

马克思主义政治经济学国际 短期资本流动分析

——兼论我国跨境资金流动与外部风险考量*

林楠

[摘要]世界经济是以内在不平等为动态特征,反映在货币资金收益率的动态上,不仅表现为跨境资金流动下发达国家对发展中国家的“剪羊毛”,而且出现了“卢卡斯悖论”。但是,“卢卡斯悖论”和“要素均等化理论”等国外经典分析没有考虑金融因素在国际资本流动分析中的重要作用。对于国际短期资本流动,需要基于金融全球化的再思考。从深层次来看,在马克思主义政治经济学分析视角下,可以把跨境资金流动置于世界市场理论基础之上进一步加以说明。应借鉴马克思从世界市场考察金属货币在各国间的流动,从国际信用考察汇率决定和世界货币流通,从对通货理论的评论展开金属货币国际流通分析,从资本循环对货币流通和经济危机进行分析,关注生息资本所具有的不同于产业资本的运动特性,并且将国际短期资本流动与国际收支和汇率以及危机分析相互关联、统筹考虑,以更好地进行作为国际经济竞争形式的国际金融的进一步研究与拓展。

关键词:马克思主义政治经济学 国际短期资本流动 世界市场 外部风险

JEL 分类号:B14 F32 G32

一、引言

马克思和恩格斯(1848)在《共产党宣言》中指出,由于世界市场的开拓,使一切国家的生产和消费都成为世界性,过去那种地方的和民族的自给自足和闭关自守状态,被各民族的各方面相互往来和各方面的相互依赖所代替了^①。伴随金融资本在世界各国、各地区流动,全球金融市场日趋开放,金融全球化成为大势所趋,而金融全球化趋势的发展,又是以跨境资金流动为先导的。马克思在《政治经济学批判》写作过程中形成了“六册计划”,其中,第1册——资本,第2册——土地所有制,第3册——雇佣劳动,第4册——国家,第5册——对外贸易,第6册——世界市场。对于跨境资金流动,其影响因素显然是多方面的,但从深层次来看,从马克思主义政治经济学视角分析(主要涉及的是第6册),特别是把跨境资金流动置于马克思的世界市场理论基础之上进一步考察会有怎样别致的演绎?

在西方学界,以经典的《新帕尔格雷夫经济学大辞典》为例,其中对于国际资本流动(International

* 林楠,中国社会科学院金融研究所,副研究员;国际金融与发展实验室研究员,中国人民大学国际货币研究所兼职研究员。本文得到国家社科基金一般项目“中国经济新时代与全球货币体系新格局下人民币国际化战略研究”(项目批准号:18BJL108)的支持。

^① 马克思、恩格斯:《共产党宣言》,人民出版社,2014年12月版,第31页。

Capital Flows)的理论梳理,涉及到“要素均等化理论”和“卢卡斯悖论”^①。但是,这很自然引出如下问题:若“要素均等化”成立,那么国际经济金融关系应是“趋同”,而现实却是“卢卡斯悖论”下的进一步分化,发达国家对发展中国家的“剪羊毛”。显然,世界经济是以内在不平等为动态特征的。对此,马克思主义政治经济学在分析国际资本流动(特别是国际短期资本流动)有其天然优势,能够在对外贸易和国际支付的货币金融层面上,更好地厘清财富和货币收益全球分配,从而应对国际短期资本流动下发达国家对发展中国家的“剪羊毛”。当前,特别是在国际经贸摩擦背景下,构建跨境资金流动的马克思主义政治经济学分析框架已日益紧迫。

二、文献概览

一般而言,从全球角度(世界市场)来看货币金融资本的跨境转移称为国际资本流动,而从某个特定国家角度(境内市场)来看境内外资金的跨境转移称为跨境资金流动。其中,从定义上看,国际长期资本流动,是一国的公司或银行通过直接投资等形式,将生产设备或技术转移到其他国家从事跨国经营,以谋取较高利润收益;国际短期资本流动,是一国公司或银行等通过短期信贷或证券投资等形式,将货币资金转移到其他国家从事国际贷款或金融投资,以谋取超额利润。值得注意的是,对于国际长期资本流动和国际短期资本流动的划分,其关键并不在于借贷时期长短,而是不同投资目的驱动下跨境资金在世界市场的循环流转。

(一)国际资本流动经典理论:要素均等化理论与卢卡斯悖论

国际上主流研究多关注长期资本流动的理论和经验分析。在本质上,国际长期资本流动是生产要素优化配置的趋向,从要素价格均等化理论来看,在HOS模型下,由于产品的自由贸易使得国家间的产品价格相等。因此,在没有资本和劳动跨国流动的情况下,要素回报都应该相等^②。这一点首先由Samuelson(1948)指出,后来被称为要素价格均等理论。值得注意的是,贸易成本将会打破要素价格均等,特别是当关税和运输成本随时间下降时,要素价格(包括资本回报)应在各国间趋同,这将会导致国际资本流动下降,但这却与现实数据相矛盾(Obstfeld and Kenneth, 2001)。据IMF测算,1995-2005年间,全球总资本流动总额增长了两倍,并在2007年前后达到顶峰,约占当年全球GDP的20%(范小云等,2018)。

从国际资本流动下国与国之间的关系看,在单部门模型下, Lucas(1990)指出并没有出现更多资本从富国流向穷国,而是相反,这是一个悖论——卢卡斯悖论^③。假设自由贸易,所有国家产品价格都相等,由边际产品递减定律得出,资本劳动比率较低的国家,资本回报率应该较高。举例来看,卢卡斯的计算结果是,基于两国的要素禀赋,印度的资本回报率是美国的58倍,面对这样大的回报率差异,应该看到更多的资本从富国流向穷国,但是,从有关数据中所观察到的这种情况却太少,即卢卡斯悖论(Wei, 2018)^④。

对新兴市场而言,如何在金融国际化大背景下应对国外金融资本的本币化和对国内经济的货币化?在卢卡斯悖论下,伴随着发展中国家的资金大量转移到美国,发展中国家和新兴市场也因此

^① The New Palgrave Dictionary of Economics, Third Edition, London: Macmillan Publishers Ltd., 2018.

^② 在经典的两种产品、两个要素和两个国家的Heckscher-Ohlin-Samuelson(HOS)模型中,企业获得零利润。因此,我们有 $p_1 = c_1(w, r)$ 和 $p_2 = c_2(w, r)$ 。其中, $c(\cdot)$ 是单位成本函数,数字下标代表部门。这表示要素价格由产品价格唯一确定,从而独立于要素禀赋的大小。

^③ 其推理如下: $y = f(L, K)$ 是个规模不变的生产函数,其中 y 是使用 L 个劳动力和 K 个资本的产出量。把 p 作为产品价格, w 和 r 分别作为对劳动力和资本的回报。企业的利润最大化求解给出 $r = p\partial f(L, K)/\partial K = p\partial f(1, K/L)/\partial K$ 。

^④ The New Palgrave Dictionary of Economics, Third Edition, London: Macmillan Publishers Ltd., 2018.

付出了高昂的代价来避免丧失主权,无论是跨境资金流入还是流出,新兴市场就业都会受到破坏性影响,而非金融全球化倡导者声称的双赢局面。与此同时,国际短期资本流动还鼓励了短期主义并缩短了长期需求,这也部分解释了自1980年以来经济增长放缓的原因(Stiglitz,2010)。

(二) 国际资本流动的正负效应:收益与风险的权衡

从效应看,国际资本流动的正面效应主要体现为国际资本流动对经济增长的影响。但是,Eichengreen(2001)认为找出国际资本流动对经济增长的强而稳健的因果效应并不容易,对于发展中国家作为资本输入国尤其如此。对此,Kose et al.(2006)印证了其回顾文献的观点,通过回顾1994-2005年期间估计国际资本流动的开放程度对经济增长的影响的文献,显示其中大多数并没有得出明确的效果。国际资本流动的负面效应主要是国际资本流动(特别是其结构)与一个国家经历货币危机的可能性有关。

具体而言,一国总资本流入中FDI所占比例和金融危机的概率负相关,而结构的其它方面还包括外债期限结构(短期外债比例越高,金融危机可能性越大),以及外债币种(外币债务比例越高,危机可能性越大)(Radelet and Sachs,1998;Rodrik and Velasco,1999)。从国际资本流动与货币危机的关系看,国际资本流动的构成与新兴市场发生货币危机可能性是相关的。对于新兴市场1971-1992年中所有货币危机的研究发现,很少有变量对随后的货币危机有很强的解释作用,但资本流动的结构是和货币危机发生概率稳健相关的少数几个变量之一,具体而言,短期外债比例越高,金融危机可能性越大,外币债务比例越高,发生危机可能性越大(Frankel and Rose,1996)。

从风险与收益权衡的角度来看,与国际资本流动相对应的另一个重要问题是资本账户开放。无论资本账户开放能够带来多少的潜在利益,决策者必须将其与资本账户开放的成本和风险进行权衡,其中涉及的一个关键问题就是,资本账户开放的次序和速度安排。对此,在实证研究方面,Chinn and Ito(2006)结论是:资本账户开放对金融发展产生直接作用以及通过与制度的交互作用产生间接作用;但在逆向因果方面,金融发展并不是资本账户开放的前提条件。

(三) 国际短期资本流动:基于金融全球化的再思考

当前,金融全球化是全球化的高级形式,国际短期资本流动成为金融全球化重要特征。国家商品贸易占国内生产总值的比重上升是经济全球化重要标志,国家的国外资产与国外负债之和占国内生产总值的比重则是金融全球化的重要标志,将以上两者进行比较(即取后者与前者之比),从这一相对值来看,美国输出金融资产要比输出商品增长快得多,这反映了美国在金融领域显著的比较优势(潘英丽等,2014)。

值得注意的是,一方面,循环往复的跨境金融交易往往与监管套利有关(Aliber,1980)。另一方面,尽管发达国家长期积极倡导推动金融全球化,但迄今为止的证据都显示,跨境资金流动带来的收益很小,潜在的危害却很大,其积极作用远不能和其他生产要素的全球化配置相比(Stiglitz,2010)。

金融全球化下,传统的政策工具受到了来自外部更大的制约,以至于有的学者提出当下宏观政策所面临的局面已经从“三元悖论”变成了“二元悖论”,即只要资本账户开放,资本流动不受限制,无论何种汇率制度下货币政策都难以保持独立和有效(Rey,2013)。对此,与传统的“货币三元悖论”所不同,金融全球化给宏观经济管理带来的负面影响,形成了关于“国内金融政策有效(金融政策独立性)、国际金融一体化(金融全球化)以及“金融稳定”之间的新的“不可能三角”,即“金融三元悖论(Financial Trilemma)”(Obstfeld,2015)。

(四) 国际短期资本流动管理:基于国际资本流动的相关测算

国际资本流动与一国国际收支有着直接的关系,从流量角度来看,跨境资本流入是外国居民对国内资产的净购买,而跨境资本流出则是国内居民对外国资产的净购买,这些数据都体现在国际货

币基金组织 IMF 国际收支平衡表上,从季度频率看,跨境资本流入与流出这些数据实际上在 IMF 国际收支平衡表上都有很好的描述(Wei,2018^①)。

国际金融危机后,国际收支金融账户下证券投资资本流动成为新兴国家短期资本流动的主要形式。一方面,流向欧美银行部门的国际资本流动是衡量金融脆弱性的一个关键指标;另一方面,新兴市场非金融企业的跨境交易也开始具有“类金融中介”行为特征(Shin and Zhao,2013)。从国际资本流动易变性来看,新兴市场国际资本流入易变性要比发达国家高 80%,主要原因包括外部冲击的传染以及国内金融市场的落后(Broner and Rigobon,2006)。Broto(2008)对资本流入的易变性进行了测度和比较,发现不同类型资本易变性存在显著差异,国内金融体系的完善、银行竞争可以有效降低易变性。

对于国际资本流动压力(International Capital Flow Pressures),Goldberg and Krogstrup(2018)以外汇市场压力指数(EMP)作为国际资本流动和国际收支压力的测度,指出其优势在于包含了所有非储备性质的资本流动,并且是月度频率,能够进行不同国家和不同汇率制度下国际比较。此外,从统计上测算国际短期资本流动的直接方法就是考察国际利率差异,看跨境套利是否能够使其等于零(Caves et al.,2007)。

从国际资本流动的管理来看,Ostry et al.(2010)提出了管理资本流动的政策框架(Capital Flow Management Measures,CFMs),对各国当局使用应对资本流动的政策工具进行了排序,其中资本管制是“最后防线”,认为各国当局首先要实施结构改革和审慎政策管理政策,以增强国内资本市场深度和流动性、提高金融体系抗冲击能力;其次考虑本币汇率升值、增加储备、实施财政和货币政策等宏观手段;最后只有在上述措施不明显,并且满足汇率未低估、外汇储备充裕而经济出现过热等前提时,才应考虑采用资本管制措施。

(五) 相关文献述评

回顾国际资本流动的西方经典分析(如“要素均等化理论”和“卢卡斯悖论”),实际上都存在对全球经济以内在平等的动态为特征的“偏见”。值得注意的是,一方面,如果要素均衡化理论正确,那么将意味着后进的发展中国家将与先进的发达国家逐渐“趋同”,但现实情况显然不是“趋同”而是“分化”。另一方面,无论是“要素均等化理论”还是“卢卡斯悖论”,实际上还都没有考虑金融因素在国际资本流动分析中的重要作用,因而其在解释实际经济现象时力所不逮也值得深思。此外,面对当前国际经贸摩擦下国际短期资本流入可能会出现突然停止甚至逆转,如果国际短期资本流入(或流出)的逆转规模很大或持续时间很长,不仅会对汇率、利率、信贷、产出造成影响,而且即使不出现货币危机,其也会给宏观经济政策带来挑战。

回顾历史,布雷顿森林体系的瓦解,源于美元国际化进程中的“特里芬难题”,并由此引发对“外围”国家的国际短期资本流动冲击。由于美国国际收支开始发生赤字,而大部分是用美元支付,所以各国持有美元余额大量增加,二战后普遍存在的“美元荒”一变而成“美元灾”,美元的大量过剩,一方面加深了对美元的不信任,另一方面也加剧了金融市场上的投机活动,数以千亿计美元游资是国际金融市场上的一股兴风作浪的力量,在发生大规模抛售美元的风潮时,几十亿美元的资金用于干预外汇市场也是无济于事(陈彪如,1990)。当国际资本意识到“特里芬难题”的存在时,便会利用其中的矛盾和空隙进行牟利(李扬和张晓晶,2013)。总之,世界经济以内在不平等为动态特征,反映在资金收益率的动态上,表现为跨境资金流动下发达国家对发展中国家的“剪羊毛”。

布雷顿森林体系崩溃及美国放松国内管制,对美国而言符合其自身利益,但是却使世界进入金

^① The New Palgrave Dictionary of Economics, Third Edition, London: Macmillan Publishers Ltd., 2018.

融危机的频发期。特别是对于国际资本流动突然中断,新兴市场的金融体系发展水平恰好处于最易发生资本流动突然中断的位置,因此资本流动突然中断在新兴市场国家扎堆发生(范小云等,2011)。尽管美国曾联合其他国家采取合作建立“黄金总库”(Gold Pool),签订“互惠信贷协定”(Swap Credits Agreement),签订“借款总安排”(General Arrangement to Borrow,GAB),但是全球化尤其是跨境资金流动带来的负面影响仍难以回避,许多发展中国家饱受跨境资金流动大规模进出引发的金融危机之苦,成为发展中国家反对全球化的重要原因之一(方晋,2017)。在实践中,如何应对国际短期资本流动外部风险,始终是新兴市场亟待解决和完善重要问题。

从存量角度看,货币错配是指资产负债表(即净值)对汇率变动的敏感性,实际中在外币债务敞口以及企业杠杆融资规模较大的情况下,如果本币汇率出现了大幅贬值,很可能对企业产生冲击,并对国内货币政策和金融体系产生影响。从金融全球化的三个渠道来看,无论是直接投资、证券投资还是债务渠道,发展中国家绝大多数只能以外国货币参与金融全球化,而发达国家则主要采用本国货币参与。正是因为这一差异导致了发展中国家和发达国家在面临金融危机时的风险状况迥异。因此,能以本币对外负债代替外币对外负债可以有效地解决货币错配问题,而偿付能力管理很大程度上取决于货币发行国的政治、军事和经济等综合实力(方亦思,2011)。自1990年以来,中国出现国内储蓄剩余与国外资本大规模流入同时并存的现象,这在世界上和中国历史上绝无仅有,创造稳定良好的制度环境,保持强劲增长势头,提高经济效率,关注货币错配问题,仍是在日益开放的世界经济中防止资本外流和国际资本不利冲击,立于不败之地的根本(李扬,1998)。

对于国际短期资本流动划分,可分为贸易资金流动、银行资金调拨、保值性流动、安全性流动、投机性流动五种(陈雨露,1997)。其中,安全性流动也称资本外逃,是由于国内经济情况恶化或政局动荡等原因为保证资本安全而发生的资本流动;投机性流动是指各种投机者利用国际市场行情涨落差异和对变动趋势的推测而进行投机,以攫取超预期利润为目的的资金流动。实际上,根据外汇资金与实体经济关联度来衡量,我国外汇资金大致可以分为三种类型:第一类是有真实贸易投资背景,属于合法合规的资金;第二类是没有真实贸易投资背景、以短期套利为动机的资金,即传统意义上的“热钱”;第三类是有真实贸易投资背景,属于各类市场主体通过跨境资金摆布获取本外币利差和汇差等套利收益的资金。从监管上看,第三类资金带有“热钱”的性质,客观上加大了外汇资金与实体经济的背离,容易诱发金融领域的潜在风险,给宏观经济平稳运行带来新挑战(李超,2011)。

从统计角度看,国际上测算国际短期资本流动程度的直接方法是考察国际利率差异,看套利是否能够使国际利率差异等于零。基于金融资产分析方法,在完全开放条件下,资本完全自由流动并进行跨境资金套利,导致一国名义金融资产收益率在经过风险调整后与国际上的名义金融资产收益率趋同,而一国如果实行资本管制且管制有效,则会在国内外的金融市场造成分割。因此,利率平价法是检验国际资本流动程度的重要方法。对此,人民币非抛补利率平价并不成立,且近期偏离程度越来越高,随着资本账户逐渐开放,以中间价为基础的人民币汇率形成机制与资本账户开放,在短期正面临越来越突出的矛盾(肖立晟和刘永余,2016)。国内基于利率平价理论的人民币升值压力指标测算(金中夏和陈浩,2012),分析结果也表明利率平价在我国不是以汇率自由浮动形式来表现,而是以外汇储备累积速度的变化来体现。对于我国的跨境资金流动分析,单纯基于资产价格维度的利率平价在解释经济现实时可能会力所不逮,需要进一步纳入数量维度(如外汇储备变化)综合考量。

从国外研究中应吸取的经验教训是,要建立一个完整的、理想的分析模型,必须在完整的宏观经济结构中分析问题。从理论上讲,尽管国际短期资本流动与汇率变动以及国际收支的调节密切相关,但是国内外至今还没有一套完整理论,将国际短期资本流动和汇率以及国际收支问题有机地

联系起来,并作出充分说明。目前距离充分解释国际短期资本流动、汇率和国际收支的变动从而建立完备综合模型还有很长的路要走。

依据与实际生产、交换的关系不同,国际直接投资、国际贸易支付与信贷等与实际生产、交换发生直接联系;国际投机资金进行的跨国股票交易、跨国衍生金融产品交易等则与实际生产、交换没有直接联系的资本流动(杨长江和姜波克,2019)。本文分析对象主要是后一种类型的资本流动,其具有明显的货币金融属性,称之为国际短期资本流动(或跨境资金流动)。对其运行规律,结合以下马克思相关分析,大致上对应于生息资本循环。本文以下对于国际短期资本流动的主要分析工作:一是结合世界市场理论基础,将国际短期资本流动与国际收支和汇率及危机分析相关联;二是关注生息资本(借贷资本)具有不同于产业资本的运动特性,以期更好地进行作为世界经济竞争形式的国际金融的进一步研究与拓展。

三、马克思对相关问题的分析概览

如前所述,马克思在《政治经济学批判》写作过程中形成了“六册计划”,其中,第1册——资本,第2册——土地所有制,第3册——雇佣劳动,第4册——国家,第5册——对外贸易,第6册——世界市场。对于跨境资金流动,其影响因素显然是多方面的,但是从深层次来看,从马克思主义政治经济学视角分析,主要涉及的是第6册。因此,尝试把跨境资金流动放置在马克思的世界市场理论上进一步加以说明。

(一) 马克思从世界市场考察金属货币在各国间的流动

在马克思的有关著作中,确立了两种相互联系又有区别的世界市场概念(薛荣久,2013):一是狭义世界市场^①。正如马克思所指出“世界市场不仅是同存在于国内市场以外的一切外国市场相联系的国内市场,而且同时也是作为本国市场的构成部分的一切外国市场的国内市场”。二是广义世界市场。作为资本主义生产方式的最大的总体概念,广义世界市场是“资产阶级社会越出国家的界限”形成资产阶级国际社会,国内资产阶级的生产关系发展成为“生产者国家关系”,“生产和交换经济条件,在我们的时代,它们结合于世界市场这一概念之中”。马克思认为,对于贵金属在各国间的流入和流出,必须指出要区别以下两个方面情况:一方面,贵金属在不产金银的区域内流来流去,另一方面,金银从它们的产地流入其他各国。对于前者,人们总是这样理解,好像贵金属的输入过多和输出过多,只是商品输入和输出对比关系的结果和表现,其实它同时还是和商品交易无关的贵金属本身输入和输出对比关系的表现^②。马克思以上分析对于我们今天考量跨境资金流动,具有重要的借鉴意义,其至少给出了两点重要提示:一是把跨境资金流动放在世界市场理论上加以说明,二是国际短期资本流动与商品输出入关系不大而更多是与跨境资金流动自身有关。

(二) 马克思从国际信用考察汇率决定和世界货币流通

在世界市场上,只有贵金属才是真正的货币,即世界货币,而世界货币流通与汇率关系极大。伴随国际信用关系的发展,国与国之间的债务结算也可以用信用货币通过相互抵消的方式进行,在此过程中也就产生了不同国家货币之间的兑换比价,即汇率问题。“众所周知,汇兑率是货币金属的国际运动的晴雨表”^③。首先,马克思注重从国际信用数量维度进行分析。在马克思生活的时

① 薛荣久:《马克思主义国际经贸理论探究》,中国商务出版社,2013年9月版,第104-105页。

② 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年1月第2版,第640-642页。

③ 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第651页。

代,在当时的世界市场上,一方面只有贵金属才是货币,另一方面,作为国际信用的其他支付手段也起很大作用。“金作为国际交换手段的作用并不是从它作为资本的这个形式规定性产生,而是从它作为货币的这个特有职能产生。同样,当金或代替金的银行券作为支付手段在国内贸易中发挥职能时,它们同时也是资本”^①。对于国际信用,正如《资本论》第三卷所指出,“英国还拥有许多外国的债券,即欧洲的、北美洲的和南美洲的国债券,从中都有利息可得。此外,英国还参与外国铁路、运河、矿山等事业,也有相应的股息。而所有这些项目的汇款,几乎完全是以超过英国输出额的产品形式的得到的。另一方面,因外国人持有英国有价证券和英国人居留国外消费而从英国流到国外的金额,对比之下,是微不足道的”^②。国际信用体现着国与国之间的资本流动,而国际资本流动反映的是资本在国家之间的循环流转。

(三) 马克思从对通货理论的评论展开金属货币国际流通分析

“通货理论”是19世纪广泛流行于英国的一种货币理论,是资产阶级经济学家对1825年开始资本主义周期性发展所作出的一种反应,它以李嘉图的货币数量论为出发点,认为商品的价值和价格决定于流通领域中的货币数量。“通货理论”认为生产过剩的经济危机的决定性原因,是由于他们所宣布的货币流通规律遭到破坏^③。通货学派把金的流入同流通手段的膨胀,金的流出和流通手段的收缩看成一回事,马克思指出,这种观点完全错了,它混淆了国内流通手段和支付手段的需求同对国际流通手段和支付手段的需求之间的区别(陈岱孙和厉以宁,1991)。正如马克思所指出,很多西方经济学家错误地把不同于流通手段的货币同资本混为一谈,“他们在同商品相对立的货币所具有的抽象形式规定性和隐藏着资本、收入等等这样一些更具体的关系的货币规定性之间总是摇摆不定”,应该把当作商品的货币也就是资本和当作流通手段的货币区别开来^④。不论收入的一部分是由本国产品还是由外国产品形成,这种收入的消费,不管是生产消费还是非生产消费,都丝毫不会改变汇率,虽然它会改变生产的规模^⑤。“金作为国际交换手段的作用并不是从它作为资本的这个形式规定性产生,而是从它作为货币的这个特有职能产生。同样,当金或代替金的银行券作为支付手段在国内贸易中发挥职能时,它们同时也是资本。但是它们不能由商品形式的资本来代替,这一点例如已经由危机十分清楚地证明了。因此,金成为支付手段,是由于它作为货币不同于商品,而不是由于它作为资本的存在”^⑥。

(四) 马克思也关注了价格维度下利息率与汇率的关系

马克思在《资本论》中也关注了价格维度下利息率与汇率的关系及其变动原因,指出利息率会影响汇率,汇率也会影响利息率,但汇率变动时,利息率可以不变,利息率变动时,汇率也可以不变,因为利息率和商品价格各自进行着完全独立的运动,而利息率的运动同金属贮藏和汇率的运动却正好是相互适应的^⑦。此外,在《资本论》第三卷,马克思对英国经济学家威尔逊的观点进行了分析,并指出威尔逊企图证明借贷资本的运动与产业资本的运动是一致的观点是错误的。威尔逊认为如果能证明资本的过剩,首先是各种商品(包括贵金属在内)的过剩,也对利息率的决定发生影响,从而这个资本的相当大的一部分向另一个国家的转移,就必然会在两国按相反的方向

① 马克思、恩格斯:《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年12月第2版,第581页。
② 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第668页。
③ 马克思:《资本论(第一卷)》,人民出版社,2004年版,第913页。
④ 马克思、恩格斯:《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年12月第2版,第582页。
⑤ 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第660页。
⑥ 马克思、恩格斯:《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年12月第2版,第581页。
⑦ 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第656页。

改变利息率,而这样一来下一步就改变汇率^①。但马克思认为,一方面,利息率只能受借贷资本的供求关系的影响,另一方面,借贷资本具有不同于产业资本的运动,威尔逊的观点是要证明借贷资本的运动和产业资本的运动是一致的,因此是不能成立的^②。

(五) 马克思从资本循环分析流通中货币向生息资本转化

在各种资本(包括产业资本、商业资本、生息资本)中,只有产业资本才具有生产职能和流通职能,才能完整体现资本的运动过程。产业资本循环是生产过程和流通过程的统一,产业资本的连续性运动不仅是生产过程和流通过程的统一,而且是三种循环的空间上并存,时间上继起的统一。产业资本有三种形态,因而资本循环也有三种形式,即货币资本循环: $G - W \cdots P \cdots W' - G'$ (简称为 $G \cdots G'$);生产资本循环: $P \cdots W' - G' - W \cdots P$ (简称为 $P \cdots P$);商品资本循环: $W' - G' - W \cdots P \cdots W'$ (简称为 $W' \cdots W'$)。实际上,这三种循环不是三个独立运动,而是上述产业资本无限运动中的三个侧面的片断,统一在产业资本无限运动之中,见式(1):

$$\frac{P \cdots P}{G - W \cdots P \cdots W' - G' \cdot G - W \cdots P \cdots W' - G'} \quad (1)$$

商业资本是从产业资本职能中分离出来的、独立地在流通领域中发挥作用的资本。产业资本的周转是 $G - W \cdots P \cdots W' - G'$ 的反复,每周转一次就产生一次剩余价值;商业资本的周转是 $G - W - G'$ 的反复,它不包含生产过程,不论周转几次,都不产生剩余价值。生息资本也是从职能资本(包括产业资本和商业资本)运动中分离出来的独立的资本形式。生息资本的循环是 $G - G'$ 。在表面上, $G - G'$ 脱离了职能资本的中间运动,但中间的职能资本的循环和周转却是它的基础。例如,从职能资本运动过程中暂时游离出来的货币资本,为获取利息而借贷出去时,就转化为借贷资本。对于生息资本,其独特性质在于它不仅对资本所有者是资本,而且对资本使用者也是资本,因而在这样的联系中,生息资本又是借贷资本。

(六) 马克思从贵金属外流分析信用危机的加速爆发

在马克思生活的时代,作为借贷资本,贵金属的流出会自然影响到国内借贷资本的供求关系,从而影响到利息率的高低和整个资本主义信用。贵金属的不断外流,意味着借贷资本的大量抽走,减少了借贷资本的供给,导致利息率的进一步提高,而利息率的提高不会限制信用的继续扩大,出现过度膨胀,此时,贵金属的外流加促信用危机的爆发。此外,如果贵金属外流是在产业周期的紧迫时间发生,就可能促使信用危机的爆发。从产业周期来看,贵金属的流入占有优势通常是在危机过后的萧条与复苏阶段(因为这两个阶段上的汇率较为有利),对于贵金属流出,在信用已经发生动摇的情况下,尽管和流通中的全部贵金属量相比,只要有一个微不足道的流出,但都会促使信用危机的爆发。

综上,马克思对相关问题的分析提示我们:第一,世界市场是国内与国外相互连接进而世界货币国际流通对国内产生影响的市场经济开放条件外部链接之所在。第二,从国际信用来看,国际长期资本流动与产业资本循环即实体经济运行(或称之为货币的工业流通)相关,而国际短期资本流动是脱离于产业资本循环即实体经济运行而主要与金融运行(货币的金融流通)相关。第三,不仅在价格维度上(如利率平价)而且在数量维度上(货币资金流转)在跨境循环过程中会产生风险甚至是引发危机。本文的分析对象主要是国际短期资本流动,其具有明显的货币金融属性。对于其运行规律,结合以上相关分析,大致上对应于生息资本循环。本文以下对国际短期资本流动

① 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第662页。

② 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第666页。

的分析工作主要是:(1)关注于生息资本(借贷资本)所具有的不同于产业资本的运动特性;(2)结合世界市场理论基础,将国际短期资本流动与国际收支和汇率以及危机分析相关联;(3)结合顺周期性、内外压力同步性分析,以期更好进行作为货币经济竞争形式的国际金融的进一步研究与拓展。

四、融合资本循环和世界市场的新框架拓展分析

基于马克思《资本论》产业资本循环的三阶段和三种形态分析,在前期(林楠,2018)“生产-市场-货币”三位一体分析框架基础上,本文进一步从开放条件下经济金融的“内外”和“虚实”两重视角出发,引入世界市场(链接国内市场与世界市场,体现“内外”交互),综合考虑货币的工业流通与金融流通(结合市场体系构架,体现“虚实”互动),进而分析我国跨境资金流动问题。

(一)马克思《资本论》资本循环新框架应用与拓展

与《资本论》产业资本形态循环相一致,见图1,“货币/金融→生产(资本)/科技(劳动)→市场/政府→货币/金融”循环流转(逆时针),表示的是资本形成累积过程中表现价值增值的资金流转;与之相对应的是沿价值链“自下而上”的反方向风险游走(顺时针),表示价值增值过程中不确定性的游走变化。这两者“一顺一逆”,类似于经济金融运行的“一呼一吸”,且关乎实体经济供给侧与需求侧以及实体经济与货币金融经济的综合动态交互。在图1分析框架中,流通中的货币在实体经济运行(逆时针)与在金融运行(顺时针)反向且相交。

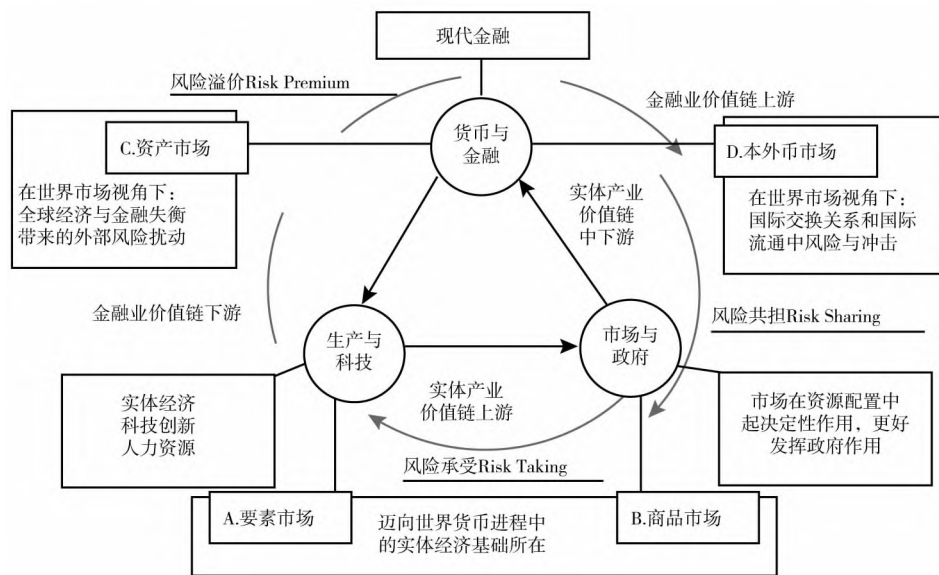


图1 “生产/科技-市场/政府-货币/金融”三位一体分析框架

资料来源:林楠(2018)。

在此基础上引入世界市场(以及世界货币和国际生产)。其中,本国市场与世界市场的链接涉及对外开放,国内生产与国际生产的链接涉及国际价值链分工,本国货币与世界货币的兑换涉及本币可自由兑换。对于世界货币作为国际流动性,在国际生产的生产链、产业链、价值链中注入长期资金,通过国内市场与世界市场开放链接,实现价值增值后的循环流转并且回流到世界货币国,形成如图2所示与国内产业资本循环(逆时针)方向一致的国际循环。对于国际短期资本流动作为

林楠:马克思主义政治经济学国际短期资本流动分析

生息资本(借贷资本)的循环,其与产业资本循环方向正好相反,是图2中外圈大圆的顺时针方向(与国内金融运行一致)。

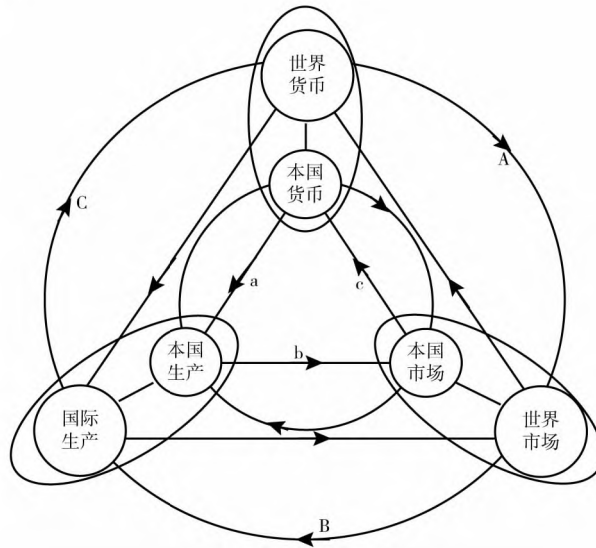


图2 “国际生产-世界市场-世界货币”与“生产-市场-货币”两重三位一体分析框架

资料来源:作者绘制。

在图2中,从带有箭头的实线来看,其表示的实体经济运行的工业流通,进而国际长期资本流动与国内实体经济运行在经济周期上具有同步性;从带有箭头的虚线来看,其表示的是虚拟经济运行的金融流通,就国际资本流动而言,主要是国际短期资本流动,其与国内的金融周期具有同步性。值得注意的是,世界货币(国际流动性)注入(见图2中的过程A)世界市场,金融开放条件下,跨境资金流动因其投机特性而较少“沉淀”于国际生产之中(见图2中的过程B),更多转向金融开放下国内资产市场以及回流世界货币国(见图2中的过程C)。在此情况下,国际短期资本流动的金融流通与国内实体经济的货币流通(图2中的过程a、b和c)相比,其显著区别在于:在流入阶段,前者不会出现后者市场运行的“有效需求”不足的问题,而往往是“流动性”过剩;在流出阶段,前者迅速转向并相对国内表现为流动性“漏出”,若此时国内实体经济货币流通也发生收缩,两者相叠加,将会进一步放大“收缩”效应。从“虚实”互动的角度看,若国内金融对国内实体经济有顺周期性,则通过国内市场与世界市场连接与开放以及本币与世界货币的可兑换,国际短期资本流动与国内的金融周期同步,进而与国内经济运行也相应具有一定的顺周期性。

(二)引入世界市场下国际短期资本流动的路径机制分析

由于跨境资金流动是生息资本(借贷资本)的循环,其与产业资本循环方向正好相反,在图1中主要体现在金融业价值链条上,涉及资产市场(风险溢价)和本外币市场(风险分担),从而其以外汇市场为“中转”,进而实现世界货币、世界市场、本币的货币市场和资产市场之间的汇兑交易和跨市关联。对此可能产生的风险或是收益在机制上传导链条较直接(也更短),具体机制见图3。外汇市场与本币的货币市场的关联,在宏观上央行资产负债表变化与外汇储备增减息息相关,在微观上企业资产负债变化(杠杆率)与企业外债、汇率变化相关联,跨币种转换(即汇兑)是资本项目可兑换重要一环。

中国经济金融开放条件下,世界市场与国内市场体系相互联通。在图3中,世界市场在左侧,对于世界市场,相对于国内市场可看作是在“外”,从而国内要素市场、商品市场、资本市场、货币市

场、外汇市场则是在“内”。从基于资产市场的关联看,其特殊性为“一体两面”:作为金融业,同业跨界金融交易(资金在同业体内循环,本身就可能导致资产市场不断膨胀,风险的跨市场传染),与此同时,一方面体现着市场实体供求诉求(企业和居民),另一方面联通本外币货币供求(央行、银行间市场)。

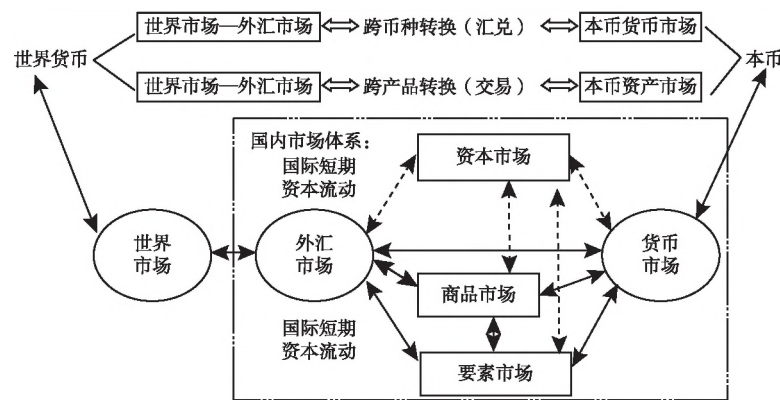


图3 国际资本流动的路径机制与金融市场体系分析

资料来源:作者绘制。

如图3所示,国际短期资本流动与国际长期资本流动的相同之处是:都是以外汇市场为“中转”,通过外汇市场与世界市场的链接,实现世界货币跨境流动(本外币转换)的国际汇兑;不同之处是:相比国际长期资本流动伴随汇兑环节(世界货币与本币的相互转换)的金融交易(本币与本币金融资产的相互转换)主要是长期的银行存贷款,国际短期资本流动伴随汇兑环节的金融交易则是各种短期资产交易。对于国际短期资本流动的外汇市场与本币的资产市场关联,在现实中,与短期资产市场有关的国际关联显然是所有涉外关联中最直接、最强和最快的关联,从而这种跨产品转换(即交易)也是资本项目可兑换的重要关键所在。

(三) 国际短期资本流动与外汇市场压力的关系

从基于外汇市场的关联来看(见图3),一方面是外汇市场与资本市场和货币市场之间国内关联过程,另一方面是外汇市场与世界市场之间国际关联过程。其中,前者是央行货币政策调控的重要阵地,后者是金融开放、金融外交和国际政策协调重要渠道。

从批发市场看,无论是货币市场还是外汇市场等银行间市场,央行是最强大的市场主体,数量型(广义货币 M2 和社会融资规模余额)和价格型(人民币兑美元汇率中间价和利率等)各类信号在这里形成、输出,伴随经济金融运行后再次交汇并进行新的“反馈和校准”后又开始新一轮的形成、输出……,这些信号不仅是“镜像”反映,更重要的是其伴随着开放经济金融运行已参与到利益切分和收入分配。

此外,引入世界市场,国内资本市场与要素市场、商品市场、货币市场及外汇市场进而世界市场的相互关联,都体现在国际收支金融账户上。国际短期资本流动显然并非采取要素市场与世界市场关联的 FDI 或 ODI 形式,而主要是体现为外汇市场、货币市场与资本市场的相互关联,但是也可能以假借进出口贸易的“游资”等非直接投资的其他投资形式来表达。因而,与资产市场相关的国际关联可能是所有涉外关联中最直接、最强和最快的关联。

值得注意的是,所有的汇兑和交易都需要通过账户体系来完成。因此,无论是基于按需原则的国际长期资本流动还是具有投机性质的国际短期资本流动,都离不开广义外汇市场(银行账户)。

如果国际短期资本流动出现异动,外汇市场压力应该也会相应承压波动。

外汇市场压力与外部风险扰动,从根本上看,来自于外汇市场上本外币供求关系失衡。当一种压力长期、持续、过度累积并超过一定程度时,需要释放,就可能会引发危机;进而国际短期资本流动很可能会进一步叠加外汇市场压力的持续累积(如本币汇率贬值压力持续积累),就很可能以货币危机(即国际收支危机)形式释放。由于外汇市场压力往往不易被及时觉察和提前预警,如何对其进行监测分析具有重要的现实意义和实践价值。

(四)跨境资金流动与外汇市场压力的初步量化

将基于国际收支平衡表的国际短期资本流动测算与基于汇率利率变动、外汇储备变动等反映外汇市场压力的指数测算,相互统筹,正是将国际短期资本流动与国际收支和汇率以及危机分析相关联的重要体现。

1. 对于跨境资金流动,按照 IMF 通常使用的国际收支平衡表中的非直接投资形式的资本流动(包括的证券投资、金融衍生工具和其他投资)来衡量,而非简单用外汇储备变动减去 FDI 流入和贸易顺差。其中,其他投资项下资本流动既是跨境资金流动的最主要部分,也是当前影响中国国际收支状况的重要因素。综合来看,2017 年以来已改变 2014 年上半年以来中国跨境资金流动持续流出的局面,2018 年跨境资金流动呈现净流入且逐渐收敛于平衡(见图 4)。

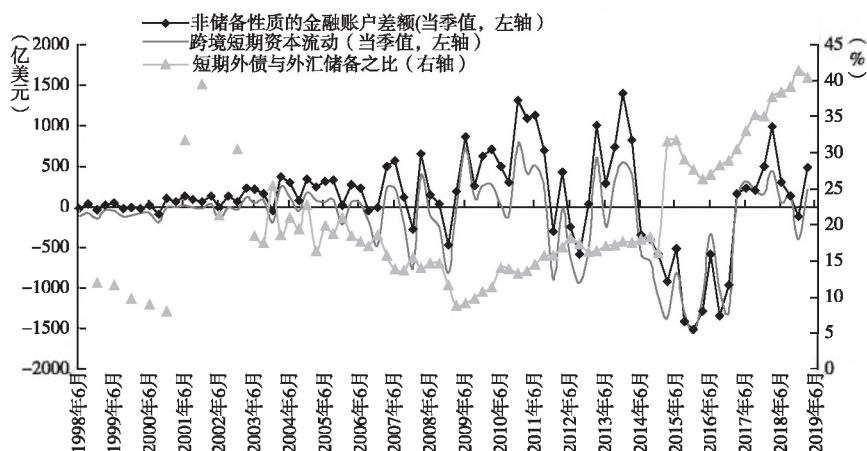


图 4 中国跨境资金流动

数据来源:Wind。

2. 所谓外汇市场压力,是在若不存在央行外汇市场干预下,本币汇率发生的变动。从外部风险扰动看,主要是通过国际收支和汇率渠道,通过外汇市场进行国际传导。从机理上看,国际收支的经常账户和资本金融账户的变化最终会体现在外汇储备的变化上,进而由外汇储备变化和汇率变化所体现的外汇市场压力能够体现外部风险的综合性评价。评价所采用的信息来源和基本方法如下:结合考虑利率因素的外汇市场压力指数测算^①,采用 1998 年 8 月至 2019 年 5 月的月度数据(共计 250 个样本点),所有数据均来自 Wind,经测算得到的外汇市场压力指数 EMP(见图 5)。

^① $EMP_t = \left[\frac{1/\sigma_s}{1/\sigma_s + 1/\sigma_{re} + 1/\sigma_{r007}} \right] \Delta S_t - \left[\frac{1/\sigma_{re}}{1/\sigma_s + 1/\sigma_{re} + 1/\sigma_{r007}} \right] \Delta RE_t + \left[\frac{1/\sigma_{r007}}{1/\sigma_s + 1/\sigma_{re} + 1/\sigma_{r007}} \right] \Delta R007_t$ 其中, S_{t-12} 、 RE_{t-12} 、 ΔS_t 、 ΔRE_t 、 $\Delta R007_t$ 分别表示 t-12 期的汇率、t-12 期的外汇储备、t 期相对于 t-12 期的汇率变化、t 期相对于 t-12 期的外汇储备变化、t 期相对于 t-12 期的利率变化。 σ_s 、 σ_{re} 、 σ_{r007} 分别表示汇率、外汇储备、利率变化率的标准差。

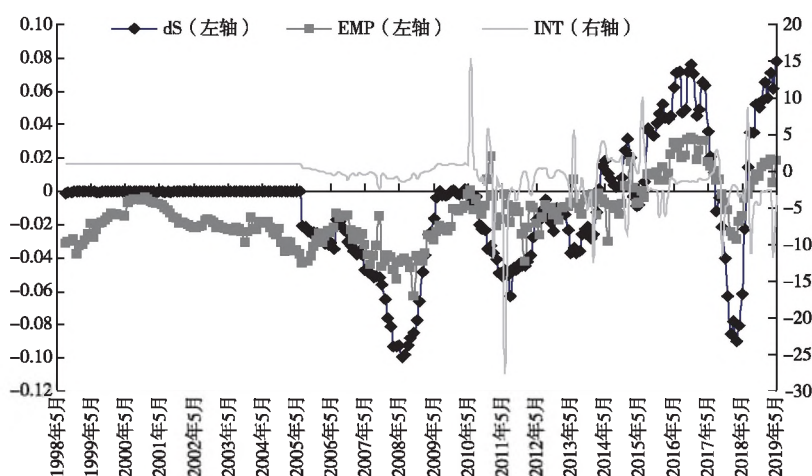


图5 外汇市场压力指数与央行外汇干预指数

数据来源:Wind。

3. 综合图4和图5,初步测算的结果显示:(1)从东南亚金融危机到美国次贷危机,我国跨境资金流动规模和波动程度都相对较小,人民币兑美元汇率主要面临升值压力($EMP < 0$)。(2)国际金融危机后,我国跨境资金流动规模和波动程度都显著提升,且尽管人民币兑美元汇率升值压力有所下降(EMP 靠近零线),但国际短期资本流动却出现了跨境资金流入的累积。(3)“新常态”以来(特别是2014年至2015年),我国跨境资金流动出现较大流出,外汇市场受到的外部风险冲击较大,2015年以来以及2018年中美贸易摩擦下,人民币汇率也开始出现了持续性贬值压力($EMP > 0$)。

4. 跨境资金异动会带来外汇市场的外部风险,特别是当发生跨境资金流入大幅增加、突然地停止甚至逆转时,外汇市场压力也相应产生显著波动并呈现一定的单边特征。此外,鉴于国际短期资本流动作为生息资本(借贷资本)具有不同于产业资本的运动特性,如何对其运行规律以及国际短期资本流动与外汇市场压力等之间的相关性和因果关系作更进一步的深入分析,将是后续研究工作开展的重要内容。

五、我国跨境资金流动与外部风险防范的对策分析

就守住底线而言,跨境资金异动等形式的外汇市场非理性波动已成为宏观审慎管理的系统性风险重要来源之一。应对外部冲击,我国已逐步建立比较系统的对外汇市场和跨境资金流动流动的宏观审慎政策框架,并加快建立人民币汇率动态应急机制。当前,跨境资金流动对人民币汇率走势、外汇储备的影响已明显增强。在国际经贸摩擦背景下,针对未来发展的新形势、新动态,还需要进一步完善外汇市场体制机制,确保外汇市场在服务实体经济同时,有效防范市场风险;进一步宏观审慎政策框架,同时还应配套更加及时、完整、有效的国际收支风险监测体系以及完善跨境资本流动均衡管理和外汇市场监管的长效机制,以更加积极有效、切实防范跨境资金流动风险,维护国际金融安全。

加强对货币错配的审慎监管,外债管理和外汇储备管理是关键,而外债管理是我国跨境资金流动管理的重中之重。从我国对外资产负债风险看,主要是货币错配风险。亚洲金融危机经验教训表明,短期货币错配指标(短期外债对外汇储备比率)在危机期间相对较高,甚至有上升的情况;在危机爆发后,短期货币错配指标迅速下降。对照前期我国经历的股市汇市动荡(2015年中期股市

剧烈波动,2015 年底人民币汇率快速贬值)过程和我国短期外债占外汇储备之比例在 2015 年 3 月后大幅跳升后 2015 年 9 月又开始持续回落过程,两者的时间节点正好重叠,对此需要引起高度关注。值得注意的是,之前企业外债去杠杆进程结束后,2016 年下半年以来中国短期外债占外汇储备比重又开始不断提升。截至 2019 年 6 月,该比重已再次出现下降但已经超过 40%(见图 3)。其中可能存在风险隐患,也应引起关注。

从汇率变动金融渠道看,跨境资金流动在信贷泡沫以及金融脆弱性中的重要性不容忽视。一方面,要结合“藏汇于民”的资产方面以及“债务偿还”的负债方面的综合考量,改变过去前置审批、数量控制为事中事后监测,强化以负债率和币种匹配为核心,加快建立健全宏观审慎管理框架下外债和跨境资本流动管理体系,做好国际收支监测,切实防范外债风险和货币错配风险。另一方面,应密切关注人民币兑美元汇率预期由升值转为贬值过程中微观市场主体行为由“资产本币化、负债外币化”转向“资产外币化、负债本币化”的微观进程和宏观效应。在“新常态”下,美元外债去化、人民币汇率贬值与资本外逃压力相叠加构成国际收支风险。值得注意的是,国际收支逆差与人民币汇率贬值一旦形成趋势,可能在相互促进和加强的过程中,加剧产业空心化,导致产业转移受阻,带来国际收支风险,甚至引发系统性金融风险。

面对美联储和特朗普双重冲击,跨境资金流动压力增大,中美贸易摩擦下未来是否会演变为汇率战、货币战和金融战需要及早做好应对准备。以外汇市场压力为基础,可进一步构建央行外汇干预指标(INT)来分析央行的外汇干预是否有效吸收了人民币汇率所面临的外汇市场压力^①。值得注意的是,2016 年以来,我国央行外汇干预指数 INT 大致处于 0 的水平附近上下(见图 4),2017 年 10 月以来,我国央行外汇干预指数小于 0,在一定程度上表明央行外汇干预增加了外汇市场压力,并且 2018 年 7 月(INT = 8.7)显著大于 1,一定程度上表现出超调。未来美国汇率操纵国评估的大棒是否会再次挥舞?对此,还须做好充分预案。从压力测试角度看,关键是要把握好宏观审慎监管下有序推进人民币资本项目可兑换和汇率市场化改革的相互配合和“度”的把握。一方面,市场起决定性作用所要求的金融活性与自由度,需要在汇率双向波动中体现。另一方面,“有张有弛”,方能在升值和贬值的双向波动中构筑汇率弹性浮动的上下边界;“动静权衡”,才能充分发挥出中国在推动建立更加稳定和有韧性的国际金融架构中的重要作用。在此过程中,应对跨境资金流动流动风险,应结合国际上 CFMs 管理措施(见图 6 和图 7)^②,合理优化对相关政策工具进行排序。

从技术路线看,实施结构改革和审慎政策管理政策,增强国内资本市场深度和流动性、提高金融体系抗冲击能力;综合考虑本币汇率动态、增加储备、实施财政和货币政策等宏观手段。在上述措施不明显,且汇率未失调、外汇储备充裕而经济出现过热或过冷时,考虑采用资本管制措施,将资本管制作作为“最后防火墙”。伴随资本项目进一步开放,可能会出现币种、期限错配的风险,应加强对短期债务、套利套汇交易及衍生交易等短期投机性资本流动进行微观审慎和宏观审慎“两位一体”管理,对于一些资本项目进行管制,仍是必要之策。总之,要在习近平新时代中国特色社会主义思想指引下,进一步提升开放型经济新水平,实现金融开放、人民币国际化、人民币汇率市场化改革与国际收支安全,在“新时代”形成良性循环。

① 央行外汇干预指标(INT)构建如下: $INT_t = (EMP_t - dS_t) / EMP_t$

其基本原理是根据外汇市场压力的构建原理,由于外汇市场压力 = 观察到的汇率变化 + 央行干预抵消的部分,因此,央行的外汇干预强度可表示为央行干预抵消的部分占外汇市场压力的比例。当 $INT < 0$ 时,表明央行外汇干预增加了外汇市场压力;当 $0 < INT < 1$ 时,表明央行外汇干预吸收了外汇市场压力;当 $INT > 1$ 时,表明出现干预超调,即不仅吸收了外汇市场压力且还扭转了外汇市场压力方向。

② Ostry et al.(2010)提出的管理资本流动政策框架(Capital Flow Management Measures, CFMs)。

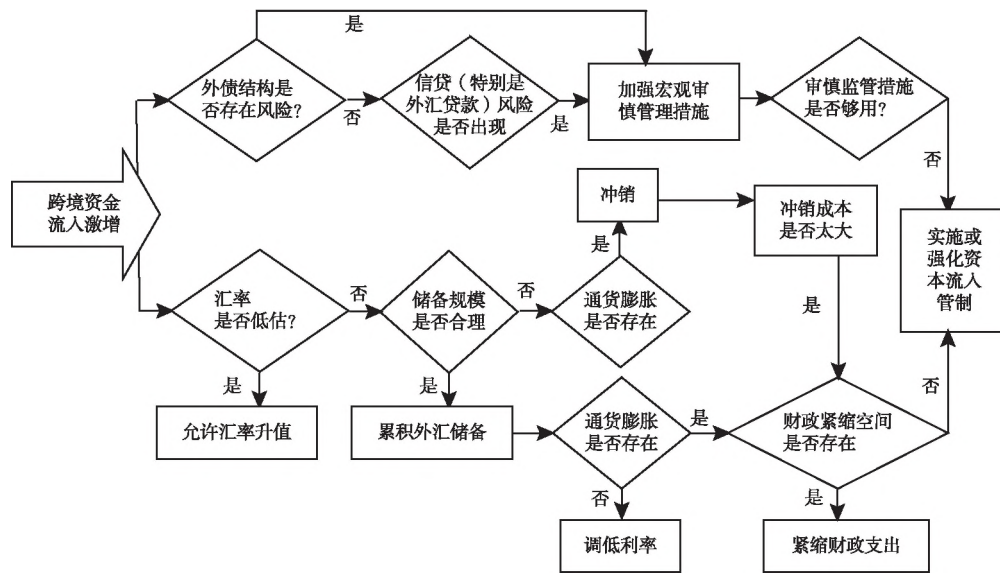


图6 对跨境资金流入激增的管理

资料来源:Ostry et al.(2010),作者整理。

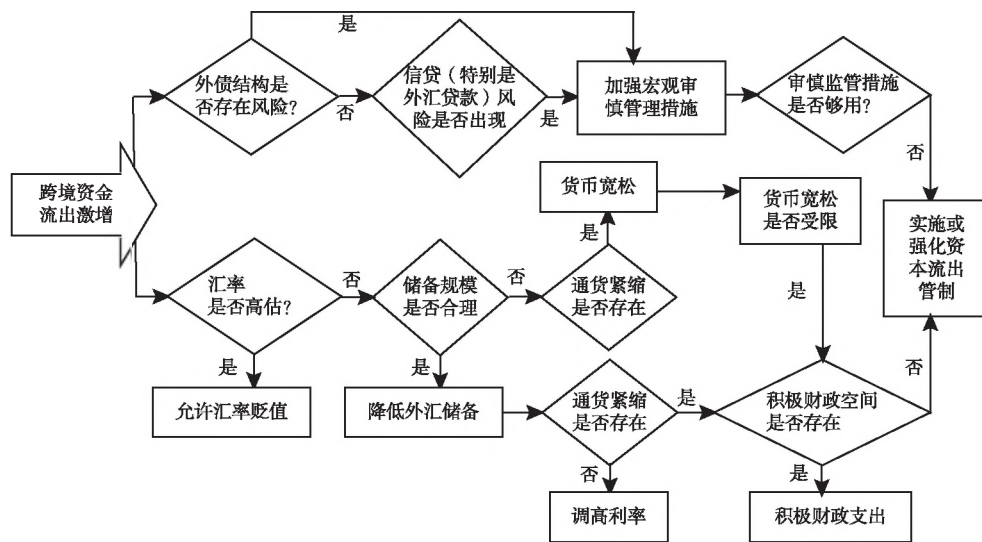


图7 对跨境资金流出激增的管理

资料来源:Ostry et al.(2010),作者整理。

参考文献

陈彪如(1990):《国际货币体系》,华东师范大学出版社。
 陈岱孙、厉以宁(1991):《国际金融学说史》,中国金融出版社。
 陈雨露(1997):《国际资本流动的经济分析》,中国金融出版社。
 范小云、潘赛赛、王博(2011):《国际资本流动突然中断的经济社会影响研究评》,《经济学动态》,第5期。
 范小云、朱张元、肖立晟(2018):《从净资本流动到总资本流动——外部脆弱性理论的新发展》,《国际金融研究》,第1期。
 方晋(2017):《全球化:从替代型回归互补型》,《比较》2017年第3辑,第6期。
 方亦思(2011):《人民币外债管理模式探析》,《中国金融》,第21期。
 金中夏、洪浩(2015):《国撤货币环境下利率政策与汇率政策的协调》,《经济研究》,第5期。

林楠:马克思主义政治经济学国际短期资本流动分析

- 李超(2011):《国际收支新形势下的外汇管理》,《中国金融》,第20期。
- 李超(2013):《国际货币基金组织资本流动管理框架的转变及其启示》,《国际经济评论》,第5期。
- 李扬(1998):《中国经济对外开放过程中的资金流动》,《经济研究》,第2期。
- 李扬、张晓晶(2013):《失衡与再平衡》,中国社会科学出版社。
- 林楠(2018):《马克思主义政治经济学世界货币相关问题探析——文献概览、拓展分析与政策优化》,《金融评论》,第5期。
- 马克思(2004):《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版。
- 马克思(2004):《资本论(第一卷)》,人民出版社,2004年版。
- 马克思、恩格斯(1998):《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年12月第2版。
- 马克思、恩格斯(2014):《共产党宣言》,人民出版社,2014年12月版。
- 潘英丽等(2014):《国际货币体系未来变革与人民币国际化》,格致出版社。
- 汪涛、胡志鹏、翁晴晶(2013):《变化的国际收支与波动的资本流动》,《银行家》,第6期。
- 肖立晟、刘永余(2016):《人民币非抛补利率平价为什么不成立:对4个假说检验》,《管理世界》,第7期。
- 薛荣久(2013):《马克思主义国际经贸理论探究》,中国商务出版社。
- 杨长江、姜波克(2019):《国际金融学(第五版)》,高等教育出版社。
- 余永定、张明(2012):《资本管制和资本项目自由化的国际新动向》,《国际经济评论》,第5期。
- Aliber, R. (1980): “The Integration of the Offshore and Domestic Banking System”, *Journal of Monetary Economics*, 6, 509–526.
- Broner, F. and R. Rigobon (2006): “Why are Capital Flows so much more Volatile in Emerging than in Developed Countries?”, In *External Financial Vulnerability and Preventive Policies*, Eight Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Broto, C., J. Diaz-Cassou and A. Erce-Dominguez (2008): “The Sources of Capital Flows Volatility: Empirical Evidence for Emerging Countries”, *Money Affairs*, 11, 15–21.
- Chinn, M. and H. Ito (2006): “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, 81, 163–192.
- Eichengreen, B. (2001): “Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?”, *World Bank Economic Review*, 15, 341–365.
- Frankel, J. and R. Andrew (1996): “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”, *Journal of International Economics*, 41, 351–366.
- Goldberg, L. and S. Krogstrup (2018): “International Capital Flow Pressures”, NBER Working Paper, No. 24286.
- Kose, A., E. Prasad, K. Rogoff and Shang-Jin Wei (2006): “The Macroeconomic Implications of Financial Globalization: A Reappraisal and Synthesis”, IMF Working Paper.
- Lucas, R. (1990): “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries”, *American Economic Review*, 80, 92–96.
- Obstfeld, M. (2015): “Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalisation”, BIS Working Papers.
- Obstfeld, M. and R. Kenneth (2001): “The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?”, *NBER Macroeconomics Annual*, 15, 339–390.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi and D. Reinhardt (2010): “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note 10/04.
- Radelet, S. and J. Sachs (1998): “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, and Prospects”, *Brookings Papers on Economic Activities*, 1, 1–74.
- Rey, H. (2013): “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, Proceedings-Economic Policy Symposium-Jackson Hole.
- Richard, E., J. Frankel and R. Jones (2007): *World Trade And Payments: An Introduction* (10e), Pearson Education.
- Rodrik, D. and A. Velasco (1999): “Short-term Capital Flows”, Annual Bank Conference on Economic Development, Washington; World Bank.
- Samuelson, P. (1948): “International Trade and Equalization of Factor Prices”, *Economic Journal*, 58, 163–184.
- Shin, H. and L. Zhao (2013): “Firms as Surrogate Intermediaries: Evidence From Emerging Economies”, Asian Development Bank, December.
- Stiglitz, J. (2010): *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis*, New York London: The New Press.
- The New Palgrave Dictionary of Economics, Third Edition, London: Macmillan Publishers Ltd., 2018.

(责任编辑:罗 滢)

RMB digital currency in the fields of payment, monetary policy, monetary market and financial stability. It holds that due to the continuous evolution of private digital money and its limitation, People's Bank of China needs to launch a legal digital currency with sovereign credit. In view of the risks and difficulties in the process of legalization of RMB digital currency, it is necessary to innovate the regulation and supervision methods in various financial fields.

Key Words: Legal Digital Currency; Bitcoin; Monetary Policy; Fintech

JEL Classification: E42; E58; G21

Analysis of Short-term International Capital Flow from the Perspective of Marxist Political Economics

LIN Nan

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100028, China)

Abstract: The classical analysis of international capital flow does not give enough importance to financial factors. This article places cross-border capital flows in Marx's theory of world market and makes a comprehensive analysis. It combines Marx's investigation of the flow of metal currency among countries, the international credit investigation of exchange rate decision, the comment on the theory of currency, and the analysis of the currency and economic crisis due to the capital cycle.

Key Words: Marxist Political Economics; International Short-term Capital Flow; World Market; External Risk

JEL Classification: B14; F32; G32

Does the Stock Price Crash Risk Affect the Design of Bond Contracts?

PAN Jun^[a] YUAN Lu^[b] WANG Yu^[c]

(School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing, 211815, China^[a, b];

School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China^[c])

Abstract: Using a large sample of corporate bonds from 2007 to 2016, this article investigates the impact of the stock price crash risk on the design of bond contracts. The results show that the higher the risk of stock price collapse, the better the design of bond contract terms is, and the impact is more obvious in the low media supervision and private enterprise. Further research shows that when the level of marketization is low or the investor protection mechanism is relatively weak, creditors try to reduce the risk of bond default and protect their interests by establishing better contract terms.

Key Words: Stock Price Crash Risk; Bond Contracts; Media Supervision

JEL Classification: D80; G10; G32

Employment Effect of China's Foreign Demand from the Perspective of International Final Demand: An Analysis Based on MRIO Model

HAN Zhong

(School of Economics, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing, 210032, China)

Abstract: From the perspective of international final demand and based on MRIO model, this paper analyzes the