

香港傳真

(香港) 桑尼研究有限公司
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2009-59

2009年10月29日

論國際投機資本影響的中性化問題

中國 WTO 研究會副會長 劉光溪

20 世紀 90 年代以來，國際金融市場領域一直危機頻發，歐洲貨幣體系危機、墨西哥金融危機、東南亞金融危機都是生動的例證。在這些危機當中，國際投機資本的身影一直出沒其中。當前，隨著我國經濟不斷走向世界、金融領域改革的不斷深化和金融開放程度擴大，如何應對國際投機資本已經成為一個重要研究議題。在此，我們在綜合以前學者有關研究的基礎上，通過澄清當前對“熱錢”及國際投機資本的一些錯誤理解，以期客觀認識國際投機資本的中性化特徵。

一、國際投機資本基本概念

(一) 投機 — 市場經濟固有的中性概念

投機，指的是通過承擔市場交易中的風險，以求從價格變化中獲利的交易行為。投機者是願意承擔風險的人，他們通過建立某種資產的多頭或空頭，以獲取預期利潤。

投機是中性的，其原因有二。首先是投機者雖取得風險利潤卻也因此承擔了風險；其二，如果任何一個市場只有風險避險者而沒有風險承擔者，這個市場就會喪失活力。事實上，風險厭惡者和風險愛好者是任何一個市場不可分割的兩個方面，二者相輔相成、缺一不可。

在市場經濟中，投機應該更多的被視作是一種機制。投機有利於促進競爭、形成合理的價格，並通過價格和競爭機制在市場經濟中發揮作用。經濟學原理表明，沒有投機，市場乃至整個經濟的風險會更大。因為，缺乏投機資本運動的經濟體制會掩蓋和積累鉅大的風險，而一旦經濟出現困難，則風險會集中爆發，易造成經濟的動盪。

(二) 國際投機資本

國際投機資本，在其定義問題上，各國學者眾說紛紜，莫衷一是。在《新帕爾格雷夫經濟學大辭典》（1992版）中，國際投機資本被定義為：“在固定匯率制度下，資金持有者或者出於對貨幣預期貶值（或升值）的投機心理，或者受國際利率差收益明顯高於外匯風險的刺激，在國際間掀起大規模的短期資本流動，這類移動的短期資本通常被稱為游資”。Jagdish Handa在他的*Monetary Economics*一書中，將國際投機資本定義為：“在國家之間流動的，對匯率的預期變化、利率的波

動、安全和可兌換性安排極為敏感的資金”。¹ 我國學術界一般把國際投機資本理解為以短線投資獲利為目的的投機性資金。馮建華認為，國際短期資本也叫國際投機資本，是指經常在國際或國內金融市場之間快速調入撤出的短期資金，以套取高額利潤為目標，即“熱錢”。²

本文認為，“熱錢”是一個內容模糊的媒體概念，因為其可以被定義為非法資本移動，短期資本流動及國際游資等，而不是一個規範的經濟學術語。作為研究，國際投機資本的概念更加合適和科學。根據與實體經濟的關係，國際資本流動可以分為兩大類：一類是與實體經濟的生產或交易發生直接聯繫的國際資本流動，如為取得他國公司控制性所有權的直接投資等；第二類是與實體經濟的生產或交易不發生直接聯繫的國際資本流動，如國際證券市場上不以獲取企業控制權為目的的證券買賣、外匯市場上與商品進出口沒有直接聯繫的外匯買賣等。

在與實體經濟的生產或交易不發生直接聯繫的國際資本流動中，那些獨立於商品生產流通之外、無固定投資領域的，通過主動承擔風險來追求高額短期利潤，進而在各國市場間迅速轉移的短期資本，稱作國際投機資本。據此可知，對於一些看好中國經濟發展潛力，投資期限較長，同時兼得人民幣升值好處的投資不能被算作國際投機資本。

在現代國際經濟中，長期資本與短期資本並存，投機與投資並存。某些長期資本在一定條件下可以轉化為短期資本，進而轉化為國際投機資本；反之，某些以國際投機資本形態進行的投資也可能因投資對象有利可圖而轉化為投資。由此可見，國際投機資本只是資本的一種存在方式而已，國際資本是否以國際投機資本的形式進入一國，

¹ Jagdish Handa : *Monetary Economics*, (倫敦) Routledge 2000 年。

² 馮建華：〈“熱錢”湧入中國〉，《北京週報》2003年9月16日。

關鍵在於是否具備可能的條件。

(三) 國際投機資本的特點

1、規模大，彈性強

國際投機資本不僅資金來源廣泛，數量鉅大，而且它還會通過自有的融資渠道將投機資本的規模放大多倍，其中突出的例證是金融機構的槓桿貸款業務。

2、敏感性高，投機流動性強

國際投機資本對一國或世界經濟金融現狀和趨勢、各金融市場間價差、價格波動、有關國家經濟政策等高度敏感，並能迅速做出反應，具體表現為：有利可圖，它們便迅速進入；風險加大，則瞬間逃離，表現出極大的流動性。此外，借助發達的電子通訊技術，它可以高速周轉，快速流動，追逐高額利潤。

3、風險性高，收益性高

國際投機資本借助槓桿效應，一方面由於形成規模鉅大的投機資本規模，使其風險成倍增加，但另一方面，一旦投機成功，其收益將被放大若干倍。

4、示範效應

國際投機資本在最初引導投資流向及引爆投機流動風險時，會引起其他中小投資者的跟風行為，即“羊群效應”。

(四) 國際投機資本發展的條件

1、經濟、金融的國際化和金融自由化的發展

20世紀80年代以來的金融自由化浪潮，美、日、英等國在80年

代逐步實現了貨幣的可兌換。90年代，亞洲等新興發展中國家亦放鬆資本管制，這些資本項目的開放無疑促進了國際投機資本的蓬勃發展。

2、高度發達的電子通訊技術

各金融機構為在國際金融市場競爭中致勝，競相提供創新的金融工具和服務，而發達的電子通訊技術為資本的快捷流動提供了便利，提高了資本的運作效率。

3、金融市場的發展及開放程度

金融市場的發展及開放程度主要體現在兩個方面：金融衍生工具及市場的發展和國際投資證券化發展。金融衍生品交易是一種的高風險、高回報，吸引了大規模的投機性資本。由於資本可以在全世界自由流動，全球各地的金融衍生品市場已成為一個游資充斥的投機市場；資本證券化的發展，極大地增強了資本地流動性和運作效率。投資證券化的發展還實現了資本期限的優化設計，使得長期資本與短期資本可以方便地轉化，這進一步地推進了國際投機資本的發展。

4、市場經濟及政府調控的缺陷

市場經濟決定了風險的客觀存在以及風險轉移過程當中的不確定性，這都為投機預留了空間。加之市場經濟作為“看不見的手”，政府在做出經濟決策時不可避免的存在這樣那樣的缺陷，從而也為投機提供了機會。隨著經濟全球化，金融自由化的發展，國際投機資本的投機機會和投機空間進一步拓寬。

(五) 國際投機資本的來源

界定國際投機資本的投資主體有助於我們區分國際投機資本和跨境資金流動。目前，我國金融機構、企業和個人持有大量的對外資產。當匯率和國內外資產價格發生變化時，出於規避風險和資產保值

目的，資產持有者會在不同幣種和不同金融市場間調整資產的頭寸，由此而引發的資本移動應該被視為跨境資本流動，而非國際投機資本。根據當前國際金融市場的發展，國際投機資本的投資來源主要有以下幾類：

1、投資基金

隨著越來越多的投資者將自有資金交由專業的基金投資經理管理。加之二級市場金融證券投資的固有投機本性，投資基金，尤其是對沖基金，進行投機在所難免。此外，世界上越來越多的退休基金和保險基金轉向金融市場的投資和投機活動，使得投機市場的規模變得深不可測。

2、投資銀行及其他非銀行金融機構資金

投資銀行及其他非銀行金融機構的一項主要業務就是從事金融投資投機活動，它們本身擁有龐大的資本金、資產和融資渠道，構成國際投機資本的主力軍。雖然這次經濟危機使得傳統的投資銀行大傷元氣，但可以預期的是，不論投資銀行將以何種新模式或形式出現，投機尋利依然會是這些機構的重要業務。

3、大企業和銀行的自營業務

在歐美發達國家，不少跨國公司和大企業都直接或間接地參與證券投資，它們設有專門的部門，如美國 GE 金融集團等從事一些重大的投機活動，其流動資金構成國際投機資本規模擴大的一個重要來源。此外，各跨國銀行為了自身業務，常常要進行套匯、套利、掉期等業務，這部分資金也構成投機資金的一部分。

二、國際投機資本影響的中性化分析

隨著我國經濟不斷走向世界，不可避免的要面對龐大的國際投機

資本。然而，一提到國際投機資本，許多人就會將其與金融危機聯繫在一起。實際上，國際投機資本作為一種資本的表現形式，適度存在可以對經濟產生積極影響，只不過是投機的本性決定了其在一定的的情況下會引發經濟的劇烈震盪而已。簡而言之，如果一國能適度地開放自身的金融市場而又給予有效適度的管制，國際投機資本的流入能發揮較積極的作用，促進一國財富的增長；如果一國不顧客觀實際而過度開放，則可能導致投機資本氾濫成災，進而引起金融動盪。

（一）積極意義

1、國際投機資本的存在，極大地增加了金融市場的流動性，可提高金融市場運作效率，有效地降低市場主體的交易成本。

通過現代化手段，國際投機資本可以迅速流向資金的需求方，避免了銀行等金融中介的繁瑣手續，同時可以打破資本市場的壟斷局面，促進市場競爭，降低交易成本。

2、國際投機資本有利於證券、貿易、外匯市場的發展。

國際投機資本參與證券、期貨及外匯市場，可以擴大交易總量、促進交易的活躍性，這對於促進市場合理價格的形成、平緩價格波動、穩定市場具有重要作用。

3、國際投機資本有利於將相關市場聯成一體，進而促進要素、資本等自由流動。

國際投機交易把生產經營、國際貿易、證券市場、期貨市場、外匯市場聯繫成一體，有利於形成合理的時間、地區、相關市場間的價格體系，有利於商品、資金和資本的合理流動。

4、國際投機資本可以促進一國金融體制，經濟體制的完善，提高一國的金融監管水平。

國際投機資本通過套利，可以暴露一國在金融體制、經濟體制等方面的問題，從而促進一國相關制度的完善，即國際投機資本的存在總能深入淺出的表明，一國或地區的市場存在制度性的缺陷和漏洞。在這種情況下，重要的問題是如何將國際投機資本控制在可控的限度內，進而以較低的制度成本加快改革，促進制度完善，而不是止步不前。

（二）消極影響

1、國際投機資本流動易使央行宏觀調控陷入兩難境地，削弱了一國貨幣當局貨幣政策的有效性與自主性。

對於實行固定匯率制度的國家，上述影響尤為突出。當一國為抑制通貨膨脹採取緊縮銀根、提高利率等措施時，利率的提高卻會招致國際投機資本的大量流入。為維護固定匯率制度，該國貨幣當局必須買入外幣、賣出本幣，這使初始緊縮貨幣供應的措施失效。同理，當一國為抑制經濟衰退採取放鬆銀根、降低利率等措施時，利率的降低卻會招致國際投機資本的大量流出。為維護固定匯率制度，該國貨幣當局必須買入本幣、賣出外幣，這使初始放鬆貨幣供應的措施失效。簡而言之，如果匯率由於國際投機資本的擾動脫離匯率穩定目標，貨幣當局穩定匯率的干預將給內部經濟造成干擾。

2、國際投機資本流動引發外匯市場動盪，引發一國匯率劇烈波動。

在浮動匯率條件下，國際投機資本短時間大規模進出一國，會加大一國本幣升值、貶值的壓力，這在理論上必然會造成匯率的劇烈波動。匯率的不穩定會進一步通過一國的國際貿易收支、國內投資水平的變化影響一國實體經濟的發展。如果一國採取的是固定或盯住匯率制度，這會導致大量的投機資本流入，從而形成更大的風險，一旦一

國沒有能力維護其匯率制度，則投機資本在實現高額套利後，就會大規模逆轉流出，掠走一國的財富，造成經濟震盪。

3、國際投機資本流動衝擊一國內資產價格，加劇市場動盪。

國際投機資本流動對一國的資本市場和房地產市場具有深遠影響，而這種影響主要體現在國內資產價格水平的變動。首先，國際投機資本進入一國的資本市場後，會引誘其他資金一起推動股市的“繁榮”，後在高位大量拋出，引發大批資金跟風退出股市，最終導致市值大幅縮水等一系列連鎖反應。其次，以房地產為例，國際投機資本在一國的非正常流動可推高房地產價格，並產生了財富效應，而後這將吸引更多的國際投機資本進入該國房地產市場，吹大房地產市場的泡沫。一旦泡沫破裂，考慮到房地產經濟的波及效應，將對一國宏觀經濟造成重大衝擊。

4、國際投機資本的盲目投機性，會干擾市場的健康發展，誤導有限的經濟資源的配置，從而相應提高了交易成本。

由於內在追求高額利潤的衝動，投機資本必然會毫不猶豫地尋找並進入高風險、高投機、高利潤的投資領域，同時通過“示範效應”助長了投機動機，影響其他資金跟進，一起進入一些高風險的新興市場，而使另外一些急需資金的領域缺乏長期性資金，從而不利於資源的優化配置。

（三）影響國際投機資本衝擊程度的因素

儘管國際投機資本存在正反兩方面的影響，但國際投機資本對不同國家衝擊程度是不同的。譬如，1992年，國際投機資本偷襲英鎊，但英國很快就緩過神來；兩年後，國際投機資本對落後的墨西哥進攻，導致該國經濟全面崩潰，如果不是美國協助，代價將更大。1997

亞洲金融危機也是個很好的例子，印尼、馬來西亞受災最重，而日本、新加坡、香港則得到迅速恢復。造成以上差異的因素，筆者認為通常有以下幾個方面：

1、銀行體系的健全程度

健全的銀行體系具有充分的清償能力，這減少了對匯率穩定和國際資本的依賴，從而減緩國際投機資本對其的衝擊。

2、金融監管體系的完善程度

完善的監管體系能較好地控制風險因素，而不完善的監管體系往往給國際投機資本更大的空間，且即使在風險發生之後，也難以迅速對其控制。

3、宏觀經濟的穩定程度

當宏觀經濟處於穩定狀態，整體經濟投機氣氛不足，國際投機資本進入形成的衝擊將會有限。與此同時，若一國產業結構合理，產品創新能力強，出口產品對匯率的彈性較小，國際投機資本的衝擊也會較小。

4、一國的經濟實力

大國經濟與小國經濟有著本質區別，相比於小國，大國經濟對於任何的經濟衝擊有著更大的緩衝能力，尤其當一國擁有靈活政策和充足外匯儲備的情況下，會對國際投機資本形成極大的震懾。

5、金融自由化的開放程度

極端的情況下，嚴格有效的資本管制措施使得國際投機資本很難對一國的經濟產生太大衝擊。但在金融自由化成為全球趨勢的情況下，對於金融開放程度有限的國家而言，適度可控的金融自由化開放進程輔之有效的資本管控將是應對國際投機資本的有效方式。但不可否認的是，金融自由化是大勢所趨，故而有效的金融開放和資本管控政策組合顯得非常必要。

國際投機資本是伴隨經濟一體化、金融自由化的發展而產生的，其本身兼有投機和資本的性質，而投機和資本的中性本質決定了國際投機資本的中性特徵。從市場經濟的角度出發，我們認為，一方面資本逐利的本性決定了市場經濟的錢都是“熱錢”，因為“冷錢”都是“死錢”，缺乏活力，對市場經濟不利；另一方面“熱錢”並不一定是“燙手的錢”，只有“燙手的錢”才是我們改革進程中所顧忌和擔心的。我們之所以對國際投機資本懷有畏懼和抵制心理，其主要原因在於國際投機資本可能造成的鉅大危害以及對其認識不清。國際投機資本有其自身的運動規律，其究竟發揮積極的還是反面的作用在於誰掌握了國際投機資本及懷有怎樣的意圖、是否存在有效合理的監管措施，是否具備發生作用的條件等等。

三、國際投機資本與金融危機的內在關係及啓示

(一) 國際投機資本與三大金融危機

1、歐洲貨幣體系危機

從 1992 年 9 月起的一段時間內，歐洲貨幣體系受到了數次衝擊，使歐洲貨幣體系遭受到創建以來最沉重為打擊。歐洲貨幣體系危機的源頭是北歐的芬蘭。之前，芬蘭馬克和德國馬克自動掛鉤，但 1992 年 9 月匯價持續下跌，於是芬蘭馬克和德國馬克脫鉤，自由浮動。隨之，意大利、英國、荷蘭、瑞典等國貨幣對德國馬克的匯率也開始下跌。此外，英法政府要求德國降低利率又遭德國拒絕，這一切使貨幣投資者對英國和意大利等國的經濟進一步喪失了信心，馬克堅挺的地位得到鞏固，歐洲其他主要貨幣對馬克繼續貶值。之後，英國、意大利先後宣佈暫時退出歐洲貨幣體系匯率機制，變成了獨立浮動的貨

幣。與此同時，法國法郎、丹麥克朗和愛爾蘭鎊也受到嚴重衝擊，相繼跌至匯率機制規定的浮動下限。1992年11月歐洲貨幣體系再次劇烈波動，歐共體貨幣委員會再次調整了匯率，然而干預無效，相比於德國馬克，弱幣繼續唱衰。後隨著各國聯合採取相關措施及經濟情況的好轉，危機得以緩和。

2、墨西哥金融危機

1994年底~1995年初，墨西哥爆發嚴重的金融危機。1994年12月，上任伊始的墨西哥新政府突然宣佈本國貨幣比索的匯率貶值15%，從而引發了墨西哥金融市場的極大動盪。在之後的48小時內，比索匯率再度貶值15.3%。由於公眾對墨西哥的政治和經濟形勢缺乏信心，比索連續貶值。最終美元對比索匯率由1比3.74跌至1比5.9，貶值達60%。比索的暴跌嚴重挫傷了投資者的信心，各種資本從股票和證券交易市場中撤走，引發了股市暴跌。儘管貨幣當局採取一系列冒險措施，如發行短期債券“tesobons”，但回天乏術。金融危機迅速危及世界貨幣和股市的穩定，拉美和亞洲的一些國家的股市大幅下挫。這就是席捲全球的墨西哥金融危機。這次危機對墨西哥經濟、政治產生重大影響。銀行業遭受嚴重打擊，美元債務加重；多數企業因經濟緊縮而處於困境，無力償還債務；因政府採取緊縮政策，社會矛盾加劇。後來在國際貨幣基金組織、世界銀行及美國的協助下，墨西哥金融危機得到暫時緩和。

3、東南亞金融危機

國際投機資本擾亂正常的金融市場秩序，這往往與政府當局的政策背道而馳，加大了各國宏觀調控的難度。1997年的東南亞金融危機證明了國際投機資本的破壞性。當時東南亞一些國家的經濟、金融形勢出現困難（經濟增長放慢、經濟結構失調、資本流動失控等），國際投機資本趁機點燃了早已潛伏著的經濟、金融危機的導火線，引發

了一場從泰國波及到其他東南亞國家、從匯市動盪擴散到股市動盪、從發展中國家影響到發達國家的全球性金融風波。當時最具代表性的國家是泰國，當時泰國在經歷一段高速增長後，其經濟弱點也逐漸暴露出來：宏觀經濟惡化、房地產信貸過度、銀行體系變得異常脆弱、國際收支惡化、對外淨負債急劇增加、外幣儲備急速減少。由於泰銖實行對美元的盯住制度，在當時形勢下，泰銖價值和價格逐漸背離。在泰國已經較快的開放了資本項目的情況下，這一背離為國際投機資本提供了投機的空間。在東南亞經濟危機中，泰國遭受了鉅大損失。

（二）三次金融危機的經驗教訓

三次金融危機，從防範國際投機資本流動風險的角度出發，主要有以下經驗與教訓：

1、盯住匯率制度的無效性，應建立靈活、有效、能及時反映外匯供求的匯率調控機制。

盯住匯率制是指選擇一種或一籃子貨幣，將本國貨幣按一個固定比率同該貨幣相聯繫的匯率制度。在東南亞國家中，泰國實行的是典型盯住美元的盯住匯率的制度，馬來西亞則盯住以美元為主的複合貨幣，印度尼西亞實行的是聯繫匯率制度。實行盯住匯率制度的政府往往在匯率市場上，通過買賣該種貨幣，以維持本國貨幣與被盯住貨幣的固定比率，或使匯率的浮動保持在一個預定的幅度內。理論上，在盯住匯率體制中，由於匯率受被盯住國宏觀經濟的制約，因此匯率失去了調節本國經濟的功能，而完全與本國經濟狀況脫節。在本國的宏觀經濟以及外部環境不斷變化的情況下，這種以固定匯率和匯率定值的方式往往會給央行調控手段造成極大困難，而為國際投機資本衝擊金融市場預留了機會。可以預期的是：在固定匯率制度和狹窄浮動匯

率制度下，如果一國僅持有有限的外匯儲備，理性投機者必然衝擊匯率制度；為拯救本國貨幣，最終實行盯住制的國家可能被迫放棄盯住制，這進而會造成一國貨幣體系的崩潰，影響到一國經濟。

由於實施出口導向型經濟發展戰略，東南亞國家長期以來將穩定盯住匯率目標置於宏觀經濟政策的主導地位，從而擴大了錯誤的宏觀經濟政策的效果。在墨西哥的例子中，塞迪略政府之所以在上臺後不久就實行比索貶值，在很大程度上是因為外匯儲備不斷減少，無法繼續支撐 3.46 比索兌 1 美元的匯率。因為從 1994 年起，美國經濟開始復甦，為避免通脹美國先後六次調高利率，比索與美元掛鉤，但墨西哥政府並沒有抓住時機調整比索匯率，使比索對美元匯價高估持續較長的時間，等到大量外資外逃時，國家外匯儲備無法支撐比索高匯率時，一切為時已晚。以上理論與實踐都表明盯住匯率在開放經濟中的無效性。

2、在三次金融危機過程中，國際投機資本只是導致金融危機的重要誘因而非根本原因，其根源在於各國在經濟發展過程當中業已埋下的深層次經濟問題。

東南亞金融危機的深層次原因在於各國經濟發展過程中的體制、機制以及缺陷問題，而國際投機資本則起到了點燃危機的導火索作用。由於實施出口導向型經濟發展戰略，東南亞國家長期以來將穩定盯住匯率目標置於宏觀經濟政策的主導地位，從而擴大了錯誤的宏觀經濟政策的效果。對此，我們也可以從反面加以佐證。眾所周知，韓國在工業化 20 年之後，於 1988 年實現經常項目可兌換，資本項目開放則是非常緩慢，但在東南亞的金融危機中，韓國的危機卻最為深重。因此，金融市場開放和資本項下貨幣自由兌換只是造成金融危機的一個基本條件，它的危害在於兩個方面：一是亞洲國家的經濟問題早已發生，但由於外資的大量注入將其暫時掩蓋起來，造成了虛假繁

榮的景象及風險的累積。例如，當時東南亞國家的外債數額普遍較高，泰國九百億美元，印尼一千億美元，菲律賓五百億美元，存在較大的債務風險；二是危機發生時，外資驟然流出，匯率劇烈波動，貨幣嚴重貶值，對國民經濟打擊過重，使泡沫在短期內破裂，產生經濟震盪。

3、國際投機資本儘管誘發了金融危機，但也促進了危機發生國金融監管水平提高及金融制度的完善。

在東南亞金融危機中，國際投機資本引發的匯率壓力反映了宏觀經濟的失衡和匯率體制的不合理。儘管國際投機資本對東南亞國家造成了重大損失，但危機也從根本上摧毀這些國家的泡沫經濟，使各國更清醒地認識到自身經濟發展中存在的偏差和問題，促使各國及時調整其經濟發展道路、進行經濟體制改革、完善金融監管以便能有充分的準備來抵禦國際投機資本的再次衝擊和金融震盪。

4、保持一個較為充足、適當的外匯儲備是開放經濟發展的穩定器。

墨西哥金融危機的直接根源在於其外匯儲備基礎薄弱，缺乏應付危機的實力。在長期貿易逆差靠外資流入彌補的情況下，其經濟具有脆弱性。同樣的，東南亞金融危機同樣受到有限外匯儲備的掣肘。當時東南亞國家的外債數額普遍較高，泰國九百億美元，印尼一千億美元，菲律賓五百億美元，馬來西亞 350 億美元，存在較大的債務風險，而這為投機資本預留了空間。

5、結合實際，有效審慎監管至關重要。

資金在不同產業、不同市場及不同國家間作出選擇，不管投機性多強，從基本屬性上分析是市場化行為。從市場行為分析，國際資金大規模從墨撤離是合理的。這就告訴各國金融當局要研究和瞭解資金為什麼流動、怎樣流動，並要用強有力的法律、法規給資金的流動提供約束和導向。其中，新加坡在建立其國際金融中心的過程中的做法值得借鑒。首先，區別於東京、香港的方式，新加坡採取活躍市場與

嚴格管理相結合的方式，以市場化方法為主培育出了證券、期貨市場，並不斷豐富市場投資品種，使投資選擇分散化。其次，培養理性投資者，使市場行為變成投資者和政府的雙重約束過程。最後，制度、法律一旦形成，就嚴格執行。

6、證券市場對外開放，要考慮國家經濟承受能力和市場成熟度。

證券市場的國際化是金融市場的發展趨勢，但應有一定條件，否則會適得其反，引起國際投機資本的流入。80年代末90年代初，墨西哥率先取消外匯管制，流入的外資達730億美元，其中短期資本佔75%以上，且主要投向有價證券和貨幣市場。加之墨西哥產業結構不平衡，市場成熟度不夠，一有風吹草動大量短期資本外逃，就必然引發危機。

7、社會、經濟、政局穩定是經濟發展的前提和基礎。

墨西哥金融危機有其深刻的社會經濟背景、政治根源。首先，當時墨西哥宏觀經濟發展緩慢，產業機構調整不到位、不合理。其主要表現是：墨西哥1994年底經濟增長速度降為3%，而通脹則達到三位數。經濟增長速度的快速下滑，導致宏觀經濟狀況惡化，從而動搖了國內外投資者的信心；三大產業發展不平衡，產業之間的關係不合理。當時墨西哥增長最快的是第三產業，主要是商業、服務業和金融業。第一、二產業發展緩慢，出現低增長甚至負增長。其次，墨西哥一連串政治事件的爆發，使投資者，特別是外國投資者對墨政治、經濟前景失去信心，引發資金抽逃及經濟危機。

8、經濟穩定發展僅靠匯率政策為紐帶來維持是危險的，它需要各種配套環節共同支撐。

發展中國家經濟發展的共同之處在於國內經濟增長嚴重依賴於世界經濟的興與衰。由於發展中國家的經濟勢單力薄，它們與外部聯繫的紐帶主要是通過匯率制度的選擇及匯率政策的確定來實現，但匯

率制度不是萬能的，必須輔之以必要的其他政策。

9、要保持國際收支平衡，尤其是經常項目的基本平衡，不能放鬆必要的外匯管制。

如果說外匯儲備的減少、比索的貶值與金融危機的爆發三者之間存在著明顯而直接的因果關係，那麼用投機性強、流動性大的短期外國資本彌補鉅大的經常項目赤字，則是導致墨西哥金融危機的深層次根源。墨西哥在 1991 年貿易逆差 110 億美元，1992 年和 1993 年分別為 250 億美元和 230 億美元，1994 年則達 280 億美元。鉅額的貿易逆差主要通過吸引外資流入來彌補，使其經濟對外依賴性很大，從而埋下了貶值的禍根。但進一步分析，大量貿易逆差產生的主要原因是，墨西哥在綜合國力、自身經濟承受能力方面有限。

（三）金融危機與國際投機資本的內在關係

金融危機的爆發，從根本上來說，是各國經濟發展不平衡造成的，也是一國經濟內部失衡的表現，國際投機資本只是起到了推波助瀾的作用，正所謂“蒼蠅不叮無縫的蛋”。眾所周知，美國金融市場雲集了世界上最大規模的國際投機資本，然而國際投機資本非但沒有導致美國經濟的崩潰，卻促成了世界上最發達的金融帝國和經濟實體，同時也為各國提供著各式各樣的風險規避工具和避險獲利場所。因此從正反兩方面的經驗來看，對於國際投機資本，我們應當客觀正確認識其中性化特徵，而不能想當然的將其視為金融危機的罪魁禍首。至於防範國際投機資本引發金融危機，我們可以採取以下措施：首先，各國應當努力解決經濟發展中的失衡問題，促進本國實體經濟的健康發展；其次，各國應當積極創造引導投機資本向投資資本轉變的機制和環境；再次，各國促進金融市場的健康發展，規避制度缺陷及制度扭

曲，減少國際投機資本的投機空間；最後，應當通過規則建構的方式加強對國際投機資本的監管，防範其可能帶來的不利影響。

四、我國國際投機資本管理現狀、流入原因及渠道

（一）管理現狀

當前，我國主要是從對資本項下的國際資本流動進行管制的角度出發，針對國際投機資本流入國內金融市場和國內的短期資本流向國外的金融市場採取管制性的措施。按管制方式劃分，我國目前的國際投機資本管制分為對交易項目的管制以及對流動過程中外匯流入流出時的兌換管制。其中，交易項目的管制包括三個方面：對外國投資者進入國內金融市場和本國投資者進入國外金融市場的准入限制、對外借貸款的限制及對直接投資的限制。但總體來說，我國對國際投機資本的管理尚處於起步階段，具體表現在：首先，監管國際投機資本的技術和措施不到位，缺少必要的預警體系，相關數據可得性較差；其次，人才匱乏，缺乏國際投機資本監管的專業人才；再者，國際投機資本監管方面的法律法規有待進一步完善。由於國際投機資本固有的逐利特點，結合我國的實際情況，國際投機資本在國內市場的分佈主要有資本市場、房地產市場、商品期貨市場、黃金市場、民間金融市場、私募股權投資等。

（二）流入原因

全球金融危機以來，發達國家紛紛推出擴張性財政和貨幣刺激方案，向市場注入大量流動性，如今市場資金寬裕程度歷史罕見。在金

融體系漸趨穩定、實體經濟遠未回昇的情況下，受投資回報率低和美元貶值等因素影響，大量國際投機資本正在尋找投資出路，便逐步流向更具發展潛力的新興市場國家。

目前，國際投機資本正一方面在關注中國經濟的積極效應，借助高漲的經濟調整信心規劃獲利空間；另一方面，也在籌劃經濟政策措施不足或漏洞導致的問題和矛盾，借助市場尋求獲利空間。近來，國際投機資本加速流入我國有以下關鍵因素：

1、中國經濟復甦因素

美國等發達經濟體目前基本採取零利率政策，在實體經濟遠未回昇的情況下，美國的投資回報率很低。世界範圍內，我國經濟率先復甦，上半年 GDP 增長 7.1%，自然成為國際投機資本最理想投資目的地。

2、匯率及利率因素

發達經濟體與我國尚存的較大利差以及人民幣昇值的預期，都客觀上刺激了國際投機資本的流入。

3、國內資產價格上昇和通脹預期因素

由於我國上半年實行了寬鬆的貨幣政策，截止 2009 年 6 月末，廣義貨幣供應量（M2）餘額為 56.89 萬億元，同比增長 28.46%，增幅比 2008 年末高 10.64 個百分點。加之上半年，外匯淨流入的加速，目前中國的流動性空前寬裕。目前，中國資本市場率先出現了流動性膨脹，股市具有鮮明的資金推高資產價格的特徵。由此產生的國內資產價格上昇及通脹預期（在經濟向好的情況下，上半年國內資產包括股市、樓市、大宗商品均具有昇值趨勢），加速了國際投機資本的流入。

（三）流入渠道

由於我國目前實行資本項目管制，當前國際投機資本進入我國，

主要通過以下渠道輸入：

1、以資本項目的名義流入

隨著我國逐步放鬆對資本項目的管制，資本項目成為國際投機資本進入的一個重要方面。國際投機資本通過資本項目輸入的渠道主要為：一是利用國內某些地方政府實施的招商引資政策，進行虛假投資，將無實體產業投資需求的資本投入投機利潤較高的房地產、有價證券等領域；二是國內投資者通過在國外成立特殊目的的公司，在境外通過銀行借款、出讓公司股份、發行可轉換債券等方式募集資金，進行返程投資；三是一些國際金融機構、大型跨國公司通過從內部調撥資金或短期國際借貸的方式，將國外轉入的資金投入到高利潤行業。這些轉移手法的共同特點在於：利用我國外匯管理機構的監管疏漏和企業境內外的網絡優勢，變換資本的實際用途。

2、通過貿易項目流入

由於經常項目和資本項目有時很難區分，故而有部分國際投機資本通過混入經常項目進入國內，主要表現為：一是通過與境外關聯公司簽訂虛假貿易合同，向境內輸入無實際成交貨物的貨款或預付款；二是通過高報出口產品價格，將超出貨款的部分用於國內投機活動；三是通過預收貨款和延遲付匯的形式先行進入國內，然後再進行投機活動。這些渠道的特點在於：利用外貿監管部門（主要是海關）在貿易合同審核以及商品估價當中的信息不對稱，獲得不合理的高額貨款。

3、通過個人項目流入

一是通過個人貿易項目進行資金轉入。個人貿易活動分散、收匯金額小，其國際收支申報的真實性難以鑒別，因而成為了國際投機資本流入的又一便利途徑。二是通過個人貿易佣金形式流入。貿易佣金是個人通過貿易中介獲得的合法收入，外匯管理機構管理難度較大。通過與投機資本輸入的單位或個人簽訂虛假佣金合同，然後通過離岸

賬戶向國內個人賬戶匯款的方式，巧妙地躲避外匯監管。三是通過職工報酬、贍家費用等名目匯款回國。此類資金轉移雖總額相對小，但若以分散、高頻率的方式進行，也可對國內市場形成一定的衝擊。通過個人項目流入的資金主要特點是：數量繁多，資金的來源及真實性調查難度大，成本高，且缺少相關法律法規的制約。

4、通過企業的非貿易收入流入

非貿易收入，目前主要指的是企業從事跨境服務所獲取的勞務費用，例如運輸、旅遊、通訊、建築、金融、廣告、法律服務等項目的收入。企業非貿易收入的主要特點是名目繁多、真實性難以核實，也成為了企業向境內轉移投機資本的途徑之一。

5、通過地下錢莊進入

“地下錢莊”到目前尚無明確定義，主要從事跨境非法資金流動活動，以達到投機套利或洗錢的目的。這種資金轉移方式主要以地下錢莊的信用和資金額為保證，在 2002 年以前我國資本大規模外逃期間主要充當洗錢的工具，但目前承擔了境內洗錢與境外國際投機資本輸入的雙重職能。與以上四種方式比較，地下錢莊最為隱蔽，監管十分困難，因此交易金額無法計入外匯統計。

6、通過香港金融市場進入我國

雖然我國還沒有實行資本項目的自由兌換，但香港的資本項目是完全開放的，並且香港資本市場與內地資本市場保持著緊密關係（特別是有很多 A 股與 H 股溢價不同的兩地上市股票，以及主業在內地的 H 股和紅籌股，投資於香港股市也可以獲得內地經濟成長帶來的收益），加之不斷擴展的 CEPA 協議為兩地之間更緊密的資本流動創造了空間，港幣與人民幣事實上是可相互兌換的。此外與其他國家相比，中國當前的經濟增長形勢及資本市場走勢都是最具有吸引力的。故而，在香港與大陸不同資本開放程度情況下，香港更像是國際

投機資本進入中國大陸的前站。如果內地股市樓市進一步上揚，或者人民幣升值預期進一步強化，則將會有更多的國際投機資本借道香港進入內地，購買和投資內地相關資產。

7、通過企業間貨幣互換方式流入

目前國際投機資本正通過企業間貨幣互換的方式流入境內，而香港就是這些國際投機資本的中轉站。具體操作手法為：某一外資投行牽頭，其在香港的一個企業客戶想要把資金帶入國內，而其在國內的另一企業客戶同時想要匯出一筆資金。在這種情況下，兩家企業就可以通過該銀行在境外簽訂貨幣互換協議（互換雙方彼此不進行借貸，而是通過協議將貨幣賣給對方，並承諾在未來固定日期換回該貨幣），實現資金的變相流入。

8、通過複雜股權結構，借助外商直接投資項目流入

我國資本項目雖未完全放開，但對直接投資給予了比較寬鬆的政策環境。直接投資既不需要貿易背景，也沒有額度限制，是大規模國際投機資本流動的主要途徑。由於每一筆直接投資都必須經過主管部門審批，且資金用途也受到明確限制，所以國際投機資本往往設計層層控股的複雜股權結構，在通過直接投資名義實現跨境流動之後，借助關聯企業實現資金的轉移及價值的輸送。因此，通過這種渠道運作，具有時間要求較長而成本相對較低的特點。

五、我國面對國際投機資本的舉措

目前，我國對國際投機資本的管理尚處於起步階段，立足現在、展望未來（資本項目可兌換和人民幣國際化），我國應對國際投機資本的措施主要有：

- 1、努力解決經濟發展中的失衡問題，積極進行宏微觀經濟改革，

消除國際投機資本的不良預期，促進本國實體經濟的健康發展。其中，相關的具體措施包括：

保持政治和經濟形勢的穩定、避免國際投機資本在不同市場間頻繁流動，防止市場的大幅波動及資源配置的浪費；加快產業結構的調整，加強基礎產業的發展及技術創新，提高國內企業及產業的國際競爭力，使宏觀實體經濟穩定健康發展；進一步深化金融體制改革，健全銀行體系及金融體系，加快金融創新和資本市場擴容，分散資金過度集中帶來的資產價格上漲壓力；深入推進合格國內機構投資者制度（QDII），嘗試發行中國存託憑證（CDR），引導國內資本對外合理投資，並使其逐步自由化。

2、積極創造引導投機資本向投資資本轉變的機制和環境，強化經濟系統對投機資本的吸收能力。

首先，應通過各種配套的經濟政策，尤其是金融政策與產業政策的配套，引導投機資本進入實業，從而穩定一部分國際投資資本；其次，可通過發展多樣化的金融機構及投資品種，進一步吸收一部分國際投資資本。

3、積極促進金融市場的健康發展，規避制度缺陷及制度扭曲，減少國際投機資本的投機空間。

例如，完善人民幣匯率形成機制，制定合理的利率政策，以有效減少國際投機資本流入。匯率機制方面，通過促進人民幣周邊化、區域化和國際化，穩步推進資本項目可兌換，尤其是人民幣離岸金融市場的發展，促進人民幣合理匯率水平的形成，實現人民幣匯率的雙向浮動，增加人民幣匯率彈性，進而增加短期跨境資金進出的匯兌風險和投資成本；利率政策方面，在應對通貨膨脹壓力的過程中，應根據我國現階段的特點，合理發揮其作用，與其他貨幣政策手段有效搭配，同時兼顧資本流動的管理目標。

4、逐步推進人民幣的區域化、國際化及資本項目可兌換，為應對國際投資資本衝擊提供幫助。

人民幣的區域化、國際化可使得人民幣匯率波動的預期大大減少，國際投資資本的衝擊也就會相應減少。在推進資本項目可兌換進程中，要充分考慮國際投機資本的影響，形成有效的資本項目漸進開放和國際投機資本管控的有效政策組合。

5、應當通過規則建構的方式加強對國際投機資本的管制和監管，防範其可能帶來的不利影響。

在套利預期無法完全消除的情況下，直接管制和間接調控手段短期內有助於減少國際投資資本流入，但隨著時間的推移，資本管制的效力會不斷減弱。其中，必要的資本管制和審慎監管措施如下：在適當的條件下可採取直接的金融管制措施，譬如限制外資進入某些領域、規定最短停留期限等措施；加強對國際投機資本的監管，尤其是對地下錢莊和非正常大額資金的匯入匯出現象進行監測；加強對沒有真實交易背景的貿易外匯收支管理；完善個人外匯管理，加強對個人經常性轉移的監管，規範個人資本項下外匯交易；區分長短期限，有區別地對國際投資資本的投機收益進行徵稅；加強金融監管體系建設，以分業監管的模式建立對銀行、證券和保險行業的完整監管體系，並加強各監管機構間的信息溝通與交流，聯合監控國際投機資本；調整招商引資政策，限制外來資金的惡意並購，對不同行業制定不同的進入政策，對外資進入較為集中的行業制定並購或轉讓的限制性條款，鼓勵“綠地投資”，對外資並購設定相關的限制與條件，進行引導。

6、積極建立跨境短期資本流動監測系統，尤其是防範通過技術服務貿易、奢侈品進口、貨幣互換等途徑的大規模國際投資資本流出，加強外資進出的信息把握和有效管理，以監測資金流入及動向。

對我國而言，加快跨境資本流動監測體系建設，一方面要在現有

職能分工的基礎上，建立部門之間制度化的溝通和協調監管機制，逐步實現信息共享，形成監控國際投資資本和跨境資本流動的聯動機制；另一方面，要逐步建立包括國際投機資本在內的完整的跨境資本流動監測預警體系，加快建立外資進入房地產市場、證券市場以及外匯市場和貨幣市場的統計監測分析機制，並將上述市場的監測系統與反洗錢系統聯通，在投機資本流入的各環節和各領域對大額可疑資金進行全方位監測，最終形成完整的跨境資本流動監測體系。

7、加強國際投機資本監管的國際合作，促進監管規則與國際接軌，為國際投機資本監管提供重要保障。

國際投機資本是全球金融一體化的產物，鑒於其可能造成的鉅大危害，需要各國通力合作，諸如建立國際投機資本監測預警協作機制、強化游資監管的跨國信息披露機制、建立以國際最後貸款人和保險機制為內容的金融安全網、加強國際貨幣政策協調等，都不失為加強國際投資資本監管合作的重要舉措。其中，尤其對於一些高槓桿操作，加強對被監管者的聯合監管，可以減小投機資本的獲利可能空間和市場衝擊力度，進而減小國際投機資本的衝擊。結合發展中國家金融市場發展滯後的實際情況，發展中國家應對金融衍生市場的發展進行控制。此外，還應加強與國際貨幣基金組織的協作，以便在發生重大衝擊時，尋求 IMF 提供資金與技術支持；加強與世界主要貨幣國央行的貨幣政策協作，充分發揮中央銀行影響投機資本預期的功能，通過貨幣政策協作來穩定經濟。最後，積極參與和國際投機資本相關的國際統一監管準則的制定。

8、進一步完善外匯管理制度。

針對現有外匯管理制度的不足，統一內外資企業外匯管理政策，杜絕利用有關政策進行本外幣套利行為；完善國際投資資本流入等違規跨境短期資本流動的外匯檢查和處罰制度，明確相應的處罰原則

和標準，切實加大對違法、違規資金流入的查處力度，以提高警示作用；加快實現由事前審批為主的直接管理向主要監管金融機構、事後核查的間接管理轉變，進一步改善外匯管理和提高管理效率；健全對國際投機資本的法律及管理規定，避免投機資本進入時無法可依，從而把投機資本的行為約束在法律允許的範圍內。

隨著經濟全球化，金融自由化、一體化的發展，市場經濟決定了國際投機資本必然存在。國際投機資本通過主動承擔風險獲取風險收益無可厚非，更重要的是，它在衝擊原有經濟、金融舊秩序的同時，促進經濟、金融新秩序的建立與發展。隨著我國資本項目的逐漸放開以及人民幣國際化進程的逐步推進，我們認為，我國對待國際投機資本的策略是：“疏堵並用，以疏為主”。要想以最低的成本應對國際投機資本的衝擊，我們就應該不斷增強我國的經濟實力及競爭力、創造引導國際投機資本轉變為投資資本的環境與機制、加強金融監管建設，並與國際金融機構及其他國家央行攜手防止國際投機資本的不利影響。