

中国国际收支结构 与引资政策:一个悖论分析

康 立

摘要:自 20 世纪 90 年代以来,中国国际收支持续的双顺差呈现出“超前”的国际收支结构特征。按照“两缺口”模型,这种态势说明中国没有引资的必要,但中国目前却成为世界最大的外商直接投资接受国,同时又跻身于资本净输出国行列。实证分析表明,我国“超前”的国际收支结构还具有一定的可持续性,因此我国引资战略应在外商直接投资结构、形式和政策上作相应调整,以实现国际收支结构的合理转型。

关键词:国际收支结构 引资政策 战略调整

自 20 世纪 90 年代以来,我国的国际收支状况发生了根本性扭转。从经常项目逆差、资本项目顺差组合演变为经常项目和资本项目的双顺差态势。从 2002 年开始,净误差与遗漏项也呈现贷方顺差,三顺差导致外汇储备的大幅度增长。截至 2004 年 9 月底,中国大陆官方外汇储备已达 5 145.38 亿美元,仅次于日本,成为世界第二大外汇储备国,外汇储备占国内生产总值(GDP)的比例高达 28.58%,排名全球第一。按照“两缺口”模型,经常项目顺差说明中国没有引资的必要。但实际情况是,中国目前已成为世界最大的外商直接投资接受国。自 1978 年改革开放以来中国已累计吸引外商直接投资 5 014 亿美元,2003 年又刷新历史最高纪录,吸引外商直接投资 535.05 亿美元,占当年发展中国家外商直接投资总额的 37%。与此同时,中国反而跻身于资本净输出国的行列,2001 年中国的资本净输出总额占到世界资本净输出额的 4%。以上种种数据不禁让人产生疑惑:中国第一大引资国身份和中国资本净输出地位是否矛盾?中国的国际收支结构是否合理?在目前情况下中国还有无必要大量引入外资?本文试图通过实证分析来解答这些疑问。

一、引入外资与国际收支结构演变理论

(一)“两缺口”模型的引入

2003 年中国的 GDP 为 11.67 万亿元人民币。根据国民收入核算恒等式: $GDP = C + I + G + X - M$

(其中 GDP、C、I、G 和 X - M 分别代表总产出、消费、投资、政府支出和净出口),说明 11.67 万亿元人民币在 2003 年分别用于居民消费、企业投资、政府开支和净出口。另一方面,从收入所有者角度看,中国人在 2003 年获得的新增财富分别用于三个方面:购买消费品、储蓄和纳税。即 $GDP = C + S + T$ (其中 S 代表私人储蓄,包括居民储蓄以及企业折旧和留利; T 代表政府税收)。由上述二等式可得: $I - [S + (T - G)] = M - X$ 。如果把政府预算赤字 $(T - G)$ 理解为政府储蓄,则该式表明,当国内投资等于国内储蓄时,贸易逆差 $(M - X)$ 必为零;当国内投资大于国内储蓄时,必有外贸逆差;反之,必有外贸顺差。这就是通常所说的“两缺口”模型,即为了维持一定的经济增长速度,投资 I 与储蓄 S 之间的差额(储蓄缺口)同进出口之间的差额(外汇缺口)必须保持平衡。

对发展中国家而言,一般存在储蓄缺口,即外贸逆差。这时有两种方式解决,一种是压缩投资或增加储蓄,但要以减缓经济发展速度为代价;另一种就是利用国外资源,即引资来弥补国内储蓄的不足。反之,一个国家如果没有外贸逆差,就说明不存在储蓄缺口,这个国家就没有引资的必要。在实践中,实行外向型经济发展战略,强调通过引入外资以弥补本国储蓄之不足的发展中国家和地区,在相当长的期间内都是贸易逆差国。

(二)国际收支结构演变与引资格局的关系

从“两缺口”模型可以看出,引资与国际收支结构特别是经常项目之间存在密切的关联。萨缪尔森(1976)在《经济学》第10版中提出:一国国际收支状况表明该国处于什么样的发展阶段。从历史的视角看,国际收支结构变化的标准模式可划分为四个阶段:年轻的和成长中的债务国、成熟的债务国、新的债权国、成熟的债权国。相应地,其引资格局一般要经历四个阶段的变化:

第一阶段是资本输入阶段,该国属于年轻的和成长中的债务国。由于收入水平低,又要保持较高的增长速度,发展中国家的国内投资大于国内储蓄,该国存在贸易逆差,贸易逆差由资本和金融账户顺差来弥补,在这一阶段,国际收支结构为“逆差+顺差”形式。

第二阶段是资本输出早期阶段,该国演进为成熟的债务国。在这一阶段中,贸易差额转向顺差,该国已成为资本输出国。但这一阶段的贸易顺差基本上被股息和利息(即资本收益)的流出而抵消,因此经常账户和资本流动都基本保持平衡,即“平衡+平衡”形式。

第三阶段是资本输出中期阶段,该国成为新的债务国。这一阶段大致形成由净出口和净资本收益形成的经常账户顺差,资本净流出量为正,债务开始

减少,直至降为零。国际收支结构呈现出“顺差+逆差”形式。

第四阶段是资本输出成熟阶段,该国也进入成熟的债权国。在这一阶段,对外投资带来大量投资收益,而货物贸易却有逆差,经常账户又趋于平衡,在资本和金融账户中,资本的流量很大,却大致能平衡。所以到了这一阶段,国际收支结构又重归“平衡+平衡”形式。

二、中国国际收支结构现状与引入外资的悖论

发展中国家一般在贸易或经常账户上存在逆差,这种逆差通常用资本和金融账户的顺差来弥补,这是发展中国家的常态。但是中国自20世纪90年代以来的情况不符合这种常态。中国国际收支几乎出现持续的经常账户顺差并伴随净资本的外流(见表1),杨柳勇(2002)称之为“超前的”国际收支结构。作为一个发展中国家,中国理应成为国外资源净输入国,但却长期保持大量贸易顺差,这意味着中国在把自己的短缺资源借给别人使用,从发展经济学的角度来讲,是缺乏理性的。如果这种格局继续维持下去,标志着中国可能进入新的债权国行列,这无疑将使我们重新审视我国利用外资的战略和政策。

表1	1992 - 2003 年我国国际收支平衡表概览												(单位:亿美元)
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	累积
经常项目	64.0	- 119	76.6	16.2	72.4	297.2	293.2	156.7	205.2	174.1	354.2	458.7	2 049.5
货物差额	51.8	- 106.5	72.9	180.5	195.4	462.2	466.1	362.1	344.7	340.2	441.7	446.5	3 257.6
投资收益	2.48	- 12.8	- 10.4	- 117.7	- 124.4	- 160.9	- 165.4	- 144.7	- 146.7	- 191.7	- 149.5	- 78.4	- 1 300.1
资本和金融项目	- 2.5	234.7	326.4	386.7	399.7	229.6	- 63.2	76.4	19.2	347.8	322.9	527.3	2 805.1
外国在华直接投资	111.6	275.2	337.9	377.4	423.5	452.8	454.6	404.1	407.7	468.5	527.4	535.1	4 775.8
外汇储备当年变动	22.7	- 17.6	- 304.2	- 219.8	- 314.4	- 348.6	- 50.7	- 97.2	- 109.0	- 465.9	- 742.4	- 1 168.4	- 3 815.5
外汇储备年末余额	194.4	212.0	516.2	736.0	1050.3	1 398.9	1 449.6	1 546.8	1 655.7	2 121.6	2 864.1	4 032.5	
净误差与遗漏	- 82.5	- 98.0	- 97.7	- 178.4	- 155.7	- 169.5	- 165.8	- 148.0	- 118.9	- 48.6	77.9	184.2	- 1 000.7

数据来源:国家外汇管理局网站, www. safe. gov. cn, 《中国国际收支平衡表》, 1992 - 2003 历年汇总。

(一) 中国国际收支结构分析

从表1中可以看出,2000年以前我国国际收支中经常账户顺差所占比重相对较高。从理论上讲,这种超前结构中的经常账户顺差可以通过三种方式吸收:资本和金融账户逆差、误差和遗漏(借方额)以及储备资产。不同的吸收方式在实质上存在较大的差异:若由金融账户来吸收,那么经常账户取得的顺差主要转化成对外各种形式的投资;若由“误差和遗漏”吸收,那么大部分成了缺乏监控的资本外逃;若顺差变成了储备的增量,那么绝大部分转化为官方的对外短期投资。表2反映了1992 - 2003年中国国际收支经常账户与其他账户之间的差额平衡关系。从表2可以看出,1992 - 2003年中国经常账户

的顺差总额不仅没有被金融账户吸收,而且资本与金融账户本身也积累了顺差。两个账户的顺差额,有20.6%被“误差和遗漏”吸收,成了逃避性资本投资,79.4%转化为储备资产的增量,成了低收益的外国政府证券投资和其他投资。可见,中国20世纪90年代以来,经常账户顺差是一种积累储备资产、应付国际流动性的防御性顺差,而不是真正取得国际投资主动权的顺差。

20世纪90年代以来,我国国际收支在保持经常账户顺差的同时,资本与金融账户总体上也呈现为顺差。在1992 - 2003年12年间资本与金融账户顺差占双顺差总额的57.8%。1992 - 2003年的总直接投资、证券投资和其他投资差额分别为4 225亿

美元、- 213 亿美元和 - 1 226亿美元。因此从差额角度考虑,资本和金融账户的顺差额完全来自于直接投资账户的顺差。进一步地,资本和金融账户的顺差在很大程度上又构成我国外汇储备的主要来源,使之具有借入储备(borrowed reserves)的性质(黄泽民,2003)。从表 1 中 1992 - 2003 年 12 年的经常项目差额和外汇储备的增加额来看,除 1992、1993、1998、1999 和 2000 这 5 年的经常项目差额大于外汇储备增加额之外,其余 7 年的外汇储备增加额均远高于经常项目顺差额。这说明我国外汇储备的来源更依赖于资本与金融账户的盈余。

表 2 1992 年以来中国国际收支总体差额平衡
(单位:亿美元)

	经常项目	资本与金融项目	净误差与遗漏	储备资产变动
1992 - 2003 年合计	2 049.5	2 805.1	1 000.7	3 853.9

数据来源:国家外汇管理局网站, www. safe. gov. cn, 《中国国际收支平衡表》, 1992 - 2003 历年汇总。

(二) 中国利用外资的效益分析

表 1 反映出我国资本与金融项目顺差以外国直接投资(FDI)为主要形式,而一国利用外资是需要付出成本代价的。自 1978 年改革开放以来中国已累计吸引外商直接投资 5 014 亿美元。国际货币基金组织(IMF)认为 FDI 在中国的回报率在 13 % ~ 14 % 左右,即使按 10 % 计算,中国每年支出的利润至少也在 500 亿美元以上。造成这种外资成本高昂、效益低下的直接原因首先是由于不合理的引资路径所导致的“外资本币化”。我们先从外资流入与贸易逆差的关系入手分析。按照“两缺口”模型,直接投资的(净)流入必然意味着相应贸易逆差的存在。中国引入的外资绝大多数是直接投资。既然是直接投资,我们就应当看到因大量进口机器设备和原材料所造成的外贸逆差。但自 90 年代以来,除了 1993 年以外,其余年份均为顺差。外资流入为何并未导致贸易逆差呢?

在正常情况下,作为直接投资的外资流入大致会伴随三种情况:(1) 外商进行机器设备等实物投资;(2) 外商注入外汇资金,然后中方按合同从国外购买投资品;(3) 外商仅注入外汇资金,中方把外汇换成人民币而并未用进口外国投资品。在第一种情况下,尽管可能没有外汇的实际汇入,在中国国际收支表的资本项目下要记入一笔正值(credit);与此同时,由于机器、设备要通过海关进入中国,在贸易项目下要对应记入一笔负值(debit)。两相抵消,外汇储备将不会发生变化。在第二种情况下,取得外汇

资金的中国合伙人进口国外投资品、其他商品和劳务。贸易项目下的逆差同资本项目下的顺差相抵消,外汇储备也不会增加。在第三种情况下,贸易项目没有发生变化,资本项目出现顺差,外汇储备增加。

鉴于中国目前所出现的贸易顺差和资本项目顺差并存,外汇储备增加这样一种国际收支结构,可以逻辑地推断出,中国对应上述分析中的第三种情况。这种现象的出现在很大程度上应归咎于中国扭曲的引资政策。中国地方政府一直是引进外资的主体,地方政府经济活动的软预算约束和目标短期化特征激发了其不计成本吸引外资的强烈冲动。通过吸引外资并使之本币化,地方政府就可以从国内相对固定的资源总量中占有和使用更大的份额。吸引外资越多,地方经济实际利用的资源就越多,经济增长就越快,地方政府的政绩也越突出。因此,近年来,地方政府在引资方面展开了恶性竞争,税收优惠不断加码,土地使用出现零价格批租。这种扭曲的引资政策直接增加了引入外资的成本,降低了外资的利用效益。

大量引资的直接后果是资本与金融账户持续盈余,并导致外汇储备的激增。由表 1 可以看出,2001 年是我国资本和金融账户及外汇储备发生重大变化的一个时间拐点。2001 - 2003 年间外汇储备增速逐年递增,分别比上年末增长 28. 14 %、34. 97 % 和 40. 78 %。截至 2004 年 9 月底,中国官方外汇储备已达 5 145. 38 亿美元。到 2004 年 10 月末,境内外汇存款余额高达 1 584 亿美元,合计的外汇资源近 7 000 亿美元。与累计吸引外商直接投资 5 014 亿美元相比,官方和民间持有的净外汇资产已超过所利用的外国直接投资数额。因此,中国已经成为一个资本净输出国家。就总量而言,我们并没有实现对外部资源的净利用(外部资源的净利用由一国贸易赤字衡量),而是国内资源被外部净利用(贸易盈余)。

与此同时,我国大量的官方和民间外汇资产投资渠道却比较狭窄,主要投向低收益的美国国债,这等于给美国政府上缴了铸币税。据美联储估计,美国每年获取的铸币税高达 150 亿美元,其中大部分来自中国这样的发展中国家。此外,投资美国国债并非收益稳定,美国浮动的利率及汇率政策将使投资者蒙受潜在的货币损失。比如我国对外投资的收益率就随着美国利率连续 13 次下调和美元的贬值不断下滑,美国 5 年期国债的收益率已从 1994 年底的 7. 78 % 下降到 2003 年 3 月的 2. 78 %。假定其平均收益率为 5 %,相对于使用外资 10 % 的成本,这部

分流入又流出的资本使国家利益每年就有 5 % 的以上隐性损失。

三、中国超前的国际收支结构可持续性探析

如前文所述,目前我国国际收支结构呈现出超前的新的债务国特征。仅就经常项目顺差而言,就没有引资的必要,这对我国目前的引资政策提出了严峻的挑战。笔者认为,未来引资政策的调整,取决于我国超前的国际收支结构是否具有可持续性。

(一)从“两缺口”理论看,我国国际收支结构中顺差状况将继续保持

在 1992 - 2003 年的中国国际收支差额结构中,持续性经常账户顺差中几乎全部来自于贸易顺差的贡献。按照“两缺口”模型,只要保持国内储蓄大于国内总投资状况,贸易顺差仍会长期持续。

那么中国的储蓄和投资状况如何呢?由于传统节俭储钱的观念影响和人口赡养率的下降,加之包括住房、医疗、教育等项改革的不断推进,我国居民对个人未来收入和支出存有较大的不确定性预期,国内储蓄率一直保持着较高的水平。国外研究表明,发展中国家人均 GDP 从 100 美元到 1 000 美元(按 1964 年美元计算)储蓄率有非常明显的上升趋势,我国储蓄率的变化印证了这一结论。如表 3 所示,我国储蓄率 1965 - 1970 年仅为 27 %,1981 - 1990 年升至 35 %,1991 - 2000 年高达 40.5 %,预计 2000 - 2010 年国内储蓄率的平均值还应在 37 % ~ 39 % 之间的高位徘徊。

表 3 1991 - 2000 年中国国内储蓄率与投资率的差异 (%)

年份	国内储蓄率 S	总投资率 I	两者之差 (S - I)
1991	37.5	35.3	2.2
1992	38.4	37.3	1.1
1993	41.5	43.5	- 2.0
1994	42.7	41.3	1.4
1995	42.5	40.8	1.7
1996	41.4	39.3	2.1
1997	41.8	38.0	3.8
1998	41.3	37.4	3.9
1999	39.8	37.1	2.7
2000	38.7	36.2	2.5

注:总投资率为当年总投资占 GDP 的比例;S - I 等于货物和服务净出口占支出法 GDP 的比例;国内储蓄率 $S = I + (S - I)$ 。

数据来源:根据《中国统计年鉴》1991 - 2000 历年数据计算而得。

从我国投资率的情况看,由于投资率的高低取决于经济增长率和资本产出率,而我国的资本产出率难以衡量,因此这里只考虑经济增长率对投资率

的影响。1990 - 2000 年我国 GDP 年平均增长率为 9.3 %,2000 - 2010 年的预测值为 8.0 %^①。可以肯定的是,中国还将保持高速的经济增长态势,相应地,投资随之增长也是大势所趋。我国政府向来重视对投资过热和通货膨胀的抑制,因此投资超常增长的现象恐怕难以出现。此外,我国民间储蓄转化为投资的能力较弱,使投资增幅将小于储蓄增幅。因此从理论上讲,只要投资适度,储蓄保持较快增长,经常账户顺差的逆转在短期内不太可能发生。

(二)从经常账户的未来变动趋势看,超前的结构能否维持具有很大的不确定性

在我国国际收支平衡表的经常账户中,由于服务项目逆差和经常转移顺差所占比例较小,因此我们着重考察贸易账户和投资收益账户。

首先我国的贸易账户能否保持顺差前景并不明朗。从短期的周期性因素看,有若干因素可能增大我国的贸易顺差。一是美、欧、日等大经济体经济进一步好转,这势必带动国际贸易的活跃和世界经济的增长。据 IMF 和世界贸易组织(WTO)预计,2005 年全球经济和世界贸易量将分别增长 4.6 % 和 7.5 %,这对推动我国出口增长无疑是利好消息;二是受我国劳动力成本低、市场广阔的吸引,世界加工制造业向我国的转移仍会继续,这将强化我国加工贸易和贸易顺差的基础;三是我国已采取措施抑制一些部门的“过热”现象,相关进口增幅将放缓。

然而从长期因素分析,我国贸易账户转向逆差也存在一定的可能性。首先,在国际贸易竞争日益激烈的国际环境下,贸易保护主义重新抬头,贸易摩擦有增无减,这将使我国出口产业开拓国际市场面临巨大挑战和威胁。随着中国入世后强制性规定的取消,外资企业可能出现国内市场导向,外资出口贡献率降低将导致贸易差额转向逆差。其次,持续扩大的国际收支双顺差使外汇储备增长迅猛,成为人民币升值压力的根源所在,从长远看不利于我国商品的出口。再次,出口退税机制改革对出口的抑制作用明显,并威胁到外贸企业的利润和生存空间。2003 年 10 月出口退税率平均下调 3 %,这等于把出口企业的成本增加了 4 % 左右,2004 年第一季度我国即出现贸易逆差 84.3 亿美元。由于我国的出口退税来自于财政补贴,而赤字的财政政策又是靠发行国债来支撑,目前财政赤字已接近峰值并难以为继,因此,我国将会继续降低直至最终取消出口退税,届时我国的贸易收支能否保持顺差值得高度怀疑。

再来看投资收益账户。余永定(2004)认为,中国以后有可能由于出口导向形成贸易顺差,却因为

外资企业在向外汇出巨额投资利润侵蚀贸易顺差,最终形成经常项目逆差。目前,中国的FDI存量超过5 000亿美元,每年的投资利润一部分转化为再投资,一部分汇回投资国,反映在国际收支平衡表上表现为投资收益的持续逆差。1995年以来我国一直保持较大的贸易顺差,但经常账户顺差却并不大,这正是外资利润汇出抵消了贸易顺差的结果。入世之后,电信、金融、保险等新开放的领域带来的外资流入会呈现新的高潮,到2010年中国吸引FDI累积可能达到10 000亿美元。若按10%计算FDI在中国的回报率,每年从中国汇出的利润将高达1 000亿美元,这需要至少1 000亿美元的贸易顺差来补偿。如果贸易顺差只能用来弥补投资收益的汇出,我们所输出的实际资源将完全被海外占有,这种国际收支状况意味着中国必须以减少国内投资和牺牲经济增长为代价,以便省出实际资源支付外国投资者的收入。到那时,外资的利用将不再是中国经济增长的推动力,反而成为沉重的经济负担。

以上研究表明,我国超前的国际收支结构尽管存在着不确定的因素,但总体而言,在某种程度和某些阶段上仍具有一定的可持续性,这为我国引资战略的调整提供了必要的前提。

四、对中国引入外资战略调整的几点建议

从我国引进资金的实践看,在我国改革开放的早期,资金处于短缺阶段,但实际引进的外资却非常少。真正大规模、持续不断引进和利用外资是在银行资金出现大量存差的1994年以后。在1984-1993年的10年间,中国引进的FDI只有601亿美元;1994年存差高达3 338亿元人民币,但在1994-2003年的10年间,利用FDI却累积4 379亿美元,是前10年的7.29倍,2003年底存差攀升至49 059亿元人民币,比1994年扩大了近13.2倍。这说明,中国缺乏的并不是资金,而是储蓄转化为投资的有效途径。可见,如果继续吸引外资,目的应是通过资本的流动,伴随就业创造、贸易扩张、技术外溢和管理技能的引进,而不是显示政府政绩和占用国内资源的手段。因此,我国在引资观念和战略上应从重数量轻效益转向效益优先。把外资的质量、利用效率和增进国民经济福利的作用放在利用外资工作的首位,克服利用外资方面的数量扩张冲动。

首先,在FDI投资结构上,引导其向高科技产业和服务领域倾斜。从FDI结构来看,中国这些年所吸引的FDI中绝大多数集中在中低端技术产业和劳动密集型产业,流入高科技产业和现代服务业的FDI比

重偏低。这一点与发达国家所吸引FDI的结构有明显差别。今后政府应引导外商投资更多地流向薄弱的第一、三产业部门,相应降低对工业的投资比重,以适应我国产业结构优化的推进。

其次,在FDI投资形式上,大力鼓励并购投资。从近年来国际直接投资流动看,跨国并购(M&A,也称“褐地投资”)是世界主流。2000年并购占全球FDI总流量的近90%,2001年占81%。而中国现在绝大部分FDI投资都是“绿地投资”,并购几乎不存在。随着中国国有资产的重组不断深化、产业整合的兴起、资本市场的完善、法制法规的健全,M&A在未来将有极大的发展空间。为此,我们应抓住有利时机,加速引进跨国并购资金的进入。

最后,在吸引FDI的政策环节上,应尽快减少甚至完全取消各种不必要的政策优惠,同时彻底改变地方政府将引资作为其政绩考核的不恰当做法。笔者认为,从长远看,刺激FDI的流入不在于政策如何优惠,而在于投资环境的改善,如市场准入、公平竞争、法制与产权的保护等。有了良好的软环境,即“公平的游戏场”,政府根本无需对外资实行减免税等特殊优惠政策,反而可以轻松地实现FDI流入与国内私人投资增长的双赢。

此外,我国可考虑将人民币转化为外资或外资机制来使用。这样既解决了人民币资金相对过剩问题,又解决了资金的使用效率和机制问题。亚洲国家目前正在探索发行本地债券、建立亚洲债券市场,一些主要国际机构对于在主权国家发行当地本币债券方面也有丰富的经验。这样,外资的概念就不是美元或国际货币,而是资金和资本的概念,这对中国协调内资和外资使用很有借鉴意义。

随着我国引资战略的调整,我国国际收支结构也面临相应的转型。因为外资的连续扩张造成我国国际收支结构的双顺差和外汇储备的激增,并由此导致中央银行货币政策独立性损失和本币升值压力。笔者认为,就中国目前的形势来说,如何保持国际收支的平衡,调整和保持相关的资本流出和流入的平衡,是我国当前和今后一个时期迫切需要解决的问题。因此,资本流动的政策重点应该从鼓励流入、限制流出转向流入流出平衡,比较可行的措施是开展我国的对外直接投资。根据投资与贸易的互补关系,对外直接投资有助于扩大出口和增加投资收益,这对促进经常项目平衡是有利的;同时积极实施“走出去”战略对于缓解人民币升值和国内通货膨胀压力、实现资本账户的平衡也是非常有益的。目前我国的一些产业已具备一定的国际竞争能力,许多产业(下转第90页)

《公司法》的最低要求,其余公司董事会会议均在2次以上。

2001年8月16日,中国证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,明确要求在2003年6月30日前,上市公司独立董事数量应不低于董事会成员的1/3。

根据KMO值判断是否适合进行主成分分析的标准: $KMO > 0.9$ 非常适合, $0.9 > KMO > 0.8$ 很适合, $0.8 > KMO > 0.7$ 适合, $0.7 > KMO > 0.6$ 一般, $KMO < 0.6$ 不太适合。

由于变量多达24个,页面无法容纳变量相关系数矩阵,故本文将其省略。

因子负载的绝对值越大,表明该因子和该变量的重叠性越高,在解释因子时越重要。通常认为,负载绝对值大于0.71(50%重叠)非常好,0.63(40%)很好,0.55(30%)好,0.45(20%)一般,低于0.32(少于10%重叠)差。

参考文献:

1. Berger, G. Philip; Ofek, Eli and Yermack, David L., 1997. "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions" *Journal of Finance*, 52, pp. 1411 - 1438.
2. Fama, E. and Jensen, M. C., 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, 26 pp. 301 - 325.
3. Firth, M., 1995. "The Impact of Institutional Stockholders and Managerial Interests on the Capital Structure of Firm" *Managerial and Decision Economics*, 16, pp. 167 - 175.
4. Friend, Irwin and Lang, Larry H. P., 1988. "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure." *Journal of Finance*, 43, pp. 271 - 281.
5. Grossman, S. and Hart, O., 1982. "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives," in J. McCall, ed., *The Economic of Information and Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 107 - 137.
6. Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure."

Journal of Financial Economics, 3, pp. 305 - 360.

7. Lipton, M. and Lorsch, J., 1992. "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance." *Business Lawyer*, 48, pp. 59 - 77.

8. Mehran, Hamid, 1992. "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure." *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Dec., 92, Vol. 27, Issue 4, pp. 539 - 560.

9. Moh'd, M. A.; Perry, L. G. and Rimbey, J. N., 1998. "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-sectional Analysis." *The Financial Review*, 33, pp. 85 - 98.

10. Short, H.; Keasey, R. and Duxbury, D., 2002. "Capital Structure, Management Ownership and Larger External Shareholder: A UK Analysis." *International Journal of Business*, 9, pp. 375 - 399.

11. Vafeas, N., 1999. "Board Meeting Frequency and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 113 - 142.

12. 冯根福、马亚军:《上市公司高管人员自利对资本结构影响的实证分析》,载《财贸经济》,2004(6)。

13. 顾乃康、杨涛:《股权结构对资本结构影响的实证研究》,载《中山大学学报》,2004(1)。

14. 黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,载《经济研究》,2001(11)。

15. 刘志彪、姜付秀、卢二坡:《资本结构与产品市场竞争强度》,载《经济研究》,2003(7)。

16. 吕长江、王克敏:《上市公司结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究》,载《会计研究》,2002(3)。

17. 于东智:《董事会、公司治理与绩效:一项经验分析》,载《中国社会科学》,2003(3)。

18. 赵蒲、孙爱英:《财务保守行为:基于中国上市公司的实证研究》,载《管理世界》,2004(11)。

(作者单位:中南财经政法大学会计学院 武汉 430060)

(责任编辑:N、Q)

(上接第75页)甚至已经出现剩余的生产能力,急需进行产业调整,这为我国发展对外直接投资提供了客观基础,因此发展对外直接投资不仅可以促进我国国际收支结构的顺利转型,也有利于实现我国经济的外部平衡。

注释:

具体数据详见表1。

截至2004年7月,日本外汇储备为8192.03亿美元。数据来源:中国货币网网站, www.chinamoney.com.cn。

中国大陆2003年GDP为11.67万亿元人民币,按现行汇率折合1.41万亿美元。数据来源:十届全国人大二次会议,《政府工作报告》。日本外汇储备占GDP约为12%左右。

数据来源:国家外汇管理局网站, www.safe.gov.cn,《中国国际收支平衡表》(2003)。

International Money Fund, *World Economic Outlook Database*.

Chenery, H. B. and Strout, A. M., 1966. "Foreign Assistance and Economic Development." *American Economic Review*, Vol. 56, No. 4, pp. 679 - 731.

杨柳勇:《中国市场化进程中的利用外资研究》,57页,北京,中国社会科学出版社,2002。

外资本币化是指吸引的外部资金并非用于进口外国的技术设备或产品而是兑换为本币后用于支配和使用国内资源。

潘英丽:《人民币汇率内在不稳定性:结构与制度的原因》,载《国际经济评论》,2004(1)。

根据生命周期理论,幼年和老年人净消费而不储蓄,青壮年人收入多且为了未来生活保障必须进行储蓄。因此,青壮年人口比重越高,人口赡养比例越低,居民储蓄就越高。见王信:《我国的经常项目顺差能否持续》,载《国际金融研究》,2004(1)。

⑪资料来源:中国科学院网站, www.cas.ac.cn, 国情研究第四号报告:《中国走向21世纪的经济发展和基本发展战略研究》。

参考文献:

1. Chenery, H. B., and Strout, A. M., 1966. "Foreign Assistance and Economic Development." *American Economic Review*, Vol. 56, No. 4, pp. 679 - 731.

2. 杨柳勇:《中国市场化进程中的利用外资研究》,北京,中国社会科学出版社,2002。

3. 陈炳才:《中国引进外资战略的反思与展望》,载《国际经济评论》,2004(2)。

4. 潘英丽:《人民币汇率内在不稳定性:结构与制度原因》,载《国际经济评论》,2004(1)。

5. 黄泽民:《中国外汇储备的性质与适度性问题思考》,载《华东师范大学学报》,2003(11)。

6. 余永定:《关于外汇储备和国际收支结构的几个问题》,载《世界经济与政治》,1997(10)。

(作者单位:中南财经政法大学金融学院 武汉 430064)

华东师范大学商学院博士生 上海 200062)

(责任编辑:Q)