

Study on the
Economic Effects of
Capital Account Liberalization

叶伟春◎著

资本账户开放的
经济效应研究

 上海财经大学出版社

本书由上海财经大学资助出版

资本账户开放的经济效应研究

Study on the Economic Effects of Capital Account Liberalization

叶伟春 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本账户开放的经济效应研究/叶伟春著. —上海:上海财经大学出版社, 2009. 3

ISBN 978-7-5642-0463-1/F · 0463

I. 资… II. 叶… III. 资本-管理-研究-中国 IV. F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 024853 号

ZIBEN ZHANGHU KAI FANG DE JINGJI XIAOYING YANJIU
资本账户开放的经济效应研究

叶伟春 著

责任编辑 梁 浩 封面设计 张克瑶

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2009 年 3 月第 1 版 2009 年 3 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 10.75 印张 309 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 26.00 元

前 言

资本自由流动与资本账户开放自 20 世纪 70 年代以来就一直是国际金融界的一个热门话题,很多经济学家都倡导各国应开放其资本市场。但在 1997~1998 年东南亚金融危机以后,人们对资本账户自由化问题进行了重新审视,一些经济学家(Rodric, 1998; Dadush et al., 2000; Stiglitz, 2000 et al.)指出有的国家在资本账户开放方面走得太快了。资本账户开放到底给各国带来什么样的影响便成为人们讨论的焦点。

作为一个发展中国家,中国在资本账户方面还实行管制。但是在国际经济金融形势快速发展的今天,特别是在加入世界贸易组织(以下简称 WTO)以来,中国同样也面临着资本账户开放的问题。“中国是否要开放资本账户?”这个问题显然已不再是关键,正如塔勒庞(Tarapore, 1998)所言:“如果一国不为有计划地融入世界经济做准备,世界将会以它们无法控制的方式把它们融入进去。因此,目前的问题不是一国该不该开放资本账户,而是在于转变是有序还是无序。”我们要研究的关键是资本账户开放会给中国带来什么样的作用与影响?应当如何推进中国的资本账户开放?这些才是理论界与实务界真正应该关注的课题。

本书试图寻找资本账户开放的理论依据,并通过对资本账户开放国家的经济与金融运行的实际考察来探究资本账户开放对各国所带来的积极作用以及不利影响,研究产生这些影响的原因与条件,为中国能更好地推进资本账户开放提供理论与实践上的依据。全书结构安排如下:

第一部分为总论,对资本账户开放的概念及度量进行界定,简要回顾全球资本账户开放的历程与原因,并对有关文献及研究方法进行综述。

第二部分对资本账户开放所带来的不同效应进行详细分析。主要包括六个方面:

一是在第二章里分析资本账户开放所带来的资金流动效应。资本账户开放可以降低资金的成本、增强投资者的信心、加快经济与金融的一体化进程,推动资金的流动。但是资本账户开放与资本外逃的关系十分复杂,具有双面性,而稳定的国内宏观经济是阻止资本外逃的根本条件。从各个角度来看,资本账户开放可以促进中国的资本流动,但不一定会导致大量的资本净外流。

二是在第三章里分析资本账户开放对一国资产组合的影响。资本账户完全开放后,本国居民可以实现资产的多国化配置,分散投资风险,捕捉到更多的市场机会,降低成本与风险。由于投资者可以自由地在不同货币以及不同货币表示的资产之间进行自由转换,大大方便了货币替代的进行。对于中国而言,资本账户开放也可以发挥居民的资产组合效应。

三是在第四章里建立资本账户开放条件下的跨期调整模型。资本账户开放的消费—储蓄调节机制表现在推迟消费、提前消费、熨平消费及改变增长的路径,从而使一国的消费变得更加平稳。当然,该机制的实现需要一定的条件,并可能引发储蓄替代与过度消费问题。资本账户开放有利于缓解目前中国储蓄与消费中存在的问题,理顺储蓄、投资和消费的关系。

四是在第五章里通过模型和实证研究分析资本账户开放与经济增长的关系。资本账户开放可以改善资源配置、促进金融中介化,发挥外资溢出效应,从而大大促进一国的经济增长。但也有一些实证研究表明资本账户开放对一国经济增长没有正面效应。本章得出的结论是资本账户开放会给开放国的经济发展带来巨大的潜在利益,但这种利益的发挥仍然需要一定的条件。

五是在第六章里分析资本账户开放对宏观经济政策的影响,探讨

资本账户开放后货币政策与财政政策的有效性及其具体影响,研究了如何在资本账户开放过程中及开放之后进行合理的政策配合以确保开放进程的顺利。

六是在第七章里研究资本账户开放与金融危机的关系。本章从货币危机与银行危机两方面入手,结合了各种解释危机的模型并从实证角度讨论为什么会发生危机。得出的结论是:资本账户开放与金融危机之间并没有必然的联系,在资本账户开放后发生危机是有一定条件的。这些条件包括:经济改革的滞后、金融制度的缺失、资金的错配、政府抵御投机冲击的能力不足,等等。

第三部分分析中国资本账户开放的必然性,并结合第二部分分析的效应对如何推进中国的资本账户开放提出一些建设性意见。

本书在写作过程中充分运用理论分析与实证研究相结合、一般情况分析 with 特殊案例研究相结合、定性分析与定量研究相结合、模型研究与数据分析相结合,并结合中国的实际情况进行分析。本书的创新点主要表现在以下四方面:

一是在研究内容上分六个方面对资本账户开放给有关国家的宏观经济所带来的影响进行系统分析,从而全面揭示资本账户开放的效应。

二是建立在资本账户开放条件下的有关经济模型,如跨期调整模型、经济增长模型等,并在新古典增长模型、新经济增长模型、考察内外资本结构的开放经济增长模型的基础上提出了资本账户开放条件下的综合经济增长模型。

三是在研究方法上充分利用可得的数据运用计量模型对资本账户开放后一国的资本流动、经济增长等进行定量分析。

四是结合资本账户开放对各国产生的影响预测中国在资本账户开放后可能带来的有利作用及冲击,并提出中国在推进资本账户开放中应该注意的六个方面。

当然,资本账户开放的经济效应是十分复杂的,希望本书能为中国的资本账户开放进程作出一些有益的探索。

作者于2008年5月

Preface

In the late half of last century, there has been an explosive growth of capital flows. Capital account liberalization (CAL) is advocated by many economists. But after the East Asia financial crises, people began to take a new look at this process and some economists, such as Rodrik, Dadush and Stiglitz, argued that we had gone too fast on the road of CAL. What on earth does CAL bring to us becomes the main issue.

As a developing country, China still imposes controls on capital account. Need China open its capital account? Tarapore (1998, p. 71) answers the question clearly, "If countries don't plan for an orderly integration with the world economy, the world will integrate with them in a manner, which gives them no control over events. Thus the question here is not whether a country should or should not move to capital account convertibility but whether an orderly or disorderly transition is desired." That is to say, CAL of China is inevitable, so we'd better study what effects it will have and make good reparation for it.

In this book, the author focuses on the pros and cons of CAL, and tries to form some ideas on how to go on with the process of CAL for China. The whole book is organized as follows:

The first part is a general introduction. In this chapter, the background of CAL, including the definition and measure of CAL, is introduced.

The second part analyses the effects of CAL from different aspects, which consists of six chapters.

Chapter two focuses on the capital-flowing effect of CAL. After a country liberalizes its capital account, capital tends to flow freely so that cost can be reduced and the country is able to make use of the international pool of resources. But the relationship between CAL and capital flight is a little complicated. Of course, a stable domestic economic environment is of great importance to prevent capital fleeing from domestic market. For China, CAL can also promote the capital movement.

In chapter three, the effect of CAL on portfolios is analysed. Capital account convertibility provides the domestic investors with the different opportunity to invest and hedge. They can make a risk-return trade-off decision in a world-wide scope so that the overall risk can be minimized. On the other hand, CAL facilitates currency substitution.

In chapter four, the intertemporal model is used to analyse the consumption-smoothing effect of CAL. Liberalization of capital account can make domestic households and firms consume more smoothly by providing the opportunity of access to the world capital market to a country. This role of counter-cyclical effect smoothes the consumption and saving thus relieves the constraints of a country. Of course, some conditions are needed.

Chapter five focuses on the relationship between CAL and economic growth. The theoretical and empirical studies are discussed in details to find the great benefits for a country such as resource alloca-

ting, financial intermediation and spillover effect. On the other hand, there are some empirical evidence showing that CAL does not have a positive effect on growth. So the conclusion is that potential benefit of CAL can be turned into reality only under some preconditions.

Chapter six concentrates on the effect of CAL on macro economic policies. The effectiveness of monetary policy and fiscal policy after CAL is discussed. The author also studies the question how to harmonize different policies to keep CAL successfully.

In chapter seven, the relationship between CAL and financial crises is analysed. Begin with model and empirical studies of monetary crises and bank crises, the author gives his explanation of crises occurrence, pointing out that CAL does not inevitably lead to financial crises. Some other reasons such as the lack of economic and financial system reforms, mismatch of capital and etal. , contribute a lot to crises.

The third part answers the question of why China should pursue the process of CAL. Some constructive advice on how to liberalise capital account for China is given.

This book reveals the different effects of CAL by theoretical and empirical analyse, as well as by qualitative and quantitative studies. Some models such as intertemporal model, neoclassical and new economic growth model are given. Empirical studies on capital movement and economic growth after CAL are developed. The author also makes a trade-off between the benefits and risks of China's CAL and put forward six aspects of suggestion to improve the process of CAL for China.

目 录

前言	(1)
Preface	(1)
第一章 总论	(1)
第一节 资本账户开放的概念与本书的写作背景	(1)
第二节 资本账户管制与开放的度量	(7)
第三节 中国资本账户开放状况分析	(17)
第四节 文献回顾与本书的研究方法	(24)
第二章 资本账户开放的资本流动效应	(34)
第一节 国际资本流动的理论起点	(34)
第二节 资本账户开放对资本流动的推动机理分析	(41)
第三节 资本账户开放对资本流动的实证分析	(46)
第四节 资本账户开放与资本外逃	(56)
第五节 资本账户开放对中国资本流动的影响	(68)
第三章 资本账户开放的资产组合效应	(83)
第一节 资本账户开放后的资产组合	(83)
第二节 资本账户开放与货币替代	(93)
第三节 中国资本账户开放的资产组合影响	(100)
第四章 资本账户开放的储蓄—消费调整效应	(107)
第一节 加入资本账户开放的跨期调整模型	(107)

第二节	资本账户开放对储蓄—消费调整的机制分析·····	(111)
第三节	资本账户开放的储蓄—消费调整机制的现实制约 ·····	(116)
第四节	资本账户开放对中国储蓄与消费的影响·····	(128)
第五章	资本账户开放的经济增长效应·····	(138)
第一节	资本账户开放条件下的经济增长模型·····	(138)
第二节	资本账户开放推动经济增长的作用渠道·····	(146)
第三节	资本账户开放与经济增长关系的实证分析·····	(159)
第四节	资本账户开放促进经济增长的条件·····	(172)
第六章	资本账户开放对宏观经济政策的影响·····	(180)
第一节	资本账户开放条件下的宏观经济政策分析框架·····	(180)
第二节	资本账户开放对货币政策的影响·····	(187)
第三节	资本账户开放对财政政策的影响·····	(204)
第四节	资本账户开放条件下的宏观经济政策的配合·····	(213)
第七章	资本账户开放与金融危机·····	(227)
第一节	资本账户开放与货币危机·····	(227)
第二节	资本账户开放与银行危机·····	(244)
第三节	对危机国的实证分析:发生危机的条件 ·····	(253)
第八章	中国资本账户开放的对策研究·····	(273)
第一节	中国资本账户开放的必然性·····	(273)
第二节	中国资本账户开放的战略与战术·····	(286)
附录:变量、符号及缩写·····		(303)
参考文献·····		(306)

第一章

总 论

资本账户开放是国际金融界的一个热门话题,很多经济学家倡导各国都应开放资本账户。尽管亚洲金融危机使人们对资本账户自由化问题进行了思考,但是开放资本账户仍然具有一定的必然性。那么,资本账户开放会对各国产生什么影响,这个问题便成为人们讨论的焦点。

第一节 资本账户开放的概念与本书的写作背景

一、资本账户开放的概念界定

资本账户开放(Capital Account Liberalization),也称为资本账户自由化或资本账户可兑换,是当前国际金融领域及中国金融改革的一个热点话题。

要正确理解资本账户开放给各国带来哪些效应,就必须从资本账户开放的制度安排入手进行分析。

资本账户是一国国际收支中的重要组成部分。在1993年以前,国际收支主要由经常项目、资本项目、储备账户、误差与遗漏等4个项目构成。而国际货币基金组织(以下简称IMF)在1993年编写的《国际收支手册》(第五版)中将国际收支平衡表内原有的资本账户改为“资本与金融账户”。其中,资本账户又包括涉及资本转移以及非

生产、非金融资产的收买/放弃的所有交易；金融账户包括涉及一个经济体对外资产和负债所有权变更的所有交易（又细分为直接投资、证券投资、其他投资与储备资产）（IMF, 1994）。第四版与第五版《国际收支手册》中有关国际收支的具体构成的比较见表 1—1。但在当前的理论与实务中，人们仍然习惯用“资本账户”来统称“资本与金融账户”，故本书如无特殊说明，也沿用这一习惯说法。

表 1—1 国际收支账户构成的比较

《国际收支手册》第四版	《国际收支手册》第五版	《国际金融学统计年鉴》	中国《国际收支平衡表》
经常项目 货物、劳务和收入 商品 货运 其他运输 旅游 投资收入 其他货物、劳务和收入 人 无偿转移 私人 官方	经常账户 货物和服务 货物 服务 收入 职工报酬 投资收益 经常转移 各级政府 其他部门	经常账户 商品：出口 商品：进口 服务：债权 服务：债务 收入：债权 收入：债务 经常转移：债权 经常转移：债务	经常项目 货物和服务 货物 服务 收益 职工报酬 投资收益 经常转移 各级政府 其他部门
资本项目 直接投资 在国外 在报告经济体 证券投资 公共部门债券 其他债券 公司股票 其他投资 长期资本 短期资本	资本与金融账户 资本账户 资本转移 各级政府 其他部门 非生产、非金融资产的收买/放弃 金融账户 直接投资 国外 在报告经济体 证券投资 资产 负债 其他投资 资产 负债	资本账户 债权 债务 金融账户 国外直接投资 在报告经济体 直接投资 证券投资资产 证券投资负债 其他投资资产 其他投资负债	资本和金融项目 资本项目 金融项目 直接投资 中国在外直接 投资 外国在华直接 投资 证券投资 资产 负债 其他投资 资产 负债

续表

《国际收支手册》第四版	《国际收支手册》第五版	《国际金融统计年鉴》	中国《国际收支平衡表》
误差与遗漏项目	误差与遗漏账户	净误差与遗漏	误差与遗漏账户
储备	储备资产	储备与相关项目 (储备资产、基金组织 信贷的利用、额外融 资)	储备资产

资料来源:IMF,《国际收支手册》第四版,中国金融出版社,1988年;IMF 编著,罗平译,《国际收支手册》第五版,中国金融出版社,1994年;IMF, *International Financial Statistics*, 2003年。

根据《中华人民共和国外汇管理条例》第五十二条的规定:“资本项目”是指国际收支中因资本输出和输入而产生的资产与负债的增减项目,包括直接投资、各类贷款、证券投资等。从1997年起,中国也将国际收支平衡表中的“资本往来项目”改成了“资本和金融项目”,后者分为资本项目与金融项目(又细分为直接投资、证券投资与其他投资三个子项,而储备资产则作为第三个大项目单独列出)。由此可见,中国对资本账户的分类与IMF的分类基本一致。

资本账户开放(严格地讲应该称为“资本与金融账户开放”,但本书沿用习惯说法)不同于经常账户开放。在《国际货币基金组织协定》(Agreement of the International Monetary Fund, 1993)第八条款中对经常项目可兑换进行了详细而明确的规定^①,而对于资本账户开放,目前国际上并没有形成统一的明确定义,也没有统一的标准(温建东, 2001)。尽管有一些国际组织的协定及多边与双边协定涉及资本账户开放,如IMF的《国际货币基金组织协定》、WTO的《服务贸易总协定》和《金融服务贸易协定》、经济合作与发展组织(以下简称“经合组织”或OECD)的《资本自由化通则》与北美自由贸易区的金融服务条款等,但这些定义的表述与内涵也不完全一致。

国内的学者温建东(2001)将理论界对资本账户开放的定义归纳为

^① 第八条款规定“各会员国未经基金同意,不得对国际经常往来的付款和资金转移施加限制”,这是基金组织成员的一般义务。

五种：一是沿用对经常项目可兑换的定义方法；二是排除法；三是负面表述法；四是正面法；五是工作定义。管涛(2002)从广义与狭义两方面对资本账户可兑换进行定义的归纳。综观国内外有关学者的研究及一些国际金融机构的规定，笔者认为对资本账户开放的定义可以分为以下三大类：

第一类是将“资本账户开放”定义成“取消对跨国资本交易的限制”。如奎克和伊文斯(Quirk and Evans, 1995)将资本账户开放表述为，“取消对跨国界资本交易的控制、征税和补贴”；管涛(2001)认为，“资本项目可兑换是避免对跨国界的资本交易及与之相关的支付和转移的限制，避免实行歧视性的货币安排，避免对跨国资本交易征税或补贴”。张礼卿(2004)认为，“资本账户开放，简言之，是指不对资本跨国交易进行直接限制或对其采取可能影响其交易成本的相关措施”。

第二类是将资本账户开放定义为“取消汇兑限制”。如李金声(1997)直接将资本账户可兑换表述为“取消对资本流出、流入的汇兑限制”；刘光灿、孙鲁军和管涛(1997)认为，资本账户可兑换是“取消在接受《基金组织协定》第八条款后仍存在的汇兑限制”。

第三类是将资本账户开放定义为“取消资本流动的限制”。如易宪容(2001)认为，资本账户开放是“对资本账户项目下的资本流动的限制放开，即解除资本项目下的资本流动的管制”；王国刚等(2003)认为，资本账户开放“就是放开资本账户与金融账户项目下的资本流动限制，即解除资本与金融项目下的资本流动管制”。印度储备银行资本账户开放委员会(1997)对资本账户开放下了一个工作定义是“按照市场决定的汇率自由地进行国内外金融资产的转换，它与国内外金融资产与负债所有权的改变及对世界其他国家索要权的建立与清偿相关”；IMF在《汇兑安排与汇兑限制年报》(AREAER, 1999)中称，“资本账户开放”是指“要解除政府对资本与金融账户下资本国际流动的限制”。

从上面的分析中可以看出，资本账户开放有不同的层面——资本项目的“交易”与“汇兑”限制的取消，第一大类与第二大类定义就分别是这两方面进行的。

笔者认为,资本账户开放可以定义为“对资本与金融账户管制的放松,包括对国际资本流动的交易与汇兑限制以及影响其交易成本的相关措施的取消”。这一定义更具有代表性与国际性,并与 IMF 等国际金融机构与一些官方组织所强调的全面开放的思想一致。

在理解该定义时,还需要注意以下几点:

一是资本账户开放可以分层次进行,也就是说,取消资本交易限制与取消资本汇兑限制是可以分开的。两者可以同时进行,也可以先后进行(王国刚,2003)。从各国自由化进程的经验来看,通常是交易的自由化在前,汇兑的自由化在后。

然而,交易自由化会加大汇兑环节管理的难度,故而会推动汇兑的自由化(管涛,2002)。

二是资本账户开放的内容是十分广泛的。它不仅指资本流动的直接限制的放松,也包括取消该国采取的可能影响其交易成本的相关措施,如歧视性的货币安排、对跨国资本交易征税或补贴等;它不仅包括管制方向的取消(资本流入与流出的取消),也包括取消管制范围(收入与支付及由非居民和居民进行的活动及在当地进行的与资本流动密切相关的金融交易),所以它是一项较为复杂的工作(温建东,2001)。

三是资本账户开放是一个相对的概念,在资本账户开放后仍可有一定的管理措施。如印度储备银行资本账户开放委员会(1997)认为,“资本账户自由化可以与对外支付之外的限制并存,也不排除实施审慎性的对外汇交易所采取的财政与货币措施”;IMF 的《国际货币基金协定》第六条规定:“成员国对国际资本转移可以采取必要的管制,但不得限制日常交易的支付或不适当地阻碍清偿资金的转移。”而从当前各国的实际情况来看,目前全部实行了资本账户可兑换的工业化国家在 IMF 对资本账户细分的 44 个子项目中平均仍有 4 项存在管制(Johnston,1998)。

四是资本账户开放主要是针对金融账户。从 IMF《国际收支手册》(第五版)中的项目可以看出,原先的资本账户中的大部分交易都被列入了新手册中的金融账户,因此,在讨论资本账户开放时,其实已将

重点放在金融账户中各个项目的开放问题。

二、本书的写作背景

自 20 世纪以来,国际金融领域最为显著的特征之一便是资本在国际间的大量流动。流入发展中国家的间接投资与直接投资的净额不断增加,根据 IMF 的统计,1983~1988 年间该数据为 223 亿美元,1989~1992 年间平均为 445 亿美元,1993~2000 年间平均为 1 193.4 亿美元;2001~2005 年间平均为 1 663.2 亿美元,而 2006 年流入发展中国家的私人资本净额达到 6 470 亿美元,2007 年达到 1.03 万亿美元。由此可见,20 世纪 90 年代大量资本流入发展中国家,即使东南亚金融危机也未能阻挡资本流动的步伐。资本流动给各国的资本管制带来了巨大挑战。

自 20 世纪中叶以来,资本账户开放就一直是国际金融界的一个热门话题,许多经济学家从资本账户开放对一国经济所带来的推动作用出发,倡导各国都应开放资本市场。许多国家也进行了资本账户的开放。到 1995 年,所有的工业化国家都减少了对资本流动的控制,一些发展中国家也开放了资本账户。

但在 1997~1998 年东南亚金融危机后,人们对资本账户开放问题进行了重新审视,一些经济学家(如罗德里克、达杜什和斯蒂格利茨)指出,有的国家在资本账户开放方面走得太快。而国际货币基金组织则强调要把“基金组织协定”中第八条款的自由兑换从原来的经常项目扩大到资本项目的更大范围,许多经济学家(如费雪,爱德华兹,多恩布什与库珀等人)也撰文呼吁积极推进各国的资本账户开放。

作为一个发展中国家,中国在资本账户方面还实行较大的管制。尽管资本管制可以减少一国的金融脆弱性,但它需要极高的代价,而且资本管制由于各种漏洞的存在已变得越来越无效。

因此,在国际经济金融形势快速发展的今天,“中国是否要开放资本账户?”这个问题显然已不再是关键,正如塔勒庞(1998)所言:“如果一国不为有计划地融入世界经济做准备,世界将会以它们无法控制的