





金融 全球化： 别再 指责

用考察金融全球化的新途径来重新衡量其成本与收益。

*M. Ayhan Kose、Eswar Prasad、Kenneth Rogoff*和魏尚进

金融全球化——一种日益兴盛的跨国资金流动现象——经常被指责为引起了一系列的破坏性经济危机，动摇了20世纪80年代后期拉丁美洲和20世纪90年代的墨西哥以及少数亚洲国家等很多新兴市场的根基。这些市场的混乱和破产的后果招致了大量的指责，特别是一些人认为发展中国家过于匆忙地取消了对资本的控制——这使得发展中国家面对快速的资本运动和市场“羊群效应”的严厉条规时变得很脆弱。一些人还公开指责他们所见的一些国际机构鼓励资本账户开放，却不重视建立能够在坏时局下引导市场的强劲机构的必要性。

与学院派经济学家一致认为的相反，贸易自由化大体上来说对工业国和发展中国家有利，实践家们和学术家之间在金融全球化的成本与收益的问题上就这一论点进行了激烈的辩论。一些经济学家（例如：Dani Rodrik、Jagdish Bhagwati和Joseph Stiglitz）认为不受约束的资本流动扰乱了全球金融

的稳定，引起了控制资本和其他国际资产交易的呼声。另一些人（包括Stanley Fischer和Lawrence Summers）认为，一般来说，事实证明，提高资本流动的开放度对于那些寻求将收入从低水平提升到中等水平的国家来说是至关重要的，同时，这加强了工业国之间的稳定性。这次辩论明显和经济政策有很大的关联，特别是鉴于像中国和印度这样一些重要的经济体最近采取开放资本项目的步骤。

抛开辩论，我们整理出一个框架来分析大量的而且日益增加的关于金融全球化的成本与收益的研究成果。我们的框架从经济增长和动荡的角度，为全球金融流动的宏观影响提供了一个全新的视角。我们系统地验证各种各样的证据，比如发展中国家是否能从金融全球化中获利，金融全球化本身是否导致经济危机。我们发现，金融全球化既不像一些拥护者声称的那样是一颗刺激经济增长的神奇子弹，也不像其他人所描述的那样是一场不可掌控的危机。

未予回答的问题

金融全球化最近的浪潮真正出现在20世纪80年代中期，很多国家本着对跨境的资本流动能带来更快的经济增长和更稳定的消费的预期，放松了对资本的控制，对这种全球化的浪潮起到了推波助澜的作用。我们假设这些收益是巨大的，尤其那些缺乏资本、收入不稳定的发展中国家，比其他国家收益更大。

发展中国家中的一个组别新兴市场经济体积极参与金融全球化，一般来说，比起那些没参与的国家明显地出现了快速增长（见图1）。但是大多数使用跨国经济增长回归分析方法分析金融开放和增长之间关系的研究，并不能证明资本项目开放产生了大量的增长收益。原因可以归结为衡量金融开放度是困难的。比如，大量被使用的资本控制方法（对资本项目交易的限制）不能反映出各国所实施的控制有多大的有效性，而且不能一直反映出经济体与国际资本市场一体化的真实程度。最近几年，人们在发现更好的资本控制办法，搜集整理出有关资本流与国际财产存量和债务的更可靠的数据方面取得了很大的进步。基于改进了的金融一体化衡量尺度的研究开始寻找金融全球化对增长的积极影响的证据。但是这些证据仍旧无法得出任何结论。

没有系统的证据证实金融一体化是经济危机的直接的決定因素。对这种危机——包括资本流入的突然中断、经常项目逆转和银行危机——有不同看法的作者们没有发现证明那些对金融流动更加开放的国家比起那些不开放国家来说更加容易出现经济危机的证据。

尽管经济危机受到了最高的关注，但它们只是宏观经济不稳定性的更一般现象的具体表现。关于这个问题，结果不那么讨人喜欢：金融全球化并没有

提供改善经济危机的分摊机制和减少发展中国家消费不稳定性的保证。

总的来说，金融全球化的影响还没有定论。尽管存在一些经验性的证据支持一些时常引用的主张，这些主张认为经济全球化导致了过去30年中出现的经济危机，但是令人难以捉摸的是，另一些关于金融全球化有利于促进宏观经济繁荣的证据也是存在的。考虑到跨国增长回归分析的缺点，有没有其他的方法可以弄清楚金融全球化的效应呢？

无法平衡

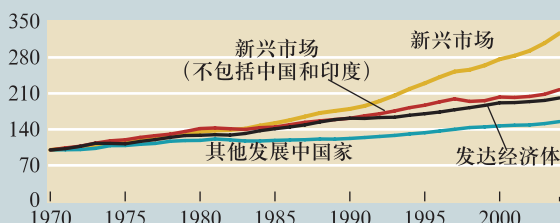
关于金融全球化中经济增长和不稳定性效应的另外一个视角是以各种不同类型的资本流动之间的差别为基础的。二者之间是显著相关的，因为国际金融流动的构成成分已经随着时间明显改变。

外国直接投资（FDI）现在已经成为了新兴市场经济体私人资本流的主要来源（见图2）；股票流量的重要性增加了，相反债券流量减少了。据推测，FDI和证券投资组合流更加稳定并且不易逆转，并且人们相信它们会带来金融全球化的许多间接收益，例如管理和技术专长的转让。相反的，债券流量被普遍认为更有风险；特别是它们的周期性和极度的不稳定性这一事实，会扩大对经济增长的负面冲击的不利影响。

新兴市场经济体的证券投资组合流日益增长的重要性推动了大批关于股票市场开放的增长效应的研究。这些研究文章一致认为开放对产出增长有重大的积极影响。在我们的观念中，已经评估出的增长效应是否会加速其他因素的作用——尤其是趋向于伴随这些开放而进行的其他改革——仍然是一个有

图1
不计成败

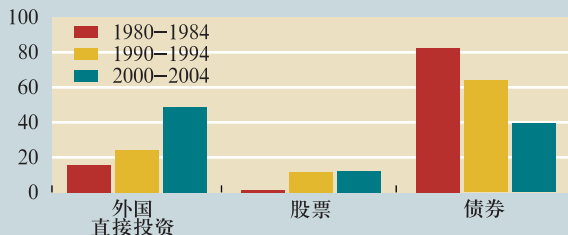
尽管一些新兴市场经济体爆发了危机，但是在过去30年里，这些国家的表现比其他国家更加突出。（人均GDP，以购买力平价衡量；1970年=100）



资料来源：IMF，《世界经济展望》；世界银行，《世界发展指标》。

图2
在上涨

目前，比起其他形式的资本流动，新兴市场吸引了更多的FDI。（新兴市场总资金流的构成，占总量的百分比）



资料来源：国家外部财富数据库，Philip R. Lane和Gian Maria Milesi-Ferretti，“国家市场的外部财富II：修订与扩展的外国资产与负债估计数，1970—2004年。”IMF工作报告，No.06/69（华盛顿：IMF，2006）。



待讨论的话题。另一方面，大量支持股票开放的利益的宏观证据的微观经济学数据（使用产业和公司层面的数据）正在增多。其中一些文章也证明了各种理论渠道在实证上的相关性，这些理论上的渠道将股票市场的开放和经济增长联系在一起，包括投资增长和全要素生产率增长。

有趣的是，尽管普遍同意FDI最有可能创造正的增长收益，但是在综合数据中的收益比伴随股票流量而来的收益更难察觉到。幸运的是，最近的研究使用微观数据，开始确定FDI确实对产出和生产率增长有大的溢出效应。

到此为止我们所回顾的证据中可以得出一个关键的主题：金融开放的许多收益在使用宏观经济数据在进行跨国分析时似乎被掩盖了，但是在使用微观数据进行单个国家的分析时却是显而易见的。基于微观数据的分析方法能更好地解决因果效应，反映出不同渠道的相对重要性，金融一体化通过这些渠道影响增长。

一些经济学家曾使用微观数据来评估资本控制的成本。这些控制似乎引起了公司（和个人）行为的扭曲，使他们调整自己的行为以逃避资本管制。通过切断一个经济体与竞争力的联系，资本管制也可能减弱市场规则。因此，这些控制的存在似乎导致了个体企业或部门层次上的大量实际费用。

使这些证据言之成理

我们现在引入一个概念上的框架，将这些不同系列的证据聚合在一起，以便弄清楚为什么不同层次上分别得出的经验性证据会导致不同的结论。

这个框架的一个基本的构建元素是这样观点：成功的金融全球化不是单纯的扩大本国投资的融资渠道，但是它的收益具有催化作用而且是间接的。比扩大融资渠道给增长带来的直接效应更重要的是，资本流是如何带来那种我们所标榜的金融一体化的潜在间接收益的（这样说正因为它们也许不是国家进行金融一体化的主要动机）。越来越多的研究表明金融开放可以促进本国金融部门的发展，加强宏观经济政策的纪律，通过本国公司与国外新进入者的竞争产生效率收益，同时释放出能使政府和公司改善治理结构的力量。这些间接的收益能够提高效率 and 全要素生产率的增长。

认为金融全球化主要通过间接渠道影响增长的观点强烈暗示对其收益进行经验性分析。制度建设、加强市场纪律和深化金融部门就像从这些渠道实现增长收益一样从容进行。这也许解释了为什么在短

期内更容易察觉到金融全球化的成本代价而不是收益。更根本的是，在长期内，如果一个人在试图解释增长的跨国回归模型中，包括了结构、制度和宏观经济政策变量，要在实证性的著作中发觉金融一体化带来的生产率增长收益也是非常困难的事情。毕竟，金融一体化正是通过这些渠道带来了增长（见图3）。

“尽管我们已经意识到
在解释跨国增长的证据时的困难，
我们还是很欣慰地看到
金融市场一体化
正在通过一些间接渠道运作着。”

当然，我们不应该夸大金融一体化所产生的间接益处。同样可信的是，与其他渠道一视同仁，我们也不能否定传统渠道的重要性——金融一体化可以通过放松对国内低储蓄率的限制和减少资本成本来增加投资。但是我们认为先前的研究过分强调了这些传统的渠道。

我们概念上的框架有实际经验上的价值么？我们现在把注意力放到将证据编组来支持我们的中心论点——金融全球化会产生巨大的间接收益。

金融一体化的间接收益

金融一体化的潜在间接收益在三个关键领域显得尤为重要：金融部门的发展、制度体系的质量和宏观经济政策。

大量的研究显示国际金融流动对于国内金融市场的发展起到重要的催化剂作用。这点在对银行部门和股票市场的规模大小的简单测量以及更广泛意义上的金融市场发展（包括监管和规则制定）方面都有所体现。

基于不同分析技术的研究（包括对不同国家案例的研究）得出这样一个结论：一个国家中外资银行越多，该国的金融服务质量就越好，金融中介的效率也越高。对于股票市场，压倒性的理论假设认为外资入驻本国会增加效率，而也同样有证据证明此假设。事实上，在证券市场开放之后股票市场确实趋向于规模更大，流动性更强。

实际经验的证明也显示出金融全球化使得许多

国家调整它们的公司治理结构，以应对国外竞争者和国际投资者的需求。此外，金融部门中的来自于良好监管国家的国外直接投资（FDI）趋向于支持新兴市场经济体的制度发展和治理的改进。

资本项目的开放也会给宏观经济政策带来影响，它会增加与疲软政策相关的潜在成本，同时也会放大有利政策下的效益。正是由于资本项目的开放，使得一国对于国际游资的转移更加敏感，它才能为一国制定更好的宏观政策提供指示性的信号，以便减轻出现这种转移的可能性和其不利的后果。虽然在这一点上经验性的证据很具有启发性，但可惜比较缺乏。金融高度开放的国家在治理通货膨胀方面好像可以取得更好的货币政策效果，但是却没有任何证据显示金融开放和更好的财政政策之间存在着系统性的联系。

我们在该部门观察到的证据几乎不具有决定性，但是它的确始终如一地表明国际金融一体化就是生产率增长收益的催化剂。尽管我们已经意识到在解释跨国增长的证据时的困难，我们还是很欣慰地看到金融市场一体化正在通过一些间接渠道运作着。

一个复杂因素：准入门槛

一些相关研究已经解决了这样的问题：如果金

融开放在对一个国家产生好的增长收益的同时，会降低危机爆发的风险，那么什么初始条件是必需的。这些条件是什么呢？

金融部门的发展，是金融全球化所能带来的增长的程度和稳定收益的关键决定因素。一个国家的金融部门越发达，通过直接和间接渠道的资本流所带来的增长收益就越大，该国家的抗风险能力也越强。

金融部门高度发展的另外一个收益就是它对宏观经济的稳定性有正的影响，而这反过来又暗含着关于资本流动的规模和组成结构的信息。在那些缺乏深层次金融部门的发展中国家，资本流动方向的突然改变往往会引发或加剧繁荣—崩溃的周期循环。此外，开放不适当的或管理不当的国内金融部门也许会导致许多和金融一体化相关的危机的发生。

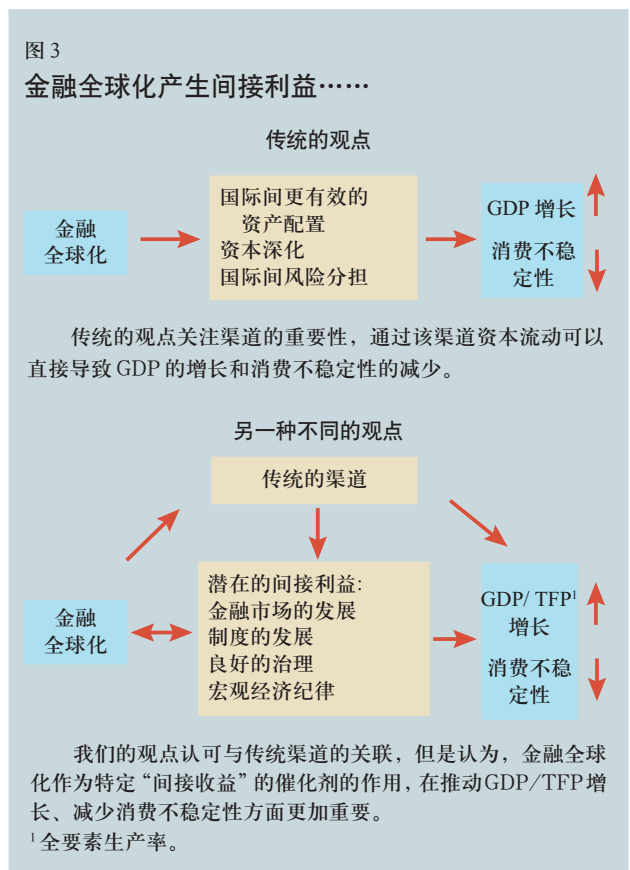
制度的质量在决定金融一体化结果和金融一体化真实水平中都扮演着重要的角色。它对流入发展中国家的资本构成也有很大影响，这是它影响宏观经济结果的另外一种方式。良好的制度有助于使一国的资本结构向外国直接投资（FDI）和股票投资组合流量倾斜，而这往往会带来更多的金融一体化的间接收益。

国内宏观经济政策的质量看起来也会影响流入资本的水平 and 组成，同时也影响该国面对危机的脆弱性。健全的财政和货币政策增加资本项目开放带来的增长收益，并且通过开放的资本账户转移国家的危机。此外，对于疲软金融体系下的经济体来说，开放资本项目和固定汇率制度并不是一个吉利的组合。一个不得已的情况也许会出现：当一个国家开放资本市场时，刚性的汇率制度会使这个国家面对危机时更加脆弱。

贸易一体化改善了对与金融一体化有关的成本效益的权衡。它同样也减少了伴随着金融开放出现危机的可能性，而如果危机真的出现时，它也会降低这些危机的成本。因此，近期的研究巩固了以前的文献中提到的情况，这些文献赞同把贸易自由化放在资本项目开放之前。

这一讨论认为存在着一些基本的支持性条件或是准入条件，这些条件决定了在什么样的潜在成本收益组合下一个国家灭亡。正是金融全球化和一系列的初始条件之间的相互作用决定了经济增长和不稳定性的结果（见图4）。

图3和图4的比较说明了在金融全球化中成本和收益之间基本的紧张状态。很多准入门槛与间接收益类似。换一句话说，就是金融全球化是大量重要的间接收益的催化剂，但如果在这些方面初始条件不充分的话，金融全球化会大大提高风险—收益比率。





另一种准入条件与一体化本身的水平相关。工业国与全球金融市场一体化的程度要高很多，它们在使用国际资本流来进行有效的资本配置方面比新兴市场经济体明显做得好，因此提高了生产率收益，并共担着收入风险。这是否就意味着为了实现这些间接收益，发展中国家惟一的希望就是达到与工业化国家相类似的金融一体化水平，而在这条路上它们会遇到不可避免的风险？毕竟，如果短期成本表现为危机的形式，那么它们就会产生持续的消极后果，而这会减损长期增长收益。更进一步，与这种短期后果有关的分配效应对于那些低收入国家来说可能格外痛苦。

风险—收益的计算

我们有关金融全球化的文献的综合看法（尽管对文献中有关总体收益持保留的积极态度）认为，当一个国家从与国际金融市场低的融合过渡到更多的融合时，它们很有可能遇到重要的难题。对于发展中国家来说，金融全球化看来似乎有可能带来一系列的间接收益，这些收益可能有助于推进长期增长和福利。与此同时，如果一个国家开放它的资本项目却没有适当的基本支持条件，那么获得收益将可能会推迟，而该国家面对资本流的突然停止时也会变的更加脆弱。这是金融全球化过程中成本与收益之间的一个基本紧张状态，也许是很难避免的。

这是否暗示着一个希望在金融全球化中获得间接收益的国家除了接受实际存在的危机风险就别无其他的选择？或者换个说法，发展中国家会试着将它们国内政策和机构制度的质量提高到一个可接受的水平来抵御外部的影响么？我们认为尽管风险不能完全规避，但在金融全球化中可以找到改进风险—收益的计算方法的途径。然而要找到一个适用于所有国家的开放资本项目的统一的方法似乎是不可能的。

“一些关于金融全球化对发展中国家的影响的极端有争议的论断，与其去证实它们，不如笼统地承认它们更容易一些。”

间接收益的观点可能给推进资本项目开放提供一个方法，该方法把某一单个国家的环境（初始条件）考虑进去，当然也包括对于该国来说不同的间接收益中相对的优先事项。依据一国的内部扭曲——尤其是那些和国内金融部门相关的扭曲——人们原则上可以设计出一个资本项目开放的方案，该方法能使相关风险最小化的同时实现特定的收益。虽然针对这些话题我们已经列出了一个思考框架，然而在有关此类方法的具体细节方面得到有力的政策结论之前，我们显然需要在诸多领域中进行更深层次的研究。

同时，我们应该认识到，一些关于金融全球化对发展中国家的影响的极端有争议的论断，与其去证实它们，不如笼统地承认它们更容易些。

M. Ayhan Kose, 经济学家; 魏尚进, IMF 研究部处长; Eswar Prasad, 康乃尔大学贸易政策专业 Nandlal P. Tolani 高级教授; Kenneth Rogoff, 哈佛大学公共政策专业 Thomas D. Cabot 教授和经济学教授。

该文章是在IMF研究论文(189期第6页)“金融全球化: 一个重新评价”的基础上完成的。与该题目相关的参考文献清单以及本文所引用的一些资料的主要来源请查阅此论文。

