



资本项目的变化及宏观影响

(内容提要)

姚枝仲

九十年代以来,我国资本项目发生了两次重大变化。一次是 1993 年突然开始的资本大规模流入,另一次是 1997 年突然开始的资本大规模流出,其规模和速度都远远超过泰国、印度尼西亚等国家在金融危机前后的资本流量,而且,我国的资本项目变化表现了与这些国家明显不同的特点,主要有以下几个方面:

外商直接投资是九十年代以来我国资本流入的主要渠道,以外债形式流入的资本中,中长期债务所占比例远高于短期债务。这一结构特征使流入我国的外资很难在短时间内流出。

证券市场不是外资流出的主要场所。我国对外资进入 A 股市场进行严格限制, B 股只限于外国人之间的交易,因此,国内企业通过股票一级市场募集的外资相当于外资的永久性流入。

其它投资是近期资本项目变化的最敏感项目。但与贸易有关的项目才剧烈波动, 1998 年短期资本突然巨额流出主要是通过贸易信贷项。

以上分析表明,流入的外资绝大部分是直接投资,以外债形式流入的外资 90% 为中长期负债,以股票投资形式流入的外资因为对 A、B 股市的严格限制而不能流出,因此,九十年代以来大量流入的外资,在 1996 后,并没有迅速流出。据此可以断定,从 1997 开始的大规模资本外流并不是流入的外资发生反转,而是国内资金的大规模流出,并且这种流出与经常项目密切相关。

资本流入与流出的主体不同,使其流入流出的原因也不相同。

流入的资本主要是直接投资等长期资本,他们并非追逐短期利益,而是着眼于资本的长期收益,计量检验显示,我国低廉的劳动力成本和明确的改革开放政策(明确的政策消除了外资流入的疑虑和障碍,提高了资本流入的安全性)是外资流入的最主要原因。而国内外利率差不是资本流动的主要动因。

贸易顺差给国内企业带来的大量外汇资金是我国资本流出的主体,这部分资本流出一方面是为了满足结算的需要,更主要的是逃避国内的资本管制。经常项目可自由兑换给这种资本流出提供了渠道。



由于利率对资本项目影响不大，资本项目与宏观经济的联系也就相对简单。

资本流入通过投资增加和乘数作用增加国民收入，虽然投资和收入增加会使净出口减少，但资本流入最终会带来国民收入的增长，资本流出则起相反的作用。

资本项目顺差只有 27.7%在当年转化成外汇储备，其余部分被经常项目所抵消，但流入的资本通过建立出口型外商投资企业，又会在下一年增加经常项目顺差，总体来看，资本项目顺差有 75%成为了外汇储备。

外汇储备的变化又会影响基础货币的总量与结构，从而对货币供应量和货币供应渠道产生影响，虽然资本项目的变化通过对国民收入的影响使货币需求也发生变化，但货币供应的变化要大于货币需求的变化，因此，资本流入会使价格水平趋于上升，资本流出会使价格水平趋于下降。不过，货币当局适当的冲销政策会抵消资本项目变化对价格水平的影响。

可见，通过货币当局的适当干预，资本项目顺差会对国内经济产生积极影响，因此，应该利用加入世贸组织的契机，进一步加快改革开放步伐，吸引外资流入，同时，严格管理与经常项目有关的资本项目，防止资本流出。



资本项目的变化及宏观影响

中国社会科学院研究生院博士生 姚枝仲

一、九十年代以来资本项目的变化状况

我国资本项目在九十年代发生了两次重要变化。一次发生在 1993 年，外国资本突然开始大规模流入，资本和金融帐户差额从 1992 年的 2.5 亿美元逆差，迅速变为 1993 年的 234.7 亿美元顺差，此后顺差逐年扩大，至 1996 年已达 399.7 亿美元，远远超过泰国、印度尼西亚、马来西亚以及韩国等国家在发生金融危机前的资本净流入。另一次发生在 1997 年，资本突然开始大规模流出，资本和金融帐户顺差迅速降低，当年降低 189.5 亿美元，1998 年降幅进一步扩大，达 273.4 亿美元，导致 1998 年资本和金融帐户逆差 63.2 亿美元，见表 1。

仔细分析资本与金融帐户差额及其构成，可以发现，除了前面提到的两个重要变化以外，资本项目变化还呈现出以下几个重要特征：

直接投资成为资本流入的主渠道

从图 1 可以看出，自 1993 年始，外商对华直接投资迅猛增加，带动了资本持续大规模流入，即使在 1997 年以后资本大量外流的过程中，外商直接投资仍然保持了很高的水平。1992 年以前，我国利用外资主要依靠借外债，外商直接投资项目和金额都较少，1982 年到 1992 年期间，通过直接投资渠道流入我国的资本只占资本流入总量的 18.3%，而 1993 年到 1999 年期间这一比例高达 52.1%。在实际利用外资的结构中，1979-1983 年期间直接投资只占 12.5%，1984-1991 年期间提高到 33.1%，1992-1998 年期间这一比例已高达 74%。可见，直接投资已经取代外债成为资本流入的主渠道。

根据 IMF《国际收支手册》(第五版)所制定的标准，资本与金融帐户包括直接投资、证券投资、其它投资和储备资产变动四个项目，但在我国的国际收支平衡表中，资本与金融帐户只包含前三项，储备资产变动被单独列出。

数据来源于《中国外汇管理年报 1999》中的国际收支平衡表，资本流入流出金额按权责发生制统计。

数据来源于《中国统计年鉴 1999》，实际利用外资额按收付实现制统计。



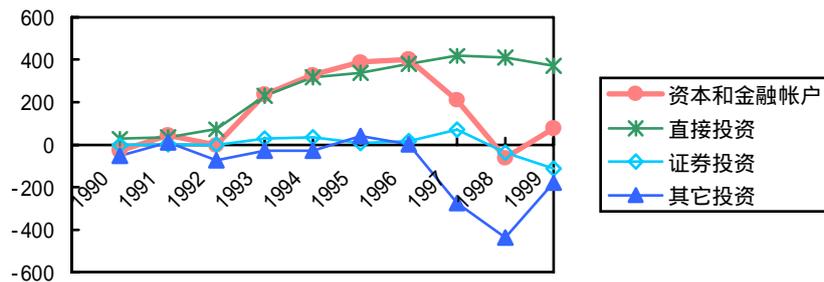
表 1 我国九十年代以来资本项目变化状况 单位:亿美元

| 项目 | 资本和金融帐户 | 直接投资 | 证券投资 | 其它投资 | 净误差与遗漏 | 储备资产变动 |
|------|---------|-------|--------|--------|--------|----------------|
| 1990 | -27.7 | 26.6 | -2.4 | -51.9 | -31.3 | -60.9 (-55.4) |
| 1991 | 45.8 | 34.5 | 2.4 | 8.9 | -67.6 | -110.9(-106.2) |
| 1992 | -2.5 | 71.6 | -0.6 | -73.5 | -82.5 | 21.0(22.7) |
| 1993 | 234.7 | 231.2 | 30.5 | -27.0 | -98.0 | -17.7(-17.6) |
| 1994 | 326.4 | 317.9 | 35.4 | -26.9 | -97.8 | -305.3(-304.2) |
| 1995 | 386.8 | 338.5 | 7.9 | 40.4 | -178.1 | -224.8(-219.6) |
| 1996 | 399.7 | 380.7 | 17.4 | 1.6 | -155.5 | -316.4(-314.5) |
| 1997 | 210.2 | 416.7 | 69.4 | -275.8 | -222.5 | -357.2(-348.6) |
| 1998 | -63.2 | 411.2 | -37.3 | -436.6 | -187.2 | -64.3(-50.7) |
| 1999 | 76.4 | 369.8 | -112.3 | -180.8 | -148.0 | -85.1(-97.1) |

注：括号中的数据为外汇储备变动。

资料来源：国家外汇管理局，《中国外汇管理年报 1999》

图 1



其它投资成为近期资本项目变化的最敏感部分

其它投资项在 1996 年以前，数额较小，波动也不大，从 1997 年开始，其它投资项目下的资本外流数急剧增加（如图 1），使资本项目从 1996 年的近 400 亿美元顺差迅速降至 1998 年的 63.2 亿美元逆差。1999 年其它投资项的回升又立即导致了资本的净流入。

其它投资项按交易方式可分为贸易信贷、贷款、货币和存款、以及其它资产和负债四个部分，它们均与经常项目有关。1996 年后，人民币在经常项目下可自由兑换削弱了对其它投资项的资本管制，以至于该项在近三年剧烈波动，成为整个资本项目中最不稳定的因素。

政府部门贷款在 1997 年以前一直是其它投资项资本流入的主体，但在 1997 年以后该项已没有资本流量。银行与其它部门是 1997 年以后资本外流的主体，他们主要通过贸易信贷、货币和存款以及其它资产与负债这三个渠道流出。其中贸易信贷项下的资本净流出在 1997 与 1998 年均超过了其它投资项下资本净流出额的 50%，而货币和存款项、其它资产和负债项分别是 1997 年和 1999 年资本流出的主要渠道。见表 2。



表 2 其它投资构成 单位：亿美元

| 年份 | 其它投资 | | 按交易方式分类 | | | | 按部门分类 | | | |
|------|--------|-------|----------|-------|-----------|--------|-------|----------|--------|--------|
| | | 短期 | 贸易 信贷 | 贷款 | 货币和 存款 | 其它 | 政府 | 货币 当局 | 银行 | 其它 |
| 1991 | 38.9 | -2.0 | -0.6 | 33.9 | 5.6 | 0.05 | 22.4 | -4.5 | 16.6 | 4.5 |
| 1992 | -73.5 | -33.4 | 1.6 | -66.1 | 24.4 | -33.5 | -33.7 | 1.4 | -7.9 | -33.3 |
| 1993 | -26.9 | -33.9 | -3.3 | 15.8 | -5.5 | -33.9 | -1.8 | 1.8 | -4.2 | -22.7 |
| 1994 | -26.9 | -27.0 | 3.94 | 0.3 | -4.1 | -27.0 | 40.4 | 10.0 | -52.2 | -25.1 |
| 1995 | 40.4 | 16.4 | -0.02 | 36.1 | -12.2 | 16.4 | 56.5 | 11.5 | -40.5 | 12.7 |
| 1996 | 1.6 | 3.4 | 9.1 | 8.3 | -19.3 | 3.4 | 38.9 | 12.6 | -59.6 | 9.7 |
| 1997 | -255.1 | 30.6 | -63.2 | -7.4 | -125.2 | -59.1 | 0 | -63.0 | -125.7 | -66.2 |
| 1998 | -436.6 | -366. | -220.9 | -46.8 | -46.5 | -122.4 | 0 | -78.6 | -3.1 | -354.9 |
| 1999 | -180.8 | 2 | -96.3 | -39.8 | 98.0 | -142.7 | | | | |

注：IMF 的数据与国内公布的数据有些出入，这里未作任何调整。

资料来源：1991-1998 年的数据摘自 IMF, Balance of payments Statistics Yearbook 1999；
1999 年的数据摘自 <http://www.safe.gov.cn>

另外，短期资本流出在 1998 年突然巨幅增加，其数额和速度甚至超过发生了严重危机的东南亚国家在危机爆发时的情况。其流出渠道主要通过其它部门的贸易信贷和其它资产与负债项 其中通过贸易信贷流出 220.9 亿美元 通过其它资产与负债项流出 121.5 亿美元。短期资本的大幅变化使资本项目的不稳定性加剧，应该成为近期资本项目监控的重点。

我国证券市场不是外资流出的主要场所,但对外证券投资已不容忽视

从 1991 年首次向境外投资者发行 B 股和 1993 年首批 9 家国有大型企业在香港发行 H 股以来，对外发行股票已和对外发行债券一起成为我国通过证券市场筹集外资的重要手段。由于我国对外资进入 A 股市场进行严格限制，并且 B 股只限于外国人之间进行交易，因此，外资无法从中国股市迅速撤资，国内企业通过一级市场募集的外资相当于外资的永久性流入。

从表 1 可看出，通过证券投资流入的外资在 1992 年以后明显增加，并在 1997 年达到净流入最高值 92.3 亿美元。1997 年是我国资本开始大量外流的第一年，但证券投资却滞后一年才反应，这是因为外资在已经购买了我国股票和债券后，无法通过二级市场将股票抛售给国内居民或机构所造成的。外资对证券市场的影响只能是停止继续流入，而无法流出。我国证券市场还没有成为外资流出的渠道。

但 1997 以后，对外证券投资项迅速增加，到 1999 年已达 130.4 亿美元，占当年资本流出总额的 16%，而且当年已实现资本项目顺差，证券投资项却逆差 112.3 亿美元。因此，对于国内资金通过证券投资流出必须给予高度重视。

在外债结构中，中长期债务所占比例远高于短期债务

我国外债余额不断上升，到 1999 年已达 1518.3 亿美元，但负债率没有明显提高，1999 年仅为 15.3%，说明外债余额的增长与 GDP 的增长保持了合适的比例。



表 3 外债余额结构与流量 单位：亿美元，%

| 年份 | 外债余额 | 外债余额/GDP | 中长期外债比例 | 短期外债比例 | 外债流入 | 外债流出 |
|------|--------|----------|---------|--------|-------|-------|
| 1990 | 525.5 | 13.5 | 87.1 | 12.9 | 164.8 | 68.6 |
| 1991 | 605.6 | 14.9 | 83.0 | 17.0 | 188.6 | 127.9 |
| 1992 | 693.2 | 14.4 | 84.4 | 15.6 | 152.2 | 134.3 |
| 1993 | 835.7 | 13.9 | 83.8 | 16.2 | 273.7 | 182.5 |
| 1994 | 928.1 | 17.1 | 88.8 | 11.2 | 343.4 | 250.6 |
| 1995 | 1065.9 | 15.2 | 88.8 | 11.2 | 391.1 | 317.1 |
| 1996 | 1162.8 | 14.2 | 87.9 | 12.1 | 309.5 | 224.7 |
| 1997 | 1309.7 | 14.5 | 86.1 | 13.9 | 431.0 | 324.2 |
| 1998 | 1460.4 | 15.2 | 88.1 | 11.9 | 456.6 | 424.8 |
| 1999 | 1518.3 | 15.3 | 90.0 | 10.0 | 300.5 | 364.5 |

注：除了债券被记入证券投资项以外，外债的变化全部反映在其它投资项中。但其它投资项并不仅仅反映外债的变动，还有对外债权。

资料来源：国家外汇管理局，《中国外汇管理年报1999》

在外债结构中，一直以中长期外债为主，到 1999 年，短期债务只占债务余额的 10%。这一结构特征使外债流出并没有成为 1997 后资本流出的主渠道。表 3 的数据显示，1990 年以来，外债流入一直高于外债流出，直到 1999 年，外债流出才超过外债流入。

资本外逃已不容忽视

1990 年以来，误差与遗漏项不断扩大，到 1997 年已达净流出 222.5 亿美元，这在很大程度上反映了我国存在巨额资本外逃。据李庆云估算，在 1997 至 1999 年中，我国资本外逃数额每年都超过了 300 亿美元，而且这一估算没有包含外逃资本的投资收益。

以上的分析表明，由于流入的外资绝大部分以直接投资为主，以外债形式流入的外资 90% 为中长期负债，以股票投资形式流入的外资因为对 A、B 股市的严格限制而不能流出，因此，九十年代以来大量流入的外资，在 1996 后，并没有迅速流出。据此可以断定，从 1997 突然开始的大规模资本外流并不是流入的外资发生反转，而是国内资金的大规模流出。

通过与泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、韩国等发生金融危机的国家相比较，发现我国资本项目差额的变化与这些国家极为相似，都在 1997 年前大额顺差，危机爆发后，资本迅速外流，资本项目很快变为逆差，而且中国的变化幅度一点都不比这些国家小。墨西哥在 1994、1995 年的情况也与此类似。如表 4。

但如果分析资本与金融帐户的结构，可以发现我国与这些国家存在很大的差别。首先看看泰国的情况。泰国的资本流入主要依靠银行与私人部门的借款，直接投资和证券投资对资本流入的贡献很小。金融危机爆发的 1997 年，直接投资和证券投资并没有减少，反而增加了，并且直接投资在 1998 年继续增加。资本迅速外流主要因为银行和私人的对外借款被抽走。如表 5。

印度尼西亚的外资流入主要依靠直接投资和证券投资，其它投资项下的资本流入较少，危机后证券投资项下的资本外流起了很大作用，其它投资尽管没有导致资本流入，却产生了大量的资本流出。马来西亚的资本流入主要依靠直接投资和其它投资，证券投资较少，资本流出主要通过其它投资项中的银行和私人部门借款。菲律宾的外资流入则主要依靠证券投资

引自李庆云、田晓霞，《中国资本外逃规模的重新估算：1982-1999》，金融研究，2000 年第 8 期。



和其它投资，资本流出也通过这两个项目。韩国的情况稍有不同，整个九十年代其直接投资项均为资本净流出。外资流入主要通过证券市场和其它投资项。资本流出主要通过其它投资项。墨西哥则主要依靠证券市场筹集外资，外资也通过证券市场迅速撤离墨西哥。

表 4 中国与部分危机国家资本与金融帐户差额 单位：亿美元

| 年度 | 中国 | 泰国 | 印尼 | 马来西亚 | 菲律宾 | 韩国 | 墨西哥 |
|------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 1990 | 32.6 | 91 | 45 | 17.4 | 20.6 | 25.6 | 84.4 |
| 1991 | 80.3 | 117.6 | 57 | 55.7 | 29.3 | 64.1 | 251.4 |
| 1992 | -2.5 | 94.8 | 61.2 | 87.1 | 32.1 | 65.9 | 270.4 |
| 1993 | 234.7 | 105 | 56.3 | 107.2 | 32.7 | 27.4 | 337.6 |
| 1994 | 326.4 | 121.7 | 38.4 | 12.1 | 51.2 | 103 | 158.9 |
| 1995 | 386.8 | 219.1 | 102.6 | 74.6 | 53.1 | 167.9 | -104.9 |
| 1996 | 399.7 | 194.9 | 108.5 | 92.3 | 112.8 | 233.3 | 61.3 |
| 1997 | 229.6 | -168.8 | -6 | 25 | 65 | -98 | 192.5 |
| 1998 | -63.2 | -145.1 | -103.5 | | 9.6 | | 173.1 |

资料来源：IMF, International Financial Statistics Yearbook 1999

表 5 泰国资本项目 1990-1998 单位：亿美元

| 年份 | 资本与金融帐户 | 其它投资 | 其它投资 | | | |
|------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|
| | | | 货币当局 | 广义政府 | 银行部门 | 其它部门 |
| 1990 | 91 | 68.3 | | -12.1 | 10.3 | 71.3 |
| 1991 | 117.6 | 99.9 | | 2.6 | 2.1 | 95.3 |
| 1992 | 94.8 | 65.8 | | -5.1 | 18.6 | 53.3 |
| 1993 | 105 | 34.7 | | -4.6 | 33.2 | 6.1 |
| 1994 | 121.7 | 88.1 | | -7.1 | 132.9 | -37.5 |
| 1995 | 219.1 | 166.5 | | 0.5 | 104.8 | 61.2 |
| 1996 | 194.9 | 145.4 | | -0.6 | 56.5 | 89.4 |
| 1997 | -168.8 | -246.4 | -94.8 | 5.2 | -60 | -96.5 |
| 1998 | -145.1 | -210.9 | 7 | 1 | -151.4 | -67.5 |

资料来源：IMF, International Financial Statistics Yearbook 1999

这些国家吸引外资要么依靠证券市场，要么依靠银行和私人部门的借款，与我国吸引外资主要依靠直接投资和中长期外债有很大区别，从而资本外流也有重大差异，我国的资本外流主要是“内资”外流，而这些危机国家首先表现的是外资大规模反抽。

我国与这些危机国家的另一个重大区别是，我国的资本流入伴随着经常帐户的大额顺差，因此积累了雄厚的外汇储备，而这些危机国家吸引外资大多用于弥补经常帐户逆差，外汇储备增长缓慢，抵御外来冲击的能力远远低于我国。

二、资本项目变化的原因

关于资本项目变化原因的讨论，从已有的文献看，主要可以分为三类。

一类从国际收支平衡原理出发，认为资本项目必定与经常项目反方向变动，资本的国际间流动是国际贸易发展的结果。



一类主要考虑发展中国家的情况,认为发展中国家本身具有对外资的迫切要求,因此会想方设法吸引外资流入。正如钱纳里和斯特劳斯提出的“双缺口”模型,发展中国家往往储蓄不足以支撑经济快速增长,外汇储备不足以支付对进口设备的购买,因此必须通过借用外债或吸收外商直接投资来弥补这两个“缺口”。

另一类从国际资本流动的原因出发,认为各国资本项目的变化主要是因为国际资本的逐利行为所造成。这方面的文献一部分集中于考察资本的跨国流动会获得哪些利益。最初的考察主要是关于对外直接投资的,一般认为,对外直接投资主要是为了追求较高的资本收益率,较高收益率主要来自于垄断优势、交易成本降低、低成本生产要素和税收优惠等。后来对国际资本流动原因的考察扩展到游资(hot money)方面,最著名的是弗莱明(J. Marcus Fleming, 1962)和芒德尔(Robert Mundell, 1968),将国家间的利率差作为资本流动的最主要原因,并由此将资本项目的变化引入开放条件下的宏观经济模型。后来的学者将经过预期汇率调整的利率差作为资本流动的主要原因,并认为亚洲金融危机期间资本从危机国家大量外流就是由于预期汇率的变化所造成。最近关于预期汇率的形成机制已成为国际经济学界讨论的一大热点。

有关国际资本流动原因的另一部分文献主要是计量检验。绝大多数对发展中国家国际资本流动原因的检验表明,发展中国家自身的吸引力并不是资本流入的主要原因,发达国家(或资本相对富裕国家)的利率水平,经济繁荣状况才是影响资本流动的最主要因素。

事实上,发达国家的利率降低和经济萧条是作用于整个发展中国家的,用于解释发展中国家国际资本流动的整体规模也许更加合理,但显然无法解释流入每个国家的资本规模的区别,无法解释为什么中国会成为继美国之后的第二大资本流入国,为什么流入泰国的资本要少于流入中国的资本。因此,东道国因素仍然是其资本项目变化的重要原因。

由于我国资本项目的变化主要由私人资本的流动引起,因此,本文根据以上第三类文献所采用的方法,即从资本的逐利行为来研究资本的跨国流动。**我国资本的流入与流出是不同主体造成的,行为主体不同使资本流入与资本流出的原因也不相同。**

巨大的市场潜力、低廉的劳动力成本和税收优惠是外资流入的最主要原因

流入的资本主要是直接投资等长期资本,他们并非追逐短期利益,而是着眼于资本的长期收益,因此,我国低廉的劳动力成本和税收优惠成为吸引外资流入的最主要原因。由于我国没有提供投机资本流入流出的场所,所以国内外利率差和股市的发展与活跃不应该成为资本流入的动因。

改革开放政策的明朗化和力度加大消除了外资流入的疑虑和障碍

资本安全性是投资的一个重要指标。我国在八十年代采取了许多优惠政策吸引外资,尽管取得了很大成就,但外资流入规模远远低于九十年代,其中一个重要原因就是八十年代的中国仍然处于改革实验初期,经济走向尚不明朗,许多政策仅限于经济特区,因此,大量国际资本流入了其它新兴市场经济国家。一九九二年中国正式确定向市场经济转轨,并明显加大改革开放步伐,这一明朗化的政策大大消除了外资流入的疑虑和障碍,从而拉开了外资大规模流入的闸门。

贸易顺差给国内企业带来的大量外汇资金是我国资本流出的主体,这部分资本流出一方面是满足结算的需要,但更多的是逃避国内的资本管制。

国际收支帐户体现的贸易顺差有一部分并没有实际汇回国内,这些本应该汇回而没有汇

以下是关于这一结论的两个比较有代表性的检验:

1. UNTAD,《1998 世界投资报告:趋势和决定因素》,pp.129-133,中国财政经济出版社。
2. Yoonbai Kim, Causes Of Capital Flows in Developing Countries. Journal of International Money and Finance, 19(2000), pp.235-253.

如果考察各发展中国家的资本流入规模占流入发展中国家资本总体规模的比例,可以清楚的看到发展中国家的经济情况对资本流入的影响,而完全排除发达国家的影响。



回的资金构成了资本流出的一部分。这一方面是结算的需要，更为重要的一点是，这些资金是为了逃避国内的资本管制。1998 年大量短期资本通过贸易信贷和其它资产与负债项流出正是与贸易项相联系的，而经常项目可自由兑换给这种资本流出提供了渠道。

资本项目变化原因的量化分析

计量模型的基本形式：

根据以上的因素分析，对资本流入与流出分别建立基本计量模型：

资本流入的计量模型为：

$$C_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 y_t + \alpha_2 W_t + \alpha_3 D_{1t} + \alpha_4 D_{2t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

资本流出的计量模型为：

$$C_{ot} = \beta_0 + \beta_1 XM_t + \beta_2 r_t + \beta_3 fy_t + \beta_4 D_{2t} + \zeta_t \quad (2)$$

其中 C_i 、 C_o 分别为资本流入与流出量， α_i 、 β_i 为常数系数， y 为我国经济增长率， W 为我国劳动力成本， D_1 、 D_2 为虚拟变量， XM 表示净出口， r 表示利差， fy 表示发达国家的经济增长率， ε 、 ζ 为残差。

对模型和变量的说明：

1、资本流入模型将九十年代大量国际资本的存在当作既定的经济背景。

2、资本流入模型将引起投机资本流动的原因排除在外，主要考虑影响资本安全和长期收益的因素。其中资本流入数 C_i 为国际收支平衡表中资本与金融帐户的贷方发生额； y 为我国经济增长率，表示我国的市场前景； W 为中美两国的人均 GNP 之差，表示我国劳动力成本的低廉程度； D_1 反映 1992 年以来我国发生的一系列政策变化，其数值在 1992 年以前均为 0，1992 年以后（含 1992 年）均为 1； D_2 反映 1997 年亚洲金融危机所造成的冲击，其数值在 1997 年以前为 0，1997 年（含 1997 年）以后为 1。另外税收优惠政策在 90 年代的变化可以包含在第一个虚拟变量中。

3、资本流出模型中，资本流出数 C_o 为国际收支平衡表中资本与金融帐户的借方发生额加上李庆云估算的资本外逃数（李庆云，2000）； r 为中美两国的一年期存款利率差； fy 为美国的经济增长率，美国是资本流入大户，其经济繁荣程度对国际资本的流向具有重大影响。

计量检验：

对上述解释变量逐步引入两个计量模型，剔除变量采用拒绝概率 10% 的标准，并将 C_{ot} 的一阶滞后变量作为解释变量引入方程（2）。样本区间为 1990-1999 年，采用广义最小二乘法得到如下回归结果：

$$C_{it} = -34127.3 + 1693.18W_t + 1720.355D_{1t}$$

$$(-5.561) \quad (5.758) \quad (2.108)$$

$R^2=0.921$ ，调整的 $R^2=0.894$ ； $F=34.833$ ，拒绝概率 0； $DW=1.845$ ，拒绝概率 1%。

$$C_{ot} = 949.166 + 0.363C_{ot-1} + 1.832XM_t$$

$$(1.648) \quad (5.024) \quad (2.473)$$

$R^2=0.924$ ，调整的 $R^2=0.902$ ， $F=42.299$ ，拒绝概率 0。

表 6

样本数据矩阵



| year | Ci | Co | y | fy | r | W | XM | D1 | D2 |
|------|---------|----------|------|------|-------|-------|---------|-----|-----|
| 1990 | 974.67 | 1694.07 | 3.8 | 1.2 | -0.48 | 21.00 | 510.27 | 0.0 | 0.0 |
| 1991 | 1081.85 | 1158.83 | 9.2 | -0.9 | -1.72 | 20.52 | 617.56 | 0.0 | 0.0 |
| 1992 | 1666.68 | 2581.49 | 14.2 | 2.7 | -3.88 | 20.81 | 275.62 | 1.0 | 0.0 |
| 1993 | 2928.71 | 1158.39 | 13.5 | 2.3 | -7.81 | 21.08 | -679.46 | 1.0 | 0.0 |
| 1994 | 5325.75 | 4015.62 | 12.6 | 3.5 | -6.35 | 21.57 | 634.08 | 1.0 | 0.0 |
| 1995 | 5654.63 | 4511.04 | 10.5 | 2.3 | -5.06 | 21.99 | 998.61 | 1.0 | 0.0 |
| 1996 | 5901.17 | 3379.64 | 9.6 | 3.4 | -2.08 | 22.67 | 1459.14 | 1.0 | 0.0 |
| 1997 | 7679.42 | 8960.94 | 8.8 | 3.9 | -0.05 | 23.56 | 3549.94 | 1.0 | 1.0 |
| 1998 | 7395.47 | 11117.59 | 7.8 | 3.9 | 1.22 | 23.89 | 3546.52 | 1.0 | 1.0 |
| 1999 | 7596.59 | 9479.80 | 7.1 | 3.7 | 2.75 | | 2375.91 | 1.0 | 1.0 |

资料来源：国家外汇管理局，《中国外汇管理年报1999》；<http://www.cei.gov.cn>；
李庆云，《中国资本外逃规模的重新估算：1982-1999》，金融研究，2000.8。

检验结果分析：

1、资本流出和国内外利率差并不显著相关，如果将利率差作为解释变量引入方程(1)，同样可以发现利率差并不是资本流入的原因。这主要是因为我国的资本管制加大了资本的套利成本，从而使利率差没有成为资本流动的主要动因。这一结论使我们难以利用弗莱明和芒德尔的贡献来研究资本项目变化对整个宏观经济的影响。

2、资本流入与国内经济增长率以及 1997 年的冲击没有显著关系，资本流出也与美国的经济增长率没有显著关系。

3、资本流入与中美人均 GNP 差显著相关，说明流入的资本主要是为了利用我国廉价的劳动力成本。

4、1992 年我国的巨大变化对吸引外资起了十分重要的作用。

5、资本流出与净出口高度相关，说明经常项目对资本项目有比较大的影响。

6、尽管从计量检验的结果看，不能认为 1997 年的冲击对资本流出有什么影响，但由于净出口在 1997 年也有一个比较大的变化，因此不能就此认为 1997 年的冲击对资本外流没有作用。

三、资本项目变化的宏观影响

资本项目变化可从以下几条途径影响宏观经济：

1、对货币供应造成冲击

在固定汇率下，独立于经常项目的资本项目变化全部体现在储备资产的变化上，储备资产的变化立即引起基础货币总量与结构发生改变，从而对货币供应渠道和总量产生影响。即使不是在固定汇率下，只要中央银行对外汇市场进行了干预，同样会引起基础货币的变化。但有两方面的因素对资本项目的影响起反作用，其一是经常项目往往会抵消资本项目的变化，从而使基础货币变化很小或反方向变动；其二是中央银行的冲销政策，冲销政策只能对基础货币总量产生影响，不能改变基础货币结构的变化趋势。

这里忽略了净误差与遗漏项。



2、直接或间接影响投资

资本项目变化通过两种方式影响投资。一种是直接增加投资总额，如外商直接投资。另一种是通过增加或减少资本供应量，并通过利率的作用影响投资。在我国，利率是受管制的，因此资本项目的变化很难通过利率发挥作用。

3、直接或间接影响净出口

资本项目变化可能直接导致净出口发生变化，如外商直接投资可能伴随着机器设备的进口，也可能建立外向型企业影响进出口。另外还可能通过汇率或价格间接影响净出口。

以下通过一个简单的模型来分析资本项目的变化对宏观经济的具体影响。

首先假定资本项目的变化对整个宏观经济来说是外生的。这一方面是为了分析的方便，另一方面是因为这一假定比较符合我国现实。因为除了净出口以外，其它宏观经济变量与资本项目都不相关，而且净出口对资本外流的影响并不能说明资本项目的总体变化情况。

另外，假定中央银行通过干预外汇市场维持固定汇率。

第三，假定中央银行对利率实行管制。

第四，假定 $0 < A_c < 1$ ，也就是说，资本项目的变化会引起国内吸收的相应变化，但不会全部转化为国内吸收。

第五，假定 $-1 < XM_c < 0$ ，即在其他条件不变的情况下，资本流入会带来进口增加，但流入的资本不会全都用于进口；同样，资本流出会带来出口增加，但出口增加额会少于资本流出数。

第六，假定 $|A_c| > |XM_c|$ ，即资本流入导致国内吸收的增加会大于进口的增加，例如资本以直接投资方式流入，该假定意味着进口设备投资只占外商直接投资总额的一部分。同样的情况适用于资本流出。

第七，假定 $XM_y \approx 0$ ，即在其他条件不变的情况下，收入的变化不会引起净出口的变化，这一假定纯粹是为了分析的方便。

下面借助弗莱明-芒德尔模型的基本框架，主要分析资本项目的变化对国际收支、国民收入和价格水平的影响，而不讨论失业率的变化。需要注意的是，我们确实没有进入芒德尔的世界，因为开始的假设已经说明，利率变化不会引起资本项目的变化，而将资本项目当作外生变量来处理。

基本模型：

$$\text{产品市场均衡条件：} Y = A(Y, C, i) + XM\left(C, \frac{EP^*}{P}\right) + G \quad (3)$$

$$\text{货币市场均衡条件：} \frac{M(B, m)}{p} = L(Y, i) \quad (4)$$

$$\text{国际收支均衡条件：} B = B_0 + XM\left(C, \frac{EP^*}{P}\right) + C \quad (5)$$

其中 Y 表示国民收入或总产出， A 为国内吸收， C 为资本净流入， i 为利率， XM 为净出口， E 为名义汇率， P 与 P^* 分别为国内与国外价格， G 为政府支出， M 为货币供应量， B 为外汇储备， m 为中央银行资产中除外汇储备以外的部分， B 和 m 一起构成中央银行的基础货币， L 为实际货币需求， B_0 为中央银行前期外汇储备存量， $XM+C$ 为本期外汇储备变动量。

由于假定实行管制利率和固定汇率，名义利率和名义汇率一起作为外生变量加入模型。



首先假设净出口不受实际汇率变动的影响,此时资本项目的变化立即引起国际收支的变化,由方程(5)和第五条假定可得,

$$0 < \frac{dB}{dC} = XM_C + 1 < 1 \quad (6)$$

即资本净流入必定导致外汇储备增加,资本净流出必定导致外汇储备减少,但外汇储备的增减幅度小于资本项目的变化幅度。

同时,产出也跟着发生改变,由方程(3)和第六条假定得:

$$\frac{dY}{dC} = \frac{A_c + XM_C}{1 - A_y} > 0 \quad (7)$$

资本净流入通过增加投资扩大国内吸收,但这部分投资也会带来一部分进口,由于假定进口会少于投资增加,所以国内吸收的增加会大于进口增加,再通过乘数作用导致产出加倍增加。

此时价格的变化由货币市场决定,若货币当局采取一定的冲销政策,则由方程(4)可得(假设 $P=1$):

$$\frac{dP}{dC} = \frac{1}{M} \left((M_B + M_m \frac{dm}{dB}) \frac{dB}{dC} - L_y \frac{dY}{dC} \right) \quad (8)$$

由于资本流入一方面通过外汇储备扩大货币供给,另一方面通过产出增加扩大货币需求,因此价格的变化方向并不明确。

若货币当局采取完全的冲销政策,即 $dm/dB=-1$,再假设基础货币结构不影响货币乘数 ($M_b=M_m$),则 $dP/dC=-L_y dY/MdC < 0$,即资本净流入会导致价格水平下降,资本净流出会导致价格水平上涨。这是因为完全的冲销政策没有考虑货币需求的变化。

若货币当局不采取冲销政策($dm/dB=0$),则 $dP/dC=(M_b dB/dC-L_y dY/dC)/M$,由于 $M_b \gg L_y$,因此有理由认为货币供给的扩张要大于货币需求的增加,此时, $dP/dC > 0$,即资本净流入会导致价格水平上升,资本净流出会导致价格水平下降。

可见,货币当局的冲销政策在稳定价格水平上具有极为重要的作用。

现在,假设中央银行并没有通过冲销政策稳住价格水平,而价格水平的变化会通过实际汇率影响进出口,在固定汇率和外生给定国外价格水平的情况下,实际汇率只取决于国内价格水平,此时,令 $XM=XM(C, P)$,并假设 $XM_p < 0$ 。

对(3)(4)(5)两边求C的全导数,可得:

$$AX=B$$

其中,

$$A = \begin{bmatrix} 1 - A_y & -XM_p & 0 \\ L_y & \frac{M}{P^2} & -\frac{M_B + M_m dm/dB}{P} \\ 0 & XM_p & -1 \end{bmatrix}, X = \begin{bmatrix} dY/dC \\ dP/dC \\ dB/dC \end{bmatrix}, B = \begin{bmatrix} A_c + XM_C \\ 0 \\ -1 - XM_C \end{bmatrix}$$

$$|A| = (1 - A_y) \left(-M/P^2 + XM_p (M_B + M_m dm/dB)/P \right) - XM_p L_y,$$



$$|A_1| = \frac{(A_C + XM_C)(-M/P^2 + XM_P(M_B + M_m dm/dB)/P)}{-XM_P(1 + XM_C)(M_B + M_m dm/dB)/P}$$

$$|A_2| = -(1 - A_Y)(1 + XM_C)(M_B + M_m dm/dB)/P + (A_C + XM_C)L_Y$$

$$|A_3| = -(1 - A_Y)(1 + XM_C)M/P^2 - L_Y XM_P(1 - A_C)$$

由于 $M \gg XM_C$ 、 M_B 、 M_m 和 L_Y ，所以， $|A| < 0$ ， $|A_1| < 0$ ， $|A_3| < 0$ ，因此，

$$dY/dC = |A_1|/|A| > 0, dB/dC = |A_3|/|A| > 0, \text{即资本项目顺差会导致外汇储备和国民收入增加, 资本项目逆差会导致外汇储备和国民收入减少。}$$

$|A_2|$ 的符号又由货币当局的冲销政策决定，若 $dm/dB = -1$ ， $|A_2| > 0$ ，此时，

$$dP/dC = |A_2|/|A| < 0, \text{若 } dm/dB = 0, \text{由于 } M_B \gg L_Y, \text{故 } |A_2| < 0, \text{此时, } dP/dC = |A_2|/|A| > 0, \text{也就}$$

是说，当货币当局不实行任何冲销政策时，资本流入会引起价格水平上升。若货币当局不考虑货币需求的变化而实行完全的冲销政策，则资本流入反而会引起价格水平下降。由此，也可以看出，中央银行完全可以选择合适的冲销程度来稳定资本项目变化所带来的价格波动。

两种情况的结论完全一致。即不管货币当局有没有实行冲销政策，在其它条件不变的情况下，资本流入会引起国际收支顺差和国民收入增长，资本流出会引起国际收支逆差和国民收入降低，而资本项目变化对价格的影响则取决于货币当局的冲销政策。

四、资本项目对基础货币影响的实证分析

1、资本项目与经常项目

资本项目通过以下三条途径影响经常项目：

(1) 直接影响经常项目。如外商以机器设备、原材料和无形资产投资，在国际收支中贷方记入资本项目的直接投资，借方记入经常项目的货物与服务贸易；外商以投资收益再投资，贷方记入资本项目的直接投资，借方记入经常项目的收益项（利润汇出）。这两种情况都是由经常项目抵消了资本项目对储备资产的影响。

(2) 通过实际汇率影响经常项目。在浮动汇率下，资本项目对汇率的影响是即时的，对经常项目的影响也十分明显，但此时外汇储备不发生变化，所以这里不进行讨论。在固定汇率下，资本项目首先通过外汇储备影响基础货币，再由基础货币影响货币供应量，继而影响价格水平，从而影响实际汇率。东南亚国家 1997 年以前大量资本流入造成的国内通货膨胀使实际汇率升值，导致经常项目大幅逆差，从而使流入的外资没有形成外汇储备。我国由于在 1994 年汇率并轨时对人民币进行了大幅贬值，所以通货膨胀对经常项目没有造成太大影响，本文在以下的分析中也忽略这种影响。

(3) 资本流入流出通过建立外向型企业影响经常项目。如外商通过直接投资设立企业，生产产品用于出口，或者进口原料用于生产。不过这种情况下，由于存在建厂周期，资本项目对经常项目的影响具有滞后性。

下面建立一个回归模型来检验上述关系：

$$XM_t = a_0 + a_1 C_t + a_2 C_{t-1} + t$$

为了忽略汇率的影响，数据取自国际收支平衡表中的美元金额（《中国外汇管理年报



1999》)。

结果为：

$$XM_t = 126.594 - 0.759C_t + 0.725C_{t-1} \quad (9)$$

(3.009) (-3.448) (3.308)

括号中的数据为 T 检验值，拒绝概率分别为 2%，1.1%，1.3%。

$R^2=0.669$ ，调整的 $R^2=0.575$ ， $F=7.088$ ，拒绝概率为 2.1%。

检验结果验证了前述资本项目与经常项目之间的相关关系。 C_t 的系数为负，说明当期的资本流入确实有很大一部分用于机器设备原材料进口或是投资利润的再投资(同时也说明假定五具有现实意义)。 C_{t-1} 的系数为正说明外商投资企业的出口导向较强，这正是我国资本项目与经常项目同时存在顺差的原因。 R^2 值较小说明除了资本项目以外，还有别的重要因素影响经常项目的变化。

2、资本项目与储备资产

将方程 (5) 改写成差分表达式可看出资本项目与储备资产的关系：

$$B_t - B_{t-1} = XM_t + C_t$$

其中 C_t 为 t 期资本项目差额， XM_t 为经常项目差额， $B_t - B_{t-1}$ 为储备资产余额从 t-1 期到 t 期的变化，需要特别强调的是，这里假定汇率固定不变，并忽略误差与遗漏项。

资本项目一方面直接增减储备资产，另一方面通过经常项目影响储备资产的变动。前面已经明确了资本项目与经常项目之间的关系，这里就可以直接对资本项目与储备资产之间的关系进行量化检验，结果显示(仅考虑资本项目对储备资产的影响)：

$$B_t - B_{t-1} = 33.755 + 0.277C_t + 0.473C_{t-1} \quad (10)$$

(0.967) (1.517) (2.601)

$R^2=0.761$ ，调整的 $R^2=0.692$ ， $F=11.126$ ，拒绝概率为 0。(数据来源同 (9))

回归结果表明，资本项目对储备资产的影响并不是一对一的， C_t 的系数为一较小的正数，说明当期资本流入大部分被经常项目所抵消，但并没有完全抵消。这与 (9) 的检验结果十分吻合 ($0.277+0.759=1$ ，与 (6) 式的结论相符)，因此，虽然该系数的 T 检验值较小，拒绝概率达 17.3%，但仍可合理认为资本项目对当期储备资产具有正的影响。滞后一期的资本项目对储备资产的影响比较显著，而且系数为正，这是因为资本项目对经常项目的滞后影响所致。

可见，资本项目的变化不仅对当前储备资产造成正的影响，而且对下一期的正向影响更大，正是这种影响保证了 1988 年资本项目出现 63 亿美元逆差时，外汇储备仍继续增长。

依据 (10) 式，资本项目差额在当期有 27.7% 转化为储备资产，在下一期有 47.3% 转化为储备资产，另外 25% 为经常项目所抵消或成为误差与遗漏。

3、储备资产与基础货币

储备资产是从资产方构成货币当局基础货币的重要成分，因此，资本项目的变化通过储备资产不仅可以影响当期基础货币，而且可以影响下一期基础货币，这种明确的关系为中央银行货币政策超前反应提供了依据。

下面来看看九十年代以来储备资产的变化对基础货币的影响。

从表 7 可看出，正是由于储备资产在 1994-1997 年之间的超速增长(储备资产的变动比资本项目的变动滞后一年，资本项目从 1993 年开始大幅顺差)，带动了基础货币迅速增加，1990 年外汇储备仅占基础货币的 8.2%，到 1999 年已占 39.8%，比例最高的 1998 年达 41.9%。从新增基础货币看，1994-1997 年间，通过外汇市场发行货币成为货币发行的主渠道，其中 1994、1995 年通过外汇市场发行的货币分别占当年新增基础货币的 72% 和 74%。

表 7 基础货币资产方结构 单位：亿元人民币

| 年份 | 国外净资产 | 对政府 | 对存款货币 | 对非货币金 | 对非金融 | 合计 |
|----|-------|-----|-------|-------|------|----|
|----|-------|-----|-------|-------|------|----|



| | | 外汇 | 债权 | 银行债权 | 融机构债权 | 部门债权 | |
|------|---------|---------|--------|---------|--------|-------|---------|
| 1990 | 870.5 | 595.5 | 801.1 | 5090.7 | 57.0 | 406.7 | 7226.0 |
| 1991 | 1501.4 | 1228.1 | 1067.8 | 5918.8 | 73.7 | 449.1 | 9010.8 |
| 1993 | 1549.5 | 1431.8 | 1582.7 | 9609.5 | 251.7 | 682.3 | 13675.7 |
| 1994 | 4451.3 | 4263.9 | 1687.7 | 10451.0 | 269.9 | 728.3 | 17588.2 |
| 1995 | 6669.5 | 6511.4 | 1582.8 | 11510.3 | 181.6 | 680.1 | 20624.3 |
| 1996 | 9562.2 | 9330.0 | 1582.8 | 14518.4 | 117.7 | 685.7 | 26466.8 |
| 1997 | 13229.2 | 12649.3 | 1582.8 | 14357.9 | 2072.3 | 171.0 | 31413.2 |
| 1998 | 13560.3 | 13087.9 | 1582.8 | 13058.0 | 2962.8 | 103.8 | 31267.7 |
| 1999 | 14458.5 | 14061.4 | 1582.8 | 15373.9 | 3833.1 | 101.5 | 35349.8 |

资料来源：中国人民银行统计季报2000.2，中国金融年鉴1992。

由于难以得到更详细的资料，无法分析中央银行面对储备资产变化所采取的冲销政策。不过，还是可以从表7大致看出中央银行的冲销力度。1994年是外汇储备增长最快的一年，但从表7看不出中央银行明显的紧缩手段，甚至对政府债权也仍在增加。也就是说，面对外汇储备的大幅增加，中央银行没有采取力度足够大的冲销政策，从而导致了1994年高达24.1%的通货膨胀率(CPI)。1998年，外汇储备增幅迅速减少，同时中央银行继续收回对存款货币银行的再贷款，而没有实行必要的扩张政策，导致当年基础货币绝对额减少，CPI下降0.8个百分点。

四、结论和建议

1、资本的流入与流出是由不同主体造成的，因此其变化的原因也不同。流入的资本主要是在我国寻求长期投资收益的国际资本，我国的低劳动力成本和明确的改革开放方针对外资流入起了决定性的作用；流出的资本主要是利用经常项目逃避管制的国内资本，经常项目可自由兑换为资本项目管制增加了难度。

2、由于我国实行资本项目管制，又没有提供投机资本流入的场所，国内外利率差不是资本流入与流出的主要原因，芒德尔对开放宏观经济学的重要贡献不宜应用于研究我国资本项目的变化及其宏观经济影响。

3、资本项目顺差在当年只有一小部分转化成外汇储备，其余部分被经常项目所抵消，但资本流入所建立的出口型外商投资企业给下一年的经常项目顺差带来很大贡献，总体看来，资本项目顺差大约有75%转化为外汇储备。货币政策不仅要考虑到资本项目变化当年给外汇储备带来的冲击，而且要充分估计到资本项目变化对外汇储备的滞后影响。

4、资本项目顺差会对国内经济产生积极的影响，可以改善国际收支，促进经济增长，而其对价格水平的冲击也可以通过中央银行的冲销政策进行抵消，因此，应该利用加入世贸组织的契机，进一步加快改革开放步伐，吸引外资流入，同时，通过严格管理与经常项目有关的资本项目，防止资本流出。



参考文献：

- 1、Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart(1999), “ The Twin Crises:The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems ” ,The American Economic Review,Vol.89,No.3(June),473-499.
- 2、 Yoonbai Kim (2000), “ Causes of Capital Flows in Developing Countries ” ,Journal of International Money and Finance,Vol.19,No.2,235-253.
- 3、 IMF ,World Economic Outlook 1999.
- 4、 Robert A. Mundell , International Economics , Macmillan , 1968.
- 5、 樊纲,《门德尔的世界与中国》,载于《面对转型之难》,中国发展出版社,2000年.
- 6、 李扬,《国际资本流动与我国宏观经济稳定》,《经济研究》,1995.6.
- 7、 李庆云、田晓霞,《中国资本外逃规模的重新估算:1982-1999》,金融研究,2000年第8期.
- 8、 联合国贸发会议,《1998世界投资报告:趋势和决定因素》,中国财政经济出版社,2000年.
- 9、 国际货币基金组织,《国际收支手册》(第五版),中国金融出版社,1994年.
- 10、 国际货币基金组织,《金融部门改革的次序——国别经验与问题》,中国金融出版社,2000年.
- 11、 国际货币基金组织,《国际资本市场:发展、前景和主要政策问题》1998,中国金融出版社,1999年.
- 12、 保尔.D.克劳威,《开放经济下的宏观经济理论》,中国金融出版社,1990年.
- 13、 国家外汇管理局国际收支司、国家统计局国民经济核算司,《中国国际收支平衡表编制方法》,中国统计出版社,1998年.
- 14、 中国金融年鉴,1992
- 15、 国家外汇管理局,《中国外汇管理年报1999》.
- 16、 中国人民银行统计季报,2000.2
- 17、 IMF,International Financial Statistics Yearbook 1999.
- 18、 IMF ,Balance Of Payment Statistics Yearbook 1999.