

[文章编号] 1003-4684(2023)06-0001-06

金融业负面清单制度对金融稳定的影响

——以自贸区为例

崔 兵, 罗 颖

(湖北工业大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430068)

[摘 要] 金融业对外开放是一把双刃剑。金融业开放一方面能促进我国经济增长,提升金融稳定性,另一方面会带来资本短期更快速和更大规模的流动,冲击金融市场,影响金融稳定。金融业负面清单的实施是制度型开放的重要内容。从负面清单制度供给的角度来看,运用多期双重差分的方法研究金融业负面清单制度实施对我国金融稳定的影响。研究表明:实施金融业负面清单制度有助于促进我国金融稳定性;从区域角度来看,金融业负面清单制度存在区域差异,对不同地区金融稳定的影响作用不尽相同。在实证结果的基础上提出建议:1)逐步扩大自贸区覆盖范围,进一步加大自贸区建设,自贸区由试点向全国范围扩张,形成可推广、可复制的制度模式,通过自贸区金融业负面清单制度的实施来提高各地区的金融稳定性;2)不断完善金融业负面清单内容,健全相关法律法规。

[关键词] 负面清单;制度型开放;金融稳定

[中图分类号] F752 **[文献标识码]** A

我国金融业开放将从资本要素流动型开放转向规则制度型开放,而“准入前国民待遇+负面清单管理”是制度型开放的重要内容。制度型开放作为开放升级的“新版本”,以“外资准入前国民待遇”和“负面清单管理”为重要特征,是自由贸易试验区在制度层面上深度探索的标志性内容。负面清单制度一方面通过金融制度的创新来吸引外资^[1],另一方面通过拓展企业投融资渠道来促进资本的跨境流动^[2],提高金融业的开放程度。同时,负面清单制度还可以通过贸易增长来带动人民币的跨境支付^[3],提高我国金融业开放水平。负面清单制度自 2013 年上海自贸区建立开始实施,是我国新时代改革开放的新高度、新目标、新任务。由于我国负面清单制度实施较晚,对负面清单认识不足,负面清单作用没有发挥到最大^[4]。施元红^[5](2019)指出,与国际高标准负面清单相比,我国负面清单仍存在很大差距。魏晓雁^[6]等(2016)分行业对上海自贸区 2013 版、2014 版和 2015 版负面清单限制条款数与禁止条款数进行对比,发现我国在负面清单评价的层次结构、负面清单制定阶段的决策分析和负面清单实施阶段的效果评价三个方面仍有不足。刘再起^[7]等(2019)认为未来要从完善我国市场准入负面清单制度、推进服

务贸易制度创新和赋予自贸区更大自主权的角度来完善我国负面清单制度。戴林莉^[8]等(2018)提出针对不同产业特征来调整我国负面清单适用范围,加强负面清单在国内市场和行政管理领域的推广。

国外的金融业开放和负面清单管理模式起步较早,已经进入到了成熟阶段,相关学术研究比较深入。Banga^[9](2019)认为 CPTPP 虽然在经济金融规模等方面远不如 TPP,但在协议框架等方面在很大程度上都是继承 TPP,并且保留了诸如服务贸易等边界规则和横向的议题,因此,CPTPP 仍为全球当前高标准的经贸协议规则样本。CPTPP 的自由化程度和影响力相比于 TPP 和 USMCA 来说稍弱一些,但是 TPP 等协议中的金融服务条款与发展中国家的差距相对较大,因此 Plummer^[10] et al(2017)认为 CPTPP 相对来说更能够成为发展中国家今后经贸谈判的参考标准。CPTPP 的生效条件较为宽松且扩容前景也较好,因而 CPTPP 金融服务条款能够在文本协定中产生更大的示范效应。

1 金融业制度型开放影响金融稳定的机理

负面清单是指在引进外国投资时将不符合国民

[收稿日期] 2022-12-29

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目(22BJL035)

[第一作者] 崔 兵(1974-),男,湖北恩施人,经济学博士,湖北工业大学教授,研究方向为制度与行为经济学、制度与行为金融学。

[通信作者] 罗 颖(1995-),女,湖北枣阳人,湖北工业大学硕士研究生,研究方向为区域金融与科技金融。

待遇的监管措施以清单方式列出的清单形式。通俗来讲,负面清单管理模式,就相当于投资领域的“黑名单”。

国内外学者对金融稳定的界定大都从正反两个方面来阐述:从正面来看,金融稳定是从金融稳定状态下的特征来界定金融稳定的概念;而从反面则是从金融不稳定状态下的特征出发来描述金融稳定的概念。

资源要素流动型金融开放通过两条路径影响经济稳定:一条路径是金融开放通过作用于外生冲击,从而直接影响经济稳定^[11];另一条路径是通过改变货币政策效力间接影响经济稳定^[12]。在金融开放进程中,资本管制能够减轻资本跨境流动带来的宏观经济风险,进而影响金融稳定^[13]。因此,要维持金融稳定,就要设计资本管制制度来控制宏观经济风险的发生。而 Ghosh^[14]等(2017)认为新兴市场国家可以通过央行政策来控制资本跨境流动风险,同时,央行要时刻准备好在面临竞争力问题或者金融稳定问题时实行资本控制措施以减轻风险对金融稳定造成的影响。

制度型开放对我国金融稳定的影响主要是通过制度供给和制度质量两条路径。制度供给是通过实现制度从无到有的过程,进而影响经济增长、投资便利化等来提高金融稳定性;好质量的制度通过促进经济发展等来实现金融稳定性的提高。

1.1 制度供给对金融稳定的影响

制度型开放是在其他国家制度型开放的基础上,创新适合本国发展的、可实施的、旨在促进国内及世界经济开放的开放战略。

现阶段,我国创新金融开放机制由资本要素开放转变为制度型开放,金融业负面清单通过制度从无到有,实现制度的供给,在制度层面拓宽引进外资的渠道,扩大引进外资的范围,从而促进国内经济的持续增长,丰富国内的金融市场^[15],促进国内金融稳定,继而通过政策实施,保护我国在对外开放过程中优势产业的对外开放,拉动国内优势产业的发展,提高金融稳定性。

1.2 制度质量影响金融稳定

新制度经济学认为,经济制度是一个国家促进经济持续增长的主要来源,也是国际贸易不断发展的根本决定因素^[16]。实现制度从无到有是一个巨大的跨越,不断提高制度质量也是必经之路。

负面清单制度质量也是影响我国金融稳定的因素之一。首先,高质量的金融业负面清单制度,通过提高外资质量来促进我国金融开放程度的提高,加快国内经济的发展,提高国内金融稳定性。其次,负面清单制度质量的提高可以减少试错成本,缩短试错时间,从而加快我国金融业对外开放程度,丰富国内金融市场,提高金融防御能力。

基于以上分析,本文提出假设:负面清单制度的实施会提高金融稳定性。

2 实证分析

2.1 研究设计

2.1.1 样本选取与数据来源 以我国 2001—2020 年 31 个省区年度面板数据为样本。其中,2001—2013 年为负面清单制度实施前,2013—2020 年为负面清单制度实施期。以建立自贸区的省区为处理组,反之则为对照组,参考刘春燕等^[17-18]的研究方法,采用多期 DID 模型来研究而我国负面清单制度对金融稳定的影响。

2.1.2 变量定义 本文被解释变量为金融稳定指数。金融稳定指数是从对外开放程度、经济发展水平、金融发展水平和社会发展水平四个维度运用主成分分析方法构建。

核心解释变量是金融业负面清单的实施。该变量为虚拟变量。在实施金融业负面清单的年份,该虚拟变量取值为 1,反之则取值为 0。

参考姜爱萍^[19]等(2019)、杨洁^[20]等(2022)、秦燕玲^[21](2022)、张建华^[22](2022)、王相力^[23](2022)和牟晓玲^[24](2018)等的研究,选择 GDP、进出口总额、工业增加值、贷款余额和居民消费价格指数作为控制变量。具体变量含义及符号见表 1。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
金融稳定指数	FSI	运用主成分分析法构建
负面清单供给	D	实施年份取值 1,未实施年份取值 0
国内生产总值	GDP	各个地区的地区生产总值
进出口总额	TIE	地区进口额与出口额的总和
工业增加值	Industry	地区工业增加值
贷款余额	Loan	金融机构年末贷款余额
居民消费价格指数	Consumer	地区居民消费价格指数

2.1.3 建立模型 运用多期双重差分的方法来研究负面清单的实施对我国金融稳定的影响作用。建立模型:

$$FSI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * Treat_i + \beta_2 * Post_t + \beta_3 * D_{it} + \beta_4 * GDP_{i,t} + \beta_5 * TIE_{i,t} + \beta_6 * Industry_{i,t} + \beta_7 * Loan_{i,t} + \beta_8 * Consumer_{i,t} + \mu_{i,t} + d_t \quad (1)$$

其中: β_i 为各个变量的系数, $Treat_i$ 为组别虚拟变量,如果地区 i 属于处理组,则 $Treat = 1$, 否则 $Treat = 0$; $Post_t$ 为时间虚拟变量,若该年份属于负面清单制度实施时期,则 $Post_t = 1$, 否则 $Post_t = 0$;

表 2 金融稳定指数 FSI 构建指标体系

维度	变量	指标	释义
对外开放水平	A1	进口总额	地区货物进口总额
	A2	出口总额	地区货物出口总额
	A3	外贸依存度	进出口总额/GDP
经济发展水平	B1	GDP 增长率	地区生产总值增长率
	B2	工业增加值增长率	工业增加值增长率
	B3	固定资产投资增长率	地区固定资产投资增长率
金融发展水平	C1	存款余额	金融机构期末存款余额
	C2	贷款余额	金融机构期末贷款余额
	C3	存贷比	贷款总额/存款总额
社会发展水平	D1	消费品零售总额增长率	社会消费品零售总额增长率
	D2	消费价格指数	居民消费价格指数
	D3	收入增长率	城镇居民人家可支配收入增长率
	D4	支出增长率	城镇居民人均消费支出增长率

在构建金融稳定指标体系时,选取 2001—2020 年 31 个省份的年度数据,数据来源于国家统计局、各省统计局、统计年鉴等数据库。对于缺失的数据采用插值法进行补齐,再将数据进行标准化处理。在进行主成分分析时,首先对金融稳定四个维度分别进行因子分析,取特征值大于 1 的因子,再根据各个因子得分计算出各个维度的指标数值,最后根据各主成分的贡献率计算出金融稳定指数。

2.3 实证回归分析

2.3.1 描述性统计 将整理好的数据导入计量软

$D_{i,t}$ 是核心解释变量,表示负面清单制度实施与否,如果地区 i 属于处理组,且 t 年份属于制度实施时期,则 $D_{i,t}$ 取值为 1,否则 $D_{i,t}$ 为 0。

2.2 金融稳定指标构建

在构建金融稳定指标时,参考王娜等的研究,运用主成分分析方法^[25-26],从对外开放水平、经济发展水平、金融发展水平和社会发展水平四个维度来构建我国金融稳定指标体系^[27-29]。金融稳定体系具体指标及含义见表 2。

件,进行描述性统计(表 3)。由表 3 可知,我国各自贸区所在地区的金融稳定指数的平均值为 5,最大值为 6.9,最小值为 0.9。各省份金融稳定指数大致呈现出倒 U 型的特征,其中 2008 年各省金融稳定指数达到最大值,2009 年开始呈现下降趋势,这说明 2008 年金融危机对我国区域金融稳定产生了一定的影响;从 2009 年开始,各区域金融稳定指数开始呈现出波动趋势,其中 2020 年急速下降,主要是受 2019 年年底到 2020 年的新冠疫情的影响,区域金融稳定急速下降。

表 3 描述性统计

	金融稳定指数	GDP/亿元	进出口总额/亿元	工业增加值/亿元	贷款余额/亿元	消费价格指数
最大值	6.92766	111151.6	7176.336	39353.9	195680.6	110.1
最小值	0.87971	139.2	0.7690161	10.9	96.62	97.7
均值	5	15737.87	632.9223	5778.662	20629.08	102.391
中位数	0.9983831	10202.35	147.5762	3547.1	11759.66	102.2
标准差	0.6662041	17601.88	1188.547	6764.744	25336.64	1.833457
样本量	620	620	620	620	620	620

2.3.2 制度供给回归结果分析 利用计量软件,采用 DID 方法研究我国金融业负面清单制度供给对金融稳定的影响(表 4)。

在表 4 中,模型(1)为基准回归模型,模型(2)和模型(3)为加入不同控制变量的回归结果。3 个模

型的回归结果中,核心解释变量负面清单制度供给的系数均在 1%水平下显著,核心解释变量的系数显著为正,这说明金融业负面清单制度的实施会对我国金融稳定产生正向促进作用,可以提高我国金融稳定性,验证了本文的假设。

表 4 回归结果

VARIABLES	FSI		
	(1)	(2)	(3)
$D_{i,t}$	0.246*** (0.0525)	0.0342*** (0.0679)	0.0519*** (0.0567)
GDP		0.301*** (0.160)	0.474*** (0.241)
进出口总额		0.0146 (0.0741)	-0.166*** (0.0626)
工业增加值		0.152*** (0.172)	0.0118 (0.154)
贷款余额			0.341*** (0.129)
消费价格指数			13.10***
Constant	4.790*** (0.0210)	6.407*** (0.42)	-53.82*** (4.511)
Observations	421	421	421
R^2	0.876	0.876	0.921

括号内值为 t 值, *、**、*** 分别是 10%、5%、1% 显著性水平下显著,下同。

2.4 内生性检验

产生内生性的主要原因有遗漏变量、选择性偏差和互为因果等。如果本文模型中政策变量存在内生性问题,就会使得实证结果存在偏误,实证结果就不可靠。

为防止内生性问题带来实证结果的有偏,本文采用滞后一期核心解释变量和各个控制变量进行回归(表 5)。

表 5 自变量滞后一期回归结果

VARIABLES	FSI		
	(1)	(2)	(3)
$D_{i,t}$	0.196*** (0.0612)	0.185** (0.719)	0.0180** (0.0720)
GDP		0.139*** (0.155)	-0.436** (0.308)
进出口总额		-0.136 (0.0761)	-0.109 (0.0771)
工业增加值		0.109*** (0.171)	0.224*** (0.188)
贷款余额			0.145*** (0.166)
消费价格指数			-1.846*** (1.200)
Constant	4.787*** (0.0208)	5.973*** (0.409)	14.80*** (5.514)
Observations	400	400	400
R^2	0.874	0.885	0.887

表 5 中模型(1)仍为基准回归模型,模型(2)和模型(3)为加入不同控制变量的回归模型。3 个模型的核心解释变量系数显著为正,这说明负面清单

制度的实施会对我国金融稳定产生正向影响作用,且政策虚拟变量的回归结果均显著,这与前文结论一致。

2.5 稳健性检验

为了使前文回归结果具有稳健性,本文进行平行趋势检验。运用双重差分方法进行平行趋势检验,检验在没有政策影响的情况下处理组个体与对照组之间是否存在相似的时间趋势。在进行平行趋势检验时,分别将负面清单制度的政策变量与制度实施前的年份虚拟变量进行交乘,并将金融稳定指数与这些虚拟交叉项进行回归(表 6)。

表 6 平行趋势检验结果

VARIABLES	FSI		
	前 1 年	前 2 年	前 3 年
$D_{i,t}$	0.036 (0.064)	0.075** (0.022)	0.013 (0.195)
GDP	0.289 (0.385)	1.102*** (0.207)	2.330** (0.667)
进出口总额	-1.038** (0.055)	-0.530** (0.079)	-1.266* (0.091)
工业增加值	2.377*** (0.140)	1.063** (0.087)	0.178 (0.064)
贷款余额	-1.950*** (0.168)	-0.143*** (0.047)	-1.752*** (0.027)
消费价格指数	1.203 (9.785)	6.610** (6.940)	4.270*** (4.069)
Constant	-2.55 (43.07)	-7.03** (30.58)	-5.58** (18.85)
Observations	435	435	435
R^2	0.863	0.756	0.952

从表 6 的结果可以看出,负面清单制度实施前 1 年和实施前 3 年的回归结果均不显著,仅有负面清单制度实施前 2 年的回归结果在 5%水平下显著,这说明负面清单制度实施前后存在明显差别,前文实证结果具有稳健性。

2.6 异质性检验

在进行异质性检验时,分别对我国东部地区、中部地区、西部地区 and 东北地区的数据进行异质性检验(表 7)。

从表 7 的结果可以看出,不论是东部、中部、西部还是东北地区,异质性检验模型中核心解释变量系数都显著为正,说明不管在哪个地区,金融业负面清单对我国金融稳定有促进作用,但不同区域模型回归结果的系数有所差别,其中东部沿海地区回归结果系数相对较大,而西部地区系数最小,主要的原因可能是因为西部地区经济发展稍落后,对金融稳定的影响作用较小。

表 7 异质性检验结果

VARIABLES	FSI			
	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
$D_{i,t}$	0.214** (0.0909)	0.0338** (0.101	0.00728*** (0.0744)	0.418*** (0.135)
GDP	-0.704* (0.366)	0.391(0.451)	0.401(0.374)	0.751(0.923)
进出口总额	-0.805*** (0.150)	-0.395*** (0.119)	-0.196** (0.0881)	-0.664** (0.314)
工业增加值	-0.160(0.283)	-0.216(0.300)	-0.424* (0.248)	-0.279(0.315)
贷款余额	0.973*** (0.232)	0.0660(0.160)	0.0645(0.214)	0.126(0.427)
消费价格指数	15.88*** (1.854)	15.21*** (1.444)	17.87*** (1.164)	16.46*** (2.913)
Constant	-65.49*** (8.416)	-65.58*** (7.078)	-77.27*** (5.494)	-73.02*** (13.66)
Observations	198	80	100	39
R^2	0.921	0.696	0.799	0.699

3 结论与建议

3.1 结论

1)金融业负面清单制度的实施,在一定程度上可以提高我国各地区金融稳定性。

2)从区域角度来看,不同区域金融业负面清单制度对金融稳定的正向促进作用存在差异,这主要是因为不同地区经济发展水平各异,对金融稳定的影响作用存在差别。

3.2 政策建议

1)自贸区负面清单的实施有利于自贸区经济发展,对自贸区金融稳定性的提高具有一定促进作用。截至 2022 年年底,我国共建立了 21 个自贸区,要进一步加大我国自贸区的建立范围,形成自由贸易区由试点向全国扩张的态势,以自贸区负面清单的实施来促进全国金融稳定性的提高。

2)在未来的发展过程中,要实现各地区的协调发展。在各地区共同协调发展的基础上,实现金融业负面清单制度对金融稳定的促进作用最大化。

3)在不断完善我国金融业负面清单内容的同时,要健全相关法律法规。此外,负面清单还要为一些相对弱势行业未来发展留有一定的空间,以发挥负面清单的更大效用。

[参 考 文 献]

[1] 李琼,吴小雨,成春林.基于合成控制法的自由贸易试验区政策对金融开放的影响研究:以上海自贸区为例[J].金融理论与实践,2021(10):34-44.

[2] 尹开拓,解紫彤,谭小芬.中国金融业开放新趋势及政策选择[J].国际贸易,2020(07):80-88.

[3] 易颖. 短期跨境资本流动对我国金融稳定的影响研究[D].武汉:华中师范大学,2020.

[4] 夏先良.当前深化负面清单制度改革重大意义[J].人民论坛·学术前沿,2018(14):52-67.

[5] 施元红.负面清单管理制度发展现状、问题及提升路

径[J].对外经贸实务,2019(08):60-62.

[6] 魏晓雁,郑晓妹,吴大器.上海自贸区负面清单管理模式探析[J].华东经济管理,2016,30(05):33-37.

[7] 刘再起,张瑾.中国特色自由贸易试验区开放升级研究:基于负面清单的分析[J].学习与实践,2019(12):28-36.

[8] 戴林莉,康婷.论我国自贸试验区外商投资准入负面清单的价值与功能[J].经济体制改革,2018(02):57-62.

[9] BANGA R. CPTPP: implications for malaysia’s merchandise trade balance [J]. SSRN Electronic Journal, 2019(03):1-30.

[10] PETRI P A, PLUMMER M G, ZHAI F. US retreat should not stop asian economic integration[EB/OL]. [2017-12-02].<https://www.piie.com/commentary/oped/us-retreat-should-not-stop-asian-economic-integration>.

[11] 李博瑞. 中国资本账户开放与跨境资本流动的经济影响[D].长春:吉林大学,2020.

[12] 于春海,张斌.金融开放、货币政策调控效力与经济稳定[J].国际金融研究,2020(11):24-34.

[13] KIENDREBEOGO Y. Unconventional monetary policy and capital flows[J]. Economic Modelling, 2016 (4): 412-424.

[14] BLANCHARD O, JONATHAN D. Are captal inflows expansionary or contractionary? theory, policy implications, and some evidence [J]. IMF Economic Review, 2017, 65(03):563-585.

[15] 聂平香.中国实施负面清单管理面临的风险及对策[J].国际经济合作,2015(01):66-71.

[16] 葛涛.经济制度质量对出口二元边际的影响研究:基于中国制度有效性和稳定性视角[J].当代经济管理,2022,44(01):9-18.

[17] 刘春艳,赵军.营商环境优化对 FDI 区位选择的影响研究:基于外资准入负面清单的准自然实验[J].经济体制改革,2022(03):70-76.

[18] 刘春艳,赵军.营商环境优化对 FDI 区位选择的影响研究:基于外资准入负面清单的准自然实验[J].经济体制改革,2022(03):70-76.

[19] 姜爱萍,张蓝飞.我国金融稳定的影响因素分析:基于不

同角度不同方法的比较[J].商业经济研究,2019(02):190-192.

[20] 杨洁,陈修素.金融科技、区域金融稳定与经济高质量发展的非线性效应:基于面板平滑转换模型[J].衡阳师范学院学报,2022,43(06):132-139.

[21] 秦燕玲.金融创新呼唤监管转型 构建多层次金融稳定保障资金体系[N].证券时报,2022-11-18(A01).

[22] 张健华.不断健全维护金融稳定 保障金融安全长效机制[J].清华金融评论,2022(08):2.

[23] 王相力.基于PVAR模型的东北地区金融稳定、产业结构和经济增长关系研究[D].长春:吉林大学,2022.

[24] 牟晓玲.江苏省区域金融稳定影响因素的实证研究[D].杭州:浙江大学,2018.

[25] 王娜,施建淮.我国金融稳定指数的构建:基于主成分分析法[J].南方金融,2017(06):46-55.

[26] 王胜强.金融双向开放背景下维持金融稳定的体制机制研究[D].天津:天津师范大学,2018.

[27] 柳美芝.当前影响金融稳定的主要因素及应对措施建议[J].时代金融,2018(11):42.

[28] 王晰,杨琳,白智奇.考虑动态调整的金融稳定指数构建[J].金融监管研究,2020(02):102-114.

[29] 王劲松,任宇航.中国金融稳定指数构建、形势分析与预判[J].数量经济技术经济研究,2021,38(02):24-42.

On the Negative List Management of Financial Industry and Its Impact on Financial Stability

—Take the free trade zone as an example

CUI Bing, LUO Jie

(School of Economics and Management, Hubei Univ. of Tech.,Wuhan 430068,China)

Abstract: Entering the high-level opening-up stage, China’s financial openness will shift from traditional capital factor openness to institutional openness. The opening up of the financial industry to the outside world is a double-edged sword. On the one hand, the opening up of the financial industry can promote China’s economic growth and enhance financial stability; On the other hand, the further opening up of the financial industry will bring about faster and larger short-term capital flows, impacting the financial market and affecting financial stability. The implementation of the negative list in the financial industry is an important aspect of institutional openness. This article studies the impact of the implementation of negative list system in China’s financial industry on financial stability from the perspective of the supply of negative list system, using the method of multi-period double difference. The research results indicate that implementing the negative list system in the financial industry can help promote financial stability in China; In addition, from a regional perspective, there are regional differences in the negative list system of the financial industry, and the impact of the implementation of the negative list system on financial stability in different regions varies. Based on the empirical results, the following suggestions are proposed: (1) to gradually expand the coverage of China’s free trade zones, further increase the construction of China’s free trade zones, form a form of expansion of free trade zones from pilot to national scale, form a replicable institutional model, and improve the financial stability of various regions through the implementation of the negative list system in the financial industry of free trade zones; (2) Continuously improve the negative list content of the financial industry and relevant laws and regulations.

Keywords: negative list; institutional openness; financial stability

[责任编辑: 张 众]