

# 资本的故事

低收入国家私人投资的急剧增长，是个说不尽的成功故事

Thomas Dorsey

在过去的25年里，世界各个低收入国家（LIC）的私人资本流入大幅度增长，就发展而言，这是个好消息。资本流入与类资本流入（如援助捐赠和汇款，这些可以代替资本流入），以低收入国家对外直接投资的急剧增长为代表，正处于历史最高点。

自1980年以来，政府对政府的援助捐赠和贷款的增长同低收入国家的GDP仅仅存在线性关系，而以私人为主要来源的投资增长则是低收入国家GDP的四倍，外国直接投资的增长甚至更为强烈，这些都刺激了发展。承诺给予低收入国家的官方援助目前还没有到位，而联合国的千年计划——包括减少贫困，改善生活水平，其实现仍旧遥遥无期，在这种情况下，私人投资的大幅增长出现了。

低收入国家是一个差异化的群体，只有人均收入低这个共同点把它们联系在一起。印度是最大的低收入国家，拥有10亿人口，2006年的GDP是7720亿美元。印度与巴西、俄罗斯、中国一起，作为主要的新兴经济体，被称为“金砖四国”。多米尼加是最小的低收入国家，有7万人口，GDP是2000万美元。低收入国家遍布世界各地：非洲、亚洲、加勒比海、东欧、拉丁美洲和南太平洋地区。

低收入国家的资本流入，是一个没有被很好认知和研究的课题。到目前为止，对于资本流动的研究，都集中在了规模较大的新兴市场，部分原因是由于低收入国家在发展中国家资产和负债项目上的资本流动，只占据了很小的份额（5%—20%）。目前，对于低收入国家的研究主要集中在资本外逃和官方现金流量上，注重官方债务和官方债务减免。

但是IMF新开展的一项工作，就是要修正对于低收入国家资本和类资本流入的忽视（Dorsey等,2008；详见专栏）。本文查看了这种融资上的戏剧性改变与世界上较贫困的国家有多大的关系，并检验了这一改变是否有下降趋势。



## 评估新的资金流动

相比其他发展中国家，如果低收入国家仅仅是作为较贫困的经济体收到与其规模相一致的较少的资金流入，那么，有关低收入国家资本流入特征研究的缺乏，也就没什么要紧的。然而，事实却是，流入低收入国家的资本组成与流入较高收入国家的有着很大不同。与高收入国家相比，政府贷款和外国援助对低收入国家来讲更为重要，而银行贷款、股票销售、债券及其他证券不像在新兴市场那么重要。

就本研究而言，我们将低收入国家定义为有资格从IMF获得优惠贷款（所谓的减少贫穷促进增长信贷办法）的78个国家。

## 关键术语解析

- 资本流入：是指对其他国家债务的净变动情况（例如FDI，证券投资流动，如股票或国库券以及贷款）。
- 类资本流入：总的来说，类资本流入包括经常项目转移支付（官方的和私人的），债务减免和其他资本账户的资本转移。

国际收支平衡表的其他项目流动可以代替资本流入，即使它们不会导致财产所有权的转变。外国援助（捐赠和官方转移支付）和债务减免可以代替官方（政府对政府的）贷款；对外汇储备的应用可以代替新的借款；而私人转移支付，例如汇款，在某些情况下可以代替官方发展援助。

• 资产流出：评估资本流入和类资本流入的益处及其他影响，部分的取决于这些资金是如何运用的。这些资金可以用于出口也可以用来获取外国资产。本研究集中在国际储备的变化和其他金融资产的积累上。净误差及遗漏项，有时被认为是变相的或是无记录的资本流入，也被包括在资本外流中。



越南的汽车工厂里，工人们正在装配发动机，该工厂的部分融资由外国投资提供。

我们发现，流入这些国家群体的资本或类资本，从1980年占低收入国家GDP的4%，上升到2006年占GDP的10%还多（参见图1）——这种增长几乎完全是由私人部门为来源的资本驱动的。事实上，20世纪80年代，私人部门的资本流入，如FDI和汇款，就已经约占到总流入的一半，成为近10年来资金流入的决定性来源。

许多国家改善了经济政策，推动了投资和贸易环境自由化，经济表现更加稳定，进而吸引了资本流入。

许多低收入国家，特别是非洲，感受到了官方债权人（包括国际货币基金组织和世界银行）债务减免所带来的刺激效应。尽管每个国家的情况有所不同，总体而言，新的资本流入与经常账户余额的改善，与

没有产生新的无法负担的借款有关。

就官方资本流动而言，政府对政府的捐助和贷款只是与低收入国家的GDP保持同样的增长步伐，占总资本流入的份额在稳步下降。但在官方资本流入上，有一个明显的趋势，就是捐助代替了贷款（参见图2）。与宣布的捐助政策相一致，官方经常项目转移支付（捐赠）几乎翻了两番，在20世纪80年代早期占低收入国家的GDP大约0.5%，到2006年上升到1.3%。

与此相呼应的是，给予低收入国家的官方借款（债务减免净额），从20世纪80年代至90年代占低收入国家GDP的1.5%，下降至2006年的0.2%。如果不将债务减免从官方借款中剔除（也就是说，将债务减免作为一项资本流出），官方借款在2006年就变为负的了（衡量负债和官方债权人的变化）。

对于私人资本流动的研究表明，自20世纪80年代以来，它们增长了4倍之多（见图3）。低收入国家资本流入转变的最大特征是，在1980—2006年间，外国直接投资占低收入国家GDP的份额增长了10倍多。在20世纪80年代早期，资本流入平均只占低收入国家GDP的0.2%，而到2006年，已经稳步上升到超过3%。

私人经常项目转移支付上只有不太明显的上升，包括工人的汇款和其他私人转移支付。自20世纪80年代以来，这些项目占低收入国家GDP份额增长了3倍多，从20世纪80年代早期占GDP的1.1%，上升到2006年占GDP的3.6%。除私人资本流入以外的外国直接投资和私人转移支付，在20世纪80年代至90年代，平均只占GDP的0.5%，2003—2006年，刚刚增加到GDP的1%。

与增加的资本流入相一致，低收入国家也积累了官方储备（见图4）。储备存量从1995年相当于3.1个月出口的商品和服务，上升到2006年相当于6.5个月出口的商品和服务。这种自我保障可能是借贷减少的一个因素，较高的储备使得

低收入国家放弃借款，倘若发生冲击，可以动用官方储备。

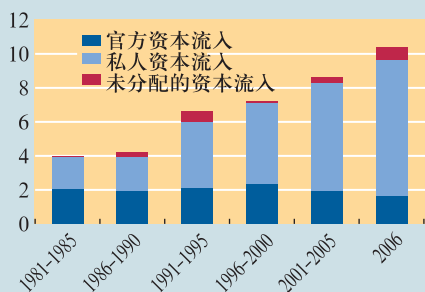
### 源于非洲的故事

是印度或其他的亚洲低收入国家导致了这种结果么？换句话讲，同样的结论是否也适用于非洲国家？这是一个公平问题，鉴于低收入国家之间的巨大不同和地区、规模

图1  
呈阶梯状上升的资本

以来自私人部门的资本为驱动力，低收入国家的资本流入大幅度上涨。

（占低收入国家GDP百分比）

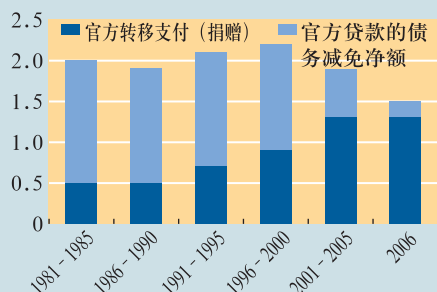


资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

图2  
没能实现

承诺给予的官方援助并未实现，但是捐赠代替了贷款。

（占低收入国家GDP的百分比）



资料来源：IMF，世界经济展望数据库。



上的差异，以及其他因素都可能影响经济上的分析和表现。印度大约占了低收入国家全部GDP的一半，非洲、东亚和南亚的低收入国家大约各占低收入国家全部GDP的1/5，其他所有地区（加勒比海、高加索地区、欧洲东南部、中亚、拉丁美洲、中东和太平洋岛国）的低收入国家占了剩下的7%。

正如结论所示，这三个较大地区的资本流入都显示了增加的私人资本流入和较为平稳的官方资本流入。非洲、印度、东亚和南亚低收入国家的私人资本流入是大致相当的，从20世纪80年代占GDP的1%—3%，增加到2006年的占GDP的6%—10%。

不同地区间私人资本流动的组成部分有所不同。FDI是非洲低收入国家资本流入最重要的源泉，而对东亚和南亚的低收入国家（包括印度）来讲，私人转移支付是资本流入最重要的源泉。不过，这3个地区所有的组成部分都有了大幅增长。

在这3个地区，官方资本流入的起始水平是不同的——非洲低收入国家的水平明显高于东亚和南亚的低收入国家，而印度的水平非常的低。近几年来，流入非洲低收入国家的私人资本已经与流入亚洲低收入国家的相融合，说明数十年来，投资非洲的不利因素已经不复存在。

私人资本流入的增加也是广泛地建立在低收入国家的其他多样性上的。例如，私人资本大量涌入矿产和石油资源丰富的国家，而矿藏不丰富的国家其比例也大致相同。矿藏和石油资源丰富的国家，有着较高的外国直接投资水平，而矿藏不丰富的国家，有较多的汇款和其他私人转移支付(Dorsey等,2008)。私人资本流入增加，以及其他方面的资本流入，即低收入国家在负债和负债减免上的不同历史，有着大致平行的趋势。

## 故事背后的故事

这些巨大转变的产生原因各异。私有化或允许外国公司收购国内的公司，可能会给FDI创造出一次性的机会。另外，一些低收入国家过去曾经限制外国公司的首次投资，现在也变得更加开放。这些政策是很难量化的，但近年来已经有了自由化的趋势 (Reddy, 2007)。

总体投资环境的改善也起了作用，包括贸易政策和影响商务设立、运营的成本和难易的政策 (Busse和Groizard, 2006; Bénassy-Quéré、Coupet和Mayer, 2007; Naudé和Krugell, 2007)。随着对FDI的直接管理，低收入国家有向贸易自由化转变的趋势，而商业环境也与FDI的增长相适应。

更广泛的政策考虑也鼓励了对低收入国家的投资。过去的10年间，低收入国家的通货膨胀、财政状况和对外贸易差额都有了很大改善 (Selassie等, 2006)，这又巩固了投资环境。其他因素，如政策稳定性等是难以量化的，但毫无疑问，当环境改变时，会吸引更多的FDI。

世界其他地区的经济发展也促进了FDI的增长。发达经济体和新兴经济体投资收益率的降低，催生了对于更高投资收益的寻求，包括“尚待开发”的低收入国家市场。另外，主权财富基金资产的增加，也推动了在原来没有被涉足的领域，如低收入国家，对于新投资机会的追求。

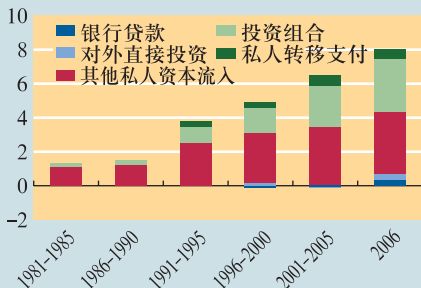
汇款与移民向外迁徙有着密切的联系，但政策因素也起了作用。较低的交易成本 (Suro等2002; Fajnzylber和Lopez,2007)、外汇管制的缺失、黑市汇率升水以及不稳定的宏观经济环境，也助长了汇款的增加。然而，这些研究大部分是建立在对中等收入国家

的移民之上的，至于是否同样适用于低收入国家，仍需要继续探讨。

无论在什么情况下，汇款的波动性都小于官方资本流入和其他私人资本流入 (Buch和Kuckulenz, 2004)，而且汇款趋势与国家接受的捐赠相反 (Chami、Fullenkamp和Jahjah, 2005)，有关这一点，大家已经达成共识。

图3  
一路领先

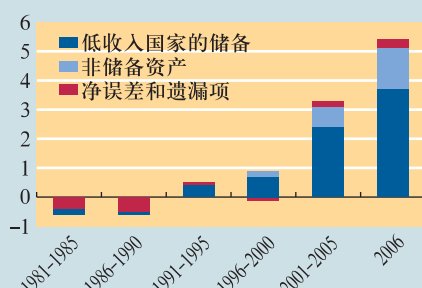
对外直接投资导致私人资本流入的增加。  
(占低收入国家GDP的百分比)



资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

图4  
防范冲击

低收入国家建立起由储备支撑的缓冲体制。  
(占低收入国家GDP的百分比)



资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

## 政策影响

决策者是否应该关注这些流入资本的规模？毕竟，大规模的资本流入或资本流入增加通常会引发关注，这些资本流入是金融上无法负担的经常账户赤字，还是增加了国家应对资本账户危机的脆弱性？在评估资本流入时，一些重要的因素需要考虑在内。

- 流入的资本，是否是巨额的或扩大的经常账户赤字；
- 这些资本是否创造了潜在的无法负担的债务积累；
- 国家应该在多大程度上以国际储备的形式保存这些资本流入。

以上面的每一条标准来看，低收入国家的资本和类资本流入都是良性的。低收入国家的经常账户赤字总量从20世纪90年代大约占GDP的3%，缩小至2006年的近乎平衡。而储备积累从20世纪90年代末期的近乎为零，稳步增长至2006年大约占GDP的4%，这为外部冲击和资本流入的减少提供了一些保障。只有小部分的资本流入是由债务创造的，因为它们是由对外直接投资和转移支付主导的。并且没有抵消非储备资产外流的迹象（例如，资本抽逃）。不过，考虑到低收入国家的问题，应该对这种趋势及政策影响进行谨慎的解读。IMF的工作人员预计，将不得不对由于长期滞后和巨大差距而无法获得数据的国家，开展数据修补工作。

底线是资本和类资本流入低收入国家的这种趋势似乎不会带来巨大的危机，但是确实给决策者带来了挑战。

第一，从官方资本向私人资本的转变，意味着低收入国家的政府不能够再直接决定外来资金的用途

了。这些私人资本的流动更加稳定，并且这种私人对私人流动的转变，能够让低收入国家的私人部门意识到这种趋势是很好的机会。由于私人资本所具有的优势，私人部门可以决定是将资金节省下来，还是将资金用于其他用途，政府对于这些资金的影响将逐渐减弱。

第二，对低收入国家而言，较高的资本流入意味着更加稳定和更加多样化的融资渠道。不过，私人资本流入可能会越来越成为低收入国家外部脆弱性的来源，因为它们能够以不通过低收入国家决策者的方式迅速抽离。这些新增的资本流入会要求管理当局重新考虑其政策，以解决对于可持续发展、相对价格和竞争力的影响以及相伴随的政策和机构改革的关注。

然而，就低收入国家的管理者而言，如果它们不能监管私人资本流入的话，他们很难对这种资本流入转变作出合适的反应。国家收支平衡表方面的弱点可能会破坏低收入国家经济决策的基础。从某种程度上来讲，低收入国家的决策者无法得到实时更新的数据，可能会导致政策决定趋于盲目。因此，为了低收入国家的管理当局优先考虑这些迅速增加的私人资本流入，应当实时更新收支平衡表的数据。

第三，尽管数据上存在不确定性，低收入国家的对外部门政策需要着重考虑与这些新的资本流入有关的政策。较强的债务管理和良好的捐赠关系对于鼓励和管理官方借款是相当重要的。然而，对私人资本流入而言，低收入国家能够保持一个稳定的宏观经济环境，良好的商务氛围以及高效的国际转移支付机制，似乎更为重要。

Thomas Dorsey, IMF政策制定与检查处处长。

### 参考文献：

Bénassy-Quéré, Agnes, Maylis Coupet, and Thierry Mayer, 2007, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment," *World Economy*, Vol. 30, Issue 5, pp. 764–82.

Buch, Claudia, and Anja Kuckulenz, 2004, Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries, *Discussion Paper 04-31* (Mannheim: Center for European Economic Research).

Busse, Matthias, and José Luis Groizard, 2006, "Foreign Direct Investment, Regulations, and Growth," *World Bank Policy Research Working Paper 3882* (Washington).

Chami, Ralph, Connell Fullenkamp, and Samir Jahjah, 2005, "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" IMF Staff Papers, *International Monetary Fund*, Vol. 52 (April), pp. 55–81.

Dorsey, Thomas, Helaway Tadesse, Sukhwinder Singh, and Zuzana Brixiova, 2008, "The Landscape of Capital Flows to Low-Income Countries," IMF Working Paper 08/51 (Washington: *International Monetary Fund*).

Fajnzylber, Pablo, and J. Humberto Lopez, eds., 2007, *Closer to Home* (Washington: World Bank).

*International Monetary Fund (IMF)*, 2005, *World Economic Outlook, April* (Washington).

Naudé, W.A., and W.F. Krugell, 2007, "Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data," *Applied Economics*, Vol. 39, pp. 1223–33.

Reddy, Yaga Venugopal, 2007, "Point of View: Converting a Tiger," *Finance & Development*, Vol. 44 (March), pp. 20–23.

Selassie, Abebe Aemro, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn, and Gabriel di Bella, 2006, *Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries*, *IMF Occasional Paper 250* (Washington: *International Monetary Fund*).

Suro, Roberto, Sergio Bendixen, B. Lindsay Lowell, and Dulce C. Benavides, 2002, *Billions in Motion: Latino Immigrants, Remittances, and Banking* (Washington: *Pew Hispanic Center and Multilateral Investment Fund*).

*United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)*, 2005, *Economic Development in Africa: Rethinking the Role of Foreign Direct Investment* (Geneva).