

目 录

分报告 1：发展中国家贸易条件的变化趋势与 大宗商品价格变动的关系·····	1
分报告 2：估值效应与中国外部均衡调整 ——以及外汇储备汇率风险研究·····	53
分报告 3：中国银行业的开放与银行业的稳定·····	71
分报告 4：金融发展战略选择的理论基础与国际经验·····	86

分报告 1:

发展中国家贸易条件的变化趋势与 大宗商品价格变动的关系

内容摘要: 在大宗商品价格大幅变动的背景下, 本文考察了不同类型发展中国家(能源出口国、非能源大宗商品出口国和工业制成品出口国)贸易条件近二十年来的变化趋势, 并进一步采用面板数据的方法估算了 1999-2006 年大宗商品价格变动对不同类型发展中国家贸易条件的具体影响。本文的主要发现之一是进入新世纪以来, 发展中国家整体的贸易条件有所改善, 但这种改善却是不均匀的, 体现为能源输出国的贸易条件改善幅度最大, 非能源大宗商品出口国次之, 工业制成品输出国的贸易条件却恶化。本文的另一个主要发现是虽然包括能源输出国和非能源输出国在内的大宗商品出口国的贸易条件改善在很大程度上可归因于大宗商品价格的上涨, 但却无有力证据来证实工业制成品输出国贸易条件与大宗商品价格之间的反向关联。本文的结果对普雷维什-辛格假说在新时期的适用性提出了置疑, 并就导致国际贸易所得分配格局变化的决定要素提供了新的证据。

关键词: 发展中国家、贸易条件、大宗商品价格

一、引言

进入新世纪以来，国际上大宗商品的价格呈现持续的上涨趋势，与上世纪 90 年代以来这些商品价格的长期低迷形成明显对照。^①由于在世界贸易格局中，传统上资源性产品主要由资源禀赋丰富的发展中国家提供，发达国家是主要进口国，所以一个令人感兴趣的问题就是，发展中国家的贸易条件是否也相应地得到了改善？或者更直接地说，发展中国家贸易条件的变化在多大程度上可归因于资源性产品价格的变化？

至少有两个原因让我们对上述问题感兴趣。首先，一国贸易条件的变化具有重要的直接和间接福利含义。一国贸易条件的改善表示给定数量的出口商品能够换取到更多数量的进口商品，意味着该国产品实际购买力的提高，所以在国际贸易中，贸易条件的变化直接与贸易所得在国家间的分配相关。在间接福利含义方面，如果贸易量不发生大的调整，那么一国贸易条件的改善会导致其经常帐户盈余的增加，从而增加国内总需求，促进经济的成长。^②所以对于参与国际贸易的发展中国家来说，贸易条件是度量其福利变化的一个重要指标。

其次，和发达国家相比，发展中国家的贸易条件更容易受到大宗商品价格变化的影响。大宗商品是自然资源禀赋相对充裕的发展中国家的主要出口商品，传统上向发达国家出口以换取工业制成品。近二、三十年来随着亚洲新兴工业化国家的兴起，加工贸易迅速发展，导致发展中国家之间大宗商品贸易也快速增加。所以无论是对出口大宗商品的发展中国家还是工业制成品出口型的发展中国家而言，大宗商品贸易都具有特别的重要性。给定这样的贸易结构，欲深入理解发展中国家在国际贸易中福利变化的原因，必然需要研究大宗商品价格变动与这些国家贸易条件变化的关系。

上世纪 50 年代初，普雷维什（Prebisch（1950））和辛格（Singer（1950））的研究形成了著名的普雷维什-辛格假说，即初级产品相对于工业制成品的贸易条件存在持续下降的趋势，国际贸易产生的贸易所得的分配因此是向主要出口工业制成品的发达国家倾斜的，而出口初级产品为主的发展中国家则处于不利的地位。普雷维什-辛格假说引发了大量针对发展中国家/初级产品贸易条件变化趋势

^① 本文所指的大宗商品（commodities）是与工业制成品（manufactures）相对的概念，包括食物和饮料、能源和工业性投入等三种类别，根据IMF的Commodity Prices System，共包含32种商品，参见 www.imf.org/external/np/res/commod/index.o

^② 一国经常帐户盈余的上升会同时增加对国内产品和国外产品的需求。在本国偏好（home bias）的假定下，对国内产品需求的增加会超过对国外产品需求的增加。

以及变化原因的研究。概括起来, 现有文献所产生的证据虽然混杂, 但大多数证实了二十世纪发展中国家/初级产品贸易条件恶化的趋势。针对这一现象已经提出的解释包括: 初级产品的需求收入弹性比较低; 发展中国家和发达国家的劳动力市场结构不同, 所以经济发展和技术进步导致发展中国家工人的相对工资的下降, 从而造成发展中国家贸易条件的恶化 (Ocampo and Parra (2004))。^①

然而, 进入新世纪以来, 我们需要对发展中国家贸易条件的变化重新审视。首先, 随着大宗商品价格的持续上涨和高企, 发展中国家的贸易条件是否发生了相应的变化? 也就是说, 国家贸易产生的贸易所得的分配格局是否发生了偏向于发展中国家的倾斜? 其次, 发展中国家既包括出口能源和非能源资源性产品的国家, 也包括进口初级产品进行加工后出口工业制成品的国家, 这些不同类别发展中国家的贸易条件变化趋势有何区别? 即贸易所得在发展中国家之间又是如何分配的? 对这些问题的解答关系到普雷维什-辛格假说在新世纪是否适用的问题, 具有重要的理论和实践意义。现有文献中虽然已经有研究显示近年来能源和非能源大宗商品的贸易条件都得到了改善 (IMF, World Economic Outlook), 但还缺乏深入考察不同类型发展中国家的贸易条件变化趋势的研究。

再次, 我们需要考察在给定其他因素的前提下, 大宗商品价格的变动究竟应当在多大程度上为国际贸易所得分配格局的变化负责呢? 虽然有关理论指出推动一国贸易条件变化的主要原因是其产品的市场需求和生产成本, 但对于市场影响力普遍薄弱的许多发展中国家来说, 大宗商品价格变化的冲击应是导致其贸易条件变动的重要原因。然而, 现有文献中甚少关于发展中国家贸易条件的决定要素的研究, 尤其缺乏大宗商品价格与贸易条件关系的量化研究。^②

针对现有文献存在的上述不足之处, 本文重新审视了 1990 年代以来发展中国家的贸易条件变化, 其中特别对比了上世纪末和本世纪初不同类型发展中国家 (能源输出国、非能源性大宗商品输出国和工业制成品输出国) 贸易条件的变化。本文进而利用面板数据的分析方法, 收集了 1999-2006 年的数据, 具体考察了在控制了收入效应和成本效应的前提下大宗商品价格对不同类型发展中国家贸易条件的影响。通过以上工作, 本文希望能对国际贸易所得分配格局的变化提供新的证据, 并就大宗商品价格对发展中国家贸易条件的影响提供切实的估算。

本文的主要结论可以归纳如下: 首先, 进入新世纪以来, 发展中国家的贸易

^①由于单调的工业结构, 发展中国家的劳动力主要集中在初级产品生产行业, 属于非技能型工人, 并且劳动力市场缺乏发达的工会组织, 所以技术进步带来的效率改进体现为生产成本的降低, 而非收入的增加。

^② 见稍后的文献综述。

条件得到普遍改善，但是其中能源出口国改善幅度最大，非能源资源产品出口国改善幅度次之，而工业制成品出口国的贸易条件则呈恶化趋势。其次，给定其他变量，从 1999 年到 2006 年，大宗商品价格上涨导致能源输出国的贸易条件改善了 99%，非能源资源产品输出国的贸易条件平均改善了 60%，工业制成品输出国的贸易条件则恶化了 7%。

本文的第二部分简要回顾了关于大宗商品和发展中国家贸易条件的文献，然后在第三部分描述了 1990 年代以来大宗商品价格和发展中国家贸易条件的变化特点。有关计量模型设定和估算问题放在第四部分讨论，估算结果的汇报和解释放在第五部分，最后在第六部分对本文做出总结。

二、文献综述

在 20 世纪中期之前，经济学家们对初级产品贸易条件的变化看法都比较一致，即根据经济学里经典的需求和生产理论，给定土地等自然资源禀赋的有限性，在生产初级产品时存在规模经济递减效应；而随着人口的增加，对食物等初级产品需求也会相应增加，所以长期说来初级产品的贸易条件应当呈现上升的趋势。这种传统看法受到了普雷维什（Prebisch（1950））和辛格（Singer（1950））的颠覆，二人的研究形成了普雷维什-辛格假说。普雷维什（1950）用英国进出口的平均价格来近似地代替国际市场上初级产品和制成品的价格，发现从 1860 年到二战期间初级产品的贸易条件呈现下降趋势。辛格（1950）则提出了一系列解释初级产品以及发展中国家贸易条件恶化的原因。总结起来，他们认为初级产品以及“外围国家”（初级产品出口国）的贸易条件恶化的主要原因有：1）初级产品和工业制成品相比，具有较低的需求收入弹性，2）技术进步使得在生产工业制成品时使用大量的合成材料，因此随着经济增长和技术进步，对初级产品的相对需求会下降。3）“中心国家”（出口工业制成品的发达国家）和“外围国家”在劳动力市场结构上存在差别。外围国家工业化程度低，缺乏初级产品行业的替代行业，所以初级产品行业具有充足的劳动力供应。因此技术进步导致的生产效率提高在外围国家体现为工人实际工资的下降，从而导致这些国家的贸易条件恶化。他们因此认为在外围国家和中心国家的贸易中，外围国家处于不利的位置，并根据这个结论认为发展中国家应当偏离出口初级产品为主的发展策略。由于普雷维什-辛格假说在规范分析和实证分析方面具有的含义，它主导了二十世纪后半期关于发展中国家贸易条件的研究（见 Ocampo and Parra（2004））。

大量的实证研究致力于验证该假说,即初级产品的贸易条件是否持续下降的趋势,结果应当说是混杂的。在提供支持证据的代表性研究中,Sapsford (1985)考察了1900-1970年期间初级产品的变化趋势,Grill and Yang (1988)考察了1900-1986年期间多种初级产品的贸易条件,都得出了大宗商品的贸易条件持续下降的结论。但是也有不少研究提出质疑。如Powell (1991)考察初级产品贸易条件的平稳性,结论为剔除突出的负面冲击后,初级产品的贸易条件具有平稳性,并不支持普雷维什-辛格假说。Bleaney and Greenaway (1993)则认为初级产品的价格变化趋势不是持续的,并且不同种类的初级产品的价格变化趋势存在明显差别。总的说来,应当说针对20世纪初级产品贸易条件的现有研究中大多数支持普雷维什-辛格假说,如Sarkar(2001)总结说普雷维什-辛格假说的实证基础是比较坚实的。不过,进入新世纪以来,大宗商品价格的持续上涨对普雷维什-辛格假说提出了挑战,最新针对新世纪以来大宗商品贸易条件变化的研究发现无论能源型初级产品还是非能源性初级产品的贸易条件近年来都得到了显著改善(IMF, World Economic Outlook, 2008, chapter 5)。

普雷维什-辛格假说将初级产品贸易条件与发展中国家贸易所得联系起来,前提是这些发展中国家的主要出口产品是初级产品。半个多世纪过后,发展中国家的贸易结构已变得更为多样化,既有出口大宗商品价格为主的国家,也包括出口工业制成品为主的国家,这种结构性的变化使得国际贸易所得分配的动态变化不只发生在发达国家和发展中国家之间,也发生在发展中国家之间。相应地,我们需要具体考察不同类型发展中国家贸易条件的变化趋势,才能够就国际贸易所得分配格局的变化做出判断,而现有研究在这方面还很缺乏。

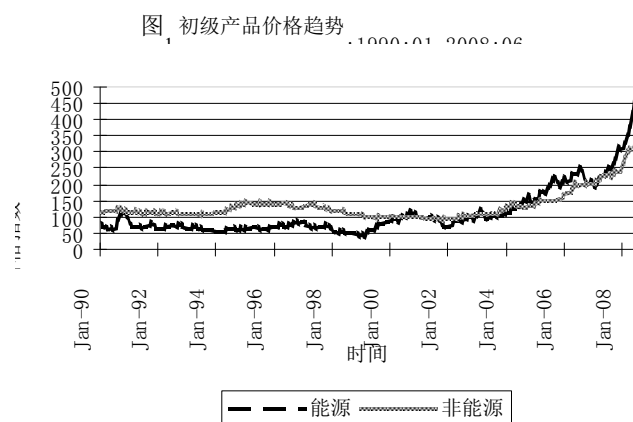
与考察贸易条件变化趋势数量众多的研究相比,关注贸易条件决定因素的研究数量很少。Evans (2002)考察了生产要素(资本和劳动力)和技术进步的行业性差别等因素对南北贸易中贸易条件变化的影响,结论是技术进步在初级产品部门和工业制成品部门之间的差异足以抵消北方需求带来的规模经济递减的效应。Merrier (1953)讨论了英国贸易条件与工资水平和FDI的关系,认为收入水平的变化更能解释英国贸易条件的改善。Bloch and Sapsford (1998)对二战后初级产品贸易条件与产品价格、工资和制造业溢价(mark-up)的关系进行研究,发现这些因素如该假说提出的那样对初级产品的贸易条件有负面影响。最新的Mollick, Faria, Albuquerque and Leon-Ledesma(2008)的研究则发现大宗商品贸易条件的恶化与全球经济融合的程度没有必然联系。

虽然有关理论指出推动一国贸易条件变化的主要原因是其产品的市场需求和生产成本，但对于市场影响力普遍薄弱的许多发展中国家来说，通过内在的改进生产效率和降低成本更多的是提高了溢价（mark-up），而非市场价格，所以影响需求的收入因素和大宗商品价格变化的冲击应是导致其贸易条件变动的重要原因。因此，对大宗商品价格与不同类别发展中国家贸易条件之间的联系进行实证分析能够为大宗商品价格影响发展中国家贸易所得分配的程度提供重要证据。然而，现有文献中对大宗商品价格与发展中国家贸易条件关系的量化还没有什么关注。

三、大宗商品价格和发展中国家贸易条件的近期变化

1. 大宗商品价格在上世纪 90 年代比较平稳，进入新世纪后明显上扬，其中能源性大宗商品价格的增幅快于非能源性大宗商品价格的增幅

大宗商品可以分为能源型和非能源型大宗商品。能源型大宗商品包括原油、天然气和煤等商品，非能源型大宗商品包括农产品和金属矿产品等。图 1 绘出了自 1990 年以来能源性大宗商品价格指数和非能源型大宗商品价格指数的变化趋势。可以看出，这两种价格指数都有相似的变化趋势，在整个上世纪 90 年代虽略有波动，但都维持了相当稳定的水平。但能源价格指数从 1999 年开始，非能源价格指数从 2003 年开始，开始了持续的、明显的上涨。截至 2008 年 6 月，和 1990 年代的平均水平相比，能源价格指数上升了四倍多，非能源价格指数上升了大约 2.5 倍。这样的上涨幅度远超过同期工业制成品的价格上涨，导致了大宗商品贸易条件的大幅改善。



尽管大宗商品价格近年来的上涨很明显，我们还很难判断它们的上涨趋势是否是可持续的。一方面各类大宗商品的价格表现不一定一致。虽然原油等能源产

品的价格上涨持续时间较长，农产品的价格上涨 2007 中期之后才发生，并且主要发生在谷类产品方面；金属矿产品的价格在 2004 年之后才大幅上升。^①另一方面和整个 20 世纪大宗商品价格的平缓相比，近几年来大宗商品价格变化并不足以供我们做出长期的判断。

2. 进入新世纪之后，发展中国家的贸易条件总体改善，其中能源输出国和非能源资源产品输出国的贸易条件改善，工业制成品输出国的贸易条件恶化。

如前所述，发展中国家的出口结构逐渐变得多样化，包括大宗产品出口国和工业制成品出口国，而出口结构不同的国家的贸易条件的变化趋势会有所区别。如表 1 所示，根据联合国的计算，从 2000 年-2005 年，发展中国家整体的贸易条件上升了 5%，其中能源输出国的贸易条件上升了 14%，而工业制成品输出国的贸易条件则恶化了 9%，同期发达国家的贸易条件却无明显变化。

为了更具体地观察不同类型发展中国家贸易条件的变化趋势，图 6-图 7 给出了代表性的能源输出国、非能源性大宗商品出口国和工业制成品输出国 1990 年以来的贸易条件变化趋势。图 2 清楚显示作为能源输出国的代表，沙特阿拉伯和委内瑞拉的贸易条件变化非常相似，在 1990 年代变化甚少，而 1999 年之后都有明显改善，显然与能源价格的变化趋势相吻合。此外，图 3 显示作为非能源大宗商品输出国代表的 5 国中，除了马拉维之外，其他国家的贸易条件在 2000 年之后都有不同程度的改善。最后，图 4 和图 5 则清楚显示出口工业制成品国家的贸易条件的变化趋势与前二者明显不同。韩国、越南、中国和整个东亚地区（日本除外）的贸易条件在 2000 年之后都有较明显的下降。

根据以上关于 2000 年以来发展中国家贸易条件变化的观察，我们可以对该时期贸易所得在国际间的分配做出一些判断。和上世纪 90 年代相比，就发展中国家总体来说，在国际贸易所得格局的地位只能说是略有改善。但在发展中国家之间，贸易所得分配却有巨大的差异。能源输出国明显受益于能源产品价格的上涨，而工业制成品输出国却明显是让利一方。所以与其说进入新世纪以来国际贸易所得的从发达国家向发展中国家转移，不如说从输出工业制成品的以东亚国家为代表的发展中国家向大宗商品出口国转移。

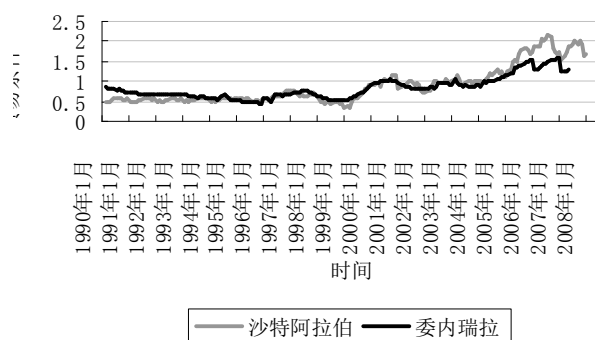
^① 见附录 1。

表1 贸易条件与购买力指数(2000=100)

年份	贸易条件			
	发展	能源	制成品	发达
	中国家	出口国	出口国	国家
1980	117	168	109	97
1985	111	154	102	92
1990	101	86	104	103
1995	102	69	106	105
1998	100	60	105	105
1999	99	65	104	105
2001	98	95	99	101
2002	98	96	99	103
2003	99	104	98	104
2004	100	119	94	104
2005	104	114	91	102

数据来源：摘自 UN Handbook of Statistics, 2006-2007, Chapter 4, Table 4.2.2 Terms of trade indices and purchasing power indices, of exports of economic groupings

图2 石油输出国贸易条件(沙特和委内瑞拉)



图, 非石油初级产品主要出口国贸易条件

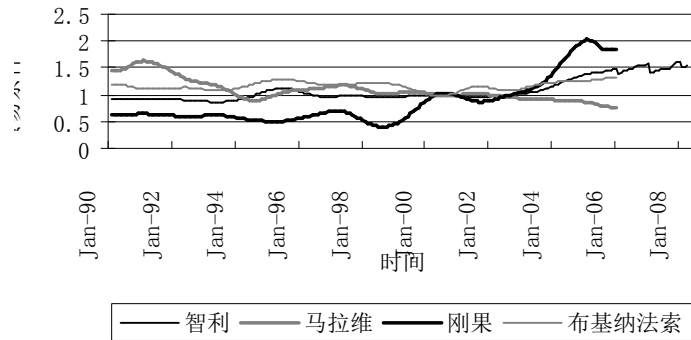
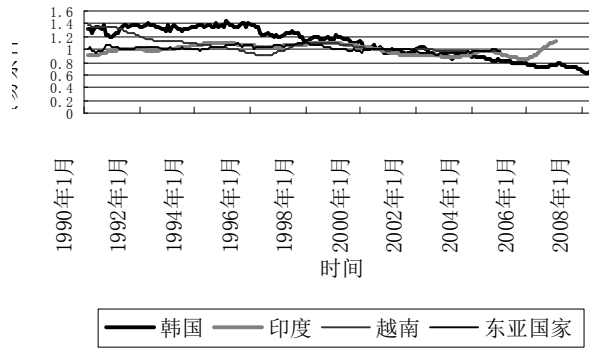
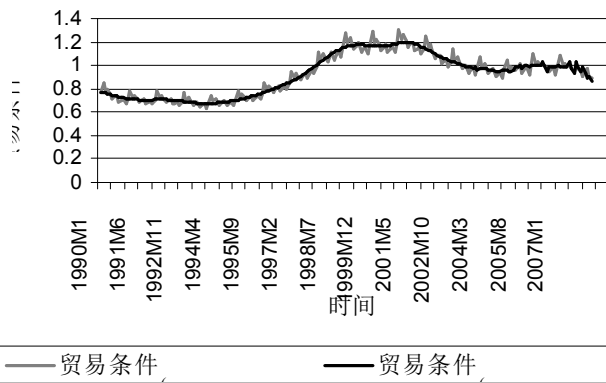


图4 制成品出口发展中国家贸易条件



图



数据来源：图 1-4 由作者根据收集自 World Bank, Global Economic Monitor 数据库的各国的进出口价格指数计算得出。图 5 根据作者推算的中国进出口环比价格指数计算得出，详见附录 2。

四、计量模型的设定与估算

1. 发展中国家贸易条件的决定要素和变量的描述

一国的贸易条件被定义为一国出口商品相对于进口商品的价格，因此其决定因素也体现了一般商品价格的决定因素：需求层面和供给层面的因素。在需求层面，除了进口国的收入水平外，对于缺乏市场影响力的发展中国家而言，还特别应强调大宗商品价格变化造成的冲击。在供给层面，可能会影响到贸易条件的因素包括生产成本（包括劳动力成本和资本成本）和技术水平，对于从事加工贸易的发展中国家而言，大宗商品价格的变化也会影响到其生产成本。根据以上讨论，我们归纳出下列影响发展中国家贸易条件的主要变量并描述在计量模型中所使用的度量。

1) 大宗商品的价格水平 (P_COM)。大宗商品价格水平会从需求和供给层面影响发展中国家的贸易条件。对于大宗商品出口国而言，大宗商品价格变化直接影响对大宗商品的需求数量。对工业制成品出口国而言，大宗商品价格的变化会影响到其进口商品价格，增加生产成本。大宗商品包括能源产品和非能源产品，它们的价格可能具有较高的相关性，为避免高度多重共线性问题，我们构建一个综合的大宗商品价格指数 P_COM ，定义它为能源产品的价格指数和非能源产品价格指数的算术平均：

$$P_COM = \frac{1}{2}(\text{能源价格指数} + \text{非能源大宗商品价格指数})$$

2) 进口国的收入水平 (GDP_OECD)。根据一般的需求理论可知，其他因素不变，进口国收入的增加会导致对进口需求的增加，导致进口价格水平的上升。然而，进口国收入增加却不一定导致出口国贸易条件的改善，因为与此同时，进口国消费者对本国产品的需求也会增加，导致其本国出口价格水平的上升。如果对发展中国家出口的需求收入弹性小于 1，那么进口国的收入上升必将导致发展中国家的贸易条件恶化。由于发展中国家出口的主要目的地是发达国家，我们采用经合组织成员国的国民生产总值指数 GDP_OECD 作为进口收入水平的度量。

3) 出口国的利率水平 (INT)。生产大宗商品的要素之一为资本，资本回报率的变化对生产成本有直接影响。其它条件相同时，取决于市场影响力的大小，资本使用成本的增加或多或少会推动出口商品的价格上涨，所以我们预期发展中国家利率水平对其贸易条件有正面影响。

4) 出口国的工业增加值 ($VADD$)。生产的另一个要素是劳动力。如前所述，发展中国家与发达国家相比的劣势在于劳动力市场的特殊结构使得发展中国家

的工人具有较低的实际工资。那么发展中国家工人实际工资上涨会推动生产成本上升，或多或少地推动发展中国家出口价格上涨，最后应当对其贸易条件有正面作用。由于大多数发展中国家缺乏详细的工资数据，我们选用发展中国家的工业增加值（ $VADD$ ）作为替代变量，原因是由于资本的国际流动远较劳动力的国际流动通畅，工业增加值的变动更多的是体现了劳动力成本反向的变动。

5) **发展中国家的类型**。如前所述，发展中国家的贸易结构变得更为多样化，使得不同类型发展中国家的贸易条件的变化趋势和决定因素有所区别。为考察这些类别性差异，我们用将发展中国家分为能源输出国（ D_ener ），非能源大宗商品输出国（ $D_nonener$ ），以发展发展中国家为代表的工业制成品输出国（ D_manu ）和其他国家，并定义如下：

$$D_ener = \begin{cases} 1 & \text{如果是石油输出国} \\ 0 & \text{如果不是} \end{cases}$$

$$D_nonener = \begin{cases} 1 & \text{如果是非能源产品输出国} \\ 0 & \text{如果不是} \end{cases}$$

$$D_manu = \begin{cases} 1 & \text{如果是亚洲发展中国家} \\ 0 & \text{如果不是} \end{cases}$$

2. 计量模型的具体形式和估算方法

为了考察进入新世纪以来发展中国家贸易条件的决定要素，我们收集了1999–2006年112个发展中国家的数据。^{①②}由于有些国家数据不完整，最终可用于估算的数据包括了82个国家的数据，一共为609个观测点。根据上一节的讨论，我们将模型形式设定如下：

$$\log(TOT_{it}) = X_{it}\beta + D_{it}\gamma + D_{it} \times \log(P_COM_{it})\lambda + u_{it} \quad (1)$$

其中 $i=1, N$ ， $N=82$ 。 TOT_{it} 表示的是第 i 个国家在 t 时的贸易条件。数据矩阵 X_{it} 包括变量 $\log(GPD_OCED)$ 、 $\log(P_COM)$ 、 INT 和 $VADD$ 在第 i 个国家时间为 t 时的观测值。数据矩阵 D_{it} 包括变量 D_ener 、 $D_nonener$ 和 D_manu 在第 i 个国家时间为 t 时的观测值。为考察不同类别国家大宗商品价格影响其贸易条件程度的差异，我们纳入了交叉项 $D_{it} \times \log(P_COM_{it})$ 作为自变量。 β 、 γ 和 λ 分别为相应的待估参数向量。

① 样本中包含的国家和地区名参见附录3。

② 各变量的统计性特征和其他说明见附录2。

按照常规面板数据的估算步骤，我们首先检验混合 OLS 估算方法是否适用，然后看究竟是随机效应还是固定效应模型更使用，结果表明单边随机效应模型是更好的选择。^①我们根据常规做法，构建一个 error correction model，即对式（1）中的随机干扰项做如下设定：

$$\begin{aligned}
 u_{it} &= w_i + v_{it} \\
 E(u_{it}^2 | X, D) &= \sigma_w^2 + \sigma_v^2 \\
 E(u_{it}u_{is} | X, D) &= \sigma_w^2 \\
 E(u_{it}u_{js} | X, D) &= 0, \text{ for } \forall t, i \neq j
 \end{aligned} \tag{2}$$

但为了检验估算结果的稳健性，我们也估算了一个混合 OLS 模型和一个固定效应模型，并将其结果与式（1）和（2）中的单边随机效应模型的估算结果相比照。

五、估算结果的汇报与解释

1. 单边随机效应模型估算结果

我们估算了式（1）和（2）中的单边随机效应模型，并把结果汇报于表 2。估算结果表明整个模型具有较好的拟和度，并且绝大部分估算值都具有统计上的显著性。我们可以从以下几方面对估算结果作出汇报和解释。

首先，估算结果在一定程度上证实生产成本对发展中国家的贸易条件的影响。表 2 的结果表明给定其他条件，本国利率水平的上升对贸易条件有在统计上显著的改善作用，虽然改善的幅度很小。这样的结果是与理论预期相吻合的，因为利率的上升一方面会增加生产成本，推高出口价格，另一方面会导致资金流入，导致本币升值，抬高出口价格，所以利率和贸易条件有正面关系。同时，估算结果也表明工业增加值的上升对发展中国家的贸易条件影响不具有统计上的显著性，所以我们无法就劳动力成本的影响做出明确的判断，这可能是由于工业增加值不算是劳动力成本的完美替代变量的原因。

其次，估算结果表明进口国的收入增长对发展中国家的贸易条件有负面影响。给定其他条件，OECD 国家的 GDP 指数增加 1%，发展中国家的贸易条件平均下降 0.68%。这个结果间接证实了发展中国家出口商品具有较低的需求收入弹性，当发达国家收入增加时，对发展中国家出口商品需求的增加速度慢于对发达国家

^① 检验结果参见附录 4。由于不是平衡数据（balanced data），我们无法估算随机时间效应。

自己本国产品需求增加的速度，导致前者价格上升幅度低于后者，也就意味着发展中国家贸易条件的恶化。

再次，结果也表明在样本区间内，如果其他变量全部取值为零，亚洲发展中国家的贸易条件平均来说是改善了，而能源输出国和非能源性资源产品输出国的贸易条件是恶化了。不过，由于其他变量全部取值为零的假设前提不可能成立，该结论也就不具有现实意义。

最让我们关注的是大宗商品价格变化对发展中国家贸易条件的影响。为了检验大宗商品价格对各类别发展中国家贸易条件影响的显著性，我们进行了 WALT 检验，结果汇报于表 3。从中可以看出，交叉项系数与大宗商品价格系数之和对亚洲发展中国家来说为负，对其他类别国家来说为正，但只有后者具有统计上的显著性。由于在 1999-2006 期间大宗商品价格平均上涨了 124%，我们可推算出大宗商品价格的上涨导致同期亚洲发展中国家的贸易条件恶化了约 7%，导致能源输出国的贸易条件改善了约 99%，导致非能源性大宗商品输出国的贸易条件改善了约 60%，导致其他发展中国家的贸易条件改善了 15%。从估算结果中可以得出的一个重要结论是，如果将亚洲发展中国家作为出口工业制成品的发展中国家代表，那么本轮大宗商品价格的上涨对工业制成品出口国的贸易条件并无显著作用，但改善了其他发展中国家的贸易条件，其中，能源输出国改善幅度最大，非能源大宗商品输出国次之，其他发展中国家又次之。

这一结论具有重要的含义。虽然在本文第三部分的结果说明进入新世纪以来贸易所得在发展中国家之间的分配发生转移，但本部分的结果却难以让我们得出结论说这种转移是由于大宗商品价格变动导致的。一方面证据显示大宗商品价格的上涨确实推动了大宗商品出口国贸易条件的大幅上涨，但另一方面大宗商品价格却非亚洲发展中国家贸易条件变化的主要原因。这可能是由于数据的局限性，也可能是因为亚洲发展中国家在样本期间的贸易条件恶化更多地归因于其出口商品雷同和恶性竞争导致的出口价格的下降，具体原因有待未来更彻底的研究。

表 2 面板数据估算结果

因变量：ln TOT				
自变量代码	自变量名	随机效应	固定效应	混合 OLS
INT	利率	0.0007**	0.0007	0.0005*
		(0.0002)	(0.0007)	(0.0003)

VALUE	工业增加值	0.0005	0.0015**	0.0008
		(0.0009)	(0.0006)	(0.0007)
ln PCOM	商品综合价格(对数)	0.1294**	0.1345**	0.1191*
		(0.0534)	(0.0336)	(0.0581)
FUEL	能源出口国	-3.2145**		-3.2420**
		(0.5697)		(0.2181)
NFUEL	非能源资源出口国	-1.8044**		-1.8825**
		(0.7288)		(0.2410)
ASIA	亚洲发展中国家	0.8660**		0.8505**
		(0.2599)		(0.1868)
GDP_OECD	OECD 国家 GDP 指数	-0.6869**	-0.5622**	-0.6341*
		(0.2758)	(0.2249)	(0.3158)
ASIA*ln PCOM		-0.1895**		-0.1866**
		(0.0561)		(0.0389)
FUEL*ln P PCOM		0.6907**		0.6960**
		(0.1226)		(0.0457)
NFUEL*ln PCOM		0.3945**		0.4111**
		(0.1593)		(0.0506)
constant	常数项	7.1726**	6.5734**	6.9756**
		(1.0932)	(0.9135)	(1.2155)
截面随机效应		0.2074**		
		(0.0511)		
R 平方(调整)		0.7004	0.2860	0.4515
F 统计量		139.7993	3.8678	51.0594
P 值		0.0000	0.0000	0.0000
DW		0.6633	0.7978	0.5287
截面单位		82	82	82
观测点数目		609	609	609

注：扩号中数字为估算值的标准误差。上标*和**分别表示 10%和 5%的统计显著性。

表 3 商品价格对发展中国家贸易条件影响的地区性差异（随机效应模型）

	估算值	WALD 检验统计量	P 值
亚洲发展中国家	-0.06	1.189	0.275
$\beta_3 + \lambda_1$	(0.055)		
能源输出国	0.82	52.215	0.000
$\beta_3 + \lambda_2$	(0.107)		
非能源资源输出国	0.524	11.149	0.000
$\beta_3 + \lambda_3$	(0.157)		
其他国家	0.129	5.854	0.016
β_3	(0.053)		

注：扩号中数字为估算值的标准误差。

2. 稳健性检验

如前所述，为了保障估算结果具有稳健性，我们也估算了一个固定效应模型和一个混合 OLS 模型，结果也合并汇报于表 2 的后二栏中。固定效应模型由于无法考察发展中国家的类别性差异，拟合程度较差，但是所得结果中大宗商品价格的作用和 OECD 国家 GDP 指数的作用都与单边随机效应模型的结果相一致。混合 OLS 模型的估算结果基本与单边随机效应模型的结果相一致。所以，使用不同的模型设定和估算方式，对于我们要考察的主要目标即大宗商品价格对不同类别发展中国家贸易条件的影响，得到的结果应当是比较一致和稳定的。

六、结论

为分析进入新世纪以来大宗商品价格上涨对发展中国家福利变化的影响，本文考察了不同类别发展中国家（能源输出国、非能源资源产品输出国和工业制成品输出国）贸易条件变化的趋势。在此基础之上，本文利用面板数据的分析方法，对 1999-2006 年期间发展中国家贸易条件变化的决定因素进行认真分析，其中着重考察大宗商品价格变化对不同类别发展中国家贸易条件的区别性影响。

本文的主要发现之一是进入新世纪之后，虽然发展中国家的贸易条件总体改善，但不同贸易结构的发展中国家的贸易条件变化趋势却不尽相同，其中能源输出国和非能源大宗商品输出国的贸易条件改善，而工业制成品输出国的贸易条件

恶化。如果以贸易条件变化作为国际贸易所得分配的方向，那么贸易所得分配的转移更多地是在发展中国家之间，即从工业制成品输出国流向大宗商品出口国。这样的结果也让我们质疑普雷维什-辛格假说在新世纪的适用性。

本文的另一个主要发现是进入新世纪以来大宗商品价格对各类发展中国家贸易条件的影响存在显著差异。具体来说，给定其他条件，从1999-2006年期间，大宗商品价格的上涨导致能源输出国的贸易条件平均上升了99%，导致非能源性资源产品输出国的贸易条件平均上升了60%，导致亚洲发展中国家的贸易条件平均恶化了7%，导致其余发展中国家的贸易条件平均改善了15%。这些结果说明大宗商品价格上涨是大宗商品出口国在贸易所得分配中获利增多的主要原因。

虽然本文的发现不支持普雷维什-辛格假说提出的初级产品和发展中国家贸易条件持续恶化的观点，但却对普雷维什-辛格假说提出的发展中国家贸易条件的决定要素提供了新的证据，因为本文的结果证实发展中国家出口商品具有较低收入弹性，并在一定程度上支持贸易条件受生产成本影响的观点。对此的一个合理解释是1999-2006年期间大批发展中国家贸易条件的改善并非由进口国收入和生产成本等基本因素推动，而是由某些外因导致的大宗商品价格上涨所推动，而导致大宗商品价格变化的原因可能是多方面的，包括消费偏好的改变、市场投机行为的增加、自然灾害等等。也是因为这个原因，大宗商品价格会具有相当的波动性，所以发展中国家贸易条件的变化趋势是否持续也有待观察。

参考文献：

Bleaney, Michael F & Greenaway, David, 1993. "Long-Run Trends in the Relative Price of Primary Commodities and in the Terms of Trade of Developing Countries," *Oxford Economic Papers*, Oxford University Press, 45(3), 349-63.

Bloch, H. and D. Sapsford. 1997. "Some Estimates of Prebisch and Singer Effects on the Terms of Trade between Primary Producers and Manufacturers," *World Development*, 25(11), 1873-1884.

Evans, D. 1987. "The Long-run Determinants of North-South Terms of Trade and Some Recent Empirical Evidence," *World Development*, 15(5), 657-671

Grilli, E. R. and M. C. Yang. 1988. "Primary Commodity Prices, Manufactured Goods Prices, and the Terms of Trade of Developing Countries: What the Long Run Shows," *the World Bank Economic Review*, 2(1), 1-47.

International Monetary Fund, 2008, "Globalization, Commodity Prices, and Developing Countries," *World Economic Outlook*, April, Chapter 5.

Merrier, G. M. 1953. "Long Period Determinants of Britain's Terms of Trade, 1880-1913," *The*

Review of Economic Studies, 20(2), 115-130.

Mollick, A. V., Faria, J. R., Albuquerque, P. H. and M. A. León-Ledesma. 2008. "Can globalisation stop the decline in commodities' terms of trade?" *Cambridge Journal of Economics Advance Access*, Published online on June 11, 2008

Ocampo, J. A. and M. A. Parra. 2004. "The Commodity Terms of Trade and Their Strategic Implications for Development". <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/it/papers/0403/0403001.pdf>

Powell, A. 1991. "Commodity and Developing Country Terms of Trade: What Does the Long Run Show?", *The Economic Journal*, 101, November. 1485-96.

Prebisch, R. 1950. *The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems*. New York: United Nations.

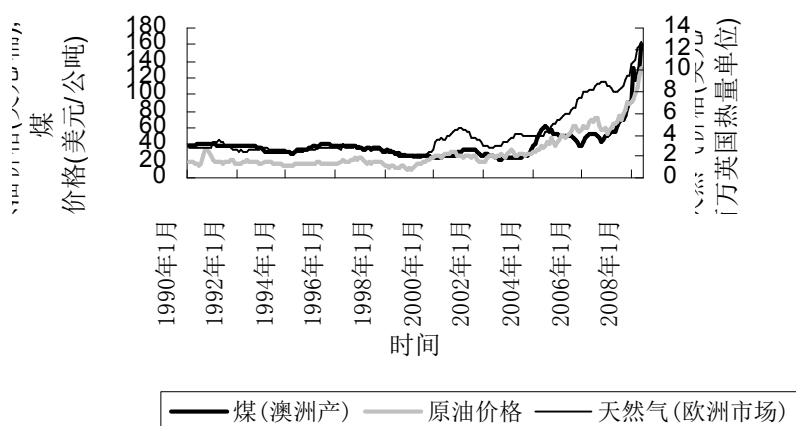
Sapsford, D. 1985. "The Statistical Debate on the Net Barter Terms of Trade Between Primary Commodities and Manufactures: A Comment and Some Additional Evidence", *The Economic Journal*, 95, September, 781-88.

Sarkar, P. 2001. "The North-South Terms of Trade Debate: A Re-examination," *Progress in Development Studies*, 1(4), 309-327

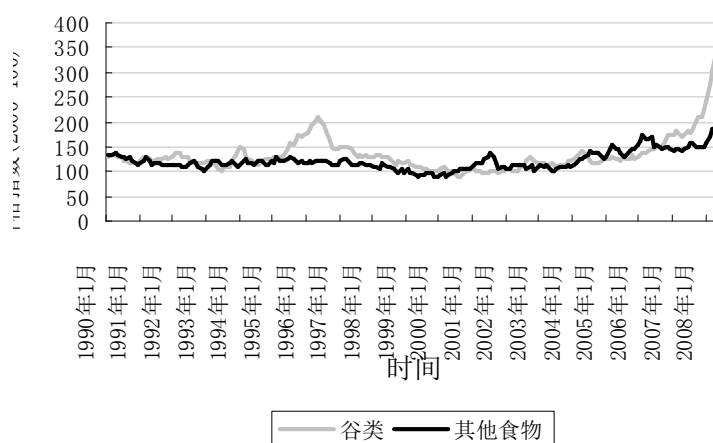
Singer, H. 1950. "The Distribution of Gains between Investing and Borrowing Countries?" *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 40(2), 473-85.

附录1 各类大宗商品价格的变化

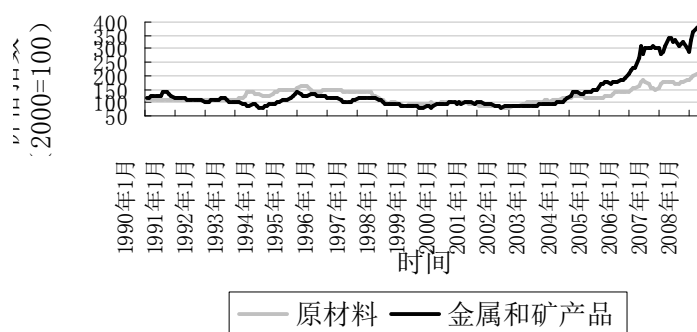
附图1 部分能源产品价格: 1990:01-2008:06



附图2 食物价格:1990:01-2008:06



附图3 原材料和金属、矿产品价格:
1990: 01-2008: 06



数据来源: World Bank, Global Economic Monitor 数据库。

附录 2 变量的统计特征、数据来源以及其他说明

附表 1 变量的统计性特征

代码	变量名	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	观测点	总和
TOT (百分比)	贸易条件	103.76	100.00	209.71	59.43	19.21	978	101478.80
INT	利率	0.84	2.80	16.17	-304.84	17.35	642	539.62
VADD	工业增加值	4.79	4.66	73.09	-20.74	7.24	714	3423.19
D_manu	亚洲发展国家	0.20	0.00	1.00	0.00	0.38	112	22
D_ener	能源输出国	0.18	0.00	1.00	0.00	0.36	112	20
D_nonener	非能源大宗商 品输出国	0.13	0.00	1.00	0.00	0.31	112	14
GDP_OECD	OECD 国家 GDP 指数	104.82	103.77	114.52	96.17	5.71	1999 年- 2006 年	838.63
P_ener	能源价格指数	123.75	101.80	220.86	64.60	50.89	1999 年- 2006 年	125732.80
P_metal	金属和矿产品 价格指数	132.94	99.59	280.34	87.99	63.17	1999 年- 2006 年	135072.00
P_nonener	非能源产品 价格指数	122.57	106.17	192.13	94.82	31.74	1999 年- 2006 年	124527.80
P_COM	原材料 价格指数	123.15	103.81	206.49	82.00	40.96	1999 年- 2006 年	125130.3

附表 2 数据来源与解释

代码	变量名	数据来源与描述
TOT (百分比)	贸易条件	中国的 TOT 由中国的出口与进口的环比价格指数相除而得。中国的出口与进口的环比价格指数的计算：先从 IMF International Financial Statistics 收集到中国进出口的同比价格指数，然后以中国海关总署发布的 2006 年进出口环比价格指数为基数，向前和向后推出 1990-2008 的进出口环比价格指数。中国的年度 TOT 由月度 TOT 平均得出。其他国家和地区的 TOT 收集自 UNCTAD, Handbook of Statistics, 2008。
INT	利率	由月度性的 central bank policy rate 平均得出，当 central bank policy rate 缺失时，用 real bank deposit rate 替代。数据全部收集自 World Bank, Global Economic Monitor 数据库。
VADD	工业增加值	收集自 World Bank, World Development Indicators。
GDP_OECD	OECD 国家 GDP 指数	收集自中经统计信息网。
P_ener	能源价格指数	2000 年=100。收集自 UNCTAD, Handbook of Statistics, 2008。
P_metal	金属矿产品 价格指数	同 P_ener
P_nonener	非能源产品 价格指数	同 P_ener
P_COM	大宗商品价格指数	P_ener 和 P_nonener 的算术平均。

附录 3 样本中纳入的国家名以及分类

附表 3 样本中包括的国家名									
id	Country (or Region)	id	Country (or Region)	id	Country (or Region)	id	Country (or Region)	id	Country (or Region)
1	Algeria	21	China	41	Guatemala	61	Mauritius	81	Philippines
2	Angola	22	China, Hong Kong SAR	42	Guinea	62	Mexico	82	Qatar
3	Argentina	23	China, Macao SAR	43	Guyana	63	Mongolia	83	Republic of Korea
4	Aruba	24	China, Taiwan Province of	44	Haiti	64	Montserrat	84	Rwanda
5	Bahrain	25	Colombia	45	Honduras	65	Morocco	85	Saint Kitts and Nevis
6	Bangladesh	26	Congo	46	India	66	Mozambique	86	Saint Lucia
7	Barbados	27	Costa Rica	47	Indonesia	67	Myanmar	87	Saint Vincent and the Grenadines
8	Belize	28	Cuba	48	Iran	68	Namibia	88	Samoa
9	Benin	29	Cote d'Ivoire	49	Jordan	69	Nepal	89	Saudi Arabia
10	Bolivia	30	Democratic Republic Of the Congo	50	Kenya	70	Netherlands Antilles	90	Senegal
11	Botswana	31	Dominican Republic	51	Kuwait	71	New Caledonia	91	Seychelles
12	Brazil	32	Ecuador	52	Lebanon	72	Nicaragua	92	Singapore
13	Brunei	33	Egypt	53	Lesotho	73	Nigeria	93	South Africa
14	Darussalam	34	El Salvador	54	Libyan Arab Jamahiriya	74	Oman	94	Sri Lanka
15	Burkina Faso	35	Equatorial Guinea	55	Madagascar	75	Pakistan	95	Sudan
16	Burundi	36	Ethiopia	56	Malawi	76	Palau	96	Suriname
17	Cambodia	37	Fiji	57	Malaysia	77	Panama	97	Swaziland
18	Cameroon	38	French Polynesia	58	Maldives	78	Papua New Guinea	98	Syrian Arab Republic
19	Cape Verde	39	Gabon	59	Mali	79	Paraguay	99	Thailand
20	Central African Republic	40	Ghana	60	Mauritania	80	Peru	100	Togo

附录 3 续：不同类别包含的发展中国家

能源输出国：阿尔及利亚，安哥拉，巴林，刚果，厄瓜多尔，赤道几内亚，埃塞俄比亚，加蓬，伊朗，科威特，阿曼，卡塔尔，沙特阿拉伯，苏丹，叙利亚，特立尼达和多巴哥，阿联酋，委内瑞拉，也门

非能源资源产品输出国：布基纳法索，布隆迪，智利，刚果民主共和国，几内亚，圭亚那，马拉维，毛里塔尼亚，蒙古，莫桑比克，巴布新几内亚，苏里南，赞比亚

亚洲发展中国家：孟加拉，柬埔寨，中国，香港，澳门，台湾，斐济，印度，印度尼西亚，马来西亚，马尔代夫，缅甸，尼泊尔，巴基斯坦，菲律宾，韩国，萨摩亚，新加坡，斯里兰卡，泰国，越南

附录4 面板数据模型设定的检验

附表 4 F 检验结果

虚拟假设：固定效应模型与混合模型无显著差别

$$F_{N-1,NT-N-K} = \frac{(R_{LSDW}^2 - R_{pooled}^2)/(N-1)}{(1 - R_{LSDV}^2)/(NT - N - K)} \sim F_{N-1,NT-N-K}^c$$

F 统计量

2.53945

F 81, 522, 0.05 < F 10,120,0.05 = 1.93

附表 5 Hausman 检验结果

虚拟假设：截面随机效应与自变量不相关

卡方统计量 6.728057 自由度 4

P 值 0.151

分报告 2:

估值效应与中国外部均衡调整 ——以及外汇储备汇率风险研究

内容摘要: 本文计算了 1981 年至 2006 年估值效应对中国国外净资产的影响, 并通过协整和误差修正模型检验估值效应和进、出口在中国外部均衡调整过程中所发挥的作用。检验结果显示 1981 年-2005 年期间, 中国国外均衡调整主要是通过进口调整完成的, 估值效应尚未成为外部均衡调整的主要渠道。除此之外, 本文还估计了 2005 年-2008 年初汇率变化所造成的中国外汇储备资产损失规模。

一、背景——全球资产调整

伴随全球经济外部失衡加剧，特别是美国经常项目赤字规模不断扩大，全球外部资产组合调整问题日益受到关注。从国际经济学的一般原理出发，巨额贸易赤字表明一国从国外借入资本，美国贸易逆差不断扩大恰恰反映了其他国家作为一个整体正在持有越来越多的美元净资产。1986年美国国际投资净头寸（Net International Investment Position）由正变负，随着美国逐年积累经常项目逆差，美国国际净负债规模日益扩大。^①截止到2007年年末，美国国际净负债达到24418亿美元，相当于当年名义GDP比例的17.64%，其中2002年国际净负债占GDP的比例最高，为19.47%，见（图1）。“既然所有的国家都必须满足跨期预算约束，那么规模日益庞大的经常项目逆差将然会导致国外净资产减少，并意味着该国未来将通过贸易顺差进行弥补。”^②从这个角度来看，美国经常项目逆差的可持续性及其未来调整路径可能对国际经济产生的影响成为备受关注的问题。然而一个有趣的现象是2002年之后尽管美国经常项目逆差不断扩大，但在此期间美国国际净负债占GDP比重迅速上升的趋势似乎出现变化。^③什么原因导致经常项目不断恶化的同时国际净资产头寸却得到相对改善呢，这似乎与传统的国际经济理论相违背。最新的理论研究认为，将经常项目等同于国际投资净头寸变化的观点并不完全正确，Gourinchas（2007）指出，“虽然在理论上外国资产净头寸变化等于经常项目，但实际中两者未必相等，因为经常项目并未反映出未实现的资本利得。”经常项目恶化并不必然导致国际净负债增加，同样经常项目改善也并不意味着国际净投资头寸增加。^④给定国际投资的资产、负债结构和规模不变，由汇率、资产价格和收益率变化所引起的国际净投资头寸的变化可以被简单的称为估值效应（valuation effects），随着国外资产和对国外负债估摸的增加，由估值效应所造成的资本损益规模可能相当巨大。Gourinchas（2006）估计在2004年美国 and 加拿大由于估值效应造成国际净资产头寸变化占到GDP的20%，英国2000年估值效应达到GDP的50%，甚至超过了经常项目对国际净资产头寸的影响。Lane和Milesi-Ferretti（2004）对6个新兴市场国家国际净资产头寸进行研究，发现估值效应对新兴市场的影响同样也可能非常显著的。例如1992-2001年期间印尼和泰国经常项目顺差分别达到GDP的32.9%和11.9%，但国际净资产头寸并未因此而得到改善，

^① 本文为了叙述方便将正的国际投资净头寸称为国际净资产；将负的国际投资净头寸称为国际净负债。

^② Devereux和Sutherland（2008），第1页。

^③ Masaaki Kawagoe和Ikuko Fueda（2005）。

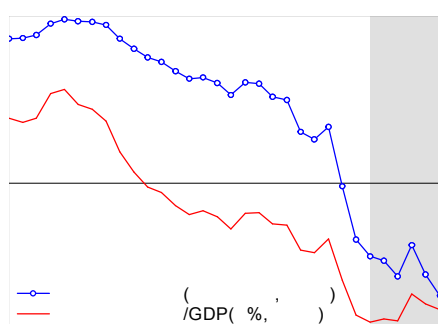
^④ Gourinchas（2007），第三页。

因为在此期间估值效应所造成的国际净资产头寸损失分别得到GDP的39%和-21.9%。除此之外，IMF（2005）就全球经济失衡和估值效应进行了专题讨论，通过协整和误差修正模型对49个国家是否存在估值效应进行检验，检验结果表明在49个国家中有8个工业化国家和4个新兴与发展中国家存在显著的估值效应，对于其他国家而言国外净资产变化可以被看作是外部均衡调整过程中的外生变量。

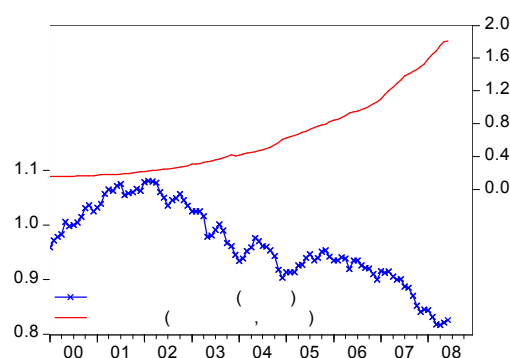
①

估值效应可以区分为正效应和负效应，经常项目也可区分为顺差和逆差。如果估值效应对国际投资净头寸的影响比较显著，那么一国可以通过不同的政策组合对国际净投资头寸进行主动或被动的调整。例如正的估值效应和经常项目顺差可以提高国际投资净头寸，相反负的估值效应和经常项目逆差可以降低国际投资净头寸。从均衡状态出发，相互抵消的经常项目和估值效应有利于保持国际投资净头寸的问题；然而要提高或降低国际投资净头寸规模可以采取不同的调整路径，并承受相应福利收益或损失。虽然难以评估经常项目变化在短期内的福利影响，但一般认为正的估值效应有利于一国福利水平的提高。

（图 1）美国国际投资净头寸^②



（图 2）美元实际有效汇率与中国外汇储备^③



Lane 和 Milesi-Ferretti（2004）分析了影响估值效应的几个因素，指出真实汇率是其中的重要因素之一。（图 2）显示自 2002 年之后美元呈现出较快的贬值趋势，截至 2008 年美元实际有效汇率贬值幅度已超过 20%。美元实际有效汇率如此大规模贬值必然对各国资产组合调整产生重要的、非对称的影响。虽然尚不能估计 2002 年以来美元贬值对降低美国国际净负债头寸的具体贡献，但可以肯定的是美元贬值的确有利于降低美国净负债头寸。而另一方面，中国近年来由

① 49 个样本国家中包括 21 个工业化国家和 28 个新兴市场和发展中国家。

② 数据来源：美国经济分析局（BEA）<http://www.bea.gov/>。

③ 中国外汇储备数据来自中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn/>，美元实际有效汇率指数以 2000 年为 1，数据来源于国际清算银行 <http://www.bis.org/>。

于经常项目顺差持续扩大而积累了大量的国外资产, 这些资产的很大一部分体现为中国人民银行所持有的外汇储备, 截止 2008 年 6 月中国外汇储备已经达到 1.8 万亿。在中国积累大量美元资产的同时, 美元的实际有效汇率下降将导致用人民币计价的中国国外资产缩水。有鉴于此, 国内学者开始关注估值效应对中国外部均衡的影响, 宋效军、陈德兵和任若恩 (2006) 利用 IMF (2005) 提供的方法对 1977-2002 年中国估值效应进行检验, 发现中国外部均衡调整过程中存在估值效应并认为中国效应为负。^①张纯威 (2007) 分析美国基于本国需要对汇率和利率调整如何通过估值效应加剧美元资产需求国国际收支不平衡, 并最终导致这些国家发生货币危机。

下文分为四个部分, 第二小节简要介绍估值效应的传导渠道及其影响因素; 第三小节利用中国 1980-2006 年的数据对中国估值效应重新进行估计, 并探讨估值效应可能对进、出口的影响; 第四小节利用现有资料对中国外汇储备资产汇率暴露风险进行初步探索; 最后是文章的结论。

二、估值效应及其影响因素

在本小节中我们分析影响估值效应的几个因素。定义 NA 为国际净资产头寸、 R 为国际投资净头寸毛回报率、 NX 为贸易余额、 NI 为净投资收入、 CA 为经常项目、 VA 为估值效应。参照 Gourinchas (2007) 可以将国际净资产头寸变化分解为经常项目和估值效应^②, 由此可见估值效应可能成为调整国际净资产头寸的重要渠道。

$$NA_{t+1} = R_{t+1}NA_t + NX_{t+1}$$

$$NA_{t+1} - NA_t = [(R_{t+1} - 1)NA_t - NI_{t+1}] + (NX_{t+1} + NI_{t+1}) = VA_{t+1} + CA_{t+1} \quad (1)$$

我们用小写字母表示相应变量与同期 GDP 的比例, 并且用 $1+g_{t+1}$ 表示名义 GDP 从 t 时期到 $t+1$ 时期的名义增长率。由方程 (1) 可以进一步得到公式 (2), 从中可以看出当用 GDP 对各名义变量进行标准化之后, 导致国际投资净头寸比例变化的原因可以区分为三项内容, 首先是经常项目, 其次估值效应, 最后是由于 GDP 本身增长对净资产头寸与 GDP 比例的影响, 一般说来当名义 GDP 的增长率不是特别高的时候, 第三项的影响相对较小。

^① 本文作者认为宋效军等 (2006) 错误的解释了回归系数的含义, 无论从 IMF (2005) 对计量模型参数含义的解释还是协整方程系数的含义出发, 误差修正项参数为负都不能得出中国估值效应为负的结论。除此之外该文中所进行的检验属于非限制性协整关系检验, 与文章所引用的理论模型不相符合。

^② 方程 (1) 中的变量均为期末值。

$$na_{t+1} - na_t = ca_{t+1} + va_{t+1} - \frac{g_{t+1}}{1+g_{t+1}} na_t \quad (2)$$

国际投资净头寸毛回报率 R_t 可以进一步分解为资产回报率 R_t^a 和负债回报率 R_t^l 的加权平均 $R_t = \mu_t^a R_t^a - \mu_t^l R_t^l$ ，其中 μ_t^a, μ_t^l 分别代表资产、负债对净资产的比例，并且有 $\mu_t^a - \mu_t^l = 1$ 。由于存在杠杆效应， μ_t^a, μ_t^l 可能远远大于 1，因而资产和负债回报率的微小变化可能导致净资产回报率较大程度的改变。

除了资产和负债结构可能影响净资产收益率之外，Tille（2003）和 Gourinchas、Rey（2005）还强调指出资产和负债币种结构变化同样也会影响净资产毛收益率。Gourinchas（2007）对包含不同币种资产、负债组合的净资产回报率进行如下近似，

$$\begin{aligned} r_t \equiv \ln R_t &\approx [\mu_t^a \omega_t^{ah} r_t^{ah} - \mu_t^l \omega_t^{lh} r_t^{lh}] + [\mu_t^a \omega_t^{af} r_t^{af} - \mu_t^l \omega_t^{lf} r_t^{lf}] \\ &= [\mu_t^a \omega_t^{ah} r_t^{ah} - \mu_t^l \omega_t^{lh} r_t^{lh}] + [\mu_t^a \omega_t^{af} \tilde{r}_t^{af} - \mu_t^l \omega_t^{lf} \tilde{r}_t^{lf}] + [\mu_t^a \omega_t^{af} - \mu_t^l \omega_t^{lf}] (\Delta e_t + \pi_t^f - \pi_t^h) \end{aligned} \quad (3)$$

其中 $\omega_t^{ah}, \omega_t^{lh}$ 分别表示以本币标价的资产和负债在总资产和负债中所占的比例， r_t^{ah}, r_t^{lh} 表示以本币标价的资产和负债的实际回报率； $\omega_t^{af}, \omega_t^{lf}$ 表示以外币标价的资产和负债在总资产和负债中所占的比例， $\tilde{r}_t^{af}, \tilde{r}_t^{lf}$ 表示以国外产品表示的外币标价资产和负债的实际回报率； $\Delta e_t, \pi_t^h, \pi_t^f$ 分别为名义汇率贬值率和国内、外通货膨胀率。给定其他条件不变， $[\mu_t^a \omega_t^{af} - \mu_t^l \omega_t^{lf}]$ 可以反映出实际汇率贬值对国际净资产回报率的影响。进一步还可以将国内外资产与负债回报率细分为收益率和资本利得两项内容，其中资本利得反映出由于资产价格变化对净资产回报率的贡献。

三、中国净资产头寸、估值效应和外部均衡调整

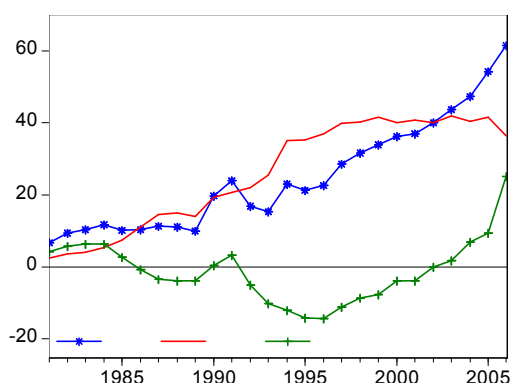
本文第三小节中根据上文中对估值效应的理论分析研究估值效应在中国外部均衡调整中的作用。我们首先简要的描述下改革开放以来中国国际资产、负债的变化情况，评估估值效应在中国净资产头寸调整过程中所占的份额；然后通过 IFM（2005）的方法检验估值效应是否在中国外部均衡调整过程中发挥系统性的作用。

（一）中国国际投资净头寸和贸易平衡

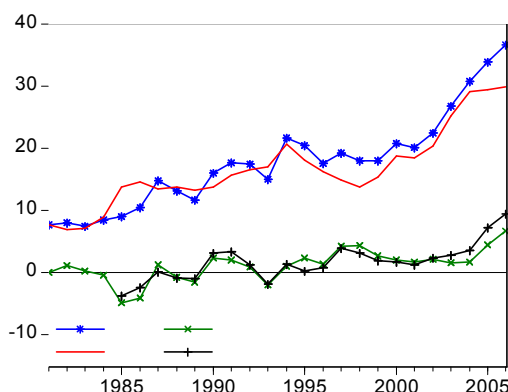
由于目前国际投资统计体系尚不完备，仅有关于少数发达国家国际投资头寸、投资方式和币种的数据，中国亦无官方统计。本文借鉴 Lane 和 Milesi-Ferretti（2006）对中国国际投资数据的估计以及 IFS 中 IIP（International Investment Position）统计对中国国际投资进行简要描述。世界经济一体化进程加

速不仅体现在国际商品和服务贸易规模扩大,还体现在资本跨境流动和国际投资头寸迅速增加。Gourinchas (2007) 以国际资产和负债总和与 GDP 的比例作为衡量国际金融一体化的指标,发现 1970 年代以来国际金融一体化进程迅速提高。对于工业化国家而言,1970 年到 2004 年金融一体化指标从 45%提升到 302%,发展中国家从 15%提升至 120%,无论是工业化国家还是发展中国家年平均增长率在 6%左右。

(图 3) 资产、负债和净资产占 GDP 比例(%)^①



(图 4) 贸易余额和经常项目占 GDP 比例(%)^②



参照上述方法,我们计算了改革开放以来中国金融国际化程度。1981 年中国国际金融资产和负债总和为 GDP 的 9%,2006 年达到 98%,平均年度增长率为 3.5%左右。无论是总量规模还是增长速度,中国的金融国际化程度明显低于同期发展中国家的平均水平,一个很重要的原因是目前中国资本项目并未完全开放。改革开放期初由于面临资本短缺,除 1990 和 1991 年国际投资净头寸为正值之外,1986 年至 2002 年中国均为资本净流入国,2003 年以来随着国外资产迅速增加中国成为净资本输出国。自 1990 年代中期以来,中国国际资产增长速度明显快于同期国际债务的增长速度,1995 年至 2006 年国际债务规模平均维持在 GDP 的 40%上下,而国际资产的规模则从 21%提高到 61%,由此可见导致中国近年来由资本净输入国转变为资本净输出国的主要原因在于国际资产的迅速增加。

进一步考察中国国际资产和负债的内部结构,Lane 和 Milesi-Ferretti (2006) 将国际资产近似的区分为证券投资 (Portfolio)、直接投资 (FDI)、债务资产 (Debt)、金融衍生品 (Derivatives) 和外汇储备 (Reserves)

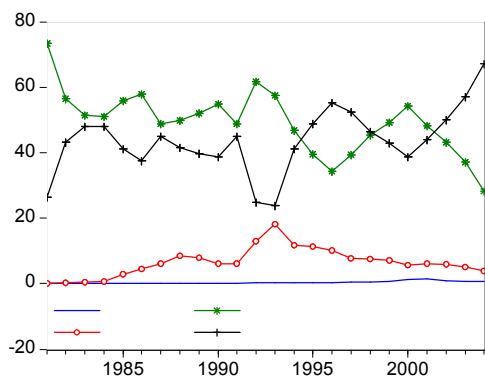
^① 2004 年之前国际投资数据来自 Lane 和 Milesi-Ferretti (2006),之后数据来自 IFS;1992 年之前美元计价的 GDP 数据来自 Lane 和 Milesi-Ferretti (2006),之后数据根据国家统计局公布的人民币计价和年度平均汇率计算。

^② 进出口数据来自《中国统计年鉴》,经常项目余额数据来自于外汇管理局网站,GDP 数据同(图 3)。

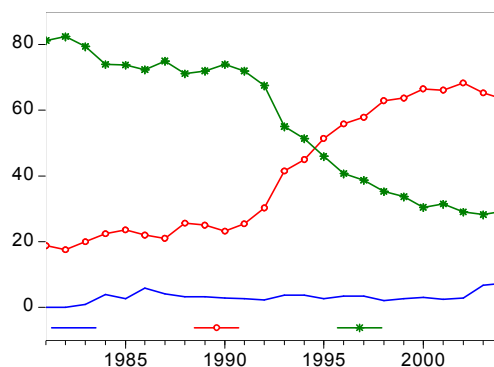
五大类；同时将负债区分为证券投资、直接投资、债务投资和金融衍生品四大类。

①

(图 5) 各类国际资产占总资产的比例(%)



(图 6) 各类国际负债占总负债的比例(%)

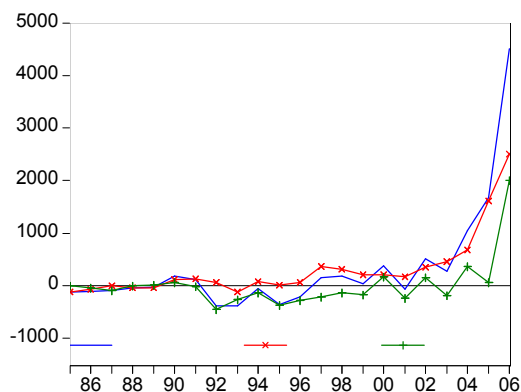


(图 5) 和 (图 6) 分别考察了中国国际资产和负债的结构变化。对于国际资产而言，债务形式的投资和外汇储备所占的比例较大，证券投资 and 直接投资的规模较小。特别是进入 2000 年之后，外汇储备所占比重持续上升，其他形式的投资规模相对下降。而在 IFS 的国际投资头寸统计中，2004-2006 年外汇储备占总资产的比例分别为 66.8%、67.8% 和 66%，由此可见外汇储备已经成为中国持有国际资产的主要形式。对于国际债务而言，债务投资曾经是中国对外债务的主要形式，但是其相对规模近年来逐渐下降，特别是 1990 年代之后，债务投资相对规模迅速下降。1981 年债务投资在总对外债务的比重为 81%，到 2004 年降至 29%。与此形成对比的是直接投资的相对比重在 1990 年代之后增长较快 1990 年直接投资在总对外债务的比重为 23%，到 2004 年增至 64%。

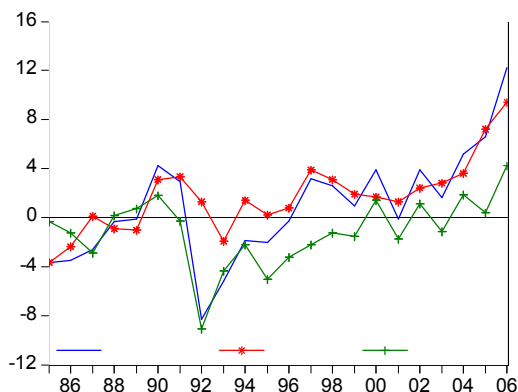
(图 4) 考察了改革开放以来中国国际贸易平衡和经常项目的变化情况。近年来无论是进口还是出口相对于 GDP 的规模持续上升，特别是出口规模增长更快，造成了中国持续的经常项目和贸易盈余。2006 年经常项目达到当年 GDP 的 9.4%，而贸易盈余为 GDP 的 6.7%，两者之间的差额反映了国际投资获得的利息收入。根据方程 (1) 的划分，已经收到的国际投资利息收入计入当年的经常项目，而不计入当年的估值效应中。

① 对于包括中国在内的大多数发展中国家并未提供金融衍生品的相关数据。

(图 7) 估值效应绝对规模 (亿美元) ①



(图 8) 估值效应占 GDP 比例



基于上文中所提供的关于估值效应的估计方法我们计算了 1985 年至 2006 年各年度的估值效应绝对规模和相对于 GDP 的比重。(图 7) 显示就绝对规模而言, 2002 年之前无论是净资产头寸年度增加额还是经常项目和估值效应均处于较低水平。2004 年至 2006 年国际投资净头寸出现较快增长, 年度增加额分别为 1050 亿、1672 亿和 4508 亿美元。与此同时由于贸易谁差扩大, 经常项目也出现较快增长, 2004 年至 2006 年经常项目分别为 687 亿、1608 亿和 2499 亿美元, 估值效应在 2004 至 2006 年 363 亿、63 亿和 2009 亿美元。

(二) 国际投资净头寸与贸易平衡的协整检验

IMF (2005) 根据当时尚未发表的 Gourinchas 和 Rey (2005) 以及 Corsetti 和 Konstantinou (2004) 提出通过协整及误差修正模型考察净出口和国外净资产对偏离一国跨期预算约束的动态反应。根据 Gourinchas 和 Rey (2005) 以及 Corsetti 和 Konstantinou (2004) 可以得到进出口和国际投资净头寸之间具有方程 (4) 所描述的关系^②。

$$x_t - \gamma m_t + (\gamma - 1)na_t = \sum_{i=1}^{\infty} \rho^i [\Delta x_{t+i} - \gamma \Delta m_{t+i} + (\gamma - 1)r_{t+i}] \quad (4)$$

假定 $r_t, \Delta x_t, \Delta m_t$ 的值不变, 方程 (4) 意味着出口、进口和国外净资产之间存在协整关系, 方程 (4) 等号左边的残差代表了这三个变量对其长期关系的偏离。方程 (4) 同时还表明如果协整残差不是常数, 那么它必然预测了未来净出口的变化或者国外净资产收益的变化。值得说明的是, 根据上述理论, 出口、进口和国

① 为了保证前后数据统一, 2005 年净头寸增加额根据 IFS 数据计算。(图 8) 对净头寸增加额的计算与此相同。

② 在该方程中, 小写字母表示相应变量的自然对数, x_t 表示出口, m_t 表示进口, r_t 表示国外净资产的实际收益率。 γ 和 ρ 是该国跨是预算约束方程中的相关参数, 参见 Corsetti 和 Konstantinou (2004)。

外净资产三个变量间的协整向量必须为 $[1, \gamma, (\gamma - 1)]$ 的形式，所以对这三个变量协整关系的检验是受到约束的。IMF（2005）在对 49 个国家的变量进行的非限制性协整检验中，有 37 个国家的数据支持三个变量在 5% 的置信区间存在一个协整关系；而随后进行的限制性检验中，只有 8 个工业化国家和 4 个发展中国家数据通过了相关检验，因此对于样本中的大多数国家而言“国外净资产只是整个系统中一个不明显的外生变量。”^①

假设三个变量均为一阶差分平稳过程，基于协整检验的 Engle 和 Granger（1987）两步法，我们拟通过如下思路对出口、进口和国外净资产进行约束性协整检验。首先对三个变量进行约束性线性回归，检验残差是否满足平稳性特征，如果残差是平稳的则三个变量满足理论模型所要求的协整关系。其次在限制性协整关系存在的基础之上，估计向量误差修正模型，检验误差修正系数是否显著来判断国外净资产的内生性，参见 Ericsson, Hendry 和 Mizon（1998）。

1、出口、进口和国外净资产的约束性协整关系检验

借鉴宋效军、陈德兵和任若恩（2006），由于我国对外净资产在某些年份是负值，无法按照 IMF 使用的对数化进行处理，因此本文采用的数据为各变量与当年名义 GDP 的比例，这样可能影响模型的预测效果，但是就本文所关心的国外净资产是否在外部均衡调整中具有内生性问题并无实际影响。本研究为 1981-2005 年年度数据，其中国外净资产数据来自 Lane 和 Milesi-Ferretti（2006）以及 IFS，进出口、名义汇率和 GDP 数据来自《中国统计年鉴》。^②

表 1 各变量的平稳性检验^③

变量	ADF 检验值	滞后阶数	p 值
出口	0.862	0	0.993
进口	-0.108	0	0.938
国外净资产	0.691	0	0.989
出口差分	-3.945	0	0.000
进口差分	-3.511	0	0.001
国外净资产差分	-2.878	0	0.006

（表 1）表明上述三组变量均满足一阶差分平稳条件，符合进行协整检验的条件。由于理论模型要求出口、进口和国外净资产三个变量间的协整向量必须为 $[1, \gamma, (\gamma - 1)]$ 的形式，因此我们对三个变量首先进行限制性最小二乘法回归。对于理论模型中的协整关系稍作修改可以得到 $x_t - \gamma m_t + (\gamma - 1)na_t = (x_t - na_t) + \gamma(na_t - m_t)$ ，即构造新变量 $(x_t - na_t)$ 和 $(na_t - m_t)$ ，并用前者对后

^① IMF（2005），中译本，第 133 页。

^② 上文显示 2006 年中国国外净投资头寸增长幅度较大，当国外净投资包含 2006 年数据时，无论国外净资产差分还是（表 2）中的残差项均不能通过平稳性检验。但是本文仍然对改革开放以来估值效应在外部均衡调整过程中的作用感兴趣，因此计量回归的数据截至 2005 年。

^③ 原始数据 ADF 检验采取包含常数项但不含趋势项的检验形式，差分数据 ADF 检验亦不包含常数项。滞后阶数参照 AIC 和 SBC 信息准则选取。

者进行线性回归即可得到协整向量所需要的参数，见（表2）。协整方程的形式为

$$x_t - 1.079m_t + 0.079na_t = 0 \quad (5)$$

表2 限制性协整参数回归（自变量 x_t-na_t ）

变量	参数	t统计量	p值
na_t-m_t	-1.079	-22.045	0.000
常数项	-0.503	-5.506	0.618
R^2	0.955	F统计量	485.997
D-W 统计量	1.111	p值	0.000

在得到参数估值之后，我们需要进一步对残差的平稳性进行检验，已确定是否存在协整关系。对残差的ADF检验显示，残差项是平稳的，因此计量模型倾向于接受出口、进口和国外净资产三个变量间存在形如方程（5）的协整关系。

表3 回归残差平稳性检验

变量	ADF 检验值	滞后阶数	p值
残差	-2.805	0	0.007

2、国外净资产内生性检验

通过检验误差修正模型中各方程的误差修正项的系数是否显著可以判断各变量的内生性性质。如果某个变量的误差修正项系数显著不为零，表明其在该系统的动态调整过程中发挥重要作用，否则该变量只能作为系统的外生变量。因为本文主要关注国外净资产在外部失衡调整过程中的作用，因此在回归过程中对变量的顺序稍作调整，将国外净资产的系数标准化为1。协整方程的回归结果见（表4）。

表4 误差修正模型检验

协整方程参数约束	na_t	x_t	m_t
	1	12.658	-13.658
对约束条件是否成立的似然函数比检验（阶数为1）			
Chi方统计量（2）	8.530	P值	0.014
协整方程			
$Na_{t-1}+12.658 x_{t-1}-13.658 m_{t-1}+8.323=0$			
误差修正项系数	$d(na_t)$		$d(m_t)$
	-0.024 [-0.597]	-0.056 [-2.174]	0.038 [1.4056]
$d(na_{t-1})$	0.616 [1.981]	0.463 [2.305]	-0.001 [-0.005]
$d(x_{t-1})$	-0.051 [-0.129]	-0.354 [-1.393]	-0.478 [-1.776]
$d(m_{t-1})$	-0.348 [-0.804]	0.202 [0.720]	0.595 [2.010]
常数项	0.468	1.2478	0.906
R^2	0.242	0.372	0.242
Akaike AIC	5.351	4.478	4.592
Schwarz SC	5.598	4.725	4.839

<i>Akaike AIC</i>	13.58193
<i>Schwarz SC</i>	14.47057

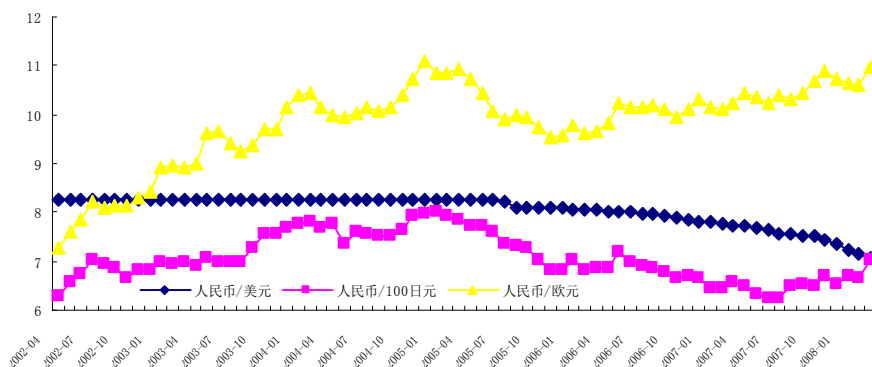
根据AIC和SC信息准则，确定滞后阶数为1期。从长期来看，误差修正模型中只有出口差分方程的误差修正项系数相对显著，这表明在1981-2005年期间中国对外非均衡的调整调整主要是通过出口完成的，这与我国长期鼓励出口的政策相关。估值效应和进口在外部非均衡调整调整过程中所发挥的作用相对有限。从短期来看，国外净资产的变换存在一定的自相关性，进、出口短期波动对净资产的短期波动影响不显著；相反短期内国外净资产的增加可能对出口存在一定的推动作用，对进口的影响不显著。

四、外汇储备资产汇率暴露风险研究

根据IMF的统计结果,截至2006年底中国外汇储备资产占总国外资产的比例接近70%，成为中国持有国际资产的主要形式。随着人民币名义汇率的波动，以本币计算的外汇资产的价值将会发生变化，特别是在名义汇率持续变化的时期。2005年汇率制度改革以来人民币名义汇率相对于世界主要币种发生显著变化，其中人民币兑美元名义汇率持续下降，从2005年7月的8.27降至2008年6月的6.90，人民币对美元累计升值20%；人民币对欧元名义汇率持续上升，从2005年7月的9.91升至2008年3月的10.97，人民币对欧元累计贬值超过10%；而人民币对日元汇率经历了一个先降后升的过程，2005年7月100日元兑7.35人民币，2007年6月人民币兑日元降至6.23，2008年3月又升至7.02。

要计算名义汇率变化对外汇储备资产价值的影响还必须了解外汇储备资产的币值分布，然而中国货币当局并未公布外汇储备资产的币种分布。本文参照宋国青（2008）提供的方法首先估计中国外汇储备资产中各主要货币的分布情况，然后讨论名义汇率和实际汇率变化所造成的外汇储备资产账面损失。

图9 人民币双边汇率变化

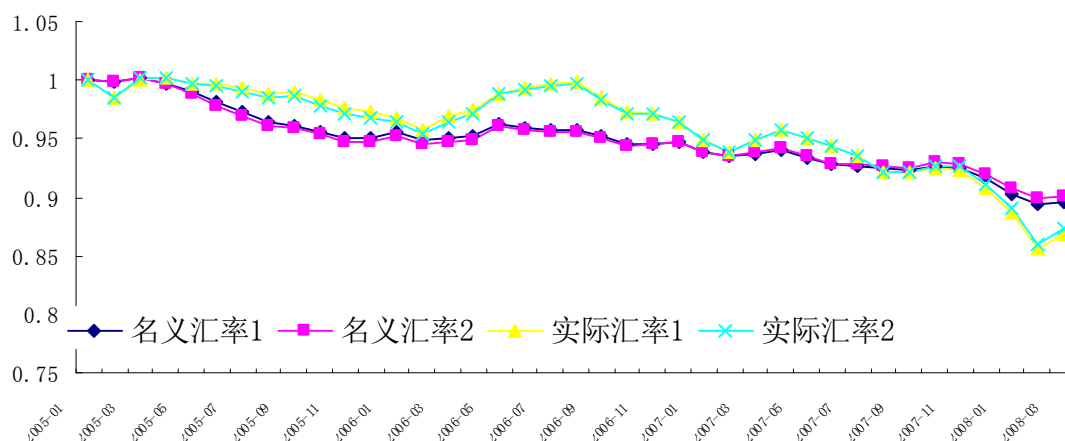


根据中国人民银行“货币当局资产负债表”中所公布的“外汇”数据可以计算出中国人民银行为购买外汇所累积发生的本币支出。由于人民银行资产负债表的项目是按历史会计法计算的，因此其购买外汇的支出反映了累计发生的成本而不反映外汇储备的现值。根据此项目统计数据的变化和外汇储备的变化可以大体估计出外汇储备的收益率和币种结构。假设外汇储备的币种结构在短期内是相对稳定的，通过月度数据进行回归，宋国青（2008）发现 2005 年之前的数据回归结果相对稳定，而之后由于数据存在较多异常值造成回归结果不够稳定。根据 2005 年数据，欧元资产资产占总外汇资产的比例为 26%，而日元资产占总外汇资产的比例接近于 0。考虑到美元资产的持续贬值，货币当局可能提高欧元资产在总外汇储备中的比例。在下文中为了保证结果的稳健性，我们分别按 26%和 30%的比例计算欧元资产的比例并评估汇率变化对外汇资产价值的影响。

我们以不同币种储备资产所占的比重为权重，并利用 CPI 定基比指数计算名义有效汇率和实际汇率指数，其中名义汇率和实际汇率指数上升表示本币贬值，下降表示本币升值，（见图 10）。^①从 2005 年初到 2008 年初，人民币相经历了一个明显的名义和实际升值过程，名义升值幅度与实际升值幅度之差反映了中国近期通货膨胀变化与欧洲及美国的差别。虽然 2006 年至 2008 年人民币对欧元存在明显的贬值，但是相对于 2005 年初的水平基本持平，其次由于欧元资产在中国外汇储备资产中所占的比例较小，因此人民币对欧元汇率的变化对总体汇率的影响较小。另一方面，美元资产占据中国官方外汇储备的绝大部分份额，并且近期人民币对美元出现较大规模升值，因此导致用来衡量外汇储备的汇率出现较大程度降低。根据（图 10）计算，从 2005 年 1 月至 2008 年 3 月，名义汇率指数显示已累计升值 10%，而实际汇率显示升值比例达到 13%左右。虽然由于人民币对欧元贬值和外汇储备资产中欧元资产的比例上升导致该有效汇率指数升值速度低于人民币对美元的名义升值速度，但是 汇率降低仍然表明本币在升值。本币升值虽然可以导致用本币衡量的对外债务水平下降，但是由于中国的国外资产也多以外币形式持有，因此人民币对外升值也使得外汇储备资产出现较大规模的缩水。

^① 该名义有效汇率和实际有效汇率指数仅用于评估

图 10 以资产比例为权重的名义和实际汇率指数^①

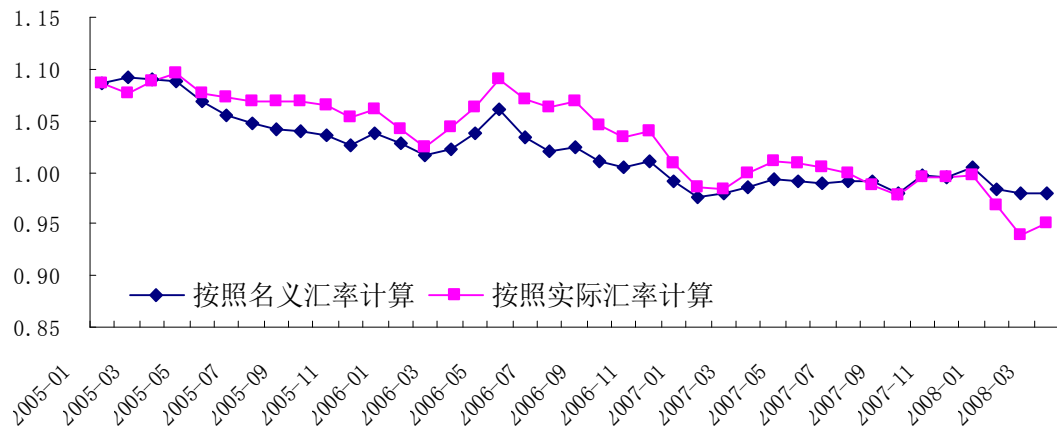


进一步，我们可以根据由外汇储备资产权重计算的名义和实际有效汇率计算外汇储备的现值与购买外汇成本的之间的比例，两者之间的差异除了受储备资产的投资收益影响之外之外，还受到汇率变化的影响。当外汇储备的现值高于其购入成本时，外汇储备资产呈现名义“盈余”，否则则为名义“亏损”。（图 11）显示从 2005 年以来，外汇储备资产名义价值出现迅速亏损。按照历史成本计算，截至 2005 年 1 月份外汇储备资产名义累计盈利 9%，按照即期汇率计算约为 516 亿美元；人民币对美元升值导致按照本币计价的外汇储备资产快速缩水，2007 年年初外汇储备资产的现值与历史成本基本持平。然而随着外汇储备资产绝对规模的扩大，由此造成亏损的绝对数额可能相当可观，截至 2008 年 3 月按照即期汇率计算的累计净亏损 360 亿美元。由于外汇储备历史成本中并不包含储备资产的利息收益，因此低估了汇率变化所造成的资产价值损失。如果以 2006 年中国国外资产收益率为 4.1%^②计算，2005 年至 2007 年共获得投资收益约为 1300 亿美元。上述数据表明，从 2005 年初至 2008 年 3 月，在获得投资约收益 1300 亿美元的情况下，由汇率变化所导致的外汇资产从名义净盈余 516 亿美元变为净亏损 360 亿美元。由此可见由汇率变化所导致损失是相当可观的。

^① 名义汇率 1 和实际汇率 1 以 26%和 74%作为欧元与美元的权重；名义汇率 2 和实际汇率 2 以 30%和 70%作为欧元与美元的权重。各序列为以 2005 年 1 月为基期的定基比序列。

^②根据外管局“中国国际投资头寸表”和“国际收支平衡表”计算。

图 11 外汇储备资产现值与成本的比例^①



五、结论

近年来中国通过经常项目和资本项目双顺差业已积累了巨额外汇储备。在全球经济失衡调整过程中，中国外汇储备的规模仍然将进一步扩大，其规模已经远远超出了理论上出于预防性需求所要求的正常外汇储备持有量。在这种情况下，资产管理不仅要关注外汇资产的安全性，而且还要进一步关注外汇资产的收益性。

国际资产头寸的变化不仅受当期经常项目的影响，资产价格本身的变化同样也会对资产头寸产生影响。由于大部分中国外汇储备资产以美元和欧元债券的形式持有，除了政府债券外，还包括由政府担保的机构债券等等。据估计在中国外汇储备资产中，美元资产大约占到 70% 的份额，近期随着美元贬值、以及美国次贷危机爆发，美元资产的安全性及其收益率下降可能会对中国造成巨大的损失。历史上由于美元资产利率和汇率变化曾经对国际金融稳定造成直接影响，并间接导致了南美金融爆发。与南美国家所不同的是，中国作为美国的债权国，美元贬值虽然有利于降低用本币计价的对外债务也使得中国国际资产的本币价值大幅缩水。

本文研究发现，2005 年之前由于估值效应对中国国际资产头寸价值的影响相对有限，但在 2006 年之后，估值效应的规模逐渐扩大。此外研究结果还发现，中国目前主要是被动承受由于汇率变化所造成的资产价值损失，而不是通过估值效应主动的对国际资产头寸进行管理。这一方面是由于中国国际资产管理水平相对落后，另一方面是由于人民币在国际支付体系中的相对弱势地位所决定的。短期内，中国虽仍不可避免承担由于估值效应对资产价值造成的损失，但是长期来

^① 本图按照欧元资产占总资产的 26% 计算。

看在对内外部经济失衡进行调整的同时还应该加强资产结构管理,避免可能由此所造成的损失。

参考文献

- Cédric Tille, “The Impact of Exchange Rate Movements on the U.S. Foreign Debt”, *Current Issues In Economics and Finance*, 2003, 9(1), pp1-7.
- Corsetti, Giancarlo and Panagiotis, Konstantinou, 2004, “Current Account Theory and the Dynamics of U.S. Net Foreign Liabilities”, Unpublished Paper, University of Rome.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and Hélène, Rey, 2005, “International Financial Adjustment”, NBER Working Paper 11155.
- IMF, “Globalization and External Imbalances” *IMF World Economic Outlook*, April 2005.
- Lane, Philip and Gian, Maria, Milesi-Ferretti, “Financial Globalization and Exchange Rates,” mimeo, IMF, 2004.
- Masaaki, Kawagoe and Ikuko, Fueda, “ ‘Valuation Effects’ Stabilizing Changes in Net External Assets”, Japan Center for Economic Research Researcher Report No. 68, Nov, 2005。
- Michael, Devereux and Alan, Sutherland, “Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets”, paper for IMF Conference on International Macro-Finance April 24-25, 2008.
- Philip, Lane and Gian, Maria, Milesi-Ferretti, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, IMF Working Paper WP/06/69, March 2006.
- Pierre-Olivier, Gourinchas, “Valuation Effects and External Adjustment: a Review”, paper for the Annual Conference of the Banco Central de Chile, November 2006, Santiago.
- 宋效军、陈德兵和任若恩, “我国外部均衡调节中的估值效应分析”, 《国际金融研究》, 2006年第3期, 第57-61页。
- 张纯威, “美元本位、估值效应与季风型货币危机”, 《金融研究》, 2007年第3期, 第50-61页。
- 宋国青, 《中国宏观经济专题讲义》, 2008。
- Engle, Robert and Clive, Granger, “Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation, and Testing.” *Econometrica* 55, Mar. 1987, pp251-276.
- Neil, Ericsson, David, Hendry and Grayham, Mizon, “Exogeneity, Cointegration, and Economic Policy Analysis”, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 16, No. 4, Oct. 1998, pp. 370-387

附录1：中国国外总资产（单位：百万美元）^①

年份	股票组合	FDI	债券	总储备减黄金	总资产
1980	10.00	0.00		2545.18	
1981	10.00	0.00	13996.00	5058.09	19064.09
1982	12.00	44.00	14806.00	11348.87	26210.87
1983	12.00	137.00	16085.00	14986.65	31220.65
1984	26.00	271.00	18431.00	17366.03	36094.03
1985	28.00	900.00	17269.00	12728.15	30925.15
1986	0.00	1350.00	17637.00	11452.99	30439.99
1987	0.00	2183.56	17695.00	16304.95	36183.51
1988	2.00	3827.24	22184.00	18541.34	44554.58
1989	0.00	3603.37	23487.00	17959.86	45050.23
1990	44.00	4719.00	41776.00	29586.16	76125.16
1991	118.00	5827.74	47399.00	43674.30	97019.04
1992	216.00	10759.58	51116.00	20620.36	82711.94
1993	250.00	16997.38	53827.00	22386.85	93461.23
1994	270.00	15074.43	59953.00	52914.07	128211.50
1995	356.00	17581.00	60955.00	75376.71	154268.71
1996	662.00	19525.94	66544.00	107039.40	193771.34
1997	1314.00	20899.96	107051.00	142762.50	272027.46
1998	1776.00	24436.21	145922.00	149187.90	321322.11
1999	2772.00	25829.99	180851.00	157727.90	367180.89
2000	5570.00	24733.16	236021.98	168277.60	434602.74
2001	7636.00	30363.40	235894.98	215605.10	489499.48
2002	5610.00	33870.31	251066.23	291127.82	581674.36
2003	4830.00	36244.37	266004.63	408150.66	715229.65
2004	5678.00	35802.14	257538.53	614499.53	913518.20
2005					1218170.00
2006					1626540.00

^① 2004年之前的数据来自于Lane和Milesi-Ferretti（2006），2005-2006年数据来自IFS中IIP（International Investment Position）统计。

附录2 中国国外总债务（单位：百万美元）^①

年份	股票组合	FDI	债券	总负债	净资产
1980	0.00	1074.00			
1981	0.00	1339.00	5797.00	7136.00	11928.09
1982	0.00	1769.00	8358.00	10127.00	16083.87
1983	84.24	2405.00	9609.00	12098.24	19122.41
1984	608.46	3663.00	12082.00	16353.46	19740.57
1985	608.46	5322.00	16696.00	22626.46	8298.69
1986	1889.20	7197.00	23719.00	32805.20	-2365.21
1987	1906.49	9821.50	35340.00	47067.99	-10884.47
1988	1937.21	15224.11	42439.00	59600.32	-15045.74
1989	1976.20	15617.03	44933.00	62526.23	-17476.00
1990	2132.90	17367.85	55301.00	74801.76	1323.40
1991	2142.65	21288.61	60259.00	83690.26	13328.78
1992	2334.67	32422.10	72428.00	107184.77	-24472.83
1993	5551.80	64691.34	85928.00	156171.15	-62709.91
1994	7161.50	88086.06	100457.00	195704.55	-67493.05
1995	6865.33	131894.57	118090.00	256849.90	-102581.19
1996	10750.07	177086.30	128817.00	316653.36	-122882.02
1997	12656.97	219439.49	146697.00	378793.46	-106766.00
1998	7815.23	257577.98	144007.00	409400.21	-88078.11
1999	11467.58	287069.79	152085.00	450622.37	-83441.48
2000	14738.42	319889.64	145729.00	480357.05	-45754.31
2001	13296.55	357849.24	170129.70	541275.50	-51776.02
2002	16537.46	397159.59	168337.20	582034.24	-359.88
2003	45678.43	449291.84	193567.20	688537.47	26692.19
2004	56888.59	496371.06	228600.00	781859.66	131658.55
2004				805105.00	162124.00
2005				930692.00	211247.00
2006				964485.00	662055

^①本表中 2004 年以下数据来自 IFS 中 IIP (International Investment Position) 统计。

附录3

年份	估值效应绝对规模 (亿美元)	估值效应占GDP比例 (%)
1985	0	-0.345
1986	-36	-1.244
1987	-88	-2.876
1988	-4	0.147
1989	19	0.737
1990	68	1.830
1991	-13	-0.310
1992	-442	-9.084
1993	-263	-4.337
1994	-124	-2.225
1995	-367	-5.042
1996	-275	-3.217
1997	-208	-2.188
1998	-128	-1.254
1999	-165	-1.521
2000	172	1.432
2001	-234	-1.768
2002	160	1.100
2003	-188	-1.147
2004	363	1.880
2005	63	0.364
2006	2009	4.240

分报告 3:

中国银行业的开放与银行业的稳定

内容摘要: 1980年开始的近30年的中国银行业的改革与开放,提升了中国金融市场的功能,活跃了银行业的竞争,促进了中国银行业的金融创新和风险管理,同时使中国银行业监管水平显著提高。本文对中国银行业1996-2007年的稳定性实证研究,结果表明,在全球化的背景下,中国银行业的稳定性整体呈上升趋势,与稳定直接相关的指标—利润、资本金以及利润波动的幅度等明显向好;不良贷款逐年下降,拨备覆盖率大幅度提高;中国银行业的稳定性越来越好。在总结中国银行业改革开放成功经验的基础上,对影响未来中国银行业稳定所面临的风险和不确定因素做出了进一步分析。如果中国经济增速的放缓情况持续下去,中国银行业难以保持利润的高速增长。

一、中国银行业开放和改革的历程

中国银行业的开放从 1980 年到 2006 年经历了三个阶段。

第一个阶段为 1980 年至 1993 年。在此期间，中央银行努力改变仅作为财政出纳的角色，构建规范的双层银行体制，推行了央行和商业银行的分立。同时中国银行业开始对外开放，通过外资银行的进入引进外汇资金和改善对外资企业的金融服务，创造更好的投资环境。

在这个阶段，出现了交通银行、招商银行、中信实业银行等一批新兴的股份制商业银行，银行间的市场竞争势头开始显现。尽管如此，行政权力主导下的寡头垄断的中国银行业生态并未出现太多改变，由于向传统的老工业企业和盲目重复建设项目发放贷款，四大国有专业银行形成了大量的不良贷款。

第二个阶段为 1994 年至 2001 年。1994 年四大专业银行的政策性业务被正式剥离，国家为此成立了国家开发银行、农业发展银行和进出口银行三大政策性银行。1995 年《商业银行法》正式颁布实施。至此，四大专业银行无论从法理上还是业务上都开始向更具企业功能的银行转变，从而为更具市场化的银行业竞争奠定了基础。

在这一阶段，中国经济体制改革取得突破性进展，国有企业改革初见成效，对外贸易全面发展，外商投资显著增加，对外开放的总体格局基本形成。外资银行业务随着外资企业在中国的迅速成长以及中资企业国际业务的发展而快速壮大。

1997 年亚洲金融危机爆发，亲眼目睹和经历了周边国家的金融体系所遭受的毁灭性的打击，使中国政府深刻地感受到金融风险巨大的破坏性，从而加快了四大国有银行市场化改革的进程。1998 年，财政部发行 2700 亿元特别国债为国有商业银行补充资本金，1999 年，同时成立了四家金融资产管理公司，对四大国有银行的 1.4 万亿不良贷款进行剥离。

第三个阶段为 2002 年至 2007 年。这个阶段是中国国有银行改革突飞猛进、发生质变的时期。

一份由花旗银行和所罗门美邦联合发布的名为“大中华观点：中国正在走向银行业危机吗？”的报告指出，中国的资产质量和资本充足率在亚洲是最差的。截至 2002 年 12 月底，四家商业银行不良贷款余额约 1.7 万亿元，不良贷款率为 21.4%，若按五级分类则为 26%。根据公开披露的信息，目前四大国有银行不

仅与 2000 年世界前 20 家大银行 3.27% 的平均不良贷款率相去甚远，而且也远远高于亚洲危机前东南亚各银行的水平——东南亚各国银行在金融危机前不超过 6%^①。

穆迪公司在《2002 年中国银行业展望报告》中写到，如果单纯依靠银行自身的经营，四大银行很难保证整个金融系统的偿付能力；甚至可能会威胁到国有银行对于金融体系偿付能力的支持水平。报告预计 2007—2008 年左右是中国银行业不良资产开始全面暴露并趋于峰值的敏感年份。2002 年《亚洲华尔街日报》以《亚洲的阿根廷？》为题发表文章认为，西方评估中国各银行贷款有 50% 是呆账，即使回收 10%，坏账仍高达近 5000 亿美元，中国须有 5000 亿美元挽救银行。北京必须在今后 5 年期间重新向它们注入 5000 亿美元——或者眼看着它们破产，最终导致经济的崩溃^②。中国国有银行病入膏肓，中国大陆的银行业远远落后于国外竞争对手。

2001 年 12 月 11 日中国加入了世贸组织，金融业仅仅 5 年的保护期使中国的银行业面临着对外资全面开放和竞争的巨大压力，一系列金融改革政策高频率陆续出台。2002 年 2 月，全国金融工作会议明确，具备条件的国有独资商业银行可改组为国有控股的股份制商业银行，完善法人治理结构，条件成熟的可以上市。2003 年之后，国有商业银行的改革成为整个金融改革的主旋律。2004 年 1 月，国务院决定将 450 亿美元的外汇储备作为资本金分别注入到中国银行和建行。2004 年中国银行、建设银行和交通银行分别剥离和核销不良贷款 2544 亿元、1289 亿元和 529 亿元，合计 4363 亿元。2005 年 4 月 国务院批准工商银行的股改方案，决定通过运用外汇储备 150 亿美元补充资本金，使核心资本充足率达到 6%，同时通过发行次级债补充附属资本，使资本充足率超过 8%；人民银行通过发行中央银行票据用于工商银行 4590 亿元可疑类贷款剥离；保留财政部原在工行的资本金 1240 亿元，从而使工行核心资本达 2480 亿元。2007 年 12 月，国务院批准中国农业银行股份制改造方案。

在五年过渡期内，中国认真履行承诺，有序推进银行业对外开放，稳定的开放预期和适时的政策调整推动了外资银行加速发展。通过国家对资本金的注资、股份制改造以及境内外上市，中行、建行和工行等国有银行按照国际惯例规范进行公司的架构和治理，企业化特征越来越明显。

^① 王一江 田国强：《中国银行业：改革两难和外资作用》，载《比较》，2003 第 10 期。

^② 章家敦：《亚洲的阿根廷？》，《亚洲华尔街日报》，2002 年 6 月 19 日。

外资金融机构作为长期战略投资者的进入，促进了中资银行完善公司治理，提高了银行业风险管理、金融创新及综合竞争力。2005年中国建设银行和美国美洲银行签署关于战略投资与合作的最终协议，美洲银行入主建行。中国银行紧随其后，与苏格兰皇家银行签署的战略性投资与合作协议，苏格兰皇家银行总计出资31亿美元，购入了中国银行10%的股权。2006年中国履行入世承诺，银行业对外资全面开放。我国金融机构改革和重组也取得突破性进展，竞争力和盈利能力显著增强，金融稳定的微观基础不断夯实。中国农业银行股份制改革稳步推进，广东发展银行完成财务重组，光大银行重组改革步伐加快，中小商业银行和农村信用社的重组改造也正在有序推进。银行业金融机构继续推进改革和重组的市场化进程，总体实力明显提高。

2006年年底，中国银行业全面开放。截至2007年12月末，在中国注册的外商独资银行共24家（下设分行119家），合资银行2家（下设分行5家，附属机构1家）；23个国家和地区的71家外国银行在华设立了117家外国银行分行；另有47个国家和地区的193家银行在华开设了242家代表处。截至2008年3月末，在华外资银行资产总额1930.94亿美元，比上年同期增长55.39%，占我国银行业金融机构总资产的2.44%^①。

二、中国银行业稳定性的实证分析

1、度量银行业稳定的模型设定

国内外有不少学者对商业银行的稳定性进行了较为深入的研究，大部分学者是从不同的角度论述了银行的利润和资本对稳定的作用。Allen and Gale（2002, 2004）认为，银行业的适度集中可以减少竞争，从而使银行具有一定的市场势力和获得较高的利润；而高利润会提高银行的特许权价值，从而增加银行对金融震荡的缓冲，阻止银行从事高风险的业务活动。Hellman, Murdock and Stiglitz（2000）认为，较高的资本要求可以降低银行冒险的动力。

关于银行体系稳定性或风险的量化方式，大多以事件为基础，即采用事后数据（例如危机后银行国有化的程度、银行损失和政府救助成本相关的数据）作为参数。例如 Beck, Demirg-Kunt and Levine（2005）在对69个国家1980-1998年银行业系统性危机进行实证分析时，借鉴了 Demirg-Kunt and Detragiache（2002）对系统性危机的事后界定方法。事后界定的缺点是无法对当期的银行风险进行识

^① 数据来源于中国银行业监督管理委员会网站。

别，从而无法对危机进行提前预警和防范。

20 世纪 90 年代以后，英国老牌的巴林银行的倒闭、墨西哥金融危机和东南亚金融危机的爆发都给银行业敲响了警钟，人们对银行的风险的认识也由信用风险为主转为操作性风险和市场风险并重。2004 年的《新巴塞尔协议》的讨论和出台，进一步扩展了理论界对银行风险的研究视角，风险或稳定的度量研究日臻活跃。邹薇（2005）构造了 BSS 银行稳定性指数，采用银行存款、银行对非政府部门贷款和银行的外币负债三个指标，分别代表银行流动性风险、信贷风险和汇率风险，来度量银行业的稳定程度。由于银行的风险来源是多渠道的，单单用某一方面的风险或某几方面的风险相加，很难准确地描述银行业风险的全貌。本文采用国外学术界近年来主流的计量银行稳定性的模型，通过对利润、资本与资产之间的关系以及利润的波动程度变化的分析，对中国银行业 1996-2007 年的稳定值按时间序列进行比较。

关于银行稳定性的概念，目前理论界还没有一个统一的定义。国内外有关商业银行风险和稳定的研究，大多数文献仅局限于信用风险、操作性风险、流动性风险或市场风险的其中某一个方面，而且绝大多数是从信用角度来考察的，这样很难完整地描述商业银行的风险全貌。卡尔-约翰·林捷瑞恩等人（1997）认为：“稳定的银行体系可以被定义为这样一种体系，其中大多数银行（那些占整个体系的资产和负债的大多数的银行）有偿付能力，而且可能继续具有这种能力。偿付能力反映在资产负债表中的资本净值是正数。...保持具有偿付能力依靠的是银行盈利”。这种理解基本上代表了银行稳定的主流想法。根据这个思路，本文选用 De Nicolo（2000）、Laeven and Levine（2006）等人有关风险或稳定度量的思想，将银行的风险用破产风险来表示，即定义为亏损（利润为负数）超过股本（净资产）的概率，或者说是净资产无法抵补亏损的可能性。即：

$$P(\pi \leq -E) = P(r \leq -K) = \int_{-\infty}^{-K} F(r) dr \quad (1)$$

这里 E 表示股本（净资产），A 表示总资产， $K=E/A$ 为净资产/总资产， π 为税后利润， $r = \pi / A$ 为税后利润/总资产，银行利润的分布为 $F(r)$ 。用 μ 和 σ^2 分别表示 r 的期望和方差。

如果 μ 和 σ^2 存在，根据切比雪夫不等式，则

$$P(r \leq -K) \leq \frac{\sigma^2}{(\mu + K)^2} = \frac{1}{Z^2} \quad (2)$$

则

$$Z = \frac{\mu + \frac{E}{A}}{\sigma} \quad (3)$$

σ 为标准差，表示收益的波动性。将 Z 作为破产风险的度量， Z 值越高，表示的是破产风险就越低，而稳定与风险的含义正好相反，所以， Z 值越高，银行的稳定性就越好，本文我们用 Z 值表示银行的稳定性。

假设银行收益符合正态分布， Z 是银行倒闭概率的估计量，则

$$P(r \leq -K) = \int_{-\infty}^{-z} N(0,1) dr \quad (4)$$

在本文中， $\mu_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_{i,t} = \bar{r}_t$ ， $\sigma^2_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_{i,t} - \bar{r}_t)^2$ ，将所有银行的数据按年划分， $r_{i,t}$ 表示第 i 家银行在 t 年的税后利润占总资产的比重。因此 μ_t 和 σ_t 分别表示的是银行业年度的期望和方差值。

从 Z 值的构成因素来看，银行的稳定受资产收益率 ROA (Return on Assets)、股本资产率和 ROA 的波动幅度三个因素的影响。(1) 在分子部分均除以总资产，这使银行的规模差异问题得以解决。(2) 利润和资本越大，银行的稳定性就越高。(3) Z 值考虑到了 ROA 的波动对稳定的影响，ROA 波动越大，就越不稳定，这是对银行业稳定的含义进一步扩展。如果银行利润年度波动剧烈，即使利润和资本值高，也不能说明其稳定性好。

2、中国商业银行稳定的实证分析

中国银行的数据来源于全球银行与金融机构分析数据库 (BankScope)、《中国金融年鉴》和各银行年报。本文选取了 1996-2007 年中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行四大银行，交通银行、招商银行、民生银行等 10 家全国性股份制银行，北京银行、上海银行和天津银行等 9 家城市商业银行等地方性银行的面板数据。这 23 家银行的资产之和超过全国商业银行总资产的 90%，因此其结果可以代表中国银行业的基本情况和发展趋势。

将 23 家商业银行的数据带入模型，计算结果如下：

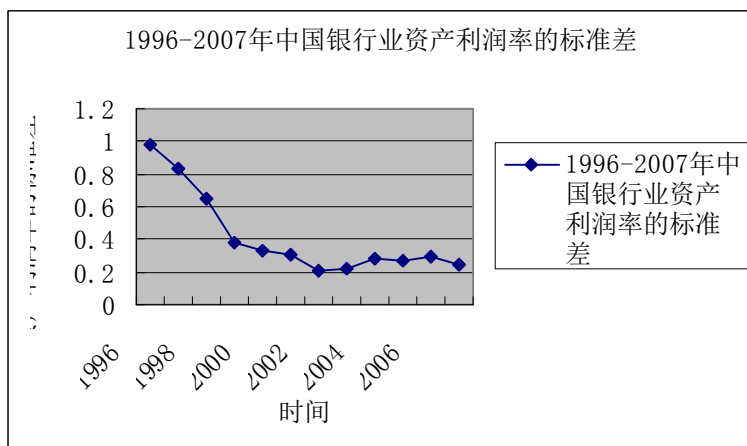
表 1 中国商业银行 1996-2007 年总体稳定性情况

时 间	ROA 的年度期望值 μ (%)	股本资产率的年度均值 K (%)	ROA 的年度标准差 σ (%)	稳定值 Z
1996	1.114	6.406	0.985	7.638
1997	1.101	6.267	0.837	8.803
1998	0.771	6.403	0.646	11.101
1999	0.483	5.349	0.375	15.551

2000	0.384	5.053	0.327	16.620
2001	0.394	4.649	0.304	16.565
2002	0.336	4.104	0.205	21.639
2003	0.360	3.969	0.222	19.544
2004	0.417	3.582	0.283	14.146
2005	0.470	3.535	0.266	15.083
2006	0.517	4.349	0.291	16.743
2007	0.914	5.571	0.246	26.360

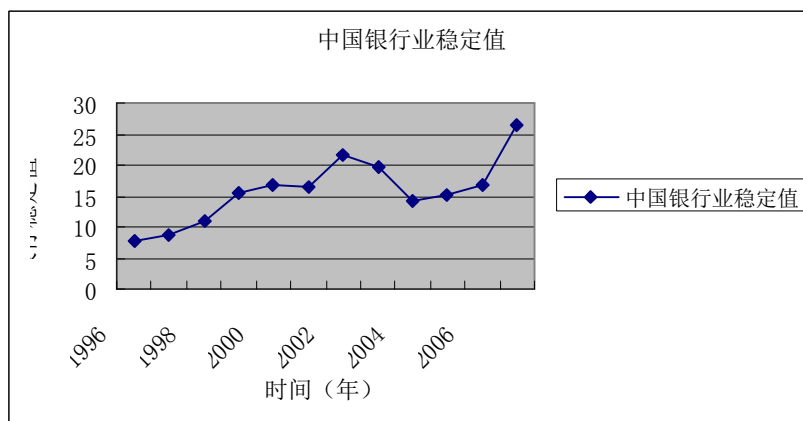
将银行业年度资产利润率的标准差用图 1 表示，可以看出，这个指标呈明显下降的趋势，说明银行间年度资产利润率趋同，各银行间的竞争日趋激烈，同时这也是银行业稳定的一个重要标志。

图 1 中国银行业 1996-2007 年资产利润率的标准差



将银行业总体的稳定性用图 2 表示如下：

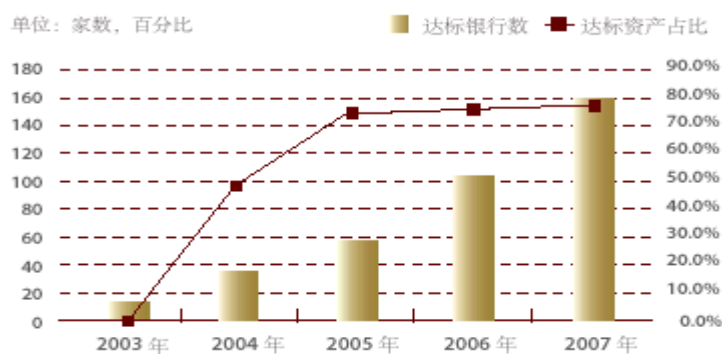
图 2 中国商业银行 1996-2007 年总体稳定值



1996 年到 2007 年是银行业波澜壮阔改革的 10 余年，可以看出：（1）虽然中国商业银行稳定性存在波动，但总体向好。（2）2003-2004 年商业银行稳定性波动较大。主要原因是 2003-2004 年国有银行改革使银行的 ROA 波动幅度加大。（3）2007 年中国银行业的稳定性明显提升。可以看出，ROA 和股本资产率大幅度提高，银行间 ROA 水平趋同，波动性减小。

2003 年以后，中国银行业的各项财务指标全面快速提升。资本比率不断充实，不良贷款率不断下降，盈利能力不断增强。截至 2007 年底，银行业金融机构整体加权平均资本充足率 8%，首次达到国际监管水平。商业银行加权平均资本充足率 8.4%，达标银行 161 家，比上年增加 61 家；达标银行资产占商业银行总资产的 79.0%（见图 3）^①。

图 3 2003-2007 年资本充足率达标商业银行数量和达标资产占比



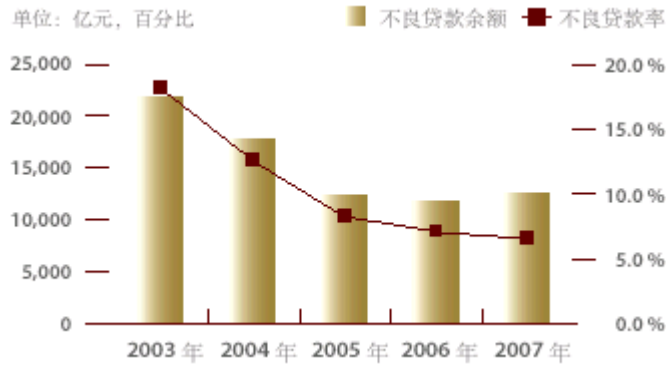
数据来源：中国银行业监督管理委员会

2007 年，银行业金融机构继续加大改革力度，加快不良贷款核销力度，资产质量明显改善，不良贷款比率继续下降。截至 2007 年底，商业银行按贷款五级分类的不良贷款余额为 1.3 万亿元，不良贷款率 6.2%，比年初下降 0.93 个百分点；主要商业银行按贷款五级分类的不良贷款余额为 1.2 万亿元，不良贷款率 6.7%，比年初下降 0.79 个百分点（见图 3）^②。

^①数据来源：中国银行业监督管理委员会网站。

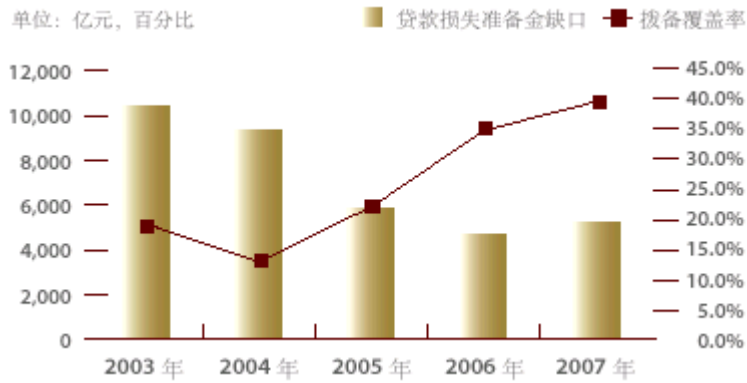
^②数据来源：中国银行业监督管理委员会网站。

图4 2003-2007年主要商业银行不良贷款和比率



数据来源：中国银行业监督管理委员会

图5 2003-2007年主要商业银行损失准备缺口数额

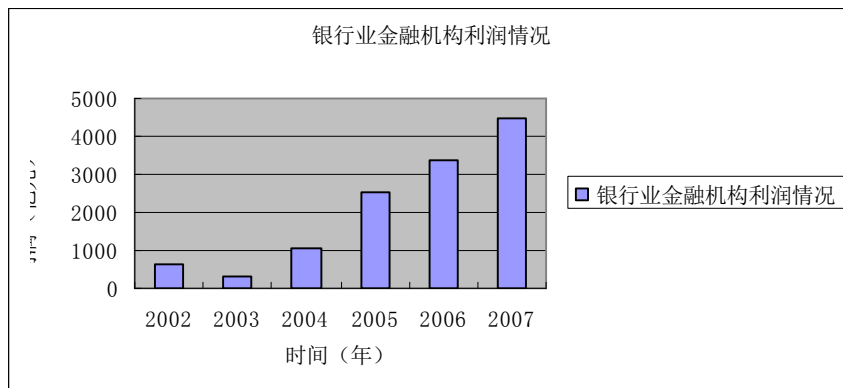


数据来源：中国银行业监督管理委员会

截至2007年底，主要商业银行各项资产减值准备金余额5,375亿元，比年初增加759亿元；拨备覆盖率为39.2%，比年初提高5.2个百分点^①，中国商业银行抗风险能力进一步增强。

同时，商业银行的利润大幅增长（见图6）。

图6 2002-2007年中国银行业金融机构利润增长情况



数据来源：中国银行业监督管理委员会

^①数据来源：中国银行业监督管理委员会网站。

2008年7月20日，14家上市银行中，已公告中期业绩的11家银行无一例外地呈现出“同向大幅上升”的喜人形势。2008年上半年净利润较上年同期增幅最低的是工行和建行，预计增长50%以上，最高的则是中信银行，同比增长150%以上。

入世几年是中国银行业发展速度最快的时期，使中国金融业成为世界上发展速度最快的国家或地区之一，中国金融业的实力得到大大的增强。近年来国际权威评级机构也多次调高了对我国银行业的评级。

表2 标准普尔对我国四大银行的信用评级变化

银行名称	2003	2004	2005	2007	2008
中国银行	-	BBB-	BBB+	BBB+	A-
中国建设银行	-	BBB-	BBB+	BBB+	A-
中国工商银行	-	BBB-	BBB+	BBB+	A-
交通银行	-	BB+	BBB-	BBB	BBB

根据英国《银行家》杂志2007年7月公布的全球1000家大银行最新排名，中资商业银行有31家入选，比上年增加6家。按2007年底市值计算，中国工商银行、中国建设银行和中国银行已经跻身于全球最大市值，中国银行业的国际竞争力明显提高。

中国银行业改革取得了巨大的成绩，整体稳定性全面提升。从国家层面来说，有以下几个方面值得总结：

第一，采取了“以我为主、循序渐进、安全可控”的稳健开放的方针。在银行业的对外开放中，始终坚持“保持国家对大型银行绝对控股；按市场原则自愿互利合作；着重引进先进管理经验、技术手段、公司治理结构；投资入股中资银行应在银行经营管理方面有丰富经验；坚持严格资格审查，并跟踪和评估实际效果”的原则。

第二，以开放促改革。海外战略投资者为中国的银行提供了学习国际先进管理经验的直接渠道，改变了过去“拍脑袋”的决策方式，业务发展中的量化管理能力得到增强，逐渐在经营管理中采用科学化、定量化和精细化的计量方法，开始采用更多的风险分析测量工具，如工行的国家主权风险评级办法，中行的零售贷款信贷评分卡和贷记卡信用评分卡，建行的信用卡评分模型、按揭贷款评分卡和零售业务信用评分卡，交行的信用卡反欺诈侦测系统、三层风险过滤器、风险监察名单和贷款迁徙分析工具等，使风险管理手段逐步由定性为主向定性、定量相结合的方向转变。

第三，重视银行业的风险防范和审慎监管。在银行业对外开放进程中，中国

参照国际银行监管惯例，逐步创造公平、统一、透明的监管环境，在统一中外资银行监管标准方面取得了重大进展；根据外资银行发展状况，不断完善外资银行监管制度和监管体系的建设，建立风险评估、外国银行分行综合评价和母行支持度评价等监管体系。中国还与美国、英国、德国和韩国等多个国家和地区的金融监管当局建立了包括信息交换、市场准入和现场检查中的合作、监管信息保密和监管磋商等多个方面双边监管合作机制。

就银行本身来说，中国银行业近几年持续高速增长，主要原因是：（1）生息资产规模增长、净利息收益率扩大，净利息收入快速增长；（2）非利息净收入继续保持快速增长；（3）资产质量保持优良，信用成本持续下降；（4）法定税率下降使公司所得税率有所降低。

在经济快速持续扩张的经济环境下，银行之间并不存在激烈的竞争，中国银行业整体水平的持续提高，在很大程度上得益于中国经济的高速成长。真正的竞争和实力的体现是随着经济周期见顶后的回落阶段性展开的。在全球化的条件下，中国商业银行主要面临的挑战在于：第一，商业银行的信用风险能力、流动性风险管理能力、盈利能够正在接受宏观经济形势逆转和由此带来的宏观调控的考验。第二，在国际化和产品创新过程中，中国商业银行的市场风险管理能力亟待加强。

随着经济成长速度的回落，对中国银行业稳定性的变化研究将具有更多的理论和实际意义。

三、未来几年中国银行业的风险分析

（一）国内外经济环境的新变化

今年以来，中国经济发展的内外环境发生了深刻的变化，银行业面临较大的不确定性。主要表现在：

从国际环境来看，第一，美元持续贬值和石油价格的大幅波动。国家统计局发表经济述评称，我国经济对外依存度已经超过 60%，全球通胀短期内难以看到明显下降趋势，输入型通胀已成为我国物价高涨的重要“推手”。美国经济放慢，美联储注入很多流动性以刺激经济复苏，再加上投资者持有美元的热情不高，这些流动性大多去了两个方向。一是大宗商品市场，投资和投机的因素冲高了大宗商品的价格，特别是油价和粮价。二是来到了中国等新兴市场。热钱的流入使中国的外汇储备继续增加和人民币升值压力很大，使中国的通货膨胀压力高居不下。第二，美国次贷危机的持续发酵。美国最新一期的《外交政策》载文指出，

鉴于美国经济占世界 GDP 总量的四分之一，在国际金融交易中所占份额更大，由次贷为导火索的美国经济衰退可能引起一场全球性的经济传染病，从而危及到中国经济。

从国内来看，一是 PPI 涨幅扩大，对价格调控的难度加大。在 CPI 回落的情况下，2008 年 8 月份 PPI 同比上涨 10.1%。PPI 的连续高位运行，且没有回落的迹象，很有可能对 CPI 产生传导作用，产生压力，对全年价格调控目标的实现带来许多不可预见性和变数。二是外贸形势不容乐观。出口增幅明显回落，可能影响全年经济目标的实现。数据显示，2008 年 1-5 月份，是从中国加入 WTO 之后出口增长最慢的时期。第三、中小企业生存困难。由于新《劳动法》的颁布、人民币升值以及信贷资金从紧等原因，中小企业面临生存危机。这些因素对外向依存度较高的江苏、浙江、广东、山东等重点经济地区的影响较大，而这些地区经济一旦出现较大滑坡，是其他地方无法弥补的。

全球经济失衡是世界各国普遍关注的问题，它导致全球流动性过多、长期利率水平较低、资源和资产价格上涨。全球经济失衡的调整（尤其是盲目、无序和各自为政的调整）可能会加大国际主要货币汇率的波动，造成美国经济增长放缓和资产价格调整，进而对中国出口和经济增长产生一定影响。石油等供求和价格的波动，会给中国带来进口成本上升和潜在通货膨胀的压力，使经济增长的资源约束加大，影响中国经济持续健康发展。经济结构性矛盾不利于经济持续较快增长，导致流动性过多，潜在通货膨胀压力增大，资产价格上涨，银行信贷风险增大，经济金融体系的系统性风险增加。

中国经济出现了多年不见的盘整和略显下行趋势。银行体系作为服务于经济的行业，具有与生俱来的脆弱性，当遇到外部或者内部的强烈冲击的时候，就容易出现传染病式的系统性风险。东亚许多国家和地区都曾经经历过高成长的时期，成就了所谓“东亚奇迹”。但是，它们大多数都因为内外失衡的处理不当而没有逃脱金融系统的危机，以致损失了几年、十几年的时间，造成了很大的社会和经济危害。

（二）对银行业稳定产生直接影响的因素

本文主要关注的是对银行的利润、资本金所直接产生影响的因素。即宏观环境的变化带来的宏观经济波动、房地产价格下跌以及企业利润下降使银行出现利润下滑和损失等潜在风险。中国银行业在未来几年稳定和 risk 状况如何，取决于以下判断：

1、房地产价格的是否会大幅下跌

2005 年到 2007 年，全国热点城市的房地产价格超常规持续快速上升，带动了全国房地产价格的普遍上扬。2008 年房地产价格的回落既可以说是一个理性回归或者说是一个价格持续非理性上涨后的回调，也可以看作政府近些年对房地产加大紧缩的宏观调控政策（包括土地、金融和销售等方面）的结果，这是一个必然的过程，也是一个正常的过程。房价的回调让消费者对未来房价下滑产生预期，持币观望者成为市场的主体，助长了成交量大幅下跌的态势。

国家统计局发布 7 月份国房景气指数为 102.36，比 6 月份回落 0.72 点，这也是自去年 11 月份国房景气指数见顶之后连续第 8 个月持续回落，政府的宏观调控使市场将继续保持调整态势。从分类指数看，房地产开发投资分类指数为 104.77，比 6 月份回落 0.02 点，同比上升 1.36 点。1—7 月份，全国完成房地产开发投资 15884 亿元，同比增长 30.9%。住宅完成投资 11486 亿元，增长 33.7%。其中，经济适用住房投资 459 亿元，增长 25.2%。

以房价下降幅度较大、投机成分较多的深圳为例，深圳银行包括房贷在内的全部坏账余额不到 1000 亿元，其中开发贷款的坏账率目前还低于全国平均水平。人民银行深圳中心支行发布的数据则显示，截至 2008 年 3 月末，深圳全市个人住房贷款余额 2303 亿元，房贷不良率 0.58%，比去年末微升 0.04 个百分点，不良贷款余额 13.36 亿元，比去年末增加 0.81 亿元。

从统计数据上看，全国房地产价格没有出现大范围大幅度波动的迹象。

中国银行业的利润主要来自存贷款利差，住房贷款质量好坏对银行业绩有举足轻重的作用。2007 年末，个人住房贷款占银行贷款比例 11.46%，开发型房地产贷款占银行总贷款为 6.88%。在整个银行信贷中所占比率约 20%。

本文认为，中国的房地产价格不会出现大面积下滑，原因主要是：

第一、中国经济发展城市化的方向没有变化，中国城乡各方面巨大的差距存在导致商品房的需求仍会保持较大的缺口。城市化进程是衍生住房需求的重要推动力。农村人口占中国人口总数的绝对多数，按照 2050 年中国变成一个中等发达国家水平来看，至少还有二、三十年。而按照 2050 年总人口 16 亿，60% 是城市人口计算，那么将有未来中国将有 9 亿人口的住房需求。无论从收入，年龄，需求等方面目前都正处于住房自用需求的高峰，刚性需求非常明显。

第二、大城市中大量城市外来工作人员以及国际企业人员的流动，客观上促进了住房二级市场的需求，也刺激了住房投资行为的增长。住房为人们生活的必需

品，与虚拟经济的股票需求存在很大差异。由于强劲需求的主导致使房地产投资价值凸现；在多年发展下财富积累、银行存款利率较低、个人投资者投资渠道偏窄的情况下，房地产住宅产品由于其具有可靠的投资回报和良好的现金流，升值前景和安全性成为居民个人投资的重要选项，这是市场的选择。

第三、各银行对房地产等相关贷款普遍加强了审查和监督。由于美国住房按揭市场的前车之鉴，面对下半年房地产行业可能存在的变数，国内各银行尤其是国有大型商业银行都积极采取主动防控风险措施，今年以来，普遍降低对房地产业的信贷投放比例，加强了对相关贷款的审查和监督。央行、银监会不断发布了紧急措施，要求各金融机构严格商业性房地产信贷管理，减少在房地产方面的损失，规避和控制银行风险。

只有经济持续的发展，城乡居民收入水平会继续提高，住房需求不会大幅度降低或减少。从中国经济发展的动力和速度来看，只要经济不出现大的滑坡和萧条，房价保持基本稳定是没有问题的。

2、企业利润是否会大幅度下滑

来自财政部的数据表明，一是工业增加值继续高速增长，1-5月份，全国规模以上工业企业增加值按现价计算增长28%左右，比去年同期略有加快；二是社会消费品零售总额加快增长，1-5月份，社会消费品零售总额同比增长21.1%，比去年同期加快5.7个百分点；三是固定资产投资继续快速增长，1-5月份，固定资产投资增长25.6%，和去年同期基本持平。值得关注的是，2008年1-5月份规模以上工业企业利润增速（20.9%）比去年同期增速（42.1%）大幅度回落；虽然上半年营业税收入增长仍然比较快，但5月份以来单月营业税增速已经低于前期的累计增速^①。

从有利因素来看，虽然中国经济面临着种种不确定的因素，但是经济发展的大势没变，正朝着宏观调控的预期目标发展。一是虽然从经济的增长速度上看，增幅有所回落，但并未出现人们所担心的大幅度滑落局面。二是国内消费增长加快，有效缓解了出口受阻带来的不利影响。1—6月社会消费品零售总额同比增长了21.4%，比去年同期高出6个百分点之多。更重要的是城市和农村消费增幅都超过20%。三是价格形势比预想的要好。年初的价格大有“山雨欲来风满楼”之势，从5月份起，消费物价指数开始回落，2008年8月CPI已回落到了4.9%，这对防止全面通货膨胀非常有利，给宏观调控留下了操作空间。四是经济效益没

^① 《2008年上半年税收增长的结构性分析》，财政部网站，2008年8月15日。

有明显下滑。上半年，虽然工业增速出现回落，但企业并未因此出现效益大幅下滑的局面，规模以上企业实现利润仍然同比上涨了 20.9%，而这一切是在石油加工炼焦及核燃料加工业和电力、热力等行业因价格上涨过快，效益急速下滑情况下实现的。如果上述局面能够保持下去，中国银行业的基本稳定就没有悬念。

从不利因素来看，目前银行业面临着重要的挑战主要表现在：（1）经济增长速度放缓而对利润以及对信贷资产质量的影响；（2）全球资本市场的疲软和中国资本市场的低迷，不仅使银行的投资收益空间收窄，而且风险加大。如果这种局面持续下去，中国银行业的利润很难保持今年上半年出现的 50% 以上的利润高增幅。

参考文献：

卡尔·约翰·林捷瑞恩等：《银行稳健经营与宏观经济政策》，中国金融出版社，1997。

富兰克林·艾伦和道格拉斯·盖尔：《比较金融体系》，中国人民大学出版社，2002。

邹薇：《银行体系稳定性—理论及中国实证研究》，经济科学出版社，2005。

Allen, F. and Gale, D. Competition and Financial Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2004, vol.36, no.3, pp.453-480

Hellman, F. T, Murdock, C. K. and Stiglitz E. J. Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirement Enough? [J]. *American Economic Review*, vol.90, no.1, 2000, pp.147-165.

Beck, Demirg- Kunt, Asli and Levine, R. Bank Concentration and Fragility: Impact and Mechanics[Z]. Brown University of Department of Economics, National Bureau of Economic Research, working Paper, no. w11500, 2005.

Demirg- Kunt, Asli and Enrica Detragiache. Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2002, vol.49, no. 7. pp1373-1406.

De Nicolo, G. Size, Charter Value and Risk in Banking: An International Perspective. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.) , *International Finance Discussion Papers* , no. 689, 2000

^[9]Laeven, L and Levine, R. Corporate Governance, Regulation, and Bank Risk Taking. World Bank Mimeo, 2006.

分报告 4:

金融发展战略选择的理论基础与国际经验

内容摘要: 主流金融发展理论认为金融体系承担着动员和集中储蓄、筛选投资项目和监督投资行为、便利风险的交易、分散和管理以及提高产品和服务的交换效率等基本职能。为了推动金融发展,必须进行金融自由化改革,让市场的内生力量主导金融的发展路径,所以,自由化和对外开放是实现金融迅速发展的动力。自由化和对外开放在推动金融发展的同时,能够充分发挥金融体系对于经济增长和宏观经济稳定的积极作用。实证研究给出了不同于理论逻辑的判断。在金融发展过程的动力机制方面,单一维度的自由化改革和前瞻性的金融供给政策无法有效推动金融发展过程。在金融开放的宏观经济绩效方面,金融开放的积极作用依赖于国内金融市场发展程度、制度质量和宏观经济政策质量等因素;金融开放主要是通过推动国内制度变迁、政策调整和金融体系的发展,进而对经济增长发挥间接作用。

理论逻辑和实证研究的矛盾集中体现为金融自由化改革前提和结果的重叠。为了突破这一矛盾,必须从各国的政策实践中寻找经验启示。从国际经验来看,宏观经济基本面因素和支撑性制度条件的完善过程与金融自由化改革过程交错在一起,使得各国无法在政策实践中践行所谓的“金融自由化最优次序”。发展中国家资本账户开放和国内金融自由化结合在一起的“双重自由化”,使得宏观经济和金融更容易受到国际信心逆转的冲击,进而出现金融危机和自由化进程的逆转。发达国家的金融自由化改革更多地是对金融市场微观行为的一种事后认可,制度调整的事后认可模式不仅有助于降低制度调整对金融体系各个组成部分的冲击,在维持金融体系平稳运行的基础上推动金融体系的发展;而且能够降低制度调整对于实体经济部门的冲击。

随着我国贸易开放程度和跨境资本流动性的提高,无论是从政府、银行和企业维持原有金融模式的内在动机出发,还是从维持经济增长和宏观经济与金融稳定的需求出发,利率控制下的以银行为主导的金融体系越来越难以持续。从我国目前的现实情况来看,我国必须在宏观经济失衡的背景下推动金融自由化改革。为此,首先应该在对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上,从法律和制度层面对经常项下和资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。一方面提高名义金融开放度,另一方面降低实际金融开放度,从而尽可能缩小名义金融开放度和实际开放度之间的差异。其次,在国内金融深化方面,利率市场化改革进程的加快必须选择货币市场和债券市场为着力点。通过货币市场和债券市场的发展,在改变企业和家庭的融资和投资模式的基础上,引导银行融资和投资模式以及定价机制的转变。由此,一方面促使货币市场和债券市场的定价机制成为整个社会利率体系的核心;另一方面,使银行的作用更多体现为金融体系的中介,而不是直接体现为实体经济部门储蓄与投资行为的中介。

一、引言

无论在理论研究还是在各国的政策实践中,发展金融体系的必要性已经成为一种共识。并且西方主流金融发展理论认为,市场化和自由化改革能够顺利推动金融体系的发展。但是过去 30 年间的国际经验却表明,自由主义理念所主导的金融发展战略并不一定能够推动金融体系的发展,更不一定能够对经济增长和稳定发挥积极的推动作用。美国和西欧发达国家通过金融放松管制和开放推动了金融体系的发展,并实现经济的持续增长与稳定;拉美和东亚发展中经济体的金融自由化改革却未能取得良好的宏观经济绩效,反而伴随着不断发生的货币、金融危机甚至是整体经济危机。90 年代以来的理论和实证研究表明,金融自由化和金融发展以及金融自由化与经济增长之间的关系都是状态依存的。也就是说,从金融自由化到金融发展、再到经济增长和宏观经济稳定,每一环节都是有条件的。

过去 30 年间,以改革开放为核心的制度变迁和以工业化为核心的产业结构调整,对我国的经济增长施加了巨大的推动力。但是我国迄今为止的变革主要还是集中于实体经济领域和贸易领域,金融体系依然是我国改革较为滞后、发展较为滞后的领域。近年来,随着我国宏观经济内外失衡问题日益加剧,如何抑制宏观经济失衡风险的积累以及如何有序推进宏观经济失衡问题的解决,成为理论和政策研究的热点。目前的一个共识是,金融体系效率低下是我国宏观经济内外失衡的根源之一^①。在我国当前的宏观经济背景下,金融体系已经成制约我国未来一段时间内经济增长和宏观经济稳定的关键因素。如何创造条件推动金融发展、提高金融体系效率,既关系到能否有效抑制和化解宏观经济内外失衡的风险,也关系到能否从根本上推动宏观经济内外失衡问题的解决。

从长期来看,深化市场化改革和外开放是我国金融发展的必由之路。如同 Cargill 和 Parker (2001) 所说,中国要想成为现代的发达市场经济,金融自由化改革是必不可少的。但是金融自由化改革并不是毫无条件的,也不是一蹴而就的。特别是在短期中,金融自由化改革战略的选择必须兼顾宏观经济基本面因素的复杂性与政策目标的多元性。具体来说,首先是宏观经济内外失衡背景下的结构和制度调整,这关系到我国经济在未来很长一段时间内能否实现持续增长和稳定

^① 以贸易品部门过度发展为代表的产业结构失衡是我国宏观经济内部失衡的核心,外部失衡是内部结构失衡的必然表现。受制于金融体系的效率和技术进步约束,后者在很大程度上也是金融体系效率低下的结果,社会储蓄无法顺利转变成非贸易品部门和高新技术产业的投资,这导致贸易品部门的过度发展。加之金融体系无法化解社会转型和结构调整时期的风险和不确定性,导致普遍的居民谨慎性储蓄行为和企业储蓄行为。这就形成了从投资扩张到储蓄更快增长的恶性循环。对于相关问题的讨论,参见:Cooper (2005)、Dooley, Folkerts-Landau and Garber (2003,2005)。

性，这也是我国金融发展的根本目标；其次是实体经济开放程度和跨境资本流动性的不断提高，这将对我国的金融发展过程施加强有力的制约；第三是对内深化和对外开放的双重金融改革目标，这增加了我国金融发展战略选择的复杂性。

本文从金融发展理论和实证研究的基本结论出发，通过分析理论逻辑和实证经验之间的矛盾与冲突，结合国外金融自由化改革和金融发展的经验，为中国金融发展战略的选择提供理论和经验支撑，并初步探讨中国在当前宏观经济背景下可行的金融自由化战略。

二、金融发展战略选择的理论基础

从金融体系的基本功能及其对经济增长和宏观经济稳定性的积极作用出发，金融发展战略必然成为各国经济发展战略的重要组成部分。为了推动金融发展，必须进行金融自由化改革，让市场的内生力量主导金融的发展路径，所以，自由化和对外开放是实现金融迅速发展的动力。自由化和对外开放在推动金融发展的同时，自然能够充分发挥金融体系对于经济增长和宏观经济稳定的积极作用。

作为建立在分工基础上的现代市场经济的核心，金融体系承担着动员和集中储蓄、筛选投资项目和监督投资行为、便利风险的交易、分散和管理以及提高产品和服务的交换效率等基本职能。在长期中，金融发展通过影响资本形成过程和技术进步，对经济增长施加巨大的推动作用^①。90年代以来围绕金融发展的经济增长效应所展开的理论和实证研究，结论比较一致地支持金融发展的积极作用^②。

从金融体系的这些基本功能及其对经济增长和宏观经济稳定性的积极作用出发，金融发展战略必然成为各国经济发展战略的重要组成部分。事实上，自熊彼特、希克斯、戈德史密斯以及格利和肖的研究以来^③，如何有效推动金融发展和充分发挥金融发展的积极作用，不仅一直是金融发展理论和实证研究的重点，也

^① 关于金融体系功能以及实现机制和渠道的分析，参见：King and Levine (1993), Jayaratne and Strahan (1996), Demirguc-Kun and Maksimovic (1998), Rajan and Zingales (1998), Levine (1997, 2004), Merton and Bodie (2004)。

^② King 和 Levine (1993a) 以及 La Porta 等人 (2001) 研究了银行发展对于资本积累、生产效率和经济增长的影响；Levine and Zervos (1998a) 研究股市发展对于资本积累、生产效率提高和经济增长的影响，并比较了银行与股市所提供的金融服务的差异；Haiss and Hristoforova (2003), Beck, Demirguc-Kunt and Levine (2001), Berger, Hasan and Klapper (2004) 等人研究了债券市场、人寿保险和私人养老基金以及小型社区银行对于经济增长的推动作用；Levine (1998, 1999, 2001), Levine, Loayza and Beck (2000) 通过改进实证方法，证实了从金融发展到长期经济增长的因果联系方向；Rioja and Valev (2004a, b) 的实证研究表明，金融发展在不同国家影响经济增长的机制是不一样的。在发达国家，金融发展影响经济增长的渠道主要是生产率；在发展中国家，金融发展影响经济增长的渠道主要是资本积累。Rajan and Zingales (1998), Beck and Levine (2002) 以及 Beck, Demirguc-Kunt, Laeven and Levine (2004) 等研究分别从行业和企业层面证实了金融发展的积极影响。

^③ 参见：Gurley and Shaw (1955), Hicks (1969), Goldsmith (1969), McKinnon (1973)。

是各国经济发展战略和政策选择过程中关注的焦点。无论是理论研究的结论、还是世界范围内主要经济体金融发展的经验总结，都表明在金融发展这一问题上，需要做出选择的并不是要不要发展金融体系的问题，而是如何发展金融体系的问题^①。这就是发展战略的选择问题。

首先是金融发展的动力机制^②。在主流的金融发展理论中，帕特里克等人有经验研究的基础上，把金融发展路径分为需求引致型和供给驱动型。在需求引致型发展路径下，金融发展是对实体经济的金融服务需求的被动反应，发展动力是经济体系内生的；供给驱动型的发展路径是指金融发展先于实体经济的发展，在实体经济的发展还没有产生足够需求时，利用政府的外生力量来推动金融的发展，以此来动员资源流向优先发展的实体经济部门。两种不同的发展路径隐含着两种不同的政策导向。如果金融发展动力是内生的，那么金融自由化就应该是政策的主导；反之，就应该采取政府干预。麦金农和肖通过对比两种路径的具体实现形式、结果和效率，指出在政府干预思想的主导下，外生动力观往往演变成金融抑制，并导致整体经济的落后。所以，必须进行金融自由化改革，让市场的内生力量主导金融的发展路径，这样才能促进金融的顺利发展。沿着这样的理论逻辑，主流理论认为自由化和对外开放是实现金融迅速发展的动力。

其次金融体系的结构。除了金融发展在经济增长过程中的作用，金融发展理论和实证研究中另一个争议的焦点是以银行为主的金融体系与以市场为主的金融体系的相对重要性。这方面的研究主要是从金融体系基本功能出发，对比银行与金融市场的相对优势。一些学者从基于如下几个理由，支持发展以银行为主导的金融体系。1) 金融市场在信息收集和处理过程中存在外部性、“免费乘车”和“激励不相容”问题，导致市场的信息供给不足和信息效率低下^③。2) 由于内部人和外部人之间的信息不对称，资本市场并不能有效监督企业、提高企业治理效率^④。3) 资本市场存在流动性悖论，流动性是市场效率的基础，但是在另一方面，流动性可能导致投资者的“短视行为”，“用脚投票”的便利性使得个人投资者不愿花费精力去研究企业和监督企业^⑤。不同于金融市场，银行可以通过信息内部化和维持与企业的长期关系，实现信息收集和处理的成本和收益的内

^① 参见：Cargill and Parker (2001)、Arestis and Caner (2004)、Aizenman (2005)。

^② 关于金融发展动机机制的讨论，主要是源于如下问题：既然金融发展能够极大地促进经济增长，为什么很多国家的金融发展程度却很低？相关研究参见：Rajan and Zingales (2003)。

^③ 对此问题的研究，参见：Stiglitz (1985)、Boot, Greenbaum and Thakor (1993)、Wright (2002)、Levine (2004)。

^④ 参见：Stiglitz (1985)、Shleifer and Vishny (1997)。

^⑤ Chakraborty and Ray (2004)利用内生增长模型研究了以银行为主导的金融体系与以市场为主导的金融体系，认为银行能够部分解决内部人从企业控制中谋取私利的倾向。

部化。而且，借助于与企业之间所保持的长期联系，银行能够更有效地监督企业、提高企业治理效率。

其他学者从下面几个理由出发，认为以金融市场为主导的金融体系能有效实现金融体系的基本功能。1) 在以银行为主导的金融体系中，银行拥有大量的企业内部信息、并且控制绝大部分信贷供给，所以，企业不得不向银行让渡更多的生产性投资收益。这会抑制企业的创新动机^①。2) 债务契约具有内在的不对称性^②，使得银行行为倾向于保守和谨慎，这不利于企业创新和增长^③。3) 虽然银行能够实现信息收集和处理的规模经济，但是在技术迅速进步、产业结构迅速调整的环境中，由于企业异质性较高，银行在收集和處理信息方面的规模经济效应是无法发挥的^④。4) 在以银行为主导的金融体系下，银行与企业的长期联系也不利于公司治理效率的提高。银行倾向于选择与自身关系良好的经理人，而不是最有效率的经理人。银行也不愿轻易让与自身保持长期联系的企业破产，这样，在出现外生结构性冲击的情况下，银行可能会人为地阻碍产业结构的调整步伐^⑤。5) 以银行为主导的金融体系还面临银行自身的治理问题。内部人和外部人之间的信息不对称在银行中表现得更加明显^⑥，这就使得银行内部人有能力以牺牲储蓄者乃至整个社会纳税人的利益为代价，谋取自身的利益^⑦。6) 在分散风险方面，银行虽然能够提供一些标准化的风险管理工具，但是不能根据个体的风险偏好定制个性化的风险管理工具。与银行不同，金融市场能够更具市场参与者的不同偏好，为其量身定做个性化的风险管理工具，能够更有效地分散风险、动员储蓄和促进资本形成。

第三从金融深化到金融开放的必要性。主流经济理论告诉人们，只有在一个自由的环境中，金融市场才能发展起来，金融市场的效率优势才能充分体现出来。沿着这样的理论逻辑，发展中国家围绕着金融自由化改革展开其金融发展战略，目的是促进金融深度的提高，进而发挥金融对实体经济的推动作用。当经济从封闭走向开放时，分工跨越国界，市场的范围也突破了国界的限制。表现在金融领

^① Rajan (1992)对此问题进行了详细研究。

^② 对于债务人而言，最大损失是给定的，即抵押品的价值；最大收益是不确定的，与投资活动的风险正相关。这样，债务人往往具有从事高风险投资活动的动机。但是对于债权人而言，情况刚好相反。

^③ Stiglitz (1985)、Morck and Nakamura (1999)等人对这一问题进行了理论性分析，Weinstein and Yafeh (1998)结合日本的“主办银行制”对这一问题进行了经验研究。

^④ Dewatripont and Maskin (1995)、Allen and Gale(2000)等人对此进行了较为深入的研究。

^⑤ 相关研究参见：Wenger and Kaserer (1998)、(Black and Moersch (1998)、Rajan and Zingales (2002b)。

^⑥ Caprio and Levine (2002)、Morgan (2002)、Caprio, Laeven, and Levine (2003)。

^⑦ Laeven (2001)、La Porta, Lopez-de-Silanes and Zamarripa (2003)以及 Maurer and Haber (2004)等人分别研究了俄罗斯和墨西哥的情况。

域，就是金融的对外开放问题。因此，在开放的背景下，金融发展应该包括两个层次的问题：对内深化和对外开放。金融开放是广义的金融自由化改革的一部分，也是国内金融深化的延伸。在理论上，金融开放可以通过如下渠道对经济增长和宏观经济稳定施加积极影响。1) 外资的流入可以弥补国内储蓄的不足，在其它条件相同的情况下，经济增长率提高^①；2) 导致更多的具有正外部性的投资，包括人力资本投资和实物投资；3) 增加东道国产业的竞争性，促使本地企业采用更有效率的生产方法、加大人力资本和实物资本投资^②；4) 通过外资参股本地企业，改变东道国的产业结构和经济结构，增强东道国产业的竞争力和外向性；5) 外资的进入可以增加对劳动力的培训，通过劳动力的流动对本地企业产生积极影响；6) 带动技术转让，促进先进技术从发达国家向发展中国家转移^③；7) 推动国内金融机构的发展，提高国内金融机构的效率，降低储蓄—投资转化过程的交易成本，增强国内金融机构的信息功能、风险分担功能、监督功能^④，提高国内的储蓄—投资转化效率，提高国内金融机构筛选生产性投资项目的能力^⑤。此外，金融开放还可以通过提高专业化程度^⑥和对政府行为施加纪律约束^⑦，从而间接推动经济增长和稳定。

三、金融发展战略选择的实证证据

在金融发展过程的动力机制方面，金融自由化改革作为制度或政策的离散变化，对金融发展的推动作用，一方面取决于宏观经济基本面因素和其他支撑性制度条件，另一方面取决于市场微观行为的适应性调整 and 变化。所以，单一维度的自由化改革和前瞻性的金融供给政策无法有效推动金融发展过程。

在金融开放的宏观经济绩效方面，金融开放的积极作用依赖于国内金融市场发展程度、制度质量和宏观经济政策质量等因素；金融开放主要是通过推动国内制度变迁、政策调整和金融体系的发展，进而对经济增长发挥间接作用。在金融体系的结构方面，不存在一个无条件的最优金融结构，金融结构的选择应该适应

① 隐含的前提是外资必须主要被用于投资，而不是消费。

② 相关研究参见：Blomstrom(1991)。

③ 相关研究参见：Findlay (1978), Wang (1990)

④ 这就要求外资进入本国后主要通过国内金融机构转化为投资。

⑤ 相关研究参见：Grossman and Helpman (1991)、Levine (1996)、Borensztein, De Gregorio and Lee (1998)、Caprio and Honohan (1999)、Henry (2000)、Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003)。

⑥ 生产专业化导致产出和消费波动性增加，这会阻碍分工的发展，也不利于储蓄和投资。金融一体化条件下资金的跨国双向流动具有风险分散的功能，这有助于降低消费的波动性，从而可以促进储蓄和投资。参见：Kalemi-Ozcan, Sorensen and Yosha (2001)、Imbs and Wacziarg (2002)。

⑦ 这主要是通过引入外部力量对政府行为施加纪律约束，增加政策的可信度、抑制政府的投机行为或短期行为。参见：Gourinchas and Jeanne (2002)、Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003)。

法律、监管、政治以及其他经济和社会方面的条件。

在金融发展战略的实证研究中，稳健的宏观经济、完善的制度和法律基础、有效且合理的政府职能、先进的教育体系和充备的人力资本，这些因素不仅成为金融发展的条件，也成为最终决定金融发展的宏观经济绩效的条件。但是对于发展中国家来说，这些因素只能作为改革和发展的结果而出现。改革过程的目标被人们当作改革取得成功的前提。

关于金融发展过程，一般认为其动力来自需求和供给两个方面。在需求方面，随着分工和实体经济的发展，经济体系会内生出对各种金融服务的需求，一旦金融服务需求达到一定规模，相应的金融产品、金融机构和金融市场就会产生并不断发展。这就是 Robinson 所说的“实业先行、金融跟随”。在供给方面，政府通过主动的制度和政策调整，一方面消除直接和间接制约金融服务供给增长的制度和结构性因素，包括直接的金融抑制政策以及更深层次的人力资本存量水平、法律体系、金融基础设施、文化传统和政治体制等；另一方面通过前瞻性的金融供给政策，鼓励和引导金融服务供给的增加和金融体系的发展^①。

从历史上各国金融发展过程的变化来看，金融发展过程并不是需求或供给层面某单一因素决定的，而是多种因素共同作用的结果。以需求因素为例。19 世纪中后期美国铁路建设所带来的巨大融资需求不仅带动了公司债券市场和股票市场的迅速发展，也带动了类似于摩根银行这样的金融机构的迅速发展。20 世纪初期，美欧等主要经济体的金融发展水平达到了很高的程度，两次世界大战和 29-33 大危机导致金融发展过程逆转，金融发展水平急剧下降。20 世纪后期，以信息产业为代表的高新技术产业的巨大融资需求带动了 NASDAQ 的发展。这些经验都在一定程度上支持需求力量对金融发展过程的影响。但是，进一步的分析可以发现，29-33 大危机后，世界经济用了 30 年左右的时间就恢复到危机前的水平，而金融发展直到 80 年代以后才恢复到危机前的水平。20 世纪初期，美国的金融发展水平远低于欧洲的主要工业化国家，到 20 世纪末期，两者之间金融发展水平的差异很小。在这个过程中，美国和欧洲主要工业化国家的经济发展水平非常相近。这就说明，实体经济的融资需求并不是解释金融发展水平差异的唯一因素。针对供给层面因素的分析，可以得出同样的结论^②。一般认为金融管制政

^① 参见：Robinson (1952)、Patrick (1966)、LaPorta, Lopez de Silanes, Shleifer and Vishny (1997,1998)、Rajan and Zingales (2003)、Levine (2004)、Trew (2006)。

^② Greenwood and Jovanovic (1990)、Tilly (1992)、Jensen (1993)、LaPorta, Lopez de Silanes, Shleifer and Vishny (1997,1998)、Verdier (1999)、Fohlin (2000)、Pagano and Volpin (1999)、Rajan and Zingales (2003)等人分析了社会资本存量、法律体系、会计制度、投资者保护、政府信誉、产品市场竞争程度以及政治体制等因素对金融发展过程的影响。

策不利于金融发展，但是 20 世纪 60 年代，正是因为各种金融管制政策的存在才催生以规避金融控制和资本管制为目的的普遍的金融创新，导致了欧洲货币市场和欧洲债券的迅速发展。

无论基于需求层面因素还是供给层面因素，或者法律传统，对金融发展程度国别差别的解释基本都是静态的局部均衡分析，认为一旦达到了一定的规模经济要求，能够弥补固定成本和满足最低的信誉要求，金融的自发发展过程就能启动、并始终持续下去；或者，受制于规模、信誉或其他结构性和制度性约束，金融发展过程永远不能启动。这样的解释，既得不到历史经验的支持，也与理论逻辑不相符。历史经验表明，金融发展程度是不断变化的，金融发展程度的国别差别也是动态变化的，金融发展的绝对水平和相对差异的动态变化很难用单一因素去解释。从理论逻辑来看，金融发展过程在本质上是金融层面的整体性制度变迁过程，金融发展水平作为这一过程的结果，应该是各种相互影响的力量或因素共同作用的结果。由此，金融发展过程必然是离散变化和渐进学习过程的综合。离散变化主要是指规则的一次性调整，包括各种制度、规则 and 政策的调整，这往往是由政府主动驱动的。渐进学习过程是指各种市场主体在特定规则、制度或政策之下逐步调整和改善自身行为的过程，这代表了市场行为的自发变化。政策和规则的一次性调整，只有引起市场行为的实质性变化，才能导致金融发展水平的变化。但是，新的规则和政策能否引导市场行为向期望的方向调整，取决于市场主体对于新制度的可信度和“可计算性”^①的判断。由于新制度的可信度和可计算性在短期中很难建立起来，需要经过一个漫长的学习和适应过程。所以，政策和制度调整对市场行为的影响要经过很长一段时间才能显露出来，这种行为惯性来自于“习惯形成”，即不确定条件下的适应性学习过程。

关于银行与金融市场相对优势的争议，在很大程度上把银行和金融市场对立了起来，认为银行和金融市场在本质上是相互竞争的。但是事实上，银行和金融市场在实现金融体系基本功能的过程中，存在既竞争、又互补的关系。Merton、Bodie 和 Levine 等人认为，从金融体系的基本功能出发，没有必要在银行和金融市场之间进行优劣比较。就经济增长和宏观经济稳定而言，最重要的是是否存在一个运作良好的金融体系，而金融体系的结构，即银行与金融市场的相对重要性，则是一个次要问题^②。Boyd、Smith、Levine、Allen、Maksimovic 和 Sylla 通过对宏观和微观层面的历史经验的研究，指出银行和金融市场都能提供有利于经济增

^① 即新的制度框架下行为成本和收益能否准确计算或预期。

^② 参见：Merton (1992, 1995)、Merton and Bodie (1995, 2004)、Levine (1997)。

长的金融服务，而且银行和金融市场在经济和金融发展过程是相互补充^①。Levine 和 Tadesse 等人基于跨国宏观数据的实证研究表明，金融体系的结构差别既不能解释各国金融发展程度的差别，也不能解释各国经济发展水平的差别。Beck 和 Levine 等人基于行业和企业层面数据的实证研究也给出了同样的结论。^②这意味着，就经济增长而言，并没有一个所谓的“最优金融结构”，能够最有效促进经济增长的金融结构依赖于各国的法律、监管、政治以及其他经济和社会因素。

90 年代中后期以来的实证研究表明，金融开放对经济增长和稳定的影响，无论是宏观层面还是微观层面，都依赖于国内金融市场和金融机构发展程度、制度质量、人力资本存量、宏观经济平衡状况以及宏观经济政策质量等因素，如果在这些维度上存在很多缺陷，金融开放带来的可能主要是风险和成本，而不是增长与稳定^③。金融开放影响宏观经济运行的关键环节是资本流动性的变化。近年来的实证研究表明，金融开放和资本流动性的提高并不是一回事，两者之间的联系是有条件的。从金融开放到资本流动性的提高，中间需要很多其他条件，包括经济规模、经济发展水平、产品市场的完善程度、政府政策行为、监管机制、法律和税收体系以及包括市场基础设施在内的整个市场体系的发展状况等^④。即便金融开放能够带动资本流动性的提高，资本流动性与经济增长之间的关系也是不确定的。从 80 年代到 90 年代，拉美地区资本流动性指数的提高显著地快于其他地区，但是由此导致的自融资比率的降低并没有带来更快的经济增长。通过跨地区的比较可以发现，亚洲地区具有较高自融资比率和经济增长速度，拉美和非洲自融资比率较低、经济增长也较慢。在巴西、玻利维亚、阿根廷和墨西哥的经验中，金融开放导致的外部融资可获得性的提高，虽然使得这些国家的自融资比率降低，但是没有带来明显的“增长红利”。^⑤这些经验表明，资本流动性的变化能否影响一国储蓄—投资平衡关系、资本形成过程以及生产率，也依赖于政府政策、公共部门效率、法律体系、初始经济发展水平、教育水平以及国内市场体系的完备程度等“社会基础设施”等。

① 相关研究参见：Demirguc-Kunt and Maksimovic (1996)、Boyd and Smith (1998)、Levine and Zervos (1998a)、Sylla (1998)、Huybens and Smith (1999)、Allen and Gale (2000)。

② Beck and Levine (2002)、Levine (2002)、Tadesse (2002)。

③ 参见：Rodrik(1998)、Bailliu(2000)、Wei and Wu(2002)、Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2006)、Johnson (2007)。

④ 近年来，在关于金融开放的宏观经济绩效的研究中，资本流动性只是中间的一个环节，通过考察资本流动性的变化来研究金融开放的宏观经济影响。目的是研究和探明金融开放对宏观经济稳定性以及经济增长的具体影响机制。这方面的研究参见：Rodriguez, and Rodrik (2001)、Mody and Murshid (2002)、Ishii et al (2002)、Loungani, Mody and Razin (2003)、Prasad, Rogoof, Wei and Kose (2003)。

⑤ 对拉美地区金融自由化问题的研究，参见：Aizenman (2005)。

从前面的分析中可以看出,金融发展战略选择的理论基础与实证经验之间存在冲突。在金融发展过程的动力机制方面,金融自由化改革作为制度或政策的离散变化,对金融发展的推动作用,一方面取决于宏观经济基本面因素和其他支撑性制度条件,另一方面取决于市场微观行为的适应性调整 and 变化。所以,单一维度的自由化改革和前瞻性的金融供给政策无法有效推动金融发展过程。在金融开放的宏观经济绩效方面。无论是宏观层面还是微观层面,金融开放的积极作用都依赖于国内金融市场发展程度、制度质量和宏观经济政策质量等因素,如果在这些维度上存在很多缺陷,金融开放带来的可能主要是风险和成本,而不是增长与稳定。金融开放主要是通过推动国内制度变迁、政策调整和金融体系的发展,进而对经济增长发挥间接作用^①。在金融体系的结构方面,不存在一个无条件的最优金融结构,金融结构的选择应该适应法律、监管、政治以及其他经济和社会方面的条件。

在金融发展战略的实证研究中,稳健的宏观经济、完善的制度和法律基础、有效且合理的政府职能、先进的教育体系和充备的人力资本,这些因素不仅成为金融发展的条件,也成为最终决定金融发展的宏观经济绩效的条件。但是对于发展中国家来说,这些因素只能作为改革和发展的结果而出现。在改革之初,发展中国家是不可能满足这些条件的。改革过程的目标被人们当作改革取得成功的前提,自由化改革的目标成为决定自由化改革绩效的条件^②。这种逻辑上的循环和矛盾,首先反映了金融发展理论的缺陷。和新古典经济学分析问题的逻辑一样,主流金融发展理论在先验接受市场效率优势的同时,把各种可能影响金融市场效率的因素当作外生变量。但外生变量的发展变化受制于体系外的力量,理论体系中所考察的各种经济力量不能保证外生变量的动态特征始终与理论的要求相一致。^③在新古典经济学的分析框架下,时间蜕变为“逻辑时间”,在这样的时间纬度上,任何需要发生的事件或变量都将发生^④。但是,金融发展过程及其金融发展对经济增长的推动作用,都依赖于制度变化与市场微观行为的相互作用和相互适应过程。在时间维度上忽略了这一过程,就必然会导致上述前提和结果重叠。

另一方面,在实践中,人们总是习惯用一些成功国家的经验作为评判的基准,并且把成功国家的经验作为一种政策导向推广到其它国家。发达国家具有发达的市场体系、完善的法律体系、成熟的制度和监管框架、完备的技术创新和扩散体

^① 参见: Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2006)、Johnson (2007)。

^② 参见: Hirschman (1997), Birdsall (1998), Naim (1993,1999), Williamson (1999), Stiglitz (1999)

^③ 参见: Hahn (1982), Thompson (1997)。

^④ 参见: Kornai (1971), Georgescu-Roegen (1971), Henry (1983,1984)。

系，其政府的宏观经济管理能力较高，应对和驾驭经济问题的能力较强。但是对于发展中国家而言，除去少数几个经济起步较早、较为发达经济体，大部分国家和地区的情况刚好相反。从发展中国家的经济发展来说，除了经济总量的增长，更重要的一个任务是完善制度、结构等总量以外的因素。基于给定时间跨度内的经验研究和对比分析的结论，把发达国家的成功经验推广到发展中国家，就会忽略一个非常重要的问题，那就是，发达国家在起点处所具备的各种支撑性制度条件或宏观经济基本面因素，其实也是过去的制度变化和市场行为相互适应和相互调整的结果，而不是外生给定的先验条件。

四、金融自由化改革的国际经验

从国际经验来看，宏观经济基本面因素和支撑性制度条件的完善过程与金融自由化改革过程交错在一起，使得各国无法在政策实践中践行所谓的“金融自由化最优次序”。

在发达国家与发展中国家的对比中，发达国家倾向于首先从股票市场开始放松管制；发展中国家倾向于从国内金融部门的放松管制开始。加之改革初期发展中国家的资本账户开放程度高于发达国家，资本账户开放和国内金融自由化结合在一起的“双重自由化”，使得宏观经济和金融更容易受到国际信心逆转的冲击，进而出现金融危机和自由化进程的逆转。

发达国家的金融自由化改革更多地是对金融市场微观行为的一种事后认可。在国内金融市场上，金融机构已经利用各种金融创新有效地规避了政府的管制措施；同时，国内金融机构也可以利用金融创新成功地规避政府在国内金融市场和国际金融市场之间构建的壁垒。制度调整的事后认可模式不仅有助于降低制度调整对金融体系各个组成部分的冲击，在维持金融体系平稳运行的基础上推动金融体系的发展；而且能够降低制度调整对于实体经济部门的冲击。

理论逻辑和实证证据之间的潜在冲突，显示了金融自由化改革的复杂性。虽然在观念中可以界定一个从恢复宏观经济平衡到构建支撑制度基础、再到推进金融自由化改革的最优次序。但是在现实中，宏观经济基本面因素和支撑性制度条件的完善过程与金融自由化改革过程交错在一起，使得各国无法在政策实践中践行这样的最优次序。20世纪70和80年代是美欧等发达国家宏观经济失衡加剧、经济增长乏力的时期，而这也正是发达国家大力推行金融放松管制改革的时期。金融自由化改革是发达国家强化宏观经济稳定和增长基础的整体改革战略的一

部分，是与其他恢复经济稳定和增长的政策同步推进的，而不是经济恢复稳定和增长之后的后续政策。80年代以后，金融自由化改革浪潮席卷发展中国家。在发展中国家的政策实践中，理想的最优改革次序同样也没有出现^①。在宏观经济不稳定或者金融监管不完善的情况下，对利率实行一定程度的管制，同时保持必要的弹性和灵活性，就成为发展中国家可行的次优选择。具体的策略是，一方面通过实施强有力的、可信的货币稳定计划和审慎监管计划来恢复宏观经济稳定；另一方面按照提前宣布的、可预期的利率调整计划，在恢复宏观经济稳定的同时逐步放松利率管制，并在两者之间形成良性互动。

从实现金融发展、推进经济增长和恢复宏观经济稳定等目的出发，金融自由化改革必须是一个渐进的过程，因为只有在一个渐进的调整过程中，才有可能在各种目标导向的政策之间形成良性互动关系。由此就引出另一个非常重要的问题，那就是如何体现金融自由化改革进程的渐进性？金融自由化改革涉及到国内金融机构、金融市场和资本账户等多个部门，渐进性意味着改革不可能在所有部门中同步展开，也不可能所有部门中同步实现完全自由化。从各国的政策实践来看，无论是发达国家还是发展中国家，金融自由化改革一般都是从某个部门中率先展开，然后逐步向其他部门扩展。也就是说，金融自由化改革具有较为显著的渐进性。但是，不同国家或不同地区在金融自由化改革的部门次序安排和完成时间^②等方面存在很大差异。

从发展国家的整体情况看，金融自由化进程起步于70年代后期，以国内金融部门放松管制^③和资本账户放松管制为主要内容，但是自由化改革并没有持续很长时间，在1982年的债务危机以后，重新加强了国内金融部门和资本账户管制。第二次自由化改革浪潮出现在80年代后期，率先推行的国内金融部门和股票市场的自由化，到90年代初期才扩展到资本账户。在亚洲地区，分别从资本账户、国内金融部门和股票市场开始金融放松管制进程的各占1/3；首先实现国内金融部门完全自由化的国家和首先完成股票市场完全自由化的国家各占一半左右，资本账户的部分自由化进程起步并不晚，但是资本账户的完全自由化都是最晚实现的。在拉美地区，大部分国家的金融自由化改革是从国内金融部门的放松管制起步的；在绝大部分国家，最早实现完全自由化的也是国内金融部门。在拉美和亚洲的比较中，拉美地区资本账户自由化进程相对较快。

^① Villanueva and Mirakhor (1990)对拉美和东亚地区发展中国家的利率自由化改革、宏观经济稳定计划以及金融监管之间的配合，进行了详细的研究。

^② 从开始放松管制到实现完全自由化的持续时间，参见：Kaminsky and Schmukler (2003)。

^③ 主要是指利率管制和信贷控制。参见：Kaminsky and Schmukler (2003)。

发达国家的金融自由化改革起步 70 年代初，金融自由化过程是渐进、连续的，中间没有经历类似于发展中国家那样的逆转。在发达国家，股票市场的自由化进程起步较早，而国内金融部门和资本账户在 80 年代初期以前都存在较为严格的管制。以 G7 为代表的发达国家，金融放松管制大多是从股票市场的部分自由化开始，然后逐步扩展到国内金融部门和资本账户。从不同部门自由化改革进程的持续时间来看，绝大部分 G7 国家首先实现股票市场的完全自由化，少数国家首先实现资本账户的完全自由化，没有一个国家首先实现国内金融部门的完全自由化。这就是说，G-7 国家的金融自由化过程都是从股票市场的部分自由化起步，然后逐步放松其他部门的管制。在保持对国内金融部门部分管制的条件下完成股票市场或者资本账户的完全自由化。

总体而言，在发达国家与发展中国家的对比中，发达国家倾向于首先从股票市场开始放松管制；发展中国家倾向于从国内金融部门的放松管制开始。从这个意义上说，发展中国家的金融自由化似乎更符合传统的金融深化理论。从首先实现完全自由化的部门来看，发展中国家与发达国家的对比更加鲜明。在亚洲和拉美的对比中，拉美的金融自由化更加集中于国内金融部门。拉美金融自由化战略具有很大的相似性，这在一定程度反映了拉美金融自由化改革的外生性特征，即在外部压力之下，按照欧美国家要求的模式展开。而欧美国家要求的自由化模式并不完全是欧美国家自身金融放松管制经验的总结，更多的是传统金融深化理论和新自由主义理念的实践。

无论是发达国家与发展中国家的比较，还是不同地区发展中国家之间的比较，都可以看出，金融自由化战略或具体步骤安排的差异会影响金融自由化改革的持续时间。首选部门为资本账户的国家，金融放松管制进程一般会经历很多反复和逆转，进而导致金融自由化改革的持续时间较长。80 年代以前，发展中国家的资本账户开放程度高于发达国家。拉美国家正是在这样的背景下实行国内金融部门放松管制改革的。资本账户开放和国内金融自由化结合在一起，即所谓的“双重自由化”，导致更多的资金流入银行体系，增加了银行扩张信贷的机会。在缺乏有效监管的情况下，必然导致信贷泡沫和严重的金融失衡，使得宏观经济和金融更容易受到国际信心逆转的冲击，进而出现金融危机和自由化进程的逆转。这样的情况在 90 年代中期的东亚地区也出现过。所以，发展中国家金融自由化改革的持续时间比发达国家长，但是这并不代表发展中国家的金融自由化改革过程具有更大的渐进性。

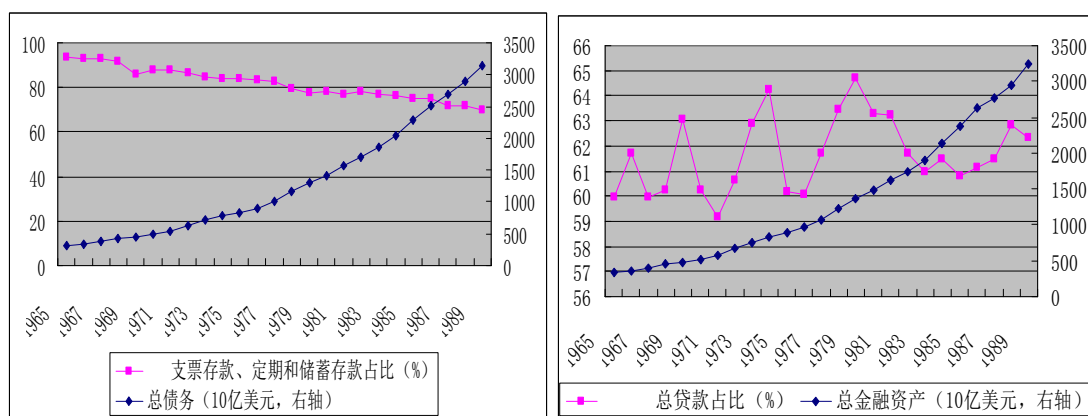
此外，发达国家的金融自由化改革更多地是对金融市场微观行为的一种事后认可。也就是说，在国内金融市场上，金融机构已经利用各种金融创新有效地规避了政府的管制措施；同时，国内金融机构也可以利用金融创新成功地规避政府在国内金融市场和国际金融市场之间构建的壁垒。发达国家在 70 年代以后进行金融自由化改革的时候，大多已经具备了成熟且完备的国内金融体系。在此基础上展开的金融自由化改革，一方面是为了增加国内金融市场的活力，另一方面是为了提高其国内金融机构的全球竞争力。在这些国家，无论是金融机构还是金融工具和金融市场，都已经非常发达，政府放松管制也只是顺应了金融机构和市场的内在扩张冲动。以美国为例。美国从 1980 年开始逐步放松利率管制，而在此之前，货币市场共同基金、转让提款通知书和自动提款业务账户以及现金管理账户等创新性金融工具的出现，事实上已经使得很多金融机构避开了利率管制。关于银行经营的地域限制，从 60 年代后期开始，逐步被银行利用各种创新规避，包括 60 年代后期的银行卡联盟、POS 机以及银行控股公司等形式。所以，1994 年《洲际银行与分行效率法》，在很大程度上只是从法律上对银行微观行为模式的事后确认。1999 年美国的《金融服务现代化法案》最终废除了半个多世纪以来的商业银行、投资银行和保险分业经营的法律壁垒。但事实上，80 年代以后，货币市场共同基金等创新性金融工具以及财务公司和金融控股公司等金融机构的出现，已经使得商业银行与其他金融机构之间的业务界限模糊化。

从改革背后的政治博弈过来看，因为改革涉及到传统体制的维系、调整或摒弃问题，从而涉及原有体制下各利益集团之间利益关系的重新界定和调整，所以有关利益方对于改革战略及具体策略和措施的态度和要求不尽相同，甚至严重对立。所以，金融自由化战略和策略选择及其影响，都将受制于传统机制下不同利益集团的力量对比。在这种情况下，一个可行的改革战略就是，首先实现某个局部的新市场上交易活动的自由化，居民或非居民找到了绕过现有金融管制的渠道，经过一段时间以后，跨制度的套利活动使得既存的金融管制措施事实上失效。这一方面使得政府放松管制或调整管制措施成为必要；另一方面，与管制市场平行的、并且与管制市场之间存在套利机制和渠道的自由市场的运行，使得放松管制成为可能。在日本，金融体系中占据主导地位的是银行，而且银行业的主导地位还借助政府、银行和企业之间的联系在一定程度上体现为政治影响力。在这种背景下，自发的或者由政府主导的内生性金融改革肯定会兼顾维系银行主导地位和相关利益主体的要求。在日本的金融放松管制进程中，一个非常明显的特征是，

改革首先在银行业之外展开，发展到一定程度时，银行业以外的发展威胁到银行的地位和利益，改革就逐步向银行业内部推进。

制度调整的事后认可模式不仅有助于降低制度调整对金融体系各个组成部分的冲击，在维持金融体系平稳运行的基础上推动金融体系的发展；而且能够降低制度调整对于实体经济部门的冲击。从美国商业银行资产和负债规模及其结构变化中可以看出，80年代以后的利率放松管制进程并没有改变商业银行资产和负债规模的扩张趋势，而且也没有改变商业银行融资来源和业务模式的调整趋势。80年代以前，受到利率管制和其他金融机构竞争的影响，美国商业银行开始寻找替代传统存款的融资渠道，特别是货币市场和债券市场的融资。这导致支票存款、定期和储蓄存款在美国商业银行总负债中的比重不断降低。到80年代初美国启动利率放松管制进程时，该指标已经降至80%以下。随后的利率放松管

图1 美国商业银行的总债务、总资产和存贷业务占比^①



制也没有改变这一趋势，该指标依然是不断降低。在美国个人部门^②的金融资产构成中，存款占比在70年代中期至80年代中期的10年间变化很小。从利率管制到放松管制的变革，对家庭金融资产形式选择并没有显著影响。美国企业部门的融资结构在利率放松管制改革前后也没有显著的变化。

图2 美国个人部门金融资产及其构成

^① 数据来自美国联邦储备委员会网站。

^② 包括家庭和非盈利组织。

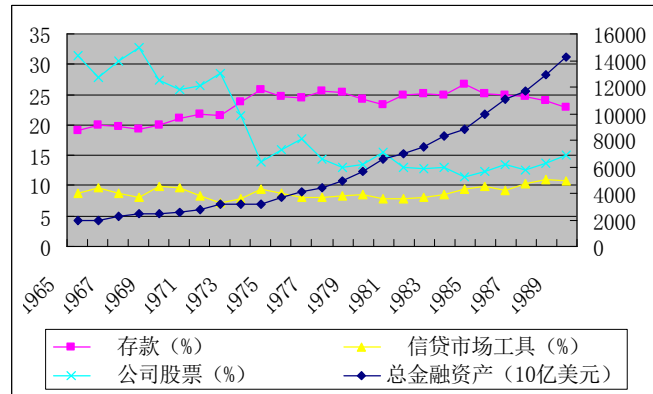
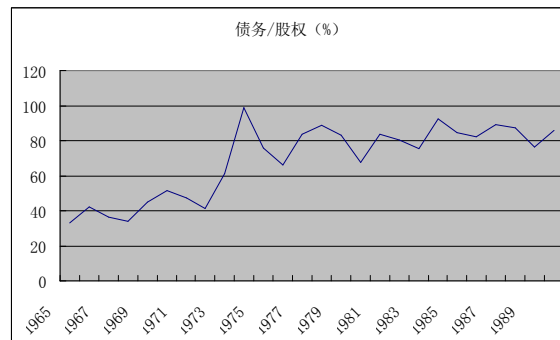


图3 美国非农业、非金融部门的融资结构



五、我国金融发展战略的选择

随着我国贸易开放程度和跨境资本流动性的提高，原有金融模式下政府所主导的国内企业和银行之间的利益分配格局被打破，无论是从政府、银行和企业维持原有金融模式的内在动机出发，还是从维持经济增长和宏观经济与金融稳定的需求出发，利率控制下的以银行为主导的金融体系越来越难以持续。

从我国目前的现实情况来看，国际主流观点所界定的从恢复宏观经济平衡到启动金融自由化改革的次序，在我国没有现实可能性，我国必须在宏观经济失衡的背景下推动金融自由化改革。

在金融开放方面，目前的选择并不是开放与管制的选择，而是如何开放。重点应该是对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项下和资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。一方面提高名义金融开放度，另一方面降低实际金融开放度，从而尽可能缩小名义金融开放度和实际开放度之间的差异。

在国内金融深化方面，利率市场化改革进程的加快必须选择货币市场和债券市场为着力点。通过货币市场和债券市场的发展，在改变企业和家庭的融资和投资模式的基础上，引导银行融资和投资模式以及定价机制的转变。由此，一方面

促使货币市场和债券市场的定价机制成为整个社会利率体系的核心；另一方面，使银行的作用更多体现为金融体系的中介，而不是直接体现为实体经济部门储蓄与投资行为的中介。

目前，我国实行的是利率控制下以银行为主导的金融模式，这适应了我国过去几十年中工业化过程的要求。在经济起步初期，为了克服储蓄缺口对国内工业部门发展的制约，政府必然要控制金融部门的信贷分配和价格，以此促进优先部门的资本形成。适应这种需求，在政府干预之下形成了以银行为核心的金融体系。一方面通过价格控制和信贷配机政策，满足工业部门对低成本资金的需求；另一方面，通过维持刚性的存贷利差和限制金融市场发展，保证银行的收益和主导地位。这是一种自我强化的政府金融干预^①。强制储蓄^②保证了银行的资金来源，存贷利差保证了银行的收益率。向优先部门倾斜的信贷分配政策与货币和财政政策结合在一起，可以保证企业部门的收益水平；而且政府控制下的信贷分配也可以抑制新企业的进入和竞争程度的提升。在这样的金融安排之下，政府可以实现发展工业部门、解决就业和促进经济增长的目的。所以，无论是工业部门的主导企业还是大银行，甚至是政府本身，都不愿轻易改变这种金融模式。

但是，贸易开放度和实际金融开放度的不断提高，已经使得我国利率控制下以银行为主导的金融模式无法持续。虽然我国的资本账户依然保持着较为严格的管制，但是随着贸易依存度和跨境资本流动性的不断提高^③，原有的金融发展模式越来越难以维持。首先，随着贸易开放程度的提高，国内外的新企业不断进入政府支持发展的优先部门，导致融资需求上升和生产性投资收益率下降。跨境资本流动性的提高，使得银行资金来源波动性加大；企业的外部增融资渠道增加，对国内银行的融资需求降低；国外投资者和金融机构进入国内银行和企业之间的收入分配过程。在这种背景下，在原有金融模式下政府所主导的国内企业和银行之间的利益分配格局被打破，政府控制信贷分配的效率不断下降、成本不断上升，集中信贷分配可能出现严重信贷配置的风险增加。所以，无论是从政府、银行和企业维持原有金融模式的内在动机出发，还是从维持经济增长和宏观经济与金融稳定的需求出发，我国利率控制下的以银行为主导的金融体系越来越难以持续。

从我国现有金融体系的不可持续性出发，必须通过金融层面的制度变革和政策调整来启动新的金融发展过程。接下来的问题就是如何启动这一新的金融发展

^① Arestis and Caner (2004)。

^② 金融市场发展不发达、社会保障制度的缺失以及收入分配方面的政策选择，都可以起到强制储蓄的作用。

^③ 对此的讨论参见：中国人民大学经济研究所“中国宏观经济分析与预测”（2007年3季度）。

进程？目前的流行观点认为，替代金融抑制政策的并不是传统的金融自由化，必须在金融自由化改革之前恢复宏观经济稳定性、构建支持性的制度和政策基础。但是这样的观点对于指导我国未来一段时间的金融改革，并不具有太大的适用性。首先，根据前文对于金融自由化理论逻辑、实证结论以及各国政策实践的总结与分析，金融自由化改革所需要的各种支撑性条件是在改革之前是不可能完全具备的。人力资本、金融监管以及金融体系发展程度等都是只能在金融发展过程中逐步积累，而自由化改革作为启动金融发展进程的力量，很难要求这些结果能够作为前提条件而出现。其次，从中国目前的现实情况来看，出现宏观经济内外失衡的根源在结构性问题，其中很重要的因素就是金融体系的效率较低，由此凸显了通过深化改革和对外开放来发展金融体系的必要性，所以，宏观经济基本平衡同样也无法成为金融自由化的前提条件。

那么，中国是否还能够利用金融自由化改革来启动金融发展过程？从国际间的经验来看，金融自由化改革的负面影响，包括金融发展过程的逆转、经济增长停滞以及宏观经济与金融风险，在“双重自由化改革”的情况下表现得最为明显。对于中国而言，首先必须在金融开放和国内金融自由化之间进行选择。在金融开放方面，因为中国的贸易开放度和跨境资本流动性已经非常高，所以，目前的问题并不是开放与管制的选择，而是如何开放。重点应该是对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项下和资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。从法律和制度层面确认通过这些渠道进行资本跨境转移的合法性，降低资本经过合法渠道进行跨境转移的成本和风险；禁止、打击和阻断资本跨境转移的非法渠道，进一步增加资本通过这些渠道进行跨境转移的成本和风险；严格限制经常项下资本流动、FDI、证券投资以及银行信贷等不同资本流动形式之间的相互转化。通过这些调整，一方面提高名义金融开放度，另一方面降低实际金融开放度，从而尽可能缩小名义金融开放度和实际开放度之间的差异。这样才能提高跨境资金流动的可观察性和可控性，避免跨境资本流动对于国内金融深化所带来的利益格局调整过程的冲击。

在国内金融深化方面，应该摆脱关于金融结构的争议，即关于间接融资体系与直接融资体系相对优势的争论。首先，从国际经验中可以看出，银行与金融市场之间存在互补关系，没有必要刻意在两者之间进行非此即彼的选择。其次，多年以来银行体系在我国金融体系的主导地位是我国的经济结构相适应的，在未来一段时间内，现代服务也和高新技术产业不可能成为我国的主导产业，在我国经

济中占主导地位仍然会使工业和传统服务业。第三，由于银行在我国金融体系中的主导地位，银行的稳定将决定着我国的金融稳定性和整体经济的稳定性。刻意地通过政策和制度调整来引导金融市场对银行的替代，不利于我国金融和宏观经济稳定。第四，金融体系的经济作用依赖于与之相适应的监管制度和金融基础设施，这些支撑性条件是在金融发展过程中逐步积累起来的，所以，我国目前监管制度和金融基础设施在总体上是与银行的主导地位相适应的。

在保持银行主导地位的同时，从两个方面加快我国的金融深化进程。首先是加快利率和信贷分配的市场化进程。重点是改变目前基于主体资格的信贷市场分割状况，包括利率形成过程和银行信贷分配方式；增加小额、短期贷款利率和存款利率的弹性；增加银行行为和政府行为的透明度，有效约束政府活动范围和程度，降低金融体系对信心冲击的脆弱性；推进存款担保机制的显性化，明确存款担保体系中相关主体的权利和义务，对那些滥用存款担保的金融机构有明确的、真实的惩罚机制。其次是加快金融市场的发展，特别是债券市场的发展。在现有市场参与者主体、工具和交易机制的基础上，提高市场的参与性，放松对市场参与者主体资格的限制；允许和鼓励各种有助于增加银行与债券市场、债券市场与股市联动性的工具与机构创新。

从长远来看，利率放松管制是一个必然的趋势。1990年代中期以来，我国遵循先长期大额后短期小额、先外币后本币以及先贷款后存款的顺序，逐步放松利率管制。从1996年我国利率市场化进程正式启动以来，首先实现了银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化^①；随后改革中央银行贴现利率生成机制的基础上放松了对商业银行贴现利率和转贴现利率的管制；1998年以后，逐步扩大金融机构贷款利率浮动范围，提高贷款利率市场化程度；1999年以后，逐步进行大额长期存款利率的市场化尝试；2000年以后，逐步放开外币贷款利率和大额外币存款利率；2003年7月，放开了英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理，由商业银行自主确定；2003年11月，对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理，商业银行可根据国际金融市场利率变化，在不超过上限的前提下自主确定。

这种审慎的、渐进的利率市场化进程，有助于维持我国金融体系特别是银行业的稳定性。但是，这同样也在一定程度上制约了我国金融体系的发展。而金融

^① 1996年6月1日人民银行放开了银行间同业拆借利率，1997年6月放开银行间债券回购利率。1998年8月，国家开发银行在银行间债券市场首次进行了市场化发债，1999年10月，国债发行也开始采用市场招标形式，从而实现了银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化。

体系的不发达和效率低下是我国当前宏观经济内外失衡的根源之一，这反过来又推动了我国金融失衡和风险的不断积累以至金融动荡的出现。所以说，出于金融稳定性考虑而采取的渐进式利率市场化改革，在经过了 10 多年的实践以后，应该加快其进程。从前面的分析中可以看出，加快利率市场化进程并不是简单地放松政策和制度层面对于银行存贷款利率的管制。因为我国利率控制下的以银行为主导的金融发展模式有其历史背景和自我维持机制。利率市场化改革进程的加快必须选择货币市场和债券市场为着力点。货币市场和债券市场不仅是联系银行和整个金融市场的关键环节，也是连接银行和实体经济的关键渠道之一。货币市场和债券市场的发展，有助于降低整个社会总体利率水平的管制程度。一方面，在银行的融资来源中，货币市场和债券市场可以成为传统银行存款以外的替代资金来源；另一方面，对于企业而言，货币市场和债券市场的发展可以降低其对于传统银行贷款的依赖。对于家庭而言，货币市场和债券市场投资工具也可以替代银行存款。所以，在未来几年中，我国金融深化的重点应该是，大力推进货币市场和债券市场的发展以及鼓励货币市场和债券市场的工具创新与机构创新。这也是最终实现利率体系完全市场和自由化的必要前提。通过货币市场和债券市场的发展，在改变企业和家庭的融资和投资模式的基础上，引导银行融资和投资模式以及定价机制的转变。由此，一方面促使货币市场和债券市场的定价机制成为整个社会利率体系的核心；另一方面，使银行的作用更多体现为金融体系的中介，而不是家庭和企业储蓄与投资行为的中介。

参考文献：

- [1] Aizenman Joshua, Financial liberalizations in Latin-America in the 1990s: a reassessment, NBER Working Paper 11145, February 2005.
- [2] Cooper N R. Living with Global Imbalances: a Contrarian View [R]. Institute of International Economics, November 2005.
- [3] Dooley, M P, Folkerts-Landau and Garber P M. An Essay on the Revised Bretton Woods System, NBER Working Paper 9971, September 2003.
- [4] Dooley, M P, Folkerts-Landau and Garber P M. The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap, NBER Working Paper 10727, August 2005.
- [5] Galina Berezhnaya and Hadj-Aissa Amel, Financial sector reforms in east Asia: a survey of the theoretical and empirical literature (1990-2000).
- [6] Goldsmith, R. W., *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press, 1969.

- [7] Gurley, J. G. and E. S. Shaw, Financial Aspects of Economic Development, *American Economic Review*, Vol. 45, 1955, 515-538.
- [8] Hicks, J., *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press, 1969.
- [9] Kaminsky G. and Sergio L. Schmukler, Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization, NBER Working Paper 9787, June 2003.
- [10] King, R. G. and R. Levine (1993a), Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-738.
- [11] Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Wei, Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper, August 2006.
- [12] Levine Ross, Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature* 35 (June 1997): 701-709.
- [13] Levine Ross, Finance and growth: theory and evidence, NBER Working Paper 10766, September 2004.
- [14] McKinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution, 1973.
- [15] Meier, G. M. and D. Seers, *Pioneers in Development*, New York: Oxford University Press, 1984.
- [16] Merton, R. C., Financial Innovation and Economic Performance, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, 1992, 12-22.
- [17] Merton, R. C., A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial Management*, Vol. 24, 1995, 23-41.
- [18] Merton, R. C. and Z. Bodie , The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure, NBER Working Paper 10620, 2004.
- [19] Patrick, H., Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, *Economic Development Cultural Change*, Vol. 14, 1966, 174-189.
- [20] Rajan G. Raghuram and Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics*, Volume 69, Issue 1, July 2003, Pages 5-50.
- [21] Simon Johnson, Reaping the Benefits of Financial Globalization, IMF, June 2007.
- [22] Trew W. Alex, Finance and growth: a critical survey, Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis Working Paper, April 2006.
- [23] Villanueva D., and Abbas Mirakhor, Strategies for financial reforms: interest rate policies, stabilization, and bank supervision in developing countries, IMF Staff Papers, Vol. 37, No. 3(September 1990).
- [24] Whalley John and Xian Xin, China's FDI and Non-FDI Economics and the Sustainability of Future High Chinese Growth, NBER Working Paper 12249, May 2006.

报告总负责人：杨瑞龙 毛振华 朱科敏

报告执笔人：

总报告： 王晋斌 阎 衍 朱 戎

分报告 1：章艳红

分报告 2：范志勇

分报告 3：黄 隽

分报告 4：于春海