



14

Economics

轻资产运营模式下的企业实施路径研究——以小米公司为例

THE IMPLEMENTATION PATH OF ENTERPRISES UNDER THE ASSET-LIGHT OPERATION MODE——TAKING XIAOMI AS AN EXAMPLE

马强^{1*}, 张超²

Qiang Ma^{1*}, Chao Zhang²

¹泰国正大管理学院

¹Panyapiwat Institute of Management

²青岛理工大学建设工程监理咨询公司

²Qingdao University of Technology Construction Engineering Supervision Consulting Company

*Corresponding author, E-mail: maqiangballer@qq.com

摘要

轻资产的运营模式是近些年来被提到的越来越多的话题之一，轻资产的运营模式不同于重资产的运营模式，在轻资产模式下要求企业不应当过度依赖于有形资产或固定资产，避免因投入过多的资本在实体资产上而造成企业的资金成本过高，企业应当注重知识、服务等方面这些无形的资产能为企业所带来的价值，用较少的资本来获得最大的收入，避免因固定资产的而占据大量的资本与资产折旧带来的损失。轻资产运营模式从根本上来说是把产品制造和零售分销业务外包，企业本身应当注重于产品的设计开发和市场推广等业务，用最低的资本投入获得最高的资本回报率，从而降低公司的资本投入。本文以小米公司为例，小米公司是目前世界上最年轻的世界五百强企业，深受年轻人的喜爱，而小米公司又是典型的实行轻资产运营的企业，本文将从筹资、投资和运营管理三个角度对轻资产运营模式下小米公司的实施路径进行研究，探寻初创型互联网企业在轻资产模式公司的战略框架。

关键词: 轻资产运营模式 市场战略 商业模式 小米公司

Abstract

The asset-light operating model is one of more and more topics that have been mentioned in recent years. The asset-light operating model is different from the asset-heavy operating model. Under the asset-light model, companies should not be overly dependent on tangible assets or Fixed assets, to avoid excessive capital costs of enterprises caused by investing too much capital in physical assets. Enterprises should pay attention to the value that these intangible assets can bring to the enterprise in terms of knowledge and services, and use less capital. Get the maximum income and avoid the loss of capital and asset depreciation because of fixed assets. The asset-light operation model is fundamentally outsourcing product manufacturing and retail distribution. The company itself should focus on product design, development and marketing, and use the lowest capital investment to obtain the highest rate of return on capital, thereby reducing the company's capital Invest. This article takes Xiaomi as an example. Xiaomi is currently the youngest Fortune 500 company in the world and is loved by young people. Xiaomi is a typical asset-light operation company. This article will focus on fundraising, investment and From the three perspectives of operation management, research the implementation path of Xiaomi under the asset-light operation model, and establish a strategic framework for start-up Internet-based asset-light model companies.

Keywords: asset-light operation, market strategy, commercial mode, xiaomi company

引言

随着时代的不断发展，良好的商业模式对提高企业竞争力有着巨大的作用，与能源资源的加工使用相比，知识的运用更具有竞争力。目前中国的经济处于由劳动力、资本密集型向技术研究开发、人力资源、品牌影响力等轻资产模式转型期，企业只有在商业模式上的不断创新才能够提高利润，不断的发展扩大。像小米手机这样新型成长的企业，要想迅速占有主要的市场份额就必须采用有效的商业模式。

21 世纪初期，麦肯锡管理咨询公司提出轻资产运营模式的观念，并且受到欧美多个国家的青睐。在中国，越来越多的公司采用轻资产运营模式，比如在家电、服装、食品制造、汽车、互联网等行业，这些企业纷纷改变了自己的商业运作模式，这些公司通过轻资产运营模式达到了显著的运营效果。在手机行业，也有越来越多的互联网巨头运用轻资产模式推出智能手机，如奇虎、百度、腾讯等。但奇虎、百度、腾讯等推出的手机的产品质量、售后服务屡次遭到质疑，无论从进货渠道还是营销策略都与传统手机厂商相去甚远，结果收效甚微。从小米手机成立之处到 2020 年小米手机已经成为了中国智能手机市场上的不可或缺的厂家，在轻资产运营模式下小米手机取得了非凡的成就，是其他互联网公司难以比拟的。

对企业而言，轻资产运营模式的成功关键是采用与其相适应的战略布局，如果企业战略布局不当，很可能会导致企业无力偿债而破产的结局。研究如何使公司的战略和公司运营模式相匹配是极其重要的。企业战略研究的重点还是应该从公司的整体把握而不是仅仅放在表面行动分析上。因此，本文基于小米手机的互联网、轻资产企业的特点对于小米公司的轻资产运营策略进行研究，并分析其具体实施路径对轻资产运营的促进作用。

研究目的

本文主要研究的是小米公司在轻资产运营模式下从公司的整体角度出发，探讨如何使公司的轻资产运营模式与公司发展路径相匹配。基于轻资产模式的研究不仅仅是放在企业的轻资产上进行分析，还要从筹资、投资和运营管理三个角度对小米手机的轻资产运营模式进行研究分析，建立初创互联网型轻资产模式公司的轻资产运营战略框架，最终提出小米轻资产运营策略，并分析其在轻资产运营模式下对于企业轻资产的实施路径该如何应用。

文献综述

1. 轻资产商业模式

1.1 轻资产定义及公式

所谓轻资产主要指的就是企业的无形资产，不同于传统认知的重资产，轻资产包括企业的经验、规范的流程管理、治理制度、与各方面的关系资源、资源获取和整合能力、管理制度、人力资源、企业文化、盈利模式 and 创新能力等。这些无形资产占用的资金少、附加值高，显得轻便灵活，所以“轻”。唐璎璋教授（2007）在对轻资产这一问题上提出了量化的街道，他认为轻资产应当是指可以为企业创造价值与声望的资源，但却无法在企业相关的财务报表中实际列出的非实体性资源，这一些非实体性资源与企业的财务报表中所列举出的商业名誉以及企业的无形资产这三者之和，就是一个企业的轻资产资源，其公式可以具体表示为：

$$\text{轻资产} = 1/r \times \text{ICB} \times (\text{ROIC} - \text{WACC} - r) + \text{GW} + \text{IA}$$

式中，①r: 市场平均利润率;

②ICB: 企业投入资本的实际价值;

③ROIC: 投入资本回报率;

④WACC: 加权平均资本成本;

⑤GW: 商誉;

⑥IA: 无形资产。

1.2 “轻资产模式”的概念

美国著名管理咨询公司麦肯锡最早提出“轻资产模式”的概念，是指企业将占用固定资产较多的生产制造及零售等非核心业务外包出去，把设计研发和市场推广等高价值链环节作为重点的资本投入以降低企业的投资成本，提高企业的投资占比，加强企业的核心竞争力。Wernerfelt（1984）认为轻资产的内涵应该是企业一种独特的无形资源，其表述应当为“市场基础资产观”下的“核心竞争力”的多种要素，而 Barney（1991）认为这些多种要素应该是那些企业所拥有具有价值的并且应该难以模仿与替代，是能够进行资源的整合创造价值的独特能力的特征。吕民乐（2004）认为除了在轻资产运营模式中，轻资产的定义不应当仅仅是企业当中的一些无形资产，轻资产还应当包括治理制度以及企业与各方面的关系资源等内容，其最重要的核心应当是品牌。王晶（2008）认为轻资产在定义的范围上涵盖范围较广，在企业中企业人力资源、企业经验、企业品牌、规范的管理流程、客户关系等都包含在内，与重资产相比占用的资金较少，释放了资金活力，使用上相比于重资产也更加灵活。经过对轻资产模式不断的深入探索研究，国内外的专家们逐渐将“轻资产模式”的概念统一为：企业将对于重资产的持有较少，并且长期积累轻资产产业作为企业的着重资源进行发展，将非核心业务像生产、组装、物流运输等环节进行外包出去，再通过轻资产本身所固有的杠杆效应，实现对企业现有的有限资源进行优化整合，最终逐渐形成能够帮助企业实现价值获取利润，带来公司效益的竞争优势，这一定义也被国内外学者所广泛接受。

1.3 轻资产模式企业的特征

目前，世界上各国学者根据轻资产模式企业的关注点及轻资产企业提供的服务，可以将主要采用轻资产模式的企业有以下四种类型归：类金融企业、知识产权企业、品牌企业及互联网企业等，这些轻资产模式企业都拥有一下这几类共同特征。第一，从运营模式上看，轻资产模式企业会集中其拥有的优势资源，将有限的资源和资金投入自身研发、市场营销和后期服务等价值链中高附加值的环节，而不会选择进行大规模的固定资产投资。

第二，从负债结构上看，轻资产模式企业具有以下两方面的特点：一是轻资产模式企业的现金储备量占总资产的比重较高，而应收账款、存货和固定资产占总资产的比重相对较低。二是轻资产模式企业的负债水平较低，自有资金所占比重大，对于自身实力再行业内较强的采用轻资产模式的企业，通常来说会凭借企业自身较强的议价能力，占据产业价值附加链上下游的资金，从而形成无息负债，因此一般来说采用轻资产模式的企业有息负债相对而言会比较少。

第三，从资产质量上看，采用轻资产模式的企业相对于企业的实体资产来比相对没有那么重视，而是更加注重企业在软实力、运营与销售上比较看重。Sohn, J 等人（2013）将适用的轻资产企业的战略规划定义为“轻资产和费用导向”战略，并通过对美国采用该种运营模式的相关酒店企业进行了研究，验证其定义的准确性。在经过研究后得出结论，他们认为“轻资产和费用导向”战略应该降低资产总额中固定资产所占的比重，通过提高研发环节上



的费用,进而提升企业的创新能力,企业通过形资产的研发投入可以帮助企业实现现金流收入的稳定性,同时有利于提升企业的净资产收益率。从轻资产模式企业的资产负债表所反映的资产信息上看,采用轻资产模式企业的资产质量一般具有三个特点高收益、轻量化、精细化。

Anne Millen potter (2000) 通过搜集各行各业实行轻资产运营的的企业并对其整合分析得出,轻资产运营模式应当是实施轻资产模式的企业是利用企业长期经营而形成的轻资产资源以及长期的努力而积累的优势资源对企业外部的其他资源进行杠杆撬动,与此同时,企业在运营轻资产的前提下,整合行业的价值链结构与其特征,目的是以最少的资源投入,实现企业对自身的业务系统架构进行最优化的组合,最终实现企业获得稳定与长久的现金流收入从而达到企业价值最大化。

2. 轻资产运营模式对小米公司战略布局的影响

2.1 小米公司概况

2.1.1 小米手机简介

北京小米科技有限公司(简称“小米公司”)成立于 2010 年 4 月的公司主要产品为生产移动端智能设备为主,主要是手机、智能互联网电视与智能家居等。公司地址位于北京市。小米公司董事长兼创始人是前金山软件 CEO——雷军,其团队成员是由前是微软、谷歌、金山等国内外著名科技公司的元老级员工组成的。小米公司旗下主要有小米手机、MIUI 操作系统和智能家居三大核心业务构成,小米的智能产品不仅仅局限于手机,比如小米盒子、小米智能电视、小米智能门锁等。“为发烧而生”是小米产品的产品概念。小米是一个发展历程仅有十年的互联网公司,但是早在 2013 年之时,创业仅仅三年的小米就已经达到了 100 亿美元的估值,是我国历史上第四个企业估值超过百亿美元的互联网公司,时间来到 2014 年,美国最具影响力的商业杂志 FastCompany,在评选中国最具创新力的十大公司之时,将小米公司放在了首位。小米公司能够在十年的时间内取得巨大成功,成为最年轻的世界五百强企业,正是源于其独特的轻资产运营模式。小米公司最早是采用的线上直营,线下没有实体店的方式,减少了库存和房租的压力。销售方式的新颖,也得到了很多青年用户的关注。直至 2019 年,小米上榜 2019 年上市公司市值 500 强,排名第 53 位。

2.1.2 小米手机特点

正如我们所熟知的,小米是一家互联网企业,董事长雷军是前金山软件的 CEO,在对于互联网的推广与使用上,小米公司可谓走出了一条属于自己的道路。首先,采用互联网 O2O 的营销模式,在产品推广方面主要运用的是微博、论坛等网络媒体推广进行推广,线下开设小米之家,采用互联网销售和线下直营相结合的销售方式,用户在购买小米手机时可以自主选择最适合自己的购买方式,而且小米之家为公司直营,不存在中间商赚差价这一问题。其次,小米采用互联网+用户的研发模式,小米手机操作系统 MIUI 的在研发的过程当中会随时和 MIUI 论坛中的手机发烧友进行交流与互动,让“米粉”们能够通过互联网直接与系统开发人员进行交流。

小米公司是典型的轻资产运营模式企业。小米从一开始就专注于手机的品质与用户的体验,生产方面选择找别的工厂进行代工。轻资产运营的核心就是要做好自己擅长的,能够获取可观利润的阶段重点来做,而其他的阶段,例如工厂生产,物流运输等其他阶段则选择进行外包,降低本身的生产成本。

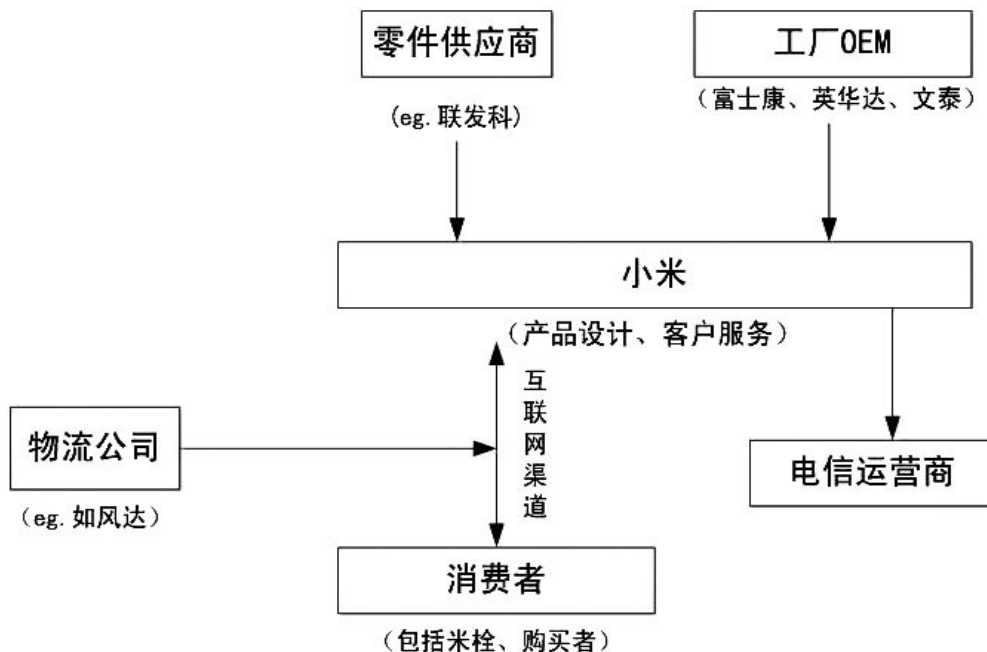


图 1: 小米手机生产销售模式图

由图 1 可知，小米专注做好产品设计与客户服务，将重点放在手机的设计与硬件堆料上，打造自己的 MIUI 生态圈，与“米粉们”做好交流来更好的完善系统 UI。所以小米需要做好最重要的两件事就是手机的研发和与打造良好的销售环境。小米是没有生产工厂的，硬件的生产主要还是要靠代工；尽管线下开设了小米之家，但是与传统的手机厂商来说，门店数量不多也是小米的一大劣势之一。小米手机采用轻资产的商业模式，在公司不占优势的条件下，合理整合其他企业的资源，把生产和组装环节及逆行外包，利用行业内优质生产厂的高质量生产的零件与组装厂的组装进行融合，同时依托电互联网电商平台和电商的物流体系的优势，达到了投入少，产出多的效益。不同于传统手机制造企业，小米手机对于整个产业链信息的整合，舍弃生产、销售、物流等非核心环节，抓住研发与销售的核心环节。小米公司的这种模式也带给了中国互联网企业一个新的标杆，像后期出现的 One Plus（一加）目前也是模仿小米公司的这种轻资产的模式，在海外率先布局进行探索。

2.2 小米公司的轻资产运营模式分析

2.2.1 精准定位客户

精准定位客户是指企业通过能够为其提供长期利润的客户，通过满足特定客户对于产品的需求来提升企业价值与企业知名度。小米在设计产品之初，就将客户群体定位在对于智能手机感兴趣的手机发烧友上，发烧友是指对某一事物的接受能力强、对某产品认知程度较高且极度感兴趣的消费群体，这类群体对产品的定价可能不是很关心，但是却十分关心产品的性能与日常生活中的体验。小米通过互联网销售模式获得了迅速发展，通过创建小米论坛让手机发烧友参与公司产品的研发与设计阶段，拉近企业与用户之间的关系，与此同时手机发烧友们在网络中的留言与宣传，也使得小米手机的内部开发人员能够迅速捕捉到有关消费者的偏好和意愿，这方面对于公司有价值的用户信息，可以让小米公司更好的致力于解决消费者对于产品所提出的不足之处，使消费者能够对于产品的满意度得到提升。小米公司这一精准客户定位不单单只是将消费者的创造性需求与个性化定制需求引入到产品的研发与设计当中，同



时还提高了小米公司对于手机市场更新速度的把控和对市场的灵敏度的掌握，保证了小米手机销量的稳步增长。

2.2.2 小米手机的盈利模式

企业的盈利模式是指企业要在自身允许的经营的范围之中获取目标利润的经营方式。在经营模式上，小米公司一贯秉持着“硬件上不赚钱，通过软件服务赚钱”的经营理念。小米在成立之初所推出的小米手机就与传统手机生产商通过高定价来获取利润的盈利模式不同，小米采取低价高配的战略，在于同类别手机相比，在手机配置相当甚至还要高于其他厂家，自己的首发价仅仅是其他厂家的 70%到 80%，当其他商家的手机定价到四五千元的时候，小米公司旗下的高端机型只有 3000 元左右，通过这种定价模式，相对于其他的智能手机，用较低的价格来提升自己产品的性价比，以此来吸引用户，在形成用户黏性。在这一过程当中，生产成本的曲线便会向下倾斜，这就使小米手机的生命周期可以获得延长，在推出一款产品之后通过客户的订单数量进行销售，随着销售时间的延长，这样从消费者身上获得的利润也就多了起来。小米公司这种“先亏后盈”的营销策略，吸引了无数年轻人与“米粉”强烈追捧。随着手机销量不断增长与手机生命周期的增长，拉长时间线，最终使得小米公司获取了高于其他智能手机开发商的利润，同时也收获了市场的好评。

2.2.3 小米手机的关键资源能力

小米手机的成功离不开其对与资源的开发与整合，而其中的关键资源能力其实指的就是形成企业在行业内核心竞争力的优质性资源所带来的客户对于企业的依附能力，而这也是对于企业来说提高现金流与利润的关键能力，小米公司多年以来一直秉持着的理念就是：小米所生产的所有设备只有百分之五的利润，除去这百分之五如果多余的利润都会返还给用户或者用来对于设备的迭代更新。小米的这种轻资产运营模式，通过整合自身的关键性、优质资源来通过服务增值占领市场，攫取利润。在手机生产方面，小米公司相比较传统手机制造商最明显的地方，就是小米没有花费大量的资金来建立自己的设备生产与组装工厂，没有在一开始就盲目扩大企业生产规模，进而选择将生产与组装这一非核心环节进行外包，自己则投入与研发和销售等产业链可以带来较高附加值的生产环节。在手机硬件的获取上，小米公司与行业内部的各个生产厂商都建立起了良好的关系，从最早的英伟达、联发科再到 2021 年全球首发了最新的高通骁龙 888 芯片，在手机产品硬件的配置上有着强大的保障，并且在研发阶段和营销阶段等高价值链环节的投入储备了大量的资金，使得小米公司一直处于良性的循环系统。在经销渠道方面，小米公司是最早是采用网络网络直销的销售模式，消费者在通过网络对其感兴趣的需产品可以直接在电商平台进行付款，小米再根据订单发货，将产品直接快递到消费者的手中，这种网络直营销的方式小米节约了店面成本。在近年来，小米也开始线下布局，在各大城市的商场中开设小米公司自己直营的店铺——小米之家，通过公司直营，使公司产品得以直接面对客户进行销售，进而减少中间环节，避免了中间商赚差价，而同时小米也可以根据消费者反馈数据进行改善，及时的了解市场对于公司产品的需求是的是满意程度，进而稳固市场份额。总的来说，小米采用电商网络直营+线下直营店的销售模式，建立起了自己的销售体系，在短时间内不易被同行所模仿借鉴的销售网络。在物流运输方面，小米在成立初期就入资进入凡客商城，通过借助凡客诚品的物流平台，解决了小米公司产品的出货问题，节约了仓储的成本及运输过程中额外的成本支出，进而减少了在物流与存储方面的成本。小米公司秉持着以消费者实时参与系统的研发与修改为核心，通过对行业内有效关键资源进行整合，将客户对于产品的满意度放在首位，拉动了消费者们对于小米手机的需求量，最终实现了企业的发展与战略合作伙伴的多方共赢局面。

研究结果

3. 小米公司轻资产运营模式在企业实施路径方面的具体措施

3.1 小米公司轻资产运营模式对投资战略的布局

轻资产运营模式的特点就是要用有限资产获取最大收益，注重在投资产业链中的较高附加值环节可以着重来做好以期待来获取最大的投资价值进行着重投入，将手机产业内部的非核心生产环节进行外包。依据“微笑曲线”可以得知，轻资产企业应当将重点放在附加值最高的核心环节，注重利润的获取，而附加值较低的环节可以交给外面相对应的工厂进行加工与组装。

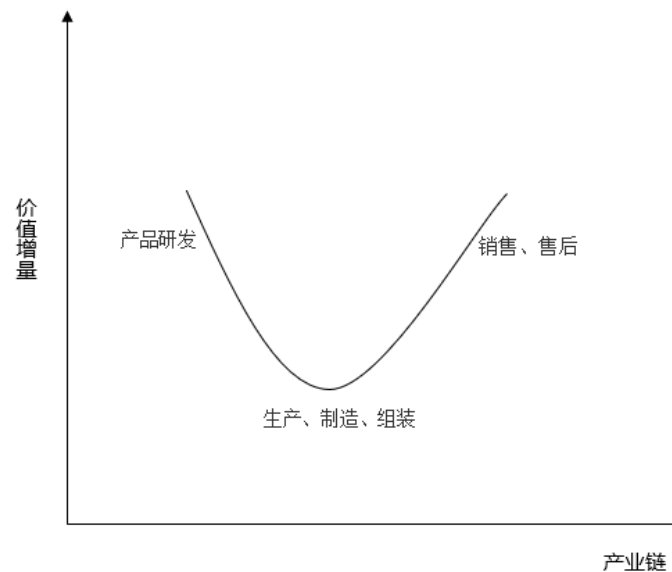


图 2： 智能手机行业各环节价值图（微笑曲线）

如图 2 所示，智能手机行业的价值链当中可以看出，智能手机市场的附加值最高点主要集中在“微笑曲线”的两端，分别是上游的产品创新、研发、设计以及下游的营销、客户服务。而中间环节的生产制造、装配、物流等附加值较低。因此小米手机的投资产业链中占据较高附加值的研发和销售环节一直都是小米在着重打造的。

小米在研发与 MIUI 设计段的投资布局。小米在成立初期就开始着重投入资金建设打造基于安卓生态系统的 MIUI 的互联网开发团队，将资金投入到了开发和技能的运用上。小米 MIUI 团队成立于 2010 年 6 月，最早由小米公司的 120 多位前端工程师组成。MIUI 团队以安卓系统为基础进行二次开发，开发出更加符合中国消费者市场需求的 MIUI 系统。小米公司在操作系统的打造上耗费了大量的资金构推出了“橙色星期五”的互联网开发模式，能够让小米手机的用户深入参与到整个产品研发过程当中，主要内容是小米的 MIUI 团队成员会每周都在小米论坛内与用户进行深入互动，收集用户反馈，最终在每周推出系统的更新与迭代，具体内容如下图 3 所示。

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
研究开发版 系统	内部工作人 员进行体验	推送系统升 级报告	发布内测内 容	发布系统

图 3: MIUI操作系统“橙色星期五”的互联网开发模式

小米在销售渠道的投资与布局。如下图 4 所示,小米手机投资的销售渠道使多元化的,主要有涵盖了投资电子商务、社交媒体和线下营销。在电子商务这一渠道内,小米在淘宝、京东都有自己的直营官方商城,同时还打造了小米商城这一自己的线上门店是,多通道的线上开启直营店来完善整个小米品牌的产品打造与产品销售、运营、售后服务等。

小米手机目前的主要出货量大部分还是来源于线上的直营商店,占比 70%,剩下 30%是通过开设直营旗舰店小米之家进行销售。小米手机通过网络预定来销售+线下有计划的开设小米之家,这种线上+线下的销售方式解决了库存成本过高的问题。首先,电子商务网络直销的方式最大限度地节省了销售渠道分销铺货所存在的中间环节,这种通过公司自产自销的销售方式大大降低了公司在销售链中间环节的成本。再次,小米公司将大量的资金投入小米自己的 MIUI 操作系统开发当中来,通过了解用户的需求,建立自己的数据库,可以及时的收集和反馈用户的体验状况,通过用户对于 MIUI 的使用体验进行不断完善,越来越多的使用其他手机品牌的用户也开始向小米手机投来了兴趣与关注。在 2014 年开办了首届“米粉节”之后,越来越多的年轻人被小米手机所吸引,通过对小米社区的投资使用使小米已经成为中国电商领域一股不容小视的新势力,目前“米粉节”已经连续成功举办到了第 6 年。

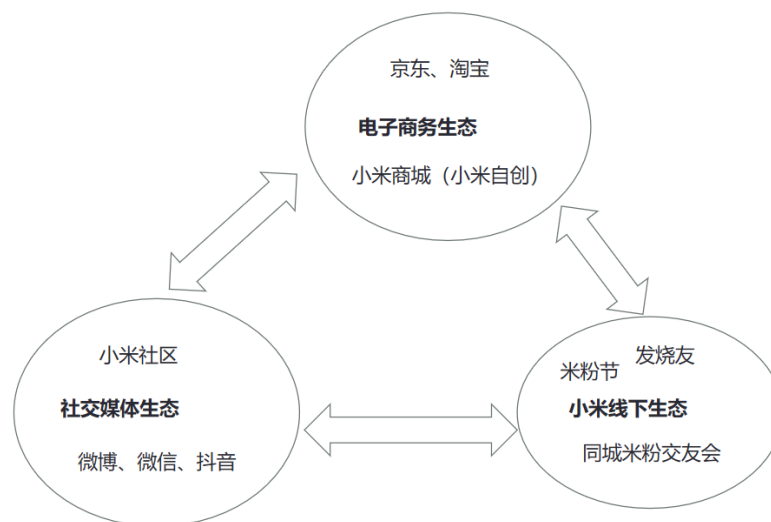


图 4: 小米公司布局的营销生态圈

小米也在致力于打造米家智能家居生态。轻资产固然有轻资产的好处,但是小米手机由于轻资产模式的运营也为小米带来了融资渠道较为单一的弊端。目前,小米公司的主

要融资方式为权益融资。在权益融资中，融资企业的估值和获得权益融资的资本也使成正相关的。所以小米公司致力于提高公司的估值，不仅仅只是要做智能手机，更是要打造自己自成一派的生态系统。小米自 2014 年开始布局要打造小米产品生态圈开始，其生态的核心是基于 MIUI 的操作系统、应用商店、小米社区、智能家居服务（如小爱同学）以及小米云等智能互联网软硬件的移动互联网平台。在这一层的核心之外是小米手机、小米电视盒子、小米电视和小米路由器以及小米电器等智能硬件的布局，小米的生态圈其内在核心还是 MIUI 这一王牌系统，小米使全国最早开始着力打造自己的生态系统的互联网公司，比华为的布局还要超前。而这三元集合则构成了小米的产品生态系统——智能终端以 MIUI 为架构的互联网软硬件平台系统，如图 5 所示。

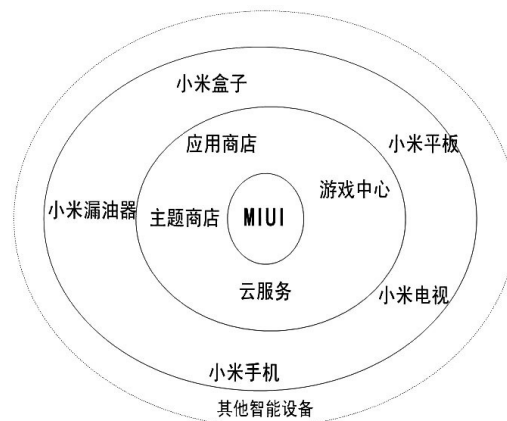


图 5： 小米公司产品生态圈

小米在打造自己的产品生态圈时遵循了如下三个主要原则：首先使基于安卓系统，目前智能手机届的两大系统为安卓和苹果的 IOS。安卓的优势在于系统的开源，各个手机厂家都可以基于安卓系统打造属于自己的一套操作系统，例如小米的 MIUI，华为的 EMUI 和 VIVO 的 CLOR OS 均是基于安卓系统进行二次开发，而苹果的 IOS 系统较为封闭，系统开源性较差。小米通过打造属于自己的生态系统进而推出了例如小米电视盒子、小米电视、小米运动手环、小米智能门锁等智能设备，不仅支持自己公司的小米手机外，还支持其他操作系统平台的移动设备。即使你用的不是小米手机，也可以通过下载小米官方的 APP 小爱同学进行控制智能设备，同样即使是基于 IOS 的 IPHONE 也可以使用小米智能设备。其次是小米广泛开展合作伙伴，但是并不与其形成结盟。小米的智能生态遍布各个行业，并且积极的开展与各个产业中实力强大的厂家进行探讨合作，只进行合作而不通过进入其行业进行结盟搅局也是小米的原则之一。正如，小米在互联网的短视频在平台内容注入了字节跳动的多方平台，小米投资了包括今日头条、抖音等短视频平台，在主流的视频播放平台中也和搜狐、腾讯视频等进行合作，今年是小米公司成立的第十个年头，小米公司创始人雷军也多次通过网络直播带货的方式来为小米产品进行宣传销售。最后就是进入自己熟知且有规划的行业，目前小米专注于智能手机与智能家居的推广、像电视盒子和智能电视、高速路由器以及智能家用电器这几大类产品，在今年小米公司董事长宣布小米即将进入新能源汽车领域，未来的发展将与新能源密切相关，从这里便不难看出，小米在打造自己生态体系的同时也在紧跟目前社会的发展热点，未来将会推出搭载小米智能生态的小米汽车。



总的来说，与传统企业相比，小米不仅仅之时要做好产品的销售，更是要打造自己独一无二的生态系统，并且在每次发布之前都要做到详细的市场调研，这也是小米为何能够在仅仅十年期间就已经在中国智能生态领域先拔头筹的原因。

小米公司在致力于打造智能生态家居方面是目前行业当中的领跑者，小米和美的集团开启合作模式强强联合，共同致力发展家居用品的智能化以及移动互联网业务版面的开拓。小米公司从成立以来，不仅仅将目标定位在智能手机这一方面，目前阶段而言，家居智能化在全国乃至全然是世界仍然是一个比较新颖的概念，具有广阔的发展前景。在进入智能家居领域后，先后研发出了智能告诉小米路由器、小米室内空气净化器等家居产品。但是需要指出的还是此类产品仍然存在普遍化，市面上也有部分厂家有着同类型的产品。在 2014 年开始，小米斥资 12.66 亿元的入股美的集团，美的集团在家具领域是国内领先的公司，像一些日常的家用电器例如空调、洗衣机、冰箱、冰柜、厨房用的烤箱微波炉等，美的在小型家电等系列家居日用品方面均有着成熟的技术与市场，小米在入股美的之后为小米公司在家居领域的发展也有着明显的提升，近年来小米不断推出自己的家用电器，像电视、冰箱、洗衣机等等。小米公司通过美的集团在技术方面打破技术壁垒，再结合自己本事再营销渠道方面的优势，取长补短，得到了更好的发展。但是，智能家居市场的竞争目前已经在向产片方面转向平台的竞争，包括小米的行业内竞争对手华为也已经在智能电视与智能车载方面有了自己的简述，所以到最后比拼的还是哪个公司拥有较多客户，只有拥有足够的客户市场与客户需求量才能在竞争中具有显著优势。根据小米与美的集团的年报数据表明，美的集团在 2020 年家电产品销售额达到了 2351 亿，市场保有率位于全国前三。而小米这边，小米公司的核心产品小米手机在 2020 年全球出货量多达 3980 万台。小米此次入股美的，其主要目的就是寄希望于通过打造智能家居为契机带来更高的用户群里数量，形成用书粘性，在选择同类商品时可以选择小米本身的商品，借此超过其他的公司，例如海尔、格力等。在小米与美的两家公司联手之后产生的集聚效应，促使更多的企业进入两家公司建立智能家居开放平台中，而这样的平台将会在中国家居平台市场名列前茅。

此外，小米为打造自己的生态圈投资了多家创业公司，如表 1 所示。这些公司内涵盖了智能硬件、手机 APP、视频、智能家居、儿童教育、社交媒体、在线直播、线上医疗、游戏开发、产品设计等领域，均与小米公司的发展规划所使用，打造小米生态圈是全方位的。

表 1: 小米公司所投资的创业企业表

小米公司所投资的创业企业表		
公司名称	主营业务	备注
红米	红米手机	收入超过 10 亿
华米	小米手环	收入超过 15 亿
紫米	移动电源	收入超过 12 亿
1More 万魔	耳机	收入超过 5 亿
智米空气净化	空气净化器	收入超过 6 亿
Ninebot 平衡车	九号平衡车	收入超过 10 亿
小蚁	运动相机	收入超过 1.2 亿
九安医疗器械	iHealth 血压计	上线小米商城
云米	净水器	上线小米商城
Yeelight	床头灯	上线小米商城

表 1: 小米公司所投资的创业企业表 (cont.)

小米公司所投资的创业企业表		
青米	插线板	上线小米商城
绿米	智能家庭套装	上线小米商城
润米	90 分拉杆箱	上线小米商城
上海小寻科技	米兔儿童手表	上线小米商城
蓝牙耳机	蓝牙耳机	上线小米商城
骑记自行车	QiCycleR1 公路车	上线小米商城
睿米车载装备	车载充电器	上线小米商城
创米	万能遥控器	上线小米商城
纯米厨房设备	米加压力电饭煲	上线小米商城
悦米音响	小米随身蓝牙音箱	上线小米商城
纽扣宠物	纽扣智能狗牌	上线小米商城

3.2 小米手机轻资产运营模式对集资战略的布局

从企业的轻资产模式运营来说，对于小米手机的集资战略主要可以从以下两个方面来说。

第一，从小米手机集资战略思路来看，小米手机是典型的初创互联网型轻资产类企业，而这也导致了小米手机的融资渠道单一，主要还是要依靠风险投资所进入的股权融资形式为主，但风险投资对于股权融资又容易导致企业对企业的实际控制权下降。对于这方面的问题，小米手机采取了主要依靠用户估值，通过提高用户的活跃度与用户数量和投资布局小米生态系统来提高企业估值，进而提高对于企业的实际控制权。具体如图 6 所示：

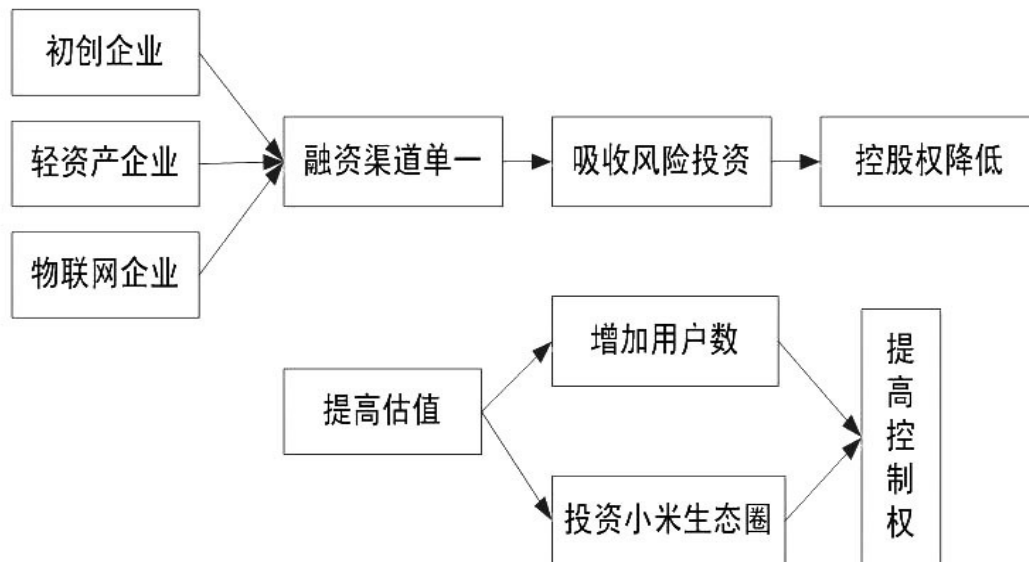


图 6: 小米手机筹资战略思路

第二，小米手机目前的融资渠道较为单一，主要为权益融资。小米手机的创始人雷军虽然在创立小米开始阶段就已经是金山软件的高管，但是小米在成立之处就定位为互联网企业，走的也是轻资产模式道路，固定资产占资产总额占较少，而仅有的固定资产数量不



多，价值极为有限。另一方面，小米公司的无形资产也比较少，因为小米属于互联网创业公司，在开始阶段是很难从银行等金融机构获得贷款的，在公司的成立前期实际经营水平有限，大部分都是处于亏损的情况，所以想要获得金融机构的贷款是由一定困难的，而风险投资也大多是在公司平稳度过初创阶段才能引入，先后要获得风险投资的关注也是要在公司有一定起色之后的。小米公司在第一次进行融资时采用的就是权益融资的方式，由创始人雷军带头注入资金，联合创始人也以资金注入换取股权的方式进行企业的内部融资。在公司成立初期，除了公司内部的八位高层，其他的 75 位员工也都为小米投入了部分资金。

随着小米手机的不断迭代出货的以及其投资的创业公司的销售额不断提高，小米公司对资金的需求量越来越大，此时在面对资金的压力之下，小米公司抓住机遇，审时度势，接受了一部分的风险投资以及其他机构投资者的战略投资的方式成功募集到了资金，缓解了小米公司的现金流压力，融资方式主要仍是以权益融资为主。值得一提的是，小米并没有获得过正式的天使投资轮融资。小米手机 2010 年成立之后，2011~2014 年的六轮融资主要依靠风险投资（见表 2）

表 2： 小米手机六轮融资简介（单位：美元）

小米手机 2011 年-2014 年六轮融资（单位：美元）				
次数	时间	投资方	筹资金额	估值
第一轮	2010 年 4 月	雷军及小米联合创始人、晨兴创投、启明创投	300 万	300 万
A 轮	2010 年 12 月	雷军及小米联合创始人、晨兴创投、启明创投、IDG	全年累计 4100 万	2.5 亿
B 轮	2011 年 12 月	启明创投、顺为基金、IDG、晨兴、高通和淡马锡	9000 万	10 亿
C 轮	2012 年 6 月	多方机构联合投资	2.16 亿	40 亿
第五轮	2013 年 8 月	多方机构联合投资	5 亿	100 亿
第六轮	2014 年 12 月	All-stars、DST、GIC、厚朴投资、云峰基金	11 亿	400 亿

研究方法

1. 文献分析法

通过梳理与分析国内外关于轻资产、轻资产运营模式和轻资产运营模式的相关影响因素的具体参考文献，参阅有关期刊、报告等来总结相关概念及理论，为小米公司的轻资产运营模式提供扎实的理论基础。同时，查阅国家统计年鉴、相关专业数据网站以及小米公司的年报等相关信息获得更多的资料及数据，更进一步的剖析小米公司在轻资产运营模式下的企业实施路径。

2. 比较分析法

通过对比小米公司的产品与行业内其他公司例如华为、OPPO 和 VIVO 的产品在市场上所占的市场份额与用户对于其产品的满意程度进行总结与分析，进行总结小米公司在轻资产的运营模式上还存在这哪些不足之处应当进行改进。

3. 案例分析法

通过对国外较为成熟的轻资产企业的发展模式进行研究讨论，为小米轻资产模式发展提供参考，并对小米的轻资产运营模式实施路径进行研究，将轻资产运营模式更好地应用于互联网企业中，为小米及同行业企业发展轻资产模式转型提供参考与启示。

讨论

小米公司市场布局的战略风险

小米手机从一开始采取的“低价高配”战略一直沿用至今，在 2015-17 年之时小米手机市场占有率曾一直下滑，在许多人眼里小米手机仅仅是低价，很多用手机的人或许根部不在意手机的价格，而注重的品牌效应，所以在小米在 2017 年发布了小米 MIX 一代，向市场宣布小米不仅仅只是性能好，外观一样可以跟得上大家的审美，甚至更加超前。而小米 MIX 一代也是小米布局高端的第一次尝试，在从 2020 年开始，小米的手机售价逐步上涨。董事长雷军也说小米将要步入高端，做“安卓之光”。通过图 7 所示 2020 年的中国大陆智能手机出货量与增长率我们可以看出，现如今已是国货当道，华为、oppo 和 vivo 以及小米占据着前四名的市场份额，高颜值与高性能的同时依旧充满高性价比，使其拥有了大量用户，甚至在中国已经超越了国际两个巨头公司美国的苹果和韩国的三星。但是其营业利润率与市场占有率还是较国际一流品牌还有相当大的差距。自小米独立出子品牌红米手机之后，红米开始主打性价比手机，而小米则向这安卓高端进发。从 2020 年的中国大陆智能手机市场数据分析来看，如图 8 所示，小米的市场出货量为 12%，华为与 OPPO、VIVO 的市场出货量分别分 37%、18%和 18%，目前小米手机的市场市场出货量还是低于其他主流智能手机的。随着手机市场竞争的越来越激烈，小米的高端计划和红米的低价策略能否使小米公司继续扩大市场份额与扩大公司收益来看，其前景应该还是由带进一步观察市场反应的。

中国（大陆市场）智能手机出货量和增长率

Canalys 智能手机市场统计：2020 年全年

厂商	2020 年出货量 (百万台)	2020 年市场 份额	2019 年出货量 (百万台)	2019 年市场 份额	年度 增长率
华为（含荣耀）	123.3	37%	142.0	38%	-13%
Oppo	58.1	18%	65.7	18%	-12%
Vivo	57.8	18%	62.7	17%	-8%
小米	39.8	12%	38.8	10%	3%
苹果	34.4	10%	30.1	8%	14%
其他	16.9	5%	31.6	9%	-47%
合计	330.3	100%	370.9	100%	-11%

canalys

说明：由于四舍五入的原因，百分比加起来可能不等于 100%。

来源：Canalys 智能手机分析统计数据（出货量统计），2021 年 1 月

图 7： 2020年中国大陆市场智能手机出货量和增长率（年度）

数据来源: Canalys互联网数据咨询网

中国（大陆市场）智能手机出货量和增长率

Canalys 智能手机市场统计：2020 年第四季度

厂商	2020 年第四季出货量（百万台）	2020 年第四季市场份额	2019 年第四季出货量（百万台）	2019 年第四季市场份额	年度增长率
华为（含荣耀）	18.8	22%	33.3	38%	-44%
Oppo	17.2	20%	14.0	16%	23%
Vivo	15.7	19%	13.1	15%	20%
苹果	15.3	18%	12.7	15%	20%
小米	12.2	15%	8.1	9%	52%
其他	4.8	6%	6.4	7%	-25%
合计	84.0	100%	87.5	100%	-4%

说明：由于四舍五入的原因，百分比加起来可能不等于 100%。

来源：Canalys 智能手机分析统计数据（出货量统计），2021 年 1 月

图 8： 2020年中国大陆市场智能手机出货量和增长率（季度）
数据来源：Canalys互联网数据咨询网

（二）中国智能手机细分市场的竞争越来越激烈，像华为在受到美国的制裁之后其自主研发的芯片供货严重不足，本身高于同行业的顶尖技术却没有了用武之地。而小米手机该如何面对在如今中美关系并不稳定的情况下，保证手机主要零部件的货源，毕竟美国对于智能技术的专利是全世界最多的，而小米手机所用的处理器大部分皆是出于美国的高通公司。关于小米的下一步计划，到底是继续采用国外的芯片进行组装手机，还是要自主研发自己的芯片呢？曾经小米自主研发的澎湃芯片，在推出过一款产品之后，恶评如潮，导致近几年来没有再推出过搭载澎湃芯片的手机。而今年小米宣布重启生产澎湃芯片的计划，这表明小米也要像华为一样拥有自己的独立推出手机芯片的能力。但是芯片的研发与投入又会耗费大量的资金成本，这就对小米公司产业链上的其他环节营收能力提出了挑战。对于小米公司这种实行轻资产运营类型的公司，如果拿出较多的资金投入到一个本可以外包的环节，是否会对小米本身已经较为成熟的产业链条产生影响，其结果还是有待观察的。

（三）小米公司在 2021 年宣布进军新能源汽车领域，这是小米自手机、家居、生活之后又进入的一个全新领域。目前新能源汽车是全世界的一个潮流，我国的新能源汽发展也是处于领先地位，截止到目前我国是世界上具有与新能源汽车相关专利最多的国家。而小米从最初定位的互联网企业到如今跨行迈入了一个新的领域也是充满挑战的。汽车不像手机一样，现如今智能手机的普及已经十分广泛，几乎人手一部甚至两部，而汽车的普及程度在我国还远没有达到很高的水准，新能源汽车的普及程度就更低了。在小米宣布造车之后，许多小米发烧友都说年轻人地第一辆车要来了，但是在目前中国大多数家庭所选择的第一辆车还是燃油车，新能源汽车更多的普及还是在一二线城市所见较多。据相关媒体报道，小米或将继续保持其轻资产企业的定位，在造车这一层面将会选择比亚迪进行合作生产，而这其实也是小米在现阶段比较正确的决定之一，在保持自己轻资产链条的同时，拓展新业务交给专业的厂家进行生产。不过，目前新能源汽车市场品牌眼花缭乱，不仅有新能源汽车厂家，甚至老牌车企像奥迪、大众都开始生产油电混合的新能源车，小米是否能够在新能源市场已经趋于饱和的状态下成功进入市场，也是小米目前应当考虑的问题。

总结

本文通过对小米手机轻资产运营模式下企业的实施路径的分析,得到了以下结论:首先,从筹资的角度根据小米公司用户的数量进行估值,对于小米这类初创互联网型公司来说权益筹资更适合公司的发展。但是权益筹资也会面临丧失控制权的风险,需要企业不断提高自身估值来增加企业的控制权。

其次,小米公司运用轻资产模式从投资的角度来看,公司的资金主要投资于产品研发和销售环节,从而使得企业固定资产减少不利于企业的筹资估值,小米公司为了提高企业的估值进而投资小米生态圈。小米作为互联网企业实行轻资产运营模式,将投资主要放在技术研发和品牌创新上,提高企业的研发能力和专利数量,以此达到企业的最大化投资收益。

再次,从资金运营管理的角度来看,在轻资产运营模式下小米公司的资金战略重心应放在提高企业现金流的管理上来。这主要是因为轻资产运营模式下的企业融资渠道相比较而言过于单一,而有限的融资金额势必会导致运营资金流量的缺乏,而且小米公司在现阶段并没有自己的生产工厂,手机组装的配件和主要硬件的生产都要依靠别的公司进行制造,这也就对公司现金储备量提出了比较高的要求,要有充足的现金流来满足来购买生产零件和材料所需要的资金。小米公司作为轻资产公司要保持充足的现金流,控制供应链产生效益交底的环节,从而减低库存量以提高资金的周转速度。

最后,在市场营销策略方面小米公司所采用的低价策略,导致企业现有的利润率较低,利润空间较少,以至于没有足够的资金进行企业的内部融资。小米公司的融资渠道单一最终只能通过引入风险投资,来达到企业筹资的目的,而权益融资容易导致企业控制权下降。目前小米公司应当提高企业自身的估值来达到企业的发展,小米手机是依靠提高用户数量达到企业在行业内部市场的占有率的提高。由于小米手机的产品专利数量上相比较行业内其他企业较少,特别是相对于华为来讲。在竞争日渐加剧的手机市场上,各家公司也开始推出售价较低而配置优异的产品,小米手机很难继续通过推出高配置低价格的产品来提高用户对于其吸引力,如果没有了相对低价高配的产品小米公司就很难通过继续通过饥饿营销的手段吸引更多的用户量,这样公司的估值就会下降,那么权益融资就会面临丧失控制权的危险。所以像小米这类轻资产公司应加大投资专利的研发和创新技术的改革,提高专利的数量,掌握核心技术的控制权,从而实现企业在轻资产运营模式的更上一层楼。

参考文献

- 戴天婧、张茹、汤谷. (2012). 财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究. *会计研究*, (11), 23-32.
- 杜海霞. (2015). 谈轻资产运营模式——基于华谊兄弟案例研究. *财会月刊(理论版)*, (01), 112-113.
- 黄婧涵、李奉书. (2018). 基于商业模式演进的轻资产运营——以小米公司为例. *中国市场*, (26), 166-167.
- 刘鹏佩、祝欣然、罗忠玉、全良(2018). 轻资产模式对企业价值的影响研究——基于2006-2015年中小板上市公司实证分. *北方经贸*, (6), 140-143.
- 吕民乐. (2004). 轻资产运营利弊分析. *安徽科技*, (12), 31-33.
- 苗壮、金辉、卜建. (2005). 轻资产运营模式的战略成本动因分析. *市场周刊: 管理探索*, (4), 8-10.
- 唐理璋、刘芬美、黄宝慧. (2007). 轻资产战略与运营绩效关系之研究——以台湾企业为例. *管理学报*, 24 (1), 75-91.



- 王晶. (2008). 轻资产运营模式及操作要点分析. 北京企业管理出版社, 22-23.
- 王卫星、林凯、程莹. (2014). 轻资产运营研究综述及未来财务研究取向. 常州大学学报: 社会科学版, (2), 33-38.
- 王智波、李长洪. (2015). 轻资产运营对企业利润率的影响——基于中国工业企业数据的实证研究. 中国工业经济, (6), 108-121.
- 谢冰. (2016). 价值驱动的格力电器轻资产运营模式研究. 国际商务, (08), 23-31.
- 张艳. (2018). 基于轻资产运营方式的企业价值提升策略. 财会通讯, (35), 82-85.
- Jay B. Barney. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Joe Peppard, Anna Rylander. (2010). From Value Chain to Value Network: Insights for Mobile Operators. *European Management Journal*, (6), 128-141.
- Wernerfe L B. (1984). A Resource Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

中国资本账户开放与金融稳定的相关性研究

THE CORRELATION BETWEEN CAPITAL ACCOUNT OPENING AND FINANCIAL STABILITY IN CHINA

柳长青^{1*}, 程永林²

Changqing Liu^{1*}, Yonglin Cheng²

^{1,2} 正大管理学院中国研究生院

^{1,2} Panyapiwat Institute of Management

*Corresponding author, E-mail: 364977375@qq.com

摘要

在新经济的状态下, 资本账户开放程度与金融稳定直接关系到一个国家经济发展与社会稳定以及经济主权等问题, 此研究课题为中国的资本账户全面开放提供一个全新的依据。本研究采用 2000 年至 2019 年的数据。资本账户开放程度采用资本账户净额, 以大型商业银行不良贷款率与股价指数, 作为金融稳定性的代理变量。控制变量国际货币基金组织(IMF)的金融机构效率指数与金融市场效率指数。以小波分析法进行实证。实证结果表现为: 中国资本账户开放对金融稳定存在相关性。并就实证情况提出以下建议: (1) 中国资本账户开放程度确实对国家的金融稳定性造成影响, 尤其是国有商业银行不良贷款率, 且为正相关的影响。(2) 政府单位在开放资本账户开放时应考虑对金融机构的稳定性, 务必谨慎为之, 应加强金融机构健全。(3) 中国资本账户开放并不会使股市大幅波动, 但股市会领先反应资本账户开放程度。

关键词: 资本账户开放 金融稳定 小波分析

Abstract

In the new economy, the degree of capital account opening and financial stability are directly related to a country's economic development, social stability and economic sovereignty. This research topic provides a new basis for China's comprehensive opening of capital account. Data from 2000 to 2019 are used in this study. The degree of capital account openness adopts net capital account, and the non-performing loan ratio and stock price index of large commercial banks are used as proxy variables of financial stability. The control variables are the efficiency index of financial institutions and the efficiency index of financial markets of the International Monetary Fund (IMF). Wavelet analysis method is used for demonstration. The empirical results show that: China's capital account opening is related to financial stability. The empirical results show that: (1) the degree of China's capital account openness has a positive impact on the country's financial stability, especially the

non-performing loan ratio of state-owned commercial banks. (2) When opening the capital account, government units should consider the stability of financial institutions, be cautious, and strengthen the integrity of financial institutions. (3) China's capital account opening will not make the stock market fluctuate greatly, but the stock market will take the lead in reflecting the degree of capital account opening.

Keyword: Capital Account Opening, Financial Stability, Wavelet Analysis

1. 引言

金融开放是宏观调控政策的重要组成部分，在金融开放的背景下，资本账户逐渐开放，资本账户开放是一个国家对外经济自由化的重要内容，结合比较优势理论，资本的自由流动和最优配置，能够提高资本的使用效率，产生较高的经济效益。同时，资本在全球的配置能够分散风险，可以促进对外贸易发展。有数据显示中国是世界上最大的商品出口国，贸易额占全球的 11.4%；而人民币已成为世界上第三大贸易融资货币，贸易额占比只有 1.9%。从贸易额度来说，在贸易融资中直接使用人民币的空间还很大，资本账户开放也还有可行的空间。从对外投资的角度来看，外资机构嗅到了海外对中国资产的配置需求，希望把人民币资产带到各国，推动以人民币为载体的中国对外投资，这些都在提示，中国资本账户开放有着很大的空间。2020 年 6 月 29 日，中国人民银行、香港金融管理局、澳门金融管理局发布联合公告，决定在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点，而这一措施，成为中国资本账户开放的又一重要里程碑。

综上，无论是从国际上历次的金融危机来看，还是从现今的新冠疫情来看，或是说从国内当前对资本账户开放所存在的种种争议来看，资本账户开放对金融稳定具有一定的影响，以金融发展的视角，来考察新兴市场国家资本账户开放对经济的发展，那么资本账户开放也就成为一种必然。

本文研究主要参考马理，李厚渊（2019）在资本账户开放、跨境资本流动与金融稳定的相关性研究文章的研究方法，在马理，李厚渊（2019）的文章中用于研究资本账户开放度的指标是 KAOPEN 指数，其计算的方法是基于名义的开放，开放度的变化很小，对于中国基于事实的资本账户开放度的度量，并不能很好的说明。因此，对其文中的资本账户开放度这个解释变量做了修正，以其得到更能客观地反映事实。本文使用 2000—2019 年中国的数据。原始数据包括资本账户资金流入、外商投资净流入、银行不良贷款率、上证 A 股年交易指数。文中的资本账户开放度的测量主要采用《国家外汇管理局文告》的历史数据（2000-2019）的资料信息构建，其余数据来源于 IMF 官网、wind 数据库、世界银行数据库。以实证分析目前，资本账户开放对金融稳定的传导途径有一致性；而不发达国家由于其市场不够成熟，资本账户开放会造成一定的风险暴露。

本文的理论意义在于为资本账户开放对金融稳定的影响，整理了资本账户开放度的测量方法。本文拓展了关于资本账户开放的研究。随着中国资本账户开放的推进，关于资本账户开放的研究不断涌现。本文在现有研究的基础上，采小波分析为研究方法，以资本账户净额，理



解随着时间而变化的开放程度。拓展了资本账户开放的研究。现实意义是研究资本账户开放对金融稳定的影响，并通过实证研究分析资本账户净额变动下，开放程度造成的金融稳定性是否有变化，为资本账户长期开放路线提供理论依据；第二，以 IMF 金融机构效率指数为控制变量，研究资本账户开放（OP）对银行不良贷款（NL）的影响；第三，以 IMF 的金融市场效率指数为控制变量，研究资本账户开放程度（OP）对股市的影响。

所以，无论从理论角度还是实践角度，本文的研究都具有重要意义。

2. 文献综述

本文主要研究资本账户开放与金融稳定的相关性研究。正面上，金融稳定是指金融体系能够发挥其正常市场运作状态。在该状态下，货币和财政政策稳健有效，经济环境健康运行，金融生态环境良好，金融市场体系能够发挥资源配置、支付结算、风险管理等关键功能，整个金融体系平稳运行。中国最早提出金融稳定定义的文献是《中国金融稳定报告》，《报告》中是以正面提出金融稳定的描述定义，即：金融体系处于能够有效发挥其关键功能的状态。在此状态下，宏观经济健康运作，货币和财政政策稳健有效，金融生态环境不断改善，金融机构、金融市场和金融基础设施能够发挥资源配置、风险管理、支付结算等关键功能，而且在受到内外部因素的影响时，金融体系在整体上仍然可以保持平稳运行。（中国人民银行.《中国金融稳定报告》（2005）[R].北京：中国金融出版社.第 1 页.）

2.1 影响金融稳定的因素

目前，国际上对金融稳定的研究取得了一定的进展，但是整个研究体系和指标的框架建构还有待进一步完善。Hyman P.Minsky 提出金融不稳定的假说，让许多的学者关注金融稳定的重要性。Padoa-Schioppa(2003)认为金融稳定是一种金融体系能够承受外来风险和冲击，且不会对支付结算和资本配置过程造成损害的状态。Illing & Liu(2003)提出，金融稳定必须包括金融机构、金融市场和金融基础设施都运行良好，处于稳定安全的状态，从而实现整个金融系统和实体经济的良性互动。那么，影响金融稳定的因素主要有什么呢？主要有实体经济、宏观经济政策、国际环境、金融基础设施。影响金融稳定的因素主要有实体经济、宏观经济政策、国际环境、金融基础设施。从国内来说，金融不稳定可以来源于本国实体经济，也可以来源于本国金融体系或者金融市场内部，其中来自国内实体经济的称为内部冲击。另外，现在经济全球化，金融不稳定还会受到国外实体经济与货币经济状况有关，这两者冲击同样可以引致本国金融体系不稳定，我们称其为外部冲击。可以用如下图来表示。

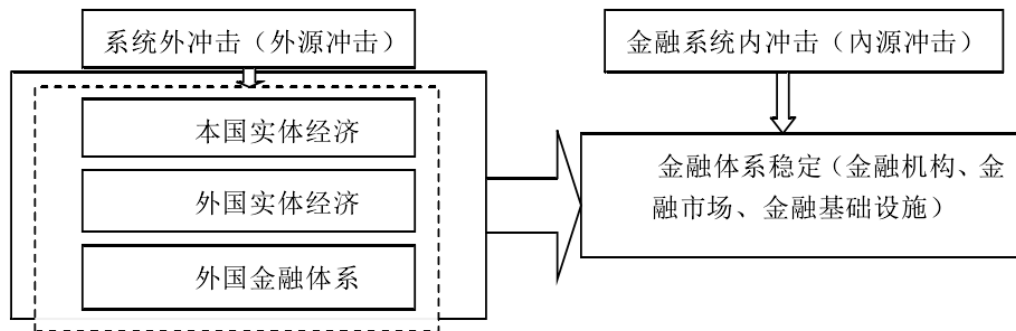


图 1：系统内外冲击与金融稳定

以用重要金融机构稳定来衡量金融稳定。中国是以银行为主导的国家之一，银行是最为重要的金融中介机构，当不良贷款率升高，整个市场将出现流动性紧缺和信用缺失，个人、企业融资随之中断，投资向储蓄的转化随即出现问题，金融不稳定也就显现。但是反之，如果在金融机构不出问题，生态环境良好，那么金融稳定，并且还会促进经济的发展。

以资产价格波动来度量金融稳定。资产价格波动属于正常现象，它能使资金在竞争性使用者手中更有效地配置，如果价格过度波动，则会损害金融体系的平衡运行，从而影响经济的发展。因此，在分析金融市场影响金融稳定的过程时，不可避免的要分析股票价格变化、金融市场价格变化、金融市场价格波动等问题。特别当金融市场，本文主要选取股市大盘指数的变化来研究。

2.2 资本账户开放的定义

理论上讲，资本账户开放成为跨境资本的自由流动创造了条件。Schmitz（2011）认为金融体系相对完善和自由程度较高的国家，国际资本流入相比其他国家会更为集中一些。Reinhardt, Ricci, & Tressel (2013)重新审视了资本账户开放理论，认为在资本账户开放，在发展中国家资本流入比资本流出高，而在发达的国家刚相反。资本账户开放是一把双刃剑，一方面分散投资风险，实现资本的全球自由流动；别一方面，资本账户开放可以更好促进国际资本流动，提高资金使用效率。即能通过直接和间接渠道促进新兴市场国家的经济增长。直接渠道主要包括四个方面。第一，增大投资。对于急需资金的新兴市场国家而言，来自资金充裕国家的资本能够扩大投资规模、降低国内无风险利率，也提供了比资本来源国更高的把风资回报率，对资金供需双方有利。第二，风险分散化可以降低资本成本。资本账户开放使国内外投资者能更好地分散融资风险，激励企业增加投资，从而促进经济增长。第三，传播先进生产技术和方法。大规模外商直接投资资本流入能传播先进生产技术和管理模式，提高全要素生产率和经济增长率。第四，刺激国内金融市场发展。组合投资类资本流动能增加国内股票市场流动性。

2.3 中国资本账户开放的测度指标及度量方法

国际上，对资本账户开放度的计算有着众多的研究，归纳起来主要有以下两种：法规型开放度指标（de-jure indicators）、事实型开放度指标（de-facto indicators）。每一种度量的方法各有不同，其衡量的标准不一。

研究中国资本账户开放问题，要清楚国情，构建合理的测算指标，才能对中国资本账户开放进行科学的测算。一般来说要对一国的资本账户开放程度进行测算主要是弄清楚以下两种情况：一是否是赋值法；二是实际的资本流入流出。中国是新兴市场国家，存在政治性、制度性和文化的不同，而且国家层面会对资本账户加以管制，但由于中国特殊的国情存在，依然有大量的资金流入流出，因此采用事实型开放度指标进行测量，是比较合适的。

在 Kraay(2008)的比率指标中，是这样刻画资本账户开放程：

$$open = (\text{跨国直接投资} + \text{证券投资} + \text{其他投资}) / GDP \quad (\text{式1})$$

这个计算公式胜在数据的收集上比较方便，计算也比较容易，同时也比较完整地刻画中国资本账户开放的一个完整的变化过程。但是随着时间的推移，国际国内形势变化，跨国的资金流动变化并不局限于上式的因素，特别是 2015 年后，金融账户项上的金融衍生工作项目开始有流动的资本。本文在这一公式的基础上进行了修改。同时考虑后期所用的小波分析法分析数据。采用《国家外汇管理局年报》的数据，从 2000—2019 年中国国际收支概览表，截取资本流动变化情况。

3. 实证分析

3.1 变量的分类与说明

本文研究在不同初值条件下的中国资本账户开放带来的金融稳定问题，需要考虑三组变量，分别是衡量资本账户开放程度的开放指标，衡量资本账户开放造成的国际资本流动的资本流动指标和衡量开放国金融稳定性的金融稳定指标。由于资本账户开放需要较长的时间过程，兼顾到数据的可得性，数据的样本空间采用 2000 年至 2019 年的数据，以此来对应提出的研究假设的资本账户开放背景。资本账户开放程度主要是利用《国家外汇管理局文告》历史数据中资本净流量作为指标。资本流动指标主要是采用外商投资净流入，资本账户开放后，外资在开放国实体经济的投资。在金融稳定性的指标上，主要采用银行不良贷款率和金融市场的股价指数。

本文实证的思路归结为寻找资本账户开放与银行不良贷款率，资本账户开放与股价指数的相关性分析，以寻找资本账户开放对金融稳定的影响。

3.2 研究方法

本文以小波分析为研究方法。小波分析主要的理论是马求图夫蒙特卡算法在计量经济学领域被广泛应用。如（1）公式中，大量关于宏观经济学实证的研究工作可以通过改良版的 MCMC 算法来完成。在公式（1）中，通过后验分布来推断 θ ，这样的推断需要用到积分。如

果后验分布比较复杂时，积分就非常难计算，也就推断不出想要的结果。随着计算机发展，MCMC 算法与贝叶斯推断配合使用，如果数据之间是相互独立的，可以用大数定律进行分析；如果数据不独立，就需要用马尔科夫链蒙特卡洛模拟估算后验分布。根据贝叶斯定理：

$$\pi(\theta|y) = \frac{f(y|\theta)\pi(\theta)}{\int f(y|\theta)\pi(\theta) d\theta}$$

其中， $\pi(\theta)$ 代表先验分布密度，其中 θ 是未知参数。令 $f(y|\theta)$ 代表似然函数，其中数据 $y = \{y_1, y_2, \dots, y_n\}$ ，代表后验分布。

样本国家为中国，变量为资本账户净额与大型商业银行不良贷款率和股价指数。以该国家的国际收支之资本账户净额变动来代表资本账户开放程度，以大型商业银行不良贷款率做为金融稳定性的代理变量 1，以股价指数来做为金融稳定性的代理变量 2。而控制变量分别为金融机构效率指数与金融市场效率指数(源自 IMF)。金融机构效率指数是 IMF 评比全球国家后，金融机构的成本与可持续性为考虑，建构的国际性衡量金融机构效率程度的指数指标。金融市场效率指数是 IMF 评比全球国家，金融市场的成本与可持续性为考虑，建构的衡量金融市场效率程度的指数指标。以上述自变量、代理变量与控制变量为实证数据。实证中国与泰国的资本账户开放与金融稳定间的相关性、与其领先落后关系。

4. 数据开源与初步处理

4.1 数据来源与数据整理

样本数据的选择，考虑中国在 2000 年之前直接投资、中国 2000 年至 2019 年资本账户开放与银行不良贷款率，资本账户开放度用资本流出流入量的净额，并对取自然对数使前后数据统一去单位，但是出现资本账户流动量为负值，所以保持原样，如表 1 所示。

表 1： 中国 2000 年至 2019 年资本账户开放与银行不良贷款率

年份	中国资本 账户净额	中国资本 账户开放度（增长率）	银行不良 贷款率
2000	0	0	22.4
2001	1	0	29.8
2002	0	0	26
2003	0	0	20.4
2004	1	40	13.2
2005	41	-0.024390244	8.6
2006	40	-0.225	7.1

表 1: 中国 2000 年至 2019 年资本账户开放与银行不良贷款率 (cont.)

年份	中国资本 账户净额	中国资本 账户开放度 (增长率)	银行不良 贷款率
2007	31	0	6.2
2008	31	0.258064516	2.4
2009	39	0.179487179	1.6
2010	46	0.173913043	1.13237
2011	54	-0.203703704	0.961585
2012	43	-0.279069767	0.953674
2013	31	-0.993548387	0.999703
2014	0.2	14	1.24873
2015	3	-2	1.67388
2016	-3	-0.666666667	1.74673
2017	-1	5	1.74
2018	-6	-1	1.830
2019	-3	-1	1.860

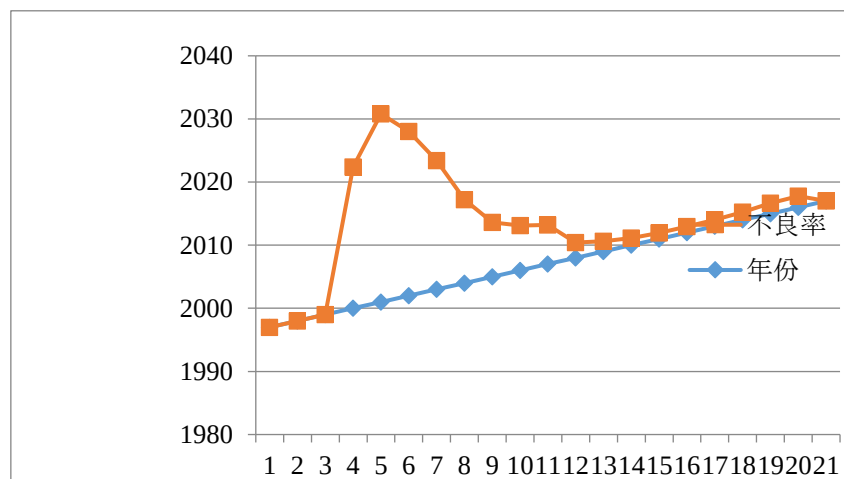


图 2: 中国不良贷款率折线图

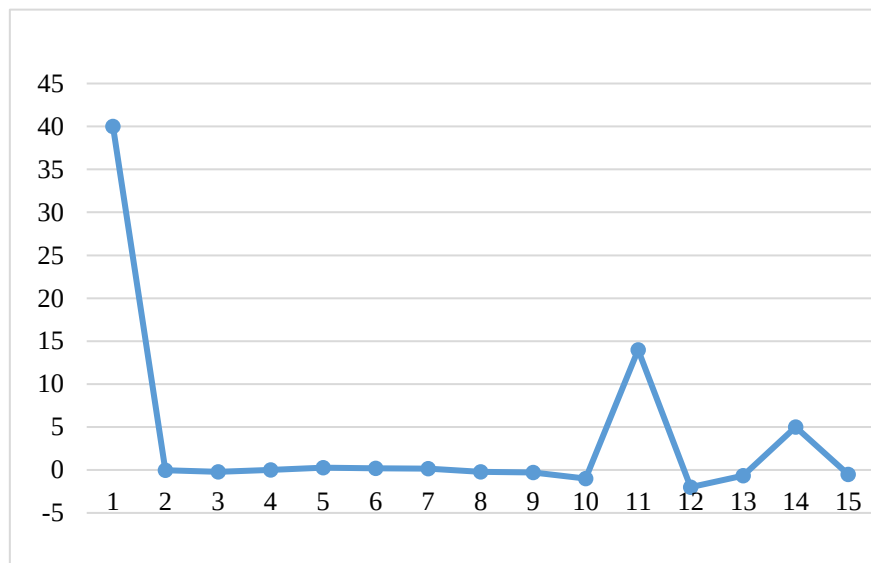


图 3： 中国资本账户国际收入净流量值

4.2 中国资本帐户开放与银行不良贷款率的相关性分析：(控制变量为金融机构效率指数)

如下图 4 中，左边的三个图依次为（a.1-a.3），右边的三个图依次为（b.1-b.3）。

(a.1)在相关性岛屿上，以颜色划分相关性大小，黄色为相关系数 0.4，橘色为相关系数 0.5，红色为相关系数 0.6 深红色趋近黑色为相关系数 0.65(右侧色彩条)。在黑色圆锥线内范围查看用黑线框住的岛屿，判定相关性大小。

(a.1)纳入控制变量金融机构效率指数前，在相关性岛屿上，从 2006-2008 年底、有短期（1 年）的相关性呈淡蓝色的岛屿，相关系数 0.35，代表着资本账户开放对不良贷款率的影响相关性并不显著。从 2009 年后的数据来显示两者并无相关性。

(a.2)短期相位差显示，2006 年到 2008 年底， $\Phi(\tau, s)$ 接近于 0，在短期（1 年）内资本账户开放与银行不良贷款率呈现完全正相关，且具共变性，即随着资本账户开放度的提高将会影响银行不良贷款率的提升。

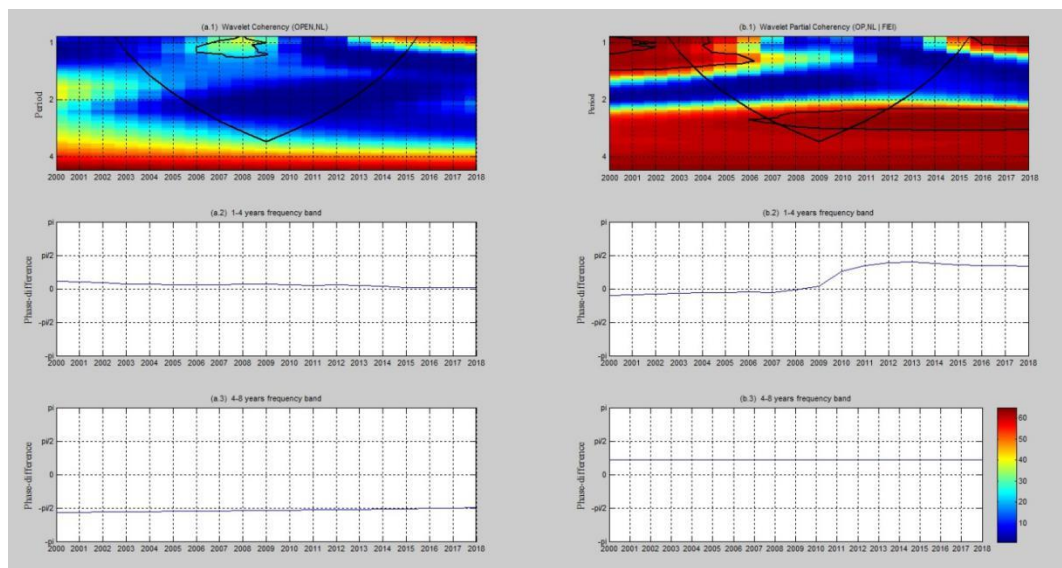


图 4： 中国资本帐户开放与银行不良贷款率之小波分析图

(a.3) 长期相位差显示，因在相关性岛屿上，并没有框列到长期（4 年以上）年度，代表变量间无存在长期关系。即从长期来看，资本账户开放与银行不良贷款率并不存在相关性。

纳入控制变量金融机构效率指数后，图(b.1) 在相关性岛屿上，于 2002 年中到 2006 年初、有短期（1 年）的相关性，相关系数 0.6。于 2007 年到 2011 年底、有中期（2-3 年）的相关性，相关系数 0.7。图(b.1)有大块深红色岛屿，时域与频域为研究样本中最显着，其显着相关性、相关年度与时间长短皆为研究样本中之最。

图(b.2)短中期(1-4 年)相位差显示，2002 年中到 2006 年初的短期（1 年）相关性，此时变量间为完全正相关且具共变性。2007 年中到 2008 年底的中期（2-3 年）相关性，此时变量间为完全正相关且具共变性。样本期间国有大型商业银行的不良贷款率由 2000 年的 22.4%降至 2018 年 1.83%，是一个长期骤降的趋势。其原因之一为金融机构越发具效率，因不良贷款率的降低，使金融机构可保有持续性经营。而持续性发展与金融机构成本即为本研究采用的控制变量(金融机构效率指数)的衡量基准，所以纳入控制变量(IMF 的金融机构效率指数)，去单独探讨资本账户开放与金融机构稳定性的领先落后关系。

控制住金融机构的效率对不良贷款率的影响后，在 2009 到 2012 年的中期（2-3 年）相关性，此时相位差显示，当 $\phi(\tau, s) \in (0, \frac{\pi}{2})$ 时，则 $x(t)$ 和 $y(t)$ 呈正相关，且 $x(t)$ 领先 $y(t)$ 。即为资本账户开放领先不良贷款率的正向关系。此时，中国本账户净额由 2007 年的 31 亿美元加至历史最高的 2011 年底 54 亿美元。2012 年后两者并无相关性。其因中国在 2012 年与 2013 年的国际收支中，资本账户净额尚分别有 43 与 31 亿美元，在 2014 年骤降为负 0.2 亿美元。

(b.3) 长期相位差显示，因在相关性岛屿上，没有框列到长期（4 年以上）年度，代表变量间无存在长期关系。这个说明加入控制变量金融机构效率后，资本账户开放与银行不良贷款率之间，从长期来讲仍不存在相关性。

实证结果表明，中国资本账户的开放程度，确实会造成国有大型商业银行不良贷款率的影响，其为 2-4 年间的中短期影响，且为资本账户越开放(保守)，银行不良贷款率越高(低)的正向关系。但随着中国政府的对资本账户开放的政策改变，2013 年后资本账户净额骤减。此显着相关性(0.65)于 2012 年后已不复存在。

4.3 中国资本帐户开放与金融稳定（股价指数）的相关性分析：(控制变量为金融市场效率指数)

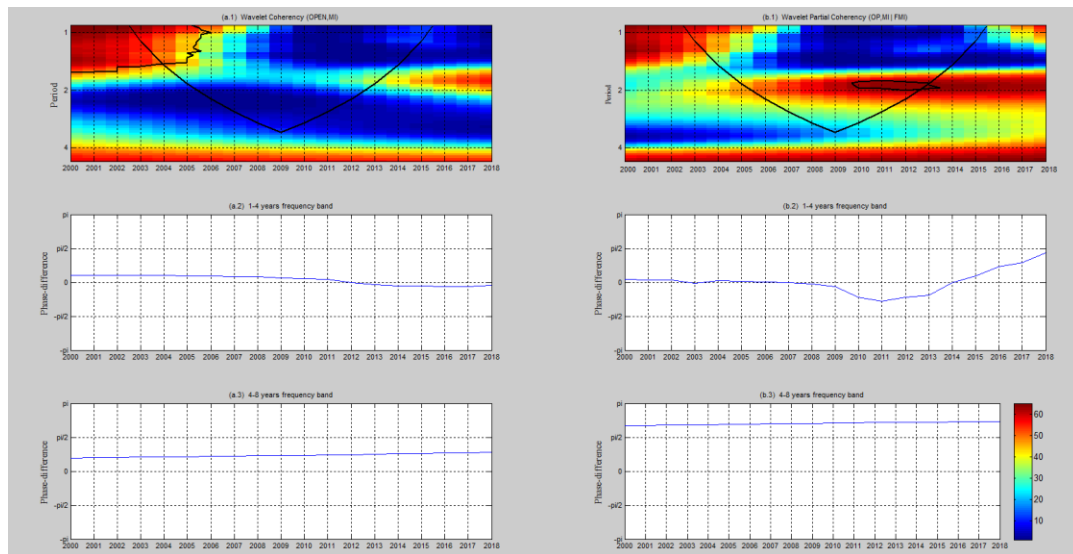


图 5： 中国资本帐户开放与股价指数之小波分析图

如图 5 相关性岛屿上，以颜色划分相关性大小，在黑色圆锥线内范围查看岛屿，判定相关性。

(a.1) 纳入控制变量金融市场效率指数前，在相关性岛屿上，于 2002-2005 年底、有短期（1 年）的相关性，相关系数 0.4-0.55。2006 年后两者并无相关性。

(a.2) 短期相位差显示，2002 年到 2005 年底， $\phi(\tau, s)$ 趋近于 0，在短期（1 年）变量资本账户开放与股价指数呈现完全正相关，且具共变性。

(a.3) 长期相位差显示，因在相关性岛屿上，并没有框列到长期（4 年以上）年度，代表变量资本账户开放与股价指数间无存在长期关系。

纳入控制变量后，控制变量为金融市场效率指数，而持续性发展与金融市场成本即为本研究控制变量(金融市场效率指数)的衡量基准，所以纳入控制变量后，去单独探讨资本账户开放与金融市场稳定性的领先落后关系。

纳入控制变量(金融市场效率指数)后，图(b.1) 在相关性岛屿上，于 2009 年底到 2012 年底、有中期（2 年）的相关性，相关系数 0.65 以上。2013 年后已跨出黑色圆锥线内范围，两者并无相关性。

图 (b.2) 短中期(1-4 年)相位差显示, 2009 年底到 2012 年底的中期(2 年)相关性, 此时变量间领先落后关系为, 当 $\phi(\tau, s) \in (0, -\frac{\pi}{2})$ 时, 则 $x(t)$ 和 $y(t)$ 呈正相关, 且 $y(t)$ 领先 $x(t)$ 。为股价指数领先资本账户开放的正向关系。此时中国股价指数由 2010 年 2808.08 点跌至 2012 年底 2269.13 点, 跌幅 19.2%。资本账户净额由 2010 年 46 亿美元稍降至 2012 年 43 亿美元。与实证结果相呼应, 此时为股价指数领先资本账户开放的正向关系。股市的下跌领先反映了资本帐户净额减低的讯息。

(b.3) 长期相位差显示, 因在相关性岛屿上, 没有框列到长期(4 年以上)年度, 代表变量间无存在长期关系。

实证结果表明, 在中短期(2 年), 股价指数会领先反映中国资本账户的开放程度, 且为上证股价指数领先中国资本账户的正向关系, 代表上证股价指数的上涨(下跌)领先反应中国资本账户的开放程度(保守)。但随着中国政府的对资本账户开放的政策改变, 2013 年后资本账户净额骤减。此显着相关性(0.65)于 2012 年后已不复存在。

5. 结论与政策建议

本文主要内容是通过国际收支来测量一国的资本账户开放度, 选择银行不良贷款率、股价指数做为金融是否稳定的指标, 并通过小波分析法来分析资本账户开放与金融稳定的相关性。尽管在文献收集、样本选取、数据处理、实证过程等方面都做了一定的工作, 希望能做到严谨和完善。在数据的选取上, 主要是采用《国家外汇管理局文告》历史数据、world bank、万得数据库、中国上证 A 股指数、银行不良贷款率等数据, 样本国家为中国。本研究欲探讨国家资本账户开放程度对金融稳定性的影响。资本账户开放程度采用国际收支的资本账户净额为研究资料, 而因为代表金融稳定性程度的变量目前没有直接指标, 而一个国家的金融稳定程度主要区分为两大区域来考虑, 一个是金融机构的稳定程度, 另一是金融市场的稳定程度。因此本研究以大型商业银行不良贷款率与股价指数, 来作为代理变量, 控制变量采用国际货币基金组织(IMF)针对全球评比的指标, 金融机构效率指数与金融市场效率指数, 来作为本研究中关于资本账户开放程度与金融稳定程度的控制变量, 来研究国家资本账户的开放最终对国家的金融稳定性造成的影响。

以小波分析法实证, 就中国的数据分析部分, 得到以下的结论:

第一, 资本账户开放与银行不良贷款率。纳入控制变量金融机构效率指数后, 在短期高频(1-4 年)上, 资本账户开放与银行不良贷款率, 存在显着的相关连动性(>0.7)。这说时, 在短期内, 资本账户开放会带来银行的不良贷款率升高, 但从长期来说, 变量间无存在长期(4-8 年)连动关系。在短中期(1-4 年), 资本账户开放与银行不良贷款率, 是互为因果的正相关与资本账户开放程度领先不良贷款率的正向关系。而此显着相关性(0.7)于 2012 年后因资本账户净额骤降已不复存在。

第二, 资本账户开放与股价指数。纳入控制变量金融市场效率后, 在短期高频(2 年)上, 存在显着的相关连动性(>0.65)。变量间无存在长期(4-8 年)连动关系。在中短期(2 年), 为上证

股价指数领先反应中国资本账户开放程度的正相关，但此显著相关性(0.65)于 2013 年后已不复存在。

有鉴于以上实证结果，可对全球投资人与国家政策提供一些参考的建议：

第一，在针对国家层面的政策上

21 世纪以来，金融技术不断发展，小额贷款公司、金融中介机构不断涌现，资本市场不断涌入资金。中国资本账户开放程度确实对国家的金融稳定性造成一定影响，特别是国有商业银行不良贷款率，也就是金融稳定性在金融机构的这个区域，会造成一定影响性，且为正相关。代表资本账户开放程度越高(低)，不良贷款率越高(低)。为了维护金融稳定运行，中国政府在开放资本账户时应考虑对金融机构的稳定性将会造成影响，有必要做出严格的监管政策，这可能会限制金融发展，也可能会影响经济的增长，务必谨慎为之。因此，在进行资本账户开放的同时，需要制定好平衡金融发展、金融稳定，还要注意监管与调控政策，加强金融机构的健全。

第二，针对投资人建议如下

中国资本账户开放并不会造成股市的大幅波动，股市会领先反应资本账户开放程度。此为效率市场应有的反应。对于国内外长期投资者，可以忽略资本账户开放会造成的股市波动的风险性。以此建议成为投资人长期投资的参考。

中国资本账户开放程度对其金融稳定性在金融市场这个区域，反而是金融市场会领先反应出资本账户的开放程度。上证 A 股股价指数会领先反应资本账户开放程度。资本账户开放并不会造成股市的大幅波动。

6. 不足与展望

本文的研究内容和目的是构建适合中国特点的中国资本账户开放情形，并对金融稳定关系进行讨论。并希望能对同样是新兴市场国家提供一些参考，由于笔者自身学识，以及工作时间受限，文章研究还比较浅，部分观点只是初步结论，今后还可以从以下几个方面深入研究：

第一，在资本账户开放度的测量方面，原先想采用雷达教授介绍的对中国名义资本账户开放程度进行测量，但是在数据的采集中，没能找全中国资本账户子项目开放的时间及政策影响过程，放弃选择这样的测量方式。改成用中国国际收支这一原始的数据进行测量，在数据的处理上，存在一定的片面性，会导致实证结果不够精确。

第二，在进行资本开放度与金融稳定的相关性分析的时候，可以再增加变量的个数，可以考虑把汇率、基金市场等纳入。同时，在对资本账户开放度的测量中，可以选择雷达教授提供的思路，并且计算出 1995-2019 年度的数据，这样可以获得更接近中国金融稳定的实际数据，实证过程，以及所得结论也更具有现实意义，在政策的建议上就更具有说服力。

第三，对于资本账户开放与金融稳定的相关性分析上，在研究方法上，构建协整函数模型，利用协整函数，在动态的过程中，寻求平衡点。

总之，对相关投资机构单位与政府单位的建议是，中国在资本账户开放过程中，无须过分担心资本账户开放造成的股市动荡。中国资本账户开放度越高，就会造成金融机构稳定性越低(不良贷款率越高)，代表国家整体金融稳定度的重要区块，其一就是金融机构的稳定性。所

以,在中国资本账户开放过程中,应着重于金融机构的体质强化。降低不良贷款率,再增强金融机构效率性,进行国有商业银行金融机构的体质优化。借鉴于全球其他经济体的资本账户开放过程,截长补短,让中国在经济崛起后,以体质强健的金融机构为基底,稳住国内的金融稳定度,并逐步走向资本账户开放之路。

参考文献

- 陈洋林.(2014). *国际资本流动对我国金融稳定的影响研究*. 硕士论文. 中央财经大学.
- 管涛.(2010). 关于加强对跨境资本流动均衡管理的思考. *中国货币市场*, (1), 40-43.
- 黄均华.(2017). *资本账户开放对金融资产价格机制与宏观经济运行的影响研究*. 博士论文. 厦门大学.
- 黄志刚、郭桂霞.(2016). 资本账户开放与利率市场化次序对宏观经济稳定性的影响. *世界经济*, 39(09), 3-27.
- 霍强.(2016). *开放经济下中国货币政策传导及有效性研究*. 硕士论文. 云南大学.
- 江春、张沛、袁庆禄.(2019). 资本账户开放对全要素生产率的影响:考虑金融危机因素的跨国实证研究. *世界经济研究*, (01), 31-43+135.
- 李巍.(2008). 资本账户开放、金融发展和经济金融不稳定的国际经验分析. *世界经济*, (03), 34-43.
- 李巍.(2017). *金融发展、资本账户开放与宏观经济、金融不稳定*. 硕士论文. 华东师范大学.
- 林滨钊.(2017). *金融发展、资本账户开放与宏观经济波动研究*. 硕士论文. 福建农林大学.
- 彭红枫、朱怡哲.(2019). 资本账户开放、金融稳定与经济增长. *国际金融研究*, (02), 3-12.
- 施建淮.(2017). *中国资本账户开放问题研究*. 北京: 北京大学出版社.
- 孙佳钧、何家宏、刘厚俊.(2009). 金融发展与经济增长:基于资本账户视角的实证研究. *南京社会科学*, (09), 17-20.
- 王连宫.(2019). *不同类型资本账户开放对我国金融安全的影响研究*. 硕士论文. 中共中央党校.
- 王胜强.(2018). *金融双向开放背景下维持金融稳定的体制机制研究*. 硕士论文. 天津师范大学.
- 王思宇.(2018). *金融发展、资本账户开放与经济增长*. 硕士论文. 中央财经大学.
- 王艳真.(2017). *开放经济下中国货币政策的独立性和有效性研究*. 硕士论文. 东北师范大学.
- 熊衍飞、陆军、陈郑.(2015). 资本账户开放与宏观经济波动. *经济学(季刊)*, 14(04), 1255-1276.
- 余博、管超.(2020). 外汇风险传染网络测度与影响机制分析——基于静态和动态的双重视角. *国际金融研究*, (02), 87-96.
- 余永定.(2016). *最后的屏障—资本项目自由化和人民币国际化之辩*. 上海: 东方出版社.
- 张鑫.(2019). *美国金融发展下的国际资本流动失衡研究*. 硕士论文. 吉林大学.
- 朱秀清.(2018). *我国资本账户开放对经济增长的门槛效应研究*. 硕士论文. 浙江工业大学.
- Agosin, M. R. & Huaita, F. (2012). Overreaction in Capital Flows to Emerging Markets: Booms and Sudden Stops. *Journal of International Money and Finance*, 31(5), 1140-1155.
- Aizenman, J. & Binici, M. (2016). Exchange Market Pressure in OECD and Emerging Economies: Domestic vs. External Factors and Capital Flows in the Old and New Normal. *Journal of International Money and Finance*, 66, 65-87.



- Aizenman, J., Jinjark, Y., & Park, D. (2013). Capital Flows and Economic Growth Intitle Era of Financial Integration and Crisis, 1990-2010. *Open Economies Review*, 24(3), 371-396.
- Allen, F., & Gale, D. (2000). Bubbles and crises. *The economic journal*, 110(460), 236-255.
- Benigno, G., Converse, N., & Fornaro, L. (2015). Large Capital Inflows, Sectoral Allocation, and Economic Performance. *Journal of International Money and Finance*, 55, 60-87.
- Berument, M. H., Denaux, Z. S. & Emirmahumtoglu, F. (2015). The Effects of Capital Inflows on Turkish Macroeconomic Performance. *Empirica*, 42(4), 813-824.
- Caballero, J. A. (2016). Do Surges in International Capital Inflows Influence the Likelihood of Banking Crises?. *The Economic Journal*, 126(591), 281-316.
- Cerutti, E., Claessens, S., & Rose, A. K. (2017). *How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows*. NBE R Working Paper No. 23699.
- Eichengreen, B., Mehl, A., & Livia, C. (2017). *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*. Princeton University Press.
- Georgiadis, G., & Feng, Z.(2019). *Monetary Policy Spillovers, Capital Controls and Exchange Rate Flexibility, and the Financial Channel of Exchange Rate*. European Central Bank Working Paper No. 2267.
- Illing, M., & Liu, Y. (2003). *An index of financial stress for Canada*. Bank of Canada Ottawa,2003.
- Miao, Deng. (2019). China's Capital Account Liberalization: A Ruby Jubilee and Beyond. *China Economic Journal*, 12(3).
- Montiel, A. P., & Reinhart, C. M. (1999). Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s. *Journal of International Money and Finance*, 18, 619-635.
- Padoa-Schioppa, T. (2003).Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in between. *The Transformation of the European Financial System*, 25, 269-310.
- Stiglitz, J. E. (1998). Financial Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, 22(3), 67-87.
- Taguchi, H., Sahoo, P., & Nataraj, G. (2015). Capital Flows and Asset Prices: Empirical Evidence from Emerging and Developing Economies. *International Economics*, 141, 1-14.