

我国国际资本流动的影响因素分析

巴曙松^{1,2}, 顾磊¹, 严敏³

(1. 中国科学技术大学管理学院, 安徽合肥 230026; 2. 国务院发展研究中心金融研究所, 北京 100010;

3. 中国邮政储蓄银行资金营运部, 北京 100808)

摘要: 基于主成分分析法, 得出影响我国国际资本流动的主要因素, 在此基础上再将国际资本流动分为长期和短期国际资本流动, 分别就其影响因素做进一步分析. 实证结果表明, 对外开放度加大、经济产出增加、劳动报酬提高和适度通胀引起了长期国际资本流入增加, 而人民币升值会对其进入产生抑制作用; 人民币预期升值、房地产和股价上涨导致短期国际资本流入增加, 没有发现对外开放度和国内外利差会吸引短期国际资本流入.

关键词: 国际资本流动; 主成分分析; 协整分析

中图分类号: F832.6 **文献标识码:** A doi:10.3969/j.issn.0253-2778.2015.03.011

引用格式: Ba Shusong, Gu Lei, Yan Min. Analysis of the influencing factors of China's international capital flow [J]. Journal of University of Science and Technology of China, 2015, 45(3): 246-253.

巴曙松, 顾磊, 严敏. 我国国际资本流动的影响因素分析[J]. 中国科学技术大学学报, 2015, 45(3): 246-253.

Analysis of the influencing factors of China's international capital flow

BA Shusong^{1,2}, GU Lei¹, YAN Min³

(1. School of Management, University of Science and Technology of China, Hefei 230026, China;

2. Institute of Finance, Development Research Center of the State Council, Beijing 100010, China;

3. Treasury Department, Postal Savings Bank of China, Beijing 100808, China)

Abstract: Through principle component analysis, the general factors affecting international capital flows were obtained. Then by dividing the international capital flows into long-term and short-term capital flows, further analysis of the factors was conducted. The results of empirical study show that increased level of openness, increasing economic output, increased labor compensation and moderate inflation may bring in FDI, which can be inhibited by an appreciation of an RMB; increasing expectation of RMB appreciation and a boom of Chinese real estate and security markets are driving short-term capital into China; increased level of openness and interest rate differentials have no influence on short-term capital inflows.

Key words: international capital flows; principle component analysis; co-integration analysis

收稿日期: 2012-11-06; 修回日期: 2012-12-07

作者简介: 巴曙松(通讯作者), 男, 1969年生, 博士/教授. 研究方向: 金融市场风险管理. E-mail: bashusong@gmail.com

0 引言

国际资本流动与金融稳定密切相关,资本流动在扩大市场规模、促进金融深化的同时,也给金融市场带来了较大幅度波动震荡。近几十年来世界各地爆发的多次金融危机身后均出现了国际资本流动的身影,因此国际资本流动问题备受人们的关注,其中对国际资本流动影响因素的研究是一个重要方面。

自2001年我国加入WTO以来,经济持续快速增长,国际收支出现了经常账户与资本账户双顺差,国际资本大量涌入我国,在我国经济体系运行中扮演着重要角色。国际资本流入是把“双刃剑”,在促进我国国民经济发展的同时,也使我国面临人民币升值、通货膨胀和流动性过剩等一系列问题,一旦大规模资本流动出现逆转,很可能对我国宏观经济的稳定造成巨大的冲击。因此,深入分析日益开放经济条件下我国国际资本流动的影响因素,准确掌握国际资本流动信息,采取相应针对性政策和措施,防范国际资本流动带来的负面影响,对保持我国宏观经济的良好运行具有十分重要的现实意义。

早期关于国际资本流动的研究,多为发达国家之间的资本流动,其影响因素可概括为利率因素、利率汇率联合因素、资产组合因素、货币政策因素和交易成本因素等。而近期的研究主要关注发达国家与发展中国家之间的国际资本流动,一般将其影响因素分为内部拉动因素和外部推动因素。

内部拉动因素主要立足于国内经济状况,包括投资回报率、市场环境、制度政策、国家信用等级及人口赡养率等因素。Prasad等认为中美利差、人民币汇率升高和经济高速增长等因素造成了中国非FDI在2003~2004年急剧增加^[1]。Ralhan的实证研究表明外汇储备和国内生产总值增长是国际资本流入的主要因素,而对外开放度与通胀因素的影响并不显著^[2]。另外,政治、信用风险和制度因素也会对国际资本流动产生影响。Nordal发现政治风险与外商直接投资呈显著负相关^[3]。Reinhart等认为之所以出现卢卡斯悖论(国际资本并没有从富国大量流向穷国),是由于发展中国家的国家信用较差,经常出现对外债务违约现象^[4]。Papaioannou强调制度是影响国际资本流动的主要原因^[5]。Marchiori认为21世纪上半世纪新兴地区将从老龄化趋势严重的发达国家获得外资,未来几十年内中国和印度将相继成为世界最大资本输出国^[6]。

针对外部推动因素的研究文献主要集中于上世纪末,具体考察了国外经济环境,包括全球的利率走势、发达国家经济周期变化和市场经营成本等因素。Bush认为20世纪80年代初拉美债务危机的一个主要原因就是当时美国实行紧缩性财政货币政策,利率的提高促使拉美国家资本外流^[7]。Cardoso等发现巴西的国际资本流入与国际市场利率呈负相关关系^[8]。

近期一些文献以金融危机为背景,综合考虑内外部因素对国际资本流动产生的影响。Fratscher研究发现,在2007~2008年金融危机期间外部推动因素是全球国际资本流动的驱动因素,而在从2009年3月起的全球经济恢复阶段中,各国的内部拉动因素则起主导作用^[9]。Ghosh等研究了金融危机前后发展中国家资本流入,发现外部推动因素与内部拉动因素均是其影响因素,但没有发现较高的国内利率会吸引外资流入^[10]。

近年来国际资本流动也引起了我国学者的广泛关注。范小云等从理论上介绍了国际资本流动理论的最新发展,认为人口老龄化也是国际资本流动的一个重要原因^[11]。在实证方面,我国学者综合考虑内外多个影响因素,其中,应用多元线性回归模型来分析的有文献^[12-15],应用协整方法来分析的有文献^[16-17]。

自2003年以来,不断扩大的短期资本流入规模及其对宏观经济的影响引起了国内学者广泛关注。李宏等将长期资本流动与短期资本流动分开讨论,结果表明人民币升值与升值预期会抑制FDI的流入,国内外利差与FDI呈负相关;人民币升值与预期升值会促进短期资本流入^[18]。而石艾馨等的研究则发现,人民币升值预期是主导短期国际资本流动的关键因素,中外利差对于短期资本流入影响并不显著^[19]。

由于在研究国际资本流动的影响因素时,以往文献选择的解释变量较多,多元线性回归模型难免会产生多重共线性问题,经常难以通过显著性检验。因此,本文在选取理论上作为解释变量的影响因素基础上,利用主成分分析方法对解释变量进行降维处理,在保证80%解释能力的条件下,从中抽取主成分与我国的国际资本流动建立协整方程,得出影响我国国际资本流动的一般因素,在此基础上再将国际资本流动分为长期和短期国两种,分别就其影响因素做进一步分析,得出更为一般性的结论。

1 变量选择

本文根据国际资本流动影响因素理论及现有文献研究成果,从国内经济基本面、我国汇率制度和国际因素 3 个维度选取了 9 个具有代表性的解释变量作为我国国际资本流动影响因素进行分析. 样本区间为 2000~2011 年,采用季度数据,数据来源于 Wind 资讯和中宏数据库. 为了消除季节波动,采用移动平均加法模型对上述部分变量进行了季节调整.

由于我国的资本流动受到管制,资本与金融账户不能完全反映出地下资本流动数量. 基于此,本文根据世界银行的测算标准,用外汇储备变动额减去贸易差额作为国际资本流动净额(NCF),用外商直接投资(FDI)作为长期国际资本流入的代表,短期国际资本流动(SCF)等于资本流动净额(NCF)减去长期国际资本流动(FDI).

9 个代表性解释变量如表 1 所列. 我国经济产出(LNGDP)反映宏观经济的发展状况,对于 FDI 等长期资本来说,良好的宏观经济发展前景可以增加其在东道国的投资收益;国内外利差(IRCA)是国际资本流动的直接驱动因素之一,较高的国内外利差很可能会吸引更多出于套利动机的短期国际资本流入;东道国有利的投资环境是吸引资本流入的重要条件,通货膨胀(CPICA)用作衡量投资环境指标,如果出现严重通胀,会导致生产要素价格上升,减少外资投资收益,资本流入会自发减少;劳动力资源优势(WAGE)逐渐丧失可能导致以 FDI 为主的

表 1 变量说明

Tab. 1 Parameters

变量	符号	数据表示方法
经济产出	LNGDP	GDP 取对数
国内外利差	IRCA	我国一年定期存款利率与美联储基金利率之差
通货膨胀	CPICA	我国 CPI 与美国 CPI 之差
股价波动	LNSZ	上证综合指数取对数
房地产市场波动	LNHOUSE	商品房房价指数取对数
劳动力要素报酬	WAGE	工资总额占 GDP 的比重
人民币名义汇率	E	人民币对美元的名义汇率中间价(即期汇率)
人民币升值预期	ER	$(1/\text{远期汇率} - 1/\text{即期汇率}) \cdot \text{即期汇率}$
对外开放度	OPEN	用对外贸易依存度表示,即进出口总额占 GDP 的比重

国际资本外流,转向投资于生产成本更低的国家;股票市场(LNSZ)和房地产市场(LNHOUSE)价格上涨会带来收益上升,吸引更多的国际资本进入;人民币名义汇率升高(E)会抑制我国出口商品的竞争力,对以加工贸易为主的出口导向型 FDI 进入产生负面影响;人民币升值预期(ER)可能诱使大量短期国际资本进入套汇;对外开放度(OPEN)的提高会加快我国经济国际化进程,为国际资本流入提供更多机会.

2 实证检验及分析讨论

2.1 主成分分析方法

在进行多元回归分析时,为了使获得的结果更加精准,常常会在模型中加入较多的解释变量,各个变量之间可能会产生多重共线性问题,导致变量难以通过显著性检验. 我们可以通过降维的思想来提取主成分,将所有解释变量的信息降为少数几个指标来反映,在低维度空间内将信息分解为几个互不相关的部分以消除多重共线性. 本文正是利用主成分分析方法,对上述 9 个解释变量做了数据降维处理,在损失较少信息基础上得出 3 个综合指标来代表原始解释变量. 主成分分析结果如表 2 所列.

表 2 主成分分析结果

Tab. 2 Results of principal component analysis

主成分	特征值	方差贡献率	累计方差贡献率
1	4.157 2	0.461 9	0.461 9
2	1.875 7	0.208 4	0.670 3
3	1.238 1	0.137 6	0.807 9
4	0.660 8	0.073 4	0.881 3
5	0.540 5	0.060 1	0.941 4
6	0.250 9	0.027 9	0.966 8
7	0.195 9	0.021 8	0.969 2
8	0.070	0.007 8	0.991 0
9	0.011	0.001 2	1.000 0

从表 2 可以看出,从 9 个实际解释变量中抽出的 3 个主成分提供的累计方差贡献率超过 80%,而且根据表中第 2 列的特征值可以发现第 4 个特征值已明显小于 1,这说明这 3 个主成分所包含的信息已较好地反映 9 个变量的总体变动情况. 我们将这 3 个主成分分别记为 F1, F2 和 F3. 为了更明晰地解释各实际解释变量在我国国际资本流动中的作用,我们通过最大方差正交旋转得到实际意义更加明确的主成分矩阵,如表 3 所列.

表3 旋转后的主成分矩阵

Tab. 3 Component matrix obtained by varimax rotation

变 量	F1	F2	F3
通货膨胀(CPICA)	0.673	0.396	0.038
人民币名义汇率(E)	-0.997	0.069	0.031
人民币升值预期(ER)	0.270	0.752	-0.213
股价波动(LNSZ)	0.621	-0.044	-0.120
房地产市场波动(LNHOUSE)	0.354	0.569	-0.161
对外开放度(OPEN)	-0.103	0.945	0.142
劳动力要素报酬(WAGE)	-0.068	0.019	0.998
国内外利差(IRCA)	0.747	0.005	0.180
经济产出(LNGDP)	0.940	0.209	-0.221

表3清晰地表示出了9个原始实际解释变量和新得到的3个主成分变量之间的关系.其中,通货膨胀之差(CPICA)、人民币名义汇率(E)、股价波动(LNSZ)、国内外利差(IRCA)和经济产出(LNGDP)在F1上具有较高的载荷,说明F1主要由这5个变量构成;人民币汇率升高预期(ER)、房地产市场波动(LNHOUSE)和对外开放度(OPEN)在F2上具有较高载荷,说明F2主要由ER, LNHOUSE和OPEN 3变量构成;劳动力要素报酬(WAGE)在F3上具有较高载荷,说明F3主要由此变量构成.

为了考察F1, F2和F3之间是否存在多重共线性,我们将其之间的相关系数用表4列出.从表4可以看出主成分变量F1, F2和F3之间几乎不存在多重共线性.这样,本文通过主成分分析方法,在保持原始解释变量80%信息的前提下减少了变量个数,同时也消除了新变量之间的多重共线性,更便于分析问题.

表4 主成分F1, F2和F3相关系数

Tab. 4 Correlation coefficient of F1, F2 and F3

	F1	F2	F3
F1	1.000 0	-0.0038	5.46E-5
F2	-0.003 8	1.000 0	0.000 8
F3	5.46E-5	0.000 8	1.000 0

2.2 协整检验

根据上文分析,主成分变量F1, F2和F3能够作为原始变量的有效替代指标.为了更有效地分析影响我国国际资本流动的主要因素,我们用我国国际资本流动净额对3个主成分变量进行协整分析.

协整检验之前,必须先对时间序列的平稳性进行检验.本文对序列NCF, FDI, SCF及F1, F2和F3采用常用的ADF单位根检验方法.检验结果表明,

在1%的显著水平下各个序列均为非平稳序列;其一阶差分后所得的序列均为平稳序列,即各个变量均为一阶单整序列,从而可以进行协整检验.

本文应用Johansen协整检验方法进行协整分析.协整检验之前需要确定模型的最优滞后阶数K.本文根据LR统计量、FPE(最终预测误差)、AIC信息准则、SC准则和HQ准则这5个指标来确定最优滞后阶数.根据检验结果,两个方程的最大滞后阶数K均为4.

本文协整方程只含截距项,不含时间趋势项.两方程进行的Johansen协整检验结果如表5所列.

表5 NCF方程Johansen协整检验结果

Tab. 5 Results of Johansen co-integration test

原假设	特征值	迹统计量	5%临界值	p值
0个协整向量*	0.521 493	58.524 52	47.856 13	0.003 7
至少1个协整向量	0.244 868	26.829 90	58.524 52	0.521 493
至少2个协整向量	0.244 413	13.598 56	26.829 90	0.244 868
至少3个协整向量	0.035 460	1.547 395	3.841 466	0.213 5

【注】*表示在5%的显著性水平下拒绝原假设,即认为变量间存在协整关系.

根据检验结果发现,在5%的显著性水平下,变量NCF与F1, F2和F3这3变量之间存在协整关系,并由此得出相应的协整方程式:

$$NCF_t = 350.962 + 228.07F1_t + 51.50F2_t + 65.44F3_t \\ (9.69) \quad (1.94) \quad (1.21)$$

协整方程显示的是变量之间长期均衡关系.方程中变量F3的t统计量不显著,未能通过检验;显著性和系数最大的是F1, F2次之.这就意味着F1变量对我国国际资本流动净额影响最大, F2次之.

为了明确各原始解释变量与NCF之间的变化关系,我们把表3和协整方程结合起来(见表6).表6的第2列为各原始解释变量与主成分之间的符号关系,符号关系可从表3看出;第4列为各主成分与NCF之间的符号关系,符号关系可从协整方程中看出;第5列为最终得到的各实际解释变量与NCF之间符号关系,并以此判定各解释变量对NCF的影响.

从表6可以看出,通货膨胀(CPICA)、人民币汇率(E)、股市变动(LNSZ)、中外利差(IRCA)和经济产出(LNGDP)是主成分F1的主要构成变量,人民币汇率(E)与NCF成反向相关,说明E越小(人民币升值)越能提高其对国际资本流入的吸引力;

其余 4 个变量均与 NCF 呈正向相关,说明适度的通胀、股价上涨、国内外利差扩大和持续的宏观经济增长都会引起国际资本流入的增加.主成分 F2 主要由变量人民币升值预期(ER)、房地产市场波动(LNHOUSE)和对外开放度(OPEN)构成,3 变量均与 NCF 呈正向相关,说明人民币升值预期、房地产市场上涨和对外开放力度的提高会促进国际资本进入.主成分 F3 未能通过显著性检验,但从系数符号看,构成 F3 的劳动力要素报酬(WAGE)与 NCF 呈正相关,说明劳动力要素报酬上升对 NCF 流入的抑制作用微乎其微.

表 6 实际解释变量与国际资本流动净额的符号关系

Tab. 6 Sign relation between practical explanatory variable and international capital flow net amount

解释变量	与主成分符号关系	主成分	回归方程系数符号	与 NCF 符号关系
通货膨胀(CPICA)	+			+
人民币名义汇率(E)	-			-
股票市场波动(LNSZ)	+	F1	+	+
国内外利差(IRCA)	+			+
经济产出(LNGDP)	+			+
人民币升值预期(ER)	+			+
房地产市场波动(LNHOUSE)	+	F2	+	+
对外开放度(OPEN)	+			+
劳动力要素报酬(WAGE)	+	F3	+	+

2.3 脉冲响应分析

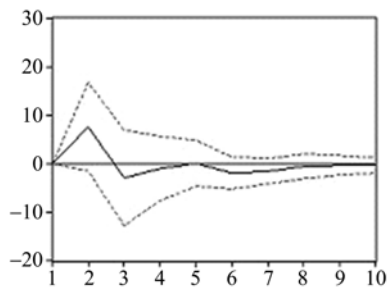
上文实证得出了影响我国国际资本流动净额的主要因素,而国际资本流动净额(NCF)可分为长期资本流动(FDI)和短期资本流动(SCF)两部分.我们再对这两部分的影响因素做进一步分析.FDI 作为投资者用于跨国生产或经营的长期资本,其流入受东道国经济产出、投资环境的稳定、对外开放度、劳动力要素报酬和人民币升值等因素影响;SCF 主要受国内外利差、房地产市场波动、股票市场波动、对外开放度和人民币升值预期等因素影响.为了检验我国 FDI 和 SCF 的影响因素,本文运用脉冲响应函数方法.

脉冲响应函数是分析当一个误差项发生变化,或者说模型受到某种冲击时对系统的动态影响.脉冲响应函数是建立在 VaR 模型的基础上的,为了得到脉冲响应函数,先建立一个 VaR 模型,而 VaR 模型中的变量一般必须是平稳序列.对变量 FDI, LNGDP, CPICA, OPEN 和 E 采用 ADF 单位根检验方法,除了 E 为平稳序列外,其他变量均为非平

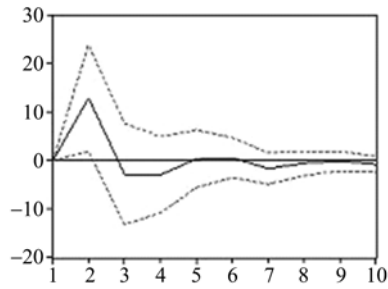
稳序列,对其进行一阶差分处理后得到平稳序列 ΔFDI , $\Delta LNGDP$, $\Delta CPICA$, $\Delta OPEN$.对变量 SCF, LNHOUSE, LNSZ, OPEN, IRCA 和 ER 采用 ADF 单位根检验方法,各个变量均为非平稳序列,对其进行一阶差分后得到平稳序列 ΔSCF , $\Delta LNHOUSE$, $\Delta LNSZ$, $\Delta OPEN$, $\Delta IRCA$ 和 ΔER .在得到平稳序列的基础上,我们就可以建立 VaR 模型,并对 ΔFDI 和 ΔSCF 进行脉冲响应分析.图 1 和图 2 分别显示了 ΔFDI 和 ΔSCF 受影响因素扰动时的冲击反应.

如图 1 所示,当 FDI 受到作为宏观经济衡量指标的经济产出冲击后,在前 2 期呈现明显的正效应,之后缓慢减弱向零趋近.说明经济产出对 FDI 的流入起到促进作用.当 FDI 受到通货膨胀冲击后,在前 2 期出现正效应,面临一定程度的通胀,FDI 不减反增,是因为 FDI 进入我国后,实际贷款利率成为其生产经营的资本成本,贷款利率扣除通胀,实际贷款利率就会很低,较低的生产成本吸引了 FDI 逐年增加;从第 3 期之后出现负效应,说明持久的严重通胀会造成投资环境恶化,生产要素价格上涨,抑制 FDI 的流入.开放度对 FDI 的冲击总体上也呈现正效应,说明对外开放度的提高为 FDI 进入我国创造了有利条件.劳动报酬对 FDI 的冲击在前 2 期为正,这与现实情况一致,在我国劳动力成本呈上升趋势的背景下,以 FDI 为代表的国际资本流入总体上却有增无减;第 2 期之后出现波动,说明伴随着劳动力成本呈上升,FDI 流入也相应出现波动.人民币升值对 FDI 冲击在前 2 期出现负效应,说明人民币快速升值会抑制我国出口商品的竞争力,对以加工贸易为主的出口导向型 FDI 进入产生了负面影响,随后出现正效应,说明这些企业逐渐优化出口商品结构,提高了商品出口竞争力,适应了人民币升值环境.

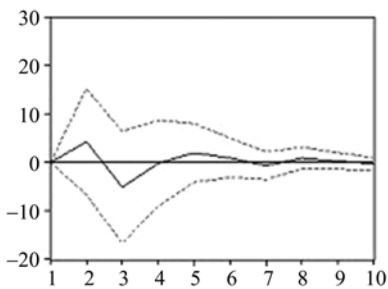
如图 2 所示,股票市场和房地产市场对 SCF 的冲击在前 2 期均出现正效应,随后出现波动,说明股票市场和房地产市场上涨带来收益上升,能吸引短期资本流入.人民币升值预期在总体上对 SCF 的冲击效应为正,说明人民币升值预期吸引了大量 SCF 进入套汇.开放度对 SCF 的冲击出现正负效应交替,不能确定开放度的提高是否能引发 SCF 的进入.利差对 SCF 的影响在前 3 期出现负效应,这说明套利不是 SCF 进入我国的主要原因;从第 3 期开始出现正负效应交替现象,最后趋于零.



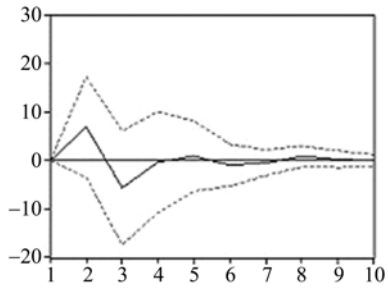
(a) 经济产出冲击引起FDI响应函数



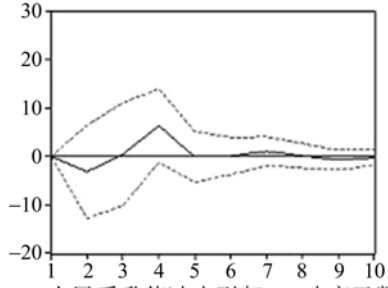
(b) 通胀冲击引起FDI响应函数



(c) 对外开放度冲击引起FDI响应函数

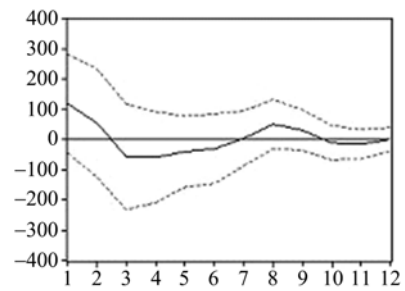


(d) 劳动报酬冲击引起FDI响应函数

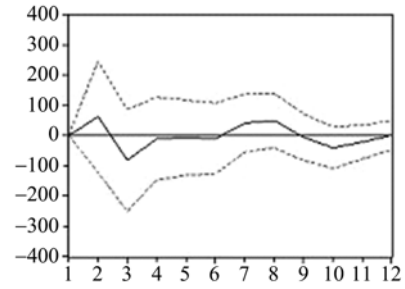


(e) 人民币升值冲击引起FDI响应函数

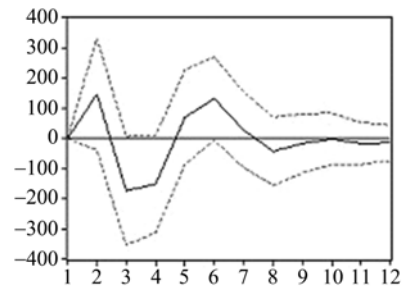
图 1 FDI 对各影响因素的脉冲响应函数
Fig. 1 Impulse response function of FDI considering influencing factors



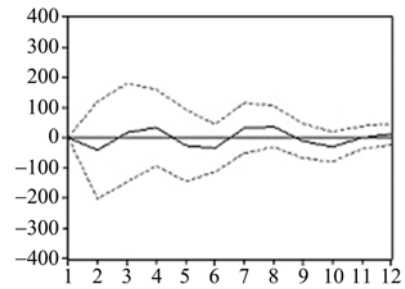
(a) 股票市场冲击引起SCF响应函数



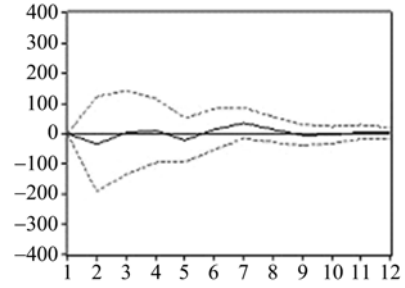
(b) 房地产市场冲击引起SCF响应函数



(c) 人民币升值预期冲击引起SCF响应函数



(d) 开放度冲击引起SCF响应函数



(e) 利差冲击引起SCF响应函数

图 2 SCF 对各影响因素的脉冲响应函数
Fig. 2 Impulse response function of SCF considering influencing factors

国内外利差在前 3 期呈现负向影响,这与理论分析不一致.我们先对中外利差(IRCA)与短期资本流动(SCF)进行 Granger 检验,具体结果见表 7.

表 7 Granger 因果检验

Tab.7 A Granger causality test

原假设	F 值	p 值	结论
IRCA 不是 SCF 的 Granger 原因	2.434 97	0.060	接受原假设
SCF 不是 IRCA 的 Granger 原因	0.099 75	0.992	接受原假设

检验结果表明,在 1% 显著性水平下 IRCA 不是 SCF 的 Granger 原因,表明短期内短期国际资本借道国内外利差进入我国套利并不现实.原因可能在于:一方面,我国对资本项目实行严格管制,采取“高压”态势防止热钱套利行为发生,大规模“热钱”流入的可能性不大;另一方面,我国利率尚未市场化,存款利率不能很好地反映出市场真实利率,同时考虑国内较高通胀和进入风险成本,实际利差会很小,短期资本很难套利.自金融危机以来,由于我国经济面临下行风险,即使面临不断攀升的国内外利差,短期资本外流却频繁发生,这也一定程度上为套利不是短期资本进入我国的主要动机这一结论提供了佐证.

3 结论

3.1 研究结论

本文采用季度数据,首先通过主成分分析法对影响我国国际资本流动的多个经济变量进行降维处理,在保持原变量 80% 信息的基础上把 9 个指标转化为 3 个有代表意义的综合指标,然后运用协整分析得出影响我国资本流动的主要因素.在此基础上,将国际资本流动分为长期和短期资本流动,分别对其影响因素做了进一步分析.研究结果发现,对外开放度的加大、持续的经济产出增加和适度的通胀会引起以 FDI 为代表的长期国际资本流入增加,而人民币升值会对其进入产生抑制作用;人民币预期升值、房地产和股价上涨会促进短期资本流入,至于对外开放度和国内外利差会吸引短期资本流入,本文则没有发现.

3.2 政策建议

基于以上研究结论,提出几点政策建议:

第一,保持我国经济持续快速增长,避免出现严重通货膨胀和人民币在短期内大幅度升值,积极引导国际资本,特别是 FDI 向国内市场导向型转化.我国经济增长与国际资本流入有着显著的同周期变

动趋势.抑制通胀为外商投资创造一个良好的投资环境.由于在我国的外商投资企业以出口加工贸易为主,从长远看,人民币升值必将会对出口导向型 FDI 的进入产生负面影响,要在避免人民币短期内大幅度升值时,积极引导跨国公司的 FDI 向国内市场导向型转化.

第二,稳步推进人民币利率市场化,加快人民币汇率制度改革进程,最终建立富有弹性的汇率制度.我国短期国际资本流动对利差的影响并不灵敏,原因之一就是目前我国利率尚未真正市场化,要积极推动人民币利率市场化改革,建立有效的货币市场,通过调节市场利率,减少国际游资套利机会,抑制国际游资跨境频繁流动,增强货币政策实施的效果.为了增强我国货币政策的独立性,可以适度地放宽人民币汇率的浮动区间,弱化人民币升值预期,增强汇率制度的灵活性,增加热钱流入的成本和风险,减少对国内金融市场的冲击,为最终形成富有弹性的汇率制度创造过渡条件.

第三,积极参与国际经济事务,实行对外贸易多元化发展战略,降低对美国等发达国家的出口贸易依赖.要适当调整我国对外贸易依存度,优化出口产品结构,出口高附加值产品,增强我国商品在世界贸易中的竞争力,积极开辟世界新市场,避免依赖单一国家.

第四,加强对国际游资监管,特别要加强对流向房地产和股票市场的短期国际资本的监管,严禁短期国际资本的非法流入.要逐步放宽 QFII 进入限制,同时适时推出 QDII,积极引导资本有序流出,化解巨额外汇储备带来的风险,缓解人民币升值压力.

参考文献 (References)

- [1] Prasad E, Wei S J. The Chinese approach to capital inflows: Patterns and possible explanations [R]. Cambridge, MA: NBER, 2005.
- [2] Ralhan M. Determinants of capital flows: A cross-country analysis [J]. *Econometrics Working Paper*, 2006: EWP0601.
- [3] Nordal K B. Country risk indices and valuation of FDI: A real options approach [J]. *Emerging Markets Review*, 2001, 2(3):197-217.
- [4] Reinhart C M, Rogoff K S. Serial default and the “paradox” of rich to poor capital flows [R]. Cambridge, MA: NBER, 2004: NBER Working Paper No. 10296.
- [5] Papaioannou E. What drives international financial

- flows? Politics, institutions and other determinants [J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2): 269-281.
- [6] Marchiori L. Demographic trend and international capital flows in an integrated world [J]. *Economic Modeling*, 2011(5):2 100-2 120.
- [7] Calvo G A, Leiderman L, Reinhart C M. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The roles of external factors [J]. *IMF Staff Paper*, 1993, 40(1): 108-151.
- [8] Cardoso E A, Goldfajn I. Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital controls [R]. Washington D C: IMF, 1997: WP/97/115.
- [9] Fratscher M. Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis [R]. Cambridge, MA: NBER, 2011: NBER Working Paper No. 17357.
- [10] Ghosh A R, Qureshi M S. What drives surges in capital flows? [R]. Washington D C: IMF, 2012.
- [11] 范小云, 潘赛赛. 国际资本流动理论的最新发展及其对中国的启示 [J]. *国际金融研究*, 2008(9):61-67.
- [12] 汪洋. 1994 年以来中国的资本流动研究 [J]. *国际金融研究*, 2004(6):67-73.
- [13] 王琦. 关于我国国际资本流动影响因素计量模型的构建和分析 [J]. *国际金融研究*, 2006(6):64-69.
- [14] Wang Guosong, Yang Yang. Empirical study of the effecting factors on China's international capital flows [J]. *Journal of International Trade*, 2006(5):100-107. 王国松, 杨扬. 我国国际资本流动影响因素的实证研究 [J]. *国际贸易问题*, 2006(5):100-107.
- [15] 刘立达. 中国国际资本流入的影响因素分析 [J]. *金融研究*, 2007(3):62-69.
- [16] 王世华, 何帆. 中国的短期国际资本流动: 现状、流动途径和影响因素 [J]. *世界经济*, 2007(7):12-23.
- [17] Feng Cai. The factors influencing short-term international capital flow in China: An empirical study based on the data of 1994-2007 [J]. *Finance & Economics*, 2008(6):32-39. 冯彩. 我国短期国际资本流动的影响因素: 基于 1994-2007 年的实证研究 [J]. *财经科学*, 2008(6):32-39.
- [18] Li Hong, Qian Li. The effect of RMB appreciation on China's cross-border capital flow [J]. *Nankai Economic Studies*, 2011(2):16-27. 李宏, 钱利. 人民币升值对中国国际资本流动的影响 [J]. *南开经济研究*, 2011(2):16-27.
- [19] Shi Aixin, Xiao Chen. An empirical research on the causes of hot money flowing into mainland China from 1991 to 2010 [J]. *International Economics and Trade Research*, 2011(8):47-63. 石艾馨, 萧琛. 1991-2010 年热钱流入中国的动因分析 [J]. *国际金融与投资*, 2011(8):47-63.
- [20] Peng Xiaohui, Shi Qinghua. Lucas's paradox and capital flows between urban and rural China [J]. *Research on Economics and Management*, 2012(3):65-72. 彭小辉, 史清华. “卢卡斯之谜”与中国城乡资本流动 [J]. *经济与管理研究*, 2012(3):65-72.
- [21] Li Li. The multinational corporation's factors effecting on FDI entry modes: Empirical analysis on logistic model [J]. *Research on Economics and Management*, 2010(11): 68-75. 李莉. 跨国公司因素对 FDI 进入方式的影响: 基于 Logistic 模型的实证分析 [J]. *经济与管理研究*, 2010(11): 68-75.