

JINRONGZHANGHU ZIYOUHUA DE

金融账户自由化的 动态经济效应研究

■ 冯兴艳 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本书获外交学院“李嘉诚学术基金”资助

7830/58

金融账户自由化的 动态经济效应研究

冯兴艳 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融账户自由化的动态经济效应研究/冯兴艳著. —北京: 经济科学出版社, 2007. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6693 - 5

I. 金… II. 冯… III. 金融 - 经济自由化 - 研究
IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 169392 号

前 言

金融账户自由化是适应金融资本在全球范围自由流动要求的重要因素之一。伴随着国际金融自由化、一体化发展，世界各国之间的经济往来越来越密切，国际资本流动对各国经济的影响越来越大，发达国家纷纷解除对资本流动的管制。到 1995 年，几乎所有工业化国家已经基本完成了金融账户自由化。进入 20 世纪 90 年代以来，发展中国家也普遍逐步取消对金融账户的限制，实施更为自由化的政策，全球掀起了推进金融账户自由化的浪潮。

然而，与发达国家相比，发展中国家金融账户自由化不是一帆风顺的。金融账户自由化为某些发展中国家带来经济高速增长的同时，另一些国家却经历了阶段性的崩溃和重大的金融危机，使宏观经济和社会遭受了沉重损失，如相继发生的 1994 年墨西哥金融危机、1998 年亚洲金融危机、1999 年巴西危机以及 2001 年阿根廷危机等。金融账户自由化及其经济效应问题再次成为国内外关注和研究的焦点。

金融账户自由化既是中国经济发展和对外开放的重要内容，也是中国经济融入金融全球化和全球经济一体化进程的具有根本性意义的步骤。在经常账户可自由兑换和加入世界贸易组织之后，中国对外贸易规模的扩大、服务业的逐步开放等都将大大增加金融账户管理的复杂程度。此外，目前中国正在加速进行的经济结构调整和改革等都对外国直接投资和证券投资产生了巨大需求，这对进一步放开金融账户产生了强大的推动力。因此，我们需要从战略的高度

研究和促进中国金融账户的自由化,在积极稳妥地把握金融账户自由化的同时有效防范金融风险。

鉴于国内外学者对于金融账户自由化的理论和实证研究都存在激烈争论,本书在金融账户自由化理论研究的基础上,主要探讨金融账户自由化的影响因素及动态经济效应,从而为中国金融账户自由化的未来发展提供经验借鉴和研究基础。本书共包括七章内容。

第一章 导言。明确研究背景和研究范围,清晰界定一系列相关概念的内涵及范围。然后,分析、评价国内外相关理论和实证研究文献。

第二章 金融账户自由化的国际环境。当今世界,金融资本作为经济发展的基本要素,实现了大范围的跨国界流动。本章首先分析了国际资本流动自由化的趋势,探讨了世界贸易组织和国际货币基金组织这两个重要的国际经济组织的金融账户自由化政策倾向,以及它们对推动全球金融账户的自由化发挥的作用。

第三章 金融账户自由化的演进历程。在评价资本管制产生背景及其对经济发展作用的基础上,分析金融账户自由化的发展现状。通过对发达国家和发展中国家金融账户自由化进程的比较和分析,总结金融账户自由化的国际经验、教训,作为研究的背景。

第四章 金融账户自由化的影响因素。金融账户自由化是国际金融全球化发展的必然要求。除了国际环境因素的影响外,发展中国家金融账户自由化还有着广泛的国内背景。最后,通过一个简单模型考察贸易开放对金融账户自由化的影响,并进行相应的实证检验。

第五章 金融账户自由化经济效应的理论分析。本章主要是梳理金融账户自由化的相关理论,为相关的实证研究提供理论框架和基础。主要包括新古典学派的资产组合和跨期调整理论、“两缺口”模型、金融自由化和金融深化理论以及蒙代尔——弗莱明模型等。最后是有有关金融账户自由化宏观条件的理论分析。

第六章 金融账户自由化动态经济效应的实证研究。本章以发

达国家和发展中国家的组合样本为研究对象,采用面板数据分析金融账户自由化对经济增长的总体影响与条件性,以及自由化经济效应在不同国家、不同时间上存在的差异。然后考察了主要宏观经济变量在金融账户自由化经济效应中的作用。最后以韩国为例,运用VAR模型考察其金融账户自由化政策演变的经济影响及作用机制,为中国金融账户自由化的政策发展提供借鉴。

第七章 中国的金融账户自由化。本章首先分析中国金融账户的管理现状以及加入WTO对中国金融账户自由化的影响,指出金融账户自由化客观上已成为必然的选择。然后研究中国金融账户自由化的成本收益和所具备的宏观条件。最后在借鉴国际经验的基础上,对中国金融账户自由化的未来发展提出政策建议。

Introduction

As a matter of fact, financial account liberalization is one of the important factors that adapt to the free flow of international capital. With the development of international financial integration, the economic relationship among countries in the world is becoming closer and closer and the impact of international capital flows on economy is also of great significance. Till 1995, all industrial countries have mostly completed their financial account liberalization. Since 90s, many developing countries turned to more liberal policies beginning with the process of canceling the restriction on financial account, which started the wave of financial account liberalization in the world.

However, financial account liberalization in developing countries is not a plain sailing. It led to faster economic growth in some countries while others suffered from heavy economic losses and financial crises, such as the crisis in Mexico, Asia, Brazil and Argentina. The theory and practice of financial account liberalization has attracted more and more attention.

Financial account liberalization is also an important content of economic development and opening up in China and it is also a significant step for entering economic and financial integration. With the expanse of international trade and the opening up of service industry after current account convertibility and the entry of WTO, it will enhance the complexity

of the management of financial account in China. Besides, it is of urgent need for foreign direct investment and portfolio investment in the process of economic structural adjustment and corporation reform, which is vigorous impetus for further financial account liberalization. Thus, we should actively and safely hold the process of financial account liberalization keeping away financial risks.

There are drastic disputes about the theory and practice of financial account liberalization among the scholars at home and abroad. On the basis of theoretical analysis of financial account liberalization, this book focuses on its dynamic economic effects and the factors that have influence on its process with reference for the development of financial account liberalization in China. This book is composed of seven chapters.

Chapter one is foreword. This part defines the background and scope of the research and a series of relevant conceptions. Then the theoretical and empirical research literature is reviewed.

Chapter second discusses the international conditions for financial account liberalization. Financial capital is one of the basic elements for economic growth nowadays, and there is a trend that it can freely flow from one country to another. On the meanwhile, important international organizations such as IMF and WTO play great role in this aspect.

Chapter three is the historical evolvement of financial account liberalization. This part illustrates the process of financial account liberalization in the world and evaluates the role of capital control in economic development. Then we can draw lessons from the comparison of financial account liberalization between industrial countries and developing countries.

Chapter four is the influential factors of financial account liberalization. Financial account liberalization is the requirement of international financial integration. Except for the above-mentioned international factors,

the financial account liberalization in developing countries has their own massive internal motivation. In the end, the influence of trade open on financial account liberalization is illustrated in terms of a simple model and the corresponding empirical analysis is presented.

Chapter five is the theoretical foundation of financial account liberalization. The objective of this part is to provide theoretical base for following empirical analysis. It includes relevant theories such as neoclassic theory, “two gap” theory, financial liberalization and deepening and M-F model. Macroeconomic condition of financial account liberalization is also demonstrated.

Chapter six is the empirical analysis on the dynamic economic effects of financial account liberalization. This part investigates the influence of financial account liberalization on economic growth applying the panel data of many industrial and developing countries. Under this circumstance, the country effect and time effect are also taken into account. Then, the function of central macroeconomic variables in the course of financial account liberalization is analyzed. Particularly, a VAR model is constructed to set forth the economic effect and its mechanism of the change of financial account liberalization policies in Korea with reference for China.

Chapter seven is financial liberalization in China. Firstly, the status quo of financial account management and the impact of WTO entrance are discussed. Secondly, the author investigated the cost and benefit of financial account liberalization. What is obvious is that financial account liberalization is the unavoidable tendency in China. On the basis of analyzing our macroeconomic preconditions and using international experiences for reference, several advises for the promotion of financial account liberalization is put forward.

目 录

第一章 导言	1
第一节 问题提出	1
第二节 基本概念	4
第三节 文献综述	14
第四节 研究思路和方法	28
第五节 主要结论与创新点	30
第二章 金融账户自由化的国际环境	33
第一节 国际资本流动概况	33
第二节 国际组织与金融账户自由化	51
第三章 金融账户自由化的演进历程	62
第一节 金融账户管理制度概览	62
第二节 经合组织国家金融账户自由化的历程	70
第三节 发展中国家金融账户自由化的历程	74
第四节 金融账户自由化的国际比较	83
第四章 金融账户自由化的影响因素	90
第一节 国际金融账户管理制度演进的博弈分析	90
第二节 发展中国家金融账户自由化的动因	94
第三节 贸易开放与金融账户自由化理论的实证	

研究	102
第五章 金融账户自由化经济效应的理论分析	111
第一节 金融账户自由化经济效应的传统理论回顾	111
第二节 信息不对称条件下的金融账户自由化 经济效应	131
第三节 金融账户自由化宏观条件的理论分析	139
第六章 金融账户自由化动态经济效应的实证研究	149
第一节 金融账户自由化的度量	149
第二节 金融账户自由化动态经济效应的实证检验	156
第三节 金融账户自由化宏观条件研究的实证检验	163
第四节 金融账户自由化的宏观绩效——以韩国为例	172
第七章 中国的金融账户自由化	187
第一节 中国金融账户的管理	187
第二节 加入 WTO 对中国金融账户管理的影响	203
第三节 中国金融账户自由化的成本收益分析	212
第四节 中国金融账户自由化的宏观条件	226
第五节 中国金融账户自由化的政策建议	237
参考文献	253
后记	263

第一章 导 言

第一节 问题提出

20 世纪 50 年代以来,在科学技术革命浪潮和生产关系的不断变革等多种因素的推动下,世界生产力飞速发展,经济全球化成为一股强劲的时代潮流。从本质上讲,经济全球化就是全球范围内经济的市场化,是国际分工的全面深化。跨国公司在全球范围的迅速扩张,使越来越多的产品生产越出了一国的范围,成为国际分工协作的产物。在经济全球化阶段,生产要素在全球范围内流动,资源在全球范围内配置。因此,资本要素的金融自由化、国际化也就成为经济全球化的一个重要组成部分。

随着金融市场全球一体化格局的形成,资本跨国流动正成为人们通过资产全球化追逐利润和规避风险的手段。资本流动规模的增长速度远远高于实体经济的增长速度,金融交易日益与贸易、生产性投资相脱离。随着私人资本的国际流动快速增长,各国之间的经济往来越来越密切,国际资本对各国经济的影响越来越大,发达国家开始解除对资本流动的管制。到 1995 年,几乎所有发达国家都基本实现了资本和金融账户自由化及货币自由兑换^①。与此同时,

^① 张杰(译):《国际货币基金组织概览》,中国金融出版社 1995 年版。

发展中国家也加快了自由化的步伐,积极推进资本和金融账户自由化。进入 20 世纪 90 年代以来,全球掀起了金融全球化和金融账户自由化的浪潮。

金融全球化是一把“双刃剑”。它一方面打破了原来的许多疆域限制降低了融资成本,为金融资源的更合理配置和金融业的发展壮大提供了机遇,并为风险分散创造了条件。另一方面,金融全球化又增加了金融业的不稳定性。一是全球化使金融业进入很多全新的区域,增加了学习的成本,加大了经营风险;二是全球化放松了对投机资本的管制打通了金融危机传导的国际通道,使金融危机的传染性更大,也加大了金融危机的解决成本;三是全球化为金融机构跨国监管、套利创造了条件,既加大了监管的难度,也加大了金融机构的风险。尤其是作为金融全球化进程中的一项重要内容,金融账户自由化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。

当然,发展中国家的金融账户自由化不是一帆风顺的,在吸引巨额资本流入的同时,也遭受到了资本流动逆转引致的经济金融危机的袭击。1994 年墨西哥比索危机还未平息,一场程度更严重、影响更深远、波及更广的危机从亚洲开始,波及到几乎所有新兴市场经济国家,甚至一些发达国家也未能幸免。付出惨重代价后痛定思痛,曾经极力鼓吹金融账户自由化的一些发达国家和国际组织也不得不正视发展中国家金融账户自由化的巨大挑战和潜在风险,由此引发了国内外学者对于金融账户自由化的理论和实证研究的激烈争论。

从理论上分析,金融账户自由化是向生产要素自由流动迈出的重要一步,有利于资源的优化配置。开放外国直接投资可以带动东道国的国内投资,改进东道国企业的经营管理,提高技术水平和劳动生产率,增强企业竞争能力,从而促进经济发展。金融账户自由化可以为各类投资者带来风险分散和资产多样化的收益。该国的居民有机会在国际范围内对其证券资产进行分散组合,从而减轻种种

来自国内金融和实际部门的冲击与影响，并尽量保证其收入和财富的稳定性。此外，金融账户自由化对国内市场的发展有巨大的促进作用，有利于提高国内金融市场的效率；资本的流入为解决发展中国家的储蓄与投资的“双缺口”提供了条件等。

同时，金融账户自由化或资本自由流动对金融危机的作用也不可低估。如果资本流动的变化独立于一国的宏观政策和经济活动，金融账户自由化将增加该国发生货币危机的风险，并具有较强的传染性。在信息不对称条件下，金融账户自由化的利益和风险这把“双刃剑”的效应不可避免（Obstfeld，1998）。例如，自20世纪80年代跨境资本流动加速发展以来，在这一段时间里发生了多次金融危机，包括1994年墨西哥的危机、1997~1999年亚洲金融危机、1999年俄罗斯金融危机以及2001~2002年阿根廷和乌拉圭的危机等。

绝大多数研究都认为贸易开放有助于促进经济增长，如Krueger和Berg（2002）总结相关实证研究文献后的结论是“有多种证据支持贸易开放显著推动经济增长的观点”。但是，在金融账户自由化经济影响的实证研究方面仍存在较大分歧。Prasad et al.（2003）研究表明，关于金融账户自由化与经济增长关系的实证研究结论不尽相同。国际经验表明，与经常账户开放相比，金融账户自由化的风险要大得多。经常账户中交易的商品和服务在一定程度上比金融账户的资本交易更有预见性。金融市场对价格的调整要比商品和服务市场的价格调整更快，波动更大。金融市场中一些固有的缺陷，如信息不对称、市场不完全、有限的理性行为或非理性行为都会导致资本和金融账户的资本流动缺乏效率，出现与宏观基本面不一致的异常波动。这使得金融账户自由化与经常账户的开放有很大的不同。

对比金融账户自由化和贸易自由化影响的实证研究，能够发现一些值得思考的问题，这具有重要的政策意义。从贸易自由化中受益需要的先决条件似乎相对较少，而从金融账户自由化中受益却要

求具备若干条件。Edwards (2001) 的研究表明,金融账户自由化是金融自由化的一部分,是经济社会发展的必然要求。在不同的国际经济环境、经济发展阶段背景下,各国金融账户自由化进程和结果也有很大差别。因此,对金融账户自由化经济效应和宏观条件的研究具有重要的现实意义和政策指导意义。

金融账户自由化对于中国经济发展具有重要的现实意义。金融账户自由化是我国经济对外开放的重要内容,也是我国经济融入金融全球化和全球经济一体化进程中具有根本性意义的步骤。首先,自 20 世纪 80 年代后期以来,中国已进行了较大的贸易自由化和金融自由化改革,但相对而言,贸易自由化改革进展较快。1996 年 12 月,中国接受国际货币基金组织协定第八条款,实现经常账户下的可兑换。其次,2001 年 11 月中国加入 WTO,在外部条件上形成了金融账户自由化的压力。

中国金融账户自由化问题需要更深入的理论和实证研究。例如,目前中国金融账户管理的现状和程度,金融账户自由化的宏观条件,发达国家和发展中国家金融账户自由化的成功经验和失败教训对我们的启示,以及在经济全球化日益发展的今天,如何积极稳妥地把握金融账户自由化的步骤和进程,有效防范金融风险 and 危机等。因此,对中国的金融账户自由化而言,我们应利用目前较好的宏观经济形势,采取一种充分发挥自身主观能动性、更为积极主动的开放思路。

第二节 基本概念

本节内容主要是对金融账户自由化的概念做进一步的解释和阐明,以清晰界定本书的研究对象和范围。同时,对几个主要的相关概念及其与金融账户自由化之间的关系进行说明。

一、国际收支与国际收支平衡表

国际收支统计是一个国家实现宏观经济目标的需要，宏观经济目标通常由经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡组成。因此，国际收支统计是一个国家对本国国际收支状况做出评价和判断的基础，是制定宏观经济政策的依据。

根据国际货币基金组织《国际收支手册》的定义，国际收支是指系统地总括一个经济体在一定时期内与世界其他经济体之间经济交易的统计报表，它包括居民与非居民之间发生的所有经济交易。所谓居民是指一个国家的经济领土内具有经济利益中心的机构单位和个人。居民和非居民是按照经济领土和经济利益划分的，一国将在该国经济领土，或在该国具有经济利益中心的机构单位和个人确定为居民，其他均为非居民。国际收支统计采用的统计原则是交易的原则，它包括所有的国际经济交易，既包括有外汇收支的交易，也包括没有外汇收支的交易。

国际收支平衡表是一国根据国际经济交易的内容和范围设置项目和账户，按照复式簿记的原则对一定时期内的国际经济交易进行系统的记录、对各笔交易进行分类、汇兑而编制的分析性报表。国际货币基金组织为了便于会员国编制国际收支平衡表，分别于1948年、1950年、1961年和1993年分别编制和修订了《国际收支手册》（BPM）。目前，各国广泛采用的是国际货币基金组织的第五版《国际收支手册》。

按照1993年以前国际货币基金组织《国际收支手册》的分类，国际收支账户包括两个基本大类——经常账户和资本账户。1993年，国际货币基金组织在《国际收支手册》第五版（BPM5）中将资本账户细化为资本账户与金融账户。除此之外，与BPM4相比，BPM5还有较大的修正和改进。BPM5将BPM4中的直接投资分为居民对外直接投资和非居民在当地的直接投资两大类，方向性更强。

此外,证券投资与以往的国际收支账户相比有较大的变化:一是证券投资不再分为长期投资和短期投资。由于金融创新与资产证券化,新的金融工具与交易日益增多,各种各样真实的与已有的金融工具或组合,使得长短期资本的到期日变得模糊不确定。二是证券投资的范围有所扩大,以及时反映最近几年金融工具创新的发展。它包括各种有价证券的交易,如股权证券、债权证券、金融衍生品和货币市场工具等。股权证券有股份、股票、认购凭证、存托凭证、共同基金、投资信托等;债权证券有债券与票券、货币市场工具、金融衍生产品等。

二、经常账户与资本和金融账户

从国际收支平衡表中可以知道,经常账户与资本和金融账户的关系是:

$$CA + KA \equiv \Delta R + \Delta B \quad (1.1)$$

其中, CA 是经常账户的净值; KA 是资本和金融账户的净值; ΔR 是官方储备资产的变化; ΔB 是净误差与遗漏。如果不考虑净误差与遗漏,且官方储备资产没有变化,即 $\Delta R = 0$, $\Delta B = 0$ 。那么:

$$CA + KA \equiv 0 \quad (1.2)$$

$$KA = IM - X - NFI - CT \quad (1.3)$$

其中, IM 是商品和服务的进口; X 是商品和服务的出口; NFI 是外国投资净收益; CT 是经常转移。从 (1.3) 等式看出,在一定的假设条件下,如果经常账户有赤字,那么资本和金融账户必须有净流入。也就是说,经常账户的赤字需要由外国的储蓄来融资。相反,经常账户有盈余时,那么资本和金融账户必须有净资本流出,即国外经常账户的赤字需要由本国的储蓄来融资。在商品和服务的出口、净收益和经常转移不变的情况下,资本和金融账户的净资本流入会增加商品和服务的进口。

进一步,仅考虑 ΔB 等于零, ΔR 不等于零。考虑经常账户有