

中国资本外逃影响因素的实证研究

谢建国 黄凌莹

摘要: 利用 1982 - 2004 年的统计数据对中国资本外逃的影响因素进行实证研究,结果显示:人民币名义汇率贬值、美国与中国存款利率差、财政赤字、中国政府内外资差别待遇政策对资本外逃都起到了推动性作用,而外汇储备、国内生产总值则对资本外逃起到了抑制作用。因此,对中国政府来说,保持宏观经济的持续、稳定发展,建立灵活、市场化的利率和汇率形成机制,实行稳健的财政与货币政策,进一步消除内外资的差别待遇是防止资本外逃最根本的措施。

关键词: 资本外逃 汇率 利率

一、引言

20 世纪 80 年代中期,许多拉美国家频频陷入债务危机,资本外逃开始受到发展中国家以及国际机构的普遍关注。据统计,1979 - 1982 年,墨西哥资本外逃额为 265 亿美元,委内瑞拉为 220 亿美元,阿根廷为 192 亿美元,分别占这些国家资本流入总量的 48%、137%、68%,资本外逃无疑是这些拉美国家发生债务危机的重要原因。而自 20 世纪 90 年代以来,中国的资本外逃问题也引起了广泛的关注,特别是从 1992 年起,中国的资本外逃急剧增长,每年都有相当大规模的资本通过各种非正常的、隐蔽的途径流出国门,如 1995 年中国流出资本已占全球资本流量的 2%。资本外逃的不利影响是显而易见的,它加剧了国内投融资资源的稀缺性,制约了经济增长,造成宏观运行、外汇市场、国际收支平衡、财政货币政策的混乱和无效,成为一个严重的政策问题。中国的长期资本外逃已经达到了一个非常惊人的数量,大量资本外逃的直接后果是国家丧失对金融领域的控制,它所蕴含的巨大风险足以将中国改革开放以来的成就毁于一旦。因此,研究资本外逃不仅要从事政策治理角度来把握,而且还需要研究资本外逃背后深层次的原因,从源头上解决矛盾,以便采取有效措施来控制 and 预防我国的资本外逃。

国外学者对于资本外逃决定因素进行了大量的实证分析,Cuddington (1986, 1987) 对阿根廷、巴西、智利等 8 个发展中国家的资本外逃动因进行了分析,他认为:国内利率、外国利率、本币预期贬值率以及外债增量是影响资本外逃的主要因素,国内外利差越大、本币的预期贬值率越高、外债增量越大,国内资本就越有可能外逃以回避风险;Dooley (1988) 则研究了通货膨胀、金融压抑、外债风险溢价对一国资本

外逃的影响,与 Cuddington 的研究结果相同,Dooley 认为,国内外投资者面临的不对称风险决定了资本外逃的规模。使用 22 个发展中国家的面板数据,Mikkelsen (1991) 研究了政府债务规模、投资预期收益以及对外开放度对资本外逃的影响,研究结果表明,政府债务规模、资本市场化程度也是资本外逃的重要影响因素之一,Mikkelsen 认为,政府的债务规模越大、资本外逃的规模就越大。Schineller (1997) 的研究进一步证实了 Mikkelsen 的结论,Schineller 使用 17 个发展中国家 1978 - 1993 年数据对资本外逃的影响因素进行了实证分析,与 Mikkelsen 结果一样,Schineller 认为政府财政盈余是资本外逃的决定因素之一,而中央银行赤字、外汇的黑市溢价以及国际货币基金组织 (IMF) 的调整计划都与资本外逃存在显著相关。Sanchez (1987), Conesa (1987), Boyce (1988), Pastor (1990) 等的研究也得出了类似的结论。

近年来,随着中国资本外逃规模的扩大,研究中国资本外逃的文献也日趋丰富。李心丹和钟伟 (1998) 研究了中国资本外逃的决定因素,他们认为,人民币的贬值预期、通货膨胀率和国内外名义利率差对中国资本外逃产生了显著影响,李心丹和钟伟研究的一个缺陷在于,仅仅引入 3 个变量来解释中国的资本外逃,形式过于简单,从而有可能影响模型的结论。李庆云和田晓霞 (2000) 研究了通货膨胀率、利率、黑市汇率溢价、国内生产总值、经济增长速度对中国资本外逃的影响,他们认为:财政赤字和人民币汇率高估对资本外逃影响显著,内外资差别待遇形成的可套利空间是影响资本外逃的重要因素,但是,他们并没有考虑制度因素对中国资本外逃的影响。杨海珍和罗永立 (2002) 选取经济增长率、通货膨胀率、国内外利率差异、财政赤字、外债余额、外汇储备、进出口贸易额、税收差异、政治金融风险 9

个因素变量对中国的资本外逃进行了分析。此外,杨胜刚(2003),徐扬和李志国(2005),曹元涛(2005),汪洋(2004)等也从不同的侧面对中国资本外逃的影响因素进行了实证研究,与前述研究一样,制度变量缺失与有效样本期不足仍然极大制约了这些研究结论的可靠性。

本文采用中国1982-2004年数据,从宏观经济因素和制度因素两个方面对中国资本外逃的影响因素进行分析,寻求中国资本外逃背后深层次的原因,以期得到有益的结论。

二、中国资本外逃影响因素分析及模型建立

从理论上分析,东道国宏观经济状况直接影响了国内资本的收益与风险状况,它无疑是影响资本外逃最为主要的因素,同时,制度因素也是影响发展中国家资本外逃的主要因素之一。因此,本文主要从经济与制度角度研究中国资本外逃的决定因素。

(一) 宏观经济因素

宏观经济政策失误、缺乏效率或政府政策的不确定性引起的经济不稳定是发生资本外逃国家的一般性因素,居民为了避免宏观经济不稳定带来的财富价值减少或持有财富的风险增加,采取在国外持有资产或将资产转移到国外的策略,由此产生了资本外逃。

1. 汇率因素

一般来说,一国货币的汇率越稳定,无论用该货币作为国际经济交往的支付手段,还是作为世界货币,其所面临的不确定风险就越小,由汇率波动所产生的交易损失和价值损失就越小。因此,从减少交易风险和价值保值的角度讲,人们往往愿意持有那些汇率比较稳定的货币,而不愿意持有波动频繁的货币,特别是那些经常贬值的货币。东南亚国家资本的大量流出引发了1997年亚洲金融危机,而资本的大量流出恰恰是由于预期汇率的变化造成的。因此,汇率因素是影响资本外逃的重要因素。

2. 国内外利率水平差异

根据国际资本流动的套利模型,利率差异使得国际间套利机会存在,进而导致了资本国际间流动,因此,国内利率水平低于国外利率水平是国内居民以国外资产替代国内资产的主要诱因,而且,国内外利率水平差异越大,资本外流规模就越大。Cuddington(1987),Calvo和Reihart(1995)证实了相对较低的国内利率水平将促使一国的资本外流,而相对较高的国内利率水平将引起资本的内流。

3. 国内生产总值

国内生产总值(GDP)对资本外逃的作用可以从两个方面来看:一方面GDP的不断增加,国民经济增长、财富的积累使得国内的资本向国外游动以寻求更有利的投资寄回,从而对资本的外流起到推动作用;另一方面,国民经济的发展导致人们对国内经

济前景的良好预期,吸引更多的资本内游,从而对资本外逃产生抑制作用。因此GDP对一国资本外逃的影响具有不确定性,它可以促进也可以抑制资本外逃。

4. 财政赤字

大量财政赤字的存在,政府通过正式纳税或采取通货膨胀税进行融资,引起国内资产贬值或税负增加,从而驱动资本外逃,所以,财政赤字与资本外逃应是正相关关系。Conesa(1987),Schineller(1997),Khan和Haque(1987)的研究证实了这一点。

5. 通货膨胀率

通货膨胀会侵蚀资产或财富的实际价值,因而较高的通货膨胀水平会刺激有条件的本国居民将资产转移至国外,导致本国资本外逃。也就是说通货膨胀率与资本外逃之间应该是正相关关系。从实际数据看,中国的资本外逃额与通货膨胀率在很多年份都呈现出一种此消彼涨的态势。

6. 外债状况

当一国的外债呈现增长态势,则意味着未来本国资产的实际税负将会增加(Khan & Haque, 1985),当预期税负达到一定程度时,可能会导致本国资本外逃。从这个角度讲,外债状况与资本外逃存在着正相关关系。当然,不能否认的是,本国外债的增加也可能是由资本外逃引起的,即由于资本外逃增加,外汇储备下降,则不得不增加外债来为进口融资,因而,资本外逃与外债增加之间也可能互为因果关系。

7. 外汇储备状况

一国的外汇储备变动状况对汇率走势影响很大,对资本外逃的影响也比较大。一般来说,外汇储备愈高,则本币贬值的风险愈小,因而,对资本外逃会产生一定的抑制性作用。资本外逃与外汇储备之间应该是负相关关系。

(二) 制度因素

制度因素主要是与资本外逃国家的政治经济制度和体制相联系的特殊因素,在本文实证分析时,我们主要考虑内外资差别待遇以及政治金融风险对中国资本外逃的影响。

1. 引入外资与外资差别待遇政策

Kant(1996)认为,若资本外逃由本国投资环境引起,则当宏观经济环境改善、直接投资增加时,本国资本外逃降低;若外逃由内外资差别待遇或非法资本洗钱活动引起,则外商直接投资(FDI)增加的同时资本外逃大量增加。为了吸引FDI,长期以来,中国中央与地方政府对FDI实行各种特殊的优惠政策,这种内外有别的优惠政策使得内资在市场竞争中处于不平等的地位。为了享受外资身份带来的“超国民待遇”,国内居民有将资金转移到国外后以“外资”身份重新回流的动力,以进行制度“寻租”。为消除内外有别的投资政策的弊端,1994年,中央政府统一了内外资所得税率。为度量内外资所得税

政策统一对资本外逃的影响,在实证研究中,我们引入 TXDIFF 制度变量,有:

$$\begin{cases} \text{TXDIFF} = 0 & \text{如果 } t < 1994 \\ \text{TXDIFF} = 1 & \text{如果 } t \geq 1994 \end{cases}$$

2. 政治和国际金融风险因素

政治和国际金融风险可能带来宏观经济的不稳定,进而诱发资本外逃。在实证分析时,我们主要考虑 1989 年春夏之交的政治风波以及 1997 - 1998 年亚洲金融危机对中国资本外逃的影响,以 POFIRA 表示政治和国际金融风险因素,其中,POFIRA 在 1989 年、1997 年和 1998 年等于 1,其余年份为 0。

基于以上对资本外逃决定因素的分析,我们可以对以下模型进行实证检验:

$$CF = f(NE, INDD, INDL, GDP, BUG, INF, FL, FE, RFD, TXDIFF, POFIRA)$$

其中,CF 为中国 1982 - 2004 年的资本外逃规模;NE 为人民币名义汇率;INDD 为国内外存款利率差异,等于美国存款利率与中国存款利率的差值;

INDL 为国内外贷款利率差异,等于美国贷款利率与中国贷款利率的差值;GDP 为历年中国国内生产总值的数额;BUG 为国内财政赤字的数额;INF 为国内通货膨胀率;FL 为外债状况;FE 为外汇储备;RFD 为我国每年实际利用的外国直接投资。

上述数据,名义汇率、存款利率差、贷款利率差、GDP、外债状况、外汇储备均来自 IMF《国际金融统计》,财政赤字数据来自各年的《中国统计年鉴》,实际利用外资的数据来自 1989 年和 2005 年《中国统计年鉴》。关于中国资本外逃数据的测算,国内学者提出了各种不同的方法,本文采用了 IMF 国际收支误差与遗漏法来对中国资本外逃的规模进行估测。IMF 经验统计证明,如果国际收支中错误与遗漏项超出一国进出口额的 5%,该国国际收支就有资本外逃的可能。而我国在 20 世纪 90 年代此项比重基本维持在 6% 以上,因此这种方法对于我国而言具有适用性。1982 - 2004 年中国资本外逃的规模估计见表 1。

表 1 1982 - 2004 年中国资本外逃的规模估计 (单位:10 万美元)

年份	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
资本外逃额	292.966	127.682	- 889.361	6.321	- 957.817	- 1 518.15	- 957.076	114.613
年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
资本外逃额	- 3 205.17	- 6 766.93	- 8 211.15	- 10 096.4	- 9 100.25	- 17 823.2	- 15 504	- 22 121.8
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
资本外逃额	- 18 901.8	- 17 640.5	- 11 747.9	- 4 732.46	7 503.53	17 985.4	26 834.2	

注:根据历年 IMF 的《国际金融统计》计算而得。

表 1 显示,从 1982 - 2001 年间,除 1982 年、1983 年、1985 年以及 1989 年等几年出现了少量的资本内流外,大部分年份中国面临着巨额的资本外逃现象,累计资本外逃额高达 149.63 亿美元,而 2002 年以后,资本又出现了巨额的回流,净内流额为 52.3 亿美元。中国资本外逃数额的剧烈波动,与中国的宏观经济形势以及人民币汇率政策密不可分:1994 年以前,人民币汇率一直高估,国内资本风险加大,资本有向国外流动以回避汇率风险的要求,从而导致了资本的外逃;1994 年以后,人民币汇率制度经历了几次比较大的改革,人民币汇率也逐步回归到人民币的真实价值,另外,随着中国国内经济的强劲增长,人民币汇率开始走向低估,此时,资本有向国内回流以寻求收益的倾向。单纯定性的经济与汇率分析可以为中国资本外逃研究提供一定的借鉴,但是它无法为政策实施提供精确的指导,因此,还必须对中国资本外逃的影响因素做进一步的检验。

三、中国资本外逃的实证检验与结果分析

由于我们所采用的样本只有从 1982 - 2004 年的 23 个观测值,与 11 个解释变量比较起来,样本有点偏小,在实证分析时,我们采用逐步回归法,根据各变量回归结果是否理想、效果是否显著,以及经济含义是否合理等因素进行变量筛选,去掉一些不显著的变量,以得到一个有代表意义的方程。模型回

归结果见表 2。

回归结果显示:

第一,人民币的名义汇率与中国的资本外逃是正相关关系,人民币汇率贬值加速了中国的资本外逃。在 1994 年汇率并轨以前,人民币汇率始终存在着汇率高估的问题,国内居民出于保值的动机将以人民币为面值的国内资产换成以美元等为面值的国外资产,人民币汇率高估促使人们实行货币替代行为,由于人民币单方面的可兑换性,使得美元对人民币的货币替代行为转化为实质性的资本外逃。1994 年,中国外汇体制进行了重大调整,实行有管理的浮动汇率制度,但是在此后的汇率形成机制中,人民币汇率决定仍然存在较强的行政干预,汇率水平仍不能完全反映真实的价值,加之强制性结售汇制的实行以及经常项目下的用汇限制,使得人民币的汇率水平与实际汇率之间存在着较大差距。这样,人们持有人民币便面临着种种汇率风险,从而导致人们转向持有美元等硬通货,出现资本外逃的现象。在 1987 - 1994 年间,人民币汇率贬值 6 次,其中有 5 次贬值幅度超过 10%,连续的汇率贬值形成的人民币贬值预期,对资本外逃起到了进一步的推动作用。

2005 年,中央银行对人民币汇率形成机制进行了改革,这次改革的核心内容是:一是汇率水平初始调整是人民币升值 2%,即把原有的汇率(1 8.28)调整为 1 8.11;二是汇率价值形成基础不再是单一

的美元,而是参照一篮子货币,同时根据市场供求关系来进行浮动;三是扩大汇率波动区间,允许美元兑人民币交易价在上下千分之三的幅度内浮动。需要指出的是,人民币汇率的最近一次改革可能会对资本外逃产生更大的影响:(1)人民币汇率升值的资本流动效应:在人民币大幅度升值预期(市场普遍预期人民币升值5%~15%)已经形成的情况下,短期内,人民币小幅升值不仅不会导致资本流入的减少,反而会导致投机资本流入的增加;(2)与汇率小幅升值相比,浮动汇率机制对资本流动的影响可能更大:

虽然小幅度升值短期不会消除人民币汇率升值的预期,但新的与美元脱钩的汇率形成机制进一步提高了投机资本的风险和成本,浮动汇率的机制对资本流动的影响还有很大的不确定性;(3)人民币升值预期消失后资金外流在所难免:在扩大汇率浮动区间和提高汇率水平以后,如果中国取消资本流出的限制,人民币升值预期消失后,因人民币升值引致的人民币资产增值和金融市场上的“羊群效应”,将加速资本流出,流出的数量可能高于升值前流入的规模。

表2 中国资本外逃的实证检验结果

解释变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
C	-13 805.92* (-2.93)	-11 950.51* (-3.31)	-12 187.53* (-4.42)	-13 120.97* (-3.95)	-14 457.79* (-5.42)	-11 962.53* (-5.31)	-12 098.47* (-4.61)	-11 928.79* (-5.49)
NE	44.02* (3.21)	39.19* (3.31)	39.41* (3.51)	42.48* (4.71)	44.69* (5.40)	38.17* (5.07)	38.99* (3.67)	38.05* (5.24)
INDD	845.10 (0.83)	1 138.32 (1.15)	1 033.67* (5.38)	1 024.98* (4.08)	1 148.51* (6.54)	1 019.63* (6.25)	1 034.49* (5.57)	1 023.05* (6.53)
INDL	245.84 (0.20)	-132.36 (-0.11)						
GDP	-0.29 (-0.12)	-0.35 (-0.14)	-0.35 (-0.15)				-0.27 (-0.13)	
BUG	5.82* (2.488)	4.45** (2.02)	4.43** (2.09)	6.04* (4.71)	6.16* (4.94)	4.72* (5.28)	4.54** (2.34)	4.76* (5.81)
INF	-78.26 (-0.63)			-78.29 (-0.70)				
HL	-29.38 (-1.30)			-28.48 (-1.39)	-31.21 (-1.58)			
FE	-0.08* (-2.53)	-0.08* (-2.86)	-0.08* (-2.97)	-0.08* (-11.30)	-0.08* (-11.60)	-0.08* (-16.61)	-0.08* (-3.17)	-0.08* (-17.19)
RFD	46.06** (2.18)	26.61*** (1.83)	26.69*** (1.91)	44.01* (2.93)	45.04* (3.07)	24.94* (3.22)	26.72*** (1.98)	25.30* (3.54)
TXDIFF	-7 163.65** (-1.99)	-9 061.15* (-2.81)	-9 187.39* (-3.17)	-6 784.09* (-2.47)	-7 663.54* (-3.20)	-8 950.67* (-3.79)	-9 173.63* (-3.28)	-8 984.29* (-3.94)
POFIRA	-87.94 (-0.06)	280.33 (0.18)	264.15 (0.18)	-79.15 (-0.05)	-221.95 (-0.16)	219.85 (0.15)		
R ²	0.97	0.96	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
DW 值	2.83	2.36	2.38	2.80	2.62	2.36	2.39	2.38
F 统计量	59.52	69.85	84.55	85.55	99.80	103.35	103.29	128.41

说明:括号内的数字为t检验值,*、**、***表示在1%、5%、10%的显著性水平上通过检验。

第二,美国与中国的存款利率差越来越大,中国资本外逃越是显著,检验结果符合我们的预期,但是,实证研究没有发现中美贷款利率差异对中国的资本外逃有显著的影响。这个结论具有很强的政策含义,对中国政府来说,降低中美存款利率差异,比降低中美贷款利率差异更能有效地抑制资本的外逃。中国与美国的存款利率差异的降低,会在一定程度上吸引居民储蓄,进而弱化其向境外转移资本的意愿,这个结论也符合国际资本流动的套利理论。

第三,国内生产总值与资本外逃表现为负相关关系,但这种影响并不显著。从模型1、2、3、7可以看出,GDP与中国资本外逃之间存在着负相关关系,但回归结果的t检验值均不是很理想,这也符合我们对GDP对资本外逃的影响分析:一方面,国民经济的发展,导致投资者对国内经济前景的良好预期,从而对资本外逃产生抑制作用;另一方面,国民经济的增长,厂商的剩余资本量也增加,这部分资本形成了外逃资本的来源,对资本外逃起到了推动作用。

从两者的负相关关系我们可以看出,GDP对资本外逃的抑制作用要大于推动作用。

第四,财政赤字对中国的资本外逃具有显著的影响,财政赤字越高,越容易引发资本外逃。从20世纪80年代末开始,中国政府的财政赤字开始逐年增加,财政赤字对中国资本外逃的促进作用也逐渐显现,一方面,赤字融资使国内居民手中持有的通货增加,使居民以本币标价的资产缩水;另一方面,随着赤字的增加,特别是随着近年来利息税的开征、遗产税及综合所得税的酝酿,居民对国家通过税收来增加财政收入的预期更加强化,从而促使居民增加对外国资产的持有,导致资本外逃。90年代以后,财政赤字导致对外债的依赖也有逐渐增强的态势,这种依赖的加强在一定程度上导致了国内居民增加外汇持有或者直接形成资本外逃。

第五,外汇储备对于资本外逃起着显著的抑制作用,其中,外汇储备每增加1个单位,就会减少0.08个单位的资本外逃。这个结论也是显然的,外

汇储备的增加,往往意味着一个国家抵御货币风险的能力增强,从而降低了资本外逃的数额。

第六,计量结果显示,实际利用外资与中国资本外逃是正相关关系,并且绝大多数的模型 t 检验值都通过显著性检验,也就是说中国资本外逃增加是伴随着外国资本流入的同时进行的。中国资本外逃的动因并非是国内投资环境恶化所致,探究原因主要是改革开放以来,政府对内外资的不平等待遇政策促使中国资本迅速外逃。我国于 1993 年把中国内外资企业的所得税率统一为 33%,但在实际操作中对外资企业仍然给予了很多优惠措施和政策,如对外商投资的生产设备免征关税和增值税,外资企业可以按照中国政府制定的优惠政策免征营业税 5 年,并可以减征、免征或退还企业所得税。对外资“优惠”就是对内资企业的“歧视”,内资企业在不公平的环境中,所承担的投资风险和投资成本比外资企业大,相对收益比外资企业低。在这种情况下,一方面外商投资规模不断扩大,另一方面国内资本想方设法以各种形式流出国外,要么滞留在国外形成资本,要么在国外转化为“外资”身份后再流回国内。结果,利用外国投资越多,资本外逃越严重,实际利用与中国资本外逃呈现出明显的同步对流性。实证研究结果同时显示,内外资所得税政策统一对资本外逃有显著的影响,中国的内外资差别待遇的税收政策促进了中国资本迅速外逃。内外资的差别待遇以及外资进入对内资产产生的挤出效应,致使本国的资本在国内失去了生存和发展空间,不得不到国外寻求新的发展机会。

第七,计量结果显示,1989 年春夏之交的政治风波、1997 - 1998 年亚洲金融危机对中国资本外逃的影响并不显著,且对资本外逃的作用很不确定。1989 年、1997 年、1998 年 3 年中国的资本外逃额分别为: - 0.11 亿美元、22.12 亿美元、18.90 亿美元,从总体上看,资本外逃规模并没有在这 3 年大幅度增加,考察原因,我们认为 1989 年春夏之交的政治风波和 1997 - 1998 年的亚洲金融危机突发性强、存在周期短,政府在两次危机中都对资本流动进行了限制性干预。外逃资本不能够在危机爆发时及时找到恰当的外逃方式,资本外逃的成本也会因为政府干预的存在而增加,致使大量的资本不能迅速外逃。而且政府干预和危机本身持续的时间不是很长,对中国经济的影响也因为政府的合理政策和广阔的经济前景而弱化,所以持续几年的资本外逃数量也不是非常明显。

第八,没有发现通货膨胀因素对中国的资本外逃具有显著影响,这个结果与李庆云(2000)的研究结果相同。理论上分析,高通货膨胀率会使国内的投资风险升高,从而强化居民向境外转移资本的意愿。通货膨胀因素对中国的资本外逃不具有显著影响的可能原因是:长期以来,中国对资本项目的流动

实行严格的管制,从而使得在通货膨胀情况下,居民向境外转移资本的“意愿”受到了限制,从而弱化了通货膨胀与中国的资本外逃之间的关系;通货膨胀因素对中国的资本外逃不具有显著影响的另一个可能原因是资本外逃不仅仅取决于当期的通货膨胀水平,还取决于对未来通货膨胀水平的预期,如果当期的通货膨胀水平较高,但是预期通货膨胀水平较低,则较高的当期通货膨胀水平并不一定导致更高的资本外逃,从而在实证中表现出资本外逃与当期通货膨胀水平的不相关性。同样,实证结果显示,中国的外债规模与资本外逃没有必然的联系,在包含外债因素的 3 个回归模型中,外债因素均未通过显著性检验。中国外债规模的增长并没有促进中国的资本外逃,这里的可能原因就是相对于中国巨额的外汇储备,中国政府的外债规模仍然偏小(2004 年中国外债储备比约为 41%),中国对外的净债权仍然为正,外债的小幅度上升还不足以像拉美国家那样引起国内资本的恐慌,从而表现为外债规模与资本外逃的不相关性。

去掉一些不显著的解释变量,对中国资本外逃的决定方程重新进行回归,我们得到模型 8,由检验结果可以看出,模型的各项参数均通过显著性检验,系数也符合我们的预期,模型经济含义显著,能够解释中国资本外逃 97% 的原因,因此,我们认为,模型 8 是中国资本外逃的最优决定模型。模型 8 结果显示:人民币名义汇率、美国与中国存款利率差、财政赤字以及实际利用外资对资本外逃都起到了推动性作用,而外汇储备以及内外资差别政策的统一则对资本外逃起到了抑制性作用。其中,中美存款利率差异每增加 1 个百分点,中国的资本外逃额就增加 1.023 亿美元;财政赤字每增加 1 亿美元,资本外逃就增加 4.76 亿美元;内外资差别待遇政策每年推动 8.984 亿美元的资本外逃。另外,人民币汇率贬值与实际利用外资额增加也在不同程度上促进了资本的外逃,而外汇储备增加则对资本外逃产生了一定了抑制作用。本文实证结果并不认为中国 GDP 增长对中国的资本外流起到了显著的抑制作用,这个结果与李庆云和田晓霞(2000)的实证结果恰好相反,考虑到样本期限对李庆云和田晓霞研究的影响,本文的结论更具可靠性。

四、结论

利用 1982 - 2004 年的统计数据,本文对中国资本外逃的影响因素进行了实证研究,研究结果显示:(1)人民币名义汇率贬值、美国与中国存款利率差、财政赤字以及实际利用外资对资本外逃都起到了推动性作用,对资本外逃具有较强的解释力,而外汇储备则对资本外逃起到了抑制性作用。(2)内外资差别待遇政策相对于政治金融风险对于中国资本外逃的影响更为显著,而且,实际利用外资是驱动中国资

本外逃的主要原因之一,这说明内外资的差别待遇导致许多国内资本的外流,或者说内资外逃回流以后获得优惠待遇和非法“洗钱”是中国资本外逃的重要因素。(3)外债规模因素并非中国资本外逃的主要原因,实证研究也未发现当期的通货膨胀水平对中国的资本外逃有着显著的影响,这可能是相对于现期的通货膨胀水平,中国的资本外逃更受预期通货膨胀水平的影响。由于资本外逃对一国宏观经济运行会产生种种不良的影响,对中国政府来说,保持宏观经济的持续、稳定、健康发展,建立灵活、市场化的利率和汇率形成机制,实行稳健的财政与货币政策,进一步消除内外资的差别待遇是防止资本外逃最根本的措施。

参考文献:

1. Cuddington, J. Y., 1986. "Capital Flight: Estimate, Issues and Explanation." Princeton Studies in International Finance, No. 58.
2. Cuddington, J. Y., 1987. "Macroeconomic Determinants of Capital Flight: an Econometric Investigation," in D. R. Lessard and J. Williamson, eds., "Capital Flight and Third World Debt." Institute for International Economics, Washington, D. C.
3. Dooley, M. P., 1988. "Capital Flight: Are Sponseto Differences in Financial Risks." IMF Staff Papers, 35, pp. 422 - 436.
4. Khan, Mohsin and Haque, Nadeem, 1985. "Foreign Borrowing and Capital Flight." IMF Staff Papers, Dec., 32 (4), pp. 606 - 628.

5. Schineller, Lisa, 1997. "An Econometric Model of Capital Flight from Developing Countries." International Finance Discussion Papers, 579, Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
6. Mikkelsen, Jan Gehm, 1991. "An Econometric Investigation of Capital Flight." Applied Economics, 23, pp. 73 - 85.
7. 曹元涛:《中国资本外逃问题宏观决定模型分析》,载《南开经济研究》,2005(3)。
8. 金军:《中国资本外逃的影响因素分析》,载《东北财经大学学报》,2003(4)。
9. 李庆云、田晓霞:《中国资本外逃的影响因素》,载《世界经济》,2000(9)。
10. 李心丹、钟伟:《国际资本逃避理论及对我国的实证分析》,载《统计研究》,1998(6)。
11. 孟昊:《影响中国资本外逃因素的定量分析》,载《现代财经》,2001(5)。
12. 宋文兵:《中国资本外逃问题研究:1987 - 1997》,载《经济研究》,1999(5)。
13. 汪洋:《中国的资本流动:1982 - 2002》,载《管理世界》,2004(7)。
14. 修晶、张明:《中国资本外逃的规模测算和因素分析》,载《世界经济文汇》,2002(1)。
15. 徐扬、李治国:《转型期中国表外资本流动实证研究》,载《世界经济研究》,2005(4)。
16. 杨海珍、罗立永:《中国资本外逃影响因素的计量分析》,载《数理统计与管理》,2002(11)。
17. 杨胜刚等:《中国资本外逃决定因素的动态计量经济分析》,载《财经理论与实践》,2003(3)。

(作者单位:南京大学商学院 南京 210093)
(责任编辑:N、K、S)

(上接第95页)“共赢”的良好局面,主要的政策建议是:(1)重塑上市公司组织结构,凸现公司总部协同效应创造的重要角色;(2)再造上市公司股权结构,规范公司治理结构,提高公司并购绩效;(3)大力推动产业整合,积极引导上市公司并购重组行为的战略性转变;(4)公司战略性重组过程中应该尽量避免资产专用性较高的公司破产清算,要尽量寻找收购公司对其进行兼并重组、重新配置资源。

参考文献:

1. 奥利弗·E·威廉姆森:《资本主义经济制度:论企业契约与市场契约》,中文版,北京,商务印书馆,2002。
2. 陈晓、陈小悦、刘钊:《A股盈余报告的有用性研究》,载《经济研究》,1999(5)。
3. 冯根福、吴林江:《我国上市公司并购绩效的实证研究》,载《经济研究》,2001(1)。
4. 哈罗德·德姆塞茨:《所有权、控制与企业》,中文版,北京,经济科学出版社,1999。
5. 李青原:《公司并购协同效应、影响成本与资产专用性》,武汉大学商学院博士论文,2005。
6. 李善民等:《中国上市公司并购与重组的实证研究》,北京,中国财政经济出版社,2003。
7. 李心丹、朱洪亮、张兵、罗浩:《基于DEA的上市公司并购效率研究》,载《经济研究》,2003(10)。

8. 李增泉、余谦、王晓坤:《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》,载《经济研究》,2005(1)。
9. 同济大学、上海证券联合课题组:《中国上市公司股权制衡研究》,载《上证研究》,2002(2)。
10. 王永海、范明:《资产一体化、市场均衡与资产定价》,载《数量经济技术经济研究》,2004(4)。
11. 张新:《并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究》,载《经济研究》,2003(5)。
12. 浙江大学课题组:《中国上市公司购并动机:治理因素分析》,载《上证研究》,2003(1)。
13. Hoskisson, Robert E.; Harrison, Jeffrey S. and Dubofsky, David A., 1991. "Capital Market Evaluation of M - Form Implementation and Diversification Strategy." Strategic Management Journal, Vol. 12, pp. 271 - 279.
14. Bolton, Patrick and Schaffstein, David S., 1998. "Corporate Finance, and the Theory of the Firm, and Organizations." Journal of Economic Perspectives, Vol. 12, pp. 95 - 114.
15. Moeller, Sara B.; Schlingemann, Frederik P. and Stulz, Rene M., 2005. "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring - Firm Returns in the Recent Merger Wave." The Journal of Finance, Vol. 60, pp. 757 - 782.

(作者单位:武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)
(责任编辑:K)