


发展中国家的资本账户开放：

理论·政策与经验

张礼卿 / 主编

F AZHANZHONG GUOJIA DE
ZIBEN ZHANGHU KAIFANG:
LILUN · ZHENGCE
YU JINGYAN

 经济科学出版社

发展中国家的资本账户开 放：理论、政策与经验

张礼卿 主编

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

发展中国家的资本账户开放：理论、政策与经验/张
礼卿著. —北京：经济科学出版社，2000

ISBN 7-5058-2030-3

I . 发… II . 张… III . 资本市场-对外开放-研究-
发展中国家 IV . F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 01937 号

前 言

资本账户的开放是一国对外经济部门自由化的重要内容。90年代以来，随着贸易自由化的深入发展和经常账户支付限制的逐步解除，资本账户的开放问题已摆到许多发展中国家经济决策者的面前。有不少迹象显示，国际社会自90年代中期以来对于这个问题已给予了越来越多的重视。多年来一直积极主张各国实现经常账户可兑换，但对资本管制持容忍态度的国际货币基金组织也开始调整政策。来自于该组织的一份研究报告指出，“由于工业化国家早已完成了经常账户的可兑换，而且多数发展中国家也已接受了《国际货币基金组织协定》第八条款的内容，因此，国际货币基金组织今后将把各国的资本账户作为其主要的监管对象。”同时还宣称：“鉴于工业化国家已经完成了资本账户的可兑换，资本账户的开放问题从现在起已明显成为一个发展中国家的经济问题。”（《IMF概览》，1995年10月9日）。

然而，作为一项改革试验，资本账户的开放似乎是发展中国家经济自由化进程中最困难，最有争议，也是最有风险的。70年代末80年代初拉美南锥体国家金融危机，1994年底墨西哥汇率危机，以及1997年发生在东南亚国家的金融动荡，无不与资本账户的急剧恶化相关。因此，如何充分认识开放资本账户的利益和潜在风险，如何通过恰当开放战略和相关政策安排最大限度地实现资本账户开放的利益，同时又能尽量避免其风险，进而防范金融危机的发生，已经成为所有发展中国家当前面临的重要课题。

1996年12月，中国政府宣布接受《国际货币基金组织协定》第八条款的内容，实现了人民币经常账户下的可兑换。这意味着在放松外汇管制和人民币自由兑换的总体进程中，资本账户的可兑换问题将无可争议地成为进一步改革的焦点。毫无疑问，在决定将开放资本账户这一改革实践付诸实施之前，经济决策者们必须就如何客观地评价中国资本账户开放的利益和风险，以及选择怎样的开放战略和步骤等现实问题作出回答。

本书作者试图就上述问题提供答案。全书分为三篇，共计九章。各篇内容简介如下：

“总论篇”（第1~3章）：第一章全面回顾了自70年代以来发展中国家的资本账户开放历程，重点考察了这些国家资本账户开放的特点、内在动因和国际经济组织的政策倾向；第二章从理论上考察了发展中国家开放资本账户的静态和动态利益，同时详细分析了这项开放实验所包含的潜在风险；第三章提出了资本账户开放的总体政策性框架，重点阐明了确保资本账户开放在相对有利的环境中进行的各项前提条件，以及开放的速度、顺序等战略性问题。

“政策与经验篇”（第4~8章）：第四章以90年代初发展中国家的经验事实为背景，考察了资本账户开放过程中一国可能遭受的外部冲击，以及宏观经济政策面临的挑战，进而论证了开放环境中确保宏观经济稳定的战略和政策安排；第五章深入讨论了资本账户开放对发展中国家银行体系稳定性的影响，并分析了在资本账户开放条件下，一个存在严重道德风险问题的银行体系的行为表现及其经济后果，进而给出了理论分析的政策意义；第六章在简要回顾近年来发展中国家引进国际证券投资的现状的基础上，考察了证券市场开放的总体经济影响，分析了证券市场开放与稳定之间的相关性，并就有关的政策选择问题进行了讨论；第七章探讨了国际短期资本的国别监管的意义和主要方式，重点讨论了以“巴塞尔委员会”为代表的金融监管国际合作的现状和最

新发展；第八章对五个具有典型意义的国家（智利、泰国、印度尼西亚、韩国和墨西哥）进行了案例研究，以便更好地理解资本账户开放的时机选择、顺序安排、战略步骤和相关政策之协调和配套等问题。

“中国的选择篇”（第9章）：第九章考察了我国当前资本账户管理的现状，详尽分析了我国实施资本账户开放的利益和风险，以及开放的必要前提、总体战略和具体步骤。

本书是财政部“九五”科研规划课题“发展中国家的金融开放”的一项成果。作为课题主持人，中央财经大学张礼卿教授担任了本书的主编工作，负责写作提纲的拟定、文稿修改与总纂。各章初稿的执笔分工如下：

第一、二、三章 张礼卿（中央财经大学）

第四章 曲昭光（辽宁大学）

第五章 戴任翔（中央财经大学）

第六章 李耀（世界银行集团国际金融公司驻京代表处）

第七章 黄金老、范锐（中国银行国际金融研究所）

第八章 戴任翔、林佳洁、黎煜、夏玉立（中央财经大学）

第九章 方文（国家外汇管理局国际收支司）

本书的出版，得到了中央财经大学的资助。经济科学出版社给予了大力的支持，金融编辑室主任王书燕女士提供了热情的帮助。在此，我们一并表示感谢。由于本书所探讨的问题是一个颇有争议、并且不断出现最新发展的现实问题，加上我们学术水平有限，书中所反映的观点难免有不成熟甚至谬误之处。诚盼学界同仁给予批评指正。

作者

1999年10月

总 论

第一章 发展中国家资本账户 开放的历史纵览

本章将对发展中国家资本账户开放的历史进程作一简要的回顾。考察将重点涉及这些国家资本账户开放的特点、内在动因和国际经济组织的政策倾向。

第一节 从资本管制走向资本账户的开放

一、50~60年代：严格管制的时代

在第二次世界大战结束后的近20年里，从亚洲、非洲到拉丁美洲的整个发展中世界，内向型发展模式和政府干预主义的经济主张普遍受到青睐。在很多国家的工业化过程中，价格管制、信贷配给、外汇管制、高额关税和各种形式的贸易管制发挥着重要作用，而市场的作用则不同程度地遭到忽视。为了减少国际资本流动对国内经济的发展和稳定产生不利影响，作为外汇管制的一个重要方面，资本管制十分流行。国际货币基金组织历年提供的《汇率安排与汇兑限制（年度报告）》表明，在50~60年代，

几乎所有国家都选择了对资本账户的严格管制。^①

虽然资本管制的具体措施在各国并不完全相同，但比较具有代表性的做法包括：(1) 对资本输出入实行数量限制。譬如，对国内金融机构（特别是银行）的对外资产和负债头寸实行限额管理；对外资金融机构的本币业务进行限制；对非银行居民持有的外国有价证券、不动产和直接投资实行数量限制；在许多国家，还设立专门机构对进入本国的外国直接投资进行逐笔审核。(2) 实行双重或多重汇率安排。比较典型的做法是允许商业性汇率和金融性汇率的同时存在，并使这两个汇率分别适用于贸易和资本交易。在很多情况下，金融性汇率远远高于或低于商业性汇率，从而在事实上造成对与资本流动有关的外汇购买或出售的歧视性对待。(3) 对涉外金融交易直接或间接征税。譬如，有的国家征收利息平衡税，以减少本国居民因持有外国金融资产而可能获得的较高收益，从而达到限制资本输出的目的。

多数发展中国家的相关经验表明，尽管存在着资本外逃现象，但总体上看这一时期的资本管制是比较有成效的（参见 Argy, 1987）。管制的效果主要表现在以下几个方面。

首先，缓解了国内储蓄和资本存量的不足。在许多国家，宏观经济和政治环境的不稳定，使得在国内从事实业投资和持有金融资产的预期收益明显低于持有外国金融资产。结果，国内居民往往倾向于将资本转移到国外，购买国外金融资产，以寻求更高的收益。另一方面，相对于工业化过程中迅速形成的巨大的投资需求，国内的资本存量日趋严重不足。通过对各种形式长期资本流出的管制，在一定程度上阻止了国内储蓄和资本存量的减少，从而保证了对经济发展的必要支持。

^① 事实上，在当时的发达工业化世界，除了美国、加拿大和瑞士等少数几个国家外，也都很大程度上存在着严格的资本账户管制。这种情况直到 70 年代末 80 年代初才逐步改变。

其次，减缓了投机性资本冲击所带来的动荡和不稳定。在利率、汇率等短期金融资产价格发生急剧波动时，通过对短期资本流动的管制，在一定程度上阻止了投机资本的太规模流入或流出，减少了国际收支和外汇储备的异常变动，从而缓解了国际游资对国内经济稳定造成的不利影响。

再次，在一些国家，通过对资本流入，尤其是外国直接投资进入的严格管制，限制了外国人对国内自然资源、不动产的拥有和对某些敏感性行业的介入，有效地防止了国内自然资源的过度消耗和某些行业的垄断形成，从而维护了国家的长远经济利益。

最后，在某些国家，资本管制还防止了国内税基的流失，保障了当局对金融交易及其相关收入和财富的课税能力。在一些金融业相对发达的小国，印花税、证券交易税，以及针对利息和红利的所得税通常是政府收入的重要组成部分。通过资本管制，这些国家在一定程度上避免了金融交易活动转向国外，保证了国内金融交易规模的稳定，从而使政府取得稳定的税收来源。此外，关于通货膨胀税和资本管制相关性的一项研究（参见麦金农和马西森，1981年）表明，有效的资本管制还使当局得以根据自己的意愿实行货币政策，对持有国内货币工具的人们征收“通货膨胀税（inflation tax）”。

总之，在50~60年代，严格的全面资本管制，对于当时决意通过内向型增长模式实现工业化的发展中国家来说，是必不可少的，也的确产生了积极的后果。

二、70~80年代：放松资本管制成为金融自由化的一项重要内容

60年代中后期，随着西欧发达国家外汇管制的放松，各国间经济贸易的交流迅速增加。与此同时，50年代初诞生于伦敦的欧洲美元市场迅速向欧洲大陆扩展和延伸，欧洲以外地区（如

亚洲和中美洲地区)的离岸金融市场也开始出现并很快发展起来。为了鼓励外资银行来本国开办代表处和分支机构,以促进离岸金融业务的发展,一些国家(地区),如新加坡、香港和巴拿马等开始放松资本汇兑管制,建立起较为自由化的资本账户管理体制。

在70年代和80年代,配合金融自由化的总体步骤,从拉美到亚洲的一些发展中国家不同程度地进行了资本账户的自由化改革(Bernhard Fischer 和 Helmut Reisen, 1993; 参见表1-1)。自70年代中期起,位于拉美南锥体地区的阿根廷、智利和乌拉圭等国在很短的几年时间里以较为激进的方式实施了一系列金融自由化措施,其中包括:对国有银行实行私有化,放松甚至取消利率管制,降低存款准备金要求,废除金融机构的业务限制,放松金融部门的市场准入等等。作为金融自由化改革的一部分,这些国家此间也纷纷对资本账户管制进行改革,大大减少甚至完全清除了资本输出入的障碍。1977~1979年间,阿根廷取消了大多数资本管制措施。譬如,1977年,当局取消了投资收益的汇出限制;1978年,居民自由购买美元的最高限额从1000美元提高到20000美元,外国贷款的最低期限要求由两年降低为一年;到1980年6月,外国贷款的期限要求被完全废止。从1977~1981年,智利基本取消了外资银行的进入限制,并且完全取消了原先对银行外资头寸所设的限制,资本市场也在很大程度上对外国投资者开放。在乌拉圭,取消资本管制的改革主要发生在1974~1975年。在差不多一年左右的时间里,完全取消了居民购买和持有外汇的限制,借入外国贷款也没有任何期限和数量限制。

然而,上述国家准备并不充分的激进式改革并没有带来预期的效果。80年代初紧接着发生的国际支付危机使这些国家深深地陷入了困境。在处理危机的过程中,各种金融管制措施重新受到重视。同样,为了阻止资本的大规模外逃,政府恢复了许多原本已经废除的资本管制措施。当危机和大规模的资本逃避发生之

后，不少国家又重新开始放松管制。但在 80 年代后期，多数国家的开放已不再像 10 年前那样激进，而且具有明显的选择性，即着重减少对外国直接投资流入的限制，以期鼓励长期资本的流入并调整外国资本结构。

相比之下，亚洲国家的金融自由化进程一开始就显得较为渐进。早在 60 年代，马来西亚即开始进行一系列放松资本管制的改革，以便使资本市场保持较高的开放性。1971 年，与新加坡毗邻的印度尼西亚在依然维持经常账户汇兑限制的情况下，进行了实质性的资本自由化改革，取消了大部分资本管制措施（尽管后来有些措施曾被短时间恢复），先行实现了资本账户的可兑换，从而成为最早开放资本账户的发展中国家之一。然而，在多数亚洲国家和地区，资本自由化的改革差不多迟至 80 年代中后期才开始，而且花了相当长的时间去推进。在韩国，伴随着国有商业银行的私有化和市场准入管制的减少，80 年代中期放松了外资银行的进入限制。但在资本流动方面，除了允许一些封闭型的“韩国基金”进入以外，并没有其他自由化措施出台。在台湾，80 年代末实现了经常账户的自由化，而在放松资本管制方面仅有有限的进展。虽然当局对于居民境内外币账户不再加以限制，居民可以自由地持有外币，但境内企业和个人超过 100 万美元等值外币的购买要求仍然严加管制。在整个 80 年代，泰国对于资本流出人的限制相当严格。1990 年 3 月政府作出规定，私人银行所持有的敞口外币头寸（open foreign exchange position）不得超过 600 万美元或其资本金的 25%。

三、90 年代：资本账户的加速开放

总体而言，直到 80 年代末，发展中国家对于资本账户的管理是相对严格的。然而，进入 90 年代，这种格局发生了明显的变化。在许多国家，尽管 80 年代后期发生了金融动荡和银行危

表 1-1

70~80年代部分拉美和亚洲国家金融自由化的范围和速度

国家	国内金融改革			资本管制自由化			银行危机	
	年份	范围	速度	年份	范围	速度	年份	程度
阿根廷	1977	a)彻底	短期	1977~1980	c)相当自由	短期	1980~1982	严重
	1977~1981	b)广泛			d)相当自由			
智利	1975	a)彻底	短期	1979~1981	c)无限制	短期	1980~1983	严重
	1973~1981	b)广泛			d)相当自由			
乌拉圭	1974~1979	a)彻底	激进	1974~1975 1977	c)无限制	激进	1982~1987	严重
		b)广泛			d)相当自由			
印度尼西亚	1983~1985	a)有限	3年	1971	c)相当自由	渐进	1986	不良贷款问题
		b)有限			d)相当自由			
马来西亚	1982	a)广泛	4年	60年代 1973	c)相当自由	渐进	1985~1986	不良贷款问题
	1971~1981	b)有限			d)相当自由			
韩国(e)	1982~1988	a)有限	渐进		c)相当自由	渐进	1986~1987	不良贷款问题
	1982~1984	b)有限			d)有限			
台湾(e)	1987	a)彻底	渐进		c)相当自由	渐进	(无金融危机)	
		b)有限			d)有限			
泰国(e)	1990	a)有限	渐进		c)相当自由	渐进	1983~1984	严重
		b)有限			d)有限			

注:a)利率自由化;b)其他国内非管制措施;c)外国贷款;d)外国银行和资本市场投资者的准入;e)自考察期以来金融自由化和非管制化的现状。

资料来源:Bernhard Fischer和Helmut Reisen:《发展中国家的资本流动自由化:陷阱、先决条件和前景》,OECD发展研究中心,1993年。

机，但国内金融的自由化改革并没有停止。在过去近 10 年的时间里，改革的重点包括：发展间接货币控制手段、继续放松利率管制、培育和发展货币市场工具、健全银行监管体系、加速发展资本市场，以及实行更有弹性的汇率安排等。另一方面，90 年代初由于发达国家的经济衰退和投资机会的相对减少，国际资本大规模涌向发展中国家，从而使许多发展中国家处于资本账户顺差急剧增加和宏观经济失衡的压力之下。出于推动国内金融改革和应付外部冲击的需要，许多发展中国家开始加大开放力度，在更大程度上转向实行资本账户的自由化。

据国际货币基金组织统计，自 1991 ~ 1993 年，有 12 个国家放松了对长期证券投资流入的限制，3 个国家放松了对短期证券投资流入的限制。巴西、哥伦比亚、以色列、马里和毛里求斯对居民到国外去购买长期或短期证券所实行的汇兑管制进行了放松或取消了管制。事实上，几乎所有的发展中国家都不再进一步加强到国外进行证券投资或直接投资的限制。阿尔及利亚、智利、印度、韩国等 10 多个发展中国家对商业银行的外汇业务实行了自由化，其具体措施包括放松对外汇收入上缴的规定、对远期外汇交易自由化等。此外，还有 25 个发展中国家废除了对居民外币业务的管制。到 1994 年底，至少有 11 个国家，即阿根廷、哥斯达里加、圣萨尔瓦多、印度尼西亚、格林纳达、圭亚那、牙买加、巴拉圭、秘鲁、特立尼达和多巴哥、委内瑞拉等完成了资本账户的自由化^①。

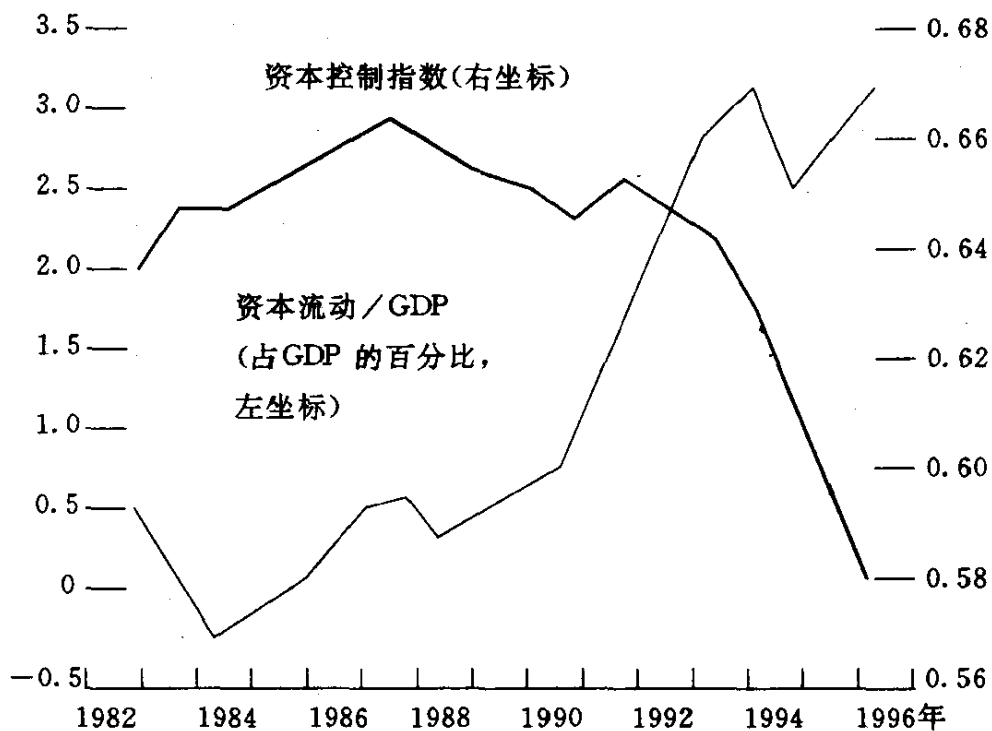
在 90 年代上半期，面对国际资本的大规模流入，拉美和亚洲的发展中国家普遍感到资本账户顺差带来的各种压力，如实际汇率升值和通货膨胀等。因此，许多国家开放资本账户的重点明显偏向放松或解除对资本流出的管制（Susan Schadler and Maria Carkovic, 1993）。譬如，1991 年，智利当局首次准许居民用在非

^① 国际货币基金组织工作报告（未公开发表），1995 年 2 月。

官方外汇市场购买的外汇到海外进行投资，外国直接投资撤回投资的最低年限也从 10 年缩短为 3 年（2 年后进一步缩短为 1 年）。1992 年，养老基金获准以一定比例的资金投资于海外。1993 ~ 1996 年间，当局大大缩短了外国投资者汇出利润的年限，并且准许人寿保险公司、银行和共同基金将它们资产的更大比率投资于国外。1992 年，哥伦比亚取消了所有出口外汇的上缴规定（以往仅限于咖啡出口），并允许居民持有最高不超过 50 万美元的外国股票和其他有价证券。1991 年，泰国规定本国居民可以自由地进行最高不超过 500 万美元的对外直接投资。在韩国，尽管 90 年代初鼓励资本流入的政策占据主导地位，但在允许资本流出方面也稳步地推出了不少措施。

总之，在 90 年代的大部分时间里，发展中国家的资本自由化进程出现了明显加快的势头。1997 年国际货币基金组织的研究人员所建立的一项指数分析有力地证实了这个结论。他们以基金组织历年出版的《汇率安排与汇兑限制（年度报告）》中提供的 163 个发展中国家的有关信息为基础，并根据 Bartolini 和 Drazen（1997 年）的方法，设计了每个国家的资本管制指数。在计算这一指数时，他们主要考虑一国是否限制资本交易，是否运用多重汇率，以及是否对出口收入实行强制结汇，并相应地构建三个虚拟变量。各国当年的该项指数将通过对上述三个变量求和再除以 3 而得到。指数的变化范围是 0 ~ 1，0 表示完全没有管制，1 表示上述三种限制都存在。下面的图 1-1 所示，即代表了自 1982 ~ 1996 年发展中国家资本管制指数的变动轨迹。从中不难看出，自 90 年代初以来，发展中国家的资本管制自由化进程已出现明显加快的势头。

1997 年下半年发生在亚洲地区的金融动荡并没有改变发展中国家资本账户开放的总体趋势。在危机初期，部分受到冲击的国家确实恢复甚至强化了一些资本管制措施，如泰国严格禁止非居民用泰币在泰国货币市场上进行交易，印度尼西亚加强了对外



资料来源:唐纳德J. 马西森等主编《国际资本市场:发展、前景和主要政策问题》,国际货币基金组织,1997年。

图1 -1 80~90年代发展中市场国家的资本管制和资本自由化趋势

国人拥有印尼银行股权的限制,马来西亚限制银行向外国客户提供与商品交易无关的远期“林吉特”卖出合同。但是,上述管制措施很大程度上具有临时性,有的仅仅实行了几个月即被取消。事实上,在危机趋于缓和时,多数国家进一步加大了开放措施,以便恢复和增强外国投资者的信心。譬如,据国际货币基金组织《汇率安排与汇兑限制(1998年度)报告》资料,1997年10月,泰国宣布外国投资者可以持有地方性金融机构的全部股权,期限最长可以达10年。1998年1月,当局又宣布停止半年前开始运行的双重汇率安排,实行单一汇率制。在危机爆发后,印度尼西亚虽然加强了对外国投资者持有本国银行股权的限制,但同时又宣布外国投资者购买非银行类公司股票时可以不受任何限制。自1997年5~12月,韩国先后4次提高外国投资者拥有韩国企业股权的比例,使该比例最终放宽到55%。同时,当局宣布外国人

可以自由购买上市的韩国政府债券、特别债券和公司债券。

第二节 开放过程的主要特征

观察过去 20 余年发展中国家资本账户开放的进程，虽然各国在开放的时机选择、顺序安排、速度和政策环境等诸多方面存在差异，但仍然可以发现一些共同的方面。大致而言，发展中国家资本账户的开放过程表现出以下主要特征。

第一，放松资本管制的改革措施，在绝大多数情况下都被各国作为宏观经济稳定和结构调整方案的一个有机的组成部分。这一点与发达国家的情形有很大的不同（参见下文）。许多国家在资本账户自由化改革开始前，不同程度地存在着财政赤字、通货膨胀和币值高估等内外经济失衡现象。放松资本账户管制作为克服经济失衡的对策之一，往往与控制支出、紧缩国内信贷、抑制通货膨胀和货币贬值等国际货币基金组织传统的调整 and 稳定方案同时实施。在有些国家，如阿根廷、哥斯达黎加、拉托维亚、印度尼西亚、新加坡、委内瑞拉等国，包括资本账户自由化的稳定和调整方案直接得到了国际货币基金组织的贷款支持。

第二，在 80 年代中期以前，资本账户的开放大多发生在国际收支状况比较好的国家。譬如，印度尼西亚、马来西亚、新加坡等国在放松资本管制的时候，其国际收支总体处于顺差状态。但 80 年代中期后，位于拉美、中美洲地区和波罗的海的一些国家在放松甚至完全解除资本管制时，其总体国际收支状况大多尚处于逆差状态，或者对外负债相当高。

但是，无论开放前的国际收支状况如何，绝大多数国家的经验表明，资本账户的开放通常一开始都伴随着整个国际收支状况的改善。这是因为，管制的放松增强了外国投资者的信心，进而导致外国资本的流入大幅度增加，结果使国际收支状况进一步加

强或者得到改善。问题在于，随着时间的推移，一些国家的政府没有能够有效地应付由于大规模资本流入所造成的宏观经济压力（在很多情况下表现为实行了过于僵硬的汇率政策），结果通货膨胀和实际汇率升值很快导致对外部门的严重失衡，并最终引发资本外逃和国际收支危机。

第三，70~80年代期间，对于资本账户开放的时机选择和速度，多数国家采取了一种相对渐进的方案。在此方案之下，资本管制的解除或放松一般安排在贸易改革和经常账户自由化之后。同时，在开放的速度上大多比较循序渐进。具体表现为先放松对长期资本流动的管制（其中又以直接投资的自由化为先），然后再放宽与贸易相关的短期融资，最后才允许纯粹以短期金融收益为追求目标的资本自由流动。在资本流向方面，则一般是先放宽资本流入，然后再允许资本自由流出。然而，自80年代末开始，情况发生了明显变化。不少发展中国家在经常账户自由化和其他贸易改革尚未完成之际便开始了资本账户的自由化。例如，哥斯达里加、萨尔瓦多、巴拉圭、特立尼达和多巴哥就在很短的时间内一并对经常账户和资本账户实现了可兑换。同时，在开放的速度方面，“一步到位”（one-step process）的激进模式变得越来越流行。不少国家，如阿根廷、牙买加、吉尔吉斯共和国、毛里求斯、新加坡、委内瑞拉、拉托维亚、爱沙尼亚和立陶宛等，从实质性地解除资本管制到完成资本账户可兑换仅仅用了1~2年的时间。

第四，全面放松对资本账户的管制，通常要求利率自由化和发展间接货币控制工具先期或同时进行。譬如，在开放资本账户之前，许多拉美国家即已取消了对存贷款的利率管制和信贷限额制度，并且不失时机地引入了国库券操作和公开市场业务等间接货币控制手段。在绝大多数国家，由于及时进行了国内金融自由化改革，因此，当资本账户开始自由化的时候，国内利率已被调整到了市场利率水平。在某些转型经济国家（如波罗的海沿岸诸