



CCES

CCES 当代中国经济研究系列



罗长远 | 编著

(英) 亚历山黛拉·瓜丽格利亚 (Alessandra Guariglia)

金融发展滞后背景下 中国经济快速增长之谜

外商直接投资角色的再思考

Fast Growth Without an
Efficient Financial System:
Rethinking the Role of FDI in China



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

CCES 当代中国经济研究系列



罗长远 | 编著
(英) 亚历山黛拉·瓜丽格利亚 (Alessandra Guariglia)

金融发展滞后背景下 中国经济快速增长之谜

外商直接投资角色的再思考

Fast Growth: Without an
Efficient Financial System:
Rethinking the Role of FDI in China



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融发展滞后背景下中国经济快速增长之谜：外商直接投资角色的再思考/罗长远，(英)瓜丽格利亚(Guariglia, A.)编著. —北京：北京大学出版社，2012. 12

(CCES 当代中国经济研究系列)

ISBN 978-7-301-21635-4

I. ①金… II. ①罗…②瓜… III. ①外商直接投资-关系-中国经济-经济增长-研究 IV. ①F832.6②F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 282192 号

书 名：金融发展滞后背景下中国经济快速增长之谜：外商直接投资角色的再思考

著作责任者：罗长远 [英]亚历山黛拉·瓜丽格利亚 编著

责任编辑：周莹

标准书号：ISBN 978-7-301-21635-4/F·3415

出版发行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址：<http://www.pup.cn>

电子信箱：em@pup.cn QQ：552063295

新浪微博：@北京大学出版社经管图书 @北京大学出版社

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者：三河市博文印刷厂

经 销 者：新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 15.5 印张 248 千字

2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

印 数：3 000 册

定 价：39.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024 电子信箱：fd@pup.pku.edu.cn

前 言

自 2003 年黄亚生博士(时任哈佛商学院副教授、现任麻省理工学院斯隆管理学院教授)的专著《改革时期的外国直接投资》(*Selling China: Foreign Direct Investment during the Reform Era*)出版以来,国际学术界对外商直接投资在中国所扮演的角色有了新的认识。依据传统的视角,中国之所以受到外商直接投资的青睐,在于其大量的廉价劳动力、潜在的市场规模、与外资的主要来源地(东亚国家和地区)在文化和地理上的相近,以及优惠的招商引资政策,而外资所扮演的角色则往往被归结于填补资本缺口、促进技术进步、扩张出口规模,以及由之带来的经济增长。然而,这一观点正受到越来越多的质疑和挑战。早在 2000 年, Hausmann 和 Fernandez-Arias 就在一篇题为“外商直接投资:好的胆固醇吗?”的文章中指出,高的 FDI 流入量并非一国经济健康的标志,相反,它可能反映了一国资本市场的完善。黄亚生在 2003 年的著作中,则从更宽泛的金融的角度,对中国的“高外资依赖之谜”给出了解释:尽管拥有高水平的储蓄率,但由于自身的金融系统不能有效地配置资金,中国的私人企业长期受制于严重的融资约束,在这种情况下,这些企业不得不寻求与外资企业进行合作以便得到后者的资金支持,从而获得生存和发展的机会。在随后的研究中,黄亚生通过对比中国和印度、对比中国的江苏和浙江,找到了支持这一理论假说的经验性证据。

受黄亚生的研究的启发,学者们从不同角度对外商直接投资在中国的决定因素和效应展开了多个层次的实证研究,特别地,他们关注了外商

直接投资和金融发展的互动关系，以及这一关系对中国经济增长的影响。当前，全球正处在后危机时代的深刻变革之中，中国也正面临艰难的结构转型，老套的招商引资思路正受到深入的检讨，而 2012 年 3 月 28 日温州金融综合改革试验区的设立，也标志着中国金融改革正步入一个新的阶段。在这一背景下，我们对自己和其他同事在这一领域的研究成果进行了梳理，力图为该领域的后续研究提供一份阶段性的文献资料。在介绍这一集子所收录的文章之前，我们有三点说明：其一，这些文章写作的时间跨度有五六年，个别研究所使用的资料较早，它们的结论或许不能得到新近数据的支持，未来研究可以对这一方面作出帕累托改进；其二，这些文章的关注点各有侧重，使用的理论框架也有所不同，以考察融资约束为例，有的文章立足于“投资和现金流的关系”上，有的文章则聚焦在“投资和负债资产比的关系”上，对于这些关系，不同作者有不一致的见解，这为未来研究提供了“争鸣”的空间；其三，本集子主要收录了基于理论思考的实证性文献，但也包括了部分侧重于政策性分析的文章，读者可以根据自己的兴趣选择性地参考。

这部论文集一共收录了九篇文章。第一篇是罗长远和张军合作的《转型时期的外商直接投资：中国的经验》，在梳理相关文献的基础上，该文从金融角度对中国的外资利用做出了初步的解释。第二篇是 Alessandra Guariglia 和 Sandra Poncet 合作的《金融扭曲有可能不是经济增长的障碍吗？——来自中国的证据》，该文的核心见解是，外商直接投资扮演了“替代性金融”的角色，从而规避了金融扭曲对中国经济增长的不利影响。第三篇和第四篇均由罗长远完成，分别是《FDI 与国内资本：挤出还是挤入？》和《FDI 对中国私人资本成长的影响——基于 1987—2001 年省际面板数据的分析》，文章考察了金融在 FDI 对中国国内资本的影响中所扮演的角色，得到的基本结论是：金融支持越强，国内资本越有可能受到 FDI 的挤入效应。第五篇是罗长远和万广华合作的《FDI：一只看得见的手》，该文认为，在金融市场不完善的背景下，FDI 成了“一只看得见的手”，它把金融机构的资金引向与它有关联的企业，降低了金融机构和企业之间的信息不对称，提高了资金的配置效率。第六至第八篇讨论了中国企业的融资约束以及外商直接投资对中国企业融资约束的影响，分别

是 Sandra Poncet、Walter Steingress 和 Hylke Vandenbussche 合作的《中国的融资约束：来自企业层面的证据》、Agyapomaa Gyeke-Dako 完成的《投资、金融健康和外资所有权：来自中国制造业企业的证据》，以及罗长远和陈琳合作的《FDI 是否能够缓解中国企业的融资约束？》，这些文章发现 FDI 缓解了我国私人企业的融资约束。它们的不同在于：第六篇和第八篇分别讨论了国有企业和私人企业的融资约束，而第七篇则讨论了国内独资企业、中外合资企业、外商独资企业的融资约束；第六篇和第七篇从直接提供资金的角度解释了外商直接投资对私人企业融资约束的缓解作用，第八篇则从提供市场信号的角度揭示了外商直接投资对私人企业融资约束的缓解作用。第九篇是由罗长远写的《成也金融，败也金融？》，该文从中国、美国两个国家出发，揭示了全球金融危机产生的机理，并指出从中国的角度看，内外经济失衡的调整有赖于金融体系的进一步改革。

我们要感谢张军、万广华、陈钊、陆铭、陈琳、王梦洁、王铮、谢露露、Sandra Poncet、Walter Steingress、Hylke Vandenbussche、Agyapomaa Gyeke-Dako 在集子编著过程中给予的支持和帮助，也感谢 *Journal of Comparative Economics*、*China Economic Review*、*Revue Internationale de Politique Comparée*、《经济学(季刊)》、《世界经济》、《世界经济文汇》对于文章收录的理解和许可，还要感谢国家社科基金青年项目(11CJL039)、上海市浦江人才计划项目(12PJC085)和复旦大学“985 工程”三期整体推进社会科学研究项目(2011RWSKQN004、2011SHKXZD002)的资金支持。本集子得以出版，离不开北京大学出版社徐冰、周莹两位编辑的精心策划和辛苦的校对工作，复旦大学经济学院的研究生刘学悦、黄琦、吕程也在文章整理过程中提供了协助，我们一并表示谢意。在编著过程中，我们仔细阅读和校对了全部文章，但一定还存在一些不足，我们诚挚欢迎学界同仁们批评指正。

罗长远 Alessandra Guariglia

2012 年 8 月 22 日

目 录

- 1 转型时期的外商直接投资:中国的经验 / 1**
 - 1.1 中国外资的特征 / 2
 - 1.2 FDI 在中国扩张的历史背景 / 6
 - 1.3 中国为什么拥有如此多的 FDI / 7
 - 1.4 FDI 对中国产生了哪些效应 / 16
 - 1.5 结论 / 20
- 2 金融扭曲有可能不是经济增长的障碍吗?
——来自中国的证据 / 25**
 - 2.1 引言 / 25
 - 2.2 中国的金融系统以及金融和增长之间的关系 / 28
 - 2.3 数据描述和统计概要 / 31
 - 2.4 计量方法和基准模型 / 40
 - 2.5 回归结果 / 43
 - 2.6 金融—增长关系随着时间的演变,以及这一关系对 FDI 的依赖 / 51
 - 2.7 结论 / 58
- 3 FDI 与国内资本:挤出还是挤入? / 68**
 - 3.1 引言 / 68
 - 3.2 模型、数据与方法 / 70
 - 3.3 实证检验及分析 / 74

- 3.4 结论及含义 / 81
- 4 FDI对中国私人资本成长的影响**
 - 基于1987—2001年省际面板数据的分析 / 91
 - 4.1 引言 / 91
 - 4.2 模型、数据与方法 / 93
 - 4.3 实证分析及结果 / 100
 - 4.4 结论 / 102
- 5 FDI：一只看得见的手 / 107**
 - 5.1 引言 / 107
 - 5.2 理论模型 / 109
 - 5.3 实证模型和变量描述 / 113
 - 5.4 实证结果及讨论 / 115
 - 5.5 结论及政策含义 / 122
- 6 中国的融资约束：来自企业层面的证据 / 127**
 - 6.1 引言 / 127
 - 6.2 理论背景 / 130
 - 6.3 数据描述 / 134
 - 6.4 投资方程估计 / 137
 - 6.5 投资和现金流之间的关系取决于一些外部条件 / 143
 - 6.6 结论 / 150
- 7 投资、金融健康和外资所有权：来自中国制造业企业的证据 / 155**
 - 7.1 引言 / 156
 - 7.2 中国的金融体系 / 162
 - 7.3 外商直接投资 / 167
 - 7.4 数据和概述性统计 / 169
 - 7.5 基准模型设定、计量方法和结果 / 174
 - 7.6 估计结果和稳健性检验 / 177

7.7 结论和政策建议 / 187

8 FDI 是否能够缓解中国企业的融资约束? / 199

8.1 引言 / 199

8.2 理论框架 / 202

8.3 数据 / 205

8.4 实证检验及分析 / 207

8.5 稳健性分析和一些拓展 / 212

8.6 结论及含义 / 214

9 成也金融,败也金融? / 225

9.1 比较优势、国际分工与金融发展 / 226

9.2 中美两国国际收支不平衡的经济解释 / 228

9.3 国际收支不平衡与金融危机爆发 / 231

9.4 应对危机的战略选择 / 233

9.5 结论及含义 / 235

1

转型时期的外商直接投资：中国的经验^{*}

罗长远 张 军

摘要：本章对改革开放 30 年以来中国利用外商直接投资之路进行了回顾。广泛存在的市场扭曲决定了中国的发展需要 FDI；财政分权促使地方政府之间展开竞争，为吸引 FDI 创造了内部条件；东南亚地区对外投资的扩张，以及它们与中国在地理和文化上的特殊联系，为后者吸引 FDI 创造了外部条件。通过丰裕要素参与国际分工，FDI 找到并实现了中国的比较优势，它对资源流向的引导性作用，在一定程度上扭转了资源配置的低效率。

关键词：FDI 市场扭曲 财政分权

改革开放 30 年来，中国通过利用外商直接投资（简称 FDI，下同）和发展对外贸易，经济增长取得了长足的进步，丰富的劳动力资源通过劳动密集型产品的出口实现了全球化配置。经典的发展经济学理论认为，FDI 对发展中国家的主要作用在于弥补资本缺口和促进技术进步。基于这些认识，人们开始产生疑问：中国在自身资本存量已有相当的积累，而“以市场换技术”的引资策略被证明并不十分成功的情况下，为什么还要吸引 FDI？本章在回答这一问题的基础上，对于中国利用外资的经验给出了不同的诠释，其核心思想可概括为：对于市场远未完善而且存在严重分割的转型国家，作为资本、技术、组织和营销网络等的“复合体”，FDI 通过与劳动力的有效结合，生产并出口劳动密集型产品，克服了国内产品市场和要素市场的双重扭曲，实现了中国在全球的比较优势，提高了资源配置的效率。本章余下的内容依次是：第一部分总结了中国外资的特征；第

* 该篇文章曾发表在《世界经济文汇》2008 年第 1 期，第 27—42 页。

二部分介绍了中国利用外资的历史背景；第三部分从理论角度对“中国为什么需要 FDI”进行了分析；第四部分就“FDI 对中国所产生的效应”给出了新的答案；最后是简短的结论。

1.1 中国外资的特征

20 世纪 90 年代以来，中国一直是吸引 FDI 最多的发展中国家，也是仅次于美、英利用 FDI 最多的大国。2005 年，中国的 FDI 流量占全球的 8%，占发展中国家的 22%，占“金砖四国”的 67%；截至同一年，中国的 FDI 存量占全球的 3%，占发展中国家的 12%，占“金砖四国”的 46%（UNCTAD, 2006）。作为转型中的发展中国家，中国的外资具有不同于其他国家的特征，下面简要说明。

（一）FDI 是最主要的外资形式

外资包括直接投资、证券投资和国际贷款。从图 1 可以看出，FDI 在中国的外资中占据主导地位，1992 年之后其比重一直超过 50%，并始终呈上升趋势，近几年甚至超过了 90%。与中国不同，证券投资一直是拉美及东南亚国家资本流入的重要形式。20 世纪 80 年代拉美经济危机和 1997 年亚洲金融危机之后，人们意识到直接投资相对稳定，从而间接地对中国的引资模式给予了认同。

（二）FDI 在邓小平南方谈话之后大规模流入

1992 年邓小平南方谈话之后，FDI 在中国一路攀升，直至 1998 年 454.6 亿美元的高位（图 2）。1997 年亚洲金融危机后，FDI 的流入有所放缓，1999 年出现短暂下滑，但 2001 年强劲反弹，并在 2003 年超过美国成为世界上吸收 FDI 最多的国家。根据占 GDP 的比重，FDI 有如下的变化（图 3）：1992 年之前，该比重低于 1%；其后一路飙升，直至 1994 年 6.2% 的高位，在 20 世纪 90 年代晚期维持在 5% 的水平；1999 年之后，回落至 4% 左右。在固定资产投资中，外资占比也有类似的变化（图 4）：1992 年之前，外资占比平均在 6% 左右；其后一路上扬，直至 1996 年 11.8% 的高

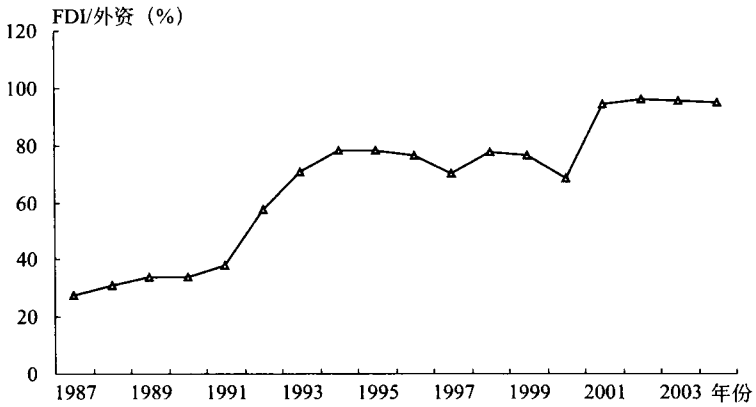


图 1 FDI 占外资的比重

位,在 20 世纪 90 年代后半期平均处在 9.5% 的水平;2000 年后,下滑至 5% 左右。

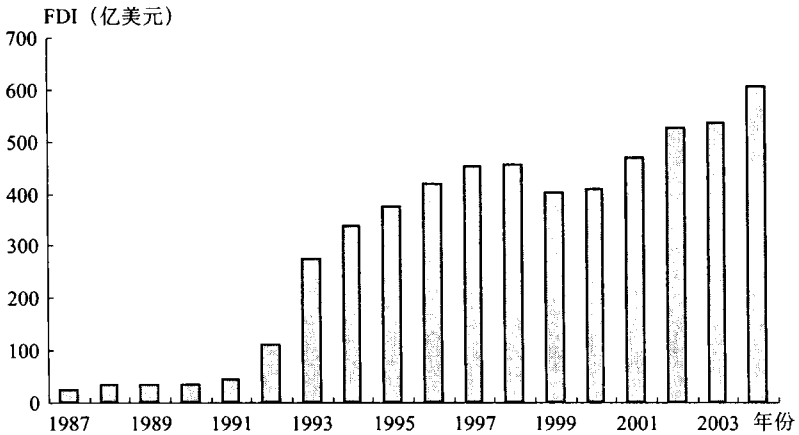


图 2 实际利用的 FDI 流量

(三) FDI 主要以绿地投资方式进入

FDI 进入东道国主要有两种方式,分别是绿地投资(green-field investment)和并购投资(M&A investment)。对中国而言,前者是主要的进入方式。UNCTAD(2005)的统计数字表明,2004 年只有 50 亿美元左

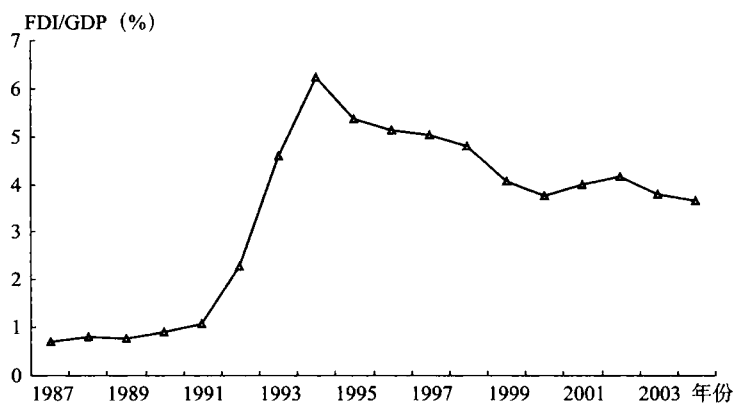


图3 FDI占GDP的比重

右的资金是以并购方式进入中国的,仅占 FDI 流入量的 8%,低于印度(15%)、巴西和俄罗斯(同为 33%)。

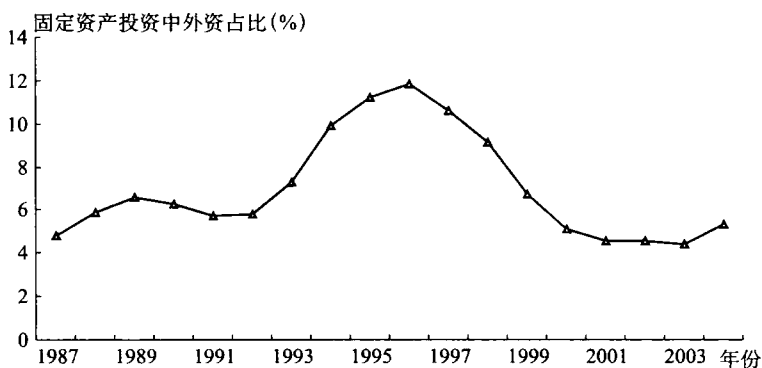


图4 固定资产投资中外资所占的比重

(四) FDI 主要集聚在制造业

FDI 主要集聚在制造业,在 2004 年,其占比已逾七成(表 1)。在制造业中,又以电子和通信设备行业流入的 FDI 为最多。近些年,国际资本大规模流动主要发生在服务业,而中国在这方面还比较滞后,服务业的 FDI 占比不到三成,低于斯里兰卡和巴基斯坦这样的低收入国家(罗长远,2005)。

(五) FDI 主要分布于东部沿海地区

FDI 的地域分布极不平衡(图 5):1995—2003 年,东部地区占全国 FDI 流入量的 85.3%,中、西部地区占比分别为 9.4%、5.3%。东部地区中,仅广东、江苏、上海、福建和山东四省一市就占了全国 FDI 的近六成,而广东一省就占了 1/4。近些年,江苏、山东和浙江吸纳的 FDI 有较大幅度的上升,而广东、福建和天津在全国外资中的占比则有明显的下降。

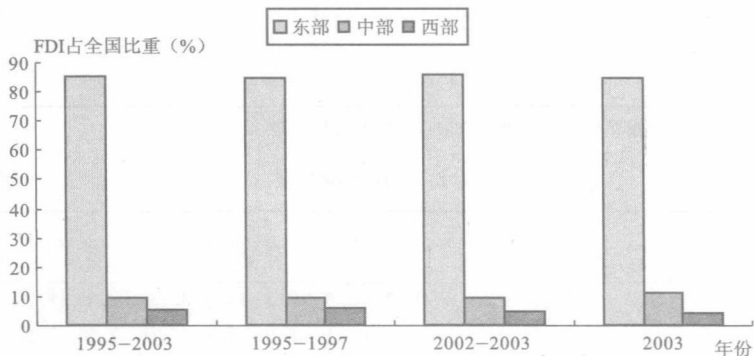


图 5 FDI 的地域分布

(六) FDI 主要来自东南亚国家(或地区)

1994—2004 年,FDI 的主要来源地是中国香港、欧盟、美国、日本、中国台湾、新加坡和韩国,它们在大陆 FDI 总量中的占比超过 80%(表 2)。其中,四成多的 FDI 来自中国香港,不过这一比重在逐年降低。欧盟、美国、日本以及新加坡对华投资基本稳定。来自韩国的 FDI 有较大幅度的上升,而中国台湾则有较大幅度的下滑。

表 1 实际利用 FDI 的行业分布

单位: %

年份 \ 部门	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
初级部门	1.4	1.8	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8
采掘业	1.3	1.4	1.4	1.7	1.1	0.6	0.6
制造业	56.3	56.1	63.5	65.9	69.8	69.0	70.9

(续表)

部门	年份						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
公用事业	6.8	9.2	5.5	4.8	2.6	2.4	2.0
建筑	4.5	2.3	2.2	1.7	1.3	1.1	1.3
交通和通信	3.6	3.8	2.5	1.9	1.7	1.6	2.2
物流	2.6	2.4	2.1	2.5	1.8	2.1	1.3
银行和金融	—	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4
房地产	14.1	13.9	11.4	11.0	10.7	9.8	9.4
社会服务	6.5	6.3	5.4	5.5	5.6	5.9	5.9
传媒	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	1.8
科研	0.1	0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5

资料来源:根据 Prasad and Wei(2005)提供的资料整理。

表 2 FDI 的来源地

单位:%

来源地	年份											年均
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
中国香港	58.2	53.4	49.6	45.6	40.7	40.6	38.1	35.7	33.9	33.1	31.7	41.9
欧盟	—	—	—	—	—	11.1	11.0	8.9	7.0	7.3	7.3	8.8
美国	7.4	8.2	8.2	7.2	8.6	10.5	10.8	9.5	10.3	7.8	6.9	8.7
日本	6.1	8.2	8.8	9.6	7.5	7.4	7.2	9.3	7.9	9.4	8.7	8.2
中国台湾	10.0	8.4	8.3	7.3	6.4	6.4	5.6	6.4	7.5	6.3	5.4	7.1
新加坡	3.5	4.9	5.4	5.8	7.5	6.6	5.3	4.6	4.4	3.8	3.5	5.0
韩国	2.1	2.8	3.3	4.7	4.0	3.2	3.7	4.6	5.2	8.4	10.7	4.8

资料来源:同表 1。

1.2 FDI 在中国扩张的历史背景

FDI 流入的变化,与中国对外开放的政策和区域变化的轨迹是一致的。1978 年以来,中国先后经历了从封闭到面向沿海的开放,从沿海到沿江、沿边及至内陆的开放,从着眼于地域到着眼于行业的开放等三个阶段。

(一) 从闭关自守到面向沿海的开放

十一届三中全会后,中国走上了改革开放之路。1980 年,五届人大常

委会第十五次会议决定在深圳、珠海、汕头和厦门建立经济特区。1984年,中央决定进一步开放天津、上海、大连、秦皇岛、烟台、青岛、连云港、南通、宁波、温州、福州、广州、湛江和北海14个沿海港口城市。1988年,七届人大第一次会议决定建立海南经济特区。另外,1985年提出将长三角、珠三角和闽南三角开辟成沿海经济开放区;1986年成立环渤海经济区;1988年成立山东半岛经济区。至此,中国面向沿海的对外开放格局基本形成。

(二)从沿海到沿江、沿边及至内陆的开放

在改革开放的第二个十年,开放的区域逐步向内陆推进。1990年,中央批准建立浦东新区。1992年,国务院决定,重庆、岳阳、武汉、九江、芜湖5个长江沿岸城市,乌鲁木齐、昆明、南宁、哈尔滨、长春、呼和浩特、石家庄7个边境和沿海省会城市,太原、合肥、南昌、郑州、长沙、成都、贵阳、西安、兰州、西宁、银川11个内陆省会城市,实行沿海开放的政策。1992年邓小平南方谈话之后,中国对外开放进程进一步加速。至90年代中期,全方位的对外开放格局基本形成。之后,随着外资进入的放缓,中国对外开放政策也进入了适度调整阶段。

(三)从着眼于地域到着眼于行业的开放

2001年12月11日,中国正式加入WTO。入世谈判对国际社会作出的承诺,使中国的开放由注重地域向注重行业迈进,特别是服务业的对外开放。2001年12月,音像市场向外资开放。2002年4月,货物贸易、服务贸易、知识产权、投资和透明度五大领域扩大开放。2006年年底,加入WTO的五年过渡期结束,中国金融业步入全面开放阶段。

1.3 中国为什么拥有如此多的FDI

对于中国的巨额外资流入量,文献中代表性的观点是,由于良好的基础设施、低廉的劳动力成本以及稳定的宏观经济状况,FDI用“脚投票”的方式选择了中国(Cheng和Kwan,2000)。这些观点的不足在于:(1)在关于FDI区位分布的实证研究中,上述因素的影响并没有一致的结论;

(2)这些变量均具有较强的内生性,若不加以控制,相关结论的稳健性值得推敲;(3)忽略了制度、地理、文化及历史等因素的重要性。最近,人们从“市场扭曲”、“财政分权”及地理和文化的视角,来探讨 FDI 涌入中国的逻辑,得到的结论让人耳目一新。作者受这些研究的启发,在述评它们的基础上,提出解读中国外资的新思路。

(一)新近文献的解释

1. FDI 流入是金融市场扭曲的结果

近年来,人们越来越意识到,FDI 的大规模流入,与中国金融体系的低效率和扭曲有关。根据讨论侧重的不同,可以将这些观点总结为如下三个假说。

(1)在金融扭曲的情况下,通过利用 FDI 将投资配置“外包”给外商,Bai(2006)提出了“投资‘外包’”说,并以此来解释中国的 FDI。他指出,中国储蓄率位居世界前列,不存在其他发展中国家所面临的“资本缺口”,为何还要大力吸引外资呢?他认为,这与金融扭曲有关,资本市场和金融中介都未能将资源配置给最有效率的实体部门。在这种情况下,吸引和利用 FDI 实际上相当于将投资配置“外包”(contracting out of investment allocation)给外商,因为后者“更懂得如何进行投资”。现实中,政府将大量外汇储备用于购买回报率较低的美国政府债券,既是对美国 FDI 持续流入中国的间接支持,也是利用 FDI 进行投资配置所不得不付出的代价。Bai et al.(2004)为“投资‘外包’说”提供了经验证据。他们发现行业的资本密集度越高,外资所占份额越低。对此,他们的解释是,低水平的固定资产投资不足以充当“担保物”,这些行业难以得到金融部门的资金支持,从而外资进入就显得必要。不过 Bai(2006)承认,“关于 FDI 与金融发展之间的关系,还有大量工作需要做”。

(2)在金融扭曲的情况下,引进 FDI 可以缓解私人企业的融资困难。Huang(2003)认为,中国金融系统的所有制歧视,使得资源不能流向更有效率的私人部门,导致私人企业存在着严重的融资约束。通过与外资形成伙伴关系(如合资或上下游企业),私人企业的融资困难特别是外汇管制带来的外汇短缺得以缓解。Havrylchyk 和 Poncet(2006)证实了这一