



金融博士论丛·第九辑

FINANCE

资本账户自由化 增长效应研究

吴信如◎著



中国金融出版社



金融博士论丛·第九辑

FINANCE

资本账户自由化 增长效应研究

吴信如◎著

 中国金融出版社

责任编辑：王效端 刘 瑜

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

资本账户自由化增长效应研究 (Ziben Zhanghu Ziyouhua Zengzhang Xiaoying Yanjiu) / 吴信如著. — 北京: 中国金融出版社, 2006.10

(金融博士论丛. 第九辑)

ISBN 7 - 5049 - 4165 - 4

I. 资… II. 吴… III. 国际金融—资本市场—研究
IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 119001 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7.75

字数 201 千

版次 2006 年 10 月第 1 版

印次 2006 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 18.00 元

如出现印装错误本社负责调换

摘 要

在有次序、分步骤实行资本账户开放的目标指引下，我国的资本账户自由化在稳步前进。我国学者对我国资本账户开放的长期战略、中近期目标和改革顺序，有深入研究，对资本账户自由化过程中的风险也有充分的认识。但是，对资本账户自由化的正面收益，迄今尚缺少必要的探讨。在国际间，对此问题也充满争议。

本书选择考察了资本账户自由化的积极方面，主要是它对收入增长和福利改善的促进作用。在分析资本账户自由化的增长效应时，本书首先根据其主要的作用渠道，建立了一个初步模型。然后在内生经济增长模型的框架内，建立了一个包含金融发展在内的动态最优化模型。再进一步地，本书运用两阶段最优控制技术，对资本账户开放政策的内生决定问题进行了一定的探讨，主要研究了资本账户开放的最佳时点选择与内生决定。

本书指出，资本账户自由化能提高金融深化指标的水平，起到改善金融体系的作用。这样，经济体可以突破内源融资的限制，以更低的资本成本进行大规模、高效率的新技术投资，从而提高国民收入和跨期消费效用。因此，资本账户自由化是促进金融发展从而促进经济增长的重要因素。

本书给出的正式动态最优化模型，以内生经济增长模型为基础，引入包含金融效率的资本积累方程为约束条件，

研究了资本账户开放与封闭条件下小规模经济动态最优增长路径，并讨论了相应的福利水平问题。指出，在其他条件不变时，资本账户开放可导致金融效率提高。这会促进资本积累和产出增长，使人均资本配备和人均产出规模扩大。由于金融发展提高了储蓄转化为资本的效率，储蓄的投资回报率上升。这导致收入提高，从而提高人均消费增长速度。但是，资本账户开放起点时刻的消费水平会出现下降。

本研究开发的动态最优化控制模型的结果明确显示：对资本丰裕的国家来说，资本账户开放将肯定使其获益；而资本稀缺的国家获益与否，取决于资本账户开放能在多大程度上促进这些国家金融效率和生产效率的提升以及人力资本的积累。

根据本研究采用的两阶段动态最优控制模型，笔者发现，在模型所假定的条件环境下，关于资本账户开放的最佳时间点，必要条件与充分条件不能统一。因此关于最优的时间选择，不存在唯一的内点解，即不存在最优的资本账户自由化时机。模型结论显示，资本账户开放对金融效率和全要素生产率提升程度满足一定的数量关系，是决定资本账户立即开放，或永不开放，或开放与否无差异的必要或充分条件。

本研究主张，在初始的阶段，我国的资本账户开放应采取小步缓进的战略，并且要特别注意建立必要的前提条件。但待改革有了一定进展，金融效率的提高有了一定的保证，或当资本变得比较充裕时，可以转而较快地推进资本账户自由化。因此，根据本书的动态最优控制论模型，我国资本账户开放的整体战略应当是在开始阶段缓慢渐进，但以后可以较快速推进，即实行先慢后快的改革战略。

本研究强调，对发展中国家，资本账户开放会加速外资内流，但如果同时本国的金融效率和生产效率没有相应提高，资本账户开放将可能导致本国居民福利的损失。所以，在推行资本账户自由化时，必须十分注重控制资本内流。同时本研究证明，资本丰裕的国家一般能从资本账户开放中获益，因此，在我国的资本丰裕程度明显改善以后，应积极鼓励资本外流。换言之，我们应一方面控制外国资本内流，一方面推动本国资本外流。

本研究显示，在从资本账户封闭向资本账户开放的过程中，不存在严格的和唯一的最优制度转换时机。因此，我们不应等待一个最优时点出现以把我国的资本账户突然开放，也不可能设计一个资本账户开放的最佳时间表。

像资本账户开放这样重大的改革工程，毫无疑问地需要政策的配套和协调。本研究特别指出，在资本账户自由化的转换时刻，消费水平在短时期内可能向下跌落，因为人们要增加投资以获取随改革而来的更高的边际收益。因此，在推行资本账户自由化时，政府应特别注意制定适当的消费政策，以应对国内消费水平可能的波动。

ABSTRACT

China is orderly in the process of capital accounts liberalization. Chinese colleagues have made fundamental research with the regard to the long and short run objectives, opening order of priority, as well as a good recognition of its risks on the way to capital accounts liberalization. However, the gains of capital accounts liberalization have not been studied deeply and remain controversial internationally.

This book surveys the positive effects of capital accounts liberalization, with a focus on economic growth and welfare improvement. In reference to the analysis on the growth effects of capital accounts liberalization, we first set up an initial model according to the main functionary channels of capital accounts liberalization. Then, we established a dynamic optimal model of endogenous economic growth involving the factor of financial development. Based on the application of two - stage optimal control techniques, this book studies the endogenous determination issue of capital liberalization, especially in terms of the optimal timing.

As is pointed in this book, capital accounts liberalization is an important factor that promotes financial development and economic growth. Capital accounts liberalization can improve the level of financial development and the functioning of financial

systems. Thus the economy can break the restrictions of endogenous financing sources and invest with lower capital costs so as to spur the output and the effect on cross – period consumption.

The optimal model in due form presented in the book, based on the model of endogenous economic growth and with the capital accumulation equation including financial efficiency as a restricted condition, investigates the potential welfare benefit and the dynamic optimal growth path for small economy in open mode. The study also indicates, while all else the same, the capital liberalization can promote the financial efficiency, capital accumulation and output growth. Due to financial development, the transition rate from savings to capital and investment return have been accelerated, which raises national income and thus stimulate per capita consumption growth, the consumption at the point of opening the capital accounts may decrease.

The conclusions of the dynamic optimal control analysis reveal clearly that, capital – rich countries can obtain definite open gains while the gains in capital – scarce countries will depends on how much their financial efficiency, productivity and human capital accumulation can be propelled by capital accounts liberalization.

By applying the two – stage dynamic optimal technique in this book, we find that with its assumptions, the necessary condition is not consistent with its sufficient condition concerning the optimal timing of capital accounts liberalization. Thereof the sole interior solution doesn't exist on the optimal selection of open-

ing time, namely, no optimal timing of capital liberalization. Our model concludes that capital accounts openness has a quantitative coefficient with the extent of the improvements of financial efficiency and total factors productivity and constitutes a necessary or sufficient condition to the timing of capital accounts liberalization: immediate, never, or indifference between two above options.

This book proposes that, at the beginning of opening capital accounts, China should implement a phasing - in strategy of liberalization and put more emphasis on the cultivation of necessary prerequisites. When the reform makes proper progress, the betterment of financial efficiency is warranted or the capital becomes affluent, we can turn to a more rapid pace. Accordingly, the dynamic optimal controlling model suggest that the overall strategy of capital liberalization in China should be phased in eventually during the initial period and then developed at a relative fast speed, that is, Slow - earlier - Fast - later.

The study stresses that capital liberalization will speed up the inflow of foreign capital in developing countries, but without the corresponding improvement of financial efficiency and domestic productivity, a loss of local welfare will incur inversely. Accordingly the capital inflow must be in control when implementing capital accounts liberalization. Additionally, this study demonstrates that capital - rich countries always benefit from capital liberalization. Consequently, when China achieves a better - off capital stock, the capital outflow should be encouraged. In other word, we should control the inflow of for-

eign investment on one hand and propel the outflow of domestic capital on the other hand.

This book argues that there 's no rigid and sole optimal time for institutional transition in the course of capital accounts liberalization. Hence, we are not supposed to wait an optimal time to open the capital account abruptly, or arrange an optimal timetable of capital accounts liberalization.

The matching and coordination of related policies are undoubtedly a part of such a profound revolutionary project like capital accounts liberalization. This study indicates in particular that, at the turning of capital liberalization, the short - term consumption may fall downside because investors attempt to increase investment so as to gain higher marginal benefits resulted from capital openness. Thereby the government ought to make right policies to smoothen the potential fluctuations of domestic consumption in the process of capital accounts liberalization.

目 录

1	引言	1
1.1	基本概念和问题界定	1
1.2	研究背景：中国的资本项目开放	4
1.3	有关资本账户自由化增长效应的国际争论	10
1.4	本研究的主要方法、观点和结构	16
2	资本账户自由化的国际发展及经济后果	21
2.1	资本账户自由化的国际发展	21
2.2	资本账户自由化的经济后果	29
2.3	资本账户自由化增长效应的国别差异	35
3	资本账户自由化与经济增长：实际增长因素	42
3.1	资本账户自由化与物质资本积累	42
3.2	资本账户自由化与人力资本积累和技术 进步	48
3.3	资本账户自由化与要素的国际国内配置	54
4	资本账户自由化与经济增长：金融发展的关键 作用	62
4.1	金融发展的基本概念	63
4.2	金融发展对经济增长的促进作用	65
4.3	资本账户自由化对金融发展的促进作用	74

5 资本账户自由化与经济增长：制度发展的关键作用	87
5.1 经济增长与制度因素	87
5.2 资本账户自由化促进金融发展和经济增长的制度依赖	94
5.3 资本账户自由化促进增长的制度条件	110
5.4 资本账户开放对制度建设的促进作用	112
6 资本账户自由化的增长效应：一个初步的综合	115
6.1 资本账户自由化促进经济增长的途径	115
6.2 资本账户自由化的增长效应：基于费雪模型的定性分析	118
6.3 资本账户自由化的增长效应：基于费雪模型的数理分析	125
7 资本账户自由化增长效应：新古典最优增长模型分析	134
7.1 封闭经济的动态最优增长模型	135
7.2 开放经济的动态最优增长模型	142
7.3 资本账户自由化对增长路径和福利的影响	148
8 资本账户自由化的福利收益：线性内生增长模型分析	161
8.1 开放经济的线性内生增长模型	162
8.2 资本账户开放对增长路径和福利的影响	169

9 资本账户开放时机选择：两阶段最优控制模型	
分析	176
9.1 资本账户开放的两阶段最优控制：问题和 方法	177
9.2 对两阶段模型的数学求解	183
9.3 模型结论的经济学含义	191
10 结论与政策含义	199
10.1 基本结论	199
10.2 政策含义	206
10.3 未来的研究课题	208
参考文献	210
后记	227

1

引言

中国资本项目的开放是大势所趋。随着改革开放的不断深入，我国资本账户的开放和自由化也在不断发展。这一重大变革将对中国经济产生多方面的、意义深远的影响（郭树清，2004）。本书主要对资本账户开放对经济增长的影响，即研究资本账户自由化的增长效应问题进行研究。

1.1 基本概念和问题界定

资本账户或资本项目是指一个国家在国际收支中因资本输出和输入而引起对外资产负债额增加和减少的项目，包括国际直接投资、证券投资和国际借贷等。

文献中，对资本账户开放或自由化有多种提法，如资本账户自由化（capital account liberalization）、资本流动自由化（liberalization of capital movements）、国际金融自由化（international financial liberalization）、国际金融一体化（international financial integration）、金融全球化（financial globalization）、金融服务自由化（liberalization of financial services）、金融自由化（financial liberalization）等。有的文章

多种表述混用 (Prasad、Rogoff、Wei、Kose, 2003)。

国际货币基金组织把一个经济体基本取消资本账户的外汇管制, 允许国内和国外资本自由跨界流动看做资本账户自由化。Quirk 与 Evans (1995) 将其表述为取消对跨国界资本交易的限制、征税和补贴。管涛 (2001) 定义为, 避免对跨国界的资本交易及与之有关的支付和转移的限制, 避免实行歧视性的货币安排, 避免对跨界资本交易征税和补贴。此外, 温建东 (2001)、刘光灿等 (2003)、张礼卿 (2004) 等, 也有相应的讨论。

有些国际组织将资本账户自由化看做更大范围的国际交易自由化。经济合作与发展组织 (OECD) 把本国对国际资本的市场准入制度和产业开放 (包括直接和间接投资等) 与货币自由兑换一起视为资本账户自由化的重要内容。这实际上已经突破传统上关于资本账户自由化的认识, 使其包含了国际金融服务自由化的内容。

一些机构将国内金融部门的自由化也包括了进来。比如, 世界银行 (2002) 将国内金融自由化、资本账户自由化、金融服务国际化统称为金融自由化。IFSL (2003) 将金融服务自由化过程界定为三个不同领域市场准入障碍的取消: (1) 国内金融自由化——消除对存贷款利率及信贷资金分配的控制和减少国家在国内金融系统中的作用, 以使市场力量发挥作用; (2) 资本账户自由化——取消对资本流出流入本国的限制和货币兑换方面的限制; (3) 金融服务国际化——消除对本国和国外的金融服务供应者的歧视待遇, 取消跨国金融服务方面的壁垒。

本书将资本账户自由化的范围界定为: 资本自由流动、货币自由兑换和国际金融服务自由化, 而将国内金融部门的自由化排除在外。这同经济合作与发展组织 (OECD) 的

定义基本一致。基于这一定义，在本书中，资本账户开放和自由化所指相同。因此，在不引起混淆的前提下，两者将交替使用。

资本账户自由化是一个复杂的过程。一方面，它充满风险（潘英丽，2003；张礼卿，2004），另一方面，它又可能对一国经济产生积极的影响（胡祖六，2001）。

本书选择研究资本账户自由化的收益方面，即它对经济的积极影响。这是因为，正如余永定（2000）所指出的，虽然自由贸易有利于经济发展的观点已深入人心，但有不少意见仍认为，尚没有足够的证据证明类似命题同样适用于资本账户自由化。换言之，虽然人们一致承认资本账户自由化是一个高度风险的过程，但对它能否给一国经济带来积极影响以及这一影响的大小，存在着广泛的争论。

有鉴于此，本书选择集中讨论资本账户自由化对经济增长的影响，即资本账户开放的增长效应。关于资本账户开放可能的负面影响以及相关的风险分析可参见高海红（1997）、李金声（1997）、姜波克等（1999）、刘光灿等（2003）、王国刚（2003）和张礼卿（2004）等的相关论述。

本研究的目的，是揭示在国际资本流动和一国经济增长的互动过程中，资本账户自由化所起的作用及其机制。具体来说，本研究主要考察资本账户自由化促进经济增长的途径，包括经济增长因素、金融发展、制度建设等相互之间的关系。在考察资本账户封闭和开放条件下各自的最优增长路径基础上，我们分析资本账户开放产生的福利收益。然后，研究影响资本账户自由化福利收益大小和国别差异的关键变量和决定因素。最后，研究资本账户开放的最佳时点选择与内生决定。

本书的研究结果，将对关于资本账户自由化的理论讨

论和实证研究，提供新的视角。同时，本研究所得出的政策含义，也将对我国的资本账户开放的战略和有关政策，提供有益的参考。

1.2 研究背景：中国的资本项目开放

本研究的基本动因，来自于中国资本账户开放的实践及其提出的挑战。自 1979 年以来，包括资本账户自由化在内的我国外汇体制改革，取得了长足的进展（Lin 和 Schramm, 2003）。到 1994 年，我国进一步进行了外汇体制改革，实现了人民币经常账户部分可兑换。同时汇率并轨，实行“以市场供求为基础的、有管理的、浮动汇率制”，并辅之以企业“结售汇制”，企业开始在外汇指定银行买卖经常项目交易的外汇差额（刘光灿等，1997）。1996 年 12 月 1 日，我国宣布正式履行《国际货币基金组织协定》第八条规定的义务，实行人民币经常项目的自由兑换，向“逐步使人民币成为可兑换货币”这一目标迈出了坚实的一步（黄泽民，1998）。

1997—1998 年间的亚洲金融危机延缓了中国资本项目自由化的进程。在周边货币大幅贬值之下，我国政府承诺人民币不贬值，并采取了一系列措施维持人民币汇率的稳定。这些措施包括：提高出口退税率；严格监管外汇交易，提高换汇和外汇汇款的要求条件；打击逃汇、套汇、骗汇行为和黑市外汇交易；停止审批外向的直接投资；暂停从存在中国银行的外国银行账户汇出人民币资金，并关闭所有的离岸人民币账户，使离岸人民币不能汇回中国或转换为外币。与此同时，人民银行从 1997 年 8 月起将汇率控制