

经济转型与资本外逃的实证研究

作者：¹ 段亚林 徐旻 瞿剑琼

¹ 作者介绍：段亚林：东海证券有限责任公司副总裁、中国国债协会第三届常务理事
徐旻：东海证券有限责任公司研究所宏观策略研究员
瞿剑琼：东海证券有限责任公司研究所宏观策略研究员

目录

第一章 概论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.2 文献综述	1
1.3 研究框架及主要创新点	3
第二章 经济结构转型时期的宏观经济特征	5
2.1 转型时期的国民经济产出特征	5
2.2 转型时期的内外经济平衡	8
2.3 转型时期的国际资本流动	10
2.4 经济结构转型对资本外逃影响的理论分析	13
第三章 中国经济转型时期资本外逃分析	15
3.1 我国改革开放以来的经济结构转型	15
3.2 我国以往经济转型期间资本外逃规模的分析与测算	15
3.3 我国转型时期资本外逃成因的计量经济学检验	17
第四章 我国当前经济转型对资本外逃的影响	21
4.1 我国当前经济转型的特征分析	21
4.1.1 由出口导向转为发展内需	21
4.1.2 对房地产的依赖将逐步减弱, 服务业占比预计持续提高	22
4.1.3 产业梯度转移	23
4.2 我国当前经济转型对经济增长的影响分析	24
4.2.1 经济增长中枢的下滑与通胀中枢上移	24
4.2.2 资本收益率回落	26
4.2.3 人民币升值预期将逐步回落	27
4.2.4 产业梯度转移带来区域性的不稳定因素	28
4.3 我国当前转型对资本外逃的影响	28
4.4 我国资本外逃对经济的影响分析	28
第五章 我国当前应对资本外逃的政策建议	30
参考文献	32

第一章 概论

1.1 选题背景及意义

资本外逃是发展中国家经常遇到的普遍性问题，而在经济转型阶段，这一问题就更为突出。战后亚洲的日韩等国家，比较顺利地实现了经济结构的升级，所遇到的资本外逃问题相对较小，而很多拉美国家则在转型中遭遇了严重的资本外逃，当时这些国家普遍由于政府宏观经济政策的失误造成了国内严重的经济衰退、汇率高估、通货膨胀和财政赤字等问题，使得国内的投资风险急剧升高，居民对本国经济失去了信心，纷纷采取各种渠道将资本转移至国外相对安全的地方。因此，国内经济发展所需的大量资金只能靠政府部门大量举借外债来弥补，而外债的增加又增大了居民对政府未来通过征税来还债的预期，从而进一步恶化了国内的投资环境，增加了国内的投资风险，最终形成资本外逃和举借外债互相刺激的恶性循环。此外，由于这些经济基本因素会同时降低居民和非居民对本国经济的信心，所以此类资本外逃是单向的，也可称之为“真实性的”资本外逃，它对一国经济所产生的负面影响十分严重。

我国当前的经济发展也遇到了一定的瓶颈，经济结构转型势在必行。在以往经济快速发展的时期，资本外逃现象虽然存在，但未对我国经济发展产生灾难性的影响。而随着未来经济结构调整的推进，很多以往的有利的宏观经济背景将发生转变，此时资本外逃对我国经济的影响可能加剧。因此，就需要我们深入的了解资本外逃的各种成因，同时结合我国经济结构转型的实践，分析当前的结构转型将对资本外逃产生何种影响，以及此时的资本外逃将会如何反作用于中国经济。只有这样，我们才能提早预防，避免可能的资本外逃升级对我国的经济结构转型产生巨大的负面影响，所以，此时我们将经济转型与资本外逃的研究相结合，是具有相当重要的现实意义的。

1.2 文献综述

对资本外逃，学者们在二战前就已经开展了一些相应的研究，首先关于资本外逃的定义，国际上出现过很多的观点。早在 1937 年，金德尔伯格（Kindleberger,1937）根据当时两次世界大战的经济背景，对资本外逃的定义是“投资者处于恐慌或怀疑所导致的‘异常的’短期资本流出”，“异常”是指资本从利率高的国家流向利率低的国家，这违背了“理性经济人”的基本假设，那么资本外逃就是出于规避潜在风险的考虑，投资者宁愿放弃更高收益的行为；到了 80 年代以来，由于发展中国家经历了影响深远的经济、金

融危机，资本外逃作为一个重要影响因素，针对性的研究也受到了更多的重视。如卡丁顿(Cuddington,1986)将其定义为“短期的投机性资本的外流”，就是平常所说的“游资(hot money)”的外流，投机性资本一般通过对宏观层面上的变动因素，如经济和政治的不稳定性或信息不对称、汇率政策等等，做出迅速和激烈的反应，以获得套利或投机收益。而以下几组定义也均将范畴限定在发展中国家，如托内尔(Tornell, 1992)对资本外逃的定义为“生产资源有贫穷国家向富裕国家的转移与流失”，其隐含的意义是个人资本流出获得了净收益，和全社会福利的下降；针对某些发展中国家存在的对资本要素流动的管制，金(Kim, 1993)把资本外逃定义为“从发展中国家流出的，躲避官方管制和检测的私人资本”；杜利(Dooley, 1986)的定义是“居民希望获得不受外国当局控制的金融资产和收益所导致的资本流出”。

关于资本外逃的成因，卡丁顿(Cuddington, 1986)和科恩撒(Conesa, 1987)分别以资产组合理论为基础分析了墨西哥、阿根廷、乌拉圭和委内瑞拉的资本外逃的成因，建立了多元回归模型用于解释上述四个国家的严重资本外逃现象。沃尔特(Walter, 1985)进一步拓展了资产组合分析的理论模式，增加了一个新的要素——“机密性(Confidentiality)”。他认为资本外逃的动机出了正常的风险收益权衡以外，还要考虑到资本外逃的隐蔽性，即不为别人，尤其是官方所察觉。这种状况在灰色或黑色收入的外逃时表现得尤为明显。莱塞德和威廉姆森(Lessard&Williamson, 1987)提出了超国民待遇理论，也就是本文中会涉及的差别待遇理论，来解释资本外逃的成因，认为除了基本面的因素之外，许多非居民的资本流入只是一种“过渡性外逃”的结果，即为了居民为了享受非居民的待遇，而先采取种种途径将资本流出，再以非居民身份流入。莱塞德和威廉姆森(Lessard&Williamson, 1987)还提出了总体投资环境理论，主要针对的也是80年代拉美国家爆发大规模债务危机后的资本外逃现象。这些国家在当时面临经济衰退、汇率高估、通货膨胀和财政赤字等严重问题，使得居民与非居民均对国内经济信心降低，纷纷采取各种渠道转移资本至国外。而财政赤字只能靠举借外债弥补，外债的上升加强了政府将增加税负以还债的预期，使得国内投资环境进一步恶化，促使进一步的资本外逃。类似的，多恩布什(Dornbusch, 1985)认为三种刺激因素决定了资本外逃的发生：汇率过度高估、经常项目或资本项目的自由兑换、和政府部门似乎无节制的对外融资。

关于经济结构调整，佩卢(F.Perroux)认为，经济结构是“表示在时间和空间里有确定的位置的一个经济整体的特性的那些比例和关系”。丁伯根(C.J.Tingbergan)则认为，

经济结构是“对有关经济对某些变化做出反应的方式的不可直接观察到的特征所作的考虑”。而关于经济结构转型对经济的影响，传统的经济增长理论是把结构因素排斥在经济增长的原因之外的。随着经济的发展，经济中各部门、各行业间的互动越来越多，结构因素对经济增长和经济效益的影响增大。从经济结构转型期的宏观经济特征来看，黄付生与魏凤春（2010）通过对日本转型期的研究发现，在 1970 年前后，日本进入大众消费的阶段，经济增长的所有要素贡献率都呈下降趋势，同时也面临较严重的通货膨胀。

1.3 研究框架及主要创新点

从上面的文献中可见，以往学者对经济结构转型与资本外逃的研究基本上是割裂的，很少去挖掘这二者之间的联系，即使有学者如牛晓健（2005）对中国转型时期的资本外逃进行了专门的研究，但其所谓的转型也主要是指经济体制转型，如前苏东以及我国经济由计划经济体制向市场经济体制转型。而对我国当前所面对的经济结构转型将会对资本外逃产生何种影响，以往学者则鲜有论述。我们恰恰认为这两者之间的相互关系，或将成为未来中国经济实践的核心问题。因而本文突破了以往的研究界限，对经济结构转型与资本外逃之间的互动关系进行了深入研究，并在以下方面进行了新的尝试：

- 1，把经济结构转型与资本外逃的研究结合，重点剖析二者之间的相互影响关系；
- 2，对影响资本外逃的经济因素进行了全面梳理，强调宏观经济因素对资本外逃的决定性影响；
- 3，从我国经济结构转型的特点出发，研究经济转型所产生的宏观经济影响，以及其对资本外逃的影响；
- 4，建立了我们的资本外逃影响因素模型，虽然以往也有极个别学者作过相关尝试，但我们在变量选择等方面提出了新的观点。

经济结构转型和资本外逃研究都需要非常复杂的体系，本文一方面通过国际比较，研究了海外国家在经济转型时期的宏观经济变化情况，以及所带来的资本外逃问题；另一方面，通过建立计量经济模型，计算了我国近 20 几年来的资本外逃数量，对资本外逃的影响因素进行了统计分析，初步建立起资本外逃与经济转型的联系；同时，我们还对当前我国经济结构转型的特点进行了研究，根据这些特点对未来核心宏观经济指标的走势作出了趋势性的判断，而这些宏观经济因素正是资本外逃的决定性因素。最后我们提出了我们对未来资本外逃走势的预测，并提出了相应的政策建议。本文的重点将在

第二、三、四章。

本文的研究框架如图 1-1 所示：

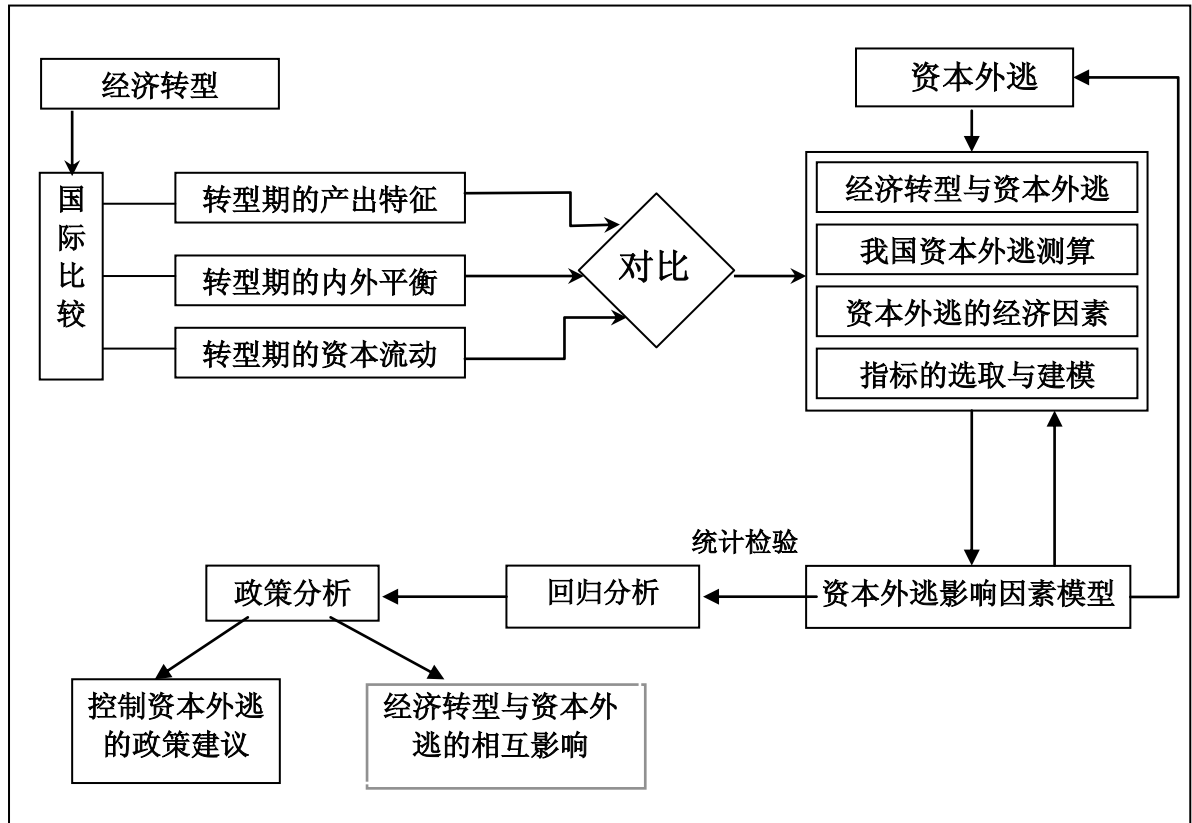


图 1-1 论文研究框架图

第二章 经济结构转型时期的宏观经济特征

我们认为宏观经济因素是资本外逃的决定性因素，因而本章我们将结合海外经济体的转型经历，研究经济结构调整时期的宏观经济特征，后续章节我们将进一步研究这些宏观经济特征的变化会对资本外逃产生何种影响。

我们以东亚的日本、韩国，以及墨西哥等拉美国家的转型经验为参考，以考察转型期间的宏观经济特征。结合以往学者们的研究，我们认为，日本经济结构转型期约处于 60 年代末至 70 年代初之间；韩国转型期主要处于 80 年代末至 90 年代初之间；墨西哥等拉美国家在 70 年代大举外债以维持传统的进口替代型经济的增长，但受到石油危机等外部负面冲击后，出现大规模的资本外逃，原本的经济结构开始瓦解，直到 80 年代中期开始转型；因此，拉美国家在 70 年代至 80 年代初所经历的资本外逃是经济转型过渡期中的一部分。

2.1 转型时期的国民经济产出特征

参考日、韩经验，转型时期有以下的国民经济产出特征：经济增速下行，货币供给的超发可能引起物价水平上升，以及工业产出增速中枢下行。

经济转型是资源配置与经济发展方式的改变，现有的增长模式已经受到各方面要素的限制，因此，进入转型时期才能保证未来持续的增长。但是，在这个过程中，由于投资水平下行、或内外经济不平衡加剧，还有可能是总需求水平的结构性变化，一般而言，经济增速都是下移的。但是，对于不同经济体而言，由于内生经济特征及外部经济环境不同，其下行特征有所不同，如幅度、持续时间以及下行方式。

日本经济增长的下滑幅度较为明显，从不变价格的同比增速来看，下降最大幅度为 9.7%。延续时间也相对较长，自 1970 年至 1974 年约 4 年。日本转型的内部原因在于要素配置模式的重大变化，主要是劳动力的约束，因此，劳动力不足这一内生因素导致转型时期内经济增速下行明显。从外部经济环境来看，当时日本面临的是两次“石油危机”，由于其对于进口石油的依赖程度较高，受到的冲击较为明显。而且，日本政府采用的调控手段多为宽松的货币政策，而非扩张性的财政政策，即没有出现韩国那样的政府主导的投资模式，这导致政策在应对经济下行中的效用相对有限。

从下行的方式来看，同比增速上，日本呈现出明显的一路向下。从季调后的环比增速来看，日本的增速中枢从 4% 左右下行至 2% 左右，显示出中枢下移的现象。

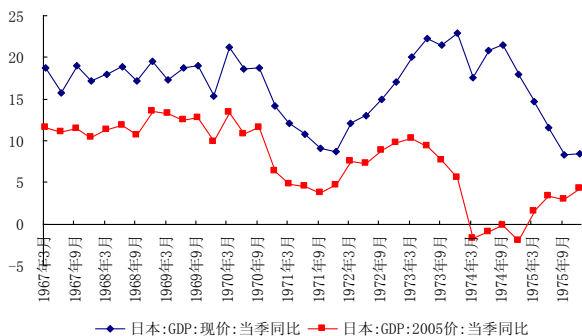


图 2-1 日本 GDP 同比增速下行显著

资料来源: CEIC 东海证券研究所

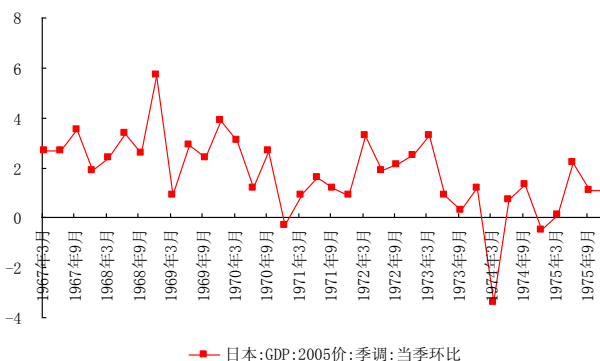


图 2-2 从环比增速来看, 日本 GDP 下滑较为剧烈

虽然在转型过程中遭受到较大的外部冲击, 但经济下行的主要原因仍是内因。第一次石油危机由第四次中东战争所引发, 发生在 1973 年 10 月, 而我们不难发现, 日本转型期内的经济增速下行从 1970 年的一季度便已开始。以不变价格计算, GDP 同比增长率从 1970 年一季度的 13.4% 下滑到了 1971 年第三季度的 3.7%。而到了 1973 年底时, 已经呈现了一定的经济复苏, 石油危机作为外部冲击只是打断了这一复苏进程。因而, 内部结构转型造成的冲击才是日本 70 年代初经济下滑的主因。

而韩国的经济增长下降幅度更大, 但持续时间较短。主要原因有两个。一是在经济下行后不久, 韩国政府主导下的投资便开始出现回升, 带动投资率进一步上升。但这表明韩国的转型实际上并不成功, 投资主导的增长模式并未有改变, 甚至有所强化。二是韩国以消费占 GDP 比重一直较大, 使得韩国经济运行的弹性相对较小, 在转型的压力下并没有迅速降低消费水平, 从而使得经济整体保持在较高的水平上。

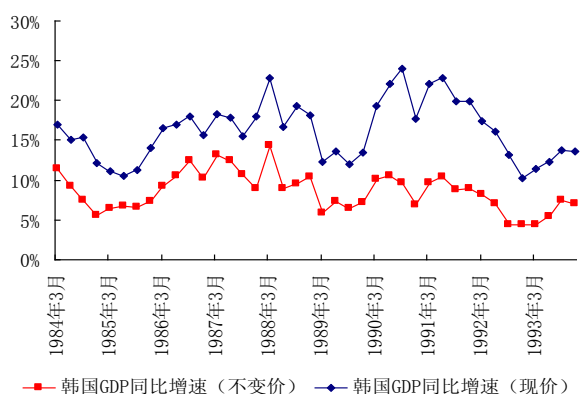


图 2-3 韩国 GDP 同比增速在转型时期也明显下行

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

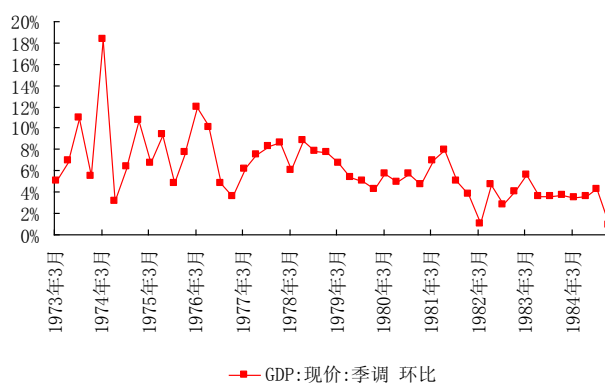


图 2-4 从环比增速来看, 韩国 GDP 下滑较为平缓

从日、韩来看, 在转型期内遭遇经济增速下滑后, 央行可能会选择出台扩张性的财政政策和货币政策。因此, 这为转型过程中的严重通胀提供了货币基础。

1970 年至 1973 年内, 日本的 M2 增速均达到了 17% 以上, 尤其是 72、73 年,

M2 增速均在 20%以上。与同期美国 5%-6%左右的货币供给增长率相比，显然日本货币供应是较为宽松的。

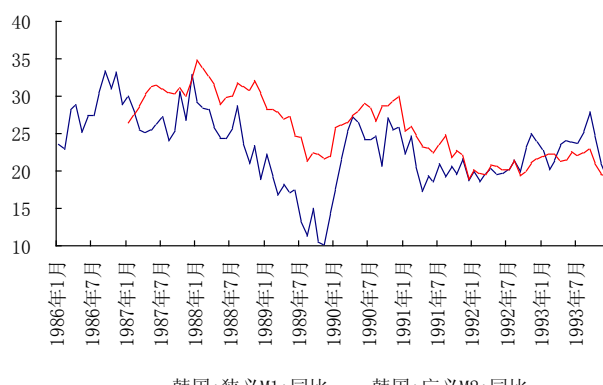
而韩国的广义 M2 同比增速均在 20%以上，虽然 1989 年有所收缩，但 90 年 M2 增速重新快速上行。



— 日本: M2同比增速

图 2-5 日本在转型期间 M2 同比增速居高不下

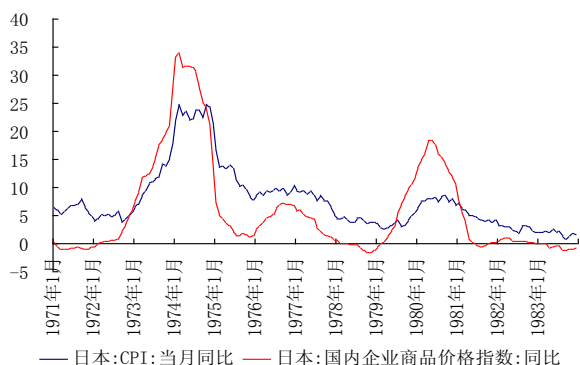
资料来源: wind 资讯 东海证券研究所



— 韩国:狭义M1:同比 — 韩国:广义M2:同比

图 2-6 韩国在转型期间 M2 增速维持在 25%以上高位

从下图来看，在两次石油危机期间，日本的通胀水平出现了显著的上行，第一次石油危机恰逢 70 年代初的宽松货币政策，二者合力使得日本当时的通胀水平达到了 20% 以上的高点。而韩国的通胀中枢也在转型时期内出现了明显的上行，自 85 年间的 2% 增至 90 年间的 8%以上。



— 日本:CPI:当月同比 — 日本:国内企业商品价格指数:同比

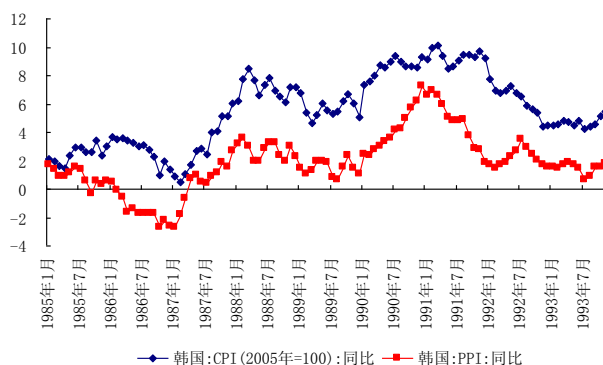
图 2-7 转型时期，日本 CPI 显著大幅上行

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

考虑到当时的经济增速下行，这就使日本陷入了“滞涨”状态，而韩国则进入了“类滞胀”状态。

总体来看，虽然经历了转型时期，但工业产出仍然处于持续的增长中，同比多数时间仍为正增长。

但从增速上来看，日本在工业发展过程中呈现出较大周期性波动。随着 50 年代工



— 韩国:CPI(2005年=100):同比 — 韩国:PPI:同比

图 2-8 转型时期，韩国 CPI 出现上行

业化起步，60年代工业化起飞，70年代工业化成熟的过程，工业产出增速也在0%与20%间大幅波动。在70年代的转型时期中，则出现了两次较明显的下滑，与整体国民经济产出的下滑基本同步。

而韩国的工业产出增速中枢则出现了明显下移。尤其是在88年汉城奥运会之前，韩国工业产出进入一个高速增长阶段，工业产出增速从不到5%上升至超过25%的水平，但在这之后，工业产出增速出现快速下行，甚至出现过季度同比负增长。这一下行的原因可能有两个，一是奥运前的过度经济刺激与提前投资造成了过剩产能与总需求的不足，使得工业增速下行明显；二是韩国的第三产业在国民经济中相对占比更高更具有刚性，工业部门受到的转型冲击更为显著。

可见，经济转型对于工业产出也具有明显的负面影响。

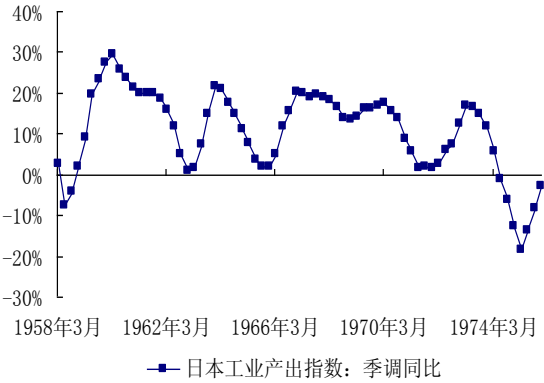


图 2-9 日本工业产出增速呈现明显波动性，在转型期间快速下行

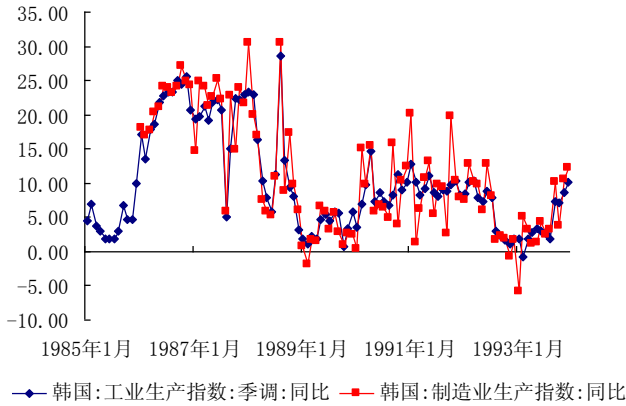


图 2-10 韩国工业生产指数增速在转型期间出现中枢下移

资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

2.2 转型时期的内外经济平衡

参考日、韩经验，从内部的总需求结构来看，在转型期中，投资占比出现下行，而居民消费则上行，为了应对投资的下行，政府采购均出现了上行。

从日本经验来看，在进入70年代的转型期后，资本形成占GDP比重明显下行，而消费占比则出现了相应的提高。这段时间内，政府采购也出现了明显上行。

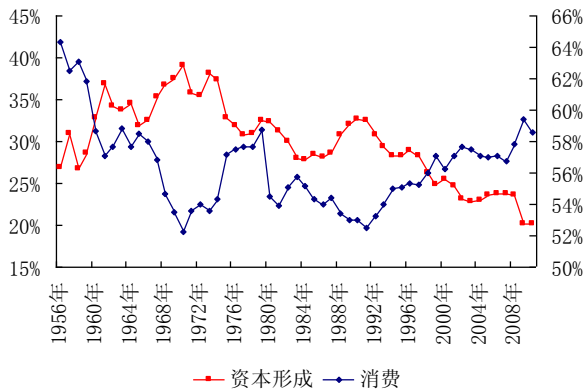


图 2-11 日本资本形成占 GDP 比重下行，消费占 GDP 比重上行

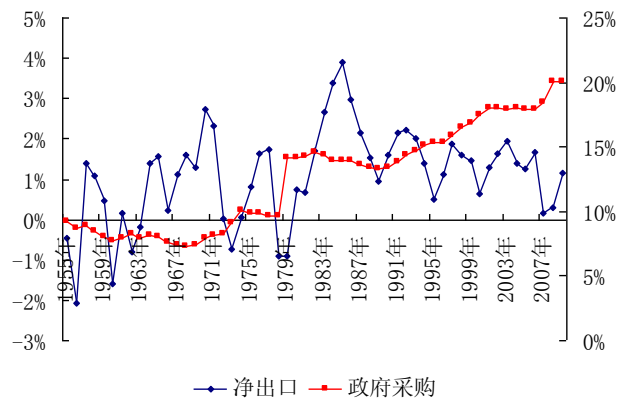


图 2-12 转型期间，日本的政府采购占 GDP 比重逐渐提高

资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

从韩国经验来看，在奥运景气之后，资本形成占比连续两年明显下行，而这段时间的政府采购则显著上行。

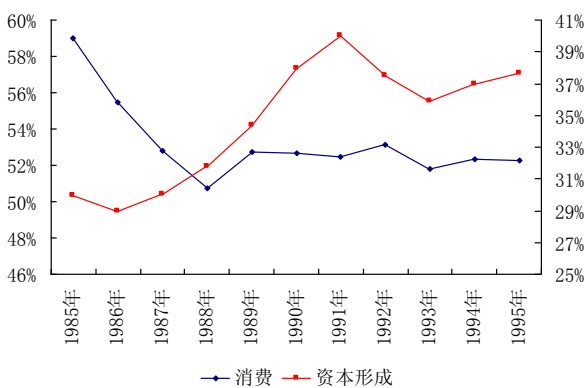


图 2-13 转型期间，韩国的资本形成占比大幅下行，而消费占比则出现明显上行

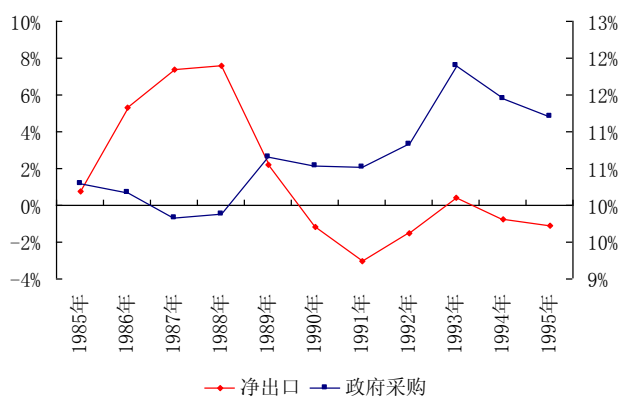
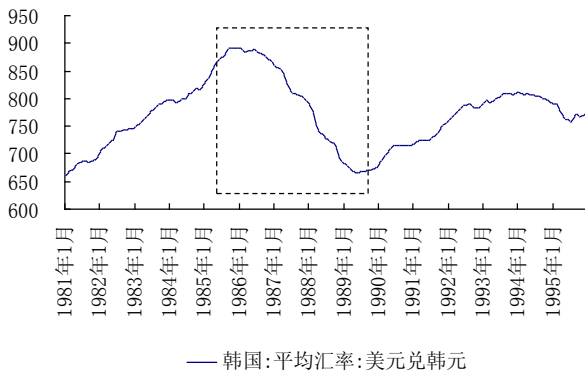


图 2-14 转型期间，韩国的政府采购占 GDP 比重逐渐提高

资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

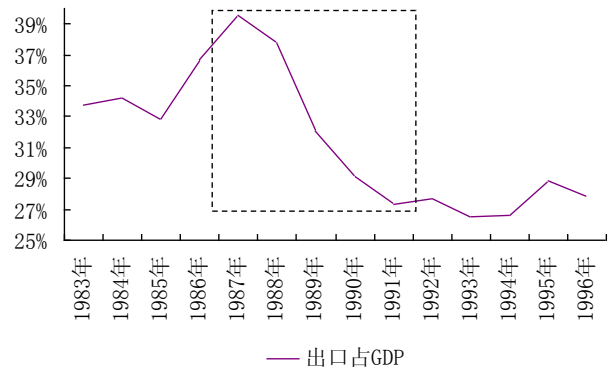
从对外贸易平衡来看，由于转型时期之前日本、韩国均采取了“出口导向型”经济发展模式，贸易顺差逐渐加大，西方国家相对这两国的贸易赤字也逐步扩大。在西方国家要求下，本国货币面临了一定升值压力，汇率出现了上行，在这个过程中，出口占 GDP 比也出现了一定的下滑。

韩国在转型过程中也面临了西方国家的升值要求，与之相伴的也是出口占 GDP 比重的迅速下行。



— 韩国:平均汇率:美元兑韩元

图 2-15 韩元在转型期间也出现明显升值



— 出口占GDP

图 2-16 伴随着韩元升值, 出口占 GDP 比也出现了明显下行

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

2.3 转型时期的国际资本流动

从拉美经验来看, 转型时期可能面临一定国际资本外逃的风险。70 年代, 拉美国家向出口导向型的经济转型并未能成功。在这期间, 资本外逃主要表现为外债的往返旅行。如下表所示, 在 70 年代中后期, 大多拉美国家的资本外逃量为正, 但是外债也出现了明显的增加, 这表明流出的资本以外债的形式重新流入国内。

表 2-1 1973—1978 年拉美八个主要国家的资本外逃

国别	资本外逃 (百万美元)	外债的变动 (百万美元)	资本外逃占外债的比例 (%)
阿根廷	29469	48062	61.3
巴西	15566	96620	16.1
智利	-3342	17325	-19.3
哥伦比亚	1913	11336	16.9
墨西哥	60790	95401	63.9
秘鲁	2599	13085	19.9
乌拉圭	83	3667	2.3
委内瑞拉	38815	29391	132.1

资料来源: 世界银行 1988—1989 年《世界债务表》

拉美在 20 世纪初开始进口替代的经济发展模式在 70 年代时已经无法为继, 贸易逆差日益严重, 主要是国内市场狭小、国际收支失衡、工业品缺乏国际竞争力等各方面因素所致。而随着 70 年代石油危机爆发, 发达国家陷入经济衰退, 对信贷需求明显减少。此时拉美国家虽然利用有利的国际环境, 大举外债并重新恢复了增长, 但是, 也令经济转型停滞, 并导致了货币高估、通货膨胀、以及经济下行的严重后果, 并进一步导致资本外逃。

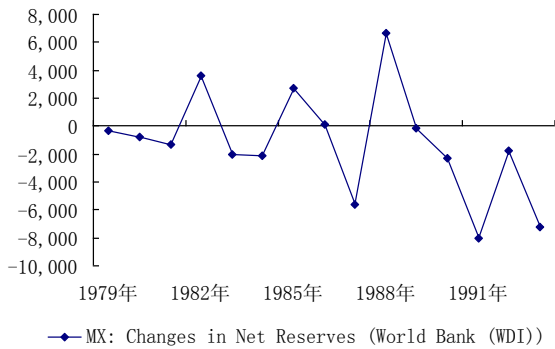


图 2-17 在转型失败后，墨西哥净储备金总体趋势呈现为负增长

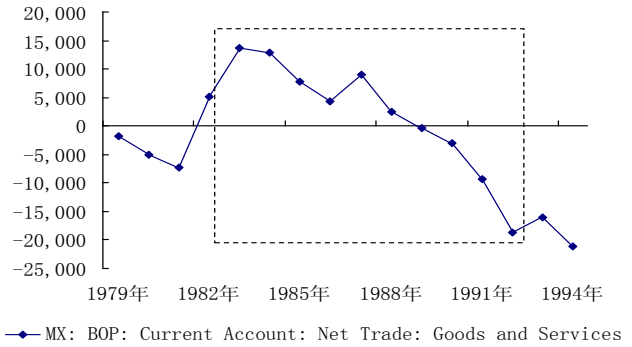


图 2-18 墨西哥经常项目下产品与服务净贸易额呈现负增长，导致外汇储备减少

资料来源：wind 资讯 BLOOMBERG 东海证券研究所

结合上述的一些转型时期的国民经济产出特征，可以推断转型时期将面临国际资本外逃的风险。

首先，如之前所述，转型时期的经济下行可能引起政府宽松的货币政策，进而导致通货膨胀。而隐含的通货膨胀税将使得本国货币资产的吸引力减小，令私人资本减少本国货币资产的持有量，引起资本外逃。

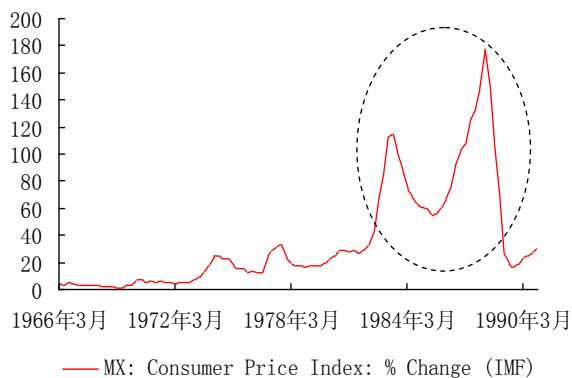


图 2-19 转型失败后，墨西哥经历了恶性通胀

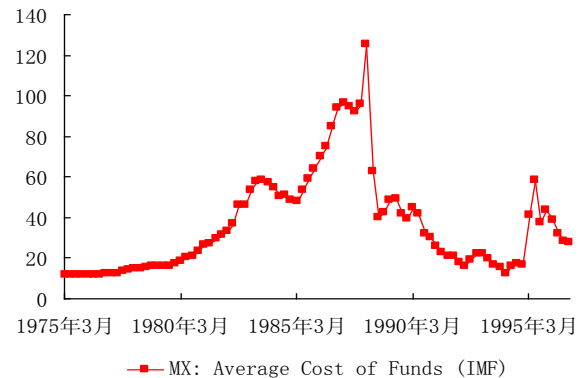


图 2-20 本国利率出现急速飙升

资料来源：wind 资讯 BLOOMBERG 东海证券研究所

第二，如果汇率被认为是高估本币，而本国货币迟早将贬值时，资本就将倾向于配置国外资产。拉美国家接近国家破产，货币大幅贬值，便使得资本外逃加剧。

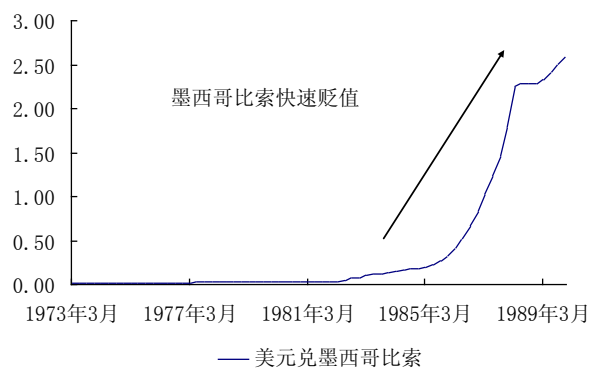
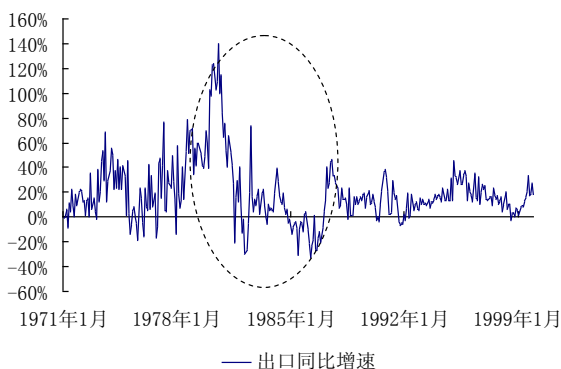


图 2-21 出口同比增速大幅下行

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

第三, 如果投资国内生产部门的利润率低于国外, 也会引起资本外逃。而资本外逃将造成国内投资不足, 削弱实体经济, 使得利润率进一步下降, 最终形成一个恶性循环。在西方国家利率提高, 借贷成本上升, 及经济衰退使得对初级产品需求大幅减少的背景下, 拉美国家经济快速下行, 便造成了这一恶性循环。

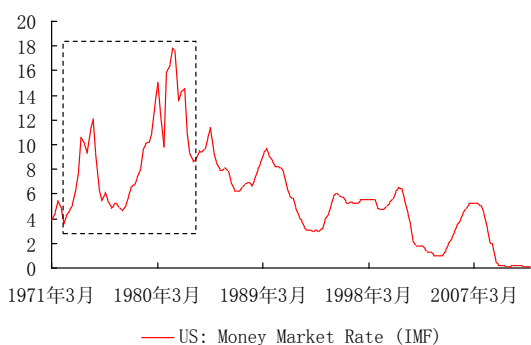


图 2-22 墨西哥比索出现快速大幅贬值

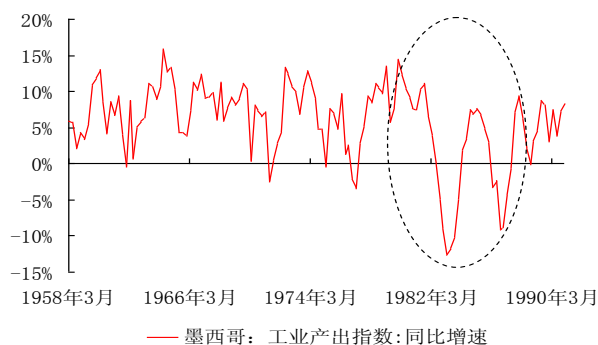


图 2-23 同期发达国家利率上行, 进一步催生资本外逃

图 2-24 工业产出指数同比增速出现大幅下行

资料来源: wind 资讯 BLOOMBERG 东海证券研究所

而从韩国的经验来看, 在转型期间, 资本外逃与经济的波动相关性明显。可以看出, 在 1988 年奥运景气结束后, 以及 98 年金融危机期间, 经济增速出现大幅下滑, 同期的资本外逃增长较明显。在这段期间, 资本外逃量与 GDP 的相关性为-0.37。

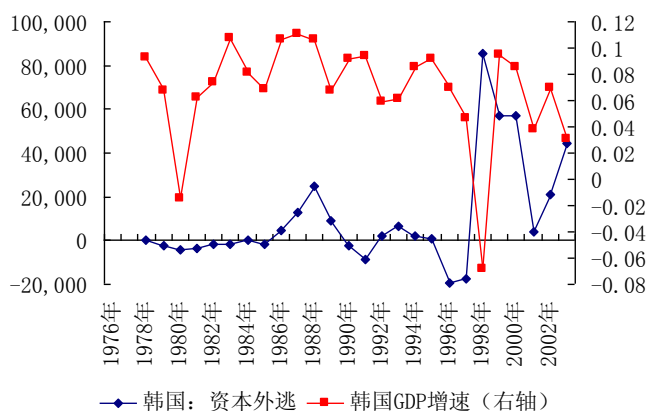


图 2-25 韩国资本外逃量与 GDP 增速负相关性明显

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

将转型时期的韩国与墨西哥比较后可见: 无论转型成功与否, 该时期的经济增速下行、通胀处于高位、工业产出下滑等特征均有可能导致资本外逃量的上行。

2.4 经济结构转型对资本外逃影响的理论分析

根据日韩的经验，在转型时期，由于旧的经济发展模式已经难以为继，而新的发展模式还未建立，因此可能面临经济增速下行以及工业产出增速中枢下行的压力。而政府为了应对经济增速下行压力，多采取宽松货币政策。而这将导致货币供给的超发，可能引起物价水平上升。如果恰逢外部环境的恶化，将可能导致滞涨的出现。

从内部的总需求结构来看，在转型期中，投资占比出现下行，而居民消费则上行，为了应对投资的下行，政府采购均出现了上行。从内外平衡来看，由于转型时期之前日本、韩国均采取了“出口导向型”经济发展模式，贸易顺差逐渐加大，西方国家相对这两国的贸易赤字也逐步扩大。在西方国家要求下，本国货币面临了一定升值压力，汇率出现了上行，在这个过程中，出口占 GDP 比重也出现了一定的下滑。

从拉美在转型过渡期的资本外逃情形来看，导致这一结果的因素可能包括：较高的通胀、本国货币的贬值、工业产出下滑导致投资收益率下行，出口下行导致本国政府的国际储备减少等。而这些因素均或多或少与经济结构转型相关。因此，合理的推断是转型时期很可能导致一定程度的资本外逃。

表 2-2 日本、韩国、墨西哥经济转型期间的宏观经济特征汇总

	日本	韩国	墨西哥
经济增速	同比增速下行，受到包括两次石油危机在内的较大外部冲击，环比增速下行也较为显著	同比增速下行，环比增速下行并不显著，持续时间较短	同比增速下行
工业产出增速	呈现明显波动性，在转型期间快速下行	中枢下移	同比增速快速下行
通货膨胀	货币超发，外部输入性通胀导致通货膨胀率大幅上行	货币超发导致通胀迅速上行	严重的恶性通胀
总需求结构	投资占比下行、消费占比上行、政府采购上行	投资占比下行、消费占比上行、政府采购上行	N/A
本币汇率	本币升值	本币升值	本币大幅贬值
出口	出口增速下行	出口占 GDP 比重下行	出口同比增速下行
资本外逃量	N/A	明显上行	明显上行

注：N/A 表示本文中未作讨论

同时，我们可以结合资产组合理论、总体投资环境理论等来对此进行一定的解释。

资本外逃作为投资者投资组合的一个组成部分，显然也具有“趋利避险”的主要特征，因此有很多的经济学家用“资产组合理论”来解释该现象。该理论的主要观点是：一国居民在一定风险条件约束下最大化其预期收益，或在一定预期收益条件下最小化其风险水平，即：居民在风险和回报之间进行取舍，将其总财富在国内资产与国外资产之间进行

合理的分配。由于通货膨胀率、预期的汇率贬值率、国外利率、经济增长速度、财政赤字均会导致国内资产与国外资产的风险收益比的差异，因此可以作为资本外逃的解释变量。甚至有学者提出了对于“保密性”作为风险、收益外的第三种配置资产时的考虑因素，也反映了一些灰色收入和不符合该国法规的资本为何外逃。因此，在经济转型时期，出现的通货膨胀、工业和经济增速下滑、为弥补投资下滑而产生的财政赤字、以及制度不健全下的灰色收入等问题，均有可能导致国内资产风险提高、而收益下降，从而催生资本外逃的动机。

总体投资环境理论是 80 年代拉美国家爆发债务危机后出现的一种理论。如前所述，这些国家内部严重的经济衰退、汇率高估、通货膨胀和财政赤字等问题，从而使得国内的投资风险急剧升高，居民和非居民均对本国经济失去了信心，纷纷采取各种渠道将资本转移至国外——投资环境相对安全的地方。而与此同时，这些国家的投资所需资金只能靠政府部门大量举借外债来弥补，而外债的大量增加又增大了居民对政府未来通过征税来还债的预期，进一步恶化了投资环境，形成了一种恶性循环。因此，该理论将汇率高度高估、经常项目或资本项目的自由兑换、和政府部门似乎无节制的对外融资共同决定了资本外逃的发生。在经济转型时期，除了如前所述的经济衰退、汇率高估、通货膨胀和财政赤字等因素外会导致总体投资环境恶化外，经常项目和资本项目的逐步开放将是形成资本大规模外逃的一个基础。

第三章 中国经济转型时期资本外逃分析

在我国的历史上也出现过一定规模的资本外逃，改革开放以来的经济体制转型是这一阶段的大历史背景。通过对改革开放以来的资本外逃进行分析与测算，我们可以观察到我国资本外逃的一些规律。同时，本章还将建立计量经济模型，对我国资本外逃的影响因素进行分析与解释。

3.1 我国改革开放以来的经济结构转型

自改革开放以来，我国主要经历的经济结构转型是中国从计划经济体制向市场经济体制的转型。具体而言，是向出口导向型与房地产业主导的投资驱动型经济转型。

大体可分为四个阶段，即经济的自由化、市场化、民营化和国际化。其一，在经济自由化的过程中，中国经历了一个从农村到城市的渐进式改革过程。在这个过程中，以家庭联产承包责任制为核心的农村改革，使农民获得了土地使用权，以放开国有企业自主经营权为核心的改革，使国有企业初步摆脱了计划经济体制的束缚，同时也使非国有经济得到了迅速发展；其二，经济市场化的改革将国营企业推向了市场，与其他所有制企业展开竞争。其三，经济民营化改革强调了产权的重要性，允许了经济更大程度上的经济自由，各种所有制的竞争，使非国有经济成为中国经济的重要力量；其四，经济国际化的改革，标志性事件是加入 WTO。这使中国经济在加速工业化、城市化和市场化的同时能够面对世界新经济的挑战，逐步向国际经济一体化过渡，更加积极主动地参与世界经济一体化中来。

其中，经济国际化的改革与“出口导向型”经济转型相辅相成。而随着市场经济的完善与发展，产能扩张与房地产需求催生的“投资驱动型”经济也逐步成为主导。

3.2 我国以往经济转型期间资本外逃规模的分析与测算

对资本外逃规模的测算，我们采取世界银行法，即涵盖范围较全面、操作性也较强的余额法。计算公式如下：

$$CF = (FD + FDI) - (RSV + CAB)$$

其中：FD、FDI、RSV、CAB 分别表示外债年增加额、外国直接投资净流入、储备增加额和经常项目赤字；前两项之和代表一国总的资金来源，即实际的借款额，后两

项之和代表一国正常的资金运用，也可称为必要的借款额。

表 3-1 中国资本外逃额度估算

	外债年增加额	外国直接投资净流入额	储备增加额	经常项目赤字	资本外逃
1986 年	5,655	1,425	-1,954	7,035	1,999
1987 年	8,722	1,669	4,931	-300	5,760
1988 年	9,798	2,344	2,318	3,803	6,021
1989 年	1,296	2,613	-503	4,317	95
1990 年	11,246	2,657	12,118	-11,997	13,782
1991 年	8,016	3,453	14,554	-13,270	10,185
1992 年	8,760	7,156	-2,102	-6,401	24,419
1993 年	14,252	23,115	1,767	11,903	23,697
1994 年	9,233	31,787	30,527	-7,658	18,151
1995 年	13,784	33,849	22,481	-1,618	26,770
1996 年	9,685	38,066	31,643	-7,242	23,350
1997 年	14,685	41,674	35,724	-36,963	57,598
1998 年	15,083	41,118	6,426	-31,471	81,247
1999 年	5,786	36,978	8,505	-21,114	55,373
2000 年	-6,102	37,483	10,548	-20,519	41,351
2001 年	57,573	37,356	47,325	-17,405	65,009
2002 年	-670	46,790	75,507	-35,422	6,034
2003 年	16,730	47,229	137,892	-45,875	-28,058
2004 年	43,632	53,131	190,060	-68,659	-24,637
2005 年	33,553	105,900	250,600	-134,100	22,953
2006 年	42,043	102,900	284,800	-232,700	92,843
2007 年	50,630	143,100	460,700	-354,000	87,030
2008 年	943	121,700	479,500	-412,400	55,543
2009 年	38,486	70,300	398,400	-261,100	-28,514
2010 年	120,291	124,900	471,700	-305,400	78,891

资料来源：CEIC 东海证券研究所

从下面两图可以看出，在加入 WTO 之前，我国的资本外逃呈现波动向上的趋势。但在 96 年之前，其金额较小，均在 300 亿以下。而 97 年、98 年的东南亚金融危机期间，资本外逃额度有了明显的上升，表明此次危机对居民心理预期的负面影响较为明显。

而在 2001 年末加入 WTO 之后，资本外逃量呈现波动加剧的现象，在 2003 年、2004 年、2009 年分别出现了负值。出现这种现象的主要原因仍是资本基于风险收益比的理性选择。2000 年后美国网络泡沫破灭，之后又经历了 2001 年的 911 恐怖袭击，美国收益与风险之比下降，资本外逃意愿降低。而 2003 年爆发的伊拉克战争更是将这一情绪推向另一个极端，快速发展的中国受到资本青睐。而 2009 年美国爆发的金融危机也使得中国某种程度上再次成为资本的避风港。

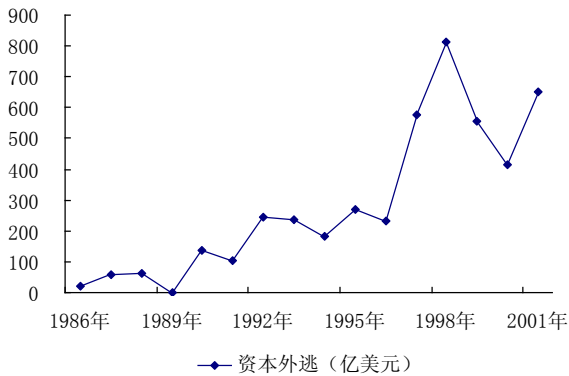


图 3-1 加入 WTO 之前的资本外逃

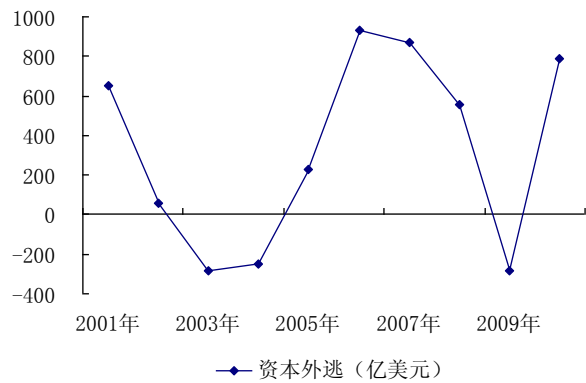


图 3-2 加入 WTO 之后的资本外逃

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

而从估算资本外逃的几个组成项目来看,经常项目盈余和外国直接投资的大幅增加是主要原因。加入 WTO 之后,随着我国更多地参与到国际经贸中,贸易与投资活动的增加在预期之中,这也为资本外逃提供了资金来源。

从我国资本外逃数额的规律来看,资本外逃与经济转型并不存在直接的关联,而是在经济转型过程中,各种突发的冲击事件对宏观经济产生影响,这些影响驱动了资本外逃规模的阶段性扩大或缩小。因而在下一节,我们将筛选影响资本外逃的主要经济变量,研究其与资本外逃之间的数量关系。

3.3 我国转型时期资本外逃成因的计量经济学检验

根据前文的分析以及对海外经济体的研究,我们发现宏观经济变量往往对资本外逃规模产生重要的影响,这里我们也通过了计量经济学对资本外逃的成因进行了分析,试图通过统计手段,验证我们的理论推断判断,为此我们建立了多元线性回归模型如下:

$$CF = LS(INTDIFF, CPI, GDP, PROFIT, TAXES, REFORM, WTO, C)$$

(一) 变量选择

经过对各种宏观经济变量的反复筛选,我们最终选择了以下变量进行计量经济模型的分析。

1、被解释变量:

资本外逃CF。根据上文中所提及的余额法进行计算,单位为十亿美元。

2、解释变量:

中美利率水平差异 INTDIFF。我们采用中国 1 年期定存利率减美国联邦基金利率,

并根据一年内维持该利率差的时间占全年比的权重进行了加权平均，作为国内外利差的衡量指标。

居民消费价格指数 CPI。数据来源为国家统计局，以此为通货膨胀率的衡量指标。

国内生产总值同比增速 GDP。数据来源为国家统计局，以此作为经济增速的衡量指标。

工业企业利润率 PROFIT。数据来源为国家统计局，以当年工业企业总利润/工业企业总收入计算。作为企业盈利能力的衡量指标。

税收收入占 GDP 比重 TAXES。数据来源为国家统计局

“94 年汇率改革”虚拟变量。以 1994 年为分隔，“1”表示汇改之后，“0”表示未进行汇改。

“2001 年加入世贸”虚拟变量。以 2001 年为分隔，“1”表示加入 WTO 之后，“0”表示未加入 WTO。

各变量定义如下表汇总所示：

表 3-2 回归变量定义

变量名	定义	计算方法或来源	单位
CF	资本外逃量	世界银行法（余额法）	十亿美元
INTDIFF	中美利率差	中国 1 年期定存利率减美国联邦基金利率	N/A
CPI	居民消费价格指数	来源：国家统计局	N/A
GDP	国内生产总值同比增速	来源：国家统计局	%
PROFIT	工业企业利润率	工业企业总利润/工业企业总收入	%
TAXES	税收收入占 GDP 比重	税收收入/GDP	%
REFORM	“94 年汇率改革”虚拟变量	“1”表示进行了汇改，“0”表示未进行汇改	N/A
WTO	“2001 年加入世贸”虚拟变量	“1”表示加入了 WTO，“0”表示未加入 WTO	N/A
C	常数项		

（二）对实证结果的估计

根据资产组合理论和总体投资环境理论，对实证结果的估计如下：

表 3-3 回归变量影响关系估计

变量名	影响关系	理由
INTDIFF	负相关	根据资产组合理论，中外利差为正的话，资本出逃的动力减弱
CPI	正相关	根据总体投资环境理论，高通胀意味着投资环境的恶化，催生资本外逃
GDP	负相关	GDP 增速下行，导致资产投资收益风险比下降，催生资本外逃
PROFIT	负相关	工业企业利润率下行，反映企业盈利能力下降，投资吸引力下降，资本外逃动力增强
TAXES	正相关	高税负意味着较差的投资环境，根据总体投资环境理论，资本可能外逃
REFORM	正相关	汇率改革之后，人民币大幅贬值，出口顺差和外国直接投资增加，资本外逃资金来源增加
WTO	负相关	加入 WTO 之后，意味着整体投资环境改善，根据总体投资环境理论，资本出逃动力减弱

（三）实证结果的分析

表 3-4 多元线性回归结果

Dependent Variable: CF		
Method: Least Squares		

Date: 03/07/12 Time: 11:28				
Sample (adjusted): 1 24				
Included observations: 24 after adjustments				
变量	系数	标准差	T统计量	显著度
CPI	3.121550	1.099400	2.839322	0.0118
GDP	10.25272	2.148357	4.772353	0.0002
INTDIFF	-12.10671	2.731599	-4.432095	0.0004
PROFIT	-32.29962	6.695709	-4.823928	0.0002
REFORM	48.29493	16.96831	2.846184	0.0117
TAXES	22.47151	5.747674	3.909670	0.0012
WTO	-62.26700	18.78094	-3.315436	0.0044
C	-555.4094	148.8772	-3.730654	0.0018
拟合精度	0.764657	因变量均衡		26.58336
调整后拟合精度	0.661694	因变量标准差		34.34258
回归标准差	19.97504	AIC准则		9.088045
残差平方和	6384.032	SC准则		9.480730
对数似然比	-101.0565	HQ准则		9.192224
F-统计量	7.426551	D-W统计量		2.187052
F检验显著度	0.000466			

可见，该回归模型对资本外逃有较好的解释力，调整后 R 方为 0.66。在 95%置信区间下，各项参数的 t 检验也较显著，F 以及 D-W 统计量也通过检验。

表 3-5 结果与估计比较

变量名	回归系数符号估计	回归系数实际值	是否符合初始预期
INTDIFF	负	-12.10671	符合
CPI	正	3.121550	符合
GDP	负	10.25272	不符合
PROFIT	负	-32.29962	符合
TAXES	正	22.47151	符合
REFORM	正	48.29493	符合
WTO	负	-62.26700	符合

从各项参数的系数来看，我们分析如下：

首先，中美利率差与资本外逃量呈现出负相关关系。该利差越高，中国在资本全球配置中的投资吸引力便越大，资本外逃的动机便越小。由于我国利率仍未实现市场化，为了维持较高经济增速，长期实施了扩张性的货币政策。特别是 1998 年东南亚金融危机后出现通货紧缩后，多次下调名义利率，导致国内外利差拉大。05 年至 07 年连续三年的低利率叠加美国的加息周期，同样导致国内外利差拉大。这都导致逐利性资本外逃。该变量的 t 值较为显著，反映了资本的逐利性的确在资本外逃中起到了重要的决定作用。

第二，消费物价指数与资本外逃呈现正相关关系。根据国际比较的经验，当转型期间的日、韩、墨西哥出现通货膨胀较高的时候，要求的名义投资回报率也出现上升，即总体投资环境出现恶化，资本外逃的动机较强。92 年至 96 年期间，经济过热导致的高通胀使得资本外逃量较 91 年有显著上行。这表明投资环境的恶化的确导致资本外逃。

第三，国内生产总值同比增速与资本外逃量呈现出正相关关系。根据国际比较的经

验，GDP 增速与资本外逃应当呈现出负相关的关系，即 GDP 增速下行时，资本外逃量出现上升。但我国自改革开放后，90 年代至今一直保持了较高的经济增速。虽然在 98 年东南亚金融危机时出现了经济增速下滑和资本外逃量的上升，但总体来看，随着快速发展的中国经济对资本的吸引力增强，资本流入量呈现上升态势，资本外逃量也随之上升，因此并未与经济波动呈现负相关性。

第四，工业企业利润率与资本外逃量呈现负相关性。由于我国仍处于工业化阶段，工业占 GDP 比重最大。工业企业利润率最大程度上反映了全社会企业的经营状况，也反映了股东的投资回报情况。因此，当企业盈利能力较好的时候，资本外逃的动机则较小。

第五，税收占 GDP 比重与资本外逃量呈现正相关性。税收占 GDP 比重一定程度上反映了税负情况，投资环境的恶化使得资本的收益风险比下降，最终导致资本外逃。

第六，汇率改革与资本外逃呈现正相关关系，即汇改实施之后，资本外逃上升。我们可以看到，根据国家外汇管理局的数据，美元兑人民币汇率从 1993 年的 5.76 上升至 1994 年的 8.62，一年之内人民币出现快速的贬值，此后也多年维持在 8 以上的高位。人民币的贬值对我国快速发展对外贸易及吸引外国直接投资形成了正面的影响。逐渐增大的贸易顺差与 FDI 也成为了资本外逃的资金来源，最终导致了资本外逃量在汇改后有所增大。

第七，加入 WTO 与资本外逃量呈现负相关性。如我们之前所述，在加入 WTO 之后，中国只能积极与国际准则对接。对国内外资本直接的利好有相互关税的减免以及部分行业准入的开放。而在透明度、通知和咨询、执法一致和司法审议等制度方面的广泛改革，也让投资环境进一步改善。在加入 WTO 之后，中国的确保持了较高经济增速，合理的通胀水平，根据总体投资环境理论，资本外逃动机将大幅减小。

第四章 我国当前经济转型对资本外逃的影响

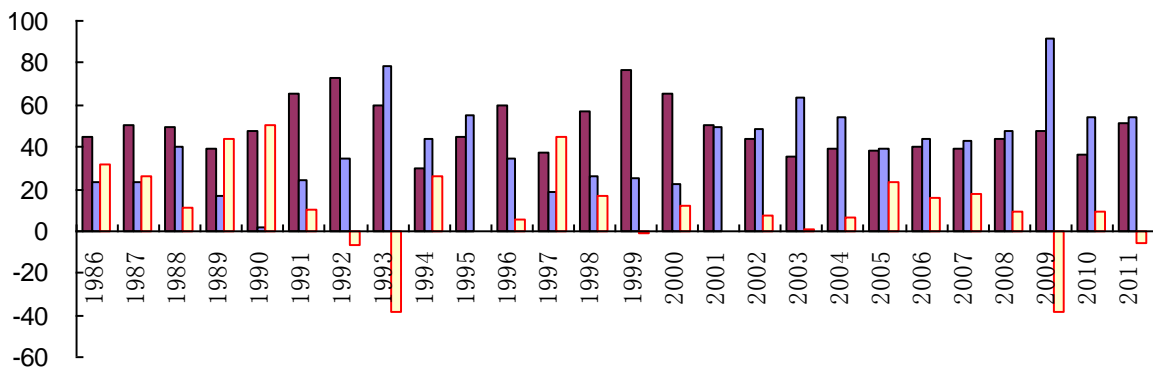
根据第二及第三章的分析，我们认为宏观经济因素对资本外逃起决定性作用，因而本章我们将从当前经济结构转型的特征出发，根据这些特征判断将会带来的经济效应，这些经济效应进而将影响到未来我国资本外逃的规模。由于我国当前的结构调整与刘易斯拐点息息相关，因而在分析结构调整带来的经济影响时，将会结合刘易斯拐点的规律进行分析判断。

4.1 我国当前经济转型的特征分析

4.1.1 由出口导向转为发展内需

由下图可以看出，历史上，有两个时期，我国的经济增长对外需依赖较高，一个是80年代后期，我国的经济建设处于起步阶段，居民消费能力较差，整个经济实际上处于原始资本积累阶段，外需对经济增长的拉动较大，有些年份对GDP增长的贡献率达到40%左右；另一个阶段是2005年至2007年，在加入WTO之后的积极效果开始释放，外需对我国经济增长的拉动较之前有了显著上升。

然而，随着08年之后国际金融危机的影响，外需对我国经济增长的贡献逐步减弱，以投资和消费为主的内需成为拉动经济增长的核心动力。日韩台等东亚国家和地区曾在非常长的时间段内依靠海外需求实现经济起飞，我国这样规模的大国经济崛起过程中，不可能长期以来外部需求，我们认为未来内需将长期成为我国经济增长的核心动力，而按照我国的“十二五”规划，中国经济重点也将转向内部消费。这种转向，将对国际收支以及人民币汇率等问题产生深远的影响。



■ GDP增长贡献率:最终消费支出 ■ GDP增长贡献率:资本形成总额 ■ GDP增长贡献率:货物和服务净出口

图 4-1 三大需求对 GDP 增长的贡献率，单位，%

资料来源：Wind 资讯 东海证券研究所

4.1.2 对房地产的依赖将逐步减弱，服务业占比预计持续提高

从产业结构来看，未来房地产在我国整个经济的比重将会下降，其他产业上升，尤其第三产业中的现代服务业占比将稳步提高。房地产的调控将是一个相对长期的基本政策。2012年中央经济工作会议对房地产调控的表述为“要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，加快普通商品住房建设，扩大有效供给，促进房地产市场健康发展。”随着未来调控目标的逐步实现，我们认为对房地产行业的调控力度可能会有所减弱，但以房地产为支柱产业的时代已经一去不返。

在此情况下，大力推动服务业的发展将成为长期的基本政策，目前来看，虽然第三产业在GDP中占比趋势性上升，但比重仍然在40%，相比日本等国60%左右的占比，上升空间巨大。2011年出台了很多促进服务业发展的政策文件或者试点，这些政策在将带动服务业进入一个快速发展的时期。例如刚刚确立推动文化产业为支柱性产业；中小企业也与终端的消费服务关系密切，对中小企业的支持也将有力促进服务业的发展；增值税改革也有利于延伸相关产业的终端服务链条等等。

事实上，我国的服务业有内在快速发展的动力。首先，在城乡劳动力收入仍存在差距的情况下，劳动力会自发的从农村流向城市。因此，经济自身是有动力完成从刘易斯第一拐点向第二拐点转变的过程的。在工业部门发展受到投资减速与劳动力成本上升制约时，服务业将可能成为吸收农村劳动力的主要部门。

数据上看，日本等国第三产业占GDP比重达到60%以上，而目前我国仅40%，未来还有很大上升空间。

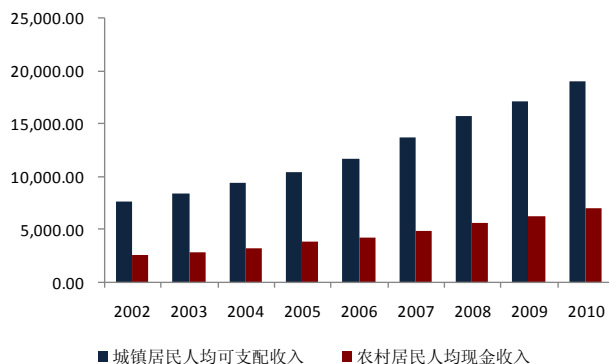


图 4-2 城乡劳动者收入差距仍大

资料来源：Wind 资讯 东海证券研究所

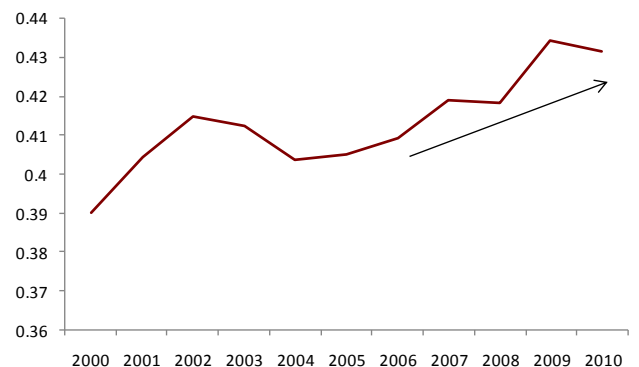


图 4-3 我国第三产业比重持续提高

因此，我国经济转型的另一个特点就是由严重依赖房地产、基建的经济模式，转为依赖服务业，尤其是现代服务业发展的模式。

4.1.3 产业梯度转移

我国的产业升级，对于制造业，可以进行横向与纵向的升级。

纵向升级是指，资本替代劳动力，技术密集产业替代传统重资本产业的过程。劳动力成本的上升与人民币汇率升值从成本和需求两方面冲击了我国的劳动密集型产业，因此客观上工业有资本替代劳动力的动力。

表 4-1 各国重工业比重峰值与中国当前重工业比重

	中国大陆	日本	韩国	中国台湾	美国	德国
年份	2010	1991	2002	1996	1979	1986
重工业比重峰值	71	63.4	67.7	66.1	61.9	68.4

资料来源：wind, unido, wdi, pwt6.2

但是，这一替代不会是简单的重工业增加，轻工业减少。从列表中可以看出，当前中国重工业占比峰值已经明显高于其它国家历史峰值，简单的进行资本密集型产业投资已经不合时宜，伴随资本替代劳动力的应该是技术密集型产业替代传统的资本密集产业，正如日本在上世纪80年代的经历一样。另外，服务业的快速发展也将倒逼工业结构调整，轻工业的比重将适度上升，根据国际经验，未来轻重工业产值比重可能在4：6左右。

横向升级即产业转移，我国目前制造业明显呈现出自东向西阶梯下降的特征。从制造业固定资产投资额可以看出这一点。中西部地区可以通过承接东部地区的制造业转移从而实现产业升级。

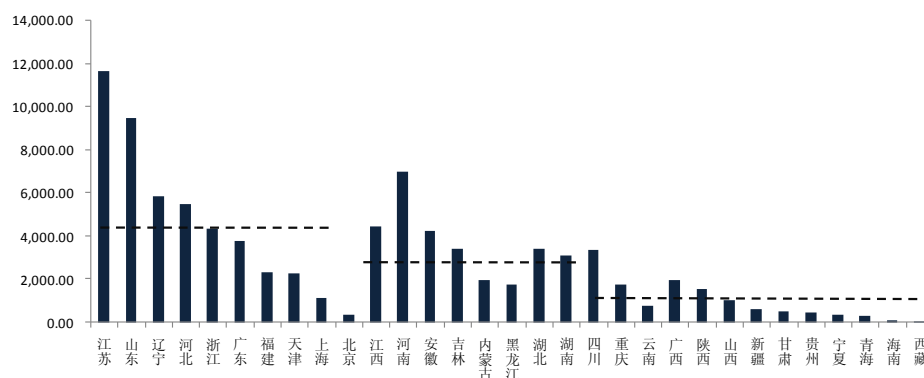


图 4-4 东部地区制造业投资额明显大于中西部 (2010 年)

资料来源：wind, 东海证券研究所

我们认为，我国的纵向产业升级空间已经相对有限，未来的产业升级将以横向升级为主。

4.2 我国当前经济转型对经济增长的影响分析

通过上一节的分析可以看出，我国当前的经济转型存在三个方面的特点，这些特点决定了我国当前的经济结构转型将带来增长速度以及增长方式的转变。事实上，正在经历刘易斯拐点这一宏观背景，是我国必须开始进入经济结构转型的根本原因之一。刘易斯拐点下，劳动力供给由无限变为短缺，正是以往传统粗放型经济增长模式难以为继的根本制约条件之一。因此，我国未来的经济增长模式将产生显著变化，本节我们将从经济增长速度，通胀水平，资本收益率等多个方面，分析在刘易斯拐点的大背景下，当前的经济转型对经济增长所产生的影响。

4.2.1 经济增长中枢的下滑与通胀中枢上移

根据二元理论，在农村劳动力无限供应阶段，城市工业部门的迅速发展并不会导致农村劳动力要素报酬增加。判断是否通过刘易斯拐点，最主要的观察因素应该是农村劳动力要素报酬与供应量。

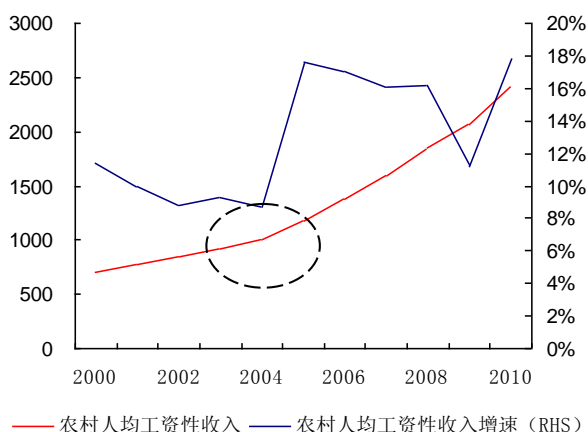


图 4-5 农村居民工资性收入自 04 年起上涨加速

资料来源：Wind 资讯 东海证券研究所

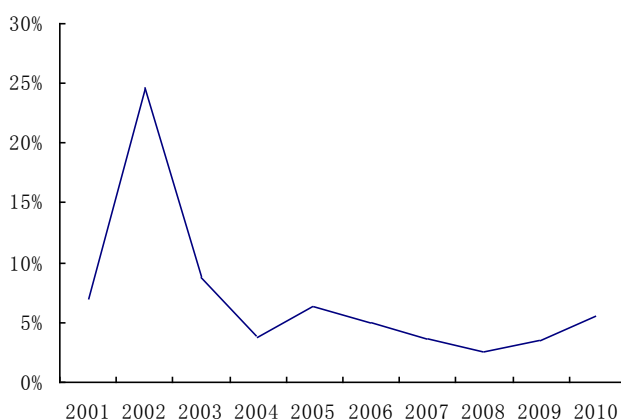


图 4-6 外出农民工增速下降

资料来源：人力资源和社会保障部，东海证券研究所

农村人均工资性收入的变化可以反映外出农民工工资水平情况。自 2004 年开始，农村工资性收入增速出现拐点，上升明显加速。另外，2004 年外出农民工增速也大幅度回落，即使在 2009 年迅速增加的固定资产投资拉动下，外出农民工数量增加仍然没有显著加快。结合近几年不断爆出的“民工荒”，我们认为中国已经从 2004 年开始经过刘易斯拐点。

从历史经验来看，在经过刘易斯拐点的时候，我们可以看到两个明显的特点：1) 在经过刘易斯第一、第二拐点，二元结构向一元结构转化过程中，经济增速出现趋势性下滑，经济增长中枢会比此前低；2) 在经过刘易斯第一、第二拐点过程中，CPI 波动中

枢往往上行。

其主要原因是，在经过刘易斯拐点的过程中，第一，农村剩余劳动力向城市工业部门转换接近完毕，劳动力成本显著上升，容易产生工资推动型的通胀；第二，农业生产由劳动密集型向资本密集型转变，转变过程中农业生产能力脆弱，而农产品在CPI中的占比很大。

以上两个特征配合货币条件，很容易引发通胀。整个拐点时期通胀中枢显著抬升

另外，由于我们的计划生育政策，人口红利拐点也将在近几年之内到来，人口红利拐点提前到来，使中国面临两方面的问题：一是储蓄率下降带动利率上升，与劳动力成本上升一同抑制投资的增长，延缓工业发展速度；二是扶养比上升，消费需求增加。面临着两个问题，我们一方面要完成通过刘易斯拐点的使命，另一方面要解决劳动力成本和利率上升对投资及工业生产的不利影响。

概括的讲，我国经济面临的中期大背景是：增长中枢下行，通胀中枢上行，国内消费逐渐兴起，出口与投资驱动力逐渐减弱。

从国际经验来看，日本是主要经济体中，唯一一个在过去大半个世纪完全经历过刘易斯拐点与人口红利拐点的国家。日本在上个世纪60年代至70年代经过刘易斯拐点的过程中，经济增速不断下滑。至80年代一元经济形成，经济增长中枢已经下降到了一个较低的水平。而日本在90年代初经历过人口红利拐点之后，经济增长中枢再次下降。通胀方面，在日本经过刘易斯拐点的60—70年代，日本的通胀维持在一个历史较高区间波动。

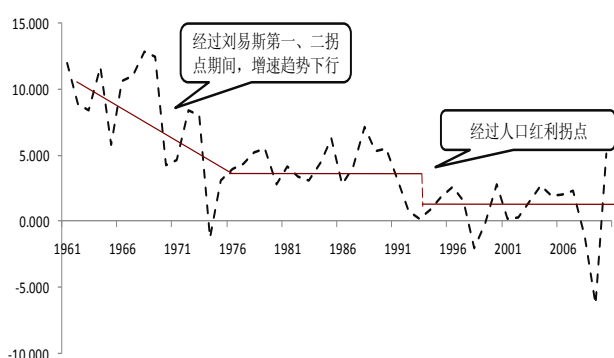


图 4-7 日本经过刘易斯两个拐点增长中枢下行

资料来源：ceic，东海证券研究所

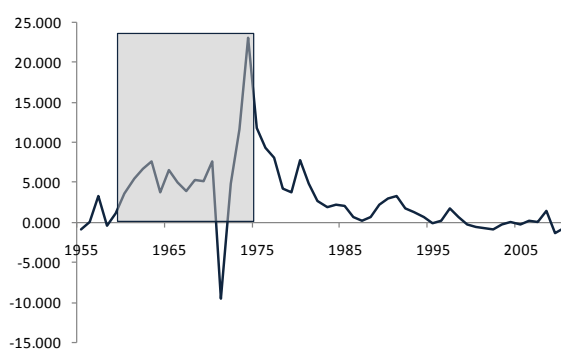


图 4-8 日本经过刘易斯两个拐点通胀中枢上行

资料来源：ceic，东海证券研究所

借鉴历史经验和理论分析，中国开始经过刘易斯拐点与人口红利拐点，对经济增长中枢也有较大的负面影响。在经过刘易斯第一与第二拐点的同时，中国的通胀水平也应该会在一个较高区间波动。

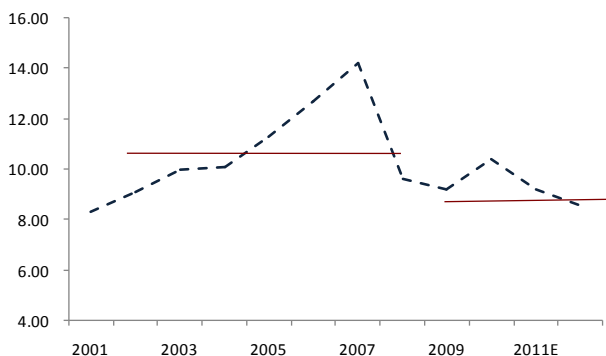


图 4-9 中国经济增速下行是趋势

资料来源：ceic，东海证券研究所

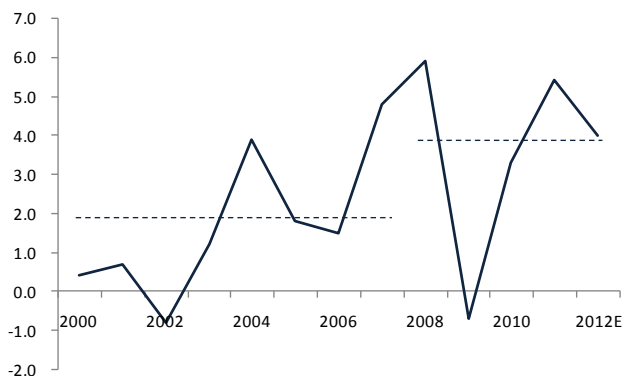


图 4-10 通胀波动区间上移

资料来源：ceic，东海证券研究所

4.2.2 资本收益率回落

在我国未来的结构转型时期，随着工资水平的普遍提高，储蓄率的下滑导致融资成本上升，在这两方面的影响下，企业经营的压力将保持在较高的水平上，我们相信这些成本压力将在技术进步的过程中逐步得到消化，但是在转型真正完成之前，资本收益率也较大概率的出现下滑的趋势。

从国际经验来看，在结构转型时期，日本的人工成本上升较为显著，从工业与服务类行业分别来看，二者的工资同比增速上升均较为显著。在工业行业中，矿业的增速上升幅度较大，在服务类行业中，批发零售及餐饮业的增速较快。

从对日本这一时期的企业盈利情况来看，我们可以得出以下结论：

1、在日本的转型期，人工成本明显上升的确使得行业盈利能力下滑，使得整个实体经济的净利润率及净资产收益率增速中枢出现下移。根据我们之前的研究，如在此期间，日本农林牧渔劳动者报酬比重提高了96%，导致行业利润仅增长了227%，远低于整体GDP的增长。

2、工资整体水平提升拉动消费令非制造业受益。从净利润率来看，工资增速较快的非制造业明显呈现上行趋势，而工资增速相对较慢的制造业相反，呈现下行趋势。根据我们之前的研究，以日本食品制造业为例，食品制造业属受益于收入增长的行业，因此虽然在此期间食品制造业的劳动报酬比重提高了112%，但期间利润增长了605%。

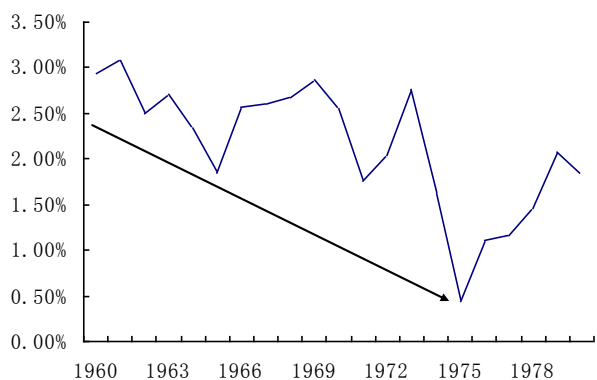


图 4-11 制造业净利润率在拐点出现后下行趋势

资料来源：Wind 资讯 东海证券研究所

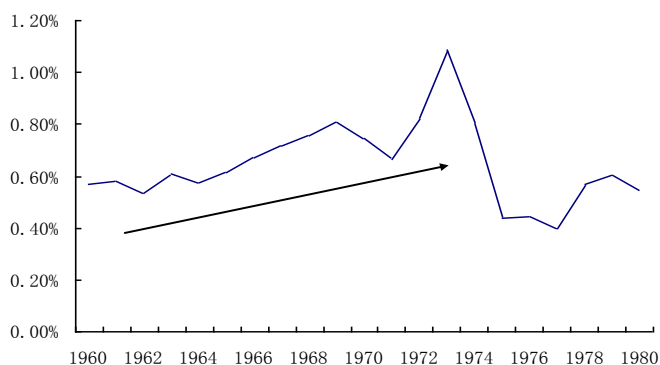


图 4-12 批发零售贸易的净利润率在拐点出现后呈现上升趋势

4.2.3 人民币升值预期将逐步回落

转型时期，经济增长中枢下滑，通胀中枢上行，资本收益率走低，以上因素都将对本币汇率造成负面影响，根据作者以往在均衡汇率方面的实证模型研究，影响汇率的根本经济因素包括：

1. 国内外相对劳动生产增长率，即本国劳动生产率提升水平相对于国际水平的增长率，其与均衡汇率正相关。根本上讲，一国技术创新的能力、劳动生产率水平是决定汇率走向的核心基本面因素，我们进行结构转型的重要目的之一也是实现产业升级，因此相对劳动生产增长率这一指标未来的走势是不确定的，视乎我国产业升级的进展程度。

2. 国内外相对工资增长率，其与均衡汇率负相关，即国内工资水平的提升快于国外的时期，对本币汇率将产生贬值的压力。随着居民消费能力的提高，进口需求将显著提高，在刘易斯拐点驱动下的结构转型中，我们预期我国的相对工资水平将逐步提高，进而对人民币汇率构成贬值的压力

3. 固定资产投资率从两个方面对均衡汇率产生影响一方面，基础设施建设等投资可以便利各种资源的流通，提高经济效率，甚至可以吸引更多的外商投资。用在增加贸易性行业（采矿、制造业）的产能提高以及技术改造等方面的投资，可以提高国内企业的竞争力。这些都会促进均衡汇率的上升。另一方面，固定资产投资增加，同时也会增加各种生产设备、流水线以及先进技术的进口，使国际收支恶化，这在改革开放初期尤其明显。而且，相当部分的投资用在了非贸易部门（如服务业、公用事业等），这些投资也将使均衡汇率出现下降的趋势。我们认为未来制造业方面的投资增速将会下降，而

服务业的投资增速将会上升，因而投资结构的变化，总体来讲也将使人民币汇率产生贬值的压力。

综合来看，在未来的结构转型中，我们认为人民币升值动力将逐步减弱。

4.2.4 产业梯度转移带来区域性的不稳定因素

我国当前的产业梯度转移主要是中西部地区通过承接东部沿海地区的制造业转移从而实现产业升级。

外向型的传统产业的调整主要通过两条途径：一是向中西部地区和低劳动成本的国家转移；二是就地升级转型，向创建自主品牌和高附加价值化的方向发展。

事实上，产业转移同样存在着一定风险，相对发达的沿海地区能否就地升级转型，向创建自主品牌和高附加价值化的方向发展。如果东部地区自身的产业升级未能顺利实现，那么将可能反而产生产业空心化的后果，这取决于当地人力资本是否充足、商业文化能否重视期利益、创新文化以及知识产权等法律制度等等。如果这些问题没有解决即开始放弃原有的制造业，那么将带来地区性的不稳定因素，而沿海地区由于对外经济联系相对紧密，这些因素可能加剧沿海地区的资本外逃冲动。

4.3 我国当前转型对资本外逃的影响

根据前两节的分析，我们在此将当前结构转型的经济影响以及对资本外逃的影响通过列表进行对照，综合来看，在当前的结构转型阶段，我国资本外逃压力在逐步增加。

表 4-2 我国结构转型期的特征以及对资本外逃的影响

我国结构转型的特征	我国当前的结构转型对宏观经济指标的影响	对资本外逃的影响
大国经济崛起必须依赖内需的启动	内需上升，出口增长回落，汇率升值预期减弱。	本币汇率由强走弱将促进资本外逃
经历刘易斯拐点大背景下的产业结构调整	增长中枢下移，通胀中枢上移，资本收益率下降。	根据我们的理论分析以及第三章的模型，这些因素均对资本外逃产生促进作用
地区发展不均衡下的产业梯度转移	产业转移可能中，如果东部地区未能实现自身的产业升级，可能导致产业空心化，产生区域性的不稳定因素。	而沿海地区由于对外经济联系相对紧密，这些因素可能加剧资本外逃的动力。

4.4 我国资本外逃对经济的影响分析

从国际经验来看，资本外逃首先影响到资本的积聚，资本的大量外逃会削弱本国经

济发展后劲；其次，资本外逃会削弱税基，侵蚀本国的税收基础；第三，资本外逃会导致国民财富的流失。对开放经济而言，资本外逃同时会影响到国际信用。具体到我国，以往时期我国资本外逃的另一个严重的后果是造成了国有资产的大量流失。

然而，从我国以往的经济表现来看，虽然我国一直存在着相当规模的资本外逃，而我国的经济增长几乎没有受到实质性的影响，这与拉美国家资本外逃时期遭受的严重冲击形成了鲜明对比。我们认为主要是由于以下几个方面的有利因素弥补了资本外逃的负面冲击：

1. 高储蓄率使投资维持在相对较高的水平，没有出现拉美等国资本外逃导致投资大幅下滑的情况；

2. 国外直接投资长期维持在高水平上，在提供充足资金的同时，提高了中国经济整体的技术水平和经营效率；

3. 进入2000年以来，人民币升值预期长期存在，降低了资本外逃的规模，同时热钱源源不断流入中国对冲了资本外逃的影响。

然而，在未来的经济转型时期，很多利好因素的作用将逐步减弱，汇率升值的预期将会有所减弱；随着人口红利拐点的到来，高储蓄率难以为继；随着资本项目的逐步开放，资本外逃的渠道将更加便利。所以，虽然以往资本外逃未对我国经济发展产生重大不利影响，但在目前的经济转型时期，资本外逃的规模及其影响可能同步增大，进而对国内经济造成较大冲击，这应引起我们的充分警惕。

第五章 我国当前应对资本外逃的政策建议

一、创造稳定的宏观经济环境，加快金融市场建设

从前文的分析可以看出，在我国当前特定的经济转型时期，经济增长面临较大的压力，正是这些因素导致未来出现集中资本外逃的可能性大大增加。

因此，政府尽量创造的宏观经济环境，实现经济转型的平稳过渡，对于通胀因素，应长期保持足够高的警惕，坚决控制。由于资本收益率的下滑也是资本外逃的重要原因之一，因而向民间资本开放更广泛的开放各种投资领域，尤其是页岩气等新能源领域，既可以有利的推动结构转型，也有望缓解转型中的资本收益下滑情况，同时应积极推进资本市场建设，培育创新的金融市场，创造更有效的资源配置手段，提高对资金的吸引力。汇率问题毫无疑问对资本外逃有着重要影响，维持汇率改革的逐步有序推进，避免人民币汇率的大起大落，将对缓解本外逃产生积极影响。总之，政府必须能娴熟地运用各种宏观政策工具对经济进行调控，提高政府金融监管的水平，政府的政策应建立起言行一致的声誉，加强政策效力。

二、实现产业地区间转移的平稳过渡

在我国产业结构的横向转移中，产业转移面临的主要问题是转移成本和物流成本是否低于企业转移到低劳动成本地区的收益，以及现存产业集群的粘连效应。单个厂商的转移可能失去产业链配套体系的支持。对于这些困难，转出地政府和转入地政府应当协调好利益关系，出台鼓励产业转移的政策，建设好产业转移园区，尽量设法降低厂商的转移成本，为产业转移创造良好的外部环境。同时对转出区，加大对人力资源的投资，大力发展教育事业和职业培训。

同时结构转型的目标不是放弃原有的制造业优势，而是用现代服务业来提升和包装传统制造业，创建自有品牌，由“世界工厂”变身为“世界设计室”和“世界名牌原产地”。以高档品牌的文化价值空间来消化成本上升的压力。

三、加强对资本外逃的监控

加大对腐败和不法行为的打击力度。对我国存在严重的高报进口骗汇、低报出口逃汇、出口不收汇、进口不到货、通过假造贸易单证骗汇或将外汇截留境外等违法行为，要加大打击力度，保护国家财产不受侵犯，防止各种渠道的资本外逃。对于地下钱庄、地下外汇黑市等非法渠道，要坚决予以取缔。同时，还应加强与有关国际组织和相关国

家的合作，打击和追缴跨国的资本外逃。

参考文献

1. 成思危主编,《东亚金融危机的分析与启示》,民主与建设出版社,1999
2. 宋文兵,《中国的资本外逃问题研究:1987—1997》,《经济研究》(5),1999
3. 陶士贵,《提高我国个人外汇使用效益的新思考》,《国际贸易问题》(8),1999
4. 周正庆主编,《证券知识读本》,中国金融出版社,1998
5. 董寿昆,《比较金融研究》,《董寿昆论集》,中国金融出版社2001年版
6. 宋文兵,《国际短期资本的流动机制——一个现代经济学的分析框架与实证研究》,复旦大学出版社2000年版
7. 吕萍、綦建红,《对我国资本外逃问题研究的文献回顾与总结》,《经济研究参考》2001年,(2)
8. 任惠,中国资本外逃规模测算和对策分析经济研究,2001,(11)
9. 裴平、熊鹏,我国货币政策传导过程中的渗漏效应经济研究,2003,(8)
10. 牛晓健,郑祖玄资本管制、外商投资与最优税差:对中国转型时期过渡性资本外逃的研究经济研究,2005,(4)
11. 姚建芳政府清廉对资本外逃的影响性分析财会通讯(学术版),2005,(8)
12. 刘国光,刘迎秋结构性松动货币抑制通货紧缩趋势经济研究,2002,(10)
13. 李庆云,田晓霞中国资本外逃的影响因素世界经济,2000,(9)
14. 董志勇,《中国资本外逃的规模与估计》,新加坡南洋理工大学博士论文《中国资本账户开放研究》,2003
15. 李庆云、田晓霞,中国资本外逃规模的重新估算:1992—1999,《世界经济》,2000
16. 陈耀庭、汪全银,论拉美国家资本外逃及其经济影响,《世界经济与政治》,1991
17. 牛晓健,经济转型国家与资本外逃改革,2005,(3)
18. 姜波克,《开放经济下的宏观金融管理》,复旦大学出版社2000年版
19. 刘朝,《资本外逃威胁中国》,《科学导报》2001年,(15)
20. Dooley, Michael P Helkie, William, Tryon, Ralph and Underwood, John. 1986. "An Analysis of External Debt Positions of Eight Developing Countries Through 1990." Journal of Development Economics, May
21. Feenstra Robert C, Hai, Wen, Woo, Wing and Yao, Shunli. 1999. "Discrepancies in International Data :An Application to China —Hongkong Entrepot Trade." American Economic review, May
22. Fung, K.C. 1996. "Accounting for Chinese Trade :Some National and Regional Considerations."
23. Lessard, Donald R. and Williamson, John, ed. 1987. "Capital Flight and Third World Debt", Washington, DC: Institute for International Economics.
24. The World Bank. 1985. World Development Report
25. Cuddington, J.T. 1986. "Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations," Princeton Studies in International Finance, No. 58
26. Conesa, E.R. 1987, "The Flight of Capital From America", Washington: Inter-American Bank mimeo.
27. Walter, Ingo. 1985. "Secret Money", London, George Allen & Unwi.
28. Lessard, D.R. and J. Williamson 1987. "Capital Flight and Third World Debt", Washington DC: Institute for International Economics.

29. Dooley, M. and K. Kletzer 1994. "Capital Flight, External Debt and Domestic Policies", NBER Working Paper No. 4793 Cambridge, MA: NBER.
30. Clark, E and Jokung, O. 1998. "Risk Aversion, Wealth and International Capital Flows", *Reviews of International Economics*, August.
31. Dornbusch, Rüdiger. 1985. "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates". in G.W. Smith and J.T. Eddington, eds.
32. The World Bank, *International Debt and the Developing Countries*. Washington.
33. Kindleberger, C. 1937. "International Shocks—term Capital Movement." Columbia University Press.
34. Dooley, M. 1986. "Country—Specific Risk Premiums, Capital Flight, and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries," Mimeo, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
35. Dooley, M. 1995. "A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions", NBER Working Paper.
36. Tornell, A, and A. Velasco. 1992. "The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why does Capital Flow from Poor to Rich Countries?" *Journal of Political Economy*.