

国际游资回流对我国宏观经济冲击分析

金雪军¹ 李红坤²

(1,2,浙江大学经济学院, 浙江 杭州 310027)

内容摘要: 近年来我国发生大规模国际游资回流。大规模游资回流对我国宏观经济产生不确定性外部冲击。这种不确定性冲击在名义变量和实际变量两个方面都显著地表现出来。

关键词: 国际游资 回流 外部冲击

近年来, 由于人民币预期升值等原因, 导致国际游资成规模回流。国际游资冲击实质上是一种来自一国经济体系之外、具有高度不确定性的外部冲击。这种不确定性外部冲击对我国宏观经济冲击的作用机制是怎样的? 我们应该怎样应对这些冲击呢?

一、国际游资回流现状概述

目前认为国际游资涌入我国的一个比较明显的迹象是, 2002 年我国国际收支平衡表的“净误差与遗漏”项目首次转负为正。按照国际经验分析, 这意味着境外资金的流入在一定程度上中和了资本外逃的数额, 从而使得净误差与遗漏差额出现在贷方。根据国际游资回流规模和资金投向特点可以划分为以下两个阶段:

1、2002 年上半年—2003 年: 国际游资成规模回流

资金投向: 国内增长迅速的热门行业

资金规模: 262 亿美元

表 1: 1982~2004 年我国国际收支误差与遗漏项目变动情况 单位: 亿美元, %

年份	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
A	11.91	-24.9	-12.32	-13.71	-10.11	0.92	-31.34
B	2.49	-3.93	-2.03	-1.93	-1.16	0.10	-3.34
年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
A	-67.6	-82.52	-98.03	-97.75	-178.30	-155.47	-222.54
B	-6.20	-6.16	-6.05	-4.94	-7.49	-5.50	-6.97
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
A	-187.24	-177.88	-118.93	-48.56	77.94	184.22	270.45
B	-5.84	-5.03	-2.56	-0.97	1.28	2.21	4.15

数据来源: <http://www.safe.gov.cn>, 1982~2004 年中国国际收支概览表整理和计算

注: A 表示误差与遗漏金额, 金额为负表示出现在借方, 为正表示出现在贷方。B 表示误差与遗漏金额与货物贸易进出口总额(国际收支口径)之比。

从上个世纪 90 年代初, 我国资本流动呈现出外流的趋势。但是到了 2002 年, 反映国际游资流向的我国国际收支平衡表中的净误差与遗漏项目出现了正值(见表 1)。这是资本流向一个具有重要意义的拐点——说明以中资为主的海外资金出现了有规模的回流迹象。这些

资金“海归”的背景与中国新一轮经济、固定资产投资周期启动以及庞大资金需求有关。但是这些国际游资进入内地市场，并非一开始就是为了赌人民币升值，而是多数进入了中国主要快速增长的热门行业投资领域。这些资金拥有者，一部分是海外的中资机构，一部分是原来以各种名义和手段从中国外流资金的拥有者。由于他们与内地有着特殊紧密的关系，我们称之为资金“关系人”。以上两种资金于 2002 年和 2003 年，在中国国际收支平衡表中的净误差与遗漏项目反映出来的资金规模分别为：77.94 亿美元、184.22 亿美元。

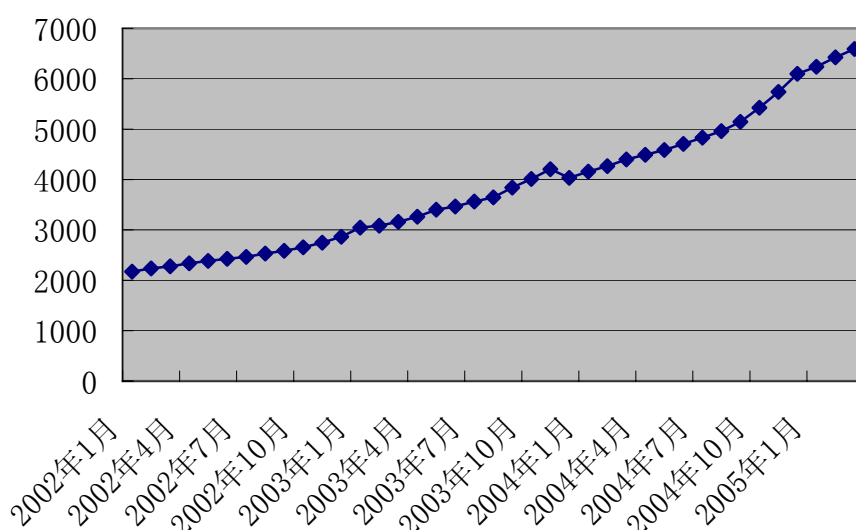
2、2003 年—2004 年：赌人民币升值

资金投向：长三角房地产业

资金规模：1150~1200 亿美元

从 2003 年开始，国际游资涌入已经带有明显的等待人民币升值预期。与此同时，中国外汇储备呈现出了奇异的增长趋势(见下图)。特别是 2003 年和 2004 年的第四季度尤其明显。而且这些资金已经开始改变了 2002 年进入中国后的走向，它们开始对房地产市场、债券市场、期货市场和民间拆借市场表示出极大青睐。

图. 2002. 01—2005. 03 中国国家外汇储备状况 单位：亿美元



2003 年 4 月 22 日央行开始大规模发行票据，这可以看作是中国政府接受非正常流入外资的举措。2003 年末发行票据余额为 3376.80 亿元人民币（折合美元为 408.32 亿美元）；2004 年末发行票据余额为 9742 亿元人民币（折合美元为 1178 亿美元）。这应该是国际游资存量的现状。从另一种计算方式，即外汇储备增加额扣减外商直接投资、外债增加额和进出口差额的余额分别为：2003 年是 576.38 亿美元，2004 年是 790.89 亿美元。由此分析，如果再扣除外汇储备收益后，与 1178 亿美元非常接近。因此我们判断，近两年流入我国的国际游资规模大约在 1150~1200 亿美元之间。

追逐人民币升值、购买人民币资产在海内外已经形成了扩散效应，并且变成全球投资时尚。从最开始的与国内有渊源的“关系人”资金的海归，到后来影响到国内投资者的货币嗜好。我国内地个人外汇存款从 2003 年开始出现连续下降趋势就是一个例证。这些进入我国的国际游资大多聚集在长江三角洲地区，投资偏好以房地产为主。主要来源是外籍华人、大中华地区侨胞和少量外籍人士。

2004 年第二季度：资金外流

2004 年第四季度：资金超常规地再次回流国内

进入方式：以国际贸易中的提前结汇、大量预收货款为主。

2004 年，在宏观调控最为严厉的第二季度再次出现了资金外流情况。这在我国国际收支平衡表中的净误差与遗漏项目也得到了相应的印证，6 月底这一项目余额为 -72.89 亿美元，出现在借方。到了 2004 年第四季度，随着海内外人民币升值预期再次升温，资金又再次出现了回流我国的趋势。不仅改变了 2003 年第三季度到 2004 年第一季度均衡资金流入，而且以更加凶猛超常规态势涌入。这次国际游资在进入方式和手法上与 2003 年第四季度有明显不同，主要以国际贸易中的提前结汇、大量预收货款为主。

压力之一：海外国际游资（投机香港金融市场和国际商品期货）

压力之二：国内“关系人”资本（投机房地产市场、商品期货和债券市场）

以对冲基金为首的豪赌人民币升值的资金大多进入了香港市场。这些国际游资周期性的进出可以清晰地反映在香港银行系统资金结余变化之中，并且与海外人民币汇率金融产品走势形成呼应。由于我国金融市场没有完全对外开放，因此海外国际游资更多地投机在香港金融市场和国际商品期货上。国际游资以中国商品概念如石油、有色金属和货币概念赌人民币升值，在国际金融市场和商品期货市场上冲浪中国；而国内“关系人”的游资则在国内房地产市场、商品期货和债券市场上冲浪中国。我国政府目前来自国际游资的压力显然是以上两个方面。

国际游资大量回流对我国宏观经济产生复杂的冲击机制。

二、国际游资对我国宏观经济冲击的作用机制

由于国际游资冲击是来自外部的一种冲击，无法直接作用于需求的各个部分，对它们的影响是经过复杂的传导机制才产生的，另外游资的冲击并不能够明显地直接作用于供给，所以我们从名义变量冲击和实际变量冲击两方面来分析国际游资回流的作用机制。名义变量即符号包括货币、利率、汇率、价格、工资等变量。实际变量主要有外汇储备、投资还有制度创新等。

（一）国际游资对宏观经济系统名义变量的冲击

1. 对货币供给的冲击。

当国际游资进入一国时，它必然会对该国的货币供给产生冲击。在浮动汇率制度下，汇率是调节游资流动的关键因素，当游资进入该国时造成汇率的波动从而达到调节外部均衡的目的，一般不会对该国货币供给量产生直接的影响。而在固定汇率制度下，外部均衡要通过内部变量的调整才能达到，一国对外来资本的吸收必然是以本国货币供应量的变化为代价的。由于我国实行固定汇率制度且对外汇有严格的管制，央行有义务进入外汇市场干预外汇供给，买入或卖出外汇同时卖出或买入本币，所以当游资进出我国时首先影响的便是我国的货币供应量。2003 年受人民币升值预期，国际游资大量回流，外汇收入大量增长，为维持人民币汇率稳定央行每日平均购买 6 亿美元，格林斯潘认为中国货币基础的扩大造成货币扩张，这在长期内将导致货币供应量大幅增长。从国家外汇储备的形成机制能够证明这一点。国家外汇储备主要是通过中央银行发放基础货币来完成的。近两年来的外汇储备增长伴随着比较明显的货币较快增长，这本身就是一个隐含的货币化过程。2001—2004 年，尽管我国经常项目顺差仅为 1672 亿美元，国家外汇储备却累计增加 3971 亿美元，其中相当一部分是通过资本项目结汇实现的。受其影响，央行基础货币增速由 2001 年的 11.9%，增加到 2004 年末的 53.8%，货币供应量 M_2 也由 15.8 万亿元增加到 25.3 万亿元。在这一过程中，尽管央行采取了相应的对冲措施回笼货币，仍未能阻止货币供应量的较快增长。2000—2004 年，

M2 年均增长达 15.5%，M2 占GDP的比例由 2000 年的 151%上升到 2004 年的 185%。

表 2：2000—2004 年部分宏观经济数据

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
M ₂ (万亿元)	13.5	15.8	18.5	22.1	25.3
同比增长 (%)	12.3	14.4	16.8	19.6	14.5
人民币贷款余额 (万亿元)	9.9	11.2	13.1	15.9	17.7
同比增长 (%)	13.4	13.1	17.0	21.4	11.3
人民币存款余额 (万亿元)	12.4	14.4	17.1	20.8	24.1
同比增长 (%)	13.8	16.0	18.8	21.6	15.9
基础货币余额 (万亿元)	3.6	4.0	4.5	5.2	8.0
同比增长 (%)	6.4	11.9	11.9	16.7	53.8
GDP (亿元)	89404.0	95933.0	102398.0	116694.0	136515.0
外汇储备 (10 亿美元)	165.6	212.2	286.4	403.2	609.3
M ₂ /GDP (倍)	1.51	1.65	1.81	1.89	1.85

资料来源：<http://www.pbc.gov.cn>.

2. 对汇率的冲击。

在浮动汇率制度下，大规模的游资活动通常会扰动一国汇率，从而造成对汇率的明显冲击。而在固定汇率制度下，由于维持汇率稳定是央行对外经济的重要目标，因此游资对汇率的影响是不明显的。但当国际游资冲击引发较为强烈的羊群效应或者冲击放大机制，这种冲击将引起整个汇率制度的变革。总之，可以说游资的移动是造成 1992 年英镑汇率、1995 年美元汇率及东南亚金融危机中各国汇率暴跌的重要原因。我国目前人民币汇率虽然面临升值压力，但与东南亚金融危机一样也面临着扑面而来的各路游资的冲击。近年来，由于我国经济持续高速发展、出口旺盛、外商直接投资增长迅速，我国积累了大量的外汇储备，再加上一些政治因素，国际上要求人民币升值的呼声此起彼伏，国际游资对人民币升值也存在乐观的预期，纷纷以各种渠道涌入我国。国际游资对我国汇率冲击的效果很大程度上取决于我国政府维持人民币汇率稳定的态度以及对冲外汇储备占款造成债务增加的消化能力。以目前情况看来，我国政府的态度十分坚决，胡锦涛、温家宝等党和国家领导人以及央行行长周小川等多次明确表示，要维持人民币汇率的基本稳定，同时不断完善人民币汇率形成机制。国际上也有不少反对人民币升值的声音，如欧元之父蒙代尔、摩根士丹利首席经济学家罗奇等都

明确表示人民币应该维持稳定。另外，央行在用国债回笼人民币时无论在二级市场公开操作还是发行新债，进行的都比较顺利。由此可以看出，人民币汇率在相当长时间内是可以维持稳定的。

3. 对物价的冲击。

游资对我国物价冲击主要有间接冲击和直接冲击两种形式：根据经典的 IS—LM 模型，游资冲击造成我国货币供给上升后，通过复杂的传导机制会导致短期内价格同比例上升，这是间接冲击。由于货币供给是央行控制的外生变量，所以游资间接冲击能量的大小取决于央行对货币供给量的控制。2004 年第一季度央行通过外汇公开市场操作投放基础货币 2916 亿元，通过债券公开市场操作回笼基础货币 2810 亿元，投放、回笼相抵，公开市场操作净回笼基础货币 106 亿元，基本全额对冲外汇占款投放的基础货币，所以游资冲击通过影响货币供给来间接影响物价的冲击作用机制是不明显的。游资对物价冲击的另外一条途径就是直接冲击：游资进入我国后主要流向流动性较强的资产，如储蓄存款、证券市场、房地产、艺术品拍卖市场等，其中流向房地产的最多，这将导致房地产价格迅速攀升。海外侨民通过国内亲属在上海购置商品房报道经常能见诸报端，据统计 2004 年初投入到上海房地产市场的外资在 100 亿美元左右（占同期整个上海开发市场投资总额的 13.7%），以海外基金形式出现的仅 3 亿美元左右，这一数字将在未来 2 至 3 年内快速增加至 20 亿美元。在国际游资的参与下，本来就被怀疑已经存在泡沫的房地产价格变得更加不稳定，将来国际游资的撤离会造成房地产价格的剧烈动荡。艺术品拍卖市场也成为游资热衷之处：2004 年北京中国嘉德艺拍会成交额逾 4.8 亿元，而 2003 年才 2.5 亿元，几乎翻了一番。与此同时，北京翰海艺拍会的成交总额更高达 6.25 亿元，刷新了中国艺术品拍卖会成交总额的历史纪录。与此相映照，很多标的单价的大幅飚升更让业界瞠目。一只明朝黄花梨雕双螭纹方台，成交价高达 429 万元，是 10 年前成交价的 5 倍；而仅 0.6 平方尺的八大山人的《鱼》最后以 484 万元成交，超出了拍卖师估价的四倍。

4. 对利率的冲击。

利率是资本的价格，在货币需求一定的情况下，由于游资对货币供给的冲击主要由央行的对冲操作所抵消，所以游资对利率的冲击将是一个间接的过程。而且在我国利率改革真正实施之前，利率的形成主要靠的不是市场，而是由央行根据经济形势的需要而定的，基本上属于外生变量。所以游资对利率的冲击不会很大。

5. 对股票市场的冲击。

股票市场是宏观经济的晴雨表，而我国近年来经济保持了高速增长，2003 年 GDP 增长速度已经超过 9%，反观我国股市在前些年国有股减持下一直萎靡不振。直到 2003 年 11 月中旬，股票指数一路攀升走出了一波让人欣喜的行情。而同时期正是人民币升值预期最为强烈、人民币该不该升值争论最为激烈、国际游资进入我国的加速阶段。已经有 6 亿美元额度的瑞银集团申请扩大 QFII 额度，虽然不能代表游资的意志，但至少可以看出国际资本对我国经济的看法。有学者估算国际游资进入我国股市的规模为 800 亿，相对于流通市值达 1.28 万亿的 A 股和 B 股来说虽然不大，但是由于国内股市投机气氛较为浓烈，国际游资投资的示范效应远远超过 800 亿。2003 年 7 月 9 日瑞银集团购入的四只股票在次日均放量大涨，其中上港集箱（600018）单日涨幅达 8.11%，最低的外运发展（600270）也有 2.09% 的涨幅。由此可见，国际游资对股指的拉动作用非同一般。

6. 对银行体系的冲击。

国际游资回流造成货币供应量增长，由此推动了银行存款增长，并进一步推动了银行贷款增长。2000—2004 年，四大国有银行的人民币存、贷款总量平均增长 17.2% 和 15.2%，

其不良率也迅速下降，大大缓解了经营压力（见表 2）。一般理解，银行的资产质量可用不良资产余额和不良资产比率两个指标来衡量。前者是静态的，后者是动态的。即便一家银行的不良资产余额比较大，但从更长期的未来看，若随着资产规模的扩张，银行的不良比率能够随之下降，单就流动性方面考虑，银行的抗风险能力也会随之增强。但与此同时，随着资产规模的扩张，银行的资本充足率会下降，意味着银行承担的风险正在逐渐超越资本金的覆盖能力，这又会降低银行整体的抗风险能力，从而部分抵消资产扩张给流动性方面带来的好处。表 3 表明近年来我国国有商业银行资本充足率不足问题一直比较严重。另外，我国中央银行监管不力、银行体系还不够健全，国际游资大规模回流可能导致我们国家的银行发放贷款时，往往盲目扩大银行信贷而且银行信贷分配不当，使银行贷款扩展到偿还能力不高的债务人。特别是当银行扩大房地产贷款、以股份作为抵押的贷款、消费信贷、对银行内部机构或相关经济实体的贷款时，银行将面临较大的流动性风险。而截至 2004 年末国有商业银行不良贷款率（按次级类贷款、可疑类贷款和损失类贷款统计）仍然达 15.62%（见表 4）。根据二十世纪八十年代世界银行危机的经验，一旦不良资产净值占贷款总额的 15%，就有出现系统性银行危机的可能性。我国商业银行中特别是四大国有独资商业银行一直以来在资不抵债的情况下维持运行，长期处于技术上破产但实际上并未破产的状态，关键在于国家这个超级股东发挥着无形的巨大作用。这种状况使银行体系的现实风险转变为潜在的风险。由于国有银行的国家独资性质，银行可以凭借国家信誉维护其企业声誉，因而根本不需要资本金来维系其与市场的关系。一旦国际游资发生逆转，我国银行很可能因流动性不足而陷入困境，从而不得不求助于中央银行提供资金，造成金融体系的动荡。

表3. 1996—2003年我国国有商业银行资本充足率一览表

年份	中国农业银行	中国工商银行	中国建设银行	中国银行
1996	4.44%	5.33%	4.36%	7.14%
1997	3.89%	4.73%	3.81%	7.71%
1998	8.46%	6.99%	6.84%	9.82%
1999	7.89%	7.07%	6.78%	9.56%
2000	8.09%	6.40%	5.63%	9.27%
2001	7.03%	5.70%	5.27%	8.30%
2002	—	5.54%	6.91%	8.15%
2003	—	5.22%	6.51%	7.69% ¹

资料来源：根据 1996—2003 年四大国有商业银行资产负债表计算得来。

表 4. 2004 年我国主要商业银行不良贷款情况表 单位：亿元、%

¹ 表中数据是注资前数据；注资后数据是 6.98%，注资前与注资后资本充足率的计算基础在对不良资产及股权投资等方面处理不同，因此不能直接进行比较。

	一季度末 (3月31日)		二季度末 (6月30日)		三季度末 (9月30日)		四季度末 (12月31日)	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
不良贷款	20776	16.6	16631	13.32	16998	13.37	17176	13.21
其中：								
次级类贷款	3022	2.4	3052	2.44	3226	2.54	3075	2.36
可疑类贷款	11052	8.8	8427	6.75	8619	6.78	8899	6.84
损失类贷款	6702	5.4	5152	4.13	5153	4.05	5202	4.00
不良贷款机构								
国有商业银行	18898	19.2	15231	15.59	15596	15.71	15751	15.62
股份制商行	1878	7.1	1400	5.16	1402	5.03	1425	5.01

注：主要商业银行包括国有商业银行（即四大商业银行）和股份制商业银行（即跨区域商业银行）；占比指不良贷款余额占全部贷款的比例。

资料来源：中国银行业监督管理委员会网站。

以上探讨了游资对名义变量的冲击，但由于游资对宏观经济的冲击是一种整体性冲击，所以它对实际变量也将产生重要的冲击。

（二）国际游资对宏观经济系统实际变量的冲击

1.对外汇储备的冲击。外汇储备表示一种资源，因而可以看作是一种实际变量。外汇储备是维持汇率稳定的关键因素。所以游资进出对外汇储备的影响更多表现为数量上的影响：从外汇储备状况图可以看出，近些年我国外汇储备迅猛增长。现在有这么多的外汇储备，实际是一个包袱。它隐含的机会损失非常大。原先，人民币存款与美元存款利率倒挂，美元低人民币高，国际游资可以套利。假设利差1%，一年损失500亿元，等于两个三峡水库。现在变了，美元存款利率比人民币高出1%还要多。但是仍然有损失，因为美联储升息，央行现存的美元资产的市场价格下跌，损失至少也是500亿元。经济学证明，只要不均衡，或多或少都会损失。估计具体的损失可能比这个数字还大。即使是500亿元人民币，如果怕升值会造成就业问题，只要算这笔账，中国登记失业500万人，每人一年就能分到1万元钱。

2.对我国经济制度安排的冲击。

经济发展过程中的每次制度变革或创新或多或少都有经济冲击的影响，虽然这种冲击有时是来自经济内部有时是来自外部的冲击。国际游资对我国宏观经济的冲击必然也会影响某些制度因素，从而促使其变化，如我国的汇率制度。我国是一个经济大国，实现高度的经济开放、融入世界经济发展之中一直是我国改革开放的一个方向，其中实现资本的自由流动也是重要一环。但是根据著名的“三元悖论”，我国要实现资本的自由流动以及获得独立货币政策就必须放弃汇率稳定这一条，即逐渐放开人民币汇率管制，实现人民币的自由浮动。国际游资冲击恰好提醒了我们这一点。目前人民币在经常账户已经实现了自由流动，同时也在积极探索资本账户下的自由流动，而我们的人民币汇率制度却未见变化而且有更加“固定”之嫌。我们都知道在东南亚经济危机时我国缩小了人民币本来很小的浮动范围，基本上是钉住美元，这与经济发展规律是相背的。当然人民币汇率制度变革是一个循序渐进的过程，尤其

在目前人民币汇率成为很大变数的情况下，更不应该轻易放弃本已形成的汇率制度。但是国际游资至少提醒我们“三元悖论”的客观存在，现行的汇率制度是不符合我国经济长期发展需要的。否则，试想一下，我国资本市场完全开放，一有风吹草动，天文数字的国际游资可以毫无阻拦地进出我国，在没有弹性汇率制度的调节缓冲下，影响应该不逊于东南亚金融危机。

3. 对经济结构的冲击。

国际游资有资源配置功能，如果加以正确引导，会有益于产业结构的变革，但过度的游资投机行为又会误导资源的流向，并吸引更多的国内资本转化为投机资本，导致低效率的重复建设而浪费资源，造成产业结构的失衡甚至畸形，给产业发展带来损害。主要表现为：第一，在既定资金供给约束下，用于投机的资金多了，就必然会致使能源、交通、农业、基础教育科学研究等基础产业资金短缺、发展滞后，影响到经济增长潜力的发挥。第二，国际游资的投机行为还有可能助长国内投资的短期化倾向，致使高新技术得不到应有的支持和扶植，不利于产业结构的改造和升级。第三，国际游资的误导作用还可能导致政府的产业政策发生偏差，使经济中出现的结构性问题得不到及时、有效的纠正。总之，这种产业结构上的本末倒置或倚轻倚重是十分有害的，会大大削弱我国经济的发展后劲和抵抗外部冲击的能力。

名义变量冲击和实际变量冲击之间不是相互独立而是相互影响的，并且会影响到供给和需求，最终影响到国民收入和就业等变量。

（三）国际游资对经济主体预期的冲击

游资除了会对以上提到的各种变量产生冲击，对预期的冲击同样不可小视，有些时候预期因素对事态的发展有决定性作用。游资的大规模进入无疑会加大人们对人民币升值的预期，当没有足够反向预期产生时，同方向的预期会逐渐积累，一直到预期自我实现发生，甚至引起过渡反应，导致泡沫的产生。游资首先影响的是人们对汇率的预期，其次便是游资进入的各种资产价格的预期。对汇率冲击预期我们已经论述，现在主要讨论第二个问题。仍以房地产价格为例，当国际游资进入房地产时，会导致另外一只老虎——国内游资形成房地产价格上涨预期，从而向房地产流入，导致房价上涨。当房地产价格升高到一定程度以致超过实际价值时，如果房价还有升值的预期，则产生了“非理性”泡沫。这与当前我国实际情况很相似，以上海为例，2003年是上海房市继1999年走出谷底后连续上涨的第四个年头。据统计，2003年6月底，上海全市商品房均价已达每平方米5830元，比上年同期增长23.76%，全市商品住宅均价为每平方米5784元，比上年同期增长24.36%。静安区每平方米达到10192元，而上年同期只有6601元，增幅为53.44%。对于如今上海房地产出现的火爆需求局面，专家们开出了一样的诊断结论：不真实。“如果上海楼市有泡沫，泡沫一定从这里——高档楼盘开始破裂，”上海福卡经济预测研究所提供的分析报告得出了这样令人不安的判断。我们也完全可以做出如下推理：如果未来人民币升值后，达成目的的国际游资一定会抽逃出境，接着房市需求萎缩，价格暴跌。而一个可以对照的经验是，1997年香港楼市崩盘，跌得最厉害的就是豪宅市场，最高跌幅达65%；高档楼盘狂跌，必定波及一般楼盘，并拖累整个楼市下跌，最后出现可怕的崩盘。

三、小 结

我们就游资回流对我国宏观经济产生的冲击进行了比较全面的分析，这些冲击有的已经发生和正在发生，也有一些是可能发生的。对游资带来的冲击我们决不可以掉以轻心，必须采取谨慎的态度和有力措施努力消除游资对我国经济的冲击以及冲击带来的不良后果。作为对策，当前最重要的是应当设法削弱市场对于人民币的升值预期；其次，应尽快改变人为推

动的国际收支“双顺差”格局，改变外汇储备越多越好的传统观念，将国际收支的总体平衡作为外部经济的主要政策目标；再次，应当审慎对待资本账户的自由化；最后建立合理汇率安排，削弱游资冲击的内在动机。

The Exterior Impact of International Floating Capital Circumfluence

Jin Xuejun¹, Li Hongkun²

(Economics School of ZheJiang University, HangZhong, Pro. ZheJiang, 310027 China)

Abstract: In our country, Huge international floating capital circumfluence has happened in recent years which produces uncertain exterior impact. This kind of uncertain exterior impact manifests evidently in both nominal variable and fact variabl.

Key words: International floating capital; Circumfluence; Exterior impact

收稿日期:2005-11-20;

作者简介: 金雪军，男，浙江大学教授，博士生导师；李红坤，男，浙江大学博士研究生。

(责任编辑：程均丽)