



中国安徽一家工厂的工人，该厂产品主要出口欧盟。

Eswar Prasad、Raghuram Rajan 和 Arvind Subramanian

经典经济理论告诉我们，从净值来看，金融资本应当从富裕国家流向贫困国家。也就是说，它应该从人均资本较多的国家——这些国家的资本收益相对较低——流向资本较少的国家——这些国家存在更多的未被利用的投资机会。从理论上来说，这种资本流动可以向贫困国家提供更多的金融资源，使它们能够在诸如设备、机器和基础设施等实物资本方面进行投资，进而变得富裕起来。这种投资还可以改善贫困国家的就业水平和收入水平。

人们自然期待，随着金融全球化（即各种金融资本的跨境流动）的深入，从工业化国家向发展中国家的资本流动将会增加，进而可以使所有国家变得更为富裕。Robert Lucas 在 1990 年发表的一篇著名论文中指出，富裕国家向贫困国家流动的资本非常少，与理论预期的水平存在天壤之别。诚然，在过去 15 年中，金融全球化浪潮汹涌。那么是什么原因造成了 Lucas 所认定的实证悖论？日益强化的金融一体化是否能够解决这一问题？

引人注目的是，随着时间的流逝，这种悖论似乎得到了强化。如图 1 所示，资本输出国相对于美国的平均收入已经落后于资本进口国相对于美国的平均收入。也就是说，资本正在从贫困国家流向富裕国家。

当然，最近发生的美国经常账户赤字和中国经常账户盈余，是资本从低处向高处流动的主要原因之一。但这似乎不是故事的全部。当前，许多工业化经济体都保持着经常项目赤字，而大多数新兴市场经济体则维持着经常项目盈余。图 1 也显示，资本向高处流动并不完全是一种新的现象，在 20 世纪 80 年代就曾发生过类似的情况。

流入和流出发展中国家的资本包括官方资本，例如作为外国援助的流入以及以累积国际储备形式存在的流

外国资本是否与经济增  
长存在联系？如果不存  
在联系，那为什么“从  
低处向高处流动”？

出。除了早先探讨过的基本收益率的考量以外，这些流动还受其他一些因素的驱动。私人资本流动是否能够更好地与经济理论保持一致？令人欣慰的是，外国直接投资（FDI）确实从富裕国家流向了贫困国家。虽然随着时间的流逝，FDI 的重要性正在逐步得到加强，然而 FDI

只占流入发展中国家私人资本的 40%，并且其在资本流动总额中所占的份额更小。此外，所有资本流动的模式最终是与一国适合金融投资的资源类型密切相关。本文将对资本如何在全球进行配置以及外国资本是否真正推动了发展中国家的经济增长进行探讨。

### 对悖论的分析

如果能够进行深入的分析，Lucas 悖论或许不像人们所认为的那种。毕竟，许多发展中国家正在遭受各种问题的困扰——不完善的基础设施、文化程度很低的劳动大军、腐败以及拖欠外国债务的偏好——从而降低了投资的风险收益。这些问题可以解释为什么资本不像人们期待的那样，大规模地流向发展中国家。外国投资者在这些国家投资所获得的风险收益，其收益率可能远远低于原来的预期，因为这些预期仅仅建立在相对缺乏的资本和相对丰富的劳动力就会带来较高的回报的理想之上。

无论如何，流向非工业化国家的资本应该更多地流向那些增长速度最快，因而拥有最多投资机会的国家。然而事实果真如此吗？

为了对该问题进行分析，我们根据 1970—2004 年的平均增长率，按照从低到高的顺序，对 59 个发展中国家进行分类。按大体相等的总人口，将这些国家分为 3 个组。由于中国和印度的人口总量过于庞大，我们对其另行处理。将每一组的经常账户赤字相加，并利用美国



消费价格指数来消除通胀因素，使其具有可比性。从理论上讲，向发展速度最快的国家流动的资本应该最多，向发展速度最慢的国家流动的资本应该最少。

图2表明，1970—2004年期间以及更短的时段内，向增长速度较高的发展中国家流动的外国资本净额，小于向增长速度中等以及较低的国家流动的净额。2000—2004年，上述流动模式事实上出现了一些反常情况，高速增长的中国、印度以及中等增长速度的一些国家向外输出了大量资本，而低增长速度的国家则接收了大量资本。流向发展中国家的资本与该国增长速度并不同步的现象，被 Gourinchas 和 Jeanne (2007) 称为配置之谜。

当我们将FDI净流动进行分析时(见图3)，上述谜团更加让人困惑。在最近一个时段内(2000—2004年)，即便是FDI的流动也与增长速度不尽一致。当然，从总体上来看，它们之间还是一致的，因为1970—2004年期间，增长速度最快的非工业化国家吸收了最多的FDI，而且中国吸收的数量巨大。这意味着增长速度最快的国家确实拥有更多的投资机会，这也是它们能够吸引更多FDI的原因。同样，它们并不是从头到尾一直在利用更多的外资，在中国的例子中，当前它已经成为资本的净输出国。

简而言之，通过对发展中国家的资本配置进行考察，我们可以发现，如果将发展中国家视为一个整体，其对外融资存在着更为明显的不合常理之处。国际资本流动中存在的悖论远比卢卡斯想象的还要严重。

### 推动经济增长

更多的外国资本为什么没有流向那些增长速度更快的非工业化国家，或者更为广泛地讲，流向那些资本显

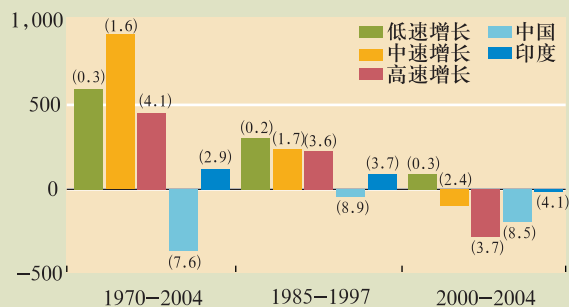
性边际生产率(也许是信用)已经较高的地方?更为重要的是,这些不正常的资本流动是否妨碍了非工业化国家的经济增长?

一项大型研究实际上已经得出了相同的结论:利用宏观经济数据很难在私人资本流入和经济增长之间建立起一种显著的因果关系。但是这是否意味外国资本对此不起一点作用?

为了用不同的方法对该问题进行处理,我们对经常

图2  
不合常理的趋势

与增长速度中等和较低的国家相比，增长速度较高的发展中国家所吸收的外国资本净值反而更少。  
(流入非工业化国家的资本总额，10亿美元)

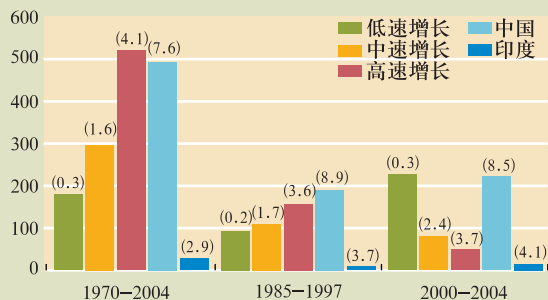


资料来源：作者的计算。

注：每一组各国的平均实际GDP增长率（在对每个国家某个时期进行平均计算以后）如括号中的数值所示。样本中的非工业化国家被分为3组，每组的总人口大致相当。中国和印度被另外加以处理。每个柱形代表经常账户赤字的累计数量（单位为10亿美元，并且用消除了通胀因素的美国消费价格指数，该指数将2004年的数值定为1，并以此作为起点），该数量是每组某一时期的加总。零刻度以下的柱形表示经常账户盈余。

图3  
更多的机遇

除最近一段时期外，更多的FDI流入了高速增长的国家。  
(流入非工业化国家的FDI净值，10亿美元)



资料来源：作者的计算。

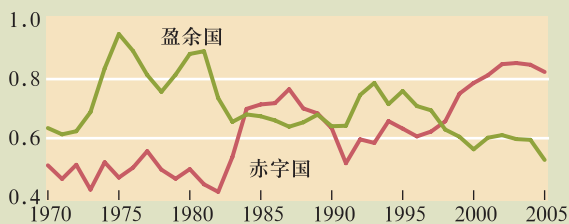
注：每一组各国的平均实际GDP增长率（在对每个国家某个时期进行平均计算以后）如括号中的数值所示。样本中的非工业化国家被分为3组，每组的总人口大致相当。中国和印度被另外加以处理。每个柱形代表FDI流入净值的累计数量（单位为10亿美元，并且用消除了通胀因素的美国消费价格指数，该指数将2004年的数值定为1，并以此作为起点），该数量是每组某一时期的加总。

图1

### 上坡或者下坡?

与美国相比，资本输出国的相对收入已经下降。

(以经常账户衡量的相对人均GDP)



资料来源：作者的计算。

注：对于每一年，我们将样本国家分为两组——该年的经常账户盈余国和经常账户赤字国。对于第一组，我们首先得出每个国家在该组所有国家经常账户盈余总量中所占的份额，然后将该份额乘以该国经过购买力平价调整的相对人均收入（以本年该样本国中最为富裕的国家作为衡量标准）。我们因而得到了盈余国以经常账户衡量的相对收入。我们对经常账户赤字国采取了同样的计算方法。通过上述方法，我们可以对盈余国和赤字国每年的相对收入进行比较。

账户收支与经济增长之间的长期关系进行了分析。经常账户收支是对一国可用于投资的外部资本总额的一种衡量工具。由于该衡量工具与国民储蓄、国民投资存在差异，因此特别适合于我们的分析目的。那些从国外贷款越多的国家，越有能力进行更多的投资（因为很少受国内储蓄的限制），因此也应该增长得更快。

我们利用每个国家较长一段时期内的平均数据，对经济增长与经常账户之间的相关性进行分析。令人惊奇的是，在51个非工业化样本国中，两者存在着正相关性（见图4）。换句话说，从长期来看，那些较少依赖外国资金的发展中国家增长速度更快。这并不是说不会出现这样一种情形，即非工业化国家在快速增长的同时还保持着较大的经常账户赤字——东亚国家在金融危机之前的情况就是一个鲜明的例证。我们试图探究，从平均水平和长期发展来看，短期外国资本带来的繁荣（也可能是冲击），是否导致增长速度最快的国家对外国融资最为依赖。然而这种情况并没有发生。

我们还对这种关系进行了一项更为彻底的统计分析，将其他一些可能促进经济增长的因素也考虑在内，并且用各种方法对结论的可靠性进行了验证。例如，我们仅对1985—1997年期间的相关性进行了分析。在某种意义上讲，该时期是全球一体化的全盛期，当时资本流动快速增长，国际金融市场相对稳定（除墨西哥货

币危机以外）。这应该是资本流入带来的收益不断涌现的黄金期。然而，在大多数情况下，非工业化国家的资本账户收支与经济增长之间的关系仍然保持着正相关性（在其余的情况中，相关性为零）。我们并没有发现经济学理论所预期的相关性为负的情况的出现。

## 开发储蓄

我们应该如何解释，一国的经济增长率与其经常账户盈余存在着正相关关系？一种可能的解释认为，这种关系反应了一国内储蓄的状况，并且受到了它的推动，而国内储蓄则是由更为深层的力量所决定，并且由增长本身带来的。毕竟，如果外国资本流入主要是受投资机会吸引，那么经济增长与经常账户之间应该存在一种明确的负相关关系。

事实上，我们发现的正的相关性显然主要受国内储蓄推动。也就是说，在给定投资水平的基础上，那些拥有较高储蓄水平的非工业化国家将拥有更高的增长速度。当然，高储蓄国家也可能拥有较高的投资水平，因此较高的国内储蓄并不意味着对外国储蓄较低的依赖。

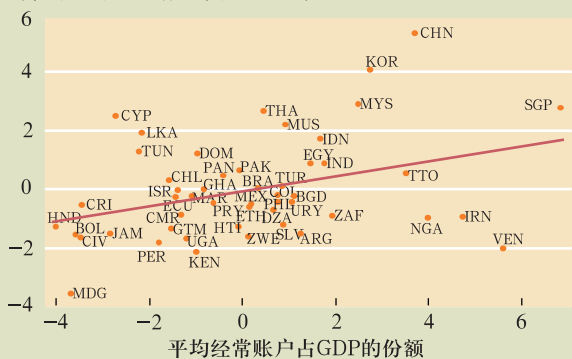
在图5中，按照投资对GDP的比率和经常账户对GDP的比率是否高于或低于平均水平，我们将非工业化样本国划分为4组。如我们所预期的那样，该图显示，那些拥有较高投资水平的国家，其增长要好于那些投资水平较低的国家。令人感兴趣的是，与那些有着较高投资水平但是在较大程度上依赖外国资本的国家相比，那些拥有较高投资率并且对外国资本依赖较少（经常账户赤字较低）的国家，其增长速度更快——平均来说，每年大约高一个百分点。

图4

### 卓尔不群

总的来讲，较少依赖外国资本的发展中国家增长更快。

（平均人均GDP增长率，百分比）



资料来源：作者的计算。

注：样本不包括孟加拉国。

ARG=阿根廷，BGD=孟加拉国，BOL=玻利维亚，BRA=巴西，CHL=智利，CHN=中国，CIV=科特迪瓦，CMR=喀麦隆，COL=哥伦比亚，CRI=哥斯达黎加，CYP=塞浦路斯，DOM=多米尼加共和国，DZA=阿尔及利亚，ECU=厄瓜多尔，EGY=埃及，ETH=埃塞俄比亚，GHA=加纳，GTM=危地马拉，HND=洪都拉斯，HTI=海地，IDN=印度尼西亚，IND=印度，IRN=伊朗，ISR=以色列，JAM=牙买加，KEN=肯尼亚，KOR=韩国，LKA=斯里兰卡，MAR=摩洛哥，MDG=马达加斯加，MEX=墨西哥，MUS=毛里求斯，MYS=马来西亚，NGA=尼日利亚，PAK=巴基斯坦，PAN=巴拿马，PER=秘鲁，PHL=菲律宾，PRY=巴拉圭，SGP=新加坡，SLV=萨尔瓦多，THA=泰国，TTO=特立尼达和多巴哥，TUN=突尼斯，TUR=土耳其，UGA=乌干达，URY=乌拉圭，VEN=委内瑞拉，ZAF=南非，ZWE=津巴布韦。

## 正在发生什么？

对于经常账户盈余与一国经济增长率之间正相关性的一种解释认为，较高的经济增长与较高的国内储蓄相关，并且较高的增长本身也导致了国内储蓄的增长。也就是说，增长迅速的国家可能对外国资本的需求较少。这种解释存在的问题比较典型的，就是，随着国家的发展（也就是说，劳动生产率得到提高），它们应该消费得更多（因为变得更为富裕）并且投资得更多（因为投资机会增多）。因此相关性无论如何都应该为负。

这正是金融系统——特别是不发达国家的金融系统应该起的作用。如果金融领域得到了深化并且变得更有效率，生产效率的持续增长不仅可以带来更多的投资（因为企业为了获得投资机会而进行借贷），而且由于消费者对自己更高收入的预期而借贷消费，从而带来更多的消费。相反，脆弱的金融领域可能将某些领域中生产率的持续增长，转变为投资增长的减少和储蓄的大幅度增加。企业用于投资的资本可能局限于由过去投资所带



来的内部资金,消费者由于不能基于更高的预期收入而借贷,从而将其由生产率增加所带来的收入增加大部分用于储蓄。

另一种可能是,脆弱的金融体系在有效沟通外国资本方面所起的作用并不大。这也可能导致外国资本与较高的经济增长之间缺乏一种正的相关关系。但是,既然发展中国家的金融体系较为脆弱,那么其生产效率的提高到底是由其他什么因素导致的?我们的推测是,全球化的力量——特别是得到改善的供应链和更多的竞争所导致的生产率的提高——使得非工业化国家获得了生产率收益,尽管其金融体系存在脆弱性。

脆弱的金融体系使得外国资本变得并不必要,也并不起什么作用,与这种看法相一致,当只对金融体系不太发达的那一组国家进行分析时,我们发现,经常账户收支与经济增长之间的正相关关系得到了检验结果的支持。在那些正在经历经济增长阶段的国家中,有利可图的投资机会所涵盖的范围,以及个人消费的水平,都有可能由于金融部门的障碍而受到限制,这就意味着投资项目将不得不主要依靠从国内储蓄中获得融资。

对外国资本的过度依赖同样可能造成有害结果。它可能导致对经常账户的偏好,而且在某些情况下,导致过高的估计(也就是汇率水平高于经济基础所能承受的水平)。接下来,这可能对制造业等关键领域的竞争力和出口造成伤害。最近有关经济增长阶段的分析显示,一个充满活力的制造部门对于保持长期经济增长至关重要。因此,对外国资本依赖的减少——以及避免过高的估价——对于外向型制造业的发展可能有所帮助。

## 必要的谨慎

我们上述分析的意义在于,当前表面上呈现的资本从贫困国家向富裕国家的反向流动,并不一定是全球金融市场无效率的表现。更进一步来讲,这可能表明,金融和其他结构性障碍,限制了贫困国家吸收外国资本的能力。

从表面意义来看,我们的分析结果显示,收益的增长与对外国资本依赖的减少之间存在着某种联系——虽然我们并没有充分的证据表明这是一种因果关系。然而,仅仅对国内储蓄的依赖,将会使非工业化国家付出代价。如果这些国家在引进外国资本方面能够拥有像工业化国家一样的条件,它们的投资和消费也就不会像现在这样少。

以上结论对于与资本账户开放有关的政策来讲到底意味着什么?对资本账户开放所带来的收益的任何探讨,可能特别专注于某个国家。我们的分析结果显示——在国内金融领域尚不发达,并且有必要避免由资本流入导致的汇率高估的情况下——对某些形式的外国资本的流入保持更为谨慎的态度是很有必要的。与此同时,金融开放本身对于促进国内金融发展,获得金融资金和更好增长机会所带来的收益,是十分必要的。

这种紧张局面应该如何加以解决?一种可能的解决办法就是,必须做出肯定而值得信赖的承诺,保证在未来某一特定时间内对金融市场进行整合,从而在不受资本流动带来的不利影响的情况下,给予国内金融体系以充分发展的时间,并且通过延缓外国竞争的方式,鼓励参与者为金融一体化做好准备。最近的一个例子就是,作为加入世界贸易组织所做承诺的一部分,中国必须向外国竞争者开放其金融领域,中国为此正在鼓励其金融领域的改革。

为更好地了解如何增强一国对外国资本的吸收能力需要更多的研究,这进而可以使发展中国家在其发展过程中能够从外国融资中受益。

Eswar Prasad, 康乃尔大学贸易政策系Nandlal P. Tolani 高级教授; Raghuram Rajan, 芝加哥大学商学院Eric Gleacher 突出贡献教授; Arvind Subramanian, IMF 研究部副主任。

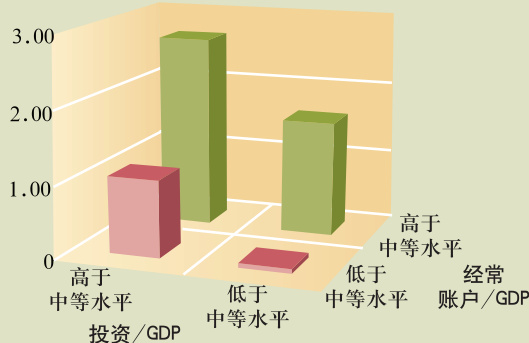
本文建立在作者即将出版的IMF 工作论文基础之上,该工作论文包含了详细的结论和参考文献。

图5

### 更少的依赖

与那些对外国资本有着更多依赖的国家相比,拥有较高投资率和较低经常账户赤字的国家,其经济增长速度更快。

(平均人均GDP增长率,百分比)



资料来源:作者的计算。

### 参考文献:

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle," IMF Working Paper, forthcoming.

Lucas, Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" American Economic Review, Vol. 80 (May), pp. 92-96.