

# 中国经济的 FDI 偏好

## ——克服双重道德风险的创新机制

梅松 李稻葵

内容提要:我国目前已经成为世界上最大的资本输出国之一,但同时每年又吸引着巨额的 FDI,这种大进大出的背后反映了怎样一种经济现实,而大规模的吸引 FDI 又是否值得呢?本文将从体制缺陷的角度出发,对上述问题做出解答。FDI 的引入实际上克服了中国传统体制中内生出的双重道德风险,在一定时期内能够提高社会的整体福利。

关键词 外商直接投资(FDI) 双重道德风险 “绑定”机制

### 一、引言

改革开放以来,中国吸引对外直接投资(FDI)的数量和规模增长显著。尤其是在 1992 年以后,FDI 的流入呈现出加速增长的趋势。1993 年,中国实际利用外资规模达 275.15 亿美元,一跃成为世界第二大 FDI 东道国,此后每年吸引的 FDI 数量一直高居发展中国家之首,与发达国家相比也毫不逊色。2002 年,中国吸收 FDI 的数量曾一度超过美国,居世界第一。2000 年到 2006 年我国平均每年吸引 FDI 的规模高达 549 亿美元,2006 年更是破记录地达到 694.68 亿美元。

而另一方面,中国目前已经是世界上最大的资本输出国之一。著名经济学家钱纳里(H.Chenery)和斯特劳特(A.M.Strout)于 1966 年在《国际外援与经济增长》

中提出著名的两缺口模式,其表达式为  $I-S=M-X$  ( $I$  为投资,  $S$  为储蓄,  $M$  为进口,  $X$  为出口),意在说明发展中国家在发展中面临储蓄不足和外汇不足的双重约束。我们将该等式变形,可得到双剩余模式,即  $S-I=X-M$ ,表明本国的剩余储蓄通过某种形式输出,为其他国家的进口提供融资。其他国家从该国的进口又通过贸易顺差转化为该国的外汇盈余。具体到我国,从 1990 年起,我国的对外贸易除了 1993 年之外,其余年份均为顺差,并且顺差逐年加大,尤其是 2005 年和 2006 年,贸易顺差分别达到 1341.89 亿美元和 2177.46 亿美元。外汇盈余大部分都转化为官方外汇储备,导致我国积累了巨额的外汇储备,并通过购买美国政府债券等方式将资金输出,为美国的贸易赤字提供融资。同时,2005 年国内储蓄率

高达 51%,居民储蓄率也在 35% 以上。在这种资金充裕的背景下,为什么我国仍然不遗余力地吸引 FDI 呢?众所周知,FDI 是最昂贵的一种外来资本,其在中国获得的投资回报率要远远高于一般债券的收益率,也就是说,FDI 要分享相当一部分中国经济发展的成果。那么这种现象合理吗?它的背后究竟反映了怎样的经济现实?这将是本文重点研究的问题。

### 二、现有理论的不足

自上个世纪 60 年代以来,FDI 就成为学术界研究的热点问题,积累了大量的文献。按照研究所选取角度的不同可大致分为两类:一类是从东道国的角度出发,研究一国为何要吸引 FDI;另一类则是从跨国公司的角度出发,研究跨国公司如何选择投资目的地,哪些因素决定了跨国公司的

选址等。大多数文献都是选取其中一个角度进行研究,很少有文献将二者结合起来考虑。事实上,即便一国具备了吸引 FDI 的各种条件,但没有东道国的政策支持(或对 FDI 采取各种歧视政策),抑或是东道国对 FDI 采取了开放欢迎的态度,但自身条件不足,都无法导致 FDI 的大规模流入。因此,要研究一国吸引 FDI 的规模,必须将东道国因素和跨国公司因素结合起来。

许多学者都试图解释 FDI 大规模流入我国的现象。从东道国的角度出发,主要有刺激出口、解决就业压力、吸引技术以及意识形态偏好这几种理论。然而这些解释并不完善。从跨国公司的角度出发,主要认为巨大的市场、持续的经济增长、廉价充裕的劳动力、良好的基础设施等因素是我国吸引大量 FDI 的主要原因。但这类研究往往忽视了中国薄弱的制度基础,包括法制不健全、产权保护不力等,这些因素会大大限制东道国吸引 FDI 的能力。少数学者尝试着从制度的角度去探寻 FDI 大规模流入的原因,如 Wang, Hongying (2000) 认为法律基础薄弱下, FDI 大量进入中国的主要原因是“关系”在中国社会里广泛存在。这种以信任和互惠为前提的“关系”网络,在一定程度上弥补了法律制度的薄弱。Huang, Yasheng (2001, 2004) 认为中国制度方面的扭曲是造成 FDI 超常增长的重要原因。这种制度扭曲主要表现在三个方面:一是中国的金融体系是按照政治上而非经济上的优先级来分配资

源, 民营企业获得信贷的难度最大;二是目前中国的法律对民营企业缺乏保护;由于规模扩张时的资金约束以及缺乏法律保护,使得民营企业愿意吸收 FDI 成为合资公司,这样可以在一定程度上缓解上述两种扭曲;三是行政上的分割及地方政府相互竞争的格局,导致了 FDI 的大量流入和 FDI 质量的下降。上述的种种解释都可归结为中国经济对 FDI 有偏好,但究竟是什么因素导致了中国经济对 FDI 的偏好呢?这些文献无法解释。

本文将从体制缺陷的角度出发,为中国经济对 FDI 的偏好提供一种新的理论解释。我们认为,由于正规制度(Formal Institution)不健全导致在我国经济中政府与企业之间广泛地存在着双重道德风险,政府和国内企业都不能相互兑现自己的承诺,最终形成了低水平均衡。而 FDI 由于其流动性和全球影响力,与中国政府互为“绑定”,在很大程度上降低了双方的道德风险,弥补了正规制度的缺陷,由此形成了高水平的均衡。

### 三、FDI 克服双重道德风险的“绑定”机制

在经济发展的过程中,一个基本的体制障碍就是政府的承诺问题以及企业的承诺问题。政府承诺问题的核心在于政府有意愿发展经济,并为此做出大量承诺,但是一旦企业完成了投资,经济发展起来,政府就会不自觉地违背自己的承诺。由于政府事前的承诺缺乏可信度,所以企业的进

入必然是不充分的。同样,企业也存在着承诺问题。一个企业,如果没有现代企业制度的约束,它就很难承诺去完成自己的社会义务,很难兑现它对产品、对消费者以及政府在事先做出的承诺,比如在环保问题,在纳税问题,在不产生工伤事故问题上的承诺等,这就造成了企业对政府、对社会的危害。我们将这种违背自己事前承诺的行为称之为道德风险。如果双方都存在着承诺问题,我们就称之为双重道德风险。

在一个制度健全、产权明晰的国家,政府与企业之间的道德风险是通过正规的制度(法律)加以约束和限制的,但对于一些法制基础薄弱的发展中国家而言,双重道德风险往往广泛存在,比如中国,政府与国有企业以及政府与民营企业之间都存在着双重道德风险。如果不能有效地克服双重道德风险,那么经济的发展必将受到严重地制约。为了突破原有体制中内生出的双重道德风险,最优的做法自然是致力于法制建设,通过正规制度来约束政府与企业的行为,然而法制建设往往是一个长期的过程,短期内无法立竿见影。为了实现短期内的经济增长,就必须寻求一些暂时性的、次优的方法来改善这一问题,在机制上有所创新。而 FDI 的引入,恰恰为我国解决双重道德风险的困扰提供了可能,最终促进了经济的增长。

那么 FDI 的引入为什么能够在很大程度上降低双重道德风险呢?这应从两方面来分析。首先,外资企业的进入能有效制约政府的

道德风险。外资企业,尤其是那些历史较长,经营规范的跨国公司,由于具有全球流动性,一旦地方政府或者政府某部门对这些企业采取了过多的干预时,这些企业可以选择撤离中国,到其他国家去投资。同时还能利用全球的舆论,对中国政府的信誉带来较大的负面影响。这就相当于对中国政府的行为在事后产生一个极大的约束。这种事后制约的机制在很大程度上限制了中国政府的事前行为。另一方面,政府也能对外资企业的道德风险产生约束。外资企业在进入中国后,如果在税收、环保、劳动保障、社会责任等问题上出现任何偏差,那么政府可以对此进行适当曝光,从而给这些企业的国际运营带来负面影响,同时还可以取消企业在中国经营的资格,这显然会损害企业的长远利益。所以相对于国有企业和民营企业而言,外资企业更愿意遵守中国政府制定的法律法规。正是外资企业的这种特性使它和中国政府之间能够形成相互有效的约束,从而产生了一个新的高水平均衡。在这一均衡下,外资企业更愿意进入中国,同时中国政府也欢迎外资企业的进入。这种相互“绑定”的机制,相比政府与国有企业以及政府与民营企业之间的机制更有优势,因为它大大降低了原有体制内自然产生的道德风险,是对原有体制的改善。

#### 四、“绑定”机制的应用——以金融业引入外部战略投资者为例

金融业在我国整个改革发展过程中具有举足轻重的作用,因

而格外引人注目。这其中,引入外部战略投资者是我国金融业改革中非常重要的一环。在原有体制下进行改革受阻的情况下,我国政府选择了通过引入外部力量的方式来推进改革,这是一种机制上的创新。外部股东的引入不仅带来了先进的经营理念和管理技术,更重要的是,通过相互“绑定”改善了政府与国内金融企业之间长期以来互不信任的关系,降低了双方的道德风险,最终成功地实现了金融企业的改制。

以我国的银行业为例,自2005年以来,交通银行、建设银行、中国银行、工商银行以及华夏银行、兴业银行都已经先后引入了战略投资者并完成了上市,同时一些城市商业银行也紧随其后,加快了引入战略投资者的步伐。再来看看引入的战略投资者:汇丰银行、加拿大丰业银行、国际金融公司、淡马锡控股、香港恒生银行、渣打银行、美国银行、荷兰国际集团、澳洲联邦银行……都是国际上一流的银行和投资公司,而银监会在2003年底出台了《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》,对投资入股中资金融机构的境外金融机构的条件做出了明确规定,如投资入股中资商业银行的,最近一年年末总资产原则上不少于100亿美元;国际评级机构最近两年对其给出的长期信用评级为良好;商业银行资本充足率不低于8%;非银行金融机构资本总额不低于加权风险资产总额的10%等。中国政府这种审慎的态度反映出政府对于境

外规模较大、运作规范的金融机构有着明显的偏好,根据我们的理论,其根本目的在于强化对外资企业道德风险的制约,同时也规范自身的行为。

从现在来看,银行当初引入战略投资者这一做法无疑是非常成功的。但在引入战略投资者的过程中,这一做法也一度引来社会上的各种质疑。其中以“贱卖论”的声音最为响亮。这里姑且不谈论银行股权出售的价格究竟是高是低,在当时那种金融改革停滞不前的背景下,如果银行不引入外部战略投资者,没有外部的制衡机制,根据我们所提出的理论,就很难在短期内缓解政府与银行之间的双重道德风险。政府与银行之间的关系不顺,银行的改制也就很难向前推进。因此银行引入外部投资者有其必然性和合理性。至于出售价格,天下没有免费的午餐,既然改善了内在的体制缺陷,就得付出相应的代价,即必须让渡一部分利益给外部战略投资者。这也就是为什么FDI只是一种次优的制度安排,它改善了社会的整体福利,但也让非本国居民分享了相当一部分收益。

再以我国的境外合格的机构投资者(QFII)制度为例。从2002年起,我国开始允许QFII投资国内的证券市场,其目的一方面在于开辟新的资金渠道,刺激低迷的股市,另一方面也为了引入国际上成熟的投资理念。初期的额度为40亿美元,以后逐渐提高至100亿美元,未来还将进一步扩大至300亿美元。瑞银、高盛、摩根士丹利、德意志银行、荷兰银行、法国兴业银行等一大批投行、

资产管理公司都先后获得了 QFII 资格。中国证监会对于 QFII 的规模和资金管理都做出了严格的规定,如基金管理机构,经营基金业务达 5 年以上,最近一个会计年度管理的资产不少于 100 亿美元;合格投资者为封闭式中国基金管理机构的,汇入本金满三年后方可申请分期分批购汇汇出本金。这也体现了政府对经营历史长、国际知名度高的投资银行、投资机构以及对长期投资的偏好。

## 五、结论

本文从体制缺陷的角度出发,解释了为什么中国经济会有 FDI 偏好。由于法制基础薄弱,传统经济体制中自然产生的道德风险无法得到有效克服,使得经济的发展受阻。而 FDI 的种种特性,使它与中国政府之间形成了

一种相互绑定的机制,在很大程度上降低了双重道德风险。因此,我们认为,这种欢迎 FDI 的政策实际上代表了对传统经济发展体制的改善,能够提高社会整体福利。但通过第四部分的案例分析,我们也必须看到,这种对外资的偏好只是一种次优的制度安排,它与通过法制建设来解决企业和政府的道德风险相比,并不是最优的,因为它必须要让出一部分利益给外资。由此出发,我们认为要克服 FDI 偏好的种种缺陷,最根本的办法还是从深化国内经济体制改革入手,重点解决中国经济发展中所面临的各种体制障碍。

(作者单位:清华大学经济管理学院)

### 参考文献

Huang, Yasheng. (2001) Selling

China: Foreign Direct Investment during the Reform Era, Forthcoming from Cambridge University Press, New York.

Huang, Yasheng. (2004) Are Foreign Firms Privileged By Their Host Governments? Evidence From the 2000 World Business Environment Survey. Working Paper.

Wang, Hongying. 2000. "Informal Institutions and Foreign Investment in China". The Pacific Review, Vol. 13 No. 4 2000: 525-556.

李稻葵、梅松:中国经济为何偏好 FDI? 《国际经济评论》2007 年第 1 期。

余永定:中国的双顺差:根源及对策,《中国金融》2006 年第 19 期。

中国银行业监督管理委员会:《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》,2003 年第 6 号令。

中国证券监督管理委员会:《合格境外机构投资者境内证券管理暂行办法》,2002 年 12 月。



本刊讯 2008 年 2 月 1 日,一架以液化燃气(GTL)为燃料的空中客车 A380 飞机成功完成从英国菲尔顿到法国图卢兹的历时 3 个小时的试验飞行,成为第一架用液化燃气为燃料进行飞行的民用飞机。这是空中客车公司评估替代性航空燃料对环境的影响的一系列试验飞行中的首次飞行,同时也标志着空中客车公司替代性航空燃料研发项目迈出了重要的一步。(肖前)