

ZIBEN ZHANGHU KAIFANG DE
JINGJI ZENGZHANG LUOJI

资本账户开放的 经济增长逻辑

荣 晨 涂永红[◎]著

▲
基于索洛增长模型的视角

研究资本账户开放对经济增长的效应具有重要的现实价值

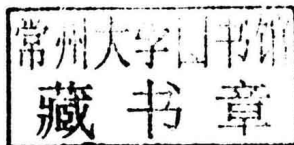
从不同类型经济体的角度


探究发达国家和发展中国家的资本积累对资本账户开放敏感性的差异

 中国金融出版社

资本账户开放的 经济增长逻辑

荣 晨 涂永红 著



 中国金融出版社

责任编辑：张智慧 赵晨子

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

资本账户开放的经济增长逻辑 (Ziben Zhanghu Kaifang de Jingji Zengzhang Luoji) / 荣晨, 涂永红著. —北京: 中国金融出版社, 2018. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9294 - 9

I. ①资… II. ①荣…②涂… III. ①资本—金融开放—作用—经济增长—研究—中国 IV. ①F832. 21②F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 267684 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 18. 25

字数 250 千

版次 2018 年 3 月第 1 版

印次 2018 年 3 月第 1 次印刷

定价 42. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9294 - 9

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 言

随着全球货物、服务和技术等贸易的加速发展，经济全球化成为世界经济发展的重要趋势。后金融危机时代，全球经济形势复杂多变，国际资本流动愈加频繁，资本账户开放如何影响经济增长又成为热议话题。2016年10月1日，人民币正式成为继美元、欧元、英镑、日元之后的第五种特别提款权货币，人民币在SDR的权重为10.92%，位居第三，低于美元（41.73%）和欧元（30.93%），高于日元（8.33%）和英镑（8.09%），加入SDR是人民币国际化进程中的一个重要里程碑。2017年7月2日，中国人民银行与香港金融管理局发布公告，决定批准香港与内地“债券通”上线，“北向通”于2017年7月3日上线试运行。

在经济一体化成为世界经济发展主流的情况下，在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出构建开放型经济新体制、以开放促改革的背景下，在人民币国际化战略构成中华民族伟大复兴的中国梦的基础上，基于索洛增长模型的视角，研究资本账户开放对经济增长的效应具有重要的现实价值；从不同类型经济体的角度，探究发达国家和发展中国家的资本积累对资本账户开放敏感性的差异，为中国的资本账户开放提供经验借鉴，具有重大的战略意义。这些既补充了国内对该问题研究的文献，也为政府有关部门制定相关政策措施提供了科学依据。

第一，对资本账户开放和金融开放进行界定，从主体、客体和工具

三个角度分析两个概念的区别与联系，认为将资本账户开放视为金融开放的一部分理解更为合理。对法定开放度和实际开放度指标的度量方法进行系统回顾，分析两种测度方法的优缺点，为实证研究中资本账户开放指标的选取提供翔实依据。通过 AREAER、Chinn - Ito 和 Fraser Institute 三种测度方法对比分析 G20 国家的资本账户开放程度，发现资本项目下的可自由兑换并不等同于资本账户的开放。除了英国实行较少的管制外，美国、欧洲国家和日本的资本账户依然处于多项管制的状态。从资本账户开放与经济增长，资本积累与经济增长，资本账户开放、资本积累与经济增长三个层面对相关文献全面总结，为经验证据提供文献基础。

第二，从全面管制、管制松动、开放明显和加速开放四个阶段阐述各国资本账户开放的进程，总结发达国家和发展中国家实现资本账户开放的时间，分析发达国家和发展中国家资本账户开放的原因。选取经济基础条件存在明显不同的智利、泰国和日本作为典型代表，描述这三个国家资本账户开放作用于经济增长的现实情况。以索洛的新古典经济增长理论为基础，梳理资本积累与经济增长关系的相关理论，分析资本账户开放对经济增长的效应，为后文的经验证据提供理论基础。只有当经济和金融基础条件达到或超过阈值时，资本账户开放才会正向影响经济增长，即资本账户开放与经济增长之间存在门限效应。

第三，基于索洛的新古典增长理论，认为经济增长有其自身决定的因素，将资本账户开放视为外生变量，其可能不会对经济增长产生直接效应，或许会对经济增长决定因素的某一个或几个产生作用，进而间接对经济增长产生影响，因此提出研究假设，建立动态面板数据模型对研究假设进行检验。无论是发达国家还是发展中国家，资本账户开放对经济增长均没有直接影响。然而从资本积累对资本账户开放的敏感性来看，对于发达国家，资本账户开放度的提高对资本积累具有正向影响，进而促进经济增长；对于发展中国家，资本账户开放度的提高并没有获得

资本积累，进而对经济增长没有起到作用。不同经济体资本账户开放的最终效应不一致，或许正是由于资本账户开放影响经济增长的路径存在差异。从国家治理指标着手，尝试对不同经济体是否能够获得资本积累进行解释。对于发达国家，法治建设对资本积累有正向影响；对于发展中国家，法治建设对资本积累有反向影响。资本账户开放后，发达国家可以获得资本积累，而发展中国家并未获得资本积累，主要原因在于不同经济体的国家治理指标即经济和制度环境的不同。

第四，从亚洲金融危机之前、加入 WTO 之前、加入 WTO 之后、次贷危机之后四个阶段回顾中国资本账户管制的历程。从政策变迁来看，改革开放至今资本账户的管制大致经历了趋向放松、趋向收紧和趋向放松三个过程。基于名义开放和实际开放两种衡量方法对中国资本账户开放程度进行测算。对于中国，选择名义开放度和实际开放度分别对经济增长进行 Granger 因果检验，发现两种开放度都不是 GDP 增长率的格兰杰原因，而资本流动是 GDP 增长的格兰杰原因。通过对中国相关数据的检验，进一步验证了实证研究的结果，即资本账户开放的程度对经济增长并不会产生影响，而是资本账户开放后的实际资本流动会对经济增长产生效应。

第五，人民币加入 SDR 后，人民币的国际需求与供给将出现新的变化，人民币国际化虽然取得重大突破，但中国经济很可能在“十三五”期间不得不经受来自资本流动、人民币汇率波动等金融领域的严峻考验。金融宏观审慎管理面临的新挑战：一是资本流动对人民币汇率形成机制的影响力上升，使得人民币汇率管理面临更大的压力；二是需要继续建设有效的金融市场的风险管理机制；三是离岸市场发展增加金融管理的难度系数。提出资本项目开放下的金融管理原则：一是秉持金融服务于实体经济的宗旨；二是实现国际收支基本平衡，防范潜在的金融风险；三是主要使用经济和市场的手段进行金融宏观审慎管理。中国亟须加强金融宏观审慎管理，协调使用资本流动管理工具，为人民币国

际化培育新动力。

第六，根据经验证据的结论和中国资本账户开放的情况提出政策建议。对于发展中国家，首先，需要加强基础制度建设，完善银行制度，提高金融信息的透明度，促进企业制度建设；其次，资本账户的管理工具需要由行政的、传统的方式向法律和经济的方式转变，资本账户下的准入和准出尤其是资本市场的准入需要注重通过法律与经济手段实施管制，比如高比率的法定存款准备金要求、托宾税等。对于中国，资本账户需要维持一定程度的管制，实施资本管制依然是最优政策选择，金融机构资格要求（QFII，RQFII）、负面清单等管理不能放弃。可以借鉴美国资本账户的管制方式，提高资本账户的名义开放程度，采取程序设置和技术手段对实际开放进行严格把控。中国经济增长处于下行阶段，应鼓励长期股权资本流入。人民币国际化的早期阶段，资本账户或许不应全面开放，可以尝试进行有限开放和定向开放。

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	4
1.2 研究思路与内容	5
1.2.1 研究思路	5
1.2.2 研究内容	6
1.3 研究方法与技术路线	9
1.3.1 研究方法	9
1.3.2 技术路线	10
1.4 创新与不足	11
1.4.1 创新点	11
1.4.2 存在的不足	12
第2章 资本账户开放的界定及度量	14
2.1 资本账户开放的界定	14
2.1.1 资本账户开放内涵	14
2.1.2 金融开放内涵	19
2.1.3 资本账户开放与金融开放比较	21

2.1.4	采用资本账户开放	22
2.2	资本账户开放的度量	23
2.2.1	名义开放度指标	23
2.2.2	实际开放度指标	29
2.2.3	名义开放和实际开放比较	31
2.3	资本账户开放度的国际比较	32
2.3.1	AREAER 二元变量测度	32
2.3.2	Chinn - Ito 的资本账户开放指数	34
2.3.3	Fraser Institute 的资本账户开放指数	35
第3章	文献综述	38
3.1	资本账户开放与经济增长	38
3.1.1	促进作用	38
3.1.2	反向效应	42
3.1.3	没有影响	44
3.1.4	阈值效应	45
3.1.5	长短期影响	48
3.2	资本积累与经济增长	49
3.3	资本账户开放、资本积累与经济增长	50
3.4	研究述评	51
第4章	各国资本账户开放的实践	54
4.1	全球资本账户开放的进程	54
4.1.1	1945 ~ 1960 年: 全面管制	54
4.1.2	1960 ~ 1970 年: 管制放松	55
4.1.3	1970 ~ 1990 年: 明显开放	57
4.1.4	1990 年之后: 加速开放	58
4.1.5	经常账户开放到资本账户开放的间隔	60

4.2 国际资本账户开放进程加快的缘由	63
4.2.1 发达国家加快开放的原因	63
4.2.2 发展中国家加快开放的原因	65
4.3 资本账户开放对经济增长效应的典型案例	66
4.3.1 智利资本账户开放	67
4.3.2 泰国资本账户开放	68
4.3.3 日本资本账户开放	70
第5章 资本账户开放、资本积累与经济增长的理论	72
5.1 索洛经济增长理论	72
5.2 封闭条件与开放经济体的经济增长	74
5.2.1 封闭条件下的经济增长	74
5.2.2 开放经济体的经济增长	76
5.3 资本账户开放的经济效应分析	77
5.3.1 资本流入对经济增长的效应	78
5.3.2 资本流出对经济增长的效应	81
第6章 资本账户开放、资本积累与经济增长的实证	84
6.1 研究假设	84
6.2 研究设计与样本	85
6.2.1 样本选取和变量说明	85
6.2.2 模型设立	87
6.2.3 描述性统计	89
6.2.4 现状描述	92
6.3 实证结果及分析	96
6.3.1 单位根和协整检验	96
6.3.2 模型1的估计结果	102
6.3.3 模型2的估计结果	106

4 资本账户开放的经济增长逻辑

6.3.4 稳健性检验	109
6.4 是否获得资本积累的差异研究	110
6.4.1 提出假设和模型设立	110
6.4.2 描述性统计	112
6.4.3 单位根和协整检验	113
6.4.4 模型3的估计结果	117
第7章 中国资本账户开放研究	119
7.1 中国资本账户开放政策的回顾	119
7.1.1 1996年之前：资本账户加快开放	119
7.1.2 1997~2001年：资本账户趋于收紧	120
7.1.3 2002~2007年：资本账户逐步开放	121
7.1.4 2008年之后：资本账户进一步加快开放	122
7.2 中国资本账户开放度测算	123
7.2.1 名义开放的衡量	123
7.2.2 实际开放的衡量	137
7.3 资本账户开放度、资本流动与经济增长的关系	140
7.3.1 资本账户开放度与经济增长关系的检验	140
7.3.2 资本流动与经济增长关系的检验	140
第8章 资本账户开放与金融宏观审慎管理	142
8.1 加入SDR标志着人民币国际化取得重大突破	142
8.2 继续推动人民币国际化的抓手与重点	143
8.2.1 守住不发生系统性金融危机的底线	144
8.2.2 以供给侧结构性改革夯实经济基础	145
8.2.3 在“一带一路”中构建人民币“国际大循环”	147
8.2.4 长期稳健推进人民币国际化	149
8.3 金融宏观审慎管理面临的新挑战	150

8.4	资本账户开放的金融管理原则	152
8.5	中国亟须加强金融宏观审慎管理	154
8.5.1	协调使用资本流动管理工具	154
8.5.2	为人民币国际化培育新动力	156
第9章	结论与建议	158
9.1	主要结论	158
9.1.1	资本账户开放包含于金融开放	158
9.1.2	资本账户开放对经济增长没有直接影响	159
9.1.3	经济和制度环境对资本积累产生影响	159
9.1.4	发达国家也存在多个资本项目管制	160
9.1.5	资本流入对中国经济增长产生效应	161
9.2	政策建议	161
9.2.1	加强基础制度建设	161
9.2.2	资本项目管理注重法律与经济手段	164
9.2.3	资本账户维持一定程度的管制	166
9.2.4	资本账户有限和定向开放	171
9.3	研究展望	173
附录1	30个发达国家和33个发展中国家名称	175
附录2	GMM方法介绍	177
附录3	直接投资带动双边贸易增长的实证研究	184
附录4	对外直接投资与东道国经济增长的实证研究	188
附录5	中国故事——ODI的经济效益大于FDI	190
附录6	在“一带一路”建设中加强中德投资合作	195

6 资本账户开放的经济增长逻辑

附录 7 发挥直接投资对人民币国际化的杠杆作用	215
附录 8 让供给侧改革和人民币国际化共同提升我国贸易 竞争力	255
参考文献	262

图表目录

图 1-1	技术路线图	10
图 6-1	不同经济体的 GDP 增长率	93
图 6-2	不同经济体 15~64 岁人口占总人口比重	94
图 6-3	不同经济体的资本形成总额增长率	94
图 6-4	不同经济体的高技术出口额对数值	95
图 6-5	不同经济体的资本账户开放度	96
图 7-1	中国流动资本总量占 GDP 的比重	139
表 2-1	国际收支账户构成的比较	15
表 2-2	基于主体、客体和工具的视角对资本账户开放的理解	18
表 2-3	基于主体、客体和工具的视角对金融开放的理解	20
表 2-4	CAPITAL 指标的赋值	27
表 2-5	KAOPEN 指标包含的四种信息	27
表 2-6	G20 国家 AREAER 二元变量测度指标	32
表 2-7	G20 国家的 Chinn-Ito 资本账户开放指数	34
表 2-8	G20 国家 Fraser Institute 资本项目自由度指数	35
表 4-1	对资本账户交易限制的国家数量	59
表 4-2	1990~1995 年各国实行不同程度的开放措施	60
表 4-3	发达国家实现资本账户开放的时间	61

表 4-4	发展中国家和地区实现资本账户开放的时间	62
表 4-5	1974~1981 年智利资本账户开放的经济效应	67
表 4-6	1985~1996 年智利资本账户开放的经济效应	68
表 4-7	1985~1989 年泰国资本账户开放的经济效应	69
表 4-8	1990~1993 年泰国资本账户开放的经济效应	69
表 4-9	1964~1985 年日本资本账户开放的经济效应	70
表 5-1	中国国际收支平衡表中的资本和金融账户项目	77
表 6-1	主要变量定义 (模型 1 和模型 2)	88
表 6-2	全样本描述性统计 (模型 1 和模型 2)	89
表 6-3	发达国家描述性统计 (模型 1 和模型 2)	90
表 6-4	发展中国家描述性统计 (模型 1 和模型 2)	90
表 6-5	63 个国家的资本账户开放度比较	91
表 6-6	全样本单位根检验 (模型 1 和模型 2)	97
表 6-7	发达国家单位根检验 (模型 1 和模型 2)	98
表 6-8	发展中国家单位根检验 (模型 1 和模型 2)	99
表 6-9	全样本协整检验 (模型 1 和模型 2)	100
表 6-10	发达国家协整检验 (模型 1 和模型 2)	101
表 6-11	发展中国家协整检验 (模型 1 和模型 2)	101
表 6-12	全样本 OLS、固定效应 FE 和 GMM 估计结果 (模型 1)	104
表 6-13	不同经济体 OLS、固定效应 FE 和 GMM 估计结果 (模型 1)	105
表 6-14	不同经济体 OLS、固定效应 FE 和 GMM 估计结果 (模型 2)	107
表 6-15	OLS、固定效应 FE 和 GMM 估计结果 (模型 1)	109
表 6-16	OLS、固定效应 FE 和 GMM 估计结果 (模型 2)	110
表 6-17	主要变量定义 (模型 3)	111

表 6-18	全样本描述性统计 (模型 3)	112
表 6-19	发达国家描述性统计 (模型 3)	112
表 6-20	发展中国家描述性统计 (模型 3)	113
表 6-21	发达国家单位根检验 (模型 3)	113
表 6-22	发展中国家单位根检验 (模型 3)	114
表 6-23	发达国家协整检验 (模型 3)	115
表 6-24	发展中国家协整检验 (模型 3)	116
表 6-25	模型 3 的面板数据估计结果	117
表 7-1	IMF 对资本项目划分的 11 个大项	124
表 7-2	2015 年 AREAER 对中国资本账户下 40 个子项管制的 描述	125
表 7-3	2015 年和 2014 年中国资本账户管制措施比较	132
表 7-4	资本和金融账户下的资本流入和资本流出	137
表 7-5	中国资本账户开放度与经济成长的因果检验	140
表 7-6	中国资本流动、资本和金融账户差额与 GDP 因果检验	141
表 9-1	银行部门对私人的信贷占 GDP 的比例	162
表 9-2	SDR 篮子中五种货币的权重	171

第1章 导论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

不同经济体资本账户开放对经济增长的效应不同。20世纪70年代,美国经济学家肖(Shaw)和麦金龙(Mckinnon)以发展中国家的货币金融问题为研究对象,分别从金融抑制和金融深化的角度对发展中国家货币金融与经济的关系进行分析,认为政府应该放弃对金融的过分干预,通过金融自由化可以促进发展中国家的经济发展。80年代以来,多数发达国家相继实施资本账户的开放政策,对其本国的经济增长起到显著的推动作用。鉴于发达国家放松资本账户限制的经验,一些发展中国家希望通过加快资本账户开放的进程推动经济的进一步增长,积极推进资本账户开放逐渐成为发展中国家的普遍趋势。然而在实践中,各国实施资本账户开放产生的效果与发达国家明显不同。发展中国家的资本账户开放却是一个面临风险和充满危机的过程,如90年代以来,先后发生了墨西哥(1994年)、东南亚(1997年)、巴西(1999年)、阿根廷(2001年)金融危机,这一系列危机使得一些国家经历阶段性的经济衰退甚至遭受严重的损失。

中国政府推动人民币国际化的意愿加强。为了免受国际形势复杂多变带来的不利影响,为了规避现行以美元为主导的国际货币体系引发的