经济援助。其中对缅甸、菲律宾、印尼、越南四国给予的经济赔偿，总额达10.12亿美元。第二个时期（1958—1969年）主要对印度和巴基斯坦提供日元贷款。前后各提供了四次。贷款形式有工程建设项目贷款和商品贷款。70年代以来，日本政府的资本输出进入蓬勃发展的第三个时期。具体表现在：（1）在质和量方面扩大和改善“政府发展援助”。1984年日本政府发展援助已达43.2亿美元，占国民生产总值的0.34%；（2）放宽援助条件，增加援助中赠款的比例；（3）适应发展中国家在学术、文化、医疗、教育等社会发展方面扩大合作的要求，扩大了技术合作贷款。80年代以来，日本加强了包括中国在内的亚洲国家的援助贷款。

战后联邦德国政府比较重视发展援助，把发展援助作为加强南北对话，扩大出口，改善双边关系，并为其经济政治利益服务的重要手段和途径。从1950年到1984年的34年间，发展援助总额共计2417.5亿马克。联邦德国政府的多边援助，主要是国际贷款和赠款。1950—1984年多边援助累计494.5亿马克。双边援助为财政援助、技术援助和无偿援助，1952—1984年双边援助额累计为1829.4亿马克。

对外援助是英国国家资本输出的主要形式，主要目的是维持英国对原殖民地势力范围的影响和带动商品输出，并为私人投资铺平道路。

二、战后西方国家的资本输入

西方国家的资本输入，在战前就已经存在，但其大量发展却是战后以来的特有现象。这不仅是这些国家长期实行凯恩斯政策，大量的财政赤字需要外来资金的弥补，更是由于各国经济相互依赖关系进一步加深以及市场竞争的必然结果。

联邦德国在战后由于当时的历史原因和客观条件，其中包括德国战败的因素，外国资本首先是美国资本对欧洲和联邦德国的扩张，资本输入一度增长很快。而且在相当长时间内，资本输入远远超过资本输出，在同外国资本的往来中是入超国。一直到70年代中期以来，情况才出现变化，即输出大于输入。尽管如此，联邦德国仍是一个大的资本输入国。联邦德国的资本输入主要来自西方工业国家，其中美国是外资主要来源，占第二位的是欧共体国家。这不仅由于这些国家有大量的过剩资本，而且在于它们有着健全而强大的金融资本市场。美国在“马歇尔计划”下，从1945年7月1日至1955年6月30日共对联邦德国贷款38.7亿美元。欧共体制定的经济一体化和积极投资政策，是欧共体对德投资的重要原因。到1969年，外国在德国直接投资累计188.7亿马克。到1979年底，外国直接投资累计总额为552.4亿马克。但在1974年直接投资出超，顺差0.15亿马克，1983—1985年3年中顺差即达210亿马克。

战后日本输入外国资本大体上有贷款、股票、公司债券和外汇债券四种形式。从1950年到1984年，输入外国资本累计1326.3亿美元，其中股票最多，达599.4亿美元，占45.2%。

战后日本的资本输入，有以下几个特点：

1. 政府对资本输入进行严格的管理。比如，在 1963 年以前，根据日本的法律规定，外国资本在日本投资设立子公司和与日本资本合办的企业所赚取的利润不准汇出日本。

2. 引进外国的先进技术。从 1950 年到 1979 年 30 年间，日本共引进外国先进技术 2.3 万多件，并不断消化、改造、发展。

3. 输入外国资本与日本产业发展政策密切结合。目的是适应国际潮流和利用外国资本的同时，保护本国工业。

4. 牢牢掌握企业经营管理的主动权。在 50 年代，日本多数使用的是来自国外的贷款，使外国的金融资本只能赚取利息而不能参与企业管理。合办企业经营管理的主动权都在日本资本方面。

另外，战后美国的资本输入经历了一个由慢到快，最后变为净债务国的过程。50 和 60 年代外国对美投资以短期资本为主，70 年代以来，外国对美投资急增。1970 年，美国的资本输入额为 1068 亿美元，1979 年增长到 4182 亿美元。到 1985 年，美国重新成为净债务国。

§ 3.2 战后发展中国家的资本流动

发展中国家主要是资本输入，资本输出很少。但是 1972 年以后，由于石油价格暴涨，石油输出国收入猛增，形成巨额石油资金和石油美元在国际市场上流转。因而，从总体上看，发展中国家资本输出的作用在增加。

一、发展中国家的资本输入

发展中国家资本输入的第一种形式是引进外国直接投资。其中有西方工业国家的投资，有发展中国家之间的相互投资及其他国家的直接投资，主要是西方工业国家的投资，但这种直接投资的规模在七八十年代一直很低，且一再降低。

70 年代对发展中国家的国际直接投资，按美元计算，在稳定增长。据经合组织发展援助委员会的统计，对发展中国家的直接投资，1970 - 1972 年平均每年增长 37 亿美元。1979—1981 年增至 117 亿美元。整个 70 年代，美国投资约占半数，英国占第二位，其次为日本和德国。对发展中国家的国际投资，按地区分配是很不平衡的，总的情况是集中于少数高收入的国家。例如拉美国民总收入占有所有发展中国家的三分之一，它们占经合组织对发展中国家直接投资的 50%。对东亚国家和地区的直接投资 1971 年占五分之一，70 年代末增至四分之一。同期对非洲的投资份额则从五分之一降至八分之一。在 70 年代，发展中国家的外国直接投资增长率，低于这些国家作为一个整体的国民生产总值增长率，比其国内投资增长率更慢。到 70 年代末，外国投资占他们国民生产总值的 0.4%，但各国差别很大。发达国家对发展中国家的直接投资一再减少，1981 年曾达 140 亿美元，1983 年下降到 99 亿美元，1988 年进一步下降到 78 亿美元。发达国家向发展中国家的直接投资占资本总流量的比重，60 年代为 20%，80 年代中期则下降到 10%。1984 年至 1988 年，发达国家对拉美国家的直接投资减少了 50%。

西方国家对发展中国家的政府援助是对发展中国家资本输出的第二种形式，它在发展中国家资本输入总额中，1970 - 1972 年为 43%，1979 - 1981 年为 36%。1984 年西方 15 国的发展援助共计为 294.29 亿美元，其中美国最多，

86. 98 亿美元，其次为日本，43. 19 亿美元，沙特居第四位，为 33. 10 亿美元。据联合国跨国中心材料，发展中国家 1970—1972 年得到西方国家的发展援助为 275 亿美元，1979 - 1981 年增加到 102 亿美元。

发展中国家资本输入的第三种形式是商业银行贷款。除短期贷款以外，发展中国家对商业银行的债务从 1971 年底的累计 110 亿美元，增加到 1980 年底的 1550 亿美元，占全部债务的三分之一。对发展中国家商业银行贷款的迅速增长有以下三个特点：第一，贷款集中于中等或较高收入的发展中国家（国民收入人均在 1000 美元左右）；第二，对这些国家的大部分借款合同以浮动利率为基础；第三，短期贷款所占比重大大增加。

除了以上三种特定形式外，还有其他一些资本输入形式，如发行债券、出口信贷等。

二、发展中国家的对外投资

从总体上说，发展中国家是接受国际投资的，他们虽然也有资本输出，但数量很少。从 70 年代开始，随着石油大幅度涨价和某些原料价格大幅提高，以及发展中国家对外经济合作关系的扩大和一些国家经济实力的增强，发展中国家对外投资和资本输出在迅速发展。发展中国家正在增加着的资本输出，与西方国家的大量输入资本，是战后国际经济生活中两个并列的重要动向。这也是世界各国经济和资本往来关系加深，以及南北和南南关系进一步发展的结果。虽然发展中国家的资本输出只是西方国家资本输入的很小部分，但西方国家的大量资本输入却吸收了发展中国家资本流出（包括石油美元）的大部分。

1970 - 1980 年，有 40 多个发展中国家和地区先后进行对外投资。科威特是各国中对外投资最多的国家。巴西、阿根廷、印度和菲律宾，在 70 年代后期也有资金外流。韩国、新加坡、香港等地的对外投资也较多。

发展中国家和地区的资本输出形式，主要有以下几种：

1. 一些发展中国家的跨国子公司向第三国输出资本。其投资对象，有西方国家，也有发展中国家和地区，但主要是后者。

2. 开设跨国银行，包括若干集团性银行。1982 年在世界 500 家最大银行中，有 33 家是阿拉伯银行。它们的分行散布在国外，而不是在国内，形成一个世界性的以阿拉伯银行为主的金融中心。另外，巴西银行、中国银行都是较大的世界大银行。

3. 对外直接投资。一些发展中国家和地区在国外开办生产性企业，如化肥厂、某些电子产品生产厂等，类似于发达国家的对外投资。在直接投资方面，有些发展中国家在某些领域的生产占有优势。如利用小规模劳动密集型的生产技术，使产品生产较易，价格较低，可以与发达国家跨国公司的子公司竞争，并且更适合于国际市场的需要。

4. 投资于证券市场。从 70 年代以来，一些发展中国家和地区争相购买股票和股权成风。特别是石油输出国，热衷于证券投资。由于他们投资于那些资本大、经营力量强的大企业，获得稳定的红利收入是有保障的。其弱点是难以取得管理权和超额利润。但这种投资方式对于资金充足而经营管理薄弱的多数石油输出国是可取的。

5. 对外发展援助。一些发展中国家和地区除接受西方国家和国际组织的双边或多边援助外，在发展中国家和地区之间也进行着援助资本的转移。这包括他们按一定比例向有关国际机构缴纳一定数量的股款，对另一些发展中

国家进行双边性和集团性援助等方式，其数量以沙特为最多。

6. 在国外建立出口加工基地。其原因是本地劳务费用上涨及材料缺乏，目的在于进一步扩大外销能力，保持自己产品在国际市场上的地位。例如，我国台湾省一些加工区的资本外流。

7. 借贷资本输出。除石油输出国组织大规模的资本外流和借贷资本输出外，其他发展中国家也有一定数量的借贷资本输出。但总体而言，输入仍远大于输出。

8. 银行存款。一些发展中国家特别是一些石油输出国，将其过剩的资金或储备及石油美元存入西方国家银行坐收利息。石油美元的国际投资形式，以在外国银行存款为主，而存款的银行起初集中于纽约和伦敦，后分散到各个金融中心。自 1979 年以来流入日本的数额剧增，而石油美元流向其他发展中国家主要以援助为主，但金额较少。

§ 3.3 90 年代初国际资本流动分析

当前，国际资本迅速膨胀，规模已从 70 年代初的数百亿美元急剧膨胀到数万亿美元。这种现象的出现除世界经济的正常增长外，原因在于：资本主义国家货币资本运动与商品资本运动的日趋分离。货币供应量的增长远远超过经济增长所必需的货币量，货币资本自我膨胀。生产国际化和资本国际化以及世界经济一体化的发展，国际贸易的不断扩大，促使国际间资本流量增加，规模增大。国际金融管理的宽松化和金融工具的创新浪潮，加速了国际资本的流动和规模的扩大。在 90 年代，上述因素促使资本流向发生变化，除发达国家的资本对流继续增大外，出现资本双向转移的情况。

发达国家的资本对流仍是 90 年代国际资本流动的主流，即发达国家既是最大的资本输出者，也是国际资本的主要吸收者。目前，流入发达国家的国际资本仍占绝大比重，其中美国的资本输出增长速度下降，而资本流入却大幅上升，成为最大的资本流入国。鉴于发达国家具有颇大的投资吸引力，美国巨额的财政赤字和贸易逆差短期内难以根本好转，90 年代这一趋势仍将继续下去。

在国际资本流动主流下，伸出两股不可忽视的支流。一是与经济金融向亚太转移趋势相适应，具有活力和发展前景的亚洲太平洋地区的资金会大幅度增长。这一趋势在 80 年代后期已经出现，虽然流入亚太地区的资本总量仍小于欧美，但增长速度却超过世界任一地区。90 年代，这一增长势头持续保持至今。二是苏联、东欧局势的变化，而且东欧的发展潜力较大，因此也吸收了大量投资，使国际资本出现向东欧（包括原东德）大量流动趋向。但这一趋势的保持及增长还将取决于全欧洲（包括前苏联各国）经济与政治一体化设想的实现进程。

下面分别从国际债券、国际股票、国际银行业和直接投资四个方面分析 90 年代初国际资本的流动状况。

一、国际资本市场的膨胀

国际资本市场资金来源于辛迪加贷款、欧洲中期票据、债券和国际股票的发行，它们构成了国际资本流动的源头，在资金的各项来源中，它们所占的比重又是各不相同的，反映了国际融资趋势的发展变化。

表 3—3 国际资本市场资金来源（单位 10 亿美元）

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 辛迪加贷款 | 121.1 | 124.5 | 116.0 | 117.9 | 130.1 |
| 欧洲中期票据 | 81.6 | 73.2 | 87.9 | 134.6 | 158.7 |
| 债券 | 255.7 | 229.9 | 308.7 | 333.3 | 481.0 |
| 国际股票发行 | 16.9 | 14.0 | 23.8 | 25.3 | 36.6 |
| 总计 | 475.3 | 441.6 | 536.4 | 611.5 | 806.4 |
| （占总额的百分比） | | | | | |
| 辛迪加贷款 | 25.48 | 28.19 | 21.63 | 19.28 | 16.13 |
| 欧洲中期票据 | 17.17 | 16.58 | 16.39 | 22.01 | 19.68 |
| 债券 | 53.80 | 52.06 | 57.55 | 54.57 | 59.65 |
| 国际股票发行 | 3.56 | 3.17 | 4.44 | 4.14 | 4.54 |
| 总计 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

资料来源：《国际资本市场·发展、前景和政策》1994.4。

从 1989 - 1993 年国际资本市场资金来源可以看出，国际融资市场发生了明显的变化。在量变方面，市场融资总的规模除 1990 年因经济衰退略有减少外，从 1991 年开始呈快速增长势头。在 1993 年融资规模达 8064 亿美元，是 80 年代前半期最高年份 1981 年 1950 亿美元的 4 倍多。这就为国际资本流动和世界经济的发展提供了广阔的空间。并且，国际资金供应的增长速度远远高于全世界经济的平均增长速度，也高于经济增长最快的亚太经济的增长速度，这是保证 90 年代世界经济发展的基石。在国际金融市场的内部结构方面，80 年代以来形成的金融市场证券化趋势进一步加深，即国际债券市场的融资地位进一步提高，市场份额从 80 年代末的 53.80% 上升到 1993 年的 59.65%；国际信贷市场虽总额仍略有增长，然而市场份额却进一步下降，辛迪加贷款占有率从 1989 年的 25.48% 下降到 1993 年的 16.13%，即国际信贷市场的地位进一步衰落；国际股票发行一直占据较小的比重，即 4% 略强。最后，欧洲中期票据在国际融资中却保持了和国际信贷地位相当的角色。这是我们研究国际金融时需进一步研究和注意的事情。

二、国际债券市场的发展和国际资本流动

进入 90 年代以来，国际债券市场的发展表现出一些不容忽视的特征和趋势。从表 3—4 中可以看出：

(1) 长期利率的持续下滑、欧洲汇率震荡和政府融资日益增加的需求导致了 90 年代初债券发行的持续增长。1993 年发行总额达到创记录的 4810 亿美元，比 1992 年的纪录增长了 44%，偿付和提前支付比 1992 年水平仅增加 27%，所以债券净发行额增长了 78%，达到 1980 亿美元。

(2) 固定利率债券（直接债券）仍占绝对比例优势，1993 年占 77%，达 3690 亿美元，这是借款者从低利中受益的缘故。但浮动利率债券的增长明显，1993 年总发行额上升了 60%，达到 700 亿美元。1993 年下半年，美国官方利率的上升，更刺激了投资者不愿使用固定利率。浮动利率债券中结构费率的利用也有增长，如“利率环”——投资者可保证获得一个最低利率，借款方则受到了一个利率上限的保护，该上限是借款方在参考利率大幅上升时使用的。此外，对高收益的追求，导致了“与股权相连债券”布场的温和复苏。

表 3—4 国际债券市场《单位 10 亿美元》

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国际债券总发行 | 255.8 | 229.9 | 308.7 | 333.7 | 481.0 |
| 摊提 | 89.21 | 07.9 | 149.3 | 222.5 | 283.0 |
| 净发行 | 166.6 | 122.0 | 159.4 | 111.2 | 198.0 |
| 按发行人国家分类 | | | | | |
| 工业国家 | 224.4 | 190.2 | 255.9 | 265.0 | 368.5 |
| 发展中国家 | 3.6 | 4.9 | 10.2 | 17.5 | 43.3 |
| 离岸中心 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | - | 6.2 |
| 转轨国家 | 2.2 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 5.8 |
| 其他，包括国际 | 25.3 | 32.9 | 40.9 | 49.9 | 57.3 |
| 机构 | | | | | |
| 按发行货币分类 | | | | | |
| (百分比) | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
| 美 元 | 49.6 | 34.8 | 31.1 | 37.9 | 38.1 |
| 日 元 | 9.3 | 13.4 | 13.4 | 12.3 | 12.4 |
| 马 克 | 6.4 | 8.0 | 6.6 | 10.1 | 11.4 |
| 瑞士法郎 | 7.3 | 10.1 | 6.5 | 5.4 | 5.6 |
| 英 镑 | 7.7 | 9.2 | 8.4 | 7.0 | 8.9 |
| 埃 居 | 4.9 | 7.8 | 10.6 | 6.4 | 1.5 |
| 其 他 | 14.8 | 16.9 | 23.4 | 20.9 | 22.2 |
| 利 率 | | | | | |
| 欧洲美元债券 | 8.7 | 9.1 | 7.9 | 7.3 | 6.2 |
| 马克国际债券 | 7.9 | 9.6 | 8.6 | 7.8 | 6.4 |

资料来源：国际清算银行，《国际银行业和金融市场的发展》；经济合作与发展组织，《金融市场趋势》和《金融统计日报》。

(3)1992年9月份欧洲货币市场的震荡导致了国际市场主权借款的增加，起因是各国保护它们自己的通货，努力补充它们的外汇储备。日益恶化的财政状况引起的周期性需求附加到对这种来源的需求之上。1993年主权借款者利用国际债券筹集了1040亿美元资金，占债券总额的22%。

(4)发行者和投资者都把重点放在了长期债券的发行上。1993年市场的短期部分增加得不明显，欧洲票据(Euro Note)的发行量增加了18%，达1590亿美元。1993年一个重要的发展是在投资者方面和债券面值的通货种类上，债券市场都有全球化趋势。从前是工业国家政府、机构和超国家借款者独占的全球债券市场，1993年也面向私人发行者和包括中国、阿根廷在内的发展中国家的发行者开放。

(5)同以前一样，美元仍是1993年债券最常见的面值货币。然而随着货币掉期市场的发展，它的重要性正逐渐模糊，因为许多美元的发行额被掉期成其他货币。由于欧洲各国政府再次补充了它们的外汇储备及德国地方政府增加了对国际债券市场的使用，德国马克标值的发行所占比例得到增长。由于英国利率自英镑脱离欧洲货币体系后下跌，英镑标值的发行也有增长。新债券发行在货币分布方面的主要发展是美元以外的其他货币，如日元、德国马克和英镑使用的增长，许多市场的放松管制便利了发行，使其货币范围扩

大到多种货币。然而，最有意义的自由化行为是日本实施的。放松金融管制在近几年有飞快的发展。日本政府减轻了对政府和国际机构发行欧洲日元债券的信用等级要求。

(6)从资金使用者即借款方来看,工业国家仍然是通过国际债券筹措资金的主要使用者。发展中国家虽然在 1993 年的国际债券发行额有所增加,但是所占比例仍只有十分之一强,而工业国家却占有近 80%。可见,国际资本流向发达国家仍是主流。

然而,发展中国家和地区通过国际债券发行流入的资金状况又如何呢?从表 3 - 5 的数据分析,发展中国家借款人在国际债券市场的发行量呈持续引人注目增长。自 1990 年以来,在每年债

表 3 - 5 发展中国家和地区的国际债券发行 (单位 10 亿美元)

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 第一季度 |
|--------------------|---------|---------|---------|--------------|
| 发展中国家 | 12.438 | 23.780 | 59.437 | 17.628 |
| 非洲 | 0.236 | 0.725 | - | 0.877 |
| 亚洲 | 3.000 | 5.847 | 20.181 | 7.605 |
| 中国 | 0.115 | 1.289 | 2.929 | 1.500 |
| 香港 | 0.100 | 0.185 | 5.785 | 1.305 |
| 印度 | 0.227 | - | 0.546 | 0.439 |
| 韩国 | 2.012 | 3.208 | 5.864 | 1.273 |
| 泰国 | 0.017 | 0.610 | 2.247 | 1.728 |
| 欧洲 | 1.960 | 4.561 | 9.638 | 0.875 |
| 西半球 | 7.242 | 12.577 | 27.396 | 6.313 |
| 阿根廷 | 0.795 | 1.570 | 6.233 | 1.460 |
| 巴西 | 1.837 | 3.655 | 6.619 | 1.095 |
| 墨西哥 | 3.782 | 6.100 | 10.783 | 3.307 |
| 国际债券总发行 | 308.730 | 333.694 | 480.997 | 139.820 |
| 发展中国家占整个 发行的百分比 | 4.0% | 7.1% | 12.4% | 12.6% |

券发行量翻一番的基础上,1993 年债券销售又翻一番多,达到 590 亿美元,平均规模为 1.35 亿美元。1993 年 5 月,墨西哥最大的水泥制造商 Pemex 公司成功地发行了 10 亿美元债券,成为到当时为止拉美借款人最大的一笔欧洲债券发行。12 月,阿根廷共和国通过一家新兴市场发行公司发行第一笔全球债券,总值 10 亿美元,10 年到期。1993 年发展中国家占国际市场发行总量的 12%,是 1991 年 4%的三倍,而且,1993 年一季度这个份额仅为 7%,到四季度翻了一番多,达 20%之多。

1993 年发展中国家借款人发行近 600 亿美元的债券,至今债券仍是他们最广泛使用的融资工具。这笔流入资金大部分表现为净融资,因为迄今发行的债券还未到本金支付期限。这些债券的大部分资金流向亚、欧和拉美的约六到八个国家的借款人。但是,1993 年涉及这个市场的国家的范围继续扩大。

1993 年债券发行集中于三个地区,西半球借款人筹集约 270 亿美元,墨

西哥再次成为首要借款人，筹资超过 100 亿美元。除了 Pemex 公司之外，墨西哥一大批公司，例如 Petroleos Mexicanos (Pe-mex) 以及几家银行，都发行了规模可观的债券。阿根廷发行公司在债券市场的发行翻了两番，达到 60 亿美元。巴西和委内瑞拉经济实体的国际债券发行也显著增加，尽管巴西发债的期限有限制。

亚洲借款人在国际债券市场借款量增长三倍多，达到 200 亿美元，其中中国和香港地区发债增长六倍之多。韩国和泰国在国际债券市场上的份额急剧上升。菲律宾和马来西亚多年来首次进入这个市场，菲律宾筹集了 10 亿多美元，印度在 1992 年退出之后重返市场，并于 1993 年四季度发行量迅猛增加。

在欧洲发展中国家当中，1993 年发债增加到 48 亿美元，土耳其在国际债券市场上借到 39 亿美元。1993 年其他地区在国际债券市场相对消极一些。

1993 年各种类型的借款人都加入到债券融资的热潮之中。私人部门发行公司发行量翻了一番多，从 1992 年 100 亿美元增加到 1993 年的 270 亿美元，占发展中国家发债总量的 46%。私人部门发债额的近四分之三是由四个国家和地区的发行人发行的（香港和墨西哥各约占 60 亿美元，巴西占 48 亿美元，阿根廷占 38 亿美元）。政府借款人 1992 年到 1993 年销售债券几乎增加了三倍，共计 160 亿美元，占 1993 年总发行量的 28%。匈牙利和土耳其是最大的政府借款人，1993 年分别发债 45 亿和 37 亿美元。

发债继续保持集中于三种货币。美元、德国马克和日元面值的债券占总额的 95%。美元债券继续成为发展中国家借款人的主要筹资工具，大多数投资者套汇以规避货币风险，而使用美元面值的工具套汇相对容易一些。德国投资者对本国货币表现出很强的偏好，他们倾向于购买德国马克面值的债券以规避汇率风险。其他使这三种货币成为债券主导货币的原因还有，这些货币在国际支付上使用广泛，以及运算上的便利。虽然大多数借款人偏好发行美元面值债券，但许多国家，尤其是欧洲国家，仍然尽力分散借款的面值货币。

总之，发展中国家在国际债券市场的占有份额，在 90 年代初有很大进步，但在绝对数量上仍然很低。从现在的发展趋势分析，未来所占比例会进一步提高。

三、国际股票市场和国际资本流动

证券市场作为向银行融资的替代受到更多的重视，在大多数交易所都能从价格上升中获益，跨国界股票发行 1993 年增长 45%，达到 370 亿美元。在总数中，美国一家大约有 100 亿美元，同时发展中国家发行新股票 110 亿美元，而在 1992 年只是 70 亿美元。

私有化在国际股票初级市场的扩展中扮演了重要角色。1993 年，价值 89 亿美元的私有化股票出售给了外国投资者。仅 OECD 国家的中央政府就宣布到本世纪末有 1960 亿美元的私有化工作要完成。表 3 - 6 净跨国股票流动(单位 10 亿美元)

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
|--------------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 投资者来源 | | | | | |
| 北美 | 21.04 | 12.03 | 48.25 | 46.39 | 70.90 |
| 美国 | 19.00 | 10.26 | 43.31 | 41.99 | 66.40 |
| 加拿大 | 2.04 | 1.77 | 4.94 | 4.40 | 4.50 |
| 欧洲 | 38.40 | 4.58 | 39.55 | 7.56 | 45.20 |
| 英国 | 24.16 | -0.88 | 25.84 | -2.96 | 24.20 |
| 日本 | 17.89 | 6.26 | 3.63 | -2.73 | 15.30 |
| 新兴市场 | 0.79 | -5.47 | 6.58 | 2.57 | 21.50 |
| 太平洋经济圈 | -0.61 | -5.79 | 5.49 | -3.78 | 12.50 |
| 拉丁美洲 | 1.49 | 0.30 | 0.53 | 6.33 | 7.50 |
| 其他 | -0.09 | 0.02 | 0.56 | 0.02 | 1.50 |
| 其他国家 | 8.48 | -14.22 | 2.62 | -0.62 | 6.30 |
| 澳大利亚 | 2.08 | -1.31 | 2.71 | -0.59 | 1.50 |
| 其他 | 6.40 | -12.91 | -0.09 | -0.03 | 4.80 |
| 股票来源 | | | | | |
| 北美 | 13.80 | -15.89 | 9.60 | -3.95 | 28.60 |
| 美国 | 11.42 | -14.61 | 11.02 | -4.20 | 21.10 |
| 加拿大 | 2.38 | -1.28 | -1.42 | 0.25 | 7.50 |
| 欧洲 | 47.11 | 15.29 | 23.35 | 24.83 | 56.10 |
| 英国 | 11.24 | 5.35 | 5.84 | 10.08 | 19.60 |
| 日本 | 7.00 | -13.28 | 46.83 | 8.96 | 20.00 |
| 新兴市场 | 10.07 | 13.16 | 15.78 | 22.45 | 22.00 |
| 太平洋经济圈 | 3.46 | 3.87 | 4.73 | 10.95 | 30.00 |
| 拉丁美洲 | 6.89 | 9.89 | 11.15 | 9.64 | 20.00 |
| 其他 | -0.27 | -0.62 | -0.10 | 1.86 | 2.00 |
| 其他国家 | 8.63 | 3.90 | 5.06 | 0.87 | 2.50 |
| 澳大利亚 | 0.96 | 1.48 | 1.86 | 0.15 | 2.00 |
| 其他 | 7.67 | 2.42 | 3.20 | 0.72 | 0.50 |
| 总计 | 81.10 | 3.18 | 100.63 | 53.17 | 159.20 |

比国际初级市场扩张更重要的可能是世界范围内股票交易所价格的明显上扬——特别是成长中的市场经济，这增加了国际资产组合投资的吸引力。欧洲市场有许多表现相对良好，最高的回报出现在成长中的市场。工业国家的国家基金的繁荣发展，大大方便了小额投资者进入外国市场，特别是新兴市场。尤其在美国，为了给银行存款寻找更高的收益，个人逐渐向共同基金投资，其中有国家基金。

国际股票交易净额 1993 年达到 1590 亿美元，比 1992 年的 530 亿美元有急剧增长，是 1986 年以来跨国界交易的最高数量。美国投资者又一次成为最大的股票需求者，在外国股票上投资了空前的 660 亿美元，而仅向国内投资了 210 亿美元。虽然欧洲投资从 1992 年的 76 亿美元增至 1993 年的 452 亿美元，但欧洲市场又一次从国际资产组合流动中获得大多数利益，向外国投资者的销售额从 1992 年的 250 亿美元上升到 1993 年的 560 亿美元。

然而，在国际股票市场资本流动中吸引最多注意力的是新兴市场的投资规模。1993年出售给非居民的股票增长一倍，多达520亿美元。亚洲市场增长最迅速，其净股票销售为300亿美元，1992年是110亿美元。拉美市场对外国投资者的股票销售也翻了一番多。新兴市场的投资者在那些更发达市场的交易所挂牌的股票投资了210亿美元。

在发展中国家和地区的国际股票发行市场上，1993年股票市场的扩张是温和的，从1992年的93亿美元增加到1993年的119亿美元。1993年，发展中国家仅占国际股票发行总量的23%，大大低于1992年的41%。从1990年以来，发展中国家的公司通过国际股票市场筹资超过280亿美元（见表3-7）。表3-7 发展中国家和地区的国际股票发行（单位10亿美元）

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 第一季度 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 发展中国家 | 5.436 | 9.259 | 11.865 | 4.018 |
| 非洲 | 0.143 | 0.270 | 0.008 | — |
| 亚洲 | 1.022 | 4.732 | 5.673 | 2.508 |
| 其中： | | | | |
| 中国 | 0.011 | 1.049 | 1.908 | 0.351 |
| 香港 | 0.14 | 1.250 | 1.264 | 0.072 |
| 印度 | — | 0.240 | 0.331 | 1.310 |
| 韩国 | 0.200 | 0.150 | 0.328 | 0.150 |
| 新加坡 | 0.125 | 0.272 | 0.613 | 0.070 |
| 泰国 | 0.209 | 0.145 | 0.466 | 0.174 |
| 印尼 | 0.167 | 0.262 | 0.604 | 0.342 |
| 欧洲 | 0.091 | 0.067 | 0.202 | 0.330 |
| 匈牙利 | 0.09 | 0.033 | 0.017 | — |
| 波兰 | — | — | 0.001 | — |
| 土耳其 | — | 0.034 | 0.184 | 0.330 |
| 西半球 | 4.120 | 4.063 | 5.725 | 1.176 |
| 其中： | | | | |
| 阿根廷 | 0.356 | 0.372 | 2.793 | 0.197 |
| 墨西哥 | 3.764 | 3.058 | 2.493 | 0.583 |
| 巴西 | — | 0.133 | — | 0.300 |
| 国际股票市场总发行 | 15.548 | 22.632 | 51.654 | 12.900 |
| 发展中国家占整个 发行的百分比 | 35.0 | 40.9 | 22.9 | 31.1 |

拉美和亚洲公司几乎包揽了1993年发展中国家和地区的国际股票发行。墨西哥的公司共发行国际股票25亿美元，比1992年30亿美元有所下降。阿根廷的国际股票发行1993年急剧上升到28亿美元。中国和香港地区占亚洲国家发行总量的一半还多。

对许多发展中国家来说，跨国界股本流入是通过在当地股票市场上的直接出售。虽然还没有跨国股本流动的详尽统计资料，最新的估计表明国际投资者在新兴市场上的二级市场购买，在1992年达到140亿美元左右，1993

年可能达 400 亿美元。

总之，在国际股票市场上，发达国家的资本流出入都是规模最大的，发展中国家和地区在国际股票的发行和流动上，都占有一定的比例。但是发达国家通过国际股票的发行来筹集资金在整个国际资本来源中，不像对发展中国家和地区那样相对重要。

四、国际银行业务和国际资本流动

国际银行业务在 1991 年的急剧收缩之后，1992 年和 1993 年连续缓慢扩张（见表 3 - 8）。1993 年总的国际银行贷款增长了 2570 亿美元，比 1992 年的 2620 亿美元略有下降，大大低于 1985 年以来获得的增长。向工业国家的贷款增长了 1900 亿美元，高于 1992 年，但仍大大低于 80 年代末的增长水平。同时对发展中国家借款人的要求权增长了 380 亿美元，比 1992 年少了 70 亿美元。1993 年国际负债增长了 1950 亿美元，因而净债权实际增长 630 亿美元，而前一年则是增长了 950 亿美元。

全部数字反映出国际银行贷款业务的重要性逐年降低，尽管对非银行的贷款在 90 年代蓬勃发展。1993 年对非银行的国际净债权增长 1470 亿美元，是 1983 年以来的最高增长。净债权的增长有两方面原因：一是总债权的迅速增长，一是负债的减退。总贷款额增长 1910 亿美元，贷款量增长在美国、德国和英国的银行最明显。相反，日本银行国际贷款业务下降。

另一方面，非银行国际间存款 1993 年仅增长 430 亿美元。特别是日本和美国，对非银行的负债连续几年下降。非银行国际存款的下滑与国内市场上银行向更低存款基础发展的趋势相关。例如，在美国，非银行部门，其中包括家庭，有一个趋向是在非银行金融机构存款以得到更高的收益，如共同基金等机构，存款下滑和信用扩张并存的部分解释是银行对跨国公司债券购买的增加。因此，银行不是通过贷款，而是通过证券市场来扩张信用的。表

3 - 8 银行跨国债权债务的变化（单位 10 亿美元）

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 对以下对象债 | 531 | 799 | 565 | 833 | 732 | -70 | 262 | 257 |
| 权的总变化 | | | | | | | | |
| 工业国家 | 405 | 543 | 483 | 563 | 563 | -67 | 171 | 190 |
| 其中： | | | | | | | | |
| 美国 | 9 | 106 | 108 | 93 | 73 | -7 | 74 | 83 |
| 日本 | 154 | 223 | 203 | 172 | 101 | -89 | -108 | -18 |
| 发展中国家 | 2 | 22 | -4 | 13 | 3 | 34 | 45 | 38 |
| 离岸中心 | 82 | 164 | 85 | 181 | 135 | -5 | 26 | 5 |
| 转轨国家 | 4 | 1 | 5 | 7 | -5 | 3 | 4 | -4 |
| 其中： | | | | | | | | |
| 前苏联 | 4 | 1 | 5 | 8 | -6 | 4 | 6 | -2 |
| 对以下对象债 | 588 | 764 | 518 | 823 | 668 | -100 | 168 | 195 |
| 务的总变化 | | | | | | | | |
| 工业国家 | 423 | 494 | 371 | 574 | 490 | -122 | 87 | 138 |
| 其中： | | | | | | | | |
| 美国 | 82 | 57 | 84 | 67 | 24 | -4 | -42 | -56 |
| 日本 | 114 | 146 | 148 | 138 | 55 | -47 | -71 | -42 |
| 发展中国家 | -5 | 47 | 33 | 69 | 80 | 20 | 26 | 31 |
| 离岸中心 | 130 | 144 | 100 | 148 | 51 | -29 | -14 | - |
| 转轨国家 | -1 | -1 | 4 | 4 | -5 | 1 | 11 | 5 |
| 其中： | | | | | | | | |
| 前苏联 | 1 | -2 | 2 | -1 | -7 | - | 6 | 2 |
| 对以下对象净 | -57 | 35 | 47 | 11 | 64 | 31 | 95 | 63 |
| 债权的变化 | | | | | | | | |
| 工业国家 | -18 | 49 | 113 | -12 | 73 | 55 | 84 | 52 |
| 其中： | | | | | | | | |
| 美国 | 12 | 49 | 24 | 26 | 48 | -3 | 115 | 139 |
| 日本 | 40 | 77 | 55 | 34 | 46 | -42 | -37 | 24 |
| 发展中国家 | 7 | -25 | -37 | -57 | -77 | 14 | 18 | 8 |
| 离岸中心 | -44 | 20 | -16 | 33 | 84 | 24 | 40 | 4 |
| 转轨国家 | 5 | 2 | 1 | 3 | | -1 | 2 | -7 |
| 其中： | | | | | | | | |
| 前苏联 | 3 | 2 | 4 | 8 | 1 | 4 | - | -4 |

资料来源：国际清算银行，向 IMF 报告的有关银行对外帐户货币分布的数据；IMF，《国际金融统计》；IMF 人员的估计。

1993 年，跨国银行开始对发展中国家借款表现出新的兴趣，尽管与债券融资相比，银行活动仍然相对低沉。为控制风险，银行限制新的借款，包括短期信贷（主要是贸易信贷）、项目融资以及资产证券化。但对资本输入国的中长期银行贷款承诺从 1992 年的 141 亿美元增至 1993 年的 185 亿美元。

最值得注意的是对拉美国家贷款承诺的增加，从 1992 年的 9 亿美元增至 1993 年的 24 亿美元。各个主要的发展中国家（阿根廷、巴西、墨西哥）获

得3亿到8亿美元的各种贷款。亚洲借款人继续占对资本输入国的新辛迪加银团贷款的四分之三，其中中国借款38亿美元，其后是泰国（33亿美元），韩国（21亿美元），印尼（20亿美元）。在欧洲，土耳其1993年获得银行贷款协议近20亿美元，而转型中的欧洲国家几乎得不到无担保的中长期银行贷款。1993年对中东地区的银行贷款下降到几乎为零（包括科威特和沙特），从1991年100亿美元的历史最高点一落千丈。对非洲的银行贷款继续保持很低水平。1993年对发展中国家银行贷款的增长，原因是对这些国家自动贷款的利差增加，平均期限缩短。

五、国际投资与国际长期资金流量

下面，从国际长期资金净流量的角度来考察80年代至90年代初国际资本的流动状况。

工业国家仍处于国际资本净流量的主体，无论是净流出还是净流入，都占绝对的优势。原因在于，工业国家国民生产总值高，基数大，所以，若出现国际收支顺差，势必输出巨额资本。如日本、德国、瑞士等；反之，若出现财政及国际收支逆差，则必然输入巨额资本，如美国、英国等。因为这些国家的经济规模大，所以输出入的资本也是巨额的。甚至于一两个发达国家的资本流量就相当于整个发展中国家的资本总流量，从下两表可作一对比（见表3—9，表3—10）：

资料来源：德国《明星》周刊1995年第46期。

表3—10 1985—1992年间流入发展中国家的长期资金（单位10亿美元）

| 项 目 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 长期净资金总 流量 | 73.4 | 64.8 | 68.0 | 76.1 | 82.7 | 98.0 | 115.2 | 135.8 |
| 官方发展资金 | 40.7 | 45.1 | 44.8 | 41.8 | 42.4 | 58.8 | 59.4 | 62.0 |
| 官方赠贷 | 16.1 | 16.7 | 17.5 | 19.1 | 19.9 | 28.2 | 31.3 | 31.1 |
| 净官方贷款 | 24.6 | 28.4 | 27.2 | 22.7 | 22.5 | 30.6 | 28.2 | 30.9 |
| 双边 | 11.8 | 13.3 | 12.7 | 11.6 | 10.7 | 15.8 | 13.8 | 13.4 |
| 多边 | 12.8 | 15.0 | 14.5 | 11.1 | 11.8 | 14.8 | 14.4 | 17.5 |
| 净私人贷款 | 21.8 | 9.8 | 9.5 | 14.5 | 13.5 | 11.4 | 14.2 | 25.9 |
| 商业银行 | 8.5 | 1.7 | 1.6 | 9.4 | 6.3 | -4.1 | 3.9 | n.a. |
| 债券 | 6.0 | 1.5 | 1.0 | 3.9 | 4.5 | 3.2 | 7.6 | n.a. |
| 其他 | 7.3 | 6.6 | 6.9 | 1.2 | 2.7 | 12.3 | 2.7 | n.a. |
| 外国直接投资 | 11.0 | 9.9 | 13.7 | 19.7 | 23.3 | 24.0 | 33.9 | 38.3 |
| 证券股权投资 | n.a. | n.an | n.a. | n.a. | 3.5 | 3.8 | 7.6 | 9.6 |
| 长期净转移总 额 | 3.0 | -3.2 | -1.9 | -2.9 | 8.1 | 24.4 | 37.7 | 58.0 |

资料来源：《1991—1993年世界债务表》。

1992年，流入发展中国家的净资金总量大幅度增加，大约增加了200亿美元，从而使总量达到1360亿美元。转移到发展中国家的长期净资金总额（包括外部资金的本息），增加了近580亿美元。利润的增加（它抑制了资本的净转移）被主要是由于美元利率下跌所造成的债务利息付款的减少所抵消。

净资本转移总量占发展中国家 GNP 的 1.2%。1991 年净资金总流量的增加主要由于包括外国直接投资和有色证券在内的股本流量剧增所造成，而 1992 年增长的唯一渠道是私人贷款，特别是以证券融资形式出现的私人贷款，股本和赠款的净转移出现停滞。

包括来自双边和多边金融机构的官方贷款和赠款在内的官方发展援助，在 90 年代初的三年里一直保持着名义增长的趋势，估计达 620 亿美元。以实际价值计算，官方发展援助从 1990 年峰值下降了 3% 以上；赠款继续下降，而官方贷款则稍有回升。自 1985 年以来官方发展援助与工业捐赠国的 GNP 比率一直保持在 0.35% 左右。

1992 年外国直接投资由传统的东亚国家（印尼、马来西亚和泰国）以及传统的（1982 年前）拉丁美洲市场，扩大到中国、埃及和尼日利亚等发展中国家。促使外国直接投资增加的原因包括：许多国家宏观经济实绩的改善，更受欢迎的管理以及私有化计划。外国直接投资的净流量在 1992 年高达 380 亿美元。外国直接投资量的快速增加，转化为更大的汇回利润，导致近 200 亿美元的净外国直接投资的转移。

以信托证券出售的外国股票成为证券股本流动的主渠道。1991 年因债券发行，证券债务流量可达 190 亿美元，1992 年的证券流量估计达 270 亿美元。特别是诸如墨西哥国营石油等拉丁美洲公司和该地区一些商业银行不断求助国际金融市场，包括股本和债务的私人证券流动是外资的主要来源。

总之，90 年代初的国际资本流动仍然保持了发达国家间流动的主流地位，几乎占整个国际资本流动的 80% 以上；而国际资本向经济活跃的亚太地区流动正在迅猛增长，国际资本流向前苏联东欧地区经济转轨的国家也成为不可忽视的方面。具体地分析，可以总结出 90 年代国际资本流动的一些特点：

1. 90 年代因世界经济的全球一体化趋势继续发展，促使国际资本流量增大，速度加快，国际资本有膨胀的趋势。并且，随着发展中国家实施一些更受欢迎的管理和私有化计划，以及宏观经济实绩的改善，吸引了更多国际资本流向发展中国家，且国际资本流向发展中国家的障碍进一步拆除，这无疑会对未来的国际资本流动产生深远的影响。但是，又由于世界经济的区域化和集团化倾向的加强，所以国际资本的集团内和区域内流动明显。这是不利于区域外国家吸引外资的，如果再直接或间接地实施一些国际资本区域间流动的管制措施，更会加重这种不利因素。

2. 在工业化国家中，美、英、法等国是重要的国际资本的输出者，同时又是国际资本的主要利用者。日本、德国、瑞士、荷兰、瑞典等国家虽也有国际资本的流入，但和巨额的国际资本的输出相比显得微不足道，是国际资本的净供给国。发达国家国际金融市场和国内金融市场是连成一体。国际资本流动主要采取证券化这一完善的形式，近 60% 的国际资本是通过债券融资的，且固定利率的直接债券融资占绝对优势，占总资本量的 45% 强，是包括浮动利率债券等其他债券融资量的 3 倍。通过辛迪加贷款进行融资的比重日益下降，到 1993 年只占 16.13%，显示出国际银行辛迪加贷款重要性的下降。通过国际股票发行进行融资，从 1988 年以来始终只有不到 5% 的比重。而通过欧洲票据进行融资却维持了 20% 左右的比例。1993 年全球国际资本来源总量达 8000 多亿美元。

3. 发展中国家虽然增加了利用外资的数额，且中东石油输出国和其他一

些新兴国家还有一定数量的资本输出，但在整个国际资本流动中，仍只占很小的份额。且由于不同的地区、不同的收入组别及不同的经济市场条件，净资本流动的趋势是迥然不同的。一般来看，中等收入且金融市场比较完善的发展中国家，如巴西、墨西哥等国，多吸收了证券资金形式出现的私人融资，而市场条件不太完善的国家，如中国、越南等国，多设法吸收以外国直接投资形式出现的私人融资。而处于经济转轨期的前苏联东欧地区国家，由于种种不稳定、不明朗的因素，以及宏观经济业绩欠佳，很难吸收各种形式的外国私人投资，国际银行贷款就更加困难，故主要依靠国际货币基金组织、世界银行及工业国家组织的多边或双边的官方援助或贷款来解决本国急需的资金，但数量有限。大多数低收入国家，由于不同的原因，无法吸引国际投资者，故无法吸收近来高涨的私人融资。它们的净资本流量停滞不前，只能主要依靠官方融资来满足融资需求。在发展中国家中，它们得到的外资最少。

§ 4 国际资本流动与资本形成

§ 4.1 国际资本流动与不发达国家的资本形成

一、不发达国家资本形成中的供给与需求

资本形成问题是不发达国家发展问题的核心。不发达国家，是指那些资本量、人口和自然资源比较起来相对不足的国家。资本形成是指：社会不把它现有的生产活动全部用于目前消费的需求，而是把其中的一部分用来制造资本品，其中包括物质资本和人力资本，即包括工具、仪器、工厂设备、教育培训投资等在内的各种能增加生产力效果的实际资本。这里的研究主要限于物质资本的积累方面，即如何把社会的部分现有资源转用到增加资本存量，以便在将来可以扩大消费品生产。

不发达国家贫穷的恶性循环是阻碍其资本积累的最主要的循环关系。资本的供给取决于储蓄能力和储蓄愿望，资本的需求取决于投资的刺激。在不发达国家，资本形成的供求两方面都存在着循环关系。从需求方面看，由于人民的购买力很小，对投资的引诱很低。购买力之所以小，是因为实际收入低，而实际收入低则是因为生产率低。然而生产率之所以低，又是在生产中使用资本数量少的结果，而这至少在某种程度上是因为对投资的引诱小；从供给方面看，由于实际收入小，所以储蓄能力小。而实际收入小则是因为生产率低，生产率低又在很大程度上是由于缺乏资本。资本之所以缺乏，正是由于储蓄能力小造成的。这两个循环圈的共同点在于：实际收入水平低反映了生产率低。这样，从供求两方面可以看出：不发达国家资本形成的障碍，从供给方面说是由于储蓄的能力小，从需求方面说是由于投资的引诱小。如图 4 - 1 所示：

从需求方面分析，投资刺激的微弱主要是由于市场容量太小。决定市场容量的关键因素是生产率。打破需求方面恶性循环的办法，在于平衡增长——在各个不同的工业部门中同时进行投资。

从供给方面分析，储蓄能力微弱是因为收入水平低。在不发达国家的农村，农业中存在着大量隐蔽失业反映了农村隐藏着储蓄能力，这种隐藏的储蓄能力可以挖掘出来用于资本形成。政府应通过贸易政策吸收外资，控制消费品进口，将吸收的外资用于资本形成方面的投资，而非用于消费。

二、国际资本流动的需求限制

在不发达国家，影响资本形成的市场需求不足，是实际购买力的不足，而不是“有效需求”的不足，这种实际购买力的不足压制了对个人投资的刺激。

不发达国家市场容量狭小，不足以维持大规模生产的工业，同时这些国家生产率水平低，国内市场不足以刺激各种私人投资。先进的工业国彼此是最好的顾客。工业国之间的贸易量与这些国家的就业程度和有效需求有密切关系。但这一点并非根本因素，更重要的决定国际贸易量的因素是市场的容量和生产率水平。

外国的私人投资往往避开为不发达地区国内市场而生产的工业，却集中到向先进工业中心输出农矿产品的生产上去。在经济落后的国家，这类投资大部分投到为出口而生产的采掘工业，如油田、矿山、种植园。

总之，在不发达地区资本形成问题上，从需求方面说，动力是不足的。当然，这是从低收入地区缺乏引诱私人企业单独投资的刺激这一点而言。从整个经济来说，不发达国家对资本的需求不可能有什么不足。

三、利用外国资本与资本形成

资本的国外来源包括：(1)企业直接投资；(2)国际借款与赠与。

直接的企业投资带有传统色彩，即主要投向为处于债权地位的工业国利益服务的行业，由此带来的经济发展当然是畸轻畸重的。但外国企业对经济发展的作用不是简单地取决于它是为出口还是为国内消费进行生产，而是很大程度上取决于它能够把对劳动力和其他当地资源的需求增加到什么程度，取决于它把多少利润重新投资于该国。

直接的企业投资，即使不同于直接以国内发展为目的的资本形成，也还是直接用在资本形成上，因为它总会给生产原产品的国家增添真正的新生产力。直接企业投资促进不发达国家资本形成，受两方面的制约：一是缺乏足够的刺激，使私人企业资本用于扩大不发达国家国内经济；二是由于原料需求市场的缩小，使私人企业资金对用于扩大原料出口的行业缺乏兴致。

与企业直接投资不同，国际借款与赠与作为一种外国投资，可以由政府统筹使用，建设公共服务事业和社会经营资本，从而奠定一个国家经济发展的基础。但是，以外国投资代替国内储蓄，总是引起消费的增加。相对于私人投资者或政府给不发达国家公共当局的借款来说，政府间的赠与因为没有还本付息的压力更容易直接或间接用于消费。

总之，国际投资或赠与若用于消费，从福利经济学的观点可能值得欢迎，却无益于不发达国家的资本形成。把外国资本用于生产性事业，受不发达国家吸收能力的限制，各种公用事业的完善需要时间，这就实际制约了外援用于资本形成的速度。硬性规定专款专用可以起一些作用，却不是治本的办法，因为它无法防止不发达国家移花接木，用外援搞生产投资，用国内储蓄搞非生产性投资。所以，不发达国家对外援和本国资源的使用必须做出全面计划和预算，以保证在分配国内外全部可用资源时首先用于资本形成。

§ 4.2 外债的清偿能力

一、外债的本息支付与商品出超

不发达国家在资本形成中利用外资是不可避免的。同样，由于借用外资不是单方面转移，外债本息的支付也是不可避免的。

对债权国而言，人们对待本金的态度和对待资本收益的态度是有所区别的。对于资本本金，人们并不一定非要争取还款不可，除非债权国和债务国的经济地位已颠倒过来。资本收益对债权国经济有积极作用，在商品入超的同时，如果伴有资本收益的增加，则入超并不一定引起萧条。从债务国看，偿还利息遇到预算（征税）和转移上的问题。这就是说，要完成转移，一方面，债务国一定要把外资用于生产，要能取得实际国民收入并能获得国内货币报酬，以便支付利息；另一方面，要创造出超，以取得偿还借款的外汇。

二、外债清偿与国内储蓄

不发达国家从供给方面看，要打破贫穷的恶性循环，应当利用外国资本，以推动生产和实际收入的增长，从而增加国内储蓄。储蓄能力的增长之所以十分重要，因为这与清偿外债所需要的实际国民收入增长有关。

储蓄能力取决于收入的绝对水平和相对水平。不同国家之间收入水平、消费水平的巨大差距，已越来越被人们所认识，这可能提高不发达国家的总消费倾向，使这些国家在绝对收入水平上升而相对收入水平下降的情况下，储蓄能力减弱，国际收支更加紧张。

消费示范作用是落后国家经济发展的一大障碍。这不仅妨碍外债的清偿，而且使得利用国内潜在资本来源的愿望受到严重的阻抑。因为穷国和富国的交往和贸易往往使穷国不得不把货币收入和支出保持在高于自己生产能力的水平上，结果就在国内造成了通货膨胀的压力，在国际收支方面入不敷出。

示范作用产生一种使穷国消费倾向上升的压力，造成穷国和富国之间，国际收支有趋于不平衡的自然趋势。由于国与国之间收入的差距直接引起的对进口货物需求的增加，以及由于国际间示范作用对国际收支的影响，使古典学派的国际收支失衡开出的“停止通货膨胀和调整外汇比价”的药方失灵，只有用进口限制和外汇管制才能压住国际收支不平衡的势头。

三、提高外债清偿能力的有效手段

在某种意义上说，资本是在国内形成的。为了配合外国资本的输入，不发达国家必须用财政或货币政策实际强迫储蓄，否则，限制消费品进口不能成为通过从国外输入设备而促进资本形成的有效手段。贸易条件的改善如果没有相应的国内储蓄的配合，不可能在投资方面产生任何净增加。

不发达国家应当尽量提高边际储蓄率。从财政上说，一个国家的边际储蓄倾向是经济发展的决定因素，但自发的力量总是使增加的收入用于消费，所以需要财政措施，如征收捐税和强募公债。为了打破贫穷的恶性循环，要求国家指导资本形成过程，提高资本积累的速度，以取得合乎希望的增长率。于是征税日益成为强迫储蓄的一个手段，征税应以支出为对象，而不以个人收入为对象，甚至可以实行储蓄免税等措施，强迫募债代替征税，以避免征税对劳动刺激的不利影响，这也是可行的。它在形式上和实质上同属强迫储蓄。但以通货膨胀实行强迫储蓄，似乎受到普遍的非难。

为了筹集最低程度的社会经营资本，政府要干涉投资资金的分配，用大规模的贷款建设国家现有环境。社会经营资本的积累是一项耗资巨大的长期投资，要有一定的连续性，不受政治气候中短期变化的影响。生产性投资工作，则应由企业来完成。企业利润的再投资是西方经济成长过程中资本积累的主要方式，这种模式是一个国家取得最大边际储蓄率的自动有效的方式。只有在一个自觉注意资本积累的社会里，资本形成才能持续不断。从长期而言，一个国家要想自觉注意资本积累，组成这个国家的个人要能自觉地进行储蓄。只有这样，外国企业投资才会产生积极的效果，也才可能形成外债的清偿能力。

§ 4.3 国际资本流动与技术进步

一、技术进步的经济意义

发达国家与发展中国家的经济增长的原因有很大的差别。发达国家的经济增长主要依靠技术进步，技术进步的贡献率在 50% 以上，这是一种内涵为主的扩大再生产的途径。而发展中国家的经济增长主要依靠劳动力和资金的投入，技术进步的贡献率在 20% 左右，这是一种外延为主的扩大再生产的途径。二者有很大的差别。但是，在发展中国家由外延扩大为主向内涵扩大为主的过渡中，即由劳动密集向资本和技术密集为主的过渡中，构成资本形成内容的技术进步占据重要地位。

从经济角度考察技术进步，首要的问题是研究技术进步的经济效果和效率。从经济平等的立场出发，效果与费用的对比形成技术进步的效率，而效率的提高则表现为技术进步的经济效果，即效果与费用的比值提高是技术进步的标志。改革工艺、提高设备效率、改善生产的组织与管理、提高劳动者的操作技能等等都可以称作是技术进步。

二、技术进步与经济增长

科学技术是巨大的生产力。自从机器大工业出现以来，技术在经济发展中的作用日益增大。特别是近几十年来技术的发展极为迅速，技术进步已成为经济增长的决定因素。

技术进步促进经济增长的作用机理是，技术进步促进产业结构本身功能的不断优化而带来经济增长量的扩大。从一个较长时期的经济发展过程纵向来看（如发达国家的经济发展），或者从世界上代表不同经济水平的各个国家的横向来看，社会技术结构的变化和国民经济产业结构的变化之间存在着密切的相对性。这可以从图 4 - 2 直观地看出。

从此图中看出，发展变化中的梯形技术结构与发展变化中的梯形产业结构表现出一一对应关系，技术结构由正梯形向倒梯形的变化过程也就是产业结构由正梯形向倒梯形的变化过程。这就是技术结构和产业结构两者的相关性。由上面的相关性导致的另一经济现象是，先进的科学技术水平、合理的产业结构和较高的经济增长水平三者之间在一个较长时期内往往是趋向一致的，这也就是技术进步——产业结构——经济增长的三者同步性。

但是，传统的经济学模式中没有认真考虑独立于土地、劳动或资本变化以外的技术进步这一重要因素。现代经济学，特别是在“二战”以后，对于近百年来由于科学技术的迅速发展而导致的经济迅速发展十分重视。

哈罗德的经济增长模型，同时考虑了资本积累、人口增长和技术进步等实物变量与经济增长的关系，并把技术进步在经济增长中的作用提到一个新的高度。

哈罗德是用经济增长率来建立经济增长的原始模型，并把经济增长率分为实际增长率、保证增长率和自然增长率三种。

1. 实际增长率。是对经济体系中任何两个连续的时间内收入增加的实际情况的描述。它本身并不说明什么问题，只表明任何一个时期产出的增加等于储蓄率与资本系数的比例。储蓄率是收入中被储蓄的比例，资本系数是单位时间内资本增量与产出增量的比。用公式表示为： $G = S/C$ 。

2. 保证增长率。描述的是在不考虑技术进步和人口变动的前提下，使企

业家们感到满意的均衡增长率。此时，储蓄率是由自愿储蓄额决定的。用公式表示为： $G_w = S_d / C_r$ 。

3. 自然增长率。是将人口增长和技术进步计算在内的经济增长率。它反映了持续的长期经济增长和特定社会所容许的最大增长率。 S_o 和 C_r 分别代表在人口增加、技术进步下的储蓄率和资本系数，自然增长率为： $G_n = S_o / C_r$ 。

在自然增长率中，储蓄率的地位是奴仆而不是主宰者。“自然”增长率是由人口增长和技术进步决定的，并且说明因此而需要什么样的储蓄率。

在哈罗德看来，自然增长率与保证增长率不一定是一致的。它们（ C_w 和 G_n ）是两个完全不同的概念。自然增长率是一个与当前可供应的人力与技术进步相适应的增长率。储蓄在其中是奴仆，而不象在保证增长率中是主宰者。因此，“若这两者（ G_w 和 C_n ）相同的话，是非常巧合的事”。通常，在资本系数 C_r 固定不变的条件下， G_w 和 G_n 会呈现如下关系：

(1) 当 S_d （自愿储蓄率）超过了维持一个不断增长的劳动力和实现技术进步所需要的自然储蓄率 S_o 的水平时，过度的储蓄会使 $G_w > G_n$ ，由于劳动力不足会使经济出现停滞，这时需要降低储蓄来降低 G_w 。

(2) 当 S_d 低于 S_o 水平时，储蓄不足使 $G_w < G_n$ ，导致失业增加，资源不能充分利用，经济不能达到由于增加人口和应用科学的新发现所能实现的最大速度增长。

(3) 只有 $S_d = S_o$ ，才能使 $G_w = G_n$ ，此时，既没有通货膨胀，又无失业，经济处于比较理想的增长之中。

哈罗德模型说明了经济增长中储蓄率与技术进步的相互关系。同时，也说明了这样的两个经济过程，即由于国际资本流动在发展中国家资本形成中的技术进步过程，以及发达国家由于技术进步而引起的国际资本流动。这就是说，当人们的自愿储蓄率低于人口增加和技术进步所要求达到的投资水平时，人们可以通过国家财政和货币政策来调节储蓄，以及借助于国外资金来实现经济均衡增长。

三、我国的技术引进与技术进步问题

展望我国未来技术进步的前景，在选择技术进步对策时，我们既要考虑到世界技术进步的状况，更要从我国的国情出发，寻求根据我国的经济条件、现已达到的技术水准以及我国具有的优势条件，争取尽快地赶上国际科学技术发展的水平和稳定的经济增长，并在社会经济各方面能取得均衡发展的对策。在我国技术进步的对策上，要处理好两个关系，即技术引进与本国技术进步的关系，以及发展高新技术与保持传统技术的关系。

处理好传统技术与高新技术的关系，已成为推进我国技术进步战略抉择的基本原则。这里有三种可选择的方案：

第一种，是从满足当前我国社会、经济发展和人民文化物质生活的基本需要出发，继续全力发展传统工业。完成工业化的进程，然后在经济实力具备的基础上再发展高技术。

第二种，是采取所谓超越发展、全面追赶世界最新技术水平的战略。即参照发达国家发展战略，以发展高技术为主，把传统产业作为新兴高技术产业发展的支柱和市场，同时给予发展。

第三种，是以发展传统工业为主，同时注意吸收当代最新科技成果，大

力推动企业技术的进步，应用高技术，加快传统工业的技术改造，从而推动高技术产品的生产，逐步形成高技术产业。

上述三种方案均有实现的可能性，但是第一种抉择可能会使我国与世界先进水平技术差距拉得更大，而且在发展传统工业过程中，我国的环境和生态问题将达到相当严重的程度，同时产业结构在本世纪末再作大规模调整，将更加困难，会造成很大的波动。第二方案虽然可能缩短一些重要领域与发达国家的技术差距，但对改造我国的传统产业和改善人民生活不利。第三种抉择比较符合技术革命发展规律，这是一个稳步前进的战略。

无论是哪种方案都要处理好技术引进和技术进步的关系，同时最新技术是很难引进的，所以必须立足国内技术的研制转化，并避免一些弯路，真正学会“施夷之技以制夷”。

§ 5 国际资本流动与国际贸易

“二战”结束以来，国际间资本移动的规模迅速扩大，国际金融活动已从国际贸易活动的附属物变成其基础。国际资本流动，特别是国际投资，对国际贸易产生了深刻的影响。

§ 5.1 国际资本流动对国际贸易的影响

一、对外间接投资对国际贸易的影响

1. 通过政府、国际金融机构贷款，促进了受援国的经济发展，改善了国民经济中的薄弱环节，加速了基础设施建设，使东道国发展对外贸易的基础与能力扩大，同时改善了直接投资的环境。

2. 对外援助改善了投资国的政治、经济与贸易环境，有利于本国贸易的扩大，同时带动了本国的商品输出。

3. 出口信贷有益于出口厂商资金周转与进口商支付困难的解决，有益于国际贸易的扩大。

二、对外直接投资对国际贸易的影响

(一) 替代作用

国际资本流动（这里指直接投资）对对外贸易的替代来源于一国企业拥有的比较优势。在具体选择是投资还是贸易时，一般有三种方式，以公式表述如下：

假设 C 代表投资国国内生产的正常成本， C' 表示东道国生产的正常成本； M 代表投资国的出口销售成本（包括运输、保险和关税等）； A 表示在国外经营的附加成本， D 表示各种风险成本（包括泄露技术秘密、仿制等）。

1. 如果 $C + M < C' + A$ 时，就选择出口，因为出口较对外直接投资有利；在 $C + M < C' + D$ 时，也选择出口，因为出口比转让许可有利。

2. 如果 $C' + A < C + M$ 时，便通过直接投资，在国外建立子公司，因为它较出口有利；在 $C' + A < C' + D$ 时，也要在国外建立子公司，因为它比转让许可有利。

3. 如果 $C' + D < C' + A$ 就转让出口，因为它比对外直接投资有利；在 $C' + D < C + M$ 时也要转让许可，因为它比出口有利。

在上述公式中，2 的选择，就出现以直接投资替代出口的作用；3 的选择，扩大了技术贸易。

在 2 式下，国家之间的贷款移动就形成了替代出口型资本流出、替代进口型资本流出、出口替代型资本流入和进口替代型资本流入。

(二) 对外直接投资方向影响着对外贸易地理方向

战后，国际直接投资转向发达国家与新兴的工业化地区，使得发达国家之间成为主要的贸易对象，新兴的工业化国家和地区与发达国家之间成为主要的贸易对象，世界市场进一步向发达市场经济国家集中。

(三) 对外直接投资的部门对国际贸易的商品结构起着优化和约束的作用

国际直接投资转向制造业、商业、金融、保险业，尤其是新兴工业部门，使国际贸易商品结构出现以下变化：第一，国际服务业在迅速发展；第二，国际贸易中中间产品增多；第三，发达国家和发展中国家出口商品结构进一

步优化，发展中国家出口中制成品所占比重大大提高；第四，在发展中国家出口中，商品的结构受到国际投资的严重约束。

（四）加强了投资者在世界市场上的竞争、垄断与渗透

1. 便于商业情报的收集。在国外进行直接投资的企业会更容易、准确、及时获得当地市场的商业情报。这对于企业适时地采取生产和销售措施，改进产品的销售是大有裨益的。

2. 提高产品的竞争能力。通过对外直接投资就地生产和就地或在邻近地区销售商品，减少了运输成本和其他费用。这还可以使产品更好地适应当地市场的消费习惯和爱好，缩短了交货期，并且易于提供销售服务和咨询。

3. 抢先占领市场。

4. 绕过各种贸易壁垒。使投资者和东道国的企业在同样条件下进行竞争。

5. 进入东道国家的贸易渠道。在国外投资设厂不仅可以进入当地市场销售渠道，而且可以利用当地对外贸易渠道扩大对其他国家的出口。

（五）变革贸易方式，使其多样化

传统的贸易方式是由商人作为生产者和消费者的中介人。在国际贸易中则由进出口商作为国家间商品买卖的媒介，专业的进出口贸易公司占有十分重要的地位。战后，在国际投资中，跨国公司设置了自己的贸易机构或者建立自己的贸易子公司，经营进出口业务。这样便于了解市场动态和需求，及时调整销售战略。更重要的是，跨国公司内部的产品交换不需要外部贸易企业中介人。因此，贸易中间商、代理商的地位相对降低。战后发展起来的一些贸易方式也是和资本运动相联系的。这些贸易方式主要有：加工贸易、补偿贸易和国际分包合同等业务。

（六）推动了战后的贸易自由化

战后对外直接投资的发展加速了生产国际化的进程。跨国公司在世界各地组织生产，同时跨国公司内部贸易也不断扩大。因此产品的国际间自由移动对于跨国公司的国际经营活动是十分必要的，这种切身利益决定了跨国公司的贸易自由化态度。

三、国际资本长期流动对贸易条件的影响

1. 资本技术构成水平高的国家的替代型资本输出，会使出口竞争品生产部门劳动生产率的增长速度低于进口竞争品生产部门劳动生产率的增长速度，从而使以出口竞争品单位数表示的单位进口竞争品的国内交换价值下降。在国际交换价值不变的情况下，会使贸易条件恶化。

2. 上述国家的进口替代型资本流出，会使进口竞争品生产部门劳动生产率的增长速度低于出口竞争品生产部门劳动生产率的增长速度，从而使以出口竞争品单位数表示的单位进口竞争品的国内交换价值上升。在国际交换价值不变的情况下，使对外贸易条件改善。

3. 资本技术构成水平低的国家的出口替代型资本流入，会使出口竞争品生产部门劳动生产率的增长速度高于进口竞争品生产部门劳动生产率的增长速度，从而使以出口竞争品单位数表示的单位进口竞争品的国内交换价值上升。在国际交换价值不变的情况下，使对外贸易条件改善。

上述国家的进口替代型资本流入，会使进口产品生产部门劳动生产率的增长速度高于出口竞争品生产部门劳动生产率的增长速度，从而使以出口竞争品的单位数表示的单位进口竞争品的国内交换价值下降。在国际交换价值

不变的情况下，使对外贸易条件恶化。

从促进国际贸易发展的角度来看，资本技术高构成国家替代进口型资本流出和资本技术低构成国家出口替代型资本流入相结合的国际资本流动是最有利的国际资本流动形式；而资本技术高构成国家替代出口型资本流出与资本技术低构成国家进口替代型资本流入相结合的国际资本流动是最不利的国际资本流动形式。

§ 5.2 发展中国家利用外资与贸易战略

发展中国家的工业发展，也可以说是贸易发展，需要经过从“初级进口替代”、“较高级进口替代”、“出口替代”到“高级进口与出口替代”四个逐级提高的阶段，才能赶上或超过发达国家。然而，多数发展中国家仍然处于进口替代，甚至出口鼓励的阶段，即使比较成功的、发展速度较快的国家和地区也不过进入“高级进口与出口替代”阶段。发展中国家贸易发展以至经济发展都是一个从劳动密集型向资本和技术密集型过渡的过程。在这一过程中，资本是关键，因为国内储蓄增长不足或利用的效率不高，需要引进外资。利用外资，既要积极，又不能失去原则，需要有一定的策略与战略。发展中国家的贸易战略，归根到底，仍然是一个利用外资的战略问题。

一、争取较为有利的国际经济新秩序

在建立国际经济新秩序的问题上，发达国家与发展中国家有着截然相反的观点。多数西方学者的看法是，现行国际经济体系是基本合理的和有效的，市场机制基本上可以发生作用。如果说存在着某些缺陷的话，只是如何进一步完善的问题。他们认为发展中国家要求建立国际经济新秩序，只不过是希望对现有世界财富的重新分配，是根本不可以有的。如果财富与资源不是通过市场机制而是人为地进行配置的话，那只是意味着低效率和浪费。

发展中国家的观点认为，在国际贸易领域，发达国家垄断着国际市场和商品价格的决定，不等价交换使大量财富发生转移，执行不合理的贸易条件正是这种转移的主要机制。因为穷国几乎没有竞争能力左右国际市场和价格，垄断高价和垄断低价的交换造成了发展中国家贸易条件的恶化，并在国际贸易中总是处于不利的地位。

为了改变“中心—外围”这种旧的国际经济秩序，发展中国家在贸易战略中首先应坚持以下原则(1)各国主权平等，维护领土完整，不干涉他国内政；(2)各国在平等基础上，充分和有效地参加解决世界经济事务的不可剥夺的权利；(3)每一个国家对自己的自然资源和一切经济活动拥有充分的永久主权，包括采取限制和监督跨国公司的活动，直至实行国有化措施；(4)在发展中国家出口货物和进口货物之间应建立公平合理的关系，建立商品综合方案 and 实际价格指数化，以改善它们的贸易条件，发展中国家有权建立原料生产国组织；(5)改革现有的国际货币制度，国际社会应向发展中国家积极提供援助，促进对发展中国家的技术转让；(6)加强发展中国家在经济、贸易、财政和技术方面的相互合作；(7)每个国家有权实行自己认为对本国发展最为合适的社会经济制度。

在争取建立新的国际经济秩序时，要注意另一种倾向：国际经济新秩序要求提高初级产品的价格，这样会促使发展中国家扩大面向出口的初级产品生产去适应发达国家的需要，从而进一步巩固“中心——外围”的格局，加

深旧的国际分工，使发展中国家的依附程度加深，并加速财富在中心的积累和贫困在外围的积累。

二、采用实惠的利用外资形式

发展中国家为了尽快改变自己相对于发达国家的比较劣势，需积极利用外资。在利用外资的形式上有三种选择：借用外债、直接投资和其他方式，主要是前两种。借用外债与吸引直接投资相比，后者首先不会形成本国的外债，而且还可以相应地引进技术和管理经验等，在国外销售的市场方面也不存在问题；借用外债则不然，最大问题是还本付息，特别是在发展中国家债务负担已经过重，外债利用效果又不佳的情况下，这一问题更加突出；并且在引进技术，管理及市场销售方面都存在着问题。所以，发展中国家越来越倾向于吸引直接投资这种形式。但实际上，在采取直接投资时，要权衡以下利弊：(1)跨国公司在直接投资中从发展中国家汇回的利润、股息是否超过了新投资额；(2)西方的投资是否窒息了竞争，阻挡了本地企业的发展；(3)提供的技术是否与发展中国家国情相符，是减少还是增加了失业；(4)外国直接投资，是否形成技术垄断，妨碍本国的技术进步；(5)为了吸引外资，发展中国家给予的优惠是否以牺牲国民收入为代价；(6)跨国公司子公司大量进口机器设备、中间产品，大量汇回利润、专利费，是否导致国际收支的恶化；(7)西方国家通过直接投资，跨国公司是否干涉发展中国家内政，实行新殖民主义政策等等。以被认为利用外资较为成功的韩国为例，基于过去日本殖民时代教训的认识，一直到80年代初，在引进外资中主要采用的形式是借贷，而不是直接投资。

另一方面，发达国家在对外投资时也要充分考虑其投资的安全性、盈利性及流动性等，也要考虑其所具有的优势，如所有权优势，内部化优势、区位优势及产品的生命周期定位等，只有在上述优势的促进下，并且有盈利预期的，才会在发展中国家投资。所以说，发展中国家在从发达国家直接投资中得到的好处将是有限的。

三、内向型经济向外向型经济的适度发展

不充分参与国际竞争导致了许多发展情况较差的发展中国家的低增长。为扶植幼稚产业而采取的进口限制，有效地为这些产业提供了持久保护，增加了进口中间产品和资本品的成本，并维持了本国的高估。结果，出口部门的发展和多样化受到抑制。

经验表明，产出和生产率的提高，以及投资在产出中所占的份额，都与出口增加、外向程度以及贸易障碍的减少成正相关关系，战后中国、印度等国的封闭经济以及拉丁美洲国家长期的保护主义政策的失败，与有着较长的外向型政策传统的东南亚国家的迅速增长形成了鲜明的对比，这大概要归功于对外贸易的系数作用。贸易改革还可以加速工业化进程，提高制造业占国内生产总值的比重。

由于世界经济一体化进程加快，加上乌拉圭回合圆满结束的推动，各国必须采取外向型政策，才能分享全球效率提高所带来的好处，更多地得到由于开放和全球经济联系和加强所带来的技术转让。由于世界经济增长率提高，发展中国家有更多机会进入工业国家的市场。这些都将改善发展中国家的外部环境，并增加它们对外部不利因素的承受力。另外，对某些发展中国家，由于减少或消除关税与非关税壁垒，国内资源的使用效率提高了，可能实现生产的规模经济效益。

不过，发展外向型经济，必须注意如下问题：首先，进口可能增加，这会减少外汇储备，带来汇率下降的压力，并可能会对贫困阶层产生不利的分配效应。所以，经济调整过程中需要保护贫困阶层的社会保障体系，且通过适当的国内需求管理政策避免进口的过度增加和汇率的过度下降。

其次，出口的结构和潜力问题。资本、技术密集型产品市场仍然被发达国家所垄断，发展中国家的初级产品的出口仍将占据相当高的比例。中间产品比例会有所提高。根据“普雷维什—辛格假说”，发展中国家出口增加若是因初级产品的盲目增加所导致，那么对发展中国家将更加不利。受国内、外因素的制约，发展中国家出口潜力将是有限的，这样在制定出口计划和发展计划时要有正确的估量。

第三，出口增长速度与外债的增长速度，出口增加额与外债增加额的比例问题。发展中国家为改变不利的国际交易格局，需加速利用外资。但若利用外资效果不佳，就会带来外债的沉重负担，因对国民经济的压力很大，发展中国家被迫实际调整政策。即使外资利用达到一定效果，如外债增加额太大，增长速度过快，也会导致还本付息的压力。为了偿债，被迫动用储备或增加出口，而出口增加是因为初级产品的增加所致；为了扩大初级产品的出口，又被迫压低本已很低的初级产品价格，这样最终严重影响国民收入的提高和人民生活质量的改善。

第四，发展中国家所面临的外部经济环境问题。近年来，这种环境发生了很大变化。尽管近来高债务国的利息支付减少了，但是世界利率却剧烈波动。最严重的负作用来自贸易条件的变化。1980年以来，工业国两次大衰退抑制了对发展中国家产品的需求，并迫使商品价格下降，进而导致许多发展中国家出口价格下降。这些情况带来了严重的负作用，因为发展中国家在世界金融市场套期保值以避免商品价格风险的能力有限。贸易条件恶化还因增加进口中间产品和资本品的成本而使产出减少。

第五，外贸依存度提高与国内市场的开拓问题。经济增长速度较快的发展中国家，外贸依存度都很高。这样国内经济与国际经济的联系更加紧密。发展中国家面临世界经济萧条的消极影响和发达国家转嫁通胀与经济危机的处境。并且，发达国家会利用处于发展中国家出口市场的有利地位，加强对发展中国家的控制。所以，发展中国家在积极发展外向型经济的同时，不能忽视国内市场的开拓，处理好国内市场与国际市场、国内经济循环与国际经济循环的关系。

第六，发展中国家有普遍兴办的经济特区、开放地区所造成国内经济的不平衡问题。因为经济优惠政策所导致的特区和开放地区经济的发展，吸引了内地资金、人力和各种资源向上述地区的大量移动，作为发展中国家国民经济基础的农业受到了严重削弱，这将影响这些国家持久发展的基础。内地资源优势得不到积极而充分的利用，开发速度放慢，造成资源优势地区发展滞后，资源配置效果不优，引起经济发展的地区间不平衡。这需要发展中国家加大国家财政、金融宏观调控手段的杠杆的作用，引导资源的合理开发利用，发展国内市场，消化外向型经济带来的消极后果。

第七，贸易政策与环保政策的协调问题。理论上说，开放的国际贸易体系不一定与资源的长期利用及其他环保目标相抵触。实践中，参与国际交易的商品和劳动并不充分反映其生产、消费和废弃环境的代价。我们所面临的艰巨任务是制订以自由的国际贸易为基础、能最大限度地既保护环境又维持

经济持续增长的政策。

总之，发展中国家发展外向型经济是比较复杂而艰巨的任务，面临着对外均衡与对内均衡的双重挑战。同时，为发展经济而付出的环境方面的代价将不得不得重视。

四、贸易中的保护

从世界资本主义发展史看，大凡增长迅速，发展顺利的阶段，自由贸易理论就占统治地位；相反，世界经济转入萧条、停滞时，贸易保护的主张便甚嚣尘上。从一个国家看，经济上处于向外扩张时期，就主张自由贸易和门户开放；而处于落后阶段，经济劣势的国家必然要加强保护或闭关自守。自由与保护是矛盾的运动。

处于发展阶段的国家对贸易的保护政策应以对“幼稚产业”和进口替代工业的保护为重点。

1. 对“幼稚工业”的保护。这种观点最早是由美国的汉密尔顿（A. Hamilton）和德国的李斯特（F. List）提出来的，并成为当时处于发展进程中的美国、德国抵御和抗衡强大的英国工业资本向海外扩张的理论武器。他们认为，一国应选择某些具有潜在比较优势和发展前途的幼稚产业，给予适当的、暂时的关税保护，以便逐步扶植其国际竞争能力。在这种保护初期，由于缺乏富有经验和训练有素的熟练劳动力，加之资本市场的不完善，初始的投资必然昂贵，生产成本很高，消费者不得不支付较高的价格。然而，一旦这些幼稚工业成长起来，降低生产成本，达到与外国同类产品生产者相同的效率标准，消费者就会从今后的价格下降中得到利益，届时贸易保护便宣告取消。相反，如果国家在新兴工业创建初期不予保护，脆弱的幼稚工业在强大的外国竞争压力下必遭夭折，本国的民族工业体系便永无建树之日。

发展中国家对“幼稚工业”的保护，可推广到本国新兴工业和具有国计民生工业的保护。但要特别注意的是，这种保护是暂时的，必须增强国内企业的竞争意识。

2. 对进口替代工业的保护。发展中国家普遍采用关税保护政策，来促进本国进口替代工业的发展。其作用方式有二：(1)通过提高竞争性制成品的进口关税，来影响该产品的国内价格，从而影响消费者的决策；(2)通过降低中间投入物（原材料、中间产品和资本品）的进口关税，来降低国内生产者的成本，扩大生产加工过程中的增加价，从而影响生产者的抉择。无论对最终产品本身加征关税，还是对中间投入减免关税，或两者同时并用，都会增加本国生产者的收入，有效地起到保护本国工业的作用。

§ 5.3 跨国公司的直接投资选择

一、直接投资的形式

对外直接投资的方式主要有四种：

1. 开办独资企业，包括设立分支机构、附属机构、子公司等，外资股份为百分之百。它可以通过收购现有企业或建立新企业来进行。

2. 收买并拥有外国企业的股权达到一定比例。按 IMF 的定义，拥有 25% 投票权的股东，即可视为直接控制。美国规定，凡拥有外国企业股权 10% 以上者，均属对外直接控制。

3. 同投资所在国合办合资企业。一般为有限责任公司（股份有限公

司)，并具有法人地位。

4. 投资者利润的再投资。投资者在国外企业获得的利润不汇回本国，而是对该企业进行再投资，也是一种对外直接投资。

二、直接投资理论

在国际资本流动推动国际贸易的发展中，直接投资起了重要作用。直接投资不仅是战后国际资本流动的重要方式，也是世界资源有效配置的桥梁。战后国际贸易的迅猛发展应首先归功于跨国企业的直接投资选择。跨国公司选择直接投资有其必然的原因，下面借用西方国际资本移动的某些理论，来分析战后西方发达国家国际资本流动和国际贸易的发展。

（一）垄断优势论（Monopolistic Advantage）

美国从事国外直接投资的公司大多是国内寡头垄断行业中的大公司。它们到国外进行直接投资要承担较大的风险。在与当地企业竞争时，由于不了解消费者偏好，不熟悉当地经营环境等原因，使成本加大而处于不利地位。它们之所以能到国外进行直接投资，赚取比国内投资更高的利润，是因为它们有垄断优势。美国学者金德伯格又认为，这种垄断优势表现在四个方面。(1)商品市场上的垄断优势；(2)生产要素方面的垄断优势；(3)规模经济上的优势；(4)政府对进口或产量限制而产生的优势。

该理论成为后来有关对外直接投资和跨国公司理论的起点。

（二）产品周期理论（The Product Cycle）

由美国哈佛大学教授弗能（Vernon）1966年在《国际投资和产品周期中的国际贸易》一文中指出美国企业对外直接投资的原因。

弗能认为，每一种产品的改革都要经过三个阶段，即产品创新、成熟与标准化阶段。他认为，在产品周期的不同阶段，应采取不同的投资战略。在产品创新阶段，因产品创新厂商垄断着新产品生产的技术诀窍而且由于产品未标准化，其要素投入、加工工艺和规格变化大；同时，产品需求价格弹性低。因此，产品成本的差异对生产厂商选择区位的影响不大，故在国内生产有利。在产品成熟阶段，市场上出现了仿制者和竞争者，价格需求弹性增大，降低生产成本已成为竞争的关键。这时，该产品生产的厂商应考虑在国外寻找生产成本低，尤其是劳动成本低的地方进行直接投资设厂。在产品标准化阶段，产品的生产技术规模已广为普及和完全标准化，厂商已失去垄断优势。此时，价格竞争占据主要地位。这时，该产品的原生产厂商便寻找成本低的产品供给来源。劳动成本低的不发达国家或地区是进行直接投资生产的最佳生产区位。

该理论力图对美国企业战后出口与投资格局、流向进行解释，分析美国企业出口与投资受产品周期的制约。但它并未解释当代工业国家之间的相互投资；未对跨国公司海外子公司集研制、开发、生产与销售于一身，在国内研制新产品，再依产品周期向外扩张的现象作进一步的分析。

（三）内部化理论（Theory of Internalization）

它是70年代西方学者解释跨国公司对外直接投资的理论。这些学者认为，市场不完全性是个普遍现象。当企业走向世界市场时，将会遇到许多贸易壁垒、非贸易壁垒和其他市场不完全的限制。因此，企业有必要对外部市场不完全性予以内部化，即建立企业内部市场。利用企业管理手段，调拨各种中间产品，组织企业内部的产品交换和资源配置，把不同的经营活动置于统一的所有权之下，因而可以降低交易费用，提高经营效率，增加利润。在

国外建立内部市场也就是对外直接投资的过程。内部市场对跨国公司的经营具有重要意义。因内部市场可避免技术扩散、维护公司的技术垄断，还可保证对子公司的控制和管理。

内部化理论在一定程度上解释了企业通过直接投资可以取得内部化优势，对于对外投资的动机进行了较为综合的分析。

(四) 国际生产综合理论 (The Synthetical Theory of International Production)

它由英国著名的跨国公司学者邓宁 (J. H. Dunning) 教授于 1976 年提出。该理论已成为世界上对外直接投资及跨国企业研究领域中最有影响的理论。

邓宁认为，战后随着发达国家企业对外直接投资的迅速增加，跨国公司的国际生产日益发展，它们越来越多地从事产品生产、加工工序的区域专业化或国际专业化。跨国公司在从事国际生产时，灵活地用出口贸易、直接投资和技术许可三种方式，实现在技术、管理等无形资产上的投资利益。他吸收了战后发展起来的跨国公司对外直接投资理论和国际贸易理论，通过分析跨国公司国际生产形成的基础，阐述了对外直接投资的决定因素，形成国际生产综合理论。

邓宁将跨国公司的国际生产定义为对外直接投资形成的生产。他认为跨国公司在具备所有权优势、内部化优势和地区优势这三种优势时，才从事对外直接投资。

所有权优势分为三类：(1) 公司由于规模、多样化经营、对产品市场或原料供给的垄断等资产和由于拥有技术、管理技能和商标等无形资产形成的优势；(2) 公司由于管理集中形成的优势；(3) 公司多国经营形成的优势。它是跨国公司从事国际生产的基础。

内部化优势指公司将它拥有的各种优势，特别是技术保持在公司内部使用而形成的优势。内部化的原因在于技术市场的不完全性质会对企业经营产生不利影响，如泄露技术秘密等。

区位优势指东道国区位优势相对优于本国。它既包括要素投入的价格、质量及供给、市场容量及潜力、运输及通讯成本、基础设施状况等；也包括社会政治文化等因素，如东道国政府的干预及管理、文化及商业惯例的差异等。

邓宁认为，当这三种优势都存在时，公司才从事对外直接投资。若只具备前两种优势，跨国公司将在国内生产，产品销售国外；若只具备所有权优势，跨国公司可以考虑从事技术许可交易，将技术等转让给当地企业去生产。而且，这三种优势的组合作不仅决定跨国公司对外直接投资或国际生产的倾向加强，也决定它们对外直接投资的部门结构或类型。现将对外直接投资分为六类：即为资源开发、进口替代、产品和工艺专业化、贸易及销售、服务。其中每一类对外直接投资都需要不同的所有权优势、内部化优势和区位优势。

§ 6 经济增长中的债务桎梏

§ 6.1 发展中国家的债务问题

一、债务危机的爆发

外资，从另一种意义讲，就是外债。尽管外国直接投资和企业股本不被国际货币基金组织列为需强制偿还的外债之列，但仍需用国民收入的分配来间接偿还。自从 80 年代初发生史无前例的第三世界债务危机以来，债务问题已成为当今世界最热门的话题之一，债务“魔影”也就经常在第三世界徘徊。

债务危机爆发在 1982 年夏天的 8 月 13 日，星期五，墨西哥财政部长席尔瓦·埃尔索格飞往美国，先后拜访国际货币基金组织、美国财政部和联邦储备银行。他对每个机构都发出同一信号：墨西哥再也不能偿还其外债了！这一消息如同晴空霹雳，引起美国华尔街一片恐慌。美国许多报刊对此大加渲染。然而，墨西哥停止偿债只是国际债务危机的“泥石流第一块滚落而下的巨石”，到 1983 年底，大约有 40 个发展中国家也发生“大滑坡”，无力偿还到期债务本金和利息。

之后，发展中国家虽然没有发生像 1982—1983 年那样大规模的急风暴雨式的债务危机，但是它们一直遭受慢性的、旷日持久的债务折磨。发展中国家的债务在滚雪球般地膨胀。到 1983 年底，发展中国家外债总额约达 13000 亿美元。

在债务负担日趋加重的情况下，发展中国家把本该用于购买技术设备和资本货物的外汇用来还债。外债对许多国家来说，已由原来的经济发展的“引擎”转变为“桎梏”。世界银行的材料表明，受债务危机的困扰，多数拉美国家的人均国民生产总值倒退 10 年以上。不少非洲国家的人均国民生产总值甚至倒退到 60 年代的水平。

为了缓解债务危机，许多债务国不得不实施国际货币基金组织等债权者的“调整”或“稳定”计划，以换取新贷款来偿还旧债，或将偿债期限重新安排。然而，这给进行“调整”的债务国留下了严重的后遗症：经济紧缩，生产下降，出口萎缩，物价飞涨，人民生活每况愈下，社会动荡，政局不稳。缓解债务问题已成为多数发展中国家的当务之急。

二、70 年代私人债务激增

虽然发展中国家在 70 年代以前，尤其是 60 年代，已从西方商业银行借得不少债务，但在债务总额中，官方贷款所占比例远远超过私人商业贷款。进入 70 年代以后，特别是 1973 年石油价格大幅上涨后，发展中国家的债务发展改变过去的格局，私人债务急骤增长，迅速超过了官方债务。主要表现为：

1. 私人债务的比重不断提高，大大超过官方债务所占比重

1970 年，发展中国家的私人债务为 286 亿美元，占同期所有债务的比重为 45%，官方债务为 349 亿美元，占有所有债务的 55%，到了 1980 年，私人债务达 2698 亿美元，占同期全部债务的 63.7%，而官方债务为 1535 亿美元，仅占全部债务的 36.3%，（见表 6 - 1）。

2. 私人债务增长非常迅速

根据表 6 - 1 数字计算，在 1970 - 1980 年间，发展中国家私人债务年平均增长率高达 25%；同期，它们的全部债务平均年增长 20%，官方债务则为

16%。所以，70—80 年间，发展中国家私人债务年均增长既高于官方债务，也高于全部债务。

表 6 - 1 发展中国家官方债务和私人债务及其条件

| | 私人债务 | | 总债务 | | 官方债务 | |
|-----------|------|------|------|------|------|-------|
| | 1970 | 1980 | 1970 | 1980 | 1970 | 1980 |
| 一、中长期债务 | | | | | | |
| 累积额 (亿美元) | 635 | 233 | 349 | 1535 | 286 | 2698 |
| 比重 (%) | 100 | 100 | 55.0 | 36.3 | 45.0 | 63.7 |
| 二、债务条件 | | | | | | |
| 利率 (%) | 5.4 | 9.3 | 3.7 | 6.7 | 7.51 | 3.2 |
| 债期 (年) | 20.4 | 15.9 | 28 | 22 | 9.3 | 8.8 |
| 宽限期 (年) | 5.9 | 4.9 | 7.6 | 5.6 | 2.5 | 3.6 |
| 赠与成份 (%) | 31.3 | 8.5 | 47.3 | 23.8 | 10.6 | -15.1 |

资料来源：世界银行《发展中国家外债的发展与前景》，1985 年 8 月。

3. 发展中国家在欧洲货币市场的借款所占该市场贷款总额的比重显著提高。

发展中国家输入的私人资本，绝大部分是通过欧洲货币市场筹集的。70 年代发展中国家越来越多地参与欧洲货币信贷市场，它们从该市场获得的贷款已由 1970 年的 4.5 亿美元增加到 1979 年的 479 亿美元，所占比重由 1970 年的 9.5% 增加到 1979 年的 58%，并大大超过了发达工业国家同期在该市场的借款。在 1973 - 1979 年间，发展中国家每年在欧洲货币市场借入私人贷款平均增长 37%，所欠的私人商业银行的债务从 1975 年 770 亿的累积额增加到 1979 年的 2200 亿美元。

三、80 年代发展中国家的外债变化

债务危机爆发后的 80 年代，发展中国家的外债状况发生了新的变化。

(一) 资金流入锐减，发展中国家资金倒流

与 70 年代相反，80 年代流入发展中国家的资金呈下降趋势。资金流入总额由 1981 年的 1324 亿美元，减少到 1982 年的 1149 亿美元，以后又减少到 1985 年的 787 亿美元，1981—1985 年平均每年减少 9%。自 1983 年起，商业银行向发展中国家的贷款急剧减缩。后者从欧洲货币市场得到的新贷款从 1982 年的 382 亿美元，减少到 1986 年的 102 亿美元，并且对发展中国家贷款偿还期缩短，伦敦同业银行拆放利率加息率提高了 0.3% 左右。与此同时，西方政府和国际多边机构的资金流入也在减少，发展中国家获得新的官方资金（赠与和贷款）在 1982 年为 408 亿美元，其后每年递减，到 1986 年为 294 亿美元。

在西方世界资金流入减少的同时，发展中国家还本付息额却在增加。据国际货币基金组织的材料表明，80 年代初发展中国家每年还本付息额约 1000 亿美元，而 1985—1987 年三年的还本付息额分别达 1378 亿美元、1402 亿美元和 1447 亿美元。因此，发展中国家出现了严重的资金倒流现象。据世界银行材料，截至 1982 年的五年中，发展中国家的资金净流入（贷款额减去还本付息额）为 1470 亿美元，而在 1983 - 1987 年的五年里，发展中国家的资金转移出现负数，合计为 1390 亿美元，即平均每年有 278 亿美元的资金流出。

1988 年和 1989 年，发展中国家资金倒流有增无减，这两年资金净流出分别达 520 亿美元和 516 亿美元。由于自 1983 年起还本付息额超过新借款额，发展中国家连续七年成为向西方发达国家的“净资本输出国”。

（二）债务数额继续增加

与 70 年代相比较，发展中国家 80 年代债务增加速度大为放慢，从 70 年代平均每年增长约 20% 降到 80 年代的 7%。但是，它们的债务绝对额仍在滚雪球般增大。据 IMF 估计，发展中国家的债务总额从 1981 年的 7519 亿美元增加到 1985 年的 10230 亿美元，1990 年又增加到 13366 亿美元。

四、90 年代初的外债趋势和债务战略的进展

世界经济在 90 年代初经历了从衰退到逐渐复苏的过程，发展中国家（不包括转轨国家）的增长走在前列。在外债方面的表现为：

1. 虽然发展中国家债务与 CNP 之比以及债务还本付息与出口之比均有所下降，但发展中国家的债务量（以美元计算）至 1993 年连续三年出现增长。债务量的增长首先是由于东亚国家积极筹措商业借款以及被担保的出口信贷大量流入前苏联各共和国。

2. 对发展中国家的债务战略取得进展。至 1993 年度，对尼日利亚和菲律宾的减债减息工作已结束。与此同时，商业债权人与阿根廷、巴西、秘鲁等国在原则上达成了协议。负债较重的中等收入国家普遍成功地调整了它们的官方债务。

对于许多负债较重的低收入国家，虽然对它们进行了及时的调整，但它们仍要承担其自身几乎无法承受的还债义务。实际的与计划中的债务还本付息平均比率，1992 年估计为 50%。

3. 流往发展中国家的净资金总量大幅度增长。主要是以证券融资形式流往一些国家的私人贷款，官方发展援助名义价值略有增长。外国直接投资的增长既强劲（高达 14%）又广泛。

4. 长期资金仍然保持净流出，但数额下降，1991 年资本净流出 214 亿美元，1992 年下降为 20 亿美元。

具体地讲，1992 年，发展中国家的长期外债，以美元计算，在 1991 年的基础上增加近 800 亿美元，从而达到 1400 亿美元，以名义价值计算的债务量，连续第三个年头呈上升趋势（见表 6 - 2）。表 6—2 低收入和中等收入

国家：1987 - 1992 年期间部分

年份的长期债务和债务还本付息（10 亿美元）

| 项 目 | 所有低收入和中等收入国家 | | | 严重负责的中等收入国家 | | | 撒哈拉以南非洲 | | |
|---------------|--------------|--------|--------|-------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | 1987 | 1991 | 1992 | 1987 | 1991 | 1972 | 1987 | 1991 | 1992 |
| 未偿债务 | 1160.3 | 1288.1 | 1367.0 | 466.6 | 469.0 | 469.4 | 135.0 | 160.9 | 162.6 |
| 官方 (%) | 45.2 | 51.7 | 51.9 | 38.0 | 47.5 | 49.2 | 59.3 | 68.5 | 71.8 |
| 私人 (%) | 54.8 | 48.3 | 48.1 | 62.0 | 52.5 | 50.8 | 40.7 | 31.5 | 28.2 |
| | 34.4 | 31.2 | 30.8 | 590.0 | 41.1 | 37.3 | 59.9 | 59.8 | 58.4 |
| 债务还本付息 | 143.6 | 154.3 | 153.8 | 45.2 | 46.4 | 52.0 | 9.4 | 11.4 | 12.3 |
| 利息支付 | 58.7 | 63.8 | 58.8 | 24.2 | 20.6 | 17.7 | 4.3 | 5.8 | 6.2 |
| 官方 (%) | 28.3 | 35.7 | 41.7 | 20.7 | 35.1 | 46.8 | 40.1 | 47.0 | 42.6 |
| 私人 (%) | 71.7 | 64.3 | 58.3 | 79.3 | 64.9 | 53.2 | 59.9 | 53.0 | 57.4 |
| 本金偿还 | 84.9 | 90.5 | 95.0 | 21.0 | 25.7 | 34.3 | 5.1 | 5.5 | 6.1 |
| 官方 (%) | 27.3 | 30.9 | 32.5 | 37.1 | 36.6 | 31.8 | 28.7 | 42.7 | 42.9 |
| 私人 (%) | 72.7 | 69.1 | 67.5 | 62.9 | 63.4 | 68.2 | 71.3 | 57.3 | 57.1 |
| 债务还本付息率 | 24.6 | 21.7 | 18.2 | 37.9 | 31.4 | 33.2 | 20.8 | 16.8 | 15.7 |
| 新承诺额的平均利息 (%) | 6.4 | 6.6 | n.a | 7.0 | 74. | n.a | 4.5 | 3.8 | n.a |
| 官方 (%) | 5.0 | 5.7 | n.a | 5.9 | 7.0 | n.a | 3.4 | 3.5 | n.a |
| 私人 (%) | 7.6 | 7.7 | n.a | 7.8 | 8.0 | n.a | 8.0 | 7.5 | n.a |
| 拨付额 | 121.6 | 132.9 | 151.8 | 35.1 | 27.7 | 35.1 | 11.1 | 8.4 | 9.3 |
| 官方 (%) | 41.4 | 42.2 | 40.7 | 43.7 | 45.0 | 47.7 | 63.1 | 69.8 | 75.2 |
| 私人 (%) | 58.6 | 57.8 | 59.3 | 56.3 | 55.0 | 52.3 | 36.9 | 30.2 | 24.8 |
| 长期贷款的净资金流量 | 36.7 | 42.4 | 56.8 | 14.1 | 2.0 | 0.9 | 6.0 | 2.9 | 3.1 |
| 长期贷款净转移支付额 | -21.9 | -21.4 | -2.0 | -10.1 | -18.7 | -16.9 | -1.8 | -2.9 | -3.0 |

资料来源：世界银行。债务量上升的原因是：东亚国家在金融市场上借款踊跃，大量被担保的出口信贷涌入前苏联诸共和国以及这些国家延期偿还本金。另外，美元的贬值也或多或少地促进了债务量的增长。尽管债务量增加，但发展中国家债务与 GNP 之比在总体上保持在 31% 左右，而债务还本付息与出口之比实际上则在 1991 年基础上下降了 3 个百分点，降为 18%。这一良好的状况是过去几年两项比值下降趋势的继续。其主要原因是出口状况改善，减债工作卓有成效。

然而合计的数目，掩盖了地区间的重大差异。在东亚和太平洋地区外债继续快速上升，因为该地区的许多国家不断进入国际资本市场。前苏联各共和国的外债预计也增加了 20% 左右。在其他地区，由于借贷，尤其是私人借贷受到限制，加上业已形成的巨额债务的还本付息抑制了借贷增长，因而在这些地区，债务增长相对较为缓慢。

另外，严重负债的低收入国家要继续面对严峻的债务负担，并且对许多国家来说负债率高得无法忍受。这组国家合计的债务余额与出口及债务与 CNP 比率估计分别为 411% 和 113%。

§ 6.2 债务危机的成因分析

一、债务危机的原因

造成发展中国家债务危机的原因是复杂的，但不容忽视的是以美国为首的发达资本主义国家推行新殖民主义政策，利用资本输出等途径对发展中国家进行长期的控制和掠夺，是发达资本主义国家利用不公正和不合理的国际经济旧秩序向发展中国家转嫁危机的结果。当然，不少发展中国家的经济发展模式和经济政策对债务问题也有重要的间接影响。

（一）债务问题的根源首先，发展中国家债务问题的根源在于资本输出对于发展中国家的过度资源分割。通过直接投资，发达国家在发展中国家获取巨额利润。同时，发达国家利用自己在国际金融市场的垄断地位，向发展中国家提供大量私人贷款，进行高利盘剥。80年代初，由于利率大幅度上升，发展中国家的债务负担突然加重，一年支付数百亿美元的利息，超过了自身的支付能力。

其次，发展中国家债务问题与殖民主义统治遗留下来的问题有关。过去的殖民统治迫使发展中国家采取单一经营的出口结构，殖民地为其宗主国工业化过程提供很重要的农产品和矿产原料，这些国家独立后工业基础薄弱。为了满足本国的生产和消费，花费了大量的外汇进口所必需的生活用品和资本货物。

第三，发展中国家债务问题的根源还在于现存的不公正的国际经济旧秩序。这就是，无论在生产、贸易、技术和金融等各个领域，发展中国家仍然很大程度上处于对发达国家的依附地位。生产上的单一经济、贸易上初级产品与工业制成品的巨额“剪刀差”、技术上的被垄断以及国际货币制度中的不利地位，这一切都迫使发展中国家经济长期落后，增长缓慢，而且使他们负债累累。

（二）债务问题的国内因素

在80年代的第三世界债务危机中，各国危机程度有轻有重，这与它们政府所奉行的经济发展模式和经济政策等国内因素有关。

首先，是债务工业化问题，即通过借债来实现工业化。多数发展中国家基本上走上这条道路，进口替代被发展中国家作为唯一可行的发展战略抉择。可是进口替代的工业化通常只有以借外债来筹资才能实现，并且进口替代工业越发展，外债的增加就越快。到了60年代，一些拉美和东南亚国家又逐渐转向“出口导向”发展模式，试图制止债务膨胀。但是，由于80年代初世界经济危机和工业国家的保护主义，严重阻碍了发展中国家的产品进入国际市场，这些国家偿债依然艰难。

其次，发展中国家忽视农业的发展，粮食进口用汇量大，没有促使出口多样化，使经济发展和偿债建立在不稳定的基础上；在社会改革方面，为改变收入分配的不公平，加大了财政支出；以及这些国家政府官员以权谋私的腐败行为和富裕阶层的高消费甚至债务军事化，都侵吞、浪费或花费了大量外汇资财，使这些本来已负债累累的国家雪上加霜。

第三，是负债国经济计划和政策管理方面的问题。许多发展中国家在制定发展战略计划时，不是从国家基础和实力出发，而是片面追求高速增长的经济增长。许多国家把外国贷款或外国“援助”大量投放在耗资大、周期长和

见效慢的大型项目上，并且大型发展项目主要依赖外国贷款来解决。70年代以来，巴西陆续上马的18个大型工程项目，如建设伊泰普水电站等，估计投资约900亿美元，其中大部分来自外国贷款。庞大的投资计划超过国家财政的实际能力，因国内储蓄同投资之间的差额很大，只能依靠国际金融资源来解决，于是外债的增长速度超过还债的承受能力。在拉美国家，由于财政和货币政策的失误，又导致大量资金外逃。其原因是70年代以来他们大都推行赤字财政和信用膨胀政策来刺激经济增长，其结果使国家和私人债务迅速增加，通货膨胀日趋严重。为了防止通货膨胀加剧，许多国家又让本国货币长期高估，这又造成了鼓励进口、限制出口和刺激资金外逃的结果。这些外逃资金从发展中国家流向西方金融中心，然后又以贷款形式流回债务国，因此这些国家的资金外逃占其新债务的比率相当高。

还有，也是很重要的一个国内因素，是债务国对借用外债缺乏管理和监测。主要表现在：(1)缺乏对借用外债的宏观控制，借贷窗口开放过多；(2)举借债务结构不当，官方优惠贷款比重下降，私人商业银行贷款比重上升；(3)对借债年期的长短安排不妥，出现还债高峰。

(三) 债方危机的诱发因素

在1980—1982年，西方世界发生了战后最深重的经济危机，经济增长率下降到1980—1981年的1.2%，1982年甚至出现负增长(-0.3%)。在经济危机期间，发达国家减少从发展中国家进口产品，高筑贸易壁垒，压低国际市场的初级产品价格，实行高利率和高汇率的经济政策，大幅度削减援助和新贷款，以转嫁经济危机。所有这些都是诱发债务危机的重要因素。

首先，发达国家贸易保护主义加强，发展中国家国际收支恶化。在经济危机期间，发达国家国内市场萎缩，本国产品大量过剩，对进口需求不振。在这种情况下，发达国家减少进口，特别是减少从发展中国家进口，使发展中国家对发达国家的出口贸易大幅度减少。发达国家对发达国家的出口贸易大幅度减少。发达国家经济危机期间，失业率急剧上升，促使贸易保护主义势力抬头。美国为首的西方发达国家采取关税和非关税壁垒限制外国产品进口。它们的保护主义措施的对象主要是纺织品、服装、鞋类、钢铁、食品和农产品等传统产业的产品，而这些产品是许多发展中国家的主要制成品。长期以来，主要发达国家还利用自己在世界市场的垄断地位，人为地压低原料和初级产品价格，并提高工业品价格，通过不等价交换获得高额利润。在经济危机期间，初级产品价格的暴跌直接影响了发展中国家的出口收入。这一切都促使发展中国家国际收支逆差扩大，债务急剧增加，并加重了它们的偿债困难。

第二，发达国家提高贷款利率，加重债务国的利息负担。1973—1975年世界经济危机后，西方经济陷入“滞胀”的泥沼，80年代初美国等21个发达国家的通货膨胀率高达12%，为了控制通货膨胀，以美国为首的发达国家，在80年代初大都采取紧缩的货币政策，其结果导致贷款利率(名义和实际利率)迅速攀升，且长期居高不下。美国优惠利率(年率)从1976年的6.8%提高到1981年的18.9%和1982年中的15.3%。欧洲货币市场的伦敦银行同业拆放利率从1976年的6%提高到1980年的11.6%和1981年的14.3%；该市场对发展中国家借款还征收较高的加息率，加息率由1978年的0.8%提高到1981年初的1.35%，1971—1980年平均实际利率为-0.8%，而1981年实际利率为7.5%，1982年高达11%。发展中国家债务大部分是按浮动利率计息的，利率

波动对借款国极为不利。80年代初贷款利率每提高一个百分点，发展中国家就要多付出利息30—50亿美元，非欧佩克的发展中国家在1981年和1982年两年中多支付利息410亿美元。高利率加重发展中国家偿债的负担，1981—1982年发展中国家两年支付的利息额为1065亿美元，竟超过1970—1979年10年的利息总和1050亿美元。

第三，美元汇率坚挺，使债务国的偿债费用增高。80年代初里根政府实行紧缩货币政策，提高利率，吸引外国资金大量流入美国，使美元汇率节节上升。80年代上半期美元汇率坚挺，加上初级产品价格暴跌，发展中国家的美元债务负担更加沉重，到期债务要用更加昂贵的美元偿还。正是美国这种高利率和高汇率的宏观经济政策，大大加重了发展中国家的债务负担。

第四，西方国家削减援助并收缩银行贷款。西方发达国家政府和私人银行以经济衰退和资金拮据为由，大量削减对发展中国家的官方援助和中长期贷款，直接加速了发展中国家的债务危机进程。西方发达国家对发展中国家的援助不仅数量减少，而且质量也下降。在援助资金中，优惠性资金（赠与和无息贷款等）份额减少了，而非优惠性资金的份额提高了。另外，以美国为首的主要发达国家日益注重双边援助，把双边援助集中于少数在政治上或战略上具有重要性的国家和地区，而忽视对广大第三世界的援助。与此同时，西方商业银行大幅度减少对发展中国家提供新的贷款。在80年代初期，发展中国家迫切需要大量资金，以弥补巨额贸易逆差，偿付大笔到期的债务本金和利息，而西方国家政府和商业银行的“截流”，导致流入发展中国家的资金急骤减少，这就不可避免地把债务国推向债务危机的边缘。

总之，80年代初的债务危机，既有其必然的根源，又有债务国的国内因素，同时又是某些诱发因素起作用的结果。这些新的启迪，使发展中国家在利用外资中应该更加睿智。

§ 6.3 债务调整和债务战略

一、债务调整

在80年代初发生第三世界债务危机以后，重新安排债务已成为缓解和调整债务危机的主要手段。重新安排一般包括两部分：一是改变偿还债务的条件，如延长债务期限和宽限期等；二是重新筹款偿债，即举借新贷款偿还未清偿债务。面临债务困难的国家分为两大类：(1)一些国家在较大程度上依赖官方提供或担保的信贷；(2)另一些国家主要从私人来源借款。

(一) 官方债务的重新安排在巴黎俱乐部或主要援助国国际财团范围内，以多边形式进行

70年代以来，巴黎俱乐部成为重新安排发展中国家官方债务的主要集团，国际货币基金组织处于官方债务重新安排过程的中心，为提供技术、资金和心理支持发挥关键的作用。债务国需制定并坚持旨在改革货币和财政政策以及稳定经济的计划。

官方债务谈判具有如下规划：1. 一般说来，官方债务重新安排考虑到期（包括已拖欠）的中长期贷款的本金和利息。

2. 巴黎俱乐部一般拒绝重新安排短期债务。

3. 债务整理期通常为12个月。

4. 偿债条件：被重新安排的债务大部分的偿债期一般为7-9年，宽限期

为 3 - 4 年。

5. 对于拖欠的债务来说，其安排条件比到期的债务重新安排更加严厉。

(二) 私人债务重新安排

私人债务的重新安排在受债权银行委托的银行咨询委员会与债务国之间通过谈判进行。在银行债务重新安排过程中，债权银行坚持两项原则：第一，债务国必须先签署和实施国际货币基金组织要求的稳定经济计划的协定；第二，债务国必须如期支付所有的到期利息。

私人债务重新安排具有如下的特性：

1. 银行债务重新安排严格限于将到期或拖欠债务的本金。

2. 银行愿意把短期债务包括在重新安排范围。

3. 债务整理期通常为 12 个月。

4. 一般情况下，重新安排的债务占到期债务本金总额的 80%以上，偿债期限为 7 - 8 年，宽限期为 2 - 3 年。

5. 短期债务和拖欠债务重新安排的条件更加苛刻。

6. 商业银行拒绝以低于金融市场的利率来重新安排债务。

7. 通常，银行愿意提供新贷款，新贷款的条件与重新安排债务的条件类似。

8. 在某些紧急情况下，商业银行、发达国家政府或国际金融机构提供搭桥资金。

(三) 1983 - 1986 年债务重新安排的特点

1. 重新安排债务激增，偿债期延长。

2. 债权银行提供“非自愿贷款”。

3. 逐年重新安排改为多年重新安排。

4. 重新安排债务坚持个别解决办法。

5. 债务重新安排过程由 IMF 监督。

二、债务新战略

旧的西方债权者的债务调整战略已行不通，因为它不仅受到多数债务国联合抵制，而且受到国际舆论的强烈抨击。

实行经济紧缩政策对付债务问题，给第三世界债务国带来了严重的经济困难、社会动荡和政治危机，在这种严峻的形势面前，发展中国家，特别是拉美国家对待解决债务问题的态度日趋强硬，立场更趋一致。有的国家主张保证经济增长是重新谈判外债的基本原则，有的表示将根据自己的支付能力还债，但不降低人民的生活水平；有的则干脆拒绝同国际金融机构谈判，拒绝接受国际货币基金组织的条件，单方面限制还未付息额或中止偿还外债。

所有这些已引起了世界有关方面的严重关注。IMF 强加给债务国的紧缩政策已受到舆论的严厉抨击。IMF 将战略的注意力主要放在短期的稳定化方案上，债务国同 IMF 签订的方案涉及大量削减开支、使货币大幅度贬值以及一些限制性货币和财政政策。但是，大多数主要债务国的经济和财政状况并没有像原来预期的那样得到改善。在其中的许多国家中，正在执行的战略使它们牺牲经济增长。

在紧缩经济方案破产的情况下，西方债权者国家政府、银行和国际金融组织都在寻找解决债务问题的“新战略”。

(一) 贝克计划

1985 年 10 月 8 - 10 日 在韩国汉城召开的 IMF 和世界银行第 40 届年

会上，美国财长詹姆斯·贝克提出了一项“美国关于发展中国家持续增长的计划”。这一计划旨在增加向主要债务国提供新资金，以支持它们的经济增长和提高其偿债能力，国际上称之为“贝克计划。”

贝克计划的基本内容是：

1. 主要债务国实行“综合、全面的宏观经济与结构政策”，以便降低通货膨胀并实现国际收支的平衡，从而恢复经济增长，提高偿债能力。具体地说：加强私营部门在国民经济中的作用，减少政府对经济的干预；通过税制改革、劳务市场改革和国内金融市场的有效利用来实现国内储蓄的流动，并提高投资效率；实现“市场开放”和贸易自由化措施，鼓励外国直接投资和资本流入，并减少出口补贴；实现“完好的财政和货币政策”，这里包括市场经济型的汇率、利率、工资与物价政策，努力减少债务国的财政赤字，降低通货膨胀率并增加就业。

2. 在 IMF 的中心作用下，由多边发展银行（如世界银行）和地区发展银行（如拉美开发银行）在今后三年内向 15 个主要债务国增加贷款，比当时的贷款水平增加 50%，即提供 90 亿美元的新贷款。此外，由 IMF 从它的“信托基金”中拨出 27 亿美元，专门提供给低收入债务国，以支持它们的经济调整 and 偿债的需要。15 个主要债务国是：阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、科特迪瓦、墨西哥、摩洛哥、尼日利亚、秘鲁、菲律宾、乌拉圭、委内瑞拉、南斯拉夫。

3. 私人银行在今后三年内向这 15 个债务国增加 200 亿美元的贷款。这样，在三年内，世界银行等多边银行和商业银行向 15 个主要债务国提供新贷款总额共为 290 亿美元。

经过美国政府的劝说和压力，西方工业国家政府和银行表示支持贝克计划。发展中国家也肯定了贝克计划的某些积极因素。它承认了发展中国家只有恢复经济增长，才有可能解决债务问题。贝克计划较之紧缩方案前进了一步。但贝克计划没有表示美国政府对这项计划将承担什么义务，世界银行和国际商业银行增加贷款也是有条件的。最终，贝克计划虽对缓解债务危机有所帮助，但未能从根本上解决问题，从 1986 - 1987 年的 15 个主要债务国的情况来看：

1. 主要债务国债务负担愈加沉重。1987 年底 15 个重债国外债总额为 5270 亿美元，比 1985 年增加 16%。

2. 重债国的经济局势未见好转。

3. 西方债权人虽然在一定程度上增加对 15 个重债国的新贷款，但从资金净流动看，资金净流入减少甚至出现净流出。

4. 国际商业银行大幅度提高了针对重债国的呆帐准备率。

（二）债券换债务计划

贝克计划没有达到预期的效果，主要债务国出现了日益严重的调整“疲劳症”，西方债权者的国际债务战略需要新的突破。1987 年底，美国提出了以债券交换债务为主要内容，旨在缓解墨西哥等债务国债务危机的新计划。这一计划于 1988 年在墨西哥实施，取得了一定的效果。

债券交换债务计划，首先由美国摩根保证信托银行提出，后经美国政府和墨西哥政府认可，并在 1987 年 12 月 29 日正式公布。根据这一新计划，墨西哥政府将用 20 亿美元现金购买美国财政部发行的为期 20 年的特别无息票债券，这些债券的本金和累积的利息将在 20 年到期时一次付清。也就是说，

现在用 20 亿美元所买到的美国财政部债券，按年利约 8.4% 计算，20 年期满后，本息总额将达 100 亿美元。墨西哥政府将以上述美国财政部债券作担保，发行 100 亿美元，为期也是 20 年的债券。这些墨西哥政府债券将在卢森堡证券交易所向国际债权银行出售，债权银行特别是美国的商业银行将用墨西哥欠他们的债务，以 50% 的折扣换取墨西哥的新债券。100 亿美元的新债券换回 200 亿美元的旧债务。债券换债务计划若完全付诸实施，将会较大幅度地减轻墨西哥的债务负担。

美国政府和有关银行支持这一计划的主要原因是：第一，它们承认了第三世界债务国实际上已无力全部偿还所有债务本息的事实；第二，它们担心债务国负担过重可能会导致一些债务国经济衰退，从而影响美国向这些国家的出口；第三，以发行债券的方式通过市场力量来减轻债务可减少美国面临政治谈判特别是集体谈判债务的压力；第四，美国可捞到政治上的好处。

债券换债务计划的最终实施结果是，墨西哥经一番周折，只按 69.72 美分新债券换 1 美元旧债的比率，用 25.6 亿美元债券换回了 36.7 亿美元的债务，即其净债务只减少了 11 亿美元，这对墨西哥欠国际商业银行的债务 780 亿美元，只是区区小数而已。尽管这一计划未能如愿以偿，但从解决债务问题角度来看，有一定积极意义，它是减免第三世界债务的一次新的尝试。

（三）布雷迪计划

1989 年 3 月 10 日，美国财长尼古拉斯·布雷迪提出一项旨在减轻发展中国家债务负担的新计划。

布雷迪计划的基本构想是：利用世界银行和国际货币基金组织的现有财源，设立一个基金公库（约 200—250 亿美元，为债务国减债后的其余外债还本付息提供担保），同时以日本提供的资金作为补充基金；在“自愿”的基础上，债务国以上述基金作为担保，与债权银行进行债务转换交易，将债务换成低面值债券，或将债务换回同等面值的低利率债券，或将债务换成债务国企业的部分股权。

据美国财政部初步估计，如果该计划能付诸实施，在三年中，39 个主要债务国（多数为拉美国家）的债务本金（当时约为 3400 亿美元）可减少 20%，即大约 700 亿美元；同期付息（三年共计 1020 亿美元）也可减少 20%，即 200 亿美元。因此，该计划将使债务国在三年中减少向西方债权银行还本付息共计 900 亿美元，这一资金节省额相当于过去贝克计划拟定三年中提供资金额的三倍以上。

它出台后，立即引起国际社会有关方面的积极反应。布雷迪计划的出笼是在新形势下的产物。发展中国家的债务和经济形势恶化，迫使美国这个第三世界的最大债权人认真而实际地考虑解决债务问题的新方法。减免债务，在所难免。整个 80 年代发展中国家一直未摆脱缓慢债务危机的困扰，它们的外债从 1981 年底的 700 多亿美元增加到 1989 年底近 1.3 万亿美元，发展中国家资金净流出超过 2400 亿美元，其中拉美国家资金净流出约 1800 亿美元，沉重的债务负担严重影响它们的经济发展和社会安定。若不及时减免，又将面临债务国可能单方面宣布停止偿债的局面。

布雷迪计划的提出，也表明了美国政府对第三世界债务问题的立场有所变化，改变了里根执政期间比较僵硬的政策，首次把减免债务纳入了美国政府的政策之中。

布雷迪计划的实施遇到的困难是：

1.在资金来源方面，如果美国不带头出资为减债计划实行直接担保或向国际金融机构增资，光靠国际金融机构现有财源和日本的一些新资金是力不从心的。

2、关于债务国获得减债资格问题，在布雷迪计划列出的 39 个主要债务国名单中，有不少是不愿意执行 IMF 的紧缩性改革方案的。

3.在商业银行方面，布雷迪提出的鼓励商业银行通过自愿的市场交易减债的办法是一个复杂的技术方案。

4.两个国际金融机构不愿意过多卷入减债问题。

5.发展中国家从计划中受益的差异将成为影响该计划实施的因素。

布雷迪计划主张减轻债务国偿债负担，比贝克计划有所进步，但仍未摆脱过去政策的缺陷。第一，债务问题逐个解决，不考虑全面解决；第二，解决债务问题主要依赖市场的力量，由私人银行和债务国在金融市场上进行减债交易；第三，被减债或得到新贷款的债务国必须实施 IMF 认可的紧缩性调整方案。

布雷迪计划提出的一年中取得了一定的进展。在 1989 年 4 月召开的 IMF 和世界银行春季会议上，各国代表首次肯定了该计划。日本财长在会上表示日本愿拿出 45 亿美元支持布雷迪计划，后在七国首脑会议上，日本愿意再提供 55 亿美元来支持减债，IMF 和世界银行决定在三年内出资 200 亿美元用于为减债作担保。

墨西哥作为实行布雷迪计划的第一个实验已取得了突破。1990 年 2 月墨西哥与债权银行签署减债协定。根据基础协定，墨西哥就重新安排 400 多亿美元的银行债务提出三种方案供债权银行选择：削减债务本金 35%；把债务利率降低并固定在 6.25%；提供相当于所欠债务数额的 25%的新贷款。参加减债协议的 450 家债权银行中，占 41%的银行选择了第一种方案：即将墨西哥的 200 亿美元外债数额减少了 35%，并将剩余的 65%改为 30 年期限的新债；47%的银行选择 6.25%，偿债期限也改成 30 年；其余的银行选择了第三种方案，即同意向墨西哥提供总额为 15 亿美元的新贷款。

布雷迪计划还在菲律宾等其他国家取得了成功。但该计划的最终成功还取决于巴西和阿根廷这两个大债务国的实施情况。

（四）债务战略的进展

1992 年底，官方所免除的发展中国家的债务，包括阿拉伯国家债权人所免除的债务，总数已达 65 亿美元左右。私人债务的削减主要来自官方支持的减债减息的综合性行动、市场上债务的回购以及债务与股权的交换。在尼日利亚和菲律宾，官方支持的减债减息行动，削减了面值约为 47 亿美元的债务。据估计，市场回购已帮助发展中国家削减了多达 79 亿美元的外债，这几乎相当于墨西哥 71 亿美元减债减息行动的全部数额。阿根廷的债务与股本互换，从 1990 年的 90 亿美元跌至 1991 年的 20 亿美元。虽然阿根廷安排了 10 亿美元的转换作为其私有化计划的一部分，但估计 1992 年的债务与股本互换仍可保持在 1991 年的水平。

中等收入的发展中国家继续在债务调整方面取得进展，债务量以及还本付息比率出现较大的下降。1992 年在几次延期付款协议后，前苏联各共和国又在 1993 年 4 月，与巴黎俱乐部达成协议，重新安排 150 亿美元的债务。这一数额几乎相当于 1993 年所有到期债务还本付息的总额。阿根廷和巴西与巴黎俱乐部达成总额为 63 亿美元的调整债务协议，延长了分期摊还的期限，因

而减少了再次调整的必要性。喀麦隆、厄瓜多尔、危地马拉、牙买加、约旦和摩洛哥等负债严重的低收入国家，继续根据“休斯敦条款”与巴黎俱乐部谈判总数为 33 亿美元的特殊协议。

1992 年商业银行对中等收入的国家继续进行减债减息的工作。尼日利亚和菲律宾（第二阶段）调整了几乎为 100 亿美元的商业债务，在世界银行所承诺的 4.5 亿美元的支持下，阿根廷小商业银行也达成了减债减息的协议，后者将削减约 110 亿美元，即本金与到期利息之和的 37%。此外，保加利亚向其商业银行债权人提出了签署减债减息协议的建议。发展中国家最大的债务人巴西，也在原则上与其债权银行达成协议。拖延欠款的国家也取得一些进展，例如秘鲁政府，签署了一项向其商业债权人新借高达 15 亿美元贷款的协议。

另外，严重负债的低收入国家仍然面对严峻的债务负担，并且对许多国家来说负债率高得无法忍受。

（五）日本的“资金回流计划”

日本政府为了解决巨额经常项目收支黑字（即顺差），减轻国际舆论压力，提高日本的“国际贡献度”，先后在 1987 年和 1989 年两次提出“资金回流计划”，又称“黑字回流计划”。日本报刊还把它称为“日本版的马歇尔计划”。

1. “资金回流计划”的设想

所谓“资金回流”的意思是，日本巨额国际收支顺差主要来自它的贸易伙伴（即存在贸易逆差的美国和发展中国家），通过提供贷款、援助或购买证券等形式，日本把大量顺差资金带回到那些贸易逆差和资金短缺的国家和地区。日本政府的“资金回流计划”，最初是由日本前外相、著名经济学家大来佐武郎提出，即：扩大内需，增加进口，把资金回流发达国家，特别是美国；把资金回流到发展中国家，尤其是亚太地区。由于日本经济对资金需求的疲劳（高储蓄率和低投资率），通过扩大内需来减少经常项目的顺差会遇到一些严重的制约，而且使顺差大幅度下降需要一些时间。同时，如果美国的赤字下降，流入美国的日本资本也会减少。因此，必须找出一些途径，让日本的顺差在世界经济中予以吸收。他所领导的国际发展经济研究所还指出，当前世界经济的很大部分是由债务沉重的拉美国家、受债务困扰的非洲等国家和增长比较快的亚洲国家所组成，资金可流向这些国家和地区。

2. 第一次“资金回流计划”

1987 年 1 月，宫泽藏相（财长）代表日本政府向国际金融机构提出 100 亿美元的资金回流计划；1987 年 8 月，在西方七国首脑会议上，中曾根首相又提出了 200 亿美元的资金回流计划，也就是说，1987 年的资金回流计划是日本在 1987—1989 年三年间共提供 300 亿美元给发展中国家，其中，第一部分是日本政府对多边机构提供 100 亿美元捐款。首先包括在世界银行设立日本特别基金 24 亿美元；其次，日本政府按市场利率向 IMF 提供 30 亿特别提款权（约 36 亿美元）的贷款；最后，日本政府同意向国际开发协会和亚洲开发银行提供 40 亿美元的赠款（26 亿+14 亿美元）。第二部分是通过有关多边机构或日本金融机构，向发展中国家提供 200 亿美元资金，包括日本特别基金、调整计划支持贷款和不搭配进口货物的贷款。第一次“资金回流计划”到 1989 年度（1990 年 3 月底）为止完成。

3. 第二次“资金回流计划”

1989年7月中旬，日本首相宇野在西方七国首脑巴黎会议上提出了解决第三世界债务问题的一揽子解决方案。其主要内容如下：(1)延长和扩大现行资金回流计划，增加资金350亿美元，1991年到期；(2)在从1990年起的三年里，对非洲撒哈拉以南国家提供6亿美元的无偿援助，用以改善经济结构；(3)在从1989年度起的三年里，把环境领域的政府开支援助增加到22.5亿美元。

这项一揽子计划的主要部分是资金回流计划，这次增加的350亿美元仍然是不限用途、不附带条件的贷款，其中100亿美元是响应美国的“布雷迪计划”号召，向有关方面提供的。

日本的资金回流计划对发展中国家是有意义的。它在一定程度上有助于解决资金短缺问题，为实现减少中等收入的发展中国家债务负担的减免债务方案提供担保资金，也为低收入的穷国提供一些资金援助。从资金回流计划的地区分布来看，大部分资金集中于东亚“四小龙”和东盟诸国的亚洲国家，而流向重债区——拉美国家和非洲国家的资金较少。

§ 6.4 几点有用的启示

发展中国家借用外债成功的经验和失败的教训，都集中在以下几点，为债务国提供了有用的启示：

1. 对外借债的规模不要超越本国经济发展的进度和能力。一个国家的外债总政策必须与本国的国民经济发展相适应，与本国的发展战略相适应，同时也要考虑外部资金供应状况和本国的债务偿还能力。一个成功的外债总政策体现在：外债的规模和形式符合本国经济发展的需求，外债能在本国经济中发挥最大经济效益，本国的外债偿还能力是有保证的，外债流入是会延续不断的。相反，如果为了加速本国的经济发展，制订了过于庞大的经济发展计划，因而需要利用大量外汇资金来支撑。当这些庞大经济计划的经济效益未能如期发挥，或者发挥不理想的时候，债务偿还的问题就会接踵而来。

2. 借债要多元化，要根据实际情况，合理安排官方贷款和商业贷款的比例。借用商业贷款必须特别慎重，确保商业贷款的投资方向和使用效益，确保偿债能力。

3. 有效地使用外国贷款。外债能否如期偿还的关键是它的使用效益，特别是出口创汇效益。一般说来，能源、交通、港口等基础设施建设因周期长，投资效益实现较慢，这些项目宜借用官方贷款，尤其是无息或低息和期限长的软贷款。而商业银行贷款应投向较快形成出口创汇能力的行业，例如制造业等。

4. 必须加强对外债的统一管理。对外债应统一管理和严格审查，控制举债增长速度，合理安排借债年期、货币种类和利率结构，避免偿债期过分集中和重复引进等现象。

5. 借用外债，必须坚持筹措资金以国内积累为主，外部资金为辅的原则。从长远的角度来看，外国贷款只能起到辅助推动作用，过分依赖外国资本，忽视本国经济发展的基础条件、人口资源和财政资源等因素，即使把外国贷款用于生产性投资，也难以产生足够偿还外债的经济效益，因而最终可能不可避免地陷于债务泥潭。

§ 7 国际资本流动条件下的国际收支均衡机制

§ 7.1 国际收支均衡

国际收支就是指一个国家或地区在一定时期内各种对外往来所产生的全部国际经济交易的系统记录。国际经济关系的发展，特别是国际资本流动的发展变化，丰富了国际收支的内容，它不仅包括商品、劳务的交换，还包括资本的流出入；它不仅包括长期的资本投入，还包括短期资本的流出入，甚至各种投机资本的冲击；它不仅包括文化、科学的往来收支，还包括大量的政府援助，战争赔款，人道主义救助；它不仅包括现金的形态，还包括各种证券、股票等形式；它不仅包括编制国际收支平衡表时期内必须结清的差额，还包括大量已经发生，但要跨期结算的部分。总之，国际收支的内容是如此丰富，覆盖面是如此之大，因而各国在统计本国国际收支，编制国际收支平衡表时，往往各有侧重，各有取舍。西方国家对国际收支的涵义有三种流行的观点，与此相对应，也有三种国际收支均衡的概念。

一、会计的国际收支均衡

会计的国际收支 (Accounting Balance of Payment) 是指过去一段时期内 (1 年、3 个月或 6 个月)，一国居民与别国居民之间全部实物、劳务和金融交易的复式簿记记录，它是一个“事后”的概念，主要用来说明一国对外经济关系的现状和估计对外经济关系的发展态势。

会计的国际收支平衡指从会计记帐的角度，国际收支之借贷双方达于平衡的一种状态。众所周知，由于会计国际收支是根据复式记帐原理记载的，“有借必有贷，贷借必相等”，所以国际收支最终必然是平衡的，因此，我们理解的会计国际收支均衡，必定是其他意义上的。

米德 (J·E·Meade) 在《国际收支》一书中认为，根据交易的性质，会计国际收支记录的对外交易可以分为两类：自主性交易 (Autonomous Transactions) 和补偿性或调节性交易 (Accommodating or Compensatory Transactions)。前者是经济实体或个人出于自身的某种经济目的而自主地进行的，而与调节一国国际收支状况无关。经常项目中各项交易和长期资本项目就属于此类交易，因为经常项目中贸易和劳务交易乃因国际间商品价格，成本不同及劳务、技术的差异而产生；资本流动则是因为国内与国外的投资预期报酬率不同，或基于投机、分散资产等考虑而产生，这些自发的交易完全基于交易主体自身利益需求而产生，并不考虑到一国国际收支的均衡状况，故可能导致一国国际收支的不均衡。

调节性或补偿性交易是指在自主性交易出现缺口或差额时，进行的弥补性交易，短期资本和官方储备项目就属于此类交易。因此，会计国际收支均衡，是指自主性交易的差额为零。

反过来，通过观察一国调节性交易的金额，也可明了一国的国际收支是否真正达到平衡，若调节性交易的金额不等于零，即自发性交易发生会计的逆差或会计的顺差，表示一国国际收支虽然会计上平衡，但实际上却是失衡。

但是要注意，在实际中要分清一笔交易究竟属于自发性交易，还是调节性或补偿性交易并不容易。

例如一国政府为克服国际收支困难，采取提高利率，紧缩银根之政策，以吸引国外资本注入，以事后的结果而言，国外资本由于套利而流入，属于

自发行为；但以事前的动机而言，却是一种补偿性交易。在此情况下，我们如何判断哪些资本原来就是要流动的——属于自发性交易？哪些资本是为了平衡国际收支，调高利率后才流动的——属于补偿性交易？因此，由于自发性交易和调节性交易有时难以认定，也就难以判断国际收支是否达到实际的均衡。

二、市场的国际收支均衡

市场的国际收支（The Market Balance of Payment）描述在既定汇率及假设汇率水平上的外汇供求，主要用来分析汇率变动对外汇供求量的可能影响。它是一个“事先”的概念，表明一定时期内一国外汇的供求状况，只以现在或将来带有外汇交易的国际流动为研究对象。

市场的国际收支均衡由马克勒普（F·Machlup）所提出，指在外汇市场上，供应者所愿出售的外汇与需求者所愿购买的外汇恰好相等，在该点外汇市场供求处于内在稳定的状态。如果在某个时期，在自由市场外汇汇率一定的情况下，外汇需求者与外汇供给者的外汇供求不相等，则发生国际收支不均衡。具体说，即外汇有效需求大于外汇可能供给，则国际收支发生逆差；外汇有效需求小于外汇可能供给，则国际收支发生顺差。

三、规划的国际收支均衡

规划的国际收支（Programme Balance of Payment），指未来一年或几年内，预计的外汇资金的来源和使用。它以一国未来一定时期内，国内投资及国内消费等目标为前提，作出相应地取得国外投资、贷款、援助资金的规划。它亦是一种事前的概念。

规划的国际收支均衡指达到政府当局上述投资、消费等经济目标的一种国际收支均衡。如果为了达到某一经济目标，所需的计划性的外汇需求等于计划性的外汇供给，则国际收支均衡；若两者不相等，则国际收支发生差额。具体说，计划外汇需求大于计划外汇供给，则计划的国际收支发生逆差；反之，则发生顺差，在此情况下，可以一方面发掘潜力，寻找其他外汇供给途径，另一方面可以重新修订经济目标，以使计划的国际收支重新恢复均衡。

§ 7.2 国际资本流动条件下国际收支均衡概念的选择

一、国际收支均衡概念的选择

随着国际间的交往日益频繁，国际间的贸易范围日益扩大，国际间资本流动日益增多，西方各国逐渐统一使用第一种含义的国际收支均衡概念——会计的国际收支均衡。

这是基于以下几方面的原因：

第一，由于国际间交往的发展，国际收支的概念框架愈来愈广，会计的国际收支均衡观念符合不断发展的世界经济。

现代国际收支的均衡反映了贸易收支、劳务收支、单方转移、资本流动、国际储备等各方面的均衡关系。会计的国际收支均衡表上逐项反映了上述项目的收支增减及变化趋势，为各国制定经济政策，了解对外经济发展状况，提供了主要的根据与参考。

第二，由于资本主义发展，尤其是进入垄断资本主义阶段后，资本输出急剧增加，国际信用关系空前扩张，国际贸易与国际资本流动相互渗透、相互推动，那种忽视或轻视资本项目的观念已过时了。会计的国际收支均衡表

中将资本项目单独列作一大块，并根据资本的时间长短将其划分为短期资本与长期资本，这种划分不仅有利于政府当局掌握现阶段资本的结构、资本的流出入状况，而且对经济分析具有重要意义。因为长短期资本不仅在时间上有差别，更重要的是对经济发展的作用大为不同。一般来说，短期资本往往具有调节作用和投机性质等，而长期资本则较为稳定，对一国经济发展有重要作用。政府当局可以依据会计国际收支均衡表，分析长短期资本的走势与特点，并制定相应的财政、货币政策，因势利导，使之更有利于一国国际收支平衡，有利于一国经济发展，所以从资本流动这个条件来看，会计的国际收支均衡是最为恰当的选择。

第三，会计的国际收支均衡是一个“事后”的概念，而市场的国际收支均衡与规划的国际收支均衡则是一个“事前”的概念。因为国际收支本身的概念就是一国一定时期内发生的对外经济活动的总和。因此“事后”的概念是其最基本的概念，从方法论的角度，“事前”的概念不过是“事后”概念的引申和发展，所以各国通常选择会计的国际收支均衡作为基本的国际收支均衡概念。

下面我们再来看一下市场的国际收支均衡与规划的国际收支均衡。

市场的国际收支均衡概念表明一定时期内一国的外汇供求情形。撇开“事前”、“事后”概念不论，它在内容上存在一定的局限性，因为一国一定时期全部对外交易及货币收支不一定表现外汇供求，一国一定时期的外汇供求，也不一定全部反映其对外交易或货币收支，如物物交换与单方面赠与等，就不包括在市场的国际收支均衡概念中。“二战”之后，以美国为中心的对外援助及无偿交易日趋重要，市场的国际收支均衡机制无法反映这些国际活动的变化与发展。

但市场的国际收支均衡概念对一国经济发展有其特殊的意义：

第一，它有助于分析汇率水平对于外汇供求的作用，有助于分析外汇市场的发展、变化趋势，以利于政府当局宏观调控。

第二，它可以作衡量国际收支的参考指标，因为一定时期内，一国的对外交易和货币收支绝大部分表现在外汇供求上，它对货币可自由兑换的国家尤显重要。

规划的国际收支均衡概念指因国家规划而引起的国际收支，也是一个“事前”的概念，它在一定程度上体现了政府当局对经济活动的预测，以及对经济活动的计划，但这种均衡概念已不太适应国际经济发展的需要。

这是因为：

第一，规划的国际收支均衡概念侧重于事前的预测与规划，带有浓厚的计划主义色彩。随着经济的发展，至少在现阶段，各国逐渐倾向于用市场来调节经济，而非人为的主观规划。在一些市场比较发达，货币兑换比较自由的国家中，由于市场信息瞬息万变，市场行情难以估摸，市场价格高低起伏，市场供求波动不定，对这类情况的综合分析 with 规划，显然不太可能。

第二，规划的国际收支均衡概念不适应资本市场发展，随着国际资本的流动和扩张，国际间交往的频繁，出现了许多新情况新问题。比如，一国欲制订规划的国际收支均衡表，计算当年吸引外资流入的数额，以平衡当年可能产生的经常项目逆差。但事实上，吸引外资流入的主动权并不在东道国手中，它的流动要受到诸如利率、汇率、环境、政策、利润等各方面因素的影响，其中许多因素是政府当局不可控制的，有些因素即使能控制，但往往存

在时滞，使本期内难以达到预计效果，所以规划的国际收支均衡的有效性就可能受到怀疑。

此外，当今国际货币市场上，尤其是欧洲货币市场上存在几百亿的游资，一有风吹草动，便有可能发生资金大量移动，严重地影响一国的国际收支均衡，所以，规划的国际收支均衡概念对经常项目的预测、分析能起到一定的作用，而对于资本项目则显得束手无策，在当今国际资本流动条件下，显然不宜选择此均衡概念。

不过，规划的国际收支均衡概念在某些层次上，还是具有一定的意义，譬如政府可以以上一年度的国际收支状况作为参考依据，为当年的国际收支均衡状况作一些指导性的规划，并为其制定内外经济政策提供根据。

二、会计的国际收支均衡概念的发展

由于会计的国际收支均衡，采用复式簿记原则，国际收支在帐面上最终必然平衡，因此，讨论会计的国际收支均衡必定是其他意义上的均衡。

1951年，詹姆斯·米德在《国际收支》一书中明确提出会计国际收支均衡的新概念。米德认为，一国国际收支按其交易的性质可分为自主性交易和调节性交易，前者是自发的，为了商业目的而产生的；后者是被动的，为了弥补国际收支差额而产生的。他称自主性交易为“实际的”国际收支，称调节性交易为“潜在的”国际收支。因此他认为一国自主性交易的不均衡，就是一国的“实际的”国际收支不均衡。并且，潜在的国际收支不均衡是反映国际收支不均衡的适当的尺度。

西方经济学家对米德的国际收支不均衡概念的批判，主要集中在对自主性交易和调节性交易分类的批判上。因为在理论上这样的区分是有意义的，但在实际中遇到难以妥善解决的困难。

首先，自主性交易与调节性交易的区分是基于交易的动机，但在实际生活中，很难从交易的类型或交易者身份去判别交易的动机，因此，在统计口径上带着一定的主观随意性。例如，一国中央银行为弥补国际收支逆差，调高利率，采取紧缩政策，结果大量外资因此而流入。但在实际操作中却很难判断，哪些是一开始便要流入的外资，哪些是弥补国际收支逆差而流入的外资。

其次，一笔交易从不同的角度看，可以作不同的归类。还是前面那个例子，当货币当局提高利率吸引外资，就投资者而言属自主性交易，就货币当局而言属调节性交易，若投资者系本国居民，则同一笔交易既可列入调节性项目，也可列入自主性项目。

为克服这一统计上的困难，有些经济学家建议将所有受政策性影响的对外交易均归入调节性交易，但事实上，由于经济系统是相互作用的，所以任何交易都或多或少地受政策的影响。

正是由于对自主性交易与调节性交易区分的争论，推动了会计的国际收支均衡概念的发展，在经常项目与资本项目分类的基础上，先后出现“基本差额”、“清偿差额”、“官方结算差额”和“净清偿差额”的概念。

（一）基本差额（Based Balance）

“基本差额”亦称“基础收支差额”，它是经常性项目差额与长期资本差额之和，这些是造成国际收支盈余和赤字的项目，反映一国国际收支的基本情况。

但是“基本差额”概念有一定的局限性：

第一，在浮动汇率制下，长期私人资本作为维持汇率所起的调节作用变小了，而相应地，由于国际间资本流动频繁，往往是那些短期资本兴风作浪，对汇率的影响很大。

第二，由于国际资本流动日趋频繁，资本流动日益普遍、方便，短期私人资本流动可能是由于对汇率、利率预期变动而引起的交易，不应把它看成是单纯的调节因素。

第三，长短期资本间的替代性增强。一方面列为短期资金的项目往往具有长期性趋势；另一方面，一些长期债券的资本交易，甚至一部分直接投资也可能是短暂的。例如，购买长期债券的人可能原来就打算在一个星期或一个月内卖掉，而买短期债券的人也可能要一直转期。

所以，将经常项目同长期资本而非短期资本合并，并不是很有道理。

(二) 清偿差额 (Balance on Liquidity Basis)

“清偿差额”亦称按“清偿基础计算的差额”，它是基础差额与美国居民在外国持有的短期资产两项的合计，而将外国私人短期资本列为平衡项目。美国国际收支过去一直采取这种计算方法。

这样区别对待的理由是：外国在美国的私人短期资本一般是流动性的，而美国在国外的私人短期资本则不是流动性的，外国私人在美国流动资产的增加，不算作国际收支的积极因素，因为这些债务意味着对黄金的潜在要求权，不能看成资本的流入，而可看成国际收支支付差额的平衡项目。另一方面，美国私人对外短期债权，由于金融当局不能随意调动，所以当作资本流出，划为实质项目。

按清偿差额计算国际收支，对外流动债务不看作积极因素，对外短期债权则看作是消极因素，这样就使国际收支逆差显得过大。

(三) 官方结算差额 (Balance on official Settlement)

“官方结算差额”亦称“官方储备交易差额”，它是基本差额、短期资本和错误与遗漏项目的合计。这是按外国官方负债标准计算的方法，即按美国政府对外国官方应承担兑付黄金或外汇数额的增减计算，而不管这一年度的全部对外收支的实际差额如何，更确切地说是按美国储备资产及对外国官方负债的增减计算出来的。

这种计算方法主要考虑两大项目：(1) 储备资产的变化，包括黄金、外汇、特别提款权和普通提款权的变化；(2) 美国所有银行（包括联储银行与各商业银行）对外国官方债务的变化。它和清偿差额不同的是，它将私人对外流动债务看成是国际收支的积极因素，因为外国私人持有的美元，同美国持有的外国资产一样，应看成是永久性的，是经济发展的结果，具有长期趋势，而不是一种暂时现象。

由于从 70 年代后期开始，欧洲美元大量流动，当美国商业银行向西欧借入欧洲美元时，会影响按官方储备计算的国际收支，而不影响按清偿差额计算的国际收支。为消除以欧洲美元为主体的短期资金的大规模流动所产生的偏差，又产生了另一种国际收支差额计算方法。

(四) 净清偿差额 (Net Liquidity Balance)

“净清偿差额”是基本差额、非流动性短期资本和错误遗漏三项的合计。

1976 年以前，美国将资本项目分为长期资本和短期资本，短期资本又按流动性大小分为流动性和非流动性两类：前者主要指即期存款和 90 天国库券；后者主要是 3 个月以上、1 年以下的银行贷款和商业债券。

净清偿差额是用来衡量对美国主要储备资产的潜在压力，反映的是当时美国对外的清偿能力，它比官方结算差额，少计算一个流动性短期资本的净额，从而纠正了欧洲美元的大量短期流动。

以上四种方法，是从不同的角度说明国际收支状况，都可作为参考，同时这些概念的产生和发展，又推动了米德的会计国际收支均衡概念的进步，但是由于四种方法各自存在利弊，因此各国经济学家在实际中，常常根据不同的目的，选择合适的差额计算方法。

三、对会计的国际收支均衡概念发展的评价

随着各国经济形势的变化，以及国际经济关系的发展，会计的国际收支均衡概念经历了上述的发展与进步，从上文所阐述的概念、内容之中，我们至少可以得到下面几点看法：

第一，会计的国际收支均衡概念的产生与发展与资本流动始终密切相关。

无论是米德“实际的国际收支均衡”，还是“基本差额”、“净清偿差额”，直至最近的国际收支均衡的定义中，对经常性项目的归属从未出现过争议。

但随着国际资本流动的加剧，资本项目在国际收支表中的地位，从无到有，直到发展到现在举足轻重的地位，对国际收支均衡的定义产生重要影响，各国经济学家对国际收支均衡的选择，无不基于对资本项目诸项目的取舍，资本项目成为争议的焦点。

第二，会计的国际收支均衡不同层次的概念与短期资本流动直接相关。

各国通常将资本项目划分为长期资本项目和短期资本项目。事实上，由于长期资本项目相对比较稳定，波动幅度比较小，因此，一直被视为实质项目，即它是受市场利率与投资报酬率影响而产生的一种商业投资行为，受政府干预较小。所以对其归属无太多争议，一般都将其作为国际收支差额中的一个重要项目来统计。

而对于短期资本，经济学家的看法存在明显的差异。但由于近年来国际资本流动呈现短期化趋势，短期资本流动快，数量大，影响力明显，因而再次成为经济学家普遍关注的热点。

各国经济学家在考虑短期资本项目时，或将其分为流动性和非流动性，或将其划分为外国私人债务与本国私人债务，或将其定义为政策性和非政策性。但不管其目的、动机如何，其根本点都在于：随着国际经济，特别是国际货币市场的发展，短期资本流动在不同阶段呈现不同的特点，各国经济学家都试图通过对其分类划分，以消除那些大规模、暂时性或投机性的短期资本流动对国际收支的稳定均衡可能产生的影响，以使国际收支均衡概念的定义更稳定，更完善，更切实际。

第三，从对会计的国际收支均衡概念的发展中，我们可看到，为了适合各种不同分析观点的需要，各国可以任意地把某些累计差额划为平衡项目，某些累计差额划为实质项目。例如，有大量顺差的国家，往往想缩小它的盈余，以此避免引起贸易伙伴的不满；有大量逆差的国家，有时想缩小赤字，以便掩盖严重的经济问题，有时又想夸大赤字，以便从国际金融机构或国外政府获得大量外援和贷款。所以我们在分析一国的国际收支均衡状况时，由于各国没有统一的标准，因此要求我们结合各国的实际经济发展状况，对其进行逐项分析。同时，我们应该细致地了解会计国际收支平衡概念的发展，

分析各种可能的情况，使各国的信息更好地为我所用。

第四，从上文的会计国际收支均衡概念的发展过程中，我们不难看出，这些分析往往局限于仅仅对一国的国际收支均衡表内容作详尽的阐述，却很少论述其与国内经济的关系。这种只考虑外部平衡的国际收支均衡的定义通常被认为是传统意义上的国际收支均衡定义。随着国际经济的发展和变化，西方经济学不再仅仅局限于外部均衡，而是将外部均衡与内部均衡综合起来考虑，因此，在传统的会计国际收支均衡的基础上，产生了现代国际收支均衡的新概念。

四、现代国际收支均衡概念

随着国际经济形势的变化，西方经济学界逐渐意识到各种会计的国际收支均衡定义的局限性，因此在这方面做了大量的工作，以期以经常项目与内部经济的协调来定义国际收支均衡的概念，使国际收支均衡的概念更完善，更具实际操作性。

在此背景下，国际货币基金组织的专家们大致提出四种国际收支均衡的概念。

第一种视国际收支均衡为“经常项目差额可由正常的资本流量来弥补，而不诉诸过度的贸易限制和对资本流入流出的特殊刺激，以及不大规模失业”。

第二种则认为，“国际收支均衡可以被定义为：在考虑到(a)暂时性因素（诸如码头罢工或歉收），(b)生产能力不正常使用或失业，(c)贸易条件持久的外生变化，(d)对贸易和资本流动的过度限制或刺激等影响之后，经常项目差额等于正常的资本流量。”

第三种概念即指：“可维持的国际收支”，亦称“可维持的对外地位”，它是指在中期（通常为5年到10年左右），在给定的汇率水平上，一国基本的国际收支经常项目差额与正常的资本（私人资本）净流量以及官方外汇储备的合理增长相一致。

第四种概念即指可维持的和适度的国际收支经常项目。即将可维持性和适度性作为经常项目，乃至整个国际收支均衡的两个标准。前者是指经常项目所包含的一国消费及暗含的储蓄产生最大的社会福利。

综上所述，现代国际收支均衡可定义为一国在一定时期内的国际收支在数量和实质内容两方面促进本国经济与社会的正常发展；促进本国货币均衡汇率的实现和稳定；使本国的国际储备接近、达到或维持充足与最佳水平。

现代的国际收支均衡概念较传统的会计的国际收支均衡概念，内容更广，层次更丰富，涉及面更宽。它不仅涉及国际收支的数量，还涉及国际收支与国民经济其他方面的相互联系、相互影响；不仅涉及国际收支流量，而且还涉及国际收支的存量，特别是储备水平，它一方面为判断国际收支状况的好坏提出了更多判断标准，另一方面也对一国的国际收支均衡提出了更深一层的要求——即外部平衡与内部平衡的统一。但从根本上来说，现代的国际收支均衡理论还是没有跳出米德首创的传统的会计国际收支理论的框架与基本轨迹。

对于目前大多数发达国家而言，均衡一般指在政府基本上不对市场实行直接行政管制，并尽可能地减少对市场的各种干预的前提下，保持本币实际汇率水平的基本稳定，并同时实现内部平衡与国际收支平衡，使国际收支结构基本上保持合理状态。

对大多数发展中国家而言，贸易逆差是一种长期存在的现象。因此，贸易及外汇管制也有长期存在的必要，其国际收支均衡就是指国际收支的可维持状态，即依靠各种经济及行政手段，使外汇储备水平保持在对外支付所需的最低水平上，外债规模保持在公认安全水平之内，并尽可能使国际收支结构有利于国内经济的增长与稳定。

五、西方国家国际收支均衡观的发展与演进

在西方国家，国际收支均衡观随着经济的发展经历了一个演变的过程。

在自由资本主义时期，国际贸易是国际间交往的主要形式，与此相适应，国际收支均衡观基本即指国际贸易收支平衡，即一国一定时期内商品的进口与出口是否平衡。

随着资本主义的发展，国际间资本往来日益增多，国际资本流动影响增加，西方经济学家逐渐意识到国际资本收支与国际收支均衡的内在联系，把国际收支均衡概念的内涵扩大到包括国际资本收支在内。因此，可以毫不夸张地说，国际收支均衡理论的发展与国际资本流动的发展密切相关。

从休漠的国际贸易差额学说，到 30 年代的弹性分析法与吸收分析法，直至 60、70 年代的货币分析法和资产分析法，国际资本流动对国际收支均衡影响的分析从无到有，以至在某些程度上被片面地认为是唯一重要因素，其过程令人思索与感叹，但这也从另一个侧面折射出国际资本流动的发展与成熟。

§ 7.3 国际资本流动对国际收支的总体影响

现代国际金融领域呈现出新的特点，即国际资本数额急剧增长。据统计，每年国际资本交易数额相当于国际贸易总额的 25 倍；其次，国际资本流动的形式更加多样化，诸如短期投机、长期直接投资、债券、股票、国际贷款等，成为国际资本流动的重要形式。

国际资本流动的急剧增长，对国际收支的研究和实践产生了巨大影响，具体地讲，主要表现在以下三个方面：

一、对国际收支的概念及内容的影响

国际经济活动发展到今天，早已远远超出了国际贸易的范围，国际资本往来所占比重越来越大。

现在，考察一国国际收支，再也不能只局限于贸易收支或经常性交易，那种忽视或轻视资本项目的观念过时了。

国际货币基金组织明确提出，国际收支的定义应为：“国际收支是某一时期的统计表，它表明：(a)某一经济体同世界其他国家或地区在商品、劳务以及收益方面的交易；(b)该经济体所持有的货币黄金、特别提款权以及对世界其余国家或地区的债权、债务的所有权的变化和其他变化；(c)为平衡不能相互抵消的上述交易和变化的任何帐目所需的无偿转让和对应项目”。其中 (b) 项，明确地确立了资本项目在国际收支中的重要地位。

随着国际资本流动的增加，国际资本的重要性逐渐被认识，国际收支的内涵不断被丰富，国际收支理论也随之日益完善，正如第二节中所分析的，资本要素越来越多地被引入理论模型和分析方法中，并取得了较好的研究效果。

二、对国际收支均衡的影响

国际资本的流动，对各国的国际收支产生了巨大的影响，它从各角度、各层次全方位地影响着国际收支的差额与结构，从而成为研究分析各国国际收支不容忽视的重要因素。

正如本章第三节中所述，本国的汇率水平、通货膨胀程度、国内外资金供求状况和一国的货币政策有力地影响着贸易收支；国内外的工资、福利待遇水平、本国的金融政策、国内外的借贷及资本关系同样对劳务与转移收支产生巨大影响；至于资本项目、储备项目，则在根本上就是由资本流动造成的。

国际资本流动加速增长，对各国的经济，尤其是国际收支，既产生有利影响，又产生了一些不良作用。

一方面，国际资本的流动可以促进全球经济效益的提高，促进资源的最优配置，同时它也有利于调节各国国际收支平衡，缓和内部经济和外部经济对一国的冲击，如农业欠收、国际市场价格波动等。70年代后期，随着欧洲经济的复苏，流入发展中国家的外资大量增加，资本流动和技术转让对发展中国家经济起了一定的作用，同时，也有利于发达国家进行资本投资，开拓海外业务，获取高额利润。所以70年代和80年代初期后，各国逐渐取消外汇管制，使资本流动更为自由。

但另一方面，资本流动也会对国际收支的均衡产生消极作用。由于金融市场的发展，资本流动已成为国际金融局势动荡的主要因素，它对国际收支与汇率产生了严重的影响。例如，因预测汇率而引起的资本流动往往是投机性的，如果一国国际收支发生逆差，投机者预测该国货币将贬值，因此纷纷撤回资本，或将该国货币换成外国货币。这种资本外逃加剧了国际收支的不平衡；反之，如果投机者预期一国国际收支顺差，将导致货币升值，则发生资本内流。此外，各国利率水平的变化也会引起投机性的资本流动，这种投机性的资本在国际间流动愈来愈频繁，加剧了一国国际收支的不平衡，特别当世界局势发生动荡时，国际游资兴风作浪，从一些国家大规模地流进流出，给国际收支的管理造成了极大的困难。因此，各国政府要在不同程度上对国际资本流动加以控制，以避免国际资本流动可能对本国经济产生的巨大冲击。

三、对国际收支调节的影响

国际资本流动对国际收支的均衡产生极大的影响，同样它也必将对各国的国际收支调节产生巨大影响，包含积极与消极两个方面：

首先，从积极影响作用的角度看，国际资本流动在一定程度上为各国政府调节国际收支起了一定的便利作用。因为由于国际资本流动的发展与便利，政府可能运用的调节手段增多，可能利用的渠道更广，有助于国际收支的调节。例如，当一国国际收支逆差时，由于国际资本流动的便利，政府当局可以从国际金融市场或国际金融机构取得贷款，以弥补国际收支逆差。该国中央银行也可以采取调高利率或公开市场业务等手段，吸引国际资本流入，以缩小逆差，使国际收支达到平衡；如果国际收支顺差，政府当局可以采用相反的调节手段，鼓励个人和企业到海外投资，使国际收支重新恢复平衡。

但是，国际资本流动同样也给国际收支的调节带来一定的难度。由于国际资本往往对金融市场上的风吹草动相当敏感，并且移动迅速，规模巨大，往往使政府的货币政策意图很难真正贯彻，并且效果大打折扣，有时甚至取

得相反效果。例如，当一国国际收支逆差，货币可能贬值时，货币当局欲利用外汇平准基金干预汇率，使汇价上升。投机者看准时机，在政府干预时，投资大量涌入，直至货币当局再也无力干涉时，游资又纷纷撤回，使该国货币贬值更甚，国际收支愈不平衡，并且国内经济大伤元气。所以各国政府不得不对此加以管制，并协同商量，以制定国际准则来约束这种投机性的国际资本流动，关于国际资本对调节机制的影响，以及各国政府的协同干预，将在下一章中详细论述。

§ 7.4 国际游资的经济影响

1995 年以来，国际金融市场动荡不安。墨西哥爆发严重的金融危机，美元对日元、马克等主要货币的汇价大幅跌宕，巴林银行因衍生金融产品交易损失十多亿美元而宣告破产。这一系列事件在当前的国际金融市场上掀起了一场金融风暴，使国际金融市场一片混乱。究其原因，既有金融的国际化、自由化、电子化等深层次原因，但一个直接的原因是巨额国际游资的存在和迅速流动的冲击。

一、国际游资的涵义

游资，又称热钱（Hot money）或短期投机资本，但从严格的意义上讲，对游资进行精确的界定是很困难的，只能从几方面作些定性的概述。从动机上来看，游资并不是追求长期利润进行投资的资本，而是一种投机资本。游资在收益与风险的衡量中，或追求超额短期利润或进行资本外逃，但以前一种占绝大多数。从期限上看游资一般是短期的，即其投资期限在一年以下。从活动领域上看，游资并无较为固定的活动领域，它是在各金融市场之间迅速移动的。因此综合以上各方面，我们可将游资定义为：游资是一种没有固定的投资领域，以追求高额短期利润为主要目的进行投机，投资期限在一年以下的短期资本，它包括现金、银行短期存款、短期政府债券、商业票据，各种衍生产品如期货、期权合约，各种基金及其他流动性很强的资产。

国际游资，即在世界各国之间流动的游资，从资本流动的期限上看，它是国际短期资本流动的一部分。一般说来，国际短期资本流动可分为贸易资金流动、银行资金调拨、保值性流动、安全性流动、投机性流动五种。其中安全性流动也称资本逃避，它是由于国内政局动荡或经济情况恶化等原因为保证资本安全而发生的资本流动。投机性流动是指各种投机者利用国际市场行市的涨落差异和对变动趋势的推测而进行投机，以攫取预期利润为目的的资金流动。国际游资从资本流动角度考虑一般是指安全性流动和投机性流动。国际游资从其来源上看，主要包括以下几个方面：

(1) 各国国内的短期资金 随着国际经济活动的扩大延伸到国际间从事谋利生息活动。

(2) 跨国公司在活动中手中掌握的流动资金及一些暂进闲置或过剩资金。

(3) 跨国银行掌握的一部分短期外币资金。

(4) 各国政府为了保证国际储备的安全性及流动性也有一部分资金成为国际游资。

(5) 各种专项基金的大量涌现，这是国际游资最新的及主要的来源。

美国的各种专项基金和风险防范基金的数量已从 1990 年 1200 个上升到目前 3000 多个，在其管理下的资金总额已达 1400 亿美元。这笔庞大的资金为了追求利润已成国际游资的最主要来源。国际游资从其流动形态上看，可分为两种：一种是以外币形式从一国流向一国，如资金以美元形态由美国流向法国，这是国际游资的传统流动形态；另一种则随着欧洲货币市场的迅速发展而随之发展，它主要表现为欧洲货币市场上的资金流动，如资金以欧洲美元形态由英国流向美国。

国际游资随着世界经济金融自由化、全球化而迅速膨胀，目前已成为国际金融市场上的一支重要力量。据国际货币基金组织估计，目前从银行短期

存款和其他短期存放形式在全球货币市场间流动的这类短期资本至少有 7.2 万亿美元，相当于全球每年经济总产值的 20%，每天有相当于 1 万亿美元的游资在全球市场寻找归宿，如此庞大的国际游资已经在各方面对各国经济产生了巨大影响。

二、国际游资对一国的经济影响

国际游资的存在必然造成大量影响短期投机资金在国际间迅速、频繁地移动。无论这些资金流入或流出一个国家，都会对该国经济产生巨大的影响，甚至造成像墨西哥金融危机那样的严重后果。国际游资对一国的经济影响主要表现在以下几个方面：

（一）对一国国际收支的影响

国际游资无论是以本币形式还是以外币形式流动，无论是流入还是流出，它首先体现于一国的国际收支中。国际游资的流动在国际收支平衡表中主要表现为资本项目中的短期资本项目的变动，传统的国际收支分析中比较注意对经常项目和长期资本项目的分析，而忽视对短期资本项目的分析。在国际短期资本流动中，贸易资金流动、银行资金调拨、保值性流动相对比较稳定，而投机性流动、安全性流动不仅数额巨大而且变动频繁，从而造成国际短期资本流动变化迅速且缺乏规律性，难以进行有效分析。

国际游资对国际收支的影响首先体现在短期内对一国国际收支总差额的影响。如一国的国际收支基本差额为逆差，那么国际游资的流入可在短期内平衡国际收支，使总差额为零或保持顺差，避免动用国际储备。在一定的条件下，利用国际游资来达到国际收支平衡而付出的经济代价要小于利用官方融资或国际储备。国际游资对国际收支的影响还表现在国际收支结构变动而带来的长期影响上。如一国的国际收支顺差是由大量的国际游资流入而维持，那么这种国际收支结构便处于一种不稳定状态，隐藏着长期内国际收支逆差的可能性。一旦未来该国的经济、政治形势恶化，国际游资大量外逃便全造成国际收支的严重逆差，甚至使一国丧失偿还外债的能力。

（二）对汇率的影响

国际游资从其流动形态上可分为两种，这两种不同形态的国际游资对汇率的影响的传导途径是不同的。当国际游资表现为欧洲货币市场上的资金流动时，它是通过一国货币供给总量的变动来间接影响该汇率的；如果国际游资以欧洲美元形态由欧洲货币市场流入美国，则美国的国内货币供给总量将增加。这时美居民的手持现金实际余额可能大于目标余额，从而造成外汇市场美元供给量增加，短期美元汇率下跌。当国际游资以外币形态由一国流出入时，其对汇率的影响则主要是直接通过外汇市场供求力量对比变化表现出来的。一般认为国际游资对一国汇率的影响主要是造成汇价扭曲，引起汇价的大起大落。国际游资以投机性资本为主，它根据对未来汇价的预期为依据在国际外汇市场上进行投机以谋取高额利润造成了机会，从而使汇率波动加剧，严重脱离该国的经济实力。1994、1995 年日元对美元的汇率大幅度地先跌后起，其中游资起了极其重要的作用。

但国际游资对汇率的影响绝非仅仅是负面的，它在一定条件下有助于外汇汇率恢复均衡，这一点在固定汇率制下表现得尤为明显。如一国的汇率安排不当，本币定值过低或过高，偏离了实际均衡水平，国际游资投机行为将不断冲击这一不当的汇率水平，最终使汇率达到均衡水平。战后美元贬值，固定汇率制崩溃，这便是国际游资使外汇汇率恢复均衡这一影响的有力佐

证。

（三）对一国货币政策的影响

国际游资在一国的流出入，对该国货币政策的执行及其效果会造成一定影响。在当今国际游资数额巨大、流动频繁的情况下，这一影响日益明显。

首先，国际游资的流动影响一国的货币政策的自主性，并使货币政策的有效性受到削弱。国际游资的移动往往与各国货币政策目标呈反向性。如一国为抑制通货膨胀，会采取紧缩银根提高利率的措施，以此减少货币供应量。但利率的提高却可能招致国际游资的大量流入，转为该国货币进行投资，从而迫使该国增加货币供应量。而如果一国经济出现衰退现象，就会降低利率以增加货币供应量，而此时游资流失，反而加剧经济衰退。即使由于汇率变动或其他原因而造成国际游资的流动与货币政策目标同向，由于国际游资的流动一方面会缩短货币政策的时滞，另一方面可能会使货币政策的效果超过制定政策时的预期目标效果，从而造成经济过热或萧条，这时国际游资仍会降低货币政策的有效性和可靠性。

其次，国际游资并非只是扰乱一国货币政策，它同样可以使一国货币政策更有效地执行。如一国在存在大量国际游资的情况下，为了提高本国货币汇价水平，可以提高利率，从而引起国际游资大量流入，以提高汇价。例如1995年美国联邦储备银行为了支持美元汇率而提高利率，美元汇率则应势而升。

（四）对一国国内金融市场的影响

国际游资的流出入首先会对一国的外汇市场产生影响，与此同时，对国内其他金融市场也会有很大的影响。

国际游资在客观上能起到培育和繁荣金融市场的效果。这在金融市场发育成熟的发达国家主要表现为吸引国际游资流向证券市场，并经此将资金配置到有发展前途的产业上。香港1993和1994年股价狂升，证券市场交易极其活跃，其主要原因便是美、日等国国际游资的流入。而在发展中国家，国家游资则通过其获取暴利投机行为，对一国国内资金产生示范效应，吸引一些处于观望态度的资金进入目前风险较高的新兴市场，从而客观上刺激了这些市场的发展。

国际游资一方面促进了金融市场的发展，但另一方面也给金融市场发展带来巨大的隐患，甚至会引发金融危机。由于国际游资的投机性，使得游资流向主要集中在少数国家的某些特定市场上。这些市场上游资过重过大，使得具有极大的风险性。1993年墨西哥吸引外资的一半以上是投向证券与货币市场的，其累计吸引的外资中证券投资达70—80%，这正是造成墨西哥金融危机的重要原因。

三、国际游资对国际经济的影响

国际游资由于在世界各国之间频繁移动，因此不仅对世界各国各自的经济产生了重要影响，而且也对国际经济运行和发展产生了巨大的影响。其影响主要表现在：

（一）对国际经济和金融一体化进程的影响

随着国际经济的迅速发展，当前世界经济金融一体化已成为不可阻挡的潮流，而国际游资既随着一体化的发展而壮大，也对世界经济金融一体化产生巨大的推动作用。

国际游资的存在首先便利了国际贸易融资，尤其是短期贸易融资，从而

在一定程度上推动了国际贸易的发展，而国际贸易的发展则有力地推动了世界经济、金融一体化的进程。其次，国际游资在世界各主要金融市场的套汇、套利活动使国际金融交易中存在的汇率差异和利率差异被迅速拉平，导致世界主要金融市场的价格呈现一体化趋势。但更为重要的是国际游资在各国的货币和资本市场之间的迅速移动，使得各国的资金市场在利率、交易方式、交易条件等方面会趋于一致。其中比较明显的表现是欧洲货币市场与国内资本市场的利率日趋同一性及世界主要股票市场相关性的不断提高。国际游资在世界各国金融市场之间追逐高额利润的游动过程中使得一国的经济、金融与世界经济和金融的相关性增强，从而加强了世界经济、金融一体化的进程。

（二）对国际货币体系的影响

国际游资对布雷顿森林体系汇率安排的冲击是布雷顿森林体系崩溃的重要原因之一。随着国际游资的迅速壮大，它又对当前的浮动汇率制产生了巨大的影响。首先，它使得国际汇率的短期波动大大加强，增加了国际汇率体系的不稳定性。由于国际游资基本上为短期资本，且规模巨大，一定程度上已成为短期汇率的一个主要决定因素，同时国际游资对政治、经济等因素的敏感性极强，因此国际市场的汇率经常在短期内脱离国际经济运行的基本态势，其变动反复无常，甚至大起大落，国际汇率体系十分不稳定。其次，当前的浮动汇率制主要是管理浮动，各国金融当局仍时常对汇率进行干预，以维护自身利益，而国际游资则大大削弱了各国对汇率的干预能力。几十亿、几百亿美元的外汇平准基金与上万亿的国际游资相比实在是微不足道，难以有效干预，1995年日本政府阻止日元兑美元汇率上升而进行的干预的失败已经清楚地表明了这一点。

国际游资对国际货币体系的另一重要方面——国际收支调节机制也产生了重要影响。这主要表现在国际收支调节机制的进一步市场化和国际化。国际游资规模日益壮大，各国资金市场日益一体化，使得国际收支中资本项目作用逐步加大，同时也使国际收支调节中通过国际金融市场融资这一措施的地位日益上升，而动用国际储备、利用IMF贷款等官方措施的地位则日益下降，国际收支调节机制市场化、国际化得到了发展。

（三）对国际金融市场的影响

国际游资的存在对国际金融市场的发展有着积极的影响。首先，国际游资极大地增加了国际金融市场的流动性，有效地降低了市场主体交易成本，提高了国际金融市场的有效性。国际游资可以通过现代化手段，迅速从一国流向另一国的资金需求方，避免了银行等金融中介的繁琐手续，从而降低了交易成本，增加了国际金融市场的流动性。其次，规模巨大的国际游资有力地推动了国际金融市场尤其是衍生金融产品市场的发展。国际游资的投机活动造成的汇率、利率的频繁波动使衍生金融产品市场的发展有了必要性，而衍生金融产品又以其风险高、收益高而为国际游资的投机活动进一步提供了良好的交易手段，使其自身的迅速发展成为可能。衍生金融产品与国际游资相辅助相成，迅速得到了共同的发展。

但另一方面，国际游资也极大地增加了国际金融市场的稳定性，由于国际游资在各国间的游动，使得国际信贷流量变得不规则，国际信贷市场风险加大。国际游资所推动的衍生金融产品的发展以及汇率、利率的大幅不规则波动使得金融工具的风险加大，国际金融市场交易者极易在其交易活动中失败，巴林银行即因从事衍生金融产品交易损失十多亿美元而破产。另外，

由于国际游资十分注意其自身的安全性，一旦其停留国政治经济动荡就会大量逃离，引发该国金融震荡乃至危机。这在当前金融日益一体化的形势下势必会对国际金融市场造成危害。例如，墨西哥金融危机爆发后，拉美国家及其他新兴市场立刻受到国际游资撤离的冲击，严重危及这些地区的经济正常运行。

（四）对资金在国际间配置的影响

国际游资由于其内在追求高额利润的冲动，必然寻找高风险、高利润的投资领域，而一般说来资金缺乏的地区市场风险较高，利润也较高，因此国际游资的流动在一定程度上符合资金配置的动力要求，促进了资金在国际间的合理配置。当前国际游资对东南亚国家等新兴市场的瞩目，促进了国际资本的流入，缓解了这些国家的资金不足，有效地促进了资金的合理配置。

然而，国际游资的盲目投机性，会干扰市场的发展，误导有限的经济资源的配置，从而相应提高了国际经济平稳运行的成本。国际游资在国际金融市场的投机活动会造成各种经济信号严重失真，从而难以引导资金在国际间合理配置，不利于世界经济的发展。同时，由于国际游资对安全性的高度重视使得它会对一些急需资金而安全没有保障的国家、市场裹足不前，不利于资金在国际间有效配置。

随着全球经济的增长，随着金融自由化、国际化、电子化的进一步发展，国际游资也势必不断发展，规模日益巨大，对经济的影响也要有全面的认识。国际游资并不只是洪水猛兽，它对经济也许多正面的影响。在现代化经济中长期资本与短期资本是同样并存的，投机与投资也是并存的。经济学的原理表明，没有短期投机资本即游资的存在，市场乃至整个经济的不稳定性会更大，因此我们要在全面正确认识游资的经济影响的前提下采取有效措施，引导国际游资，使其为我国的经济发展服务。§ 8 国际资本流动与国际收支调节

§ 8.1 国际收支调节的理论渊源

一、国际收支调节理论的发端

随着国际货币体系的演变，国际收支调节理论也经历了一个漫长的发展过程。

在早期的国际金本位制度下，无所谓专门的国际收支调节理论与方法，因为当时各国的国际收支是自发地进行调节的。根据休谟的“物价——铸币流动机制”理论，国际收支的不平衡会引起黄金的自由流动，从而导致国际收支重新平衡，具体地说，即国际收支的不平衡，引起黄金的流动，而黄金的流动又会引起物价水平的相应变化，从而使商品的输出入发生相应增减，使国际收支恢复平衡。但该调节机制的存在须依赖于两个前提：

(1) 物价与铸币流动机制平衡地发生作用并自动地保持平衡。

(2) 实行金本位制的国家遵守“比赛规则”，让黄金流动对国内货币供应和物价水平充分发挥作用。

随着世界经济的日益发展，一方面国与国之间的贸易往来、资本往来日益增多，国际收支规模也随之扩大，范围拓广，逐渐引起西方各国政府的关注。

另一方面由于一战爆发，金本位制崩溃，随后的经济大危机，又使金汇

兑本位制无法维持，各国纷纷实行信用货币制度，并且越来越不愿意遵守金本位制下的“比赛规则”，对世界贸易与汇率横加干预。“二战”的爆发，使这种干预达到顶峰。“二战”之后，西方各国的经济实力遭到巨大破坏，国际收支不平衡问题与国内经济问题都相当尖锐，各国继续对国际收支采取种种干预调节措施，以期一方面扩大本国对外贸易，拓展海外市场，平衡本国国际收支；另一方面企图通过对国际收支的调节和干预，将国内的经济危机转嫁到国外。

在此背景下，各种国际收支调节理论也应运而生，并逐渐发展成熟。

二、国际收支调节的概念

国际收支调节，指一国政府从本国国民经济发展的自身需求出发，或出于对来自世界上其他国家压力的考虑，采取某种或某些经济或行政手段，对本国的对外经济活动或外商在本国的经济活动干预和管理，从而改变本国国际收支的规模和结构。

无论一国政府调节国际收支的直接动因是什么，其根本目的都是为了消除本国国际收支给本国社会、经济带来的不利影响，并使之向有利于本国社会经济健康、稳定发展的方向转变。

显然，国际收支调节应包括如下内容：

首先，一国政府应在充分理解国内、国际经济形势的基础上，对本国的国际收支状况进行综合的分析和评价，以确定国际收支状况是否合理，是否需要调节。若需调节，则还应确定是全面调节还是局部调节，是总量调节还是结构调节，同时还应明确调节的具体目标。

其次，分析造成不合理国际收支状况的各种原因，采用项目分析法，逐项分析差额的原因及其差额对总的国际收支状况的影响程度。同时采用动态的纵向分析、横向分析，以将国际收支状况的分析进一步置于历史的、世界范围的角度下，使分析更全面、更有说服力。在找出各种原因之后，还有一项重要的工作就是，要根据它们影响力的大小，确立其主次关系。

最后，依据一定的国际收支调节理论，并借鉴国内外已有的各种收支调节的经验和教训，针对引起国际收支不合理的主要原因，制定出适合本国实际的调节政策和方案，并加以贯彻实施。

在解决当代国际收支不均衡的调节问题时，西方经济学家提出了一些值得借鉴的原则：

(1) 应是针对国际收支不均衡的原因或类型来拟订调节方案。

(2) 应当权衡各种可供选择的政策手段的功能，可能产生的利弊得失，采取调节国际收支功效最大的政策手段。估价政策功效的尺度应是其生效的快慢、效果的强弱和持续时间的长短等因素。

(3) 应当考虑“反馈”作用，即各种政策手段的相互作用与反作用，国际收支某个项目的调节对于其他项目的影响及后者的反作用，国与国之间调节手段的相互作用与反作用。

(4) 应当考虑本国涉外经济部门在整个国民经济中的比重以及在世界经济中的地位。总而言之，必须联系开放与发展的性质、程度或阶段，全面估量、判断、决策国际收支调节问题。

(5) 应当考虑国际收支调节时机的选择，正确预测、判断世界经济发展的趋势及世界金融市场的走势等，找出时机，果断调节，使国际收支状况尽快恢复平衡。

此外，在国际收支调节理论发展及政策的实施过程中，我们还应注意到，不同的国际收支均衡的概念，会引起不同的国际收支调节机制，这是因为对国际收支均衡概念的理解不同，或者表现在国际收支均衡的内容不同（比如只看贸易项目差额与注重贸易项目与资本项目总和之区别），或者表现在国际收支均衡的范围理解不同（比如只重外部差额的调节与注重内外同时平衡的区别），或者表现在对国际收支意义的认识不同（比如只肯定其对汇率的影响与同时肯定其对经济、汇率、储备的影响的区别）。总之，不论表现在哪一方面，对国际收支均衡概念理解的差异，均会涉及经济变量多少的差异，经济变量相互间位置、关系或态势的差异，从而要求有不同的政策配合和不同的调节过程。

§ 8.2 国际收支调节的政策与措施

按照会计的国际收支均衡概念的数量特征，可将国际收支不均衡分为顺差型国际收支不均衡与逆差型国际收支不均衡。

无论是顺差型国际收支不均衡，还是逆差型国际收支不均衡，是好是坏均不可一概而论，要视其偏离平均的程度，持续时间的长短，国际收支的结构及所处的背景条件而定。一般而言，一国国际收支保持适当顺差是比较有利的，但若顺差规模较大或顺差持续时间较长，或在储备已相当高的情况下继续保持顺差，或是借某种不正常的或对整个经济长期稳定发展不利的政策手段——如硬性压缩进口，举借大量外债，特别是短期外债的流入来维持的，顺差并不是什么好事，在上述条件下保持顺差，一方面会增加国内通货膨胀压力，降低国内经济的发展速度；另一方面，若顺差主要依靠大量贸易顺差来维持的，则顺差国往往会受到逆差国家对其出口的抵制或其他方面的压力。人们一般认为逆差对一国经济发展是不利的，但若在逆差发生前，该国已经历了相当长时间的顺差，因而具有较高的储备水平，则适度的逆差对于整个经济的稳定发展是有利的。当然，过大的或持续时间较长的国际收支逆差往往会造成一国国际收支储备水平的不断下降，对外支付发生困难，甚至产生国际收支危机，进而给国民经济带来混乱，妨碍其正常和健康的发展。鉴于当代全球性国际收支不均衡的特点及国际收支逆差调节的相对困难性，我们在以下章节探讨国际收支不均衡调节的措施与方法时，均以国际收支逆差调节为主。当然，我们也会在本节中提出一些调节国际收支顺差的方法与手段。

国际收支调节的政策措施主要分为四类：财政金融政策、国际信贷政策、汇率政策及贸易与外汇管制。尽管这几类政策措施均可用于调节一国的国际收支状况，但各有其不同的作用机制，其适用条件不相同，作用的效果亦大为不同。

一、财政金融政策

财政金融政策的作用机制包括两个层次：宏观层次上的间接调节与微观层次上的直接干预。

从宏观上讲，当一国国际收支出现逆差时，可采取较为紧缩的财政货币政策。在财政上，政府实行紧缩政策，增加税收，抑制公共支出与私人支出，从而抑制国内总需求与物价上涨。总需求受到抑制，相应地对出口产品国内需求与对进口品的需求均减少，并且物价上涨受抑制，有利于改善贸易收支

和国际收支。反之，在国际收支大量顺差时，政府则实行扩张性财政政策。税收政策在影响总需求的同时，还影响国际间的资本流动。例如，美国政府1963年实施的利息平衡税，规定居民对外投资要征收一定数额的利息税，因而在一定程度上限制了资本外流，扭转了国际收支逆差。

同样，在一国国际收支大量逆差时，也可采取紧缩的货币政策。中央银行提高贴现率或存款准备金率，一方面有助于提高利率水平，诱使国际资本流入，改善国际收支；另一方面，可以减少国内信贷规模；反之，当一国国际收支出现大量顺差时，可相应采取扩张措施，降低利率水平，增加国内货币供应量，增加总需求，改善国际收支状况。从邱年代末开始，这些措施就被一些发达国家广泛应用于调节国际收支，例如，联邦德国和日本就实行过差别准备金比率政策——非居民存款准备金率远远高于居民存款准备金率，来抑制国际资本流入。

从现代国际收支均衡的角度考虑，一国在实现外部平衡的同时，要兼顾内部平衡。为此，一国应根据具体的情况，制定不同的政策组合使内外部同时达到平衡。一般来说，西方国家认为：财政政策对内部经济更有效力，金融政策对外部经济更有效力，二者配合使用可以达到内外同时均衡的目标。具体说，可以根据一国的经济状况，采取如下政策配合措施：

1. 当国内经济衰退和国际收支逆差时，采取扩张性财政政策和紧缩性货币政策（即财政松货币紧的政策）。

2. 当国内经济衰退和国际收支顺差时，采取扩张性的财政政策和扩张性的货币政策（即双松政策）。

3. 当国内经济膨胀和国际收支逆差时，采取紧缩性财政政策与紧缩性的货币政策（即双紧政策）。

4. 当国内经济膨胀和国际收支顺差时，宜采取紧缩性的财政政策与膨胀性的货币政策（即财政紧货币松的政策）。

从微观层次上看，一国可采取如下财政金融措施来直接影响一国的国际收支状况。

微观层次上的财政政策主要包括出口奖励，进口限制，出口退税与进口关税等。

（一）出口奖励

一国为改善国际收支状况，往往采用奖励出口的方法，其中最常用的是出口补贴。

出口补贴指国家通过财政拨出一定资金无偿给予出口商，以弥补其经营亏损，或增加其盈利，其目的是降低出口商品的价格，提高出口商品的国际竞争力。

显然，增加出口补贴总额，会使更多的产品生产厂家，享受出口补贴的好处，从而达到鼓励出口的目的。同时改变出口补贴的分配方法，还会在一定程度上影响该国出口产品的结构。因此，通过控制出口补贴总额和其分配方法，一国可使其出口规模和结构向有利于国际收支均衡的方向发展。

其他出口奖励方法包括对出口商按其出口额或收入的外汇给予一定的现金奖励，或给予一定的外汇分成。如1986年，玻利维亚实行出口奖励政策，其出口商可凭外汇收入换得一种补偿性的支付凭证，藉此，出口商可在官方市场上买卖外汇，或支付预交的出口存款。

但是，采取奖励出口的办法来鼓励出口，以达到国际收支的改善，会产

生一定的负面作用：(1)如果某种商品在国际上竞争力低的原因不是纯价格因素，而是其生产技术落后，管理不善，从而在产品质量和性能上不如别国商品所造成的，那么，给予其出口奖励只能形成错误导向，导致厂家不是集中精力去解决提高产品质量，改善产品性能，降低产品成本，而是将心思花在如何获得更多出口实惠上。(2)由于补贴和奖金发放带有很大的主观性，容易导致不公平竞争，官僚主义等问题，从而不利于出口的健康发展。(3)出口奖励在较大范围使用时，会使财政不堪重负，难以承受。(4)一国大规模地使用出口奖励政策，易受到国际社会的反对与抑制，许多贸易协定都规定缔约国不得以任何方式对出口商实行补贴或奖励；对于违反规定者，对方国家有权征收反补贴税或反倾销税，甚至禁止进口。

（二）进口限制

一国在实行出口奖励的同时，往往采取一些进口限制措施，发放进口许可证，限制进口用汇等是最常用的方法。

此外，有些国家还实行进口存款预交制，即规定进口商在进口某项商品时，应向指定银行预存一定数额的进口货款，银行不付利息，这部分存款往往在商品进口时退还，或在进口商品最后支付完成时退款。同时，一国当局还可通过限制进口商对外支付使用的货币，提高信用证押金额方法来限制进口。

同出口奖励一样，限制进口的方法也很容易遭到国际反对与抵制，正因为如此，各国均尽力缩小两者的规模和范围，转而实行较为隐蔽的出口退税、减免税等方法。

（三）出口退税与进口关税

出口退税是将对出口商在国内生产和流通过程中征收的国内税，如盈利税、增值税、流转税、销售税、消费税等退还给出口商，它也包括对来料加工出口的商品退还已缴纳的进口原料和进口设备的税款。此外，一些国家还对出口商实行减免税，延期付税，减收运费等措施，鼓励产品出口。

出口退税、减免税收和费用，对出口商而言，等于一项额外的收入。它有助于出口商降低产品价格，从而增强该商品的国际竞争力；同时，它也易于被国际社会接受，这是因为：(1)出口商品未在国内销售和消费，理所当然不应纳税；(2)这些商品在进口国可能被征收同种或类似的国内税。

进口关税指进口国的海关在外国商品输入时，对本国进口商征收的税收，征收进口税可以提高进口商品的价格，削弱其竞争力，减少其进口量，减小逆差。此外，采取差别税率或对某些商品征收进口附加税，可以起到控制进口商品结构，使之向有利于国内生产和市场的健康发展的方向变动。

上述财政政策均是针对进出口贸易而言的，它的实现，直接影响一国的国际收支的经常项目状况。同时，正如前文所示，一国的税收政策等其他财政政策，亦可以在宏观上通过对国际资本流动的影响，调整一国国际收支状况。

微观层次上的金融政策主要是出口信贷及风险国家担保。

出口信贷是国家为了鼓励和扩大出口，通过银行对本国出口厂商、外国进口厂商或进口方银行提供的贷款，这种贷款主要是发放给出口金额较大、占用资金较多和资金回收期限较长的商品出口商，这种贷款可以起到促进贷款输出国出口的作用。

在西方国家，出口信贷是由政府直接或通过官方银行提供的，为鼓励私

人银行向出口商品的外国进口厂商提供信贷，国家对其出口信贷给予担保，或以优惠利率贴现出口商的汇票。

国家通过这一系列的财政、金融措施，直接促进了进出口贸易的发展，有利于改善一国国际收支状况。

二、国际信用政策

信用政策是平衡国际收支差额的最直接手段。所谓信用政策，指一国从外汇银行取得短期信用，或从国外取得其他各种贷款来弥补国际收支差额的方法，它也是西方国家调节国际收支最经常采用的方法。

一国发生国际收支逆差，可以从国际金融市场直接筹款，也可向国际金融机构或政府贷款。一般来说，向国际金融市场借款，虽然利率比较高，但手续简便，限制较少，并且使用灵活。尤其是欧洲货币市场的崛起与发展，使之已成为逆差国家弥补国际收支逆差资金的重要来源。相应地，向国际金融机构或政府贷款，往往是项目贷款，受限制比较多，手续复杂，但其条件往往相当优惠。所以，从逆差国筹资成本来看，应尽可能利用国际金融机构与国外政府的优惠贷款，以降低成本，减少费用，但同时也应注意开拓各种渠道，使筹资手段更灵活，更有效。

国际信贷也是国际收支顺差国家调节其国际收支的一项措施，例如，70年代，日本出现大量国际收支顺差，日本政府提出，到1990年为止，要从其国际收支盈余中提出300亿美元，以公私完全统一的基金形式回流到发展中国家的计划，这就是人所共知的“日本资金回流计划”。

三、汇率政策

汇率作为决定国内外货币的相对价值和国内外物价水平的关键因素，其变动对整个国际收支状况起着巨大的作用，因而各国均把汇率调整视为调节国际收支的重要手段之一。

所谓汇率政策，又称外汇政策，指一国政府或金融当局在外汇市场上直接进行外汇买卖，从而达到影响汇率、调节国际收支的目的。

中央银行要实施汇率政策，一个必要的前提条件是建立一定数量的外汇平准基金，即由中央银行拨出一定数量的外汇储备，作为基金。当国际收支发生短期性不平衡时，中央银行可利用它来调节外汇供求，影响汇率，推动出口，增加外汇收入。从历史上看，西方国家最早是在1929-1933年经济大危机时开始采取汇率政策的。1931年，英国最早设立外汇平准基金，当时总金额为1.5亿英镑，1933年增加了1.5亿英镑，1937年又增加2亿英镑，1934年，美国设立外汇稳定基金，总金额20亿美元，其目的是利于美国在外汇市场上大量收购英镑，阻止美元对英镑的汇价不断下跌，以确保美元价值维持在一个较高水平。

对国际收支状况不同的国家，采取不同的汇率政策措施，其后果往往大为不同。对国际收支顺差国家而言，外汇供大于求，外币汇价下跌，不利于该国出口。因此，中央银行往往在外汇市场上买入外币，抛出本币，缓和外汇供求状况，以使外币汇率回升，以助于出口。但是它可能引起两个后果：一是一国外汇储备更加增多，二是本币投放量增加，造成国内市场通货膨胀的压力。逆差国家外汇需求大于供给，外币汇价上涨，本币贬值，使国际收支逆差缺口增大，因此，其中央银行往往采取在外汇市场上抛售外汇的措施，但它也可能产生两个后果：一是该国外汇储备更加紧张，二是抛出外币，收入本币，将导致一国国内利率上升，不利于该国经济复苏。同时，对逆差国

家而言，其运用汇率政策至少还要受到两方面而的限制：(1)逆差国家运用汇率政策干预汇价，其必要条件是拥有相当数量的外汇，对国际收支逆差国家，特别是长期存在逆差的国家而言，这往往不是一件很容易的事，所以逆差国拨出专门基金，在外汇市场上干预汇价，往往是纸上谈兵。(2)逆差国家往往对究竟应掌握多少外汇才算奏效把握不定，在国际金融市场动荡不安，汇价波动频繁时，即使逆差国家准备了一定数量的外汇，往往仍是杯水车薪，无济于事，而且如果干预后不见效果，其后果更不堪设想。所以对国中央银行而言，实行汇率政策难度比较大，管理比较困难，需与其他政策配合使用。

一国利用汇率政策干预国际收支时，还应注意如下问题：

一是“弹性”问题。一国政府利用汇价政策，使一国货币贬值，其目的是为了扩大出口，减少进口，改善国际收支状况。但是一国货币贬值后，该国商品出口数量虽有所增加，但同时其外币价格却下降了，出口所得的外汇收入却不一定增加。出口外汇收入到底是增还是减，取决于国际市场上对该国商品的需求弹性，根据马歇尔——勒纳条件，如果弹性值大于1，则本币贬值会导致外汇收入的增加，否则出口收入不但不会增加，反而会减少。

二是“时滞”问题。一般情况下，本币贬值后，本国出口商品价格下降，有利于扩大出口，但由于经济变量作用存在着滞后效应，因此国际市场需求和国内供给不可能立刻作出反应，出口量不会马上增加，甚至可能在一段时期内更加恶化，这样在贬值初期，出口收入可能会减少，这就是所谓的“J曲线效应”。因此，在贬值初期，一国的贸易收支状况不但很难得到改善，而且可能趋于恶化，只有经过一段时间才能趋于好转。

三是汇率变动与通货膨胀的关系。一国货币汇率下降能否起到减少贸易逆差的效果，很大程度上取决于该国物价水平的相对稳定程度。如果该国紧接着汇率下降就出现与汇率下降幅度大体一致的物价上涨，则汇率变动基本上起不到什么作用，只有在汇率的下降幅度超过国内外物价上涨幅度的情况下，才使国际收支逆差规模的缩小成为可能。

四、贸易与外汇管制政策

贸易与外汇管制是政府通过发布行政命令，对国际经济交易进行行政干预，以求国际收支平衡的政策措施。

对贸易的管制指一国政府对进出口商品的数量、价格、来源地、销售对象等进行直接的行政管理，使其符合本国的利益要求，它主要有两种形式：许可证制和配额制。

许可证制度下，国家对需要控制的商品列名公布，凡是列入品名表的进出口商品，在进口或出口之前必须向主管机关申请，请主管部门审批后，发给进出口许可证，然后凭证办理报关手续。通过实施许可证制度，政府不仅可以对本国的贸易收支总规模实行有效控制，还可以随时根据需要调整对外贸易结构，使之有利于国际收支均衡的实现。

配额制是对某些商品的进出口在金额或数量上所采取的限制，分进口配额和出口配额两种。国家在一定时期内，根据某些商品的供求情况，对进出口总量规定最高限额，限额以内的货物可以进口或出口，超过限额的则不准进口或出口。配额制可有效地防止过度出口对本国经济带来的冲击和过度进口对本国外汇收入带来的损失。

对外汇的管制指一国政府或中央银行对外汇交易和国际结算采取限制性措施，以维持国际收支的均衡，外汇管制可以从四个方面对国际收支进行调

整：

1. 对外汇收入的管制。其主要内容指规定出口商必须把全部或一部分出口贸易所得的外汇收入，按官定汇率结售给指定银行，以保证国家集中外汇收入，统一使用。

2. 对外汇支出的管制。其内容指对进口用汇和应付外债本息及个别用汇等的对外支付实行审批制度，只有经政府指定的有关机构批准后，才可以进行上述对外支付。这种制度可以有效地减少外汇支出，防止资本外逃，减缓国际收支逆差。

3. 对资本输出入的管制。其内容指对本国资本的流出、外国短期性资本的流入及外国投资利润的汇出等实施的管制。对资本输出入的管制可以有效地防止因投机行为或心理预期等造成的资本大量不合理流动给一国国际收支带来的冲击，从而有利于维持一国国际收支的均衡。

进入 80 年代后，由于国际金融市场放松管制，对资本流动赋税保证办法有所改变，融资工具不断创新，国际资本市场一体化与竞争性增强，发达国家以及发展中国家对资本流动的管制主要趋势是放松。

4. 对汇率的管制。指一国中央银行普遍推行复汇率制，并有意识地利用复汇率，达到“奖出限入”、增加外汇收入、减少外汇支出的目的。例如，“二战”后初期，法国、联邦德国等国家都间接实行过所谓的“多重汇率制”，即规定某些出口商品和非贸易项目的一部分外汇收入可不按官定汇率在官方市场出售，而在自由市场出售；某些进口商品和非贸易业务的一部分或全部外汇支出，不按官方汇率到指定银行购买，而允许其按自由汇率在自由市场购买，以达到“奖出限入”的目的。

与财政金融政策和汇率政策相比，直接管制对国际收支调整所取得的效果速度要快得多与国际信贷政策相比，直接管制对一国当局而言，更有主动性。所以在应付国际收支不均衡时，它不失为一种强有力的手段。并且直接管制具有较强的选择性，可针对某种特殊的局部不平衡采取对应的措施，又不致于影响国际收支的其他方面。但是正如其他行政措施一样，直接管制会带来这样或那样的弊端，并容易受到来自国内外的抵制。

一国在发生国际收支差额时，通常根据不同的情况，有选择。有侧重地使用某些政策，使其有机地结合，更好地发挥作用。

§ 8.3 国际资本流动条件下国际收支调节的难点

随着生产和资本国际化的发展，各国金融市场的对外联系不断增强，使得国际信贷联系趋于多边化和经常化，从而出现了专门从事国际业务的国际金融市场。由于资本主义生产的相对停滞，出现了大量过剩资本，这部分资本脱离了本国的生产和流通过程而在国际间寻找最有利的存贷场所，从而大大促进了国际金融市场的发展。

国际金融市场的发展和国际资本流动的增加，又使其试图摆脱任何一国的管辖和影响，其办法往往是把某一特定货币的存放业务，移到该货币发行国的境外进行，形成了国际离岸金融市场。离岸市场的资金来自世界各地，数额极其庞大，各种主要可兑换货币应有尽有；另一方面其交易活动不受任何国家法令规章管辖，其交易灵活、迅捷、方便。特别是从 60 年代末开始崛起的欧洲货币市场，其规模已空前巨大，上万亿美元资金在国际间游动，对

世界经济和国际金融市场产生了极大的影响。

一国的国际收支状况全面地反映了一国一定时期内对外的全部经济交易活动，因此就其本身性质来看，比较国内其他经济部门，更易受到国际资本流动的冲击与影响。具体地说，国际资本流动对国际收支的作用表现在两个方面：一方面是国际资本流动可能对国际收支均衡状况产生直接影响；另一方面是指国际资本流动的加剧，可能对一国国际收支的调节政策的选择及其作用产生影响，从而间接地对一国国际收支产生影响。

一、国际资本流动条件下的国际收支调节

国际金融市场的不断发展，打破了国与国之间国际金融市场的隔绝状态，便利了国际资本的流动。同时，由于国际金融市场的一体化，国际资本流动的快速迅捷，又促使各国间的汇率水平等趋于一致，使各国国际金融市场更加相互依赖。正是由于国际市场的一体化与国际资本流动的增加，使一国利用国际金融市场借款弥补国际收支逆差成为可能。

据国际货币基金组织统计，1974 - 1981 年，世界各国的经常项目逆差总额高达 8100 亿美元，而各国通过国际金融市场筹集的资金总额即达 7530 亿美元，这在很大程度上缓和了世界性的国际收支问题。1973 年石油提价后，一些产油国获得了巨大的石油美元收入，而西方一些工业国家则由于油价的上涨出现了国际收支赤字。产油国的中央银行为获得高额利息收入并保持储备货币的安全性，将相当部分美元收入存入欧洲货币市场。据统计，在此期间，欧洲货币市场所吸收石油出口国的存款高达 1330 亿美元，西方国家也主要利用这一市场弥补了国际收支逆差，因此欧洲货币市场在此时期发挥了重要的媒介作用。通过欧洲货币市场，国际储备有余的国家和国际储备短缺的国家互通有无，进行调剂，国际收支困难得以缓和。近年来，非产油发展中国家也纷纷利用欧洲货币市场举债，以弥补国际收支赤字；同时它们还增加了用于进口和国际发展计划的借款。

国际资本流动与国际金融市场的发展对一国缓和国际收支困难状况，起了一定的积极作用。但是另一方面，它也给各国国际收支调节带来不少新的挑战。下面分别分析国际资本流动对一国国际收支调节四大政策作用的影响：

（一）国际资本流动对财政金融政策的影响

国际金融市场加速了各同间的资本流动，使各国的财政金融政策，特别是金融政策的实施难以贯彻。

例如，当一国国际收支不平衡是由国内严重的通货膨胀引起时，该国政府一般实行紧缩性的财政货币政策，以紧缩银根，控制物价水平，维持实际汇价稳定。仍由于国际金融市场的存在、国际资本流动的便利，使得国内银行和工商企业可以很容易地从利率低的国际市场借入资金，从而削弱或抵消了本国政府紧缩政策的效力。又如，当一国政府为刺激经济而放松银根时，大量资金为追求高利率而流向国际金融市场，各国金融当局为防止国际收支状况恶化，不得不提高国内利率，以防止资金外流，这样一来，放松银根的政策就难以贯彻。

综上所述，由于国际资本流动的存在和加剧，使得一国中央银行调控货币总供求，进而平衡国际收支的任务更加复杂化，因此，对于近年来西方国家普遍追求的内外同时均衡的理想目标更难于实现。60 年代末，美国政府曾用提高利率的方法来抑制通货膨胀，但由于当时欧洲货币市场已初具规模，

美国银行可以很方便地从低利率的欧洲货币市场借入大量欧洲美元，贷款给工商企业，使得政府当局的宏观金融政策效果被大大抵消。所以随着国际资本流动的日益频繁，一国货币财政政策要真正发挥作用，往往需要国际条件适当配合，即国际间的合作与协调。任何一国的财政金融政策都小再仅仅是自己国家的事情，任何一国的国际收支调节也不再是孤立的。经济的国际化、一体化空前发展的背景，需要各国在制定本国政策调节方案的同时，进一步考虑国际形势和国际影响因素。

（二）国际资本流动对国际信贷政策的影响

国际资本流动的存在和发展，使利用国际信贷政策来调节国际收支成为可能，并且由于其具有方便、灵活、数额巨大等优点，正日益成为调节国际收支的一种重要手段。

但由于近年来国际金融市场，特别是欧洲货币市场规模空前扩大，国际资本流动过度频繁，也给世界经济带来严重的危害。

70年代至80年代期间，国际金融市场迅速发展，欧洲货币市场存在大量多余资金，一些国际收支逆差国家纷纷利用这个途径，拆入资金以缓和国际收支逆差状况。但其中一些国家特别是一些拉美国家，由于融资借款相当便利，因此不顾国力，盲目地大肆举债；而国际金融市场的贷款人，又以追逐高额利润为目标，很少认真考察借款人的资信和偿还能力，结果最后拉美国家到期无力偿还债务，国际金融市场无法收回资金，爆发了全球性的债务危机。

欧洲货币市场的借贷业务有一个突出现象，就是存短放长。欧洲货币存款绝大部分是1年以下短期资金，有时比例高达95%。但从70年代以来，借用资金却趋于长期，特别是跨国公司和其他国际客户对中长期资金的需求增长很快，因而欧洲货币放款多半是中长期。市场贷款趋向长期，而存款一般都是短期，因此金融市场一有风吹草动，便会引起资金周转不灵，并且，这些资金通过银行的多次转存，形成锁链式的借款关系，一旦客户纷纷提取存款，许多银行资金周转不灵时，就可能导致金融灾难。

（二）国际资本流动对汇率政策的影响

汇率政策是政府当局调节国际收支差额的重要手段，将它与其他政策配合使用，往往能取得良好的效果。

早在30年代，英美等国中央银行便开始建立外汇平准基金，在外汇市场上买卖外汇，调节汇率，以平衡国际收支。但是早期的外汇政策，其着眼点往往是调节汇率，以改变贸易条件，改善进出口规模与结构，以调节国际收支状况，即通过汇率对经常性项目的影响来达到调节国际收支的目的。因此各国间往往争相实行本币贬值，以提高出口竞争力，减少进口，达到外汇倾销的目的。因此，我们可以认为早期的汇率政策对国际收支的调节作用是相对间接的，是通过商品进出口的贸易条件的变化产生影响的。

随着国际金融市场的发展，国际资本流动的频繁，汇率政策的调节作用与影响力，越来越从经常性项目转向全部交易项目，从间接调节转向直接吸引或排斥资本流动，因此其作用和地位大大增强。

一般来说，汇率变动对长期资本流动的影响比较小。作长期资本移动时，不仅是考虑目前的汇率状况，更多的是考虑未来的投资收益率、风险及未来的汇率状况，而未来汇率状况与目前的汇率波动没有什么必然的联系。

但是，对短期资本来说，汇率变动对其流动有较大的影响。本币汇率下

降，会使以本国货币计值的金融资产价值相对下降，促使国内资产流向国外。同时，贬值容易形成或加重人们的通货膨胀预期，当人们断定该国货币会进一步贬值时，会将更多的资金转移出境。在浮动汇率制下，汇率是由外汇市场的供求关系决定的，政府的汇率政策则是通过干预外汇市场，买卖外汇的行动来实现的。但是，政府干预外汇市场的行动是否奏效，一方面取决于政府干涉的力度，另一方面取决于国际条件的配合情况，其中前一个条件一般是各国政府能够把握的，而后一个条件则不取决于一国政府自身。特别是近年来，国际金融市场的发展，国际资本流动的加剧，更使一国汇率政策的效果难以预测。

60年代以来，国际金融市场空前繁荣，而且国际金融市场的大部分短期资金几乎全部用于外汇交易，外汇投机活动大大增加，套汇和套利活动相结合，达到十分庞大的规模。大量资金通过这类活动在12种货币间频繁移动，往往使汇价发生剧烈波动，一国汇率政策难以奏效。

1992年9月，始于欧洲的金融风暴是欧洲货币市场兴风作浪的结果。80年代以来，西方经济衰退，欧共体一些国家，尤其是英国、意大利、法国、西班牙等国经济增长缓慢，甚至出现负增长，而通货膨胀维持在一个较低水平。欧共体的一个主要国家——德国由于东西部的统一带来了较为严重的通货膨胀问题。因此德国中央银行为控制通货膨胀，不断提高利息，使本来就挺硬的马克继续保持强势，从而对其他弱势货币构成压力，随着通讯手段的不断完善和世界经济的日益融合，国际间资本流动更加方便，外汇市场投机活动更加活跃，欧洲货币体系中的弱势货币迅速成为投机者觊觎的对象。

1992年9月的金融风暴终于爆发了，投机分子纷纷抢购马克，抛售里拉、英镑，虽然两国中央银行及欧共体其他国家中央银行在外汇市场上大量抛售马克，但杯水车薪，无法挽回英镑与里拉的颓势，结果两种货币不得不宣布退出欧洲浮动汇率机制，实行自由浮动。

欧洲货币市场似乎静了一段时间，1993年7月29日，当德国联邦银行宣布为继续抑制通货膨胀，不降低贴现率后，市场抛售法郎和其他西欧货币的浪潮再起。在这次法郎危机中，投机力量又一次起了中坚作用，欧洲货币市场上大量欧美财团纷纷参与阻拦法郎的战役，一些持有法郎的中央银行也通过欧洲货币市场落井下石，加入抛售行列。虽然西欧各国中央银行又一次协调行动，干预外汇市场，但是面对数万亿马克规模的金融市场，中央银行的干预显得苍白无力，仅在7月27日到7月29日3天时间内，法兰西银行就支出300亿法郎的外汇储备，德国也曾供给欧洲货币体系内其他国家的中央银行600亿马克用于干预，但结果是，法兰西银行元气大伤，储备骤然降至29亿法郎，此外，法国法郎、比利时法郎6种货币扩宽浮动限制，货币机制变相中止。

（四）国际资本流动对贸易与外汇管制政策的影响

一国的贸易与外汇管制政策，是一国政府当局通过直接的行政性手段，对一国的贸易、外汇收支、汇率与资本流出入进行限制，以扭转一国的国际收支不平衡状况，实现外部经济的平衡。

贸易管制主要涉及许可证与配额制，国际资本流动对该部分影响不太大。外汇管制包括对外汇收支、汇率与资本输出入的管制，由于国际间资本流动日益频繁，对该部分政策调节的影响力越来越大。例如，当一国货币当局宣布限制资本输出入的法令时，由于资本流动的证券化与国际化倾向，一

些金融资本依然可以相当便利地绕过政府当局的法令，在金融市场上，扰乱一国的政策意图，并有可能使该国金融市场濒于崩溃。同样，当一国执行管制政策，实行货币汇率法定贬值或升值后，非但起不到调节进出口贸易量的作用，反而使投机分子有机可乘，大量套汇套利，危害一国正常的经济运行。

总之，当一国国际收支因某种原因出现严重的危机时，实行全面或局部的贸易与外汇管制政策，无疑是维持外部平衡最有效、最直接的方式。但是由于国际资本流动的影响，往往使该国最后的干预政策无法奏效。

1994年岁末的墨西哥金融危机为我们提供了一个很好的反面素材。“冰冻三尺，非一日之寒”，墨西哥金融危机的爆发有其深刻的社会、政治、经济原因，尤其是墨西哥政府近年来宏观政策的失误更是对此负有不可推卸的责任。但是国际金融市场大量投机资本乘机兴风作浪，扰乱市场，可谓起了不小的推波助澜作用。

90年代以来，墨西哥实行全面的对外贸易开放政策，但由于对进口缺乏必要的引导和有利的干预，致使进口增长过快，大大超过了出口的增长速度，贸易逆差逐年上升，1994年达280亿美元，相当于其国内生产总值的8-10%。近四年来，累计逆差达600亿美元，成为国家国际收支的沉重负担，并只能用外资流入弥补。但是墨西哥政府近年来对外资引导不当，结果导致投资风险大增。1992年以前，外资的投资结构还是比较合理的，主要投资方向是生产部门。但从1993年起，情况发生了逆转，投入证券和货币市场的投机性投资已占当年外资流入的一半以上，制造业投资仅占33%，这种国际投资投机性强，一旦金融市场风吹草动，就会乘机兴风作浪。

此外由于墨西哥政府对比索汇率一直采取半管制做法，官方市场与黑市汇率严重脱节。一般估计，比索汇率约比市场汇率高估30%左右，导致严重的外贸逆差扩大和资金外流等负面影响。然而，墨西哥政府出于政治考虑，久拖不调，使问题越积越大。1994年12月新政府上台后，以汇率开刀，决定将比索贬值15%，但由于没有做好充分的舆论与物质准备，仓促宣布，结果在汇率管制条件下，汇率贬值丝毫无助于出口增加，进口减少，反而使人们在短期内对比索信心动摇，大量抛售，比索汇率急剧下跌，货币市场几乎崩溃。虽然墨西哥政府采取了一些应付措施，但对于投资于证券与货币市场的投机资本束手无策，大量投机资本乘机纷纷逃出墨西哥，流往国外，使墨西哥的国际收支状况雪上加霜，也使墨西哥政府的汇率管制政策以失败告终。

二、国际资本流动条件下的外债规模问题

70年代以来，随着欧洲货币市场发展，国际金融中心的兴起，国际资本流动的加剧，一个全球性的融资机制初步形成，为调节世界资金供求创造了良好条件。一方面，国际资金迅速增长，据统计，欧洲货币市场资金至80年代已达18000亿美元，国际资金市场资金充裕，需要谋求出路；另一方面，发展中国家为了发展民族经济，急需大量资金引进新设备、新工艺，而国内储备有限，所以对国际信贷需求很高，故发展中国家从国际市场筹措的资金也在逐年增加。由于国际资本流动的频繁以及国际金融市场举债的灵活与便利，发展中国家举借的国际债务迅速增长，直至爆发了全球性的债务危机。

例如，1973年发生第一次石油危机后，几个非产油发展中国家，如巴西、阿根廷等国宁可举借外债而不愿减少进口。这些国家在五六十世纪，就开始利用外资，弥补国际收支逆差缺口。在短期内，许多进口产品被用来改善国

内生活条件与生活环境，本国民众尝到了甜头，因此这些国家政府认为减少进口有可能影响经济增长和人民生活水平，不愿放弃借债，并且，它们认为从外国私人银行借款是一种很好的选择。结果到 1981 年，这些国家的外债总额相当于他们出口额的 225%，偿债率高达 45%，随后出现的世界经济衰退，国际金融市场的利率高居不下，以及工业化国家在各自国内所采取的抑制通货膨胀措施都进一步将上述国家推向国际收支危机边缘。

我们可以得出如下教训：

1. 虽然国际资本流动的便利为国际信贷政策的迅捷实施提供了可能，但一国还是不能因此放松警惕，过份依靠外资，特别是外债的大量流入来弥补其贸易收支的持续大量逆差。借款国要根据本国的外债承受能力，适当控制外债规模，保持外债合理增长，要将偿债率与债务率分别控制在国际公认的 25% 与 100% 以下，同时，还要根据本国的实际情况进行综合预测分析，使外债增长始终保持在本国经济承受范围之内。

2. 不能因追求国民经济的增长而忽视国际收支平衡问题，必要的时候，应以牺牲经济增长为代价来维持国际收支均衡。在利用外资发展经济时，应优先考虑出口产业部门的发展，以增强本国的外债偿还能力。

3. 要对国际资本流入流出的投向结构严密监控，并及时作出防范措施，以免国际资本流动对本国的外债情况、国际收支状况及经济发展造成冲击。

三、国际资本流动条件下的国际储备资产

一国的国际收支经常处于不均衡状态，这种不均衡如果是顺差，将会使其外汇储备增加；如果是逆差，就要以外汇资金来弥补，这些外汇资金，一是来自本国的黄金外汇储备，二是来自向国外的借款，一国能向国外借款规模的大小与借款条件的优劣又取决于本国黄金外汇储备能力。因此，国际储备是国际收支的核心问题之一，关系到一国调节国际收支和稳定货币汇率的能力。

在金本位制下，黄金是最重要的国际储备资产。“二战”后的布雷顿森林体系下，美元处于等同于黄金的地位——美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩，因此美元同黄金一起共同作为国际储备资产。从 50 年代末开始，西欧国家和日本的经济实力迅速崛起，国际收支由“二战”后初期的连年逆差变为连年顺差。相对地，美国的经济实力却在下降，国际收支也由顺差成为逆差。与此同时，德国马克和日元等货币日益坚挺，成为国际重要的储备货币，从此，国际储备开始了多元化的发展历程。

当今国际金融市场，固定汇率制被浮动汇率制所取代，汇率动荡不定，国际资本流动频繁，这一切又加剧了国际储备资产分散化与多元化的发展趋势。因为各国中央银行为避免和减少风险与损失，尽可能获得较高收益，便将其储备投资于不同形式的金融资产。一般来说，一国中央银行倾向于以硬通货来作为一国的货币储备，虽然从长期来看，一国货币的强弱决定于一国的经济实力，但在短期内，它要受到一国国际收支、通货膨胀及国际资金流动等因素的影响。由于国际资本流动的加剧，使软、硬通货经常发生变化，结果，一国货币坚挺时，各国储备倾向于该货币，在没有一种稳定的国际通货的情形下，国际资本无止境地从一种货币涌向另一种货币寻找可靠的归宿，结果，国际储备体系分散化、多元化趋势更加明显，国际储备体系更加脆弱不稳。

从另一方面看，也正是国际储备资产的分散化与多元化，成为促成大量

资本在国际间流动的重要因素之一。各国货币当局为减缓储备风险，将其外汇储备从一种货币转化为另一种货币，促使大量资本在国际间流动。同时，还诱使私人银行和私人投资者以及外汇投机者追随货币当局购买或卖出某种货币，从而加剧了汇率的波动，引起金融市场的混乱。

总之，储备资产运用得好，调配得当，可以提高储备资产的效益，尤其在当前国际金融市场动荡不宁的情况下，储备管理问题就显得特别重要。

一般来说，一国储备资产的管理应包括两个方面：国际储备水平的管理与国际储备结构的管理。

国际储备水平的管理，指对国际储备水平的数量管理，以求得合适的规模。国际储备不宜过低，因为将直接影响一国货币的币信和清偿能力；国际储备也不宜过多，因为涉及到资源搁置的机会成本和国内货币供求平衡。根据 IMF 的标准，适度的国际储备应等于一国 3 个月的进口额。但在涉及一国具体的国际储备水平时，还应考虑一国外贸规模大小、外汇管制程度、货币地位、外债规模，借用国外资金的能力和 political 需求等因素。

国际储备结构的管理，指一国最佳地分布国际资产，从而使黄金储备、外汇储备和特别提款权之间保持适当的比例关系。国际储备结构管理应遵循流动性与收益性相结合的原则。对国际资本流动为国际储备的分散提供了便利与可能，各国中央银行为分散外汇风险，要使该国国际储备中各种货币都占一定比重；同时，在一种货币储备中，要使现金与票据各占一定比重。此外，黄金依然是国际储备资产的一个组成部分，虽然它的比重有日益下降的趋势，但它是相对稳定的部分和最后的清偿手段，仍然要保持适当的份额。

总之，保持适度的国际储备，优化国际储备结构，是稳定国际金融秩序的重要条件，国际资本流动的贡献不容忽视。

§ 8.4 国际收支调节的理论模型

国际收支调节理论是研究国际性收支不平衡的原因及其调节机制的理论。早在重商主义时期，人们就开始研究贸易收支问题，后来休漠提出金本位制下国际收支自动调节理论——物价铸币流动机制。当代西方经济学家认为，汇率可以调节国际收支，提出著名的弹性分析法，五六十年代，凯恩斯主义风行一时，国际收支吸收分析法应运而生，到了 60、70 年代，货币主义盛行，经济学家更关心国际资本的流动对国际收支的影响，由此提出货币分析法，其后又出现资产分析法、一般均衡分析法等理论，下面就分别评述主要理论的观点及其发展。

一、国际收支自动调节模型

1752 年，英国经济学家大卫·休漠提出“物价——铸币流动机制理论”，这是最早的较为系统的国际收支调节理论。

其核心内容是，在金本位制下，国际收支能自动调节达到均衡状况，国际收支自动调节机制建立在三个前提假设之上：

1. 各国以黄金表示其货币价值，各国货币间的兑换比例依铸币平价而定。

2. 黄金可以自由地输出入，各国货币当局不能对其有限制。

3. 各国发行的银行券或纸币要受该国黄金储备数量的限制。

这三条被称之为“竞赛规则”，只有各国中央银行严格遵循它，才有可

能保证国际收支自动调节机制的正常运作。

具体地说，如果一国国际收支出现逆差会引起黄金外流，黄金外流引起外汇储备减少，从而引起货币供给的减少和物价下跌。物价下跌，使本国商品竞争力提高，从而增加出口，减少了进口，国际收支恢复平衡；反之亦然。概括起来可表示如下：

国际收支失衡 黄金流出入 外汇储备变动 货币供给变动 物价变动
商品竞争力变动 进出口相应增减 国际收支均衡。

该理论认为国际收支自动调节机制是自动的，并认为货币变动必然会引起物价的变动，实际隐含了旧的货币数量论成立的前提。同样，该理论承认商品价格的变动一定会导致其进出口收入的变化，实际也隐含了商品具有很高价格弹性的前提。

从上述分析可以看出，三个假设及两个隐含前提是保证休谟“物价——铸币流动机制”发挥作用的保证，但其在实际情况中却往往很难实现。例如，各国政府为冲销外部经济对国内经济的影响，不可能完全依照外汇储备的增减而调节货币供应量，尤其当一国发生国际收支逆差时，各国政府也不甘听任黄金流失，而是采取种种限制措施，以保证一国一定的黄金储备。

二、弹性分析模型

一战后，金本位制地位削弱，并于大危机后彻底崩溃。西方各国开始实行信用货币制度，流通中的货币与黄金脱钩，黄金也不再自由输出入，国际收支自动调节理论也不能奏效。这时，西方国内经济萧条，倾向于竞相贬值，增加出口，摆脱危机。汇率的剧烈波动会给国际收支带来什么样的影响，引起了经济学家们的注意，于是弹性分析法应运而生。它是英国经济学家琼·罗宾逊于1937年提出的。后经美国经济学家勒纳等的发展而形成。这个理论紧紧围绕进出口商品的供求弹性来论述国际收支问题，因此被称之为弹性分析法。

弹性分析法存在四个前提假设：

1. 其他一切条件不变，只考虑汇率变化对出口商品的影响。
2. 贸易商品的供给几乎完全有弹性。
3. 充分就业和收入不变，因而进出口商品的需求就是这些商品和其替代品的价格水平的函数。
4. 没有资本流动，国际收支差额等于贸易收支差额。

在此前提下，它探讨汇率变动对国际收支的影响。它把调整汇率作为调整国际收支的手段，考察汇率对国际收支的影响，就是考察汇率对进出口总值的影响，其中进出口值分别等于进出口商品数量乘以进出口价格。汇率变动能否改善国际收支，取决于进出口商品的供求弹性。

所谓进出口商品的供求弹性，是进出口商品数量对进出口价格的变化反应程度，弹性大，说明进出口商品价格能较大程度地影响进出口商品的供求数量；反之，则说明进出口价格对进出口商品供求数量影响小。这里要考虑四个弹性：出口商品的需求弹性，出口商品的供给弹性，进口商品的供给弹性，进口商品的需求弹性。假定供给具有完全的弹性，那么贬值的效果取决于需求弹性，以 η_m 表示贬值国的进口需求弹性，以 η_x 表示出口需求弹性，当 $\eta_x + \eta_m > 1$ 即进口需求弹性与出口需求弹性之和大于1时，货币贬值有利于改善贸易收支，这就是所谓的“马歇尔——勒纳条件”，它也是货币贬值

国实现贸易收支改善的目标必须具备的条件；如果 $\epsilon_x + \epsilon_m > 1$ ，则货币贬值无助于改善国际收支状况。具体地说，调节过程是这样的，一国货币贬值后，出口商品的价格以外币表示相应降低，于是出口增加，如果出口数量的增加抵消出口下降而有余，则出口总值增加，其增加程度取决于国外需求弹性，国外需求弹性越高，出口总值增加得越大。从商品进口来看，贬值后国内价格上涨，进口数量减少，以外币表示的进出口总额随之下降。发展中国家出口商品多为低弹性的初级商品，所以改变进出口商品结构，是改善国际收支状况的根本途径。

弹性理论研究的另一个问题是货币贬值对贸易条件的影响。所谓贸易条件就是交换比价，即一国出口商品物价指数与进口商品物价指数之比。如果相对进口商品价格来说，一国出口商品价格水平的下降，就意味着贸易条件恶化；反之，则意味着贸易条件改善。以 J_x 表示出口商品的供给弹性， J_m 表示进口商品的供给弹性，汇率对贸易条件的影响可分为三种情况：

(1) $J_x J_m < \epsilon_x + \epsilon_m$ ，即出口供给弹性和进口供给弹性之积，小于出口需求弹性与进口需求弹性之积时，货币贬值可以改善贸易条件。

(2) $J_x J_m > \epsilon_x + \epsilon_m$ ，即进出口供给弹性大于进出口需求弹性之积等于进出口需求弹性之积时，货币贬值不会使贸易条件发生变化。

(3) $J_x J_m = \epsilon_x + \epsilon_m$ ，即进出口供给弹性之积等于进出口需求弹性之积时，货币贬值不会使贸易条件发生变化。

此外，弹性分析法还涉及汇率政策执行的时滞问题——即“J 曲线效应”，其内容论述如下：一国货币贬值后，最初会使该国国际收支状况进一步恶化，只有经过一段时间的时滞以后，才会使贸易差额改善。如果用横轴表示时间，用纵轴表示贸易差额变动 TB，那么 J 曲线效应如图 8—1 所示。

假定在某个时期 t_0 实行贬值，但是贬值并没有马上引起贸易值的增加，反而引起贸易值一段时间的下降至 t_1 ，然后才慢慢回复，贸易值逐渐上升，因为该函数曲线图像极象英文字母“J”，所以称为“J 曲线效应”。产生“J 曲线”效应的原因很多，主要是由货币贬值到贸易差额改善时存在种种时滞所致：

(1) 货币贬值后，本国出口商品的价格的信息还不能立即为国外需求方所了解，存在着认识时滞。

(2) 在国际贸易中，进出口双方都需要一定的时间来判断价格变化的重要性，然后才能做决定，即存在决策时滞。

(3) 即使国外需求方对贬值国出口商品的价格立即作出反映，出口国国内对出口商品的供给也不能立即增加，即生产的时滞。

(4) 交易双方在货币贬值前已设立了公司，虽然货币贬值了，还是要按以前的合同执行，即履行合同引起的时滞。

其他还有替代时滞、交货时滞等等。由于这些时滞的存在，其出口数量不会立即增加，但本币贬值后同一数额的本币换回的外汇收入却立即减少。因此在货币贬值初期，出口收入下降，进口数量也未见减少，时滞消失，国际收支状况改善，一般来说，上述时滞为 6 个月到 1 年，具体时间长短要视各国具体情况而定。

弹性分析理论的重要贡献在于，它的分析纠正了货币贬值一定有改善贸

易收支作用与效果的片面影响，而是正确指出了只有在一定的进出口供求弹性条件下，货币贬值才有改善贸易收支的作用与效果，但是它也存在着一些严重的缺陷：

(1)弹性分析法建立在局部均衡分析基础上，它以收入不变和非贸易商品价格固定为前提，只考虑汇率变动对进出口贸易的影响，其他一切条件不变。实际上，贬值会对整个经济产生连锁影响，并且由于国际资本移动在国际间的地位越来越重要，未考虑资本流动的效果，显然是一个重大的缺陷。

(2)弹性分析法是一种静态分析法，没有考虑时间因素，后来引入的“J曲线效应”，才较好地解决了这一困难。

(3)弹性理论以供给弹性无穷大为前提，即认为存在着大量闲置资源未被充分利用，因此它只适用于经济周期的危机和萧条阶段，而不适用于周期的复苏和高涨阶段。

(4)弹性分析在技术上有一些困难，主要在弹性参数的确定上。因为进出口商品种类繁多，各种商品弹性不一，并且各国商品格局不同，所以非常难以一些较为公认的标准来确定弹性的确定方法，从而使弹性分析法的有效性受到削弱。

三、吸收分析模型

吸收分析法产生于50年代初期，当时西欧国家正在恢复危机，国际收支危机严重，而凯恩斯理论已成为西方国家经济学的主流学派，吸收分析法实际是凯恩斯主义在国际收支上的具体应用，由詹姆斯·米德和西德尼·亚历山大以凯恩斯的国民收入方程式为基础而提出。

根据凯恩斯的分析：国民收入=（消费+投资），即收入等于支出。如果以开放经济为研究对象，把对外贸易包含其中，原方程式变为国民收入=（消费+投资-进口+出口），移项得（出口-进口）=国民收入-（消费+投资），即国际收支=（总收入-总支出）。该公式表明，吸收分析法把一国的国际收支抽象为对外贸易收支，并且把“总吸收”定义为总支出，因此当总收入等于总吸收时，国际收支平衡；当总吸收不等于总收入时，国际收支不平衡。总吸收大于总收入是国际收支逆差，总吸收小于总收入是顺差，调节国际收支逆差的方法是：减少总吸收，或扩大总收入，或二者兼用。

增加收入的政策称为支出转换政策，简称转换政策；减少支出的政策称为支出减少政策，简称吸收政策。一国国际收支最终是通过改变收入或吸收来调节的，所以货币贬值对国际收支的影响取决于汇率对收入和吸收的影响。

货币贬值会对收入产生三个效应：

1. 闲置资源效应。贬值后用外币表示的出口价格下跌及外贸乘数的作用，能诱发消费和投资，使国民收入增加。在现有经济繁荣时期，由于不存在闲置资源，所以起不到改善国际收支的效果。

2. 贸易条件效应。贬值后用外币表示的进口价格升高，贸易条件有可能恶化，实际国民收入降低；如果贸易条件改善，则国民收入增加，贸易条件恶化与否取决于供给弹性与需求弹性之对比。

3. 资源再分配效应。贬值使进口商品价格升高，引起资源向进口替代品转移；贬值使出口商品外币价格降低，使资源转移到出口部门，从而引起资源从非贸易部门转向贸易部门，产生资源的重新分配。如果非贸易部门劳动生产率较低，则这种资源再分配会使国民收入提高。

货币贬值还会对吸收产生三个效应：

1. 现金余额效应。由于货币贬值导致物价上涨，人们希望持有更多的流动性较强的现金，而不愿持有相对不灵活的证券资产。人们为取得现金而抛售证券资产的结果是使证券价格下跌。这意味着利率上升，从而抑制了消费和投资支出。

2. 收入再分配效应。贬值导致物价水平上涨，能促使收入的再分配，例如工资 利润，固定货币收入 其他货币收入，边际支出倾向高的收入 边际支出倾向低的收入，因此总支出将会减少，国际收支状况可能得到改善。

3. 货币幻觉效应。人们比较注意货币的名义收入，当货币贬值使物价上涨时，人们也不会按相应比例提高消费，这样就可能带来总支出的下降。

总之，吸收分析法认为，国际收支最终是通过改变收入或吸收来调节的，在低于充分就业的情形下，贬值可刺激国外对出口商品的需求，使闲置资源转移，从而扩大出口，改善国际收支；另一方面，出口增加会引起国民收入和国内吸收的增长，只要吸收的增加小于收入的增加，国际收支状况就可能改善。吸收分析还强调了出口的乘数作用。当一国达到充分就业时，没有闲置资源用来扩大生产，因而国民收入无法增加，则贬值只能通过压缩吸收或减少支出来改善贸易收支。吸收减少的结果，一方面使进口商品需求下降，从而减少进口；一方面使出口商品的国内需求下降，从而增加出口数量。

根据上面的分析，货币贬值只有在它能增加收入或减少吸收时，才是有效的。但是，西方学者进一步认为，单纯地采取增加收入或减少吸收都不能成功地改善国际收支，因此吸收分析法的创立者米德、蒙代尔提出了政策配合使用理论——内外均衡说与政策配合说。

内外均衡学说简而言之是米德的两种目标、两种工具的理论模式，即如果要达到内部均衡和外部均衡的目标，则必须同时使用转换政策和吸收政策两个工具。内部均衡指国内商品和劳务的需求足以保证非通货膨胀下的充分就业；外部均衡指经常项目收支平衡。在充分就业条件下成功地实行贬值，必须同时实行吸收政策和转换政策，即通过紧缩性的货币政策和财政政策来减少对贸易商品的过度需求，纠正国际收支逆差；对吸收政策造成的对非贸易商品需求的减少和供给过多，可以用转换政策来抵消。这样贸易商品和非贸易商品的供求都能达到平衡，从而实现内外部同时均衡。

政策配合论由蒙代尔提出。蒙代尔认为财政政策对一国国内经济更有效，货币政策对一国外部经济更有效，所以财政、货币政策的适当配合，可以同时达到内外均衡的目标。他所说的适当配合，是指用货币政策促进外部平衡，用财政政策促进内部平衡，为缩小不平衡而采取的政策配合如下：

| 经济情况 | 财政政策 | 货币政策 |
|-------|------|------|
| 衰退和逆差 | 膨胀性的 | 紧缩性的 |
| 衰退和顺差 | 膨胀性的 | 膨胀性的 |
| 膨胀和逆差 | 紧缩性的 | 紧缩性的 |
| 膨胀和顺差 | 紧缩性的 | 膨胀性的 |

这种配合就是同时实现内部和外部平衡的适当途径。

吸收分析法最重要的贡献在于它把国际收支同国内经济联系起来，为实施通过国内经济的调整来调节国际收支奠定了基础，具有重要的实践意义。吸收分析法较弹性分析法前进了一步，弹性分析法基本只是局部的均衡分析，因而并不完全可靠，因为它没有考虑汇率调整对收入和支出的各种效应。

吸收分析法不仅看到了贬值对进出口商品和非贸易商品相对价格的影响，而且也明确阐述了贬值对总吸收和总收入的影响。不仅如此，吸收分析法还从政策配合的角度对实现内外均衡所必须的一系列条件进行研究。因此建立在一般均衡基础上的吸收分析法更符合凯恩斯主义宏观经济分析的框架，并具有强烈的政策可行性。虽然政策配合论存在一些缺陷，但对实践还是具有较强的参考价值。

无可否认，吸收分析法也有缺憾。吸收分析法的创立者认为，贬值引起进出口价格等比例上涨，导致国内物价水平提高，总吸收下降，国际收支改善，这些假定显然不符合实际情况。其次，吸收分析法以国际收支的贸易帐户为研究对象，未考察资本流动对国际收支的影响，不够全面。尤其是资本流动近年来对国际收支的影响越来越大，资本数量急剧增加，资本帐户在国际收支中的地位越来越重要，忽视资本项目不能不说是吸收分析法的一个重要缺憾。此外，在吸收理论模型中，相对价格的变动对贸易收支的影响没有受到应有的重视。

四、货币分析模型

60年代末70年代初，资本主义陷入滞胀的局面，凯恩斯主义的理论和政策对此束手无策。因此，与此相对立的货币主义开始盛行。货币主义强调资本主义经济的动态稳定性，主张减少政府干预，认为实行稳定的货币政策能保证经济的正常运行，货币主义理论对国际收支理论产生了极大影响。

货币分析法产生于60年代末，发展成熟于70年代，其主要代表人物是美国经济学家蒙代尔和约翰逊，其基本观点是：国际收支是一种货币现象，认为货币既是引起国际收支失衡的原因，又是调节国际收支失衡的重要因素，这是其不同于传统的国际收支理论的最大不同点。

货币分析法存在三个基本假定：

1. 在充分就业均衡的状态下，一国货币需求是收入、价格和利率等变量的稳定函数，从长期来看，货币需求是稳定的。
2. 贸易商品的价格主要是外生的（至少对小国是如此），在长期时间内，一国价格水平接近世界市场水平。
3. 一国货币的供给量一般不会影响一国的实物产量。

在上述假定条件之下，货币分析法用以下模型来表示其理论：

$$M_d = f(Y, r)$$

$$M_s = D + R$$

其中 M_d 为货币需求，它是收入 Y 和利率 R 的稳定函数， M_s 为货币供给，它是国内银行体系创造部分 D 与来自国际收支的盈余部分 R 之和，假定在长期中货币需求等于货币供给，即

$$M_d = M_s = D + R$$

由此可看出最基本的方程式：

$R = M_d - D$ 此公式表达了货币分析法基本的内核，由此可以来解释一国产生国际收支不平衡的原因。他们认为，国际收支不平衡产生于货币存量的供给和需求之间的不协调，货币市场上的任何失衡都会充分反映在一国国际收支上。例如，如果一国扩大了国内信贷，则人们持有的货币存量就超过了预期水平，为恢复到原有货币水平，人们就会大量购买国外商品，由此带来国际收支赤字。

由此可见，货币主义者将国际收支看作一个安全阀，“这个阀既能在逆差形成时吸收过剩的货币供给，又能在顺差形成时注入一定的货币量”，因此国际收支失衡的关键原因在于货币供求的不平衡。

货币主义用公式 $R = M_d - D$ 分析了国际收入失衡的原因，也由此推出了国际收支调节的方法。货币主义认为一国国内发生货币需求大于货币供给时，如果不能由国内的来源满足，势必要从国外吸收资金，这种资金内流的形式无关重要，既可通过经常项目顺差来实现，也可通过资本项目顺差来实现，重要的是对货币存量的过量需求将产生国际收支顺差。当一国国内货币供给大于货币需求时，可以通过资金外流消化过多的货币存量方式，来使国际收支达到平衡。

从政府政策来看，货币分析法认为在固定汇率制下，储备货币国只要按照货币主义者提出的“单一规则”，将货币供给的增加稳定在国民收入的平均增长率的同一水平上，就能经常保持各国国际收支的稳定。在浮动汇率制下，汇率取决于两国各自的货币增长与真实国民收入增长的差距是否相等。如果相等，汇率不变；如果不相等，差距大的一国货币下浮，差距小的一国货币上浮，国际收支自动达到平衡，这样各国可以根据自己国内需要执行货币政策，而不必过多地考虑一国国际收支问题。

总之，货币分析法认为国际收支本质上是一种货币现象，任何国际收支的不平衡都反映了实际货币余额与预期货币余额的不一致。国际收支的调节实际是把实际货币余额调整到理想水平的过程，从上述阐述中可以看出，货币分析法实际是休漠的“物价——铸币流动机制”的现代翻版。在休漠的机制中，货币由贵金属构成，一国通过输出黄金，使国际收支达到自动平衡，货币分析法是新的国际收支自动平衡论，它克服了休漠理论的两个局限性：(1)休漠理论注重考察经常项目，忽视资本项目，货币分析法则不然，它把经常项目与资本项目综合在一起，称作“线上项目”，一并考察；(2)休漠理论产生于金本位制，考察对象仅为黄金铸币，因而在金本位制崩溃后，丧失其存在的理论基础。货币分析先以信用货币为考察对象，将货币的来源分为两个部分，一是国内来源即国内信贷，一是国外来源即外汇收入。

我们还可以看到，货币分析法是吸收分析法的延伸，即从经常项目扩展到全部国际收支项目。货币分析法采用存量分析的方法，注重国际收支的整体均衡，试图从根本上探求国际收支失衡的原因，货币分析法在政策主张上强调，国际收支可以通过货币供求变动自行达到均衡，政府只要为市场的正常运转创造有利环境即可，不必对国际收支进行干预，这体现了货币主义放任自流政策的特点。

但是货币分析法也存在着一些缺陷。货币分析法认为货币需求函数从长期来看，是相当稳定的，它反映了收入与利率的关系。它研究的是长期货币供求平衡在国际收支上的平衡效果，是一种长期结论，但从短期来看，货币需求并不是稳定的，它忽视了短期国际收支不平衡的研究。

此外，货币分析法突出了货币政策在国际收支中的调节作用，而忽视了货币政策的实施对国内需求的影响，这是十分片面的。并且它把货币因素看成是决定性的，而把收入水平、支出政策、贸易条件等实物因素看作是次要的，颠倒国际经济因素关系，在实际情况中，是商品流通引起货币流通，而不是货币流通决定商品流通。

不过目前货币分析法广泛地为各国所接受，也成为国际货币基金组织调

节国际收支方案的理论依据。比如，当一国处于国际收支严重困难时，国际货币基金往往要求该会员国大规模削减财政赤字，严格控制信贷和进行货币贬值等措施，以改善国际收支。基金组织的这些要求，就是以货币分析公式为基础，认为货币供求是决定国际收支的首要因素，因而强调实行以控制国内信贷为主的政策。

五、一般均衡分析模型

一般均衡分析法，是将几种主要的国际收支理论模型综合起来，以便从整体上全面说服一国内外均衡的理论。

国际收支均衡分析方法的产生和发展与国际收支弹性分析法、国际收支吸收分析法和国际收支货币分析法等几种主要的国际收支理论的各自缺陷密切相关。

国际收支弹性分析法始于 30 年代和 40 年代，其优点在于它能成功地说明货币贬值能否改善贸易差额，必须视进出口商品的供求弹性而定。它的局限性在于仅仅对贸易收支作研究，侧重分析贬值对国际收支的影响，是一种局部均衡的分析。国际收支吸收分析法弥补了弹性分析法的不足，它运用凯恩斯理论提出通过改变吸收或收入来改善国际收支，是符合当时需要的，但是它的重要缺陷在于未考虑资本流动对国际收支的影响。货币分析法盛行于 70 年代，它强调货币供求是否相等是国际收支均衡与否的根本因素，因此主张通过调节货币供求来调节国际收支，它的缺陷在于无法解释短期内国际收支的影响，并过份强调货币因素对国际收支的影响。

由于各种理论各有利弊，就需要一个更为包容更为广泛的分析方法和理论体系将此综合起来考察，国际收支一般均衡分析法就在此方面作了有益的尝示。

国际收支一般均衡分析的核心是建立 IS-LM-BP 模型，它认为，国际收支与其他所有宏观变量是密切相关、相互依存的，其图形具体如图 8—2 所示。

其中横轴代表实际国民收入，纵轴代表实际利率，IS 曲线代表商品市场均衡点的轨迹，呈右下方倾斜；LM 曲线代表货币市场的均衡，呈右上方倾斜；BP 曲线代表国际收支均衡点的轨迹，呈右上方倾斜，理由是，收入的增加会导致经常项目恶化，但却能被国内利率上升所抵消，利率上升吸引资本流入，从而保持国际收支均衡。

为了同时实现内部均衡与外部均衡，金融当局有必要使用政策配合方法，使 IS - LM 曲线通过一般均衡点。实现国内外相互联系的市场全面均衡，需要采取两个步骤：一是政府当局把货币供给确定在一个适当水平，使 LM 曲线通过一般均衡点 F；二是把政府支出确定在一个适当水平，使 IS 曲线也通过一般均衡点 F。例如在点 A，国际收支达到均衡，政府可以提高利率，在高利率下吸引资本流入，国际收支出现盈余，同时，政府可以增加国民收入，以便在高利率情形下恢复外部平衡。

如果不考虑资本流动，则 BP 线呈垂直状态，因为在此情况下利率对国际收支不存在影响，这样即使政策配合也不可能同时达到内外部均衡，因为此时内部平衡线与外部平衡线是两条平行直线。这时就需要采取吸收政策，如财政、货币政策和转换政策，如汇率调节、直接管制等政策的配合，来促使外部平衡线的移动。

总之，国际收支一般均衡分析法试图将各种理论结合起来，以全面反映国际收支问题，它强调各种理论间的相互联系，注意到商品市场、货币市场和外汇市场，内部均衡与外部均衡间的相互关系，对于研究一国的政策配合具有重要意义。具体地说，一国可能遇到以下几种情形，因此可以采取针对性政策。

1. 内部平衡和外部平衡。这是一种非常理想的状态。

2. 内部平衡和外部不平衡。这可以通过汇率或利率的调整，使对外贸易收支差额与资本项目差额之和等于零，从而达到消除外部不平衡的目标。

3. 内部不平衡和外部平衡。这主要可以通过财政政策和货币政策，使储蓄与投资相等，从而消除内部不平衡。

4. 内部不平衡和外部不平衡。解决方法主要有扩大财政支出以刺激经济，同时实行货币贬值以扩大出口，从而消除衰退和逆差并存的局面；用降低利率以刺激投资和减少资本流入的方法，来对付衰退和逆差并存的局面；用提高利率抑制总需求和吸引资本流入的方法来消除膨胀和逆差并存的局面；用压缩财政支出以抑制总需求，同时使货币升值以增加进口的方法来对付顺差和膨胀并存的局面。总之，各国在开放经济中应采取实行国内需求管理和对外政策的协调，以维持内部平衡和外部平衡，并以此作为经济稳定的基础。

但是一般均衡法也存在一些缺陷，它过于理想化的结果，反而使实际中难以实现。比如它假设的内外均衡具有暂时性，现实中无法达到；精致的模型难以分析实际中复杂的因素；各国政策的制定不仅取决于经济因素，还取决于政治因素，所以诸如大幅度削减开支，提高利率等都往往难以做到。其次，一般均衡分析法将国际资本流动仅仅归于利差原因是远远不够的，国际资本流动除了利率原因外，还有可能是套汇目的、安全因素等原因，尤其当今国际游资数量巨大，规模空前，流动频繁，更使资本流动问题复杂化。总之，在错综复杂的开放经济条件下，要保持内外均衡同时实现几乎是不可能的。

§ 9 实践的考察

§ 9.1 国际资本流动与世界国际收支状况

一、国际资本与世界国际收支状况

我们知道，一国国际收支处于均衡状态是一种理想的状态，但往往难以实现。事实上，一国的国际收支经常处于不均衡状态，或是顺差，或是逆差。由于一国国际收支是一国对外经济交易的全面记录，因此一国国际收支均衡，必然波及其他国家的国际收支状况。虽然从全球整体来看，顺、逆差抵消，国际收支总差额为零，但具体每个国家则或是顺差或是逆差。这一节研究全球国际收支状况，主要是想说明在哪些阶段哪些国家是顺差，哪些国家是逆差，并由此分析国际资本流动对形成顺差产生何种影响，以及其对消除顺、逆差又将产生何种影响。

如前所述，世界的国际收支状况长期处于一种不均衡状态。在这里，我们根据不均衡的起因与性质，将全球性国际收支分为三个阶段：第一个阶段是 70 年代以前，工业发达国家与发展中国家长期的贸易不均衡状态；第二个阶段是 70 年代至 80 年代，由于两次世界性的石油提价而造成的发达国家、石油输出国与非产油发展中国家之间严重的国际收支不均衡状态；第三个阶段是以国际债务危机为特征的一些发展中国家的国际收支不均衡状况。从三个阶段的分析中，我们看到国际资本流动对全球国际收支状况，起着越来越重要的作用。

第一阶段止于 70 年代。长期以来，由于发达国家与发展中国家之间存在着不平等的贸易结构、价格结构和货币结构，因此一直保持着发达国家为顺差国，发展中国家为逆差国的格局。在国际贸易中，发达国家以出口技术密集型的工业制品为主，而发展中国家则以原始的、低附加值的初级产品为主，往往成为工业国生产农产品、矿产品的附庸，贸易条件恶劣，并且受制于发达国家。在这个时期，国际金融市场还未充分发育，国际间资本流动比较少，即使有少量的国际资本的转移，也以流向发达国家的产业部门为主。因此，对于发展中国家来说，贸易赤字很大，又无法获得资本流入来补偿，国际收支经常地处于一种逆差状态，反之，工业国则处于顺差状态。

第二阶段起止于 70 年代初与 80 年代初，以“石油输出国顺差，石油消费国逆差”为特征。70 年代，石油取代了煤炭，在世界能源消费中占据首位。长期以来，西方各国依靠中东等地的廉价石油，建立起主要以石油为能源的产业结构。美国、西欧、日本产油不到世界的 20%，而它们的石油消费却占世界总量的 70%；1973 年，西欧国家 98% 的石油依赖进口供应，日本更是高达 99.7%，世界原油生产一直控制在西方石油公司手中。1960 年成立的石油输出国组织加强联合，同西方石油公司斗争，以求改变这种不合理的状况。

70 年代初，美元的贬值及西方工业国制成品的价格上涨使第三世界产油国蒙受了巨大的损失。1973 年中东战争爆发后，石油输出国组织纷纷拿起石油武器，进行斗争。将油价大幅度提高，石油标价由每桶 3.01 美元升至 5.11 美元。1974 年 1 月，再度升至 11.65 美元，两个月时间内，油价升高四倍。随着油价的大幅度上升，石油输出国经常性项目产生巨额盈余，1974 年达 683 亿美元，这就是所谓“石油美元”。紧接着，由于西方国家通货膨胀严重，到 1978 年底，石油实际价格有所回跌，石油输出国组织经常项目盈余迅速减

少。1979年1月1日,石油输出国组织决定再次提高油价,每桶油价定为14.3美元,以后持续上升,直至每桶34美元。石油价格上涨,震动了世界,石油输出国组织从而获得大量石油美元,经常项目额盈余,而石油消费国家,包括西方工业发达国家与非产油发展中国家则因石油进口价格上涨而蒙受了巨大损失,经常性项目出现程度不等的逆差,这打破了长期以来“西方发达国家顺差,发展中国家逆差”的态势。

从60年代起,随着世界经济的复苏,国际金融市场,特别是欧洲货币市场逐渐兴起,并达到了一定的规模。欧洲货币市场中国际资本的流动与转移,为最终调节和平衡第二阶段的全球国际收支不均衡起了极为重要的作用。

经常项目的巨大差额往往要依靠资本项目的流动来弥补:一方面,对于石油输出国组织各国而言,出口收入大大增加,国际收支出现巨额盈余,这些国家一方面利用雄厚的石油资金,扩大国内投资,一方面积极发展对外投资,参与国际金融活动。石油输出国组织将近1/3的石油美元存放于欧洲货币市场,以获得高额收益;另一方面,石油消费国因石油提价遭受了巨大的打击,工业国因其对石油进口依赖性相当大,因此不得不一方面增加石油支出,一方面削减国内开支,调整产业结构,并且由于石油消费国对石油需求弹性相当小,所以一些国家的汇率贬值政策也无助于消除如此巨大的赤字,缓和尖锐的国际收支支付矛盾。非产油发展中国家虽然对石油的消费相对于发达国家为少,但由于存在不平等的贸易结构,由此他们在承受石油涨价的痛苦之外,还要承受发达国家趁机转嫁的通货膨胀与油价上涨等负担。因此非产油发展中国家普遍存在着出口值下降,进口值减少及国内生产总值萎缩的现象。但无论发达国家还是非产油发展中国家都迫切希望石油美元回流,即石油输出国组织将石油美元以投资或贷款形式,投放到石油消费国,以资本流入弥补他们的经常项目逆差。

欧洲货币市场起了巨大的作用。欧洲货币市场吸收了近千亿的石油美元后,通过该市场流向世界各地,欧洲货币市场不但有助于石油美元按各国的需要,回流到石油消费国,而且缓和了因石油价上涨而加剧的支付困难,使世界经济避免了更严重的衰退和动荡。

1980年夏天,世界石油市场开始出现石油过剩现象,石油价格下跌至每桶29美元。据IMF估计,石油输出国组织成员国的支付顺差1982年将不超过250亿美元,这宣告着全球国际收支不均衡状况第二阶段的结束。

第三阶段始于80年代,以1982年8月巴西无力按期偿还外债及利息为始点的国际债务危机,标志着全球国际收支不均衡进入第三个阶段。石油输出国货币的“再循环过程”行将结束,取而代之的是“工业国的顺差,发展中国家尤其是陷入债务危机的国家严重逆差”。

在70年代的石油涨价冲击中,西方国家受到了巨大的冲击。但是由于石油美元的回流,这些国家得以相应调整能源消费和生产结构,生产已逐渐恢复。80年代初,石油价格回落后,西方各国获得了进一步缓和的机会,到1982年左右,都相继走出了危机,国际收支经常项目状况出现好转,通货膨胀缓和,利率下降,国民经济增长逐步回复。

而对于发展中国家特别是一些拉美与非洲国家而言,一方面在石油涨价期间,由于贸易结构等原因,国际收支一直存在巨额逆差;一方面由于西方转嫁危机等原因,国内生产相对萎缩,无法很好地调整产业结构,兼之一些国家,如巴西、阿根廷等,70年代以来,一直依赖借外债来平衡国际收支,

在国内长期实行扩张性财政金融政策，借来的外债往往不是投资于创汇部门，而是投资于非贸易部门，甚至被直接用于消费。结果到 80 年代，这些国家外债偿还率已接近或超过“危险点”，陷入了借新债还旧债的恶性循环。虽然 1983 年油价下跌，但由于西方国家普遍地实行贸易保护主义，所以无助于这些国家的债务缓和。

一些石油输出国在第一次世界石油提价中达到了黄金时期，滚滚石油给他们带来了巨大的财富，但这种依赖石油生产和出口的经济结构，实质是脆弱的。并且在石油美元的投资运用中，这些国家暴露出体制上致命的弱点。一些国家在石油涨价期间，纷纷利用石油收入扩大国内投资，但往往投资效益不高，呈现过热势头，石油收入的相当部分还被用于转移支付和补贴，以鼓励消费，过度的消费引起国内严重的通货膨胀。而且由于消费的刚性，当石油跌价，外部环境不利于这些国家时，他们往往不愿意经历痛苦的紧缩。从 70 年代中后期起，一些国家就不得不依靠举外债来维持必要的进口，以满足国内膨胀的需求。1982 年后，在油价持续下跌，石油出口不振，国际金融市场利率高扬的多重打击下，一些石油输出国也同样陷入国际债务危机的漩涡。

以 1982 年巴西宣布无力偿付外债为标志，出现了全球性的债务危机。产生全球性债务危机，固然发展中债务国有不可推卸的责任，但其间国际金融市场的急剧扩张，巨额资本的东奔西走亦起了相当的推波助澜作用。在 70 年代，由于国际金融市场上资金比较丰富，因此借款条件相对宽松、灵活，国际金融市场以追求高额利润为目标，疏于调查借款人的资信和偿还能力，盲目贷款，结果造成不可收拾的局面。尤其到了 80 年代中后期，油价上涨造成债务负担正逐渐褪色，而国际金融市场资本流动的影响进一步加深。近年来，由于国际金融市场普遍采用浮动汇率计算债务，并且国际债务的期限缩短，使债务国更易受利率上升和商业银行突然撤消支持行动的影响，债务国的负担非但没有减轻，反而更加重了。此外，由于通货膨胀和衰退所带来的资金充斥，以及国际金融市场上金融创新的浪潮叠起，巨额短期资本移动加剧，导致汇率的激烈波动，给发展中国家也造成了严重的风险伤害。

从债务发展情况看，债务危机所涉及的范围相当广泛，它牵涉到石油输出国，非产油发展中国家及东欧国家，而主要集中于拉美一些国家。西欧部分国家也有一些债务，但由于其经济实力较强，不会酿成一场危机，由于债务危机是一场全球性的危机，因此国际货币基金组织为避免连锁反映，已与各国政府和国际银行联合行动，共同讨论解决办法，目前已制定的一揽子计划中，包括重新安排债务、推迟还本付息的贝克计划、布雷迪计划和日本资金回流计划等等。

但是国际债务问题的一揽子计划只是治标而不治本，因为这些零星的技术处理方法，只是一时缓解矛盾，不是解决问题的根本途径。而且，国际债务显示出周期性质，当借款国经济情况良好时，就容易从国际金融市场获得贷款；当借款国出口前景恶化时，外资来源就急剧紧缩，国际金融市场断绝贷款，加深了它们的危机，妨碍了它们的经济增长和结构调整；而债务危机的困难，又进一步增加了它们获得贷款的困难。

所以说，债务问题不仅是简单的金融问题，而且是政治问题，需要各国采取协调行动。一方面实行发展经济的政策，合理分摊，消化债务负担；一方面把债务问题同长期发展问题一并考虑，共同协调管理国际金融市场，将

国际金融的长期稳定作为奋斗目标，下面分析各国协同管理国际金融市场，特别是欧洲货币市场的努力。

二、对国际资本流动的控制

在布雷顿森林会议期间，货币基金组织曾考虑到“二战”期间游资的流动，但当时仅是个别国家的问题，所以交由各国自行处理。自60年代以来，欧洲货币市场迅速发展，国际资本规模空前巨大。由于欧洲美元与亚洲美元大部分属于国际短期资金，因此其在国际间迅速而大量的游动，给国际金融市场带来严重的不稳定因素，尤其是爆发了全球性的债务危机之后，更是把各国协同管理国际金融市场提上议事日程。

浮动汇率制下，短期资本流动往往是投机性的，它可能使汇率剧烈波动，严重危害各国国际收支状况和经济发展，因此各国对国际资本流动的管制，主要着眼于对投机资本的管制，各国通过协定，主要达成了以下一些管制方法。

（一）政府颁布或实施限制投机资本流动的法令或条例

各国在调节过程中，往往对投机资本流动实行限制。1971年，“十国集团”金融当局同意不再增加他们的欧洲货币存放；1972年，欧洲各国中央银行达成协议，不将资金投入欧洲货币市场。1971年4月，国际清算银行设立“欧洲货币常设委员会”，以检查同欧洲货币市场有关的政策问题，并负责提出相应政策建议。此后，“十国集团”货币当局又达成协议，对监督国际银行活动的责任，监督技术的改进与资料交流等，提出了若干指导原则。

（二）还债能力的限制

各国协议规定，国际间贷款应遵循还债能力的限制，不仅借款国要考虑自己的还债能力，贷款方也应非常注意借款者的还债能力。对于一国的还债能力，要依据外债清偿力，受到国际监督。

（三）各国国内政策的协调

引起投机资本流动的一个重要原因是各大金融中心的利率差别。如果各国货币政策能协调一致，可使各国利率不致于相差悬殊，从而清除资本流动的一个重要动机。由于各国情况各殊，大家都不愿牺牲国内政策目标进行协调，因而收效甚微。但是在浮动汇率制下，政策协调还是必要的。近年来，也取得一些进展，如近几年西方几国对外汇市场进行的联合干预措施，对限制资本的流动和稳定金融起了一定的作用。

总起来说，尽管各国金融当局对国际资本流动或多或少采取一些限制措施，但效果不很显著。这就要求各国进一步合作，限制那种起破坏作用的投机性流动，而促进那些有利的资本流动，以改进全球性的资源分配，提高经济效益。

§ 9.2 国际资本流动与美国的国际收支状况

战后40多年来，美国的国际收支经过了一个从大量盈余变为年年逆差的过程，进入80年代后，国际收支情况日益恶化。以经常项目而论，1947年顺差89.9亿美元，至1950年首次出现逆差18亿美元，不久就见好转，长期保持顺差，1964年顺差68亿美元。可是进入70年代以后，由于美元地位每况愈下，致使国际收支不断出现逆差。1978年高达154.3亿美元，创下70年代最高纪录。可是到了80年代，由于贸易不平衡越来越严重，国际收支逆

差扶摇直上，1984年高达1073.6亿美元，1985年和1986年持续上升，分别高达1176.8亿美元和1405.7亿美元。如以1986年同1978年相比，增长了8倍多。从1985年起，这个“金元王国”也就从债权国沦为债务国，至1986年底，美国外债增加到2636亿美元，成为世界上最大的债务国。

美国国际收支经常逆差从1984年突破了1000亿美元大关，以后持续扩大，从美国的国际收支状况可以看出，一方面美国商品贸易逆差不断扩大，另一方面外国资本大量流向美国，美国资本输出则放慢了速度。

如果进一步深入分析美国国际收支情况不断恶化的原因，不能不归咎于美国庞大的财政赤字。自1983年财政赤字突破1000亿美元大关后，节节上升。由于财政赤字庞大，使里根政府不得不发行国库券来弥补赤字，而美国私人储蓄有限，储蓄率低于日本和联邦德国，加以政府实行紧缩性金融政策，致使利率居高不下；高利率对外国投资者有极大的诱惑力，从日本、联邦德国等吸引来大量资金，外国资本输入美国，使外汇市场上美元的需求旺盛；在供求规律的作用下，美元汇率就不断上升，美元汇价过高的结果，一则使美国产品在国际市场上价格上升，另则使外国商品在美国市场上价格下降，这样就使美国产品失去市场竞争能力，造成出口萎缩和进口激增的局面，美国对外贸易失去平衡越来越严重，必然导致国际收支情况不断恶化。

一、美国资本输出不断减少

战后美国资本输出增长迅速，成为世界上最大的输出国。70年代是美国资本输出的黄金时代，在国外的资产从1970年3791亿美元增加到1984年的9147亿美元，增长了1.4倍。但从1983年起开始逆转，增长速度放慢，1984年的增长率从1983年的16.6%降至2.3%，与外国在美的年资产增长率13.8%形成鲜明的对照。因此，从1985年起，美国开始由净债权国变为净债务国，美国在国外的资产仅9471亿美元，比外国在美资产10135亿美元少了664亿美元，加上该年商品和劳务贸易逆差1027亿美元，使美国负有1000亿美元以上的债务。1986年后情况继续恶化，以致使美沦为世界最大的债务国。这主要是因为80年代初期，整个世界仍处于滞胀阶段，对外投资盈利较低，美国经济虽然于1983年复苏，但其他西欧发达国家的经济仍处于停滞状态，制约了美国的资本输出。80年代中期起，则由于美元汇率下跌，使对外投资成本提高，影响了美国资本输出的增长速度。

美国资本输出的增长率不断放慢，主要表现在私人国外投资的徘徊不前。多年来，在美国各类资本输出中，私人对外直接投资始终居于首要地位。70年代初，美国私人对外直接投资以平均11%的年率增长，占美国资本输出总额的一半以上，但1980年以后，美国私人对外直接投资的年增长率降至33%，占美国资本输出总额的比例也降至24.2%，这一方面是由于80年代初主要工业化国家经济增长缓慢，对外投资需求不强；同时，发展中国家外债严重，严重地影响了美国投资者对那部分地区的投资兴趣，另一方面，美国私人对外国证券，包括企业股票、外国政府及企业债券的投资却相当踊跃，从1977年的494亿美元增加到1981年的635亿美元，1984年又增至899亿美元，比1977年增长了82%，大大超过了私人直接投资的增长速度。其原因是80年代上半期，经济回升乏力，生产能力过剩推动直接投资的动力减弱，却增加了金融资产的吸引力，80年代开始的抑制通胀的政策奏效，实际债券利率有所回升。

此外，商业银行海外贷款与政府投资大幅度降低。美国商业银行曾是美

国私人资本输出中增长最快的部分，70年代，商业银行对外贷款总额从138.37亿美元陡升至2038.66亿美元，增幅达1373%；但自80年代以来不断减少，这是因为80年代初期，美国经济较早摆脱衰退，美国商业银行对西欧和其他国家投资的积极性不高，同时一些债务人又陷入债务危机，所以许多商业银行大大减少对外贷款。与此同时，由于大力推行赤字政策，日益扩大的进口需求和由于美元升值而受到抑制的商品出口直接导致美国的对外贸易逆差累增，经常项目收支恶化。所以美国从1981年开始吸收外债，依靠大量外国资本的流入来弥补国内资金不足。至1985年全部债权不足抵消债务，美国官方储备及其外汇存量因此而减少。

80年代以来美国资本输出结构变化对美国经济产生了巨大影响：一方面美国私人对外直接投资的增长减缓，反映了美国收缩涉外生产基地的现象，影响了美国企业盈利，美国商业银行对外贷款活动的收缩也导致了美国大银行资产和利润的大幅度下降，削弱了美在金融市场的地位；另一方面美国政府对外投资和援助的减少，也反映了美政治势力影响的部分削弱，美国私人对国外证券投资大幅度增加，为美国的投资者带来巨额收益，也加强了美国在资本市场的一些影响。同时，对多种货币的分散投资，有利于私人投资者减少汇率风险。

二、外国输入资本不断增加

自70年代以来，外国资本输入美国急剧增加，美国一方面有大量的资本输出，另一方面又有大量的外国资本输入，使得国际资本的流动加速，并出现互相渗透的新现象。至80年代，外国资本输入美国的势头激增不已，而美国资本输出却成为强弩之末，从1985年起，外国在美国的资产总额最终超过了美国在国外的资产总额。

其主要原因包括：

1. 美国联邦财政赤字庞大，仅1986年就高达1200亿美元，并且在以后几年中有上升的势头，所以需要国外资本输入，以弥补这笔巨额亏空。

2. 美元的实际利率比较高，使国际资本流入美国，有利可图。

3. 投资环境好，不但政局比较安定，而且自由市场有利于外国企业的发展，纳税后的利润也高于其他国家。

4. 由于对外贸易每年出现巨额逆差，美国有制定严厉的保护主义贸易条例的倾向，对保持巨额贸易顺差的国家特别是对日本等国和地区，将从某些贸易项目方面实行保护措施。因此这些国家的大公司大企业为了不受美国保护措施的限制，纷纷前往美国设置工厂，就地生产就地销售，这样获得利润就要高于它在国内生产后对美出口所获得的利益。

鉴于上述原因，近年来外国资本大量输入美国，外国资本涌入美国，以日本资本为最多，其次是德国。据统计，80年代日本在美国投资约占日本对外总投资额的1/2，联邦德国约1/3的直接投资是流入美国的。

日本资本输入美国，主要用于购买美国不动产和国库券。进入80年代后，日本在美国的不动产投资数量激增，达到70年代的十几倍之多。例如洛克菲勒中心的埃克森大厦和纽约第五大厦蒂法尼大厦的主人都曾经是日本人。至于美国政府发行的公债，由于利率优厚，也受到日本投资者的青睐。据统计，1985年日本投资者购买了美国国库券发行总额的10%，价值200亿美元左右；1986年又买进了价值180亿美元左右的国库券。目前美国政府发行的全部公债已有3-5%掌握在日本投资者手中。

到 1986 年底，日本在美的直接投资已达 2343 亿美元。日本公司除了在美国设厂，创造产品就地销售外，还用兼并形式购买美国企业。日本人在肯塔基州和田纳西州开设汽车制造厂，是前者的典型例子。至于后者，更是不胜枚举，其中令人瞩目的有：日本住友银行于 1986 年购买了华尔街第一流的投资银行——戈德曼投资银行。投资的迅速增加，目的在于确保日本公司在美国实行保护主义时仍能进入美国市场，并获得巨额利润。

美国也成为联邦德国的头号投资国家，其主要原因是因为马克升值，使投资者将资本输入美国有利可图。并且由于联邦德国对美贸易长期以来存在顺差，为避免美国保护主义的影响，联邦德国公司也倾向于在美国设立工厂，就地生产和销售。联邦德国的化学巨头赫希斯特公司以 27 亿美元收购了美国的人造纤维公司，就是一个很好的例子。

80 年代初期，外资在美国收买和兼并的对象仍集中于化学、机械等制造部门，但到 80 年代中后期，外资在美国的收购和兼并活动扩展到更广阔的领域，从工厂、商业大楼、旅馆、饭店到农场、矿山、葡萄园到银行、保险公司，都成为外资竞相购买的对象。

70 年代石油提价后，大量的石油美元多是流入美国大银行，再由美国跨国银行及海外分行提供信贷，完成过剩资本的再循环过程。80 年代，外来资本却更多地转向证券市场；在美国资本市场的融资活动中起了重要的作用。1970—1980 年，流入美国银行的资金为 980 亿，流入证券市场的投资额为 543 亿美元。但到了 80 年代，流入证券投资业的资金超过资本输入总额的 1/2，这也与国际资本证券化的趋势相符合。

总之，80 年代以来，源源流入美国的外国资本为繁荣美国经济，弥补日益膨胀的财政和贸易赤字提供了所需资金，各国的经济间相互依存性趋强，美国再也不能如以前那样可以独自左右国际经济。无论在原料、市场或高技术各方面，各国都需在垄断的基础上协调与合作，只有这样才能保持稳定和发展。对美国企业的收买和兼并，对美国企业提高生产效率和产品质量，改善管理是一个很大的促进。越来越多的外资企业在为美国创造就业机会的同时，也对美国企业提出挑战，外国在美国的直接投资无疑给生产性投资趋降的美国工业注入新鲜血液。

值得注意的是发达国家的国际收支不平衡和发达国家间货币金融关系不稳定的状况都在加剧，这对日益依靠外国资本来弥补两大赤字的美国经济，带来了更大的动荡因素。并且由于投资趋于证券化，外国投资者持有日益增多的美国债券和公司股票，有人担心一旦外资对美国经济失去信心，撤回这部分投资将引起美国股票市场和资本市场的动荡。1987 年 10 月纽约股市暴跌部分原因就是由于外国投资者大量抛售股票所致。

虽然人们对美国经济中外资力量越来越大有所担心，但迄今为止，外资在美国的渗透和扩张尚未遇到很大的阻力。在经济国际化日益加强的趋势下，金融和商品的流通是全球繁荣必不可缺的条件，金融国际化的意义尤为重要。它对国际贸易、生产和资源分配起了杠杆作用，美国是主要受益者。外国资金的流入缓和了美国两大赤字的恶性后果，但从长远来看，美国不可能永远依赖国外资金弥补不足，美国经济也无法长期承担这种局面，控制财政赤字，增加出口，应是美国对外经济政策的主要目标。

三、外债增加使美国沦为最大的债务国

1986 年美国负债达 2636 亿美元，超过了拉美重债国巴西、墨西哥和阿

根廷等三国的总和，成为世界最大的债务国。并且进入 90 年代后，外债更有上升趋势，因此目前美国国会普遍开始重视削减政府预算，以减少财政赤字，减少外债。

早在 80 年代初，有些学者就提出一个令人深省的问题：美国是不是会走英国 1870 年以后的老路？他们指的路是英国在 1870—1971 年间，工业总产值在世界工业总产值中的比例从 32% 下降到 4%，老牌的英帝国崩溃。至少到现在为止，这种担心还是多余的。虽然美国现在地位不如战后那样可以独自左右世界经济，但是可以毫不夸张地认为，美国仍然是世界政治、经济、军事最强大的国家。虽然存在巨额的外债和巨大的贸易赤字、财政赤字，但美元的地位依旧不可动摇，它依旧是世界结算中的主要货币，许多国家货币汇率依然钉住美元浮动。

随着世界经济一体化的深入，各国经济之间存在着强烈依存关系，美国需要日本、德国的资金来弥补财政赤字和国际收支逆差；日本、德国也需要美国市场。外资的流入可以在美创造就业机会，并且美国的巨额债务不同于拉美国家：一是外债数额虽大，但其占国民生产总值的比重相当小，二是外资一般投向美国的机械制造等生产行业，有助于美国产品的出口。其他有相当部分的资金投资于金融业，有助于美国在国际金融市场上占据更大份额，而完全不同于拉美一些国家用于非生产部门和消费的外债，所以美国的巨额外债并不意味着已经发生“债务危机”。

但是由于美国的巨额贸易逆差，使其与日本、德国的矛盾依旧存在，并且有可能随着时间的推移，愈演愈烈。所以国际协调往往很难真正奏效，这种“摩擦——协调——再摩擦——再协调”的局面，将会继续持续下去。

§ 9.3 国际资本流动与中国的国际收支状况

一、我国国际收支概况

随着与各国的国际经济合作进一步加强，我国的国际收支规模日益扩大。在 1982 年，国际收支总额为 669 亿美元，到 1989 年增长到 1398.16 亿美元，增长了 1.01 倍。1989 年之后的几年中，我国对外经济进一步得到飞速发展，外向型经济规模达到空前程度。1989 年我国进出口规模仅为 1116.8 亿美元，利用外资规模为 100 亿美元，外汇储备仅为 55.5 亿美元，但到 1994 年，我国进出口规模已达 2350 亿美元，跃居世界第 11 位，利用外资规模达 458 亿美元，外汇储备更是达到 516 亿美元，外贸依存度达 40% 左右，处于相当高的水平。这说明外贸与外资已对我国国民经济产生了巨大的影响。

从我国国际收支各项目的组成来看，近年来国际收支主要呈现如下特点：

经常项目逐年扩大，其中贸易收支和非贸易收支都是逐年增加的，但各自在经常项目中的比例基本保持不变，其中非贸易收支总额约占 11% 左右。从 1980 年至 1994 年的 15 年间，非贸易收支一直保持顺差，并且随着经济的发展，旅游事业、港口运输业、服务业、劳务承包业等飞速发展，从而大大刺激了非贸易收入的增加。而贸易收支方面由于我国的产业结构不合理，出口多为初级产品，增值能力低；而进口又多为国内紧缺原材料，所以基本上呈现逆差，直到 1993 年，这种情况才有了改观，至 1993 年底，我国进出口贸易额达 1656 亿美元，其中出口 850 亿美元，进口 806 亿美元，顺差 44 亿

美元，世界贸易国地位由 15 位上升到第 11 位。1994 年进出口贸易继续保持这个良好势头，进出口贸易规模已达 2350 亿美元，其中出口 1200 亿美元，进口 1150 亿美元，顺差 50 亿美元，这与外贸外汇体制改革有关。1994 年汇率并轨，人民币大幅度贬值，从 1 美元 = 5.8 元人民币贬值为 1 美元 = 8.7 元人民币。本币贬值，有利出口，不利进口，外贸出现顺差，同时国家取消外汇留成制度，减轻了外贸企业负担，消除了企业间不公平的售汇制度。从国际形势看，以美国为首的西方国家自 1995 年开始经济有所回升，需求增加，客观上有利于国际贸易的发展，所以正是因为这些因素，这两年我国对外贸易呈现良好势头，但由于近期国内通货膨胀严重，人民币汇率坚挺以及税收体制改革等因素的影响，今后几年的贸易状况可能会变得更加严峻，国际收支状况可能会出现一些新情况。

我国国际收支资本项目数额亦呈逐年扩大的趋势，尤其是长期资本流入总额逐年增加，呈稳步上升态势。目前我国已成为世界第五大债务国，短期资本输入总额虽有一些变化，但变动幅度较小，并且在资本项目中的比重呈下降趋势。

黄金外汇储备呈波浪式起伏变动。1982 年我国黄金外汇储备为 129.09 亿美元，1983 年为 159.67 亿美元，增加了 30.58 亿美元。从 1984 年开始，由于我国在进口管制方面有所放松，所以储备连续三年下降，1984 年为 156.67 亿美元，1985 年和 1986 年分别降至 119.13 和 97.9 亿美元，1987 年和 1988 年黄金外汇储备又开始大幅度增加，1987 年为 152.3 亿美元，1988 年为 175.5 亿美元，但 1989 年又降至 170.2 亿美元。以后几年，外汇储备稳中有升，直至 1995 年中国外汇储备激增到 739 亿美元。总的来看，黄金、外汇储备的变动与我国进出口贸易政策基本是一致的。

下面将主要从资本项目、外汇储备项目来看国际资本流动对我国国际收支的影响，并探讨我国利用外资、外债和储备规模的管理问题。

二、资本项目概况

资本项目包括长期资本往来与短期资本往来两大项目。由于 80 年代后，我国对外开放政策的实施，资本输入急剧增多，1985 年以后各年（除 1989 年外）均为顺差，从 1983 年到 1994 年，我国实际利用外资由不足 20 亿美元增加到 258 亿美元，年平均增长率高达 200%，目前，我国已成为吸引外资最多的国家之一。

从外债规模来看，1984 年以前，我国外债余额规模不大，对举借外债采取了谨慎态度，当时改革的重点在农村，城市大规模技改尚未提出，因此 1984 年外债余额只有 72.34 亿美元。1985 年以后，随着对外开放的深入和城市经济制度改革的开展，技术改造和基本建设大规模地进行，加重了国内资金短缺的程度，外债成为弥补国内资金缺口的重要来源。1989 年底，我国外债余额已达 413 亿美元，1994 年底，已近 1000 亿美元，预计到 2000 年，将达 1500 亿美元。现在我国已成为世界第五大债务国，如此庞大的外债，将对我国今后的发展产生重要的影响。

从直接投资中，资本流入与流出都是逐年增加的，但是流入量的速度大大高于流出量的增长速度。从外商投资投向看，1983 年生产性投资占 71.8%，1984 年骤降至 26.1%，1985 年又升至 50% 左右，可见 1984 年前，生产性投资和非生产性投资所占比重处于大起大落状态，1984 年后，逐步趋于稳定，并且生产性投资比重逐年呈上升趋势。从资金来源看，港澳台地区始终

居于首位，其次是西欧、日本。这说明我国的投资环境正逐步得到改善，吸引国外直接投资逐年增多，有力地促进了我国经济的高速增长。

三、我国外债的发展与管理

从利用外债规模看，1980年我国外债余额仅为54亿美元，到1994年底已近1000亿美元，增长了近20倍，据专家预测，到2000年外债余额可能会达到1500亿美元。

从筹资机构看，改革初期，筹资渠道主要是政府以及政府机构，中国银行由于其历史渊源成为对外筹资的主渠道，筹资金额占90%以上。随着利用外资工作的发展，全国陆续成立了近百家经营外汇业务的国际信托公司，它们作为中央和地方利用外资的窗口，通过借用国际商业贷款，发行外币债券，吸收外币信托存款等多种方式筹集资金，同时还开展了国际融资性租赁、外汇担保等多项业务。

从融资方式来看，我国开始利用国外贷款初期，主要是政府贷款和政府补贴性贷款，利用外资享受政府贷款以及获得政府补贴，虽有较大的经济利益，但却受到贷款国政府的政治影响及使用的限制。1982年中国国际信托投资公司首次在日本东京发行了100亿日元的债券，这标志着我国开始进入国际资本市场，此后，其他金融机构也开始纷纷走向世界金融市场。市场的扩大，使我国融资方式开始多样化，目前我国利用的融资方式已达几十种，如外国政府贷款、国际金融机构贷款、买方信贷、外国企业贷款、补偿贸易、外币债券等等，在融资方式多样化中，优惠贷款比例下降，商业贷款比例上升。

从外债结构看，我国短期外债比率逐年下降，由1985年的41%降至1995年的10.3%，低于国际债务警戒线。

从外资投向看，我国近几年的外资引入促进了中小企业的技术改造，促进了经济制度改革和产业结构的调整。利用国外资金，在一定程度上加速了我国能源的开发、交通运输和通讯事业的发展，为缓解我国经济发展的瓶颈效应作出了一定的贡献。

积极利用外资，促进我国经济发展，是我国改革开放的一项基本国策。但是外债的效用是双重的，借入资金如能得到有效利用，可以促进经济增长；但如果管理不善，债务越积越多，就会使国家背上沉重的外债包袱，阻碍本国经济的发展。80年代拉美国家相继陷入债务危机就提供了一个很好的例证。目前，我国的外债总量和结构尚能控制在国家对债务的承受能力之内，偿债率、债务率等一系列衡量指标均未突破国际公认的警戒线。但是，从债务增长速度，债务结构风险程度及债务的使用效益来看，外债管理体制的一些弊病早已暴露出来，所以从宏观上变革我国的外债体制已成为当务之急。

（一）加强外债规模管理

加强外债规模管理，就是要确定适度的借债规模。规模过小，不利于发挥经济增长潜力；规模过大，会超过国家承受能力，影响债务的偿还。只有保持适度规模，才可能用好外债。

外债的规模除考虑需求外，还应考虑偿债能力。偿债能力的指标一般包括偿债率（出口收入、非贸易外汇收入与还本付息额之比）、债务率（当年外汇收入与外债余额之比）和负债率（国民生产总值与外债余额的比利），此外还应考虑国际资金的供应量大小。如果世界市场资金紧张，则利率相对较高，筹资成本高，不宜过大地扩张外债规模。

对于中国外债的规模而言，还有相当重要的一个因素要考虑——即国内配套资金问题。由于中国企业普遍存在“投资饥渴症”，一引进外资，就有可能投资于扩大再生产。但是由于国内人民币资金相对紧缺，往往使借款或购入的设备闲置，使外资效益不能发挥。国内配套资金不仅包括与项目有关的厂房、机器设备、人员培训的费用，还包括配套的能源和基础设施建设的费用，所以企业在利用外资之前，要做好人民币资金配套工作，以使外资更好地发挥效益。

同时应注意外债管理的两个层次，即在考虑国家总体规模之外，还要考虑地方部门的规模。因为随着筹资渠道、筹资方式的多样化，地方外债规模比例逐年上升，但是地方在吸引外资的时候，往往存在盲目扩大的倾向，结果可能造成地方外债规模失控。因此，在国家规模管理的同时，要对地方外债统筹安排，综合考虑。

（二）合理调整债务结构

合理调整债务结构是将长短期债务比例、固定利率和浮动利率比例、优惠贷款和商业贷款比例等保持适当水平，以达到降低成本、减少风险的目的。

合理的债务长短期结构比例是以长期债务为主，尽可能地减少短期债务的比例。因为短期债务偿债风险大，资金投入后尚未产生收益就面临还本付息。为从根本上控制短期债务规模，应当着重控制贷款的用途，尽量做到“短贷短用，长贷长用”，同时还应注意到期债务的结构。尽管长短期比例合理，如果到期债务集中，也会造成偿债困难，对当年经济发展形成压力。因此应从宏观上保证债务偿还期限的平均分布，避免偿债高峰。

合理的利率结构比例是更多地使用低利率优惠贷款，合理安排好固定利率与浮动汇率债务的比例。应保持一定比例的固定利率的贷款，因为国际市场瞬息万变，固定利率有助于防止今后利率升高的风险，也有利于成本估算。当然，在看准行情，市场利率趋跌的情况下，借用部分浮动利率贷款也不失为一种降低成本的好办法。在国际金融工具创新的情况下，为避免利率风险，还可运用不同的借款方式，如带期权的，可提前偿还的，可灵活掉换固定利率的借款方式。

合理的币种结构是指要合理安排债务的币种，防止借款币种过于集中；借款币种与进出口币种挂钩，使借、用、还货币尽可能统一，减少因兑换而遭受的汇率风险损失。

合理的投向结构是指安排好出口创汇项目与基础项目的比例，借款要有外汇收入来源，因此需把外资投入出口创汇企业，但同时也要考虑将外资适当投入基础设施，以解决经济发展的瓶颈效应，促进整个国民经济协调发展。

（三）加强外资使用效益

利用外资成功与否，要看资金使用效益，只有有效地利用借入资金，使之产生效益，才能保证债务的偿还，同时达到使用外债的目的。

我国外债管理偏重于规模和速度，对效益管理不够重视，从而使近年来外债增长规模过快，但效益不尽理想，结果出现部分借债人到期无法偿债的问题。

加强外债管理，首先要加强对外债投向结构的管理，要将外债投入创汇部门，避免国内消费。其次要加强对借款引进设备和技术的管理，防止多头引进，盲目引进，造成资源不必要的闲置和浪费。再次，加强对外资使用的监督管理，搞好项目的可行性研究，搞好项目的前期准备工作，确保项目早

日开工、早日创汇取得收益。最后，要采取种种措施，防止外债利率、汇率风险，以保证债务的偿还。

四、我国的国际储备现状及其管理

我国的外汇储备包括黄金、外汇、特别提款权和普通提款权四大部分，其中，黄金和外汇储备是我国储备的主要构成因素。我国黄金、外汇储备数额不太稳定，呈波浪式起伏变动，但从总体趋势看，还是呈上升态势，尤其是近两年来，外汇储备额上升尤其迅速。具体地说，我国外汇储备状况存在以下特点：

1.我国外汇储备总额上起伏大，增长不稳定，究其产生原因，与我国的贸易政策和外汇政策变动有相当的关系。

80年代初我国的外汇储备比较少，随着改革开放的深入，我国国际储备，尤其是外汇储备呈逐年上升趋势。1980年外汇储备为22.62亿美元，到1984年已上升为114.2亿美元。由于有些专家认为1984年我国外汇水平过高，因此放松了对进口的管制，储备连续三年下降，直至1986年的97.9亿美元。1987年后开始恢复，但到了1989年，由于西方国家对我国的限制，外汇储备又从1988年的175.5亿美元锐减至1989年的117.2亿美元。在其后的几年中，我国外汇储备稳定增长，直至1993年底，已增至208亿美元。1994年初，由于我国进行外汇体制改革，人民币大幅度贬值，极大地刺激了企业出口和外汇收入增加，从而促使外汇储备增加。此外，由于近年来我国宏观投资环境改善，1994年一年吸收外资近150亿美元，结果到1994年底外汇储备跃升至516亿美元，1996年底又达到1050亿美元，达到历史最高水平。

2.外汇储备的币种结构不尽合理。目前我国确定外汇币种结构时，选择的是“一篮子货币”法，但在具体操作中，往往忽视其他诸如出口收汇、非贸易收汇主要货币比重、进口用汇、偿债用汇的主要货币比重，这种单从购买力因素决定汇率角度选择的外汇储备币种，往往脱离我国国际收支实际运营的状况。

造成这种情况主要有两个原因：一是在我国现行储备管理体制下，国家还缺乏对外汇储备币种结构管理的手段；二是目前我国还未建立较为完善的外汇储备调整机制。

根据我国国际储备的特点以及国际储备经营管理中存在的一些问题，我们认为，要加强我国储备运营管理，至少需要从两方面入手，即改革和完善我国现有储备管理体制；加强国家对国际储备经营的调控能力。

（一）改革和完善我国现有储备管理体制

目前，我国管理国际储备的机构主要有三家，即中国人民银行负责掌握黄金储备；特别提款权和普通提款权，并统领国际储备。中国银行负责具体运营和管理我国主要的外汇储备。国家外汇管理局负责国家外汇储备中一部分的营运和管理。这种多元化结构的国际储备管理体制，将本质上作为一个整体的国际储备人为地分割为相对独立的几个部分，限制了国家对国际储备的统一规划和管理，从而影响了国际储备的整体使用和运营效率。

近年来，各国有商业银行和非银行金融机构也开始办理外汇结汇业务，致使我国外汇资产更呈散状分布，中国银行作为专业银行之一，难以有能力统管全国的外汇经营业务，在这种情况下，国家有必要对各部门各层次的外汇资产统一管理。

中国人民银行作为我国的中央银行行使货币管理权限。外汇储备资产的

统一管理和使用的权限，理应由中国人民银行行使，以使中央银行统一调配外汇和人民币资金，从而在宏观上把握和调控我国的金融运行，使国民经济健康发展。

（二）加强中央银行对国际储备的调控能力，确定储备的适度规模，优化储备结构

目前，我国一方面大量对外举债，外债规模不断扩大；另一方面国家却集中了大量的外汇储备。这样，我国一方面要承担巨额外债带来的风险，以及沉重的外债还本付息的压力；另一方面，国家却有大量的外汇储备处于闲置或半闲置状态，从而形成较大反差。因此，在现有条件下，确定适度的外汇储备规模，优化外汇储备结构，充分利用外汇储备资源已成为当务之急。

根据 IMF 的标准，一般以 3 个月的进口额来估算一国国际储备的额度，结合我国具体情况，还可用 5 个指标来测定适度的国际储备水平。这五个指标为：经济发展规模，外债负担情况，国际收支波动幅度，获取国际资金的能力和调节进出口的能力，保持外汇储备的适当水平和适度增加率，是外汇储备管理的重要问题。

就外汇储备结构而言，调节货币种类，分散风险，保证货币币值，以取得较高收益，是我国外汇储备管理的另一个重要问题。确定外汇储备的币种结构时，要考虑两方面的问题：一是我国自身的货币购买力状况，外汇收入、非贸易收入主要货币的比重，进口用汇和还债用汇主要货币的币种。二是各国货币的币信和主要货币国的经济发展情况可能对货币汇率造成的影响，以及主要货币的利率高低状况等因素。只有综合考虑上述因素，才能使我国外汇储备的币种合理分配，以确保外汇储备的安全和收益性。

综上所述，我国国际储备运营管理尚处于初始阶段，需要深入研究我国国际储备管理体制和运行机制，使我国的国际储备更好地发挥作用。

§ 9.4 资本外逃的机制和经济影响

国际资金充斥国际市场，给发展中国家的社会 and 经济发展带来了机遇，同时也提出了新课题。像其他事物具有两面性一样，庞大的国际资本流动给世界特别是发展中国家经济的发展和繁荣带来了利益，但同时又给发展中国家带来金融风险，它们在世界金融风暴或危机中往往受害最大，它们在严重困难面前不得不采取管制资本的保护措施。然而近年来许多国家的经验表明，逃避资本管制常有发生，只要资本流动具有强烈的吸引力，居民总是能够找到逃避管制的方法。发展中国家的资本管制往往难以有效地阻止资本外逃，这里所说的外逃资本等于一国对外负债存量中不产生记录收入的部分。一国如果在短期内发生资本大量外逃，无疑会对其金融、经济造成巨大冲击，甚至引起金融恐慌，使经济陷入停滞甚至倒退，墨西哥 80 年代初的外债危机和 1994 年的金融危机无不与资本外流有关。

我国在改革开放以后，不失时机地提出了利用外资这一重大决策，并把它作为长期的基本国策之一，对我国经济发展起了不可估量的作用。由于我国较为成功的经济改革和良好的投资环境，多年来流入我国的国际资本中，直接投资占绝大比重。但同时我们也应看到目前我国汇率稳定，国内外利率，差别很大，对国际短期资本流入套汇套利具有很大的诱惑力，这是我国外汇管理工作上的新挑战。而 1994 年底发生的墨西哥金融危机更是给我国敲响了

警钟。尽管我国的情况与墨西哥不尽相同，并且目前仍是以资本流入为主，但在国际资本流动十分重视中国市场的同时，也应密切监测资本外逃现象，以防患于未然。本节试从动因、机制及其经济影响等方面对资本外逃现象作一初步的探讨。

一、资本外逃的动因分析

最近几年，流向发展中国家的外国资本迅速增长，弥补了发展中国家建设资金的不足，受到了广泛的欢迎。据国际货币基金组织的资料反映，在1990—1993年间，流入环太平洋的发展中国家的地区的净资本比80年代增加了5倍。引致国际资本的大量流入，主要有外部和内部两方面的原因：80年代末、90年代初工业国家经济的衰退和利率的下降是使资本大量从工业国家流向发展中国家以寻求较高收益的主要外部原因。内部原因则主要是国内经济政策的变化，包括结构性改革、生产率增长、宏观经济较为稳定等。出于不同原因流入的国际资本，其稳定性不同，对一国的经济金融也会带来不同的影响。如果外部条件的变化是资本流入的主要原因，那么当外部条件逆转时将极可能出现资本的外逃，而由于内部原因流入的国际资本，稳定性要可靠得多，但也不能完全避免在某些情况下也会出现资本外逃，一般认为影响资本外逃的根本因素就是影响居民或投资者对持有国内资产风险大小预期的那些因素。持有国内资产主要有两类风险，即资本安全因素和资本收益因素。

（一）资本安全因素

资本安全因素既包括政治方面的因素也包括经济方面的因素。在许多发展中国家，宏观经济和政治环境不稳定带来的不确定因素，使持有国内金融工具的预期私人收益远远低于追加资本的社会边际生产率。在这种不稳定的环境下，回避风险的投资者和储蓄者更愿意将其财富的大部分投向预计收益率较高或实际收益稳定的外国资产。人们往往认为，在主要工业国家银行体系内存款的金融风险比在许多发展中国家国内银行体系存款的风险小，尤其是那些在经历金融危机和重组的国家。因此一国的政局越是稳定，经济发展态势越乐观，则私人或当局借款人不履行偿债义务或没收国内资产的可能性越小，从而越有利于吸引资本流入。反之，如果一国政局动荡不安，经济发展前景不太乐观，则私人或当局借款人不能履行偿债义务或没收国内资产的可能性越大，会诱发资本外逃。资本的大量外逃反过来又使经济形势进一步恶性循环，最终造成一国金融、经济的全面危机。1994年的墨西哥金融危机就是这一悲剧的上演：1994年年初以来，墨西哥政局发生动荡，农村出现反政府游击队，城市连年发生爆炸事件，主要的总统候选人被刺，这一系列事件使外国投资者对墨西哥经济前途的信心发生动摇，资本开始外逃。墨西哥政府虽采取了提高利率、动用国际储备等应急措施，但并未能有效地阻止资本外逃和平息金融市场的骚动。由于经常项目赤字未有好转，政治局势更不稳定，外国投资者信心崩溃，资本外逃加速，金融市场受到更大压力，政府的国际储备进一步下降，最终导致外汇市场危机和比索的大幅贬值，从而诱发了墨西哥经济的全面危机。墨西哥金融危机的爆发有其深层次的经济原因，但可以说，政局的动荡是诱发墨西哥危机的一条直接导火线。

（二）资本收益因素

对发展中国家来说，经济发展的初期，由于国内储蓄不足和经济起飞的需要，依靠外国资本的流入来弥补国内发展资金不足是大家所认同的方法。但在引进外资中，国外短期资本大量流入的套利活动对一个国家经济的健康

发展十分不利。套利，是国际金融市场上一种外汇投机买卖活动，一般是指投机者利用不同金融市场上短期存、放利率差异，并权衡远期汇率的升水或贴水转移资金，从中赚取利率差额的外汇交易，广义的套利活动还应包括对股票、债券、期货等金融投资工具及衍生工具的投机交易行为。因此，国际短期资本套利活动广义上是指投资者利用国际间不同金融市场上金融投资工具及其衍生工具的收益差异，来套取高额利润的一种短期资本投机活动。套利活动是一种短期的投机行为，其目的是为了追求短期的高额利润，一旦大量获利，达到其目的后，必然中断其活动，套取大量外汇逃走。而且由于外资流入终究是以盈利为最终目的，当投资者预期固定汇率或稳定的汇率将出现大幅贬值，或者预期投资所在国将出现通货膨胀或利率将会大幅下降，从而导致套利成本增加或金融财富实际贬值时，资本流入会突然中止，甚至改变流向，严重打击这些国家的国内货币金融市场，导致金融危机、经济危机突发，引起社会政治经济生活的动荡不安。而受 80 年代金融全球化、自由化和金融创新的影响，伴随着世界经济不平衡的加剧和经济结构的变化，国际游资的金额日趋庞大，流动也越来越迅速。尽管区域性和全球性的经济与金融合作有加强的趋势，但面对庞大复杂且高度流动性的国际金融市场和游资，这些都显得微不足道和力不从心。利率和汇率变动是导致投机性短期资本流动的主要动因，目前我国所处的经济环境，对国际短期资本流入套利十分适宜。

1. 国际金融市场的创新和发展为投资者瞬间转移大量资金、追求高收益提供了越来越多的融资手段和工具，加速了国际资本的增长和转移。

2. 人民币利率大大高于国际市场利率水平，对国际短期资本有巨大的诱惑力。目前国际货币市场上存贷款平均利率不到 6%，而国内“黑市”的资金拆借利率高达 20%，甚至 30%，国内外货币市场上的利率差高达 20%以上；国债市场上的高额利率也极大地吸引了国外的短期投机资本；从股票市场上看，1994 年我国投资股票的收益率在 33%以上，而美国其国内的股票交易收益率才为 9.6%。

3. 人民币汇率稳中有升，国际短期资本流入套利无汇率风险之虑。

由此可见，在今后一段时期内我国将成为国际短期资本流入套利的理想投机市场，而人民币在经常项目下可兑换则为套利资金的流入创造了条件。一旦国内利率回落，这些具有较强投机性的资金就会很快流出，从而影响贸易收支和国家储备，这不得不引起我们的高度警惕和重视。

（三）“洗钱”因素

除了上述两个引致资本外逃的基本因素之外，另外一个因素与不断增长的毒品和其他非法的商品贸易融资有关，尽管国际社会对毒品、走私等非法交易活动一再严厉打击，却始终未能禁绝，相反有愈演愈烈的趋势。这些非法的商品贸易活动所获得的“黑钱”通过各种途径套取外汇资金汇往国外，存入一些离岸金融市场的银行体系内。有关证据表明，自 80 年代以来，“洗钱”的技术已变得越来越高明。而用来转移非法活动所得资金的方法完全可以毫不费力地用于转移其他活动所得资金。我国近年来毒品、走私活动又死灰复燃并且日益猖獗，因此“洗钱”的因素也是导致我国资本外逃的一个重要因素。

二、资本外逃的机制

（一）资本管制与资本外逃的数理分析

《国际货币基金协定》允许实行资本管制，二次世界大战后，大多数基金组织成员国对资本帐户交易都实行了一些限制。对资本帐户可兑换最常见的限制包括：对资本流动实行外汇管制和数量限制，双重或多重汇率安排，以及向对外金融交易征税。数量限制一般包括对国内金融机构（尤其是银行）的对外资产和负债头寸实行限额，限制外国金融机构经营国内业务，限制非银行居民持有外国有价证券、不动产及直接投资。就双重或多重汇率制而言，至少商业和金融交易是实行不同汇率。在大多数双重汇率制下，当局使商业汇率保持稳定，但允许金融汇率波动。向对外金融交易和金融收入直接或间接征税，通常也是为了限制或管制资本流动。征收利息平衡税旨在消除本国（外国）居民因持有外国金融工具而可能获得的较高的收益。征收高额交易税也是为了抑制短期资本流动。对资本实行数量管制或实行双重汇率机制能否将国内金融市场与国际金融市场隔离，或者说资本管制效力，取决于逃避管制的预期得失。逃避资本管制的动机不仅来自于名义收益差（包括预期汇率变化），而且还来自获得贷款的难易程度、金融产品和服务的类型以及国内和离岸市场金融机构的稳健性。此外，对国内持有的资本没有课税的风险也是促成逃避管制的一个重要原因，与经常从事国际贸易和金融交易的人或机构来说，逃避资本管制的交易、通讯及其他成本，要比其他的人或机构低得多。如果成本很高，小规模的非资本转移就无利可图。我们可将资本外逃假设为国内居民就其资产组合作出的决定，即在其持有的资产中国内资产和国外资产的比例，这两种资产的适当比例，将取决于持有每一种资产的预期实际收益率和风险。假设 W_t 代表 t 时的财富存量，国内资产(DA)和国外资产(CF)理想持有量可表述为：

$$(CF/W)_t^d = f_1(V_t) \quad (1)$$

$$(DA/W)_t^d = f_2(V_t) \quad (2)$$

这里 d 表示理想的比率， V 是与国内资产和国外资产有关的预期收益和风险矢量。

在有资本管制的情况下，如果持有国内资产的风险上升，居民可能需要一定的时间将国内资产转为国外资产。可用一个简单的存量调整模型来考虑这一可能性，即：

$$\frac{(CF/W)_t}{(DA/W)_t} - \frac{(CF/W)_{t-1}}{(DA/W)_{t-1}} = \lambda \left[\frac{f_1}{f_2} - \frac{(CF/W)_{t-1}}{(DA/W)_{t-1}} \right]$$

如果由于样本国家有限的金融市场提供的金融工具不多，既没有能避免通货膨胀影响的工具，也没有不存在没收风险的工具，那么没收风险的增加可能会使资产组合中所有的国内金融工具转换成国外资产。在这种情况下， CF/DA 的比率表示转换国外净资产的情况。根据国际货币基金组织选定的两组国家变量的样本平均值，对资本管制较松的国家，资本外逃变量对风险和赤字变量的弹性分别为 0.44 和 0.36；对资本管制严的国家，上两个系数分别为 0.13 和 0.51。这一结果表明，虽然限制性极强的资本管制并没有打破宏观经济基本条件与资本外逃规模之间的联系，但确实延缓了经济部门对预期财政不平衡的增加所作出的反应。尽管资本管制较松的国家与违约风险变量相关的系数大于严格资本管制的国家，但对这两类国家而言，该系数的值都很大。因此，虽然资本管制能有效地减少资本外逃对违约风险上升作出反应，但经济部门在同一时期内仍然能设法对违约风险的增加作出反应。

（二）资本外逃的渠道

在资本管制严格的发展中国家，高报和低报贸易金额以及改变贸易融资条件和期限，通常是大规模资本流动的主要手段。为将资金转移到国外，出口商会低报合同金额，进口商则会高报合同金额并将多出的钱投资到国外资产上。他们采用这种方法是利用了多数资本管制的根本矛盾之一：既需要控制未经批准的资本流入，又不能干扰进出口正常融资以及母公司同附属公司之间为获准的直接投资项目转移资金。因此当通货膨胀率较高与当局实际汇率升值和黑市汇率溢价升高同时发生时，低报出口和高报进口往往是普遍现象。通过低报出口和高报进口，部分出口收入和进口收入从商业外汇市场转到了外汇黑市上出售以获取利润。资本外逃的另一个与贸易有关的渠道是交易结算。当预期本币汇率下跌时，外国的出口商会尽量将交易结算时间推后，而进口商则尽量将交易结算时间提前，从而导致实际的资本外逃，另外跨国公司也可以利用转移价格政策逃避资本管制，在预期调整汇率前，公司内部转移价格的变化以及内部支付的提前或滞后，使这些公司能够将资金调进或调出一国。例如当预期当局汇率下调时，跨国公司可以通过国内子公司压低出售价格或提高进货价格而将资本调出国外，导致国内资本流失。近年来我国的外商投资企业发展迅猛，但由于在引进外资过程中缺乏科学合理的规划和一套严密完整的管理体系，在政策上过于宽松等因素，目前资本流失问题较为突出。资本流失主要通过以下途径：

1. 各种形式的空壳公司出现。这种情况较多地反映在老企业嫁接形式的合资企业上，主要手段是外方利用产品上的资金往来结算拖欠出口货款，将投入资金转移境外或以经常项目下用汇和还本付息等名义将资本金抽走或汇回。这些企业的外方投资者既抽回了资本，又推销了他们的设备，并在经销合营公司的产品过程中赚足了利润。

2. 外方通过产品出口和原材料进口的定价手段赚取高额利润，变相抽回资本。

3. 外汇指定银行柜台把关不严使资本转移或流失。

4. 外方投资设备作价高估，造成虚假投入，外方在以设备投入，特别是以二手设备投入过程中普遍报价较高，与实际价值不符。少数外商投资企业外方投入设备价格高于实际价格的一倍以上，投入当初就收回了投资，所以合资企业成立后外方一般不参与管理，亏损与他无关，盈利分毫不让，合营终止清盘还可按股分得剩余资产。

（三）国内资本外逃的实证分析

在国际金融统计中，资本外逃（Capital Flight）有两种计算方法：

1. 一种方法是将一国对外债务的增加额（D）加上国外直接投资净额（FDI），减去经常帐户赤字（CAD）和储备（R）增加额，其差额即为资本外逃额（ KF_1 ），用公式表示：

$$KF_1 = (D + FDI) - (CAD + R)$$

国际货币基金和世界银行的金融统计通常采用此种方法。

2. 另一种方法是将一国短期资本流出净额（SC）加上国际收支帐户中的“错误与遗漏”的数额（EO），其总额即为资本外逃额（ KF_2 ），用公式表示：

$$KF_2 = SC + EO$$

依据上述两种方法计算的中国资本外逃的规模见表9-1。表9-1 中国

资本外逃的规模 单位：亿美元

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1985— 1995 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------------|
| KF ₁ | 1.39 | 9.23 | 18.52 | 75.61 | 59.25 | 126.48 | 136.18 | 105.32 | 292 | 694.87 |
| KF ₂ | -12.40 | -10.18 | -15.36 | -63.29 | -64.30 | -91.80 | -137.40 | -128.87 | -173.90 | -697.50 |
| D | 87.2 | 98 | 13 | 112.5 | 80.1 | 87.6 | 142.5 | 92.5 | 137 | 850.2 |

资料来源：IMF《国际金融统计》。

表 9 - 1 中反映出，1987—1995 年，中国资本外逃额在 700 亿美元左右，这一规模的惊人之处表现在：(1)中国自 1987 年以来资本外逃占外债增长额的比重达到了 81.7%，大大超过了 80 年代外债负担最沉重的 9 个发展中国家 40%的平均水平。(2)中国资本外逃在 90 年代表现更为明星，1990—1995 年外逃资本高达 665.73 亿美元，占外债增长额的比重竟高达 102%。(3)与其他国家不同，巨额资本外逃没有使中国陷入债务危机或严重影响经济增长，而是高资本外逃与高投资率和高经济增长并存。

90 年代以来，中国资本外逃规模急增的原因可能是由于三个方面引起的：(1)为了获取国外资产投资的高收益或享受“外资”身份所带来的优惠，国内投资者通过变更合同价格，出口外汇滞留境外或假进口等途径，绕开对资本流出的监管在国外投资，或流回国内投资，享受优惠利益。(2)国有资产流失的转移。1992 年以后，改革速度的加快使得制度性变革中对国有资产的管理出现许多漏洞，造成大量国有资产以各种形式向个人流失，出于“安全性”考虑，这些资金也通过各种隐蔽渠道转移到境外。这是近几年来改革进程中最突出的问题之一。(3)由于 1993—1995 年比较高的通货膨胀率，国内财富持有者做出人民币汇率大幅度下跌的预期，出于保值的动机，一部分本币资产转化为外币资产。

巨额资本外逃与高经济增长并存的现象归结为两个理由：(1)90 年代以后，日渐增长的高储蓄率充分支持了国内投资水平，为经济增长提供了保障。(2)由于 1989 年以后中国国内稳定的政治经济环境，1992 年以后改革速度的加快和经济发展所展现出来的巨大市场潜力，使国外非债务性资金大量投入中国，1992—1995 年，中国外债余额增长率只有 15.9%，而 FDI 金额增长率平均达到 84.1%。因此，尽管资本外逃与外债增加额的比率高达 81.7%，也并未显现出对外债状况和经济增长的消极影响，反而表现为中国外汇储备达到创纪录的水平。

然而，对持续资本外逃的经济后果必须充分估计：(1)1996 年，FDI 实际金额增长率已由 1992 年的 152%下降到 12.2%，已经难以掩盖资本外逃的影响。(2)到目前为止，尚未找到治理资本外逃的有效手段。不仅如此，由于 1996 年 12 月人民币经常项目可自由兑换，资本外逃的监管难度反而更大。(3)资本外逃对经济的打击往往出现在经济形势最艰难的时候，一旦经济运行出现较大波动或国家风险加大，资本外逃很可能令人难以想像地加大经济恶化的程度和速度。

三、资本外逃的经济影响

随着全球经济一体化趋势的加强，国际交流日益增多，国际资本在日趋大规模流动的同时，对于有关国家的经济运行产生了深刻的影响。

（一）清偿能力威胁和国家信用评级降低

资本大量外逃时会从两个方面影响国际社会对一国的信用评级：首先，随着资本的大量外逃，一国的外汇储备会随之大幅度下降，而外汇储备是显示国家经济实力和评定国家信誉等级的重要标志之一。一般来说，外汇储备较多，反映偿债能力较强，国家信誉等级就较高，易于吸引外资和对外筹资。如果外汇储备大幅下降，必将影响一国的偿债能力，使得国际社会对一国的信用评级降低。另一方面，一国如果出现资本的大量外逃，还会使国内外投资者对该国的经济与社会的发展前途持怀疑态度甚至丧失信心，使得该国在国内金融市场上筹资困难。

（二）国际收支不均衡

国际收支是一国对外全部经济交易的系统记录，它系统地总结一个经济体与世界其他经济体之间的经济交易。无论是在固定汇率制还是在浮动汇率制下，国际收支始终是各国关注的焦点之一，国际收支状况越来越成为各国制定经济政策，保持对内对外平衡的重要依据，成为综合评价外债、外汇储备的适度规模以及测算汇率合理水平的基础。同时，国际收支具有广泛的国际可比性，对加强国际交流起着积极的作用。国际资本流动与国际收支之间有着密切的联系：国际资本流动，从其反映的对象和内容看，构成了国际收支的资本项目；从其期限结构看，可以被划分为资本项目下合同偿还期为 1 年以下的短期资本流动和合同偿还期在 1 年以上或未定偿还期的长期资本流动。随着国际资本流动的发展，国际收支状况也会随之发生变化。当国际资本大量流入时，国际收支中的资本项目表现为顺差，当出现资本大量外逃时，资本项目表现为逆差。频繁的国际资本流动规模的增大，经常项目所占比重逐年下降，资本项目所占比重逐年上升，但是值得注意的是，国际资本流动对经常项目差额的平衡作用是有一定局限性的，尤其是短期国际资本流动。当经常项目出现逆差时，其差额可由流入的国际资本来弥补，但经常项目赤字如果是长期的，那么当国际资本由于种种原因不再流入甚至撤离时，国际收支不可避免地会发生严重的失衡，进而引发严重的金融危机。

（三）本币汇率波动

汇率，即两国货币兑换的比率，或者说是一国货币单位所表示的另一种货币单位的“价格”。两国货币所以能相互兑换，在于具有共同的价值基础，因此两种货币对内价值是形成汇率的基本依据。但是外汇作为外汇市场上的一种商品，汇率又要因外汇供求状况的变化而相应波动。国际资本流动的发展引起外汇储备，国际收支状况随之变化，并进而影响外汇市场上的供求状况，使得汇率上下波动。从宏观上看，大量国际资本流入使外汇储备增加，国际收支出现顺差，外汇市场上外汇供过于求，推动本币汇率升值；大量的国际资本外逃则引起一国的外汇储备减少，国际收支出现逆差，外汇市场上供不应求，使得本币汇率贬值。在 1994 年墨西哥金融危机中，由于大量外资和国内资金挤兑抽逃，在短短的数月内，其外汇储备由 170 亿美元猛降至 65 亿美元，比索也随之急剧贬值 40%。我国 1994 年外汇体制改革以后，人民币汇率的形成以市场供求为基础，实行有管理的浮动汇率制，而不再是国家有计划地确定和调整。因此国际资本流动的发展变化对人民币汇率的影响也更为直接有力。

资本市场是交易期限在 1 年以上的长期金融交易市场，主要满足工商企业的中长期投资需求和政府弥补财政赤字的资金需要，这一领域包括长期信

贷市场和证券市场。当前的国际资本流动有相当一部分是通过投资于证券市场流入一国，而一旦有不利的政治、经济因素发生时，投资者又会迅速地抛售证券、抽回资本快速地逃出国外，致使国内的资本市场丧失流动性，导致生产建设资金严重短缺。1994年的墨西哥金融危机实质上是一种“流动性不足”的危机。考虑到墨西哥的教训，我国在对外开放金融市场问题上应采取慎重态度。我国的证券市场刚刚起步，市场容量小，上市公司总体素质差，金融法规不健全，管理水平低，经不起大量外资流入流出的冲击，因此近期内不应急于开放，而应循序渐进。

第三篇 国际资本流动与货币政策

§ 10 国际资本流动与货币供给

§ 10.1 国际短期资本流动与货币供给

短期资本流动的主要类型有贸易资金流动、银行资金流动、安全性资本流动和投机性资本流动。

贸易资金流动是由国际贸易引起的货币资金流动，它在短期资本流动中占有重要地位。因为国际间进出口贸易的资金融通和资金结算，必然要引起国际间货币资金运动。通常贸易资金的流动方向是由商品进口国向商品出口国流动。

银行资金流动是由各国银行之间资金的频繁调拨引起的资金流动。各国银行由于经营业务和牟取利润的需要，经常不断地进行套汇、套利和调期交易。因短期外汇资金的拆借、国际间银行同业往来的收付和结算等，也会产生频繁的国际短期资本流动。

短期资本的持有者为保证资本的“安全”而在国际间转移资本形成的国际资本流动称为安全性资本流动。这些资本流动又称资本外逃，其原因主要是：第一，国内政局动荡不稳，资金失去保障；第二，国内经济情况恶化，国际收支持续逆差，或者货币有贬值的可能；第三，国内外汇管制严格，资金运用受到限制。

投机性资本流动指投机者利用国际市场上利率、汇率等市场价格可能出现的涨跌差异进行投机活动而发生的短期资本流动。投机性短期资本流动取决于两个因素，一是各国货币之间力量对比，也就是汇价的对比，如美元疲软时，美国就会有大量资本外流；二是各国相对利率水平，在两国短期利率发生差异的情形下，将资金由利率较低的国家转移到利率较高的国家，可赚取差额利息。

国际短期资本流动中除了贸易融资和银行短期往来资金外，大量的短期投资的资金对国际金融市场冲击很大，其主要来源是：第一，各国国内短期资金流到国外从事谋利生息；第二，跨国公司在进行国际业务活动中，经常有暂时闲置或过剩的资金，需要进行短期投资；第三，跨国银行除本身拥有大量外汇放款资金外，在其从事国际支付、汇兑、结算过程中掌握部分外币资金，常用来进行短期投放；第四，各国政府或中央银行都掌握有一定的外汇储备，为获益或保值，它们往往将这些资金进行国际投资，其中一部分为保持流动性，只进行短期投放。

短期资本流动对货币供应量的影响主要通过国际收支总额（流量）和差额（存量）表现出来，国际收支总额和差额的变动必然会从外汇储备数量的变动反映出来，即国际资本流入导致国际收支顺差，外汇储备增加，反之则外汇储备减少。

货币供给机制是指在经济运行中，货币通过何种途径，采用何种方式向社会供给。货币的供给机制反映了货币的供给规律。在货币金融制度的不同阶段，货币的供给机制是不相同的。即使是在同一发展阶段上，由于各国经济体制的差异，货币的供给机制也有所区别。

现代货币制度下，货币供应量可划分为几个层次 M_1 、 M_2 、 M_3 、 M_4 等。划分标准大致为：

$$M_1 = \text{通货} + \text{活期存款}$$

$M_2 = M_1 + \text{商业银行定期存款和储蓄存款}$

$M_3 = M_2 + \text{其他金融机构定期和储蓄存款}$

$M_4 = M_3 + \text{其他短期流动资产}$

在讨论货币供给机制时，采用狭义货币供应量 M_1 作为货币供应量。

在现代银行制度下，货币供给机制一般用以下公式表示：

$$M_s = K \cdot B$$

其中： M_s 表示货币供应量

K 表示货币乘数

B 表示基础货币，由流通中通货和存款准备金组成

外汇储备与货币供给的关系可以从中央银行货币帐户中得出。表 10 - 1 是中央银行的资产负债表。

表 10 - 1 中央银行资产负债表

| 资产 | 负债 |
|------------|---------|
| 国外资产 | 流通中通货 |
| 政府债券 | 各项存款： |
| 对商业银行贷款或贴现 | 商业银行准备金 |
| | 财政部存款 |
| | 国外存款 |

从表中看，中央银行负债主要有两类：流通中通货和存款负债，存款负债由商业银行准备金、财政部存款和外国存款组成。中央银行资产主要有：(1) 国外资产，包括黄金、外汇和特别提款权；(2) 政府债券；(3) 对商业银行贷款或贴现。

基础货币就是中央银行的负债净额，因而根据中央银行资产负债表，可以推出基础货币方程式如下：基础货币 = (黄金、外汇及特别提款权 - 外国存款 + 对政府债权净额 + 对商业银行债权净额 + 其他)

= 国外资产净额 + 国内信贷额

用公式表示：

$$B = R + W$$

其中： R 表示国外资产净额

W 表示国内信贷额

用增量的形式表示：

$$R + W = B \quad (1)$$

由此，我们得出外汇储备与货币供应量的关系式：

$$M_s = K \cdot (W + R)$$

$$= K \cdot W + K \cdot R \quad (2)$$

(2) 式中 R 表示用本国货币计价的外汇占款额，所以，(2) 可写成：

$$M_s = K \cdot W + K \cdot e \cdot U \quad (3)$$

其中： e 表示汇率

U 表示外汇持有额

现在假定基础货币中国内信贷和国外资产净额的构成不同，货币乘数是常数，在固定汇率制下，汇率也是常数，基础货币的增加，必然通过乘数引

起货币供应量成倍变动。设 M_s 为货币供应量增量， W 为国内信贷增量， u 为外汇持有额增量，则有以下式：

$$\begin{aligned} M_s + M_s &= K \cdot (W + W) + K \cdot e \cdot (u + u) \\ &= K \cdot W + K \cdot e \cdot u + K \cdot W + k \cdot e \cdot u \end{aligned} \quad (4)$$

其中 M_s 、 W 、 u 可以为正值也可以为负值。

(4)式表明在开放经济中，一国的外汇储备与国内货币供给有如下关系：

1. 外汇储备变动是货币供给的重要渠道，因而短期资本流动通过影响外汇储备会对货币供给产生影响：

2. 外汇储备占款是中央银行的一项资产，具有高能货币的性质。

3. 资本流动的三种情况对货币供应量有不同的影响。

(1) 流入大于流出，外汇储备增加 u ，货币供应量扩张 $k \cdot e$ 倍，即 M_s 增加 $k \cdot e \cdot u$ 。

(2) 流入和流出持平，外汇储备不变，货币供应量不发生变动。

(3) 流入小于流出，外汇储备减少 u ，货币供应量减少 $k \cdot e \cdot u$

上述分析是资本流动影响货币供给的一般原理，下面将展开具体分析。

现实经济生活中，外汇储备对货币供给的影响过程及其影响因素是非常复杂的，但主要有银行体系、外汇构成和外汇管理三个要素。

一、银行体系的影响

在上述的国际资本流动对货币供给影响模型及其分析中，我们为了分析其基本原理，将外汇储备的增减变动直接与中央银行资产中的外汇占款一项相联系，得出外汇储备与货币之间简单的乘数关系，即 $M_s = k \cdot e \cdot u$ 。现代银行制度采用的是二级银行体系，银行体系由中央银行和商业银行二个层次组成。在此体系下，商业银行的客户是企业、单位和个人，而中央银行的客户是商业银行和其他金融机构，不与工商业者发生直接业务往来。中央银行不直接和居民及企业进行外汇买卖业务。在现实经济生活中，当企业和居民获得外汇收入后，首先出售给经营外汇业务的金融机构，得到本国货币。然后，金融机构将外汇出售给中央银行，得到等量本国货币，使其在中央银行的准备金增加；当企业和居民需要外汇时，首先由金融机构向中央银行购买外汇，准备金减少，然后再把外汇出售给企业和居民，收回本国货币。显然，外汇储备变动对货币供应量的影响经历了两个过程（见图 10 - 1）。

第一次外汇买卖，即居民和企业与金融机构之间的外汇买卖对货币供给的影响称为初始影响。假定外汇买卖的数量为 u ，初始影响使货币供应量增加或减少 $e \cdot u$ 。例如银行从居民手中购入外汇 u ，居民获得本国货币为 $e \cdot u$ ，货币供给增加 $e \cdot u$ 。

第二次外汇买卖，即中央银行和金融机构的外汇买卖对货币供应量的影响称为继发性影响。继发性影响对货币供给的影响比较复杂，下面我们对其作出分析：中央银行的货币政策是由中央银行根据经济情况、金融目标作出的各种调节、控制货币供应量和信用条件的方针政策总和。在中央银行独立性较强的国家，货币政策可看作是经济的外生变量。再考虑中央银行货币政策，那么，当金融机构将外汇出售给中央银行时，其在中央银行的超额准备金增加 $e \cdot u$ ，银行可发放的贷款数量增加 $k \cdot e \cdot u$ 。但是，银行仅仅具有了货币供给扩张的能力，但是要实现货币供给的实际扩张，还必须要有居民

和企业对贷款的需求。如果经济不景气，居民和企业没有对贷款需求，货币供给的实际扩张就不能实现。决定贷款需求的是现存和预期利润率，因此，外汇储备对货币供给的继发性影响受到当时经济状况的制约；另一方面，当商业银行从中央银行手中购得外汇时，其在中央银行的存款准备金数额减少 $e \cdot u$ ，然而，这也只是产生收缩货币供给的可能性。要发生继发性影响，还必须看银行在中央银行是否有足够的超额准备金。如果银行有足够的超额准备金，货币供应量就不会受到影响；如果银行超额准备金数量不足，就必须通过拆借资金或收回贷款等方法补充购买外汇所需要的超额准备金，这时引发货币供给的收缩。因此，外汇储备对货币收缩的继发性影响受当时货币供求状况的制约。

由此我们可以看出，外汇储备变动对货币供给的继发性影响具有不对称性，货币扩大效应大于收缩效应。不过我们在货币供给模型中的货币乘数 K 是指一定时期内基础货币变动导致货币供应量变动的平均扩张或收缩倍数，分析中上述不对称性可暂时被忽略。由此，继发性影响使货币供给增加或减少 $k \cdot e \cdot u$ 。

综合考虑初始影响和继发性影响，国际资本流动对货币供给的影响可以以下式表示：

$$M_s + \Delta M_s = K \cdot W + k \cdot e \cdot u + e \cdot u + K \cdot W + K \cdot e \cdot u + e \cdot u \quad (5)$$

整理后，可写成：

$$M_s + \Delta M_s = K \cdot (W + \Delta W) + e(u + \Delta u) + k \cdot e \cdot (u + \Delta u) \quad (6)$$

式中，右边第一项表示国内信贷及变动额，第二项表示初始影响的货币供给及变动量，第三项表示继发性影响的货币供给及变动量。

二、外汇管制制度的影响

在一些较发达的国家，已经形成了成熟的开放型经济体系，外汇管制较少，因而，外汇储备的结构比较稳定，外汇结构因此变化不大。因而，在分析外汇储备对货币供给影响时，可将上述两个因素看作常数。货币乘数 k 由本国的经济金融体制决定，与国际资本流动没有关系。因而外汇储备对国内货币供应量的直接影响，主要是汇率和外汇储备规模两个因素，尤其是在当前的浮动汇率制度下，汇率受经济形势、利率高低、国际资本流动等因素的影响，波动愈来愈剧烈，且变化的趋势和幅度难以估计。因此，在外汇管制严厉的国家，短期资本流动对货币供给影响相对较小，中央银行的调控比较容易起作用。

外汇储备增减引起货币供应量的增减程度还取决于本币对外币汇率的变化。在固定汇率制度下，汇率一般不变，只能在上下很小的幅度内波动。但是，如果有关国家的经济出现根本性不平衡，则可以采用法定贬值或法定升值的手段调整汇率，以促进本国国际收支的平衡。采用法定贬值，一单位外币可换更多的本币，外汇储备增加就意味着中央银行要向流通领域注入更多的本国货币，则外汇储备的变动对货币供应量变动影响更大。本币升值得到的结果则相反。在浮动汇率制度下，汇率可能自由浮动，汇率决定于外汇的供给和需求。假设汇率是完全浮动汇率，中央银行不对外汇市场上汇率的变动采取任何干预措施，汇率随外汇市场上供求变化而变动，以保持供求平衡。中央银行不对外汇市场采取任何干预措施，国际收支和国内货币供给不再发

生联系，国际资本流动不能对本国货币供给产生影响。事实上，所有的国家都不是采取完全浮动汇率制度，它们对汇率都有或多或少的干预，只是程度不同而已。在这种情况下，目标资本流动就类似于固定汇率制下对货币供给的影响，通过外汇储备的增减来引起本国货币供给的增减。

前面分析的短期资本流动对货币供给的影响主要是贸易资金流动或银行资金流动，另外出于保值或投机目的的短期资本流动对本国的货币供给产生更大的影响。这种短期资本移动期限短，投机性强，移动迅速，政府也难以控制，而且往往规模巨大，是开放经济中一个不稳定的因素，对货币供给有明显的影 响。当一国由于利率上升或预期汇率即将上升等因素引起大量投机性短期资本流入时，外汇储备也因而会大量增加，造成一国在短期内不得不投放大量货币；同时，大规模的短期货币流入往往是保值或投机目的，不会给流入国带来相应的商品或劳务供应的增加，这样就会给该国带来通货膨胀的压力，而且，这种影响通常比长期资本流入的影响更显著。

§ 10.2 长期资本流动与货币供给

上述分析的是短期资本流动对货币供给的影响。长期资本流动对一国的货币供给也会产生较大的影响。

一、长期资本流动对货币供给的直接影 响

国际间接投资在很大程度上属于自发性流动，利率、汇率、有价证券价格的变动等因素会引起国际资本比较迅速的转移。国际间接投资受以下几个因素的影响：第一，利率。各国的利率差别引起国际资本从低利率国家流向高利率国家。第二，汇率。汇率的变动会直接引起资本的流入和流出，假如一国国际收支大量顺差，对外债权增加，外汇供过于求，外汇汇率将上升，国外为偿付该国债务，必然会增加对该国货币需求，促使资本流出。相反，若国际收支持续逆差，将会有外国资本流入。第三，风险。如果同样收益率的投资风险大小不同，投资者当然会选择风险小的投资。投资者在国外进行债务投资、国际银行发放贷款时都要考虑风险因素。

如同我们前面讨论的国际短期资本流动对货币供给的影响，国际间接投资也会对一国货币供给产生直接的影响，外国投资者在本国购买债券、股票、提供中长期贷款，外国资本流入本国。居民或企业获得外汇，然后出售给银行，银行将外汇再出售给中央银行，银行储备增加，一国货币供给通过乘数作用倍增。这与短期资本流动通过外汇储备变动影响货币供给的基本原理是相同的。在外国资本流出时，本国货币供应量会减少。但是，国际间接投资不仅对一国货币供给产生直接影 响，还对货币供给产生间接的影响。

直接投资中以货币形式流入的资本也会对货币供给产生直接影 响，其机制同短期资本流动影响货币供给基本相同。

二、长期资本流动对货币供给的间接影 响

长期资本流动对货币供给会产生很大的间接影 响，其影 响途径是：资本流入通过组合效应、乘数效应和诱导效应，影响本国经济的货币需求，进而对货币供给的增长带来压力。

1. 组合效应的影响

所谓组合效应是指进口或外资流入带来的国外资源（如先进的生产技术和设备等）为获取更高的使用效益（组合效益）必然要与一定量的国内资源

(如国内的劳动力、土地和原材料等)相结合。两国资源组合产生的组合效益,必然高于单纯使入水平只能上升到 Y_1 ,利率上升到 i_1 ,两个市场在 E_1 处重新达到均衡。(2)如果利率保持不变,中央银行就必须增加货币供给以满足货币需求的增加,货币供给由 M_0 上升到 M_2 ,国民收入上升到 Y_2 ,利率保持 i_0 ,两个市场在 E_2 点达到均衡。货币供给增加为 $M_s=M_1-M_0$ 。

货币供给的变化与外资引入量和货币需求的利率弹性有关。外资引入量越大,国内投资的增长程度越大,IS曲线向右移动的距离越大,货币供应量增幅越大,如图10-3所示:

IS₂表示较多资本流入时IS曲线右移后的位置,IS₁表示较少的外资流入时IS曲线右移后的位置,显然最终导致的货币供给增加 $M_2=M_2-M_0$,比 $M_1=M_1-M_0$ 数量要大。

在货币需求的利率弹性较大时,货币需求曲线L较垂直。投资增加引起货币需求增加,在利率保持不变时货币需求利率弹性越大,货币供给的增加越小。在图10—4中,货币需求曲线L₀比L₁的弹性小,引起的货币供给增加 $M_0=M_1-M_0$ 比 $M_1=M_1-M_0$ 要大。

由以上分析可以明了,国际资本流动对货币需求的影响,最终会传递到货币供给上来,导致货币供给的变动。

三、长期资本流动影响货币供给的进一步分析

1. 利用外资与货币供给

外资流入可划分为现汇流入、实物流入和以延期付款方式的流入,它们对国内各总量的影响有所差异。

(1)如果外资以现汇方式流入,流入的现汇又马上用于进口国外机器设备或原材料,则其对国内经济的影响类似于商品进口对国内经济的影响;流入的现汇如果没有即期使用,而是兑换成本币存放在国内,该国外汇储备就会增加,国内货币供给增加。

(2)如果外资以实物形式流入本国,如外商直接投资中的机器设备流入、补偿贸易等,从短期看这种实物资本的流入既带来了供给,又带来了相应的需求。如果不考虑本币配套资金要求等间接影响,这种流入对国内总供求之间的平衡不产生影响,货币需求不发生变化,相应地,对货币供给没有影响。

(3)如果外资以延期付款的方式流入,由于延期付款实际上是支持了商品的进口,资本流入的同时也对应着商品的流入,它对总供给和总需求的影响与实物型外资流入类似,只不过它一方面增加了国内的总供给,另一方面直接满足了一部分国内的需求,从短期看对货币供给没有影响。

上述分析应注意到,上述情况是仅就利用外资的直接和短期效用而言。事实上,外资流入对货币供给还有间接影响和长期效用。主要有以下几个方面:

(1)利用外资的间接影响。无论哪种形式的外资流入,对一国经济都会产生组合效应、乘数效应和诱导效应,因此该国货币需求水平将上升。在利率不变的情况下,该国的货币供给相应增加,以保持货币供求平衡。其中组合效应外资流入需要相应数量的本币配套资金,对货币需求的影响十分直接,影响程度也比较大,从而货币供给增加的压力较大。

(2)从长期看，一方面外资的投入引起货币供给的增加，但其投入形成产出，增加社会的总供给水平，从而长期看不会对国民经济造成较大的膨胀压力；另一方面，大量引进外资必然引致将来大量的外商利润以外汇形式汇出本国，并且本国还本付息的负担加重，本国经济将发生收缩。中央银行为了干预经济，保持经济不进入萎缩衰退，就必须采取扩张的货币政策，货币供给增大。

(3)利用外资的实践中，对外资管理十分重要。管理上的混乱可能会造成各种假外资流入或是外币资金不到位的现象，不合理地扩大本币资金的需求；另一方面外资利用效率会因管理不善大大降低，不能形成与货币供给相应的生产水平，加大通货膨胀的压力。

2. 外债与货币供给

对于发展中国家而言，对外举债利用外资具有很重要的意义，它可以帮助发展中国家解决经济发展中储蓄不足和外汇不足的两大障碍，从而走出储蓄和外汇抑制性经济贫困循环，加速经济的增长。且外债在周期的不同阶段对国内货币供给的影响不同。

债务周期一般分为三个阶段，如下图 10 - 5 所示。

第一阶段：由于国内需要进行快速经济增长，需要进行大量的固定资产投资，所需的投资额大于国内可能的储蓄。所需投资额大于国内储蓄额的部分，称为国内储蓄缺口。为实现投资，需要外国资本流入弥补国内储蓄缺口。这一阶段单位时期的净资本流入额等于资本流入额与该时期需还本付息额之差，且资本流入和净资本流入在这一时期增长最快。但是，这一时期流入的外汇资金正处于建设期，一方面，不能增加产出以增加社会产品供给，在还本付息期内，需要用生产的产品出口以偿还外债或用其他产品的出口来偿还外债，国内市场上产品供给增长有限；另一方面，长期资本流入对货币供给有很大的间接影响，由于这一时期外资流入的速度最快，因而货币供给的增长速度也会相应加快。这样，在外资投资建设期和还本付息期，货币供给量大于货币必要量。

第二阶段：随着经济的不断增长，国民收入水平不断提高，国内储蓄开始增加，国内储蓄缺口不断缩小。国民收入提高到一定水平后，国内储蓄开始超过投资需求额。资本的流出主要是所借外债的还本付息。但由于储蓄和投资之间的差额仍然小于还本付息额，所以仍须从国外引入资金，但毛资本流入小于还本付息额，净资本流入变成负值。在这一期间，引入外资、举借外债的规模和速率放慢，直到增长率为零。这时，国民经济基本上处于内外平衡阶段。但社会上商品供给大量增加，总供给和总需求达到平衡，货币供求也趋于平衡。

第三阶段：国内储蓄水平已达到能充分满足投资和外债还本付息的水平，不再需要借外债，资本流入转变为资本流出，本国在第一阶段和第二阶段积累的债务余额逐渐减少。在这一时期，出口大于进口，经常项目处于顺差状态，可用创汇收入来归还外债。这一过程将再次引起货币供给的增长，但此时国内经济已趋成熟，经济由供给不足转型为供给过剩，出口增长引起的国内需求增加，可以促进国内经济的增长。

另外，外债规模过大会对一国货币供给产生较直接的影响。首先，过度债务规模下，债务国必须拿出大量国民收入满足还本付息和汇出利润的要

求，本国总供给水平将因大量还本付息而大大减少，不能满足总需求，国内货币供给超过必要的货币量，增大通货膨胀的压力。其次，外债规模过大，对配套本币资金的需求必然也很大；大量本币资金投放会使货币供给增加很大，要求外资投资项目必须生产足够的产品，否则对经济膨胀压力很大。再次，外债中的政府借款是财政赤字的一部分，过度的外债必然增大财政赤字，对货币供给的增加产生很大的压力。

§ 10.3 资本自由流动与货币政策的有效性

一、固定汇率制下的资本自由流动

国际收支差额等于经常项目差额与资本项目差额之和，用公式表示：

$$BP = NX(Y, Y_f, R) + CF(i - i_f)$$

式中，BP 表示国际收支差额，NX 表示经常项目盈余，CF 表示资本项目盈余，经常项目盈余由三个因素决定：(1)本国国民收入 Y，影响进口。Y 上升，进口增加；Y 下降，进口减少。(2)外国国民收入 Y_f ，影响本国出口需求，与出口成正比例关系。(3)实际汇率 R。与名义汇率相比，实际汇率考虑了两国物价水平的对比。实际汇率上升意味着本币真正贬值，经常项目出现顺差，反之则出现逆差。资本项目盈余由国内利率水平 i 与国外资本市场利率水平 i_f 之间的差额决定。 $i - i_f$ 称为利率差额，利率差额大于零，资本流入；利率差额小于零，资本流出。完全的资本流动假设 i_f 微小的利率差额就可以引起巨大的资本流动，直到国内利率和国外利率相等，利率差额为零。

固定汇率制下，一国中央银行不能实施独立的货币政策，其原因如下：假设一国准备提高利率，以减少供给，紧缩经济。利率上升后，该国利率水平高于世界市场利率水平，资本大量流入。资本流入的结果是资本项目巨额盈余引起国际收支巨额盈余，给该国货币带来巨大的升值压力。中央银行为了把汇率维持在一个固定水平，在外汇市场上卖出本币，买入外汇。最初的货币紧缩失去作用，利率又恢复到原来的水平。表 10—2 说明了固定汇率制下，货币紧缩后的一系列过程。

表 10 - 2 货币供给与国际收支、央行干预

| | |
|----|-----------------------|
| 1. | 干预带来的货币膨胀降低利率 |
| 2. | 利率水平上升 |
| 3. | 资本流入，国际收支出现盈余 |
| 4. | 本币升值压力 |
| 5. | 央行在外汇市场上买入外币，卖出本币进行干预 |
| 6. | 干预带来的货币膨胀降低利率 |
| 7. | 回复至原有利率水平且国际收支平衡 |

我们还可以用 IS-LM 曲线分析这一过程，如图 10 - 6 所示。

完全资本流动下国际收支只能在 $i = i_f$ 时保持平衡。货币扩张政策使利率降低到 E 点，货币有贬值压力。中央银行进行干预，卖出外汇买入本币，直到 LM 曲线回复到原来位置 LM ，货币供给不改变。

二、浮动汇率制下资本自由流动

在完全的浮动汇率制下，中央银行不通过干预外汇市场来影响汇率。汇率的变动使外汇市场的外汇供求平衡，市场出清。在没有政府干预的情况下，国际收支差额一定为零。如果一国国际收支中经常项目发生逆差，外汇市场上对外币需求增加，对本币需求减少，本国货币汇率上升（贬值）。经常项目逆差，资本表现为流出大于流入，本国货币紧缩，利率水平趋升，就会吸引大量国外资本流入，直到国际收支差额为零。汇率的调整将使经常项目和资本项目差额为零。反之亦然。

另外，在浮动汇率制下，中央银行不对外汇市场进行干预，所以在国际收支和货币供给之间不再发生联系，国际收支变动不对货币供给产生影响。

§ 10.4 欧洲货币市场与货币供给

所谓“欧洲货币市场”是指欧洲货币流通、存放和借贷的市场。欧洲货币是指在货币发行国以外流通、借贷的该国货币，包括欧洲美元、欧洲马克、欧洲瑞士法郎等。欧洲美元是最早出现的欧洲货币，是欧洲货币市场最主要的交易货币。欧洲货币市场是一种自由交易、不受管制的金融市场，它的业务多属于批发性银行业务，放款单位巨大，交易对象多是大企业、跨国公司及各国政府等，一般利率也较低。

欧洲货币市场由于是“金融批发市场”，只接受定期存款而不办理储蓄存款与活期存款。其定期存款额一般最短为1个星期，最长为3年，但大部分为1月至1年左右。放款期限通常以3个月和6个月较为普遍，利差一般为1厘。但是近年来中长期贷款有所增加。

欧洲货币市场自60年代开始发展，30年间发展迅速，规模已经十分巨大，加上欧洲货币市场上管制少，资本移动自由，无疑会对世界经济产生巨大的影响。

一、欧洲货币市场与国际资本流动

从欧洲货币市场三十年的发展情况看，该市场在国际资本流动中起了不可替代的作用。与其他国际金融市场或国际资金转移渠道比，它无疑是作用最大的。国际间大规模资本转移之所以能够比较顺利地得以实现，主要是由于欧洲货币市场通过各种形式的活动，暂时解决了资金供给和需求的矛盾，如国际金融市场资金来源和运用的期限不同的矛盾，货币构成不同的矛盾，都可通过欧洲货币市场得以解决。通过欧洲货币市场，资金盈余的国家与资金短缺的国家无须直接接触就可使资金顺利转移。

通过欧洲货币市场实现资本在国际间转移，对于国际贸易起了促进作用。根据IMF的统计，1962年以来西方工业国家的贸易增长率比生产增长率高许多，而许多西方国家都以对外贸易作为刺激经济增长的主要手段。可见，没有欧洲货币市场的存在，西方对外贸易几十年的快速增长是不可能的。

日本从60年代就不断从欧洲货币市场借入资金，据不完全统计，1964—1969年，日本借入的欧洲美元达42亿。进入70年代以后，日本开始在欧洲货币市场投放资金，与此同时还大量借入外资，据国际清算银行统计，1974—1977年，日本借入欧洲货币净额63亿美元。可见，欧洲货币市场的资金是日本60年代以来经济高速发展所需巨额资金的重要补充来源。

欧洲货币市场对发展中国家经济的发展和许多国家国际收支不平衡的协

调也起了很大的作用。

欧洲货币市场除对世界经济的增长起了积极的作用，也有另一方面的作用。据统计，欧洲美元资产总额远远超过美国对外短期负债，这就足以说明欧洲货币市场存在着资金自行膨胀的功能，但应当指出膨胀最快的是银行同业间存款。据粗略估计，欧洲货币市场存款总额中，约有 40% 是同业存款重复计算部分，扣除这部分后，再与美国对外短期负债相比，其膨胀速度虽然减小，但仍说明了欧洲货币市场对世界货币供给的冲击作用。

二、欧洲货币市场与货币供应量的层次

由于欧洲货币市场的存款大部分为定期存款，而非支票或活期存款等存款货币，因此欧洲货币是否属于货币供给，以及欧洲货币市场对全球通货膨胀的影响，就是一直需要讨论的话题。

欧洲货币是否属于货币供给的一部分，与货币供应量的狭义和广义的定义有关。如果对货币作狭义的定义，即货币层次中的 M_1 只包括流通的现金、活期存款及支票存款，则由于欧洲货币存款大部分为定期存款，不能签发可立即付现的支票，所以欧洲货币市场并不会对全世界货币供给产生影响。但是，如果货币供给的范围扩大，比如说 M_2 。 M_2 一般以下式表示：

$$M_2 = C + D_d + D_s + D_t$$

其中 C 表示银行体系外通货， D_d 表示活期存款， D_s 表示银行体系储蓄存款， D_t 表示银行体系的定期存款。欧洲货币市场的存款多为定期存款，属于 M_2 的一部分，因而欧洲货币被视为货币供给的一部分。所以，到底欧洲货币是否属于货币供给，应视对货币的定义是狭义还是广义。如果对货币供给作狭义的定义如 M_1 ，则欧洲货币存款不属于货币供给的一部分。

三、欧洲货币市场的货币供给机制

从理论上讲，银行的放款及其投资活动，本身可导致存款创造过程，即存款和储备之间具有乘数关系。根据货币银行学基本原理，这个乘数的数值通常大于 1。这个理论应用于国内货币和存款的倍数扩张或紧缩过程，是否与国际金融市场货币量形成的过程完全相似，是值得研究的，并存着几种不同的理论，下面分别讨论。

（一）乘数分析法

以下我们分析某客户将 100 万美元资金由美国的一家商业银行存入后对全世界货币供给的影响。在此应注意，美元部分的世界货币供给，依定义包括公众持有的欧洲美元存款，但包括欧洲银行在美国银行体系保留的美元现金。

假设某厂商在美国银行有活期存款 100 万美元，现将此存款转入欧洲银行成为欧洲货币市场存款。以上存款转帐后，欧洲银行的资产负债表变化如下（不考虑此前的帐户情况）：

| 欧洲银行 | | | |
|------|-------|--------|-------|
| 资产 | | 负债 | |
| 现金 | 100 万 | 欧洲美元存款 | 100 万 |

假定银行保留 10% 的储备，即将 10 万美元留存在美国银行，而将剩余的

90 万美元贷放给美元借款人，则其资产负债表变化如下：

| 欧洲银行 | | | |
|------|------|--------|-------|
| 资产 | | 负债 | |
| 储备 | 10 万 | 欧洲美元存款 | 100 万 |
| 放款 | 90 万 | | |

于是全世界的货币供给增加。但是，90 万美元放款的流向不同，对全世界货币供给的影响不同：

1. 可能流回到美国银行体系，终止全世界货币供给的扩张。

2. 可能被转换成另外一种货币，于是美元存款就由某一国中央银行持有。在此如果假设各国中央银行并不再将美元储备转存于欧洲货币市场，那么世界货币供给不再继续扩张。但若是各国中央银行参与外汇市场，将购得的美元储备存于欧洲银行，投机者再向欧洲银行借入这些美元投入外汇市场，各国中央银行再买入这些美元回存到欧洲银行，这样持续下去，欧洲美元存款流失率将很低，存款扩张乘数及世界货币供给的扩张将很大。这种现象被称为“欧洲美元旋转木马 (Eurodollar carousel)”。为了防止这种现象的发生，1971 年西方主要工业国家同意对任何额外增加的外汇准备不以欧洲美元的方式持有，但其他国家（如石油输出国组织的会员国）仍将约 40% 的官方美元储备存入欧洲银行（亦即以欧洲美元存款的方式持有）。

3. 可能又被转存入另一欧洲银行。在此情况下，将再度引起另一回合的货币创造过程，使全世界货币供给持续扩张。用公式来表示世界货币供给的扩张：

$$\Delta M = (1-r)\Delta A + d(1-r)^2 \Delta A + d^2(1-r)^3 \Delta A + \dots$$

$$\frac{\Delta M}{\Delta A} = \frac{1-r}{1-d(1-r)}$$

$$\text{或 } \Delta M = \Delta A \frac{1-r}{1-d(1-r)}$$

M：世界货币供给之增加额；

A：最初存入欧洲银行的欧洲美元存款；

r：欧洲银行体系保留美元储备占欧洲美元存款的比率；

d：再存款比率即每笔放款重新存回欧洲银行体系的金额占原先放款的比率，亦即 $d = (1 - \text{漏损率})$ 。

由以上公式可知，世界货币供给的增加额 M 的大小视欧洲银行体系保留储备占存款的比率 r 以及再存款比率 d 的大小而定。下面我们讨论 r 与 d 的值变动对 M 的影响：

(1) 假如 $d=0$ ，则 $M = A(1-r)$ 。亦即假如欧洲美元放款不再投入欧洲银行体系，引起的货币供给增加为 $A(1-r)$ ，乘数 $(1-r)$ 不超过 1。

(2) 假如 $d=1$ ，则 $M = Ar \cdot \frac{1-r}{r}$ 。亦即假如欧洲美元放款全部存回

欧洲银行体系，乘数为 $\frac{1-r}{r}$ 。

(3) 假如 $r = 0$ ，则 $M = A1 \cdot \frac{1}{1-d}$ 。亦即假如欧洲美元存款的准备率为0，则乘数变为 $\frac{1}{1-d}$ 。

(4) 假如 $r = 0$ ，且 $d = 1$ ，则 $\frac{\Delta M}{\Delta a} = \infty$ 。亦即假如欧洲银行不为欧洲美元存款保持准备，且欧洲平均存款全部再存入银行体系，则欧洲美元的货币创造能力为无穷大。

另外，一笔存款由美国银行转入欧洲银行所引起的欧洲货币供给的增加额可用下式表示：

$$\Delta M_e = \Delta A + (1-r)\Delta A + d(1-r)^2 \Delta A + d^2(1-r)^3 \Delta A + \dots$$

$$\frac{\Delta M_e}{\Delta A} = \frac{1}{1-d(1-r)}$$

$$\text{或 } \Delta M_e = \frac{1}{1-d(1-r)} \Delta A$$

上或中的 M_e 为欧洲货币供给的增加额。其余如公式(1)的假定。

r 与 d 的变动对欧洲货币供给的影响与其对世界货币供给的影响相似，在此不作具体分析。

从以上讨论，欧洲货币存款的扩张乘数取决于 r 和 d 的大小。欧洲银行体系保留准备占存款的比率愈小，则欧洲货币存款扩张乘数越大；而欧洲货币放款再存入欧洲货币市场的比率愈大，则欧洲货币扩张乘数也就愈大。

由于欧洲货币存款并无法定准备率的规定，因此如果漏损率为零，则欧洲货币扩张乘数的理论值为无穷大。而在实际上，欧洲银行一般保有少量的储备，故一些人认为其乘数值很大。

很多学者认为，在欧洲美元市场规模越来越大并逐步为各界接受的情况下，再存款比率 d 会逐年增加，故欧洲货币市场对世界货币供给的扩张影响应很强大。此外，假如各国的中央银行把美元储备存于欧洲银行，则 d 值必然增大。

不过就目前来看，欧洲货币贷款再存入欧洲货币市场的比率非常小，因而欧洲美元对世界货币供给的影响不是十分地显著，乘数大致在 1.2 左右。

(二) 多阶银行系统法

多阶银行系统法考察在三级银行体系下，欧洲货币市场对美元货币供给的影响。

三级银行体系的第一级是中央银行，相对美元来说就是联邦储备系统。流通于银行体系外的公众持有的通货和商业银行存于中央银行的准备金基础货币。第二级是商业银行，在联储以存款形式保持准备。第三级是欧洲银行，以在美国商业银行的存款形式保留储备。

欧洲银行接受美元存款，为了保证这种存款，它们在往来的美国商业银行中保持着活期存款。美国商业银行在联储保持储备，这既是为保证非银行公众的存款，又是为了保证欧洲银行的存款。公众持有的通货不影响我们分析所得结论，在此将这一因素省略。货币供给定义为非银行公众在美国商业银行和欧洲银行的活期存款的总和。美国商业银行在联储的储备定义为基础货币，该基础货币量联储可控制。公众和银行的行为包括三个方面： r_e ，欧

洲银行在往来银行中所持有的美元储备存款占吸收的欧洲美元存款的比例； r ，美国银行持有的储备对它们的存款负债总额的比例； b ，公众所愿意持有的欧洲美元存款对美元存款总额的比例。下面是简化的资产负债表：

| | | | |
|---------------|----|---------------|-----|
| 联邦储备银行 | | 美国商业银行 | |
| 资产 | 负债 | 资产 | 负债 |
| A | R | K | D |
| | | L | R* |
| 欧洲银行 | | 公 众 | |
| 资产 | 负债 | 资产 | 负债 |
| R* | D* | D | ... |
| L* | | D* | |
| | | ... | |

其中， D 表示公众在商业银行存款， D^* 表示公众在欧洲银行的欧洲美元存款； R^* 表示欧洲银行在美国银行的储备，同时欧洲银行发放贷款 L^* ； R 表示美国商业银行在联储的储备， L 是其发放的贷款；联储资产为 A 。美联储所能控制的基础货币量为 $A=R$ 。根据上述符号表示有：

$$r_e = \frac{R^*}{D^*}, r = \frac{R}{D + R^*}, b = \frac{D^*}{D + D^*} \quad (1)$$

利用以上关系式，可推出公式 $M = D + D^* = K_1 \cdot A$ (2)

美元货币总额由 $D + D^*$ 组成。美国银行体系中基础货币的变动引起美元货币总额变动的乘数为 $K_1 = \frac{1}{r[1 - (1 - r_0)b]}$ ，即基础货币增加 ΔA ，美元货币供

给总额将增加 $\frac{1}{r[1 - (1 - r_0)b]} \cdot \Delta A$ 。

从(1)式中显然可以看出，两个储备率 r 和 r_e 越低和 b 值越高，乘数就越大。在这里，为了简化，我们没有考虑再存款比率以及种种国内存款的不同储备要求，但这不影响结论的作出。

下面我们考察美元的私人银行系统（美国商业银行加上欧洲银行）的合并资产负债表：

| | |
|-----------------|----|
| 美元私人银行系统 | |
| 资产 | 负债 |
| R | D |
| L | D* |
| L* | |

当综合在一起时，欧洲银行的储备 R^* 被抵消，因为 R^* 同时也是美国银

行的负债。给定的某一基础货币量 R ，能够支持 $\frac{1}{r} \cdot R$ 数量的美国商业银行存款，也可以支持 $\frac{1}{r} \cdot R$ 数量的欧洲银行在美国银行的储备 R^* ，而后者又可支持其 $1/r_e$ 倍的欧洲美元存款，所以基础货币 R 可支持数量 $\frac{1}{r} \cdot r_e$ 的欧洲美元存款。

从(1)式中可看出，影响美元货币供给的直接因素是基础货币 A 。基础货币增大时，世界美元货币供给将增大。

欧洲美元存款在存款额中所占比重 b 也比较重要， b 值的增大将导致乘数的增大。

根据摩根担保公司的估算，可假定 b 的范围在2? 8%， r_e 只有1%左右，可以看出乘数的数值并不是很大，可见欧洲美元市场的信用创造能力仍是十分有限的。

(三) 资产组合分析法

对于前面采用的乘数分析的方法来探讨欧洲美元的存款扩张效果，有一些学者如J. Hewson和E. Sakakibara则持反对的态度。他们认为将规定的乘数套用到欧洲货币市场的信用创造上并不合适，因为一般国内的银行是在法律法规监督下进行经营，但是欧洲货币市场则是一个极为自由竞争的市场。用乘数分析法推出的公式中，再存款比率 d 和欧洲银行储备占存款的比率 r 在国内银行体系下，短期内或许可视为固定不变，但在欧洲货币市场上 r 和 d 则是极不稳定的变量，它主要取决于欧洲银行资产选择过程的影响，同时也受国内和国际利率结构变化的影响。它绝不是一个固定的常数。因此，他们认为以固定的乘数分析法来探讨欧洲货币市场的存款扩张效果并不适当。

Hewson等学者认为，一般国内的银行从公众吸收短期存款而对公众作长期放款，则确实可增加非银行部门的流动性。而国内银行体系的特色正是借入短期资金而贷出长期资金，此点通常表现在国内银行资产到期日和负债到期日不必配合一致。因此，国内银行体系放款的增加，对非银行部门的流动性扩张有很大作用。但是在欧洲货币市场上，欧洲银行资产到期日长短往往与负债到期日长短密切配合，欧洲货币市场存放款的扩张并不一定有助于非银行部门净流动性的增加。他们认为欧洲货币存款为一定期存款，欧洲银行所扮演的角色只是存款者与借款者的金融中介，既不能创造存款货币（即支票存款加活期存款），也不可能增加一般大众的流动性，只是现存流动性不同的分配而已，也就是已经存在的存款所有权由一个人的手上转移到另一个人手上。因此，人们认为欧洲货币市场并不一定对非银行部门的净流动性有作用。§ 11 国际资本流动与通货膨胀

在上一章中，我们讨论了国际资本流动对一国货币供给的影响。国际资本流动通过对货币供给直接影响和间接影响，扩大或减少一国的全社会货币供应总量，从而对社会总供给和总需求产生影响。下面我们利用IS—LM曲线和AS—AD曲线来简捷地分析国际资本流动影响国内货币供给、影响价格水平、影响通货膨胀的机制。假设一国的短期资本流入和长期资本流入都增加，短期资本流入直接通过初始影响和继发性影响增加该国外汇储备数量，扩大

货币供应量。长期资本流入还可以通过组合效应、乘数效应和诱导效应的作用扩大该国货币供给。使货币供给增加，LM 曲线向右移动至 LM'。市场均衡上移 E₁ 点，国民收入由 Y₀ 上升至 Y₁。该国国民收入的增加使社会总需求增加，总需求曲线向右移动，价格水平由 P₀ 上升至 P₁，从而带来对该国通货膨胀的压力，从图 11? 1 中可以看出。

从基本原理上讲，国际资本流动对通货膨胀的这种影响，是国内货币供给影响国内通货膨胀的机制问题。另外，一个开放经济的国家，本国经济必然要受到其他国家通货膨胀的影响，即通货膨胀国际传递的问题。

§ 11.1 通货膨胀国际传递的理论

一、世界性通货膨胀的两种理论学说

“需求拉上”和“成本推动”这些理论主要针对国内经济提出，对世界性通货膨胀而言，则有“结构学说”和“货币数量学说”来解释其成因。

“结构学说”认为，世界性通货膨胀的原因在于产品供求结构方面所发生的显著变化。这就是说，就全世界范围而言，总需求和总供给可能不变，即货币支出总量或货币收入总量可能不变，但某些世界性商品的稀缺将引起产品供求结构的变化，使部门的货币支出量和货币收入量发生变化，从而导致通货膨胀。石油、工业原料、粮食等世界性商品供给不足而引起的货币支出量或货币收入量的变化是世界性通货膨胀的主要原因。

“货币数量说”则把世界性通货膨胀归结为世界货币供应量的变动，而不像“产品结构学说”那样强调产品供求结构的变化。根据“货币数量说”，各国货币供应量的增长将引起世界货币供应量的增长，世界货币供应量的增长有可能导致世界性的通货膨胀。

除了上述两种学说外，有人用政治不稳定来说明 60 年代后期以来的世界性通货膨胀。他们认为，西方各国发生的学生运动、罢工斗争，社会上低收入阶层对收入分配格局的不满，使得收入增长率普遍高于世界经济增长率，从而引致各国通货膨胀。

二、固定汇率制下通货膨胀国际传递机制

1. 国内贸易的传递

假设一国生产和消费国际贸易商品与非国际贸易商品。国际贸易商品的价格由国际市场该商品价格规定，国内、国际非贸易商品的相对价格水平 P_N/P_T 是给定的，国内经济均衡要求国内市场商品供求相等，从而在国内支出和收入水平相等的情况下，整个经济才能取得均衡。

假设国外市场上国际贸易商品价格上升，国内的国际贸易品价格水平 P_N/P_T 将下降，生产趋于下降，将引起实际货币的过度需求，国内消费支出下降，结果，国际贸易收入出现顺差。在以上调节过程中，非国际贸易商品价格的变动取决于两类商品的替代弹性的大小。如果替代弹性足够大，消费支出下降所引起的需求紧缩对非国际贸易商品需求的影响小于替代弹性的影响。那么，国际贸易商品的价格波动使国内非国际贸易商品价格上升。

从长期看，国际贸易收入出现顺差以后，国内名义货币供应量增加，使公众手中的实际货币量增加，社会总需求增加，国内非国际贸易商品价格随

之提高，以取得国内非国际贸易商品市场的均衡。这就是说， P_N/P_T 将回复到原有水平，即 P_N/P_T 都上升，从而本国一般价格水平也上升。

上述分析表明， P_N/P_T 的下降和国际收支顺差，在其他条件不变的情况下，意味着国内通货膨胀是从国外输入；反之，本国则是一个通货膨胀输出国。

2. 国际资本流动的传递

国际资本流动对通货膨胀的国际传递有很重要的影响。越来越多的人认为，国际间利率水平的调整在通货膨胀国际传递中的作用要大于价格调整的作用，外汇市场和资本市场的调整要快于商品市场的调整。

假定有一类证券，视为资产(a)。资产(a)可以在两国居民之间自由交易，即资本在两国之间自由流动，这表明两国之间存在利率平价关系。假定资产调节速度比支出流量调节的速度要快得多，那么在国际贸易传递的基础上，如果原来国内经济处于均衡状态，这一均衡状态会被国外突然出现的货币过度供给打破。于是，在原来的利率水平上，国外对资产(a)的需求将上升，(a)的价格提高，利率开始下降。利率下降使国内资本市场均衡受到影响。国内居民将资产(a)出售，换取货币，结果引起国内货币的过度需求。两国居民资产调节所引起的两国之间的资产和货币量反向流动——(a)由国内流向国外，货币从国外流入国内——满足了两国居民各自的过度需求。

图 11? 2 说明了这个资产调节的过程。图中 $00'$ 表示世界货币供应量。曲线 LL 和 $L'L'$ 分别表示国内和国外的货币需求曲线。曲线 LL 和 $L'L'$ 均是在给定的国民所得水平下的货币需求曲线。 D 点是两国货币市场的均衡点。与 D 点相适应的 i 是均衡利率。世界货币量在两国的分配比例为：国内 $OA/00'$ ，国外 $O'A/00'$ 。世界货币量的任何其他分配比例都会引起过度的货币供给与过度的货币需求。同样，高于或低于 D 点的利率也会引起世界货币量的过度供给和相对于 D 点的过度货币需求。如果国外货币量增加 $00'^*$ 。 $L'L'$ 曲线会右移到 $L'^*L'^*$ 。那么，在原来的利率水平之上出现世界货币量过度供给和(a)的过度需求。 AC 表示货币的过度供给量。

利率从 i 降到 i^* 时，两国货币市场再次均衡。国内货币量变为 OB ，增加的部分 AB 就是增加的国际储备。国外货币供给一次性扩张会引起世界利率水平的迅速下降和国内货币量上升，使国内不发生支出下降的调节。随着利率水平的降低，资产调节影响国内和国外的消费市场和投资市场，整个世界支出上升，结果两国的一般价格水平都得到提高。

三、布雷顿森林制度下的通货膨胀国际传递

以上分析是以固定汇率制为前提的。布雷顿林制度是一种可调节的钉住汇率制，但与理论假设上的固定汇率制度区别不大。

布雷顿森林制度的后半期，各国通货膨胀率的变动出现了一致性趋势。这说明各国通货膨胀率的相互作用增大了。如表 11? 1 所示，1967—1972 年大部分工业国家的年平均通货膨胀率在 3.9? 6.1% 之间，平均值为 4.8%。

表 11? 1 1967-1972 工业国家通货膨胀率

| | 1967 —— 1972 年均通货膨胀率 |
|------|----------------------|
| 美 国 | 4.6 |
| 加拿大 | 3.9 |
| 日 本 | 5.9 |
| 澳大利亚 | 4.3 |
| 奥地利 | 4.3 |
| 比利时 | 4.0 |
| 丹 麦 | 6.1 |
| 法 国 | 4.7 |
| 联邦德国 | 3.5 |
| 意大利 | 3.9 |
| 荷 兰 | 6.0 |
| 瑞 士 | 4.3 |
| 英 国 | 6.6 |
| 平均值 | 4.8 |

布雷顿森林制度有一个明显特点，即美元是该制度的国际储备货币，各国货币与美元挂钩并可以在 \pm %的幅度内浮动，各国中央银行承担保持本国货币与美元平价关系的义务。也就是说，当某国货币对美元的汇率波动超过1%时，该国就应在外汇市场上进行干预，即买进或卖出美元以稳定汇率，美国则没有这个义务。这是一种不对称的制度安排，使其他国家国内经济受到美国货币的直接影响。当美元大量涌入国际市场时，各国中央银行就必须在外汇市场上买进美元，以稳定本币对美元的汇率。各国中央银行买入美元后，美元作为国际储备增加国内货币基础，使各国国内货币供给扩大，造成通货膨胀率的上升。

另一方面，美元是国际储备货币，美国的国际收支不形成对国内货币政策的约束。而对其余国家而言，国际收支对国内货币政策产生很大的制约作用，因为国际收支差额变动会通过国际储备变动来影响国内经济。美国的货币政策对其他国家的货币政策有着巨大的影响。例如，60年代中期以前，西欧各国存在货币过度需求，美元通过美国国际收支逆差大量流入西欧，满足这种过度需求。1965年以后，美国继续执行扩张性货币政策，国际收支逆差不断增加，市场上美元泛滥。其他国家国际收支出现大量顺差，国内美元储备大量上升，国内货币投放增加，从而使本国通货膨胀率上升。

四、通货膨胀的国际传递途径

通货膨胀国际传递总是通过一系列途径进行的。根据1973年经济合作与开发组织发表的一份研究报告的分类，在固定汇率制下，通货膨胀国际传递主要有四个途径：价格途径、需求途径、流动性或现金余额途径和国际性预期的示范作用途径。在浮动汇率制度下，理论上浮动汇率制度国家可不受其他国家通货膨胀的影响，因为从国际货币主义者观点看来，浮动汇率可以使国际收支盈余的国家通过货币的升值，减少货币的供给，遏制通货膨胀，免受其他国家通货膨胀的影响。但上述四种途径在目前浮动汇率制下实际依然存在，而且汇率本身和国内外利率的对比变动对一国也能产生输入性通货膨胀的影响。

1. 价格途径

国际贸易产品价格变动是传导国际通货膨胀的一条重要途径，其中进口商品价格变动的的影响较为突出。当国外发生通货膨胀或是国际市场上某些重要商品价格上升时，进口商品价格上升，则带动国内同类产品和替代品价格的上升。70年代的全球石油危机，石油价格的大幅度上升给许多非产油国家带来了很大的通货膨胀压力。出口商品国际市场价格抬升，也会使出口商品的国内价格上升，从而刺激国内物价总水平的上升。

2. 需求途径

指一国的需求过剩现象可以通过国际贸易传递到外国。如果其他国家存在过度需求，则对输入商品的需求也会增加，这样就可能使本国出口数量大增。一方面通过对外贸易乘数的作用，引起该国国民收入倍增，从而扩大总需求，另一方面大量出口减少对本国的供给，于是，通货膨胀从国外输入到国内。

3. 流动性或现金余额途径

货币量过度增长在国际通货膨胀中作用如下：任何一国如果货币量的增长超过了劳动生产率的增长，势必刺激本国对输入商品的需求，从而导致该国的国际收支赤字，然而一国的赤字必然意味着他国的盈余。固定汇率制下，国际收支盈余必然意味着国内货币量的增长，在各国货币量不断增长的情况下，国际性通货膨胀也就无法避免。

4. 国际资本流动

国际范围的资本流出，通过国际收支差额的调整，使一国通货膨胀率与世界通货膨胀率相适应。因为如果一国通货膨胀率较高，国内货币供应量较大，就会导致资本外流，使国际收支赤字增大，该国为避免资本流出过多，将会紧缩信贷，使国内通货膨胀率与世界一致，也就意味着本国通货膨胀向国外“传递”。反之，如果国内通货膨胀率较低，国内货币供应量不大，就会导致资本流入，国际收支产生盈余，国内通货膨胀率将上升。

5. 汇率

通货膨胀和汇率的关系有两方面：一方面是汇率水平受通货膨胀的影响，另一方面汇率水平又影响通货膨胀率。国内通货膨胀率上升，本币对内贬值的时亦对外贬值，汇率下降；通货膨胀率下降，本币则对外升值；另一方面，汇率对通货膨胀也有影响。一般说来，本币贬值将会加剧本国通货膨胀，而本币升值将会减轻本国通货膨胀。汇率变动必然会对进口的消费价格和国内原材料价格产生影响，贬值则进口商品的本币价格上升，升值则本币价格下降。汇率变动还会对出口商品的国内价格发生影响，情况与上相似，只是时间滞后一些，价格则主要指收购价格。本币贬值还会造成中央银行在购买外汇时向流通领域投入更多的货币，尤其是一国在外汇储备增长过程中的人为贬值政策，对通货膨胀造成的需求拉动更为明显。

还应该注意的，浮动汇率制下，他国过度需求在国际间的传递会受到汇率浮动的阻挠。当他国产生的过度需求有可能通过其对本国的进口传入本国时，本国货币汇率往往会上浮，以阻止他国过度需求传入本国而诱发或加重国内通货膨胀。但若汇率浮动不及时，或因其他原因限制无法升值时，他国通货膨胀将浸入到本国经济的肌体之中。

6. 利率

国内利率和国际金融市场利率的差异将对一国国内通货膨胀产生影响。

假设他国为了促进经济增长采取降低利率的扩张政策，本国利率水平高于他国利率水平，资本由该国流入本国。大量资本流入，一方面增加外汇储备，扩大基础货币量，另一方面国内货币资金供给增加，利率下降，投资需求增加，社会总需求增加，这两方面影响会促使国内价格水平上升。

7. 国际性预期和跨国界的“示范”作用

主要是指国际物价上涨对国内物价上涨的预期形成的作用，以及某一国的工资大幅度上升对他国所产生的示范作用。

五、影响通货膨胀输入程度的因素

国际通货膨胀的传递是有条件的。一国通货膨胀的产生最根本的原因是国内的，其受通货膨胀影响的程度由很多因素决定，主要包括：

1. 汇率制度是决定通货膨胀输入程度的一个重要因素。一般认为，实行固定汇率的国家受通货膨胀的影响程度要比浮动汇率的国家大得多。其他国家对本国的外资输出使本币有升值的趋势，在固定汇率制下，政府为稳定本币汇率不得不在外汇市场上大量抛出本币，收购外币，从而外汇储备迅速增加，国内货币供给水平也相应上升，导致国内物价总水平上升。若是采取浮动汇率，国际收支盈余导致本币升值，一方面抑制出口过度增长，另一方面对外汇储备增长影响国内货币供给水平有缓冲作用，降低受他国通货膨胀的影响程度。

2. 外汇管制也会影响通货膨胀输入的程度。外汇管制是一国政府对商品劳务交易和资本流动作出的限制性措施，它既作用于商品的进出口，也作用于资本流动。一般地，外汇管制会限制不合理的和过度的商品输出，限制资本外逃和外汇投机，以保持国际收支的平衡和汇率的稳定，防止本币急剧贬值，保持国内物价水平的稳定。因此，一国合理的外汇管制有助于减弱外来经济因素对本国经济的影响，有利于国内经济的发展和物价的稳定。而毫无管制的外汇交易则可能使一国易受国外经济波动的影响，并遭受输入性通货膨胀的严重影响，对发展中国家尤其如此。

3. 国家的大小、国力的强弱和经济对外开放的程度，影响其承受能力的大小。国力雄厚的发达国家，在国际经济交易中一般处于主动有利的位置，它们受国际通货膨胀的影响要小一些，而其对国际通货膨胀的形成和对其他国家通货膨胀的影响要大一些。另外，其他条件给定，一国开放程度越大，其可能受他国通货膨胀的影响越大，反之越少。

4. 国际市场价格与国内市场价格的差异。差异越大，他国通货膨胀对本国的影响也越大。

§ 11.2 斯堪的纳维亚模型

斯堪的纳维亚模型揭示了开放型小国经济与世界通货膨胀之间的联系，通过剖析开放型小国的部门结构，阐述其国内通货膨胀的成因。开放经济的小国，对外贸易在国民经济中占有重要地位，国际市场的经济波动与其国内的经济波动之间有十分灵敏的联系。

斯堪的纳维亚模型由瑞典经济学家沃德·奥克鲁斯特于 1970 年提出，1972 年得到伦德贝尔以瑞典实际经验的支持，后又为瑞典经济学家埃德格伦、法克森、奥德纳三人所发展，故通常称为“Ankrust-EFO”模型。

这一模型将一国经济分为两个部门：一是开放部门（E 部门），二是非

开放部门(S 部门)。前者所生产的产品是在世界市场上交换的,后者生产的产品不进入国际市场。假定 π 表示通货膨胀率, π_E 和 π_S 分别表示开放部门和非开放部门的通货膨胀率, π_W 表示世界通货膨胀率; λ 表示劳动生产率增长率, λ_E 和 λ_S 分别表示开放部门和非开放部门的劳动生产率增长率; w 表示货币工资增长率, w_E 和 w_S 分别表示开放部门和非开放部门的货币工资增长率; α_E 和 α_S 则分别表示开放部门和非开放部门各自在国内经济中所占的比重, $\alpha_E + \alpha_S = 1$ 。

模型假定两部门有不同的劳动生产增长率。由于国际竞争的压力, E 部门技术进步较快, 劳动生产增长率快于 S 部门, 即 $\lambda_E > \lambda_S$ 。

E 部门和 S 部门在国际竞争中处于不同的情况, 因而各自产品价格形成也有区别。E 部门是世界市场价格的接受者, 其价格形成受制于世界市场条件, E 部门通货膨胀率等于世界市场的通货膨胀率。Ankst-EF0 模型可用以下公式表示

$$\pi = \pi_W + \alpha_S (\lambda_E - \lambda_S)$$

该模型表示, 小国开放式经济的国内通货膨胀率是由外生变量 π_W (世界市场通货膨胀率) 和 $\lambda_E - \lambda_S$ (两大部门劳动生产率之差) 及经济结构因素 α_S (非开放部门在国内经济中的比重) 所决定的。

模型公式的决定按下述序列进行: (1) 固定汇率条件下, π_E 随 π_W 的增长而增长。(2) λ_E 和 λ_S 共同影响 w_E , 即 E 部门的工人根据 λ_E 和 λ_S 的变化提高货币工资, E 部门货币工资增长率 w_E 等于通货膨胀率 π_E 和劳动生产率增长率 λ_E 之和, 即 $w_E = \pi_E + \lambda_E = \pi_W + \lambda_E$ 。(3) E 部门货币工资增长率对 S 部门货币工资增长率有扩散效应, 即 S 部门工资向 E 部门工资看齐, w_S 随 w_E 提高到同一水平。(4) w_S 增加后, S 部门企业是按成本加成定价, 并根据 λ_S 的情况决定价格上涨幅度, 即 S 部门的 w_S 与 λ_S 一起影响 π_S , $\pi_S = w_S - \lambda_S$ 。(5) E 部门通货膨胀率与 S 部门通货膨胀率分别与相应的权数相乘, 即可得到国内通货膨胀率。换言之, 国内通货膨胀率是部门 E 和部门 S 通货膨胀率的加权平均, $\pi = \alpha_E \pi_E + \alpha_S \pi_S$ 。根据上述几个公式:

$$\begin{aligned} \pi_E &= \pi_W + \lambda_E \\ w_E &= \pi_E + \lambda_E \\ \pi_S &= w_S - \lambda_S \\ w_S &= w_E \end{aligned}$$

可推出 $\pi = \pi_W + \alpha_S (\lambda_E - \lambda_S)$ 。

上述通货膨胀机制可以用图 11-3 来说明:

根据这一理论模型, 可以看出小国经济的通货膨胀有两个显著特点: 一是其通货膨胀率受世界通货膨胀率的影响很大; 二是通货膨胀率从国际传递到国内与部门结构有很大关系。

这一模型中, 国内通货膨胀率和世界通货膨胀率的渠道是开放部门的产品价格与世界通货膨胀国际传递的途径, 对开放小国经济仍然有效, 只是其影响程度对模型的结构性通货膨胀较小而已。就国际资本流动而言, 开放小

国经济经济开放程度很大，资本流动管制较少，所以国际资本流入流出该国对该国国际储备和货币供给的影响不小，且由于经济规模小，承受能力较弱，所以这些小国政府都十分重视国际资本流动对本国通货膨胀带来的压力。

§ 11.3 通货膨胀的治理对策

在开放经济条件下，国际资本流动等因素可能引起一国的内部不均衡。因此，一国宏观经济政策的实施，一方面要实现包括物价稳定和充分就业的内部均衡，另一方面要达到国际收支平衡的外部均衡。其宏观经济管理目标在追求内部均衡和外部均衡的同时实现。外部均衡和内部均衡联系密切，政府在治理通货膨胀时既要考虑宏观调控政策对外部均衡的影响，也要考虑开放型经济活动和外部均衡状态对政策实施效力的影响。

一、内外均衡的矛盾

在运用财政政策和货币政策治理开放条件下通货膨胀时，很可能遇到内部均衡和外部均衡冲突的问题。

当经济处于国际收支盈余与失业并存的状态时，可采用扩张性财政政策实现内外均衡；当经济处于国际收支赤字与通货膨胀并存的状态时，可采用紧缩性货币政策，达到内外均衡。在这两种情况下，内外均衡的目标是一致的。

当经济处于国际收支盈余和通货膨胀并存的状态时，内外同时均衡无法达到。采取扩张性的财政货币政策可以增加进口，促进资本流出以减少盈余，平衡国际收支，但扩张的经济将加剧通货膨胀；若采取紧缩政策来抑制通货膨胀，则国际收支的盈余会更多。

当经济处于国际收支逆差和失业状态并存时，采取紧缩性财政货币政策，国际收支会恢复平衡，但失业会增加；采取扩张性经济政策，失业减少，同时带来国际收支的进一步恶化，内外均衡无法同时达到。

可见，开放性经济的内外均衡存在米德冲突。

二、政策配合与开支转移

解决内、外部均衡的冲突有以下两种措施：

1. 财政政策和货币政策的有效配合

孟德尔的“政策配合”理论认为，虽然财政政策和货币政策对内外均衡都有作用，但相对作用的程度不同。一般而言，财政政策对国内经济活动作用更大，对国际收支作用较小，因而内部调节更有效；而货币政策能对国际收支产生较大的影响，渠道是通过国内利率和世界利率的差异来引致资本流动。政府在实行宏观经济政策时，应以货币政策来达到外部均衡，以财政政策实现内部均衡。

表 11 - 2 政策配合方法

| | 失业和赤字 | 失业和盈余 | 膨胀和赤字 | 膨胀和盈余 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 财政政策 | 扩张 | 扩张 | 紧缩 | 盈余 |
| 货币政策 | 紧缩 | 扩张 | 紧缩 | 扩张 |

2. 开支转移政策

传统的货币政策和财政政策称为开支调整政策。开支转移政策则是指能使总需求在国外产品和国内产品之间发生转移的政策，主要包括关税政策、汇率政策、进出口配额、许可政策等。当一国提高进口关税时，进口产品价格提高，需求从国外产品转移到国内产品，加大了国内产品的总需求；降低进口关税时，对国内产品的需求转向对国外产品的需求，国内产品总需求减少。采取本币贬值、增加出口补贴、加强进口配额等措施，产生的效果与提高进口关税相似。在开放条件下，开支转移政策成为政府调整对国内产品总需求的又一重要政策手段。

开支转移政策和开支调整政策可互相配合使用。如当国际收支盈余和通货膨胀并存时，可以采取提高本币汇率（升值），增加进口，减少出口，增加国内市场的供给，稳定物价总水平。支出调整政策则可以采用紧缩性的货币政策和财政政策，以抑制通货膨胀。当国际收支赤字和失业状态并存时，采用开支转移政策，通过本币贬值来促进出口，减少进口，一方面能促进国际收支平衡，另一方面总需求从国外产品转向国内产品，促进内外均衡的实现。

但是，开支转移政策在达到本国内外均衡的同时，都会对他国的国际收支和国内经济产生不利影响，且关税政策、非关税政策、贸易壁垒等措施的实行容易招致其他国家的批评和报复，所以开支转移政策的实施也是有一定限制的。

三、开放经济下宏观经济政策的有效性

在开放经济下，开放性经济活动，尤其是国际资本流动，对政策的有效性产生很大的影响。我们假定资本完全流动，来分析财政政策和货币政策的有效性。资本完全流动指微小的利率水平差异就可引起大量的资本流动，导致国际收支不平衡，直到利率差别消失，国际收支再次平衡为止。

1. 固定汇率制

在固定汇率制下，如果资本完全流动，货币政策失去作用，财政政策有重要作用。下面我们通过 IS-LM 曲线分析两种政策的有效性。见图 11 - 4。

在图 11 - 4 中，IS 与 LM 相交于 E_0 ，决定了国民收入 Y_0 ，利率为 t_0 ；此时该国不存在国际间资本流动，国内利率与世界利率水平 t_w 保持一致，即 $t_0=t_w$ 。BP=0 表示国际收支平衡线，在其上每一点国际收支都是平衡的。由于资本具有完全流动性，即资本流动对利率变动的弹性为无穷大，故 BP=0 为一条水平线。从图上看，在 $t_0=t_w$ 时本国与国外无资本流动，国际收支平衡，BP=0 也穿过 E_0 点。

若是 Y_0 大于充分就业时的国民收入，经济中存在通货膨胀。

中央银行采取紧缩性货币政策，减少货币供给，LM 曲线左移至 LM'，均衡点为 E_1 。显然，货币供给减少，利率上升，国内利率高于世界利率水平。利率差异导致资本流入，国际收支出现盈余，汇率有上升的压力。固定汇率制下外汇储备增加，本币货币供给增加，LM' 线恢复到原来位置，利率水平重新回到 i_0 ，国民经济又恢复到原有状态，货币政策并未发挥作用。

同样条件下，采取紧缩性政策，IS 线左移到 IS'，新的均衡点为 E_1 ，利率水平下降到 r_1 。国内利率低于世界利率水平，资本大量流出。政府为维持

固定汇率，在外汇市场上抛出外汇，购入本币。本国货币供应量减少，利率水平又逐渐上升，直到 LM 线移至 LM' 位置，利率回复到 r_0 水平，货币市场和产品市场在 E_2 达到新的均衡。收入水平降至 Y_2 ，通货膨胀得到治理。

在现实经济生活中，资本流动由于各种因素的影响不可能是完全的。因此，货币政策并非完全没有作用，但作用有限（见图 11 - 5）。

2. 浮动汇率制

浮动汇率条件下，若资本流动具有完全性，财政政策将失去效力，货币政策十分有效，这与固定汇率制下情况相反。

如图 11 - 6 所示，在 E_0 点，国民收入水平 Y_0 高于充分就业国民收入，国民经济存在通货膨胀。政府若采取紧缩性财政政策，IS 曲线左移到 IS' 位置退回到原来位置，均衡点回到 E_0 点水平，国民收入和利率水平又回复到原有水平。结果，财政政策没有发挥任何作用。可见，在资本完全流动的浮动汇率制下，财政政策对国内经济是无效的（见图 11 - 6）。

如图 11 - 7 所示，在浮动汇率制下采取货币政策。为治理通货膨胀，采取紧缩性的货币政策，减少货币供给量。货币供给减少，LM 曲线左移至 LM' 的位置，与 IS 线交于 E_1 点，导致国民收入下降和国内利率水平提高。此时国内利率水平高于世界利率水平，资本大量流入，国际收支出现盈余，本币汇率上升，本币升值。本币升值造成进出口的减少，亦即社会总需求减少，这使得 IS 线也向左移动至 IS' 位置，与 LM' 交于 E_2 点，利率水平恢复到 r_0 水平，此时国际资本停止流动，国际收支平衡。国民收入水平从 Y_0 下降到 Y_2 ，通货膨胀得到治理。可见，在资本完全流动的浮动汇率制下，财政政策失去作用，货币政策是有效的。

完全资本流动是一种极端情况。现实经济中，由于资本流动受到各种经济和非经济因素的限制，资本流动是不完全的。也就是说，各国利率差异的提高，会带来资本流动，但这种流动并不是迅速发生，也不是维持至利率差异消失时才停止。在均衡时，仍然有一定的利率差异。只有在利率差异达到一定程度时，才会有资本流动，并且差异越大，资本流动速度越快，规模越大。

资本不完全流动的情况下，财政政策和货币政策的有效性就会发生变化。国内采用扩张性财政政策，增加国民收入，利率上升，资本流入量增加。一方面本币升值，贸易状况恶化；另一方面资本流入使资本项目状况改善，但贸易收支状况的恶化小于财政扩张的幅度，财政政策对国民收入提高会产生一定作用。国内采取扩张性货币政策，国内利率下降，国民收入增加，资本流出，从而货币贬值，出口增加，贸易收支改善，但资本流出又使资本项目收支状况恶化。但资本的流出小于贸易收支的改善。国民收入提高不如资本完全流动时大。

由以上分析可见，由于资本的不完全流动性，货币政策和财政政策都是有效的，政策效应的大小取决于资本流动对利率差异的反应程度。资本流动性越大，则货币政策作用越大，财政政策作用越小；资本流动性越小，则财政政策作用越大，货币政策作用越小。

§ 11.4 外资流入与我国通货膨胀

一、改革开放以来的通货膨胀

自 1978 年改革开放开始以来，我国共经历了三次较为严重的通货膨胀。第一次是在 1980 年，全国零售物价总指数比上年上升 6 个百分点。这是建国以来物价上涨幅度最大的一年。这次通货膨胀产生的原因是政府为了刺激农业生产的发展，调整不合理的利率分配关系，缩小“剪刀差”，提高居民生活水平，大幅提高了农副产品价格和城镇职工的工资水平，农民和城市居民收入水平上升较快，引起投资和消费膨胀，最终导致物价水平全面上涨。第二次是在 1985—1989 年间的通货膨胀，这一时期通货膨胀持续时间较长，且在 1988 年和 1989 年超过 10%，问题比较严重。这次通货膨胀的主要原因是我国在经济高速增长过程中，持续的投资膨胀和消费膨胀所致。另外，我国经济结构的严重失衡也是加剧通货膨胀的一个重要原因。这两次较明显的通货膨胀历史背景和具体原因虽然不同，但它们都是内部经济因素和经济结构调整的结构性影响。外部经济因素对国内物价水平影响不大。根据中国统计年鉴资料，1989 年我国外汇储备为 55.5 亿美元，进出口规模为 1116.8 亿美元，全年利用外资额 100 亿美元，外部经济因素的规模小，对国内经济影响不是很大。

第三次通货膨胀发生在 1993 年和 1994 年。这次通货膨胀是比较严重的，两年的通货膨胀率都超过 10%，1993 年 13.2%，1994 年则达 21.7%。这次通货膨胀的根本原因仍是经济高速增长过程中投资、消费双膨胀引起的需求拉上型通货膨胀，但是外资流入在这次通货膨胀中扮演了比较重要的角色，成为 1994 年较为突出的成因。1994 年，我国进出口规模达到 2367 亿美元，仍居世界第 11 大贸易国；全年利用外资额达 458 亿美元，较 1993 年的 212 亿美元增加了 1.2 倍左右。外汇储备的迅猛增加对 1994 年的通货膨胀有十分重要的影响。

二、1994 年通货膨胀与外资流入

前面我们曾讲过，外汇储备的变动会影响一国货币供给总量和社会总需求。外汇储备的增加将直接导致中央银行投放基础货币的增加。1994 年，我国外汇储备急增 304 亿美元，再把外汇体制改革汇率并轨的因素考虑在内，中国人民银行用人民币表示的外汇储备比 1993 年增加 2843 亿元，按我国货币乘数为 2.5 计算，整个流通领域货币供给增加 7100 亿元，占 1994 年末 M_1 层次货币供应量余额的 41.5%，占 M_2 的 18.2%。外汇储备增加导致人民币供给的大量增加，是 1994 年高通货膨胀的重要成因之一。

1994 年我国外汇储备的增加有两个方面的原因：一是经常项目的顺差，二是资本项目顺差的增长。1994 年，经常项目下贸易顺差 50 亿美元，非贸易顺差 100 亿美元。这样，仅经常项目顺差一项，顺差总额达 150 亿美元。经常项目顺差同时表明我国经济实力的增长和出口产品竞争力的增强。在 304 亿美元的外汇储备增加中，另外一部分是大量外资流入引致的。1994 年我国外资流入超过 300 亿美元，其中货币形态的资本流入为 150 亿美元左右。在新外汇体制下，实行结汇售汇制。中央银行不得不吐出货币以吸收大量外汇，直接导致货币投放的增加。两方面的影响最终导致 1994 年中央银行外汇储备增加达 304 亿美元。1994 年外资流入的途径主要是：首先，外商直接投资增加。1994 年外商对华直接投资金额 350 亿美元，是世界上吸收外资最多

的国家之一；二是我国借外债规模继续上升，1994 年达 338 亿美元，比上年增长 22.8%；三是并轨后人民币汇率比并轨前大幅度降低，人民币与外币的利率相比高出许多，以及国内采取紧缩的货币政策使我国驻外机构或单位将其国外资金调入国内，以套取汇差或利差，或解决国内资金紧张问题；四是我国在外汇管理上对资本流入管理相对较松，使得外资通过各种途径大量流入，导致外汇储备的迅猛增长。由以上分析可以看出，我国 1994 年的新一轮通货膨胀除了传统的国内因素外，外汇储备的快速增长是通货膨胀形成的一个十分重要的方面，必须加以重视。

1994 年大量的经常项目和资本项目下的资本流入导致外汇储备增加，外汇储备的增加通过初始影响和继发性影响两方面作用于我国的货币供给，另外直接投资还通过组合效应、乘数效应和诱导效应对货币供给产生影响。从数字比较来看，1994 年末中央银行对金融机构贷款余额仅增加 850 亿元，而外汇储备增加 304 亿美元，与之相应的中央银行外汇占款增加 3104 亿元，可见外汇储备剧增是 1994 年通货膨胀和货币供给的主要来源。

另外，在外商直接投资流入的 300 亿美元中，有 150 亿美元是以机器、设备等实物流入的。按我们本篇开始指出的，直接投资将通过组合效应、乘数效应和诱导效应对货币供给产生影响，只是这三种影响一般不易定量测算。这部分直接外资流入首先需要人民币的配套资金才能发挥效益，这使直接投资对货币供给的影响不仅在于外资向人民币的转换本身，还在于需要更多的人民币货币投放。乘数效应和诱导效应虽无法测量，但 1994 年我国投资规模的增长肯定有一部分和这两种效应联系在一起。

三、开放经济下的通货膨胀治理对策

1. 人民币汇率稳定

一般而言，本币的贬值一方面抬高进口商品的价格和使中央银行收购外币时支付更多的本国货币，另一方面对出口的促进又会减少对本国的供给，通过成本推动、需求拉上和供给转移的作用，助长一国的通货膨胀。1994 年初，外汇体制改革、人民币汇率并轨、对人民币汇率的下调对当年的通货膨胀就有不可忽视的影响。因而，一定要保持人民币汇率的稳定，为国内通货膨胀的治理创造有利条件。

2. 外汇储备保持适当规模

外汇储备的增长是以中央银行投放基础货币来实现的，而这种货币的投放所形成的需求在流通领域中并无相应的商品和劳务对应，因而，国家外汇储备的过度增长，无疑会带来物价上涨的压力；另一方面，保持一定规模的外汇储备可以增加我国的国际支付能力，提高我国的国际信誉，保持人民币汇率的稳定。因此，应当把外汇储备的规模维持在适当的范围，既保证国际支付能力，又不致引起对通货膨胀的过大压力。

3. 公开市场业务操作

如果一国的公开市场业务操作比较完善，中央银行就可以在购买外汇、投放基础货币的同时，在公开市场上卖出有价证券，减少货币供给，以抵消或部分抵消外汇储备增长造成的基础货币投放增加，从而控制整个社会的货币供给总量，减轻通货膨胀的压力。这一中和操作方法在市场机制完善的国家被经常使用，使外汇储备增长的同时，保证国内货币供给的稳定。我国是一个发展中国家，随着经济的发展，客观上要求保持一定的外汇储备，以保证国际支付能力，因而，公开市场业务对控制通货膨胀的作用更显重要，必

须加紧建立和完善。

4. 资本帐户的管理质量

我国的外资流入每年增长速度很快。大量的外资流入，一方面促进我国经济的发展，另一方面也通过乘数效应、组合效应增加国内总需求，形成通货膨胀的压力。因此，必须加强对外资流入的宏观调节和控制，以减弱其需求效应对通货膨胀的影响。主要从以下几方面进行：一是控制外资流入的规模，使之与国民经济总体发展相适应；二是提高外资的使用效益，加强配套资金的管理；三是加强对外商投资企业的融资管理。

§ 12 国际资本流动与国际经济政策协调

§ 12.1 国际经济政策协调的基本理论

在五六十年代布雷顿森林体制下的固定汇率时代，大多数国家普遍地优先考虑本国内部平衡，除非在外部失衡情形非常严重时，才会重视外部平衡的目标。而即使在面对外部失衡时，通常偏好采取对资金移动的直接管制措施，而不太愿意采取货币政策来矫正外部的失衡。直接原因是采取直接管制来解决外部失衡，效果迅速且能确定，因此各国宁可采取直接管制措施来解决国际收支失衡的现象。

自 1971 年进入管理浮动汇率时代以后，各主要工业化国家普遍以财政政策和货币政策来追求内部平衡，以汇率政策来矫正外部失衡。在石油危机时期，各国甚至干预汇率来控制通货膨胀的压力。但是，随着国际金融市场的快速发展，国际资本流动速度十分迅捷，且方向捉摸不定，各主要通货的汇率屡次出现巨幅波动及汇率过度反应（Over Shooting）现象，资金移动对利率、汇率敏感性很高。

80 年代中期，由于美元实际利率大大高于其他工业化国家，大量资金流入，美元汇率被大幅高估。面对美元的明显高估，美国于 1985 年 9 月要求联邦德国、日本、英国和法国四国与其协调干预外汇市场，以矫正美元被高估的现象。于是，五国中央银行于 1985 年 9 月联合在外汇市场上抛售美元，以加速美元贬值。

加速美元贬值的这项政策对美国国内货币政策实施提出了难题。如果支持美元贬值，美联储应采取扩张性的货币政策，以使美元利率降低，资金流出，美元需求减少，美元贬值。而这一扩张性货币政策势必造成国内通货膨胀，为此，联储必须在外部目标和内部目标之间作出抉择。

1990 年至 1997 年，两德统一后东德的重建需要大量资金，与此同时美国与主要工业国家则降低利率以拯救经济的萧条。因此，各主要工业国家仍以内部平衡为主，外部平衡居于第二位，并且采取货币政策实现内部平衡。

从以上情况看，国际间政策协调对各国内、外失衡能否有效调整扮演一个十分重要的角色。并且，现代国家经济金融环境下，国际间的资金移动迅速，商品、劳务的移动也趋容易，因此一国的经济政策往往会对其他国家的经济政策产生影响。在此情形下，国际间经济政策协调就颇为必要。尤其是对西方工业国家而言，彼此间贸易往来十分密切，资本相互流动规模巨大，金融联系紧密，一国的经济政策往往会对它国产生严重的影响，彼此间的经济政策协调更具重要性。

一、资本自由流动下的货币政策

根据蒙代尔——弗莱明模型，在资本完全流动的条件下，不同的汇率制度对一国货币政策影响是不同的。

在固定汇率制下，中央银行有义务将本国货币汇率保持在一个固定水平。资本完全流动直到本国利率和世界利率的利差回复为零时，资本流动才告停止。固定汇率制下，资本完全流动使一国不能独立地实施货币政策，其机制是：一国若想采取紧缩的货币政策，减少货币供给，则本国利率上升，高于世界利率水平，国际资本大量流入，对本币形成升值压力。为保持汇率水平一定，该国必须卖出本币，买入外币以平衡外汇市场供求，本国货币供

给增加。该干预行为必须持续到本国利率和世界利率一致，外国资本不再流入，本国货币供应量不发生改变，本国不能独立地实施国内货币政策。

浮动汇率制下，本国没有维持汇率固定水平的义务，其国际收支平衡可以由汇率的自行调节来完成。在浮动汇率制下，一国中央银行不和外汇市场发生关联，因而其货币政策的实施就可完全独立地、不受干扰地进行。

二、经济政策的溢出效应

经济政策的溢出效应表现在：

1. 由于国际收支逆差及由此产生的对汇率向下的压力，各国政府都不愿意单方面扩张，使利率下降造成资本流出，加大国际收支逆差。而是有采取单方面紧缩的趋势，结果造成世界经济的紧缩状态。

2. 各国政府往往采用紧缩的货币政策以保持国际收支平衡，同时采取扩张的财政政策来实现经济增长。结果造成世界范围内实际利率过高，以及货币政策和财政政策的不适当组合。

3. 各国政府往往认为商品价格由世界市场决定，而忽视各自的扩张政策对商品价格的影响；由于这些政策会使商品的贸易条件产生影响，使总需求扩张，引发世界范围的通货膨胀。

4. 各国政府对本国经常项目都有确定的目标。为实现这些目标，各国采取的非协调的经济政策将对世界经济起破坏作用。

某些溢出效应可能产生与经济政策相反的作用，不同的溢出效应由于作用方式不同，彼此之间也不能相互抵消，因而国际间政策的协调就显得十分重要。

三、国际经济政策协调的基本含义

国际经济政策的协调是指由于国际经济的相互依存和联系，各国以自愿的方式修订本国经济政策的过程。宏观经济政策的协调主要原因是各国经济政策的溢出效应。一国采取的政策会影响其他国家的政策。由于溢出效应的存在，各国采取非协调的经济政策往往会产生一些不好的结果。有鉴于此，各国应采取互相接受的、协调的货币政策，减少对世界经济的破坏。

下面我们引用哈马达国家分析协调过程。该图包括两个国家 A 和 B。A 国和 B 国采用的政策工具用 I_A 和 I_B 表示。A 国政策工具组合决定的福利水平由一组无差异曲线表示，每条无差异曲线上各点福利水平相等。如果没有溢出效应，B 国政策工具组合对 A 国福利水平没有影响，A 国福利水平完全由 A 国政策工具组合决定，无差异曲线将与纵轴平行。如果存在溢出效应，B 国的政策工具组合就会影响 A 国福利水平。同样的原理也适用于 B 国。

有效的政策组合应是无差异曲线图中两国无差异曲线的切点，这些切点连成契约线 B_aB_b 。切点上的政策使各国福利水平处于帕累托最优状态，见图 12 - 1。

非协调的经济政策不含产生契约线上的组合。例如，如果没有协调，A 国制订政策时，认为 B 国政策不变。不管 B 国的政策发生什么变化，A 国政策工具都将选择 I_A ，从而使福利最大化。将 A 国的无差异曲线与 I_A 平行线的切点连接起来，就可得到 A 国的反映函数 R_a 。同样原理可得到 B 国的反映函数 R_b 。

非协调经济政策的结果是两个反映函数的交点，该点称为“纳什点”。

在该点上，两个国家均假定对方的政策既定，本国福利最优。从福利经济学角度讲，纳什点是无效率的。

由此可见，非协调的宏观经济政策不能使本国福利达到最优。从全世界来看，各国政府必须相互合作，联合决策，向帕累托最优靠近。

在此有几点需要注意：

第一，国际经济政策协调取决于政策的溢出效应。如果没有溢出效应，各国的政策工具选择不会相互影响，从而各国的最佳决策是独立的。在此情况下，两国都可达到最优，而不必采取协调政策，但实际生活中这种情况不存在。

第二，各国政策目标可能很不相同，但是政策协调仍将是有益的。在图 12-1 中，两国的福利最高点不同，这表明各国的政策有冲突，但是可以通过协调来解决。政策协调可使经济在契约线 BaB_0 上运行。两国经济政策协调后运行点在 BaB_0 线上的位置取决于各国在政策协调中讨价还价的能力。

第三，政策协调的结果受免费搭车 (Freeriding) 和违约 (De-fault) 的影响。在图 12-1 中，假定 A 国认为 B 国将认真执行双方协议的政策，譬如 BaB_0 上的 C 点，A 国可能在反映函数 Ra 与无差异 U_2A 交点 R 违约，A 国在违约的同时，还会宣称自己严格地遵守协议，欺骗 B 国。如果两国都违约。它们将最终采取非协调经济政策，回到纳什点。在各国政策协调中，由于违约的国家很容易推卸责任，所以各国违约的倾向就更明显。

§ 12.2 国际经济政策协调机制

一、国际经济政策协调的基本形式

下面我们分析不同的协调机制及其利弊。

1. 规则协调和随机协调

协调可以是就某个特定的政策组合达成的临时协议，也可以是就政策规则和方针达成长期协议，这二者分别称为随机协调和规则协调。

1978 年召开的波恩高峰会议是随机协调的典型例子，尽管波恩会议所讨论的内容并不局限于宏观经济问题。联邦德国和日本分别就它们的财政政策作出承诺，美国就它的能源政策作出承诺。1944 年的布雷顿森林协议有时被看作是规则协调，尽管它不完全符合规则协调的定义。各国对汇率的义务明确，而对相应政策工具的承诺则是不明确的。但是，随着布雷顿森林制度的演变，对政策工具承诺的要求也越来越严。

在布雷顿森林制度下汇率制度安排与规则协调有些接近，但不够对称。逆差国家的义务明确，易于接受，而顺差国家的义务就不明确，并且很难与顺差国承担的义务对称，但各方义务具有互利性。如当某国出现国际收支逆差时，各方均应承担一定的义务。

1987 年的《卢浮宫协议》可看作是融合了两种协调方式：一方面，对利率政策采取规则协调，使其保证汇率的稳定；另一方面，对财政政策采用随机协调，使各国政府单方面选择的经济目标合法化。

支持采用规则协调的观点主要有四个方面：第一，在世界经济中消除对协调过份需求的有效途径是减少需求，而不是增加供给。要想减少需求最好应用简单的政策规则，例如维持固定汇率。在这一过程中，谈判成本和责任分担的冲突会大大降低。第二，规则协调是向决策人施加限制的有效机制，

因为如果决策者不受限制，他们会利用政策工具去实现本国的政策目标。第三，规则协调可提高政策的可预见性，使私人部门能够有效地对资源配置做出决策。第四，规则协调可防止具有破坏性的微调，从而使那些对经济如何运行缺少知识的国家免受损失。

支持随机协调的论点也有四个方面：第一，规则协调在理论上具有优势，但在实际运行中不顺利。如金本位制下现金自动流动机制所发挥的作用常被政府对黄金流动的管制抵消。第二，只有当违背规则的惩罚足够大时，才能保证各国执行宏观经济政策较好地按规则进行。第三，规则协调增强政策可预测性，并从中获益。就这一点看，预先宣布货币供给目标为市场提供了当局的政策意图，市场对此将迅速反应，使政策效果减弱。第四，规则协调减少了微调的风险，但却增加了环境变化而不能及时调整的风险。在国际金融环境变化极大的今天，随机协调更能适应环境的变动。

2. 单一指标协调和多指标协调

主张实施单一指标协调的依据有两个：一是它增加了每个国家决策的自主性，从而避免了过份协调。例如，若对汇率进行协调，各国的货币政策将受到限制，但其他政策的自由度很大。二是单一指标可以清楚地表明政策路径。例如，如果当局想保持固定汇率，那么，汇率的变动就给货币当局指示了货币政策的方向。另外，货币当局也可以从货币政策和财政政策的名义收入目标中获取信息，而让市场决定汇率。相反，多指标协调会增加当局的协调范围，因为各国政府在处理来自不同指标的互相冲突的信息时容易发生错误。另一方面，依靠单一指标也有较大的风险，原因是单一指标对那些没有参加协调的政策的变化反应比较弱，甚至反应结果错误，比如在固定汇率制下所采取的错误的财政政策。

以固定汇率制为例。政府采取扩张的财政政策来刺激经济增长，利率将提高。国内利率高于国外利率水平，吸收国际资本流入本国，国际收支逆差减小。这样，通过财政扩张刺激经济增长将不影响国际收支逆差，而是使货币有升值的压力。但汇率对财政政策调整的反应很弱。欧洲货币体系是一个典型的例子，体系内各国货币政策协调性很好，但财政政策方面始终未出现趋同的迹象。

相比之下，多指标协调对各种变量的反应比较全面。假定指标中包括货币政策变量和财政政策变量，多指标的协调直接涉及到财政政策和货币政策的组合变动，而非通过汇率这一媒介。如果两国汇率失衡是由于财政和货币政策的不恰当组合造成的，显然多指标协调比单一指标协调将更有效。

1986年东京高峰会议规定在协调过程中采用下列指标：CNP和国内需求增长、通货膨胀、失业和经常项目差额、货币条件、财政平衡、汇率和国际储备。在此七国协调中应用的指标可看作是随机的、多指标的协调。

七国政策协调选择指标时，主要考虑四个方面：(1)应有助于识别政策和政策目标之间的矛盾，以及国家内部和国家之间目标的矛盾；(2)应可以鉴别政策实施的效果是否与观测相符合；(3)应可以衡量政策的实施对国际收支和汇率的影响程度；(4)应有利于统计分析的进行。

3. 政策最优方法和维持体制方法

政策协调有两种方法：

(1)政策最优方法。这种方法将决策看作最优化过程，政策协调也是一个最优化过程。每个国家都有自己的福利函数，各自可通过政策工具组合使福

利最大化。一国政策的决策会对其他国家的经济产生影响。如果每个国家各自采取独立政策，其结果将是非最优点。但是如果各国政府采用协调的经济政策，可以提高每个国家的福利，实现帕累托最优状态。这种方法其实就是通过政策协调来抵消一国政策的溢出效应。

(2)维持体制方法。这种方法认为协调的目的应是维持现有体制，通过政策协调使国际经济体制免受各种因素变动的不利影响。二战后，许多政策协调都采用维持体制的方法，如 60 年代对美元和英镑的金融支持，联合管理伦敦金库；1978 年的解救美元贷款；1982 年债务危机中对墨西哥的紧急贷款；1985 年保护贸易体制。

二、两国模型

两国模型表明的是每个政府面对外生变化或其他国家的政策变化如何修订本国的经济政策。有时，某些外生变化和政策会使两国经济处于非最优状态，使各国政府不能实现国内目标。在此情况下，政策协调会有助于减少福利损失。

两国模型分为三个部分：第一是建立模型，施加某些限制条件；第二是导出政府的反映曲线，说明汇率安排是如何影响政府的反映曲线和各种经济变化如何使政府反映曲线发生位移；第三是讨论在经济发生某些变化后，如何进行政策协调。

两国模型有两个国家：美国和欧洲，用符号 US 和 EC 代表。这两个国家大小行为一致，每个国家只供应一种商品，一种债券和一种货币；商品和债券可以买卖，但不能完全替代；各国居民持有本币；货币单位是美元和埃居（ECU）。在模型中用方程式表示美国的财富、货币供给、债券供求、预算平衡、货币需求等，欧洲也是这样。我们不具体列出方程式的内容，而主要对政策反应曲线的推导作出说明。

在图 12 - 2 中，纵轴表示美国价格水平长期变化，这种变化由政府公开市场上买卖债券导致；横轴表示美国产量的短期变化。设开始时美国经济处于长期均衡，原点表示美国在产量和价格空间内福利最大的点。环绕原点的椭圆为无差异曲线，其代表的福利水平低于原点。BB 线表示美国中央银行在公开市场上买进债券时对美国经济的影响：短期内产量增加，长期内价格水平上升。FF 线及上面的箭头表示欧洲中央银行在公开市场上买进债券时对美国经济的影响。当两国公开市场规模相同时，欧洲买进债券对美国产量的影响比美国买进债券的影响要小，故 FF 线较陡（见图 12 - 2）。

运用图 12 - 2 可导出反应曲线。该曲线表明欧洲的中央银行在公开市场上买入债券时，美国中央银行对此所作的反映。欧共体在公开市场上买入使美国经济处于点 T'。美国中央银行可以在平行于 BB 线的各线上选择。美国的最佳选择是 H'，即 BB' 与无差异曲线的切点。为了减少由于欧共体在公开市场上买入债券所产生的福利损失，美国的中央银行必须在公开市场上卖出债券。但是，美国的价格水平在 H' 点比原点高，这说明美国的公开市场出售规模小于欧洲的公开市场买入规模，结果，全球货币供给增加，从而提高两国价格水平（见图 12 - 3）。

在图 12 - 3 中，纵轴代表欧洲持有的欧洲债券，横轴表示美国持有的美国债券。点 P 是开始时美国和欧洲福利最高点。I₁ 线是美国的反应曲线，表

明美国对欧洲在公开市场买入债券的反应。 I_2 线是欧洲的反应曲线。这可以从图 12 - 2 中相应部分导出。

假设人们的需求发生变化，从美国债券转移到欧洲债券，美国的产量将暂时下降，经济由 H' 点变动至 N' 点。美国中央银行可以在公开市场上大规模买入债券，其规模足以使美国经济从 N' 点移动到 T' 点。欧洲中央银行在公开市场上大规模出售债券，使美国经济由 T' 点移向原点。结果，人们需求转移这一外生变化的影响被完全消除。如图 12 - 3，美国的福利最高点移动至 P' 。在这点，欧洲中央银行持有较少的债券，美国的中央银行持有较多的债券，美国的反应曲线由 I_1 移动到 I_1' 。相同的原理，如果同一外生变化使欧洲经济从 H 点移到 N 点，短期内欧洲产量增加，但短期内对价格水平不会有影响，欧洲的中央银行在公开市场上卖出债券，美国中央银行买入债券，最终欧洲经济由 N 点移向 T 点。欧洲的福利最高点移动至 P_2 。在这一点，欧洲的中央银行拥有较少债券，美国中央银行拥有较多债券，欧洲新的反应曲线是 I_2' 。

如果每个中央银行都独立地追求政策最优化，不考虑对方决策产生的影响，那么，对方将在纳什均衡点 P 相交。如果双方进行政策协调，该点将落于通过 P_1 和 P_2 的契约线上。很容易证明美国的福利损失和欧洲的福利损失在 P_c 点都比在 P_N 点小，这由无差异曲线的位置说明。由此可见，双方都从政策协调中获得了好处。

三、政策协调示例

我们仍然以两个国家为基础说明彼此之间如何协调及协调的后果。

1. 假设两个国家：A 国和 B 国。A 国与 B 国完全自由贸易，A 国和 B 国的目标都是达到内外平衡，即达到充分就业且没有国际收支差额。但是 A 国与 B 国在考虑对内和对外平衡时，把国内的经济目标达到充分就业，列到优先地位。

现在假设 A 国与 B 国之间贸易项目平衡，但两国的国内经济都处于充分就业之下。因此，这两个国家的政府都打算采取扩张性的财政政策，增大国内需求水平，提高产出及减少失业。但是财政政策的扩张引起国民收入的增加，根据西方经济学中 $NX = NX(Y, Y_f, R)$ ， NX 与 Y 成反向变动关系，国民收入增加，将导致进口增加，净出口减少，进而导致国际收支逆差。这两国政府都希望能实现经济增长、国民收入增加和国际收支同时保持平衡的目标，所以最终不得不放弃扩张性财政政策这一工具。

但是如果 A、B 两国能够进行政策协调，它们就可能同时实现内部平衡和外部平衡两个目标。两国可以协议同时采取扩张性财政政策，增加政府支出，其后果是：

| | |
|-----------|-----------|
| A 国增加政府支出 | B 国增加政府支出 |
| ⇒ A 国收入增加 | ⇒ B 国收入增加 |
| ⇒ A 国进口增加 | ⇒ B 国进口增加 |
| ⇒ B 国出口增加 | ⇒ A 国出口增加 |

因此，A、B 两国同时增加政府支出，会使 A 的进口增加但同时出口增加，故 A、B 两国仍然可以维持贸易平衡。所以，如果 A、B 两国能够通过政策协调同时增加两国的政府支出，则 A、B 两国在解决国内失业问题的同时可以保持贸易的平衡。

2. 假设全世界只有两个国家：A 国和 B 国。A、B 两国同时面临国内经济萧条、失业严重的问题，但 A、B 两国之间的国际收支仍保持平衡。假设 A 国单独采取扩张性的货币政策来刺激经济增长，减少失业；A 国降低利率，而 B 国利率保持不变，则 A 国的这项政策对 A 国的影响是使 A 国出现国际收支逆差。因为：

A 国增加本国货币供给

⇒A 国国内利率下降（B 国利率水平不变）

⇒A 国资本流入 B 国

⇒A 国资本帐户逆差

⇒A 国国际收支逆差（假设经常项目不变）

但是，如上图中 A、B 两国能通过协商进行政策协调，双方同时降低利率，那么 A 国的资本流出将不会出现，国际收入仍将保持平衡，A、B 两国均可以达到内部平衡和外部平衡的实现目标。

以上二例，皆假设世界只有两个国家，因此国际间政策协调容易达成。但在实际上，国际间政策协调涉及许多国家，每个国家有多种不同的经济目标，政策工具的种类也多，不同国家间的经济目标时常冲突，所以政府协调不像上面的例子那样简单。但是，各国间的政策协调一般仍可使各国受益，减少全世界的福利损失。

§ 12.3 国际经济政策协调实践

一、国际政策协调的形式和特征

国际经济政策协调是从 70 年代开始的。当时进行目标经济政策协调原因之一是布雷顿森林体系下汇率制度所固有的相互抉择的政策失去了控制。另外，1974—1975 年世界经济衰退，西方工业化国家经济增长缓慢。第一次石油危机后，西方国家出现“滞胀”，即通货膨胀上升和失业率高并存。美国经济快速增长，日本和西欧的经济增长势头较弱，国际贸易不平衡比较严重。70 年代美元疲软使其他工业国家的出口急剧下降，这就是当时的总体经济态势。这种经济形势迫使西方工业化国家之间开始经济政策协调。80 年代中期以来，西方国家奉行不同的经济政策，美、日、欧的经济增长速度差别较大，从而造成世界经济的外部失衡，于是国际协调又逐步引起重视。

1. 政策协调的形式

宏观经济政策协调的主要形式是七国首脑的高峰会议，以及五国、七国财长和中央银行行长会议。在汇率急剧波动时，各发达工业国还常常采取联合干预外汇市场的办法，来保持外汇市场的稳定和各国汇率水平的合理程度。高峰会议初期目的不是对各国经济政策加以限制，而是讨论世界经济问题。但是 70 年代中期国际经济形势发生很大变化，参加高峰会议的参加国不得不利用高峰会议宣言对各国经济政策实施限制。

第一次宏观经济政策协调是 1978 年的波恩高峰会议。从 80 年代起，开始采用五国财长或中央银行行长会见和七国财长或中央银行行长会见（1986 年以后）的形式进行国际政策协调。各国财长和中央银行行长在高峰会议的间隔期内进行会见，同时国际货币基金组织的执行董事通常参加七国的财长会议或中央银行行长会议。财长会议和中央银行行长会议达成的国际经济政策协调成果主要有：1985 年 9 月的《普拉查协议》，1987 年 2 月的《卢浮

宫协议》，1987年12月的《七国宣言》等。

欧洲货币体系（EMS）是一种区域内的协调形式，其目的是加强成员国的内部和外部稳定。EMS内各国实际上以德国马克为基础建立起一套稳定的汇率体系，其经济政策协调只是在汇率偏离均衡水平时进行，使各国货币对德国马克保持相对稳定。这是一种规则协调的方式。

2. 政策协调的一些特点

由上述分析可看出，七国高峰会议和与此相关的七国财长和中央银行行长会议是国际经济政策协调的主要形式，这种形式的协调主要有以下五个特点：

(1)以世界经济的稳定增长、降低通货膨胀、降低失业率和保持国际收支平衡为基本目标，这与一国国内政策目标相同。

(2)在不同的经济形势下，采用不同的经济指标来实行政策协调。

(3)利用高峰会议宣言表达七国对世界经济的看法，并对各国政策工具加以限制。

(4)及时地评价参加协调各国的政策意图，以及各国政策的溢出效应。政策实施后，经济指标变动，根据其变动情况调整政策的力度。

(5)加强各国对外汇市场的参与，联合干预外汇市场，防止汇率偏离“均衡”水平，纠正国际收支与外部失衡。

3. 政策协调的内容及演变

第一次石油危机后，世界经济陷入衰退，各发达国家都在研究刺激经济增长、摆脱衰退的策略和办法。1977年在伦敦举行高峰会议，与会国同意采取宏观经济政策协调，以促进世界经济增长。这次高峰会议要求各国采取扩张性的政策措施，但是对各国具体规定不详细。1978年波恩高峰会议，各国同意采取具体的协调，以使经济走出低谷。美国承诺采用财政政策降低通货膨胀，使1978年GNP比1977年GNP增长高出1.5个百分点。德国采取扩张政策，增加政策支出。法国增加政府支出，数额为GNP的0.5%。

波恩会议规定的政策协调措施以刺激经济增长为主要目的。波恩会议后，世界经济开始回升，但随之而来的是通货膨胀的压力。这种经济形势下，高峰会议宣言以宏观经济的微调理论转向结构调整，各自独立地采取宏观国内目标的政策，不再进行政策协调。1981年的渥太华高峰会议宣言的内容包括：供给管理代替需求管理，反通货膨胀成为各国最重要的任务，世界经济稳定增长成为各国主要目标。为此，各国减少了财政开支，控制货币供给，采取紧缩的政策。

80年代中期，世界经济增长未实现预期的目标和国际经济政策协调的意图，国际收支失衡严重。例如，1986年《东京经济宣言》提出“各国要进行多边监督，当汇率偏离预定路径时及时采取干预措施”。

1985年9月五国财长的普拉查会议在政策协调方面取得重大进展。与会五国同意采取非美元货币对美元升值这一措施，并允诺五国密切合作以保证这一措施的实行。

普拉查会议后，各国货币对美元进一步升值，美元汇率大幅度下降。为了防止美元汇率进一步下跌对世界经济的影响，1987年2月卢浮宫会议，各国协商采取稳定汇率的政策。各国在卢浮宫会议上做出的承诺是：美国减少赤字，将1988年财政年度的赤字减少到GNP的2.3%；日本允诺实行全面改革，刺激国内需求；德国承诺增加1988年的减税数额。1987年12月，在《七

国宣言》中，顺差国家同意进一步采取措施，德国增加财政支出，日本保证1988年度财政支出不低于1987年财政支出水平，并在此基础上追加支出。

与财政政策相比，七国财长和中央银行行长会议对货币政策的协调基本没有具体的措施。但其他一些机构在货币政策领域敦促七国采取协调措施。比如说国际清算银行(BIS)每月举行中央银行行长会议都要求各国对国内货币政策作出承诺。

二、政策协调的实践

西方七国从70年代中期开始政策协调，迄今已有20年的历程。其间世界经济变化复杂，七国间的经济政策协调措施也要不断适应经济的变化。我们有必要考察各国在实践中政策协调的效果。但是，由于政策协调是各国政策相互影响、相互作用的过程，所以要具体表明某一特定政策对参加国的影响是不容易的。另外，对不同时期政策协调的效果进行比较时，由于选择对比的标准比较困难，所以这种比较也是困难的。因此，在评价政策协调的效果时，要考虑不同的政策协调措施在执行时的困难和对经济实绩的影响。

1978年西方七国在波恩高峰会议上，允诺采取措施，以促进世界经济增长。德国允诺采取通货膨胀政策，允诺增加财政支出，1978年7月开始减税，并于1979年和1980年两年都增加支出，总额相当于各年GNP的1%。日本刺激国内需求，增加财政支出，1979年和1980年两年其财政支出增加额为GNP的1.3%。但是，庞大的财政支出增加受到了预算的约束。

根据OECD的模型计算，德国国民收入在1979年和1980年的增长率为1.1%和1.4%；日本国民收入增长率为1979年0.4%和1980年1.0%。但是，第二次石油危机爆发，能源价格猛涨，日本和德国在经济增长放慢的同时，通货膨胀率仍然较高。同时，美国的国内需求增长速度放慢，所以赤字国家和盈余国家的国内需求差额管理理论不再适用。

石油危机对工业化国家的经济增长和经济政策产生很大的影响，因而各国趋向采取独立政策以解决国内通货膨胀和经济增长问题。实际上，在波恩高峰会议期间，联邦德国和日本曾想单方面进行经济扩张，采取财政扩张和融通性货币政策。1977年和1978年的货币政策目的是使各国货币对美元升值。这种政策措施加速了石油价格上涨对通货膨胀的影响，随后几年采取了稳定和调整措施，但其代价高昂。

2. 普拉查会议之后的协调

80年代初期，西方七国基本没有彼此间的政策协调，而是各自独立地针对国内经济和实现国内目标而采取独立的政策。这种独立的、不予协调的政策给世界经济带来了严重失衡。因而，80年代中期起，各国开始重视国内政策协调，以期解决日益严重的世界经济失衡。另外，世界各国资本流动管制的减少，证券投资市场移动的发展使国际间资本移动的速度和规模迅速增大，美元、日元、马克等主要通货之间的汇率受游资的冲击变化日益增大。汇率的不稳定又刺激了投机性国际游资对强币的购买，对部分弱币的抛售，使美、日、德等国的中央银行必须采取一定的措施来保持各国货币相对稳定。这期间七国通过七国财长和中央银行行长会议来进行政策协调，大致有三个阶段：

第一阶段是强调汇率重新组合。1985年9月，五国财长在普拉查会议上达成协议，同意联合对外汇市场实施干预，以纠正外部失衡。当时美元对日元的汇率为1美元对240日元，经过各国几年的不断干预，美元对日元到80

年代末已降至 1 美元兑 130 日元左右。

第二阶段是由汇率调整转向宏观经济政策协调。随着普拉查会议后各国积极地对汇率进行调整，汇率结构水平逐渐改变，七国贸易状况改善，外部失衡得到缓解。但是，美元汇率大幅下调对日、德等国大大不利。这些国家由于本币升值，商品的世界竞争力减弱，出口减少，造成国内经济衰退。而美元贬值也有损于美国的形象和美元的信誉，这样汇率的大幅调整暂告停止。

1987 年 2 月七国财长签订了《卢浮宫协议》。《协议》认为汇率调整已实现预定的目标。政策协调的目标应从汇率稳定转向经济稳定，各国应开始宏观经济政策协调。宏观经济政策协调的目的是利用各国财政政策和货币政策的实施实现经济增长模式的改变，使各国的 GNP 增长速度和国内需求速度得到调整，以适应各国的经济情况。宏观经济政策协调的后果基本上符合《卢浮宫协议》的目标，美、日、德国的经济增长模式都有所改变：美国的 GNP 增长开始超过国内需求增长，日本和德国的国内需求增长则开始超过 GNP 的增长。

第三阶段是结构调整。以日本为例，结构调整包括两方面：政府和私营企业。政府部门的结构调整的内容包括：放松管制、减少补贴、开放市场、取消对储蓄的税收减免等。私营部门的结构调整则更为重要。随着经济不断进步，钢铁、造船等工业成为夕阳工业，进口替代和出口导向的企业正逐步扩大。

从以上三个阶段可以看出，国际收支的调节机制正在不断发生变化。主要是调整的责任由逆差国开始转向顺差国，如果国际收支失衡发生，调整就以顺差国的政策扩张为主来进行。

由于国际间的资本、商品和劳务的流动日益增加，各国间的相互依存也不断加深，不同的市场相互联系，愈来愈全球化。因而，各国之间必须进行政策协调以实现政策目的。

三、七国货币政策协调

七国高峰会议货币政策协调问题一直进展不大。西方工业化国家中央银行的独立性都较强，即使政府进行政策协调，中央银行之间的协调也不一定成功。另外，货币政策与财政政策相比，它的效果有时难以预料，即使中央银行的货币政策操作十分谨慎，也难免出现预料不到的后果。所以，各国在货币政策协调问题上也很难作出明确的承诺。关于货币政策协调，国际货币基金组织、国际清算银行和欧共体经常讨论这一问题。1986 年 3 月，美国、日本和联邦德国的中央银行降低贴现率就是货币政策协调的结果。在近几年中，由于国际资本迅速游动，美元、日元汇率变化频繁，各国政府也不断联手利用货币政策对汇率实施干预。

七国高峰会议虽然也提及货币政策协调，但对政策承诺不够明确。造成这种情况的原因主要是：各国政府希望能在外汇干预方面保留较大的自主权；各国在汇率目标的选择、政策工具评价和政策实施效果方面缺乏一致性。

卢浮宫会议后，各国货币政策协调以汇率稳定为主。美国采取紧缩性货币政策，提高利率，以吸引外资流入。顺差国在 1987 年逐渐开始扩大短期利率差额，德、日两国因此没有遵守各自的货币供给目标。卢浮宫协议的政策协调主要是要求美国之外国家的中央银行通过大规模干预外汇市场，维持美元汇率的稳定。但是，维持美元汇率稳定与国内政策目标和顺差国的国内政

策目标略有矛盾。尽管如此，对美元汇率的干预仍促使美元汇率当年达到了目标。

四、财政政策与货币政策组合实践

财政政策的协调相对于货币政策而言，缺少灵活性。1987年卢浮宫会议后，顺差国家采取了财政扩张的政策，美国则允诺减少赤字。但实际上美国的财政赤字减少的规模没有达到协议的要求。于是美国对减少赤字的目标进行了修改，修改后赤字减少规模达到了目标要求。由此可见，协调有时是不切实际的，需要进行修改。

财政政策协调的效果是：西方七国总的财政赤字水平下降，世界实际利率水平下降，刺激世界经济增长，并且七国财政政策的协调对缓解世界经济的外部失衡也发挥一定作用。

关于政策组合，美国的货币政策和财政政策1985年和1986年扩张，1987年紧缩。联邦德国和日本1985年开始紧缩财政政策和货币政策，1986年货币政策和财政扩张。三国的这种财政政策和货币政策组合的相对优化有利于减少世界经济的外部失衡。

§ 12.4 欧洲货币体系的政策协调

一、欧洲货币体系的建立及基本运作机制

欧洲货币体系是1978年在哥本哈根召开的欧共体首脑会议上，由联邦德国总理施密特和法国总统德斯坦提议创立的。1979年3月13日，欧洲货币体系正式运作，由联邦德国、法国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡、丹麦和爱尔兰等欧洲经济共同体国家的八种货币组成，当时英国未加入欧洲货币体系，但英格兰银行却按规定的比例认缴黄金和美元储备，参加了欧洲货币基金。

欧洲货币体系形成主要有以下几个原因：一是共同体各国经济一体化发展的要求。货币体系一方面可避免汇率经常波动对各国之间经济关系的侵害，另一方面可督促各国在货币金融领域加强合作与协调。二是70年代以来由于石油危机的影响，欧共体各国除联邦德国外都出现了较严重的国际收支逆差，这种外部失衡使各国的经济政策协调难以一致，阻碍了一体化进程。三是1977年美元危机再度爆发，冲击各国货币汇率的稳定，因而欧共体国家需要建立一个区域性货币集团，以抵抗美元波动的影响，阻绝美元波动对欧洲经济的伤害。

欧洲货币体系的基本内容有三个方面：第一，建立欧洲货币单位（简称 ECU），是原来欧洲计算单位（EUA）的继续和发展；第二，建立稳定的汇率机制；第三，建立欧洲货币基金，其前身为欧洲货币合作基金。

1. 欧洲货币单位的创建

欧洲货币单位是欧洲货币体系的中心。它其实是一个“小篮子货币”，由欧共体12个成员国的十种货币组成。每一种货币在欧洲货币单位中的比重，根据各国在共同体内部贸易额和GNP中所占比重加权计算得出。

欧洲货币单位的作用是：(1)作为计算欧洲货币体系各参加国货币中心汇率的标准；(2)借以衡量各种货币的强弱及对中心汇率的差异幅度；(3)作为进行内部市场干预和信贷业务的计算单位；(4)作为共同体财政预算和成员国货币机构业务往来的结算手段。

2. 欧洲货币体系的汇率机制

欧洲货币体系采取汇率联合浮动体制，该体制称为超蛇联合浮动制，与体系创立的联合浮动汇率相比，超蛇联合浮动对汇率的市场干预机制较严。

欧洲货币体系采用平价网 (Parity Grid) 来控制汇率的波动。参加国规定本国货币同欧洲货币单位的中心汇率，然后在双边基础上，确定各参加国之间货币的相互中心汇率。各国货币允许在中心汇率的上下 2.25% 的幅度内波动，意大利里拉较为脆弱，放宽至上下 6% 的波幅，英镑当时未加入该汇率机制。在这一机制中，以欧洲货币单位为基准，当某个参加国货币对欧洲货币单位的比价偏离其中心汇率达一定幅度，即所谓差异界限 (Threshold of Divergence) 时，这个参加国的货币当局就应采取相应措施。这个差异界限是按 $\pm 2.25\%$ 乘上 75%，再乘上 (1—该参加国货币在“一篮子货币”中所占比重) 计算得出。从计算公式可以看出，在欧洲货币单位中权数大的货币规定的差异界限较小 (如西德马克)，权数小的货币规定的差异界限较大 (如爱尔兰镑)。意大利里拉的差异界限按 $\pm 6\%$ 计算。差异界限的计算随权数的变动、汇率波动的界限的变动也发生变动。当某一参加国货币对欧洲货币单位比价超越了差异界限时，该国应设法干预外汇市场。由于该差异界限总比汇率波幅上下限先达到，所以也称为报警器作用。

欧洲货币体系干预外汇市场的办法有三种：一是中央银行间相互贷款以干预市场，即抛出强币，买入弱币，改变供求关系，影响汇率；二是在国内采取适当的货币政策和财政政策，如弱币国家提高利率，减少货币供应，强币国家降低利率，放松银根；三是改变中心汇率。中心汇率的调整不能视为欧洲货币体系不易维持的证据，事实上当调整势所必需时，及时调整有利于维护体系的稳定。

二、欧洲货币体系发展及危机

欧洲货币体系的近阶段目标是维持外汇市场和汇率的稳定，但其最终目标仍是使欧洲达到政治、经济和货币的统一。在欧洲货币体系下，各成员国之间及其欧洲货币单位之间的汇率波动保持在一定幅度之内，其实就隐含着各国之间的货币金融政策协调，而同时也意味着若要达到经济上或政治上的统一，每个会员国须放弃一些主权。

1991 年 12 月，欧共体各国首脑于荷兰马斯特里赫特签署协议，同意向欧洲货币联盟方向发展，并决定了欧洲经济与政治联盟的时间表，同意在 1994 年 1 月 1 日建立一个欧洲货币机构以协调各成员国的货币政策，在 1997 年 1 月 7 日建立欧洲中央银行，1999 年 1 月 1 日发行欧洲单一货币。此外，各成员国同意，未来加入欧洲联盟的国家须通过以下四个考验：(1) 汇率在两年内保持在欧洲货币体系规定的幅度之内；(2) 其通货膨胀率不能高出三个通货膨胀率最低成员国的 1.5 个百分点；(3) 长期利率不能高出三个最低通货膨胀率国家平均利率的 2 个百分点；(4) 总的政府赤字不超过 GDP 的 3%，公共债务与国内总产值比率应低于 60%。

签约的各会员国希望依此协议来使各国的经济政策协调配合，但是，签订该协议时，仅有两个国家能完全符合以上四个标准。

1992 年 2 月，欧共体各成员国又对马斯特里赫特条约进行了一些修改，但过程并不顺利。修改后的内容是：(1) 各成员国应互相固定汇率，并打算使用欧洲货币单位为统一货币；(2) 实行单一的金融、外汇政策以稳定物价；(3) 遵守自由竞争的市场规则，支持欧洲经济共同发展。

欧洲货币体系现在的进展很不顺利，其主要原因在于各国的经济情况差别很大，各国货币尤其是一些弱国货币很难在规定的幅度内波动，导致欧洲货币体系的汇率机制出现大规模震荡，各国不得不采取各种措施以稳定汇率机制。

1. 1992 年汇率体系危机

1992 年 9 月 14 日，意大利里拉宣布贬值 7%，欧洲货币体系开始陷入成立 13 年来最严重的危机。在国际外汇市场英镑和里拉的大量抛售下，英镑和里拉先后宣布退出汇率机制，西班牙比塞塔贬值 5%，法国法郎、爱尔兰镑等在市场投机力量冲击下，均跌破汇率机制允许的波幅下限。欧洲各国进行了大规模的干预，但是效果甚微。

危机的主要原因是：(1) 一些国家在一定程度上丧失了货币政策自主权。欧洲各国经济发展不平衡，但货币政策却以德国为龙头。德国为了抑制统一引起的通货膨胀而不断提高利率，致使其他成员国经济衰退。(2) 汇率机制本身愈来愈缺乏灵活性。各成员国不能根据本国经济与国际收支状况调整汇率，造成一些国家的货币汇率高估严重和市场对这些货币贬值的预期而加强投机。(3) 由于国际游资巨大，中央银行的干预规模不足。(4) 各成员国之间的货币政策缺乏协调。全球金融自由化和放松管制的趋向意味着货币政策越来越依赖于汇率和利率等市场变量，容易引起以邻为壑的政策。德国为了抑制通货膨胀而提高利率水平，使其他国家的货币政策无法配合，最终导致危机。

这次货币危机造成各国货币动荡，对经济共同体事业增加了不确定性，阻碍了经济增长。因此，英国和意大利退出欧洲汇率机制后，开始下调利率以刺激经济增长。欧洲各国的货币政策逐渐调整方向以稳定汇率机制。

2. 1993 年欧洲货币危机

1993 年 7 月底欧洲再次发生货币危机。向来居于欧洲货币领导地位的德国马克，对日元及美元均大幅贬值，而法国法郎却有退出欧洲汇率机制的危机。这次危机的主要原因是：两德统一后，德国为重建东德，财政负担沉重，经济增长率降低，通货膨胀居高不下，利率水平也保持在高位。而欧洲其他各国相继出现经济难题，经济衰退，它们希望能降低利率以刺激经济回升，这就与德国的高利率政策产生较尖锐的矛盾。欧洲货币体系要保持其稳定的汇率机制，其他成员国就必须保持作为轴心的马克的利率水平，否则其他货币便会被市场抛售而使汇价下滑。最后，各国不得不出于自身利益，准备采取政策以实现本国目标。1992 年 9 月份，英镑和里拉退出欧洲汇率机制是欧洲货币体系受到的一次严重打击。1993 年 7 月份，由于法德利率水平差额一直没有改观，最终导致法郎受到市场的猛烈冲击。

欧洲货币体系各成员国经过协商，最后对本次危机的解决办法是：除了德国马克与荷兰盾仍维持在原先的 2.25% 的汇率波动幅度之内以外，其他成员国货币的汇率波动幅度扩展到上下 15%。因而，实践上欧洲货币体系的固定汇率机制已大打折扣。各国经济发展水平的差异和各国货币政策的不协调终于导引了汇率机制的变动。

三、欧洲货币联盟前景展望

马约明确了实现欧洲货币联盟的具体标准和时间表，但是我们从其几次危机及各国实际经济情况可以看出，欧盟的前景困难重重。

从欧洲经济货币一体化的发展过程来看，法国对于欧洲货币联盟的承诺

是欧盟成败的关键，因而要求法国努力按马约要求实现欧洲货币联盟的压力在不断加强。欧洲货币联盟统一的欧洲货币政策的形成建立在各国财政的基础上，根据马约的要求，成员国政府部门的借款额，必须低于国内生产总值的 3%。但是大部分欧共体成员国目前都无法满足这一要求。以法国为例，1995 年其政府财政预算赤字占国内生产总值的 5%。马约要求成员国政府债务要低于国内生产总值的 60%，大部分欧共体国家亦达不到此标准。1994 年，比利时的政府赤字占国内生产总值 5.4%，债务与国内生产总值比例为 138%；意大利 1996 年预计公共部门赤字为 5.9%，债务率为 122%，这与马约的要求都有相当的距离。

现阶段欧共体中，除小国卢森堡的失业率为 3.9% 较低外，其他国家相对较高，其中西班牙更高达 22.1%。金融市场对法国的能力持怀疑态度，进而发展成对其进入欧洲货币联盟的资格的疑虑。与此同时，意大利财长迪尼认为欧洲货币联盟的时间应推迟 1 至 2 年。显而易见，在欧共体成员国之间，因为本国经济发展的不平衡和自身的经济政策目标的要求不同，在实现马约目标过程中存在分歧。

另外，欧洲统一大市场中产品、劳务的资本日趋一体化，但是语言文化、教育等方面的差别依然分割着劳动力市场。这种发展中的不平衡状况依然是欧洲货币联盟的障碍。欧洲议会综合多方信息后认为，现阶段与单一市场相比之不足有：现存对人员流动的边境控制；一定领域里缺乏税收协调；能源和交通领域的管制等等。由此可见，在今后 3 年里，欧共体各国要实现马约的有关标准，显然存在困难。那是否可以通过松散渐进方式，在 1999 年或稍后时间共同达到货币联盟的要求呢？回答是否定的。欧洲中央银行必然在货币政策上有别于德国的中央银行，它所担负的责任和义务要大得多。欧洲中央银行在寻求货币政策目标时，其货币政策的政治压力会很大。各国的失业问题也会对货币供给产生压力，如西班牙等发现在其遵守马约有关标准时，其经济地位日益恶化。而对未能实现马约标准的国家而言，欧洲中央银行也会受到来自外部的压力。较高的政府赤字和债务将使欧洲国家的利率上扬。更为危险的是，在第一阶段中小范围的货币联盟参加国汇率水平偏离其合理水平，将冲击欧洲货币联盟以外的货币，甚至对第二阶段中各国货币与欧洲统一货币共存产生影响。

1995 年 9 月欧共体各国财长在西班牙瓦伦西亚召开年度会议，重申实现欧洲货币联盟的技术性问题。但是在欧共体 15 个成员国中，迄今仅有德国和卢森堡在政府赤字、债务、通货膨胀、汇率稳定等方面达到了马约的标准，因而欧洲货币联盟将是一个艰难的历程，并且任何不可预见的经济或政治冲击都可能对其产生影响。

第四篇 国际资本流动中的风险分析

战后国际经济基础和观念的重大变化使国际资本流动变得越来越重要，并呈现出迅猛扩展的趋势。饱经战扰的各国，尽管相互之间还存在一些最基本的矛盾，但这些矛盾已经大大缓和并且正在改变着本身的形式。而各国在经济方面的联系却逐步加强，互相依赖的程度逐步提高。对西方国家而言，产品需要在国际上寻找出路，国内缺乏的物资又不能不靠别国供给。而发展中国家依赖外国的资金和技术来发展经济的任务就更为迫切。各国政府深感经济发展在决定一国前途命运中的主导地位，从而在一定条件下，实行彼此协商、协调、协议以及相互支持来共同发展的依存战略。这些变化使国际资本流动出现了一系列新动向：资本流动的规模和速度迅速增加；资本往来中的直接投资大大增加；国家资本输出、援助和低息贷款有了明显的增长；西方国家不仅输出资本，同时也是重要的资本输入和外资利用国；发展中国家从过去的大量输入资本到如今开始进行资本输出活动；更重要的是，许多计划经济国家也相继进入国际资本市场。全球几乎所有的国家都在不同程度上卷入这场国际资本流动中，而后者已经并将继续对它们的经济产生越来越大的影响。“亚洲四小龙”新兴工业化的实现原因之一即是充分利用了国际资本。

但是，我们所面临的国际经济形势是十分复杂的：既有机遇，又有挑战；既相互依存，又相互矛盾和竞争；既有改革创新的活力，又充满频繁波动的冲击。因此在国际资本流动中，也必将伴随各种各样的风险，典型的如汇率风险、商业风险、利率风险和国家风险。由于国际资本越来越重要的作用，能否很好地进行风险管理，直接决定着利用国际资本的效果，影响该国的宏观经济，并对世界经济的发展产生不同程度的影响。如果说“亚洲四小龙”成功地利用国际资本实现经济腾飞的例子从正面论证了风险管理的重要性，那么墨西哥于 1982 年宣布无力偿还外债而引起的国际债务危机则从反面证明了这一点。

本篇就是从风险的角度来认识国际资本流动。由于篇幅有限，着重分析国际资本流动中三种最重要的风险，即汇率风险、国家风险和利率风险。

§ 13 国际资本流动中的汇率风险分析

§ 13.1 汇率与汇率风险

一、外汇交易与国际资本流动

国际间的资本流动，因为是在不同的国家与国家之间进行的，所以会涉及不同货币之间的关系。分析国际资本流动中的汇率风险，须从简要的外汇分析开始。

从动态的角度来看，外汇就是把一国货币兑换成另一国的货币，并利用国际信用工具汇往另一国，借以清偿两国因经济交易往来而形成的债权债务关系，这是一个动态的交易过程。从静态的角度来看，外汇是以外币表示的用以进行国际间结算的支付手段，这种支付手段包括以外币表示的信用工具和 有价证券，例如银行存款、商业汇票、银行汇票、银行支票、外国政府库券及其 长短期证券等。外汇可以作为清算国际间债权、债务关系的手段使用，并可在 资金过剩与资金不足的国家之间调剂余缺，从而促进国际经济贸易的大发展。

外汇交易则是以抽象的外币债权（上文所述的外汇支票、汇票则是其载体）为 对象的交易，通常亦称为外汇买卖。如果以交易发生的场所和有关的当事人来区 分的话，可以分为两类，一是在银行的柜台上发生的银行与顾客之间的交易，交 易的内容包括出口收汇、进口付汇、汇出汇款和汇入汇款；二是在外汇市场上银 行同业之间的交易，这是外汇交易的大量所在。

国际资本流动主要是以各种借贷和直接投资的方式发生的，在其中必然会发生 外汇交易。汇率指一国货币兑换成另一国货币的比价，也称汇价，即由一国货 币表示的另一国货币的价格。了解汇率制度的演变及其特点，对于了解汇率的波 动以及由此波动带来的风险是至关重要的。

所谓国际汇率制度，是指各国政府对本国货币在国际范围内发挥世界货币职 能所普遍采用的确定本币同其他货币汇率的原则和组织形式。与不同的国际货 币制度相对应，汇率制度主要有两种：一是以国际金本位制度和布雷顿森林制 度为基础的固定汇率制度；二是以国际信用货币制度为基础的浮动汇率制度。

固定汇率制度是从 19 世纪中期国际金本位制确立以后到 1973 年为绝大多数 国家所采用的汇率制度。在此制度下，各国货币之间的汇率是以各自的法定含 金量为基础，以不同货币法定含金量之比为基准汇率，市场汇率则围绕基准汇 率作有限度的波动。金本位货币制度下（尤其是金币本位制）的固定汇率制是 最为典型的。在这一制度下，汇率具有内在稳定性，不会出现大的波动；而且 由于黄金可以在国际间自由输入输出，使汇率可以由市场自动地调节。但布雷 顿森林制度下的固定汇率制，则有了很大的变化。在此制度下，汇率决定于各 国货币的黄金平价，受外汇供求的影响，围绕金平价汇率上下波动，波动的界 限则是由国际货币基金组织规定的官定上下限。相对于金本位制下的固定汇率 制，此时的固定汇率制已经不具备内在的稳定机制，其相对的稳定性也带有浓 厚的人为色彩。

浮动汇率制是在 1973 年固定汇率制度解体以后，各国普遍采用的与国际信 用货币制度相对应的一种汇率制度。在这种制度下，各国政府不再规定本国货 币的黄金平价和对美元的固定汇率，也不规定汇率上下波动的界限，任

由外汇市场上外汇的供求状况决定汇率。实行以来 20 年间，国际金融市场上汇率变动频繁。

通常，我们给汇率风险下的定义是，由于汇率的变动而蒙受的损失以及将丧失所期待的利益的可能性。我们将承受汇率风险的外币金额称为“受险部分”或“敞口”（Exposure）。

从定义来看，汇率风险产生有三个要素：第一，某法人或自然人已经买进或卖出外汇，将来又必须卖出或买进外汇；第二，在将来进行外汇交易时，所适用的汇率并未确定，由于这种不确定性而产生了风险；第三，由于企业、个人、国家在进行会计处理或进行外币债权、债务决算时如何以本国货币进行评价而产生了风险。相应地，汇率风险也分为四种，即“买卖风险”、“交易结算风险”、“评价风险”以及“经济风险”。

汇率风险的影响是很大的。从宏观影响来说，它足以影响一国的国际收支、国际贸易条件、外汇储备乃至就业；从微观来说，不仅影响大量的涉外企业，而且影响国内企业。如果单从国际资本流动的角度来说，对已发生的交易，汇率变动会对交易双方产生或好或坏的影响，其程度依据汇率波动的幅度、频率以及交易额的大小而定；对于尚未发生的交易而言，汇率变动会影响国际闲置资本的流向、流量，影响到筹资者筹资的难易程度以及相应的筹资条件等等。总之，对于任何一笔交易来说，汇率的变动对于资金需求方（以下简称筹资方）和资金闲置方或提供资金方（以下简称投资方）的影响都是相对的，因而采取的管理策略及方法就很不相同。在以下两节中，我们将分别从筹资方和投资方的角度具体地分析汇率风险及其管理。

了解影响汇率波动的因素，对于预测汇率的变动趋势以及对汇率变动采取相应的、有效的措施是极为重要的。

第一，国际收支。它是影响汇率的主导因素，因为汇率变动取决于外汇市场上对各国货币的需求，而影响外汇供求的主要因素即是国际收支。如果一国的国际收支发生顺差，市场上对该国货币的需求增长（以及外国货币供应的增加），该国货币供不应求，则汇率上升，相应的外汇汇率下降。反之亦然。值得一提的是，国际资本流动（尤其是短期国际资本流动）作为国际收支的一个重要的组成部分，对汇率的波动影响很大。这体现出汇率与国际资本流动之间的相互作用。

第二，利率。利率对汇率的影响是通过国际收支的变化来实现的。通常，当两国之间利率的差异大于两国远期汇率与即期汇率差异时，就会引起短期资金流向利率较高的国家，有利于该国的国际收支，改变原有的外汇市场上的供求关系。结果，高利率国家的货币汇率上升。

第三，通货膨胀。我们知道，汇率是两国币值的对比，当一国流通中的货币量超过了商品流通中的实际需要，其单位货币所代表的价值量就会减少（发生通货膨胀）。在这种情况下，如果两国汇率仍保持不变，就会不利于通货膨胀国家的出口，有利于进口，使国际收支出现逆差，从而影响汇率。

第四，各国的汇率政策及对外汇市场的干预。各国的中央银行总是力图通过影响外汇市场中的供求关系，来达到支持本国货币稳定的目的。施加这种影响的方式有三种：一是调整汇率；二是直接干预外汇市场；三是对资本流动实行管制。必须指出的是，中央银行干预汇率的行动只有在与有关国家经济政策目标相一致时才比较有效。

第五，市场预期心理。当人们预期一国的通货膨胀率比别的国家高，或

实际利率水平比别国低，或国际收支出现逆差，或其他因素将对该国经济发生不利影响，就会争相抛售该国货币，引起外汇市场上该种货币供应过多，汇率下降。反之，汇率就会上升。

第六，投机力量。这主要指目前国际资金市场上为数巨大的游资对汇率的冲击。这部分投机力量，主要通过在市场上制造舆论假象，或通过抢先行动来谋取投机利润。这些活动，会扩大外汇市场上原有的供求不平衡，在外汇市场上制造出许许多多的矛盾与斗争，使汇率波动幅度远远超出了其他因素所能决定的合理程度。

第七，政治与突发性因素。政治因素包括政局的稳定性、政策的连续性、政府的外交政策乃至一国的货币、贸易、税收、财政政策等等；突发性因素则指世界上层出不穷的新闻舆论因素。当这些因素不利于稳定人们对该国的信心时，追求利益和安全的国际资本会直接作出反应，该国货币汇率趋于下跌。

国际资本流动对汇率变化有着直接而重大的作用；反过来，汇率的变化又对国际资本的流动有着深刻的影响。

§ 13.2 筹资方的汇率风险及其控制

一、从不同的风险种类来分析筹资方的汇率风险

(一) 外汇交易风险

当一家企业或团体（或个人）借入一笔外币时，它需要卖出这笔外币换取本币；当借款期限一到，它又须卖出本币买入外币。在这一正一反两笔交易中，如果汇率发生变动（而其他条件不变），则该企业或团体就会遭受损益。这便是外汇交易风险。

举一个简单的例子来说明。我国某企业向美国的 A 公司借 50 万美元的款额，年利率为 12%，期限为 1 年。借入时汇率为 1 美元=10 元人民币。借款人以此价卖出美元，得到 500 万元人民币。一年后，本金 56 万美元。此时，汇率的变化会对借款人产生不同的影响。

汇率仍为 1 美元=10 元人民币，则本金 50 万美元，合 500 万元人民币；利息 6 万美元，合 60 万人民币；本利合 56 万美元=560 万元人民币。汇兑损益为零，总借款成本为 12%。

汇率变为 1 美元=8.93 元人民币，则本金 50 万美元，约合 446.5 万元人民币，本利合计共 56 万美元，合 500.08 万元人民币。此时，总借款成本几乎为零，而在汇兑中盈利 59.92 万元人民币。

只要汇率低于 1 美元=8.93 元人民币，则该企业在借款就没有成本，反而获利，在汇兑中也有收益；汇率低于 1 美元=8.93 元人民币的幅度越大，则这两项盈利就越大。

只要汇率高于 1 美元=8.93 元人民币但又低于 1 美元=10 元人民币，则借款中一定有本；但汇兑中却仍然可以获利。

只要汇率高于 1 美元=10 元人民币，汇兑中就会发生损失，而借款总成本必定高于 12%。例如；如果汇率变为 1 美元=11 元人民币，则本金 50 万美元折合成人民币 550 万元，利息 6 万美元折合人民币的万元，本利共 56 万美元折合人民币，而借款总成本为 23.2%。

(二) 评价风险

会计在编制会计报表，展示公司的财务状况和经营业绩时，往往是用它所在国的货币来表示的。显然，其中的“外币计价交易”也必须以外币计价转换为人民币计价。对于一个经济实体来说将各种外币计价交易按“合理”的汇率换算成本币时，会发生不同的损益状况。我们把这种在会计处理上由于将交易从外币转化为人民币而发生的损益称为“评价风险”。这种风险和交易风险相比，是尚未发生的，非实质性的，也可以说为了公布目的的形式上的风险，但是它对于真实地向股东及社会公布该公司至决算日止的经营状况有着极为重要的意义。

这里的“外币计价交易”是指买卖金额及其他交易金额都是以外国货币表示的交易。从筹资人的角度来说，主要有：结算金额是以外国货币表示的借款；券面额是以外国货币表示的公司债等等。但是，在换算时，这些项目所适用的汇率并不相同。对于长期债务，即债务的到期日距离这个决算日的时间在一年以上的债务，在决算时必须以取得债务时的汇率换算而不能以决算日的汇率换算。这主要是因为债务到期日距离这个决算日还比较长，如果每次均以决算日的汇率换算，则每次换算都会产生不同的帐面损益，给外界造成经营不稳健的印象。同样，公司债以及转为股票的公司债都应采用交易发生日的汇率。因此，实际上，从筹资方的债务来看，受险部分主要是短期借款。

下面，让我们从一个具体的例子中看看如何对外币借款进行会计处理。

例如，中国某企业从国外借入 100 万美元，借入时的汇率为 1 美元 = 8 元人民币，决算时的汇率为 1 美元 = 9 元人民币，还款时汇率为 1 美元 = 10 元人民币。相应的会计处理为：

| (借方) | (贷方) |
|---------------------------------|-----------------------|
| 借入时： 现金存款 800 万元人民币 | 借入外币资金 800 万元人民币 |
| 决算时： A. 短期：汇差损益(损) 100 万元人民币 | 借入外币 B. 长期： (保持原状) |
| 还款时： 借入外币资金 900 万元人民币 | 现金存款 100 万元人民币 |
| 汇差损益(损) 100 万元人民币 | |

(三) 经济风险

由于汇率的变化偏离了购买力平价以及利率从而使企业预期收益、成本、市场价值等各方面受到汇率变化的影响，这就构成了企业的经济风险。经济风险比前两种风险更难估算且对企业的影响更大。举一个例子来看，日本的平均年利率为 10%，英国的平均年利率为 15%，根据利率平价，日元对英镑的升值幅度应为 5%，如果日元升值 8%，则英国公司对日元资产和负债就存在 3% 的经济风险，该公司日元计价的资产的收益将比相应的以英镑计价的资产的收益少 3%，这样如果拥有净日元负债头寸，则会得到 3% 的经济收益。

(四) 交易结算风险

交易结算风险是一般企业以外币计价进行贸易及非贸易所产生的风险，

进口企业以外币签订了进口合同，从签订合同开始到收到货物，到最后收到外币货款为止，这笔交易的本土货款金额都是不确定的，要随汇率的波动而变化。而最终结算时的汇率水平如何就会直接影响到这笔交易的核算和损益。尽管这是在商品或劳务贸易中存在的风险，但仍与国际资本流动有关。例如在出口信贷这种引起国际资本流动的活动中，资本流动与贸易就是紧紧结合在一起的，贸易中的交易结算风险会影响出口信贷各方。

二、筹资方的汇率风险控制

（一）控制原则

筹资方进行风险控制时，必须遵循以下原则：

第一，均衡原则。包括：(1)筹资货币的币别结构要均衡，形成一个较合理的币种组合，如筹资货币与使用货币、偿还货币的币种一致，软硬货币的搭配也要得当。(2)所筹资金的期限结构要均衡，形成一种中长期与短期负债适度搭配的结构。(3)总体利率结构要均衡，形成一个以官方优惠利率为主，固定利率和浮动利率相搭配的均衡利率结构。(4)筹资市场结构要均衡，避免集中于某一个国际资本市场筹资，根据实际需要和市场特点而选择筹资场所。(5)筹资总体成本结构要均衡，将利率、汇率、费用等成本因素进行综合考虑，使筹资总成本均衡。

第二，贯穿始终原则。筹资方进行任何一项筹资活动，大体上要经过三个阶段，即借、用、还。这三个阶段紧密相关，任何一个阶段上的失误。都会影响整个筹资活动的效果。因此，风险管理不仅应成为“借”这一阶段的重点工作，同时也是“用”和“还”时不可忽略的一项工作。

第三，灵活性和多样性。所谓灵活性，是指不要呆板地坚持筹资时所订下的条件，灵活地把握实施保值的良机，如提前还款。多样性则指由于筹资条件是由供求双方订立的，因而未必在每一方面都有利于筹资方，因此筹资方应积极主动地采取多种多样的有效而又经济的防范和弥补风险的措施。

第四，以保值而非赢利为目的。进行筹资中的汇率风险控制，是为了防范和减少因货币汇率和利率等变化引起的对外负债的非人为增加，而不是为了赢利。除非树立这样的观念，在实施具体操作时，就容易出现投机性交易，不仅不能保值，反而带来了更大的风险。

（二）风险的阶段控制

前面我们已经提到，筹资方进行汇率风险控制，应贯穿“借，用，还”三个阶段的始终。

“借”即筹资阶段，指从筹借资金到签订借款协议书，是报价、询价、定价和签署协议的全过程。这一阶段实施风险管理措施是极为重要的，其状况如何直接关系到汇率变动时受险部分的大小。受险程度的大小以及可弥补性。因此，筹资者不仅要筹到款，更要注重合理安排所筹款项的各种结构，以期达到我们前面所提到的“均衡原则”。具体应包括这样几个方面：(1)借款货币、用款货币、还款货币三者应尽量一致。汇率风险是不同货币在相互之间交换的过程中产生的，如果币别一致，则可避免汇率风险。(2)选择流通性较强的可兑换货币。为了防范和弥补汇率风险，常常要进行货币互换操作，转换中只使用可兑换货币。因而若可兑换货币的流通性越强，则越容易进行货币互换，汇率风险就越易于转嫁。(3)对外筹资时尽可能选择软货币。软货币是指汇率不稳且有下跌趋势的货币，一旦汇率下跌，则可以减少借款成本和负债额，在汇率的变动中反而获益。但是，这种选择往往难于达到。

首先，软硬是相对的，且是不断变化的，选择软货币，不能以当时市场行情中的软硬为依据；必须预测与借款期间相当的时间里货币汇率的变化趋势。这一预测在短期还可以，但对于中长期，其有效性难以保证。其次，如果某一货币的“软”是国际社会公认的，且在相当的时期内还将继续，则投资方未必会同意选择这一货币，即使让步，也会在其他条件上让筹款方作出相应的让步。(4)筹资货币多样化。当筹资方对某一货币的软硬走势难以预料时可以选择一篮子货币，进行软硬的搭配。这样做可以分散风险。(5)将利率和汇率结合起来考虑。(6)在借款协议中尽量加入保护性条款，如“货币可转换条款”、“提前还款”和“延期还款”等。

“用”即指从获得资金到偿还资金这段时间，主要工作是针对上一阶段的风险防范与控制措施采取相应的管理办法。这一阶段管理工作量的大小如何，关键取决于第一阶段所选择的风险控制战略。归纳起来大致有三种：(1)实施 100%的防范措施。采取这一措施是基于“筹资者不应承担任何筹资风险”这一考虑，因此在一开始就设法将利率、汇率等风险 100%地固定下来，不留任何不稳定因素。当然，这种举措须付出一定的代价，在这种策略下，“用”这一阶段的管理工作就比较简单，主要针对第一阶段中的一些防范措施予以最后的落实，或作一些细节性补充。(2)按一定比例防范风险策略。筹资者根据自身对风险的承受能力，有意识地留下部分外汇风险敞口，在整个借款过程中，寻找机会平掉敞口部分，使平掉水平尽量低于原预算水平或原保值水平，从而达到降低贷款成本和项目造价的目的。这种策略适用于筹资金额大、期限长的项目。在这种项目中，由于汇率和利率的长期走势难以准确把握，因而这种策略也就现实可行。在这种策略下，“用”的阶段须对敞口部分进行一定的防范工作，在预测和分析国际金融市场动态的基础上，顺应市场的变化采取相应的措施。(3)实行 100%的风险敞口战略。实施这种战略者一般是对市场的分析和预测较有把握者，坚信市场会向有利于自己的方向发展，与其采取保值措施，不如 100%敞口。这种作法其实已经带有非常浓厚的投机色彩。如果筹资者采取这种策略，那么“用”的阶段就须承担相当重的风险控制工作，主要是认真分析、预测市场变化，并选择适当的金融工具和手段将敞口予以平仓。

“还”即还款阶段。这一阶段的主要工作就是准确地执行偿还贷款条款。值得一提的是，筹资者应注意提前还款的可能性。通常我们以为，贷款期限越长，越是充分地使用了贷款，因此应等期限到了才还款。这种想法是仅从利率的角度来考虑成本，没有考虑到汇率风险可能带来的损益。通常在三种情况下可以考虑提前还款：(1)借款所用的贸易汇率趋于上场时；(2)以浮动利率签约的情况下，该筹资方式或筹资工具或与此有关的市场的利率水平趋升时；(3)以固定利率签约的情况下，市场利率趋降时。

(三) 管理系统

1. 对汇率风险和承受风险能力的测量

对筹资方来说，应首先对自身承受风险的能力作一个全面、准确的估计。这主要是通过一份详细的财务分析报告来完成的。其中包括自己的财务规划、预算成本、预期收入，还要明确最大利润和最大成本。最低利润和最低成本的数量界限，从而确定在什么水平上，用多大的成本对本身的汇率风险进行控制才可以接受。

接下来是应该确定一下受险部分及其遭受的风险。前面我们曾介绍到，

筹资方在汇率变动中所遭受的风险主要是外汇交易风险、评价风险和经济风险。筹资方应根据自己的实际状况及筹资的各项条件来确定各种风险和受险部分有多大，易遭风险的程度如何。

2. 对汇率走势的预测。

目前，对外汇汇率进行预测的方法大致时以分为两类：一是基础因素分析法，二是作基础因素分析法。基础因素分析法突出分析影响汇率的各种因素，并依据各种因素发生作用的方向和强度估计汇率的走势。它包括德尔菲专家咨询和计量经济学法，后者较之前者更为高级、复杂，它不仅要求假设一系列因果关系，而且最终要用数学模型将这些因果关系概括起来。基础因素分析法是一种长期趋势预测法，多用于预测半年到一年的汇率变动。非基础因素法则突出过去汇率资料的作用，只凭汇率过去的变动趋势来判断今后的走向。非基础因素分析法包括图表分析法和鲍克斯——詹金斯方法，后者则更为复杂，它同计量经济学方法一样，都是运用数学模型；非基础因素分析法一般适用于1个月或2个月至半年的短期或中期汇率趋势预测。一般地，在汇率波动平稳时使用模型法预测汇率较好，而在汇率波动剧烈、频繁时使用非模型法预测汇率趋势更好。

(1)德尔菲专家预测法。德尔菲专家预测法是“二战”期间美国著名的思想库兰德公司首创的，它是一种以专家的知识、经验、直觉和判断为基础的预测方法，广泛地用于各个领域。其主要程序为：第一，答卷。在中间人的组织下，采用“背靠背”的询问卷方式让参与预测的专家独立地答卷，对预测的问题给出自己的判断。第二，综合处理。即由中间人将汇集的专家判断综合处理。第三，反馈。将综合处理后的结果反馈给专家们，对他们进行第二轮征询，各位专家对照自己后来的判断，作出一定修正，形成新的预测。经过多次反馈，专家的意见渐趋一致，最终得出结论。按这种方法进行预测，往往成本低，操作简便但准确率较高。

在对汇率进行预测时，由于汇率波动对新的信息十分敏感，每一次征询，都会因为新信息的加入而大为不同，因此适应汇率波动的特点。德尔菲专家预测法采用滚动式预测，以预测未来三个月每个月初的汇率为例，其具体操作如下：提前一个月由专家们作出未来3个月月初的汇率预测，然后每个月都由专家们作出相应的未来3个月月初的汇率预测。这样，在新一轮征询开始的时候，前一轮征询的三个预测值中的一个已有实际汇率相对应，专家们可据此验证自己预测的准确度，并对另外两个月的预测值进行相应的修改。

德尔菲专家法的核心就是以专家的知识、经验、直觉和判断为基础，因此专家的选择与预测的准确度有直接的关系。他们必须是经常从事和研究外汇预测和外汇交易工作的具有较高水平的专家，且支持和乐于参与预测的征询活动。

(2)图表分析法。图表分析法则以图表为工具，通过研究过去的市场价格变动，来预测未来的市场价格变动趋势。这种预测方法认为市场价格本身就包含有所有的信息，无论有多少因素发挥作用，无论它们发挥怎样的作用，它们综合作用的结果就是价格变动本身，因此以价格本身为基础来研究价格趋势，既是可行的，更是有效而简便的。

图表分析法有两个隐含的前提：价格的变化具有内在的连续性。价格的变化不是随机的，与过去的变化有很紧密的关系，即使出现什么波折，也是平滑的，渐变的，而非频繁剧烈的波动。正是因为有这一前提，人们才可

能用过去的汇率变化来预测未来的汇率变化。(2)价格与一切事物一样,都具有自身运动的周期性,与现在与历史的外部环境及其他条件相似时,历史就极有可能再现。正是因为事物本身的这一重要特点,人们从过去的汇率变化中预测未来的变化趋势才可能是正确的。

但是,图表分析法自身却有一定的缺陷。一是它具有较强的主观性。图表分析法中所有的参数都是主观设立的,预测者自身的知识、经验、预见、技巧甚至自身的性格都会对参数的设立有直接的影响,而不同的参数设置就会产生不同的预测结果。二是它带有一定的赌博性质。因为它不象数理统计那样有置信区间和置信度,也不能准确指出价格连续运动的尖点。

(3)计量经济学法。计量经济学法将经济分析和数学方法相结合,是一种较为复杂和高级的预测方法。在本章第一节我们已经分析了影响汇率的诸多因素。但是,这些因素作为自变量,不仅与作为因变量的汇率之间有着相互依存的关系,他们自身之间相互依存,相互影响,从而构成十分复杂的因果关系。在处理这么庞大而复杂的关系方面,计量经济学法显示出一般的回归分析方法所没有的优势。因此,计量经济学法在提高汇率预测的准确度方面更胜一筹。

运用计量经济学法预测汇率,主要有以下四个步骤:第一,根据预测目标,搜集和调查有关资料;第二,分析资料,判断各变量之间的相互关系,并通过数据运算,确定有关参数,建立计量经济模型;第三,检验模型,把历史资料代入计量经济模型,将运算结果与已发生的经济现象进行比较测定该模型的误差;第四,利用已确定的模型对汇率进行预测。

目前对汇率进行预测的模型很多,例如随机变动模型(The Random Model),价格粘滞模型(又名多恩布施——弗兰克模型,Dornbusch Frankel Model),计量经济模型检查以及居然斯——詹金斯法(又名自回归移动平均法,Autoregressive Integrated Moving Average—ARIMA)。由于篇幅有限,我们在此就不再一一叙述。

3. 利用各种筹资保值工具防范和弥补汇率风险

在对汇率趋势进行预测后,应根据预测的结果制定恰当的防范和弥补风险战略,而这种战略的实施又是依靠正确地选择和运用筹资保值工具来完成的。

(1)货币互换(Currency Swap)

货币互换指两个独立的筹资者将各自筹集到的等值的、期限相同的、但不同货币、不同计息的债务或不同货币相同计息的债务进行货币和利率的调换。这种交易可以在两个独立的筹资人之间进行(由银行作中间人),也可以在一个独立的筹资人和一家银行之间进行。其目的是通过将一种货币的债务换成另外一种货币的债务,以减少借款成本或避免远期汇价的变动所带来的风险。

货币互换只是互换业务的一种。而互换业务实际上是从债券回购协议业务的基础是上派生出来的,也可以说是即期交易和远期交易的结合,即在买进某种货币的同时又将其卖出,买进和卖出的货币在数额上相等,但交割日不同。下面让我们从一个具体的例子中来看看货币互换业务的具体做法。

例如,甲公司在市场上筹集了一笔价值100万美元的两年期美元债,而乙公司在市场上筹集了一笔价值也是100万美元的两年的日元债。由于甲公司的营业收入均为日元,而乙公司的营业收入多为美元,为了避免两年后还

款时的汇率风险，两公司决定进行货币互换。在调换的同时又约定，两年后将货币换回。这样资金的流向如图 13 - 1 所示。

现在，货币互换多采用“直接货币互换”的方式，即互换双方并不是互相向对方发出不同的货币，只不过在卖出时就承诺：在协议到期日，仍按协议中约定的货币汇率买回同一金额的另一货币，无论到期时的即期汇率发生怎样的变化。

(2) 货币和利率交叉互换 (Cross Currency and Interest Swap)

在货币互换的基础上，又产生了货币和利率交叉互换。它的特点就是将融资和外汇风险防范有机地结为一体，使筹资者可以在一个对自己有利的市场筹集到成本低的货币，再通过互换交易，将其换为自己所需要的货币。我们介绍主要的三种形式。

固定利率——浮动利率及货币互换。仍用“货币互换”中例子，只不过利率稍作改变，即甲公司筹得 11 万美元的两年期美元债，利率固定为 6%，而乙公司筹得相当于 100 万美元的两年期日元债，利率为浮动利率（6 个月 Libor + 0.375%）。则甲公司这样完成互换，见图 13 - 2。

在调期业务生效日，甲公司将其所筹到的 100 万美元按 1 美元=100 日元卖给乙公司，乙公司向甲公司支付 1 亿日元。

调期后，双方互代对方分期支付利息（按各自借款的利息率）。

到期交割结束调期业务时，双方按预定利率 1 美元=100 日元买回当初卖出的货币金额，用以偿还各自的借款。从上面的交易过程可以看出，通过交叉互换，甲公司将其固定利率的美元债转化为浮动利率（6 个月 Libor + 0.375%）的日元债，而乙公司将其浮动利率的日元债转化为固定利率的美元债，不仅防范了汇率风险，也使筹资成本发生了改变。

固定利率货币互换 (Fixed to Fixed Currency)。从名称上即显而易见，这一种互换方式和“固定利率——浮动利率及货币互换”基本一样，唯一的区别就在于双方的利息都是按固定利息率计算支付的。计息的期限和本金的金额一致，只有计息的货币不同。其交易的过程请参照图 13 - 2，在此就不再详述。

浮动利率货币互换 (Floating to Floating Currency Swap)。这种互换操作的基本原理，仍然同固定利率货币互换基本相同，不同之处就在于：双方互相代付的都是以浮动利率计算的利息，各自将原有的债务货币转换成了另一种货币，交换本金，利息支付日及最后到期日都是一致的。

(3) 远期外汇合约。远期外汇合约又称远期合同法，指买卖双方根据议定的远期汇率签订远期外汇买卖合同，在约定的日期或规定期限内买卖某种货币。筹资方在借用货币汇率看涨时或借用货币与偿还货币不同时可以采用这种保值办法。

日本某企业向美国一家银行借入了 100 万美元，借入日美元对日元的汇价为 1 美元=100 日元，约定利率为 10%，6 个月期限。这一日本企业通过分析外汇市场美元汇价趋势，预计 6 个月后美元的即期汇价将上升，于是按 6 个月的远期汇率 1 美元=105 日元买进 105 万远期美元。这样，通过多支付一定的日元，这家日本企业将外汇风险变为零。

可以看出，利用远期合同法，通过合同的签订把时间结构从将来转移到

现在，并在规定的时间内实现本币与外币的冲销。正因为这种方法能完全消除汇率风险，因而一向作为防范风险的最普遍又可靠的办法。

(4) 外汇期货交易。外汇期货交易是一种交易双方在有关交易所内通过公开叫价的拍卖方式买卖，并在未来某一日期以既定汇率交割一定数量外汇的期货合同的外汇交易。

外汇期货交易最先出现于芝加哥商人交易所的一个部门——国际货币市场（成立于 1972 年 5 月），其主要目的就是要将商品期货交易的经验运用于外汇交易，为外汇交易者提供又一种防范汇率风险的工具。1982 年 9 月，伦敦国际期货交易所开业。之后，其他一些国家纷纷仿效，建立了外汇期货市场。

为了更好地了解这种特殊的保值工具，我们下面来看看外汇期货交易的特点及操作：

外汇期货交易都是在专营或兼营外汇期货的交易所进行的，但只有交易所的会员，才有资格进入交易所进行交易。而任何需要买卖外汇期货的个人或企业不能直接进入期货市场面对面地交易，而只能委托会员进行交易。

因此，对交易所的会员来说，他们一方面可以代替客户进行买卖，从中收取佣金，另一方面也可以替自己进行买卖。

当企业或个人需要买卖外汇期货时，它首先要选定一家经纪公司来代理这笔交易，并须在经纪公司下达交易指令，内容包括买进或是卖出期货的数量、期限、种类，经纪公司按指令买卖后，再将情况汇报给客户。当然，如果这家经纪公司不是交易所的会员，它就需要另请一家会员公司代其进行交易。

日本某筹资人从一美国公司借入 100 万美元，借人之初的汇价为 1 美元=100 日元，期限为 6 个月（假设为 9 月份到期）。为了防范汇率变动对自己还款不利，该筹资人可以在市场上进行这样的操作（在此我们为了方便说明问题，只考虑本金）：

该筹资人发现市场上 9 月交割的外汇期货的价格为 1 美元=105 日元，比他预期的 9 月的即期汇率低，于是他在外汇期货市场上买入 9 月交割的 100 万美元期货。这样如果 9 月的外汇即期汇率上涨，使他在即期外汇市场上付出更多的日元，但他可以通过期货合约的获利，达到保值的目的。

同样的道理，该筹资人也可以在外汇期货市场上卖出相当于 100 美元的本币期货（即以 1 美元=105 日元的价格卖出 9 月交割的 10500 万日元）。

(5) 货币期权（currency option）。期权也是一种出现较晚的交易方式，第一次出现是在 1982 年的美国费城。其基本含义就是：买卖双方就在将来某个时间按协商好的汇率买进或卖出一定数量的某种金融资产的权利达成一致意见，期权即指享有权利的一方可根据协议到期时的市场状况选择要不要进行这笔买卖。它通常又分为看涨期权和看跌期权，如果享有权和的一方选择了买入或卖出这种金融资产，则另一方有义务卖出或买入。当然，享有这一权利的代价便是付出手续费。

我们下面来看一个例子（为了便于在不同的保值手段之间进行比较，我们仍采用日、美间贷款的例子）。

例如，某日本公司从一家美国银行处借入 100 万美元，借入之日汇率为 1 美元=100 日元，期限为 6 个月。该公司担心 6 个月后美元汇价上升，便与另一家银行做了一笔期权交易，从而享有了 6 个月后按 1 美元=105 日元买入

100 万美元的权利。6 个月后，如果美元汇率等于或高于 105 日元，则该公司履行买入的权利，假设即期汇率为 1 美元=110 日元，则该公司购买 100 万美元就可以少付出 500 万日元。反之，如果美元汇率低于 105 日元，该公司就不愿意行使这个权利，而愿意以即期汇率买入美元。当然，无论该公司履行了这个权利与否，它都要付出手续费。

以上对筹资方的汇率风险控制作了一个描述，必须指出的是：其中一部分内容是特定地用于防范汇率风险；而另一部分内容则不仅可以适用于汇率风险，而且还适用于防范国际资本流动中的其他风险。

三、不同部门的汇率风险控制

在上一部分，我们对筹资方的比率风险控制作了一个概述。在那里，我们把所有负债的一万看作是同样的经济实体来对待，然后来考察它们进行汇率风险控制原则、策略和系统。事实上，不同种类的经济实体，或者说不同部门的汇率风险控制实践足不尽相同的。不仅是作为筹资方，作为投资方来说，不同的经济部门的汇率风险控制点及控制方式也是不同的。

我们按外汇业务的特点，将这些经济实体粗分为银行和一般企业。

作为银行来说，同顾客进行外汇买卖的差价（即买卖收益）比银行问市场上的买卖收益大，是银行的一项基础性的收支来源。因此银行要尽可能地从事两个方面吸收大量对顾客的外汇交易，以确保买卖收益。这是银行的一项基本性战略。为了确保这一基本性的战略的实现，银行必须将手中的外汇持有额变为零或尽缓减少以避免汇率风险。这即是“头寸管理”，它是银行进行汇率风险控制的主要内容。

与银行相比，一般企业的汇率风险控制就更形式多样一些，也更复杂。从最本质的差别来说，银行是以中介人的身份参与外汇交易，而一般企业则不是。它可以立足于自身将来的营业活动或计划，制定出本身的外汇战略。但是，从在外汇市场和金融市场中所处的地位来看，企业不如银行有利，对市场信息了解不够灵通，也不够完全，在参与这两个市场的活动中处于一种被动的地位，为弥补汇率风险所做交易的成本也比银行高。当然，企业由于经营的业务等方面的不同而分为很多类型，而不同类型的企业风险控制策略也会不同。例如，跨国公司的风险控制就有很多独特之处。第一，整个公司应以哪种货币来计值。基本的动机就是把经营成果以最有利、最安全的形式作为资产来持有。具体说来，就是考虑增加硬货币为收入和资产，增加软货币的支出和负债，这样就有助于增加以货币的尺度的企业的收入和资产，或者维持其收入和资产的价值。第二，受险部分进行管理及弥补风险的体制，大概有三种形式，一是将受险部分集中到总公司或母公司，由总公司或母公司进行集中管理；二是由各个海外机构分别管理受险部分；三是设立处理受险部分的特别公司，向特设的公司另外发行企业集团内部以各种货币计价的交易的索款书，通过结汇和集中外汇交易，抵消受险部分，以避免企业内部重复补充头寸和双重性的外汇交易。

§ 13.3 投资方的汇率风险控制

一、以不同种类来分析投资方的汇率风险

在具体地分析投资方的汇率风险之前，让我们来看一看近年来国际投资所发生的变化。只有了解了国际投资的新变化，才能真正准确地把握投资方

汇率风险状况。

随着新技术的发展及竞争的日趋激烈，生产逐渐走向国际化。而生产国际化的发展必然要求商品流通全球化。而这种国际经济一体化的趋势，既为有效的国际资本流动创造了条件，也成为国际资本流动推动力所在。在国际资本流动的变化中，最显著的有三点：

1. 由于一个又一个新的、更加便利自由的投资环境的出现，新的投资工具的提供以及投资服务的逐渐完善，国际投资不断扩大。

2. 投资的结构不断演进。从投资的方式来看，从前以间接投资为主，现在则以直接投资为主，这是为了直接利用高科技成果带来的巨额利润。以投资的流向来看，从前资金主要流向发展中国家，现在则以投向发达国家为主，这主要是由于发达国家的软、硬环境均大大优于发展中国家。将资金投向发达国家，既可以保证安全性，也可保证收益性。而新的科技和创新扩展了发达国家吸纳资金的能力。从投资的产业部门来看，从前以投向第一产业为主，现在以投向第二、三产业为主。

3. 新的投资工具的出现。这些新的投资工具，既为投资者提供了更多的投资选择，其实更主要地是为他们提供了更多的分散投资风险的方式。

但是，机会与挑战并存，不断扩大的投资规模与日益多样化的投资工具使国际资本流动中投资方的汇率风险控制也变得日益复杂。但是，从最根本的一点来看，投资方的汇率风险是由于外汇汇率的波动已经带来的或将要带来的损失。我们对三种主要的汇率风险举例分析。

1. 外汇交易风险。这种风险的存在以现在或将来要进行外汇交易为条件，例如投资者投资于债券，在债券到期归还时，如果他得到的是外币，须换成本币，他本人就易遭受外汇交易风险。例如，A公司以100万美元，换成日元投资于日元债券，期限6个月，利率为10%（国内利率为8%）。投资之日的汇率为1美元=100日元。

债券到期后，A公司获得利息1.1亿日元，若汇率不变，则A公司可折合美元110万，利润2万美元；若汇率1美元=101.8日元，则A公司在外汇交易中遭受了损失，但在整个债券投资中仍然获得了相当于国内利息水平的收入；若汇率低于1美元=100日元，则A公司不仅在外汇交易中获益，还比国内投资多得2万美元。

2. 评价风险。从投资方的角度来说，外币计价的交易主要有：外币存款、短期贷款、长期贷款、外国有价证券等等。这些不同的资产所适用的汇率也是不尽相同的。对于长期的债权（即债权的到期日距离这个决算日的时间在一年以上的），如果在决算时以决算日的汇率换算，则每次换算都会产生不同的损益状况，给人造成经营不稳的印象，为此，只能以取得债务时的汇率计算。而外币存款、短期贷款、外国有价证券等则应使用结算日的汇率。

3. 经济风险。请参看第二节中对经济风险的说明，在此就不再赘述。

二、投资方汇率风险控制

（一）管理原则

1. 收益和风险并重原则。进行国际投资，最根本的动机在于获取高于国内投资的收益，但是，收益和风险却是两个不可分割的要素，高收益的资产往往就是那些带有高风险的资产，因而一项风险资产的收益等于零风险资产的投资收益加上该风险资产的风险溢价。因此，在进行投资时，不能只看收益的高低，还必须看自己是否能承受相应的风险水平。这样，在自己所能承

受的风险水平上，可以选择收益最大的资产，而在同等收益的资产之间，则应选择风险最小的资产。

2. 多样化原则。所谓多样化，是指在进行投资时，投资的工具要多样化，投资的部门也不能集中于某一个国家或地区，投资的地区也不能集中于某一个部门。采取多样化的投资，是为了降低投资中的非系统风险。非系统风险是相对于系统风险而言的，指那些影响某一项或某一范围投资的风险，而系统风险则涉及所有的投资对象。所以，通过认真的选择与组合，就能降低或防范非系统风险，从而降低总体风险。

3. 积极弥补原则。对于非系统风险，我们可以通过资产的多样化来分散风险。而系统风险因其涉及所有的投资对象，所以很难分散风险。因此需要对弥补风险采取一种积极认真的态度。弥补风险不能理解为只在事后采取行动，在风险出现之前就应该随时观测与风险有关的经济变量和政治变量的变化，并预测其变化趋势。这样做的好处是一旦有足够的把握就可以在风险出现之前采取行动，例如已看到以美元计价的某债券到期时美元汇率要下跌，于是及时卖出；另一好处是由于对市场做了充分的分析和预测，在风险的弥补中始终保持清醒的头脑，在弥补风险损失时才能选择适当的金融工具。

(二) 风险管理的重要理论——资产组合理论

资产组合理论是国际投资中进行风险控制最重要的理论基石。

第一部分，单个资产的衡量。

我们先定义几个概念。风险是指收益的不确定性 (the Uncertainty of Return)。我们把收益不确定的资产称为风险资产 (Risk Asset)，把对风险资产的投资称为风险投资 (Risk Investment)。

衡量单个风险资产的表现，比较简化的办法是采用两个综合指标，一个是平均收益率 (Average Return Rate)，另一个则是离差 (Dispersion Around the Average Value)。前者衡量资产的收益，后者则衡量资产的风险程度。

如果以 R_{ij} 表示第 i 种资产的第 j 个收益率，而 P_{ij} 表示这一收益率发生的概率，则平均收益率为：

$$\bar{R}_i = \sum_{j=1}^M P_{ij} R_{ij}$$

离差则是观察值 (R_{ij}) 与平均值 (\bar{R}_i) 之差。为了直接地看出离散程度，我们往往采用均方差，即离差平方的平均值，具体表示如下：

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^M P_{ij} (R_{ij} - \bar{R}_i)^2$$

第二部分，风险资产组合的衡量。

资产组合在英文中为 Combination of Assets。它可以是资产或证券的组合 (Portfolio)，也可以是两个 Portfolio 的组合。

衡量资产组合的表现，也是从收益率和风险两个方面来加以衡量。资产组合的平均收益率是单个资产的平均收益率的加权平均，用公式表示即是：

$$\bar{R}_p = \sum_{j=1}^M \sum_{i=1}^N X_i R_{ij} / M = \sum_{i=1}^N X_i \bar{R}_i$$

其中， R_{ij} 是资产 i 的第 j 个收益率， x_i 是投向资产 i 的资金比例。

资产组合的风险则表示如下：

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{k=1 \\ i \neq k}}^N X_i X_k \sigma_{ik}$$

（其中 $\sigma_{ik} = \sigma_{ki}$ 称为协方差，表示了两个资产之间的关系）

资产组合的风险，取决于几个方面的因素，一是投资比例，二是单个资产自身的风险，三是资产之间的关系。通过考察资产组合的风险，我们不难发现：

当两种资产好的收益和坏收益是在完全相反的条件下发生时，进行资产组合就可以完全消除风险。

当不同收益率并非在完全相反的条件下发生，但发生的趋势是相反的（即某些条件能使一种资产收益率上升，另一种资产收益率下降，但可能性不相同，且影响收益率的时间和程度不完全相同），则只要找到合适的投资比例进行组合投资，虽风险不至于降至零，但却会大大降低，且低于任何一种单独投资的风险。

当导致两种资产不同收益率的条件互不相同，资产组合的风险将有所下降，但不如前一种情形那样明显。

当导致两种资产不同收益率的条件完全相同时，资产组合性质与单个资产的性质完全相同。

为什么进行资产组合就能有效地降低风险？在此，可以更加详细地来阐述一下。

在现实中，影响资产收益率的因素很多很多。某些因素可能对所有金融资产都发生作用，我们称它们为“共同因素”；另一些因素可能只对某个或某些资产收益率发生作用，我们称它们为“个别因素”。对一种资产来说，其收益率的波动是这两种因素共同作用的结果。经济学家的工作是区别这两种因素，因为前者导致所有资产收益率的发生时间趋于一致，也就是说，共同因素影响大市（导致平均指数的波动）；后者影响个别资产的价格，它造成了个别资产的风险。我们于是把共同因素造成的波动叫市场风险（即前面所说的系统风险），而把个别因素造成的个别资产收益率的波动叫做个别风险（即非系统风险）。

从理论上已得到证明，系统风险是无法降低的，但非系统风险是可以通过分散投资和投资组合得到降低或消除。

在现实中，资产收益是由这两类因素共同作用的结果，因而不同资产好的收益和坏收益发生的时间往往趋向一致，却又不完全一致。当整个市场趋于上扬时，大部分价格上升，这就是共同因素大于个别因素；而一旦大市趋于不景气，则大部分价格下降，但就个别资产来说，受影响的程度又不同。因此，无论如何，通过资产的组合，一定能够降低风险。

第三部分，确定有效的资产组合。

在所有的资产组合中，并非每一个资产都有资格成为投资者的备选对象，我们将有资格的那些资产组合称为符合条件的选择（Qualified Alternative）。我们知道，每一个投资者的选择标准是不同的，但大致有一个共同的标准，那就是风险越低越好及收益越高越好。这样我们把符合条件的组合称为有效组合（Efficient Portfolio），所有这些有效组合则构成了有效界面（Efficient Frontier）。

首先，我们从几何的角度来分析，即在二维图中分析有效界面的形状及性质。为此，我们引入“资产组合的可能性曲线”这一概念，可能性曲线(The Portfolio Possibility Curve)表示在某一个相关系数时所有可能的资产组合的表现及其在 $R-\sigma$ 二维图中的形状及位置。这一曲线以最小风险点为界分为两部分(如图 13 - 3 所示)。

我们分几种情况进行讨论：

1. 无卖空条件下。在实际工作中，我们不可能将所有的资产组合画出进行比较选择，而只能进行大致的取舍。根据前面提出的“风险越小越好，收益率越高越好”的标准，我们可大体将那些在风险相同时能提供较高收益率的资产组合以及在收益率相同时风险较小的资产组合作为有效的资产组合，然后求有效界面，见图 13 - 4。

图中每一个点均代表一个资产组合，不难发现，A 是最小风险点，B 是最大收益点。比较 B、C 两点，可以发现：风险相同，但 $R_B > R_C$ 。同理可将 B 与 L_1 上其他在图中的点比较，则 L_1 上的有效组合只有 B。比较 A、C 两点，可以发现：收益相同，但 $\sigma_A < \sigma_C$ ，同理 A 可与 L_2 上其他在图中的点比较，则 L_2 上的有效组合只有 A 点。依此类推，将 L_1L_2 上下左右平移，可在更多点之间进行比较。最终比较结果是：有效界面是位于最大收益组合(GMR)与最小风险组合(GMN)之间的一条上凹形曲线(即 ADB)。

2. 在卖空存在条件下。所谓卖空，是指投资者出售实际上并不拥有的证券的行为。它会使证券市场上的供应增加，引起资金发生相应的变化。我们可以举一个例子来说明：青岛啤酒股票($\bar{R}_Q = 10\%$ ， $\sigma_Q = 6\%$)和天桥百货股票($\bar{R}_T = 8\%$ ， $\sigma_T = 3\%$)， $\sigma_{QT} = 0.5$ 。

在非卖空条件下，由于 $0 \leq X_Q \leq 1$ ，因而有效界面是 QT 这个曲线段(见图 13 - 5)。但是，在卖空存在条件下 $0 \leq X_Q \leq 1$ 及 $0 \leq X_T \leq 1$ 的限制条件不复存在，当卖空天桥百货股票时， $X_T < 0$ ，若把卖空所得投向青岛啤酒股票，则 $X_Q > 1$ ，所以 X_T, X_Q 实际上是在 $(- , +)$ 范围内活动(见图 13 - 6)。

QT 一段代表正常交易情况，Q 以上的一段代表卖空 T，本金和收入全部投向 Q，T 以下的一段代表卖空 Q，本金和收入全部投向 T。所以证明，T 以下的一段是非有效的，因而有效界面是 T 以上的两个双曲线。在这个有效界面内，随着风险增长，收益也增长，但总的说来，收益的增长慢于风险的增长。因此，是不是进行卖空，要看每个人对风险的承受力而定。这里只是两种证券组合，对于两种以上的证券的组合，其有

效界面也是双曲线的 $\frac{1}{4}$ 。

3. 无风险借贷条件下。若只有自有资金投资，则投向各种资产的资金比例必定在 0 到 1 之间；但在借贷条件下，这些比例既可以小于 0，可以大于 1，也可以在 0 到 1 之间变化。假定现有两种资产：风险资产 A 和无风险资产 F，C 为 A 与 F 的组合，则：

$$\bar{R}_C = (1-x)R_F + X \cdot \bar{R}_A \quad (1)$$

$$\sigma_C^2 = (1-x)^2 \cdot \sigma_F^2 + x^2 \cdot \sigma_A^2 + 2x(1-x)\sigma_A \cdot \sigma_F P_{AF} = x^2 \sigma_A^2 \quad (2)$$

将 中的参数 x 消掉，取得：

$$\bar{R}_C = \bar{R}_F + \frac{\bar{R}_A - R_F}{\sigma_A} \cdot \sigma_C$$

因此式确定一条直线，就是我们前面讲到的资产组合可能性曲线 (Portfolio Possibility Curve, PPC)。

由于 A 是任选的，则随着 A 的变化， F 可以与曲线上任何一点构成直线，从而有无数条 PPC，但只有与曲线相切的一条即 FG 才是有效的，而 C 是最佳投资风险点 (见图 13 - 7)。

所以在无风险借贷条件下，有效界面是无风险借贷与 R_F 与切点 C 的连线。

对于较害怕风险的投资者来说，他们会选择 $R_F - C$ 段进行投资，且越害怕风险，其投资组合点就越靠近 R_F 点；对于风险承受力较强的人来说，则会选择 GM 上段投资，即以无风险借贷率 R_F 借入资金，加上本金一起全部投向风险资产，借入越多，投入风险资产的越多，则所冒风险越大，收益越高。

第四部分，求解有效界面的数学表达式。

在实际操作中，根据已知的各个资产的收益及风险，求解有效界面的数学表达式，是非常有效的。我们大致分几种情况推导一下：

1. 允许卖空和无风险借贷同时存在的条件下。从第三部分的推导可知，有效界面经过了两个点 $R_F (R_F, \sigma_F)$ ， $G (\bar{R}_G, \sigma_G)$ 。

$$\bar{R}_C = R_F + \frac{\bar{R}_G - R_F}{\sigma_G} \cdot \sigma_C$$

为了求出切点 G 的 \bar{R}_G, σ_G ，假设切线的角度为 α ， $\text{tg}\alpha = \frac{\bar{R}_G - R_F}{\sigma_G}$ 。

设 $\theta = \frac{\bar{R}_G - R_F}{\sigma_G}$ ，求 θ 的最大值。

$$\left\{ \begin{array}{l} \bar{R}_G = \sum_{i=1}^M x_i \bar{R}_i \\ \sigma_G^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{k=1}^N x_i x_k \sigma_{ik} \\ \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad (i \neq k) \\ \sum_{i=1}^N x_i = 1 \end{array} \right.$$

将三式代入 中

$\bar{R}_G - R_F = \sum_{i=1}^N (R_i - R_F) x_i$ 是多元函数，要求最大值，应对每个变量求

导，则形成一个方程组：

$$\begin{cases} \frac{d\theta}{d_{x_1}} = 0 \\ M \\ \frac{d\theta}{d_{x_n}} = 0 \end{cases}$$

解方程组，求出 x_i ($i=1, \dots, n$)。

$$\frac{d\theta}{d_{x_n}} = -(\lambda x_1 \sigma_{1i} + \lambda x_2 \sigma_{2i} + \dots + \lambda x_i \sigma_{mi}^2 + \dots + \lambda x_n \sigma_{ni}) - (R_F - \bar{R}_i)$$

假定 $x_k = Z_k$ ，为常数， l_k 是与 X_k 成比例的，变换方程为：

$$Z_1 \cdot \sigma_{1i} + Z_2 \cdot \sigma_{2i} + \dots + Z_i \sigma_i^2 + \dots + Z_n \sigma_{ni} + CR_F - \bar{R}_i = 0$$

求出所有 $Z_i = (i=1, \dots, n)$

求解以后得： $x_i = Z_i / \sum_{i=1}^n Z_i$

$$\sum_{i=1}^n Z_i = \lambda$$

最后：求出 $G(\bar{R}_G, \sigma_G)$

$$\begin{cases} \bar{R}_G = \sum_{i=1}^N x_i R_i \\ \sigma_G = \left[\sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{k=1}^N x_i x_k \sigma_{ik} \right]^{\frac{1}{2}} \end{cases}$$

2. 不允许无风险借贷但允许卖空的条件下。这种条件下的思路应是： R_F 是可以变化的，对每一个 R_F 求出相应的切点，则所有的切点就构成了有效界面。

3. 在可进行无风险借贷，但不能卖空的条件下，和 2 基本接近，只不过约束条件变化，求 $\theta = \frac{\bar{R}_G - R_F}{\sigma_G}$ 的最大值，且 $x_i \geq 0$ ($i=1, \dots, N$)

4. 在既不允许卖空也不允许无风险借贷的条件下，也是求与每一个收益率相对应的 σ_p^2 的极小值，约束条件则变为：

$$\begin{cases} \sum_{i=1}^N x_i = 1, x_i \geq 0 (i=1, \dots, N) \\ \bar{R}_p = \sum_{i=1}^N x_i \bar{R}_i \end{cases}$$

由于篇幅有限，我们对 2、3、4 就不再一一推导。

(三) 投资方风险控制的重要工具

投资方汇率风险控制的工具很多，作为投资方来说，进行国际投资，如果他的资产是以外币表示的，在他希望转换为本币时，他是希望本币汇价下跌，即外币汇价上升。这同国际筹资方的期望正好相反，当他需要把本币兑

成外币以偿还债务时，他希望外汇汇价下降，本币汇价上升。所以投资方在防范与弥补汇率风险时所采用的部分金融工具与筹资方很相似，例如外汇期货、外汇期权、远期外汇合约等等，只不过在具体作法上相反而已。因此，对这些保值工具，请参照本章第二节。

但是，在今天国际投资规模日益扩展的进程中，共同基金已成为一种重要的避险获利的保值工具。它是对资产组合理论的最佳运用。

共同基金亦称互助基金或投资基金，它是由投资目标相同的投资者共同筹集，委托专业机构投资于各类有价证券和企业，并代为实行管理的信托投资方式。传统上，将这些基金划分为三类：一是仅投资于某一国证券的基金，叫国家基金，例如日本基金、加拿大基金，澳大利亚基金；二是将基金 25% 以上的资产投资于外国市场，叫全球基金，如新前景基金；三是将基金 50% 以上的资产投资于外国市场，叫国际基金，例如海外忠诚基金。共同基金的基本特点是投资额低、收益机会均等、投资费用少和充分流动。

国际共同基金之所以会成为国际投资中的一种重要工具，是因为它弥补了广大小额投资者之不利。从理论上来说，任何一个投资者都可以通过评估外国证券或其他投资机会的收益和风险，来构筑最佳的资产组合，并直接投资于这些资产。但从实践上来说，要真正做到这一点很难。首先，这样做费时费力，且费用高，小额投资者即使能准确地找到最佳资产组合，其收益也未必与所花费用相抵。更主要的是，小额投资者往往很难及时、充分地获得市场信息，并且在金融方面的知识也未必很多，因此很难找到真正的最佳投资组合。另外，对于单个的小额投资者来说，由于资本数额有限，很难分散到多种不同的资产，因此风险难以真正地分散开来。共同基金正是弥补了这些不足，而成为广大投资者所青睐的投资工具。

共同基金在组成及运行机制上一般是建立在“经理与保管分开”的基础上。基金经理公司一般是基金的发起人或创设者，是基金契约中的委托人，它对投资者提供基金买卖服务及有关资信，寄送季（年）报等，并将筹集到的基金资产，交受托人保管，而本身只负责基金的投资营运操作和管理，向保管机构下达投资的买卖指令，本身并不实际经手基金的资产。基金经理人则负责基金的操作，他可能是基金经理公司内部人员，也可能是公司向外聘请来的人员。基金的保管机构则是银行、信托公司或其他金融机构，它作为受托人，接受委托人的委托和指示，保管并处理基金的资产。交割股票买卖，核算每日净资产价值等（这一运行机制见图 13 - 8）。

这种运行机制的好处是经理与保管分开，经理公司与保管机构可以互相监督，基金本身财务独立，利润归投资人，经理公司在保管机构内的基金帐户是另立的独立帐户。

当然，作为国家当局来说，对国际共同基金的业务活动也实施了一些限制，以防其操纵投资市场。而各基金自身也非常注意防止投机行为，以确保基金中广大投资者的利益。§ 14 国际资本流动中的政治风险分析

§ 14.1 政治风险的涵义

政治风险 (Political Risk) 是指由于东道国 (即投资所在国) 国内政治环境或东道国与其他国家之间的政治关系发生改变而给外国企业或投资者

带来经济损失的可能性。政治风险往往又称为国家风险或主权风险。

在西方国家，大都实行政党政治，因此一旦另一政党上台，就很可能推行不同的经济政策，对外国投资产生很大的影响。80年代初期，法国左翼政府上台后，推行国家社会主义，大量私营企业被收归国有，外国资本纷纷逃离法国。

从概念中我们不难看出，发生政治风险的前提条件是企业或投资者必须持有外汇头寸或在国外进行直接投资。此外，政治风险还有这样几个特点：

1. 现时的政治状况和政治形势的未来变化趋势在政治风险的形成中处于不同的地位。由于政治风险强调的是未来的变化造成的投资收益和业绩的不确定性，因此政治风险根本原因在于政治形势的未来变化，强调“变化”这一要素，而现时的政治状况不过是为未来的投资者提供预测和评判的参考而已。

2. 政治风险对于国际资本流动中的各方的影响程度不一样。

(1) 对于投资方和筹资方来说，筹资方往往是东道国的企业或团体，而投资方是异国的自然人或法人。在东道国实施的政策中，一部分是非歧视性的，它针对所有的参与某一类经济活动的主体，但由于筹资方和投资方国别上的本质差别，而会有不同的影响。例如，有的国家规定在该国的股份制企业中，外资不能超过49%，而企业的董事长或最高领导职务必须由本国公民担任。这一规定对筹资方就有利。另外，任何一个国家都会有一些歧视性政策，这些政策对投资一方会产生极为不利的影响。所以本章主要站在外国投资方的角度来谈政治风险。

(2) 对于以不同的方式投资的投资者来说，对于那些股票和债券投资人，政治风险主要来源于由于一国政治经济政策及表现的好坏所引起的证券价格的波动。最极端的情况是所投资企业被收归国有，股票成为一张废纸或东道国强制性废除债务。但这种极端很难出现。由于证券市场的发达，投资者一旦觉得形势不妙，可以及时抛出手中的股票和债券，也就是说，证券流动性强，投资容易撤回。但直接在东道国设厂所面临的政治风险既大且复杂。从生产到销售到收入的汇出都会受到影响，而且在极端情况下还可能被收归国有。投资者即使已经预见到未来的政治风险，也很难轻易地抽走投资。所以，我们在本章中所谈的政治风险主要也是从直接投资设厂的方式来谈的。

3. 东道国与投资者所在国在各方面尤其是政治方面的差别是政治风险形成的一个重要根源。这一点我们在后面将会详细谈到。

4. 政治风险有时是相互的。当一国当局由于政治或经济的目的对来自他国的投资实行歧视性政策时，被歧视国当局往往也会采取相应的报复措施，对来自歧视国的投资实行相应的歧视政策。由于有相互的一面，所以一国政府当局制定政策和规章制度的同时，必须考虑到这些规定会对该国在国外的投资产生怎样的负面影响。

政治风险有多种多样的表现形式。有的是宏观层次上的，它涉及所有外来投资，不分国别，不论行业，更不是针对某一个具体的企业。有的则是微观层次的，它只涉及部分外来投资，例如A国和B国政治关系恶化，A国对来自B国的投资实行歧视性政策。政治风险也有大有小，大到危及一项投资的所有权，最后导致投资血本无归，小到一项投资短期间的经营成效。政治风险也有可测和不可测之分。有时，政府的一项政策出台，会对外资产生影响，但这项政策规章实际上是与该国政府一向的政治或经济目标相一致

的，外来投资者通过对该国的政治、经济目标的分析应该可以在一定程度上预测到这样的政策出台。有的政治风险，则是完全不可预测的。例如，由于外族突然入侵或由于军事政变导致该国政局的动荡。

§ 14.2 政治风险分析

正如第一节中分析政治风险的特点中所讲的，政治风险不仅是来源于东道国，也与投资来源国和东道国的关系有关；政治风险不是一个静态的概念，而是指由于政治等方面的变动所产生的投资收益的不确定性。因此，分析政治风险，应该从不同的层次来分析。

一、从静态的角度分析

政治风险归根结底产生于东道国。我们先从东道国的角度，从静态的眼光，来分析一下政治风险产生的根源，哪些因素会对政治风险的形成产生影响，政治风险怎样表现在东道国的有关政策和规章制度中。

1. 政治方面

(1)由思想意识形态所决定的政治制度。思想意识形态决定政治制度，政治制度决定了一国的经济制度和经济目标，经济目标决定着经济政策，经济政策决定了具体的规章制度，政治风险即蕴含在具体的政策和规章制度及其变化中。在这个传导机制中，意识形态及其所决定的政治制度处在第一个环节。简单说来，当今世界各国可以按意识形态分为社会主义阵营和资本主义阵营，与之相对应的是社会主义制度和资本主义制度。两大阵营对一些最本质的问题有着截然相反的看法。这决定了他们在绝大多数方面都是截然对立的。尽管这两大阵营之间的变化不断加强，尽管两大阵营在经济的许多方面正在走向比较一致的国际规范，跨阵营国际投资所面临的政治风险比阵营内国家之间的投资所面临的政治风险要大得多。例如，50年代初美朝战争爆发之后，美国冻结了朝鲜在美国的资产，当时的苏联为了避免其在美资产受到损失，将其全部调往欧洲市场。朝鲜资产正是遭遇了政治风险，而苏联采取措施也是防范政治风险。思想意识形态的差别还不仅指社会主义与资本主义的对立，它还有其他的许多表现形式。例如，实行君权和实行民权的国家之间，对许多问题的看法也是相对立的。

(2)政治体制和上层建筑。政治体制和上层建筑的状况如何，能决定政治风险的大小及其影响。首先，国家的政治制度决定了权力如何产生、如何运用以及如何制约权力。例如，在实行君主专制或独裁的国家，国家的首脑集各种权力于一身，且很少受到真正制约。在这样的国家，政策和规章制度的个人色彩就很浓，且不可预见性更强。如果是在一些“民主制”国家，国家的政策出台往往是多方代表进行协商和权衡后的结果，一般比较具有代表性，且实行权力的各方还能互相牵制。其次，国家的政治体制如何，还决定着国家的政策、规章如何运行，对经济的影响有多大以及将持续多长时间。例如，在一些体制不完美的国家，外资企业就可能有空子可钻，从而避开政策所带来的风险。还有的国家，体制过于复杂，运行起来效率极低，某项决定或政策经过多个环节到达企业时，强制力已大大削弱。另外，法制是否健全也能影响政治风险的大小。这其中有两个作用机制。如果一个国家法制不健全，从一方面来说，一国的社会生活和经济生活就无法由法律来规范，这不仅产生了经常颁布法令来干预经济运行的需要，客观上也为当局者滥用权

力提供了便利。在这样的情况下，政策出台就有相当的随意性和不可预测性，外来投资活动就面临着更大的政治风险。但是，从另一方面来说，法律不健全的国家又往往有空子可钻，为外来投资者提供了一些避险的机会。相反，在法制健全的国家，一切活动由法律规范，当局没有必要经常出台政策，干预经济，而一旦有政策出台，其强制力就能得到法律的保障，不会因投资者钻空子而受到削弱。

(3)宗教文化方面的考虑。一个国家，一般会有某种占统治地位的宗教信仰，即使没有宗教信仰，也一定会有独特的民族文化、民族信仰和民族精神。如果一国的当局感到全部或某一类的国际投资有悖于该国的宗教文化，甚至有入侵思想文化领域之嫌，就会用国家的强制力来限制或停止。这便产生了政治风险。

(4)出于国家安全方面的考虑。当一国当局认为某些外国投资危及本民族经济社会甚至整个国家的安全时，会以国家强制力予以停止。出于这方面考虑而采取的措施往往很强硬，因而外国投资者就可能遭受比较严重的损失。例如，在新的政府代替旧的政府之后，如果认为在旧政府统治时期进入该国某些敏感领域（例如能源，高科技，军事工业）的国际投资危及国家安全，就会采取强制没收或强行征用的手段，将国际投资企业收归国有。

2. 经济方面

一国的经济发展状况如何，往往影响着一国对国际投资的态度。具体而言，主要有以下几个方面：

(1)国民经济中以什么成份为主，私有经济还是公有经济。如果以公有经济占主导地位，私有经济主要以何种形式出现，占了多大的份额。对东道国来说，国际投资不属于国有经济，是辅助性的，小份额的，对私有经济形式进行调整就不会对国民经济产生很大的影响，因而以私有经济成份存在于该国的国际投资也就相应地面临着更多的风险。

(2)民族工业的发展现状如何。如果一国的民族工业已相当的发达，它就不怕国际投资的入侵；相反，它会采取欢迎的政策，向外国投资者开放市场，为本国资本进入外国市场创造条件。如果一国的民族工业还欠发达，对国际投资的作用就会有不同的认识，从而采取不同的态度。一种看法是认为外国投资的进入将会带来竞争和危机感，迫使民族工业以高于通常的速度进步，同时外国投资还带来先进的技术和管理经验，为民族工业的更快发展创造条件，因此应欢迎外资进入。另一种看法则认为在民族工业欠发达的国家，允许外资进入，使民族企业与外资企业在不同的发展水平竞争，是不公平的，其结果是中止民族工业的发展，将其排挤出市场，而外资企业占据大部分的市场份额，这是不利于一国的经济安全和政治安全的。因此应有限制地允许外资进入，对其加强管理，对某些领域甚至要禁止外资进入。在这种看法下，国际投资就可能面临较大的政治风险，因为当局可能根据民族工业的发展经常地调整对外国投资的管理。

(3)资金的供求状况如何。如果一国的经济建设资金非常匮乏，通过国内资金远远不能满足，为了吸引外国投资，就会对外资采取欢迎政策，甚至提供各种便利和优惠，在这种情况下，外资处于比较积极主动的一方，因而可能遭受的政治风险就小。相反，如果一国的资金供过于求，外资对其国内经济发展就无足轻重，在这种情况下，外资可能遭受的政治风险就比较大。

经济方面的这些态度和考虑直接反映在各国的各项经济政策及有关的规

章制度中，从而直接对外国投资者的活动产生影响。这些政策主要有：

(1)货币政策。货币政策是通过改变流通中的货币量来达到某一预定目标。在比较成熟的金融体制下，货币政策的实施依靠利率、货币发行以及中央银行在公开市场上的操作来实现。但是，在大多数国家，政府还必须依赖行政手段来帮助控制货币量。例如，以国家信贷计划来分配信贷资金，以“官定利率”来管理资本成本。一般说来，外国投资者难以从信贷计划中获得资金。另外，政府当局对外国投资者的国内配套资金的使用，外币收益的汇出等，都会作出规定和限制。

(2)财政政策。财政政策主要通过政府的收支来影响经济活动中的主体。它直接体现了东道国对外国投资的态度。当一国需要外资时，政府在税收方面往往会采取优惠政策，如降低税率，甚至在最初的几年内不征税。但是，一旦担心外资冲击民族工业或外资已不那么重要时，这些优惠就会取消，甚至会有歧视性税率。可以说政府在税收上的政策对外国投资者来说是最为重要的，也直接影响投资收益。从政府的支出看，外国投资者不可能如本国企业那样得到政府补贴和扶持。

(3)经济保护政策。保护政策是指政府通过规定对资本、商品、劳务的准入和限入来达到保护的目。我们知道，国际投资往往要求资本在国际间能够自由流动，要求进出口贸易自由。但是，大部分国家都实行不同程度的外汇管制，控制资本的输出输入；通过关税和非关税壁垒，对进出口加以控制。这与外国投资者的要求是相悖的。

(4)经济发展政策。经济发展政策主要包括产业政策和科技开发政策。对于一些急需发展的，但又缺乏资金的行业，政府往往鼓励外国投资者进入（当然必须是非关键产业）；而对一些关键产业则限制外资进入；对一些高利的、发展前景乐观的产业也作为保护性产业，限制或不准外资进入，以保护本国投资者。

这些政策内容，最终都通过具体的规章制度表现出来。在这些规章制度中，对外国投资者直接发生影响、最可能导致政治风险的是那些歧视性的规定。这些规定，通过对外国投资者的活动加以限制，赋予本国企业以更多的优惠。例如，允许外资以某种特定的形式进入本国，且外资在一个企业中所占的比重不得高于或低于某一个比例；对外国公司或其工作人员实行歧视性税率，要求其交纳各种各样的费用；根据所有制的性质来给予贷款；要求外资企业必须通过某一指定机构接收雇员并要求支付工资须达到一定标准；限制外资产品的销售渠道；对外资企业产品实行限价。这种歧视性规章发展到终极，便是剥夺外国投资者的财产，如行业性的国有化规定。而且，有的规章虽说是针对所有企业和投资者的，但对外国投资者的影响却远远大于对国内投资者的影响。

二、从东道国和投资者所属国的关系分析

政治风险不仅是由于各国的政治变化而引起，而且也会由于东道国和投资者所属国的关系变化而引起。简单地说，两国在政治上的关系如何直接关系到投资者所受的待遇，投资往往会成为政治冲突的牺牲品。当两国关系亲密时，双方会互为对方的投资者提供优厚的待遇；一旦两国关系破裂，双方均会从经济领域打击对方，投资者便是打击对象之一。

两国在经济上的依赖程度如何也是一个重要影响因素。设想A国是B国重要的贸易伙伴，B国每年外汇收入中有一半左右来自对A国的出口。现在B

国想对 A 国在 B 国的投资者实行歧视性政策，遭到 A 国的强烈抗议，B 国只好放弃。如果他不放弃呢，B 国相当一部分出口企业将陷于瘫痪，并累及与出口业相关的众多企业，于是 B 国将会得不偿失，因此，如果东道国对投资者所属国有较强的依赖性，就有助于扼制政治风险。

三、从动态角度分析

其实，政治风险之所以是风险，是因为将来政治上有变化，由变化而带来经营业绩的不确定性，也才会成为风险。在前两部分中，我们是从静态的角度来分析哪些原因会导致不利于外国投资者的规定，哪些因素会影响这种不利的程度，这些不利的规定究竟包括哪些方面。下面我们以动态的眼光，来简单地分析一下为什么有这些变化。

第一，政治局势不稳定。在世界上大多数国家，存在着不同的政党或政治派别。这些不同的政党或政治派别，为了推行自己的主张，总是千方百计地取得统治权，要么通过竞选，要么通过政变。一旦上台，就会改变从前旧的各种规定，代之以新的规章。军界参与政治和外国势力的介入又增添了不稳定的因素。

第二，经济处于转轨时期。当前，许多国家进行改革，将国家从一种经济体制转向另一种经济体制。新的规章不断代替旧的规章是基于两方面的原因：转轨规章在某一段时间是适用的，但随它们的适用条件的变化，这些规章也变得不适用了，必须用新的规章来适应新的条件和情况。转轨时期制定各种规章的活动带有尝试性的特点。在制定之初，就未必是正确的，一旦发现它们与实际条件不相适应的地方后，就必须迅速改进，以免对经济产生不利影响。

在分析了政治风险之后，我们不难发现：任何一项国际投资，都会有政治风险；要想获得收益而又没有政治风险，那几乎是不可能的。

必须指出的是，风险即是机会，机会一旦错过了，便很难再来。因此，冒着风险投资，实际上也是为自己抓住了机会。众所周知，中国目前正处在由计划经济向市场经济转变的时期，经济不断增长，这样好的经济前景，中国可以说是最有吸引力的一个市场。但是，以不少人的观点，在中国投资的政治风险也是相当大，但是，在中国决定开放金融市场后，尽管开放的范围很小，仅允许外资银行经营一些结算业务等等，外国银行还是纷纷涌入，积极开展业务，并耐心等待中国政府当局向他们开放人民币业务。开放人民币业务对他们来说太有诱惑力了，但利益是有限的，不冒险早早进入，就无法分得一份。等到形势明朗化，权衡风险，觉得可以进入了，也就找不到立足之地了。有一家外资银行，在中华人民共和国成立后，外资银行撤出中国的风潮中，保留了下来。在那个“谈中国色变”的年代，这个风险可以说是太大了，而在后来的几十年中，它也确实在上海经历了中国政治的风风雨雨，甚至不能有任何业务，但仍在上海保留了一个据点。这个风险的回报就是在中国开放金融市场后，它比别的外资银行占了先。

所以，政治风险没有什么可害怕的。要有高收益，就必须敢冒高风险。问题的关键在于成功地控制风险。

§ 14.3 政治风险的控制

一、国家对政治风险的控制

（一）对外投资国的政策

长期以来，西方国家政府对私人的海外投资一直持积极鼓励的政策。这种鼓励，主要包括两个方面的内容，一是采取各种优惠政策鼓励对外投资。例如，国家为私人跨国公司垫付研究费用，鼓励跨国公司开发科技新成果，以便在与其他国家的同行业竞争中处于领先地位，国家还按照跨国公司的利益和需要，提供优惠贷款。这些贷款，不仅利息低，期限长，有时甚至是无息的，为私人资本无偿利用国家资本进行国外投资和获取利润提供了机会。政府还为对外投资提供税收上的种种优惠。以美国政府为例，政府允许从应纳税的国外收入总额中扣除公司的各种国外业务开支，规定国外所获利润在汇回国内之后才予课税，以鼓励国外所获利润在当地继续投资，对海外投资课征的税率平均比国内低 18—22%左右，另外，政府还同 30 多个国家签订了关于取消重复纳税的协议。二是投资保证政策。由于对外投资活动涉及不同的经济发展水平，不同社会经济制度，不同投资环境的国家，必然会面临政治风险。如果不能保证海外投资者的资金安全，就无法消除他们在投资中的种种顾虑，鼓励投资的政策也就无法达到其预期的效果。不仅如此，依据政治风险的特点，国家对政治风险进行管理，所起到的效果是企业自身远远达不到的。因此国家对政治风险的管理是极其重要的。通常，国家对政治风险的管理，主要包括以下四方面的内容：

1. 政府设立各种专门机构，为对外投资提供各种所需信息。为了让私人资本扩大投资规模，政府的专门机构就须向他们提供关于投资对象国的政治经济情况，前景预测和市场潜力等方面的情况。这些机构还提供投资情况，负责咨询，协助投资者进行投资前的可行性调查与分析，比较各种投资方案的利弊等。有时还对私人投资者予以组织上的帮助，为他们进行和扩大国外投资提供各种方便。有的国家还对“投资前调查”所需资金，予以全部或部分资助，该未来投资者在投资项目实施之后，应偿还政府所资助的费用。不少国家把这项资金列入国家预算，以便从财政上加以保证。在日本，关于提供投资信息和促进投资活动的机构，是根据特别法所设立的通产省所属的亚洲经济研究所经济调查部；日本输出入银行的海外投资研究所等进行的。

2. 在政府的资助下设立投资公司。一些开发援助委员会成员国及世界银行集团国家，先后设立政府资助的开发金融投资公司等机构进行协作工作。这些机构主要是对东道国的投资项目（通常是在当地举办的合营企业）直接扩大资助措施，其所提供的是属于“风险基金”的性质，大多数是从贷款或出资两方面进行投资，是对民间投资的资金融通活动，只要求该资助的投资项目得到东道国的承认。目前，世界银行所属的国际金融公司、英联邦开发公司、德国开发公司就是这样的机构。这些机构国际信誉较高，对投资项目资金审查具有严格标准和长期经验，因而这些机构的资助，无疑是给投资项目以有益的保证。

3. 政府还可以凭借自己的实力，在必要时对东道国施加政治上的压力。美国政府就常常以减少进口、停止援助等相威胁，迫使当地政府对美国公司作出经济上的让步，这些有利的外交干涉，经常伴随着经济制裁，借以维护本国公司的投资利益。

4. 实行对外投资保证制度。这是政府对海外投资的政治风险进行管理的最重要的手段。投资保证制度（Foreign Investment Guaranty Problem）一般又称对外投资保险制度（Foreign Investment Insurance System）其目的

或者说主要作用就是要最大限度地降低各类风险因素对投资收益成果的不良影响，争取在最小的风险因素下，通过投资经营活动获得最大的投资收益。这一制度，是二次世界大战以后，美国实行马歇尔计划开始的，以后随着国际投资规模的发展，日本于 1956 年，西德于 1960 年，加拿大于 1969 年，英国于 1972 年相继采用了这一制度。从表面上看，投资保证制度近似于一般民间保险制度，即投资者与国内主管保险的专设机构设立保险契约，约定由投资者承担支付保险费的义务，承保机关则承担关于政治风险的保险责任。当约定的保险事故发生时，承保机关根据契约规定，向被保险的投资者赔偿因事故所受的损失。但是，这一制度带有明显的“公”的性质，它不仅由国家的特设机关来执行，而且还常常与政府间的协定有密切关系，互为补充。其实，投资保证制度不同于一般的民间保险制度之处，还在于它不仅进行事后补偿，更重要的是要防患于未然，尽可能保证损失不发生。这一制度还具有这样一些特点：

(1)只限于对外私人直接投资，即投资者可以直接参与经营管理和支配海外企业的投资。

(2)保证对象只限于政治风险，不包括一般经营风险。所保的政治风险一般包括外汇管制险、征用险和战争险三种，这一点在各国基本相同，所不同的是各国的立法解释。在美国，既可以是对三种风险进行综合保险，也可以只选择其中一两种分别保险。而其他国家一般要对三种风险进行综合保险。保险费率在不同的国家也有所不同。

(3)关于损失补偿，一般国家要求被保险投资者自己要承担部分损失，即国家不可能补偿全部损失。在美国，除了扩大风险的保证外，一般规定为补偿投资者所受的全部损失额，直到所承担的帐面价值。但事实上，保险合同中通常约定保险人只承担补偿损失的 90%，被保险投资者自负损失 10%。

(4)在保险期限上，各国大多规定最长期限为 15 年，例外可延长到 20 年。

(5)关于有申请投资保险资格的人，一般限于保险国的本国国民，但在某些特殊情况下，如在被保险国国内的外国企业所进行的对外投资，而该投资明显地有利于被保险国，则该外国企业也可以申请对外投资保险。

下面考察美国、日本和德国的投资保证制度。

1. 美国的投资保证制度

美国是当今世界最大的资本输出国，也是最早广泛实行投资保证制度的国家。

美国的投资保证制度始于 1948 年，是战后实施复兴欧洲经济的马歇尔计划的产物。1948 年 4 月 3 日，美国依据《对外援助法》制定了《经济合作法》（Economic Cooperation Act），实施马歇尔计划，并设立经济合作署（Economic Cooperation Agency），管理援外事务对外投资，开始建立投资保证制度。1951 年 10 月，美国国会通过了《共同安全法》（Mutual Security Act），于次年 2 月，设立“共同安全署”（Mutual Security Agency），管理投资保证业务。1953 年，“共同安全署”改为“海外事务管理局”（Foreign Operation Administration），继续管理投资保证业务，其保证地区不断扩大。1955 年，设立“国际合作署”（International Cooperation Administration），主管对外投资保证业务，其保证范围扩大至战争和内乱。至此，一个完整的投资保证方案形成了。1961 年 8 月，国会通过了新的《对

外援助法》修正案，同年成立“国际开发署”接管投资保证业务。1969年，美国再次修订《对外援助法》，设立“海外私人投资公司”(Overseas Private Investment Cooperation)，承担了“国际开发署”的大部分业务，现已成为主管美国私人对外投资保证和保险的专门机构。

美国对外投资保证制度，是以美国同东道国订立的双边投资保证协定作为国内法投资保证制度适用的前提。这样就把对外的投资关系，提高到两国政府间关系的高度，有利于美国政府行使代位权及其他索赔权。不仅如此，事实上，长期以来美国政府都把对外投资保证视为美国援外体制的一个组成部分，这样可以利用援外的手段，借以实施对外投资保证。

根据《对外援助法》规定，合格投资者即依法申请投资保险资格的投资者，可以是以下三种人：具有美国国籍的美国公民；依美国联邦、州或属地法律所设立的公司、合伙企业、其他社团（非营利社团），其资产的全部或51%以上属于美国公民、公司、合伙企业或社团所有者；外国公司、合伙企业、社团虽然是依照外国法设立的，但资产的全部或至少95%为美国公民、公司、合伙企业或社团所有。

美国的《对外援助法》将政治风险分为三类，并分别作出了具体规定：

(1) 外汇险，即不能自由汇兑风险(Inconvertibility)。指由于东道国实施外汇管制，停止或限制外汇或由于其他突发事件，如内乱、内战，以致于无法在一定期间内进行外汇业务，作为被批准投资项目的利润或其他收益，或作为偿付、回收、出卖或处理投资资本金全部或部分的代价，或投资所取得的当地货币、其他外币或该货币的存款等，不能在东道国兑成美元汇回美国。在这种情况下，海外私人投资公司应接受不能兑为美元的外国货币或汇票，折合为美元支付给该投资者。

(2) 征用险(Expropriation)。指被批准的项目，由于东道国政府实行征用，没收或国有化，使其投资财产的全部或部分遭受损失。在这种情况下，海外私人投资公司应首先向被保险投资人支付其应得的保险金，然后继承该投资者对被保险项目的一切权益，向东道国要求索赔。

(3) 战争险。指由于革命、战争、内乱及暴动等所导致的投资财产的损失。必须注意的是，一般恐怖活动或国内轻微骚乱所引起的损失，不属于战争险；证券、档案以及现金等非有形资产的损失不包括在内；间接损失不包括在内。对于这种损失，投资者本人承担10%，海外私人投资公司承担90%。

根据《对外援助法》的规定，投资者可以对这三种风险分别投保，也可以选择两种或三种综合投保。

在近50年的时间里，虽然对外投资保证制度几经变化，但始终坚持鼓励、促进和保护对外投资的安全和利益的原则，对保护对外投资作出了巨大的贡献。

2. 日本的投资保证制度

日本的对外投资保证制度的发展，是与其国内经济的恢复和发展同步进行的。日本在1956年就设立了“海外投资原本保险”，1957年又增设了“海外投资利润保险”。但是当时投资保证制度的利用率并不高，这主要是因为当时的日本，面临着恢复和发展经济的艰巨任务，自己尚须大量引进外资，对外投资的能力非常有限，因而没有对海外投资进行保证的迫切要求。但是，恢复后的日本经济开始飞速发展，国内资本迅速积聚，大量资金过剩，必须到海外市场上为其寻找新的出路。在这种情况下，日本政府开始采取鼓励海

外投资的政策，保护海外投资也就非常必要了。从 1970 年将“海外投资原本保险”和“海外投资利润保险”统一后，其利用率大幅增长。在 1970 年 5 月到 1974 年 3 月之间，申请投资保证的件数达到 2388 件，承保总额达 11733 亿日元。

日本的投资保证制度，也将政治风险分为三类：

(1) 外汇险。指由于东道国的某些情况的影响，使日本投资者的本金及利息在两个月以上不能兑为日元汇回日本。这些情况包括：东道国政府实行外汇管制或禁止国际汇兑；由于东道国发生战争、革命及内乱，无法进行外汇交易；东道国政府对日本投资的各项应得金额汇回日本的不予许可，或对各项应得金额予以没收。

(2) 征用险。指由于东道国政府对日本投资者的资产予以征用、没收或国有化所带来的损失。这些资产包括：股份、股本、公司债、贷款或公债的本金；股份、股本的红利支付或贷款、公司债或公债等的利息；不动产。

(3) 战争险。指由于东道国的战争、革命、内乱、暴动等，使日本投资者特别重要的有形资产（如不动产、原材料、设备等）或无形资产（矿业权、工业产权等）遭受的损失。

在确定保证对象的资格方面，日本在投资内容、投资项目、投资形态等方面规定了比较严格的条件：

(1) 投资内容包括：A 证券取得，如关于证明现金出资，实物出资，矿业权及工业产权，专有技术出资等权利的股票，公司债券，股份证书，抵押证书，利润证书等代表对外投资者出资份额及其权利的一切证书。B 债权取得，包括现金贷款的现金请求权，实物返还请求权，提供矿业权、工业产权、专有技术等债权请求权。C 海外直接投资，指依法在当地投资兴办企业。D 分支机构。

(2) 投资项目包括：A 所投项目必须是旨在促进日本对外经济交往的健康发展。若以纯投机、赌博、娱乐、武器制造为目的，则不能投保。B 限于新认购外国法人或企业发行的新股投资项目。C 投资项目所在国的外资政策须比较完备，投资项目也经过该国政府批准，该国投资环境良好。

(3) 投资形态包括：A 投向外国法人或社团的股份、股本等，以参加事业经常为目的出资金者为限；B 对合营公司（外国法人）的当地股东向该合营公司有长期贷款，其清偿期在 5 年以上者，但以该股东和该合营公司具有同一国籍者为限；C 对日方投资者能实际支配经营的外国法人的长期贷款；D 为进行海外直接投资，以日本人名义取得的不动产或其他权利；E 基于长期契约，对以开发资源为目的的外国法人为期 5 年的长期贷款。

日本的投资保证制度，虽然是效仿美国的，但却和美国不同，其中最大的一个区别就在于：日本采取申报制的保证制，不以日本和东道国订立的双边投资保证协定为法定前提。但现在也逐步开始用双边投资保证协定来调整投资环境。

3. 德国的投资保证制度

这里讲的其实是从过去的联邦德国到现在的德国所沿用的投资保证制度。德国的这一制度的产生与发展，与日本非常相似。“二战”后，联邦德国百废待兴，需要大量资金，于是当时政策重心在于大力鼓励资本输入，资本输出规模尚小。随着经济迅速恢复和飞速发展，开始大规模输出资本，对外投资保证制度随之快速发展起来。但是，由于战后的联邦德国在经济、政

治及其他各方面与美国有着极深的渊源，因而其投资保证制度与美国非常相似。

联邦德国的对外投资保证制度始于 1949 年，当时称作“输出保证制度”，由国有的“黑姆斯信用保险公司”和“德国信托与监察公司”经营，直到 10 年后，即 1959 年，才正式建立对外投资保险制度，仍由上述两公司经营。

德国的对外投资保证制度，在适用上有较强的弹性。它并不以两国间的双边投资保证协定为法定条件，当东道国的法律秩序或其他措施足以证明该国能对外国投资者提供充分的保证时，就不需要双边协定。不过，向发展中国家投资时，一般需要有双边协定。

（二）国家与国家之间的协同管理

我们讲到了对外投资国在鼓励对外投资的同时，往往会采用多种手段，其中主要是对外投资保证制度，来保证本国对外投资的利益和安全。

但是，由于国家与国家之间的差别是现实存在的，如经济地位的不同、贫富悬殊、意识形态的对立、宗教信仰的不同，等等。仅有对外投资国一国的努力，无法圆满地解决对外投资的安全问题。但是，国际投资的规模还在不断扩大，而且国际经济的发展也需要如此。于是，东道国和对外投资国开始协同起来，共同对投资的安全做出某种保证；以后更多的国家在一起，力求在全球建立一个共同调整的体制。

1. 双边投资协定

双边投资协定 (Bilateral Investment Treaty) 是投资国与东道国间签订的旨在调整国家间投资关系，加强对国际投资的保护，维护健康的投资环境的一种协议。

目前，国际上的双边投资协定主要采用两种形式，一是美国式的“投资保证协定”，二是联邦德国（现为德国）式的“促进与保护投资协定”。美国型的投资保证协定，旨在政治风险的保证，特别是关于求偿代位权及处理投资争议程序的规定。因为美国国内的投资保证制度是以双边投资保证协定为法定前提，投资者只有在与美国签订了双边投资保证协定的国家进行投资，才有可能得到美国的海外私人投资公司的保证，所以政治风险的担保才会成为重要内容。而在联邦德国型的协定中关于鼓励和保护投资的规定中，除关于处理投资争议、求偿代位权等有关程序规定外，大多数属于实体性的规定，并以政治风险的保证为主。

在双边投资协定中，一般应对以下几方面的内容作出规定：

(1) 关于外国投资者的待遇。总的原则是缔约一方对他方的投资者应采取公平合理的待遇 (Fair and Equitable Treatment)，禁止实行差别待遇 (Discriminatory Treatment)。所谓“公平合理”可以有两个标准：一是国民待遇 (National Treatment)，即对外国投资者和本国投资者实行同等待遇；二是最惠国待遇 (Most Favored Nation Treatment)，指外国投资者之间实行同等待遇。缔约国可以根据实际情况，选择其中的一种。

(2) 投资项目和内容。协定中应规定缔约双方承认及保护的投资的定义、内容、种类及其他有关事项。

(3) 政治风险的保险。协定中应规定投资国有化的条件、国有化和征用的形式、国有化的补偿标准，以及关于自由兑换和外汇限制的问题。

(4) 关于代位权的规定。所谓代位权，是指一国政府替本国投资者的海外投资项目保险，同时可向投资项目东道国要求赔偿的权力。一般在双边投资

协定中，都有关于代位权的规定。但是拉美国家长期以来坚持卡尔沃原则（Calvo Doctrine），认为外国投资者有遵守东道国法律的义务，受东道国国内法的管辖，排除国际仲裁和国际司法管理，更排除外交保护。

(5)关于投资争议的解决。双边投资协定中应规定缔约双方政府关于协定解释和运用产生争议时所应采取的解决方法和程序。

2. 多边投资协定

随着国际投资的进一步扩大以及双边投资协定的发展，各国深感有必要建立一个多国间的投资保证制度，并为此做出了种种努力。

1965年3月19日，各国签订了《关于解决各国和其他国家国民之间投资争端的公约》（Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of other State），又称《1965年华盛顿公约》，其中心内容是建立“解决投资争端国际中心”（ICSID International Center For Settlement of Investment Disputes），为缔约国与缔约国国民之间的投资争端，提供调停和仲裁的便利。1985年10月，世界银行年会正式通过了《多边投资保证机构公约》（MIGA Convention Establishing the Multinational Guarantee Agency），公约的内容之一就是为政治风险提供担保。

但是，必须看到多边投资条约的作用也是有限的。首先，由于各国的情况差别很大，因而多边投资条约只能作出一般的规定，对于许多具体的问题实际上尚没有约束力。其次，国际经济情况变化很快，而任何一个多边条约的通过，都须经过一个漫长的过程，因而对新出现的问题总是无法解决。最后，由于多边条约对各国的主权有一定的限制，各国都只愿意承担有限度的保证，因而多边投资条约所能约束的范围也比较小。

二、投资者对政治风险的控制

除了国家对政治风险的管理外，投资者个人应该采取积极的态度，来防范和弥补政治风险。

一般地，投资者个人或企业对政治风险的控制，应该包括以下三个阶段：

第一，投资前从政治风险的角度，来进行投资地的比较与选择；

第二，决定投资后对所投资的项目采取适当的安全保证措施；

第三，项目启动后经常地进行调整。

下面我们就从这三个方面来具体地分析一下。

（一）投资前的比较与选择

为了尽可能地减小政治风险，投资者必须将几个候选地点，从方方面面进行比较分析，政治风险便是其中一个重要的方面。比较的方法是分析历史，联系现状，预测未来。正如我们前面提到的，历史总是在不停地再现，通过对历史的回顾，才可能把握住未来的发展趋势。

比较政治风险，应从两个层次来进行：一是宏观的，二是微观的。所谓宏观分析，是指东道国的总体政治环境进行比较，不仅要比较东道国的政治稳定性，还要比较他们对外国投资者或企业的态度。具体说来，可以包括：

东道国在历史上政局是否平稳，是否经常发生革命、政变、反政府活动、罢工、暴力冲突等事件；现在东道国的民众是否存在不满情绪，是否存在闹事的迹象，公众对现政权的支持率有多高，现政权对局势的控制力和影响力有多大。通过对这些方面的分析，可以得知东道国的政治稳定性如何。东道国的经济增长速度是否合理，经济秩序是否良好，经济营运是否正常，商

品供应是否充足，价格水平是否稳定，收入水平是否提高。通过对这些因素的分析，可以得知该国的经济稳定性如何。东道国的各民族发展状况如何，民族与民族之间的关系如何，政治派别之间的竞争与合作如何。之所以要进行这一项分析，是因为不同的宗派或民族政治派别之间的关系直接关系到一国的内部纷争状况，而内部纷争是政治风险的一个主要来源。为了进行这些分析和比较，企业可以多渠道接收信息，例如广播、电视、报纸、咨询公司等，但一个重要的渠道是投资者所在国的官方投资管理机构所提供的各种信息和咨询服务。这些信息，比较准确可靠，且与投资者的需要直接相关，大量的专家从庞杂的信息中整理、分析得出的各个结论更是投资者或企业自身力所不及的。

所谓微观分析，则是对投资的行业或具体的企业可能遭遇的政治风险进行分析。具体说来：该国各派别的政治力量的对比如何，各派别的政治经济主张，尤其是与所投资的行业相关的方面如何，分歧是否很大。试想如果投资于电力事业，执政党欢迎外资进入电力行业，而力量并不弱的在野党则强烈反对外资进入国家的这一核心行业。那么投资于该国的电力行业就具有相当的政治风险，一旦现在的在野党上台，外资就可能遭到没收、征用或国有化的命运。东道国的某一特定行业（指外资将进入的行业）的发展状况如何，国家对其发展持怎样的态度，放任还是扶持，对外资的进入是否有壁垒，抑或完全禁止。分析东道国与投资者打算进入的行业相关的各项政策和规章制度的具体内容。

在经过宏观和微观的分析之后，投资者应对自己投资该国某行业的风险有一个大致的估算，如总的风险水平如何；在预定的投资规模下，该国可能出现的哪些政治上的变化，会引起企业多大的损失；这种损失是否可以采取措施避免，如果不能避免，企业是否能承受，它将会对今后的经营产生多大的影响，等等。

我们前面讲到，投资者不可能找到一个完全没有政治风险的投资场所。进行风险预测和估算的目的只是为了在不同的投资场所之间进行选择，在投资收益相同的情况下，选择风险小的国家；在投资风险相同的情况下，选择收益最大的国家。

但实际上投资者的分析工作并没有结束，在对东道国进行了具体的考察之后，投资者还应分析：企业对各种政治风险的承受能力。投资者所属国的制约力量。这主要是指，当东道国发生政治变化时，投资者所属国有多大的能力来影响东道国，从而减少该政治变化对投资者的影响。一旦政治变化对投资者的不利影响已经发生，导致投资者遭受损失，投资者所属国又是否能够代表投资者向东道国政府索取赔偿。

（二）决定投资后的安全保证措施

1. 投资环境谈判

一旦选择了投资的国家，投资者就应该采取保护性措施来保证投资的安全。其中主要的一条就是必须与东道国的有关机构就投资环境进行谈判，达成投资协议，以明确双方的权利与义务。投资协议的内容可以包括：

- (1) 确定支付给外方投资者的各种款项的额度及支付方式，例如股息、红利、管理费、特许费、专利费、贷款归还等。
- (2) 确定各种类型的转移价格，如产品、设备、技术、原材料、散件等。
- (3) 确定外国企业在进出口方面的权利。

(4)规定要求外国企业或投资者承担的各种社会和经济义务，如学校建设、医院建设、退休制度等。

(5)有关税收方面的一切规定，如税率、税收的种类、应税项目各种减免等。

(6)规定外国企业或外国投资者在东道国资本市场上的借贷权，特别是长期借贷的权利。

(7)确定双方的投资比例，如是否允许外方持有 100%的股份，还是对其出资设立一定的比例限制。

(8)确定有关价格限制的规定，如是否对外国企业在国内的销售实施价格限制以及实行什么样的价格限制等。

(9)对原材料使用的限制，如是否要求外国企业使用本国的原材料或者进口原材料等。

(10)关于管理和技术人员的使用规定。

(11)关于双方纠纷的仲裁处理规定。

(12)其他规定。

2. 寻求投资保险

投资者保障投资安全的一个有效手段即是利用投资者国内的投资保证制度。投资者的义务是按时交纳保险费，而一旦发生事故，国内政府将给予补偿。

3. 编制反危机计划

为了能够在危机发生时，采取合理的对策，企业必须预先编制一份反危机的计划，其内容主要有：在危机状态下，企业如何维持正常的业务？企业如何保护自己的资产免受损失？企业如何保护自己的员工不受伤害？企业如何保护自己的各种文件资料不遭到破坏？

(三) 投资中的调整

由于情况总是在不断变化的，投资者在投资前所做的种种预测，最终未必与实际情况相符。因此投资者在投资前采取的种种保护性措施，根本不可能完全保证投资的安全。这就要求投资者在投资的过程中，随着情况的变化，不断进行调整，尽量减少政治风险。这些调整可以从五个方面来进行：

1. 在生产和供应方面

(1)争取自己投资在当地生产原材料，减少原材料的进口和从当地厂家购买原材料的比重。这样做的目的是减少对进口和当地企业的依赖性。

(2)合理安置子公司的位置。通常说来，子公司应安排在不同的国家和地区，达到分散风险的目的。

(3)控制当地运输线。如果可能的话，可以在当地投资修建交通设施。这一控制权可以用来作为与东道国政府谈判的砝码。

(4)控制专利权和关键技术。这在合资企业中用得很广泛。由于外资方控制了专利权和关键技术，整个合资企业就依赖于外资方，伤害外资方实际上就会更加伤害到国内投资者，这就对政府形成了一种制约。

2. 在销售方面

(1)完全垄断或部分垄断当地市场和国际市场。这样，一旦外资企业受到伤害，不仅会影响国内对该企业生产产品的供应不足，还会影响该国的国际收支。

(2)控制商标和产品名称的使用权。这个措施的目的与控制专利权和关键

技术的目的是一样的。

3. 在财务管理方面

(1) 尽可能地提高企业的负债率，降低所有者权益的比率，同时尽量扩大企业在当地金融市场的借贷额。

(2) 尽可能使企业的债务多元化。在向外筹资时，尽可能向多家国际性大银行筹款。这样若有政治风险，这些银行会为了自身的利益向东道国政府施加压力。

(3) 尽可能地利用当地的投资，增加当地投资在企业资本构成中的比重。

4. 在企业的组织结构方面

(1) 采取特许经营的方式。外国投资者只提供某一产品的生产或经营特许权，而不提供其他任何形式的投资，所获收益只有特许权，政治风险大大减少。

(2) 利用管理合同。这一作法与(1)相似，即外资方只提供管理方面的技术和专家，而不提供其他任何形式的投资，所获收益只有管理费。

5. 在人事管理方面

(1) 尽可能雇用当地的雇员。

(2) 尽可能聘用某些与当地政府有特殊关系的人充当企业的高级雇员和管理人员。

从以上五个方面不难看出，投资者在调整自己的经营方式中，力图通过以下三种方式来降低政治风险：(1) 增强本地经济或企业对外资的依赖性，例如控制专利权和关键技术；(2) 将本地企业的利益与外资方的利益紧紧联系在一起；(3) 将国际性大银行与外资的利益紧紧联系在一起。通过这三个方面的措施，外资方可以有利地牵制和制约东道国政府，从而大大降低政治风险。

§ 14.4 贷款中的政治风险控制

前面我们所谈到的政治风险管理，主要是从直接投资的角度来谈的。在这一节中，我们想以债务危机为例，谈谈贷款中的政治风险控制。主要有两个目的：第一，贷款同直接投资一样，是国际资本流动中的重要形式。贷款中相当大的一部分是贷给国家的，因而贷款中的主要风险是政治风险（即国家不能偿债的风险）。80年代初以来的债务危机已经表明国际贷款中的政治风险是当今国际金融界的一大难题，也是一个重要问题。因此，如果在分析国际资本流动中的政治风险时，不谈到贷款中的政治风险，将是非常不完整的。因此，我们在这一节，算是作了一个补充。第二，纵观十几年来各国对债务危机提出并实施的种种对策，可以看到债权国在管理中的态度和策略都已发生了很大的变化。至今为止，对债务的管理并未结束，还在不断的发展之中。因此，这一节可以说是从实例中来看政治风险的控制。

一、债务危机的发生

70年代后，特别是1975年以后，发展中国家的外债迅速增加。1960年发展中国家的外债总额为179亿美元，1970年为729亿美元，到1987年就猛增至7000亿美元。巨额的债务加重了每年还本付息的负担。1960年，发展中国家的还本付息额只有26亿美元，1976年增加到320亿美元，1981年猛增至1090亿美元，而仅1983年一年支付利息就达700亿美元。在发展中国家中，欠债最多的是拉美国家，而其中又以巴西、墨西哥、阿根廷，委内

瑞拉4国为最。这四国的债务，在1983年已高达2430亿美元，占整个发展中国家外债总额的34.7%，占拉美地区债务总额的84.3%。1982年9月，墨西哥财长席尔瓦·埃尔索格宣布停止偿付外债。之后，大约40多个发展中国家相继采取同样措施，从而引发了债务危机。

二、西方银行对政治风险的分析和研究

从70年代初开始就争相贷款给发展中国家的西方各大商业银行是债务危机的直接受害者。因此，在债务危机爆发后，他们加强了对风险的分析和研究。

1. 债务国无法偿债的风险分析方法

各国在估计政治风险时，所采用的方法各有不同，但其中美国商业银行采用的方法比较典范，主要有四种：

(1)结构定性分析。结构定性分析是根据通用的“国家风险估价报告”，结合部分经济统计，对不同国家的贷款风险进行比较。“国家风险估价报告”包括四个方面：一是政策因素，重点分析该国经济和财政管理的质量；二是经济因素，重点分析该国的自然资源及其发展潜力、劳动力资源及其接受教育的程度、国家为国内经济增长提供所需资金的能力等；三是对外金融地位，重点分析国际收支的前景、外资增长的比率、官方外汇储备的实力以及在国际货币基金组织的提款权；四是政治因素，重点分析政局的稳定性，经济政策的连续性以及两者适应世界变化的弹性。

(2)完全定性分析。这种分析法也是采用“国家风险估价报告”，但不采取标准化形式，因而难以进行国与国之间的对比。

(3)清单分析。它是根据各种指标和变量，通过列表、记分、分档来评定风险。清单的内容包括：经济发展水平，如生产发展多样化的程度，管理水平的高低，技术力量的强弱以及在限制消费和进口方面的弹性等；经济增长率，有关的指标包括实际国民生产总值增长率，国民收入增长率，出口增长率，投资对国民生产总值的比率等；国际清偿能力，包括国际储备对进口的比率，在国际货币基金中的提款权等。清单分析还把一国所借款项用于生产性投资的经济效益作为考察的基本内容。

(4)定量分析。它也是采用清单方式，但偏重于计量经济学的方法，通过建立模型进行分析。

2. 分析的内容

(1)还本付息能力。包括三个方面：该国的外汇资金实力；该国所实施的财政和货币政策；该国的经济结构。根据借款期限的不同，分析的重心应有所不同。短期还本付息能力的分析应集中在外汇资金实力方面；长期还本付息能力的分析则集中在经济结构的分析；中期则偏重于政府政策方面。

(2)经济状况的分析。经济状况的分析集中在某些被认为是判断借款国还本付息能力的关键方面。特别要求判定借款国的货币政策和政府的财政政策的有效性，以及弥补政府财政赤字的手段。另外还须了解金融部门的规章制度和政策，政府对国内外投资的态度，政府的经济发展计划。国内因素的分析主要集中在该国的经济结构，重点是自然资源的可用性、劳动力、基础设施以及国民生产的组成。国外因素的分析一般包括进出口多样化的形式，进行国际借款的途径以及汇率政策。有时对某些细节问题也须加以重视，比如贸易合同的对象、优惠融资的资金来源等。

(3)政治局势的分析。主要分析可能影响借款国偿还外债的能力及意愿的

因素，包括政府控制、可能会发生的社会动乱以及外部因素。政府控制主要指对政府制定解决重要的社会及政治问题的政策的连续性和有效性的评价，对政府解决社会和政治冲突的决议的分析。对社会情况的分析主要是评价那些影响借款国偿还能力的社会动荡的可能性。外部因素包括对安全构成威胁的可能性，对该国可能参加的地区性联盟的判断。

事实上，除了各大银行自己建立合理通用的分析系统外，各国政府还采取了一系列研究措施。以美国为例，美国政府设立了国家风险审查委员会，由货币监督官员加上联邦储备体系理事会和联邦存款保险公司各出三人组成，每年召开三次会议，以协调统计联邦储备银行、纽约联邦银行以及各大银行对国家风险作出的评价和分析。此外，美国还制定了对外贷款监督法。

三、债权方为弥补政治风险所作的努力

1. 巴黎俱乐部

巴黎俱乐部是重新安排官方债务的重要场所，由于经常在巴黎的克莱贝尔大街的马热斯蒂克旅馆聚会而得名。

巴黎俱乐部一般是在债务国要求重新安排债务时，才把所有愿意参加的债权国家召集在一起开会。而且往往有国际货币基金组织、世界银行、经济合作与发展组织以及联合国贸发会议的观察员参加。开会时，先由债务国代表对其经济状况提出详细报告，并对需要延缓偿债的数额和性质作出估计。然后由国际货币基金组织代表对该国的经济，特别是国际收支状况和前景以及该国与基金组织的往来状况作一个分析。在其他与会者发言之后，各债权国代表就为该国债务重新安排的一般条件进行协商并达成协议。以后债务国与各债权人，以协议确定的债务重新安排总原则为基础，进行双边谈判，只有达成双边协议，这场重新谈判才算合法。

在磋商债务重新安排时，不应包括短期债务和过去已重新安排过的债务，债务国不得为在巴黎俱乐部之外已经重新安排的债务谋求更为有利的处理，也不得按照这些类似条件重议这种债务。而且并非对所有债务进行重新安排，只对指定期限内到期债务的 85 - 90% 进行重新安排，推迟偿还期一般为 7 - 8 年，其中宽限期 3 - 4 年，很少采用以新贷款还老贷款的办法。

2. 商业银行债务的重新安排

除了官方债务须重新安排外，商业银行也须为他们对外提供的，未经政府机构担保的贷款进行重新安排。商业银行在和债务国谈判时，遵循一定的方式和程序，而且对重新安排的债务有严格的条件。例如：债务重新安排只限于今后 1 - 2 年内到期的贷款，过期未付欠款应尽快偿还；一般只能安排到期债务的 80%；利率参照伦敦银行同业拆放利率 3 个月或 6 个月的美元拆放利率或美国优惠利率（如果是美元债务）；收取一笔不同数额的重贷或债务重新安排手续费；债权行一般还会要求债务国在谈判开始之前或调整期结束前先与国际货币基金组织订一个经济调整计划。

在谈判债务的重新安排中，债权银行集团始终保持一致立场，并坚持认为“尽管债务的本金正在重新安排，利息仍须照付”。

3. 贝克计划的意义

1985 年 10 月 8 日，美国财政部长贝克在汉城举行的国际货币基金组织和世界银行第 40 届年会上提出了一个旨在缓和发展中国家债务问题的新方案，简称为“贝克计划”。

贝克计划的主要内容包括：世界银行及其他多边金融机构应在解决不发

达国家的债务问题上发挥更大的作用，在今后 3 年内，把对他们的贷款增加至 90 亿美元；债务国须重新调整他们的经济政策，减少资本外流，吸引更多的外国投资，促进经济增长，从而减轻偿还债务的安排；以美国商业银行为主，联合其他发达国家的商业银行，在今后 3 年内，向 15 个重债务国家提供 200 亿美元的贷款。

贝克计划的提出，也可以说是西方国家尤其是美国在解决债务危机问题态度上的重大转变。众所周知，债务问题是债务方与债权方双方的问题，仅靠一方的努力，这个问题是没法很好解决的。但长期以来，西方债权国一直对债务方要求采取消极应付、推托，甚至置之不理的态度。1985 年，不少发展中国家贸易收支和经常收支状况恶化，偿债率上升，能得到的贷款明显减少，债务形势再度恶化。西方债权国开始意识到：如果债务危机重新爆发，不仅会使许多债务国财政破产，也会使许多发达国家的商业银行遭受损失，从而对国际金融体系造成极大冲击；而且，发展中国家的债务负担沉重，也会影响他们从发达国家的进口能力。因此他们开始在债务问题上采取比较积极、合作的态度，贝克计划便是在这样的背景下产生的。

1985 年 10 月 5 日 24 国集团在汉城举行的第 32 次部长级会议中再次体现出比较积极的态度，提出就债务国、债权国、商业银行和国际金融机构通过合作解决国际债务危机问题建立某种机制，对债务国的大部分利息予以滚转；增加多边金融机构和地区性银行的资本股权等。

从目前的发展情况来看，虽然发展中国家的债务危机有所缓和，潜在的政治风险却仍然很大。目前所采取的种种措施可以说只是权宜之计。问题的关键还在于发展中国家在今后几年或十几年里是否有能力承担其外债还本付息的义务。在今后，如果经济再次陷入衰退，就可能再次爆发债务危机。因而，债务国家寄希望于在贝克计划、债务损债务计划、布雷迪计划、日本资金回流计划、布拉德利减债计划和基辛格的“当代马歇尔计划”之后，进一步采取根本解决债务困境的措施。

§ 15 国际资本流动中的利率风险分析

§ 15.1 国际资本流动中的利率

在此，我们首先约定，将国际资本流动中的利率简称为国际利率，以和国内利率相对。

国际利率作为利率的一种形态，也就仍然具备利率的一般属性。从根本上来说，它也是货币资本使用权的价格，只不过这种货币资本是国际货币资本罢了。

但是，正因为是国际货币资本使用权的价格，国际利率又不同于国内利率。在国际借贷中，债权人是相对集中的，而债务人则遍布世界各地。在债权人比较集中的地方形成了几个大的国际金融中心，而这个中心的市场利率就成为了国际利率。

一、国际资本流动中的利率形式

1. 外国金融市场利率和离岸金融市场利率

我们所说的外国金融市场，是以某外国的国际金融中心为依托的一个市场，资金供给方是该国的居民，而资金的需求方则是非居民，借贷的资金是以该外国的货币来表示的。在这个市场上的利率就叫外国金融市场利率。例如，在纽约的国际金融市场上，在美国居民和非居民之间开展美元借贷业务，从而形成了外国金融市场。外国金融市场利率直接受该外国国内金融市场利率的影响。外国金融市场利率是该外国居民以该国货币表示的资金贷给非居民的价格，而国内金融市场利率则是该外国居民将以该国货币表示的资金贷给居民的价格。资金的供给方均为居民，因而两种业务间存在相互替代性。国内利率的状况如何，必然影响该外国金融市场上资金的供给，从而影响外国金融市场的利率状况。不仅如此，外国金融市场利率还常常受到该外国政府管理的影响。

离岸金融市场则以某国的国际金融中心为依托，资金的供给方和需求方均为该国的非居民，借贷的资金以该国的境外货币来表示。在这个市场上的利率叫做离岸金融市场利率。离岸金融市场利率直接受有关外国金融市场利率的影响。外国金融市场上的利率是在居民与非居民之间发生借贷关系时的价格，而离岸金融市场利率则是非居民与非居民间发生借贷关系时的价格。两种业务的资金需求方均为非居民，因而这两种业务间存在相互替代性。有关外国市场的利率水平就必然影响到离岸金融市场上的资金需求状况，从而影响到离岸金融市场上的利率水平。此外，离岸金融市场利率几乎不受其所在国官方货币当局的管制。

目前国际金融市场上几种比较重要的利率实际上是离岸金融市场利率。下面我们来简单介绍一下。

伦敦同业拆放利率是指在以伦敦为依托的欧洲货币市场上，银行与银行之间在进行以欧洲货币表示的短期货币资本借贷时所使用的利率。

新加坡同业拆放利率则指在以新加坡为依托的亚洲货币市场上，银行与银行之间进行以亚洲货币表示的短期货币资本借贷时所使用的利率。

同样，香港同业拆放利率是指在以香港为依托的亚洲货币市场上，银行与银行之间进行以亚洲货币表示的短期货币资本借贷时所使用的利率。

2. 国际商业银行贷款利率和国际债券利率

国际商业银行贷款和国际债券，是涉及利率的国际资本流动的两种主要方式。因此，国际利率又分为国际商业银行贷款利率和国际债券利率。

国际商业银行贷款利率是国际商业银行在发放国际贷款时所约定的利率。这一利率可以直接反映出国际商业银行贷款中贷款方所获得的收益和借款方所付出的成本。因为在贷款发放日贷放的是本金，它与贷款到期时归还的本金是完全相等的，而贷款到期时利息是另付的，采用的计算公式是：本金×利息率×期限。不仅如此，国际商业银行贷款利率不可能无限高或者低，应该有一个客观的界限。由于国际商业银行贷款利率是借贷双方协商的，而双方利率的确定能使自己的经济利益最大化，因此利率实际上是借贷双方为了维护自身的经济利益而激烈竞争的结果。从借款方来说，借入资金的目的是为了运用资金并从中获得利润，归还借款时所付的利息也是从利润中支出的，因此如果利息率等于或大于边际国际利润率，则借款方从资金的借入运用中得不到任何好处甚至还要赔本。这时候，借款方就不愿意借入资金。从贷款方来说，贷出资金的目的也是为了获得好处。但它从借贷中获得的净收益应是从利息中扣除了成本所剩下的余额。通常说来，贷款方的贷款成本由两部分组成：一是为了获取发放贷款所需资金而付出的成本，例如吸收存款时向存款人支付的利息；一是在发放国际贷款时所发生的手续费。如果国际商业银行贷款的利息率小于或等于国际商业银行为了这笔贷款而发生的总成本，那么国际商业银行就不能从中获得收益，甚至还要赔本，它就绝不愿意贷出这笔款项。因此国际商业银行贷款利率实际上必须大于国际商业银行为这笔贷款而发生的总成本。

国际债券利率是指发行者在发行国际债券时所设定的国际债券票面利率。在发行国际债券时，国际债券往往有一个票面值和票面利率。但是国际债券很少按票面值发行，而是溢价（即发行价格高于票面值）或折价（发行价格低于票面值）发行。到债券到期日，债券人归还给债权人的资金却是按债券的票面值。因此，发行人借入（或购买人贷出）的本金等于债券的发行价格，而所支付的实际利息则通过发行价格和票面值可以计算出来。因此国际债券的票面利率并不能表明发行人为借入资金所付出的成本和购买人贷出资金所获得的收益。此外，作为国际借贷的两种主要形式，国际商业银行贷款和国际债券之间存在相当高的相互替代性。由于国际商业银行贷款较之于国际债券更早、更为普遍，因此国际债券的购买者之所以愿意购买国际债券，是因为这样做的收益高于把这笔资金存入银行所获的利息收益，否则他们就会把这笔资金存入银行；而国际债券的发行人之所以愿意以发行国际债券的形式来筹集资金，是因为以这种方式筹资所付出的成本低于向国际商业银行贷款的成本，否则他们就会转向国际商业银行贷款。因此，国际债券的利息率也并非可以无限高或者低，而是大于国际商业银行的存款利率小于国际商业银行贷款利率。

3. 名义利率与实际利率

名义利率简单说来就是银行挂牌的利率，而实际利率则是名义利率扣除通货膨胀之后的差数。由于通货膨胀率很少保持在 0%，所以就有了名义利率与实际利率的差别。

设 A 为本金（现值），R 为实际利率，r 为名义利率，P 为物价变动率，则：

一年后终值为： $A(1+r)$

若保存本金现值，一年后应得货币收入为： $A(1+P)$

扣除物价上涨率之后的货币利息收入为：

$$A(1+r) - A(1+P) + A(r-P)$$

实际利息收入为： $A \frac{r-P}{1+P}$

实际利息为： $\frac{r-P}{1+P}$

事实上，人们在使用名义利率和实际利率这一对术语时，并不仅限于这一种含义。人们认为不仅仅是通货膨胀因素会引起名义利率与实际利率的差别，其他因素也可以引起，例如：企业向银行借款时，必须将相当于借款规模一定比例的尾数存在帐户上，不得动用，但仍按贷款利率付息；对利息收入征税，实际上是减少了利息收入；某些贷款下经常要按贷款金额的一定比例收取手续费；由于货币汇率变化；有的借贷中存在“暗息”，等等。

尽管人们在使用名义利率与实际利率这一对术语时，可以有多种含义，但我们在这章中所使用的仍然是最初的那个含义，即由于通货膨胀因素引起的实际利率与名义利率的差别。当通货膨胀率大于名义利率时，实际利率为负，这时债权方不仅不能获得任何收益，反而在借贷活动中遭受了损失，而债务人实际上不仅没有支付利息，还从借贷活动中获益。相反，当通货膨胀率大于零小于名义利率时，实际利率为正，这时债权方所获的收益和债务人所付出的成本均为正，但没有名义利率所显示的那么大。

此外，我们将要广泛使用的一对利率种类是浮动利率和固定利率。利率风险是由于市场利率的变动带来的。如果借贷中采用浮动利率，则该利率会随市场利率的变化而变化；如果借贷中采用的是固定利率，则该利率不随市场利率的变化而调整。

二、国际资本流动中的利率构成

在国际资本流动中，利率通常是由两个要素构成的，一是基础利率，二是加息率。

1. 基础利率

基础利率是确定国际利率的基础，国际利率一定要高于基础利率。

基础利率实际上又由两部分所组成：一部分用于补偿成本，另一部分用于补偿基本风险。

国际商业银行为了发放贷款，一方面吸收存款，因而必须支付存款利息，另一方面在发放贷款时要发生手续费。因而基础利率中的一部分要用来补偿国际商业银行的这两部分成本。而对于国际债券的购买者来说，他购买了债券就不能再把为购买债券而付出的资金存入国际商业银行以获取存款利息，他购买债券的机会成本即是国际商业银行的存款利息。因此基础利率的一部分要用于补偿国际债券购买者的机会成本。

但是，无论怎样的借贷交易，都不可能没有风险。即使是将资金贷给资信最好的借款方，都会有一定的风险存在。假定有这样一笔借贷交易存在，它所面临的风险是借款市场上所有交易中最小的，我们可以把它的风险称为基本风险。而基础利率的另一部分就是用来补偿基本风险。

2. 加息率

在借贷市场中，任何一笔借贷交易，其面临的风险高于基本风险的部分，就称为超额风险。加息率就是用来补偿超额风险的。因此，风险越高，则加

息率越大，整个利率也就越高；相反，风险越低，加息率越小，整个利率也就越低。

风险往往是由以下这些因素产生的：

(1) 资信的差异。资信的差异往往决定着违约风险的大小。所谓违约，是指债务人不能履行承诺和清偿义务，在债务到期后，无法如数归还本金并支付利息。拖欠债务也是一种违约行为，违约风险是导致利率差异的主要风险。资信的差异有两个层次，一是借款方所属的国家的资信；二是借款方自身的资信。由于不同国家的政治制度、社会结构、文化、对外关系等政治条件和外债、国际收支、国际储备、经济结构、经济发展等经济条件的不同，它们的资信相应地不同。从借款人自身来说，由于经济实力、经营状况等的差异，也会有资信的差别。资信越好，意味着违约风险越小；资信越差，则违约风险越大。目前，为了方便国际间资本的流动，国际上有专门的评级机构，对不同的国家和不同的团体的资信进行评级，并及时调整他们的资信等级。目前国际上比较著名的评级机构有美国的标准普尔公司及穆迪投资者服务公司等。

(2) 借款期限的不同。通常说来，债务（包括从银行借款和发行债券）有长期和短期之分。根据流动贴水理论，期限的不同会产生两个差异：(1) 利率变动的可能性的大小；(2) 流动性的大小（对国际债券而言）。期限越长，则利率变动的可能性就越大，利率风险也就越大，因而为了补偿利率风险，长期利率一定要高于短期利率；期限越长的借贷其流动性越差，也必须得到一定的补偿。因此，流动贴水理论认为，正常的收益曲线应该是上斜的，这反映出随着期限的增长，风险增加，收益亦相应增加。

(3) 借贷所使用货币的不同。所谓货币的不同，是货币的软硬程度不同。“软币”是指常常遭受汇率下跌的那些货币，比较典型的如意大利里拉和英镑。“硬币”则指常常呈现汇率上升的那些货币，比较典型的如德国马克和日元。对借贷双方来说，都会尽量将借贷中所使用的货币确定为对自己有利的货币，从而尽可能减少汇率风险，甚至从汇率变动中获益。因此，贷方往往会选择硬币，而借方则愿意选择软币。设若贷方因种种原因作出了让步，选择以某种软币作为借贷货币，则他将面临汇率风险。为了补偿汇率风险，就必须提高借贷的利息率。

§ 15.2 国际资本流动中的利率风险

国际资本流动中的利率风险，从总的来说就是由于国际利率在一定时间内发生了始料未及的变动，从而使借贷的主体遭受损失的可能性。这种损失，从借方来讲，就是实际成本大于预期成本；对贷款方来说，则是实际收益小于预期收益。

国际商业银行贷款和国际债券是涉及利率风险的国际资本流动的两种主要形式。在这两种方式下，借贷双方所承受的利率风险显示出很不相同的形态。不仅如此，由于借贷中与使用货币相关的国家通货膨胀率的变动，使得某笔借贷业务的实际利率与名义利率发生偏离，实际利率的变动与名义利率的变动相应地不同，因此实际利率风险与名义利率风险也就不同。

因此，在这一节的分析中，我们主要是以不同方式下借贷双方的利率风险为线索进行分析。在对每一个主体进行分析时，先分析名义利率风险，再分析实际利率风险。

一、国际商业银行贷款下借方的利率风险

国际商业银行贷款中借方的利率风险比较简单。

撇开通货膨胀，如果借方以固定利率从国际商业银行借款，在国际商业银行贷款借入日到国际商业银行贷款清偿日的整个借款有效期内，如果国际市场上国际商业银行贷款的利率下跌，则借方按固定利率所逐期实际支付的利息总额，必定高于逐期按市场上国际商业银行贷款利率所可能支付的利息总额。这就意味着借方要多支付利息。相反，如果借方是以浮动利率借入国际商业银行贷款，在国际商业银行贷款借入日到国际商业银行贷款清偿日之间的整个借款有效期内，如果国际市场上国际商业银行贷款的利率上涨，则借方按照浮动利率（逐期依据当时市场上的国际商业银行贷款利率进行调整）所支付的利息总额，就高于依据国际商业银行贷款发放日的利率水平所确定的利率所可能支付的利息总额，这也意味着借方要多支付利息。

如果考虑通货膨胀，则情形就稍微复杂一些。由于会涉及名义利率的变动率与实际利率变动率之间的比较，为了便于分析，我们在此举出一个具体的例子。

中国某公司从日本一家国际商业银行借入一笔日元贷款，金额为1亿日元，期限为3年，采用固定利率（年利率为12%）。由于贷款第一年市场上日元贷款的名义利率下跌1%，使该中国公司相当于多付了100万日元的利息。现在分四种情况来考虑通货膨胀对借方的利率风险的影响：

(1)如果该年度日本的通货膨胀率同上一年度相比保持不变，则实际利率的下跌幅度等于名义利率下跌幅度，这样，实际利率损失等于名义利率损失，即多付了相当于1%的利息。

(2)如果该年度日本的通货膨胀率上升，且上升的幅度小于市场上贷款利率的下跌幅度，例如为0.5%，则贷款的实际利率的下跌幅度实际上是1.5%，大于名义利率的下跌幅度。该公司名义上只多付了1%的利息，但实际上却多付了1.5%的利息。

(3)如果该年度日本的通货膨胀率下跌，且下跌的幅度小于市场上名义贷款利率的下跌幅度，例如0.5%，则实际利率也下降了0.5%，因此，实际利率的下跌幅度小于名义利率的下跌幅度。这样该公司名义上多付了1%的利息，但实际上只多付了0.5%的利息。

(4)如果该年度日本的通货膨胀率下跌，且下跌的幅度大于市场上名义贷款利率的下跌幅度，例如1.5%，则实际利率率上涨了0.5%，因此该公司名义上多付了1%的利息，而如果剔除通货膨胀因素，该公司还相当于少付0.5%的利息，即从通货膨胀中获得0.5%的好处。

二、国际商业银行贷款中贷方的利率风险

国际商业银行贷款下的贷方，就是国际商业银行。

作为单纯的国际商业银行贷款中的资金供给方来看，国际商业银行的利率风险表现为：如果国际商业银行以固定利率发放国际贷款，则由国际商业银行贷款发放日到清偿日的整个贷款有效期内，如果市场上国际商业银行贷款利率上涨，则银行按固定利率所逐期收入的利息总额，小于逐期按市场上国际商业银行贷款利率所可能收入的利息总额。相反，如果国际商业银行以浮动利率发放国际贷款，则在贷款的有效期内，如果市场上国际商业银行贷款利率下跌，则该银行按浮动利率（依据当时市场上国际商业银行贷款利率进行调整）逐期收入的利息总额，少于逐期按国际商业银行贷款发放日所确

定的固定利率所收入的利息总额。两种情况都将使国际商业银行遭受少收利息的损失。

但是，国际商业银行并非是一个单纯的国际货币资本的供给者，而是有着极其特殊的地位。具体说来，它贷出的国际货币资本并非来自于它的自有资本，而是来自于通过吸收存款或发行金融债券所获得的借款。相对于存款人或金融债券的购买者来说，国际商业银行是借方；相对于国际商业银行贷款的需求者来说，它又是贷方。这样，它一方面需要向存款人或金融债券的购买者支付利息，另一方面又要从国际商业银行贷款的需求者那里收取利息。二者之差即构成它的净利息收益。这样，国际商业银行所面临的国际利率风险，不仅来自于国际商业银行贷款利率向不利方向发生的变动，而且来自于国际商业银行贷款利率与借款利率的不相匹配。

这种不匹配，体现在两方面：一是浮动利率与固定利率之间的不匹配，二是期限之间的不匹配。由于浮动利率与固定利率的不匹配所带来的国际利率风险体现在以下两种情况：(1)国际商业银行贷款采用固定利率，而国际商业银行借款采用浮动利率，则在国际贷款的有效期内，市场上的国际借款利率上涨，这样国际商业银行一方面按固定利率收取利息，同时逐期按不断调高的浮动利率支付存款利息，导致利息净收益逐渐减少甚至出现损失。(2)国际商业银行贷款采用浮动利率，而国际商业银行借款采用固定利率，在国际贷款的有效期内，国际商业银行贷款利率下跌，这样，国际商业银行一方面按固定利率向存款人支付利息，同时按照不断调低的浮动利率收取利息，导致利息净收益逐渐减少甚至出现损失。其次，由于期限上的不匹配所带来的国际利率风险体现在以下两种情况中：(1)国际商业银行依靠短期借款来发放长期国际贷款（采用固定利率），在长期国际贷款的有效期内，市场上的国际商业银行贷款利率与借款利率同步、同幅度上涨，则国际商业银行在按固定利率收取利息的同时，却要按不断调高的浮动利率支付利息，净收益逐渐减少。(2)国际商业银行依靠长期借款（且为固定利率）来发放短期国际贷款，在长期借款的有效期内，市场上的国际商业银行贷款利率与借款利率同步、同幅度下跌，则国际商业银行在按固定利率支付利息的同时，却要按不断调低的浮动利率收取利息，净收益逐渐减少。

最后，让我们加入通货膨胀因素进行考虑。首先我们来看看作为单纯的贷方将受到的通货膨胀的影响，再考虑同时作为借方和贷方的国际商业银行又将受到通货膨胀怎样的影响。

在通货膨胀下，国际商业银行作为单纯的贷方所面临的利率风险说明如下。

某日本银行向一中国公司发放了一笔日元贷款，期限为3年，采用浮动利率，但在此期间由于市场上国际商业银行贷款利率的下降（如下降1%），使该银行遭受少收利息的经济损失。现分四种情况讨论通货膨胀的影响：

(1)如果该期间日本的通货膨胀率同上一期间相比保持不变，则市场上日元贷款的实际利率与名义利率同比率下跌，实际少收利息的经济损失等于名义少收利息的损失。

(2)如果该期间日本的通货膨胀率比上一期间有所提高，但提高的幅度不到1%（假设为0.5%），则实际利率下降了1.5%（而名义利率只下降了1%），这样，该日本银行名义上少收了1%的利息，实际上却少收了1.5%的利息。

(3)如果该期间日本的通货膨胀率比上一期间降低,但降低的幅度不到1%(假定为0.5%),则实际利率会下降0.5%($1\% - 0.5\% = 0.5\%$),而名义利率下降了1%,这样,该日本银行名义上少收1%的利息,实际上只少收了0.5%的利息。

(4)如果该期间日本的通货膨胀率比上一期间降低,且降低的幅度超过1%(假定为1.5%),则实际利率会上涨0.5%。这样,虽然名义上该日本银行少收了1%的利息,实际上却多收了0.5%的利息。

下面我们来看看同时作为借方和贷方的国际商业银行又将如何。

某日本银行向一中国公司发放了一笔美元贷款,贷款期限为3年,采用固定利率(年利率12%)。这笔贷款的资金来源于该银行所发行的金融债券,这种债券采用浮动利率,利率为6月期SI - BOR + 1%,每6个月进行一次调整。由于这3年中SIBOR逐渐上涨,使得该银行的借贷利差逐渐减少。这时候,可以有两种情形:

(1)如果某一时候美国的通货膨胀率等于6个月前的通货膨胀率,则美元贷款的实际利率保持不变,而美元借款的实际利率则随名义利率的变化而同步变化。这样该银行的净收益的减损并未因为通货膨胀受到任何影响。

(2)如果某一时候美国的通货膨胀率比起6个月前上升或下降。该日本银行的实际国际利息净收益减少的程度等于名义国际利息净收益减少的程度。可以说,由于国际商业银行既是借方,又是贷方,所以通货膨胀的影响就可在银行内部得以抵销。

三、国际债券发行者的利率风险

国际债券发行者所面临的利率风险是比较简单的。撇开通货膨胀因素,如果发行者是以固定利率发行国际债券,在国际债券的有效期内,如果市场上国际债券利率下跌,则发行者按固定利率所逐期支付的利息总额,大于逐期按市场上的国际债券利率所支付的利息总额,从而蒙受多付利息的经济损失。相反,如果发行者以浮动利率发行国际债券,在国际债券的有效期内,市场上的国际债券利率上升,则发行者逐期按不断调高的浮动利率所支付的利息总额,大于按国际债券发行日的市场利率所逐期支付的利息总额,因而也会遭受多付利息的经济损失。

加入通货膨胀因素后国际债券发行者的利率风险分析,可参见国际商业银行贷款下借方的利率风险分析,在此我们不再重复说明。

四、国际债券购买者的利率风险

国际债券的购买者与国际商业银行贷款下的国际商业银行相比是不同的。国际债券融资是直接在资金需求者与资金供给者之间进行的,国际债券的购买者一般使用的是自有资本,因而不存在借贷利率之间的匹配。但是国际债券购买者的特殊之处在于:购买者并不总是持有债券直到期满。国际债券有发达的流通市场,购买者可以在债券到期之前将其卖出去。因此,如果撇开通货膨胀因素,国际债券购买者的利率风险有两种表现形式:一是将国际债券持有到期满情况下的国际利率风险;二是在国际债券到期之前将其卖出情况下的国际利率风险。

在购买者将国际债券持有到期满的情况下,如果是固定利率的债券,那么在国际债券的有效期内市场上国际债券利率的上涨,将会使国际债券购买者逐期按固定利率所收入的利息总额小于逐期按市场上国际债券利率所可能收入的利息总额,于是国际债券的持有者会遭受少收利息的经济损失。相反,

如果是浮动利率债券，那么在国际债券的有效期内市场上国际债券利率的下跌，将会使国际债券购买者按不断调低的浮动利率所收入的利息总额要小于按购买时的国际债券利率所收入的利息总额，于是国际债券购买者实际上也遭受了少收利息的经济损失。

在购买者将国际债券提前转让出去的情况下，如果是固定利率的债券，那么在国际债券购买日到转让日之间的时间里市场上国际债券利率的上涨将会造成两方面的损失，一方面是购买者将要蒙受在此期间内由于少收利息而带来的经济损失，另一方面由于市场上国际债券利率上涨，国际债券的流通价格下降，低于债券的发行价格，国际债券的购买者在转让债券中就会遭受由于价格下降而带来的资本损失。这两种损失之和就是购买者提前转让国际债券所可能遭受的利率风险。相反，如果是浮动利率的债券，那么在国际债券购买日到转让日之间的时间里市场上国际债券利率的下降会造成两方面的影响：一方面是购买者将要蒙受在此期间由于少收利息而带来的经济损失，另一方面由于市场上国际债券利率下跌，国际债券的流通价格上涨，高于债券的发行价格，国际债券的购买者在转让债券中由于流通价格高于发行价格而获得资本收益。购买者最终的损失是两者之差。

下面我们加入通货膨胀因素。

加上这一因素后国际债券购买者所面临的利率风险也分为两种情况：一是将国际债券持有到期时的利率风险；二是将国际债券提前转让出去的利率风险。

将国际债券持有到期时的利率风险可参见作为单纯的贷方国际商业银行在通货膨胀条件下所面临的利率风险。

但是，如果购买者在到期前将国际债券卖出，情况就稍微复杂一些。

某人购买了一张面值为 \$100 的国际债券，票面利率为 10%，期限为 6 年。购买后第 2 年，市场上国际债券利率上涨 2.5%（2.5 个百分点，下同），在第三年年初将债券卖出。很显然，由于市场利率上涨 2.5%，但一方面相当于少收 2.5% 的利息；另一方面市场利率上涨 2.5% 导致该债券的流通价格仅为 \$80（ $\frac{100 \times 10\%}{12.5\%} = 80$ ），遭受了 \$20 的资本损失。下面我们分三种情

况讨论通货膨胀的影响：

(1) 如果第二年美国的通货膨胀率同上一年相比保持不变，则实际利率上涨幅度等于名义利率上涨幅度（同为 2.5%），因而相当于少收 2.5% 的实际利息（与少收的名义利息相同）。但是国际债券的实际流通价格下降就超过 20%，因而资本损失大于按名义利率计算的资本损失。

(2) 如果第二年美国的通货膨胀率同上一年相比有提高，但提高的幅度小于 2.5%（例如为 2%），那么名义利率虽然上涨了 2.5%，实际利率却只上涨了 0.5%（ $2.5\% - 2\% = 0.5\%$ ）；而流通价格的下跌也一定会少于 20%，这样实际少收利息的损失和资本损失都会少于按名义利率计算的损失。

(3) 如果第二年美国的通货膨胀率同上一年相比有降低（例如下降 2%），则实际利率会上涨 4.5%（ $2\% + 2.5\% = 4.5\%$ ），实际少收利息的损失会大于名义上少收的利息。另一方面，价格的下跌一定会大于 20%，因而实际的资本损失也会大于名义的资本损失。

§ 15.3 国际资本流动中的利率风险控制

利率与有关货币的汇率有着密切的关系。在国际金融市场上，通常软货币的借贷利率高，而硬货币的借贷利率较低，而软货币常常面临着汇率下跌的风险，硬货币则常常面临汇率上升的局面，必须把利率风险和汇率风险结合起来考虑控制方案，目标是把综合风险降低到最小而不是利率风险降低到最小。可以说，这是国际资本流动中的借贷双方进行利率管理的出发点。

国际资本流动中的利率风险控制可以包括三个方面的内容：一是对利率的变化进行准确的预测，这是成功地进行利率防范和利率管理的基础；二是选取对己方最有利的利率水平，这是在业务发生之前就把风险尽可能地减少；三是借助二级市场上的交易或金融创新工具进行利率管理，力图将已发生业务的利率风险降低到最小。

一、对利率进行准确的预测

对利率进行准确的预测，是成功地进行利率风险管理的基础。从前面对利率的分析中可以看到，简单说来，当预期利率将趋于上升时，以固定利率计算的国际借贷业务的借方将可能获益，而贷方则可能蒙受损失；反之，当预期利率趋于下降时，以固定利率计算的国际借贷业务的借方则可能蒙受损失，贷方可能受益。而在以浮动利率计算的国际借贷业务中，当预期利率将趋于上升时，贷方将获益，借方则可能遭受损失；而当预期利率将趋于下降时，贷方可能遭受损失，借方则可能从中获益。一方面，这只是“可能获益”，“可能损失”，实际上是否获益，是否损失，则要看利率实际的变动方向和程度；另一方面，借贷双方又总是依据自己对利率未来变化趋势所作的预测采取相应的防范和管理措施，试图在利率的变化中使自己遭受的损失最小，甚至获益。因此，预测是否准确，在多大程度上与实际情况相吻合，都会直接关系到这样一个问题，即借贷主体采取的利率风险防范措施和管理措施是否有效，在多大程度上有效。最极端的情况是预测与实际情况完全相反，则借贷主体依据预测而采取的防范和管理措施不仅不能减少损失，还可能扩大损失。

利率的形成通常主要受两方面因素的制约，因而对利率进行预测也必须分析这两方面因素。一是货币所属国的货币政策及货币状况，例如通货膨胀水平的高低、国内利率水平的高低。尽管国际利率的变动并不与国内利率水平和通货膨胀水平的变动完全一致，但大致上是同方向变动的。因此在预测国际利率的变动趋势时，必须密切观察有关货币国家的国民生产总值、经济增长率、失业率、通货膨胀率、国际收支特别是对外贸易状况、设备开工率、汇率等基本经济情况，从而可以判断一国的货币政策动向，国内利率变动的趋势，最终落脚在国际利率将会随之发生怎样的变化。二是市场的供求状况。利率是货币的价格，需求大时利率会上扬，而供给大时则会下降。因此，若对某种货币突然增大需求或供给，就会引起该货币的国际利率变化。

利率的预测方法与汇率预测方法一样，也可以分为基本因素分析和技术分析。基本因素分析就是通过对有关货币国家的基本经济情况的分析，来进行预测；技术分析则是通过一些技术分析（主要是图表分析法，例如移动平均线，相对强弱指数，柱形图，点数图等），将各个历史时期的利率变化状况用直观的图表反映出来，借以分析利率的未来走势。这两种方法是如何使用的，可以参见“汇率的预测”，在此不再详细地说明。

总之，利率预测，一方面是相当重要的，另一方面又是一件复杂的工程。

为了保证利率预测的准确性，常常是由具有丰富的经济学知识，善于利用和分析信息以及具有丰富的实际操作经验的多位专家来共同完成的。

二、选择有利的利率

在借贷交易达成之时，如果借贷主体能够选择对己方有利的利率并确定下来，可以省去借贷主体在以后管理中的许多麻烦，为交易的成功打下一个好的基础。

选择有利的利率，主要指对浮动利率和固定利率的选择。对借方来说，如果他预计在借贷期内利率将会上升时，他应尽量争取以固定利率借入；反之，如果他估计利率将会下降，他就应尽量争取以浮动利率借入。对于贷方来说，如果他预计借贷期间内利率将会上升，他应尽量争取以浮动利率贷出；反之，如果他估计利率将会下降，他应尽量争取以固定利率贷出。从分析中不难看出，如果借贷双方对借贷期间内利率的变动趋势的估计正好相反，则利率就比较易于确定，且能大体上满足双方的要求。但如果双方的预测是基本相同的，则对于借贷中所采用的利率就会持不同的看法，一方主张用固定利率，另一方主张用浮动利率，究竟采用什么利率，是双方力量竞争的结果，也要受当时市场上借贷资金供求状况的影响。

事实上，借贷双方在选择有利于自己的利率时，并不是单从一笔交易的角度来考虑，还必须从他的总负债或总资产的角度来考虑利率的结构是否合理。由于各种金融资产的利率高低也是相对的，上下波动的，因此，当利率变动时，不仅有整体利率水平的变动，而且也有个别金融资产利率水平的差异。所以，对借方来讲，他还必须考虑他的总债务的利率结构是否合理。一般说来，由于浮动利率借入的资金灵活性强但风险较大，而固定利率的资金风险小但灵活性较差，因而浮动利率债务的比率以不超过负债总额的 50%为宜。当然，利率结构不仅包括浮动利率与固定利率的搭配，而且还包括利率水平的组合。同理，对贷方来讲，他还必须考虑他的总资产的利率结构是否合理。特别地，对于国际商业银行来说，它还必须考虑到资金的来源（主要为吸收的存款）和资金的运用（主要是贷款）两方面的利率是否匹配，从期限和种类上（浮动利率与固定利率）进行综合、全面的考虑。

三、利用二级市场和金融创新工具进行利率风险控制

由于借贷交易双方最终未必完全按有利于己方的利率达成，这就使借贷的资金在借贷期间里或多或少地面临一些利率风险；再加上当初的预测未必完全准确，而实际情况又在随时发生或大或小的变化，这就使借贷资金在借贷期内面临的利率风险进一步复杂化。正因为如此，在借贷期间内，借贷双方必须随时根据利率的变化及对今后利率变化趋势的预测，对借贷资金的利率风险进行控制。控制利率风险，既可以通过二级市场上的交易，也可通过近年来产生的一些金融创新工具来进行。

1. 利用二级市场

这里的二级市场是指借贷交易中的贷方将债权互相转让的场所。

简单地说来，当某贷方预期国际利率将会上升时，他应尽力将手中持有的固定利率债权转让出去；而当某贷方预期国际利率将会下降时，他应尽力将手中持有的浮动利率债权转让出去。当然，情形往往并没有这么简单，有的参与者在某些交易中处于借方的位置，在某些交易中处于贷方的位置，例如国际商业银行。在这种情况下，如果他预计目标利率将上升，则应尽力卖出固定利率的债权，买入浮动利率的债权，其目的是使以固定利率计算的净

头寸（贷款金额与存款金额之差）为负，而以浮动利率计算的净头寸为正。而当他预期国际利率将会下降时，就应该买入固定利率的债权，卖出浮动利率的债权，其目的是使以固定利率计算的净头寸为正，而以浮动利率计算的净头寸为负。当然，如果他认为利率变动的趋势非常捉摸不定时，应该尽量使浮动利率计算的净头寸和固定利率计算的净头寸保持为零。

通过二级市场上的交易，贷方实际上是将自己所面临的利率风险转移了出去。但是，贷方往往也会为此付出一定的代价，我们把它叫做避险的成本。例如债权的卖出价低于债权本金的部分即是避险的成本。

2. 利率互换

利率互换，既可以是在两个债权人之间进行，也可以是在两个债务人之间进行。我们在此以两个债务人之间的利率互换为例来进行说明。

所谓利率互换，是指两个独立的筹资人，分别筹措到币种、金额、期限相同，但计息方法不同的债务，通过进行付息方式的调换，得到各自所需的利率种类。通过利率的互换，筹资双方均可降低筹资成本，或者防范利率风险。这一点我们可以通过下面的例子说明。

甲公司和乙公司在筹款中各有优势。当以固定利率从银行获得贷款时，甲公司只须支付 11.5% 的利息，而乙公司却需要支付 13% 的利息。当以浮动利率从债券市场获得所需资金时，甲须支付 Libor+0.625% 的利息，而乙须支付 Libor+0.125% 的利息。这样从减小筹资成本的角度看，甲须以 11.5% 的固定利率从银行获得贷款，而乙则以 Libor+0.125% 的浮动利率从债券市场获得资金。但是，现在从利率风险管理的目的出发，甲需要以浮动利率借入资金，而乙则需要以固定利率借入资金。由于双方所需资金的币种、金额、期限都相同，于是双方签订协议，由甲以固定利率从银行获得贷款，而乙以浮动利率从债券市场获得资金，然后双方互换债务，见图 15 - 1。

交换债务后，一方面，双方均获得了自己所需要的利率种类，满足了利率风险管理的需要，另一方面则降低了筹资成本。因为如果双方均按自己需要的利率种类从市场上筹资，则共需付出 Libor+13.625% 的利率，但通过利率互换，成本降至 Libor+11.625%，共降低了 2%，由甲、乙双方共同分享。

实际上，在大多数情况下，双方并不需要真正地掉换资金，双方只须按协议规定的利率向对方支付，或根据浮动利率与固定利率的差向获利方支付利息。

我们在这个例子中所看到的是两个债务人之间进行直接的利率互换。这是最简单最直接的一种方式。实际上，金融中介机构也往往参与到其中，为双方牵线搭桥，充当着组织者和担保人的角色，这促进了利率互换的发展，当然中介机构要收取一定的中介费。有时，调换的一方由于某种原因不能直接参加交易，就会寻找一个代理人（例如银行）代其开展调换业务。

3. 利率期货交易

利率期货交易首次出现于 1976 年 1 月（在美国芝加哥的国际货币市场）。其最初的交易对象是 90 天短期国库券期货交易。

利率期货交易有各种各样的金融工具，例如定期存款、定额存单、商业票据、国库券和政府债券等等。交易的价格则是 100 减去预期利率所得，因而反映了金融工具的利率。

利率期货交易的基本原理就是：借贷主体先做一笔旨在贵卖或贱买的远

期利率交易，及至期满时再做一笔反向的旨在贱买或贵卖的交易。以贱买卖贵卖中所获的收益，恰好可以抵补借贷交易中的利率风险所带来的损失。

例如，中国某公司将于9月份从国际金融市场借入1亿日元，现（6月份）预计9月份日元利率将会上涨，于是卖出90天的国库券利率期货合同，金额也为1亿日元。至9月份时，日元贷款利率果然上涨，受其影响，90天的国库券利率期货合约的价格下跌，于是该公司在9月份以较低的价格买90天的国库券利率期货合约。金额仍为1亿日元，且交割日与卖出交易的交割日相同。于是在贱买贵卖中该公司获益，正好可以抵补由于贷款利率上涨所支付的利息。

这个例子是从债务人的角度，来看当预期利率将会上升时如何用利率期货交易来弥补利率风险所带来的损失。而从债权人的角度来看，同样可以利用利率期货交易中的贱买贵卖来弥补利率下降所带来的损失。

当然，在利用利率期货交易这种方式时，也要付出一定的成本，例如向期货经纪商支付的佣金，所缴的保证金和所付佣金不能做相应期限的投资而损失的利息。

4. 远期利率协议

远期利率的协议首先产生于1983年的欧洲货币借贷业务中，目前在银行同业市场上广为使用。

远期利率协议的基本原理是（仍从债务人的角度来看）：由于甲行（债务人）预期利率将会上升，于是和乙行签订一个协议，并约定一个协议，为将要支付的浮动利率提前约定一个基准利率，到期时如果利率上涨至基准利率以上，就由乙行补足差额。这样，通过远期利率协议，债权人实际上是将自己要支付的利息固定下来，防范了利率风险。试举一例来说明。

例如，甲银行发行金融债券，利率为浮动利率 Libor，借入之初，市场利率比较稳定（Libor 保持在 10% 左右），但是半年后，由于一系列突发事件，该行预计今后 6 个月内国际市场利率将会上升，这将导致更多的利息支付。为了减少多付利息的损失，甲行从乙行买入一个远期利率协议，金额等于发行金融债券的金额，期限为 6 个月，以 10% 作为基准利率。及至结算日，市场利率已升至 12%，甲行所多付的 2% 的利息就由乙行来补足。

当然，基准利率的选择不一定完全如债务人所愿，在上例中，如果经过双方的协商，基准利率最终订在 11%，则甲银行多付利息的损失就不能完全转移给乙行。在某些情况下，如果甲行所作远期利率的选择非常不利于乙方，它就须向乙行支付更高的费用（注意：作为买方的甲行必须向作为远期利率协议卖方的乙行按协定本金金额的一定比率支付固定费用）。

5. 利率期权交易

前面我们曾在分析汇率风险时讲到了货币期权。在这里要讲的利率期权交易，作为利率风险管理的手段之一，其基本原理与作为汇率风险管理手段之一的货币期权类似。

简单地说，在利率期权交易中，交易双方（又称买方和卖方）按约定的利率就在将来某一规定日或期限内购买或出售某种利率期货的选择权预先达成协议。

我们可以把利率期权交易细分为看涨期权交易和看跌期权交易。在看涨期权交易下，买方预测短期利率期货的价格趋于上涨，基于“贱买”的考虑，向期权合约的卖方买入看涨期权合约，及至约到期日或合约到期前某日，买

方有权选择是否按合约价格从卖方处买入规定数量的利率期货。当然，买方须向卖方支付一定的期权费。在看跌期权交易下，买方预测短期利率期货的价格下跌，基于“贵卖”的考虑，向期权合同的卖方买入看跌期权合同，及至合同到期日或合同到期前某日，买方有权选择是否按合约价格向期权合约的卖方卖出规定数量的利率期货。当然，期权合同的买方也须向卖方支付规定的期权费。

我们还可以把利率期权交易分为封顶利率期权交易、封底利率期权交易和两头封利率期权交易。

在封顶利率期权交易下，利率期权的买方由于持有以浮动利率计算的债务，而利率又有上升趋势，于是买入封顶利率期权，金额与持债金额相当。这样，当市场利率超过所规定的利率上限时，就由利率期权合同的卖方支付利率差额给买方，从而可以抵补买方多付利息的损失，反之，当市场利率未超过利率上限时，买方就可以放弃该权利。事实上，利率期权的买方是把利率风险转给了卖方。当然，他必须支付一定的封顶费作为转移利率风险的成本。

在封底利率期权交易下，当债务人认为利率降至某一水平之下的可能性较小时，就可以卖出封底利率期权。若在约定的期限内，市场利率水平降至约定的利率下限以下，则债务人须向利率期权的买方支付利差。对于利率期权的买方来说，他可以通过买入利率期权防范利率下降到更低水平的风险；而对于卖方来说，则可以通过收取封底费来降低筹资的成本。

两头封利率期权则结合了前两种利率期权的长处。在这种期权下，债务方在买入封顶期权的同时，卖出一个封底期权，以收取的封底费来抵补所支付的封顶费，达到防范风险和降低筹资成本的目的。

后 记

本书是在我主持的国家教委人文社会科学“九五”项目研究报告的基础上写成的。国际资本流动的经济影响是一个重大的金融理论和现实问题。两年的研究过程中，王传纶、周升业和陶湘教授给予我们课题组许多关键性的学术指导。课题组成员曹江波、周文和、陈卫平和胡一帆同志以自己的勤奋、睿智和高效率的工作帮助我及时完成了大量的资料整理分析工作和报告的撰写。我在此基础上撰写的《国际资本流动的经济分析》一书是这一研究报告的扩展，但基础工作和全书的核心观点几乎完全来自于课题研究报告。可以说，没有几位导师的指教和其他课题组成员的前期研究工作，就没有此书的形成。为此，我因本书的出版向他们致以深深的谢意。

陈雨露

1997年8月于北京

