



资本账户

Research on Capital
Account Openness

开放研究

许欣欣 曾自强 / 著



四川大学出版社

国家自然科学基金青年项目 (71501137)

中国博士后科学基金面上资助项目 (2015M572470、2015M572480)

中国博士后科学基金会“博士后国际交流计划”派出项目 (20150028)

资助出版

资本账户

Research on Capital
Account Openness

开放研究

许欣欣 曾自强 / 著



四川大学出版社

责任编辑:王 平
责任校对:唐 飞
封面设计:墨创文化
责任印制:王 炜

图书在版编目(CIP)数据

资本账户开放研究 / 许欣欣, 曾自强著. —成都:
四川大学出版社, 2015. 11
ISBN 978-7-5614-8316-9

I. ①资… II. ①许… ②曾… III. ①资本—金融开
放—研究—中国 IV. ①F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 284998 号

书名 资本账户开放研究

著 者	许欣欣 曾自强
出 版	四川大学出版社
地 址	成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行	四川大学出版社
书 号	ISBN 978-7-5614-8316-9
印 刷	四川永先数码印刷有限公司
成品尺寸	148 mm×210 mm
印 张	7.625
字 数	204 千字
版 次	2015 年 11 月第 1 版
印 次	2015 年 11 月第 1 次印刷
定 价	25.00 元

◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。
电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065

◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。

◆网址:<http://www.scup.cn>

版权所有◆侵权必究

前言

人类文明的发展，在经济全球化和金融一体化的背景下，已经翻开了历史性的新篇章。当前，许多发达国家已经实现了资本账户开放，作为发展中国家的代表，中国全面实现资本账户开放是大势所趋。中国政府也曾多次明确表示，中国将逐步开放资本账户，最终实现人民币国际化。自 20 世纪 80 年代开始，发达国家相继开放资本账户并带来了经济的快速发展。20 世纪 90 年代，发展中国家纷纷效仿并实现了资本账户开放。然而，发展中国家资本账户开放的结果却与发达国家有所不同，一些国家相继发生债务危机或货币危机。以中国为例，资本账户开放后可能会产生两方面的效应：一方面为正效应，包括促进经济增长、推动人民币国际化以及提高金融效率；另一方面为负效应，包括易诱发金融危机、降低货币政策效率以及引发资本外逃。研究资本账户开放的效应，遵循“正效应最大化，负效应最小化”的原则，科学地制订中国资本账户开放的策略，是本书研究的中心问题。这一问题的研究将贯穿中国资本账户开放的整个进程，对中国政府推进资本账户开放、保持经济平稳和健康发展具有重要的现实意义。

本书共 7 章。第 1 章是导论，主要对本书的选题背景及意义、国内外相关文献综述、框架设计及内容、研究思路及方法、



创新及不足之处等依次进行了介绍。第2章是资本账户开放的理论概述，主要阐明了资本账户开放的理论根源，介绍了资本账户开放的含义。第3章是中国资本账户开放的状况，主要研究了中国资本账户开放的动因、进程、开放度的测算以及开放条件下的国际资本流动。第4章是资本账户开放的正效应，主要研究了资本账户开放对中国产生的三种收益，即促进经济增长的效应、推动人民币国际化的效应和提高金融效率的效应。第5章是资本账户开放的负效应，主要研究了资本账户开放在什么情况下会诱发金融危机、降低货币政策效率以及引发资本外逃。第6章是资本账户开放的国际经验，以智利、泰国、印度尼西亚及韩国四个采取了资本账户开放的新兴市场经济体为例，分析了四国资本账户开放的过程、资本管制成功的经验以及发生亚洲金融危机的原因，为确保中国在资本账户开放过程中经济平稳、健康的发展提供借鉴。第7章是中国资本账户开放的策略安排，在基于“正效应最大化，负效应最小化”的方针下，汲取典型国家资本账户开放的经验与教训，并结合资本账户开放策略的制订原则，提出了中国资本账户开放的具体策略安排。

本书是一部针对资本账户开放的研究型著作。在本书撰写过程中，作者做出了一些新的探索，希望能对社会经济发展与进步有所裨益。全书经作者反复修订，不断补充完善，集前人智慧之结晶、百家思想之精要，数经易稿，铸成终稿。没有继承和借鉴，就难以创新与发展，本书还引用了国内外许多相关文献和典型案例，在此对其相关研究学者表示敬意和谢意！本书在课题研究及撰写过程中得到了国家自然科学基金青年项目（71501137）、中国博士后科学基金面上资助项目（2015M572470）（2015M572480）、中国博士后科学基金会“博士后国际交流计划”派出项目（20150028）等的择优资助，在出版过程中得到了四川大学出版社领导和编辑的鼎力支持，在此表示诚挚的感谢！

资本账户开放研究中的许多问题是仁者见仁、智者见智，本书的不足之处有待于广大读者和经济学研究工作者指正。真诚地期待您的批评和建议，来信请发至 xinxinxu@scu.edu.cn, zengziqiang@scu.edu.cn。

许欣欣 曾自强
2015 年 9 月于成都

目 录

第 1 章 导 论	(1)
1.1 选题背景及意义	(1)
1.2 国内外相关文献综述	(3)
1.3 框架设计及内容	(14)
1.4 研究思路及方法	(17)
1.5 创新及不足之处	(18)
第 2 章 资本账户开放的理论概述	(19)
2.1 金融自由化理论	(19)
2.2 资本账户开放的含义	(22)
第 3 章 中国资本账户开放的状况	(37)
3.1 中国资本账户开放的动因	(37)
3.2 中国资本账户开放的进程	(39)
3.3 中国资本账户开放度的测算	(45)
3.4 中国资本账户开放下的国际资本流动	(54)
3.5 小结	(59)
第 4 章 资本账户开放的正效应	(61)
4.1 资本账户开放能促进经济增长	(61)
4.2 资本账户开放能推动人民币国际化	(80)
4.3 资本账户开放能提高金融效率	(84)
4.4 小结	(87)



第 5 章 资本账户开放的负效应·····	(90)
5. 1 资本账户开放易诱发金融危机 ·····	(90)
5. 2 资本账户开放易降低货币政策效率 ·····	(134)
5. 3 资本账户开放易引发资本外逃 ·····	(138)
5. 4 小结 ·····	(143)
第 6 章 资本账户开放的国际经验·····	(145)
6. 1 智利的成功经验：渐进式改革与资本管制 ·····	(146)
6. 2 泰国的经验：激进式资本账户开放与金融危机 ···	(152)
6. 3 印度尼西亚的经验：资本账户开放与宏观经济政策不当 ·····	(161)
6. 4 韩国的经验：资本账户开放与经济脆弱性 ·····	(166)
6. 5 小结 ·····	(171)
第 7 章 中国资本账户开放的策略安排·····	(174)
7. 1 资本账户开放的策略原则 ·····	(174)
7. 2 资本账户开放的先决条件 ·····	(177)
7. 3 资本账户开放的政策协调 ·····	(182)
7. 4 资本账户开放的顺序 ·····	(187)
7. 5 小结 ·····	(188)
结 论·····	(190)
参考文献·····	(193)
附 录·····	(210)

第 1 章 导 论

资本账户开放是国际金融领域的热点问题，国内外经济学家对资本账户开放的研究也从未中断。资本账户开放是一把“双刃剑”，它既可以为一国经济带来正效应，同时也会给一国经济造成负效应。中国应该如何制订资本账户开放的策略，使中国资本账户开放的“正效应最大化，负效应最小化”，这一问题值得深入研究。

1.1 选题背景及意义

21 世纪，在经济全球化和金融一体化浪潮的推动下，世界各国的资本账户开放进程日益加快，由此引发的国际资本流动也逐渐扩大。进入 21 世纪以来，新兴市场和发展中经济体的资本流动量最大且最活跃，同时在 2008 年国际金融危机后，其资本流动的波动也高于其他经济体。2001—2010 年，发展中经济体资本流动的最主要部分是外商直接投资，平均约占资本净流入量的 63%。根据国际货币基金组织（IMF）与 World Bank（2012）的统计可知，2010 年发展中经济体的外商直接投资净流入的集中度进一步提高，外商直接投资净流入排名前十的经济体分别为中国、巴西、俄罗斯（转型期经济体）、印度、墨西哥、智利、印度尼西亚、哈萨克斯坦、马来西亚及土耳其，占发展中经济体



外商投资净流入总量的 73%。由此可见，中国已成为最受国际资本青睐的国家。

自 1978 年开始实行改革开放以来，中国取得了举世瞩目的成就，加之经济全球化浪潮的推动，中国经济在外汇管理、经常项目以及资本项目等方面均取得了实质性的进展。1994 年，中国外汇体制进行了重大改革，包括用汇实行银行结售汇制度，取消外汇上缴和留成，取消用汇的指令性计划和审批；汇率并转，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度；建立统一的、规范的外汇市场；重申禁止外币在境内计价、结算流通，停止发行外汇兑换券。经过前期的改革，中国取消了所有经常性国际支付和转移的限制，达到了《国际货币基金组织协定》第八条款的要求。1996 年 12 月，中国正式宣布接受该协定第八条款，实现了人民币经常项目下的完全可兑换。2005 年 7 月，中国将人民币汇率的形成机制由盯住美元改为以市场供求为基础、参考一篮子货币，实施更加有弹性的、有管理的浮动汇率制度。2008 年国际金融危机爆发后，我国陆续实施了一系列战略措施以推进人民币国际化进程，包括跨境贸易人民币结算、双边货币互换协议、人民币汇率形成机制改革、香港人民币离岸市场建设、境外人民币直接交易及跨境投资人民币结算等。2012 年，中国实现了人民币与日元的直接可兑换，标志着中国在人民币国际化进程中迈出了重要的一步。然而，中国当前资本账户管制的存在在一定程度上限制了人民币国际化的发展。因此，政府在《“十二五”规划纲要》和《2011 年政府工作报告》中均明确指出，要逐步实现人民币资本项目可兑换。

在经济全球化进程日益深入的大背景下，中国资本账户开放并最终实现资本账户自由化是大势所趋。自 20 世纪 60 年代开始，发达国家陆续开放资本账户并顺利获取了开放带来的收益。20 世纪 80 年代起，发展中国家效仿发达国家陆续取消对资本账

户的管制，加入资本账户开放的行列。但是，发展中国家开放资本账户的结果却不尽如人意。资本账户开放在为发展中国家解决债务问题、提供经济发展动力的同时，也引发了大量资本外逃，带来了金融风险甚至诱发了金融危机。

本书将重点研究资本账户开放后给一国经济带来的正效应与负效应，分析资本账户开放如何产生各种经济效应、开放资本账户前经济需要满足哪些先决条件、政策如何协调、资本开放的顺序应如何安排等，即怎样做才能使经济获得的正效应最大化而负效应最小化。资本账户开放是我国改革开放与融入经济全球化所不可避免的历史进程，这一问题的研究也将贯穿于资本账户开放的整个进程中。

1.2 国内外相关文献综述

1.2.1 国内的相关文献综述

中国学者在关于资本账户开放的经济效应方面的研究大多数都集中于资本账户开放与经济增长、金融不稳定的关系上。他们认为，促进经济增长是资本账户开放后带来的最显著的正效应，而金融不稳定、金融风险或金融危机是资本账户开放后亟须重视的负效应。也有少数学者对资本账户开放的其他经济效应进行了研究，进而丰富了资本账户开放的经济效应研究的成果。

中国较早开始研究资本账户开放的学者是张礼卿。张礼卿提出发展中国家开放资本账户主要有六个方面的利益：国际资本的流入弥补储备与外汇“双缺口”现象；国际直接投资通过技术溢出效应促进经济发展；有助于提高一国的金融深化；有助于提高金融部门的效率；有助于使投资多样化与分散化，从而降低风险；有利于国际收支调节。同时，发展中国家开放资本账户也存



在诸多代价：金融体系的稳定性下降；国内金融市场存在扭曲现象时，资源配置效率降低；宏观经济政策的独立性下降；国内企业面临冲击与挑战。大多数学者的研究支持资本账户开放促进经济增长的观点，只是采用的研究方法各有不同。陈志和和陈六傅（2009）建立了两种新的分析范式，研究资本账户开放与开放国的经济增长。第一种范式为结构效应假说，提出资本的异质性导致不同类型的资本对东道国经济增长的影响不同；第二种范式为门槛效应假说，认为外来资本对东道国经济增长的影响取决于一系列初始经济条件，如贸易开放度、金融发展、宏观经济政策及制度等因素。如果一国经济不具有初始发展条件，资本账户开放不仅不能对本国经济增长产生有利影响，而且可能给本国经济带来负面效应。因此，陈志和和陈六傅的研究实质上就是对这类研究的成果加以总结。^① 雷达和赵勇（2007）采用了“门槛回归”的方法，研究初始经济条件对资本账户开放效应的影响。其研究的结论表明，一国在资本账户开放过程中，初始的国民收入水平、贸易开放度以及金融发展水平均存在“门槛效应”。也就是说，在一国的某些经济指标达到特定水平前后，资本账户开放对经济增长的影响会呈现较大差异。^② 李巍和张志超（2008）将资本类型分为 FDI（对外直接投资）和非 FDI 两类，分别研究了这两类资本账户开放对经济增长波动的影响。研究结论表明，非 FDI 的开放引起的经济不稳定程度明显小于 FDI 的开放。^③

资本账户开放将推动人民币国际化进程也是中国学者关注且

① 陈志和，陈六傅，资本账户开放与开放国经济增长：两种分析范式的评述 [J]，江苏社会科学，2009（2）：59—65。

② 雷达，赵勇，门槛效应、资本账户开放与经济增长 [J]，中国人民大学学报，2007（6）：25—33。

③ 李巍，张志超，不同类型资本账户开放的效应：实际汇率和经济增长波动 [J]，世界经济，2008（10）：33—45。

研究的正效应问题,这一问题的研究热情始于2008年国际金融危机后,是对以美元为主导的国际货币体系的质疑。何慧刚(2007)对资本账户开放、汇率制度和人民币国际化进行了研究,认为三者互为条件、相互促进。资本账户开放和汇率制度更加弹性化是人民币国际化的必要条件,而人民币国际化反过来又促进资本账户开放和汇率制度的弹性化。他认为人民币国际化应该选择“弱经济—强制度”的模式,遵循“人民币区域化”—“人民币亚洲化”—“人民币国际化”的渐进发展路径。^①张国兵和安烨(2013)提出了人民币国际化进程中资本账户开放的具体建议:首先,进一步提高人民币在国际贸易与投资中的结算货币地位;其次,发挥人民币在国际投资中的投资货币作用;最后,实现人民币成为国际储备货币。^②

在中国,关于资本账户开放的负效应的研究成果较少,且主要集中于对资本账户开放与金融不稳定、金融风险之间关系的研究方面,鲜有涉及对资本账户开放与金融危机之间关系的研究。然而,金融危机是资本账户开放后在可能会产生的负效应中影响最严重的效应之一。张礼卿(2004)在《资本账户开放与金融不稳定:基于发展中国家(地区)相关经验的研究》中运用“非金融性生产要素”理论提出了一个适度外资流入量的分析框架,并实证研究了资本账户开放与金融不稳定之间的相关性,阐明了资本过度流入对宏观经济和金融部门造成的不利影响。之后,一些学者对这种基于资本流入总量的实证研究方法提出质疑,并提出了结构效应假说。但是,张礼卿提出的资本账户开放与金融不稳

① 何慧刚,中国资本账户开放与汇率制度选择——理论分析和现实策略[J],世界经济研究,2008(5):37—42.

② 张国兵,安烨,人民币国际化进程中的资本账户开放分析[J],当代经济研究,2013(3):51—55.



定之间的关系却为此类研究奠定了基础。^① 李巍（2008）从不同角度先后研究了资本账户开放与金融不稳定、资本账户开放与金融风险，他采用了横截面和面板数据模型来检验资本账户开放、金融发展对金融不稳定的影响。结果表明，资本账户开放会恶化一国的金融稳定状况，尤其是发展中或转型国家更为显著。^② 2012年，李巍和张志超再次研究了资本账户开放与金融风险，他们通过构建一个包含资本账户开放、金融稳定、储蓄率、对外债务状况、公众信心、金融深化度等多因素组成的分析框架，综合运用面板数据模型和实证相结合的方法得出研究结果，即资本账户开放会在一定程度上导致金融风险上升，低储蓄率与对外债务恶化可以加剧资本账户开放引发的金融风险，而金融深化度与公众信心提升则会在某种程度上提高资本账户开放后的金融稳定性。^③ 李剑峰和蓝发钦（2007）是国内为数不多的研究资本账户开放与金融危机关系的学者。他们采用了1985—1999年泰国、印度尼西亚、印度、韩国、马来西亚及菲律宾的季度数据，运用面板数据模型的方法验证资本账户开放与货币危机之间的关系。实证结果表明，发展中国家的资本账户开放度每增加一个单位，货币危机的发生概率就提高0.09。^④

另外，一些学者对中国资本账户开放的条件、顺序等策略安排进行了研究。姜波克（1999）提出资本账户开放的九大条件：稳定的宏观经济状况、一定的经济发展水平、国内金融体系的深

① 张礼卿. 资本账户开放与金融不稳定：基于发展中国家（地区）相关经验的研究 [M]. 北京：北京大学出版社，2004.

② 李巍. 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 [J]. 世界经济，2008（3）：34—43.

③ 李巍，张志超. 影响资本账户开放策略选择的因素——金融稳定的视角 [J]. 上海经济研究，2012（5）：56—67.

④ 李剑峰，蓝发钦. 发展中国家的资本账户开放与货币危机实证研究 [J]. 财经问题研究，2007（7）：53—59.

化、微观经济主体的塑造、高效稳健的金融监管、合适的汇率制度和汇率水平、外汇短缺的消除、可维持的国际收支结构、合适的货币自由兑换。^① 姜波克和朱云高（2004）继续提出，国际收支结构的可维持性，即“内外均衡目标的同时实现”是资本账户成功开放的核心条件。^② 张礼卿（2004）指出，管制的放松或解除应该始于以实际经济活动为背景的资本交易，而后逐渐过渡到金融性资本交易。^③ 陶然（2009）对资本账户开放的前提条件和顺序进行了研究。对此，本书认为资本账户开放需要具备健康的宏观经济政策、强大的国力水平、充足的外汇储备、稳健的金融体系、健全的金融监管体系等条件。首先，健康的宏观经济政策和强大的国力水平是任何一国开放资本账户的必要条件。当一国实施资本账户开放政策后，国际大规模资本流动会对国内价格、利率、汇率等经济变量产生影响，有效且恰当的宏观经济政策有助于对这些经济变量进行调节和支配，从而达到稳定国内经济的目的。其次，充足的外汇储备也可以用来调节国际收支，从而应对经济开放带来的国际冲击；同时，利用外汇储备实施对冲性货币政策可以达到调节外汇市场、稳定货币币值的目标。最后，稳健的金融体系和健全的金融监管体系是资本账户开放的重要条件。资本账户开放后，利率与汇率是影响资本流动的主要传导机制。因此，在资本账户开放过程中需要实现利率市场化及汇率浮动制度；否则，人为管制的利率将无法真实反映资金价格，造成资金配置的无效率，而固定的汇率制度下将会导致货币政策的内

① 姜波克，人民币自由兑换和资本管制 [M]，上海：复旦大学出版社，1999。

② 姜波克，朱云高，资本账户开放研究：一种基于内外均衡的分析框架 [J]，国际金融研究，2004（4）：12—19。

③ 张礼卿，资本账户开放与金融不稳定：基于发展中国家（地区）相关经验的研究 [M]，北京：北京大学出版社，2004。



生性并降低货币政策效率。^① 邱崇明（2006）认为，资本账户开放条件可以分为两类：第一类属于开放所必备的市场经济基础设施，如汇率形成机制的市场化、合格的微观经济主体、健全的金融监管等。第二类属于保证开放能够持续的条件。这类条件又可以分为两个层次：第一个层次是诸如财政、货币、汇率政策与资本账户开放的一致性和协调性，充足的外汇储备等；第二个层次是一国产业的国际竞争力。从根本上说，后者在深层次上决定了前者，前者是后者的外在表现。如果只满足第一层次的条件，则资本账户开放的基础不牢固，一旦遇到国际游资冲击，开放可能难以为继；没有产业国际竞争力这一基本面的支持，一旦市场预期发生逆转，将导致不可估量的损失，这一点已在亚洲金融危机中得到充分的证实。^② 张光华（2000）提出了资本账户开放的三个基本原则：第一，风险控制原则，即先开放风险较小的项目，后开放风险较大的项目；第二，政策目标原则，即资本账户开放的次序应该基于一国的经济发展目标；第三，条件约束原则，即一国需要在经济条件成熟的基础上渐进地开放资本账户。^③ 在不同资本类型的开放次序问题上，“直接投资—长期资本—短期资本”这一优先次序在学术界已经达成了共识。直接投资通常也属于长期资本，这类投资的稳定性较强，短期内不会发生很大的变化，直接投资的流入可以带动一国经济的增长，且不会对经济产生冲击。相对而言，短期资本通常具有投机性，其波动性也较

① 陶然，金融稳定目标下的资本账户开放研究 [M]，北京：中国财政经济出版社，2009。

② 邱崇明，资本账户开放的核心条件：理论与实证分析 [J]，国际金融研究，2006（2）：62—69。

③ 张光华，资本项目可兑换的顺序分析 [J]，南方金融，2000（10）：4—9。

高，容易给一国经济造成冲击与不稳定。^① 对于资本流入与流出的开放次序，国内学者已经达成共识。现阶段中国处于发展中期，资本账户开放的主要目标是促进本国经济发展。因此，中国资本账户开放首先需要取消对资本流入的管制，吸引外国资本流入，从而支撑本国经济增长。如何取消对资本流出的管制也是中国学者关心的问题，这主要是由于中国金融抑制现象较严重，资本流出自由化后容易引发大规模的资本外逃。国际经验表明，一国若只实现经常账户可兑换而未实现资本账户开放，很容易导致资本利用制度漏洞外逃。张礼卿（2004）支持在取消对资本流入管制后继续开放资本流出，因为开放资本流出可以增强外国投资者的信心。具体而言，可遵循先开放股票市场、再开放中长期债券市场、最后开放那些投机性较强的衍生产品市场的顺序。^②

1.2.2 国外的相关文献综述

国外学者在对资本账户开放的效应研究上已积累了相当多的成果，并且这类研究侧重于不同类型经济体中资本账户开放的效应差异，以及资本账户开放的直接效应或间接效应。另外，还有一些学者在资本账户开放度的指标衡量方面做出了贡献。然而，不同学者在实证研究中存在测量误差和多重共线性等问题，导致虽有众多的研究但无法得到一致的结论。

国外学者对资本账户开放存在两种截然不同的观点。第一种观点从配置效率出发，着重强调由 Solow（1956）提出的标准新古典增长模型的预测。在新古典模型中，资本账户自由化使国际资源配置更有效率，并带来各种有利的影响。资源是从资源丰富

① 陶然，金融稳定目标下的资本账户开放研究 [M]，北京：中国财政经济出版社，2009。

② 张礼卿，资本账户开放与金融不稳定：基于发展中国家（地区）相关经验的研究 [M]，北京：北京大学出版社，2004。