

国际资本流动悖论:一个文献综述*

王永中

[摘 要]20 世纪以来,国际资本流动方向出现了逆转,由先前的从富国向穷国的顺流,转变为由穷国向富国的逆流。国际资本逆流与标准经济理论的预测完全相悖。本文对关于国际资本流动悖论的理论假说和经验研究作了一个系统的文献综述。首先,建立一个简明的开放经济条件下的新古典增长模型,分析导致国际资本流动悖论的潜在因素。其次,从发展中国家在人力资本、制度完善、资本市场发育程度和外资利用能力方面存在的不足,以及国际货币金融体系和亚洲金融危机的消极影响等角度,对国际资本流动悖论的理论假说进行深入阐述和系统分析。最后,作评论性总结。

关键词: 国际资本流动悖论 理论 经验

JEL 分类号: F32 F33 F43

一、引言

标准经济理论告诉我们,资本应从富国向穷国流动,即从人均资本存量较多而资本边际生产力较低的国家,流向人均资本存量较低而资本边际生产力较高的国家。国际资本的这一流动将使富国和穷国同时获益,富国可获得更高的资本收益,而穷国则有更多的资本用于固定资产投资,如机器、设备和基础设施等,从而可提高就业和收入水平。因此,根据新古典增长理论,经济开放将导致更多的资本从发达国家向发展中国家流动,所有国家的福利均可提高。然而,这只不过是一个乐观的理论假说,现实的国际资本流动与理论假说相差悬殊甚至截然相反。

Lucas(1990)在一篇著名论文中指出,资本从富国向穷国流动的规模非常小,远低于新古典增长理论的预测规模。这就是“卢卡斯悖论”(Lucas Paradox)。那么,金融全球化和国际资本流动自由度的提高能解决“卢卡斯悖论”吗?在“卢卡斯悖论”提出后的 30 年间,金融全球化呈现出加速的趋势,国际资本流动规模迅速增长。尽管发展中国家,特别是新兴国家的国际金融一体化程度显著提高,但令人惊讶的是,国际资本流动的反常状况非但没有缓解,反而有所强化。

图 1 显示,资本输出(经常顺差)国的人均相对 GDP 均值出现明显的下降趋势,而资本输入(经常逆差)国的人均相对 GDP 均值呈显著的上升态势。1980~1998 年,资本输出国的人均相对收入水平一直高于资本输入国,说明资本是从富国向穷国流动的。这与新古典增长理论的预测方向是一致的。不过,资本从富国向穷国的流动规模并未如新古典增长所预期那么大。1999~2008 年,资本输出国的人均相对收入水平持续低于资本输入国,表明国际资本的流动方向发生了转折,已不仅仅是资本从富国向穷国的流入量不足问题,而是持续地从穷国向富国流动,即出现资本逆流(capital uphill flow)现象^①。这与新古典增长理论的预测方向正好相反。

显然,近年来,美国持续的经常账户逆差和中国持续的经常顺差,是造成国际资本逆流的一个重要因素。不过,当前国际资本逆流现象并不完全由美国、中国等一些大的逆差国或顺差国所驱

* 王永中,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资室副研究员,经济学博士。

① Prasad, Rajan and Subramanian(2007)采用购买力平价 PPP 法计算人均相对 GDP 的平均值。他们发现,在 20 世纪 80 年代后期,经常逆差国的人均相对 GDP 平均值开始超过顺差国的水平。

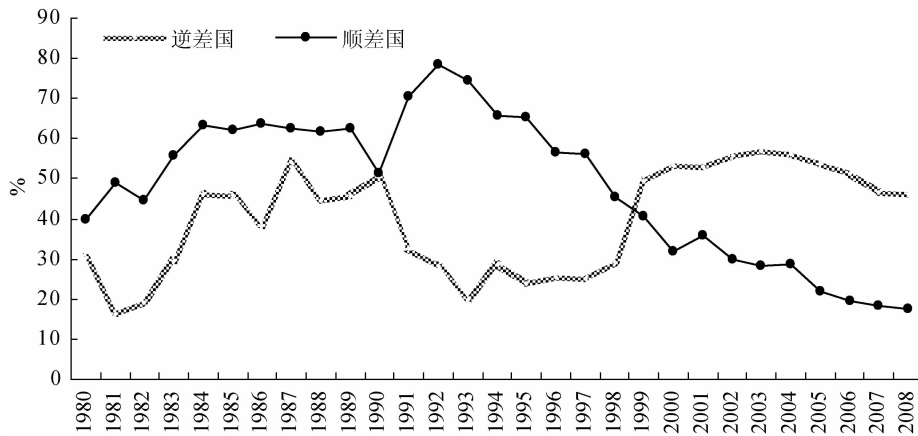


图 1 1980~2008 年资本输出国和资本输入国的相对人均 GDP

资料来源:IMF World Economic Outlook(WEO)database, World Bank 和作者的计算。

注:资本输出(输入)国的相对人均 GDP 为所有经常顺差(逆差)国的人均 GDP 相对于所在年度人均 GDP 水平最高国家的比例的平均数,权重为该国在世界总顺差或逆差中的份额。人均 GDP 以 2000 年不变美元计价,经常项目余额以可变美元计价。样本包括 191 个国家和地区,有数据缺失。

动。如图 2 所示,在剔除美国、日本和中国等一些持续性经常逆差或顺差大国之后(这些国家可视为异常值),资本输入国的相对人均收入在 1990~1992 年开始超过资本输出国,并于 1999~2008 年期间持续、稳定的高于资本输出国。这说明,国际资本逆流不是一种存在少数国家之间的个别性景象,而是一种广泛存在于国际社会的普遍性现象。

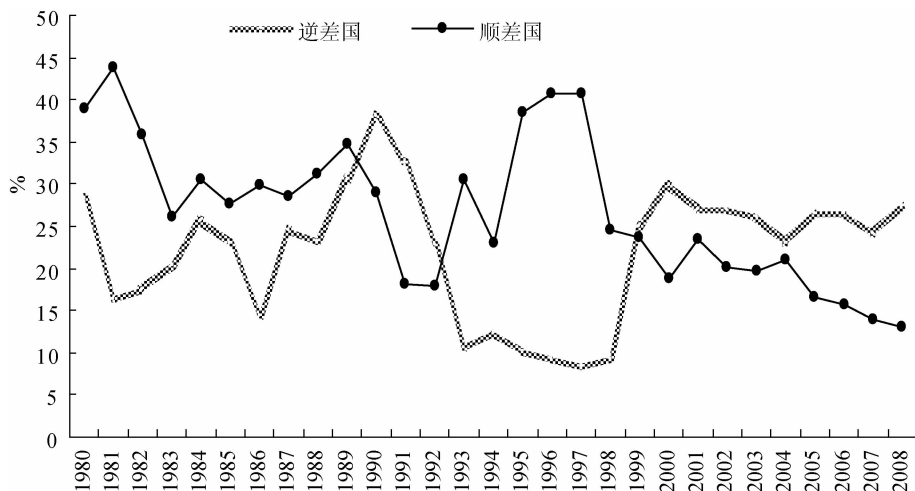


图 2 1980~2008 年资本输出国和资本输入国的相对人均 GDP

资料来源:WEO database, World Bank 和作者的计算。

注:本图的数据不含美国、日本和中国。本图的计算方法与图 1 相同。

“卢卡斯悖论”的提出,激发了大量关于国际资本流动悖论问题的研究。一些解释性假说认为,穷国的风险调整后的资本边际生产力并不像其低资本劳动比率所体现的那样高,这是因为其制度基础薄弱、劳动力受教育程度低、政府债务违约和信贷市场不完善。而且,Gourinchas and Jeanne(2007)还发现了一个更深层次的悖论:1970~2004 年期间,经济增长速度最快的发展中国家所吸引的外国资本规模低于增长速度中等或较低的国家。这表明,国际资本较少地流向经济增长

速度较快的发展中国家,而这些国家的资本边际生产力和信用等级通常较高,或者说,资本流入未能促进发展中国家的经济增长。他们称之为“国际资本配置之谜”(Allocation Puzzle)。显然,“国际资本配置之谜”是对“卢卡斯悖论”的一个拓展和深化。

国际资本流动悖论是一个重要的国际经济学之谜,如何对其进行合理解释,是当前国际经济学面临的一个重要挑战。本文旨在对国际资本流动悖论的解释性理论假说和经验研究作一个系统的文献综述。结构安排如下:首先,建立一个简明的开放经济条件下的新古典增长模型,分析导致国际资本流动悖论的潜在因素,为全文的分析提供理论框架。其次,从人力资本差异、制度完善情况、资本市场发育程度、外资利用能力水平、国际货币金融体系失序和亚洲金融危机等角度,对国际资本流动悖论的各种解释性理论假说作深入阐述和系统分析。最后,作评论性总结。

二、资本流动与新古典增长模型

(一)国际资本净流动规模:经常账户余额

根据国民经济核算恒等式和国际收支平衡表,一国的经常账户余额,不仅等于一国的储蓄减去投资的差额,而且等于一国净流入或净流出的民间和官方资本的总规模。从而,经常账户余额提供了一国资本净流动状况的概要信息。

根据国际收支平衡表的定义,有

$$CA+KA+FR+EM=0 \rightarrow CA=-(KA+FR+EM) \quad (1)$$

式中: CA 为经常账户余额; KA 为资本和金融账户余额,度量民间和官方的金融资本的净流出规模,如债务、政府非赠与援助等; FR 为货币当局所持有外汇储备的净增加量; EM 为误差和遗漏账户净额,通常反映未登记资本或热钱的净流动规模。若经常账户出现顺差($CA>0$),要保证国际收支平衡,则有 $KA+FR+EM<0$ ^①,即与经常账户资本流入相对应的,是资本必须通过资本和金融账户、外汇储备账户以及遗漏与误差账户等任意一个或多个账户流出。因此,经常账户盈余度量了给定时间内一国资本的净流出规模,而经常项目逆差则度量了资本的净流入规模。

同时,经常账户余额还可以表示为储蓄与投资的差额。根据国民经济核算恒等式,有

$$GNP=C+S=C+I+X-M+NFI \rightarrow CA=X-M+NFI=S-I \quad (2)$$

式中: C 为消费, S 为储蓄, I 为投资, X 为出口, M 为进口, $X-M$ 为净出口, NFI 为净要素收入。经常账户余额等于净出口额和净要素收入(资本投资净收益、劳务输出净收入等),即上式中的 $CA=X-M+NFI$ ^②,从而,经常账户余额便可表示为一国储蓄与投资的缺口。若一国经常账户出现顺差($CA>0$),则有 $S>I$,即储蓄过剩(储蓄超过投资),表明该国在国际资本市场上向外国投资者贷出了本国过剩的储蓄;而若一国经常账户逆差,即储蓄不足(储蓄小于投资),说明该国在国际资本市场上借入了外国储蓄。因此,经常账户余额体现了一国国内储蓄与投资的关系状况。

(二)开放经济条件下的新古典增长模型

新古典增长理论假定经济增长是由外生技术进步驱动的。假定两个国家投入同样的资本和劳动,使用规模报酬不变的生产技术,生产出一种相同的产品。在所有其他因素相同的条件下,如果这两个国家的人均产出水平不相等,那必定是由人均资本存量的差异引起的。在资本边际报酬递减规律作用下,人均产出水平低的国家(穷国)的资本边际产出较高,而人均产出高的国家(富国)

① 若国际收支账户的余额为正,表示该账户发生资本净流入,若账户余额为负,则该账户出现资本净流出。

② 余永定和覃东海(2006)对经常账户余额(顺差)的表达式作了深入细致的推导,其推导结果显示,一国包括 FDI 在内的国内投资和国内储蓄两者之间的差额为经常账户余额。

的资本边际报酬较低。如果资本品可在两国间自由流动,新的资本将会投向穷国,直至两国的人均资本从而人均产出水平相等为止。

假定一个小型开放经济体投入资本 K 和劳动 L ,利用 C-D 生产函数,生产出一种单一商品。C-D 生产函数可表示为:

$$Y_t = A_t F(K_t, L_t) = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}, 0 < \alpha < 1 \quad (3)$$

式中: Y 为产出水平, A 为生产技术水平。人均产出水平可表示为

$$y_t = A_t f(k_t) = A_t k_t^\alpha \quad (4)$$

式中: y 为人均产出水平, k 为人均资本存量。资本流动完全自由,从而,经济主体可以一个外生给定的毛利率水平 r 在国际间借入或贷出资本。如果所有国家拥有相同的生产技术,国际资本的完全流动意味着各国的资本边际报酬将收敛至同一水平。从而,对于国家 i 和 j 而言,下式成立

$$A_i f'(k_{it}) = r_t = A_j f'(k_{jt}) \quad (5)$$

式中: $A_i f'(k_{it})$ 为包含资本折旧的资本边际报酬。资本边际报酬递减规律意味着,在转移增长路径上,资本将从富国向穷国流动。然而,现实的国际资本流动与新古典增长理论的预测存在着显著的差距,甚至是完全相反的。资本从富国向穷国的流量不足,以及资本从穷国向富国的逆流现象,表明穷国和富国的资本边际报酬并未收敛至同一水平。

(三)解释国际资本流动悖论的潜在因素

目前,关于国际资本流动悖论的理论解释,主要可划分为两种思路:第一种思路关注一些影响各国经济生产结构的基础性因素的差异,如技术差距、生产要素缺失、政府政策和制度框架,以及国际货币体系的失序等;第二种思路集中于国际资本市场的不完善和发展中国家金融系统的低效率,如信息不对称、信贷约束、主权债务违约风险和资本配置低效率等。在考虑了这些潜在因素之后,发展中国家的风险调整后资本边际报酬将远低于其人均资本存量所体现出的边际生产力水平,从而,发展中国家与发达国家之间巨大的资本边际生产力鸿沟便消失了。

1. 生产要素缺失。关于资本不从富国向穷国流动的一个解释是,一些对资本边际生产力产生正向影响的生产要素,如人力资本和土地,通常被新古典增长理论所忽视。例如,如果人力资本对资本边际回报产生正向影响,那么,人力资本禀赋较低的资本稀缺国所能吸引的外国资本量也将较低。在考虑人力资本的情况下,国家 i 和 j 的资本边际报酬可表示为

$$A_i f'(h_{it}, k_{it}) = r_t = A_j f'(h_{jt}, k_{jt}) \quad (6)$$

式中: h_t 为人均人力资本水平。

2. 制度和政策。制度主要通过产权保护、技术创新和技术应用等途径对资本投资和经济绩效的产生影响。政府政策也可成为阻碍国际资本流动和资本边际报酬收敛的一个重要因素。从而,政府的税收、通货膨胀和资本管制等政策可显著限制资本的跨国流动。政府的扭曲性政策均可假定为政府对资本征税。在考虑制度和政策因素后,国家 i 和 j 的资本边际生产力收敛条件可表示为

$$A_i(Z_{it})f'(k_{it})(1-\tau_{it}) = r_t = A_j(Z_{jt})f'(k_{jt})(1-\tau_{jt}) \quad (7)$$

式中: Z_t 为制度变量, τ_t 为资本税率。

3. 国际资本市场不完善和金融系统低效率。国际资本市场的信息不对称问题,如逆向选择和道德风险,必然阻碍外国投资者在发展中国家的投资,从而,新古典增长理论关于资本流动方向的预测便不复成立。同时,金融发展水平对资本的配置效率产生重要影响。一些穷国的债务违约行为,必然提高风险水平 ρ_i ,降低调整后的资本边际报酬。从而,国家 i 和 j 的经风险调整后的资本边际生产力可表示为

$$A_i(F_i)f'(k_i)(1-\rho_i)=r_i=A_j(F_j)f'(k_j)(1-\rho_j) \quad (8)$$

式中: F_i 为金融发展水平, ρ_i 为风险升水。

三、人力资本

Lucas 本人主要从人力资本的角度对“卢卡斯悖论”进行解释。他认为,发展中国家人力资本积累水平低是导致资本不从发达国家向发展中国家流动的主要因素。Lucas 构建了一个引入人力资本的两部门 C-D 生产函数,并以此为分析工具来阐述其人力资本差异学说。卢卡斯的论证过程如下:

若假定每单位劳动力的有效劳动投入相等,不考虑劳动力的素质或每单位劳动力的人力资本素质的差异,根据规模报酬不变的 C-D 生产函数 $y=Ak^\alpha$,资本边际报酬可表示为 $r=A\alpha k^{\alpha-1}$ 。从而,资本边际产出可以人均产出的形式表示为

$$r=\alpha A^{1/\alpha} y^{(\alpha-1)/\alpha} \quad (9)$$

Lucas 首先根据式(9)对美国和印度两国的资本边际产出作了比较分析。他指出,如果假定美国和印度的资本产出弹性均为 0.4,那么印度的资本边际产出是美国的 58 倍。他进而认为,如果 C-D 生产函数是正确的,且国际资本市场是自由和完全的,在资本边际产出差异如此悬殊的情况下,国际资本将迅速地美国等发达国家流至印度等穷国。

但 Lucas 发现,20 世纪 80 年代,国际资本虽从发达国家向发展中国家流动,但资本流动规模远小于经典理论的预测规模。这一现象显然有悖于资本的边际收益递减规律。他提出,在 C-D 生产函数中,如果用有效劳动来代替劳动,印度和美国之间资本边际产出的巨大差异基本上可得以消除。假定一国的生产技术是该国劳动力所拥有的人力资本的平均水平 h 的幂函数,生产函数和资本边际报酬可分别采取如下形式

$$y=Ak^\alpha h^\beta, \quad r=\alpha A^{1/\alpha} y^{(\alpha-1)/\alpha} h^{\beta/\alpha} \quad (10)$$

在考虑了人力资本对生产技术所产生的外部性之后,印度和美国的资本边际报酬的比值仅为 1.04,于是,印、美两国之间巨大的资本边际生产力差别便全部消失了。从而,Lucas 通过引入人力资本因素,成功地解释了“卢卡斯悖论”。

Sanchez(2006)的经验研究支持了 Lucas(1990)的人力资本差异说。他运用动态 GMM 估计方法,分析了造成“卢卡斯悖论”的一些潜在因素,如人力资本、全要素生产率和资本市场不完善等。他发现,在吸引外国资本方面,人力资本存量发挥着关键性角色。而且,一国的物质资本存量规模主要决定于人力资本的规模,而与金融发展水平的作用是次要的。显然,这一经验结论证实了 Lucas 的假说。他还认为,资本管制措施影响着一国向稳态水平收敛的速度但不影响其稳态水平,资本管制较少的国家向稳态收敛的速度快于资本管制较多的国家。其政策建议是,为吸引更多的外国资本,发展中国家应大力发展教育、实行经济开放和解除资本流动限制。

四、制度质量

目前,一个得到广泛认可的观点认为,发展中国家的制度体系的低效率,如产权保护不力、契

约执行力度不足、政府主权债务违约和官员贪污腐败盛行等,致使发展中国家风险调整后的资本边际报酬可能不高于甚至低于发达国家的水平,从而导致资本从发达国家向发展中国家的流动规模偏小,甚至是从发展中国家向发达国家逆流。

除强调人力资本外部性等基本因素外, Lucas (1990) 还考察了“政治风险”(政府违约)所引发的国际资本市场不完善对国际资本流动的影响。他认为,国际资本流动实际上是一个借贷契约,穷国目前向富国借入资本,今后将以商定的产品(本金和利息)偿还富国。在富国和穷国签署借贷契约之后,资本将从富国向穷国流动,直至两国人均资本存量收敛至相同的水平。此后,穷国必须向富国偿还本金、支付利息和投资收益,从而,产品将由穷国向富国流动。要保证资本和产品在穷国与富国之间的平稳流动,需要建立一个有效机制来保证穷国切实履行国际借贷契约。否则,穷国将因在偿还阶段开始时单方面撕毁协议而获益,而富国因预期穷国的可能违约行为而拒绝向穷国提供信贷。他将这种类型的国际资本市场不完善概括为“政治风险”。

不过, Lucas 并不认同制度质量差异,如政治风险(国家征收),是影响发展中国家的资本流入的主导因素。他指出,在第二次世界大战之前,当今的发展中国家均为发达国家的殖民地,实行当时宗主国的法律,从而,发展中国家与发达国家的制度质量差异并不悬殊。因此,人力资本等基本因素的质量低下是阻碍发展中国家资本流入的关键,人力资本外部性促进了资本在富国的再投资。卢卡斯“新增长理论”视角的解释,与通常强调制度低效和信贷市场不完善的假说形成了有趣的鲜明对比。

Reinhart and Rogoff (2004) 沿着 Lucas 虽论及但忽视的“政治风险”(主权债务违约)角度,对“卢卡斯悖论”作了理论解释。他们发现,1946 年以来各国政府债务违约次数与人均收入(1998~2002 年平均水平)成显著的负相关关系。尽管最贫穷的国家所借外债规模非常小,但是在 1/3 甚至 1/2 的年份里均出现了政府主权外债违约行为。资本从富国向穷国流动的规模如此之小的一个重要原因是,曾经发生过主权债务违约的国家在国际资本市场举借外债的难度显著增大。从而,穷国主权债务的高违约风险是导致发展中国家资本流入规模过小的重要因素。

Ju and Wei (2006) 扬弃了新古典增长理论的微观分析框架,建立了一个引入企业异质性和金融发展因素的两部门非新古典增长模型,分析了金融系统效率、产权保护力度与国际资本流动的关系。金融投资的报酬与物质资本投资的回报是不相等的。金融投资者(储蓄者)需要分享企业家的物质资本投资的报酬,并获得部分的物质资本投资回报。金融投资者和企业家的收益共享原则与资本边际生产力共同决定了市场利率,金融发展充分或财产权保护程度高的国家市场利率水平高,金融资本和 FDI 可以相同或相反的方向流动。其结论认为,金融发展程度较低的国家,利率也较低,这将鼓励金融资本流出,但同时工资率较低,而这将吸引 FDI 投资。产权保护力度低的国家,政府的征用风险高,投资利润率将降低,从而鼓励金融资本和 FDI 流出。

Smaghi (2007) 认为,发达国家和发展中国家的制度质量差异,可解释国际资本逆流和发达国家长期利率下降这一双悖论^①。国际金融市场一体化对国际资本流动产生双重效应:一是一阶效应,资本边际产出递减规律导致资本从富国向穷国流动。二是二阶效应,经济全球化将致使不确定性风险上升,导致储蓄增加而投资减少。在发展中国家,金融不发达导致二阶效应大于一阶效应,从而,经济全球化引起了高预防性储蓄需求。而在发达国家,金融创新和金融市场的发展,将减少经济不确定风险和预防性储蓄需求。因此,全球化导致发达国家的储蓄倾向下降和资本净流入,并

^① 发达国家的长期实际利率下降是与卢卡斯悖论相关的另一个悖论。Smaghi (2007) 称它们为“双悖论”(twin paradox)。根据新古典增长理论,发达国家和发展中国家的资本市场一体化,将导致资本从充裕的发达国家向稀缺的发展中国家流动,导致发达国家的利率上升而发展中国家的利率下降。但现实情况是,从 20 世纪 90 年代中期以来,发达国家的实际利率呈现出明显的下降趋势。

伴随着资产价格上涨,而发展中国家情形与之正好相反。

Smaghi 还以中国为例对其论点进行佐证。他认为,中国近来在国际资本流动悖论中扮演着一个关键角色。中国低效率的金融系统,导致中国大量储蓄流入发达国家的资产市场,特别是美国的国债市场。中国的巨额储蓄还受下述两个因素影响:一是全球化的二阶效应在中国很强烈。安全网络的缺乏、人口老龄化趋势的加速和劳动力的高流动率,导致中国预防性储蓄急剧上升,而中国欠发达金融系统不能将剩余储蓄配置于国内生产性用途,从而,中国国内资本倾向于流出。二是中国竞争性、盯住美元的人民币汇率制度,导致外汇储备过度积累,而中国货币当局积累的巨额外汇储备实际上中国居民的高储蓄是互相对应的。

为验证制度差异是否为导致“卢卡斯悖论”的主导因素,Alfaro, Kalemli-Ozcan and Volosovych (2005)建立了一个系统性经验分析框架,对解释“卢卡斯悖论”不同的理论假说进行经验验证,包括制度质量、人力资本和资本不完善程度的差异等假说。他们基于衡量政治和制度稳定程度的指标——《国际国别风险指南》——构建了一个度量制度质量的综合性指标。其研究发现,1970~2000年期间,制度质量低下问题是解释“卢卡斯悖论”的主导因素,这一指标解释了 52% 的 FDI 和证券资产的跨境流动,而人力资本和信息不对称可以部分解释资本为何不从富国流向穷国。其政策建议是,为促进更多资本从富国流向穷国,发展中国家应加强产权保护、减少腐败、促进政府稳定、提高官员素质和健全法律制度。

五、资本市场发育程度

在解释“卢卡斯悖论”和国际资本逆流方面,资本市场不完善假说是一种占优势地位的观点,为越来越多的人所认可。关于资本从发展中国家向发达国家的净流动的解释:一种观点认为,发展中国家低效率的金融系统鼓励了储蓄而非投资(Prasad, Rajan and Subramanian, 2006)。另一种观点认为,金融系统越发达的国家,将越有可能生产出更具安全性和流动性的金融产品,发展中国家通过经常账户顺差来获取发达国家高质量的金融资产(Caballero, Farhi and Gourinchas, 2006; Mendoza, Quadrini and Rios-Rull, 2007)。而且,金融发展程度的差异,不仅用来解释资本从发展中国家向发达国家的流动,而且借以说明美国为何吸引如此大规模的外国资本。一些观点认为,美国金融市场的深度、宽度和安全性,加上美国的崇尚创新的文化氛围和高效率的司法系统,解释了美国为何吸引了如此巨额的世界储蓄(Gruber and Kamin, 2008)。

Gertler and Rogoff (1990)沿着 Lucas 的资本市场不完善思路,对“卢卡斯悖论”进行了解释。他们指出,即使借贷契约在不同国家得到完全的执行,信贷市场不完善对富国造成的负面影响相对较小,因为富国的企业可以更多的依赖自有资金。在其跨期交易信息不对称开放经济模型中,贷款人和借款人之间存在着信息不对称。在微观层次上,借款人的净资产是其投资融资成本的关键决定因素,而在宏观层次上,国家的财富与投资规模成正相关关系。资本市场不完善是内生的,取决于一国的经济发展水平,财富增加将降低借贷过程中的代理成本,提高资本市场的效率,促进经济增长。在开放经济条件下,国际资本流动与各国资本市场的效率密切相关,资本市场完善国家将能吸引更多的外国资本。尽管各国的无风险利率均相等,但穷国的贷款利率较高。相对于完全信息模型,资本从发达国家向发展中国家的流动规模显著变小,甚至会产生逆转,而世界利率将下降。

Prasad, Rajan and Subramanian (2007)和 Rajan (2007)等从金融发展与储蓄投资缺口、外资利用能力的关系角度,对国际资本流动悖论进行解释。发展中国家由于金融部门发展不充分,收入增长将导致储蓄上升,进而可能导致储蓄过剩与资本外流。如果发展中国家金融部门的发展充分且富有效率,生产率的提高和经济的增长,将不仅鼓励资本投资,而且可以增加消费支出。相反,低效

率的金融部门只能将一些部门,如出口部门的技术进步和产出增长,转化为较低的私人部门投资增长和快速的储蓄积累。从而,私人企业的投资资金来源于企业自身积累的资金,而居民将产出增长引致收入增长的很大一部分储蓄起来,因为消费者不能在信贷市场获得消费贷款,尽管消费者预期其未来的收入将会增加。由于发展中国家的较高储蓄不能有效转化为较高的消费和投资,因而,较高的储蓄便导致较高的经常账户盈余或较低的经常账户赤字。

Caballero, Farhi, and Gourinchas(2006)提供了一个资产需求和资产供给的分析框架,侧重于金融资产供给能力的角度,对美国经常逆差持续上升、世界长期实际利率持续下降和美元金融资产占世界金融资产比例持续上升等现象,作了理论诠释。他们将世界划分成美国、欧洲(日本),以及新兴经济体等三个地区。美、欧可生产高质量的金融产品。新兴经济体具有高增长潜力,但不能提供足够的金融工具,以吸纳本地区迅速增长的储蓄,从而,对美欧的金融产品产生需求。美国相对于欧洲、日本具有更高的增长潜力,导致全球相当大一部分的储蓄流向美国。其结论认为,发展中国家获得大规模经常账户盈余的重要原因,是金融发展不充分及其金融资产供给不足;欧洲和日本的经济停滞和新兴经济体的资产泡沫,将导致更多的资本流向美国、全球实际利率下跌和美元资产在全球资产组合中的比例上升。

Mendoza and Quadrini(2006)通过建立了一个引入金融发展因素的多国一般均衡模型,分析了金融一体化条件下的金融发展差异与资本流动的关系。其结论显示,美国储蓄率下降和国外对美国资产的需求上升,是在各国金融发展程度存在巨大差异的情况下,国际资本市场自由化的一个结果。在国际金融一体化条件下,金融市场发达国家持有外国债务,而金融不发达国家积累外国资产。金融发展程度不同的国家选择不同的外国资产组合,金融发展程度高的国家选择投资于高风险性外国资产,而其对外投资的资金来源于国外债务,由于风险性资产的投资回报率高,这些国家可获得正净投资收益,即使外国资产净额为负。

Ventura and Broner(2007)的研究显示,发达国家与发展中国家在金融资产和负债上的不对称可能是导致国际资本逆流的一个重要因素。发达国家的金融产品可理解为全球性产品,而发展中国家的金融产品是地方性的,从而具有较高程度的信息不对称。在全球化条件下,发展中国家的所有净贷款人均可进入发达国家的全球性的资产市场,而发达国家只有一部分净贷款人可以进入发展中国家地方性的资产市场。在发展中国家信贷市场上,只有具有信息优势的当地放贷人可以获得利润。在均衡状态下,市场力量的作用将导致对全球性资产的需求过剩,从而导致实际利率下降。

Kalemli-Ozcan et al(2005)认为,“卢卡斯悖论”和国际资本逆流的原因,不是新古典增长模型的内在缺陷引起的,很可能是跨境资本流动障碍导致的。他们以美国 50 个州为例,建立了一个引入持续性生产率冲击、资本收入完全分散和固定储蓄率的简明动态均衡模型。居民可自由地进行跨州的借款和贷款,居民可持有地理上分散化的资产组合。资本收入在各州之间是完全分散的,但劳动收入是不完全分散的,各州的全要素生产率不同且不断变化。模型预测,资本将从低增长的州(穷州)向高增长的州(富州)流动,富州将向穷州支付资本利息收入,若富州的技术进步速度持续快于穷州,富州将最终成为债务人。他们的经验研究发现,美国各州的资本流动和资本所有权分布与新古典增长理论的预测一致。

Gruber and Kamin(2008)对上述学术观点进行了严格的经验检验。他们利用面板数据,分析各种金融发展指标与国际资本逆流和外国资本集中流向美国这些现象之间的相关性,并考察了金融资产的回报率差别(金融资产吸引力的一个衡量指标)与国际资本流动的经验关系。他们发现,金融发展水平的差异不能解释资本从发展中国家向发达国家的净流动,以及美国的巨额经常项目赤

字。而且,美国债券的收益率并不显著低于其他发达国家,从而美国金融资产并不比其他发达国家金融资产更有吸引力,因此,收益率差别不能解释美国的巨额经常账户赤字。其结论认为,美国的巨额经常逆差不是源于美国金融系统特别发达,而是美国的消费对发展中国家所提供大量信贷资金的低成本特别敏感(敏感系数特别高)。不过,这一结论仍然比较弱,发达国家居民储蓄率普遍出现下降,而不仅仅是美国。

六、外资利用能力

对于新兴国家而言,外国资本流入将促进其资本投资和经济增长,从而,新兴国家将迅速缩短追赶发达国家经济的进程。然而,一些经验研究显示,从长期来说,对外资依赖度越高的发展中国家经济增长率越低,而发达国家的经济增长与外资依赖度呈正相关关系。外资对发达国家和发展中国家的经济增长的不同作用,主要应归咎为发展中国家吸引消化外资能力的不足。

Rajan(2007)认为,发展中国家低效率的金融部门不能有效地将外国资本配置于国内投资,限制了发展中国家利用外资的能力。发展中国家所面临的困难,不在于企业利用自筹资金或国内银行贷款来投资融资,而是企业在金融市场上,特别是在国际金融市场上为投资融资。在发展中国家,新的私人企业可能具有最好发展机会,但由于它们与银行系统和政府部门的关系不密切,经常因抵押物价值不足而难以获得银行贷款。同时,由于金融发展不充分,这些企业也难以从国内、国际金融市场筹集投资所需要的资金。因此,发展中国家不是受制于储蓄资源不足,而是在利用金融市场为投资融资的能力不足。外国资本在发展中国家没有得到充分利用,特别是资本密集型、投资周期长和投资回收期长的项目。

Prasad, Rajan and Subramanian(2007)进一步指出,过度依赖外资对发展中国家经济将产生不利影响。外国资本流入将导致本国货币实际升值,出口部门的盈利降低,这将引致该国的投资曲线向左移动,降低国内投资水平。国内投资曲线移动的幅度取决于外国资本的流入规模、汇率对外资流入的敏感度和国内投资对汇率变动的敏感度。在资本账户开放的条件下,发展中国家可以吸引更多的外国资本,但将导致低投资、低消费和低增长。从而,外资流入导致发展中国家的汇率和投资扭曲,出现了资本流入与经济增长的负相关关系。对发展中国家而言,依赖国内储蓄而不是外国资本为投资融资可获得增长溢价。当然,如果发展中国家能够像发达国家那样有效利用外国资本,其投资和消费的水平将会更高。不过,考虑发展中国家现有的金融发展水平,当前国际资本的逆流现象,对经济增长未必是不利的。

从理论上说,在发展中国家中,国际资本应更多地流向增长最快的国家,因为这些国家似乎有较好的投资机会。但 Gourinchas and Jeanne(2007)的经验研究发现,1970~2004年间,经济增长速度较快的国家的外国资本净流入量小于增长速度中等和较低的国家。而且,2000~2004期间,国际资本流动出现了反常的现象。中国、印度以及增长速度中等和较快的国家,均为资本输入国,而低增长组别的国家却接受了大量的外国资本。他们称之为“国际资本配置之谜”。对此,他们尝试从下述角度作如下解释:一是储蓄和增长的关系。现有理论可解释储蓄和经济增长的正相关关系,但不能解释为何储蓄与增长的相关性大于投资与增长。二是贸易途径。“国际资本配置之谜”可表示为净出口占GDP的比率与经济增长率正相关。这实际上与发展经济学所强调的观点是一致的。发展中国家贸易部门技术的率先进步将导致净出口迅速增加,而重商主义政府的竞争性汇率政策,可增加其在经济起飞阶段的资本净流出规模。三是国内金融摩擦。国内金融发展的低水平,限制了国内需求,提高了国内储蓄率,主要表现:限制了居民的借贷能力;缺乏可靠的国内投资工具;限制了分散风险的能力,鼓励预防性储蓄;降低了企业对技术冲击的敏感度。

Aizenman, Pinto and Radziwill(2004)也认为,外资依赖度较低的发展中国家的增长速度较快。他们发现,发展中国家资本存量的 90%来源于国内融资,且这一比例在 20 世纪 90 年代出人意料地稳定;国际金融市场一体化程度的提高,没有改变自我融资比例的波动幅度(标准差),金融一体化指标的变动量与国内融资比例的变动量之间的相关性不显著。其结论显示,提高投资的国外融资比例并不存在任何的“增长红利”,在整个 20 世纪 90 年代,国内融资比例高的国家的增长速度显著快于外资依赖度高的国家。国内融资比例的变化幅度越大,经济增长率越低,而且,制度质量越高,国内融资比例的变动幅度越小。这表明,国际金融市场的一体化,虽促进了金融资产和债务的分散化,但并没有为发展中国家投资提供新的融资来源。

七、国际货币金融体系和亚洲金融危机

当前,建立于后布雷顿森林体系基础上的现行国际货币、金融体系实际上处于一种失序状态。1970 年以来,随着发达国家和新兴国家逐步放开金融规制和资本账户管制,发展中国家积极参与了金融全球化的进程,但没有采取任何措施来维护国际资本流动,特别是热钱流动的稳定性,导致国际金融危机频繁出现。Bibow(2008)指出,不合理的国际货币和金融秩序,导致新兴国家成为资本净输出者和低收益外汇储备的积累者,而积累的外汇储备主要用于缓冲金融全球化对发展中国家经济、金融安全的冲击。资本账户开放和金融全球化,非但没有通过资本流入补充发展中国家的国内储蓄,反而促进了资本输出,但确实提高了储备货币发行国的利益和金融特权。美国金融危机导致国际资本逆流和全球失衡不可以持续。

Bernanke(2005)和 Bibow(2008)均认为,亚洲金融危机显著改变了东亚新兴经济体对私人资本流入和经常账户头寸的态度。亚洲金融危机给予发展中国家的教训是,在不安全的国际货币金融体系下,保持竞争性汇率水平和经常账户顺差是经济持续增长的关键。一些东亚国家开始积累了大量的外汇储备,以应对不稳定的国际资本流动和汇率的可能冲击。同处东亚地区的中国,虽避免了东亚金融危机的严重冲击,但对未来金融危机发生的可能性保持着密切的关注,也积累了巨额的外汇储备。同时,为缓解本币升值压力,外汇市场干预引起的外汇储备积累,可以促进出口导向型经济增长。1997~1998 年金融危机之后,许多实行出口刺激政策的东亚经济均具有高储蓄率、低投资率和经常项目顺差等特征。另外,发展中国家经常项目盈余迅速增长的另一个重要原因,是 20 世纪 90 年代中期以来石油价格的急剧上升,中东、俄罗斯、委内瑞拉的石油出口收入迅速增长。

Bernanke(2005)指出,发展中国家和新兴国家的经常账户由逆差转变为顺差,一个明显的好处是,将减少其外债规模、稳定本国货币和降低金融危机风险。从而,经常顺差有助于发展中国家克服在 20 世纪 90 年代所面临的问题。然而,从长期角度来看,现行国际资本流动方式显然无助于提高资源配置效率。而且,一个令人关注的事实是,从新兴发展中国家流入美国等发达国家的资金,相当大一部分没有进入生产性部门,而是进入金融、房地产和消费部门。美国互联网泡沫崩溃以来,美国等发达国家在资本设备的投资相对较低,而绝大多数的外国资本流入房地产部门,导致房屋建设投资和房屋价格迅速上升。在财富效应作用下,房屋价格的上涨导致居民的消费增加。从长期角度来看,住房投资和居民消费的增长,显然不能促进这些国家的技术进步,并将增加这些国家未来债务偿还的负担。

然而,并不是所有的学者对国际资本逆流和全球失衡的状况表示关注,特别在布雷顿森林体系 II 假说的倡导者 Dooley, Folkerts-Landau and Garber(DFG, 2003)看来,美国和亚洲国家似乎已

经签订一份隐性合约——即所谓复兴的布雷顿森林体系(BWII),这份合约将能持续一二十年,而且对双方都有利。对美国来说,好处是可以为巨额贸易逆差找到稳定而低成本的融资渠道。如果缺少东亚政府这一美国国债的大客户,美国利率特别是短期利率将上升,美国经常赤字的融资来源将变得不再稳定,美国国内投资储蓄失衡关系必将经历一个痛苦的调整过程。而且,亚洲国家对FDI的欢迎态度,可以使美国公司充分利用亚洲的成本低而素质高的人力资源,获得高额利润。从东亚国家来看,大规模外汇市场干预可缓解本国货币的升值压力,本币币值低估,将巩固本国的出口导向战略,推动本国产出和就业的增长,有助于解决庞大过剩人口的就业问题。亚洲国家出口部门的FDI和国内投资向出口部门的倾斜,将促进亚洲国家建立起具有世界水准的资本存量,而亚洲国家依靠国内低效率的金融系统是不可能完成的。同时,亚洲国家可以获得美国稳定而开放的出口市场。因为美国投资者已经在亚洲有大量投资,美国出口市场向亚洲国家开放也符合美国的利益。中国在布雷顿森林体系II中扮演着中心的角色。中国拥有世界上最多的剩余劳动力,是美国国债的最大持有国和吸收FDI最多的国家之一。美国从1999年以来便是中国最大的出口市场。并且,中国国内脆弱的金融系统不能将国内储蓄配置于效率最高的生产性用途(Goldstein and Lardy, 2005)。他们乐观地认为,即使当前一些亚洲国家从外围国家毕业,布雷顿森林体系II在可预见的将来仍将得以维持,因为一系列国家正在排队等待着追随20世纪50、60年代欧洲和现今亚洲的做法。

Goldstein and Lardy(2005)对DFG(2003)的观点提出了强烈的批评和质疑,认为布雷顿森林体系II假说是DFG为中美两国量身定做的。他们指出,中国被布雷顿体系II假说错误定位了,主要表现在:一是DFG建议中国货币政策集中于低估人民币相对于美元的汇率,但中国一半以上的出口市场是非美元区(美国和货币盯住美元国家以外的地区)。二是DFG认为汇率低估对中国出口部门的竞争力和就业最为重要,但在1994~2002期间,贸易加权的人民币实际汇率升值了约30%。三是布雷顿体系II假说意味着人民币币值低估已持续十余年,但实际上人民币升值压力是从2002年开始的。四是DFG认为,对于中国而言,人民币币值低估的一个重要获益,是大规模、高效率的FDI。但事实上,FDI占中国固定资产投资的比例一直低于5%,这显然难以弥补中国国内银行系统在资源配置上低效率状态。五是DFG低估了外汇冲销的成本,特别是与金融压制相联系的成本。中国央行票据的低利率具有误导性,因为央行票据主要向四大有银行定向发售,而不是在一个竞争性拍卖市场上销售。中国外汇冲销成本应包括因人民币升值所引起外汇储备的巨额资本损失。六是DFG为中国未来十年设计了一个错误的发展战略。中国不应发展建立于汇率低估和国内金融压制基础上的飞地经济,而是应该加速金融部门改革,特别是银行部门改革的步伐,放松利率管制,减少行政干预和窗口指导,增加人民币汇率弹性。

Coulibaly and Millar(2008)利用8个亚洲新兴经济体3750家企业的面板数据,对亚洲金融危机在当前东亚国家顺差和全球失衡中的角色作了深入分析。研究发现,东亚新兴经济体的经常顺差,是由于其企业的固定资产投资在金融危机之后出现普遍性下降引起。他们指出,金融危机之后东亚经济较差的基本面,如公司股票价格、企业利润率等,是解释企业低投资率一个重要原因。但更为重要的因素是,正在进行的企业巨额债务重组和危机之前的过度投资(引发亚洲金融危机的基本因素),是导致金融危机之后企业投资下降的主要因素。这意味着,当亚洲新兴经济体完成债务重组和过剩产能消除之后,投资率将会上升,经常盈余将会减少。

八、结论性评论

现有理论表明,资本从发展中国家向发达国家的流动和全球性经济失衡,可能主要归咎于发

展国家的人力资本素质较低、制度质量较差、金融系统低效率、外资利用能力低、国际货币金融体系失序和金融危机滞后影响等一些消极因素。从理论上说,发达国家应实现经常顺差,向发展中国家提供净贷款,而不是相反。如果国际金融资本采取顺流的方式,发达国家的储蓄者(贷款者)将可以获得更高的潜在收益,而发展中国家的借款人将有更多的资金用于资本投资,以促进经济增长和提高人民生活水平。尽管发展中国家的经常账户由逆差转变为顺差,有助于减少外债规模、稳定货币和降低金融危机风险,但现行国际资本流动方式显然损害了资源配置效率。而且,令人忧虑的是,流入发达国家的发展中国家的金融资本也未有效地配置于生产性用途。美国所吸引的外资的绝大部分或进入房地产部门,或用于弥补居民和政府的消费赤字。这势必会加剧美国未来债务偿还负担和世界经济的不确定风险。由于美国的外债是以美元计价的,一旦外债规模超过一定的限度,美国必将利用其关键货币发行国的特权地位,通过美元贬值的方式,将大量债务负担转嫁至债权国——发展中国家。

既然国际资本逆流和全球失衡有违经济效率原则,那么它可以持续吗?除布雷顿森林体系 II 假说之外,绝大多数观点认为,全球失衡和国际资本逆流是不可持续的,并成功的预言全球失衡将导致金融危机。毋庸置疑,始于 20 世纪 90 年代末的发展中国家的储蓄过剩和全球贸易失衡,是形成当前全球性金融危机的一个重要根源。发展中国家迅速增长的储蓄,导致大量资本流入美国等发达国家,从而降低了发达国家安全资产的回报率。安全资产的相对低收益,鼓励投资者追逐较高收益的高风险资产,致使高风险资产的收益率也出现下降,最终导致美国和欧洲的住宅、商业地产等市场的风险价格被严重低估,而投资者对风险资产在全球金融体系分布的不确定预期引发了全球金融危机。同时,发展中国家作为一个整体,其经常盈余的增长取决于发达国家是否增加其经常逆差。发达国家的老齡化程度的提高,以及居民金融危机之后的资产负债表收缩,将导致储蓄率上升而不是下降。从而,发展中国家不能继续依靠发达国家的消费需求来增加贸易盈余和推动经济增长。因此,当前的国际资本逆流和全球失衡是不可持续的。

不过,美国金融危机并未出现全球失衡危机论者所预期的景象:国际资本流向方向将发生逆转,大量金融资本从美国流出;美元大幅贬值,美国贸易逆差大幅减少;世界贸易由失衡走向均衡。虽然,此次金融危机导致美国 and 欧洲的所有商业借贷活动近乎突然停止,但美国等一些主要发达国家政府却是一个例外。在逃向安全资产(flight to quality)动机的驱使下,美国政府国债成为避险资金的投资天堂,美国国债利率曾一度接近零甚至为负。尽管世界贸易规模急剧下降,但新兴国家的经常顺差和美元储备积累仍持续存在,新兴国家的金融资本继续流入美国。作为全球关键货币,美元在危机时期,不但没有大幅下跌,反而出现了美元短缺现象,美元大幅升值。以至于 DFG (2009)很有底气的宣称,全球失衡不是美国金融危机的原因,美国金融危机导致布雷顿森林体系 II 将更为巩固,布雷顿森林体系 II 将会长期存在。

作为当前国际资本逆流、储蓄过剩和全球失衡的最重要参与者之一,中国面临着严峻的挑战和巨大的调整压力。作为一个大型大陆经济体,中国应适时调整出口导向型经济增长模式,实行内需推动型发展战略。关键是刺激低迷的国内消费需求,中国政府应采取切实措施,提高居民在收入初次分配中的份额,遏制收入分配差距继续恶化势头,促进社会收入分配公平正义,完善居民社会保障体系,让全体国民分享经济增长的成果。鉴于经济增长模式的调整是一个长期、渐进的过程,不可能一蹴而就。对中国政府而言,当务之急是遏制外汇储备的增长势头,以减小外汇占款增加对国内货币供给的冲击和外汇储备的汇率风险。可采取下述三条措施:一是增加进口,特别是高科技产品和资源类产品的进口,减少贸易顺差;二是尽量减少外汇市场干预力度,选择适当时机,如在

人民币升值预期压力减缓时,退出人民币的固定汇率机制,增加人民币汇率弹性,以缓解外汇储备的增长势头;三是放松资本流出管制,鼓励国内企业和居民开展对外投资,减轻人民币需求和外汇市场干预的压力。

参考文献

- 余永定、覃东海(2006):《中国的双顺差性质、根源和解决办法》,《世界经济》,第3期。
- Aizenman, J., Pinto, B. and Radziwill, A. (2004): "Sources for Financing Domestic Capital: Is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries?" Center for Social and Economic Research, Warsaw.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. and Volosovych, V.(2005): "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation", NBER Working Paper, No. 11901.
- Bernanke, B. (2005): "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", BIS Review, 16, 1-10.
- Bibow, J. (2008): "The International Monetary (Non-)Order and the 'Global Capital Flows Paradox'", The Levy Economics Institute and Skidmore College Working Paper, No. 531.
- Caballero, R., Farhi, E. and Gourinchas, P. (2006): "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates", NBER Working Paper, No. 11996.
- Coulibaly, B. and Millar, J. (2008): "The Asian Financial Crisis, Uphill Flow of Capital, and Global Imbalances: Evidence from a Micro Study", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 942.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. and Garber, P. (2003): "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER Working Paper, No. 9971.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. and Garber, P. (2009): "Bretton Woods II Still Defines the International Money System", NBER Working Paper, No. 14731.
- Gertler, M. and Rogoff, K. (1990): "North South Lending and Endogenous Domestic Capital Market Inefficiencies." *Journal of Monetary Economics*, 26, 245-266.
- Goldstein, M. and Lardy, N. (2005): "China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity", Institute for International Economics, Working Paper 05-2.
- Gourinchas, P. and Jeanne, O. (2007): "Capital Flows to Developed Countries: The Allocation Puzzle", NBER Working Paper, No. 13602.
- Gruber, J. and Kamin, S. (2008): "Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?" Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 923.
- Ju, J. and Wei, S. (2006): "A Solution to Two Paradoxes of International Capital Flows", IMF Working Paper, WP/06/178.
- Kalemli-Ozcan, S., Reshef, A., Sorensen, B., and Yosha, O. (2005): "Why Does Capital Flow to Rich States?" NBER Working Paper, No. 11301.
- Lucas, R. (1990): "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review*, 80, 92-96.
- Mendoza, E. and Quadrini, V. (2006): "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalance", Paper Presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference.
- Prasad, E., Rajan, R. and Subramanian, A. (2007a): "The Paradox of Capital", *Financial and Development*, 44, 16-19.
- Prasad, E., Rajan, R. and Subramanian, A. (2007b): "Foreign Capital and Economic Growth", NBER Working Paper, No. 13619.
- Rajan, R. (2008): "Global Imbalance or Why Are the Poor Financing the Rich?" *De Economist*, 156, 3-24.
- Reinhart, C. and Rogoff, K. (2004): "Serial Default and the 'Paradox' of Rich-to-Poor Capital Flows", *American Economic Review*, 94, 53-58.
- Sanchez, C. (2006): "The Direction of International Capital Flows: New Empirical Evidence", European University Institute, Working Paper.
- Smaghi, L. (2007): "Global Imbalances and Monetary Policy", *Journal of Policy Modeling*, 29, 711-727.
- Ventura, J. and Broner, F. (2007): "Rethinking the Effects of Financial Liberalization in Emerging Markets", mimeo.

(责任编辑:赵一新)