

ZHONGGUOJINRONGFENGXIAN
FANGFANWENTIYANJIU

>>>

中国金融风险 防范问题研究

黎友焕 著

ZHONGGUOJINRONGFENGXIANFANGFANWENTIYANJIU >>>

>>>>>

西北工业大学出版社

中国金融风险防范问题研究

：陆异常流动的背景

The Research on the Prevention of China's Financial Risk:
Based on the Abnormal Inflowing of Hot Money in the
China Mainland

黎友焕 著

[基金项目]教育部人文社会科学规划基金项目“中国金融风险防范问题研究：基于境外热钱在中国大陆异常流动的背景(项目号：10YJA790085)”

西北工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国金融风险防范问题研究/黎友焕著. —西安:西北工业大学出版社,
2011.12

ISBN 978-7-5612-3270-5

I. ①中… II. ①黎… III. ①金融风险防范—研究—中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 274200 号

出版发行:西北工业大学出版社

通信地址:西安市友谊西路 127 号 邮编:710072

电 话:(029)88493844 88491757

网 址:www.nwpup.com

印 刷 者:陕西兴平报社印刷厂

开 本:727 mm×960 mm 1/16

印 张:13.875

字 数:235 千字

版 次:2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

定 价:35.00 元

前 言

当前金融全球化背景下,在国际金融市场上迅速流动的热钱规模扩张非常显著,对各国经济产生深刻的影响。近些年来,中国渐进性的经济转型和对外开放过程正在吸引越来越多的国际热钱流入,与之伴随着的是国内出现的人民币升值和资产价格上升。这种现象引起国内理论界、实务界和政策部门的极大关注,其所引发的争议也越来越激烈。本书的研究有助于增强中国防范金融风险策略的全面性、系统性、针对性、科学性及可操作性,随着中国经济高速增长和对人民币升值预期增强,境外热钱不断设法涌进大陆进行套利套汇,使资产泡沫迅速增加。尤其是在金融危机和我国金融调控政策的影响下,热钱流动相当频繁,热钱流入时产生的“马太效应”、“羊群效应”和流出时产生的“蝴蝶效应”都可能对金融安全造成巨大冲击。因此,本课题研究对于把握热钱在中国大陆的运行特点和规律、做好及时有效监管、确保经济金融安全都具有十分重要的理论与现实意义。

本书在规范分析和实证分析相结合的基础上,深入分析境外热钱对中国金融风险的影响,为应对境外热钱在中国大陆异常流动提供了一般意义上的总体分析框架。重点在实证研究方面,利用2000—2009年的月度时间序列数据,在向量自回归模型的基础上,运用单位根检验、协整分析、格兰杰因果检验、脉冲响应函数、方差分解和条件异方差模型等计量经济学技术,利用数据说话,增强了研究结论的可信性。首先分析境外热钱流入中国的动因、特征、渠道及对中国经济的影响;其次,汇率市场、通货膨胀、货币政策的有效性、房地产市场等方面运用实证分析工具,来识别境外热钱对中国金融风险的影响;最后,在理论分析及实证分析的基础上,提出可供参考和借鉴的防范境外热钱在中国异常流动的具体路径和策略。

本书的主体内容主要有如下的六部分构成:

第一部分境外热钱流入中国的渠道、动因及影响。国际短期资本大量流入发展中国家,我国已经成为国际短期资本的主要目标,流入我国货币市场和资本市场的国际短期资本不断增加。由于我国资本项目管制,且货币不能自由兑换,“热钱”要进入中国,就需要借助非资本项目渠道,由此与资本项目开

放的发达国家和一些发展中国家相比较,我国的“热钱”问题具有很明显的“中国特色”,“热钱”流入渠道、流入规模和可能产生的后果成为关注的焦点。

第二部分境外热钱对人民币汇率波动的影响。对于渐进性经济转型和对外开放的中国来说,大量境外热钱在人民币升值预期的吸引下通过各种渠道涌入中国国内,在等待人民币升值的同时,乘机进入房地产市场和股票市场寻找套利机会,从而推动了这些市场资产价格的逐步上升。与此同时,由于这些境外热钱股票市场具有明显的“标杆效应”,境内外很多民间资金在其影响下,纷纷跟风入市,从而导致股价或者房价的持续攀升,这些资产价格的持续升温与人民币进一步的升值预期,又会吸引更多的热钱进入,这将势必又将房价、股价进一步推高,由此形成热钱、房价与股价三者之间的相互依存,并呈现出螺旋上升态势。房价和股市的上升态势,必然传导到食品价格,从而引起CPI上涨。其传导机制为:境外热钱大量流入→房价、股价上涨→食品价格→CPI上升。

第三部分是境外热钱对货币政策的有效性产生重要影响。热钱的流动程度越高,货币政策效果受影响的程度就越大,甚至会造成货币政策失效。美国经济学家克鲁格曼(Krugman, 1999)提出“三元悖论”：“在开放经济条件下,汇率的稳定性、货币政策独立性和资本的自由流动三个目标不可能同时实现”。也就是说,在国际资本自由流动时,一国要想保持汇率的稳定,就必须在一定程度上向跨国流动资本让渡货币政策主权,或者放弃汇率稳定性来增强货币政策的独立性。从我国的实际情况看,大量热钱的跨境流动已经对我国货币政策的实施产生强烈冲击。当我国经济过热时,央行将采取提高利率,减少基础货币投放的紧缩性货币政策抑制通货膨胀。但利率上升将吸引境外热钱流入,从而推动资本市场的资产价格上涨,使得公众对前景持乐观态度,刺激消费和投资支出进一步增加,货币流动速度加快,反过来进一步加大通货膨胀压力。另一方面,境外热钱流入增加了外汇储备,为了缓解外汇储备增长而带来的通货膨胀压力,央行不得不加大力度进行冲销操作来阻止货币供给的增加,但这又会造成信贷收缩,增大人民币利率上升的压力。反过来又促使境外热钱流入,最终央行被迫增加货币供给,起到“火上加油”的反面效果。

第四部分是境外热钱对中国的通货膨胀不确定性的影响。通货膨胀是宏观经济体系中最重要指标之一,也是当前国家政策最关心的问题之一。通货膨胀直接关系到整个市场体系的稳定,如果出现通货膨胀,必然会使价格体系紊乱,影响社会再生产的顺利进行,降低社会生产效率。所以说,通货膨胀至关重要,它关系到整个国家的社会稳定、经济发展状况以及居民生活水平

的高低,是经济研究中最重要变量之一。当经济运行发生通货膨胀时,微观主体会根据对通货膨胀演变趋势的判断和观察,做出对通货膨胀预期并据此调整自身的经济行为,但预期水平和实际水平往往不一致,这就产生了通货膨胀不确定性。公众之所以会厌恶高通货膨胀,是因为通货膨胀导致了社会以及个人的福利损失,即通货膨胀产生了经济成本。这些成本不仅包括比较容易确认的成本,例如人们对高能货币持有量的减少、名义价格和工资的经常变动以及对税收体系的扭曲,而且还有一种不易被确认的通货膨胀成本,即通货膨胀不确定性(inflation uncertainty)。境外热钱变动对通货膨胀不确定的影响较大,而且长期内也呈现不断增大的趋势;境外热钱对中国通货膨胀率不确定性的影响要大于货币供应量增长率对中国通货膨胀率不确定性的影响。短期内,货币供应量对通货膨胀的影响不明显,长期内货币供应量加剧了通货膨胀的不确定性。短期内货币供应量的扩大并不立刻引起总需求的扩张,货币超量供应只形成潜在的通货膨胀压力。只有在长期内,当利率降低致使微观行为主体的支出增加,总需求才进入扩张期,经济活动转向复苏,这时先前潜在的通货膨胀压力才释放出来,表现为通货膨胀率的升高,进而加剧了通货膨胀的不确定性。

第五部分是境外热钱对中国房地产市场价格的影响。在中国房地产是具有很高的投资和投机价值的资产,与国外房地产市场的低迷截然不同,中国房地产的高利润,使得境外热钱进入中国房地产后将获得远远高于其他国家的收益率。中国经济最大的风险,不是物价的大幅上涨,而是资产价格主要是房地产市场价格泡沫、特别是一线城市房地产市场的泡沫过于剧烈地破灭。人民币升值预期和我国房地产市场的高利润,吸引了越来越多的境外热钱流入我国的房地产。境外热钱进入房地产市场,首先会抬高房地产价格,助长经济泡沫,加剧房地产市场供给结构的不合理,助长了房地产价格的泡沫,出现了明显的“效用失真”问题。效用失真使价格与真实价值脱离,一旦泡沫破裂,就会干扰房地产市场的正常秩序,对房地产市场造成严重的损失。尽管目前我国资本项目还处于管制之下,但境外热钱总能通过相关渠道悄然进入我国房地产投资领域,特别是在我国经济又好又快发展和房地产价格持续走高以及人民币汇率快速上升的三重利益刺激下,投资中国房地产将成为外商和外资规避风险、获取利润的最佳选择。境外热钱进入房地产业将会对正在施行的房地产调控新政产生一定的抵消作用,使房地产调控新政的作用大打折扣。因此,必须加强对外资进入房地产市场的监控管理,国家应尽快完善相关法律法规,实行外汇管制,有效地阻止这种投机性资本的流动。进一步加大调控力

度,高度警惕“热钱”对国家金融和经济安全造成的威胁,把热钱的危害降至最低。

第六部分提出了中国金融风险防范的对策建议。在我国现行外汇体制下,在人民币升值压力加大、国内利率以及房地产价格不断上升的经济形势下,境外热钱流入加剧,这将在更大程度上冲击我国金融体系的正常运行。如果政府能采取强有力的对策性措施,不但可以提升政府的信誉,而且可以有效控制大规模短期国际资本的集中外逃及可能引发的金融危机。有鉴于此,中国惟有进行多种政策协调,才能防患于未然。具体对策包括:推进人民币汇率改革,建立金融风险防范机制,完善金融监管方式,加强通货膨胀预期管理,加强国际国内反热钱的合作等等。

与其他类书籍相比,本书具有以下的特点:第一,规范方法使用上的创新。本书系统使用实证方法,用“数据说话”,使得研究更具有针对性和可信性,克服以往单纯从定性角度研究的弊端。第二,研究路径上的创新。从热钱异常流动角度来研究防范金融风险:首先识别金融风险,其次评价金融风险,最后提出防范金融风险的策略。第三,金融风险评价体系的创新。引入了热钱因素,建立全新的金融风险评价体系,国内还没有先例。第三,防范思路创新。提出由于金融体制僵化等原因,热钱有其必然性和市场需求,既要“堵击”,更要“疏导”。金融体制弊端是诱发金融风险的重要原因,加大金融体制改革力度是防范金融风险的重要策略。

在大量前期成果的基础上,笔者成功申报了教育部人文社会科学规划基金项目:“中国金融风险防范问题研究:基于境外热钱在中国大陆异常流动的背景(项目号:10YJA790085),本书就是该课题的最终研究成果。这部著作是笔者对境外热钱问题的一个阶段性成果,同时也是一个新的研究起点。今后笔者会在此方面继续进行深入的研究。本书在写作的过程中,参阅了中外学者及前人的研究成果,但由于本人学识粗浅,书中涉及观点难免存在疏漏和错误,敬请各位读者朋友批评指正。

作者

2012年1月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.2 研究目标、研究方法及相关概念界定	6
1.3 研究思路、研究内容及研究框架	7
第 2 章 热钱相关理论综述	10
2.1 国际资本流动的理论综述	10
2.2 热钱的内涵和触发机制	21
2.3 热钱规模计算的文献综述	29
2.4 热钱对金融体系影响的文献综述	38
第 3 章 境外热钱流入中国的渠道、动因及影响分析	45
3.1 境外热钱的特征和流入渠道分析	45
3.2 境外热钱流入中国的动因分析	60
3.3 境外热钱对中国经济的影响分析	72
第 4 章 境外热钱对人民币实际汇率波动影响的实证分析	82
4.1 人民币汇率制度的历史演变回顾	82
4.2 人民币实际汇率波动的衡量——基于 GARCH 模型	94
4.3 境外热钱对人民币实际汇率波动影响的实证分析	98
4.4 本章小结	103
第 5 章 境外热钱对中国货币政策有效性影响的实证分析	105
5.1 中国货币政策的困境分析	105
5.2 境外热钱对中国货币政策有效性影响的实证分析	113
5.3 本章小结	120
第 6 章 境外热钱对中国通货膨胀不确定性影响的实证分析	121
6.1 中国通货膨胀的现状及相关原因分析	121
6.2 通货膨胀不确定性的衡量——基于 GARCH 模型的分析	134

6.3	境外热钱对中国通货膨胀不确定性影响的实证分析	138
6.4	本章小结	144
第7章	境外热钱对中国房地产市场价格影响的实证分析	146
7.1	中国房地产市场的现状分析	146
7.2	境外热钱对中国房地产价格影响的实证分析	157
7.3	本章小结	163
第8章	中国金融风险防范的对策分析——基于境外热钱的 异常流动	164
8.1	加强境外热钱流动的监管	164
8.2	推进人民币汇率改革,完善外汇管理体制	169
8.3	建立金融风险防范机制	174
8.4	加强通胀预期管理	178
8.5	做好地下钱庄监控、打击工作	180
8.6	本章小结	184
第9章	研究结论	186
参考文献		188
附录		204

第1章 导 论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

全球经济一体化推动了资本市场一体化,为资本在世界范围内的流动提供了多种渠道和便利条件。国际资金中最具流动性的部分被称为国际热钱。所谓国际热钱源出于固定汇率制度下国际间大规模的短期资本流动,即投资者基于货币价值的变动预期而形成的投机心理,或者受国际利率差收益明显高于外汇风险的刺激而实施的跨市场的短期投资。国际热钱流动追逐的是短期利润,通过进行空间或时间套利,追逐远高于平均利润的投机收益。随着科技的进步和金融创新的发展,国际短期资本中的部分资本很大程度上已经转化为专业性的投机资本,具有高度的流动性、隐蔽性和攻击性,往往会对一国乃至世界经济构成威胁。

一般而言,适度的国际资本流动可以促进经济的增长和宏观经济的运行,但过量的短期资本流动通过运行机制会冲击国家的金融市场,可能会导致国家的金融危机甚至严重的经济危机。国际热钱作为短期性投机资本,大量流入或流出一个国家或地区会造成该国家或地区的金融动荡甚至金融危机。国际热钱短期大量流入或流出一个国家都是为了伺机获利,而一旦获利后就会迅速逃出。这样快速的大进大出一定会给运转正常且快速发展的经济体带来巨大影响甚至灾难。过去的30多年里,在世界上发生了几次比较大的金融危机,如20世纪80年代初发生的拉美国家的债务危机,80年代末到90年代初美国储贷银行的危机,90年代的日本金融危机,1994年的墨西哥金融危机,1997年的东南亚金融危机以及俄罗斯卢布危机和巴西雷亚尔危机等,2007年5月以来的美国次级抵押贷款危机等,这些金融危机的发生几乎都与国际热钱的冲击有关,大量历史数据说明,对于金融危机热钱难辞其咎。

国际热钱在1994年的墨西哥金融危机和1997年7月爆发的东南亚金融危机中,扮演了重要角色和推波助澜的作用。由于当时的墨西哥和东南亚国

家为了经济发展而需要大量的资金,从而放松了对国际热钱的警惕,引资心切,开放资本市场,使得大量国际热钱流入国内以弥补资金的短缺,再加上本国银行呆账、坏账大量衍生、出口低迷、外债较多、本外币利差较大等原因共同作用,使得国际热钱兴风作浪,投机套利,但是国际热钱一旦得到高额回报后就会迅速撤离,从而使这些国家的本国货币贬值,资金大量短缺,这就造成了严重的金融危机和经济衰退。如1994年底,墨西哥金融危机爆发,外资抽逃,导致墨西哥外汇储备2天内减少40亿美元、汇率3天暴跌42.17%、股票市场2个月内暴跌47.94%。危机爆发的导火索,是政府宣布比索一次性贬值15%,因此比索遭到热钱抛售。1997年泰国在以索罗斯为首的国际热钱(量子基金)冲击下(先在泰国金融市场购买泰株,然后再用泰株购买美元,从中获取差价),泰国被迫宣布泰株大幅贬值,并废除泰株与美元的固定汇率制,实行自由浮动,这就使泰国陷入金融危机之中。这几次金融危机,有的是在发展中国家发生的,有的是在经济转轨国家发生的,有的是在发达国家发生的(美国和日本)。危机发生的原因各不相同,其发生的方式、过程和结果也不一样。但其中4次发生在发展中国家的金融危机却有着惊人的相似之处:首先,在危机发生之前,这些国家都是新兴市场国家,都因资金短缺吸引了大量外国短期资本;其次,金融危机的发生都给这些国家的经济和社会带来很大的影响,并使这些国家遭到了巨大的经济损失,同时也迫使这些国家对它们的经济结构做出了痛苦的调整。

近年来,由于欧美等发达国家经济增长的低迷,大量国际资本流入了新兴经济体。一方面,欧洲在新兴地区中受金融危机的冲击最深,经历了最为严重的周期性下降,GDP在2009年下降了6个百分点,而在2002—2008年之间平均下降了5.8个百分点。与此相伴随的是经历了私人资本流动的急剧下降,与2007年的峰值相比,2009年私人资本流动下降了95%,其规模大约是2009年GDP的6%。而随着经济复苏与资本流动条件的改善,在2010年有较大的回升。另一方面,新兴亚洲是全球经济复苏的领军者,也影响了全球资本流动。资本流动的波动与股票投资有关,从2008年到2009年下降了将近10%。随着经济复苏,股票投资已经大量涌入亚洲,大量的资本向新兴经济体流动,2010年全球外国直接投资持续低迷,规模达到1.12万亿美元。比2009年仅增长1%,但流入发展中经济体的外国直接投资却强劲增长,首次超过全球外国直接投资总量的一半,达到53%。在外商直接投资(FDI)的流入中,包括马来西亚、印尼、泰国等在内的12个国家或地区吸引的资本流入占到了全部地区流入的90%,是FDI的主要的接受者(见图1-1和图1-2)。其中,中

国与印度的重要性在提高,在 2008 年达到了历史的高度,中国为 1 090 亿美元,是全球第三大 FDI 的流入国家。印度在十位之后,为 420 亿美元。从全球最有意愿的投资目的地看,两者分别排名第一与第三。需要关注的是,由于新兴经济体处于复苏的先行者地位,经济增长的前景以及利率上行的可能性带来投机资本的流入,增加了政策管理的难度。

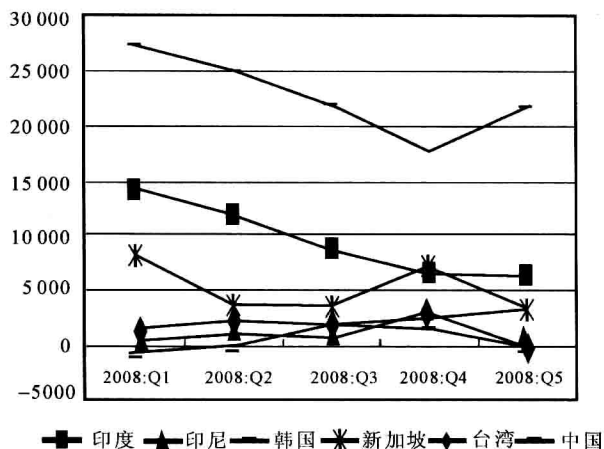


图 1-1 主要 FDI 流入地区规模

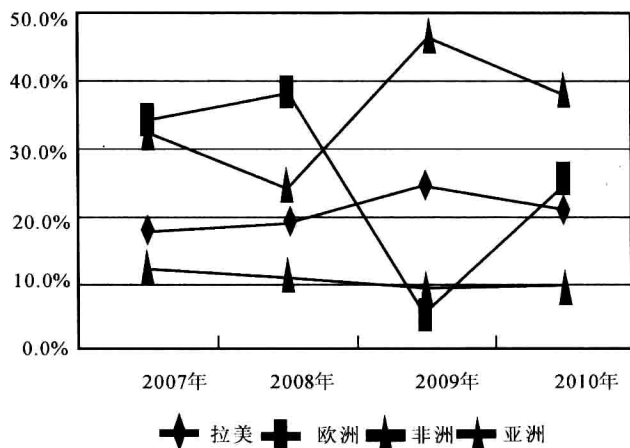


图 1-2 资本流动区域特征^①

^① 资料来源:信达证券研究报告,2011 年 4 月

在当代金融全球化背景下,在国际金融市场上迅速流动的热钱其规模的扩张非常显著,对各国经济产生的影响也日益深刻。尤其是近些年来,中国渐进性的经济转型和对外开放过程正在吸引越来越多的国际热钱流入,与之伴随着的是国内出现的人民币升值和资产价格上升。这种现象引起国内理论界、实务界和政策部门的极大关注,其所引发的争议也越来越激烈。2002年以后,中国境外热钱的流速开始加快,数量也迅速增加。2007年由于我国经济呈现繁荣的基本态势,热钱大规模涌入大陆。2008年世界经济金融危机加重,热钱有少许流出迹象。2009年,世界各国应对危机和稳定经济措施的效果逐步显现,我国实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,不断充实完善应对危机的一揽子计划,经济企稳向好势头日趋明显,中国经济从2009年第二季度迅速复苏,并在下半年发力,使得国际收支继续保持大额的“双顺差”格局。2010年,我国经常项目顺差3 054亿美元,较2009年增长17%,资本和金融项目顺差2 260亿美元,较2009年增长25%。2010年,我国货物贸易进出口规模达到历史最高水平,但进口增速快于出口,货物贸易顺差未现大幅增长;2010年货物贸易出口15 814亿美元,进口13 272亿美元,分别较2009年增长31%和39%;货物贸易顺差2 542亿美元,较2009年略增2%。2010年,我国服务贸易收入1 712亿美元,较2009年增长32%;支出1 933亿美元,较上年增长22%;逆差221亿美元,较2009年下降25%,服务贸易逆差收窄。2010年,我国直接投资顺差1 249亿美元,较2009年增长78%,其中,外国在华直接投资持续净流入,全年达到1 851亿美元,较2009年增长62%。2010年,剔除汇率、资产价格等估值因素影响,我国新增国际储备资产4 717亿美元,较2009年新增额扩大18%。其中,外汇储备增加4 696亿美元,基金组织的储备头寸和特别提款权增加22亿美元^①。

在跨境资本流动中,短期资本流动是最具有波动性和破坏力的。如果大量的国际投机资本流入,会使得央行的宏观调控难以收到应有效果。当前中国就面临着这一困境。境外热钱假借各种渠道流入中国境内逐利有两个合理的选择方向,通过两种方式加剧中国金融体系的流动性:一是进入商业银行,追求利率和人民币升值的好处,形成中国金融市场的外汇占款,加剧金融市场的流动性过剩;二是进入中国的楼市与股票市场,追逐金融资产的高利润,加剧楼市股票市场的流动性。中国经常账户和资本与金融账户双顺差的必然结果是外汇储备急剧增长。如果央行不对新增加的外汇储备进行冲销操作,那

^① 数据来源:中国外汇管理局。

么货币供给的增加可能导致信贷扩张和通货膨胀。如果央行进行冲销操作,随着冲销的规模越来越大,央行票据的利率会不断提高,这一方面可能会进一步鼓励热钱流入,另一方面也会增加偿还央行票据利息的成本。如果政府通过行政性的手段使商业银行持有央行票据,则可能带来商业银行资产负债表的恶化,导致商业银行可盈利性降低,潜在的不良债权增加。如果短期资本突然大量流出,则可能直接导致国际收支危机。在大量资本流出的情况下,如果央行不采取措施,则货币供给会减少,利率会上升,并导致经济衰退;如果央行选择通过政府干预保护本国货币,可能会面临耗尽外汇储备的风险。在情况严重时,当局也可对资本外流施加管制,但那时资本管制可能难以有效实施,并可能引发国内市场上的信心危机,导致股票市场大跌,而且从长期来说会使得投资者减少对本国的投资(王世华、何帆,2007)。

本书正是从以上背景中,重新以理论视角研究境外热钱。由于热钱研究并没有成为一门学科,导致其定义、规模、进出渠道、打击方式等关于热钱的相关问题在学术界都没有达成统一,已有文献也很少从理论方面进行热钱的研究。鉴于热钱在中国的流动数额巨大、负面影响深远的状况,从理论根源来探讨热钱,深入研究境外热钱对中国经济金融风险的影响,是一件急迫而又有意义的事。

1.1.2 研究意义

国际热钱流动是金融全球化条件下重要的经济现象,对一国经济发展具有深远的影响,也对当前频繁发生的国际货币金融危机具有广泛的解释力。其原因主要在:首先,国际热钱会促进一个国家金融深化,资本市场逐步趋向成熟和完善,从而有利于资源的优化配置;其次,不同于直接投资是由一国经济发展过程中的基本面因素决定的,国际热钱主要追逐短期利润,任何因素的变化都可能导致国际热钱跨国流动,反过来又会强化这种因素的变化趋势;进一步,作为国际机构投资者,对冲基金频频现身于20世纪90年代后的各种金融危机中,究竟是哪些因素吸引国际热钱的流动?最后,在汹涌的国际热钱面前,资本管制政策及各种管理措施都显得苍白无力,如何充分发挥国际短期资本的优势为一国所用,同时又避免其带来的负面影响,成为摆在经济学家和政府面前的一道难题。

随着中国经济高速增长和对人民币升值预期增强,境外热钱不断设法涌进大陆进行套利套汇,使资产泡沫迅速增加。近年以来,尤其是在金融危机和我国金融调控政策的影响下,热钱流动相当频繁,热钱流入时产生的“马太效应”、“羊群效应”和流出时产生的“蝴蝶效应”都可能对金融安全造成巨大冲

击。因此,深刻理解境外热钱在中国的特征、流入的渠道和对中国经济金融风险的影响,是制定政策的基础,是合理引导境外热钱流向、减少金融资本波动幅度、避免货币危机的前提。因此有关热钱与中国金融安全的关系研究,成为政府管理部门、学术界关心的重要问题之一。所以说,本书对于把握热钱在中国大陆的运行特点和规律、做好及时有效监管、确保经济金融安全都具有十分重要的理论与现实意义。

1.2 研究目标、研究方法及相关概念界定

1.2.1 研究目标

第一,计算境外热钱的规模。从一国或地区来看,金融资本的流动规模呈现出阶段性特征,有必要通过一定的技术进行合理的估算,以确定其可能产生的冲击程度。因此,本书运用直接法对境外热钱在中国的规模进行了合理估算。

第二,探索境外热钱流入中国的动因和特征。从国内外文献来看,影响国际资本流动的因素较多,这些因素在不同国家的资本流入中所起的作用是不同的。本书在综合考虑国际短期流动机制理论的基础上,重点研究了境外热钱流入中国的“拉动”因素和“推动”因素。

第三,研究境外热钱对中国金融安全的影响(见图 1-3)。本书重点研究了境外热钱对中国金融安全的影响和作用机制。针对我国金融市场的热点问题,本书主要从汇率市场、货币政策的有效性、通货膨胀不确定性与房地产价格等四个角度展开研究。

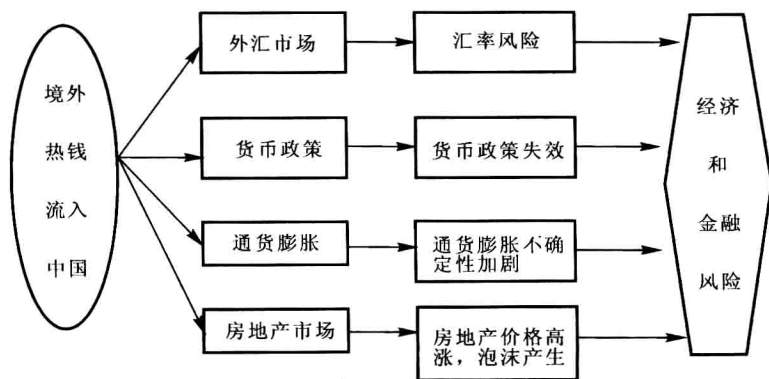


图 1-3 境外热钱对中国金融安全的影响

第四,提出了应对境外热钱在中国异常流动的对策。如何使得对策具有可操作性和科学性,也是本书的核心问题。

1.2.2 研究方法

本书将采取从客观经济事实出发,定性与定量分析相结合,更偏重于定量分析;规范分析与实证分析相结合,但以实证分析为主的研究方法。

第一,规范分析与实证分析相结合。运用规范分析的方法,以文献综述为基础,借鉴相关理论研究,从理论层面对境外热钱流入中国的动因、渠道、特征进行分析。在实证研究部分,强调数据可靠、方法实用、手段先进的原则,运用前沿的计量经济学方法。在向量自回归 VAR 模型的基础上,运用单位根检验、协整分析、格兰杰因果检验、脉冲响应函数、方差分解等方法分析变量之间的长期协整关系和短期动态关系,并运用 HP 滤波和季节调整对相应数据变量进行处理。运用条件异方差模型 GARCH 测量人民币实际汇率的波动性和中国通货膨胀的不确定性。

第二,定性分析与定量分析相结合。定性分析部分主要集中在:一是对境外热钱、金融安全、人民币实际汇率、通货膨胀不确定性等相关概念进行界定;二是分析境外热钱进入中国的渠道;三是运用逻辑分析的方法,提出应对境外热钱异常流动对策建议。定量分析部分主要集中在运用统计分析方法,以图形和表格方式对境外热钱、人民币汇率、房地产价格、通货膨胀等变量的现状进行描述,力图揭示这些宏观经济变量变动的规律和趋势。

第三,模型分析。建立境外热钱与各种变量相互作用的内生结构模型和向量自回归模型(VAR),将变量内生化,避免了单方程模型存在的变量的内生性问题。

1.3 研究思路、研究内容及研究框架

1.3.1 研究思路

本书主要根据国家有关部委的统计数据,首先,分析境外热钱流入中国的动因、特征、渠道及对中国经济的影响;其次,从汇率市场、通货膨胀不确定性、货币政策的有效性、房地产市场价格等方面运用实证分析工具,来识别境外热钱对中国金融风险的影响;最后,在理论分析及实证分析的基础上,提出可供参考和借鉴的防范境外热钱在中国异常流动的具体路径和策略。

1.3.2 研究内容

第1章是“引言”，介绍了本书的研究背景和研究意义、研究目标、研究方法、研究思路和主要内容等。

第2章是“理论和文献综述”，首先，介绍了资本流动的相关理论；其次，分析境外热钱的内涵和触发机制；再次介绍了热钱规模计算的相关文献；最后，介绍了热钱对金融安全影响的相关文献。

第3章是“境外热钱流入中国的渠道、动因及影响分析”，首先，分析了境外热钱流入中国的渠道；其次，分析了境外热钱流入中国的动因；最后，分析了境外热钱对中国经济的影响。

第4章是“境外热钱对人民币实际汇率波动影响的实证分析”。首先，介绍了人民币汇率制度的历史演变，并对境外热钱对人民币汇率波动影响进行理论分析；其次，在条件异方差模型 GARCH 的基础上衡量人民币实际汇率的波动；最后，对境外热钱对人民币实际汇率波动的影响进行实证检验。

第5章是“境外热钱对中国货币政策有效性影响的实证分析”，一方面分析在境外热钱流入的背景之下，中国货币政策面临的困境；另一方面，实证检验境外热钱对中国货币政策有效性的影响。

第6章是“境外热钱对中国通货膨胀不确定性影响的实证分析”，首先，分析了中国通货膨胀的现状，并分析了境外热钱对中国通货膨胀的影响；其次，在条件异方差模型 GARCH 的基础上，测量了中国通货膨胀的不确定性；最后，对境外热钱对中国通货膨胀不确定性的影响进行实证检验。

第7章是“境外热钱对中国房地产市场价格影响的实证分析”，一方面，分析了中国房地产市场投资的现状、房地产市场的利益博弈等；另一方面，对境外热钱对中国房地产市场价格的影响进行实证检验。

第8章是“中国金融风险防范的对策分析——基于境外热钱的异常流动”，根据理论分析和实证分析结果，提出应对境外热钱在中国异常流动的具体路径，包括推进人民币汇率改革，建立金融风险防范机制，完善金融监管方式，加强通货膨胀预期管理，加强国际国内反热钱的合作，等等。

1.3.3 研究框架

本书的研究框架如图 1-4 所示。