

# 资本外逃与金融稳定： 基于中国的实证检验

蒋丽丽,伍志文

(南开大学 经济学院,天津 300071)

**摘要:**关于资本外逃的经济金融效应问题,近20年来一直是经济学家们关注的焦点之一。资本外逃损害金融稳定吗?文章在借鉴国内外现有研究的基础上,编制了4个衡量中国金融稳健性的指数,并用最小二乘法分析了资本外逃对中国金融稳健性的影响。文章研究发现,从20世纪80年代以来,中国资本外逃对金融稳定构成显著的威胁,即使考虑经济基本面这一控制变量之后,资本外逃对金融稳定状况也有显著的不利影响,但是这种影响有一定的时滞效应。

**关键词:**资本外逃;金融稳定;实证检验

**中图分类号:**F831.7;F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)03-0093-10

## 一、引言

关于资本外逃的经济金融效应问题,近20年来一直是经济学家们关注的焦点之一。经济学界主流观点认为,资本应该在全球范围内自由地流动,这样可以充分地利用市场竞争规律,促使资本利用效率的提高和产生最大的经济效益。但是反对派却认为,国际短期资本自由流动不会带来任何有益的结果。美国经济学家巴格瓦蒂和罗德里克认为,由于预期等因素的影响,没有证据表明国际资本自由流动会解决任何问题。资本外逃,尤其对于那些债务负担沉重、外汇短缺、处于短期或长期贫困状态之中的发展中经济体来说,不利于外逃国的经济增长(Hermes, Lensink, Murinde, 2002; Eaton, 1987)。资本外逃,尤其是持续的、大规模的资本外逃似乎一直与经济、金融危机相伴而生,如在20世纪80年代早期的拉美经济体债务危机和1997~1998年东南亚金融危机中,经济体的经济金融问题都曾导致国内和国际资本的迅速逃离,并由此促使危机的进一步加深。这些近期的以及过去的危机事例引发了人们对资本外逃的广泛关注,深入的研究也因此展开(世界银行,1985; Eaton, 1987; Tornell

---

收稿日期:2005-12-31

基金项目:周立群教授主持的教育部文科重大课题攻关项目(编号05JZD00016)

作者简介:蒋丽丽(1981—),女,黑龙江绥化人,南开大学经济学院硕士生;

伍志文(1976—),男,湖南浏阳人,南开大学经济研究所博士生。

和 Velasco, 1992; 贺力平、张艳花, 2005)。

虽然墨西哥和东南亚金融危机, 特别是东南亚金融危机发生后, 人们对国际资本自由流动的积极意义更加怀疑, 要求加强国际资本流动管制的呼声日益高涨, 但目前关于资本外逃影响的研究却较多集中在经济增长方面, 而对于资本外逃对金融稳定的影响, 相关研究并不多见。Melike Altinkemer (1998) 结合土耳其的情况, 分析了资本流入是否会导致通货膨胀, 认为资本流入可能会破坏内外均衡, 如果未及时采取外汇冲销措施也许会导致货币供应量增加而引发通货膨胀。此外, 他还探讨了资本流入和币值稳定的关系, 但这仅仅局限于土耳其。另外, 沈中华(2000)就资本流入和银行脆弱性的关系进行了跨国研究, 结果发现资本流入对银行稳健性并不产生显著的负作用, 资本流入是否加剧银行脆弱性需要视宏观经济的稳健与否而定: 在宏观经济不稳健的情况下, 资本流入会显著地加剧银行的脆弱性; 而在宏观经济稳健的情况下, 资本流入并不会显著地加剧银行的脆弱性。

上述研究都侧重于资本流入而不是资本外逃。随着中国的对外开放, 尤其是加入 WTO 之后, 资本内流和外逃规模越来越大。国内研究者围绕资本外逃的规模、成因和影响等诸多问题展开了分析, 尤其是关于资本外逃的规模及其原因, 做了大量的研究。关于中国资本外逃规模估计方面的研究, 其中比较具有代表性的是宋文兵(1999)、田晓霞(2001)、杨海珍(2001)以及张艳花(2004)所做的估计(贺立平、张艳花, 2005)。关于资本外逃原因的研究, 一直是研究的重点, 总的来说, 可以分为拉动说和推动说两大类(陈雨露, 1997; 宋文兵, 2000; 肖凤娟, 2002)。对于资本外逃的影响, 研究者较少。贺立平和张艳花(2005)对资本外逃和经济增长的关系进行了研究, 得出了资本外逃不会影响经济增长的结论。对于资本外逃和金融稳定的关系, 国内至今没有实证方面的研究。关于资本外逃和资产市场泡沫之间的关系, 以及资本外逃对银行体系的影响及其作用机制, 依然缺乏好的理论解释和深入探讨。对中国而言, 规模几乎不断扩大的资本外逃会加剧金融脆弱性甚至引发金融危机吗? 本文尝试利用中国 1982~2004 年的数据, 就资本外逃对金融稳定的影响做经验检验。

## 二、中国的资本外逃与金融稳定: 实证检验

目前, 根据我们所掌握的文献, 国内外很少有人就资本外逃和金融稳定进行专门的研究, 这主要是由于有关变量的数据获取存在巨大的困难。至今关于资本外逃规模的测度尚没有成熟的方法, 一个更大的困难在于如何测度金融稳健性。在金融危机文献中, 建立一个确定危机时段的时间序列指数是高度困难的, 特别是因为缺乏银行部门变量如不良贷款的可靠数据。因此, 现有的确定金融危机年份的工具通常是以事件为基础的, 如 Caprio 和 Klingebiel

(1996, 1999)以及 Lindgren 等(1996)所使用的一样。最近有学者对识别国内危机事件进行了回顾和讨论,如 Frydl(1999), Eichengreen 和 Arteta(2000)以及 Boyd 等(2001)。这些文献认为建立一个时间序列指数来识别金融危机尤其是银行危机难度很大,特别是因为缺乏银行金融活动的可靠的部门数据。很多国家的不良贷款数据不是不公布就是系统性地被扭曲,这也为研究带来了压力(Hawkins 和 Klau, 2000)。这种以事后的有效数据的(如银行损失和救助成本)为基础的事件分析法与统计分析法相比,有其明显的缺陷。国际货币基金组织很多专家从 1999 年开始就一直致力于金融稳健性综合指数的开发,但至今仍没有取得重大突破。开发出一个具有国际可比性的金融稳健性指数,以取代传统的关于金融危机的事件分析法,更好地评估金融体系风险和预警金融危机,是一个国际难题。Aykut Kibritcioglu(2002)提出了一个加权的银行部门脆弱性指数来测度银行对危机易感性的变化,并证明这种脆弱性指数在衡量和监管银行部门的脆弱性时似乎较为有效。我们的进一步研究也发现,该指标确实优于传统的通过事后的事件分析来确定银行系统性风险严重与否的虚拟变量的做法<sup>①</sup>。

我国对于金融稳健性的测度研究也出现了一些初步成果,代表人物包括孙立坚、刘锡良等。研究的角度多种多样,但是至今没有提出一个较好的金融稳健性综合指数。我们在 Aykut Kibritcioglu 和沈中华等研究的基础上,选择中国 1985 年 1 月至 2004 年 3 月的季度数据来测度整个银行体系的稳健性状况,计算出中国的金融稳健性指数。考虑到中国银行系统在整个金融体系的重要性,我们以银行稳健性指数作为金融稳定的代理变量。我们认为,现代经济实质上是货币经济,所有的货币创造和流通都是以银行为核心展开的,银行才是货币的真正创造者或主体。银行作为经营货币资金的中介组织机构,它们的目标是在金融市场上获得资金并将其进行投资或贷给借款人来获取盈利。他们的债务是他们以存款或借款的形式从存款人那里获得的资金,而他们的资产主要包括储备金、流通证券和贷款。银行资产与负债的差额便是其净资产,这实际上显示了银行偿还了所有负债后的残余价值或股权资本。当银行的净资产为负时,银行便破产了。显然,银行的资产或负债值暴露在各种风险之下。也就是说,所有银行都潜在地暴露于各种不同类型的经济金融风险之下,如流动性风险(大量银行挤兑),信用风险(不良贷款的升高),汇率风险(银行无抵补的外汇负债的增加)等。因此,银行净资产的减少以及由此造成的银行破产都与银行管理者过度的风险承担有关。事实上,金融危机文献中有几个实证研究证明大量的银行挤兑和提款、大量的贷款或银行部门外汇债务的大幅上升是即将发生银行危机的主要指标。这样,银行的稳健性主要取决于三大类风险状况,即流动性风险、信用风险和市场风险,我们可以用公式表示如下:

$$BSR = F(LR, CR, MR, U)$$

其中, LR 代表流动性风险, CR 代表信用风险, MR 代表国外市场风险, 主要是汇率风险, U 代表其他风险。

下面我们根据 Aykut Kibritcioglu 和沈中华等的研究, 建立一个季度的银行脆弱性指数(BSF3)来测度银行出现危机的可能性和银行整体风险状况:

$$BSF_t = \left\{ \frac{(cps_t - u_c)}{\sigma_c} + \frac{(fl_t - u_f)}{\sigma_f} + \frac{(dep_t - u_d)}{\sigma_d} \right\} / 3 \quad (1)$$

$$\text{其中, } cps_t = \frac{(lcps_t - lcps_{t-4})}{lcps_{t-4}}, fl_t = \frac{(lfl_t - lfl_{t-4})}{lfl_{t-4}}, dep_t = \frac{(ldep_t - ldep_{t-4})}{ldep_{t-4}}.$$

式(1)中, BSF3 指数定义为  $cps$ ,  $fl$  和  $dep$  的标准值的平均, 其中  $u, \sigma$  分别表示这三个变量的算术平均和标准差。  $lcps$ ,  $lfl$  和  $ldep$  分别表示银行体系对私人部门的真实债券总额, 银行真实外债和银行的真实存款总额。这样  $cps$ ,  $fl$  和  $dep$  便是与他们分别对应的季度变化。为了消除季节性的影响, 我们用 4 个季度的百分比变化数据取代了季度的变化, 以 BSF3 指数测度国内银行部门的盛衰。BSF3 指数值的减少可以解释为银行系统有脆弱性加大的趋势。对该现象的理论解释是, 事实上银行部门危机通常是由下列因素的实际下降引起的:一是银行存款(银行提款), 主要来自居民家庭部门;二是对私人部门的债权(对不良贷款显著增加的反映), 主要来自企业部门;三是外债(特别是本币面值的真实或潜在贬值), 主要来自国外经济部门。因此, 很显然三个事件的同时发生会加重银行部门即将产生的问题的严重性。但是, BSF3 指数的下跌并不都是意味着银行体系将陷入系统性危机。因此, 我们要通过定义两个任意端点来区分高度和中度脆弱性。在我们的研究中, 如果银行的 BSF3 指数是在 0 到 -0.5 之间为中度脆弱, 小于 -0.5 则为高度脆弱。因此, 只有当 BSF 指数再一次达到其样本期间平均值(0)银行体系才能完全从危机中恢复。另外我们还考虑了其他三个指标, 分别为 BSF2CD、BSF2CF 和 BSF2DF, 采用简单算术平均得到, 原理同公式(1)。其中 BSF2CD 没有考虑银行的汇率风险, 也就是没有考虑国外部门的风险;BSF2CF 没有考虑挤兑带来的流动性风险, 也就是没有考虑居民家庭部门的风险;BSF2DF 没有考虑贷款失败带来的信用风险, 也就是没有考虑企业部门的风险。

资本外逃是否有利于金融稳定呢? 下面我们将对此进行实证检验。本文的经验检验将采用最小二乘法(OLS), 对资本外逃与中国金融稳定——以 BSF 指数作为衡量指标进行回归, 以考察资本外逃对中国金融稳定的影响大小及方向。毫无疑问, 这一简化分析有着严重的局限性, 因为它忽略了其他许多可能影响金融稳定的变量, 而这些变量的作用可能会抵消资本外逃的不利效应。因此, 本文还考察了另一个回归模型, 即在上述回归的基础上, 加入一个时间趋势变量, 以此变量作为影响金融稳定的其他众多因素的综合代表。

这在一定程度上有助于较准确地测量资本外逃对金融稳健性指数的直接影响。此外，我们还引入一个人均经济增长 RJDGPZ 的控制变量，作为反映经济基本面状况的指标，以回归模型(3)考察经济增长是否会改变资本外逃和金融稳定的关系。本文的 3 个回归方程分别为：

$$BSF_t = \alpha_1 + \beta_1 CF_t + \mu_t \quad (2)$$

$$BSF_t = \alpha_2 + \beta_2 CF_t + \lambda T + \mu_t \quad (3)$$

$$BSF_t = \alpha_3 + \beta_3 CF_t + \eta RJDGPZ_t + \mu_t \quad (4)$$

其中， $BSF_t$  为第  $t$  期的  $BSF$  指数； $CF_t$  为第  $t$  期  $i$  的资本外逃规模； $T$  为时间趋势变量 ( $T=1, 2, \dots, N$ )； $RJDGPZ_t$  为第  $t$  期的人均经济增长率。 $\alpha_i$  ( $i=1, 2, 3$ ) 分别为回归方程(2)、(3)、(4)的常数项。 $\beta_i$  ( $i=1, 2, 3$ ) 分别为回归方程(2)、(3)、(4)中  $CF_t$  对  $BSF_t$  的回归系数。 $\lambda$  为  $T$  对  $BSF_t$  的回归系数； $\eta$  为  $RJDGPZ_t$  对  $BSF_t$  的回归系数； $\mu_t$  为回归方程的误差项。

首先，从图 1 我们可以清楚地发现，金融稳健性指数  $BSF3$  和资本外逃数量存在着明显的反向变动关系。总的来说资本外逃数量从 1982 年至今不断增加，而金融稳健性水平则呈现下降趋势。金融稳健性指数  $BSF3$  由 1986 年的 0.897 下降为 2003 年的 -0.434，开始接近 -0.5 的警戒值。相关分析发现，金融稳健性指数  $BSF2CF$  和  $CFT$  存在负相关关系，相关系数为 -0.076， $BSF2CF$  与  $CFY2$  相关系数为 -0.0334， $BSF2DF$  和  $CFT$  相关系数为 -0.0041， $BSF2DF$  和  $CFY2$  相关系数为 -0.01。显然，近 20 年来，随着资本外逃规模的不断加大，金融脆弱性程度呈上升态势。

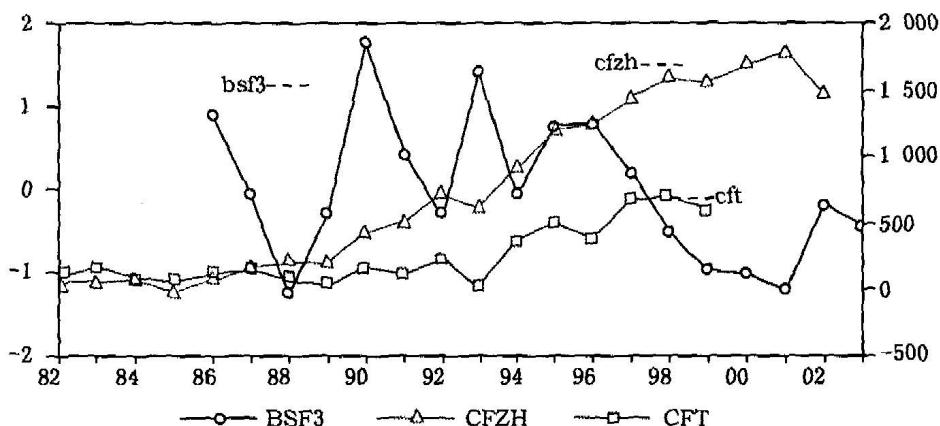


图 1 1982~2003 年度资本外逃规模和金融稳健性指数的变化趋势比较

注：文章中所使用的资本外逃数据来自贺力平、张艳花（2005），其中  $CFT$  和  $CFZH$  分别表示田晓霞（2001）和张艳花（2004）的估计数据。

然后，我们对资本外逃和金融稳健性指数进行因果关系分析（见表 1）。从表 1 可以发现，资本外逃和金融稳健性之间存在着显著的因果关系，滞后 1

期、2 期、4 期的资本外逃和金融稳健性指数之间存在着显著的因果关系。滞后 1 期时,金融稳定是资本外逃的葛兰杰原因;滞后 2 期时,资本外逃和金融稳定存在着互为因果的显著关系;而滞后 4 期时,资本外逃是金融稳定的葛兰杰原因。这说明,资本外逃对金融稳定的影响存在着一定的时滞效应。总的来说,不论是利用田晓霞(2001)的资本外逃数据,还是利用张艳花(2004)的数据,都可以找到资本外逃是金融稳定的葛兰杰原因的证据。因果关系分析初步说明,资本外逃是影响金融稳定的因素,两者存在着葛兰杰因果关系。我们利用最小二乘法结合式(2)和式(3)进行回归分析,采用软件 EVIEW 3.1 进行实证检验,回归结果如下:

表 1 因果关系检验结果

零假设	观察值	F 统计量	概率
BSF2CF 不是 CFZH 的 Granger 原因	16(1)	5.12792	0.04129
CFZH 不是 BSF2CF 的 Granger 原因		1.28724	0.27704
BSF2DF 不是 CFZH 的 Granger 原因	16(1)	3.90068	0.06989
CFZH 不是 BSF2DF 的 Granger 原因		1.28826	0.27686
CFT 不是 BSF2CF 的 Granger 原因	13(1)	0.89977	0.3652
BSF2CF 不是 CFT 的 Granger 原因		3.51933	0.09012
BSF2CD 不是 CFZH 的 Granger 原因	15(2)	1.4987	0.2696
CFZH 不是 BSF2CD 的 Granger 原因		1.38884	0.29359
BSF2CF 不是 CFZH 的 Granger 原因	15(2)	3.74871	0.06097
CFZH 不是 BSF2CF 的 Granger 原因		1.89494	0.20054
BSF2CD 不是 CFY1 的 Granger 原因	10(2)	0.37536	0.70488
CFY1 不是 BSF2CD 的 Granger 原因		4.25574	0.0833
CFT 不是 BSF2DF 的 Granger 原因	10(4)	98.7603	0.07531
BSF2DF 不是 CFT 的 Granger 原因		0.57859	0.74107
CFT 不是 BSF3 的 Granger 原因	10(4)	57.1908	0.09881
BSF3 不是 CFT 的 Granger 原因		0.41435	0.80474

注:括号内的数字表示滞后期数。

1. 以宋文兵(1999)估计的资本外逃为自变量,对式(2)和式(3)进行回归。我们利用宋文兵(1999)估计的资本外逃数量分别和 4 个金融稳健性的代表指标进行回归,结果发现都没有通过显著性检验,为此,我们考虑时滞效应,回归结果见表 2。从表 2 中的回归方程(1)的结果来看,  $R^2$  比较大,显示解释变量与被解释变量数据的拟合程度较好;同时,F 检验表明两变量的整体相关性显著(具体检验过程略,下同)。就变量的 CFT 回归结果来看,t 值大于对应的 t 检验临界值,通过了置信水平为 1% 的显著性检验,表明资本外逃对金融稳定存在显著的影响。在回归方程(1)中,DW 值显示模型具有正自相关。自相关意味着 F 检验和 t 检验失效,即增大了接受“整体相关

性显著”和“回归系数显著不为 0”假设的概率。但是在自相关条件下,回归系数的估计值仍然具有无偏性,即回归系数的估计值与真实值是一致的。从回归的结果来看,由于 t 检验已经拒绝了“ $CF_t$  对  $BSF3_t$  影响显著”的假定,因此,可以认为,宋文兵(1999)估计的资本外逃对金融稳健性存在着显著的不利影响。具体来讲,根据上述回归结果,资本外逃每增加 1 个单位,金融稳健性指数将减少 0.00504 个单位。这一结果与理论预期相吻合。同样基于宋文兵(1999)估计的数据和回归模型(2),DW 检验表明回归模型不存在自相关,但是,t 检验没有通过 10% 的显著性检验。资本外逃对金融稳健性有着显著的不利影响,在考虑了其他因素之后这个结论并不成立。这种矛盾的结论可能与数据估计和样本太小有关。

表 2 回归结果

被解释变量 BSF3	相关系数	概率	被解释变量 BSF2CF	相关系数	概率	被解释变量 BSF2CF	相关系数	概率	被解释变量 BSF2CF	相关系数	概率
	(1)			(2)			(3)		(4)		
CFS(-3)	-0.005	0.035	CFS(-5)	0.005	0.252	CFY1(-4)	-0.003	0.053	CFY2(-4)	-0.002	0.043
			T	-0.323	0.058						
C	0.928	0.034	C	4.353	0.046	C	0.508	0.126	C	0.390	0.166
R <sup>2</sup>	0.406	0.203	R <sup>2</sup>	0.495	-0.095	R <sup>2</sup>	0.241		R <sup>2</sup>	0.259	
$\bar{R}^2$	0.340	0.939	$\bar{R}^2$	0.369	0.840	$\bar{R}^2$	0.187		$\bar{R}^2$	0.206	
D.W	2.617	0.034	D.W	2.016	0.064	D.W	1.854		D.W	2.031	

2. 以田晓霞(2001)估计的资本外逃为自变量,对式(2)和式(3)进行回归。以田晓霞(2001)估计的资本外逃和 4 个金融稳健性指数进行回归,都没有通过检验,考虑时滞效应,结果发现资本外逃对金融稳定的影响存在时滞效应。从表 3 中的回归结果可以发现,滞后 1~3 年的资本外逃对金融稳定有着显著的不利影响,并都通过了置信水平为 10% 的显著性检验。回归方程 1~5 中,虽然 F 检验显示两变量具有显著的整体相关性,同时回归系数的 t 检验表明  $CF_t$  对  $GDP_t$  有显著影响,但是由于 DW 处于自相关的不确定区间内,F 检验和 t 检验的结果可能增大了接受“整体相关性显著”和“回归系数显著不为 0”假设的概率。因此,在考虑了自相关的影响后,本文认为,田晓霞(2001)估计的资本外逃对金融稳定性有显著的负影响(因为自相关条件下,系数估计值仍然具有无偏性)。从表 3 中的回归方程 2 可以发现,当存在负面影响时,资本外逃每增加 1 单位,金融稳健性指数将减少 0.002 个单位。这与理论预期相符。从表 4 中的回归方程(6)~(9)可以发现,即使考虑其他因素的影响之后,资本外逃对金融稳定依然有着显著的负作用,回归结果十分理想。

采用同样的分析方法,我们分别对杨海珍 1(2001)、杨海珍 2(2001)和张艳花(2004)做了类似的回归。从回归分析的最终结果(表 2 和表 5)中看到,在不同的资本外逃规模与中国金融稳健性指数的回归中,所有结果都显示,资本外逃对中国金融稳定有着显著的负影响。

表 3 回归分析结果(1)

变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数
	(1)			(2)			(3)		(4)			(5)	
SF2DF	16		BSF2CF	16		BSF2CF	17		BSF2CD	16		BSF3	16
CFT(-1)	-0.001	0.06	CFT(-2)	-0.002	0.016	CFT(-3)	-0.001	0.06	CFT(-2)	-0.001	0.07	CFT(-2)	-0.002
	0.62	0.07	C	0.64	0.05	C	0.48	0.14	C	0.58	0.12	C	0.63
R <sup>2</sup>	0.24		R <sup>2</sup>	0.34		R <sup>2</sup>	0.20		R <sup>2</sup>	0.21		R <sup>2</sup>	0.33
$\bar{R}^2$	0.18		$\bar{R}^2$	0.30		$\bar{R}^2$	0.14		$\bar{R}^2$	0.15		$\bar{R}^2$	0.28
D. W	1.80		D. W	1.98		D. W	2.22		D. W	1.74		D. W	1.77

表 4 回归分析结果(2)

变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率
	(6)			(7)		(8)			(9)		
BSF2CD	16		BSF2DF	16		BSF3	16		BSF2CF	16	
CFT(-2)	-0.003	0.074	CFT(-2)	-0.003	0.031	CFT(-2)	-0.003516	0.0456	CFT(-2)	-0.003312	0.0615
T	0.09	0.31	T	0.06	0.38	T	0.075	0.362	T	0.059	0.480
C	-0.21	0.79	C	0.14	0.82	C	0.032	0.96	C	0.166	0.820
R <sup>2</sup>	0.27		R <sup>2</sup>	0.44		R <sup>2</sup>	0.377		R <sup>2</sup>	0.37	
$\bar{R}^2$	0.16		$\bar{R}^2$	0.35		$\bar{R}^2$	0.282		$\bar{R}^2$	0.27	
D. W	1.91		D. W	1.99		D. W	1.99		D. W	2.14	

表 5 回归分析结果(3)

变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率
BSF2CF	17		BSF2CF	18		BSF2CF	18		BSF2DF	18		BSF3	18	
CPZH	-0.0006	0.08	CFZH(-1)	-0.0003	0.08	CFZH(-2)	-0.0006	0.06	CPZH(-2)	-0.002	0.07	CPZH(-4)	-0.002	0.07
C	0.618		C	0.52		C	0.49		C	-1.133		C	-0.80	
R <sup>2</sup>	0.182		R <sup>2</sup>	0.17		R <sup>2</sup>	0.19		R <sup>2</sup>	0.345		R <sup>2</sup>	0.31	
R <sup>2</sup>	0.127		R <sup>2</sup>	0.12		R <sup>2</sup>	0.14		R <sup>2</sup>	0.258		R <sup>2</sup>	0.22	
D.W	1.751		D.W	1.921		D.W	1.888		D.W	1.886		D.W	1.93	

为什么在资本外逃不断加剧金融体系脆弱程度的时候，并没有发生金融危机。有人指出主要原因在于我国经济基本面状况良好，我们把经济增长率看作经济基本面的代理变量，用人均经济增长率  $RJGDPZ$  作为控制变量，利用式(4)，考察加入控制变量  $RJGDPZ$  人均经济增长率之后，资本外逃和金融稳定之间的关系是否发生改变，回归分析结果见表 6。从表 6 可以发现，两者的关系并没有发生改变，控制变量对资本外逃并没有显著的影响。因此，在资本不断外逃、金融体系脆弱性上升的情况下，为什么没有发生金融危机，这可能需要从政府和信心等其他角度进行研究，需要关注社会转型过程中的特殊性因素，尤其是要关注制度和结构因素的重要性，这些都有待进一步研究。

表 6 资本外逃和金融稳定指数 BSF3 回归结果

变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率	变量	相关系数	概率
CFZH(-2)	-0.0006	0.088	CFT(-2)	-0.002	0.019	CFY1(-4)	-0.002	0.09	CFSC(-3)	-0.0054	0.024
RJGDPZ	-0.0200	0.79	RJGDPZ	-0.044	0.544	RJGDPZ	-0.024	0.76	RJGDPZ	-0.055	0.49
C	0.670	0.36	C	1.020	0.16	C	0.674	0.37	C	1.474	0.09
R <sup>2</sup>	0.193	0.02	R <sup>2</sup>	0.354	0.03	R <sup>2</sup>	0.205	0.03	R <sup>2</sup>	0.494	0.23
$\bar{R}^2$	0.078	0.90	$\bar{R}^2$	0.255	0.92	$\bar{R}^2$	0.083	0.92	$\bar{R}^2$	0.368	0.91
D, W	1.615	0.22	D, W	1.640	0.05	D, W	1.568	0.22	D, W	2.131	0.06

### 三、小结

关于资本外逃与金融稳定的关系，一直是一个悬而未决的问题。我们在借鉴国内外现有研究的基础上，编制了4个衡量中国金融稳健性的指数，并利用4位作者关于近20余年来中国资本外逃连续年份的估计数据，用最小二乘法分析了资本外逃对中国金融稳健性的影响。我们的研究发现，资本外逃对金融稳定有不利影响，但是这种影响存在一定的时滞效应，并不是立竿见影的。根据我们的实证研究，从20世纪80年代以来，中国资本外逃显示出对金融稳定显著的负作用，导致这一结果的原因是什么，资本外逃通过什么渠道和机制影响金融稳定，这些都有待于进一步探讨。此外，由于样本数据和研究方法的局限，结论的可靠性依然有待进一步的检验。

#### 注释：

①Aykut Kibritcioglu(2002)计算出了22个国家的月度的银行部门稳健性指数，并和传统的关于金融危机的事件分析法进行比较，发现该指标具有较好的解释和预警能力，我们将国家拓展到50个，并计算出季度的银行脆弱性指数，结果发现，季度指标同样具有很好的分析预警能力，要优于传统的虚拟变量分析法，关于这方面的研究，我们正在进一步的整理之中。

#### 参考文献：

- [1]贺力平,张艳花.资本外逃损害经济增长吗? [J].经济研究,2004,(12):66~74.
- [2]刘锡良.中国经济转轨时期金融安全问题研究[M].北京:中国金融出版社,2004.
- [3]孙立坚,李安心,牛晓梦.金融体系的脆弱性不会影响经济增长吗? ——来自对中国实证分析的答案[OL]. <http://www.ifsdf.org/focus/more>.
- [4]沈中华,谢孟芬.事件风险:以货币危机及银行危机为例[J].企银季刊,1999,(23):1~17.
- [5]Qinglai Meng, Andres Velasco. Can capital mobility be destabilizing? [R]. NBER Working Paper 7263, July 1999.
- [6]Calvo G, Leiderman L, C Reinhart. The capital inflows problem: Concepts and issues [J]. Contemporary Economic Policy, 1994, 12:55~66.
- [7]Detragiache, Enrica. Bank fragility and international capital mobility[R]. IMF Working Paper 1999.
- [8]Goldfajn Ilan, Rodrigo O Valdes. Capital flows and the Twin Crises: The role of liquidity[R]. IMF Working Paper 1997.
- [9]González-Hermosillo, Pazarba sioğlu, Billings. Determinants of banking system fragility: A case study of Mexico[R]. IMF Staff Papers, 1997, 3:295~314.
- [10]Aykut Kibritcioglu. Excessive risk-taking, banking sector fragility, and banking crises [R]. NBER Working Paper Series 266 July, 2002.

## An Empirical Analysis of Capital Flight and Financial Stability in China

JIANG Li-li, WU Zhi-wen

(College of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Economists have argued about the economic and financial effects of capital flight for recent 20 years. Does capital flight harm to financial stability? Based on the research from all over the world, this paper constructs four indices to reflect the Chinese financial stability over the period 1982-2002 and then analyzes the influence made by capital flight with the tool of OLS. We find that capital flight has definitely exerted an obviously adverse impact on China's financial stability since the 1980s, and such kind of impact remains unchanged even if we take the variable of macroeconomics into account. Simultaneously, our findings indicate that capital flight has been a remarkably time-lagged rather than an instant effect on the financial stability.

**Key words:** capital flight; financial stability; empirical analysis

(责任编辑 喜 变)

\*\*\*\*\*  
(上接第 31 页)

is based on the theory of investment multiplier, studies on the measurement and maximization of the investment multiplier of different areas that lie in the same economic region with the fact that different areas may boast different marginal propensity to consume (MPC) taking into account. This macro-adjustment system of investment includes two parts, one is the research on measurement and maximization of the investment multiplier of a specific area, the other is the study on the entire region. This article conducts an all-round study on the macro-adjustment system from its mathematical model, the optimal solution and the realistic application by dividing the whole area into two branches.

**Key words:** area-multiplier of investment; dividing the whole area into two; investment adjustment

(责任编辑 喜 变)