

中东欧国家和独联体国家金融开放与 净国外资产的结构演变*

姜伶俐 沈凤武 顾秋霞

一 引言

中东欧国家和独联体国家已走过 20 年波澜起伏的金融开放历程,尽管经历了包括 2008 年国际金融危机在内的多次危机,但也取得了举世瞩目的阶段性成果。证券市场从无到有,并逐步完善;银行体制稳健性和灵活性明显增强,外资银行数量和资产迅速增长;金融系统的整体风险预警和防范机制进一步完善。但与此同时,金融开放也使中东欧国家和独联体国家经济转型面临更多的风险和挑战,资本市场普遍不发达、外币债务比重较高、经济生活美元化等问题依然突出,尤其外部金融资产和负债的不均衡发展更增加了这些转型国家调控和管理经济风险的难度。净国外资产(Net Foreign Assets, NFA)是衡量一国外部不均衡的重要指标,其规模和结构不仅决定一国的国际债权债务状况和规避外部风险的能力,而且与国家汇率水平、储蓄和风险溢价之间存在紧密联系,直接影响一国在对外资产负债相互持有和相互牵制的链条中寻求自身均衡发展的路径选择。

目前,学界对各国净国外资产的研究并不多。数据获取的困难是造成这种状况的主要原因之一。直到 20 世纪 90 年代,国际货币基金组织(IMF)才开始公布部分国家的国际投资头寸(International Investment Position, IIP)数据。诸多发展中国家只有外债和外汇储备的存量数据,而且对价值变动也很少进行调整。

而各国官方公布的国际投资头寸数据也不连贯,并不能完全反映一国的外部头寸状况。笔者能查阅到的较为完整的数据库是莱恩(Lane)和米勒斯—费雷蒂(Milesi - Ferretti)教授 2010 年开发的涵盖全球 181 个国家和地区的外部资产和负债的统计数据库——国家外部财富(2)的更新拓展版(或称拓展数据库)。该数据库对各国资本累积流量的价值变动进行了系统性调整。莱恩和米勒斯—费雷蒂将世界分为发达国家、新兴市场和发展中国家两大类,对这两类群体的净国外资产状况进行了国际比较研究。依据该数据库的 2006 年版本,中国学者王信和朱超分别于 2007 年和 2009 年从测算方法和金融发展的视角对中国的净国外资产及其结构进行了详细研究。但很少有学者对中东欧国家和独联体国家这两类特殊转型群体的外部不均衡状况进行专门研究。本文将在莱恩和米勒斯—费雷蒂统计数据的基础上,研究中东欧国家和独联体国家的金融开放度(IFIGDP)和外部头寸的持有情况。对中东欧国家和独联体国家自转型以来积累的外部不均衡状况进行分析,旨在为这些国家从全球战略的高度重新审视自身的经济发展模

作者单位:复旦大学经济学院、北京化工大学经济管理学院和天津农商银行。

* 本文为 2011 年度教育部人文社会科学研究基金青年项目《改革开放以来中国居民幸福感的变化规律及影响因素研究——兼论收入对幸福的影响》(项目批准号:11YJC790130)的阶段性研究成果。



式,寻求改革与开放之间的内外均衡提供一个新的视角。

二 金融开放度的测算

本文采用莱恩和米勒斯—费雷蒂分别于2001年和2006年使用的简明方法,即用一国国外资产和负债总额占GDP的比重来衡量中东欧国家和独联体国家的金融开放度。该方法的较大优势是可以对一国的外部不均衡状况进行较为深入的分析。其金融开放度计算公式为:

$$IFIGDP_{it} = \frac{(FA_{it} + FL_{it})}{GDP_{it}}$$

其中, FA_{it} 表示*i*国在给定年份的国外资产存量。 FL_{it} 表示*i*国在给定年份的国外负债存量。FIGDP为基于总量的以GDP占比衡量的金融开放度指标;其值越大,表明金融开放度越高。

根据莱恩和米勒斯—费雷蒂2006年使用的方法,我们对中东欧和独联体转型国家自1990年开始的金融开放度指标进行了计算^①。图1展示的是1990~2008年独联体12国和中东欧13国(亦称25个转型国家^②)金融开放度的动态变化。由此可以看出,25个转型国家整体金融开放度基本呈现一个平缓上升趋势(尽管它有所波动,但幅度并不大)。转型初期,25个转型国家金融开放度一直徘徊在75%~85%之间,到2007年达到最高位174%,但在2008年国际金融危机爆发后又出现明显的逆转,回落到129%。

自转型以来,中东欧国家和独联体国家金融开放度最高曾上升了98个百分点。而发达国家金融开放度2003年就超过300%,新兴市场国家和发展中国家(含25个转型国家)超过150%^③,2008年又分别达到394%和159%^④。与此相比,中东欧国家和独联体国家金融开放度在全球仍处于一个较低水平,甚至低于同等条件下的其他发展中国家。

中东欧国家和独联体国家作为两类不同

的转型国家群体,其经济发展程度、政治环境和社会文化显著不同,在金融改革的路径选择上也存在较大差异。不过,大部分中东欧国家GDP发展水平、金融市场的发育和法律制度基础等初始条件要好于独联体国家,总体上金融改革绩效也要优于独联体国家。从二者的开放度曲线(见图2)可以看出,中东欧国家的金融开放度呈现稳步上升的特点,基本上没有大的起伏;而独联体国家的金融开放度则波动较大,经历了转型初期的激升和多次危机时期的剧降。可见,25个转型国家金融开放度整体波动主要是由独联体国家造成的。中东欧国家和独联体国家金融开放度波动存在差异,还可以从这两类国家对外资产负债结构的差异中找到答案。

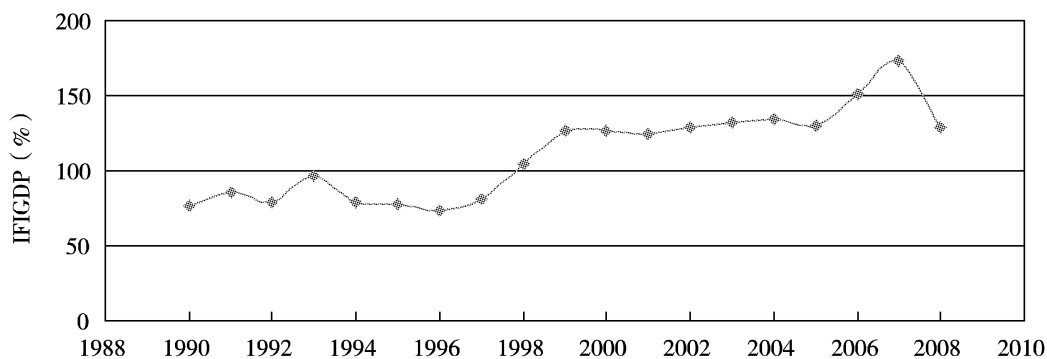
① 这里采用的数据库是莱恩和米勒斯—费雷蒂于2010年系统开发的国家外部财富(2)拓展数据库。该数据库对全球181个国家和地区1970~2008年间的外部股票投资、直接投资以及债券投资的资产和负债额、官方储备进行了估计,且通过一系列评估技术(如累积流量法)对资本流动和存量头寸数据因汇率和资产价格变化而导致的价值变动情况进行了调整。它也是对25个转型国家外部资产负债统计最为全面的数据库。

② 即亚美尼亚、阿塞拜疆、白俄罗斯、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、摩尔多瓦、俄罗斯、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、乌克兰、乌兹别克斯坦、阿尔巴尼亚、保加利亚、克罗地亚、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、马其顿、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和斯洛文尼亚。

③ Lane, P. R. and Milesi - Ferretti, G. M., The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970 - 2004. IMF Working Papers, WP/06/69, 2006. 这里的新兴市场和发展中国家包括转型国家,若剔除转型国家,这一数据将高于150%;而同期转型国家的金融开放度只有134%。笔者根据莱恩和米勒斯—费雷蒂2010年开发的国家外部财富(2)拓展数据库数据计算而得,没有考虑两期价值调整基准的差异。

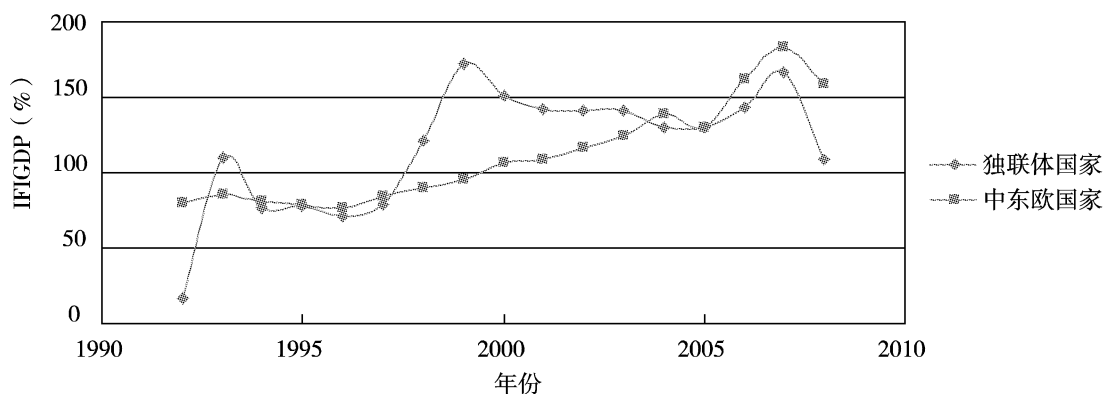
④ 笔者根据莱恩和米勒斯—费雷蒂2010年开发的国家外部财富(2)拓展数据库数据计算而得。不包括25个转型国家;若包括25个转型国家,这一数据则为153%。

图1 1990~2008年25个转型国家金融开放度



资料来源:根据国家外部财富(2)拓展数据库及金融开放度的计算公式计算得出。

图2 1992~2008年中东欧国家和独联体国家金融开放度比较



资料来源:同图1。

三 净国外资产及结构演变

净国外资产是指一国或地区的对外资产总存量与对外负债总存量之间的差额,是衡量一国外部不均衡和金融风险暴露程度的重要指标。一国外部不均衡积累过多,面临的汇率风险和价值波动风险就相应增大,金融开放的风险收益管理就显得非常重要。下面将对中东欧国家和独联体国家自金融开放以来的净国外资产头寸的发展演变及结构变化进行分析,进一步剖析这些国家对外开放所积累的外部不均衡状况。

(一) 净国外资产的演变

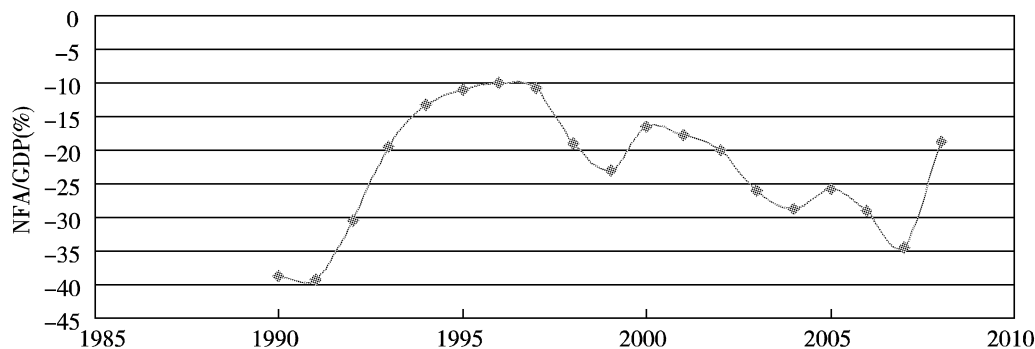
图3是25个转型国家净国外资产在GDP中所占比重(NFA/GDP)的变化^①。由此可以

看出,25个转型国家净国外资产主要体现为净外部负债:1990~2008年,净国外资产占比一直处于-10%以下的水平,负债总额长期高于资产总额。转型初期,中东欧国家和独联体国家的净外部负债占比较高;在市场经济体制基本确立的1995~1996年,净外部负债占比降至-10%的低位;但随着金融开放的深入,对外负债水平逐步提高,到2007年达到-34%,增长了24个百分点。尽管2008年出现小幅逆转,但转型国家对外负债水平总体上仍较高。

从图4可以看出,中东欧国家的净外部负债水平大大高于独联体国家,且两者之间的差距呈不断扩大的态势。中东欧国家净国外资

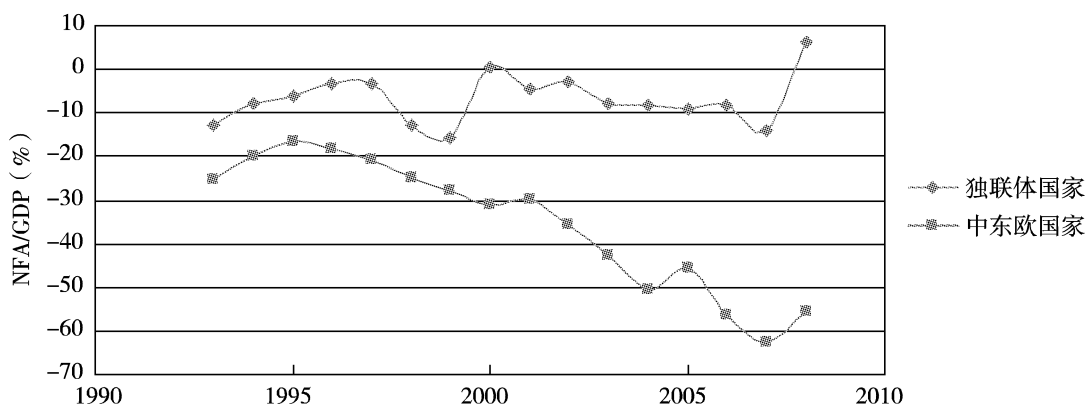
^① 由每一国家的总资产减去总负债之后的净资产加总之和除以GDP加总之和得出。

图3 1990~2008年25个转型国家净国外资产的变化



资料来源:同图1。

图4 1993~2008年中东欧国家和独联体国家净国外资产比较



资料来源:同图1。

产占GDP的比重(NFA/GDP)大体处于-20%水平以下并呈持续下降的态势,到2007年更是达到-62%的水平。而独联体国家这一数据一直徘徊在-20%~10%的相对高位,甚至在2008年还出现了对外净资产。可见,转型国家净外部负债的增长主要是由中东欧国家净外部负债大幅上升带动的。如此巨大的净负债与中东欧国家稳健的金融开放出现了较大的反差。是什么原因使得中东欧国家在大量资本流入的同时却仍然保持了较高的金融稳定性?我们将在下面的分析中逐步予以揭示。

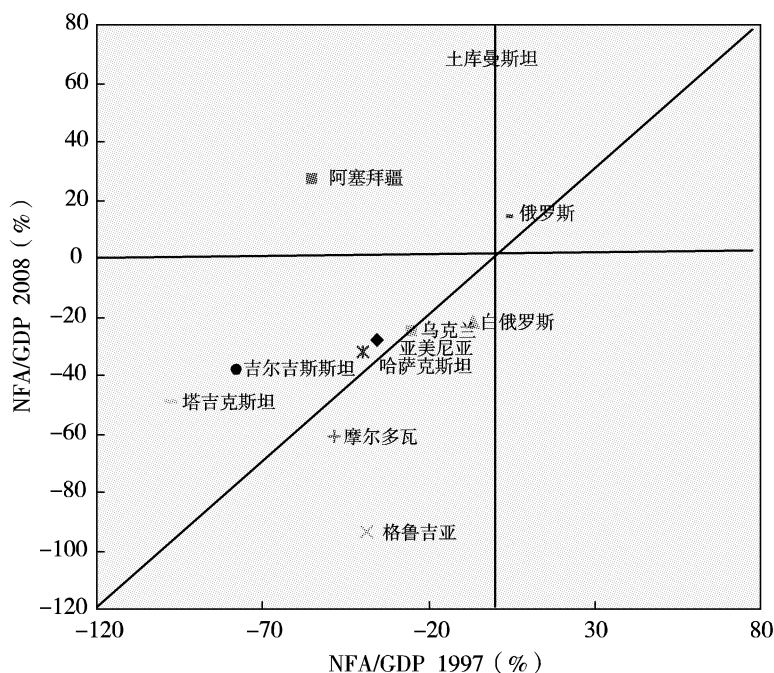
进一步的国别分析更能清楚地表现上述差异。图5显示了1997年和2008年独联体11国(因数据缺失,乌兹别克斯坦未列入)净国外资产在GDP中所占比重的变化:纵轴是2008年的情况,横轴是1997年的情况^①。从图中可

以看出,1997年和2008年,大部分独联体国家位于横纵两轴的负半轴,净国外资产主要表现为净负债。2008年,少数资源丰富的国家如土库曼斯坦和阿塞拜疆负债大幅减少,资本流入出现大幅逆转,甚至出现对外净资产;而俄罗斯是唯一一个净资产全部为正的,这与该国1997年和2008年净资本流动出现较大逆转有关,尤其是其跨境辛迪加贷款出现明显萎缩,经济遭受较大打击。从45度对角线看,大

① 这里之所以采用1997年数据,是因为自这一年开始转型的独联体国家市场经济体制已相对完善,而之前还不能算作真正意义上的市场经济国家。2008年,国际金融危机影响开始在独联体转型国家显现,这一年独联体转型国家外资流入明显减少,但并不影响本文分析的主要结论。

图 5

1997 年和 2008 年独联体 11 国净国外资产的变化



资料来源:同图 1。

多数国家都处于 45 度线的上方,表明这一时期其负债有所减少,资产有所增加。与此相反,格鲁吉亚、摩尔多瓦和白俄罗斯等国外汇款较多的国家负债出现明显增长。

图 6 是 1997 年和 2008 年中东欧 13 国净国外资产占 GDP 的比重变化描述。从中东欧 13 国的净国外资产变化情况来看,净外部头寸更为明显地表现为净外部负债,所有国家均处于横纵两轴的负半轴,净资产以负债为主,且 2008 年的负债比 1997 年明显增长。除了阿尔巴尼亚之外,中东欧国家都处于 45 度线以下,而且与 45 度线的距离较大,说明这段时期内其净负债大幅增长。与独联体国家相比,中东欧国家净负债的增长更为明显(总体分析结论与国别分析结论完全一致)。这种明显的差异与这两类国家的资源禀赋差异和金融改革路径不同有关。

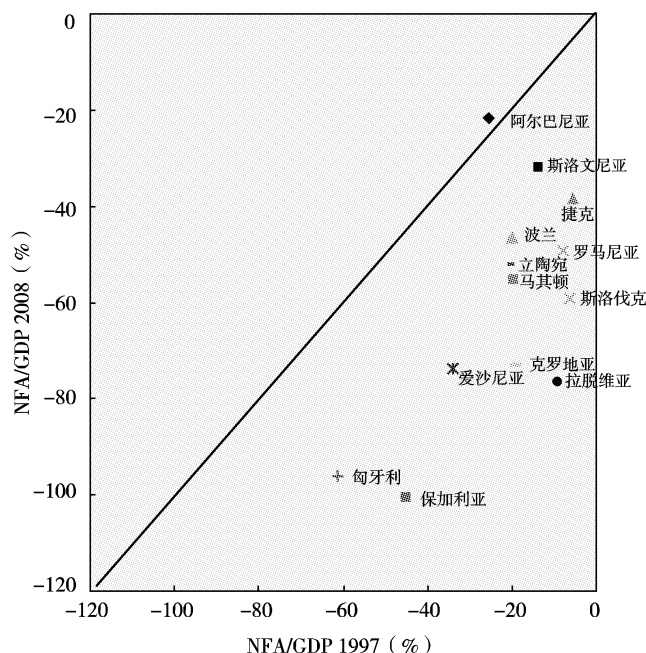
(二)净国外资产结构的变化

自转型开放以来,中东欧国家和独联体国家的净国外资产的具体结构发生了很大变化。从直接投资(FDI)、股本证券投资(Portfolio eq-

uity)和债务投资(Debt)三类投资的净资产占 GDP 的比重来看(见图 7),三类投资都呈现负债水平高于资产水平的净负债状况(三条曲线都在 0 以下)。转型国家的净国外资产全部由三类投资的净负债构成。转型初期,转型国家净国外资产中的债务负债占比较大:1990 ~ 1991 年,净债务资产达到 -43%,净直接投资和净股本证券投资资产都在 0 左右。这种状况的出现是与这些转型国家的金融改革实践相一致的。也就是说,转型初期,在对计划经济体制下的国有银行进行改组时,中东欧国家和独联体国家从境外引入了大量官方资本,如政府间捐赠或援助项目(包括官方贷款、银行贷款等国际信贷),用于国有银行的商业化改革。这部分外资主要表现为官方债务负债,1990 ~ 1996 年,仅流入中东欧五国(波兰、捷克、匈牙利、斯洛文尼亚和爱沙尼亚)的官方资本总额就占所有流入资本的 40%^①。

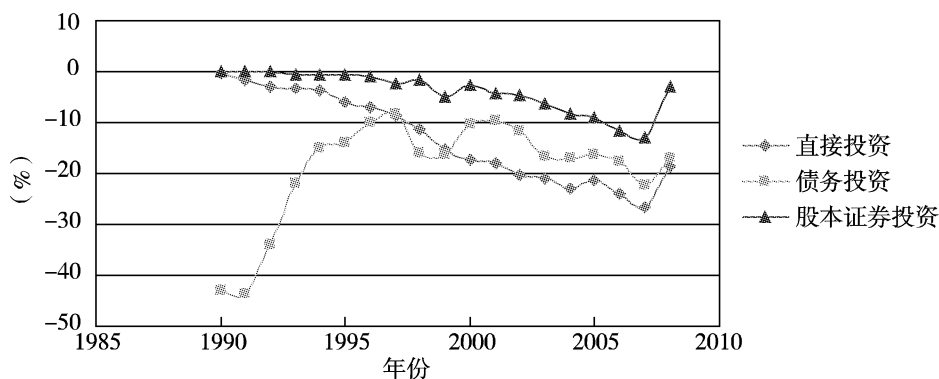
^① 王健、庄起善:《外资流入对中东欧五国金融体系作用的研究》,《国际金融研究》2004 年第 9 期。

图6 1997年和2008年中东欧国家净国外资产占GDP的比重变化



资料来源:同图1。

图7 1990~2008年25个转型国家净国外资产结构

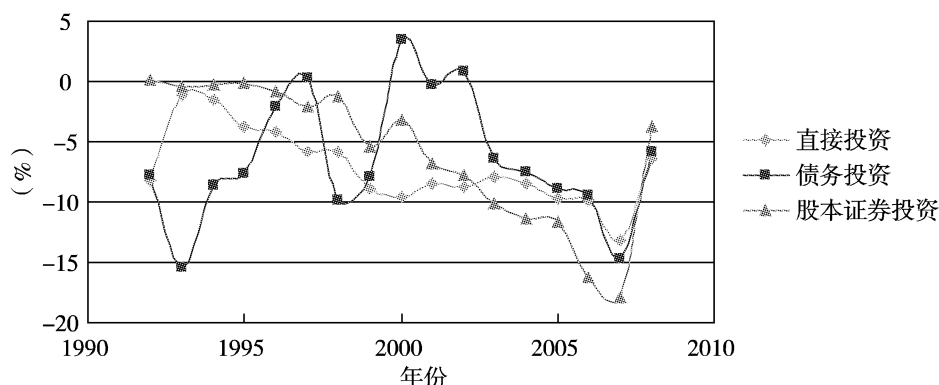


资料来源:同图1。

到1996年,上述局面开始转变,银行间的合并和重组开始加快,银行部门的大规模私有化达到了顶峰,债务负债的作用逐步减弱。取而代之的则是大量私人资本的流入并逐渐超过官方资本,到1997年年底,私人资本的占比高达73%。这在25个转型国家的净国外资产结构上则表现为债务负债比重的急剧下降以及直接投资负债和股本证券投资负债占比的较快增长。从图7可以看出,1997年转型国家

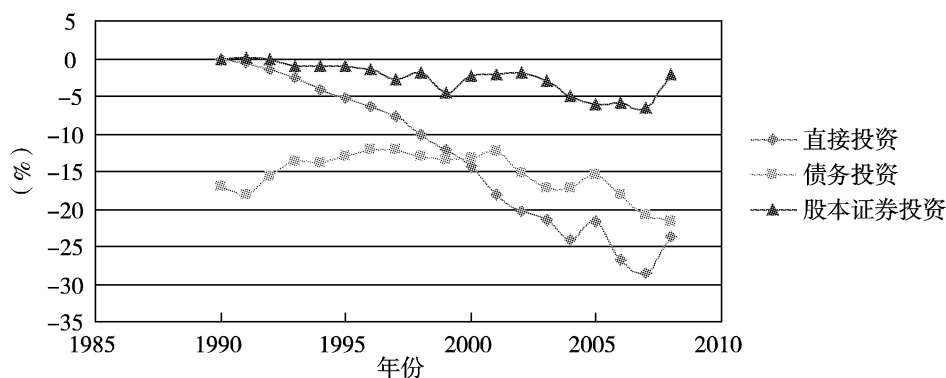
净债务资产比重上升到-10%,而净直接投资资产和净股本证券投资资产分别达到-7%和-1%。随后,直接投资负债和股本证券投资负债继续大幅增长,而债务负债基本保持平稳。到2007年,债务证券投资、直接投资和股本证券投资三类投资的净资产比重分别为-22%、-27%和-13%,而后二者股票型投资(股本证券投资和直接投资)总和远远超过债务证券投资。

图8 1992~2008年独联体国家净国外资产结构



资料来源：同图1。

图9 1990~2008年中东欧国家净国外资产结构



资料来源：同图1。

25个转型国家净国外资产结构的上述特征也可以从独联体国家净国外资产结构（见图8）和中东欧国家净国外资产结构（见图9）的分解中得到印证。转型初期，这两类国家的债务负债占比均较大；而转型后期，它们的股票型投资负债占比较大。不同之处在于，转型后期，独联体国家的股本证券投资负债占了主导地位，而中东欧国家的直接投资负债占了绝对优势。

从总体上看，1996年之前，中东欧国家和独联体国家的净国外资产构成是以债务负债为主，1996年之后是以直接投资负债为主。与美国、英国的“短债务、长股票”，日本的“长债务、短股票”相比，25个转型国家目前呈现“短债务、短股票”的特点，净国外资产构成是以股票型投资（直接投资和股本证券投资）负债为

主，成为世界资本流入的“洼地”。

（三）国外资产负债结构与金融稳定性

国外资产负债结构会直接影响一国金融的稳定性。研究表明，以资本流动的标准差来衡量，1985~2004年，全球外国直接投资的波动性仅为债务资本的43%（1.9:4.42）^①，表现出长期性和相对稳定性，是国外流入资本中最稳定的一种。其次是股本证券投资，而债务资本是资本流动结构中最不稳定的。长期依赖债务融资会增加经济的脆弱性，而股票型融资（直接投资和股本证券投资）则会改善一国的国际风险分担程度。

^① Kose, M. A., Prasad, E. S., Rogoff, K. and Wei, S.-J., Financial Globalization: A Reappraisal. NBER Working Paper 12484, 2006.



从国外负债的结构来看,2008年,中东欧国家直接投资负债占国外总负债的49.01%,股本证券投资负债占2.97%(股票型投资负债占51.98%),债务负债占46.78%。而独联体国家直接投资负债占比仅为31.65%,股本证券投资负债占7.93%(股票型投资负债占39.58%),债务负债却高达59.41%^①。可见,在国外流入资本中,中东欧国家吸引直接投资占比远高于独联体国家,金融稳定性也普遍高于独联体国家。这一点从这次国际金融危机中也得到了很好的验证。在2008年国际金融危机中,俄罗斯、拉脱维亚和乌克兰等少数国家出现了净资本流动的大规模逆转。其中,俄罗斯和乌克兰的表现独联体国家具有代表性。而除了拉脱维亚,大多数中东欧国家净资本流动的逆转比前几次危机都要缓和得多;同时,资本流入中直接投资数量和质量的提升,也对资本外逃起到了很好的抑制作用,有效遏制了以往危机中经常相伴的货币危机和银行危机的发生。这两类国家流入资本构成的差异既可以解释图2中东欧国家与独联体国家金融开放度的差异,也可以解释中东欧国家在大量资本流入的同时保持金融稳定的现实。

从净国外资产结构的国别研究中,我们还可以发现更深层的机理。图10是2008年独联体国家净股票头寸与净债务头寸的比较:横轴是净债务头寸占比,纵轴为净股票头寸占比^②。独联体11国大多处于净股票头寸和净债务头寸的负半轴,净股票负债明显高于净债务负债。乌克兰和亚美尼亚刚好位于纵轴负半轴上,白俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、摩尔多瓦、格鲁吉亚和塔吉克斯坦均拥有负净股票和净债务资产,表明这些国家在股票型投资(直接投资和股本证券投资)和债券投资上均具有净负债。

有趣的是,四个拥有正净债务头寸的国家——土库曼斯坦、阿塞拜疆、俄罗斯和哈萨克斯坦也拥有负净股票头寸(正的股票负债),这反映了这些国家伴随直接投资和股本证券投资流入在资产方产生了较高的官方储备头寸。实际上,它们都是资源丰富的国家。由于

资源产品出口产生大量贸易顺差,近年其官方储备大幅增长。例如,2008年,独联体国家外汇总储备(不含黄金)达到5.02万亿美元;而上述四国的外汇储备总计4.54万亿美元,占独联体国家外汇总储备的90.4%^③。

与独联体国家相比,中东欧13国中的11国处于横纵两轴的负半轴,整体净股票型负债水平在数量规模上要高于独联体国家。只有两个国家——阿尔巴尼亚和捷克存在正的净债务资产。

总之,在金融开放的20年中,中东欧国家和独联体国家净国外负债出现了大幅增长,且净国外头寸结构发生了显著变化。股票型投资负债份额及官方储备的增长优化了外部持有结构,改善了中东欧国家和独联体国家净国外资产的风险状况。随着国内金融市场的完善和对外金融开放度的进一步提升,转型国家通过价值变动调节外部不均衡的渠道会越来越多,反映汇率和资产价格变化的价值变动往往会增大净国外资产的短期波动性并影响其长期损益。转型国家要学会在动态调整中掌控外部不均衡,提高风险管理能力,争取在国际资本市场上获得更多的主动权。

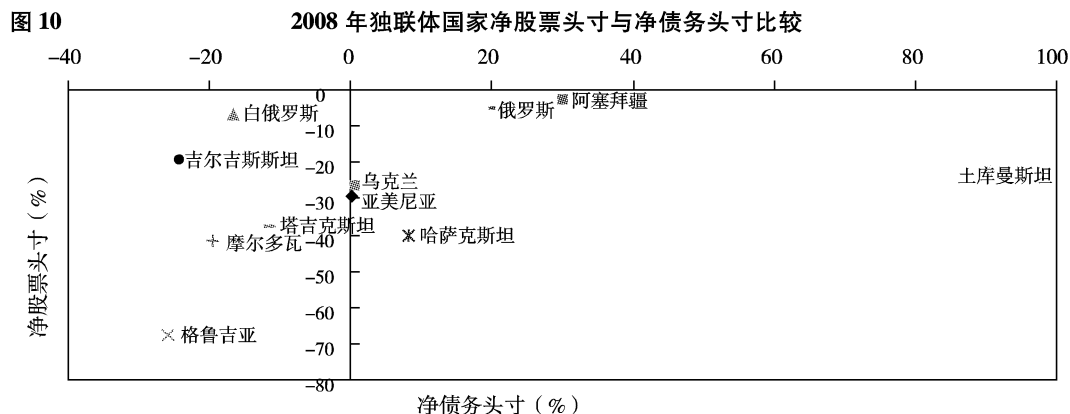
四 净国外资产结构形成的原因分析

在过去的20多年中,全球金融一体化的重要特征就是从工业国家向发展中国家流动的私人资本净额出现大幅攀升,这种趋势对中东

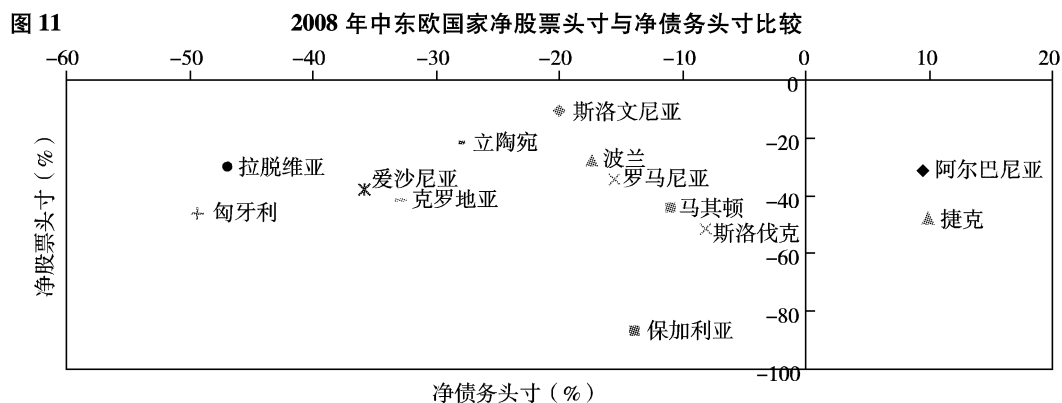
① 笔者根据莱恩和米勒斯—费雷蒂2010年开发的国家外部财富(2)拓展数据库的国别数据加总计算而得。

② 横轴净债务头寸占比是由25个转型国家2008年的债务资产加官方储备(不含黄金)减去债务负债,再与GDP相除得到的。纵轴净股票头寸占比是直接投资资产加股本证券投资资产减去直接投资负债和股本证券投资负债,再与GDP相除得到的。

③ 笔者根据莱恩和米勒斯—费雷蒂2010年开发的国家外部财富(2)拓展数据库数据计算而得。



资料来源:同图 1。



资料来源:同图 1。

欧国家和独联体国家的净国外资产结构产生了重要影响,同时也迎合了转型国家经济体制改革的需要。转型国家净国外资产结构的“短股票、短债券”及直接投资占比较大的特征与其经济金融转型的实践密不可分。

第一,国有部门私有化改造的需要。在 20 世纪 90 年代,跨国合并与收购,特别是源于国有企业(如银行和电信等垄断部门)私有化的合并与收购,是造成 25 个转型国家直接投资流入激增的主要因素。随着金融部门放松对外国投资者的管制,许多面临财务困难的地方银行开始寻求外部资金的支持。外国企业收购国内银行数量增多,导致受外国控制的银行资产规模大幅上升,形成外资银行在金融体系中的强势地位。这在中东欧国家表现尤为突出:外资银行资产占金融机构总资产的 60% 左右。

除此之外,转型国家企业、银行和公共部门对跨境辛迪加贷款的依赖程度较高,经济发展较多依赖跨境贷款。2008 年年底至 2009 年年初,对公司和事业单位辛迪加贷款的急剧收缩,给哈萨克斯坦和塞尔维亚等国经济造成重创,反过来进一步加剧了外国信贷资金的流出。从 20 世纪 90 年代中期起,外来资本成为转型国家经济长期增长的重要驱动力,但长期信贷繁荣也造成其经济增长泡沫的积累,并最终在国际金融危机中彻底破灭。可见,外来资本的大量流入,虽然有利于中东欧国家和独联体国家引进技术和管理经验,改善金融监管和服务质量,提高竞争力,但长期容易出现经济内生动力不足,发展受制于人的情形。

第二,资源优势的吸引。转型国家,尤其是资源丰富的土库曼斯坦、俄罗斯和阿塞拜

疆,石油、天然气、煤炭、有色金属等矿藏资源地下储量丰富,对外国直接投资有很强的吸引力。外商投资企业可以借助国外金融市场融资,即使转型国家金融体系不发达,它们也能源源不断地斥巨资对这些转型国家的油气等资源进行长期持续开采,并凭借资金和技术优势获得资源共享的权利,以实现各自的能源战略目标。这实际上加大了转型国家引进外国直接投资的成本,容易造成资源掠夺式开发、并威胁国家经济安全。

第三,资本市场相对落后。金融体系相对落后的经济体,其对外负债中直接投资的占比也较大。外国直接投资大量流入在很大程度上是25个转型国家金融不发达、融资渠道狭窄的直接结果。而地区货币债券市场不发达,也是这些转型国家较多依赖资本输入的原因。与美国凭借发达的金融市场吸引债券投资等低成本资金不同,大部分中东欧国家和独联体国家由于当地货币金融市场发展滞后、居民储蓄能力不足、通货膨胀波动较大和汇率制度缺少弹性等原因,导致其私人利益函数与社会利益函数出现偏差。而在外币资金供应充沛、社会福利的外部性无法得到充分补偿的情况下,私人借贷者宁愿冒贬值的风险也不愿意支付高利率成本,以贷款方式大量引进外国资金,甚至是未保值的外国货币借款,使经济面临危机的潜在风险增大。

第四,提高金融稳定性的需要。金融体系不发达是25个转型国家依赖外国直接投资的重要原因,尽管吸引直接投资存在代价过高和资源被掠夺的问题,但在获得融资的同时却能够降低金融风险。这与债务融资的高风险性截然不同。例如,在2008年国际金融危机中,那些在2007年年底前拥有过度经济繁荣和较高私人外部债务的国家(如俄罗斯和乌克兰等)经济下滑就十分严重。而直接投资流入较多的中东欧国家却没有发生大规模的资本流动的急剧逆转。这主要是因为这些国家的银行大多是外资银行直接投资的附属分支机构,金融危机时期,母银行对分行的融资支持减缓了资本外流的速度。而且,国际金融机构、东

道国和母银行所在国都在积极寻求欧洲银行的支持以保持其在中东欧国家的资本规模。可见,股票投资依赖型外部融资方式有利于提高东道国的国际风险分担能力,当发生金融危机时,相当部分风险可由国外投资者承担。而过度依赖对外发行债券和银行贷款,成本虽低,但金融风险较大。从1998年俄罗斯债务危机的破坏性可以看出,债务融资潜藏着巨大风险。

五 结束语

从总体上讲,金融开放程度较低,对外资产负债规模较小,净国外资产主要以对外净负债形式存在,基本上没有出现过对外净资产,且对外负债主要集中于外国直接投资和股本证券投资,都是中东欧国家和独联体国家经济金融转型的必然结果,基本反映了这些国家的国内经济制度特征,尤其反映了资本市场的发达。而且,这种国外净资产结构也造就了25个转型国家过度依赖资本流入的经济发展模式,使经济运行面临的潜在外部风险增加,尤其那些对外负债大多集中于外币债务的国家,极易增大金融系统的脆弱性。25个转型国家只有加快金融体制改革,大力发展国内金融市场尤其是当地货币债务市场,增强金融系统的内生“造血”功能,才能从根本上有效改善净国外资产结构,进一步防范经济发展所面临的金融风险。

主要参考书目:

1. Lane, P. R. and Milesi - Ferretti, G. M., The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations, *Journal of International Economics*, 2001, 55(2): pp. 263 - 294.
2. Rogoff, K., Institutions for Reducing Global Financial Instability, *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 13(4): pp. 21 - 42.
3. Wei, Shang - Jin., Connecting Two Views on Financial Globalization: Can We Make Further Progress? NBER Working Paper, 2006.

(责任编辑:高德平)