

金融开放的多角度透视

黄玲*

摘要 本文分析了当前几个流行的金融开放衡量指数存在的可靠性与稳定性的偏差,并通过一系列修正性和补充性的衡量指数对114个国家在1970—2004年间的金融开放进程的趋势与特征进行了多角度的考察比较。

关键词 资本市场开放程度, 资本管制, 国际资本流动

一、引言

自布雷顿森林体系解体以来,世界的金融一体化进程历经了一波三折的曲折路径。一方面,金融全球化与经济全球化相互推进,自20世纪90年代起呈加速态势,促进了工业化国家的良性发展,也为发展中国家带来了机遇;另一方面,近年来金融危机的频发及其深重后果使得发展中国家的决策者在如何应对金融全球化、是否加快金融开放¹的问题面前变得迷惘踟蹰。金融全球化对发展中国家弊大于利吗?金融开放是否会增加金融危机的风险?经常账户是否一定应先于资本账户开放?为什么迄今为止经济学家们都找不到金融开放有利于促进经济增长的确凿证据?这些问题学者们思索多年却未有定论,相关争论仍在激烈进行。不论从政策层面还是从学术角度,这一系列问题的求解都有赖于金融开放程度这一关键指标的衡量。

金融开放程度的衡量一直是一个研究热点和难点。由于官方资本管制的规则措施多种多样,管制涵盖的范围或宽或窄,因而要回答诸如巴西与新加坡的金融开放程度的差异有多大,或是当今韩国的金融开放程度比20世纪90年代初增强了多少等问题实属不易;民间资本绕过官方管制的本领又使得回答诸如中国实际的资本市场开放程度较官方规定高多少之类的问题难上加难。多年来学者们对于一个可供进行大范围的国际间横向及跨时纵向比较分析的金融开放程度的量化指标孜孜以求,目前已有几种较为流行的衡量方法。本文通过一个由114个国家在1970—2004年期间的数据组成的样本的实证研究发现,这些指标或多或少地存在一些欠缺,在对各国金融开放程度的衡量上

* 北京大学经济学院。通讯地址:北京大学经济学院,100871;电话:13683236476;E-mail: huanglingku@gmail.com。本文是2004年国家社会科学基金项目04BGJ010“国际资本流动的新机制与发展中国家的角色研究”的组成部分。作者感谢M. Chinn, H. Ito和A. Mody分享数据,感谢匿名审稿人和主编的评议和建议。

¹ 金融开放包括对内开放和对外开放两个层面,本文中的金融开放以及所有相关概念都特指对外开放,即和跨境资本流动相关的层面。

具有一定的偏差,因此有必要对这些指标进行若干修正和补充,以期从多角度、全方位地考察世界金融一体化进程。本文第二节简要介绍了金融开放的若干最具影响力的衡量指数。第三节对这些指数进行了实证评析,并提出若干修正和补充性的指数。第四节以多种衡量指数对发达国家、中高收入国家、中低收入国家和低收入国家的金融一体化进程进行了多角度的考察和比较。最后一节为全文总结。

二、若干金融开放衡量指数简介

金融开放的衡量视角与方法有多种,但是可供进行大范围的国际间横向及跨时纵向比较分析的金融开放指数却不多见,现介绍目前几种较有影响的衡量指数。

(一)法定的金融开放度的衡量指数

一个国家的法定的金融开放度衡量的是其政府的资本管制程度的对立面。资本管制泛指政府对于各类国际资本交易的限制性法规条令,包括对货币兑换的限制、对进出境资本的数量及行业的限制以及对跨境资本经营的征税等。目前主要工业化国家以及一些发展中国家已基本上放弃了资本管制,实现了货币的自由兑换,资本可以自由出入国境。但是多数国家仍或多或少保留着各式各样的资本管制条令条例,从而导致各个国家“法定的”(de jure)金融开放度的差别。

目前各种法定的金融开放度的衡量指标的编制基本上都来源于IMF的《兑换制度和兑换限制年报》所提供的信息。该年报记录了各个IMF成员国对于以下四个问题的官方回答:(1)是否存在多重汇率;(2)是否存在对经常账户下的交易的管制;(3)是否存在对资本账户下的交易的管制;(4)是否要求出口创汇的上缴。虚拟变量指数是一个最简单直接的法定的金融开放度的测度指数,它将各国对于问题(3)的“是”或“否”的回答编制成由0与1组成的面板数据:0代表资本市场不开放或存在管制,1代表开放或不存在管制。

显然这种由0与1组成的对资本流动性的测度只描述了资本管制的“有”与“无”,却不能反映资本管制程度的“松”与“紧”或是资本进出境程度的“难”与“易”,即不能真正用于比较两国资本市场开放程度的“大”与“小”。鉴于此,学者们将从各国对上述4个问题的“是”与“否”的回答编制成4个虚拟变量,期望能从中提取更多信息:对经常账户下的交易的管制的力度会直接或间接地影响资本流动的难易程度;多重汇率、强制结汇等政策的存在必然增加了资本交易的阻力,名义上没有限制资本自由进出的国家可通过这些措施限制资本流动规模,实行资本管制的国家亦可以凭借它们强化资

本监管的力度。Chinn and Ito (2006) 发布的 Chinn-Ito 指数是以上述四个变量的第一标准化主成分 (first standardized principal component) 来衡量资本市场开放程度的指数。该指标的赋值介于 -1.71 和 2.65 之间, 赋值越大表示资本市场开放程度越高。

(二) 实际的金融开放度的衡量指数

实际的金融开放度的衡量指数是对各国现实的跨境资本交易活动的难易程度与活跃程度的量化, 大致可分为基于资产价格和基于资本交易规模两大类。前一类指数对金融市场欠发达、市场利率缺失的发展中国家不适用, 因而局限性较大。本文将考察属于后一类的存量指数和 Feldstein-Horioka 系数。

1. 存量指数

跨境资本按投资形式可分为以下几大类: 股本证券投资、债务证券投资、外国直接投资、其他投资、金融衍生工具和官方储备资产。其中股本证券投资 and 外国直接投资可合计作“权益类投资”。债务证券投资包括债券和货币市场工具两个细项; 其他投资包括贷款、贸易信贷、货币与存款及其他四个均属债务性质的细项, 因此债务证券投资和其他投资这两大类常被合计作“债务类投资”。每一类投资按投资主体形成资产方和负债方, 我们将各类投资的资产存量和负债存量的绝对值分别用如下变量名称表示: 债务类投资资产 DEBTA, 负债 DEBTL; 股本证券投资资产 STOCKA, 负债 STOCKL; 外国直接投资资产 FDIA, 负债 FDIL; 金融衍生工具资产 DIRIVA, 负债 DIRIVL; 外汇储备资产 RES。一个国家所拥有的总国外资产和总国外负债的存量规模可以根据这些单项数据计算得出:

$$\text{总国外资产 GFA} = \text{FDIA} + \text{STOCKA} + \text{DETBA} + \text{DIRIVA} + \text{RES},$$

$$\text{总国外负债 GFL} = \text{FDIL} + \text{STOCKL} + \text{DEBTL} + \text{DIRIVL}.$$

Lane and Milesi-Ferretti (2006) 基于各国的国际收支平衡表流量数据, 在校正了估值效应——由汇率变动和股票、债券的价格波动所引起的金融资产和负债的市场价值的变动——的基础上, 滚动推算出 145 个国家在 1970—2004 年期间的上述九类金融资产和负债的存量数据, 并据此设计了以下几个金融开放的衡量指标:

(1) $\text{IFI1} = 100 \times (\text{GFA} + \text{GFL}) / \text{GDP}$, 即总国外资产和总国外负债占 GDP 的百分比。

(2) $\text{IFI2} = 100 \times (\text{FDIA} + \text{STOCKA} + \text{FDIL} + \text{STOCKL}) / \text{GDP}$, 即权益类投资资产和负债占 GDP 的百分比。

(3) $\text{IFI3} = 100 \times (\text{GFA} + \text{GFL}) / (\text{X} + \text{M})$, 即总国外资产和总国外负债占进出口总额的百分比。

这些指数是少有的几个大样本的实际金融开放衡量指数之一,得到了广泛采用(如 Lane and Milesi-Ferretti, 2001, 2003, 2006; Obstfeld and Taylor, 2004; Rogoff et al., 2003a, 2003b 等)。

2. Feldstein-Horioka 系数

Feldstein and Horioka (1980) 提出:如果资本自由流动,那么一国的储蓄会自动流向投资收益最高的区域而非滞留于本国,投资率和储蓄率的相关度应趋近于 0;如果跨境资本流动受到限制,一国新增的储蓄只能滞留在本国进行投资,那么投资率对储蓄率进行回归所得的斜率系数(以下简称 FH 系数)会接近于 1,因此 FH 系数与 1 的偏离程度反映了资本流动性的大小。二十多年来该文引发了诸多的后续研究, FH 系数也成为经典的金融开放衡量指数之一。

三、上述金融开放指数的实证评析

这些指数各有什么特点和局限性?它们所衡量的金融开放程度是否一致?它们测度的结果的可靠性如何?虽然国际学界已有一些学者对这些问题作了探讨(如 Edison et al., 2004),然而其比较分析均较为粗略。本节选取了 114 个国家,将其分作四个小组:19 个发达国家、16 个中高收入国家、40 个中低收入国家和 39 个低收入国家²,并运用它们在 1970—2004 年期间的金融数据对上述指标加以实证评析,并在此基础上提出若干修正性和补充性的衡量指数,以期能多角度、全方位地衡量各国的金融开放程度。

(一) 虚拟变量指数与 Chinn-Ito 指数的比较

从虚拟变量指数与 Chinn-Ito 指数两者的编制方法即可知后者要比前者包含更多的信息,能在一定程度上反映官方资本管制的松紧力度而非仅仅“有”与“无”。对此考察英国的情形即可见一斑。自 1979 年以来英国的虚拟变量指数值均为 1,即不存在资本管制;但是其 Chinn-Ito 指数在 1979 年仅为 1.56,1980 年为 1.84,直至 1983 年才逐步上升到最高值 2.65,反映出其资本市场开放程度逐渐上升的过程。

为考察两个指数的一致性,我们将 Chinn-Ito 指数根据其数值分布的统计特征变换为由 1 至 5 的五个级别,分别代表最低到最高的五个法定的金融开放程度。³表 1 是变换的 Chinn-Ito 指数和虚拟变量指数的对照表。从表中可看

² 相关分组信息详见附录。由于数据缺失的原因,我们不能将更多的国家纳入研究范围。人口少于一百万的国家和地区因缺乏代表性而被略去。同时,为了使数据分析不受离群值的影响,新加坡、爱尔兰、卢森堡、巴拿马等金融中心国家也未入选。

³ Chinn-Ito 指数值介于 -1.72 和 2.66 之间。变换规则为:小于 -1.08 为 1 级; -1.08 至 -0.04 之间为 2 级; -0.04 至 1 之间为 3 级; 1 至 2.37 之间为 4 级; 大于 2.37 为 5 级。

出，虚拟变量指数的分类和 Chinn-Ito 指数的分级总体上较一致，即虚拟变量指数为 0 的“存在官方资本管制”的样本点所对应的大多是 Chinn-Ito 指数的 1—3 级，虚拟变量指数为 1 的样本点对应的大多是 Chinn-Ito 指数的 4—5 级。但仍存在 5% 左右的“错配”情形：有 125 个国家一年份样本点的虚拟变量指数为 0 而 Chinn-Ito 指数为 4 或 5 级，其中多数为发达国家；有 121 个国家一年份样本点的虚拟变量指数为 1 而 Chinn-Ito 指数为 1、2、3 级，且绝大多数为发展中国家。可见，由于信息单一，虚拟变量指数有可能低估发达国家、高估发展中国家的法定金融开放度。鉴于此，Chinn-Ito 指数比虚拟变量指数在衡量法定金融开放度方面更具优势。

表 1 Chinn-Ito 分级指数和虚拟指数的对照

Chinn-Ito 分级指数	1 级	2 级	3 级	4 级	5 级	总计
虚拟指数						
0	459	1159	607	123	2	2350
1	5	32	84	194	421	736
总计	464	1191	691	317	423	3086

(二) 关于存量指数的探讨

1. 比例因子问题

Lane and Milesi-Ferretti 所设计的存量指数 IFI1 和 IFI2 的分子项中各类金融资产存量规模在国际资本市场上一般以美元价格来结算，在不同国家之间具有可比性；但是其比例因子——以官方汇率折算的美元 GDP——所衡量的国家经济规模在不同国家之间的可比性显然较差，导致以之折算的金融开放指数在应用于国家之间的横向比较时产生偏差，尤其可能高估发展中国家的金融开放程度。以购买力平价折算的 GDP（以下用 PPPGDP 表示）在衡量各国经济规模方面的可比性显然优于以官方汇率折算的美元 GDP，因此我们构造了如下 IFI4 指数：

$$IFI4 = 100 \times (GFA + GFL) / PPPGDP.$$

图 1 刻画了各组国家的 IFI1—IFI4 各指数的平均走势。图中可见，发达国家的两个指数颇为接近，并且两者交错领先。其他三组发展中国家的两个指数却相去甚远，IFI4 一直远低于 IFI1 的水平，且随时间推移，两者的距离愈加增大；此外，收入越低的国家两者间的差距也越大。显然，以官方汇率折算的美元 GDP 通常低估了发展中国家的实际经济规模，并且这种低估的程度随时间推移对于愈穷的国家有增大的趋势，从而导致以之折算的金融开放指数偏高。当然，如果仅从市场价值的角度来审视一个国家的经济规模，以 PPPGDP 为比例因子的存量指数亦有低估发展中国家的金融开放度的可能性。因此，我们建议在横向考察比较各国的金融开放进程时，可兼用以官方汇率

和购买力平价折算的两类指数来多角度、客观审慎地衡量各国的金融开放程度。

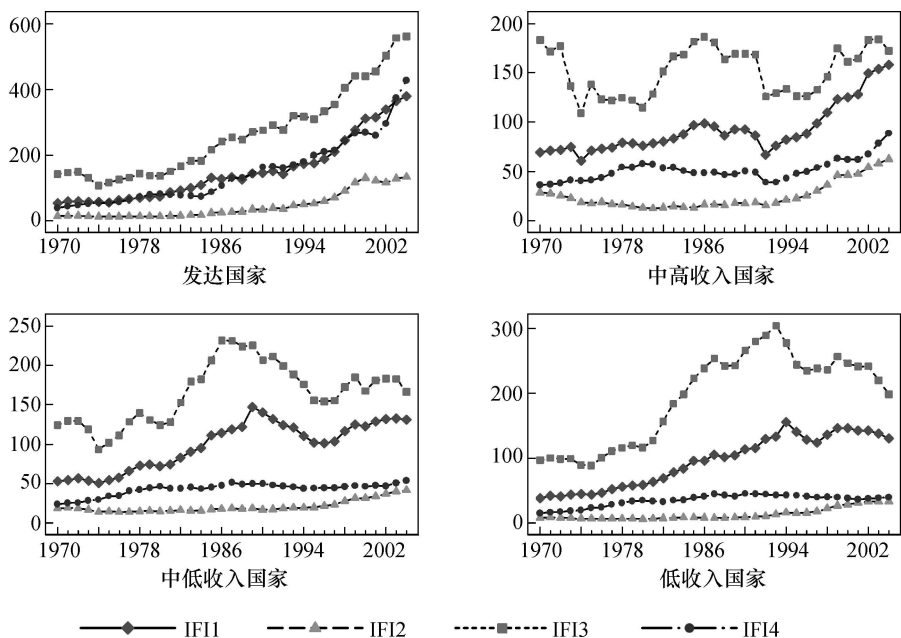


图1 各组国家存量指数 IFI1、IFI2、IFI3 和 IFI4 平均走势图

以官方汇率折算的美元 GDP 作比例因子的指数在用于纵向比较一个国家的金融开放度的发展趋势时也会遇到难题：当一个国家在金融危机中遭遇大幅度货币贬值时，其按官方汇率折合的美元 GDP 数值会剧烈缩减，从而导致该指数大幅攀升。图 2 的上半部中描述的印尼在 1998 年、阿根廷在 2002 年前后的 IFI1 指数的走势正是呈现了如此情形。事实上，身处危机中的国家往往因遭遇资本抽逃而不得不恢复或加强官方管制手段，以至于其开放程度急剧下降，但是 IFI1 指数却给出金融开放程度冲高的错误信号。图中的 IFI4 却没有出现类似现象。图中亦可看出 IFI1 的波动性比 IFI4 大，其原因在于按官方汇率折算的美元 GDP 数值的波动性通常比 PPPGDP 大许多，因此以前者作比例因子的指数在判断各国金融开放的纵向走势上的稳定性较差，容易导致相关经验研究中回归结果的偏差。

以上分析可见，无论在跨国横向还是跨时纵向的比较分析中，以 PPPGDP 作比例因子的存量指数都能克服以按官方汇率折算的美元 GDP 作比例因子的指数的一些欠缺，是对后者的一个合理的补充，为我们客观考察各国的金融一体化进程提供了一个有益的视角。

2. 总体存量指数与个项存量指数的走势差异

IFI1、IFI3 和 IFI4 衡量了一国的所有金融资产和负债的存量之和占年度经济规模或进出口总值的比重，反映的是综合的金融开放水平。图 1 中发达

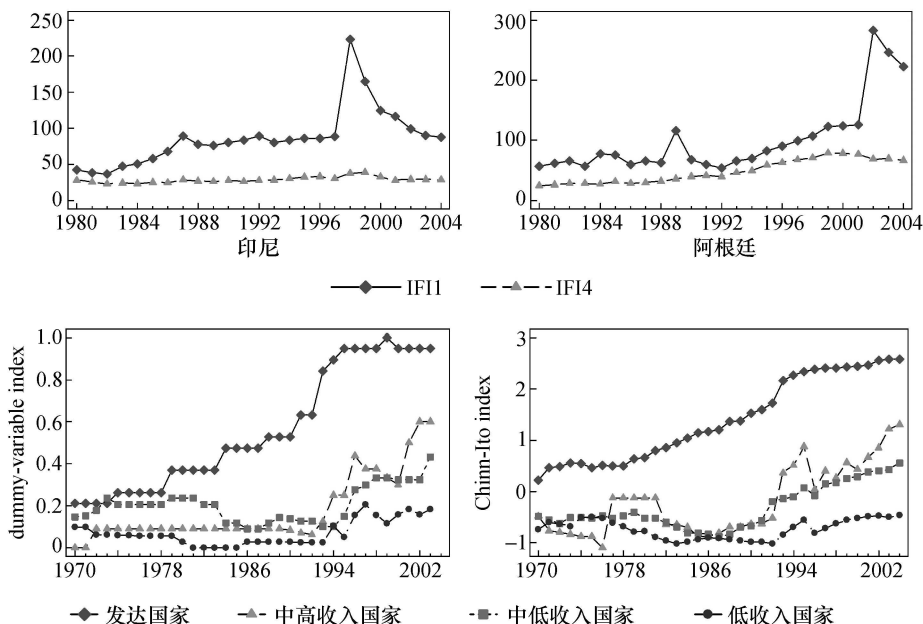


图 2 IFI1 和 IFI4 的可靠性对比/法定的金融开放走势

国家的 IFI1、IFI3 和 IFI4 各指数在过去的三十多年中大幅上升的势头显而易见，中高收入国家的各指数在 90 年代也明显上升，然而中低与低收入国家的 IFI1 和 IFI3 在 90 年代之前逐步上升，在最近的十多年里却起伏不定，甚至呈下降态势。

各类资产与负债存量的走势是否也都如此呢？图 3 中分别描绘了各组国家的股本证券投资、外国直接投资、债务类投资的资产与负债存量以及官方储备资产存量占 PPPGDP 的百分比等各项存量指数的平均走势图。图中可见各组发展中国家的债务类投资的负债存量水平远高出其他六项资产或负债的存量水平，并且表现出与后者的上升趋势不一样的特征：其中中高收入国家的该项指标在 1982 年前后达到高位，随后在 80 年代持续下降；中低收入及低收入国家的该项指标在过去的三十多年中呈现“八”字形的持续上升与持续下降的走势。可见，总体存量指数 IFI1 和 IFI3 指标所表现出的发展中国家的金融开放程度在近年不升反降的趋势主要由其外债规模的走势所主宰，这些国家曾历经的债务危机掩盖了其他类金融资产交易所反映出的金融开放程度上升的趋势。Lane and Milesi-Ferretti (2003) 指出，债务类投资规模可能受各类与金融开放无关的因素的影响较大，因此设计了仅考虑权益类投资的指数 IFI2。图 3 中所反映的事实支持了这种观点。鉴于债务类投资资产并未表现出类似于债务类投资负债的异常走势，我们认为在以上存量指数 IFI1—IFI4 之外，我们还可以通过剔除了债务类投资负债的指数来从多角度考察各国的金融开放进程。

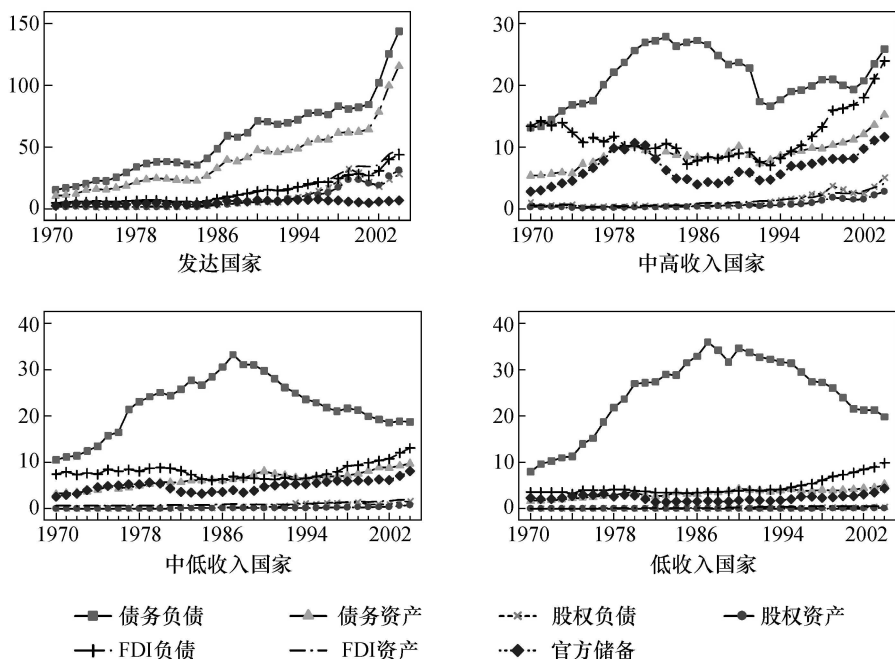


图3 各类跨境资本的资产存量 and 负债存量走势图

3. 广义与狭义的金融开放

图3中官方储备资产存量的走势提示我们应从广义与狭义两个角度分别审视金融开放这一概念。亚洲金融危机发生后,以央行外汇储备为主力的官方资本流动在中国、日本、俄罗斯等一些国家的国际资本流动中占据了越来越大的份额,对国际资本市场上的资产价格日益显出举足轻重的影响。官方资本交易加大了这些国家的国际投资头寸,提升了这些经济体和国际资本市场的联结程度。Prasad et al. (2003a, 2003b)曾指出,金融一体化或金融整合(international financial integration)程度指的是一个经济体与国际资本市场的联结与融合的程度,金融全球化(financial globalization)则是指世界各国、各区域的资本市场的联结与融合程度日益提高的趋势。显然,这些概念包含了官方储备资产的交易,是广义的金融开放概念。然而央行外汇储备的交易常出自阻缓本币升值、防范金融危机的考量,而非出于开放资本市场的动因;资本流动性、资本市场开放程度、资本账户可兑换性等传统的指标概念一般反映的是私人资本进出境的难易程度,并不涉及官方资本,因而是狭义的金融开放的概念。在实证研究中,广义和狭义的金融开放指数都各有所用。例如,广义的金融开放指数适用于综合考察一个经济体与国际资本市场的联结与融合程度、本国与国际资本市场的双向影响力;在研究一个国家实施金融自由化的政策——放松资本管制、开放本国金融市场——的举措的效果时,则应采用狭义的金融开放指数。显然,涵盖了官方资本的 IFI1、

IFI3 和 IFI4 等是广义的金融开放衡量指数。除此之外，我们还应构造若干狭义的金融开放指数，以满足不同的研究需求。

此外，在以国家总体经济规模作为比例因子的指数的基础上，我们还可以补充若干以进出口总量作为比例因子的指数：经常项目下的进出口贸易的增长是推动金融资产交易规模扩大的重要因素，并且进出口贸易的增长会直接导致贸易信贷、存款等债务类投资存量的增加，因此以进出口总量作为比例因子的指数可反映一个国家的金融开放相对于贸易开放的程度。

根据以上分析，我们建议在上述存量指数 IFI1—IFI4 之外，还可以增加以下存量指数⁴来多角度、更全面地衡量各国的金融开放进程：

$$(1) IFI5 = 100 \times \frac{STOCKA + STOCKL + FDIA + FDIL + DEBTA + RES}{PPPDP}$$

$$(2) IFI6 = 100 \times \frac{STOCKA + STOCKL + FDIA + FDIL + DEBTA}{PPPDP}$$

$$(3) IFI7 = 100 \times \frac{STOCKA + STOCKL + FDIA + FDIL}{PPPDP}$$

$$(4) IFI8 = 100 \times \frac{STOCKA + STOCKL + FDIA + FDIL + DEBTA + RES}{X + M}$$

$$(5) IFI9 = 100 \times \frac{STOCKA + STOCKL + FDIA + FDIL + DEBTA}{X + M}$$

$$(6) IFI10 = 100 \times \frac{STOCKA + STOCKL + FDIA + FDIL}{X + M}$$

其中，IFI6、IFI7、IFI9 和 IFI10 是狭义的金融开放衡量指数；IFI5 和 IFI8 是广义的金融开放衡量指数；IFI7 和 IFI10 是以权益类投资的资产和负债存量来衡量金融开放的指数；IFI8、IFI9 和 IFI10 是以进出口总值为比例因子的金融开放衡量指数。

(三) 关于 FH 系数的一个探讨

多年来对于 FH 系数作为金融开放的衡量指标的合理性一直存在争议，诸多经验研究得到的 FH 系数偏高的结果与其他金融开放衡量方法所反映出的世界金融市场加速融合的结论相抵触，被 Obstfeld and Rogoff (2000) 列为国际金融领域的六大经典谜题之一。本文无意参与其中的争论，而是专注于提出并考察关于这一指数的通行算法的一个疑问：在估计 FH 系数的回归方程中，应该用国内储蓄率还是国民储蓄率作为回归自变量？两者的估计结果的差距有多大？Feldstein and Horioka (1980) 以及绝大多数的后续论文中使用的是前者。然而从理论上讲，可供一个国家的居民进行投资的资金流应

⁴ 衍生工具的数据缺漏很多，且多数发展中国家的衍生工具存量占 GDP 比重的数额甚为微小，因此在各指标中不予采用。

是国民储蓄而非国内储蓄,国民储蓄减去投资所得到的经常项目差额是衡量一个国家的国际借贷净额大小与方向的指标;国内储蓄减去投资所得到的贸易差额并非国际借贷的衡量指标,它与经常项目差额之间的差距是净收益和净经常转移,差距数额对于挪威、加拿大、瑞典等发达国家和许多发展中国家都不是小数目。因此我们认为 FH 系数的估算应基于国民储蓄率而非国内储蓄率。我们将考察两者所计算的 FH 系数之间的差别,并与其他指数的衡量结果进行比较。

四、金融开放的实证分析

本节将运用虚拟变量指数、Chinn-Ito 指数、IFI1—IFI10 等存量指数以及 FH 系数等多种衡量指数,分别从小组和单个国家两个层面上考察以下问题:这些指数反映出怎样的金融全球化进程?法定的与实际的金融开放程度有何不同?广义的和狭义的金融开放指标有多大差异?基于不同储蓄率的 FH 系数有何区别?这些指数的衡量结果的一致性如何?

(一) 法定的金融开放走势特征

图 2 下半部描绘了各组国家的虚拟变量指数和 Chinn-Ito 指数的平均走势。发达国家的两种指数均逐年稳步攀升,并在近期达到了最高位。三组发展中国家的平均虚拟变量指数和平均 Chinn-Ito 指数自 20 世纪 70 年代末至 80 年代中后期均历经了漫长的曲折下降的过程,直至 90 年代初才重拾上升势头。Chinn-Ito 指数的下降及恢复攀升的程度都比虚拟变量指数更明显,其中中高与中低收入两组国家的这一指数在 1986 年前后就止跌回升,随后一直保持较强的上升势头,且在近些年已明显高于 70 年代曾经达到的历史高位;低收入国家的这一指数在 1992 年之前一直下降,虽然自 1993 年以来明显回升,但仍未超出 70 年代的历史最高水平。两个指数有一个明显不同:从虚拟变量指数来看,中高收入国家在 1993 年以前的平均法定金融开放水平一直低于中低收入国家;从 Chinn-Ito 指数来看,则在大多年份里前者高于后者或两者持平。这些走势反映了发展中国家放宽资本管制的曲折道路:80 年代的债务危机导致发展中国家纷纷重拾资本管制,法定的金融开放度下降;进入 90 年代后多数发展中国家放宽了资本管制,法定的金融开放度有了明显提升。值得注意的是,图中显示了在 70 年代初期,包括发达国家在内的各组国家的两个指数相差都不大,直至 90 年代初期,三组发展中国家的两个指数均颇为接近,难分高下;然而自 1993 年以来,法定的金融开放度与平均收入水平的正向关系日趋明显,其中以非洲国家为主的低收入国家的平均开放水平明显滞后于其他国家。近年来对于金融开放是否促进经济增长这一热点问题,诸多经验研究均未得到肯定的结果(Grilli and Milesi-Ferretti, 1995; Rodrik,

1998; Edison et al., 2002)。这里观察到的现象提示我们,对这一问题的经验研究应该分期进行:或许在较早期发展中国家本身的市场力量和制度较为弱小,世界金融市场也处于幼稚期,经济全球化尚未形成气候,当时的金融开放并未能给发展中国家带来经济增长的效益;而在近十多年来的新一轮金融全球化的浪潮中,金融开放给发展中国家带来了成长的机遇。

(二) 从存量指数看金融全球化的趋势特征

1. 金融全球化的总体趋势特征

图 1 中可看出,若从总国外资产和负债的角度审视金融开放,那么无论是以官方汇率 GDP、购买力平价 GDP 还是贸易规模作比例因子,IFI1、IFI2 和 IFI4 都显示了相似的走势:发达国家的平均金融开放程度基本上保持了一路稳步上升的走势,只是在某些年份略有转折;中高收入国家的平均金融开放程度在 1993 年以前曾升降起伏,但自 1993 年起一直保持了上升的趋势;中低收入国家的各项指数在 1996 年之后略显上升态势,但总体水平远低于在此之前的历史高位;低收入国家的各项指数在直至 90 年代初期呈上升态势,在近十年中却是下降的。

图 4 描绘了以 IFI5、IFI6 和 IFI7 指数所反映的金融全球化图景。IFI8、IFI9 和 IFI10 指数与 IFI5、IFI6 和 IFI7 指数的走势自 80 年代中期以来基本一致,为节省篇幅,我们在此略去其走势图。与 IFI1、IFI2 和 IFI4 的曲折起伏甚至不升反降的走势不同,不论对于发达国家还是发展中国家,这些指数在

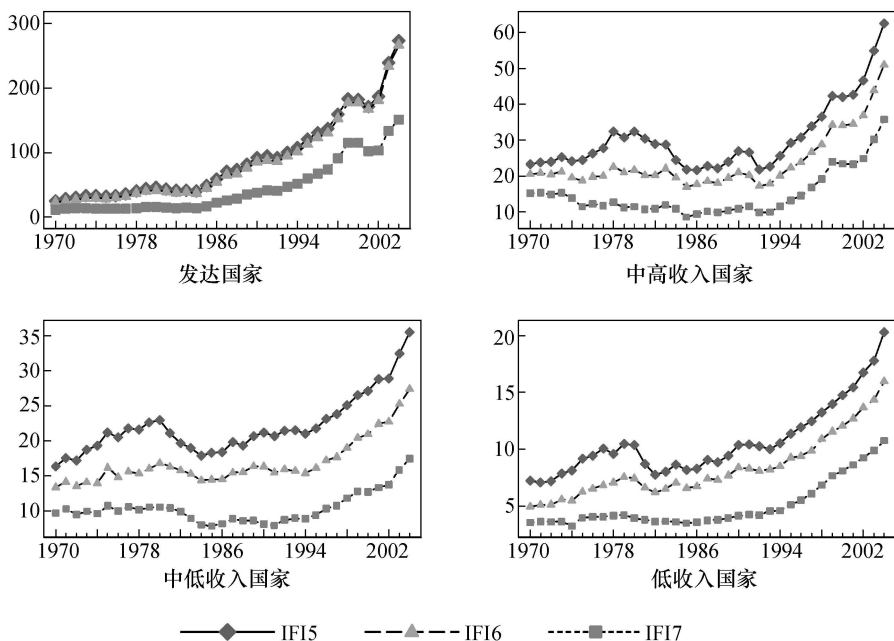


图 4 各组国家存量指数 IFI5、IFI6 和 IFI7 平均走势图

80年代初期之前曲折下降,但自80年代中期以来均呈现了明显的上升态势,可见,若剔除了债务类投资负债的影响,则无论从广义还是狭义的角度来考察,无论是相对于PPP GDP的规模还是相对于贸易开放度,各组国家的平均金融开放程度都有了明显的提高。不过,发达国家的各项指数远远高于发展中国家的水平。例如,IFI5从70年代初的25%上升至2004年的273%;同一期间,中高收入国家的平均IFI5从23%上升至63%,中低收入国家由16%上升至36%,而低收入国家则由7%上升至20%。图中IFI5和IFI6两条曲线之间的差别是由官方储备资产所引致的,反映的是广义的和狭义的金融开放度的差别,这一差别对于发达国家很小,对于发展中国家却一直相当大,显示出区分两者的重要性。若仅比较狭义的金融开放程度,则发展中国家与发达国家的差距还要加大许多。从表2中列出的各组国家的各个指数平均值也可清晰地看出过去三十多年来金融全球化的上升路径。

表2 各组国家 Chinn-Ito 指数、IFI6 和 IFI7 的平均水平

年	平均 Chinn-Ito 指数				平均 IFI6				平均 IFI7			
	发达 国家	中高 收入 国家	中低 收入 国家	低收入 国家	发达 国家	中高 收入 国家	中低 收入 国家	低收入 国家	发达 国家	中高 收入 国家	中低 收入 国家	低收入 国家
1970	0.2	-0.5	-0.5	-0.7	23.1	20.5	13.4	5.0	84.1	98.4	53.7	29.9
1975	0.5	-0.9	-0.5	-0.5	28.8	18.7	16.2	6.3	62.1	60.2	37.1	23.7
1980	0.7	-0.1	-0.5	-0.8	41.8	21.7	16.8	7.4	69.9	37.2	36.4	24.9
1985	1.1	-0.9	-0.8	-0.9	45.0	17.0	14.5	6.6	108.5	50.7	56.3	35.1
1990	1.5	-0.6	-0.7	-1.0	85.4	21.0	16.4	8.4	144.8	64.0	57.6	42.7
1995	2.3	0.9	0.1	-0.6	113.4	22.4	16.1	9.3	176.9	58.4	50.9	47.1
2000	2.4	0.4	0.3	-0.5	177.3	34.0	21.0	12.1	286.1	89.2	73.3	66.7
2004	2.6	1.3	0.6	-0.5	266.2	51.0	27.4	16.0	345.6	99.1	82.9	70.3

2. 金融全球化的结构性特征

从图3中可看出,自20世纪70年代初以来,发达国家的债务类投资资产存量从占PPP GDP的10.3%攀升至115.3%,债务类投资负债的这一比例从15.2%上升至143.5%,均远超出其他类投资的资产或负债存量的比重,是推动发达国家金融一体化的主要驱动力。外国直接投资的资产与负债、股本证券投资的资产与负债的存量占PPP GDP的比重逐年稳步上升,90年代以来上升速度明显加快,但在2001—2002年因美国等主要资本市场上股价下跌有一个回落。官方储备资产占PPP GDP的规模一直波澜不惊,处于2.3%至7.5%的一个低位,在金融一体化进程中作用甚微。由此可见,主要工业化国家的金融开放进程乃由债务类投资、外商直接投资和股票投资等各类私人金融资本交易的全方位快速发展所共同推进,并且每一种投资形式的资产方和负债方存量几乎同步上升,反映出这些国家的资本流进与流出的平衡扩张。

发展中国家的情形显然不同。外国直接投资负债、债务类投资资产和官方储备资产这三项存量明显高出外国直接投资资产、股本证券投资的资产与负债的存量水平，并且在近年中呈上升态势，其中中高收入国家的升势尤为强劲。除了中高收入国家的外国直接投资负债、股本证券投资的资产与负债的存量水平在近年略有上升之外，中低收入与低收入国家的这三项统计量甚为微小。由此可见，发展中国家的股票市场对世界资本市场的参与度极为微小，对外直接投资亦不具规模，参与金融一体化的进程的主要方式是接受外国直接投资和以官方储备资产及债务类资产形式为国际资本市场提供资金。尤为值得关注的是，在近些年中各组发展中国家的官方储备资产均表现出明显上升的趋势。这一趋势固然在某种程度上提高了发展中国家防御金融危机的能力，但是发展中国家本身资金缺乏，金融体系不健全，若有限的外国直接投资的流入及经常项目盈余以低效益的方式转而流失，其金融开放对经济增长的促进效应终将有限，并不能从根本上提高这些国家的抗金融风险能力。

（三）从FH系数看金融全球化的趋势特征

我们分别以国民储蓄率和国内储蓄率作回归自变量，计算出各组国家逐年的FH系数并在图5中作了描画。⁵图中可见，各组国家的两种算法所得出的FH系数的走势均基本一致，但是以国内储蓄率计算的系数FH2绝大多数情况下都明显低于以国民储蓄率计算的系数FH1，可见前者存在高估金融开放程度的风险。与虚拟变量指数、Chinn-Ito指数以及各存量指数的走势相吻合，除去20世纪80年代中期的若干年份以外，发达国家的FH1和FH2系数呈现了一路下降的总体趋势，自2000年以来甚至低至0.057以下，几乎达到了Feldstein and Horioka (1980)中FH系数为0的资本完全自由流动的判断标准。中高收入国家的FH1和FH2系数在1990年之前呈总体上升的趋势，在此之后则呈总体下降趋势；其他两组发展中国家的FH1和FH2系数均呈现出长期下降的趋势，与虚拟变量指数、Chinn-Ito指数以及IFI5—IFI10各存量指数的走势大致吻合。但是与存量指数稳步上升的走势相比，发展中国家的FH系数在短期的曲折起伏也显而易见。这一差异不难理解：各国的投资率和储蓄率存在短期波动性，导致FH系数的稳定性自然不如存量指数，中长期的平均投资率和储蓄率或许更适用于对FH系数的估算。此外，FH系数是以流量为基础的衡量指标，实际上反映的是经常项目差额的大小，亦即国际间资本借贷净值的大小，因此难免和反映国际间资本借贷总值的存量指数不尽一致。不过，FH系数的走势基本上映衬了法定的金融开放指数以及

⁵ 由于早期的投资率与储蓄率的数据缺失较多，我们对每组国家仅从数据较完备的年份开始描画。

IFI5—IFI10 各存量指数所反映出的近年来世界各国金融开放程度整体上升的趋势。

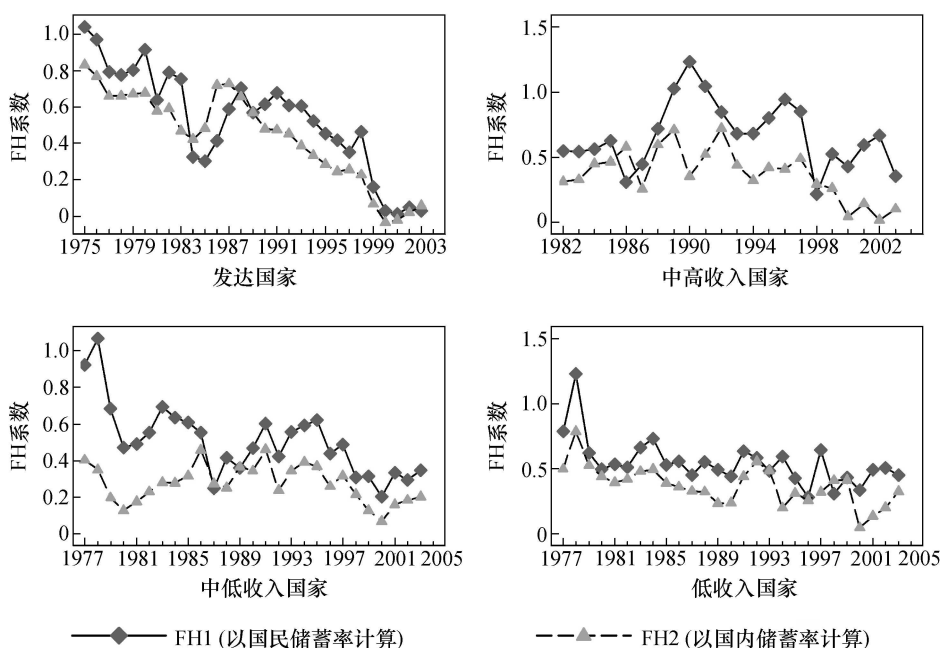


图5 各组国家FH系数平均走势图

(四) 单个国家的金融开放进程考察

在对各组国家的平均金融开放走势进行多角度的透视之后，我们将对单个国家的金融开放进程进行更细致的考察：法定的金融开放度高的国家，其实际的开放度是否也高？对于各个国家，Chinn-Ito指数、存量指数和FH系数是否反映出一致的走势特征？

表3中第2栏是Chinn-Ito指数和狭义的金融开放存量指数IFI6的相关系数。除了韩国、荷兰和南非等国外，发达国家和中高收入国家的相关系数普遍较高，多在0.8以上。32个中低收入国家中，17个国家的相关系数在0.5之上，15个国家在-0.55至0.39之间。38个低收入国家中，28个国家的相关系数低于0.5，平均仅为-0.14；10个国家在0.5之上，平均为0.7。由此可见，发达国家和中高收入国家的法定的与实际的金融开放程度在过去三十多年中趋于同步上升；低收入国家的法定的和实际的金融开放度步调不一致的可能性较大，有可能是资本管制没有松动而实际的金融开放度有了提高，亦有可能是资本自由化的政策并没有带来实际的跨境资本交易的增长。

表 3 各国的金融开放指数趋势对照

国 家	IFI6, Chinn-Ito 相关系数	1970—	1995—	1970—	1995—	1970—	1995—	一 致性
		1994 平均 Chinn-Ito 指数	2004 平均 Chinn-Ito 指数	1994 平均 IFI6 指数	2004 平均 IFI6 指数	1994 FH 系数	2004 FH 系数	
发达国家								
澳大利亚	0.53	0.98	1.68	35.08	89.81	0.64***	0.54	#
奥地利	0.79	1.25	2.66	42.35	133	0.82***	-1.02**	#
比利时	0.53	1.46	2.24	126.62	384.78	0.49***	0.54***	fh
加拿大		2.66	2.66	65.31	118.17	0.78***	0.2	#
丹麦	0.84	0.6	2.66	50.7	195.24	0.47**	0.02	#
芬兰	0.7	1.02	2.66	26.3	195.82	0.95***	0.43***	#
法国	0.9	0.07	2.66	54.65	211.46	0.94***	0.43*	#
德国		2.66	2.66	51.63	154.69	0.7***	1.61	#
希腊	0.88	-0.96	1.48	21.5	46.13	0.92***	1	fh
意大利	0.85	-0.34	2.66	23.98	90.3	0.85***	-0.26**	#
日本	0.71	1.94	2.52	35.99	97.03	0.8***	1.21***	#
荷兰	0.43	2.19	2.66	117.2	362.22	0.68***	-0.08	#
新西兰	0.83	1.04	2.66	26.55	95.24	0.56**	0.34	#
挪威	0.8	0.17	2.38	36.68	161.46	0.59	-0.51*	#
葡萄牙	0.85	-0.65	2.57	14.18	103.27	0.53**	0.01	#
西班牙	0.9	-0.09	2.07	17.7	97.26	1.02***	2.22*	#
瑞典	0.95	1.3	2.57	51.69	280.91	0.75***	-0.11	#
英国	0.65	1.3	2.66	122.3	348.26	0.51***	0.26	#
美国		2.66	2.66	35.4	105.3	0.63***	0.37*	#
中高收入国家								
阿根廷	0.61	-0.67	0.9	8.12	34.58	0.74***	-0.17	#
智利	0.61	-1.35	-0.14	26.63	57.14	0.57***	0.73	fh
捷克				16.15	32.63		0.61**	
爱沙尼亚				6.5	41.78		-0.13	
匈牙利	0.9	-0.97	1.1	3.89	31.03	0.45***	0.69**	fh
以色列	0.8	-0.42	0.74	29.42	59.19	0.47*	1.88***	#
韩国	0.3	-0.63	-0.56	7	26	0.45***	0.48	fh
拉脱维亚				7.93	26.43		1.46***	
立陶宛				2.5	12.14		0.08	
毛里求斯	0.92	-1.33	1.58	2.92	12.73	0.45**	0.13	#
阿曼	0.6	2.66	1.93	33.13	22.97	0.45***	-0.35**	fh
波兰	0.77	-1.08	-0.52	3.09	14.18	0.79***	0.86	fh
斯洛伐克共和国				18.45	22.81		0.22	
斯洛文尼亚				23.6	30.39		0.9	
南非	0.26	-1.14	-0.98	16.3	28.9	0.92***	-0.06	#
特立尼达和多巴哥	0.73	-0.34	2.49	60.62	84.78	0.46***	-0.26	#

(续表)

国 家	IFI6, Chinn-Ito 相关系数	1970— 1994 平均 Chinn-Ito 指数	1995— 2004 平均 Chinn-Ito 指数	1970— 1994 平均 IFI6 指数	1995— 2004 平均 IFI6 指数	1970— 1994 FH 系数	1995— 2004 FH 系数	一 致 性
中低收入国家								
阿尔巴尼亚			-0.04	4.1	9.36	0.72***	0.63**	
阿尔及利亚	-0.54	-1.52	-1.08	7.03	6.14	1.08***		
阿塞拜疆	0.13		-0.67		22.35		0.62	
贝拉				1.6	4.09		0.67*	
博茨瓦纳	0.22	-0.25	0.89	26.71	19.7	-0.28	0.5	ch
巴西	0.71	-1.72	-0.96	7.14	19.38	0.57***	0.04	#
保加利亚	0.93		-0.99	11.05	16.39	0.74***	1.01	
中国	0.58	-1.28	-1.08	3.89	10.52	0.6*	0.79***	fh
哥伦比亚	0.85	-1.65	-1.15	6.31	11.98	-0.04	1.45***	fh
哥斯达黎加	0.57	-0.92	1.07	14.92	21.24	0.09	1.18***	fh
多米尼加共和国	0.59	-1.47	-1.03	8.49	13.62	0.54***	0.11	#
厄瓜多尔	0.39	0.1	0.2	7.68	20.22	-0.01	0.41	fh
埃及	0.62	-1.67	1.62	10.07	15.38	0.49*	0.06	#
萨尔瓦多	0.65	-1.28	2.11	6.52	13.04	0.67***	0.5**	#
加蓬	0.83	-0.13	-0.98	40.07	18.85	0.21	-0.3	fh
危地马拉	-0.02	0.23	1.87	11.36	13.68	0.79***	1.3***	#
印尼	-0.38	1.92	1.62	4.7	6.5	0.46**	1.49***	ifi
牙买加	0.3	-0.89	2.13	57.74	70.96	0.5***	0.11	#
约旦	0.1	-0.75	1.89	23.32	19.03	0.53***	0.27	ifi
哈萨克斯坦				4.8	20.34		0.75***	
马其顿	0.85		-0.52	2.45	9.13		0.09	
马来西亚	-0.07	1.64	0.37	30.33	51.86	0.62**	0.46	ch
墨西哥	0.05	1.03	1.06	10.02	25.83	0.11	0.94***	fh
摩洛哥		-1.33	-0.98		21.3	-0.57***	0.35***	
纳米比亚	0.56	-1.72	-1.08	15.48	43.31	1.18***	0.52***	#
尼加拉瓜		0	2.11			-0.13	0.74***	
巴拉圭	0.54	-1.09	1.04	8.6	11.67	0.16	0.07	#
秘鲁	0.78	-0.58	2.47	7.94	19.27	0.74***	-0.13	#
菲律宾	0.84	-0.82	0.33	5.61	11.61	1.31***	-0.11	#
罗马尼亚	0.74	-1.48	-0.25	4.62	8.93			
俄罗斯联邦			-0.69	10.3	24.38		0.16	
斯里兰卡	0.61	-0.9	0.33	3.8	6.05	0.82**	0.68	#
斯威士兰	-0.55	-0.13	-0.98	28.51	38.84	-0.37*	-0.15	ifi
叙利亚	-0.11	-1.65	-1.66	7.88	32.5	0.44**	0.37	ch
泰国		-0.04	-0.04	5.97	16.14	1.04***	3.35**	#

(续表)

国 家	IFI6, Chinn-Ito 相关系数	1970— 1994 平均 Chinn-Ito 指数	1995— 2004 平均 Chinn-Ito 指数	1970— 1994 平均 IFI6 指数	1995— 2004 平均 IFI6 指数	1970— 1994 FH 系数	1995— 2004 FH 系数	一 致性
中低收入国家								
突尼斯	0.34	-0.96	-0.98	20.14	25.7	0.81***	0.74**	ch
土耳其	0.18	-0.99	-0.98	3.98	11.12	0.74***	0.66	#
乌克兰				1.1	4.79		-0.08	
乌拉圭	0.88	0.36	2.19	19.66	45.1	1.03***	0.29	#
委内瑞拉	0.19	0.51	1.08	32.18	57.62	0.68***	0.15	#
低收入国家								
安哥拉	0.63	-1.72	-1.15	8.81	42.42	0.38***	0.17	#
孟加拉国	0.33	-1.57	-0.98	1.31	1.74	0.64***	0.62***	#
贝宁	-0.63	-0.14	-0.98	5.62	14.81	-0.24	0.04	ifi
玻利维亚	0.28	0.6	1.4	9.51	29.54	0.34*	0.41	fh
布基纳法索	-0.46	-0.23	-0.98	2.05	4.34	0.59***		
柬埔寨	0.19	-1.72	-0.86	4.4	11.57		0.28***	
喀麦隆	-0.27	-0.39	-0.98	8.77	8.85	0.97***		
乍得	-0.34	-0.74	-0.98	5.66	13.95	0.72***		
刚果民主共和国	0.04	-1.11	-0.9	2.61	2.67			
科特迪瓦	-0.48	-0.46	-0.98	12.09	21.7	0.77***	-0.16	ch
埃塞俄比亚	-0.16	-1.13	-1.08	2.59	5.89	0.66***	0.06	#
格鲁吉亚	0.56		1.5	0.9	9.57		0.55***	
加纳	0.48	-1.48	-0.98	7.52	9.26	0.88***	0.27	#
几内亚	-0.45	-1.08	-1.21	1.08	3.59	0.05	0.88***	ifi
海地	0.01	0.39	1.09	4.12	5.13	0.57**	0.61***	fh
洪都拉斯	-0.01	0.45	0.1	13.65	21.5	0.95***	0.74***	ch
印度	0.22	-1.08	-0.98	0.87	2.46	1.18***	0.64**	#
肯尼亚	-0.69	-1.16	0.97	10.63	6.46	0.29	0.79**	ch
吉尔吉斯斯坦				1.37	8.09		0.03	
老挝	0.9	-1.11	-0.74	2.03	8.88	-0.34		
马达加斯加	0.7	-1.07	-0.25	3.42	7.66	0.23	0.63***	fh
马拉维	-0.22	-1.08	-0.98	9.48	8.54	0.54**	0.32**	ifi
马里	-0.66	-0.16	-0.98	2.63	8.49	0.6***	0.94**	ifi
摩尔多瓦	-0.71		-1.04	2.5	13.67		-0.14	
莫桑比克	0.75	-1.54	-1.08	3.25	11.11	1.69***	1.05	fh
尼泊尔	0.25	-1.08	-0.98	1.42	2.13	0.06	0.1	fh
尼日尔	0.34	-0.52	-0.84	6.99	8.16	0.9***	0.78***	ch
尼日利亚	0.06	-1.19	-0.9	19.26	31.41	0.2	0.1	#
巴基斯坦	-0.01	-1.13	-1.15	2.57	4.45	0.27**	-0.13	ch
巴布亚新几内亚	-0.19	-0.04	-0.98	22.95	23.58	-0.24*	0.24	ifi

(续表)

国 家	IFI6, Chinn-Ito 相关系数	1970— 1994 平均 Chinn-Ito 指数	1995— 2004 平均 Chinn-Ito 指数	1970— 1994 平均 IFI6 指数	1995— 2004 平均 IFI6 指数	1970— 1994 FH 系数	1995— 2004 FH 系数	一 致性
低收入国家								
卢旺达	0.71	-1.04	-0.98	6.47	8.35	0.19	0.19	#
塞内加尔	-0.56	-0.14	-0.98	11.44	14.2	0.34***	0.93***	ifi
苏丹	0.36	-1.44	-0.65	5.28	5.05	1.11**	0.23	ifi
坦桑尼亚	0.01	-1.05	-1.02	9.14	16.43	0.15	0.37**	fh
多哥	-0.83	-0.82	-1.08	11.03	12.23	0.72**	1.12**	ifi
乌干达	0.74	-1.14	1.71	3.76	6.38	0.69**	0.77***	fh
越南	0.8	-1.6	-1.08	2.45	10.39		0.19	
赞比亚	0.69	-1.24	1.81	15.23	33.36	0.05	-0.2	#
津巴布韦	0.65	-1.67	-1.21	2.06	4.14	0.54**		

注：# 表示 3 种指数的变动方向一致；fh、ifi、ch 分别表示 FH 系数、IFI6、Chinn-Ito 指数与另外两种指数的变动方向相反；***、**、* 分别代表 FH 系数在 1%、5%、10% 的水平上显著。表中空白项的原因为数据缺失或不适用。

图 3—图 5 均显示出各组国家平均的金融一体化进程在近年来加快了步伐。为了考察单个国家的情形，我们将所有年份分为 1970—1994 年和 1995—2004 年两个时期，分别求得每个国家在这前后两期的 Chinn-Ito 指数、IFI6 指数和 FH 系数 (FH1) 的平均值，并比较这些系数的变化方向是否一致。计算结果列在表 3 的第 3—9 栏中。根据 Feldstein-Horioka 的观点，前后两期 FH 系数大小的变化将揭示出资本流动性的增减：FH 系数与 1 偏离越远，说明储蓄率与投资率的差距越大——或者是剩余的储蓄流向国外，或者是旺盛的投资需引入国外资本——从而资本流动性越高。由于数据缺失，只有 85 个国家的前后两期的三种指数的数值都存在。其中 45 个国家的三种指数一致反映了金融开放程度上升的趋势；另有 28 个国家的两种指数显示了金融开放程度上升的趋势，例如其中 18 个国家的 Chinn-Ito 指数和 IFI6 指数均显示了金融开放度上升的趋势，但与 FH 系数走势相反；不存在三种指数一致指示金融开放程度下降的国家。由此可见，与各项指数的平均走势相一致，在近期多数国家的法定与实际的金融开放程度都上升了。

表 3 的数据表明，各种指数在对单个国家的金融开放的衡量上的差异是不可忽略的：11% 的国家的 Chinn-Ito 指数与 IFI6 及 FH 系数的变化方向相反；36% 的国家的两种实际的金融开放度指数的变动方向不一致。这些差异支持了从多个角度考察金融开放进程的必要性，否则容易得出片面的结论。尤为值得注意的，法定的金融开放度相同的国家，其实际开放程度有可能相去甚远。许多国家与国际资本市场的实际整合程度比法定的开放度高出许多，但也有相反的例子，如阿尔及利亚、博茨瓦纳、孟加拉、苏丹等国家，在近

年它们的平均 Chinn-Ito 指数上升了，而 IFI6 所衡量的实际的金融开放程度却下降了。

从表3中还可看出，伴随 Chinn-Ito 指数和 IFI6 指数的上升，多数国家的 FH 系数与 1 的偏离变大了。例如美国从 0.63 下降至 0.37，法国从 0.94 下降至 0.43，印度从 1.18 降至 0.64。但是一些 Chinn-Ito 指数和 IFI6 指数都上升的国家，它们的 FH 系数却更接近于 1 了。如中国的 Chinn-Ito 指数从 -1.28 升至 -1.08，IFI6 指数由 3.89 大幅上升至 10.52，FH 系数却从 0.6 上升至 0.79。其他类似情形的国家还有比利时、匈牙利、海地、乌干达等。92 个国家中，共有 23 个国家的 FH 系数的变动方向与 Chinn-Ito 指数和 IFI6 指数的共同趋势不一致。这些结果以及图 5 中 FH 曲线所呈现的短期波动性都表明，在衡量资本流动性的短期变化上，FH 系数的可靠性较为有限。

五、结 论

金融全球化的浪潮正在深刻影响世界经济的走向与格局。发达国家和发展中国家分别走过了怎样的金融一体化历程？本文通过对 114 个国家的实证研究发现，目前国际流行的若干指数在横向和纵向比较各国的金融开放水平时存在一些偏差。本文探讨了广义与狭义的金融开放的区分，比较了不同比例因子和变量选择对相关指数的稳定性与可靠性的影响，并考察了各类投资资产和负债存量的不同走势。在此基础上我们提出了一系列修正性和补充性的指数，并以这些指数从不同的视角对世界的金融开放进程进行了透视。我们发现，20 世纪 90 年代以来，若以综合存量指数衡量，较低收入的发展中国家的金融开放度是趋于下降的；若撇开外债的因素，发展中国家的金融开放程度虽然仍远远落后于发达国家，但却呈现明显上升的趋势。一些值得注意的观察是：早期的金融开放似与经济的发展水平关系不大，但近十余年来，金融开放程度与收入水平的正向关系趋于明显。此外，发达国家和发展中国家的金融一体化的渠道有着明显差异：发达国家的债务类投资、直接投资及股权类投资等各种私人资本交易的资产和负债存量都有了长足的发展，体现了金融市场的全面发展；发展中国家参与金融一体化的主要渠道是接受外国直接投资以及通过债务类投资和官方储备积累向国际资本市场输出资本，股权类投资的发展尤为落后。由此可见，虽然发展中国家的法定与实际的金融一体化程度都有了明显的提高，但是其金融市场的发展是落后和不平衡的。值得关注的是，亚洲金融危机之后，发展中国家的官方储备资本的囤积虽然提高了这些国家与国际资本市场的联结程度，提高了其防范金融危机的能力，

但是宝贵资金的流失与低效率使用并不利于提升这些国家的经济实力,并不能从根本上提高这些国家的经济与金融安全系数。发展中国家更应致力于促进本国金融市场的良性发育和健康成长,以稳健、可持续的方式参与金融全球化的进程。

附录:数据信息

1. 本文的数据样本共有 114 个国家,其中

发达国家:美国,英国,奥地利,比利时,丹麦,法国,德国,意大利,荷兰,挪威,瑞典,加拿大,日本,芬兰,希腊,葡萄牙,西班牙,澳大利亚,新西兰。

中高收入国家:阿根廷,智利,捷克,爱沙尼亚,匈牙利,以色列,韩国,拉脱维亚,立陶宛,毛里求斯,阿曼,波兰,斯洛伐克,斯洛文尼亚,南非,特立尼达和多巴哥。

中低收入国家:阿尔巴尼亚,阿尔及利亚,阿塞拜疆,白俄罗斯,博茨瓦纳,巴西,保加利亚,中国,哥伦比亚,哥斯达黎加,多米尼克,厄瓜多尔,埃及,萨尔瓦多,加蓬,危地马拉,印度尼西亚,牙买加,约旦,哈萨克斯坦,马其顿,马来西亚,墨西哥,摩洛哥,纳米比亚,尼加拉瓜,巴拉圭,秘鲁,菲律宾,罗马尼亚,俄罗斯,斯里兰卡,斯威士兰,叙利亚,泰国,突尼斯,土耳其,乌克兰,乌拉圭,委内瑞拉。

低收入国家:安哥拉,孟加拉国,贝宁,玻利维亚,布基纳法索,柬埔寨,喀麦隆,乍得,刚果共和国,科特迪瓦,埃塞俄比亚,格鲁吉亚,加纳,几内亚,海地,洪都拉斯,印度,肯尼亚,克立兹共和国,老挝,马达加斯加,马拉维,马里,摩尔多瓦,莫桑比克,尼泊尔,尼日尔,尼日利亚,巴基斯坦,巴布亚新几内亚,卢旺达,塞内加尔,苏丹,坦桑尼亚,多哥,乌干达,越南,赞比亚,津巴布韦。

2. 投资率 (I/Y)、经常项目占 GDP 百分比 (CA/Y)、国内储蓄率 (S/Y) 来源于世界银行《2006 年世界发展指标》(*World Development Indicators 2006*);

国民储蓄率 (NS/Y) 由公式 $NS/Y = I/Y + CA/Y$ 计算得出;

虚拟变量指数和 Chinn-Ito 指数的电子版分别由 A. Mody 和 M. Chinn 提供。

各类跨境投资的资产与负债存量数据来自 P. Lane and G. Milesi-Ferretti。

参考文献

- [1] Bayoumi, T. and A. Rose, "Domestic Saving and Intra-National Capital Flows", *European Economic Review*, 1993, 37(6), 1197—1202.
- [2] Blanchard, O. and F. Giavazzi, "Current Account Deficits in the Euro Area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002, 2, 147—210.
- [3] Chinn, M. D. and H. Ito, "Notes on the Calculation of the Chinn-Ito Financial Openness Variable", Working Paper, 2006, http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Readme_kaopen163.pdf.
- [4] Edwards, S., "Capital Controls, Sudan Stops and Current Account Reversals", NBER Working Paper No. 11170, National Bureau of Economic Research, 2005.

- [5] Feldstein, M. and C. Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, 1980, 90(358), 314—329.
- [6] Frankel, J. A., "International Capital Mobility and Exchange Rate Volatility", Papers 175d, Harvard — J. F. Kennedy School of Government, 1989.
- [7] Frankel, J. A., "Quantifying International Capital Mobility in the 1980s", NBER Working Paper No. 2856, National Bureau of Economic Research, 1991.
- [8] Grilli, V. and G. M. Milesi-Ferretti, "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF Staff Papers*, 1995, 42(3), 517—551.
- [9] Lane, P. and G. M. Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries", *Journal of International Economics*, 2001, 55(2), 263—294.
- [10] Lane, P. and G. M. Milesi-Ferretti, "International Financial Integration", *IMF Staff Papers*, 2003, 50(1), 82—113.
- [11] Lane, P. and G. M. Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities", IMF Working Paper 06/69, 2006.
- [12] Mody, A. and A. P. Murshid, "Growing up with Capital Flows", *Journal of International Economics*, 2005, 65(1), 249—266.
- [13] Obstfeld, M. and K. Rogoff, "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a common Cause?" NBER Working Paper No. 7777, National Bureau of Economic Research, 2000.
- [14] Obstfeld, M. and K. Rogoff, "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", CEPR Discussion Papers 5416, 2005.
- [15] Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei and A. Kose, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", IMF Occasional Paper No. 220, 2003a.
- [16] Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei and A. Kose, "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries", NBER Working Paper No. 10942, National Bureau of Economic Research, 2003b.
- [17] Quinn, D. P., "The Correlates of Change in International Financial Regulation", *American Political Science Review*, 1997, 91(3), 531—551.
- [18] Quinn, D. P., "Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890—1999: A Synoptic View", *International Journal of Finance and Economics*, 2003, 8(3), 189—204.
- [19] Rodrik, D., "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in S. Fischer, et al., *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?* Essays in International Finance, No. 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, NJ, 1998.

Assessing Global Financial Integration through Alternative Measurements

LING HUANG
(*Peking University*)

Abstract This paper discusses the drawbacks and biases of several popular indices of financial openness, and suggests several alternative measuring indices. These indices are used to characterize the financial integration process for 114 countries during the period 1970—2004.

JEL Classification F21, F36, F41