

开放条件下中国金融安全理论与实证分析

——基于国际资本流动的视角

刘方, 吴德晖

(云南师范大学 经济与管理学院, 昆明 650222)

摘要 随着中国开放程度的不断加强, 国际资本流动对中国金融安全的影响日益突出, 特别是金融危机过后金融安全的形势更加趋于复杂严峻。研究国际资本流动对中国金融安全的影响, 对于正确把握金融安全, 维护金融体系的稳定具有重要意义。

关键词: 国际资本; 金融安全; 熵值法; 中国

中图分类号: F83 **文献标志码:** A **文章编号:** 1673-291X(2010)24-0052-03

引言

所谓开放条件下的金融安全是指一国金融制度、金融财富、金融发展和金融体系的安全, 即一国为抵御国内外冲击保持金融制度和金融体系正常运行与发展的状态, 维护这种状态的能力, 以及人们对这种状态与维护能力的信心。在开放条件下, 资本流动全球化, 金融机构业务全能化, 金融市场一体化, 金融活动也趋于一致化。由此可见, 在开放条件下各国金融经济活动相互联系, 相互渗透。特别是加入 WTO 后, 大规模的国际资本流动使金融体系面临诸多不利冲击, 在一定程度上对中国金融安全带来潜在的威胁。国际资本流动对中国金融安全的影响主要表现在: (1) 中国金融体系的脆弱性增加; (2) 导致股市价格剧烈波动, 证券市场动荡不安; (3) 威胁金融市场的稳定性; (4) 影响中国宏观经济政策效果。此外, 国际资本的流动状况还会导致国际收支失衡以及国际资本资源在区际间的错配。因此, 有必要重视中国金融安全问题, 把金融安全置于国家经济安全的重大战略之中, 加以重视、防范和维护中国金融安全。

一、国际资本流动的成因、趋势和特点

经济全球化加快了各国经贸交流与合作, 国与国之间的往来日益密切。生产要素的流动越来越灵活多样, 特别是资本的流动表现出极其频繁, 规模之大, 渠道多样, 具有很强的流动性和保密性。所谓国际资本流动, 就是资本在不同主权国家和法律管辖范围之间的输入与输出, 按照时间的长短分为短期资本流动和长期资本流动。国际资本的流动无非是为了追逐资本的收益, 享受超国民的优惠待遇, 特别是在金融不

发达的国家, 由于金融体系的脆弱性, 金融监管不利, 汇率, 证券价格定价, 利率等多方面的体制不完善, 金融市场存在操作的机会, 使得大量的国际资本能够在短期内操纵市场从中牟取暴利。《经济学家》周刊在 1999 年的统计分析指出, 在 1980—1995 年期间, 国际对外直接投资增长率大约为 8%, 快于世界贸易的增长率; 而在各种形式的国际资本流动中, 跨国证券投资的增长率为最高, 达到了 25%; 根据联合国贸易发展会议发布的《世界投资报告》分析指出在 1995—2006 年期间, 世界贸易平均增长率大约为 7.8%, 各国对外投资平均增长率按流出额计算大约为 12.5%, 流入额计算大约为 11.5%。这表明随着经济一体化的发展, 国际资本流动的规模再不断增长。中国作为发展中大国, 在吸引外资方面取得显著的成效, FDI 持续增长。尤其是在金融危机的 2008 年 FDI 净流入达到 1 477.91064 亿美元, 而 2009 年 1—6 月 FDI 净流入额为 288.67975 亿美元。由于短期国际资本的流动性较 FDI 强, 在短期逆转的可能性较大, 对金融安全的影响不容忽视。2003—2004 年间, 中国短期国际资本的流入大于流出, 2007 年达到新高分别为 7 279.75 亿美元, 7 775.40106 亿美元分别比上年同期增长 30.44%、26.00%。而 2008 年又有小幅回落, 基本与 2006 年持平, 分别比上年同期下降 19.16%、18.45%。与此同时中国外债规模不断增长, 短期外债在 2004 年以后较中长期外债增长较快, 中长期外债增长相对平稳, 2008 年达到 3 746.6 亿美元, 其中中长期外债 1 638.8 亿美元, 比上年增长 6.74%, 占总余额比例 43.74%; 短期外债 2 107.8 亿美元, 比上年下降 4.23%, 占总余额比例 56.26%。

近年来, 国际资本的流动以 FDI 为主的同时, 游资的流出流入规模不断加大甚至超过 FDI 的规模, 外债规模也不断

收稿日期: 2010-05-19

作者简介: 刘方(1986-), 男, 贵州毕节人, 硕士研究生, 从事区域金融研究; 吴德晖(1987-), 男, 江西抚州人, 硕士研究生, 从事区域金融研究。

呈现上升的态势,而且伴随全球经济一体化发展,资本流动将呈现出自由化和多元化趋势。中国虽然在吸引外资方面成效显著,但是短期资本的流动性冲击不断加大,外债余额的增长等在一定程度上对中国金融安全构成威胁。

二、国际资本流动与中国金融安全理论及路径

(一)国际资本流动下的金融安全理论

开放条件下的宏观经济均衡是产品市场,货币市场和国际收支的内外均衡。而内外均衡在很大程度上又是取决于国际资本的流动,国际资本的非稳定性流动会引发各种金融风险,进而造成经济的外部失衡,外部失衡又会传染到内部均衡,造成经济的总体失衡。为此,引入修正的蒙代尔—弗莱明模型(IS-LM-BP),在资本不完全流动的情况下,BP曲线的位置取决于资本流动对利率的敏感度,BP线的斜率有可能大于或小于LM线的斜率。根据中国的基本情况,假定(1)资本不完全流动,(2)实行固定汇率制度,(3)资本受利率影响。随着国际资本的流入,存在几种可能:进入金融市场,扩大投资和消费。当资本流入用于扩大投资时,带动国民收入的提高及出口的增长,导致国内经济在一个更高的产出和利率水平,但外部经济失衡。更高的利率水平吸引大量资本的流入,其中不乏短期投机资本。国际资本的过度流入加剧银行业道德风险,金融市场泡沫加大,金融体系的脆弱性增强;当资本流入用于刺激消费时,带动本国进口的增加导致产出和利率的下降,国际收支出现逆差,经常项目趋向赤字。由于利率降低导致资本外流,经常项目逆差,经济出现衰退,当国际资本流入金融市场时,会加大金融市场的动荡,推动股价上涨,经济泡沫增大。由于监管相对薄弱,经济泡沫得不到及时的化解,使得生产部门资金向泡沫部门集聚,居民货币需求大幅上升,导致利率下降,资本发生逆转抽逃,经济泡沫吹破,价格大跌。

(二)国际资本流动对金融安全的路径分析

当市场对一国经济增长前景持乐观态度时,外资就会大量流入,使得国内总需求增加,导致资产价格上升以及银行信用扩张。而实际经济的增长又会导致预期提高,企业投资迅速增加,银行贷款需求也不断增加,银行信用扩张,企业增加开支,经济增长,早期的经济预期得以实现,银行信用进一步扩张,资产价格不断上涨。这时的经济开始变得脆弱,由于企业与居民的债务增加,资产价格崩溃的风险加大。当经济受到冲击时,资产价格的崩溃会导致借款人的金融状况恶化,银行的金融状况也随之恶化。经济增长放缓,企业和居民无法偿还贷款,而银行收回贷款、变卖抵押品,使得资产价格进一步下降,经济进一步恶化,出现银行挤兑现象,最终引发经济危机。当经济繁荣时,外资的大量流入为银行业提供了大量的资金来源,使信用扩张迅速,同时外资的大量流入,使风险的来源及种类增加,市场反应速度加快;当经济处于衰退时,外资迅速抽逃,银行贷款收回,信用紧缩,衰退加剧。

三、开放条件下的小国经济模型

考虑一个开放经济条件下的小国,假定(1)该国为资本

缺乏型国家,需要向外借贷,因此国际资本流动表现为国际借贷;(2)借贷的国际资本流入到实体经济部门,即企业部门进行生产融资;(3)企业生产函数采用柯布—道格拉斯生产函数形式,只用资本和劳动这两种生产要素;(4)该国居民分为工人和企业家,本国产品和外国产品存在单一替代弹性。生产函数为: $y_t = K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$,给定小国经济模型,则本国出口为外生给定。在均衡状态下本国产品的供给等于需求即:

$$y_t = (1-\mu)C_t + (1-\mu)I_t + \varepsilon_t X_t \quad (1)$$

式中 μ 表示在外国产品上的消费和投资的比例, $1-\mu$ 则表示在本国产品上的消费和投资的比例, $\varepsilon_t X_t$ 表示以本国产品表示的出口价值。假设工人将其收入全部消费掉则上式可变为:

$$y_t = (1-\mu)(1-\alpha)y_t + (1-\mu)I_t + \varepsilon_t X_t \quad (2)$$

从(2)式可以解出实际汇率为:

$$\varepsilon_t = \frac{[1-(1-\mu)(1-\alpha)]y_t - (1-\mu)I_t}{X_t} \quad (3)$$

由于企业家的投资能力受限于借款能力,其借款额为财富的 λ 倍,即借债杠杆率。 $I_t \leq (1+\lambda)W_t$,其中 W_t 将财富定义为:

$$W_t = \alpha y_t - D_t - \varepsilon_t F_t \quad (4)$$

式中 D_t 为净债务, $\varepsilon_t F_t$ 为以本国商品表示的价值。由于企业家在进行投资时,都要作出投资的决策,只有在国内的投资收益至少等于在国外投资的收益时,才会在国内投资。即满足下列等式 $(1+i)(P/P_{t+1}) \geq 1+i^*$ 。考虑财富和投资之间的关系由(3)(4)两式得出(省略时间下标)

$$\frac{dW}{dI} = \frac{dW}{dP} \frac{dP}{dI} = \frac{(1-\mu)}{X} F \quad (5)$$

企业家将其全部财富都用于投资则

$$I_t = (1+\lambda)W_t \quad (6)$$

从(5)(6)两式得出

$$\frac{dI_t}{dI} = \frac{dI_t}{dW} \frac{dW}{dI} = \frac{(1+\lambda)(1-\mu)F}{X}$$

当 $\frac{dI_t}{dI} > 1$ 可能出现金融危机。一方面这是因为资金出借者提供资金的依据是借入者的抵押品价值,该价值依赖于实际汇率和实际借债杠杆。由于理性预期的存在,给定资金出借者愿意出借资金,那么实际投资水平就取决于出借者的预期的投资水平。在出借者预期投资水平很低的情况下,资金出借者不相信企业家的抵押品价值,因而不愿意借出资金,这就意味着汇率贬值,导致企业家破产。另一方面高杠杆,外债相对于出口很高,边际出口倾向很低的话,导致本币有升值的压力,中央银行进行干预,消耗外汇储备,当外汇储备殆尽时,危机发生。当 $\frac{dI_t}{dI} < 1$ 时不会发生金融危机。这就表明,资本流动以外债形式输入他国时,过度负债就有可能导致金融危机的发生。

四、实证分析

(一)数据来源,测算指标的选取和定义

根据研究的目的,和数据来源的可靠性,本文数据来源于《中国统计年鉴2001—2008》、中国人民网站,以及国家外汇管理局网站,历年《国际收支平衡表》。国际资本流动下金

融安全的测算指标有: 外汇储备占 GDP 的比例(S1)、经常项目差额占 GDP 的比例(S2)、短期外债占外汇储备的比例(S3)、短期外债占外债总额的比例(S4)、(FDI+ 经常项目差额)占 GDP 的比例(S5)、外汇储备占外债余额的比例(S6)、外债总额占 GDP 的比例(S7)、偿债率(S8)、外汇储备占 M2 的比例(S9)。

(二)数据的预处理及各指标权重确定

熵值法的基本原理指某项指标值的变异程度越小,信息熵越大,该指标能够提供的信息量就越小,该指标的权重也就越小。反之,该指标的权重也就越大。但是熵值法的运用是在所有数据都为正的情况下进行的,因此为避免指标值出现负数,需要对原始指标数据进行变换,然后用变换后的指标计算权重。

1.数据标准化变换。 $x_{ij}=(x_{ij}-\bar{x}_j)/\sigma_j$,其中 \bar{x}_j 为第j项指标的均值, σ_j 为第j项指标的标准差。

2.为消除负值,可进行坐标变换。 $x_{ij}=k+x_{ij}$,其中k为坐标平移幅度。

3.计算指标 x_{ij} 的比重 R_{ij} 。 $R_{ij}=x_{ij}/\sum_{i=1}^m x_{ij}$,m为指标的年份数。

4.计算第j项指标的熵值 e_j 。 $e_j=-\sum_{i=1}^m R_{ij}\ln R_{ij}/\ln m$ 。

5.计算指标 x_j 的权重。 $W_j=(1-e_j)/\sum_{j=1}^n (1-e_j)$,n为指标的个数。

这样就可以计算出2000—2008年各个指标的风险贡献权重。

(三)综合安全指数的确定

根据中国学者王元龙(2003)等的研究成果,把金融安全化分为A、B、C、D四个等级,A代表安全,B代表基本安全,C代表风险,D代表危机,其对应的综合分数值为0~20,20~50,50~80,80~100。按照国际标准,各个指标在其安全状态上下浮动一定的比例作为各个指标的警戒线,以确定安全区间和不安全区间。根据实际指标数据,将各个指标值映射到相应的四个等级,得到各个指标的分数值。然后将各个指标的分数值和对应的风险权重相乘求和就得到了每年的金融安全综合得分指数,对比金融安全等级状态分数值,可以得出2000—2008年的金融安全状态,2000年金融安全状态为安全,其余各年为基本安全。而且从金融安全指数来看在中国加入WTO以后,在开放经济条件下特别是在国际资本流动愈趋自由化和多元化的情况下,中国金融安全综合指数有不断上涨的态势。说明在不断的开放进程中中国金融安全越来越受到威胁,需要予以重视。

参考文献:

- [1] 陈雨露,汪昌云.金融学文献通论[M].北京:中国人民大学出版社,2006:1.
- [2] 贾恩卡洛·甘道尔夫.国际金融与开放经济的宏观经济学[M].靳玉英,译.上海:上海财经大学出版社,2006:4.
- [3] 贺力平.从国际和历史的角度看国际资本流动与金融安全问题[J].国际经济评论,2007,(11).
- [4] 陶小燕,等.基于改进熵值法的城市可持续发展能力的评价[J].干旱区资源与环境,2006,(5).

结论及启示

通过分析开放条件下国际资本流动趋势特点以及对金融安全影响的理论和路径,也构造了开放条件下的小国经济模型,说明了在资本流动的情况下,可能产生金融危机,这取决于国际资本流动的规模、结构是否合理以及货币当局宏观调控能力。经过实证分析得出结论认为在开放条件下国际资本流动对中国金融安全的影响不断增大,中国金融安全尚处于基本安全状态,但不排除出现突变状况,因此需要有关当局密切监视、综合防范,才能很好的维护中国金融安全。故此,对与维护中国金融安全有以下几点启示:

(一)合理筛选利用外资,适度借贷

当前,中国利用外资规模不断增大,但是外资的利用效益却不是很高。各个地方政府相互竞争,各自为政,忽视整体规划和地方分工,造成低水平的重复建设,损害了外资的利用效率。对于发展中国家来说,由于资金技术方面的短缺,不得不向外借贷,购买技术等,当这种趋势逐年积累的话,会导致过度负债,一旦债权国要求还贷时则会无力还贷,造成债务危机,引发金融市场投资者信心下降,金融市场大幅震动,给该国带来严重的影响。因此,合理利用外资,适度借贷对于发展经济是相当重要的。

(二)加强资本市场的监管,维护资本市场的稳健运行

目前,中国资本市场还不太发达,资本市场还存在许多突出的问题亟待解决如资本市场的监管问题。在面对突如其来的国际游资的冲击时,难免会手忙脚乱,使资本市场受到严重影响。因此在面对更加开放的国际经济环境时,加强资本市场建设与监督,建立一整套防范金融风险的机制,抑制投机性资本的流入或者流出。

(三)加强国际资本流动的监管,建立健全国际协调合作机制

由于国际资本流动规模之大,流动结构不合理,流动期限不确定。大规模的国际资本流动必然伴随着潜在的风险问题,如汇率风险、利率风险、价格风险等。中国目前对国际资本的监管主要采取行政性的硬性管理措施,这种措施实际上是计划经济体制下的行政管理思维的体现和延伸。在开放经济条件下,虽然这种措施能够取得一定的效果,但是国际资本自由流动的潮流相背,因此在面对更加复杂的国际国内环境及在经济全球化和一体化进程中,参与国际合作必不可少,对国际资本流动的监管也要转变方式,从硬性管理到间接性软监管转变,同时还要建立和健全国际资本流动的监管体系和国际协调机制及国家金融安全指标体系以提高监管水平,监管效益,有效防范各种金融风险。

[责任编辑 刘娇娇]