

## 分报告 6:

# 中国跨境资本流动性的变化及其原因分析

于春海

**摘要** 本文在全口径的国际收支统计中,分析了我国经常项目和资本项目下的跨境资本流动性的变化及其原因和宏观经济影响。得出如下基本结论:1)90年代中期以来,我国资本流动性的提高主要表现在总量上,而净流入规模并没有明显的增加趋势;2)近期贸易顺差和 FDI 流动的波动性上升是一种正常现象,是规模效应作用的结果;3)我国的 FDI 流入具有明显的贸易导向,受我国对外贸易发展状况和全球经济失衡状况的显著影响;4)贸易收支以及 FDI 流入规模主要受实体经济的影响,投机动机的影响不显著,非贸易非 FDI 资金流动具有较多的投机成分,主要偏重于追逐纯金融收益,而与实体经济行为的联系较少;5)加工贸易型 FDI 的流入,在推动我国工业扩张和经济增长的同时,也加剧了我国的产业结构失衡,造成长期经济增长前景和就业的不确定性增加;6)资本流动性的提高与我国特定的外汇管理体制结合在一起,导致央行资产负债表的币种结构失衡,使得我国的货币政策在面对很多现实宏观经济问题时的操作空间被严重侵蚀;7)资本流动性的提高增大了金融机构潜在的汇率风险暴露程度,随着汇率风险逐步从货币当局重新转回给私人部门,金融机构的实际汇率风险暴露程度将逐步趋向由其外币交易相对比重所决定的潜在风险暴露程度。

**关键词** 资本流动性 非贸易 非 FDI 币种结构失衡

## 一、引言

过去的 20 多年中，作为中国外向型经济发展战略的一部分，金融领域的开放伴随着国内改革和实体经济的开放进程而逐步展开。资本流动性的提高和变化，是金融开放影响中国宏观经济运行过程的主要渠道。从 FDI 到银行信贷和证券资金，大量外资涌入中国。金融领域的逐步开放和资本流动性的不断提高为中国的经济增长注入了活力和动力。

2000 年以来，随着国内外宏观经济形势的变化，特别是全球经济失衡和中国宏观经济内外失衡状况的加剧，中国跨境资本流动性出现了一些新的特征，而且外资大规模流入给中国宏观经济带来的一些负面影响也不断显露。贸易收支和 FDI 等与实体经济联系紧密的资本流动形式的波动性加大，非贸易、非 FDI 资金流动规模急剧增加。在中国宏观经济面临过热威胁和结构失衡的背景下，资本流动性的变化给中国的宏观经济管理带来了巨大挑战。

中国跨境资本流动性的提高，是在资本账户受到严格管制的情况下发生的。按照通常的逻辑，在资本账户受到严格管制的情况下，资本跨境流动往往要借助于各种“灰色”或“地下”渠道。流动渠道和形式的不同，将影响资金进入中国境内以后的投资行为，进而影响资本流动性的宏观经济绩效。作为分析我国资本流动性变化的宏观经济影响的起点，首先就必须对我国资本流动性的动态特征进行深入分析，探讨不同形式的资本流动与实体经济因素以及金融因素的关联。在此基础上才能客观、全面的分析资本流动性变化对于中国宏观经济运行的影响。本文的目的就是通过分析中国资本流动变化的动态特征及其背后的动因，为进一步分析资本流动变化的宏观经济影响奠定基础。在此基础上，探讨资本流动性变化对我国长期经济增长基础、短期金融风险的影响。

## 二、关于资本流动性影响的一般讨论

资本跨国流动规模和结构的变化，对一国宏观经济的影响是多方面的。从积极影响方面看，除了传统理论中所强调的弥补国内储蓄缺口、外汇缺口、带来技术外溢效应、实现国际风险分散和平滑消费等功能以外，还可以成为引导国内金

融体系发展、制度变迁和宏观经济政策改善的催化剂。在消极影响方面，资本流动性的提高可能会导致国内产业结构失衡、宏观经济政策的执行成本和复杂性加大、货币当局和金融部门的资产负债表风险加大、信贷泡沫和资产价格泡沫，以及在特殊情况下可能出现的资本流入逆转、货币和金融危机等。

这是对资本流动的宏观经济影响的总体判断。考虑到资本跨国流动有不同的形式和渠道，不同形式的资本流通，其影响不完全一样。在现有的理论和实证研究中，一般会区分直接投资、证券投资以及银行信贷的不同影响。FDI 不仅能够补充国内资本存量，还能够带来技术和管理经验的转移，推动生产率的提高。此外，在所有资本流动形式中，FDI 是最稳定的，不容易遭遇“资本流入停止或逆转”的冲击。FDI 还能够带来国内配套资金、国内银行信贷以及来自母公司的信贷支持，这有助于减少企业的融资约束<sup>1</sup>。证券资金的流动可以带动资本流入量增加，并导致国内无风险利率下降；可以增加在国内投资者和外国投资者之间进行风险分享的机会，提高风险分散程度，降低股票的风险溢价；促进国内证券市场流动性的提高，资本成本进一步降低<sup>2</sup>。债务资金流入有助于弥补短期流动资金的不足，具有平滑消费的功能；在投资项目缺乏流动性和信用不足的情况下，债务资金流动具有显著的宏观经济效应。

除了这些积极影响，资本流动还可能带来很多消极影响。在国内实体经济存在较多管制的情况下，如政府对特定行业的补贴和贸易管制，FDI 会流向受保护或管制的行业，加剧国内产业结构失衡和经济扭曲。在国内证券市场容量较小的情况下，大量证券资金的流入，会导致资产价格泡沫。债务资金流动由于面临委托—代理问题，在银行监管薄弱或存在政府隐性担保的情况下，债务资金流入可能会导致资源的无效配置和道德风险；债务资金流动具有较高的波动性，在危机更容易逆转；短期债务资金具有顺周期特性，倾向于放大负面冲击对经济增长的不利影响；在金融监管不严的情况下，放开债务资金流动管制会导致“过度借款”，使得银行资产负债表的货币风险增加、外汇的投资性敞口头寸增加<sup>3</sup>。

不同形式的资本流动具有不同的行为特征，所以会带来不尽相同的影响。而资本在跨越国界时的形式选择，又依赖于资本流动的动因和资本管制环境。这就

---

<sup>1</sup> Harrison, Love, and McMillan (2004); Blalock and Gertler (2005)。

<sup>2</sup> Kim and Singal (2000), Hammel (2006), Diamond and Rajan (2001)。

<sup>3</sup> McKinnon and Pill (1998), World Bank (2000), Wei (2006)。

启示我们，在探讨近年来资本流动性变化对中国宏观经济的影响时，必须突破传统的分析思路，不能简单地从国内储蓄和投资对比关系出发分析资本净流入的影响，而是应该结合资本流动规模、形式和结构的变化，来分析其影响。考虑到中国宏观经济的特殊性，一方面，目前存在较为严格的资本管制和缺乏弹性的汇率制度，导致货币当局的外汇储备政策、货币政策以及汇率政策不得受制于经常项目下的收支变化；另一方面，经常项目顺差、私人资本净流入和官方资本净流出这样一种特殊的国际收支结构，使得经常项目收支与私人资本流动之间的联系被打破，两者之间的相互制约和对应关系弱化。这就要求我们进一步拓宽分析视角，把经常项目下的资本流动性与资本项目下的资本流动性结合在一起，对中国资本流动性的变化和影响进行全口径的分析。

### 三、中国资本流动性的变化：规模与结构

#### （一）资本项下的总私人资本流动：总流量增加、净流量减少

90年代中期以来，随着中国经济金融开放进程的深入发展以及国内宏观经济环境的改善，跨境资本流动性不断提高。资本项下的总私人<sup>4</sup>资本流入规模从1997年的926.4亿美元增至2006年的6491.7亿美元；总私人资本流出从1997年的716亿美元增至2006年的6431.6亿美元；私人资本的流入和流出总额从1642.4亿美元增至12923.3亿美元。从相对指标来看，私人资本总流入、总流出以及流出和流入总量占GDP的比重也是不断上升。但是，资本流动性的提高主要表现在总量上，而净流入规模并没有明显的增加趋势，净流入规模占GDP的比重在2004年以来有所下降。这反映了中国宏观经济基本约束条件的变化。90年代中期以来，中国宏观经济运行的约束条件已经不再是发展经济学经典理论中所说的“储蓄缺口”和“外汇缺口”。在总量指标上可以看出，资本流动性的作用已经不主要是补充国内储蓄不足，而是在流入和流出的循环中影响我国的资本形成、结构调整、制度变迁、金融体系的发展以及风险分散和消费平滑过程。

---

<sup>4</sup> 包括资本和金融账户中的FDI、证券资金及其他资金。

图 1 资本项下的私人资本流动规模<sup>5</sup>

## （二）资本项下的分类私人资本流动特征

从资本项下总资本流动和分类别资本流动情况来看，在 1997 年以来的大部分时间内，FDI 的顺差是总私人资本流动顺差的主要来源；在总资本流动方面，其他资金流动一直占据了最主要的份额，其中最大的份额来自银行贷款。

图 2 我国资本项下不同形式资本流动的对比

### 1、FDI：流动总额稳定增长、净流入规模相对稳定

FDI 是我国最早开放和大力吸引的私人资本流动类别。从 90 年代中期以来，FDI 流入特别是外国在华直接投资的流入不断增加；我国的对外直接投资随着“走出去”战略的实施，也呈现较为明显的增长趋势。两者结合在一起，使得我国的净 FDI 流入在 2006 年有所下降。在相对规模指标上，FDI 流入和净流入规模占 GDP 的比重在波动中呈现下降趋势；FDI 流出规模占 GDP 的比重在波动中呈现上升趋势；总流动规模占 GDP 的比重也具有波动性，但是没有明显的上升或下降趋势。

---

<sup>5</sup> 数据来自国际外汇管理局各年度的国际收支平衡表。

**图 3 我国的 FDI 流动情况<sup>6</sup>**

## **2、证券投资：流动规模激增、净流动方向多变**

我国证券投资的开放进程起步较晚，但是近年来的发展速度非常快，特别是在 2000 年以后，随着我国加入 WTO，证券市场的开放步伐加快，无论是中国居民的对外证券投资还是外国投资者对我国证券的投资，规模都迅速增加。2006 年，证券资金跨国流动的总额达到 1587.6 亿美元，超过了 FDI 的 1143.1 亿美元的规模。在 2006 年，我国出现了 675.6 亿美元的证券投资逆差，反映了我国对外证券投资的急剧增加。

---

<sup>6</sup> 数据来自国际外汇管理局各年度的国际收支平衡表。

#### 图 4 我国资本项下的证券投资<sup>7</sup>

### 3、其他资金流动：双向流动性较高、净流动规模较小

包括贸易信贷、银行贷款、货币和存款等在内的其他资金，流出和流入的规模远远超过 FDI 和证券资金，但是净流动规模非常小。这反映了债务资金的典型特征。在一般意义上，相对于 FDI 和证券投资，债务资金的消费平滑功能更强。而消费平滑功能依赖于资金流动双向性，即流出、流入以及流动总规模远远高于净流入或净流出规模。

---

<sup>7</sup> 数据来自国际外汇管理局各年度的国际收支平衡表。

## 图 5 我国资本项下的其他资金流动<sup>8</sup>

### （三）全口径的国际收支统计下的资本流动<sup>9</sup>

如前面所说，考察中国的资本流动性，不仅要考察资本项下的资本流动规模和结构，而且要从全口径的国际收支统计出发，结合经常项目、资本和金融项目下非官方储备部门、官方储备以及误差遗漏项，考察我国总体的资本流动性。

从我国外汇储备的来源结构中可以看出，2000 年以来经常项目的顺差已经逐步成为我国外汇储备积累的最主要来源，而资本项下的私人资本流动顺差规模则越来越小。

## 图 6 我国外汇储备的来源结构

在这种背景下，很多人认为，在我国近年来不断强化对资本流入的管制的情况下，外部资金越来越倾向于借助经常项目下的渠道流入中国。为此，有必要分析我国经常项目收支的动态特征。在我国的经常项目收支中，1997 年至 2003 年，贸易收支余额较为稳定，经常项目收支余额的波动主要是来自于收益和经常性转移。2003 年以后，收益和经常性转移的相对份额显著降低，贸易顺差的增加成为经常项目顺差增长的最主要来源。（见图 7）由此引发人们对于“假进口和假

<sup>8</sup> 数据来自国际外汇管理局各年度的国际收支平衡表。

<sup>9</sup> 具体分析各种资本流动行为的动态特征，需要高频数据，由于只能得到关于贸易收支、FDI 和外汇储备的月度数据，经常账户和资本账户的其他项目以及误差遗漏项没有完整的月度统计数据，所以我们在下文中只分析贸易收支、FDI 实际完成额以及从外汇储备变动中推算出来的非贸易非 FDI 资金流动的行为特征。

出口”问题的讨论。也就是说，在很多人看来，进口和出口成为了资本规避我国的管制、实现跨境流动的重要形式。从 2001 年以来的月度贸易余额数据看，我国的贸易收支具有很大的波动性，特别是在 2007 年的前几个月中。（见图 8）贸易收支在根本上依赖于生产和消费行为，通常认为生产和消费行为具有很强的连续性和稳定性，所以贸易收支的高波动性似乎也就表明在我国目前的对外贸易中存在一定成分的“假贸易”。但是，对于这样的判断，我们需要进一步的证据。

**图 7 经常项目收支余额及其构成<sup>10</sup>**

**图 8 我国月度贸易收支余额<sup>11</sup>**

当前，贸易收支行为的高波动性是否是一种正常现象？还是人们规避资本账户管制行为的结果？对 2001 年以来的月度贸易余额数据进行简单的处理，分别求出连续 12 个月的移动标准差和均值<sup>12</sup>。可以看出，从 2002 年 1 月到 2005 年 1 月，贸易余额的移动标准差不断上升，显示出明显的波动性增加的趋势；2005 年初到 2006 年初，贸易余额的波动性有所下降；2006 年以来，贸易余额的波动性不断增加。（见图 9）总体而言，贸易余额的波动性具有周期变动的特征，同

---

<sup>10</sup> 相关数据来自国家外汇管理局的国际收支统计数据 and 国泰安金融数据库。

<sup>11</sup> 数据来自商务部网站。

<sup>12</sup> 求连续移动标准差和均值的目的是剔除短期周期性因素的影响。

时还呈现出一定的上升趋势。

### 图 9 月度贸易余额的移动标准差和均值<sup>13</sup>

在月度贸易余额的移动标准差呈现周期波动和上升趋势的同时，移动均值则呈现明显的上升趋势，而且没有周期波动。这样，月度贸易余额移动标准差的上升可能只是规模效应的结果，并不代表人们的投机行为和规避资本管制的行为。为了剔除规模效应的影响，进一步计算单位贸易月的标准差，即移动标准差对移动均值的比率。从图 10 中可以看出，在剔除规模效应以后，月度贸易行为的波动性从 2002 年初到 2004 年 7 月具有明显的上升趋势，在 2004 年 7 月份以后则大幅下降，特别是到 2005 年 5 月份以后，波动性稳定在较低的水平上，始终在 0.5 以下。这说明，近期月度贸易余额的大幅波动，主要是规模效应作用下的结果。也就是说，这是贸易规模和贸易余额规模提高后的正常表现。

### 图 10 剔除规模效应后的月度贸易余额波动性<sup>14</sup>

进一步分析贸易总额<sup>15</sup>的动态行为，包括贸易总额、贸易总额的 12 个月连续移动标准差、均值以及标准差—均值比率。（见图 11）可以看出同样的趋势，标准差—均值比率在 0.18 以下，贸易总额波动性的增加也主要是规模效应作用的结果，是贸易规模增加后的正常表现。与贸易收支余额的行为特征结合在一起，可以认为贸易渠道并没有成为国内外投机者规避资本管制的主要手段。

<sup>13</sup> 根据商务部的月度贸易统计数据计算而来。

<sup>14</sup> 根据商务部月度贸易统计数据计算而来。

<sup>15</sup> 即进出口总额。

### 图 11 月度贸易总额的行为特征<sup>16</sup>

从 FDI 的流入情况来看，2001 年以来外商对华直接投资在波动中呈现较为缓和的上升趋势，其波动性相对较小。标准差—均值比率一直在 0.35 以下。这也说明，以 FDI 流动的资金行为较为稳定，没有明显的投机行为的特征。所以，可以初步判断 FDI 没有成为资金规避管制的主要手段和渠道。

### 图 12 FDI 的流入情况<sup>17</sup>

通常认为贸易以及直接投资与实体经济活动联系较为紧密，行为稳定性较高。上面的数据也能够支持这一观点。从中国贸易和外商直接投资行为来看，“假贸易”和“假直接投资”现象并不明显。在贸易和 FDI 以外的其他渠道上进行的资金流动，因为与实际生产和消费活动的联系较松，其波动性一般较高，规避管制的资金流动更容易隐藏其中。利用我国外汇储备、贸易收支余额与 FDI 实

---

<sup>16</sup> 根据商务部月度贸易统计数据计算而来。

<sup>17</sup> 图中的数据是根据商务部和国泰安金融数据库的统计数据计算而来。标准差是对原始月度数据求连续 12 个月的移动标准差，均值是连续 12 个月的移动均值。

际完成额的月度数据，可以反推出非贸易、非 FDI 的资金流动规模及其行为特征。这也是目前人们所关注的“热钱”问题。从均值来看，非贸易非 FDI 资金的流动规模一般在 100 亿美元以下，与贸易余额和 FDI 流入的规模差不多。但是其标准差却远远高于贸易和 FDI，标准差一均值比率近期基本维持在 2 以上，2006 年底甚至达到 12 左右。

图 13 非贸易、非 FDI 资金流动的规模和动态行为<sup>18</sup>

#### 四、资本流动性变化的原因分析：贸易收支、FDI 和“热钱”

在中国的外商直接投资中，加工贸易型 FDI 占据了较大的比重，所以，外商直接投资与中国的对外贸易以及全球市场的发展状况密切相关。在此，我分别考虑美国外贸收支余额（TRADEBALANCEUS）的月度时间序列数据、中国外贸收支余额（TRADEBALANCECN）的月度时间序列数据以及中国 FDI 实际完成额（FDI）的月度时间序列数据，检验这三个变量之间的关系。

首先，利用 ADF 检验，检验上述三个时间序列是否是平稳序列。根据 ADF 检验结果，可以发现三个序列在经过一阶差分后都是平稳序列。

Null Hypothesis: D(TRADEBALANCEUS) has a unit root		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.78640	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.595745	
5% level	-1.945139	
10% level	-1.613983	
Null Hypothesis: D(TRADEBALANCECN) has a unit root		

<sup>18</sup> 非贸易非 FDI 资金流动是从外汇储备增量中减去贸易余额和 FDI，图中的数据是根据商务部和国泰安金融数据库的统计数据计算而来。这里使用的 FDI 数据是外商对华直接投资的月度实际完成额，并不是净 FDI 流入数据。原因有两个，首先是无法得出 FDI 流出的月度数据，其次是 FDI 流出的规模相对较小。

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-13.23345	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.595745	
	5% level	-1.945139	
	10% level	-1.613983	
Null Hypothesis: D(FDI) has a unit root			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.752154	0.0066
Test critical values:	1% level	-2.601024	
	5% level	-1.945903	
	10% level	-1.613543	

分别对 FDI 和美国的贸易收支、中国的贸易收支进行格兰杰因果检验。结果表明，美国的贸易收支余额是导致中国 FDI 流入的格兰杰原因，中国的贸易收支是导致中国 FDI 流入的格兰杰原因。这说明中国的 FDI 流入具有明显的贸易导向，当前中国和美国的贸易失衡状况与中国的 FDI 流入具有密切联系。但是两者之间的因果关系与目前的流行观点有所不同，是贸易失衡导致了 FDI 流入的增加，而不是 FDI 流入导致贸易失衡。因为进入中国的外商直接投资主要是加工贸易型的，所以中国对外贸易的发展状况影响外商对中国的直接投资动机。在中国外贸顺差增长时，说明中国的出口形势较好，外商更加愿意增加对中国的直接投资。美国作为中国最大的出口市场，其贸易逆差的增加意味着美国的国内市场需求旺盛以及产品进入美国市场的障碍较少，在这种情况下，中国产品的出口增长将更加顺利。这对于中国的加工贸易型 FDI 来说，意味着投资和生产后的产品实现环节有了更好的条件保证。所以，中美两国的贸易收支影响中国的 FDI 流入规模，换句话说，当前的全球经济失衡状况是导致中国 FDI 流入增加的关键原因。

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 2001M01 2007M12			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
TRADEBALANCEUS does not Granger Cause FDI	77	7.51651	0.00766
FDI does not Granger Cause TRADEBALANCEUS		0.71464	0.40063
Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 2001M01 2007M12			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
TRADEBALANCECN does not Granger Cause FDI	73	5.62638	0.00024
FDI does not Granger Cause TRADEBALANCECN		0.99893	0.42596

进一步分析贸易收支和 FDI 流入行为与中美利差以及人民币升值预期之间

的关系。利用 3 个月期 CHIBOR<sup>19</sup>、LIBOR、人民币即期汇率和 3 个月人民币 NDF<sup>20</sup> 汇率，计算人民币超额收益率。具体计算公式为：

$$\begin{aligned} & \text{人民币超额收益率} \\ &= 3\text{个月期 } CHIBOR - 3\text{个月期美元 } LIBOR + \frac{\text{人民币即期汇率} - 3\text{个月人民币 } NDF}{\text{人民币即期汇率}} \end{aligned}$$

图 14 人民币相对于美元的超额收益率

图 15 贸易收支、FDI 流入和人民币超额收益率

图 16 人民币超额收益率和“热钱”流动

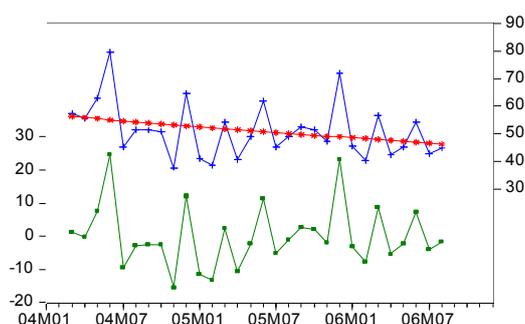
利用 H-P 滤波，分离 FDI 流动的趋势项和周期波动项，如下图。分析 FDI 中的周期波动因素与利率差以及人民币升值预期之间的关系。可以发现 FDI 流入量与人民币预期升值率负相关，其中可能存在的作用渠道是：人民币升值不利于中国的出口，从而会抑制以国际市场为导向的 FDI 的流入；FDI 流入与利差正相关，说明 FDI 的流动受国内外相对资金成本的影响，国内利率上升往往意味

---

<sup>19</sup> 中国银行间同业拆借利率。

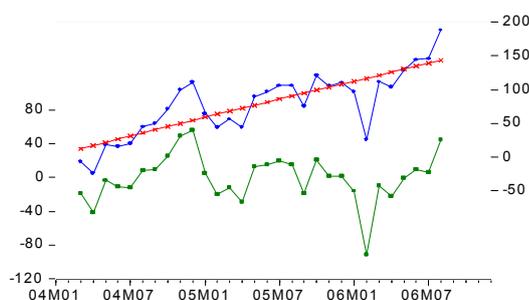
<sup>20</sup> 无交割人民币远期汇率。

随着国内信贷控制增强，在这种情况下，国内投资活动收到较多的约束，而 FDI 可以利用中国国内的优惠政策以及配套资金，获得更多的相对于国内企业的竞争优势，这导致 FDI 流入的增加；FDI 的周期波动性与利率差以及人民币预期升值率没有明显的相关性，这以进一步说明 FDI 的流入更多的受实体经济因素的影响。



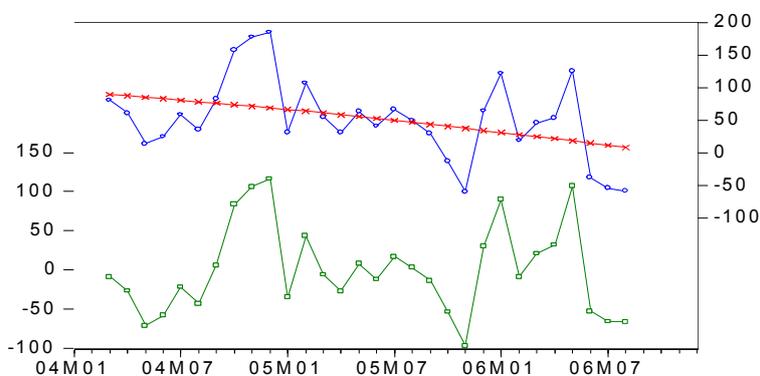
	预期升值率	FDI	FDICYCLE	利差
预期升值率	1	-0.22	-0.11	-0.42
FDI	-0.22	1	0.95	0.27
FDICYCLE	-0.11	0.95	1	-0.01
利差	-0.42	0.27	-0.01	1

对贸易余额数据进行同样的 H-P 滤波处理，从分离出趋势项和周期波动项。从相关变量之间的相关性分析可以看出，贸易余额与人民币超额收益率负相关，这与目前流行的观点不相符。在目前流行的观点中，一般认为贸易收支成为规避资本管制的潜在渠道，所以，随着人民币预期超额收益率的增加，资金借助贸易渠道流入中国，这将导致贸易余额进一步增加。但是，相关性分析的结果刚好相反，两者之间呈现负相关性。



	贸易余额	CYCLE	超额收益率
贸易余额	1	0.58	-0.67
CYCLE	0.58	1	0.17
超额收益率	-0.67	0.17	1

非贸易非 FDI 资金流动行为具有较大波动性，一般认为它与投机行为关系较为密切。下面首先利用 H-P 滤波分离出趋势项和周期波动项，然后再对相关变量进行相关性分析。从分析结果中可以看出，非贸易非 FDI 资金的流入行为与人民币超额收益率之间存在明显的正相关性，人民币超额收益率的增加，将导致非贸易非 FDI 资金流入的增加。这反映我国非贸易非 FDI 资金流动具有较多的投机成分，主要偏重于追逐纯金融收益，而与实体经济行为的联系较少。从非贸易非 FDI 资金流动中分离出来的周期波动项，与人民币超额收益率的正相关性较低。这就说明在非贸易非 FDI 资金流动方面，其基本趋势是受人民币超额收益率的影响，具体来说就是国内外利差与人民币预期升值率的综合作用；而围绕这一基本趋势，还有各种外生冲击影响非贸易非 FDI 资金的流动。



	非贸易非FDI资金流动	CYCLE	人民币超额收益率
非贸易非FDI资金流动	1	0.19	0.48
CYCLE	0.19	1	0.17
人民币超额收益率	0.48	0.17	1

## 五、资本流动性变化与中国的宏观经济不确定性

如同第二部分中所说，资本流动性变化可以通过多种渠道作用于一国的宏观经济运行过程，其潜在的宏观经济影响是多方面的。要探讨近年来资本跨国流动性变化对于中国宏观经济运行过程的影响，必须结合中国经济的结构性特征以及资本流动性的结构性特征进行多角度的分析。在本文中，我并不想全面地分析资本流动性变化至于中国宏观经济的影响，而是围着中国宏观经济长期增长和短期稳定性问题，分析近年来资本流动性变化给中国经济长期增长和短期稳定带来的一些不确定性

首先是在长期经济增长方面，资本流动性的提高一方面为中国的工业化和经济增长注入了动力，另一方面又带来工业部门过度膨胀、产业结构失衡，长期经济增长前景和就业的不确定性增加。

资本流动性变化主要是通过影响中国的工业化进程，进而对中国经济长期经济增长的产生推动作用。为了具体考察资本流动性变化对中国经济增长的贡献，下文首先检验资金流入对中国经济增长的贡献。由于经济增长受制于各种制度性和结构性因素以及人力资本存量水平。为此，在回归方程中引入表示要素投入、制度变化、经济结构调整和人力资本的变量。首先是资本—劳动比（K/L），描述投融资体制变化的指标，主要是反映投融资体制的市场化程度，用社会固定资本形成中财政资金的比重（INVG）表示。经济结构的变化用工业增加值在社会总增加值中的比重（INDUS）表示，以反映中国的工业化进程。人力资本指标用反映小学升学率的指标（EDU）。用资金流入指数（FUNDIN）和上述工具变量对人均 GDP 指数进行回归分析<sup>21</sup>。结果如下<sup>22</sup>：

$$\begin{aligned} Y/L = & -217 + 1.1K/L - 0.6INVG + 1.1INDUS + 1.7EDU - 0.004FUNDIN \\ & (83.4) \quad (0.1) \quad (0.3) \quad (0.9) \quad (0.7) \quad (0.15) \\ R^2 = & 0.998 \quad D.W. = 2.3 \end{aligned}$$

检验结果表明，中国的经济增长主要来自于资本劳动比的增加、投融资体制的市场化、工业化和人力资本存量的增加，而资金流动对经济增长的直接影响并不显著，应该是通过其他途径间接影响经济增长。为了探明资金流动对中国经济的具体影响机制，用反映产业结构变化、投融资体制变化、人力资本存量和资金

<sup>21</sup> INVG 越高，则市场化程度越低。在理论上，市场化程度的提高有助于经济增长，所以 INVG 与经济增长负相关；其他变量与经济增长正相关。

<sup>22</sup> 括号中给出的是标准差，下同。

流入等指标对 TFP 进行回归分析，结果如下：

$$\begin{aligned} TFP = & -54.27 + 1.37INDUS + 0.09INVG + 0.66EDU + 0.01FUNDIN \\ & (74.83) \quad (0.7) \quad (0.3) \quad (0.53) \quad (0.01) \\ R^2 = & 0.96 \quad D.W. = 1.12 \end{aligned}$$

由此可以看出，中国 TFP 的提高主要来自工业化程度的提高和人力资本存量的增加。资金的流入对中国 TFP 的直接影响并不显著。进一步用反映产业结构变化、投融资体制变化的指标对资本—劳动比进行回归分析，结果如下：

$$\begin{aligned} K/L = & -742.29 + 10.51INDUS - 2.1INVG \\ & (124.53) \quad (1.32) \quad (0.27) \\ R^2 = & 0.85 \quad D.W. = 0.61 \end{aligned}$$

产业结构变化和投融资体制变化对中国 K/L 的提高有显著的推动作用。进一步引入资金流出指标：

$$\begin{aligned} K/L = & -2.02 + 0.95INDUS + 0.28INVG + 0.09FUNDIN \\ & (192.82) \quad (2.34) \quad (0.56) \quad (0.02) \\ R^2 = & 0.93 \quad D.W. = 1.22 \end{aligned}$$

产业结构变化和投融资体制变化对资本—劳动比的影响变得不显著，而资金流入指数的影响显著。

$$\begin{aligned} INDUS = & 87.66 + 0.006FUNDIN \\ & (1.15) \quad (0.001) \\ R^2 = & 0.81 \quad D.W. = 0.62 \end{aligned}$$

资金流入显著地推动中国产业结构的变化，这与实践是相符的。中国过去 20 年中的工业化进程主要表现为一般加工业的发展，在这当中，外部资金的流入起到了至关重要的作用。外部资金流入，通过推动中国的工业化进程、促进资本—劳动比提高，进而推动中国的经济增长。资本流动性提高在促进中国的工业化进程和经济增长的同时，也为中国经济在未来的长期增长带来了一定的不确定性。最大的不确定性就是，制造业特别是出口导向的制造业部门的过度发展导致整体产业结构的扭曲。服务业增加值在我国 GDP 中的比重不到 35%，远低于世界平均的 64%。2002 年以后，服务业在 GDP 中的比重出现了一步下降的趋势。服务业作为正外部性极强的产业，其发展不仅有利于就业创造，还对其他行业的发展具有显著的拉动作用。服务业的发展滞后不利于我国就业问题的解决和长期经济增长。

在我国制造业不断扩张的过程中，外资特别是 FDI 发挥了很大的推动作用。在 90 年代中后期，外资在我国全社会固定资产投资中的比重大幅下降；2000 年以后，该比率稳定在 4.5% 左右。但是 FDI 中流向制造业的比重却维持在 70% 左右，并有所上升；外商投资企业中归属制造业的企业比重在 1999 年以来持续上升。

考虑到 FDI 在我国所能获得的各种优惠政策与配套资金，以及在特定外汇管理体制和资本账户管制之下 FDI 能够优先获得信贷安排，所以 FDI 流向制造业所带动的制造业投资远高于 FDI 自身的规模。

从中长期来看，资本流动性提高，特别是 FDI 的大规模流入，极大地对我国制造业特别是加工贸易型制造业的发展，这在过去 20 多年中，以及在近几年中，都是维持我国经济增长的重要动力。但是，从我国目前的产业结构来看，制造业已经是过度发展了，FDI 的流入会导致产业结构的进一步扭曲，从而为未来的长期经济增长和就业问题带来了不确定性。加工贸易型 FDI 流入在中国总 FDI 流入中占据很高的比例，从短期经济增长的角度看，这是积极的。但是从长期增长角度看，其负面影响可能比较大。决策的短期性助长了 FDI 的这种特征，这可能会加剧短期收益和长期损失的冲突，也就是说，以长期增长潜力的损失为代价获得短期的经济增长。这应该是中国当前资本流动结构的潜在风险之一。

其次，资本流动性的提高与我国特定的外汇管理体制结合在一起，导致货币当局和金融机构资产负债表中的外币资产和负债的比重增加，汇率风险和资产价值损失风险增加；在不完全冲销干预的情况下，既无法抑制流动性的过快增加和金融机构信贷膨胀，也无法摆脱冲销干预成本急剧上升的潜在可能性；资本流动性提高导致的外汇储备持续积累，以货币当局和金融机构的资产负债表为渠道，不仅会带来信贷膨胀，还可能助长资产价格泡沫和金融失衡的积累。所有这些都增加了中国宏观经济在未来一段时间内的不确定性。

截至 2007 年 6 月末，我国外汇储备已经超过了 1.3 万亿美元。为了应对外汇占款激增，央行从 2003 年起大量发行央行票据进行冲销干预。冲销干预导致货币当局所持资产中的外币资产比重持续上升。从 2002 年以来，在人民银行资产负债表的资产方面，外国资产的比重不断上升，到 2007 年 4 月已经达到 70% 左右；在负债方面，最大的一项是储备货币，其比重在 2002 年以来虽然也是不断下降，但是到 2007 年 4 月该指标仍然高达 54%。进一步考虑到央行负债中还有政府存款、国内债券发行等，这些都是人民币债务。所以资本跨国流动性的提高，带来的一大问题就是央行资产负债表的币种结构失衡。这使得我国货币当局在除了人民币升值问题时面临两难选择：一方面为了提高货币政策独立性和抑制投机性资金流入，央行必须允许人民币进行更大幅度的升值；而另一方面，人民币升值会导致央行外国资产的人民币价值下降，即出现所谓的“资产价格损失”。由于负债主要是人民币负债，所以人民币汇率的大幅变动，可以导致央行资产负债表恶化。

一般认为，资本流动性的增加会加大货币政策的复杂性。首先是使一国经济更容易遭受来自外国的生产率冲击的影响，产出缺口的不确定性增加；其次，资本流入对国内资产价格的影响非常复杂，这就增加了通胀缺口的不确定性；第三，

央行对国内商业银行的控制程度弱化，货币政策传导机制的不确定性增加。我国目前的货币政策也面临同样的问题，全球失衡背景下中国宏观经济走势的不确定性显著增加；资本跨境流动导致国内股市和房地产市场的价格机制更加复杂，资本流入对资产价格的影响不确定，目前还没有明确的、有充分数据和经验支撑的判断；国内金融机构的资金来源、资产负债表的结构发生显著变化，央行政策的有效性降低。更为重要的是，如前面所分析的那样，由于人民银行资产负债表存在币种错配的问题，并且这一问题近年来随着资本流动性的提高而加剧，这就使得我国的货币政策在面对很多现实宏观经济问题时的操作空间被严重侵蚀。一方面，在信贷和基础货币投放量的总量控制下，资本流动性的提高导致央行控制信贷和基础货币的主动性严重下降，往往是跟随资本流动而被动投放；另一方面，由于币种错配，利率政策的操作也面临很大的风险，调控利率的政策会导致国内外利差的变化，既能够改变央行资产的收益结构，也会导致资产方收益与负债方利息成本之间的不协调，这与汇率政策是一样的，都会使央行面临资产负债表恶化的风险。汇率政策和利率政策的差别在于，前者主要是改变资产和负债的价值，后者主要是改变资产的收益和负债的成本。

在金融机构方面，随着资本流动性的提高，外汇占款在其总资金运用中的比重持续上升，这说明我国的金融机构越来越深入的介入外汇交易活动中。在目前情况下，官方当局承担维持人民币汇率稳定的隐性义务，所以汇率风险主要由货币当局承担<sup>23</sup>，金融机构汇率风险的现实暴露程度并不高。但是随着外汇占款的增加，金融潜在的汇率风险保留程度变得越来越高。随着我国汇率体制改革的进一步深入，以及国际上增加人民币汇率制度弹性的压力越来越大，汇率风险将逐步从货币当局重新转回给私人部门，金融机构的实际汇率风险暴露程度将逐步趋向由其外币交易相对比重所决定的潜在风险暴露程度。在我国外汇市场发展程度较低、私人部门规避和管理汇率风险的工具和技能缺乏的情况下，汇率波动性的增加将会对金融机构的资产负债表产生严重影响，并对政策社会的信贷和投资行为产生较大冲击。如果在外生冲击下，我国的汇率制度和外汇管理体制发生急剧调整，汇率波动风险在短期内过快地转向金融机构，则可能带来银行危机。如果不发生这样的转移，则可能因为央行资产负债表的恶化而出现货币危机。总之，

---

<sup>23</sup> 这也是人们所说的汇率风险的“社会化”，即私人部门的汇率风险在特定制度下转嫁给货币当局。

在资本流动性不断提高的背景下，货币当局和私人部门资产负债表的潜在汇率风险暴露程度都大幅增加，外生冲击导致货币或金融危机的概率增加。这将对我国宏观经济的产生严峻挑战。

## 六、结论与启示

1、90年代中期以来，随着中国经济金融开放进程的深入发展以及国内宏观经济环境的改善，跨境资本流动性不断提高。资本流动性的提高主要表现在总量上，而净流入规模并没有明显的增加趋势。这反映了中国宏观经济基本约束条件的变化。90年代中期以来，中国宏观经济运行的约束条件已经不再是发展经济学经典理论中所说的“储蓄缺口”和“外汇缺口”。在总量指标上可以看出，资本流动性的作用已经不主要是补充国内储蓄不足，而是在流入和流出的循环中影响我国的资本形成、结构调整、制度变迁、金融体系的发展以及风险分散和消费平滑过程。

2、贸易顺差和 FDI 净流入是我国外汇积累的最主要来源。近期贸易顺差和 FDI 流动的波动性都有所上升，但是这种波动性的上升是一种正常现象。无论是贸易余额、贸易总额还是 FDI 流动，其波动性增加都是规模效应作用的结果。现有证据不能支持“假贸易”和“假 FDI”的说法。非贸易非 FDI 资金的流动具有很大波动性，即便对规模效应进行调整后，其标准差依然很大，说明这部分资金流动具有更大的易变性，构成了“热钱”的典型特征。

3、中国的 FDI 流入具有明显的贸易导向，当前中国 and 美国的贸易失衡状况与中国的 FDI 流入具有密切联系。但是两者之间的因果关系与目前的流行观点有所不同，是贸易失衡导致了 FDI 流入的增加，而不是 FDI 流入导致贸易失衡。因为进入中国的外商直接投资主要是加工贸易型的，所以中国对外贸易的发展状况影响外商对中国的直接投资动机。在中国外贸顺差增长时，说明中国的出口形势较好，外商更加愿意增加对中国的直接投资。美国作为中国最大的出口市场，其贸易逆差的增加意味着美国的国内市场需求旺盛以及产品进入美国市场的障碍较少，在这种情况下，中国产品的出口增长将更加顺利。这对于中国的加工贸易型 FDI 来说，意味着投资和生产后的产品实现环节有了更好的条件保证。所

以，中美两国的贸易收支影响中国的 FDI 流入规模，当前的全球经济失衡状况是导致中国 FDI 流入增加的关键原因。

4、人民币升值不利于中国的出口，从而会抑制以国际市场为导向的 FDI 的流入；FDI 流入与利差正相关，说明 FDI 的流动受国内外相对资金成本的影响，国内利率上升往往意味着国内信贷控制增强，在这种情况下，国内投资活动收到较多的约束，而 FDI 可以利用中国国内的优惠政策以及配套资金，获得更多的相对于国内企业的竞争优势，这将导致 FDI 流入的增加；FDI 的周期波动性与利率差以及人民币预期升值率没有明显的相关性，这以进一步说明 FDI 的流入更多的受实体经济因素的影响。贸易余额与人民币超额收益率负相关，这与目前流行的观点不相符。在目前流行的观点中，一般认为贸易收支成为规避资本管制的潜在渠道，所以，随着人民币预期超额收益率的增加，资金借助贸易渠道流入中国，这将导致贸易余额进一步增加。但是，相关性分析的结果刚好相反，两者之间呈现负相关性。

6、非贸易非 FDI 资金的流入行为与人民币超额收益率之间存在明显的正相关性，人民币超额收益率的增加，将导致非贸易非 FDI 资金流入的增加。这反映我国非贸易非 FDI 资金流动具有较多的投机成分，主要偏重于追逐纯金融收益，而与实体经济行为的联系较少。从非贸易非 FDI 资金流动中分离出来的周期波动项，与人民币超额收益率的正相关性较低。这就说明在非贸易非 FDI 资金流动方面，其基本趋势是受人民币超额收益率的影响，具体来说就是国内外利差与人民币预期升值率的综合作用。

资本流动性变化可能给中国宏观经济运行带来的不确定性影响主要表现在两个方面。首先是在长期经济增长方面。从我国目前的产业结构来看，制造业已经是过度发展了，FDI 的流入主要集中于制造业，这在短期中可以推动中国经济的增长。但是在长期中可能导致产业结构的进一步扭曲，从而为未来的长期经济增长和就业问题带来了不确定性。也就是说，以长期增长潜力的损失为代价获得短期的经济增长。这应该是中国当前资本流动结构的潜在风险之一。

其次，资本流动性的提高与我国特定的外汇管理体制结合在一起，导致央行资产负债表的币种结构失衡。这使得我国货币当局在除了人民币升值问题时面临两难选择：一方面为了提高货币政策独立性和抑制投机性资金流入，央行必须允

许人民币进行更大幅度的升值；而另一方面，人民币升值会导致央行外国资产的人民币价值下降，即出现所谓的“资产价格损失”。由于负债主要是人民币负债，所以人民币汇率的大幅变动，可以导致央行资产负债表恶化。币种错配的问题使得我国的货币政策在面对很多现实宏观经济问题时的操作空间被严重侵蚀。一方面，在信贷和基础货币投放量的总量控制下，资本流动性的提高导致央行控制信贷和基础货币的主动性严重下降，往往是跟随资本流动而被动投放；另一方面，由于币种错配，利率政策的操作也面临很大的风险，调控利率的政策会导致国内外利差的变化，加大央行资产负债表的收益结构与成本结构的不协调。