

## 金融全球化对发展中国家的影响： 实证研究结果

普拉萨德 (Eswar S. Prasad)，罗高夫 (Kenneth Rogoff)  
魏尚进 (Shang-Jin Wei) 和 柯赛 (M. Ayhan Kose)

# 金融全球化对发展中国家的影响： 实证研究结果

普拉萨德 (Eswar S. Prasad)，罗高夫 (Kenneth Rogoff)  
魏尚进 (Shang-Jin Wei) 和 柯赛 (M. Ayhan Kose)

国际货币基金组织  
华盛顿特区  
2003年

# 目录

前言.....	1
综述.....	2
一、概述.....	3
定义和基本事实概况 .....	4
金融全球化是否促进发展中国家的增长? .....	5
金融全球化对宏观经济波动有何影响? .....	5
体制和公共治理在全球化影响中的作用 .....	6
总结.....	7
二、基本事实概况 .....	9
测量金融一体化程度 .....	9
北南资本流动 .....	15
北南资本流动上升的相关因素 .....	15
三、金融一体化与经济增长 .....	20
理论上金融全球化的潜在益处 .....	20
实证结果.....	22
综合分析.....	27
四、金融全球化和宏观经济波动 .....	34
宏观经济波动 .....	34
金融危机：宏观波动的特例 .....	40
金融全球化是否加剧了波动传递? .....	41
更易遭受全球化风险的若干因素 .....	44
五、吸收能力及公共治理对全球化风险/收益取舍的影响 .....	46
阈值效应和吸收能力 .....	46
公共治理是吸收能力的一项要素 .....	47
国内公共治理和国际资本流动波动 .....	51
总结.....	54
附录一国际金融一体化的第一个时期，1870—1913年.....	55
附录二使用新古典主义的经济模型评估国际金融一体化对发展中国家收入水平的有利影响.....	57
附录三 计算源于国际风险分担的潜在福利增益.....	60
附录四 活息证券以促进国际风险分担 .....	65
附录五 小国与金融全球化 .....	67
附录六 数据 .....	69

参考文献.....	62
-----------	----

## 专栏

3.1 不同类别的资本流动对增长的影响.....	24
3.2 金融和贸易一体化对经济发展是否产生不同影响？ 寿命和婴儿死亡率方面的证据.....	26
4.1 全球化对波动的影响：经验证据研究.....	30
4.2 国际投资者的从众行为和顺势交易.....	36
5.1 透明度和国际共同基金.....	44

## 正文插图

2.1 金融一体化程度指标.....	10
2.2 总资本流动.....	11
2.3 净私人资本流动.....	14
2.4 金融一体化程度较高的发展经济体中对外国所有权的限制.....	16
3.1 金融一体化促进经济增长的渠道.....	18
3.2 金融开放程度上升和实际人均国内生产总值增长.....	22
3.3 金融开放程度上升和实际人均国内生产总值增长：有条件关系，1982年至 1997年.....	22
3.4 金融和贸易一体化对改善健康的不同影响.....	27
4.1 收入和消费增长波动.....	31
5.1 腐败和外国直接投资.....	40
5.2 国际共同基金实际投资和MSCI基准之间的差别： 透明国家与不透明国家比较.....	41
5.3 从众行为和不透明.....	43
5.4 腐败使资本流动侧重于外国银行贷款.....	43

## 附录插图

A3.1 源于国际风险分担的潜在福利增益.....	55
---------------------------	----

## 正文表格

2.1 不同类别资本流入的波动幅度.....	15
3.1 1980年至2000年增长速度最快和最慢的经济体及其金融开放程度.....	20
3.2 关于金融一体化和经济增长的近期研究总结.....	23
4.1 选择变量年度增长率波动幅度.....	29

## 附录表格

A2.1 非经合组织国家：源于国际金融一体化的增益.....	49
A3.1 源于国际风险分担的潜在福利增益.....	52
A5.1 小国是否不同？一些总结性统计数字，1960年至2000年.....	60

本文件采用了下列符号：

... 表示无可用的数据；

— 表示数字为零或不足最后一位数的一半，或该项目不存在；

- 用于年或月之间，例如1998-99年或1-6月（表示涵盖的年度和月份，包括起始和终止的年度或月份）；

/ 用于两个年度之间（例如1998/99年），表示财政年度。

“n.a.”指不相关。

“十亿”指一千个百万；“万亿”指一千个十亿。

由于四舍五入，分栏数字相加的和与合计数字之间可能有微小差异。

在本报告中，“国家”一语并非总是指按照国际法和国际惯例所理解的国家，还包括一些非国家的领土实体，它们单独和独立编制和报送统计数据。

# 前言

金融全球化是一个巨大而复杂的课题。理解金融全球化的影响，尤其是对发展中国家的影响，具有重大的意义。虽然关于该问题已经有很多辩论，但是这些辩论所使用的论据往往既不统一，又不明确。本文试图对近期的实证研究结果进行一个系统的、批判性的回顾，其中包括了关于该课题的一些最新研究。得出的主要结论如下：

- 虽然理论上常常假定金融一体化与经济增长之间存在一定的因果关系，但是实证中却很难找到有力而稳定的证据来支持这一假定。
- 与理论预测相反，在某些发展中国家，金融一体化有时似乎伴随着消费波动幅度的增大，至少在短期内如此。
- 上述两种关系中似乎都存在阈值效应，而阈值效应可能与一个国家的吸收能力相关。近期的某些证据表明，公共治理水平的高低对发展中国家参与金融全球化过程的重要影响不仅体现在量的方面，同时也体现在质的方面。

本文作者为国际货币基金组织的普拉萨德（Eswar Prasad），罗高夫（Kenneth Rogoff），魏尚进（Shang-Jin Wei）和柯赛（M. Ayhan Kose）。另外，Eduardo Borensztein，Robin Brooks，R. Gaston Gelos，Olivier Jeanne，Paolo Mauro和Marco Terrones也参加了编写工作。Tamim Bayoumi，Andrew Berg，Peter Clark，Hali Edison，Aasim Husain，Olivier Jeanne，Manmohan Kumar，Gian Maria Milesi-Ferretti，Ashoka Mody、James Morsink，Carmen Reinhart，David J. Robinson，Ratna Sahay，Miguel Savasta以及国际货币基金组织研究部和其他部门的许多同事提出了宝贵的意见。Priya Joshi，Young Kim，Pedro Rodriguez和武屹（Yi Wu）为研究提供了有效的协助。Hali Edison和Gian Maria Milesi-Ferretti慷慨地与编写小组分享其数据。Maria Orihuela，Marlene George和Dawn Heaney为本文的编写工作提供了有效的帮助。Paul Gleason校阅了文稿，并负责协调出版事宜。

本文较早的一个版本提交给2003年3月3日召开的国际货币基金组织执董会的非正式研讨会。目前的版本吸取了那次研讨会中征求的意见。但是，本文仅代表作者观点，并不反映各国当局或国际货币基金组织各位执董的意见。

Kenneth Rogoff

国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任

# 综述

本文回顾了近期关于金融全球化对发展中经济体影响的实证结果，其中包括一些最新的研究，重点探讨了三个问题：

- (1) 金融全球化是否促进发展中国家的经济增长？
- (2) 金融全球化对发展中国家的宏观经济波动有何影响？
- (3) 哪些因素有助于一个国家从金融全球化中受益？

最近几十年来，发展中经济体与全球经济之间的金融联系日趋重要。但是，相对少数的发展中国家获得了绝大部分从工业国家流向发展中国家的私人资本，而该类资本流动在20世纪90年代急剧增加。虽然近期上述“北南”资本流动出现了明显逆转，但各种结构性力量可能在中期和长期导致资本重新流入发展中国家，并推动进一步的金融全球化。

理论模型指出了国际金融一体化促进发展中国家经济增长的若干渠道。但是，对研究结果的系统评估表明，在二者之间难以建立密切的因果关系。换言之，即使金融一体化对经济增长具有积极影响，目前为止仍无清晰和稳定的实证结果能够表明此种影响具有统计显著性。

一些证据表明，金融全球化和经济增长之间的关系具有“阈值效应”。当发展中国家的吸收能力达到一定水平时，更有可能检测到金融全球化的有利影响。初步证据还表明，除稳健的宏观经济政策外，改善公共治理和体制也对一个国家吸引波动较小的资本流入以及降低遭受危机的可能性具有重要影响。

国际金融一体化在原则上也应当有助于国家缩小宏观经济波动幅度。现有证据显示，在发展中国家中，这方面的潜在收益尚未得到充分地体现。事实上，在某些情况下，资本账户自由化可能导致一个国家更容易遭受危机。而全球化使这种风险更加突出，因为国际金融联系不仅会放大各种冲击的影响，同时也会导致冲击更迅速地跨国传播。在这方面似乎也存在某种阈值效应——只有在各国的金融一体化达到特定水平之后，波动幅度才会缩小。

本文提供的证据表明，对待金融一体化应当持审慎态度，健全的体制和宏观经济框架具有重要意义。但是，对现有证据的评估并未就一体化的最佳速度和顺序提供明确的线索。例如，一种观点认为在进行资本市场自由化之前应当先具有健全的体制，而另一种观点认为，自由化本身有助于一个国家引入更先进的做法，从而促进国内体制改善。而本文并无法就如何平衡二者给出明确的答案。处理此类问题的最佳方法只能根据不同国家的具体环境来确定。

# 一、概述

在最近一波始于20世纪80年代中期的金融全球化过程中，工业国家之间的资本流动急剧增加，然而，更引人注目的是工业国家和发展中国家之间的资本流动。虽然资本流入在某些发展中国家中伴随着经济的高增长，但另一些国家却经历了阶段性的崩溃和重大的金融危机，使宏观经济和社会遭受了沉重损失。因此，在学术界和决策层关于金融一体化对发展中经济体的影响展开了激烈辩论。但是，其中很多辩论所采用的经验证据一方面非常有限，另一方面也不够严谨。

本文的主要目的是回顾关于金融全球化对发展中经济体影响的实证研究结果，重点探讨三个相关问题：

- (1) 金融全球化是否促进发展中国家的经济增长？
- (2) 金融全球化对发展中国家的宏观经济波动有何影响？
- (3) 哪些因素有助于从金融全球化中受益？

从分析中得出的主要结论发人深省，在许多方面可以为决策提供参考。尽管许多金融一体化程度很高的发展中经济体的确经历了较高的增长率，在理论上，金融开放也的确能够通过多种渠道推动增长，但是，对各种研究结果的系统审查却表明，在金融一体化程度和产出增长之间难以建立稳定的因果关系。从宏观经济稳定性的角度来看，消费比产出更能反映福利水平；因此，消费波动被视作对经济具有不利影响。但是并无明显证据表明金融一体化有助于发展中国家稳定其消费增长。在理论上，一旦实现这种稳定，发展中国家就能够受益匪浅。事实上，本文中提供的新证据表明，中低水平的金融一体化可能使得一些国家的消费波动幅度超过产出波动幅度。因此，在现有数据并未证明金融全球化促进了增长的同时，另一方面确实有证据表明某些国家因此反而经历了更大幅度的消费波动。

虽然本文的主要目标是提供经验证据而不是一组明确的政策建议，但从分析过程中仍可总结出了一些关于充分利用全球化益处和控制全球化风险的基本原则。具体而言，一个国家的内部体制似乎发挥着作用。越来越多的证据表明，内部体制对一个国家吸引外国直接投资和防范危机的能力都具有可以量化的重要意义。虽然衡量体制好坏的各种指标无疑是互相关联的，但越来越多的证据表明，健全的法律和监督框架、较少腐败、较高透明度和良好的公司治理都有助于国家从金融全球化过程中受益。

但是，对现有研究结果的回顾并没有为已经开始或希望开始金融一体化的国家提供明确的路线图。例如，是应该在进行资本市场自由化之前先建立健全的体制，还是通过自由化来引进更先进的做法从而改善国内体制，这一问题仍

然没有明确的答案。另外，无论是理论还是实证研究都没有对相关问题提出明确的、普遍适用的回答，例如有选择地进行资本管制是否合适、有效。这些问题的答案最终取决于一个国家具体的环境和体制特征。

本章以下部分概述了全文的结构。第二章从发展中国家的角度记述了全球金融一体化的某些突出特征。第三章和第四章分析了金融一体化影响发展中国家经济增长和波动的相关证据。第五章探讨了体制与金融一体化过程中风险利益取舍的关系。

## 定义和基本事实概况

原则上，金融全球化与金融一体化是不同的概念。金融全球化是一个总括概念，指跨境资金流动造成的日益增多的全球联系。金融一体化指一个具体国家与国际资本市场之间的联系。显然，这两个概念密切相关。例如，金融全球化一般与金融一体化同步发展。因此，在本文中这两个概念互相通用。

就本文而言，更重要的是法规上的金融一体化（与资本账户自由化政策相关）和实际资本流动之间的区别。例如，政府对跨国资本流动的限制程度是一个学术界广泛采用的指标。如果使用该指标，许多拉美国家在金融流动方面将被视作封闭国家。但是，与所有发展中国家的平均水平相比，上述国家的实际跨境资本流量却很大。因此，如果根据事实判断，拉美国家对全球金融流动其实相当开放。相反，某些非洲国家在资本账户交易方面很少有正式限制，但其资本流动却很小。本文中的分析将主要侧重于事实上的金融一体化，因为几乎不可能对各类复杂的限制的作用进行跨国比较。归根结底，最重要的是实际开放程度。当然，本文也会探讨法规上的度量指标与事实上的度量指标之间的关系。

下列全球资本流动的突出特征与本文的中心议题相关。首先，跨境资本流动在过去十年中大幅度上升，这种上升趋势不仅体现于工业国家之间的流动，还体现于由工业国家向发展中国家的流动。其次，国际资本流向发展中国家的原因有两类，即“牵引”和“推动”因素。牵引因素源于政策变化及发展中国家其他方面的开放，包括资本账户和国内股市自由化以及大规模私有化项目。推动因素包括工业国家国内商业周期条件和宏观经济政策变化。从长期来看，后一类因素包括工业国家中机构投资者重要性的增加以及人口方面的变化（例如工业国家中的人口老龄化）。上述因素的重要性表明，尽管在危机或全球商业周期萧条时出现了短暂的中断，全球资本的增长及其流向发展中国家的长期压力仍然是过去二十年的主要特征。

国际资本流动的另一个重要特征是不同的波动幅度存在显著差异。具体而言，银行贷款和证券投资流动的波幅远大于外国直接投资。虽然很难对资本流动进行准确分类，但证据表明，资本流动的构成对一个国家遭受金融危机的可能性有着显著影响。

## 金融全球化是否促进发展中国家的增长？

本节总结了理论上金融全球化对经济增长所能产生的益处，然后回顾了若干实证研究的结果。原则上，金融全球化可以通过若干渠道帮助发展中国家提高增长率。其中某些渠道直接影响经济增长的决定因素（国内储蓄增加、资本成本降低、从发达国家向发展中国家转让技术和国内金融部门发展）。在某些情况下，间接渠道可能比直接渠道更重要，包括改善风险管理带来的生产专业化程度上升以及竞争压力或全球化的“纪律约束效应”带来的宏观经济政策和体制改进。

理论上对经济增长的益处何种程度上在发展中世界成为现实呢？本文的资料显示，金融开放程度较高的（发展中）经济体的人均收入增长速度高于金融开放程度较低的经济体。但是，无法断定这种情况是否反映了因果关系，以及在控制因素之后，这种关系还否成立。虽然关于该主题的研究很多，但并无令人信服的证据。有一些文章发现金融一体化对增长产生了积极影响，但大多数文章则没有发现影响或至多发现影响不一致。因此，对迄今为止大量研究结果的客观解读表明，并不存在有力、稳定而统一的证据支持金融全球化本身能够提高经济增长率的论点。

该结果也许并不令人意外。如一些作者指出的，大多数国家之间的人均收入差别并非源于资本和劳动力的比率的差异，而是源于全要素生产率的差异，而后者可通过公共治理和法治之类的“软”因素解释。就此而言，虽然鼓励金融全球化可能带来更多资本流入，但资本流入本身并不能产生更高的增长。此外，正如下文中所详述的，实行资本账户自由化的某些国家经历了与银行或货币危机相关的产出大幅下跌。另一种在前面提到的可能性是，金融全球化能够促进体制和国内政策的改善，但此类间接渠道无法通过标准回归框架证实。

简而言之，虽然在理论上金融全球化能够通过各种渠道促进经济增长，迄今为止尚无稳定的实证研究结果能够表明该因果关系在定量分析中十分重要。基于这种分析结果，金融开放和贸易开放之间形成了值得思考的对比，因为绝大部分研究文章发现后者对经济增长产生了有利影响。

## 金融全球化对宏观经济波动有何影响？

理论上，金融全球化有助于发展中国家更好地管理产出和消费波动。事实上，多种理论认为，随着金融一体化程度的上升，消费相对产出的波动幅度应当下降；全球金融多元化的要旨是一个国家能够把其某些收入风险转移至世界市场。由于大多数发展中国家在产出和要素禀赋结构方面相当单一，理论上，

它们应该能够从国际消费风险分担中——实际上即以国内产值的部分所有权换回国际产值的部分所有权——获得比发达国家更大的利益。

就更好地管理消费波动而言，发展中国家实际上取得了多少益处呢？本文陈述的新研究描绘了令人不安的图景。具体而言，虽然在20世纪90年代产出增长波幅的平均水平比此前的三十年有所下降，但在90年代新兴市场经济体中消费增长的平均波幅相对收入增长的平均波幅增大了，而该阶段正是金融全球化迅速发展的阶段。换言之，如下文所详细论述，对国际资本市场利用能力的顺周期性似乎对实现金融一体化的发展中国家的相对消费波动产生了不利影响。

值得思考的是，对数据的进一步研究表明可能存在阈值效应。当金融一体化程度较低时，金融一体化程度上升伴随着消费波幅的相对增大。但是，一旦金融一体化程度超过某个阈值，该相关即变成负数。换言之，就金融足够开放的国家而言，消费波幅相对开始缩小。该项结果可能与国际金融一体化有助于促进国内金融部门发展，从而有助于缩小国内宏观经济波幅的观点一致。但是，迄今为止，金融一体化的此类益处似乎主要惠及工业国家。

就此而言，发展中经济体的金融和货币危机的增多常常被视作与金融全球化相关的自然的“成长期痛苦”。后者可能有多种形式。首先，国际投资者倾向于从事顺势交易和从众行为，该趋势对发展中经济体可能产生不稳定影响。第二，国际投资者可能（与国内居民一道）对发展中国家货币实施投机攻击，从而导致就其经济和政策基本面而言不应有的不稳定。第三，危机传染的风险对本来状况良好的国家构成了主要威胁，因为国际投资者可能由于和国内因素毫不相关的原因撤资。第四，即使是民主选举的政府也不一定能够充分顾及未来子孙后代的利益。当目前人口和子孙后代的利益不一致时，可能引发政府过度举债。而金融全球化使政府更容易借债，因此可能加重“过度举债”问题。上述四项假说不一定相互排斥与独立，而有可能互相增强。

上述假设得到了一些实证研究结果的支持。例如，一些证据表明，国际投资者在新兴市场中的确比在发达国家中更容易从事从众行为和顺势交易。近期的研究也表明国际金融市场中存在波及效应。另外，某些资本市场开放的发展中国家似乎积累了难以持续的外债。

总之，除促进增长外，金融全球化理论上的益处之一是有助于发展中国家更有效地管理宏观经济波动，特别是通过缩小消费波动相对于产出波动的幅度。但事实却与此相反，即处于金融一体化初期的国家面临更大的产出和消费波动风险。

## 体制和公共治理在全球化影响中的作用

虽然在金融全球化和增长或消费波动之间难以找到一种简单关系，但一些证据表明该关系为非线性或存在阈值效应。金融全球化与良好的宏观经济政策及良好的国内公共治理相结合似乎有利于增长。例如，在人力资本和公共治理

方面较强的国家能够吸引较多外国直接投资，而外国直接投资对增长特别有利。在更具体的层面，近期研究表明腐败和外国直接投资流入量之间存在很强的负相关性。与此类似，政府运作透明度作为良好公共治理的另一个方面，对吸引来自国际共同基金的投资有着显著积极影响。

在金融全球化的过程中，发展中国家遭受金融危机的可能性与宏观经济政策以及国内公共治理水平相关。例如，研究表明高估的汇率和国内信用的过度膨胀常常导致货币危机。另外，研究证据还表明缺乏透明度更容易使国际投资者从事从众行为，对发展中国家的金融市场造成不稳定影响。最后，研究证据表明严重的腐败可能影响一个国家资本流入的构成，从而使这个国家更容易遭受投机攻击和危机传染的影响。

因此，宏观经济框架的好坏以及公共治理水平的高低，对发展中国家从金融全球化中受益和抵御由国际资本波动而造成的冲击的能力都有重要的影响。

## 总结

本文的主要目的并非在于得出新的政策建议，而是通过回顾现有的实证结果和国家经验，为关于金融全球化（潜在的和实际的）利益 / 风险取舍的辩论提供参考。本文的主要结论是，迄今为止尚未发现强有力的证据来支持金融一体化有助于发展中国家提高增长率、减少宏观经济波动的论点。

当然，在这些方面缺乏强有力的证据并非意味着金融全球化毫无益处而只会产生重大风险。事实上，尽管面临短期挫折，大多数开始了金融一体化进程的国家仍然沿着这条道路继续前进。上述发现与金融一体化间接益处具有重要性的观点一致，而间接因素在回归分析中可能难以发现。另外，长期益处在某些情况下尚未充分实现，而长期益处可能大于短期成本。例如，虽然欧洲在货币一体化方面的努力导致90年代初期发生严重而代价昂贵的危机，但这些努力最终促成欧洲大部分国家采用了统一的流通货币。

虽然很难从对现有研究的回顾中得出新的、具有创意的政策建议，一些原则性的观点似乎还是得到了实证结果的支持。实证显示，良好的体制和高水平的公共治理不仅自身具有重要意义，也有助于发展中国家从全球化趋势中受益。同样，宏观经济稳定似乎也是确保发展中国家受益于金融一体化的一项重要前提。在这方面，国际货币基金组织作出的诸多努力是至关重要的，包括推动与“透明度”及“金融监管”相关的标准和守则，以及强调良好的宏观经济框架的重要性。上述观点可能已被普遍接受；而本文的贡献在于显示了存在一些系统的实证结果支持这些观点。另外，分析表明，对金融全球化应当在良好的体制和宏观经济框架这些前提条件下审慎地推动。

本文并未涉及如何选择适当的汇率体制或货币和财政政策。但是，值得指出的是，固定汇率或实际上的固定汇率体制和政府过度借贷似乎使得某些发展

中国在资本流动管理方面面临的问题更加复杂化。我们把对这些问题的系统探讨寄望于未来研究。

## 二、基本事实概况

在测量一个国家在金融方面与全球经济一体化程度上，资本流动的法规限制和实际跨国资本流动是两项指标。在评估金融一体化的影响时，理解这两项指标之间的差别很重要。基于其中任何一项指标衡量，近年来发展中国家与全球经济的金融联系均在加强。<sup>1</sup> 20世纪90年代，从工业国家流向发展中国家的私人资本大幅度增加；但是，少数发展中国家吸收了其中的绝大部分。工业国家人口方面的变化与其它结构性因素，可能促进了资本从工业国家向发展中国家流动。

### 测量金融一体化程度

资本账户自由化通常被视作金融一体化的一项重要前奏。大多数正式的实证研究在分析资本账户自由化的影响时均采用基于资本流动的官方法规限制的指标，即各国当局向国际货币基金组织报告的指标。但是，该“是/否”指标虽然直接测量资本管制，并未反映管制强度的差异。<sup>2</sup> 关于金融开放程度的一项更直接的指标是对外国资产和负债总存量占国内生产总值比重的估计。就本项研究而言，该存量数据比相关流量数据更能反映一体化的程度，因为存量数据在不同年度之间波动幅度较小，并且发生测量错误的概率较低（假设不同阶段内的此类误差并不相关）。<sup>3</sup>

虽然这两项金融一体化指标相互关联，但反映的仍然是不同的两个方面。资本账户限制指标反映关于资本流动的法规限制，而金融开放指标通过已实现资本流动反映事实上的金融一体化。在本文的分析中，该区别相当重要，意味着以一体化的这两个方面有2 x 2种组合。许多工业国家就这两项指标而言都达到了高度金融一体化。发展中国家的情况不同。一方面，一些实施资本账户限制的发展中国家发现此类限制在控制实际资本流动方面没有效果。比如在20世纪70年代和80年代，一些拉美国家即出现过上述事实上的非自愿金融一体化。

---

<sup>1</sup>请参阅附录一中关于国际金融一体化的历史论述。

<sup>2</sup> 该指标在1995年之后停止使用，而换用一种新的、更加精确的指标，但新指标与原指标无法比较。较早的数据由Mody和Murshid（2002）延伸至1998年。

<sup>3</sup> 此类存量数据由Lane和Milesi-Ferretti（2001）建立。就操作而言，该指标涉及通过相应资本流入量和流出量的累积计算外国直接投资以及证券投资的资产与负债总体水平，并作出相关估值调整。Chanda（2000）和O'Donnell（2001）探讨了采用同一组相关存量数据建立的一个类似指标。其他关于资本市场一体化的指标包括储蓄和投资相关度以及各种利息平价条件（Frankel，1992）。由于时间阶段延长，本文中使用的数据样本包含的国家数目很大，上述指标难以操作。

这些国家虽然在法规上对资本流动加以限制（即一体化过程中未实行资本账户自由化），但实际上资本仍然外流。另一方面，非洲的一些国家很少有资本账户限制，但资本流动量很小（即资本自由化并未伴随一体化）。<sup>4</sup>当然，不难找到资本账户关闭的国家在实际流量方面也有效关闭的例证。

基于不同指标衡量，属于不同群组的国家金融一体化程度是如何随时间而变化的呢？<sup>5</sup>无论使用哪一种指标，工业国家和发展中国家在金融开放程度方面的差别都十分显著。工业国家的金融开放程度大幅度提高，特别是在90年代。虽然发展中国家的金融开放程度在这十年中也呈上升趋势，但其水平远远低于工业国家。

工业国家两项指标的未加权跨国平均值十分相似。它们一致表明这些国家自从80年代中期以来经历了迅速的金融一体化（图2.1）。<sup>6</sup>至于发展中国家，平均限制指标显示，在经历了70年代的自由化之后，到80年代开放趋势逆转。90年代初期再度实行自由化，但进展较慢。相比之下，按照实际流动计算，这些国家的平均金融开放程度指标在80年代略微上升，在90年代大幅度上升。发展中国家的金融开放程度上升反映了迅速的实际一体化，而资本账户限制指标相对粗糙，未能全部反映实际上的一体化。

但是，按照增量资本流动衡量，金融一体化对发展中国家的影响非常不均匀。<sup>7</sup>为了检验差别的程度，本文首先将样本中的发展中国家大致分为两组。具体划分方法基于过去四十年金融开放程度指标平均值排名，以及对金融一体化的其他指标的评估。

第一组包括22个国家，在下文中称为金融一体化程度较高的（MFI）国家；第二组包括33个国家，在下文中称为金融一体化程度较低的（LFI）国家。<sup>8</sup>在目前阶段对该差别的解释必须审慎。具体而言，有必要重申国家分类的标准是基于实际资本流动的事实一体化指标，而并非基于为促进金融一体化而设计的政策的强度的指标。事实上，从法规角度看来，MFI群组中有几个国家的资本账户是相对封闭的。总体而言，如下文所述，政策选择决定金融一体

---

<sup>4</sup> 源于国际贸易研究的一项类比在此处可能具有相关性。由于远离世界上的主要市场或其他不利的地理特征，一些国家尽管贸易障碍很少，但贸易量仍然很小，即使在控制其他因素后仍然如此。同样，由于远离主要金融中心（实际距离或历史关系距离），有些国家尽管资本账户相对开放，其资本流动却有限（见Loungani、Mody和Razin，2003）。

<sup>5</sup> 本文使用的样本数据包含76个工业国和发展中国家（除非另外说明），覆盖的阶段从1960年至1999年。鉴于样本阶段很长，几个目前被定义为工业国的国家（如韩国和新加坡）收录于发展中国家群组。下列国家从样本中排除：大多数重债穷国（其中大多数有官方资本流动）、东欧和前苏联的转轨经济体（由于缺乏数据）、特别小的经济体（人口不足150万）以及中东的石油输出国。请参考附录四中的国家名单以及关于该样本数据的详细描述。

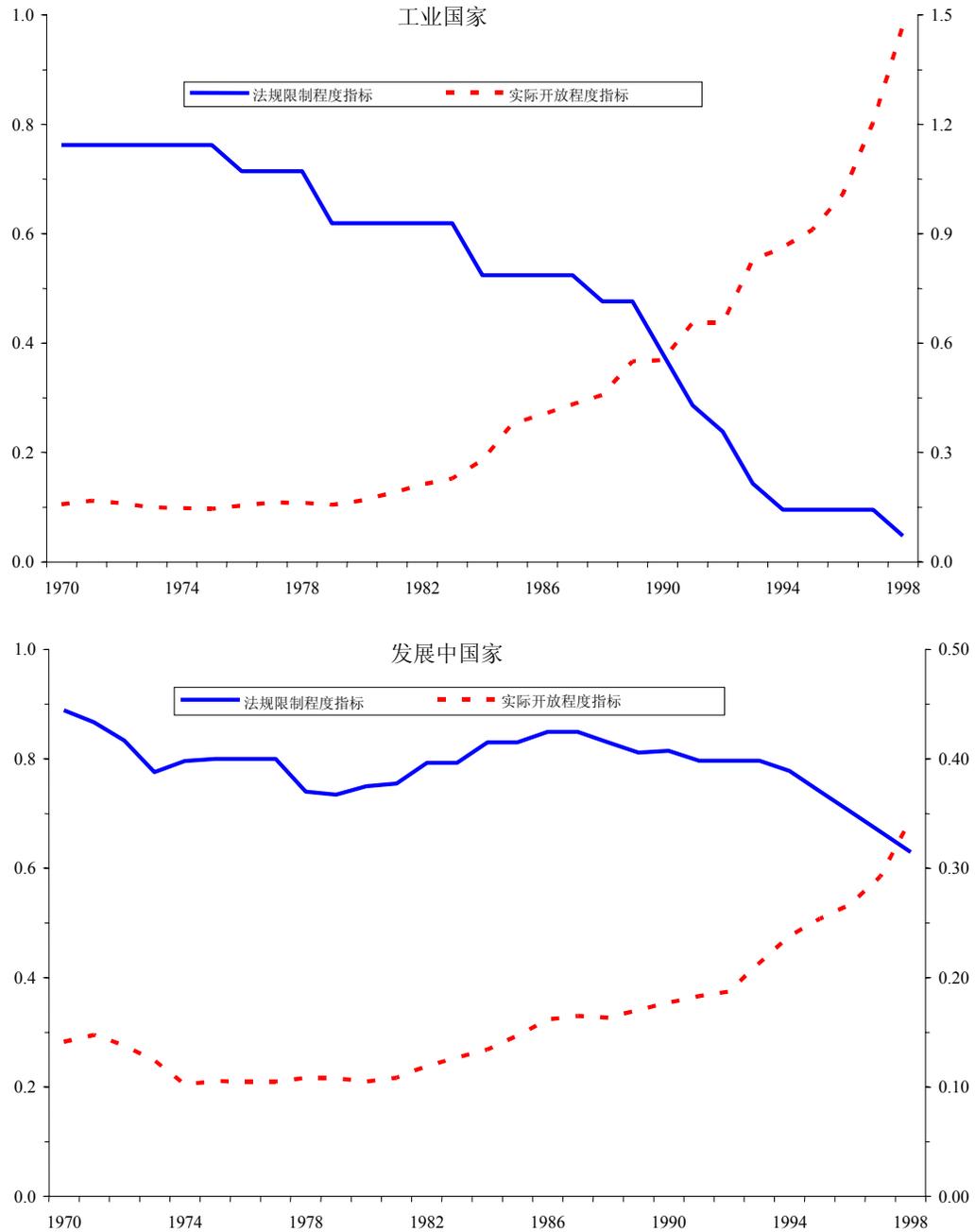
<sup>6</sup> 在20世纪80年代，放松管制的速度特别快，当时欧洲共同体（现为欧盟）的成员国解除了资本管制。资本跨境流量随之猛增。

<sup>7</sup> Ishii等人（2002）详细分析了一批发展中国家的情况。

<sup>8</sup> 毫不奇怪，这种分类方法产生的一组MFI经济体和MSCI（摩根斯坦利资本国际）新兴市场股票指数中包含的国家大致相同。主要差别是我们由于数据有限而删除了转轨经济体，另外增加了香港特别行政区和新加坡。

化的程度与性质。尽管如此，为本文分析方便，实际资本流动作为金融开放的指标更为适合。

图2.1. 金融一体化程度指标



来源：国际货币基金组织（2001和2002）；Lane和Milesi-Ferreti（2003）。  
 注：在每一幅图中，左手纵向轴线显示资本账户限制指数的分数，右手纵向走线显示外国资产和负债与国内生产总值的比率。

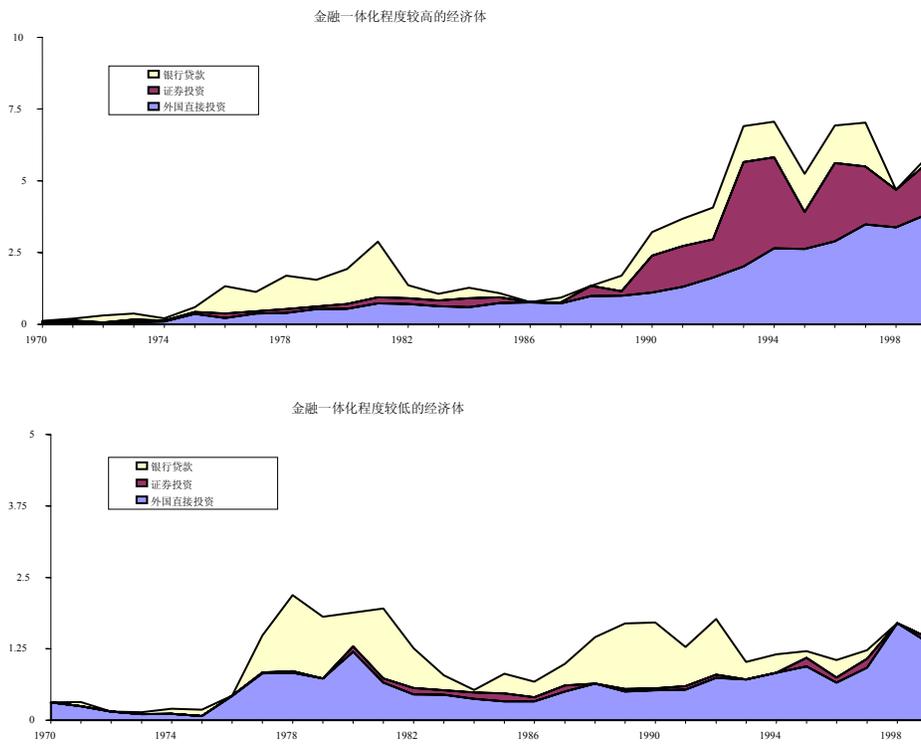
应当指出，如何将发展中国家划分为MFI和LFI群组的细节对本文的主要结论并不重要。显然，该分类方法属于静态分类，并未考虑到国家之间在金融一体化时间和程度方面的差异。本文在报告一些描述性分析结果时采用上述分类。凡是该分类方法产生的结果有别于更正式的经济计量分析之处，均予以明确指出。文中报告的回归结果均基于总资本流动指标，该指标反映了不同国家之间的差别以及金融一体化程度随着时间的变化。

从图2.2中可以看出，少数MFI经济体在发展中国家国际私人资本总流量中占绝大部分，特别是在90年代。<sup>9</sup>相反，在过去十年中流入和流出LFI经济体的私人资本相对较少，某些类型的流量甚至低于70年代末期的水平。

---

<sup>9</sup> 请注意，上面一幅图中的刻度数字是下面一幅图的两倍。

**图2.2. 总资本流动**  
(相对于国内生产总值的百分比)



来源：各期《世界经济展望》和《国际金融统计》。

注：两幅图中的左标度数字不同。

## 北南资本流动

过去十年中，全球金融一体化的重要特征之一，是从工业国家（北方）向发展中国家（南方）流动的私人资本净额大幅攀升。图2.3把这些资本流动分解成三大主要类别。主要增长来自于外国直接投资和证券投资，而银行贷款的相对重要性略有下降。事实上，在亚洲危机过程中，银行贷款净额有几年是负数。

来自发达经济体的外国直接投资增长净额中绝大部分流入MFI经济体，只有一小部分流入LFI经济体（图2.3，下图）。证券投资流动净额显示了类似趋势，但流入MFI经济体的两类资金在亚洲危机后急剧减少，此后保持相对平缓的水平。LFI经济体对银行贷款的依赖程度显著较高（此外，还有官方贷款和援助，虽然图中并未显示）。在70年代末期和90年代初期，对LFI国家的银行贷款曾大幅度上升。

上述流动的另一重要特征是波幅差别很大。表2.1显示了外国直接投资、证券投资和银行贷款流入发展中经济体的波幅。在流入发展中国家的私人资本中，外国直接投资的波幅最小，鉴于该类资金的长期性和相对固定性，该结果并不意外。证券投资波幅通常远远超过外国直接投资，并可能出现突然逆转。对MFI经济体和LFI经济体的单独分析也证实了上述规律。即使就LFI经济体而言，外国直接投资的波幅也显著低于其他两种类型的资本流动。<sup>10</sup> 不同类别资本流动的波幅资本流动差异具有重要意义，下文中对此作了详细分析。

## 北南资本流动上升的相关因素

导致流入MFI的私人资本净额大幅度上升及其流量构成变化的原因可分为牵引和推动两类因素（Calvo, Leiderman和Reinhart, 1993）。这两类因素分别涉及：（1）MFI经济体中的政策及其他发展，以及（2）全球金融市场中的变化。其中第一类包括了股票市场开放和国有企业私有化等刺激外国资金流入的因素。而第二类因素则包括，跨国存托凭证和交叉上市变得日益重要，以及机构投资者成为流入新兴市场的国际资本的重要来源。

股市自由化带来的投资机会（通常包括允许外国投资者介入）促进了资本流入MFI经济体。MFI经济体的本地股市中对外国投资者的限制在长期内有多大变化？要回答这个问题，分析一个对外国投资者拥有国内股票的限制指标很

---

<sup>10</sup> Taylor和Sarno的研究结果（1999）与此一致，他们也发现外国直接投资的稳定性高于另外两类资本流动。Hausmann和Fernandez-Arias（2000）也在较低程度上证实了该结果。他们还指出，虽然外国直接投资的波幅在长期内呈上升趋势，但始终低于另外两类资本流动的波幅。在解释上述结果时，有理由对资本流动分类不当的可能性感到关切。由于本文引用的大多数研究使用类似数据来源，仅仅通过审查多项研究的结论并不能解决该问题。

有帮助。该指标由Edison和Warnock（2001）设计，虽然只是资本管制的一项要素，但十分适合于模拟股票投资的流动。从图2.4中可以看出，在强度和速度两方面，不同区域中的MFI经济体的股市自由化进展十分迅速。<sup>11</sup>

在90年代，跨国合并与收购——特别是源于国有企业私有化的合并与收购——是流入MFI经济体的外国直接投资增长的一项重要因素。MFI经济体中金融部门放松对外国投资者的限制也极大地促进了此类活动。<sup>12</sup>

工业国家中的机构投资者——包括共同基金、退休基金、对冲基金和保险公司——在将资本从工业国家引入发展中国家的过程中发挥了重要作用。它们帮助散户投资者克服了信息和交易费用障碍，使其能够参与对新兴市场的证券投资。共同基金在这方面发挥了特别重要的作用，使散户投资者能够将投资范围扩大至发展中国家。<sup>13</sup> 虽然国际机构投资者仅把一小部分资金投入MFI经济体，但由于当地资本市场规模相对较小，它们在这些经济体中仍然起着重要作用。仅专门投资于新兴市场的基金即已持有亚洲、拉丁美洲和转轨经济体总市值的5%—15%。

尽管在最近的新兴市场危机后北南资本流动减少，但某些结构性力量可能在中期和长期导致此类流动再度增加。人口变化对此类流动产生了重要影响。目前工业国家中人口特征的一大变化是老龄依赖比率上升。在未来几十年中，由于医学技术进步、平均寿命延长和生育率下降，该趋势将进一步强化。为迅速老龄化的人口退休后的消费需求提供资金要求提高目前这些经济体中国家和私人的储蓄率。但是，如果储蓄率的确上升，可能导致发达国家中资本回报率下降，与资本贫乏的南方国家相比尤为如此。这将鼓励资本由北向南流向回报率较高的国家。<sup>14</sup>

上述各项力量表明，尽管最近北南资本流动出现了急剧逆转，但发展中国家最终将再度面临金融全球化带来的机会与风险的微妙平衡。源于金融一体化

---

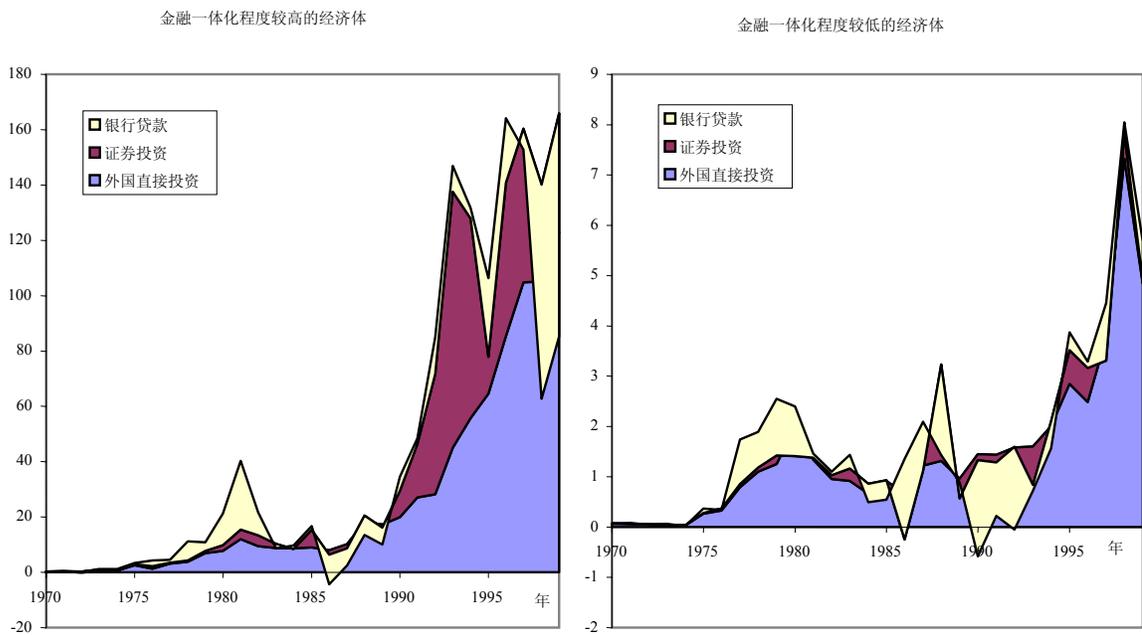
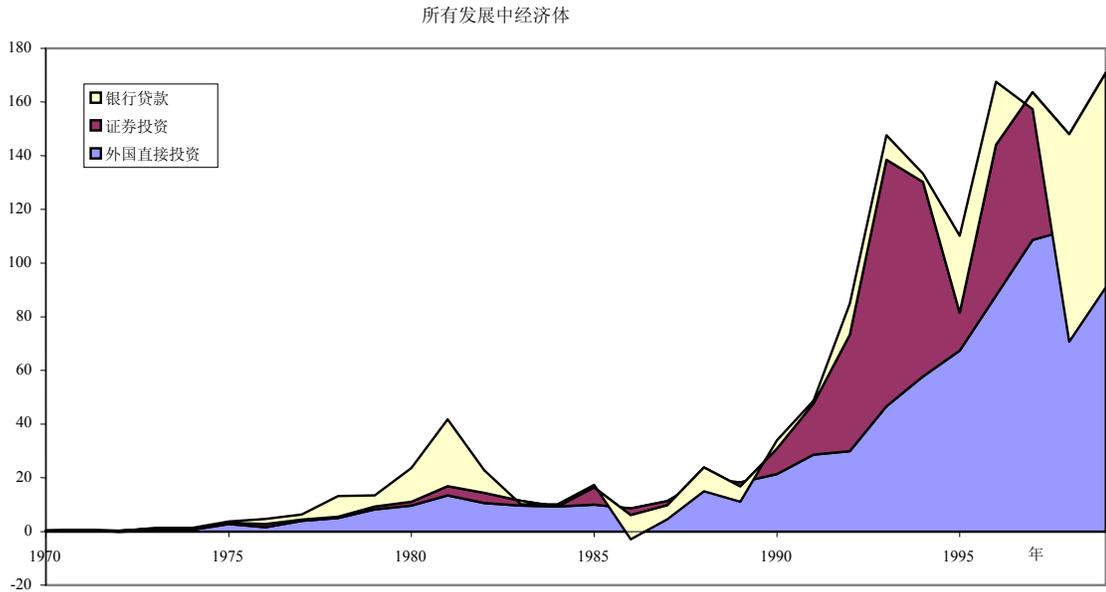
<sup>11</sup> 该股市自由化指数系基于国际金融公司（IFC）就每一个国家制定的两个指数——全球指数（IFCG）和可投资指数（IFCI）。IFCG代表整个市场，IFCI则代表向外国投资者开放的市场部分，开放程度由IFC基于法律和流动性标准确定。Edison和Warnock（2001）建议把IFCG总市值与IFCI总市值的比率用作股市自由化指标。该比率以定量方式反映了外国投资者对具体国家股市的参与程度；用1减去该比率可理解为一个国家资本管制强度的指标。

<sup>12</sup> 世界银行2001年《全球发展金融报告》指出，拉美的金融部门获得的外国直接投资源于外国企业购买国内的私有银行。由于此类购买活动，外国控制的银行资产份额从1994年的8%上升为1999年的25%。在东亚，外国投资者购买了许多面临财务困难的地方银行，导致外国控制的银行资产从1994年的2%增长为1999年的6%。

<sup>13</sup> 在90年代，共同基金在MFI国家中的投资显著上升。例如，在1995年底，专项新兴市场股票基金持有的拉美股票为210亿美元。到1997年底，他们持有的拉美股票已增长至400亿美元。虽然共同基金在亚洲的增长幅度较小，但对该地区的许多国家而言共同基金的投资仍然很重要。请参阅Eichengreen、Mathieson和Chadha（1998）关于对冲基金的详细研究。

<sup>14</sup> 当然，该相关跨国比较将基于风险调整后的资本回报率。Brooks（2000）分析了人口趋势——包括不同群组的国家之预期生育率——对北南资本流动的影响。Attanasio和Violante（2000）指出，推动上述资本流动的全球福利效应规模可能很大。这种预测假设不会发生从南方向北方的大规模劳动力转移，但如果发生这种转移，人口构成的变化会减弱，也会影响资本的相对回报率。

图2.3 净私人资本流量  
(10亿美元)



来源：各期《世界经济展望》，国际货币基金组织。

注：1997年至1999年金融一体化程度较高的经济体之外国银行贷款为负数。

的益处是否足以抵消进一步承担变幻不定的国际资本流动风险的代价？下文将对关于该问题的证据进行分析。

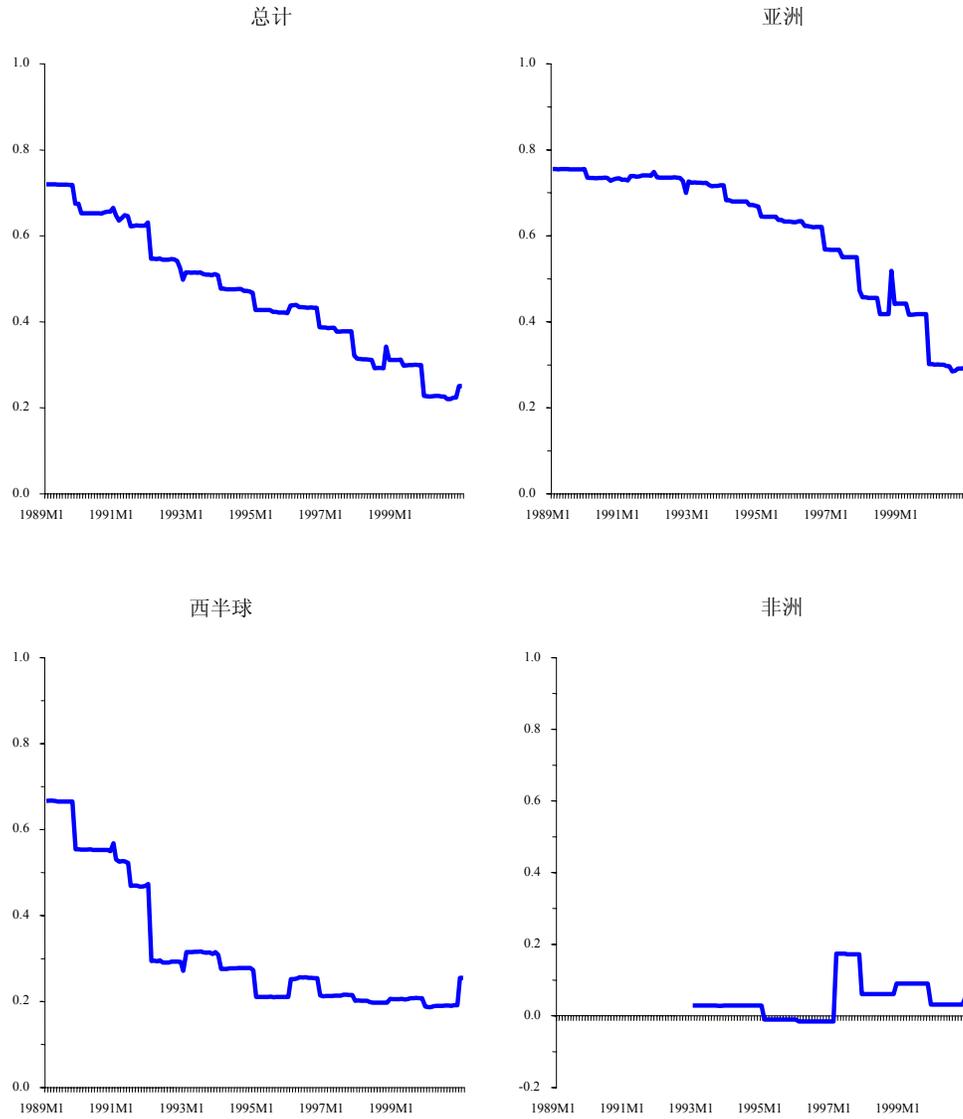
表2.1 不同类别资本流入的波动幅度

	外国直接投资 / GDP	贷款 / GDP	证券投资 / GDP
		<b>标准差</b> (每组中位数)	
MFI 经济体	0.007	0.032	0.009
LFI 经济体	0.010	0.036	0.002
		<b>变异系数</b> (每组中位数)	
MFI 经济体	0.696	1.245	1.751
LFI 经济体	1.276	1.177	2.494
		<b>某些MFI经济体的变异系数</b>	
印尼	0.820	0.717	1.722
韩国	0.591	2.039	1.338
马来西亚	0.490	4.397	3.544
墨西哥	0.452	2.048	2.088
菲律宾	0.921	0.956	1.979
泰国	0.571	0.629	1.137

来源：Wei（魏尚进）（2001）。

注：采用1980至1996年数据计算。样本中保留的国家在该阶段内所有3个变量至少有8个数据齐全的观测值，每个国家在1995年的人口至少为一百万人。MFI指金融一体化程度较高的经济体。LFI指金融一体化程度较低的经济体。总外国直接投资（FDI）流入、总银行贷款和总证券投资流入源于国际货币基金组织发布的各期《国际收支统计》（华盛顿）。

图2.4 金融一体化程度较高的发展经济体中对外国所有权的限制



来源：Edison和Warnock（2001）。

注：本指数测量对外国投资者进入某一国家的股市之限制程度。

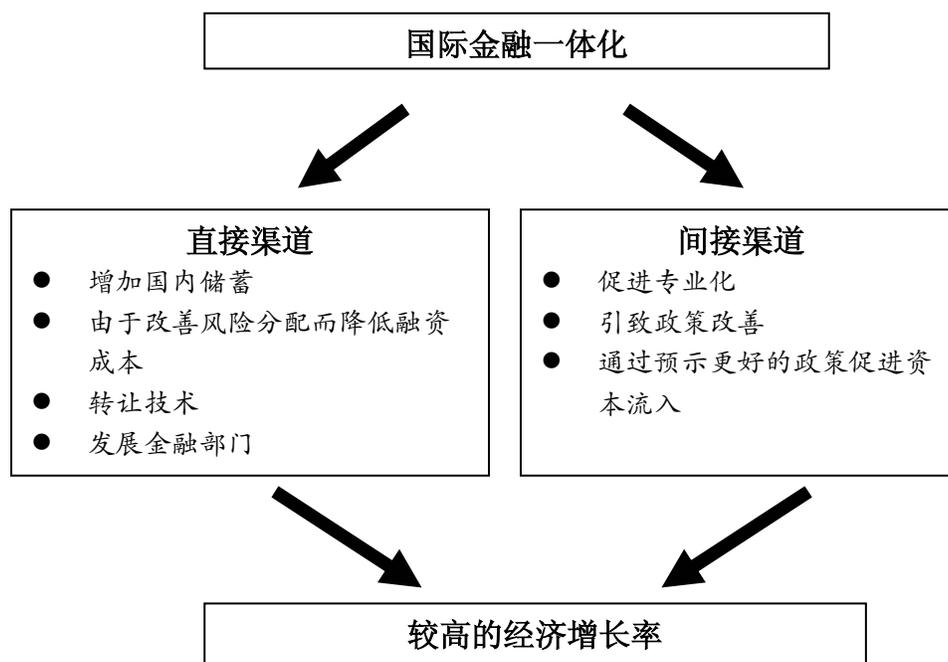
### 三、金融一体化与经济增长

理论模型指出了一组国际金融一体化促进发展中世界经济增长的渠道。但是，迄今为止，仍然难以在实证中确认金融一体化和增长之间存在有力而稳定的因果关系。

#### 理论上金融全球化的潜在益处

理论上，金融全球化可通过若干直接和间接渠道促进发展中国家的经济增长。图3.1总结了这些可能的渠道。尽管这些渠道在某些方面相互关联，但这样的划分对实证中量化每一种渠道的重要性很有帮助。

图3.1. 金融一体化促进经济增长的渠道



## 直接渠道

### 增加国内储蓄

原则上，北南资本流动使双方受益。它为资本贫乏的国家提供更多投资，而为资本富余国家的投资者提供其国内所不具备的较高资本回报率。这种情况有效地降低了发展中国家的无风险利率。

### 通过更有效的全球风险配置降低资本成本

根据国际资产定价模型预测，股市自由化能够改善风险配置（Henry，2000a；Stulz，1999a和b）。首先，外国和本国投资者之间风险分担机会的增加可能有助于分散风险。其次，增强的分散风险能力能够鼓励企业增加总投资，从而促进增长。第三，随着资本流动增加，国内股市流动性将增加，可以进一步降低股权风险溢价，从而降低集资成本。

### 技术和管理专门技能转移

金融一体化程度较高的经济体似乎吸收了绝大部分的外国直接投资，而外国直接投资可能推动技术扩散以及良好管理实践的推广。这样的“溢出效应”能够提高总体生产率，从而推动经济增长（Borensztein，De Gregorio和Lee（1998）；MacDougall（1960）；Grossman和Helpman（1991b））。

### 刺激国内金融部门发展

研究表明，国际证券资本流动能够提高国内股市的流动性。外国拥有的本地银行增加也能产生多种其他益处（Levine，1996；Caprio和Honohan，1999）。首先，外国银行参与有助于一国利用国际金融市场。其次，外国银行参与有助于改进国内银行业的监管和监督框架。第三，外国银行经常引入许多新金融产品和服务，同时推动国内市场的技术改进。外国银行参与通常导致竞争加剧，从而改进国内金融服务的质量，提高配置效率。

## 间接渠道

### 促进专业化

生产专业化可能提高生产率和增长率这种观点直觉上容易理解。但是，如果不具备风险管理机制，高度专业化的生产结构将导致产出的大幅波动，从而导致消费大幅波动。对经济波动增大的担忧使一些国家可能不愿意实施有助于提高专业化程度的措施；较大的波幅通常还意味着总体储蓄率和投资率降低。

原则上，金融全球化有助于国家进行国际风险分担，从而缩小消费波幅。关于这一点还将在下一章中论述。此处仅指出，风险分担可能间接鼓励专业化，从而提升增长率。Brainard和Cooper（1968）、Kemp和Liviatan（1973）、Ruffin（1974）和Imbs和Wacziarg（2003）对该逻辑作了解释。在发达国家之间以及特定发达国家内部各地区之间，的确有证据表明更好的风险分担伴随着较高的专业化程度（Kalemi-Ozcan, Sørensen和Yosha, 2001）。

### 承诺执行更好的经济政策

国际金融一体化能够增加政府对未来政策路线承诺的可信度，从而提高生产率。具体而言，金融一体化对政府政策的约束效应在多大程度上能够改变一个国家的内部投资活力，取决于它能够在多大程度上引导资本根据宏观经济政策的变动流向生产力更高的部门。国家政府有时倾向于对有形资本实施掠夺性税收政策。此类政策倾向于减少投资和增长。金融开放能够自我延续，限制政府在未来执行此类掠夺性政策，因为此类行动的负面影响在金融一体化的环境中更加严重。Gourinchas和Jeanne（2003a）用一个理论模型说明了这一点。

### 广播信号

一个国家从事金融一体化的意愿可以被理解为未来对外国投资采取更加友好的政策的信号。Bartolini和Drazen（1997a）认为，通过信号作用，取消对资本外流的限制反而可能导致资本流入增加。许多国家（包括哥伦比亚、埃及、意大利、墨西哥、新西兰、西班牙、英国和乌拉圭）在取消资本外流限制后获得了大量资本流入。<sup>15</sup>

## 实证结果

表面上，接受金融全球化和经济发展之间似乎存在正相关。一般而言，工业国家与全球经济的金融一体化程度超过发展中国家。因此，接受全球化显然是经济上先进的一种表现。

在发展中国家内部，MFI经济体在过去三十年的增长速度高于LFI经济体。从1970年至1999年，在MFI发展中经济体群组中，平均人均产出增长近三倍，比LFI经济体的平均增长率高六倍。无论是在哪一个十年间，无论是在消费或者投资方面，MFI群组始终保持了更快增长的态势。

但是，仅仅根据上面的数据特征就推断金融一体化对增长有积极影响的做法存在两个问题。第一，该假设不一定经得起更加严格的审查。第二，上述观

---

<sup>15</sup>见Mathieson和Rojas-Suarez（1993）以及Labán和Larrain（1997）。

察到的现象可能仅仅反映了国际金融一体化和经济表现之间的相关性，而不一定是因果关系。换言之，上述现象并没有排除存在逆向因果的可能性：即使金融全球化对经济增长没有直接贡献，强劲增长仍然可能引致一个国家选择参与金融一体化。

为了对金融开放程度和增长之间的关系有一个直观印象，表3.1列出了1980年至2000年增长速度最快的发展中国家名单和同期增长最慢的（或者说下降最快的）国家名单。有些国家在该阶段经历了金融一体化，特别是在90年代后半期。<sup>16</sup> 因此，在理解基于整个时段总体变化得到的任何结果时，都应当谨慎。不过，表中还是有几个特征值得注意。

---

<sup>16</sup>表3.1基于不变当地货币单位，报告了实际人均国内生产总值增长率。如果采用不同度量，例如以美元为单位或根据购买力平价计算人均国内生产总值，确切的增长率和国家排名可能发生变化。

**表 3.1 1980年至2000年增长速度最快和最慢的经济体及其金融开放程度**

	增长最快的经济体，1980–2000	人均国内生产总值变化合计百分比 <sup>1</sup>	金融一体化程度更高？	增长最慢的经济体，1980–2000	人均国内生产总值变化合计百分比	金融一体化程度更高？
1	中国	391.6	是 / 否	海地	-39.5	否
2	韩国	234.0	是	尼日尔	-37.8	否
3	新加坡	155.5	是	尼加拉瓜	-30.6	否
4	泰国	151.1	是	多哥	-30.0	否
5	毛里求斯	145.8	否	科特迪瓦	-29.0	否
6	博茨瓦纳	135.4	否	布隆迪	-20.2	否
7	香港特别行政区	114.5	是	委内瑞拉	-17.3	是 / 否
8	马来西亚	108.8	是	南非	-13.7	是
9	印度	103.2	是 / 否	约旦	-10.9	是
10	智利	100.9	是	巴拉圭	-9.5	否
11	印尼	97.6	是	厄瓜多尔	-7.9	否
12	斯里兰卡	90.8	否	秘鲁	-7.8	是

来源：国际货币基金组织工作人员基于世界银行《世界发展指标》（WDI）数据库的计算。

<sup>1</sup> 实际人均国内生产总值增长率采用不变当地货币单位。

从该表中可以得出的一个明显结论是：金融一体化不是实现高增长率的必要条件。尽管资本账户自由化的程度和范围有限，中国和印度都取得了高增长率。例如，虽然中国显著提高了对国外直接投资的开放程度，但对大多数其他类型的跨境资本流动并不是特别开放。毛里求斯和博茨瓦纳在该阶段中成功实现高增长，但这两个国家对金融流动相对封闭。

从该表中可以得出的第二个结论是：金融一体化也不构成经济高速增长的充分条件。例如，约旦和秘鲁对外国资本流动相对开放，但在从封闭转向开放的阶段中其经济经历了负增长，而不是正增长。不过，表3.1还显示，增长率下降的经济体在金融上封闭的可能性较高，尽管因果关系的方向并不明确。

这种考察增长率处于极端状态的国家的方法，提供了有用信息，但有局限；所以还应当对更多国家的情况进行更加综合的研究，同时使用更加系统的方法测量金融开放程度。为了在更广的层面上考察这种关系，图3.2展示了一个从1982年至1997年实际人均国内生产总值增长率和金融一体化上升程度的散点图。基本上这两个变量之间没有相关。图3.3展示的这两个变量的散点图考虑了国家的初始收入、初始教育水平、平均投资与国内生产总值比率、政治不稳定性和区域位置。该图也没有反映出金融一体化与经济增长之间存在正相关。事实上，这样的发现并不局限于特定的样本时期或国家，其他许多关于该课题的研究文章也得出了同样的结论。

一些实证研究尝试系统地分析金融一体化是否促进了经济增长，这些研究采用了各种不同的方法来解决证明因果关系的难题。表3.2总结了关于这个题目的十四项最新研究。<sup>17</sup>其中三篇文章报告金融一体化对经济增长产生了积极影响。但是，大多数文章没有发现金融一体化对发展中国家产生影响，或者发现的影响不一致。这表明，即使金融一体化对经济增长有积极影响，这种影响可能即不强，同时也不稳定（见专栏3.1）。<sup>18</sup>

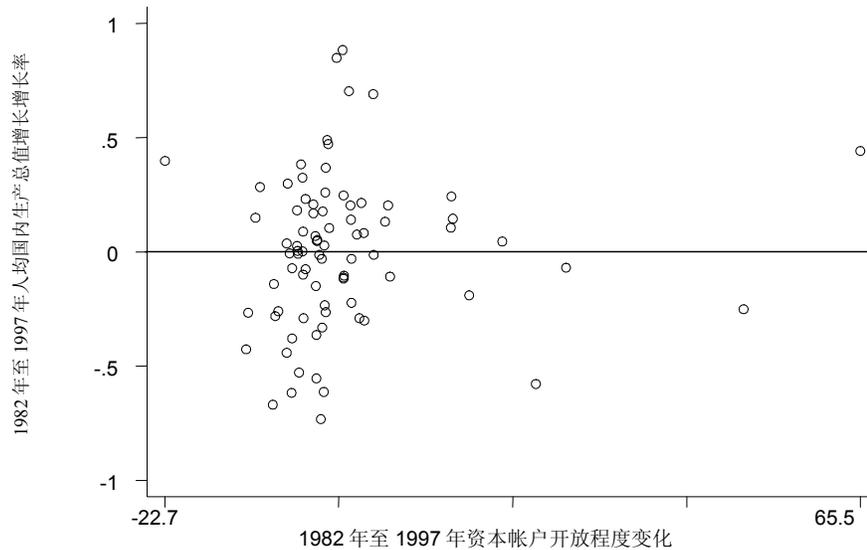
在表3.2总结的所有文章中，Edison, Levine, Ricci和Sløk（2002）的文章在测量金融一体化和讨论各种实证可能性这两个方面，也许是最全面和最细致的。作者们在测量一个国家的金融一体化程度时不仅根据国际货币基金组织《关于汇兑安排和汇兑限制的年度报告》考察了政府对资本账户交易的限制，而且参考了实际跨境资本流动，并将该资本流动按照经济规模加以标准化。该文章使用的样本数据截止于2000年底，该年度是关于这个题目的现有研究中涉及的最近一年。另外，作者们还采用了一种能够测量可能的逆向因果关系的统计方法，这种可能性是指观察到的金融一体化与经济增长之间的关联，也许是由于增长较快的经济体更倾向于选择实行资本账户自由化。经过许多统计分析后，该文章得出结论说，总体而言金融一体化对经济增长没有产生稳定而显著的影响。

---

<sup>17</sup> 该表格扩大了基金组织2001年10月《世界经济展望》中的调查范围以及Edison, Klein, Ricci和Sløk（2002）的研究范围。

<sup>18</sup> 有些证据表明，不同类别的资本流动对增长可能产生不同的影响。

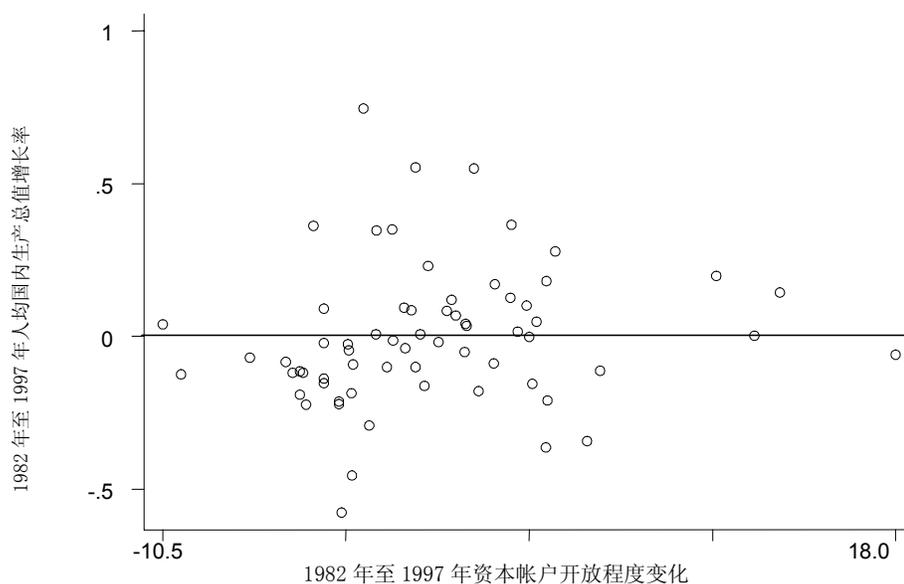
**图3.2. 金融开放程度上升和实际人均国内生产总值增长**  
(简单相关, 1982年至1997年)



来源: 国际货币基金组织工作人员基于Wei (魏尚进) 和Wu (武屹) (2002b) 中的数据作出的计算。  
注: 资本账户开放程度的计算方法是 (总私人资本流入 + 总私人资本流出) / 国内生产总值。系数 = 0.002; 牢固性标准误差 = 0.003; t值 = 0.67。

**图3.3. 金融开放程度上升和实际人均国内生产总值增长: 有条件关系, 1982年至1997年**

(以下列各项为条件: 初始收入、初始教育程度、平均投资/国内生产总值、政治不稳定 (革命和政变) 以及区域虚拟变量)



来源: 国际货币基金组织工作人员基于Wei (魏尚进) 和Wu (武屹) (2002b) 中的数据作出的计算。

注：资本账户开放程度的计算方法是（总私人资本流入 + 总私人资本流出）/ 国内生产总值。系数 = 0.006；牢固性标准误差 = 0.004；t值 = 1.42。

**表3.2 关于金融一体化和经济增长的近期研究总结**

研究	国家数目	研究阶段	对增长的影响
Alesina, Grilli和Milesi-Ferretti (1994)	20	1950-89	无影响
Grilli和Milesi-Ferretti (1995)	61	1966-89	无影响
Quinn (1997)	58	1975-89	有利影响
Kraay (1998)	117	1985-97	无影响或影响不一致
Rodrik (1998)	95	1975-89	无影响
Klein和Olivei (2000)	最多为92	1986-95	有利影响
Chanda (2001)	116	1976-95	影响不一致
Arteta, Eichengreen和Wyplosz (2001)	51-59	1973-92	影响不一致
Bekaert, Harvey和Lundblad (2001)	30	1981-97	有利影响
Edwards (2001)	62	1980s	对穷国无影响
O'Donnell (2001)	94	1971-94	无影响或影响不一致
Reisen和Soto (2001)	44	1986-97	影响不一致
Edison, Klein, Ricci和Sløk (2002)	最多为89	1973-95	影响不一致
Edison, Levine, Ricci和Sløk (2002)	57	1980-2000	无影响

来源：国际货币基金组织工作人员根据国际货币基金组织（2001）扩充的数据；Edison Klein, Ricci和Sløk（2002）。

## 综合分析

为什么在理论基础很强的情况下却难以发现金融一体化对经济增长存在有力而稳定的影响？或许该结果背后的确有逻辑可循。一些研究者现在认为，国家之间人均收入的差别中大部分不是源于资本/劳动比率的差异，而是源于全要素生产率的差异，而全要素生产率又可以进一步通过软因素或社会基础结构来加以解释，比如公共治理、法治和尊重产权。<sup>19</sup> 就此而言，虽然金融一体化可能打开门户，使更多外国资本流入，但一体化本身并不构成强有力的推动因

<sup>19</sup> 见Hall和Jones（1999）；Senhadji（2000）；Acemoglu, Johnson和Robinson（2001）；Easterly和Levine（2001）；以及Rogoff（2002）关于生产率差异在解释国家之间的收入差距方面的研究。只有Gourinchas和Jeanne（2003b）的文章直接比较了源于国际金融一体化的增长和源于生产率提高的增长。他们在一个标准化模型中显示：对普通非经合组织经济体而言，源于完美金融一体化的增长大约相当于消费永久性增长1%。相反，在战后的韩国，生产率提高同样数量级导致的经济增长比以上模型中超过一百多倍。源于国际金融一体化的增长较低的原因是，平均而言较不发达国家距离其潜在资本水平并不太远。非经合组织国家发展程度较低的主要原因并不是缺乏资本，而是生产率受到体制质量、经济政策和其他因素的制约（见附录二）。

素。事实上，如果国内公共治理水平太低，金融一体化可能导致国内资本外流，从而降低经济增长率。

该逻辑可使用Senhadji（2000）报告的结果来说明。从1960年至1994年，非洲撒哈拉以南的国家的人均产出平均增长率在所有发展中地区最低。有形资本和人力资本积累方面的差异只是国家之间增长率不同的原因之一。全要素生产率是解释增长率差别的主要变量。

在金融一体化和增长之间难以发现因果关系的另一种可能解释是：某些发展中国家在金融一体化过程中经历了代价巨大的银行危机。Kaminsky和Reinhart（1999）的研究结果表明，国内金融自由化措施顺序不当加上资本账户自由化会增大国内银行危机及/或汇率危机的风险。此类危机常常伴随着产出急剧下跌，从而使金融一体化的益处可能在数据中不明显。<sup>20</sup>

把关于金融一体化和贸易一体化影响的实证研究进行对比，能够发现一些值得思考的结果。虽然不无怀疑者（Rodriguez和Rodrik，2001），但绝大多数实证研究文章得出的结论都是贸易开放有助于促进经济增长。此类研究采用了多种不同的方法，即有国家个案研究，也有对若干国家进行的截面回归。Krueger和Berg（2002）分析了关于该课题的所有重要实证研究后，得出的结论是“有多种证据支持贸易开放显著推动增长的观点”。此外，“以各种不同决定因素为解释变量对若干国家收入水平进行的截面回归通常显示，开放是最重要的政策变量”。

其他一些实证研究也发现贸易和金融一体化产生的影响有所不同（见专栏3.2）。研究对经济增长或收入水平影响的另一种方法是分析贸易和金融开放对社会健康状况的影响。Wei（魏尚进）和Wu（武屹）（2002b）使用了79个发展中国家的数据，其中提供的一些证据表明，即使在控制了收入、体制和其它因素的影响以后，贸易开放程度越高的国家(尤其是以关税降低来衡量时)，期望寿命的增长和婴儿死亡率的下降仍然更快。相比之下，更高层次的金融一体化并没有伴随着社会健康的加速改善。正如某些关于经济增长的研究所得出的结论，上述结果可能表明贸易一体化对发展中国家的益处大于金融一体化。

金融一体化与贸易开放之间的对比可能具有重要的政策意义。从贸易开放中受益需要的先决条件似乎相对较少，而从金融一体化中受益却要求具备若干条件。第五章对此作了更为详细的论述。

值得注意的是，贸易和金融开放之间可能存在相辅相成的关系。<sup>21</sup>例如，如果一个国家为保护某些效率低下的国内行业而保持很高的贸易壁垒，流入的资本可能被导引至这些受保护的行业，从而使现有资源配置不当的问题更加严重。因此，在没有贸易开放的情况下实行金融开放可能导致一个国家的效率降低。

当然，金融一体化对经济增长不产生有力而稳定的影响并非意味着推断二者相关的理论一定是错误的。一种可能是，理论探论的是长期影响，并且大多

---

<sup>20</sup>见Ishii等人（2002）对有关国家的研究。

<sup>21</sup>国际基金组织2002年9月发布的《世界经济展望》强调了这一点。

数理论没有把建全体制、改善公共治理及其他软因素考虑在内，而这些因素都是各种理论渠道工作的前提条件。事实上，为了增进长期发展的潜力，加强与外界的金融联系可能是发展中国家的唯一选择。关键在于如何管理由金融全球化带来的短期风险。在适当前提条件并不完备的情况下推动金融一体化，短期内可能非但不能带来增长方面的益处，还会导致产出和消费的波幅增大。

### 专栏3.1. 不同类别的资本流动对增长的影响

研究文献中积累的证据并没有为资本流动推动经济增长的论点提供明确而稳定的支持。

根据De Mello（1999）使用80年代的数据得出的研究结果，外国直接投资似乎促进了发展中国家和经合组织国家的经济增长。Borenzstein，De Gregorio和Lee（1998）发现当东道国人力资本到达足够高的水平时可检测到外国直接投资的积极影响。

流入发展中国家的外国直接投资及其他类别的资本于90年代开始大幅度上升，因此有必要基于更新的数据对上述结果进行重新分析。Reisen和Soto（2001）分析了六类资本流动：外国直接投资、股票投资、债券投资、长期银行信贷、短期银行信贷和官方融资。他们的样本涵盖了44个国家从1986至1997年的数据，在研究中采用了动态双维回归的方法来解决可能存在的内生性和缺失变量问题。在六类资本流动中，只有外国直接投资和股票投资两类被发现与经济增长率有正相关。

其他一些研究分析了不同类别的资本流动对国内投资的影响（及由此对增长的间接影响）。Bosworth和Collins（1999）使用1979年至1995年的数据分析了此类关系，其分析侧重于一国不同时期之间的变化，而并非国家之间的差异。两位作者首先从一个国家的数据中减去了该国的平均值，然后把投资和储蓄份额对各种形式的资本流动（相对国内生产总值）进行回归。他们发现，外国直接投资和银行贷款对国内投资的增加有积极影响。相反，证券投资 and 国内投资的关联虽然也是正向的，但并不具有统计显著性。两位作者尝试了解决资本流动可能是内生变量的问题，即资本流动和国内投资可能同时取决于一个共同的第三因素。

世界银行的《全球发展金融报告》（2001）重复了Bosworth和Collins的研究，但采用的数据包含更多国家，研究阶段也更长（1972年至1998年）。该项研究发现，外国直接投资（或其他长期资本流入或银行贷款）和国内投资之间的相关度高于短期债务和国内投资之间的相关度。证券投资 and 国内投资之间的相关度并不具有统计显著性。

总之，在本文论及的多项近期研究中，外国直接投资对国内投资和国内增长的积极影响相对稳定。其他形式的资本流入也可能产生积极影响，但其影响通常较小或者不稳定。



### 专栏3.2 金融和贸易一体化对经济发展是否产生不同影响？

#### 寿命和婴儿死亡率方面的证据

作为研究开放程度对经济增长影响的另外一种方法，本专栏提出的问题是贸易和金融一体化是否有助于发展中国家延长人口期望寿命和降低婴儿死亡率，以及二者的影响是否存在差别。

研究上述问题的动机有三种。第一，由于人口期望寿命和婴儿死亡率是反映社会生活水平的重要方面，它们本身就值得研究。第二，关于收入水平或增长的数据源于国家账户，因此所有关于经济增长的研究都必须使用类似的数据来源。而人口统计数字的数据来源全然不同（即来自出生和死亡记录），通常由不同的政府部门收集数据。因此，此类数据提供了独立的来源，可用于进一步核实开放程度对人民生活的影响。第三，要对收入水平或增长率进行跨国比较，就必须对名义收入通过购买力平价（PPP）进行一定调整。但是，现有PPP调整不一定可靠（Deaton, 2001）。相反，生命和死亡的定义在所有国家都相同，因此重要统计数字的可比性高于贫困、收入或收入分配数据。

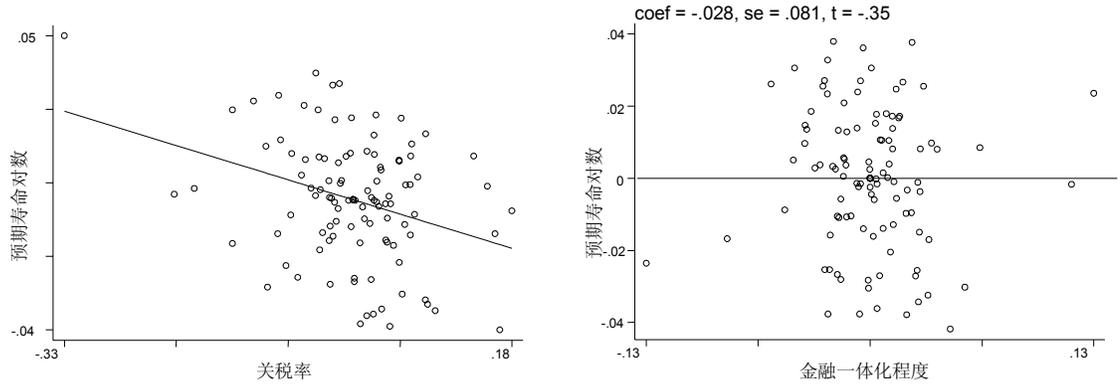
本项研究分析了1962年至1997年79个发展中国家的数据。该样本几乎包括了存在相关数据的所有发展中国家，除了婴儿死亡率和期望寿命受大规模战争、屠杀、饥荒或艾滋病蔓延影响的国家。考虑到可能影响健康的其他因素，以及开放程度变量可能具有的内生性，研究采用了控制国家固定因素的多维回归和动态多维回归分析。

图3.4总结了研究结果，该结果表明，贸易和金融开放产生的影响不同。在发展中国家中，金融一体化的速度和社会健康改善之间不存在稳定的正相关。相比之下，一些证据表明较高的贸易一体化程度往往会带来期望寿命延长和婴儿死亡率降低的加快。例如，平均法定关税税率降低11个百分点——约相当于1962年至1997年期间法定关税税率变化的一个标准差——伴随着每1000个活胎中的婴儿死亡减少3至6个（即使在控制人均收入、女性平均受教育水平和其他因素变化的影响后也是如此）。

来源：Wei（魏尚进）和Wu（武屹）（2002b）。

图3.4 金融和贸易一体化对改善一国健康的不同影响

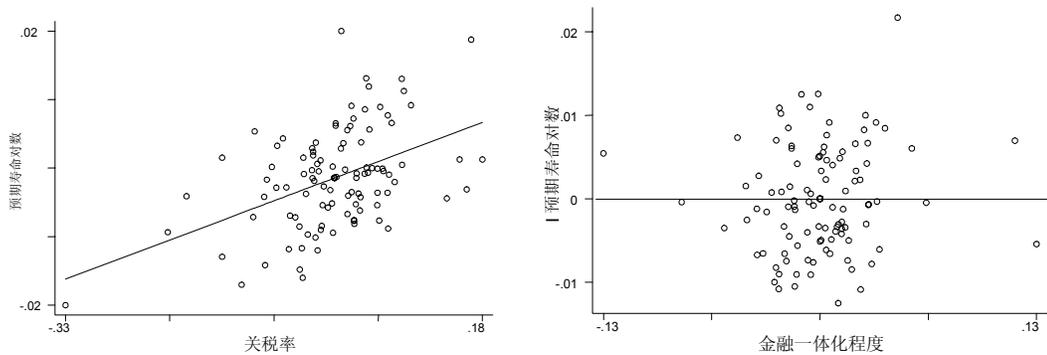
较低的贸易壁垒伴随着较长的预期寿命，但较高的金融一体化程度并非如此。



注：以下列各项为条件：人均收入、受教育年数、每千人医生数目、民主、国家固定影响。系数 = -0.090，标准误差 = 0.035；t = -2.58。

注：以下列各项为条件：关税税率、人均收入、受教育年数、每千人医生数目、民主、国家固定影响。系数 = -0.028，标准误差 = 0.081；t = -0.35。

较低的贸易壁垒伴随着较低的婴儿死亡率，但较高的金融一体化程度并非如此。



注：以下列各项为条件：人均收入、受教育年数、每千人医生数目、民主、国家固定影响。系数 = 0.045，标准误差 = 0.012；t = 3.9。

注：以下列各项为条件：关税税率、人均收入、受教育年数、每千人医生数目、民主、国家固定影响。系数 = 0.019，标准误差 = 0.027；t = 0.7。

来源：国际货币基金组织工作人员基于Wei（魏尚进）和Wu（武屹）（2002b）的计算。

注：在上面的两幅图中，纵向轴线上是出生时预期寿命对数（年）。在下面两幅图中，纵向轴线是婴儿死亡率，其定义是每1000个活产婴儿中在第一个生日前死亡的婴儿数目。关税税率指法律规定的平均关税税率，金融一体化程度的计算方法是：（总私人资本流入 + 总私人资本流出）/ 国内生产总值。

## 四、金融全球化和宏观经济波动

原则上，国际金融一体化应当有助于各国缩小宏观经济波动幅度。本章阐述的研究——包括某些新证据——表明，一些国家（特别是发展中国家）尚未实现该潜在益处。资本账户自由化过程常常伴随着遭受危机可能性的增大。全球化使上述风险更加显著，因为金融联系可能放大实际经济震荡和金融震荡的影响。

### 宏观经济波动<sup>22</sup>

全球化的潜在益处之一是提供更好的分散风险的机会，从而缩小波动幅度。事实上，与工业国家相比，发展中国家的生产结构多样化程度较低，更容易发生大幅波动，因此，在理论上发展中国家应当从全球化中受益更大。但是，近期某些MFI经济体遭受的危机表明，事实上金融一体化增大了波动幅度。

全球化对宏观经济波动影响的全面证据如何？在回答该问题时，必须区分产出波动和消费波动。在理论模型中，全球一体化对产出波动的直接影响并不明确。一方面，金融一体化提供了利用资本的机会，能够帮助资本贫乏的发展中国家实现生产基础多元化。另一方面，金融一体化程度上升也可能导致基于比较优势考虑的生产专业化程度上升，从而使经济体更容易遭受与具体行业相关的震荡的影响（Razin和Rose，1994）。

姑且不论对产出波动的影响，理论上认为金融一体化应当缩小消费波动。缩小消费波动的能力被视作经济福利的一项重要决定因素。国际金融市场为各个国家提供了分担宏观经济风险的更好机会，从而能够平稳消费。该论点的要旨是，既然产出波动在各国之间并非完全相关，金融资产交易应当可以使各个国家的消费水平与产出波动中同具体国家相关的成分脱钩（见Obstfeld和Rogoff（1998），第五章）。附录二详细分析了这个问题，它表明发展中经济体在平稳消费方面存在很大的潜在收益。<sup>23</sup>

尽管全球化对宏观经济波动的影响是一个重要的课题，但相关的实证研究却很少，其中关于金融一体化对经济波动影响的更是有限且不完整（见专栏

---

<sup>22</sup>本章大量引用了Kose、Prasad和Terrones（2003a）的研究。

<sup>23</sup>附录三探讨了使用应急证券（例如国内生产总值指数债券）协助缩小收入波幅的可能与限制，特别是在发生债务危机时。

4.1)。另外，现有研究大都侧重于分析金融一体化对产出波动的影响，很少涉及消费波动。因此，本文将就这个问题提供一些新证据。

表4.1分析了过去四十年中不同宏观经济综合指标的波幅变化。与国际货币基金组织2002年9月发布的《世界经济展望》中提供的证据一致，平均而言MFI经济体的产出波幅小于LFI经济体。有趣的是，在20世纪90年代，工业国家和LFI经济体的平均产出波幅均显著缩小，但MFI经济体缩小的幅度远不及前二者。使用更广义的收入概念时——考虑要素收入流量和贸易条件影响（对发展中国家特别重要）——所得结果也与之相似。图4.1中的上图显示了不同国家群组收入增长平均波幅的变化，证实了上述结果，并显示上述结果对基于十年阶段划分数据并不敏感，不过在接近样本末尾时MFI经济体的波幅增大。

24

---

<sup>24</sup>该图显示的是每个小组中，各个国家收入增长速度标准差的中位数。其中每个国家收入增长速度的标准差是基于一个十年的滚动阶段计算得到的。

表4.1. 部分变量年度增长率波动幅度  
(百分比标准差, 各国家群组中位数)

	整个样本	十年阶段			
	1960-99	1960s	1970s	1980s	1990s
<b>产出 (Y)</b>					
工业国	2.18 (0.23)	1.91 (0.26)	2.46 (0.28)	2.03 (0.30)	1.61 (0.14)
MFI 经济体	3.84 (0.20)	3.31 (0.42)	3.22 (0.37)	4.05 (0.44)	3.59 (0.62)
LFI 经济体	4.67 (0.35)	3.36 (0.61)	4.88 (1.01)	4.53 (0.69)	2.70 (0.38)
<b>收入 (Q)</b>					
工业国	2.73 (0.34)	2.18 (0.33)	2.99 (0.40)	2.54 (0.29)	1.91 (0.30)
MFI 经济体	5.44 (0.50)	3.60 (0.47)	5.43 (0.45)	5.45 (0.65)	4.78 (0.72)
LFI 经济体	7.25 (0.84)	4.42 (0.53)	9.64 (1.24)	7.56 (1.23)	4.59 (0.54)
<b>消费 (C)</b>					
工业国	2.37 (0.30)	1.47 (0.27)	2.16 (0.25)	1.98 (0.28)	1.72 (0.20)
MFI 经济体	5.18 (0.51)	4.57 (0.49)	4.52 (1.04)	4.09 (0.94)	4.66 (0.46)
LFI 经济体	6.61 (0.78)	5.36 (0.58)	7.07 (0.11)	7.25 (0.81)	5.72 (0.78)
<b>总消费 (C+G)</b>					
工业国	1.86 (0.23)	1.38 (0.28)	1.84 (0.18)	1.58 (0.19)	1.38 (0.20)
MFI 经济体	4.34 (0.47)	3.95 (0.51)	4.19 (0.54)	3.43 (0.84)	4.10 (0.53)
LFI 经济体	6.40 (0.56)	4.85 (0.55)	6.50 (0.93)	6.34 (0.91)	4.79 (0.82)
<b>总消费 (C+G) 与收入 (Q) 的比率</b>					
工业国	0.67 (0.02)	0.75 (0.09)	0.56 (0.03)	0.61 (0.06)	0.58 (0.06)
MFI 经济体	0.81 (0.07)	0.92 (0.13)	0.74 (0.12)	0.76 (0.11)	0.92 (0.04)
LFI 经济体	0.80 (0.08)	0.95 (0.06)	(0.10)	0.82 (0.51)	0.84 (0.14)

来源: 作者的计算。

注: 在最下面三行, 总消费增长波幅与收入增长波幅的比率首先基于每个国家分别计算。报告的数字是上述比率的群组内中位数。(请注意, 该比率与消费增长波幅中位数与收入增长波幅中位数的比率不同。) 括号中的数字是标准差。MFI指金融一体化程度较高的经济体, LFI指金融一体化程度较低的经济体。

#### 专栏4.1 全球化对波动的影响：实证研究回顾

大量实证研究侧重于讨论金融开放对经济增长的影响，只有少数的研究分析了开放和宏观经济波动之间的联系。另外，现有研究一般未能在实证中发现开放与宏观经济波动之间存在明确的联系。Razin 和Rose（1994）研究了贸易和金融开放对产出、消费和投资波动的影响，其样本包含138个国家，研究阶段从1950年至1988年。他们没有发现开放和上述变量的波动之间存在显著的实证联系。

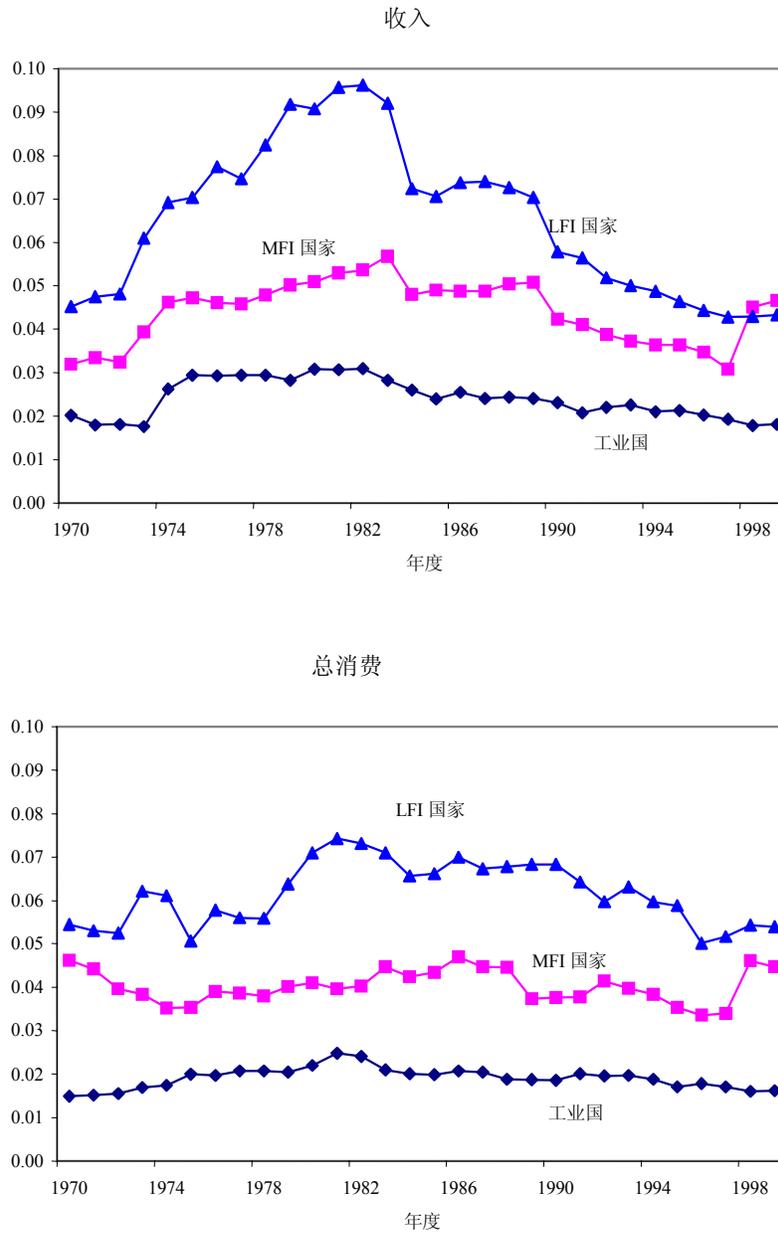
Easterly, Islam和Stiglitz（2001）探索了产出波动的来源，他们采用了74个国家的数据，研究阶段从1960年至1997年。一方面，他们发现国内金融部门的较高发展水平伴随较小的波动；另一方面，贸易开放程度上升导致产出波幅增大，特别是在发展中国家。这项研究结果表明，金融开放或资本流动波动对产出波动均未产生显著的影响。

Buch, Dopke和Pierdzioch（2002）采用了25个经合组织国家的数据研究金融开放和产出波动之间的联系。他们报告说，在金融开放和产出波动之间没有发现稳定的实证关系。Gavin和Hausmann（1996）研究了1970年至1992年发展中国家的产出波动来源，发现资本流动波动和产出波动之间存在具有显著性的正相关。O'Donnell（2001）使用93个国家的数据分析了1971年至1994年金融一体化对产出增长波动的影响，发现在经合组织（非经合组织）国家中金融一体化程度上升伴随产出波幅下降（上升）。其研究结果还表明，金融部门较发达的国家能够通过金融一体化缩小产出波动幅度。

Bekaert, Harvey和Lundblad（2002a）分析了1980年至2000年股票市场开放对产出和消费波动的影响，发现在股票市场开放后产出和消费波幅显著缩小。资本账户开放也缩小产出和消费波幅，但其影响小于股票市场开放。但是，作者还报告说，资本账户开放会增大新兴市场国家的产出和消费波动。国际货币基金组织2002年9月《世界经济展望》中提供的一些证据表明，发展中国家的产出波动减小与金融开放存在联系。

图4.1. 收入和消费增长波动

(10年滚动标准差；每个国家群组的中位数)



来源：Kose、Prasad 和Terrones（2003a）

注：MFI指金融一体化程度较高的经济体，LFI指金融一体化程度较低的经济体。

表4.1的消费行显示，工业国家和LFI经济体的平均消费波幅在90年代与产出波幅同步缩小。相反，MFI经济体私人消费波幅在90年代比80年代上升。仅仅考察私人消费波动可能会产生误解，因为公共消费可能发挥了重要的稳定作用，特别是在发展中国家。从表4.1中的总消费行可以看出，总消费的波幅通常的确小于私人消费波幅。但是，此类结果仍然证实，平均而言工业国家和LFI经济体中的消费波幅在90年代缩小了。相比之下，MFI经济体的消费波幅在同一阶段内增大了。图4.1中的下图显示了类似的结果，该图描绘十年滚动阶段内总消费增长平均波幅的演变。这是否仅仅源于MFI经济体的收入波幅较大呢？

令人惊讶的是，与较早阶段相比，在90年代MFI国家相对收入的总消费波幅实际上增大了。表4.1中最下面几行显示了每一个国家群组总消费增长波动与收入增长波幅的比率的中位数。就MFI经济体而言，这个比率在80年代为0.76，到90年代上升为0.92，而另外两个国家群组则基本上保持不变。因此，MFI经济体消费波幅与收入波幅的比率在90年代上升意味着金融一体化并没有为这些经济体提供更好的平稳消费缓解消费波动的机会。<sup>25</sup>

Kose, Prasad和Terrones（2003a）提供了更多严格的经济计量证据，它从资本帐户限制和总的金融流动两个方面，考察了金融一体化中的各种不同因素以及不同国家不同时期金融一体化的程度差异。研究证实，金融流动较大的国家相对消费波幅增大了，即使在控制宏观经济变量以及国家特征（如贸易开放程度和行业结构）之后依然如此。不过，作者们同时还发现了重要的阈值效应——金融一体化超过一定水平后会导致波幅显著缩小。不幸的是，大多数发展中经济体（包括MFI经济体）远远低于该阈值。<sup>26</sup>

为什么相对消费波幅增大偏偏发生于那些对金融流动较开放的发展中国家呢？一种解释是，80年代末期和90年代初期，这些国家中的生产率和产出增长受到有利冲击，导致国际投资者愿意为之融资的消费高潮。许多上述国家在对国际金融流动开放的同时实行国内金融自由化，在个人和国家层面放松了流动性限制，助长了消费热潮。但是，当这些国家遭受负面冲击打击时，他们迅速失去了利用国际资本市场的能力。

与上述解释一致，越来越多的研究表明资本流动的顺周期性质似乎对发展中国家的消费波动产生了不利影响。<sup>27</sup>这种顺周期性的表现的一是资本流入“急刹车”（见Calvo和Reinhart，1999）。更一般地，利用国际资本市场的能力也包含一个顺周期因素，该因素倾向于导致更大的产出波动以及过度的消费波动（相对收入波动）。例如，Reinhart（2002）发现主权债券评级具有顺周期性。由于发展中经济体的债券利差受此类评级的强烈影响，这意味着国际市

---

<sup>25</sup> 应当指出，MFI经济体民间消费和总消费波幅虽然在90年代增大，但平均而言仍然小于LFI经济体。

<sup>26</sup> 就本文使用的金融一体化指标而言，该阈值发生的比率约为国内生产总值的50%。样本中金融一体化程度超出该阈值的国家都是工业国。

<sup>27</sup> 此处讨论的顺周期概念指资本流入和这些国家的国内商业周期条件有正相关。

场中的借贷成本也具有顺周期性。Kaminsky和Reinhart（2001）对资本流入的顺周期行为提供了更直接的证据。<sup>28</sup>

## 金融危机：宏观波动的特例

危机可视为特别剧烈的波动事件。事实上，金融危机的增多常常被视作过去二十年中金融全球化加剧的特征之一。而近期危机主要影响MFI经济体的事实，导致此类现象被视作全球化利益与风险分配不均的一种标记。由此涉及一组富有挑战性的问题，例如：危机性质在长期内是否发生变化？哪些因素增大了遭受危机的可能？此类危机是否不可避免地伴随着全球化过程？

金融危机的某些特征的确随时间推移发生了变化，但在其他方面则是年复一年“屡见不鲜”。Calvo（1998）把80年代后半期和90年代的此类事件称为资本账户危机，而把较早的事件称为经常账户危机。这种区分反映了危机传导机制上的差别，但不一定意味着危机的某些根本导因不同。Kaminsky和Reinhart（1999）探讨了“孪生危机”现象，即同时发生国际收支危机和银行危机的情况。这两位作者还提出了一些具有重要意义的观点，即在其分析的事件中，银行业的问题通常先于货币危机，而货币危机随后加深银行危机，触发恶性循环。在这方面，Krueger和Yoo（2002）认为，韩国银行在90年代初期和中期提供不审慎的贷款——特别是向跨行业企业集团提供贷款——在1997年韩国汇率危机中起到了重要作用。资本市场的开放可能在此基础上恶化了已经存在的国内扭曲，导致灾难性后果（Aizenman，2002）。

危机演变过程中的一项重要差别是，虽然70年代和80年代的危机同时影响了工业国家和发展中国家，但自从90年代中期以来几乎只有发展中经济体受到影响。<sup>29</sup>这意味着要么发达经济体通过政策改善为自己提供了更好的保护，要么危机的根本原因随着时间推移发生了变化，使发展中经济体遭受危机的可能性相对增大。在这方面，应当指出，虽然从工业国家向MFI经济体的资本流动显著上升，但如上文所述，近年来工业国家之间的资本流动上升幅度更大。因此，至少就资本流动的规模而言，并无明确理由认为MFI经济体的危机源于金融一体化本身的变化。

是否有理由认为危机是全球化的自然结果，正如商业周期是市场经济的自然结果一样？这两种现象之间的一项重要差别是金融危机对总体宏观经济造成的代价通常很大，延续时间也 longer。据Calvo和Reinhart（2000和2002）记载，新兴市场汇率危机通常伴随外部资本流入的急刹车或逆转，并对产出有着严重

---

<sup>28</sup>世界银行2001年的《全球发展金融报告》也发现一些此类顺周期性的证据。该报告指出，当发展中国家面临对国内生产总值增长不利的负面震荡时，资本流入的反映规模通常是受有利震荡影响时的两倍。其原因被认为是在发生不利震荡时信用评级被降级的速度超过在发生有利震荡时被升级的速度。

<sup>29</sup>事实上，在90年代ERM（欧洲货币系统汇率机制）危机是影响工业国的唯一一次重大危机。在某种意义上，旷日持久的日本衰退是一场危机，但日本在此期间并未发生产出急剧下降的情况，而且其衰退延续的时间太久，不符合危机的标准定义。

的负面影响。<sup>30</sup>与发达经济体相比，新兴市场在货币贬值后的衰退程度更深。另外，缺乏健全的社会保障系统会使危机的社会成本显著增加，通常导致严重的分配问题（例如Baldacci, de Mello和Inchauste, 2002）。

## 金融全球化是否加剧了波动传递？

哪些因素导致发展中经济体更容易遭受金融危机呢？由于流入资本的“急刹车”或“逆转”引起的风险更重要了，原因是许多发展中国家现在严重依赖外国银行贷款或外国证券投资。此类资本流动不仅对东道国的国内条件敏感，而且对工业国家的宏观经济条件敏感。例如，Mody和Taylor（2002）使用一个明确的非均衡经济计量框架检测到了“国际资本紧缩”的例证——即流入发展中国家的资本由于工业国家条件变化而减少。<sup>31</sup>除上文所述实际经济联系外，此类北南金融联系构成了工业国家商业周期和其他震荡传导至发展中国家的另一渠道。

工业国家的宏观经济条件——包括商业周期和利率——对流入新兴市场的各类资本的影响不同。据Reinhart和Reinhart（2001）记载，流入新兴市场经济体的净外国直接投资与美国商业周期有很强的正相关。相反，向新兴市场经济体提供的银行贷款与美国商业周期有负相关。Edison和Warnock（2001）发现，从美国流向主要新兴市场国家的股票资金与美国利率和美国产出增长有负相关。这样的关系在与拉丁美洲相关的资本流动中体现得十分突出，而在亚洲方面则不那么明显。因此，就一个具体的MFI经济体而言，流入资本的来源可能会极大影响该经济体遭受工业国家不利变化导致的资本流动波动的可能性。<sup>32</sup>

国际金融市场相关度的提高对新兴市场而言也意味着遭受金融市场泡沫影响的风险。新兴市场 and 工业国家股市同步性的增强表明上述担忧不无道理，这在90年代末期股市泡沫阶段尤其明显。对某些新兴经济体中缺乏深度和多元化的股市而言，这种风险十分突出。如上文所述，泡沫阶段新兴市场 and 工业国家股市之间的高度相关反映了新兴市场科技股和电信股所占的巨大比重。当然，很难断定在没有金融全球化的情况下是否也会出现上述现象，因为这些国家中股市开放与资本流动开放常常是同步进行的。

在新兴经济体中，股市深度的增加可能会减小一部分上述风险，但与此同时又可能放大此类金融冲击的实际影响。在这方面，Dellas和Hess（2002）发

---

<sup>30</sup>货币危机也对企业产生直接影响，银行业状况恶化会导致更广泛的信贷紧缩，即使生产效率较高、有支付能力的企业也难免遭受影响。Mishkin（1999）认为，在金融危机后由于国内银行问题造成的信贷紧缩使危机恶化，减少了投资和经济活动。Rodrik和Velasco（2000）指出，在危机过程中由于短期债务难以延期，使流动性迅速降低，对投资和产出立即产生影响。

<sup>31</sup>该文章分析了1990年至2000年流入巴西、墨西哥、韩国和泰国的债券、股票和银团贷款资金。

<sup>32</sup>就工业国商业周期条件而言，各种类型的敏感度之间存在差异，但与证券投资或银行贷款相比，外国直接投资通常波幅较小，对此处讨论的各项因素之敏感度较低。

现金融发展程度较高的新兴股票市场更容易遭受外部影响（包括金融影响和宏观经济影响），即便在控制资本管制措施和贸易联系变量后该影响仍然很重要。<sup>33</sup>因此，外部冲击的影响可能通过股市渠道传导至国内实际经济活动。

不仅如此，实物经济冲击的影响也常常由于各种金融渠道而传递得更快，效果也被放大。有很多文献说明生产率、贸易条件、财政及其他实际经济震荡是如何通过贸易渠道传导的。<sup>34</sup>具体而言，跨国投资在传统上对与具体国家相关的震荡反应相当强烈。<sup>35</sup>金融全球化构成上述实际经济震荡影响的另一传导渠道。另外，由于金融渠道的传导速度显著超过实际经济渠道的传导速度，实际经济震荡在国际上的传播由于金融联系而速度更快，规模更大。<sup>36</sup>

金融联系加强也导致波及效应。潜在的波及效应可能会随着时间的推移而变得更加重要。原因是，一方面金融联系在增强，而同时，那些寻求更高回报率和更好分散投资机会的投资者，由于信息成本和交易费用降低，将面临更多的跨国投资机会并且持有更多的国际资产。<sup>37</sup>

研究文献中列举了两大类波及效应——基于经济基本条件的波及效应和“纯”波及效应。前者指震荡通过实际经济和金融联系造成跨国传导。换言之，假若一个经济体的基本状况很糟糕，那么如果投资者重新评估在该国投资的风险，或在另一国家发生危机后重新平衡其投资组合，就有可能触发金融危机。同样，如果一个国家的危机迫使对其承担较大暴露风险的银行重新平衡其贷款组合，调整对其他国家的贷款，银行借贷也会导致上述波及效应。据van Rijckeghem和Weder（2000）以及Kaminsky和Reinhart（2001）记载，银行传导渠道的影响可能特别大，因为银行向新兴市场提供的贷款中很大一部分是短期贷款。虽然基于经济基本条件的波及效应一度主要发生在区域层面，但俄罗斯危机表明该效应也可能在国际上传播至更大范围（Kaminsky和Reinhart，2003）。<sup>38</sup>

---

<sup>33</sup>作者们采用了金融部门发展的标准测量方法，此类方法系基于每一个国家中金融中介行业的竞争结构和规模。

<sup>34</sup>见Kouparitsas（1996）；Blankenau、Kose和Yi（2001）；Kose和Riezman（2001）；Kose（2002）。

<sup>35</sup>Glick和Rogoff（1995）采用实证方法分析了与具体国家相关的生产率震荡对国家投资和经常账户的影响。这两位作者证明，对此类震荡的反映基本上取决于震荡的延续时间。Kose、Otrok和Whiteman（2003）分析了世界和具体国家因素对产出、消费和投资波动产生的影响。

<sup>36</sup>例如，对某一国家国内生产总值增长的震荡可通过贸易渠道逐步传导，但是由于股市波动相关，可能以更快的速度影响另一国家的经济活动。当然，如果两国经济通过贸易和金融联系完全一体化，以上结果可能仅仅反映一种最佳风险分担安排。

<sup>37</sup>姑且不论波及效应，Kose、Prasad和Terrones（2003b）发现增加金融联系对跨国产出和消费相关程度仅产生很小影响。

<sup>38</sup>Kim、Kose和Plummer（2001）分析了亚洲危机过程中基于基本经济条件的波及效应和纯波及效应的作用。

## 专栏4.2 国际投资者的从众行为和顺势交易

90年代新兴市场危机使人们对国际资本流动波动幅度过大感到担忧。具体而言，国际投资者被指责为不稳定因素，倾向于从事从众行为和顺势交易。

从众行为通常是指投资者互相模仿，有时无视具有社会价值的信息。从众行为的理性基础包含“仿效他人”以及“基金经理的奖励结构”。“仿效他人”引起从众行为的前提是投资的行为可被观察，但其信息部分保密。在此种情况下，完全仿效他人的行为可能是最佳选择。此外，如果投资者不了解基金经理的能力，他们可能会根据相对表现来计算基金经理的报酬。这为基金经理模仿其同行提供了动机：基金经理通常不会过度偏离“基准”指数。

与之相关的一种投资者行为是顺势交易——此类策略特征是在价格上升时买进，而在价格下跌时出售。这种行为也会产生不稳定效果。

在国际层面上关于从众行为和顺势交易的经验证据依然很少。有一些研究涉及韩国。例如，Choe, Kho和Stulz（1999）发现有证据表明外国投资者在危机发生前追逐回报率，从事从众行为，但这种现象并非存在于整个样本阶段。Kim和Wei（2002）分析了亚洲危机之前和危机过程中韩国不同类型的证券投资投资者从事的交易，发现非居民机构投资者比在韩国居住的外国投资者更容易从事从众行为和顺势交易。

除上述研究外，也有一些区域和全球性研究。Kaminsky, Lyons和Schmukler（1999）发现对拉美投资的股票共同基金从事顺势交易，这种做法似乎在危机过程中更加明显。Griffin, Nardari和Stulz（2002）以及Richards（2002）发现外国投资者在东亚新兴市场购买股票在很大程度上受当地股市回报率和发达国家股市回报率的影响。Borensztein和Gelos（2002）发现，有少量证据表明新兴市场共同基金从事从众行为和顺势交易。根据Gelos和Wei（2002）记载，在宏观经济政策和公司治理透明度较高的国家从众行为较不明显。

尽管存在上述近期研究，结果仍然不完整。例如，研究主要侧重于股市，关于银行和固定收益投资者行为的系统知识很少。

注：本专栏由Gaston Gelos编写。

但是，纯波及效应反映了另一种风险，因为这种波及效应不太容易通过国内政策加以影响，至少在短期内如此。大量证据表明，某些国际资本流动的剧烈波动显然与基本经济条件的变化无关。此类事件中的投资者行为（有时被称为从众行为或顺势交易）在对完整和共同信息进行优化的模型中难以解释。新兴市场中经常存在的信息不对称似乎对该现象的发生起着重要作用（见专栏4.2）。一项相关研究指出，纯波及效应可能反映了投资者承担风险的意愿的变化，但毫无疑问，很难分解此类承担风险的意愿的变化和风险本身的变化

(Kumar和Persaud, 2001)。因此,除“纯波及效应”以外,金融一体化也使得发展中经济体面临与基本经济条件无关的、有损稳定的投资者行为的风险。

39

## 更易遭受全球化风险的若干因素

实证研究表明,资本流动构成以及外债偿还期限结构可能与危机发生的机率相关。用下列三个变量表示的国内投资不同来源的相对重要性被证明与货币和金融危机的发生率和严重程度有正相关:银行贷款或其他债务与外国直接投资的比率;外债中短期债务所占比例;外债中以外币记值的债务所占比例。<sup>40</sup>Detragiache和Spilimbergo(2001)研究发现,有充足证据表明债务危机更容易发生于外债偿还期较短的国家。<sup>41</sup>但是,作者认为,期限结构不一定完全可以自我选择,宏观经济基本条件较弱的国家常常被迫接受偿还期较短的债务。

除基本宏观经济政策外,其他系统政策选择也会影响MFI经济体的脆弱性。近期货币危机突显了这方面的一种主要风险。尝试保持相对固定的汇率体制的发展中国家常常面临货币遭受攻击的风险。虽然各种形式的完全固定或部分固定的汇率体制拥有某些长处,但当经济遭受不利冲击时,如果没有支持性的国内政策,常常导致此类汇率体制突然崩溃。

金融一体化也会使与不审慎财政政策相关的风险恶化。利用国际资本市场可能导致过度举债,并且将资金导向生产率低下的政府支出。以硬通货计值的大量短期外债使国家容易遭受外部冲击或投资者信心变化的影响。一些MFI国家曾经由于此类外债积累而遭受打击,突显了在资本账户开放的情况下无节制财政政策可能产生的风险。

在金融监管和监督机制不健全的情况下,过早开放资本账户也可能产生严重风险。<sup>42</sup>如果银行体系的监管机制薄弱,国内资本市场中存在其他扭曲,则外国资本流入可能导致此类经济体中现有的低效率进一步恶化。例如,如果国内金融机构倾向于将资本导入风险过度或基本面很差的企业,金融一体化可能只能导致此类资源错误配置情况的加剧。<sup>43</sup>反过来,在发生不利的宏观经济震

---

<sup>39</sup> Claessens和Forbes(2001)编辑了一批关于波及效应不同方面的文章。Boyer, Gibson和Loretan(1999)以及Forbes和Rigobon(2001)认为,相对基于经济基本条件的波及效应而言,纯波及效应的证据很少。Corsetti、Pericoli和Sbracia(2002)指出,在更广泛的假设下,关于前一类波及效应的证据增加。Bayoumi等人(2003)发现,在资本流入新兴市场的过程中,“有利的”波及效应与群体追浪行为有关。

<sup>40</sup> 例如Frankel和Rose(1996)、Radelet和Sachs(1998)以及Rodrik和Velasco(2000)。

<sup>41</sup> 一些作者发现,外债的货币构成也具有重要性。Carlson和Hernandez(2002)指出,在亚洲危机中,拥有较多以日元计值的债务之国家境况显著更糟。这两位作者认为其原因是各国实际上的钉住汇率和债务币种不协调。

<sup>42</sup> 见Ishii等人(2002)以及Bakker和Chapple(2002)。

<sup>43</sup> Krueger和Yoo(2002)探讨了企业裙带关系和资本账户自由化的交互作用在韩国货币金融危机前期的影响。另见Mody(2002)。

荡时，过早引入的海外资本对政府和企业资产负债表会造成负面影响从而不利于金融机构的健康。

## 五、吸收能力及公共治理对全球化风险/收

### 益取舍的影响

有一些研究结果表明，金融一体化和经济增长之间的关系中有“阈值效应”。另外一些初步证据表明，改善国家公共治理有助于降低金融一体化风险和增大益处。

#### 阈值效应和吸收能力

虽然很难发现金融一体化对经济增长的有力而稳定的影响，但研究文献中有一些证据表明存在各种“阈值效应”。例如，一些证据表明外国直接投资对增长的影响取决于发展中国家的人力资本水平。一方面，就人力资本较少的国家而言，数据中最多只能检测到很小的有利影响。另一方面，如果国家的人力资本超出一定阈值，就有证据表明外国直接投资促进了经济增长（Borenstein, De Gregorio和Lee, 1998）。

在更广意义上，一个国家的吸收能力可以视作其人力资本、国内金融市场深度、公共治理和宏观经济政策的组合。一些初步证据表明，在吸收能力较差的国家，外国资本流入并不能提高国内企业的生产率，但在吸收能力较强的国家，则可能检测到有利影响（Aitken和Harrison, 1999；世界银行, 2001；Bailliu, 2000；Arteta, Eichengreen和Wyplosz, 2001；Alfaro等人, 2002）。这些证据与国家需要建立一定程度的吸收能力才能有效利用金融全球化的观点一致。

下一节专门论述国内公共治理作为关键要素在吸收能力中发挥的作用。公共治理的重要性曾经一再表现出来，特别是在亚洲危机中，但直至近期很少有系统证据涉及公共治理与金融全球化的关系。

## 公共治理是吸收能力的一项要素

公共治理这个概念包含非常广泛的体制和规范。虽然其中许多内容相互关联和相互补充，但是最好将它们浓缩为一组与探讨金融一体化最相关的核心治理内容，即透明度、防治腐败、法治和金融部门监管。

近期证据表明，公共治理的质量影响一个国家从国际资本流动中受益的能力。正如第三章所述，在各类资本流动中，外国直接投资对促进东道国的经济增长可能帮助最大（Reisen和De Soto，2001）。<sup>44</sup> 一个国家的国内公共治理水平和吸引外国直接投资的能力密切相关。近期证据表明，如果国家规模、劳动力成本、税率、法律、与外国企业相关的激励机制以及其他因素均相同，则外国直接投资倾向于流入治理有方的国家。另外，在定量分析中，不良公共治理对外国直接投资的影响很大。

欲得出该结论，可采用多种方法测量东道国的腐败程度，包括：透明国际组织(Transparency International) 的评级（该组织是专门从事反腐败的全球非政府机构）；根据哈佛大学和世界经济论坛在《全球竞争力报告》中发布的企业调查生成的一项指标；以及源于世界银行对世界各地企业调查的一项指标。这些不同的指标得出的结论一致：腐败对外国直接投资的数量产生不利影响。<sup>45</sup> 定量分析发现，与企业税率对外国直接投资的负面影响对比，腐败的影响也很显著。例如，就对外国直接投资的不利影响而言，东道国腐败程度上升一个标准差可能约相当于税率增长30个百分点（详情见图5.1和Wei（魏尚进）（1997，2000a和2000b））。<sup>46</sup>

另一项采用中欧和东欧企业层次的外国投资数据的研究表明，除减少外国直接投资的数量外，当地公共治理水平低下还可能使技术上较先进的外国独资企业望而却步，从而降低外国直接投资的质量（Smarzynska和Wei，2000）。

目前，许多发展中国家政府热衷于吸引外国直接投资，因此向外国投资者提供慷慨的减税或免税优惠条件。研究证据表明，与减少税收的措施相比，改善国内公共治理——特别是减少腐败——在吸引外国直接投资方面可能更有效，而且同时也能促进国内投资。

政府运作透明化是良好公共治理的另一方面。源于国际共同基金的投资倾向于流入透明度较高的国家（Gelos和Wei，2002；图5.2）。即使在考虑到市

---

<sup>44</sup>当然，外国直接投资也可能有其自身问题，这些问题可能会在未来发现。另外，外国直接投资和其他资本类别的区分也并非总是十分明确（Hausmann和Fernandez-Arias，2000）。

<sup>45</sup>在本文中，腐败可理解为薄弱公共管理的代名词。关于公共管理不同方面的现有实证指标倾向于高度相关，难以发现具体指标的确切影响。

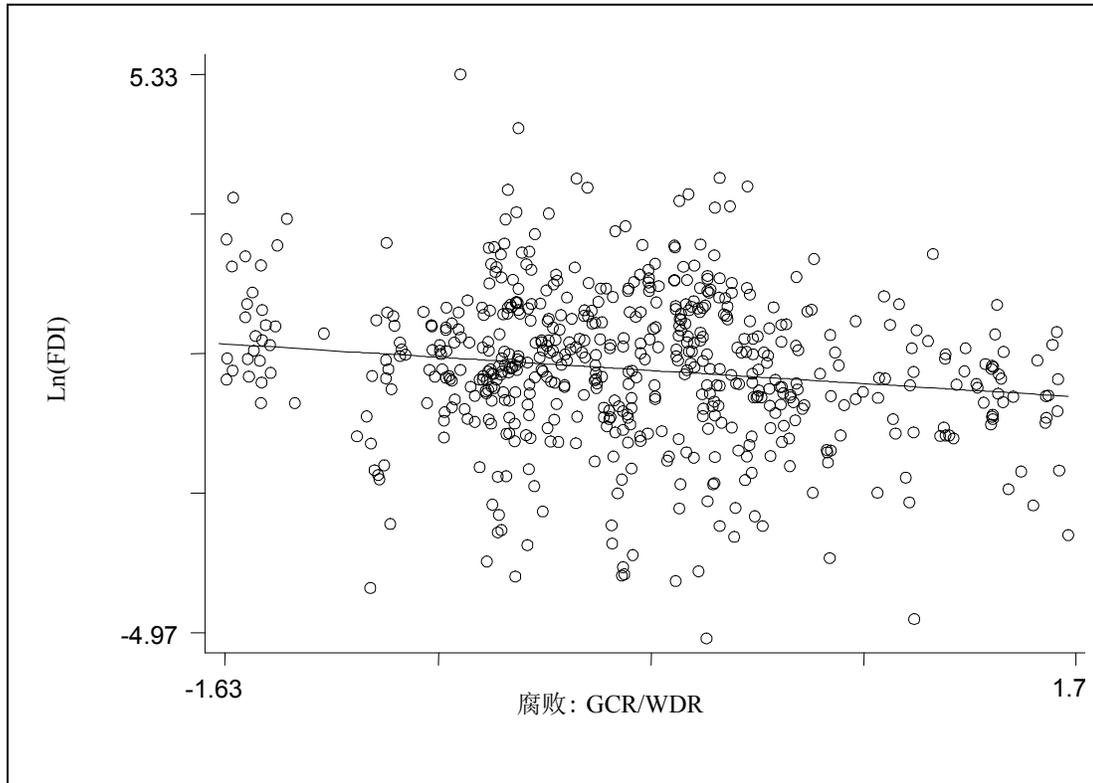
<sup>46</sup>在Wei（魏尚进）（2000a）研究的45个东道国中，Business International采用1至10的标度对腐败评级。平均级别是3.7，标准差是2.5。样本中（最高边际）企业税率在10%至59%之间，平均值为34%，标准差为11%。

场流动性、汇率体制、其他经济风险以及许多其他因素后，上述趋势仍然明显（详情见专栏5.1）<sup>47</sup>

---

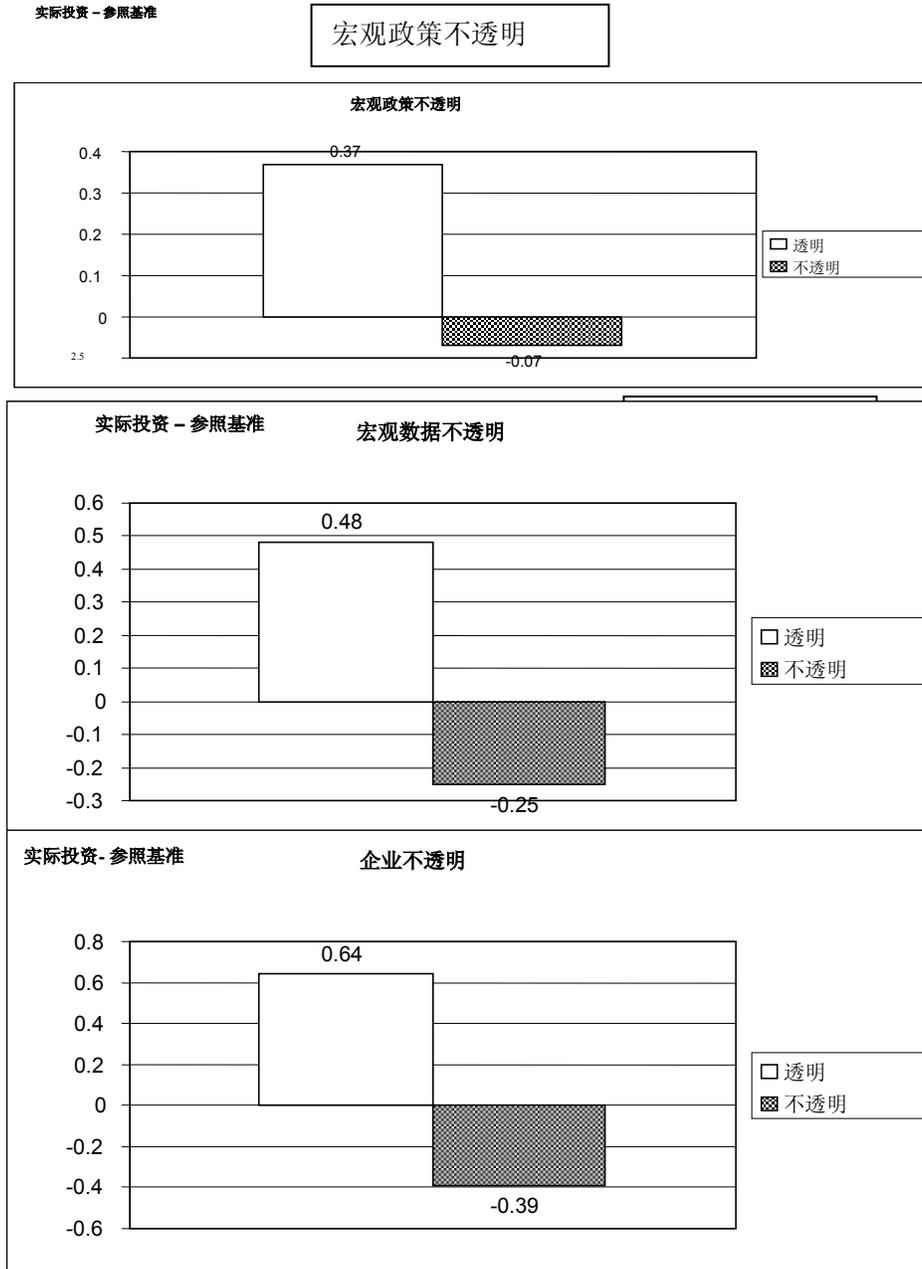
<sup>47</sup>值得注意的是，机构投资者——包括美国的加利福尼亚政府雇员退休系统（CalPERS）之类的大型基金——现在均明确要求投资策略与良好治理指标相联系。

图5.1 腐败和外国直接投资



来源：国际货币基金组织工作人员基于Wei（魏尚进）（2001）表2第2栏的计算。  
注：从14个主要来源国向41个东道国的双边外国直接投资，1996年至1998年平均值，东道国的腐败指数综合了世界经济论坛和哈佛大学发布的1997年《全球竞争力报告》和世界银行1997年《世界发展报告》中的指标。系数=-0.29，牢固性 = 0.05；t = -3.53。详情见Wei（魏尚进）（2001）。FDI指外国直接投资。

图5.2. 国际共同基金实际投资和MSCI基准之间的差别：透明国家与不透明国家比较



来源：国际货币基金组织工作人员基于Gelos和Wei（2002）的计算。  
 注：在每一幅图中，横向轴线上是以下两种份额之间的差别：全球投资基金对一个国家的实际投资在总投资组合中占有的比例，取各基金的平均值；该国股市总市值（基于对外国投资者的开放程度调整）在全球市场投资组合中所占比例，基于摩根斯坦利国际（MSCI）指数（以百分点为单位）。关于宏观政策不透明、宏观数据不透明或企业不透明的信息见专栏5.1。

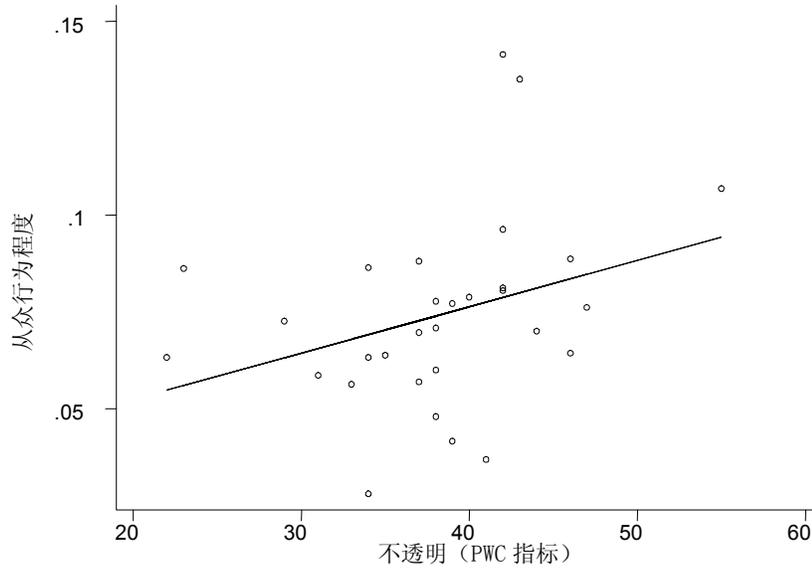
## 国内公共治理和国际资本流动波动

上文述及国际资本流动的波幅可能很大，但是，不同国家经历的波幅不同。系统看来，该差异可能与宏观经济政策和国内公共治理的质量有关。换言之，就国际资本流动急刹车或突然逆转的情况而言，发展中国家并非纯粹是被动的接受者，其对资本流动的性质能够产生影响。例如，研究表明，估值过高的汇率和过度举债常常导致资本账户危机（Frankel和Rose，1996；Schneider和Tornell，2001）。本节探讨的证据涉及自身治理因素在减少发展中国家可能经历的资本流动波动方面的作用。

有充分证据表明，国内金融监管不力可能伴随银行和货币危机的高发（Kaminsky和Reinhart，1999；Arteta，Eichengreen和Wyplosz，2001）。如果不具备健全的金融监督机制，过早开放资本账户可能增大金融危机风险，因为国内金融机构可能积累过度风险。在负债方面，这些机构可能向国际资本市场过度举债。在资产方面，它们可能为风险过高的经济活动融资，特别是在政府提供明确或隐性担保的情况下。上述因素可能导致各类资产负债表问题，例如偿还期或货币不匹配。另外，由于部门之间的联系，政府和企业资产负债表的弱点可能影响金融机构健康。目前，人们已经普遍接受一国在全面实行资本账户自由化之前需要加强监管能力的观点。

政府经济政策透明度是国内公共治理的另一方面。近期证据表明，透明度可能影响一个国家资本流动的波动幅度。例如，被认为导致发展中国家金融市场不稳定的国际投资者从众行为在透明度较低的国家比较严重（见图5.3和专栏5.1）。

图5.3 从众行为和不透明

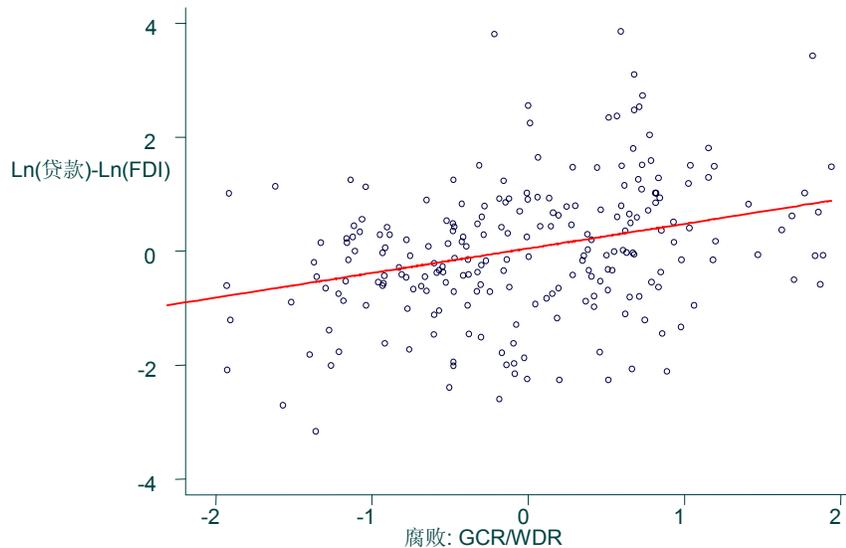


来源：Gelos和Wei（2002）。

注：不透明指数是一项综合指标，包括腐败、法律不透明、经济不透明、会计不透明和监管不透明（PricewaterhouseCoopers（PWC），2000）。

图5.4. 腐败使资本流动侧重于外国银行贷款

（控制变量为：接收国固定影响；规模；发展水平；对外国直接投资的政策奖励和限制；地理和语言联系）



来源：国际货币基金组织工作人员基于Wei（魏尚进）（2001）的计算。

注：东道国腐败指数综合了世界经济论坛和哈佛大学发布的1997年《全球竞争力报告》和世界银行发布的1997年《世界发展报告》中的指标，FDI指外国直接投资。

### 专栏5.1 透明度和国际共同基金

Gelos和Wei（2002）分析了1996年1月至2000年12月国际股票基金的投资行为——特别是其跨国资产配置是否以及如何与国家透明度相关。

作者对政府透明度和企业透明度分别作了分析（虽然二者之间存在某种关联）。在政府透明度方面，作者们先后分析了两个不同的方面：宏观经济数据发布透明度和宏观经济政策透明度。

宏观数据透明度的测量方法是使用国际货币基金组织就国家当局宏观经济数据发布的频率和及时性制定的两个指数的平均值（Allum和Agca，2001）。

宏观政策透明度由Oxford Analytical测量，部分基于国际货币基金组织的标准与守则遵守情况报告（ROSC）。后者基本上是对政府宏观经济政策与指定标准和规则一致性的程度的评估（而不是实际通货膨胀率或财政赤字）。

企业透明度指数由作者们编制，基于哈佛大学国际发展中心和世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》中的信息。它测量一个国家中财务信息披露程度以及商业机会信息的可得性。

第一项主要发现是国际股票投资倾向于避免透明度较低的国家（相对一个国际资本资产定价模型的预测）。该定性分析结果在作者们控制市场流动性、收入水平及许多其他因素后仍然保持不变。该影响在定量分析中也具有重要性。至于缺乏透明度指标超出样本中位数的国家，其在国际基金投资组合中的加权比例低（相对这些国家在世界市场投资组合中的实际比例）7至39个百分点。

第二项重大发现是，事实上国际基金的从众行为与一个国家的透明度特征有关，而有时人们把发展中国家金融市场不稳定归究于从众行为。有一些证据表明，国际基金的从众行为在透明度较低的国家更加严重。

第三，也有一些证据表明金融危机过程中的资本外流在透明度较低的发展中国家较为严重。

总体而言，该数据表明，提高透明度很有可能减少热钱“突然停止”现象，从而增强发展中国家国内金融市场的稳定性。

来源：Gelos和Wei（2002）。

关于货币危机的研究（例如Frankel和Rose，1996）指出，一个国家的资本流入结构与发生危机的可能性相关。具体而言，更多依赖外国银行贷款，较少依赖外国直接投资的国家可能更容易遭受国际资本流动突然停止的影响，从而更有可能发生资本账户危机。

近期研究表明，宏观经济政策是资本流入构成的一项主要决定因素（Carlson和Hernandez，2002）。近期研究还提供了一些证据，即国内公共治理（以腐败指数表示）会影响资本流动的构成。具体而言，其他因素保持不

变，公共治理较弱的国家（反映为人们认为其腐败程度较高）更有可能存在较少依赖外国直接投资和较多依赖外国银行贷款的资本流动结构（Wei（魏尚进），2001）。图5.4以直观方式描绘了该关系。

公共治理并非国内吸收能力的唯一因素，但它很重要。至少从亚洲金融危机以来，国际货币基金组织执董会以及国际政策制定者一直强调其重要性。本文记载的近期系统研究为该观点提供了实证基础。当然，国内治理的重要性并非仅限于金融全球化。公共治理质量还通过多种其他渠道影响经济增长及其他社会目标（见Mauro，1995和1997；Abed和Gupta，2002）。

## 总结

关于金融一体化促进发展中国家增长的论点并无确定的经验证据基础。另外，金融一体化可能伴随着较大的消费波动。因此，发展中国家在追求金融一体化时应当尝试不同的速度和策略。经验证据表明，除健全宏观经济框架和发展国内金融市场外，改善公共治理也应当是上述策略中的一个重要因素。

一个国家在开始金融一体化之前不一定需要建立一套完整健全的、符合世界最佳规范的体制。这样做可能使国家不堪重负。作为一种更加实际的过渡性方法，可以考虑侧重于在上文所述的核心指标——即透明度、控制腐败、法治和金融监管能力——方面取得进展。国际货币基金组织和世界银行通过金融部门评估项目（FSAP）、关于标准与守则遵守的情况报告（ROSC）等途径帮助颁布金融监督和透明度最佳规范的规则与标准，以便成员国在技术援助的支持下实施必要的改进。

# 附录一 国际金融一体化的第一个时期， 1870—1913年

虽然当今关于进一步全球化的趋势不乏争议，但目前国际金融一体化的程度并未超过1870年至1913年。在当时一些先进的经济体中，运输和通讯技术的发展（例如19世纪60年代和70年代的国际电报）以及对投资资本的大量需求（特别是铁路投资）促发了国际金融一体化的第一个时期。凯恩斯（1919）对一次世界大战前的全球化作了著名而生动的描述：“伦敦的居民可以通过电话订购……整个地球上的各类产品……；将其财富用于世界上任何地方的自然资源开发和建立新企业，分享其成果和便利；[并且]将其财富投资于……想象或信息可能导向的任何一个大陆上的任何主要城市。”正如凯恩斯所指出，一次大战（以及后来的大萧条和二次大战）和实施资本管制使上述局面发生了逆转。在布雷顿森林体系下，一体化恢复缓慢，直到20世纪70年代才开始加快。可以说，一体化的程度到20世纪90年代才恢复至1870年至1913年期间的水平。

国际金融一体化的定量指标为凯恩斯的非正式描述提供了佐证。Obstfeld和Taylor（1998、2002）证明，从英国和一些较发达的欧洲大陆经济体流入当时“新兴市场”的资本（例如阿根廷、巴西、中国、日本、俄罗斯和土耳其，还有许多较小的国家）规模很大。就能够获得数据的国家而言，1870年至1913年经常账户盈余和赤字在国内生产总值中所占的比例显著高于今天。新兴市场在伦敦证券交易所发行的以英镑计值的债券的总市值约相当于英国年度国内生产总值的一半（Mauro, Sussman和Yafeh, 2002）。二级市场交易活跃，流动性很高，报刊每日登载当天的收益率。报刊及时提供关于新兴市场中经济和政治事件的大量信息。

许多研究人员把第一个一体化时期和当前的一体化时期相比，以便寻找关于国际金融结构可能的改革线索。在后布雷顿森林时期，危机发生的频率高于1870年至1913年，但按照产出损失计算常常代价较小（Eichengreen和Bordo, 2002）。过去的危机一般局限于特定国家，而今天的危机倾向于同时影响数个新兴市场（Mauro, Sussman和Yafeh, 2002）。更广范围内，尽管在贸易和金融方面国际一体化程度类似，今天金融变量和实际经济变量的同步性高于过去。今天，各新兴市场上同种货币债券收益大小的同步性更非过去所及。另外，20世纪90年代收益大小的急剧变化大部分与全球事件有关，而在1870年至1913年期间主要与具体国家的事件有关，例如重大经济改革或政治动乱。今天，经济基本状况（以出口为代表）的同步性也略微高于过去（可能的原因是现在新兴市场的贸易结构更加多元化，以及一个新兴市场只对商品生产流程中的几个环节进行专业化生产）。然而，与过去的投资者相比，今天的投资者似

乎较少关注限于具体国家的事件。一种可能的解释是机构投资者（其在总投资中所占的比例似乎比过去大）通常把新兴市场视作一个整体：当一个国家发生危机时，它们似乎一窝蜂同时从数个新兴市场撤资。

注：本附录由Paolo Mauro编写。

## 附录二 使用新古典主义的经济模型评估国际金融一体化对发展中国家收入水平的有利影响

一些文章试图通过跨国回归来评估国际金融一体化的有利影响。其中发现增益最大的研究分析了向外国投资者开放股市的影响：例如，Bekaert, Harvey和Lundblad（2002b）以及Henry（2003）报告的有利影响相当于连续五年每年多增长1至2个百分点。但是，关于该结果是否促进国内福利并不明了。资本账户开放对增长的影响持续性如何？对产出水平的影响是否具有长期性？增加的产出中有多大比例为外国投资者所得？这些问题在评估资本账户开放的福利影响方面非常重要，只有用明确考虑这些问题的模型来检验数据，才能找到答案。

Gourinchas和Jeanne（2003b）采用新古典的增长模型来测量国际金融一体化带来的益处。这样的研究框架近年来已经被越来越多地用于从国际角度研究发展和趋同（Hall和Jones，1999）。Gourinchas和Jeanne（2003b）应用Hall、Jones以及其他研究者在相关文献中建立的测量方法评估了国际金融一体化能够带来的收益。

一方面，如果考虑国际配置效率，新古典模型非常适合用来考察一体化带来的益处。比如，“资本的自由流动促进在全球范围内更加有效地配置储蓄，有助于将资源引导至效率最高的用途，从而推动经济增长和福利”（Fischer，1998）。但另一方面，这样的框架并不能反映一些间接渠道，比如技术传播以及国际市场对国内政策形成的约束效应，可能给一个国家带来的收益。

在新古典框架中，某一时点上国家之间人均国内生产总值的差异，可以分解为人均有形资本、人均人力资本以及生产力三个方面的差别。国际金融一体化使外国资本得以流入资本贫乏的国家，从而加速这些国家的成长和趋同。另外，它还可以通过提高实际工资和教育回报加速人力资本的积累。但是，这些影响都是短期的。从长期看来，人均国内生产总值完全取决于一个国家的生产力，而生产力被认为是不受资本账户制度影响的外生因素。

因此，国家受益于国际一体化的程度取决于其资本贫乏程度。Gourinchas和Jeanne（2003b）利用Penn World Tables中的投资数据和Barro和Lee数据库中的人力资本数据，计算了82个非经合组织国家的有形资本、人力资本和生产力水平。然后，他们把实际观察到的有形资本水平和假设国家能够按照世界利率自由借贷的理论水平进行比较。表A2.1的第一栏列出了不同国家群组的实际观察到的资本和理想金融一体化条件下应当具有的资本的比率。非洲的比率大于

1, 属于自然资本出口者。<sup>48</sup> 拉丁美洲接近均衡, 亚洲似乎属于资本贫困地区——主要原因是中国和印度。<sup>49</sup> 因此, 预期拉丁美洲从国际金融一体化中受益相对较小, 而非洲和亚洲受益较大(前者是资本输出者, 后者是资本输入者)。

表 A2.1. 非经合组织国家: 源于国际金融一体化的增益

非经合组织国家	资本比率	源于一体化的 增益 (百分比)	相对美国的 生产率比率	观测值 数目
所有样本国家 <sup>1</sup>	0.68	0.95	0.30	60
低收入	0.66	0.96	0.28	21
中低收入	0.63	1.16	0.27	21
中高收入	1.03	0.35	0.49	13
非洲	1.20	0.83	0.35	25
拉美	1.06	0.32	0.46	22
亚洲	0.55	1.07	0.27	13
不包括中国和印度	0.96	0.65	0.38	58
中国和印度	0.51	1.14	0.26	2

来源: 本表系基于Gourinchas和Jeanne (2003b) 中的表4, 8和9。

注: 1995年人口加权平均值。(1) 栏报告观测到的资本存量与金融完全一体化前提下使用新古典模型预测的资本存量的比率。(2) 栏报告永久性消费增长百分比, 该增长产生的福利受益与从金融管制转向金融开放所产生的增益相同。(3) 栏报告劳动力生产力与美国劳动力生产力的比率。

<sup>1</sup> Gourinchas和Jeanne (2003b) 使用的样本中的82个非经合组织国家。

上述推测在该表的第二栏中得到印证。该栏报告了在各国生产力增长水平与美国相同这一假定下, 1995年以国内消费永久性增加表示的一体化带来的增益。拉美国家开放的福利增益相当于国内消费永久性增加0.32个百分点。至于亚洲和非洲国家, 该增益也并不很多(分别为1.07和0.83个百分点)。增益很小(尽管资本严重贫乏)的原因是预期资本贫困国家最终将积累资本, 即使在金融管制体制下也不例外。

<sup>48</sup> 虽然非洲国家的人均资本水平远远低于发达国家, 但由于其全要素生产力以及人力资本和有形资本累积的效率处于低水平, 因此不属于资本贫乏国家。

<sup>49</sup> 该平均值基于人口加权平均计算, 中国和印度的人口占样本中人口半数以上。

总体而言，上述益处似乎显著小于发展经济学家和决策者寻求的增益。作为比较，Gourinchas和Jeanne（2003b）显示，如果与美国生产力的差距缩小25%，——这一假定的生产力增长小于战后新加坡、香港或以色列真正实现的增长——产生的福利增加将比国际金融一体化所带来的大100多倍。

新古典框架还表明，国际金融一体化并没有在很大程度上导致发达国家和发展中国家之间的趋同。原因很简单，只有当资本匮乏是国家之间人均国内生产总值差异的重要决定因素时，国际金融一体化才有可能对趋同产生重大影响。但是，数据表明事实相反：发展中国家人均收入较低的主要原因是其生产力低下或国内经济的扭曲，而不是资本缺乏。

在作结论之前必须指出一点，Gourinchas和Jeanne（2003b）的研究结果不一定表明一体化所带来的增益真的很小。更确切地说，这些结果反映的是，如果一体化能够带来较大的增益，它的基本渠道也不是提高国际配置效率，而是其它一些更加间接的、未能在新古典模型中得以体现的渠道。

注：本附录由Olivier Jeanne编写。

## 附录三 计算源于国际风险分担的潜在福利增益

国际金融一体化能够带来很大的潜在福利增益，因为它允许各个国家以及各国居民和企业分散与具体国家相关的风险，从而缩小消费 / 收入的波动幅度。例如，在经济衰退时，国家可从国际市场借款，减轻总产出下降对消费和投资的不利影响。在经济扩张时，国家可以贷款给其他国家及 / 或偿还衰退时期欠下的贷款。随着国际金融市场上可用于风险分担的金融产品的增多，国内居民和企业也能够利用这个市场来缩小消费波动并从中获益。此外，企业还能够通过对国外工厂的投资来保护自己不受国内成本或生产力冲击的影响。

发展中国家尤其能够通过国际风险分担获得很大福利增益，因为这些国家的收入和消费波动幅度较大。一般而言，当一个国家的消费增长波动幅度很大，与国内产出增长成正相关，且与世界消费没有高度相关时，从国际风险分担中受益的空间就很大。最近的实证研究表明，大多数发展中国家都具备上述特征。总体而言，上述情况在LFI经济体最为突出，MFI经济体次之，而发达国家最不明显。

国际风险分担以及消费波幅缩小带来的潜在福利增益可采用一个简单的模型计算（本附录下文作了详细描述）。<sup>50</sup> 简单地说，该模型比较了两种情况。第一种情况下，除已经隐含在实际消费行为当中的风险分担外，没有进一步风险分担；而第二种情况假定存在理想的风险分担，因此各国占世界总消费量的比例不变。由于世界总消费量的波动幅度通常小于具体国家，因此第二种情况下各国的消费模式更为稳定。该模型可以用于定量分析，以与之相当的消费增长来估算由于上述消费波幅缩小而产生的福利增益。

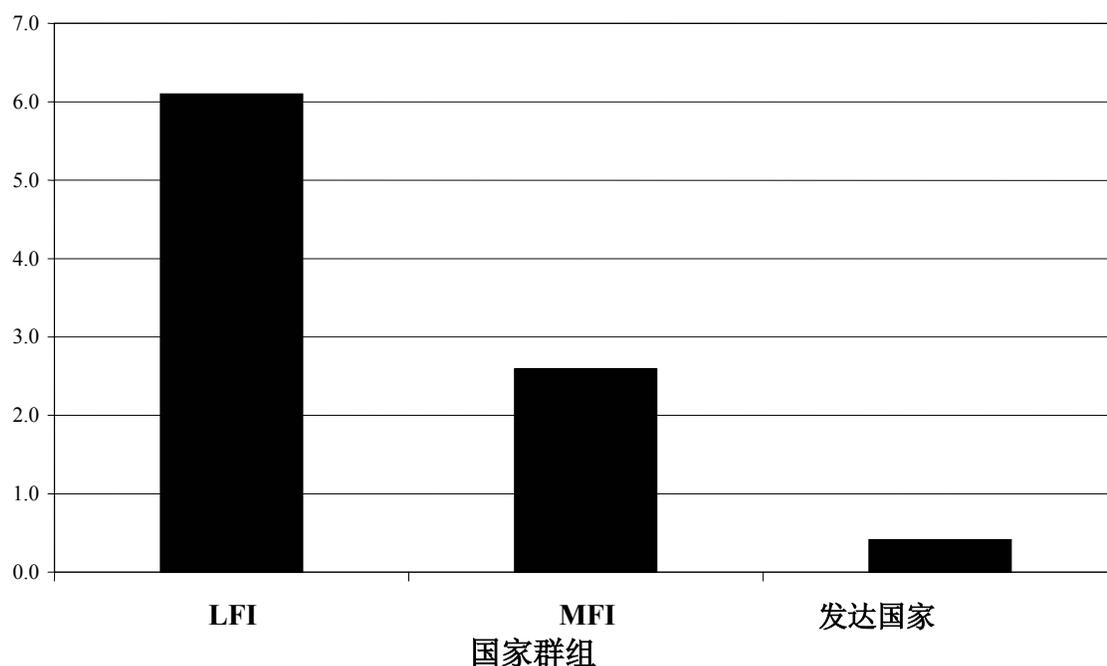
图A3.1报告了各经济体群组的中位数增益（以人均消费量计算）。此类增益基本上与该群组当前和世界经济金融一体化的程度成反比。LFI经济体的消费波幅很大，这意味着它们从金融一体化及其带来的消费波幅缩小中可以获得的潜在收益非常大。平均而言，此类收益的影响约等于人均消费永久性增长6%。<sup>51</sup>即使是MFI经济体，进一步加强国际风险分担的潜在增益也相当大。

---

<sup>50</sup> 此类计算严格遵守了van Wincoop（1994和1999）中的方法。

<sup>51</sup> 虽然实际福利估算取决于模型的参数设定，但这些结果传达的信息基本上不受参数值选择的影响。

图A3.1. 源于国际风险分担的潜在福利增益  
(消费百分比)



来源：作者的计算。

注：MFI指金融一体化程度较高的经济体，LFI指金融一体化程度较低的经济体。

## 方法

本节简要解释了上文提到的福利增益的计算方法。在过去十年间，越来越多的研究分析了国际风险分担的福利影响。在一些研究通过消费时序列来考察福利增长的同时，另一些研究则使用股票回报率数据分析了风险分担方面的收益。在此类研究中，消费者/投资者能够提高当前福利，原因是它能够通过汇集相关的国家风险来减少一生中消费/财富边际效用的波动。

相关文献中大多采用动态典型行为人模型，分析了消费时序列的多种随机过程。<sup>52</sup>这些研究的标准方法涉及计算两种不同情况下的消费分配。第一种情况下，不存在风险分担，国内消费等于国内产出。而第二种情况下，通常存在

<sup>52</sup>基于消费/产出系列的研究采用总体均衡模型，其利用率取决于消费水平，而基于股票回报率的研究通常采用部分均衡模型，其利用率直接取决于财富。采用股票回报率数据的方法需要设计一个最佳投资组合，该投资组合所包含的国内和外国股票最大限度地缩小差异，增大回报。

理想的消费风险分担，原因是一个国家能够通过多元化来消除所有与国内消费波动相关的具体国家风险。<sup>53</sup>从第一种情形转向第二种情形时，各国的消费波动可能减小、消费定价可能变化、消费时间序列的跨国相关度可能上升。而福利收益与消费波动幅度缩小及 / 或消费时序定价变化有关。此类计算最后的结果就是预期消费水平需要一次性增长多少，才能等价于国际风险分担情况下的福利水平。

此处沿用了一些较早研究中的标准做法，采用一个简单的典型行为人模型经济体计算了两种假定下的消费配置。具体而言，在计算福利增益时严格遵循了van Wincoop（1994和1999）中采用的方法。在模型中，N个国家能够在理想消费风险分担的状态下对它们所拥有的资源禀赋进行交易。每一个国家的居民拥有同样的偏好，预期效用等于

$$U_i = E \int_0^H e^{-\beta t} \frac{(c_{it})^{1-\gamma}}{1-\gamma} dt$$

其中H指范围（年数）， $\gamma$ 指相对风险回避率， $c_{it}$ 指*i*国的居民的总消费。<sup>54</sup>资源禀赋  $y_{it}$  是一个有漂移的随机游走过程：

$$dy_{it} = \mu y_{it} dt + \sigma y_{it} d\eta_i$$

其中  $\eta_i$  是一个标准布朗运动。两个不同国家之间新增禀赋的相关系数为： $\rho = d\eta_i d\eta_k$  ( $i \neq k$ )。

在第一种假定中，除实际观察到的消费行为所隐含的风险分担外不存在进一步风险分担，国内消费等于国内资源禀赋， $c_{it} = y_{it}$ 。该消费配置生成下列预期利用率

$$U_i = \frac{1 - e^{-vT}}{v} \frac{(c_{i0})^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

其中  $v = \beta + (\gamma - 1)(\mu - 0.5\gamma\sigma^2)$ 。

在第二种假定下，存在理想的消费风险分担，原因是一个国家能够分散与国内消费有关的所有具体国家风险。这意味着每一个国家的人均消费水平都等于世界人均资源禀赋，后者用  $y^w$  表示。这种情况下一个典型国家的总消费大致遵循一个随机游走过程，方差为  $\sigma_w^2 = \sigma^2((1/N) + (1-1/N)\rho)$ （见Lewis，

<sup>53</sup>有些研究还分析了非完美风险分担安排的福利影响，此类风险分担涉及无风险债券交易（见Kim和Kim，2003；Kim、Kim和Levin，2003）。

<sup>54</sup>假定所有消费商品均可交易。有可能把可交易与不可交易消费品分别进行可用性分析。但是，不可能存在与非贸易商品消费浮动相关的风险分担，我们的数据集不允许区分可交易消费和不可交易消费。

2000)。在这里，风险分担带来的福利增长，将通过等效的期望消费水平的永久性百分比增长来度量。该典型国家的近似福利增长采用以下公式计算

$$\text{福利增益} \approx -\frac{0.5\gamma d\sigma^2}{r - \bar{\mu}} \left[ 1 - H(r - \bar{\mu}) \frac{e^{-H(r - \bar{\mu})}}{1 - e^{-H(r - \bar{\mu})}} \right]$$

其中  $\bar{\mu} = \mu - 0.5\gamma\sigma^2$  表示基于风险调整的增长率， $r = \beta + \gamma\bar{\mu}$  表示无风险利率， $d\sigma^2 = \sigma_w^2 - \sigma^2$  表示消费增长方差的变化。

该模型的主要参数同样取自 van Wincoop (1999)。具体而言，无风险实际利率假定为0.85%，相对避险系数设定为3。<sup>55</sup>本研究估计了每一个国家的平均增长率、人均国内消费方差，以及人均国内消费增长和世界消费增长的相关系数。这些估计值将用于后面的计算。由于研究样本覆盖的阶段为1970年至1997年，计算得到的收益应与这个28年的范围相对应。无风险利率的下降对应于福利收益的增加，而风险回避系数的减小则意味着收益的减小。随着国内消费和世界消费的相关度下降，福利收益减少，而在消费波幅增大时福利增益通常也相应增加。

本文正文中报告的福利收益与一些近期研究中的估算一致。虽然有些研究报告的收益相对较小，大多数研究发现风险分担带来的收益相当大，特别是在发展中国家，见表A3.1。van Wincoop (1994) 详细解释了不同研究报告的结果存在差异的原因。在上述研究中影响福利增益幅度的四个主要参数是：

(1) 国内产出波动幅度，(2) 相对风险回避率，(3) 基于风险调整的增长率，(4) 无风险利率。不难理解为什么一些研究中的福利增益相对较低。某些研究 (Cole 和 Obstfeld, 1991; Obstfeld, 1994b) 使用无风险利率相当高。而另一些研究得出较低福利收益的原因是它们所假定的平稳消费时序列或冲击时序列具有较低的持续性或波动性 (Tesar, 1995; Mendoza, 1995)。

某些研究使用了发达国家的数据，发现通过国际风险分担产生的福利增益很大。<sup>56</sup> 例如，van Wincoop (1996和1999) 发现，就经合组织国家而言，国际风险分担的潜在福利增益在1.1%至3.5%之间。近期的几项研究分析了国际风险分担对发展中国家的影响。Athanasoulis和van Wincoop (1997) 估算了不同时间长度上经济增长潜力的不确定程度。他们使用了49个发达国家和发展中国家的数据，发现分担增长不确定风险带来的福利增益约为6.5%。Obstfeld

<sup>55</sup> 由于此类近似计算忽略国际债权的定价问题，因此不包括与国家收入流定价有关的福利变化。在消费波幅很大的国家，源于价格变化的福利损失可能相当大。但是，随着消费的波幅增大，源于风险分担的福利增益迅速上升，远远抵消了源于消费流定价的损失。Van Wincoop (1994) 使用经合组织国家的数据详细阐述了与此类价格变化相关的增益。

<sup>56</sup> 与基于国际消费数据的计算相比，基于股票回报率计算源于国际风险分担的增益得出的结果显著较大。Lewis (1999) 研究了该问题，发现造成重大差异的原因是股票回报率的波幅显著较大，另一原因是隐含的边际效用在各时期之间的代换。他报告说，基于股票回报率计算，源于国际风险分担的增益相当大——在10%至50%之间。Lebaron (2002) 声称上述增益在过去十五年中缩小。

(1995) 发现，在发展中国家，通过风险分担消除消费波动能够产生显著较大的福利增益。该研究就一批发展中经济体所报告的此类增益在0.54%至5.31%之间。Pallage和Robe (2003a) 发现，在一些非洲国家，基于特定的参数选取，此类增益轻而易举地超过了10%。这说明它们通过平稳消费而获得的福利收益远远超过美国。

**表 A3.1. 源于国际风险分担的福利增益研究总结**

研究	福利增益
<b>发达国家</b>	
Lucas (1987)	小
Cole 和 Obstfeld (1991)	小
Backus, Kehoe和 Kydland (1992)	小
Mendoza (1995)	小
Tesar (1995)	小
Kim, Kim和Levine (2002)	小
Obstfeld (1994a)	大
van Wincoop (1994, 1996, 1999))	大
Pallage和Robe (2002b)	大
Epaulard和Pommeret (2001)	大
Lewis (1996a)	大
Shiller 和 Athanasoulis (2001)	大
Auffret (2001)	大
Kim和Kim (2002)	大
<b>发达国家、MFI和LFI国家</b>	
Obstfeld (1994b, 1995)	大
Pallage 和 Robe (2002a)	大
Athanasoulis 和 van Wincoop (1999)	大
De Ferranti 等 (2000)	大
Shiller 和 Athanasoulis (1995)	大

注：“小”指研究报告的福利增益不超过0.5%，“大”指研究报告的福利增益超过0.5%。MFI指金融一体化程度较高的国家，LFI指金融一体化程度较低的国家。

## 附录四 活息证券以促进国际风险分担

虽然国际风险分担似乎能够带来巨大收益，但只有少数几种证券能够帮助实现这些收益。具体而言，没有任何证券能够实现国内生产总值风险的国际转移——国内生产总值风险指与投资者工作和生活所在国家的总收入波动有关的风险。

为弥补该空白，人们提出了一些想法。其中很多人建议了各种各样回报率基于一国国内生产总值变化的证券。最知名的建议由Shiller（1993）提出，目标是建立一个国内生产总值永久债权市场。利用此类债权做空，个人可保护自己免遭自身国家收入下降的总体风险。这种安排能够带来巨大的风险分散收益，因为各国之间的国内生产总值相关度相对较低。但是，此类永久债权市场的基础结构基本上需要从零建起。

在20世纪80年代的国际债务危机之后，一些作者提出了一个更加实际的替代方案（或许不如前一方案雄心勃勃），即由各国发行回报率为本国国内生产总值挂钩的债券（关于对此类建议的阐述，见Borensztein和Mauro，2002）。这种建议仅仅需要在标准债务契约中增加一项指数化条款（例如附加在票面利率之上）。由于主权债务人的偿债问题经常起因于不利的宏观经济条件，而指数化债券在经济繁荣时支付高利息、萧条时支付低利息，因而有助于降低债务危机风险。另外，指数化债券在应对国内经济条件变化方面还能够为财政政策提供更大的回旋余地。这种债券将相当于标准债券和具有同样偿还期的对一国国内生产总值的债权的组合。国家不仅能够从此类指数化债券中取得重大保险益处，（与“普通”债券的利率相比）它们还基本不需要支付高额保费来吸引国际投资者持有该债券。事实上，从国际投资者的角度来看，与具体国家相关的国内生产总值风险几乎完全可以分散。

迄今为止，国内生产总值指数化债券仅在布雷迪债券重组过程中有过几次小规模发行。波斯尼亚和黑塞哥维那共和国、保加利亚及哥斯达黎加在其布雷迪债券契约中纳入了在国内生产总值或人均国内生产总值达到特定水平后增加偿还额的条款。此类条款的主要用意是为投资者提供激励机制，使其能够分享债务国偿还能力改进的潜在益处，而不是用作减少欠付可能的工具。类似债券曾规定在具备某些有利条件时——如石油出口量大或油价高——增加债权价值（价值回收），这方面较值得注意的是墨西哥和委内瑞拉。

此类证券的应用范围有限，原因有数种。不寻常或难以理解的证券常常导致市场不具备深度和低流动性溢价。研发新证券需要成本，但模仿起来成本很低。人们总是可以置疑提供广泛保险的证券是否会导致投资激励减弱和政策改革遭受不利影响。可能更现实的一个问题是，由于该证券的回报率取决于发行

政府自己编制的统计数字，投资者不免感到担心。但是，应当指出，通货膨胀指数债券在英国等发达国家和智利之类的新兴市场经济体中都被广为使用。

官方干预常常促进金融创新，美国抵押贷款支持证券的推出就是一个例子。官方机构也应当能够促进与国内生产总值或相关变量挂钩的国际主权债券市场。国际金融机构也可以在其中发挥作用，比如为国家经济统计数字的可靠性提供担保。

## 附录五 小国与金融全球化

关于小国并无正式定义，但通常认为小国指人口不足150万的主权经济体。根据该标准，45个发展中国家（国际货币基金组织184个成员国中有41个）是小国。表A5.1列举了1960年至2000年期间小国和其他发展中国家以及工业国家之间的对比统计数字摘要。小国对贸易相对开放，这意味着它们通常比其他发展中国家更加依赖出口收入。其生产结构和出口基础的多元化程度通常较低。虽然小国与全球经济建立了密切的贸易联系，但金融方面的联系较弱。小国的资本流动与国内生产总值的平均比率高于其他发展中国家，但仍比工业国家低大约25%。在一些小国中，依赖外援是一个重要问题，因为外援仍是它们的主要收入来源之一。

表A5.1. 小国是否不同？一些总结性统计数字，1960年至2000年

国家群组	一体化程度与对外援的依赖程度 (占国内生产总值百分比)			波动幅度指标 (百分比)			
	贸易开放	金融开放	依赖外援	产出	私人消费	贸易条件	福利增益
小国	111.5	7.9	19.5	5.8	12.6	5.6	15.3
其他发展中国家	60.5	4.5	8.4	4.9	8.2	4.2	6.1
工业国家	63.3	10.4	-	2.5	2.6	1.5	0.7

来源：Kose和Prasad（2003）。

注：金融开放程度的计算是取资本流入量和流出量与国内生产总值的比率。

小国的平均产出增长率在过去四十年中高于其他经济体。这似乎有两个主要原因——密切的贸易联系和显著更高的投资比率。因此，小国在很大程度上受益于贸易开放。

小国由于生产和出口基础狭窄，多元化程度较低，因此面临若干不利条件。它们因开放程度较高而容易受到外部冲击影响；它们的生产和出口结构高度专业化；对出口收入的依赖程度较高。另外，小国还必须应对其地理位置造成的多种内在不利因素。许多小国由于远离主要贸易中心，进出口成本显著增加。此外，许多小国由于地理位置的原因很容易遭受自然灾害，例如地震和飓风，并且灾害可能同时影响全国，从而造成毁灭性经济影响。

虽然作为小国面临许多特殊的挑战，但其中大多数最终都与相对较高的产出波动有关。即使在控制收入水平和开放程度后结果依然如此。一种原因可能是较小的经济体的多元化程度通常较低，较容易遭受外部震荡打击。事实上，小国的贸易条件波动不仅幅度较大，而且非常持久。消费风险分担似乎对小国是一项特别重要的挑战，因为这些国家消费增长标准差与产出增长标准差的平均比率更高。另外，许多小国的外部援助波幅很大，并且通常与该国国内生产总值正相关，这意味着外援可能进一步增大这些国家收入波动的幅度。

上述研究结果意味着国际风险分担对小国可能产生重要福利影响。事实上，对小国来说，此类福利增益可能很大，相当于消费水平永久性增长15%所产生的福利增益。小国的潜在增益甚至比其他发展中国家也更大，因为前者的消费波幅显著更大。

贸易联系已经帮助不少小国扩大了产品市场，使之受益于规模效益。开放资本流动将为它们提供机会实现产业多元化、增加投资、促进增长，从而更好地分散风险。贸易和资本流动还能提高技术传播的速度。另外，全球化为这些经济体提供了在公共治理以及体制结构方面吸收和借鉴国际先进经验的机会。

传统的宏观经济政策和结构性政策对从全球化中受益以及减少相关的风险具有重要意义。小国需要改善其宏观经济框架，以便在遭受冲击时有回旋余地。另外，落后的宏观和结构性框架可能导致不利外部影响冲击更大，持续更长。鉴于外援波幅很大、难以预测的情况，小国必须设计灵活的财政框架。另外，越来越多的证据表明，外援在公共治理结构较好的国家使用效率更高。在实施稳健的宏观经济政策的国家外援还会伴随更多外国直接投资。

## 附录六 数据

除非另外指出，本文中使用的数据的主要来源是国际货币基金组织的《国际金融统计》和世界银行的《世界发展指标》。基本数据样本包含76个国家——21个工业国家和55个发展中国家。<sup>57</sup>

### 工业国家

21个工业国家是：澳大利亚（AUS）、奥地利（AUT）、比利时（BEL）、加拿大（CAN）、丹麦（DNK）、芬兰（FIN）、法国（FRA）、德国（DEU）、希腊（TRC）、爱尔兰（IRL）、意大利（ITA）、日本（JPN）、荷兰（ALD）、新西兰（NZL）、挪威（NOR）、葡萄牙（PRT）、西班牙（ESP）、瑞典（SWE）、瑞士（CHE）、英国（GBR）和美国（USA）。

### 发展中国家

发展中国家分为两组，一组是金融一体化程度较高的国家（22个），另一组是金融一体化程度较低的国家（33个）：

#### 金融一体化程度较高的国家

阿根廷（ARG）、巴西（BRA）、智利（CHL）、中国（CHN）、哥伦比亚（COL）、埃及（EGY）、香港特别行政区（HKG）、印度（IND）、印度尼西亚（IDN）、以色列（ISR）、韩国（KOR）、马来西亚（MYS）、墨西哥（MEX）、摩洛哥（MAR）、巴基斯坦（PAK）、秘鲁（PER）、菲律宾（PHL）、新加坡（SGP）、南非（ZAF）、泰国（THA）、土耳其（TUR）和委内瑞拉（VEN）。

#### 金融一体化程度较低的国家

阿尔及利亚（DZA）、孟加拉国（BGD）、贝宁（GEN）、玻利维亚（BOL）、博茨瓦纳（BWA）、布基纳法索（BFA）、布隆迪（BDI）、喀麦

---

<sup>57</sup> 分析中没有包括下列国家：小国（人口不足100万）、转轨经济体、一些产油国以及数据不完整或显然不可靠的其他国家。

隆 (CMR)、哥斯达黎加 (CRI)、科特迪瓦 (CIV)、多米尼加共和国 (DOM)、厄瓜多尔 (ECU)、萨尔瓦多 (SLV)、加蓬 (GAB)、加纳 (GHA)、危地马拉 (GTM)、海地 (HTI)、洪都拉斯 (HND)、牙买加 (JAM)、肯尼亚 (KEN)、毛里求斯 (MUS)、尼加拉瓜 (NIC)、尼日尔 (NER)、尼日利亚 (NGA)、巴拿马 (PAN)、巴布亚新几内亚 (PNG)、巴拉圭 (PRY)、塞内加尔 (SEN)、斯里兰卡 (LKA)、叙利亚阿拉伯共和国 (SYR)、多哥 (TGO)、突尼斯 (TUN) 和乌拉圭 (URY)。

## 参考文献

- Abed, George, and Sanjeev Gupta, 2002, *Governance, Corruption, and Economic Performances* (Washington: International Monetary Fund).
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson, 2001, "Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution," MIT Working Paper 01/38 (Cambridge, Massachusetts: MIT, Department of Economics).
- Aizenman, Joshua, 2002, "Volatility, Employment, and the Patterns of FDI in Emerging Markets," NBER Working Paper No. 9397 (December).
- Aitken, Brian, and Ann Harrison, 1999, "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment?" *American Economic Review*, Vol. 89 (June), pp. 605–18.
- Alesina, Alberto, Vittorio Grilli, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 1994, "The Political Economy of Capital Controls," in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin (Cambridge: Cambridge University Press for CEPR).
- Alfaro, Laura, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Selin Sayek, 2002, "FDI and Economic Growth, The Role of Local Financial Markets," Working Paper, (University of Houston).
- Allum, Peter, and Mehmet Agça, 2001, "Economic Data Dissemination: What Influences Country Performance on Frequency and Timeliness," IMF Working Paper 01/173 (Washington: International Monetary Fund).
- Arteta, Carlos, Barry Eichengreen, and Charles Wyplosz, 2001, "On the Growth Effects of Capital Account Liberalization" (unpublished; Berkeley: University of California).
- Athanasoulis, Stefano, and Robert Shiller, 2001, "World Income Components: Measuring and Exploiting Risk-Sharing Opportunities," *American Economic Review*, Vol. 91, No. 4, pp. 1031–54.
- Athanasoulis, Stefano, and Eric van Wincoop, 1997, "Growth Uncertainty and Risksharing," Staff Reports 30, (Federal Reserve Bank of New York).
- Attanasio, Orazio, and Gianluca Violante, 2000, "The Demographic Transition in Closed and Open Economies: A Tale of Two Regions," IADB Working Paper (Washington: Inter-American Development Bank).
- Auffret, Philippe, 2001, "An Alternative Unifying Measure of Welfare Gains from Risk Sharing," World Bank Working Paper 2676 (Washington: World Bank, September).
- Backus, David K., Patrick J. Kehoe, and Finn E. Kydland, 1992, "International Real Business Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 100, pp. 745–775.
- Bailliu, Jeannine, 2000, "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries," Bank of Canada Working Paper No. 2000–15 (Ontario, Canada: Bank of Canada).

- Bakker, Bas and Bryan Chapple, 2002, "Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization," IMF Occasional Paper No. 214 (Washington: International Monetary Fund).
- Baldacci, Emanuele, Luiz de Mello, and Gabriela Inchauste, 2002, "Financial Crises, Poverty, and Income Distribution," *Finance and Development*, Vol. 39, No. 2 (June), pp. 24–27.
- Bartolini, Leonardo, and Allan Drazen, 1997a, "Capital-Account Liberalization as a Signal," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 1 (March), pp. 138–54.
- , 1997b, "When Liberal Policies Reflect External Shocks, What Do We Learn?," *Journal of International Economics*, Vol. 42, pp. 249–73.
- Bayoumi, Tamim, Giorgio Fazio, Manmohan Kumar and Ronald MacDonald, 2003, "Fatal Attraction: Unising Distance to Measure Contagion in Good Times As Well As Bad".
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza, 2000, "Finance and the Sources of Growth," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (October–November) pp. 261–300.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad, 2001a, "Does Financial Liberalization Spur Growth?" NBER Working Paper No. 8245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2001b, "Emerging Equity Markets and Economic Development," *Journal of Development Economics*, Vol. 66, pp. 465–504.
- , 2002a, "Growth Volatility and Equity Market Liberalization," Working Paper, (Duke University).
- , 2002b, "Does Financial Liberalization Spur Growth?" mimeo, Columbia University.
- Berg, Andrew, and Anne O. Krueger, 2002, "Trade, Growth, and Poverty: A Selective Survey," presented at the *Annual Bank Conference on Development Economics* in April.
- Bikhchandani, Sushil, and Sunil Sharma, 2000, "Herd Behavior in Financial Markets," *IMF Staff Papers*, Vol. 47, No. 3 (Washington: International Monetary Fund).
- Blankenau, William, M. Ayhan Kose, and Kei-Mu Yi, 2001, "Can World Real Interest Rates Explain Business Cycles in a Small Open Economy?," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 25. pp. 867–889.
- Blomström, Magnus, 1986, "Foreign Investment and Productive Efficiency," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 35 (September), pp. 97–110.
- , Robert Lipsey, and Mario Zejan, 1994, "What Explains Developing Country Growth?" NBER Working Paper No. 4132 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bordo, Michael, and Barry Eichengreen, 2002, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization," NBER Working Paper 8716 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- Borensztein, Eduardo, José De Gregorio, and Jong-Wha Lee, 1998, "How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?" *Journal of International Economics*, Vol. 45 (June), pp. 115–35.
- Borensztein, Eduardo, and R. Gaston Gelos, 2002, "A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Funds," IMF Working Paper 00/198 (Washington: International Monetary Fund).
- Borensztein, Eduardo, and Paolo Mauro, 2002, "Reviving the Case for 国内生产总值-Indexed Bonds," IMF Policy Discussion Paper (Washington: International Monetary Fund).
- , 2002, "Reviving the Case for 国内生产总值-Indexed Bonds," IMF Policy Discussion Paper.
- Bosworth, Barry, and Susan Collins, 1999, "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment," *Brookings Paper on Economic Activity*, Vol. 1 (Washington: Brookings Institution).
- Boyer, Brian H., Michael S. Gibson, and Mico Loretan, 1999, "Pitfalls in Tests for Changes in Correlations." Federal Reserve Board, IFS Discussion Paper No. 597R.
- Brainard, William C. and Richard N. Cooper (1968), "Uncertainty and Diversification of International Trade," *Food Research Institute Studies in Agricultural Economics, Trade, and Development* Vol. 8, pp. 257–285.
- Brooks, Robin, 2000, (forthcoming, *IMF Staff Papers*), "Population Aging and Global Capital Flows in a Parallel Universe," IMF Working Paper 00/151 (Washington: International Monetary Fund).
- Buch, Claudia M., Jörg Döpke, and Christian Pierdzioch, 2002, "Financial Openness and Business Cycle Volatility," Working Paper, Kiel Institute for World Economics.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart, 1993, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," (with G. Calvo and L. Leiderman), *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 40 (March), pp. 108–151.
- , 1998, "Varieties of Capital-Market Crises," *IEA Conference Volume*, No. 118 (New York: St. Martin's Press; London: Macmillan Press).
- , and Carmen M. Reinhart, 1999, "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization," *Finance and Development*, Vol. 36 (September), pp. 13–15.
- , 2000, "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options" in *Reforming the International Monetary and Financial System*, ed. by P. Kenen and A. Swoboda, pp. 175–201 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2 (May), pp. 379–408.
- Caprio, Gerard, and Patrick Honohan, 1999, "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4 (Fall), pp. 43–64.

- Caramazza, Francesco, Luca Ricci, and Ranil Salgado, 1999, "Trade and Financial Contagion in Currency Crises," (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Carlson, Mark A., and Leonardo Hernandez, 2002, "Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows," IMF Working Paper 02/86 (Washington: International Monetary Fund).
- Chanda, Areendam, 2000, "The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?" Working Paper, North Carolina State University.
- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and René Stulz, 1999, "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997," *Journal of Financial Economics (Netherlands)*, Vol. 54, No. 2 (October), pp. 227–64.
- Cole, Harold L., and Maurice Obstfeld, 1991, "Commodity Trade and International Risksharing: How Much do Financial Markets Matter?," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 28, pp. 3–24.
- Corsetti, Giancarlo, Marcello Pericoli, and Massimo Sbraccia, 2002, "Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Tests of Financial Contagion," *CEPR Discussion Paper*, No. 3310 (April), pp. 1–28.
- Deaton, Angus, 2001, "Counting the World's Poor: Problems and Possible Solutions," *World Bank Research Observer*, Vol. 16, No. 2 (Fall), pp. 125–47.
- Dellas, Harris, and Martin K. Hess, 2002, "Financial Development and the Sensitivity of Stock Markets to External Influences," *Review of International Economics*, Vol. 10, No. 3 (August), pp. 525–38.
- De Mello, Luiz, 1999, "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data," *Oxford Economic Papers*, Vol. 51, No. 1 (January), pp. 133–51.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Enrica Detragiache, 1998, "Financial Liberalization and Financial Fragility," IMF Working Paper 98/83 (Washington: International Monetary Fund).
- , 1999, "Financial Liberalization and Financial Fragility," in B. Pleskovic and J.E. Stiglitz, eds, *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, (Washington: The World Bank).
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Vojisav Maksimovic, 1999, "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity," *Journal of Financial Economics*, Vol. 54 (December), pp. 295–336.
- Detragiache, Enrica and Spilimbergo, Antonio, 2001, "Crisis and Liquidity—Evidence and Interpretation," IMF Working Papers 01/2 (Washington: International Monetary Fund).
- Dollar, David, and Aart Kraay, 2001, "Growth is Good for the Poor," World Bank Policy Research Working Paper No. 2587 (Washington: World Bank).
- Dollar, David, and Aart Kraay, 2001, "Trade, Growth, and Poverty," *Finance and Development*, Vol. 38, No. 3 (September), pp. 16–19.

- Dooley, M. P., S. Classens, and A. Warner, 1995, "Portfolio Capital Flows" Hot or Cool?," *World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 1, pp. 53–174, reprinted in Mike J. Howell, ed., 1996, *Investing in Emerging Markets* (London, UK: Eurocurrency Publications).
- Easterly, William, R. Islam, and Joseph E. Stiglitz, 2001, "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility," Annual World Bank Conference on Development Economics, ed. by B. Pleskovic and N. Stern.
- Easterly, William, and Ross Levine, 2001, "It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models," *World Bank Economic Review*, Vol. 15, pp. 177–219.
- Edison, Hali, and Frank Warnock, 2001, "A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls," International Finance Discussion Paper No. 705 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve, August).
- , 2003, "Cross-Border Listings, Capital Controls, and Equity Flows to Emerging Markets," forthcoming (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve).
- Edison, Hali, Michael Klein, Luca Ricci, and Torsten Sløk, 2002, "Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature," IMF Working Paper 02/120 (July), (Washington: International Monetary Fund).
- Edison, Hali, Ross Levine, Luca Ricci, and Torsten Sløk, 2002, "International Financial Integration and Economic Growth," *Journal of International Monetary and Finance*, Vol. 21, pp. 749–76.
- Edwards, Sebastian, 2001, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper No. 8076 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry J., 2001, "Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies Tell Us?" (unpublished; Berkeley: University of California).
- , Donald J. Mathieson, and Bankim Chadha, 1998, "Hedge Funds and Financial Market Dynamics," IMF Occasional Paper No. 166 (Washington: International Monetary Fund).
- Eichengreen, Barry J., Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie, 1998, "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects," IMF Occasional Paper No. 172 (Washington: International Monetary Fund).
- Epaulard, Anne, and Aude Pommeret, 2003, "Recursive Utility, Endogenous Growth, and the Welfare Cost of Volatility," *Review of Economic Dynamics*, forthcoming.
- Fischer, Stanley, 1998, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF," in "Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?," *Essays in International Finance, Department of Economics*, Princeton University, Vol. 207, pp. 1–10.
- Frankel, Jeffery, 1992, "Measuring International Capital Mobility: A Review," *American Economic Review*, Vol. 82 (May), pp. 197–202.

- Frankel, Jeffery A., and Andrew K. Rose, 1996, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment," *Journal of International Economics*, Vol. 41 (3–4), (November), pp. 351–66.
- Forbes, Kristin, 2000, "The Asian Flu and Russian Virus: Firm-Level Evidence on How Crises are Transmitted Internationally," NBER Working Paper No. 7808 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , Robert Rigobon, 1999, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements," *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5 (October), pp. 2223–61.
- , 2001, "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues." in *International Financial Contagion*, ed. by S. Claessens and K. Forbes (Boston, MA: Kluwer Academic Publishers).
- Gavin, Michael, and Ricardo Hausmann, 1996, "Sources of Macroeconomic Volatility in Developing Economies," IADB Working Paper (Washington: Inter-American Development Bank).
- Gelos, Gaston, and Shang-Jin Wei, 2002, "Transparency and International Investor Behavior," NBER Working Paper No. 9260 (October), pp. 1–36 .
- Glick, Reuven, and Kenneth Rogoff, 1995, "Global versus Country-Specific Productivity Shocks and the Current Account," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35 (February), pp. 159–92.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2002, (forthcoming) "On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2003, "The Elusive Gains from International Financial Integration," NBER Working Paper 9684.
- Griffin, John M., Federico Nardari, and René Stulz, 2002, "Daily Cross-Border Equity Flows: Pushed or Pulled?," NBER Working Paper No. 9000 (June), pp. 1–57.
- Grilli, Vittorio, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 1995, "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls," *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 42 (September), pp. 517–51.
- Grossman, Gene M., and Elhanan Helpman, 1991a, *Innovation and Growth in the Global Economy*, (Cambridge, Mass. and London: MIT Press).
- , 1991b, "Trade, Knowledge Spillovers, and Growth," *European Economic Review*, Vol. 35, No. 2–3 (April), pp. 517–26.
- Hall, Robert E., Charles I. Jones, 1999, "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1 (February), pp. 83–116.
- Hanson, Gordon, 2001, "Should Countries Promote Foreign Direct Investment?," G-24 Discussion Paper No. 9 (February).
- Hausmann, Ricardo, and Eduardo Fernandez-Arias, 2000, "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?" IADB Working Paper No. 417 (Washington: Inter-American Development Bank).

- Henry, Peter, 2000a, "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices," *Journal of Finance*, Vol. 55 (April), pp. 529–64.
- , 2000b, "Do Stock Market Liberalization Cause Investment Booms?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 301–34.
- Hines, James, 1995, "Forbidden Payment: Foreign Bribery and American Business After 1977," NBER Working Paper No. 5266 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Imbs Jean, and Roman Wacziarg, 2003, (forthcoming) "Stages of Diversification," *American Economic Review*.
- International Monetary Fund, 2001, World Economic Outlook, October.
- International Monetary Fund, 2002, World Economic Outlook, September.
- Ishii, Shogo, Karl Habermeier, Bernard Laurens, John Leimone, Judit Vadasz, and Jorge Ivan Canales-Kriljenko, 2002, "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability," IMF Occasional Paper No. 211, (Washington: International Monetary Fund).
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman, 2000, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1–2), pp. 141–86.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent E. Sørensen, and Oved Yosha, 2001, "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence," (unpublished).
- Kaminsky, Graciela, Richard Lyons, and Sergio Schmukler, 1999, "Managers, Investors, and Crisis: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets," World Bank Working Paper 2399 (Washington: World Bank).
- Kaminsky, Graciela, and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3 (June), pp. 473–500.
- , 2000, "On Crisis, Contagion, and Confusion," *Journal of International Economics*, Vol. 51(1), pp. 145–168.
- , 2001, "Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis," in *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, ed. by T. Ito, and A. Krueger (Chicago: University of Chicago Press for the NBER), pp. 73–99.
- , 2002, "The Center and Periphery: The Globalization of Financial Turmoil," NBER Working Paper W9479.
- Kaufmann, Daniel, and Shang-Jin Wei, 1999, "Does 'Grease Payment' Speed Up the Wheel of Commerce?," NBER Working Paper No. 7093 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kemp, Murray and Nissan Liviatan (1973), "Production and Trade Patterns Under Uncertainty," *The Economic Record*, Vol. 49, pp. 215–227.
- Keynes, John M., 1919, *The Economic Consequences of Peace* (London: Macmillan Press).

- Kim, Jinill, Sunghyun Henry Kim and Andrew Levin, 2003, "Patience, Persistence, and Welfare Costs of Incomplete Markets in Open Economies," *Journal of International Economics*, forthcoming.
- Kim, Jinill and Sunghyun Henry Kim, 2003, (forthcoming), Spurious Welfare Reversals in International Business Cycle Models, *Journal of International Economics*.
- Kim, Woochan, and Shang-Jin Wei, 2002, "Foreign Portfolio Investors Before and During a Crises," *Journal of International Economics*, Vol. 56, pp. 77–96.
- Kim, Sunghyun Henry, M. Ayhan Kose, and Michael Plummer, 2001, "Understanding the Asian Contagion," *Asian Economic Journal*, Vol. 15, No. 2, pp. 111–138.
- King, Robert, and Ross Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108 (August), pp. 717–37.
- Klein, Michael, and Giovanni Olivei, 2000, "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth" (unpublished; Medford, Mass: Tufts University).
- Kochhar, Kalpana, Prakash Loungani, and Mark Stone, 1998, "The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons," IMF Working Paper 98/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Kouparitsas, Michael A., 1996, "North-South Business Cycles," Working Paper, No. 96–9, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Kose, M. Ayhan, 2002, "Explaining Business Cycles in Small Open Economies: How Much Do World Prices Matter?," *Journal of International Economics*, Vol. 56, pp. 299–327.
- , Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones, 2003a, (forthcoming) "Financial Integration and Macroeconomic Volatility," *Staff Papers*, International Monetary Fund.
- , 2003b, (forthcoming), "How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?," *American Economic Review Papers and Proceedings*.
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok and Charles Whiteman, 2003, (forthcoming), "International Business Cycles: World, Region, and Country Specific Factors," *American Economic Review*.
- Kose, M. Ayhan, and Raymond Riezman, 2001, "Trade Shocks and Macroeconomic Fluctuations in Africa," *Journal of Development Economics*, Vol. 65, pp. 55–80.
- Kose, M. Ayhan, and Eswar Prasad, 2003, (forthcoming), Small States in a Global Economy, IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kraay, Aart, 1998, "In Search of the Macroeconomic Effect of Capital Account Liberalization," (unpublished; Washington: World Bank).
- Krueger, Anne O., and Jungho Yoo, 2002, "Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea," in *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, ed. by Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel, pp. 461–501 (Chicago: University of Chicago Press).

- Kumar, Manmoham S., and Avinash Persaud, 2001, "Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence," IMF Working Paper 01/134 (Washington: International Monetary Fund).
- Labán, Raul. M., and Felipe B. Larrain, 1997a, "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 16, No. 3, pp. 415–31.
- , 1997b, "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile," Harvard Institute for International Development Discussion Paper No. 590 (June), pp. 1–24.
- Lane, Philip R., and Giani Maria Milesi-Ferretti, 2001, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations," *Journal of International Economics*, Vol. 55, pp. 263–94.
- LeBaron, Blake, 2002, "Estimating the Feasible Economic Gains from International Portfolio Diversification, Working Paper, (Brandeis University).
- Levine, Ross, 1996, "Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth," *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*, pp. 224–54 (Washington: AEI Press).
- , and Sara Zervos, 1998, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," *American Economic Review*, Vol. 88 (June), pp. 537–58.
- Lewis, Karen K., 1996, "Consumption, Stock Returns, and the Gains From International Risksharing," NBER Working Paper No. 5410 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 1996, "What Can Explain the Apparent Lack of International Consumption Risksharing?," *Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 2, pp. 267–297.
- , 1999, "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption," *Journal of Economic Literature* Vol. 37, No. 2, pp. 571–608.
- , 2000, "Why Do Stocks and Consumption Imply Such Different Gains from International Risk sharing?," *Journal of International Economics*, Vol. 52, No. 1, pp. 1–35.
- Loungani, Prakash, Ashoka Mody and Assaf Razin, 2003, (forthcoming) "The Global Disconnect: The Role of Transactional Distance and Scale Economies in Gravity Equations," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Lucas, Robert E., 1987, "Models of Business Cycles", (Blackwell, Oxford).
- Mathieson, Donald J., and Liliana Rojas-Suarez, 1993, "Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues." IMF Occasional Paper No. 103 (Washington: International Monetary Fund).
- Mauro, Paolo, 1995, "Corruption and Growth," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp. 681–712.
- , 1997, "The Effects of Corruption on Growth, Investment, and Government Expenditure: A Cross-Country Analysis," *Corruption and the Global Economy*, pp. 83-107 (Washington: Institute for International Economics).

- , Nathan Sussman, and Yishay Yafeh, 2002, “Emerging Market Spreads: Then versus Now,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 695–733.
- McKinnon, Ronald, and Huw Pill, 1996, “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The ‘Overborrowing Syndrome,’” *NBER East Asia Seminar on Economics*, Vol. 5, pp. 7–42 (Chicago and London: University of Chicago Press).
- , 1998, “International Overborrowing: A Decomposition,” *World Development*, Vol. 26, No. 7 (July), pp. 1267–82.
- Mendoza, Enrique, 1995, “The Terms of Trade, the Real Exchange Rate and Economic Fluctuations,” *International Economic Review*, Vol. 36, pp. 101–137.
- Mishkin, Frederic S., 1999, “Lessons from the Asian Crisis,” NBER Working Paper 7102 (April).
- Mody, Ashoka, 2002, “Is FDI Integrating the World Economy?” IMF manuscript.
- , and Antu Panini Murshid, 2002, “Growing Up With Capital Flows” IMF Working Paper 02/75 (Washington: International Monetary Fund).
- Mody, Ashoka, and Mark P. Taylor, 2002, “International Capital Crunches: The Time Varying Role of Informational Asymmetries,” IMF Working Paper 02/34 (Washington: International Monetary Fund).
- Obstfeld, Maurice, 1994, “Risk-taking, Global Diversification, and Growth,” *American Economic Review*, Vol. 84, pp. 1310–1329.
- , 1994a, “Evaluation Risky Consumption Paths: the Role of Intertemporal Substitutability,” *European Economic Review*, Vol. 38, pp. 1471–1486.
- , 1994b, “Are Industrial-Country Consumption Risks Globally Diversified?,” in *Capital Mobility: The Impact of Consumption, Investment and Growth*, ed. by L. Leiderman, and A. Razin, (Cambridge: Cambridge University Press), pp. 13–47.
- , 1995, “International Capital Mobility in the 1990s,” in *Understanding Interdependence*, ed. by P.B. Kenen, pp. 201–261, (Princeton: Princeton University Press).
- , 1998, “The Global Capital Market: Benefactor or Menace?” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12 (Fall), pp. 9–30.
- , and Alan M. Taylor, 1998, “The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run,” in *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, ed. by Michael D. Bordo, Claudia Goldin, and Eugene N. White, pp. 353–402, NBER Project Report series (Chicago and London: University of Chicago Press).
- , and Kenneth Rogoff, 1998, “Foundations of International Macroeconomics,” (Cambridge, Massachusetts, London, England: MIT Press).

- , and Taylor, Alan, 2002, “Globalization and Capital Markets,” NBER Working Paper No. 8846 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- O’Donnell, Barry, 2001, “Financial Openness and Economic Performance” (unpublished; Dublin: Trinity College).
- O’Rourke, Kevin, 2001, “Globalization and Inequality: Historical Trends,” CEPR Discussion Paper No. 2865 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Pallage, Stephane, and Michel A. Robe, 2003a, “On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries,” *International Economic Review*, Vol. 44, No. 2 (May), pp. 677–98.
- , 2003b, “The States versus The States: On the Welfare Costs of Business Cycles in the U.S.” UQAM and American University Working Paper (January).
- Pesenti, Paolo, and Eric van Wincoop, 1991, “International Portfolio Diversification and Non-Traded Goods,” NBER Working Paper No. 5784 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, 1998, “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 1–74.
- Razin, Assaf, and Andrew K. Rose, 1994, “Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis,” in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin, pp. 48–76 (Cambridge: University Press).
- Reinhart, Carmen M., and Vincent R. Reinhart, 2001, “What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility,” NBER Working Paper No. 8535 (October).
- Reinhart, Carmen M., 2002, “Credit Ratings, Default and Financial Crises: Evidence from Emerging Markets,” *World Bank Economic Review* (forthcoming).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff, 2002, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation,” NBER Working Paper 8963 (May).
- Reisen, Helmut, and Marcelo Soto, 2001, “Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?,” *International Finance*, Vol. 4, No. 1 (Spring), pp. 1–14.
- Richards, Anthony, 2002, “Big Fish in Small Ponds” The Momentum Investing and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets,” (mimeo; Reserve Bank of Australia).
- Rigobon, Roberto, 1999, “Contagion: How to Measure It?,” (unpublished; Cambridge, Massachusetts: MIT).
- Rodrik, Dani, 1998, “Who Needs Capital-Account Convertibility?,” *Essays in International Finance*, No. 207 (Princeton: Princeton University).
- , and Andres Velasco, 2000, “Short-Term Capital Flows,” *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1999*, pp. 59–90 (Washington: World Bank).

- Rodriguez, Francisco, and Dani Rodrik, 2002, "Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence," in *NBER Macroeconomics Annual 2000*, ed. by Ben S. Bernanke and Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Rogoff, Kenneth, 2002, "Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind?" *Finance and Development*, December, Vol. 39, No. 4, pp. 55–56..
- Ruffin, Roy J., 1974, "Comparative Advantage under Uncertainty," *Journal of International Economics*, Vol. 4, No. 3 (August), pp. 261–73.
- Schneider, Martin and Aaron Tornell, 2001, "Boom-bust Cycles and the Balance Sheet Effect," Working Paper, UCLA (California: UCLA).
- Senhadji, Abdelhak, 2000, "Sources of Economic Growth: An Extensive Growth Accounting Exercise," *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 47, No. 1, pp. 129–57.
- Shiller, Robert J., 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks* (Oxford: Clarendon Press).
- , S. Athanasoulis, 1995, "World Income Components: Measuring and Exploiting International Risk Sharing Opportunities," NBER Working Paper No. 5095 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Smarzynska, Beata K., and Shang-Jin Wei, 2000, "Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence," NBER Working Paper No. 7969 (October), pp. 1–24.
- Stulz, Rene, 1999a, "International Portfolio Flows and Security Markets," *International Capital Flows, NBER Conference Report Series*, pp. 257–93 (Chicago and London: University of Chicago Press).
- , 1999b, "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital," NBER Working Paper 7021 (March).
- Summers, Robert, Alan Heston, 1991, "The Penn World Table (mark 5): An Expanded Set of International Comparisons, 1950–1988," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, pp. 327–368.
- Taylor, Mark P., and Lucio Sarno, 1999, "The Persistence of Capital Inflows and the Behaviour of Stock Prices in East Asia Emerging Markets: Some Empirical Evidence," CEPR Discussion Paper 2150 (May).
- Tesar, Linda L., 1993, "International Risksharing and Nontraded Goods," *Journal of International Economics*, Vol. 35, pp. 69–89.
- , 1995, "Evaluating the Gain from International Risksharing," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 42, pp. 95–143.
- , Ingrid M. Werner, 1994, "International Equity Transactions and U.S. Portfolio Choice," in *The Internationalization of Equity Markets*, ed. by J. A. Frankel, pp. 185–216 (Chicago: University of Chicago Press).
- , 1995, "Home Bias and High Turnover," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 14, pp. 467–492.

- van Rijckeghem, Caroline, and Beatrice Weder, 1999, "Sources of Contagion: Finance or Trade?," IMF Working Paper 99/146 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2000, "Spillover Through Banking Centers—A Panel Data Analysis," IMF Working Paper 00/88 (Washington: International Monetary Fund).
- van Wincoop, Eric, 1994, "Welfare Gains from International Risksharing," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 34, pp. 175–200.
- , 1996, "A Multi-Country Real Business Cycle Model with Heterogeneous Agents," *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 98, pp. 233–251.
- Van Wincoop, Eric, 1999, "How Big are Potential Welfare Gains from International Risk Sharing?" *Journal of International Economics*, Vol. 47, No. 1, pp. 109–135.
- Wei, Shang-Jin, 1997, "Why is Corruption Much More Taxing Than Taxes? Arbitrariness Kills," NBER Working Paper No. 6255 (November).
- . 2000a, "How Taxing is Corruption on International Investors?," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 1 (February), pp. 1–11.
- , 2000b, "Local Corruption and Global Capital Flows," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2.
- , 2000c, "Natural Openness and Good Government," NBER Working Paper No. 7765 (June).
- , 2001, "Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There a Connection?," *International Finance*, Vol. 4. (Spring), pp. 15–46.
- , and Yi Wu, 2002a, "Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises," in *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, ed. by Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel (Chicago: University of Chicago Press), pp. 461–501.
- , 2002b, (forthcoming) "The Life-and-Death Implications of Globalization," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Williamson, John, and Molly Mahar, 1998, "A Survey of Financial Liberalization," *Essays in International Finance*, No. 211 (Princeton: New Jersey, Princeton University Press).
- World Bank, 2001, *Global Development Finance* (Washington: World Bank)