

中东欧国家 2008 年资本骤停的原因 及对中国的启示

徐坡岭 陈 旭

【内容提要】 在 2008 年国际金融危机背景下中东欧国家普遍发生了国际资本的骤停现象,进而导致货币危机和经济衰退。本文首先运用规范方法对中东欧 8 个国家进行分析,表明这些国家都出现了显著的资本骤停时期。然后根据三代危机模型及其相关实证的结果,选取经常项目赤字、外债规模、债务美元化程度和短期债务与外汇储备比四个具有代表性的指标来考察中东欧转型国家危机前后的经济基础状况的变化趋势,发现恶化的经济基础和严重的直接外部冲击是导致 2008 年资本骤停的主要因素。此外,过度开放的资本账户和不成熟市场经济特点是导致中东欧国家发生资本骤停的深层次原因。这些特点包括较高均衡利率、低储蓄率、单一的贸易结构和不健全的金融体系等。最后根据中东欧国家的经验对中国资本账户开放后可能面临的资本骤停风险进行分析,提出政策建议。

【关键词】 中东欧国家 资本骤停 金融危机 资本账户开放

【基金项目】 教育部人文社会科学重点研究基地辽宁大学转型国家经济政治研究中心重大项目《转型政治经济学导论》(项目编号:10JJJGW09)。

【作者简介】 徐坡岭,辽宁大学转型国家经济政治研究中心副主任、教授;陈旭,辽宁大学国际关系学院世界经济专业硕士研究生。

一 引 言

自 20 世纪 90 年代以来,伴随着私有化和金融自由化进程的不断加深,

中东欧国家^①经历持续的、大规模的资本流入。外部资本的流入为转型国家提供了重要的资金来源,支撑着中东欧国家经济高速增长。然而,2008 年受国际金融危机的冲击,中东欧国家普遍出现了资本流入的“突然停止”(以下简称资本骤停)现象,随后陷入货币大幅度贬值的货币危机之中。那么,为什么中东欧国家会在这次国际金融危机中出现资本骤停?中东欧国家资本骤停的深层次原因是什么?另外,中国正在积极推进资本账户自由化,中东欧国家发生的资本骤停对同为转型国家的中国有什么启示?这些问题的解决既有助于更全面地认识中东欧国家高度依赖外资的经济发展模式,为其经济转型的进一步深化提供参考,也有助于我们从风险角度认识资本账户自由化对中国经济的影响。

二 相关文献回顾

资本骤停最早由多恩布什(Dornbusch)于 1995 年提出,后经卡尔沃(Calvo)在 1998 年完善定义,是指一些国家在经历大规模的国际私人资本流入后,受危机冲击影响,私人资本流入突然减少或停止,甚至逆转流出现象。资本骤停是近 20 年来新兴市场国家金融危机最为显著的特点,尤其体现在 1997 年东南亚金融危机和 2008 年国际金融危机中,吸引了学者们对资本骤停的决定因素及其影响的大量研究。资本骤停大多由外汇市场的投机性攻击^②引起,与货币危机有紧密联系。学界通常将投机性攻击的理论模型按照其关注的基本问题不同分为三代,其分别关注的焦点为:过度扩张的货币政策、带有自我实现预期特点的多重均衡和存在道德风险与资产负债表效应的结构性问题。第一代理论模型以克鲁格曼(Krugman)1979 年以及弗拉德和加尔伯(Flood and Garber)1984 年提出的模型为代表。在模型中,一国实施固定汇率政策,政府被假定实行过度扩张的货币政策,为过度的预算赤字融资,从而导致越来越大的国际收支赤字。在此过程中,中央银行干预外汇市场以维持汇率稳定,逐渐消耗外汇储备。在理性预期的情况下,投机者会预

^① 本文中的中东欧国家指的是阿尔巴尼亚、保加利亚、克罗地亚、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、马其顿、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚,共 13 个国家。到 2013 年 9 月 1 日为止,有 11 个国家已经成为欧盟成员国,有 2 个国家处于申请加入欧盟的阶段,有 6 个国家已经成为经合组织成员国。

^② 投机性攻击(Speculative attacks),即投机者预期某一国货币一定会贬值,在外汇市场大量抛售本币,买进外汇。

期中央银行将耗尽外汇储备,而不得不放弃固定汇率制度,使得货币贬值,这时投机性攻击就出现了。投机者会在中央银行的外汇储备耗尽之前卖出本币以防货币贬值的损失,从而导致固定汇率制度崩溃,发生货币危机,并出现资本大规模外流。第一代货币危机理论强调政府不协调经济政策导致的宏观经济失衡是引起外汇市场投机性攻击的主要原因。因此,财政赤字、经常项目赤字和短期外债对外汇储备之比等宏观经济基本面因素成为早期货币危机预警模型主要考察的变量。第一代投机性攻击模型可以对 20 世纪 80 年代的拉美国家货币危机进行较为成功的解释,但对 1992 ~ 1993 年发生的英镑危机、法郎危机和意大利里拉危机等却无能为力。由于英国、意大利和法国等在危机前的经济基本面没有显著的恶化,而且这些国家在放弃固定汇率前的外汇储备足以抵挡大量投机资本的攻击。因此,奥布斯特菲尔德(Obstfeld)^①等提出了以政府的理性抉择、自我实现预期和多重均衡为特征的第二代投机性攻击模型。第二代货币危机理论认为,在一国政府面临外部冲击或其他经济环境变化时,公众预期政府出于社会总体福利水平的考虑会实行某种政策的改变,如贬值货币,那么,这种对政策变更的预期就会引发投机性攻击,形成货币危机。这种货币危机的发生是自我实现的,由于预期直接决定经济运行的结果,不同的预期产生不同的结果,因而最终的经济均衡不再是确定的、唯一的均衡,而是多重均衡。较好的经济基础会使公众形成较好的预期,而经济基础恶化时自我实现预期会导致投机性攻击和货币危机。此外,该理论也指出,即使在经济基础完全良好的情况下,纯粹的自我实现预期也会引发货币危机。这种机制可以用“羊群行为”来解释,在信息不对称的情况下,市场参与者的非理性行为导致金融市场不完全有效,由随机因素引起的自我实现预期就会导致资本的大规模流出,金融市场的波动超出合理的范围。随着 1997 年东南亚金融危机的爆发,货币危机又出现了新的现象。对此,学者们提出关于货币危机发生机制的各种新的解释,从而形成没有统一理论的第三代投机性攻击理论。理论将焦点转移到金融体系和私人部门,特别是企业,强调道德风险、流动性不足和资产负债表效应等在货币危机中的作用。克鲁格曼 1998 年提出道德风险说,认为政府隐性担保导致企业和金融机构过度借贷是危机发生的主要原因。东南亚国家由于政府进行隐性担保,并缺乏有效监管,引发了金融中介机构严重的道德风险问题。金融中介

^① 第二代投机性攻击模型以奥布斯特菲尔德于 1986 年、1995 年和 1996 年发表的论文为基础。

机构对风险投资项目过度贷款,导致资产价格过度上升,资产价格的上升使金融机构发放更多的贷款。当危机发生时,资产价格大幅下降,使金融机构流动性不足,被迫收回贷款,导致资产价格进一步下降。这种自我加强机制有助于解释危机的严重性和东南亚国家经济的脆弱性。拉德莱特和萨克斯(Radelet and Sachs)1998年提出银行挤兑说,认为危机是由于投资者的恐慌导致的流动性危机。克鲁格曼在1999年撰文指出,由于货币贬值导致企业和银行的外债负担加重所产生的资产负债表效应深化了危机的发展。此外,蒙铁尔(Montiel)2012年提出将货币错配、经常项目赤字、短期债务和外汇储备之比等因素加入分析模型,指出这样的经济体存在双重均衡,其中“恐慌”均衡对应着资本骤停、货币危机和产出下降。

在实证研究方面,已有文献主要关注导致资本骤停发生的决定因素和各种因素对资本骤停发生几率的影响。卡尔沃等于2004年利用32个国家1992~2001年的数据分析了资本骤停和资产负债表效应的经验特征,发现在新兴市场国家资本骤停通常伴随着实际汇率的波动,并指出开放程度和债务美元化(DLD)是资本骤停的关键决定因素。卡尔沃等在2008年又将样本国家拓展到110个,进一步分析指出实际利率波动与系统性资本骤停联系紧密,细化了资本骤停的决定因素为贸易品供给与国内吸收之比和国内银行系统的债务美元化,验证了资产负债表效应对资本骤停发生几率是非线性形式的影响。埃弗米蒂茨(Efremidze)等2009年指出高经常项目赤字和大量的股权投资是预警资本骤停的主要信号。埃弗米蒂茨和友原(Tomohara)于2011年通过对更长时间区间1970~2004年42个发展中国家的年度数据进行分析,得出财政赤字和经常项目赤字是导致资本骤停的主要因素,而且财政赤字解释能力随时间在减少,结果更强调经常项目赤字的作用。康那(Caner)2009年的实证研究强调了一国外部脆弱性对资本骤停深度和长度的影响,发现外部脆弱性不仅对资本骤停的发生几率有显著影响,也延长了资本骤停的恢复时间。此外,苏拉(Sula)于2010年利用对38个新兴市场国家在1990~2003年的实证研究中指出,急剧的资本流入增加了资本骤停发生的几率,伴随着经常项目赤字或汇率升值的急剧资本流入更容易导致资本骤停的发生。

总结以上三代货币危机理论模型和实证分析所提出的导致资本骤停的决定因素,主要包括经常项目赤字、财政赤字、低外汇储备、短期外债与外汇储备之比、急剧的资本流入、债务美元化和资产负债表效应等,这些都反映的是一国的经济基础状况。由于资本骤停是一个程度问题,即国际资本流入较大程度下降时才能将其称为资本骤停,那么,一国在一段时期的经济基础状

况越恶劣,受外部冲击引发资本骤停的几率越高。因此,本文在第三部分将选取具有代表性的因素对2008年中东欧国家的经济基础状况进行考察,进而讨论导致其资本骤停发生的原因。

三 受金融危机冲击中东欧国家普遍出现的资本骤停现象

资本骤停是近20年来新兴市场国家发生货币危机和银行危机时常见的现象,通常伴随着汇率剧烈波动和产出紧缩。受2008年国际金融危机的冲击,大部分新兴市场国家出现了资本骤停,尤其以中东欧国家最为严重。

为了考察中东欧国家发生的资本骤停现象,笔者利用卡尔沃于2004年提出的方法来计算资本流动,即资本流动 = 贸易余额 - 储备变化,其中储备的变化不包含国际机构对该国的援助。资本骤停时期的定义是利用月度数据进行分析的,如果一国在某时期内发生了资本骤停,那么必须满足以下条件:(1)该时期内至少有一个月的同比资本流入下降在样本平均值两倍标准差之外;(2)同比资本流入下降超过样本平均值一倍标准差的月份记为资本骤停时期的开始;(3)直到同比资本流入下降回到样本平均值一倍标准差的月份视为资本骤停时期结束。

根据上述衡量标准计算中东欧国家在2008年8月至2009年12月发生的资本骤停的情况(见表1)。笔者发现,考察的8个中东欧国家都发生了资

表1 中东欧转型国家资本骤停时期

国家	资本骤停时期
爱沙尼亚	2008年8月~2009年9月
拉脱维亚	2008年8月~2009年12月
立陶宛	2008年8月~2009年7月
波兰	2008年9月~2008年10月
捷克	2008年9月~2009年1月
罗马尼亚	2008年8月~2009年12月
保加利亚	2008年9月~2009年8月
匈牙利	2008年8月~2009年12月

资料来源:作者利用波兰中央银行的数据计算得到波兰的资本骤停时期,其他国家资料来源于DG Tresor, Which emerging countries have experienced a sudden stop of capital inflows during the recent crisis? Tresor - Economics, 2010.

本骤停,拉脱维亚、罗马尼亚和匈牙利在整个考察期都处在资本骤停时期,捷克的资本骤停时期为 5 个月。波兰资本骤停时期较短,在 2008 年雷曼兄弟破产的 9 月也出现了 20.02 亿欧元的净资本流出,而且从 2008 年 7 月到 2009 年 2 月,兹罗提对欧元贬值幅度达 42.3%^①。

四 导致中东欧国家资本骤停的原因

2008 年发生的资本骤停直接导致了中东欧国家经济普遍陷入衰退。2004 ~ 2008 年,全球经济一片繁荣,中东欧国家不断深化融入欧洲,经济快速稳定增长。随着开放资本账户和金融自由化程度迅速提高,大规模的资本流入中东欧转型国家。这一时期,出于对经济增长有良好预期,国际投资者尝试通过利率差进行套利,因此,本国商业银行和其他金融机构可以比较容易地从国际金融市场获得资金,出现流动性泛滥的同时也形成了大规模的外债,且这些外债大部分是以欧元等国际货币计量的。另外,外国银行大量进入中东欧国家,开设分支机构,为当地居民和企业提供外币贷款服务。由于外币贷款利率较本币贷款利率低很多,因此,中东欧地区的外币贷款迅速扩张,大部分用于贸易品和非贸易品的过度消费。在经济繁荣阶段,某种程度上很难辨别风险,资源容易被分配至相对低效的投资领域,非居民也通过种种渠道将资金转移至国内股票市场,进一步加剧了资产价格的膨胀。然而,资本的持续流入导致中东欧国家名义汇率持续升值,损害了这些国家的出口竞争力,加之旺盛的国内需求,经常项目出现严重赤字。2008 年发生全球“金融海啸”,出于避险和本国的流动性需求,欧洲各大银行实行了去杠杆化,直接促使国际投资者将资本从中东欧国家撤回,从而导致中东欧国家外汇市场出现恐慌,市场信心迅速消失,引发大规模的抛售本币,资本骤停发生。

(一) 导致资本骤停的一般原因

下面对中东欧转型国家 2004 ~ 2009 年经济基础状况的变化趋势和现实状况进行考察。选取能够反映与资本骤停相关的经济基础状况的四个代表因素,分别为经常项目赤字、外部债务占 GDP 比重、债务美元化程度和短期外债与外汇储备之比。经常项目赤字反映了一国经济的外部均衡状况;外部债务和债务美元化程度反映了一国企业和银行发生资产负债表效应的程度;短期外债与外汇储备之比反映了一国在面对外汇市场波动时的脆弱性。

^① <http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/statystyka.html>

1. 经常项目赤字不断扩大

经常项目赤字的严重程度与资本骤停存在紧密联系。从国际收支平衡角度看,如果一国有较高的经常项目赤字,就必须依靠外国直接投资和对外借款来弥补。在经济繁荣时期,新兴市场国家尤其是中东欧国家是国际资本流入的主要目的地,经常项目赤字可以比较容易地在国际金融市场获得融资。然而,当发生国际金融危机时,国际金融市场流动性不足,信用收紧,国际资本流入减少,很可能导致在经常项目赤字较高的国家发生国际收支危机,进而引起金融恐慌,导致资本骤停发生。余永定^①在回顾东南亚金融危机时指出,经常项目赤字占 GDP 之比达 7.5% 就容易造成金融市场恐慌或金融危机。

如表 2 所示,国际金融危机前中东欧国家普遍存在较高的经常项目赤字,而且 2004~2007 年经常项目赤字不断扩大。到 2007 年,捷克、斯洛伐克和斯洛文尼亚经常项目赤字一直在 5% 左右,而克罗地亚、匈牙利和波兰超过或接近 7%。波罗的海三国的经常项目赤字最大,拉脱维亚达到最高的 22.4%,爱沙尼亚和立陶宛也分别为 15.9% 和 14.5%。另外,除斯洛伐克之外,其他国家的经常项目赤字都出现了明显扩大的趋势,如立陶宛的经常项目赤字增加了近 1 倍,从 2004 的 7.6% 扩大到 2007 年的 14.5%。

表 2 中东欧转型国家的经常项目赤字占 GDP 的比重(%)

年份 国家	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
克罗地亚	-4.1	-5.3	-6.7	-7.3	-8.9	-5.0	-1.0
捷克	-5.0	-0.9	-2.1	-4.4	-2.1	-2.5	-3.0
爱沙尼亚	-11.3	-10.0	-15.3	-15.9	-9.7	-3.7	-3.6
匈牙利	-8.4	-7.5	-7.4	-7.3	-7.4	-0.2	-1.1
拉脱维亚	-12.9	-12.5	-22.6	-22.4	-13.2	-8.7	-3.0
立陶宛	-7.6	-7.0	-10.6	-14.5	-13.3	-4.7	-1.5
波兰	-5.2	-2.4	-3.8	-6.2	-6.6	-4.0	-4.7
斯洛伐克	-7.8	-8.5	-7.8	-5.3	-6.6	-3.2	-3.5
斯洛文尼亚	-2.6	-1.7	-2.5	-4.8	-6.9	-1.3	-0.8

资料来源: <http://www.imf.org/external/data.htm#data>

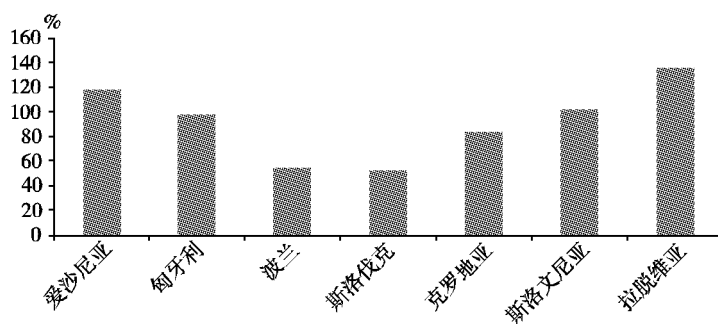
^① 余永定:《亚洲金融危机 10 周年和中国经济》,《国际金融研究》2007 年第 8 期。

2. 外部债务不断冲高, 债务美元化严重

中东欧转型国家在国际金融危机前累积了大量的外债, 且这些外债大部分以外币计量, 突显了这些国家的外部脆弱性。如图 1 所示, 所有中东欧转型国家 2007 年的负债率都远远超过国际公认的警戒线 20%。拉脱维亚、爱沙尼亚和斯洛文尼亚的负债率最高, 分别为 135.5%、117% 和 100.6%, 其次是匈牙利和克罗地亚等国。波兰和斯洛伐克较低, 但也达到 55.1% 和 52.7%^①。

中东欧国家债务美元化现象严重。债务美元化是指一国的债务以外币来计量。中东欧转型国家的债务美元化体现在两方面: 外币债务占外部总债务的比重和外币贷款占总贷款的比重。首先, 国际金融危机前, 中东欧各国外币债务占外部总债务的比重普遍较高, 如 2008 年第一季度匈牙利的外部总债务中 77.2% 是外币债务, 而克罗地亚则达到 90.4%^②。其次, 外币贷款在总贷款中所占比重也不断提高, 而且达到很高水平。2000~2005 年, 波兰、捷克和匈牙利私营部门外币贷款的平均增长率为 15%, 家庭外币贷款的平均增长率为 88%。罗马尼亚的外汇贷款在 2008 年 9 月底达到 360 亿美元, 几乎相当于两年前的 3 倍。2006 年, 克罗地亚、罗马尼亚、匈牙利和保加利亚的外币贷款占总贷款的比重最高, 分别为 77%、56%、50% 和 45%。波兰、斯洛伐克和捷克的外币贷款占总贷款的比重也高达 28%、23% 和 14%^③。

图 1 2007 年中东欧转型国家的负债率 (外部总债务/GDP, %)



资料来源: Transition Report 2008, <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR08.pdf>

① <http://www.imf.org/external/data.htm#data>

② http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database

③ 孔田平:《试论国际金融危机对中东欧国家的影响》,《俄罗斯中亚东欧研究》2009 年第 4 期。

债务美元化形成的原因有两个:一是国际借贷者为了防范外汇风险,不愿意提供本币贷款,只为中东欧国家提供外币贷款;二是外币贷款利率较低。在经济繁荣时期,中东欧各国汇率的持续升值导致金融市场参与者对本币汇率升值预期,再加上外汇贷款相比于本币贷款有较低的利率,这是外汇贷款扩张的主要原因。然而,在金融危机时期,西欧银行不再提供外汇贷款,并要求收回未偿债务,如此高的债务美元化程度会动摇投资者对中东欧国家汇率稳定的信心,进而出现资本流入的突然停止。此外,随着资本骤停,中东欧国家汇率大幅度贬值,由于外债都是以外币计量的,因此,加重了个人、企业和银行的偿债负担,许多公司面临偿债困难,甚至破产的危险。

3. 短期外债与外汇储备之比达到 1997 年东南亚国家水平

较高的短期外债与外汇储备之比意味着更容易发生资本骤停。弗曼和斯蒂格利茨(Fuman and Stigliz)1998 年撰文指出,高的短期外债与外汇储备之比是不谨慎的宏观经济政策和监管政策的信号,且这个指标会起到协调投资者行为的“黑子”作用。在市场预期悲观时,过高的短期外债与外汇储备之比更易遭受自我实现的资本外逃的冲击,从而导致货币危机。1997 年东南亚货币危机就是典型的例子。20 世纪 90 年代,东南亚各国经济快速增长,良好的经济基本面和金融自由化吸引了大规模资本流入,尤其是短期资本。这使得 1994~1997 年东南亚各国的短期外债与外汇储备之比迅速增大,并达到很高水平。至 1997 年 7 月,印尼、韩国和泰国这一比值都超过 1,韩国最高,达 2.06,马来西亚和菲律宾分别为 0.61 和 0.85。在对东南亚货币危机进行反思的文章中,虽然研究的侧重点不同,但几乎没有学者否认,大量暴露的短期外债使东南亚国家在面对市场预期变化和金融恐慌时显得异常脆弱^①。

较高的短期外债与外汇储备之比也是中东欧转型国家 2008 年发生资本骤停的重要影响因素。2003~2007 年的中东欧转型国家与 1994~1997 年的东南亚国家相比有两个共同的特征:第一,它们都是小型开放经济体,经济增长快速;第二,都推行金融自由化并导致大规模的资本流入。相似的经济状况和开放政策使得中东欧转型国家的短期外债与外汇储备之比迅速增大,到 2007 年年底达到较高水平。匈牙利这一指标从 2003 年的 0.65 上升至 2007 年的 1.38,斯洛伐克从 2003 年的 0.54 上升至 1.27。到 2007 年,波兰的短期外债与外汇储备之比最高为 2.75,爱沙尼亚和立陶宛较小,分别为 0.21 和 0.35(见表 3)。

^① 金洪飞:《外债的期限结构与货币危机》,《金融研究》2003 年第 6 期。

表 3 短期外债与外汇储备之比

东南亚国家	印尼	韩国	马来西亚	菲律宾	泰国
1994 年 7 月	1.73	1.61	0.25	0.41	0.99
1997 年 7 月	1.70	2.06	0.61	0.85	1.45
中东欧国家	匈牙利	波兰	爱沙尼亚	斯洛伐克	立陶宛
2003 年 12 月	0.65	2.66	0.11	0.54	0.3
2007 年 12 月	1.38	2.75	0.21	1.27	0.35

资料来源:东南亚国家数据引自 Chang R., Velasco A., Liquidity crises in emerging markets: theory and policy, NBER Macroeconomics Annual 1999, Volume 14, MIT, 2000: 11-78; 中东欧国家数据是作者根据各国中央银行数据计算而得。

(二) 中东欧国家发生资本骤停的直接诱因

国际金融危机对中东欧国家经济影响的不确定性和欧洲银行的去杠杆化是中东欧国家发生资本骤停的直接诱因。2008 年 9 月雷曼兄弟破产后,国际投资者大量撤回了中东欧国家的资本。

首先,世界经济衰退对中东欧新兴市场国家经济的影响普遍具有不确定性,国际投资者出于避险的考虑收回资本。2000 年以来,中东欧地区的贸易一体化进程不断加深,对外贸易在中东欧地区经济增长中扮演着重要角色,而欧盟老成员国是中东欧国家主要的出口国。国际金融危机使得欧洲发达国家的对外需求疲软,势必导致中东欧国家出口的严重受损,贸易逆差进一步扩大,外汇储备进一步减少,从而影响投资者对中东欧国家经济的信心。

其次,国际金融危机使美国和欧洲发达国家的金融机构陷入流动性困境,不得不依靠政府和央行的援助。美国和欧洲各国政府提出了一系列援助措施,然而这些援助要求本国银行扩大对本国企业的贷款,导致这些银行去杠杆化。银行去杠杆化的方法主要有两种:一是减少资产,主动收缩其资产负债表,即通过出售风险资产偿还债务,直至资本储备足以支撑其资产负债表;二是吸收和扩大股权资本,即增加自有资本规模,直至能支撑其资产负债表。中东欧国家资本主要来源的国际银行在危机背景下采取去杠杆化自救时,必然减少或收回对中东欧分支银行的资本注入,使得西欧银行所控制的中东欧国家银行部门受到直接冲击,这是中东欧国家发生资本骤停的导火索。

(三) 资本骤停发生的深层次原因

资本骤停现象发生的原因表面上体现为经常项目赤字、高负债率、债务

美元化、高短期外债与外汇储备比、悲观的宏观经济预期和欧洲跨国银行的去杠杆化等因素的共同作用。然而,隐藏在这些影响因素背后的深层次原因更值得我们去探讨。中东欧国家转型过程中的经济发展政策及其经济结构特点是促使资本骤停因素形成的根本原因。

首先,资本账户自由化过度使得资本大进大出成为可能。

为了实现从计划经济向市场经济的转型以及加入欧盟和欧元区,中东欧各国在 20 世纪 90 年代后期陆续放开资本账户,到 2008 年国际金融危机爆发前资本账户的自由程度都已经达到较高水平。资本账户开放包含三个主要领域:一是外国直接投资;二是国内银行或企业直接到国际上举债;三是短期以证券投资为主的资本流动。中东欧国家在转型过程中积极寻求加入经合组织和欧盟,而经合组织和欧盟要求申请者必须开放资本账户。因此,中东欧各国加快放本国资本账户,到 2008 年大部分国家不仅开放了外国直接投资,也开放了国际借贷和以证券投资为主的资本流动。Chinn - ito 指数^①是衡量资本账户开放的指数,其值分布在 -1.83 ~ 2.50 之间,取值越大表示资本开放程度越高,发达国家的指数值一般为 2.44。波罗的海三国最早开放资本账户,立陶宛和爱沙尼亚在 1998 年开放资本账户,Chinn - ito 指数已经达到英国的开放水平——2.44。2000 ~ 2004 年,中东欧各国大幅度开放了资本账户,匈牙利、拉脱维亚和捷克迅速提高资本账户自由化程度至 2.44,波兰 Chinn - ito 指数也从 -1.17 迅速提高至 0.06,而斯洛伐克经过两个阶段的开放将指数提高至 2009 年的 1.38。

资本账户的过度开放使大规模的资本在短时间内流入流出成为可能,从而使得资本在中东欧这样的转型国家顺周期流动,即在经济繁荣期大规模资本流入,而在经济危机时期资本外流。另外,资本账户的过度开放使得外国银行控制了中东欧国家的金融系统,增加了经济体面对外部冲击的脆弱性。中东欧国家的金融市场发展不成熟,其金融体系是以银行为主导的。资本账户开放后,外国银行进入中东欧国家,建立分支机构。运作的高效率和雄厚的资本使得外国银行的数量和资产总量在中东欧国家银行体系中所占的份额越来越大,对整个金融体系的运转起着越来越重要的作用。中东欧国家对外资银行的依赖从两方面影响资本骤停的发生。一方面使得国际金融危机

^① Chinn - ito 指数是钦和伊藤(Chinn and Ito)2005 年基于《汇率安排与外汇管制年报》(AREAER)提供的信息构建的衡量资本管制强度的法定开放指标,数据现在已经更新到 2011 年。

后欧洲跨国银行的去杠杆化对中东欧经济体的冲击更大,另一方面,由于外资银行发放的外币贷款比本币贷款利率低,而且在资本不断流入、汇率持续升值的情况下,存在本币升值预期,导致中东欧国家的外币贷款迅速扩张,进而促成了外债、经常项目赤字、债务美元化等影响资本骤停因素的形成。

其次,独特的经济特点使得中东欧国家在开放条件下暴露在资本骤停的风险之下。

一是较高的均衡利率和良好的投资环境吸引了大规模的国际资本流入,从而导致外币贷款的迅速扩张和债务美元化程度的不断加深。一方面,中东欧国家处于转型阶段,资本相对于劳动稀缺,均衡利率普遍较高。尽管受到《马斯特里赫特条约》的约束,中东欧国家不断调整本国利率,但与欧洲发达国家的低利率相比仍然很高。另一方面,中东欧国家具有高素质的劳动力和较高水平的人力资本,加上连续高速增长和地理优势就更受国际投资者的青睐。大规模的资本流入直接导致本币的长时间升值和经常项目赤字。由于外币贷款利率远低于本币贷款利率,而且本币长时间升值形成的升值预期使得中东欧国家的企业和个人认为申请外币贷款更加合算,因此,中东欧国家的外币贷款迅速扩张,导致信贷泡沫和债务美元化的形成。

二是低储蓄率和强劲的国内需求是经常项目赤字形成的重要原因。中东欧转型经济体与东南亚国家相比存在两点显著的不同:首先是较低的储蓄率,这意味着本国的储蓄不能弥补经济体的投资需要,使得这些国家在经济发展过程中出现投资缺口,需要外资的注入。其次是强劲的国内需求。在拉动中东欧国家 GDP 增长的三驾马车中,消费和出口占同样重要的地位,而东南亚国家是主要依靠出口拉动。外资的大量进入和强劲的进口需求使得较高经常项目赤字成为必然。

三是单一的贸易结构使得金融危机更容易传导到中东欧国家。中东欧国家主要的贸易伙伴是欧盟的发达国家,贸易结构单一,对外贸易主要依赖欧洲发达国家市场。以波兰为例,其 78.6% 的出口商品销往欧盟其他成员国,而自该地区的进口额占波进口总额的 58.8%^①。此外,波兰前 10 大出口市场中有 9 个是欧盟成员国,前 10 大进口来源地中有 6 个欧盟成员国,德国是波兰最大的贸易伙伴、最大的出口市场和最大的进口来源地。如此紧密的贸易联系是 2008 年中东欧国家经济从增长迅速陷入衰退的直接原因,也直接影响投资者对中东欧国家经济形势的预期,引起资本大规模外逃。

^① <http://pl.mofcom.gov.cn/article/ztdy/201206/20120608166177.shtml>

四是宽松的货币政策环境。中东欧国家经济在2001~2007年经历了高速增长阶段,在这期间,部分国家加入了欧盟和欧元区,其余国家为加入欧盟和欧元区做着相应的准备。《马斯特里赫特条约》是中东欧国家加入欧元区的硬性标准,其中有对长期利率的趋同要求:长期利率不应高于3个通胀率最低成员国平均值的两个百分点。而中东欧国家在转型初期长期利率普遍偏高,为了降低长期利率,中东欧各国都实行了较为宽松的货币政策。宽松的货币政策环境是产生信贷泡沫和外币贷款扩张的基础。

五是中东欧转型国家金融体系发育不健全,缺乏有效的金融监管体系,尤其对外资银行的监管更是力不从心。中东欧国家的金融体系是以银行为主体的二元体系。在转型过程中,为了加快金融体系的改革,增进金融体系效率,中东欧国家实行了银行的私有化,允许外国战略投资者和外国银行进入。然而,中东欧国家缺乏成熟有效的方法监管外资银行的活动。在这样的背景下,以外币贷款为主的信贷泡沫形成。而且,由于外币贷款大部分流入房地产市场,也形成房地产泡沫。在2008年国际金融危机爆发后,资本的大规模流出,导致泡沫破裂,而泡沫的破裂又进一步引起资本市场的恐慌,加重资本的外逃,导致资本骤停的发生。

五 对中国资本账户开放的启示

中国正在推进资本账户自由化,近期,中国国务院重要的议程之一就是上海建立自贸区,实行试点内的资本账户开放。开放资本账户将会深化中国改革进程,助力经济增长。然而,2008年中东欧国家发生的资本骤停启示我们要从风险的角度思考资本账户自由化对中国经济的影响。

中国与中东欧国家同为转型国家,在经济结构特点上有相同之处,那么,中国在开放资本账户后是否也会面临资本骤停的风险?

(一) 中国当前与资本骤停相关的宏观经济基础状况

当前,中国与资本骤停相关的宏观经济基础面良好,开放资本账户不存在发生资本骤停的风险。我们同样运用经常项目赤字、负债率、债务美元化程度和短期外债与外汇储备之比这四项指标考察中国当前的宏观经济基本面。中国是出口大国,经常项目一直处于顺差,2012年的经常项目盈余占GDP的比重为2.27%。多年来的经常项目顺差使中国积累了巨额的外汇储备,到2012年年底,余额已达到3.31万亿美元,所以,中国的短期外债与外汇储备之比很低,仅为0.163。中国的资本账户开放程度很低,仅开放外商直

接投资项目,而对债务融资和证券融资则进行严格的管制,其 2011 年的 Chinn - ito 指数为 -1.168,中国的企业和银行还不存在债务美元化和货币错配问题。另外,中国 2012 年的负债率为 8.96%^①,远低于国际警戒线。

(二) 中国迅速开放资本账户后中长期内面临发生资本骤停的可能性

从中东欧国家开放资本账户的经验可以看到,其独有的经济结构特点和经济发展政策使得在经济繁荣时期资本大规模流入,从而与资本骤停相关的宏观基本面不断恶化,最终受外部冲击导致资本骤停。中国与中东欧国家都是转型国家,在经济上具有相同点,如较高的均衡利率、良好的投资环境、不成熟的金融市场和不健全的金融监管系统等。这些特点使得中国在开放资本账户后的中长期内有宏观基本面恶化,并发生资本骤停的可能。

首先,经常项目可能出现赤字。开放资本账户后,较高的均衡利率和良好的投资环境将会吸引大规模的国际资本流入中国,这样,人民币会承受更大的升值压力,并保持持续的升值趋势。人民币的升值直接导致出口部门在国际市场上失去竞争力,尤其对完全竞争市场上的劳动密集型企业冲击很大。值得注意的是,当前中国出口中较大份额都来自于这样的企业。如果升值是中长期的,那么,其原来具有优势的劳动密集型出口产业将会消失,出口受到削弱。而外国银行进入中国后会对本国居民和企业提供外币贷款的服务,较低利率的外币贷款和升值预期会刺激国内消费,引致进口需求增长。

其次,资本账户的开放允许国内居民、企业和银行在国际金融市场借贷,外资银行会在中国设立分行开展外币存贷款业务,由于外币贷款利率较国内利率低,外币贷款业务也会像中东欧国家那样迅速扩张,中国的外部总债务和债务美元化程度都会随之扩大。另外,外资银行的资金是在全球范围内配置的,很难对其进行监管。在面临危机时,外资银行不会顾及东道国的利益,而是选择撤资,增加资本骤停发生的可能性。

最后,当证券市场向外国投资者开放后,以投机为目的的短期资本也会流入,短期债务与外汇储备比会变大。

(三) 中国为避免发生资本骤停应注意的问题

根据中东欧国家的实际经验,为减少资本账户开放后可能面临的资本骤停风险,中国应注意以下三个方面问题。

首先,加快增强本国银行的竞争力,完善本国金融市场。资本账户开放后,中国庞大的市场会吸引大量外资银行进入。外资银行具有先进的管理经验、高

^① 中国外汇管理局, <http://www.safe.gov.cn/>

效的运作方式和雄厚的资金,是国有银行强劲的竞争对手。在中东欧国家,东道国银行的竞争力较弱,使得外资银行的数量和总资产逐年提高,控制了这些国家的金融系统。因此,在开放资本账户的同时,要迅速增强本国银行的竞争力。另外,一国金融市场的健全程度直接决定了危机时外国投资者的决策。在冲击出现后,投资者更愿意将资金留在更健全成熟的金融市场。

其次,重视出口产业部门的转型升级。中国的出口部门主要是劳动密集型企业,其生产的产品在国际市场上是接近于完全竞争的,产品价格弹性较高。资本账户的开放会导致汇率有持续的升值趋势,这会严重冲击中国的出口产业部门。因此,加快出口产业部门的转型升级成为中国在开放资本账户后仍能保持经常项目状况良好的关键。

最后,着重关注外债的规模、外债的结构和债务美元化程度,加快人民币国际化步伐。外债规模、债务美元化程度和短期外债与外汇储备比等反映了宏观基础状况,是资本骤停的预警指标。如果人民币是国际货币,本国居民、企业和银行在国际市场上的借贷可以用人民币来计量,那么就不存在债务美元化和资产负债表效应。所以,加快人民币的国际化也有助于减少发生资本骤停的风险。

总之,中国当前与资本骤停相关的宏观基础状况较好,开放资本账户后短期内不存在资本骤停风险。但鉴于中东欧国家的经验,在中长期内存在宏观基础状况恶化,有发生资本骤停的可能。因此,中国应加快金融体系改革,增强国内银行的竞争力,健全金融市场,避免外资银行控制国内金融系统。完备金融监管体系,对外资银行进行有效的监管。密切关注外债的规模、外债的结构和债务美元化程度等宏观经济基础状况,加快人民币国际化步伐。另外,对实体经济结构进行升级和调整,保持出口产业部门在国际市场的竞争力,以避免人民币升值导致的经常账户状况恶化。

主要参考文献:

1. Dornbusch R., Goldfajn I., Valdés R. O., et al., Currency crises and collapses, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995(2): 219 - 293.
2. Calvo G. A., *Capital flows and capital - market crises: the simple economics of sudden stops*, 1998.
3. Krugman P., A model of balance - of - payments crises, *Journal of money, credit and banking*, 1979, 11(3): 311 - 325.
4. Flood R. P., Garber P. M., *Collapsing exchange - rate regimes: some linear examples*, *Journal of international Economics*, 1984, 17(1): 1 - 13.

5. Obstfeld M. , Rational and self – fulfilling balance – of – payments crises, 1986.
6. Obstfeld M. , The logic of currency crises, Springer Berlin Heidelberg, 1995.
7. Obstfeld M. , Models of currency crises with self – fulfilling features, European economic review, 1996, 40(3) : 1037 – 1047.
8. Krugman P. , Bubble, boom, crash: theoretical notes on Asia ’ s crisis, MIT mimeo, 1998.
9. Sachs J. D. , Creditor panics: causes and remedies, Cato J. , 1998, 18: 377.
10. Krugman P. , Balance sheets, the transfer problem, and financial crises, International finance and financial crises. Springer Netherlands, 1999: 31 – 55.
11. Montiel P. J. , The Simple Analytics of Sudden Stops, Open Economies Review, 2013: 1 – 15.
12. Calvo G. A. , Izquierdo A. , Mejia L. F. , On the empirics of sudden stops: the relevance of balance – sheet effects, National Bureau of Economic Research, 2004.
13. Calvo G. A. , Izquierdo A. , Mejía L. F. , Systemic sudden stops: the relevance of balance – sheet effects and financial integration, National Bureau of Economic Research, 2008.
14. Efreimidze L. , Schreyer S. M. , Sula O. , Sudden stops and currency crises, Journal of Financial Economic Policy, 2011, 3(4) : 304 – 321.
15. Caner M. , Koehler – Geib F. , Vincelette G. , When do sudden stops really hurt? World Bank Policy Research Working Paper Series, Vol, 2009.
16. Sula O. , Surges and sudden stops of capital flows to emerging markets, Open Economies Review, 2010, 21(4) : 589 – 605.
17. DG Tresor, Which emerging countries have experienced a sudden stop of capital inflows during the recent crisis? Tresor – Economics, 2010.
18. Chang R. , Velasco A. , Liquidity crises in emerging markets: theory and policy, NBER Macroeconomics Annual 1999, Volume 14, MIT, 2000: 11 – 78.
19. Chinn M. D. , Ito H. , A new measure of financial openness, Journal of Comparative Policy Analysis, 2008, 10(3) : 309 – 322.
20. Furman J. , Stiglitz J. E. , Bosworth B. P. , et al. , Economic crises: evidence and insights from East Asia, Brookings papers on economic activity, 1998(2) : 1 – 135.
21. 余永定:《亚洲金融危机 10 周年和中国经济》,《国际金融研究》2007 年第 8 期。
22. 孔四平:《试论国际金融危机对中东欧国家的影响》,《俄罗斯中亚东欧研究》2009 年第 4 期。
23. 金洪飞:《外债的期限结构与货币危机》,《金融研究》2003 年第 6 期。
24. 庄起善、王席:《中东欧国家金融银行业开放过程中的不稳定因素研究》,《复旦学报(社会科学版)》2009 年第 6 期。

(责任编辑:李丹琳)