



第十章 国际资本流动



对外经济贸易大学
UNIVERSITY OF INTERNATIONAL BUSINESS AND ECONOMICS



本章教学目的

- 通过本章学习，学生应掌握国际资本流动的概念、货币危机的概念及债务危机的含义；国际资本流动的原因及影响；国际资本流动的特点；国际投机资本冲击的策略；货币危机的模型；债务危机的形成原因及解决方案。加强我国债务危机与货币危机的防范，保证我国金融安全。



本章教学内容

- 第一节 国际资本流动概述
- 第二节 国际资本流动的经济效应
- 第三节 投机性冲击与货币危机
- 第四节 国际债务危机





第一节 国际资本流动概述

一、国际资本流动的类型

二、20世纪90年代后国际资本流动的格局





一、国际资本流动的类型

1、概念

- 国际资本流动是指资本从一个国家或地区转移到另一个国家和地区。





一、国际资本流动的类型

2、国际资本流动的类型

□ 长期资本流动

指期限在一年以上的资本流动，包括直接投资、证券投资和国际贷款。国际贷款主要有政府贷款、国际金融机构贷款、国际银行贷款和出口信贷。

□ 短期资本流动

短期资本是一年或一年以下期限的各种金融资产，包括现金、活期存款及所有货币市场工具。短期资本流动可以迅速和直接影响到一国的货币供应量。短期资本流动包括、投机性和贸易性资本流动。





一、 国际资本流动的类型

3、 国际资本流动的形式

- ❑ 直接投资
- ❑ 证券投资
- ❑ 政府贷款
- ❑ 国际金融机构贷款
- ❑ 国际银行贷款
- ❑ 出口信贷
- ❑ 短期贸易资本流动
- ❑ 投机性资本流动





二、国际资本流动的格局

- 国际资本流动的规模不断扩大，尤其是国际投机资本流动加速

1984-1998年的15年间，国际资本市场融资累计额年均增长速度为12.34%，国际直接投资年均增长速度为13.53%，而同期全球GDP的年均增长速度为3.37%，国际贸易年均增长速度为6.34%。国际资本流动以远高于GDP和国际贸易增长速度快速增长。





二、国际资本流动的格局

国际八大外汇市场日交易额由1984年的1500亿美元增加到90年代的15000亿美元左右,按全年250个工作日计算,全年外汇交易额达375万亿美元,约为每年世界贸易额75000亿美元的50倍。除去重复计算,大大超过贸易、生产的实际额。这些投机性资本跨越国界投资于股票、债券、短期商业票据及衍生金融工具,这种具有游资性质短期资本流动的增加与周转加快,成为促进金融危机爆发与外汇市场动荡的重要因素。





二、国际资本流动的格局

□ 国际资本流动证券化趋势明显

1985年国际资本流动中的银行贷款占54%，直接投资占44.79%。到1998年 银行贷款占40%，直接投资 占58%。

□ 流向发展中国家的资本增加

资本流入净额从1990年的710亿美元猛增至1991年的1570亿美元，翻了一番还多，到1996年超过了2000亿美元，相当于GDP的3.2%。其中，外国直接投资从1990年的193 亿美元（相当于GDP的0.3%）升至1996年的1019亿美元（相当于GDP 的 1.6%），占资本流入净额的比重接近一半。其中流入亚洲的资本最多，占40%；西半球的为30%；流向非洲的有5%。





第二节 国际资本流动的经济效应

一、国际资本流动的积极效应

二、国际资本流动的消极效应

三、控制国际资本流动消极影响的对策



一、国际资本流动的积极效应

- 有利于促进不发达国家资本形成。对于发达国家来说，影响资本形成的主要因素是实际购买力。由于发达国家对个人的投资刺激小，对投资的引诱力小。从需求方面看，因为个人购买力小，所以生产率低，生产率低导致储蓄率低，储蓄率低是造成资本形成不足的主要原因。从供给方面看，因为发达国家实际收入少，所以生产率低，生产率低导致储蓄率低，储蓄率低是造成资本形成不足的主要原因。从需求方面看，因为发达国家对个人的投资刺激小，对投资的引诱力小，所以生产率低，生产率低导致储蓄率低，储蓄率低是造成资本形成不足的主要原因。从供给方面看，因为发达国家实际收入少，所以生产率低，生产率低导致储蓄率低，储蓄率低是造成资本形成不足的主要原因。



一、国际资本流动的积极效应

□ 有利于促进国际贸易发展。

- 对外援助和投资, 对接受国来说, 有利于促进其经济发展, 改善其国民经济的薄弱环节, 加速基础设施建设, 使其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。
- 对外援助与投资对投资国来说, 有利于改善其政治、经济与贸易环境, 有利于其贸易的扩大, 同时带动了其商品输出。此外, 通过对外投资, 便于投资者更好地收集商业情报, 提高产品的竞争能力, 从而进入东道国的贸易渠道。





一、国际资本流动的积极效应

- 对外直接投资的部门对国际贸易的商品结构起着优化作用，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了以下变化：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。





一、国际资本流动的积极效应

- 国际资本流动有利于贸易方式的多样化。随着各大跨国公司的对外投资日益扩大,许多跨国公司都设立了自己的贸易机构甚至贸易子公司,专营进出口业务,从而有效地降低了贸易成本。这种做法打破了传统的贸易由商人作为生产者和消费者中介人的形式,降低了贸易中间商和代理商的地位。





一、国际资本流动的积极效应

- 国际资本流动推动了战后贸易的自由化。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, 其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程度。
- 此外, 以出口信贷形式存在的国际资本流动, 有利于出口商资金周转与进口商解决支付困难, 从而直接推动了国际贸易的扩大。





一、国际资本流动的积极效应

□ 国际资本有利于促进国际金融市场的发展。

- 国际资本流动加速了全球经济和金融的一体化进程。
- 国际资本流动极大地增加了国际金融市场的流动性。
- 适量的金融投机, 有利于减小金融商品的价格波动幅度, 确保市场价格的稳定性; 投机者进入金融市场承担并分散了原始金融市场的价格风险, 使真正建立风险规避为主的理性金融投资市场成为可能; 投机者介入金融市场, 大大提高了金融市场的流通性和资金营运率。





一、国际资本流动的积极效应

- 国际资本流动在一定程度上有利于解决国际收支不平衡问题。

据世界银行统计,广大非石油输出国的不发达国家、中等发达国家甚至发达国家的国际收支赤字,大部分是通过从国际金融市场筹集资金来弥补的。而像石油输出国、日本等国际收支顺差国家,也由于国际金融市场的发展才得到了利用其巨额黑字的机会。





二、国际资本流动的消极效应

□ 国际资本流动中的外汇风险。

国际资本流动中的外汇风险，通过汇率的不正常波动，加大企业成本与收益核算的难度，从而影响企业的涉外业务；通过改变企业债权债务的外汇价值，加大企业的偿债负担，从而造成企业不能按时偿还到期债务的风险。外汇风险可能最终影响到企业的经营战略。

□ 国际资本流动中的利率风险。

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。





二、国际资本流动的消极效应

□ 国际资本流动对流入国银行体系的影响。

对资本流入国商业银行而言，最直接的影响有两个方面，一是商业银行的规模得以扩大；二是商业银行对这些资本的运用使得其资产负债表的结构发生变化。





二、国际资本流动的消极效应

国际资本流动对流入国商业银行资产负债表的
影响可以归纳为：

- 高资本净流入时期往往与银行部门负债的增加一致，银行负债的增加往往是由外国资金的借入导致的。
- 在中央银行进行中和操作的前提下，虽然在商业银行资产负债表上来自中央银行和政府的资金有所下降，但银行仍然能够扩大其业务规模。
- 国际资本的流入使商业银行增加的资金，大部分变成了国内贷款，对私人部门的证券投资也有所增加。





二、国际资本流动的消极效应

□ 国际资本流动对流入国证券市场的影响。

90年证券投资占净资本流入的1.9%，93年这一比例上升到46%。国际投机资本对流入国证券市场的影响，一是降低了市场效率；二是增大了市场波动性；三是加大了国内证券市场与国际证券市场的关联性，使得国际证券市场的波动传入国内成为可能。





二、国际资本流动的消极效应

总之，国际投机资本的高流动性和高投机性，决定了在一国经济情况发生不利转变时，它们会以很快的速度撤出。大量的国际投机资本流出，对一国宏观经济产生的危害可能是灾难性的。这种危害主要表现在四个方面：

- ❖ 影响一国的外债清偿能力和国家信用等级水平。
- ❖ 导致市场信心崩溃，从而引起更多的资本撤出，造成当事国金融市场的极度混乱。
- ❖ 导致一国国际收支失衡。
- ❖ 导致当事国货币汇率的巨幅波动，造成当事国货币贬值的压力。



三、控制国际资本流动消极影响的对策

- 货币政策。包括改变存款准备率、公开市场业务、其他中和政策措施。
- 汇率政策。实行浮动汇率制；让货币法定升值；采取较灵活的汇率制度。
- 财政政策。紧缩财政；资本流动税（托宾税）。





第三节 投机性冲击与货币危机

一、投机资本 (hot money)

二、投机策略

三、货币危机 (money crisis)





一、投机资本（hot money）

- 投机资本（hot money）指那些没有固定的投资领域，为追逐短期高额利润而在各市场之间频繁移动的资本。

根据国际货币基金组织的估计，目前活跃在全球金融市场上的国际投机资本达72000亿美元，相当于全球国民生产总值的 20%，即每天有12000亿美元的投机资本在全球金融市场上寻找归宿，相当于实物交易的近百倍。国际投机资本普遍使用杠杆原理，在进行大规模投机活动时，总是以较少的“按金”卖几十倍甚至上百倍于其按金合约的金融商品。正是金融交易的杠杆化，使得一家金融机构的少量交易就可以牵动整个金融市场。



一、投机资本（hot money）

- 投机者根据对汇率变动、利率变动、证券价格变动、金价或特定商品价格变动等的预期，在较短时间内突然大规模进行买空卖空等交易，大幅度改变资产组合，并通过影响其他资产持有人的信心，导致供求不平衡的市场价格面临更大的变动压力或导致市场价格的更大不稳定，以创造获取短期高额利润的机会。这种突发性的扰动市场行为即投机性冲击。受国际投机性资本的趋利、短期的本性制约，冲击领域一般都选择获利高、金融管制少、资本容量大和资产流动性强的产业和部门，比如外汇（货币）类、期货类、期权、贵金属类、房地产类等等。
- 从投机性冲击的历史看，国际投机性资本对攻击一个国家或同时攻击一些国家的货币有特别的偏好，对固定汇率制度或有管理的汇率制度进行的投机性冲击或货币投机性冲击是最常见的投机性冲击。





二、投机策略

1、利用即期外汇交易在现货市场的投机性冲击

- 当投机者预期某种货币即将贬值时,就会着力打压,迫使其迅速贬值。投机者能否打压成功的关键之一是能否掌握足够数量的该种货币,然后在现货市场强力抛售并引起恐慌性跟风抛售。

- 通常投机者获得该货币现货筹码的渠道可能有四条:

从当地银行获得贷款; 出售持有的以该货币计价的资产; 从离岸市场融资; 从当地股票托管机构借入股票并将其在股票市场上卖空。





二、投机策略

2. 利用远期外汇交易在远期外汇市场的投机性冲击

- 如果投机者预期某种货币的远期汇率偏离未来的即期汇率水平，即趋于贬值，就会向当地银行购买大量远期合约，抛空远期弱币。为了规避风险，与投机者签订远期合约的银行要设法轧平这笔交易的远期本币头寸。银行于是立即在现货市场售出本币、购买外币，以便进行常规清算。这样无疑会改变现货市场的供求关系，造成本币的贬值压力。待该货币贬值后，投机者可以在空头远期合约到期前签订到期日相同、金额相同的多头远期合约做对冲，或者在到期时通过现货市场以强币兑换弱币，再以弱币交割空头远期合约。



二、投机策略

3. 利用外汇期货、期权交易在期货期权市场的投机性冲击

- 如果某种货币走势趋于贬值, 投机者在现货市场打压的同时, 还可以配合外汇即期交易和远期交易, 利用外汇期货、期权交易进行投机。即投机者可以先购入空头弱币的期货或看跌期权。若预期的弱币在现货即期打压、远期打压下被迫贬值, 则期货价格下跌、期权溢价, 投机者可以进行对冲交易, 赚取汇率差价。





二、投机策略

4. 利用货币当局干预措施的投机

- 实行固定或钉住汇率制国家的政府或中央银行, 有使本国货币汇率不变的承诺。当投机者大量抛售本币时, 中央银行为了维护本币汇率平价, 最常用的两种外汇市场干预措施是:



二、投机策略

- ① 动用外汇储备直接入市干预, 即抛出外币吸纳被抛售的本币, 以缓解本币贬值压力;
- ② 提高本币利率, 以抬高投机性冲击的借款成本。如果投机者预期到该国中央银行的直接入市干预行动受到其外汇储备规模所限, 而必然提高利率水平, 还可以利用利率上升进行投机从中获利。



二、投机策略

- 投机者如果预期利率大幅上升,可以直接利用利率互换合约投机获利。投机者购入利率互换合约,如固定对浮动利率互换合约,投机者以固定利率支付利息,以浮动利率收取利息。由于投机者在外汇市场的抛售打压和中央银行的干预,如果市场利率果如投机者所料大幅上升,则投机者以浮动利率收取的利息就会高于以固定利率支付的利息,所持有的此类利率互换合约也会溢价。



二、投机策略

- 此外, 由于利率上升会引起股市下跌, 投机者还可以在**该国股票市场**投机盈利。投机者先从**股票托管机构**借入股票, 然后在**股票市场**抛出。在**外汇市场**本币抛售压力迫使中央银行提高利率后, 市场的恐慌会使股市应声下挫。于是投机者可以在**低价位**补回股票, 归还股票托管机构。依此策略, 投机者还可以通过事先购入**空头股票指数期货**或**看跌期权合约**, 待利率上升、股指下挫后, 再进行对冲交易, 赚取投机利润。



三、货币危机

1、货币危机的概念

货币危机（currency crisis）又称国际收支危机有广义和狭义之分。

- 广义货币危机是指货币连续贬值25%以上，同时与前一年相比至少贬值10%。
- 狭义货币危机是指在市场参与者对一国的固定汇率失去信心时，通过外汇市场进行抛售等操作，导致该国固定汇率崩溃，外汇市场持续动荡的带有危机性质的事件。



三、货币危机

- 20世纪80年代以来,在债务危机出现后,已经发生了十几次货币危机,尤其90年代发生的三次货币危机,即1991年的欧洲货币体系危机、1994年的墨西哥金融危机、1997年的亚洲金融危机,从而使货币危机理论成为国际金融研究的焦点之一,按照代序分类,有三代成熟的货币危机模型。





三、货币危机

2、货币危机模型

□ 第一代货币危机模型

- 这一理论的提出是在70年代末。有代表性的是麻省理工学院的保罗·克鲁格曼教授所写的《国际危机模型》一文，国际货币基金组织的经济学家 Robert. Flood 教授和布朗大学的Peter M. Garber教授也提出了相似的观点。





三、货币危机

- 第一代货币危机模型认为货币危机是否爆发主要取决于一个国家的经济基本面,特别是财政赤字的货币化,假定政府为解决财政赤字问题而大量发行纸币,引起资本流出,央行为维持汇率稳定而无限限制地抛出外汇储备,当外储备达到临界点时,会引致投机攻击,如果政府没有足够的外汇储备支持,就不得不放弃固定的汇率制度。
- 这一模型可以用来解释80年代初的危机、1998年的俄罗斯危机、巴西危机、以及现在正在恶化的阿根廷危机。





三、货币危机

□ 第二代货币危机模型

- 由于20世纪90年代初的欧洲货币危机中,很多国家的经济基本面很好,但也受到了危机冲击,这对第一代模型提出了质疑,从而产生了第二代危机模型。第二代货币危机模型的代表人物是加洲大学伯克利分校的 Maurice • Obstfeld 、哈佛大学的 Rardo • Esquivel 和 Felipe • Larrain。





三、货币危机

- 第二代危机模型认为一个国家在一定情况下, 即使经济的基本面尚好, 但在羊群效应 (Herding Behavior) 和传染效应 (Contagion Effect) 的作用下, 仍会出现货币危机。
- 第二代货币危机模型仍注重经济基本面, 但提出一定条件下公众的主观预期能成为主导因素, 投机者的行为导致公众信心丧失从而使政府对固定汇率制的保卫失败, 危机将提前到来。



三、货币危机

□ 第三代货币危机模型

- 1997年下半年爆发的亚洲金融危机在传染的广度、深度等方面都有别于以往的货币危机,原有的货币危机解释力度有限。
- 保罗·克鲁格曼教授在这方面做出了贡献:
认为一个国家货币的实际贬值或经常帐户的逆差和国际资本流动的逆转将引发货币危机。在分析和推导时,引入了金融过度 (Financial Excess) 的概念





三、货币危机

- ❖ 金融过度：当一国的金融机构可以自由进入国际资本市场时，金融机构会容易冒险，将资金投向证券市场和房地产市场，引发金融泡沫，加剧一国金融体系的脆弱性，引发银行体系的系统性风险。另外，亲缘政治的存在增加了金融过度的程度，主要是在东南亚国家，政府对金融企业和大企业提供隐性担保，从而加剧了银行体系的道德风险。





三、货币危机

- 第四代货币危机模型：雏形
 - 2000年初, 保罗·克鲁格曼和哈佛大学的 Aghion 先后在第三代危机模型的基础上又提出了一些新的解释。
 - 认为如果本国的企业部门外债的水平很高, 外币的风险头寸越大, “资产负债表效应越大”, 经济出现危机的可能性就越大。





三、货币危机

- 理论逻辑是：在亚洲国家存在严重的信息不对称和信用风险偏大，银行要求企业提供足额担保才发放贷款。这样，从总量来讲，一个国家的总投资水平就取决于国内企业的财富水平（因为抵押才能获得银行资金），如果企业持有大量外债，国外的债权人会悲观地看待这个国家的经济，会减少对这个国家的企业贷款，其本币会贬值，企业的财富下降，从而能申请到的贷款下降，导致全社会投资规模下降，经济陷入萧条，这一过程是自我实现的。





三、货币危机

- 第四代危机模型尚有待完善, 比如没有解决在一个动态模型中, 企业的外债累积问题, 以及在多大程度上, 银行的低效率会影响到危机的程度。





第四节 国际债务危机

- 一、国际债务的概念
- 二、 80年代国际债务危机爆发的原因
- 三、国际债务危机的解决方案





一、国际债务的概念

1、国际债务的概念

- 国际债务又称外债,是指在任何特定时间内,一国居民对非居民承担的具有契约性偿还责任的债务,包括本金的偿还和利息的支付。





一、国际债务的概念

2、国际上用来监测一国外债偿债能力主要指标有：

- 负债率，即当年末清偿外债余额与国民生产总值的比率。
- 债务率，即当年末清偿外债余额与当年商品服务出口总额的比率
- 偿债率，即当年外债还本付息总额与当年商品服务出口总额的比率。
- 短期债务比率，即当年外债余额中，1年以内到期的短期债务所占的比重。

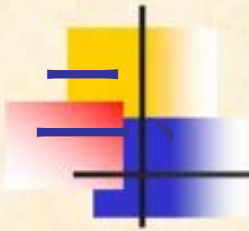




一、国际债务的概念

根据国际上通行的标准, 20%的负债率、100%的债务率、25%的偿债率和 25%的短期债务比率是债务国控制外债总量和结构的警戒线。当有关外债指标处于警戒线以下时, 外债是适度 and 安全的; 反之, 当有关指标超过警戒线时, 则外债极有可能超过吸收能力, 需要进行调整。





80年代国际债务危机爆发的原因

- ❑ 债务国外债增长过快，规模过大，超过了警戒线。
- ❑ 债务国外债结构不合理，借款条件恶化。
表现在：商业银行贷款比重大，政府贷款比重小；短期债务比重大，中长期贷款比重小；浮动利率债务上升。
- ❑ 80年代初发达国家经济滞胀。
- ❑ 70年代石油价格的大幅度上涨。
- ❑ 一些债务国过高的估计了本国的潜在资源和开发能力，片面追求经济增长速度，导致负债过多。





三、国际债务危机的解决方案

1、最初的挽救措施

- 主要是在IMF的协调下，由债权银行、债权国及债务国政府共同协商，从新安排到期债务。除了重新安排到期债务外，债权国政府、世界银行以及一些地区性开发银行，如泛美开发银行、亚洲开发银行等也为重债国提供了相当数量的贷款，以配合其国内的紧缩政策和经济调整计划。





三、国际债务危机的解决方案

2、贝克计划

- 贝克计划是美国前财长贝克于1985年10月正式提出的。
- 该计划提出债务国在国内政策调整的基础上,应实现经济增长,这种增长将获得世界银行等官方机构以及商业银行新增贷款的支
持。在1986-1988 年间,官方机构应向重债国提供90亿美元的贷款,商业银行应每年净增加60-70亿美元的新贷款。





三、国际债务危机的解决方案

- 另外, 贝克计划还提出了一些建立在金融市场基础上的、长期性的债务缓解措施, 如债务资本化、债权互换和债务回购等。
- 与以前的债务重新安排方案相比, 贝克计划的一个重要变化就是强调必须实现债务国的长期经济增长, 不能单纯依靠紧缩政策来平衡国际收支。但是, 贝克计划的目标不是削减债务, 而是试图将债务国的偿债负担降到其经济增长能够承受的水平。由于没有实质性措施保证方案的实施, 很多措施在实施中都大打折扣, 如商业银行的新增贷款并没有到位, 影响了危机的解决效果。



三、国际债务危机的解决方案

3、布雷迪计划

- ❑ 布雷迪计划是时任美国财长布雷迪于1989年3月提出的,是建立在贝克计划基础之上的一个减债方案。
- ❑ 该计划承认国际债务危机是债务国支付能力不足的危机,而不是暂时的流动性不足。布雷迪计划强调债务本金和利息的减免,并提出应由国际货币基金、世界银行以及债权国政府为削减债务提供资金支持。



三、国际债务危机的解决方案

- 据统计, 1990-1993 年间, 国际货币基金、世界银行和日本政府对债务国减免了300-350亿美元债务, 以支持债务国与债权银行之间的债务削减计划。





思考题

- 简述国际资本流动的概念和特点。
- 论述20世纪90年代后国际资本流动的基本格局。
- 简述债务危机的概念和外债规模监测的主要指标及参考值。
- 论述如何控制国际资本流动的消极影响。
- 简述国际投机资本的概念及投机策略。
- 简述货币危机的概念及货币危机模型。



国际资本流动思考题

- 到2002年底，我国外债余额为1684.38亿美元，其中中长期外债余额为1155.62亿美元，短期外债余额为529.76亿美元，商品服务出口总额为365.395亿美元，国民生产总值为102398亿人民币，2002年底汇率为：1美元=8.2770元人民币。通过计算我国2002年负债率、债务率及短期外债比率分析我国2002年外债规模是否合理。

