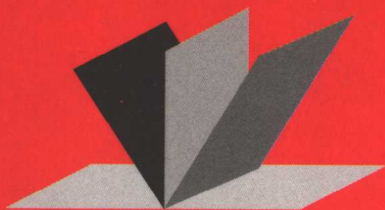




中国社会科学院金融研究所 · 博库
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences



人民币资本项目 可兑换研究

Study on the Renminbi Capital
Account Liberalization

李 瑶/著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

·博库

人民币资本 项目可兑换研究

Study on the Renminbi Capital
Account Liberalization

李 瑶 著

社会科学文献出版社

Social Sciences Academic Press (China)

中国社会科学院金融研究所·博库
人民币资本项目可兑换研究

著 者 / 李 瑶

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssdph.com.cn>

责任部门 / 财经与管理图书事业部

(010) 65286768

策划编辑 / 周 丽 (ZhouLi@cass.org.cn)

责任编辑 / 于渝生 (YuYuSheng2004@Yahoo.com.cn)

责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 客户服务中心

(010) 65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787×1092 毫米 1/16 开

印 张 / 19

字 数 / 284 千字

版 次 / 2004 年 12 月第 1 版

印 次 / 2004 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80190-347-1/F·119

定 价 / 39.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

江万龄博士基金会简介

江万龄博士 1937 年出生于南京市，祖籍浙江杭州。毕业于“国立”台湾大学，随后赴美留学，先后取得纽约大学系统科学硕士及凯斯理工学院战略学博士学位。

江博士是著名的美籍投资银行家，曾在加州州立大学长堤分校商学院执教多年，是美国经济学会、国际企业学会、电机和电子工程学会会员；1991 年膺选为美国最具权威的企业研究机构 The Conference Board 之国际咨议及资深会员。江博士在台湾创业投资界居创始地位，有成功投资扶植新竹科技园区产业的实际经验。1983 年，应当时台湾“中央银行”总裁及“经建会”主任委员俞国华先生之召，江博士返台出任“中华开发信托公司”（简称 CDC）总经理一职，为推动台湾工业发展和资本市场发展两方面做出重大贡献。主持经营十年后，江博士不但将 CDC 从倒闭边缘拯救出来，1993 年还被《欧洲货币》月刊评选为 1993 年台湾地区最佳金融机构；并以总市值 25.3 亿美元，在全球新兴市场中排名第 66 位。

江博士是著名的爱国人士，对祖国统一和发展做出了积极贡献。从 1993 年起，江博士将其事业与精力转向中国大陆，并膺选为浙江大学管理学院顾问教授、上海交通大学管理学院顾问教授、北京大学光华管理学院和清华大学管理学院客座教授。穿梭于北京、上海、杭州等地的主要高等学府，传授现代经济发展理论与企业管理经验，同时开始深入考察和研究中国大陆的国企改革、资本市场发展、风险投资体制与高科技企业培育等实际问题；并主持规模达 11 亿美元的美西亚洲基础建设投资基金，从事对中国大陆及东南亚的直接投资。

1999 年江博士在香港注册成立汉世纪开发金融公司，除成立台湾分公司外，已在上海、北京、深圳、西安及美国硅谷成立合资事业，专事中国高科技工业及资本市场的开拓。

正当江博士在中国大陆的事业兴旺发展之时，他不幸于 2002 年 5 月因病逝世，根据他的遗愿，成立了“江万龄博士基金会”，以扶持、促进中国

大陆在金融、资本市场、高科技产业化等领域的发展和建设为宗旨。并在基金中专门设立“江万龄金融博士论文出版基金”，旨在支持上述领域从事研究的青年才俊研究成果的出版。2004年又正式启动浙江大学江万龄金融研究中心，旨在为中国大陆培养与发掘优秀的金融人才。

序 言

随着经济全球化和金融一体化的迅速发展,尤其是中国加入世界贸易组织之后,国内外资金大规模跨境双向流动的格局正在逐步形成。因此,如何最大限度地在全球范围内优化配置资源来发展中国经济,选择何种模式进一步推进人民币资本项目可兑换的进程,就成为我们面临的一个十分重要的研究课题。

《人民币资本项目可兑换研究》一书,以人民币资本项目可兑换模式与进程研究为主线,运用“经验总结和理论创新”相结合、“国际借鉴与本国国情”相结合、“逻辑推演与实证分析”相结合的方法,在检索既有理论和进行国际比较的基础上,通过研究非国际货币和货币国际度对人民币资本项目可兑换的特殊约束以及运用资金均衡模型对中国资本流动及管理状态的分析,提出了人民币资本项目可兑换应采用均衡—权变模式,并由此设计了人民币资本项目可兑换的具体进程和一些相关政策建议。本书在以下几个方面的理论探索中有所推进:

(1) 阐述了国际货币国家与非国际货币国家在资本项目可兑换约束条件上的巨大差异,并指出这一差异对两类不同性质的国家在推进资本项目可兑换进程中所面临的非对称性影响。这一新的探索,对有关中国人民币资本项目可兑换的模式及进程研究,具有重要的意义。

(2) 提出了货币国际度的概念,构造了货币国际度的指数体系。为了考察人民币国际度水平,笔者以美元、日元、欧元等货币为例,结合人民币境外流通现状,进行了实证比较,从而得出了“人民币在周边国家虽有流通,但依然是非国际货币,因此最佳模式选择应为渐进式开放”的结论。同时,又从另一个角度提出了对相对众多弱势非国际货币国家而言,人民币境外流通有助于加快其国际化步伐,是加快人民币资本项目可兑换进程难得的机遇。有关非国际货币和货币国际度的创新性研究,为人民币资本项目可兑换的模式选择和进程决策提供了重要的理论依据。

(3) 基于非国际货币和货币国际度的认识,通过对资金均衡模型、国际

经济摩擦函数及输入输出乘数的分析,并借鉴国际经验,笔者提出了中国应选择以“权变选择、出入均衡、适时开放、遇险即收”思想指导下的均衡—权变开放模式及相应的理论依据。这一模式的确定,除了借鉴国际以及中国成功的渐进式开放经验外,还基于本书五方面的理论探索:一是一国资本项目可兑换程度取决于非国际货币的天然约束以及货币国际度的定位;二是一国资本项目可兑换进程应充分考虑一国资金存量、结构以及输入输出均衡的状况;三是在一国资本项目可兑换的推进过程中应考虑国内经济基础与国际环境影响,尤其是国际经济摩擦函数在开放模式中的分析价值;四是对外投资乘数效应可作为一举数得的重要工具,对一国经济发展有重要的促进作用;五是推进资本项目可兑换既不能盲目放开,也不宜长期管制,否则不仅会使管制成本与效率匹配失衡,还将失去国际资源优化配置的良好机遇。

(4)在选择“均衡—权变”开放模式的基础上,本着审慎、均衡、权变等原则,提出了人民币资本项目可兑换的阶段性目标,并设计了人民币资本项目的开放进程与步骤。同时,为了规避中国推进人民币资本项目可兑换进程中的各类风险因素,笔者设计了资本项目可兑换的风险预警管理体系,并针对主要的风险因素提出了相应的防范性措施,对下一步推动资本项目可兑换的进程提出了有益的建议。

总 序

为了给我国从事金融理论研究的青年才俊提供一个展示才华的园地，我们拟从 2004 年开始，每年编辑出版一套“金融博士文库”。

这套文库将突出三个特点。

第一，入选文库的作者以新近毕业的博士为主。这些作者都系统地受过现代经济学的严格训练，对当前国内外最新的学术文献有比较全面的了解，对中国的国情则有相当程度的把握。这些作者无疑多为“名不见经传”的年轻人——我们出版他们的论著的本意之一，正是要不断地向理论界推出新人。

第二，入选的论文应能提供经过严密论证的新结论，或者，提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们并不特别提倡在一部著作中提出多少观点，一般地，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过严格论证，而且能够被证实或证伪的论点和理论体系。对于那些没有严格的前提设定，缺少合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数不加说明的资料和数据，便一下子导出几个很强的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

第三，入选的论文应能熟练运用现代经济和金融理论的方法，在形式上符合学术论文的规范。我们在这里所强调的分析方法，就理论经济学而言，指的是在某一研究领域中确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用经济学而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体技术、工具或程序。我们深知，在方法上求新绝非易事，因此，我们对论文的基本要求，是按照现代经济学的研究规范和基本逻辑来展开研究并构造论著。

出版这套论丛的最初动议，是由享誉国际金融界的华人投资银行家江万龄博士提出的。江先生早年就读于美国著名学府。学成之后，他便投身于我

国台湾省的“官营企业”和“党营企业”的整治工作，并做出了突出贡献。后来，作为领创业投资风气之先的投资银行家，他又为台湾省的创业投资体系的建设做了一些开创性工作。尤其可贵的是，从 20 世纪 90 年代中期开始，江先生满怀爱国之情，积极投身于祖国大陆的经济建设和金融发展大潮之中。他先在清华大学、上海交通大学、中国科技大学等国内数所著名高校中担任教职，孜孜不倦于传播现代金融知识；继而又利用其在国际金融界的威望，组织设立了若干只投资基金，致力于推动大陆创业投资体系的建设。不幸的是，正当他苦心经营的事业在祖国大陆初见成效之际，他却离我们而去。我们出版这套论丛并以他的名字命名，正是为了铭记他对祖国的金融人才培养教育事业做出的贡献。

李 扬

2004 年 9 月 9 日

Preface

by Li Yang

With economic and financial globalization and the emergence of capital inflows and outflows after China joined WTO, the pressing issue in China is how to maximize the use of external resources for domestic economic development and what approach to further push on Renminbi capital account liberalization.

The methodology of the dissertation is to combine theoretical innovation and actual practice, international experience and domestic situation, and theoretical analysis and empirical study. Then, based on the review and comparison of existing theories, the dissertation examines the special restriction posed by a non-internationalised currency, and the degree of international acceptance of a currency, on Renminbi capital account liberalization. Finally, the staggered target and the sequencing of capital account liberalization using a equilibrium-contingency opening model are put forward.

The innovative ideas of the dissertation are:

(1) Discovering the great difference in the restricting conditions on capital account liberalization between a country with an internationalized currency on the one hand, and a country with a non-internationalized currency on the other. The asymmetric effect of this difference is also analyzed in the process of capital account opening of in these two types of countries.

(2) Proposing the concept of the degree of international acceptance and a related index system. Meanwhile, US \$, Japanese Yen, Euro and Renminbi were chosen as an empirical study in order to illustrate the concept. The theory of the degree of international acceptance currency could be regarded as an important contribution to the study of approach and sequence for China's capital account liberalization.

(3) Putting forward the equilibrium-contingency model and its theoretical foundation for the liberalization of capital account in China through empirical study of China's capital operation and management capital equilibrium and analysis of the environment and possibility of Renminbi capital account liberalization.

(4) Introducing staggered target and the sequence for the pace of capital account liberalization on the basis of the equilibrium-contingency opening model and following the principles of caution, equilibrium and contingency. Moreover, the dissertation analyses the different risks in the process of capital account liberalization are analyzed and proposes a risk early-warning system and specific measures on risk prevention.

江万龄出版基金委员会

主 任 李 扬

委 员 李 扬 王传纶 王国刚 王松奇 江赵兰润

办 公 室 赵一新 刘戈平 罗 滢

论文推荐小组

召 集 人 李 扬 (兼)

委 员 (按姓氏笔画):

王传纶	中国人民大学
王广谦	中央财经大学
王春峰	天津大学
叶永刚	武汉大学
艾洪德	东北财经大学
朱新蓉	中南财经大学
刘锡良	西南财经大学
李伏安	南开大学
李 扬	中国社会科学院 研究生院
何 佳	香港中文大学商 学院
宋逢明	清华大学
张俊喜	香港大学
范从来	南京大学

陈百助	美国南加州大学
陈志武	美国耶鲁大学
陈浪南	中山大学
陈雨露	中国人民大学
胡 坚	北京大学
贺力平	北京师范大学
郑振龙	厦门大学
姜波克	复旦大学
唐 旭	中国人民银行研 究生部
谢 平	中国人民银行研 究生部
穆怀朋	中国人民银行研 究生部
戴国强	上海财经大学



目 录

C O N T E N T S

第一章 绪 论	1
第一节 本书研究背景	1
第二节 资本项目可兑换有关概念界定	6
第三节 本书的研究思路与方法	12
第四节 本书的结构安排与主要内容	13
第五节 本章小结	15
第二章 资本项目可兑换理论基础	16
第一节 理论渊源及历史背景	16
第二节 对资本项目管制与放开的探讨	34
第三节 本章小结	48
第三章 资本项目可兑换的国际借鉴	49
第一节 不同国家资本项目可兑换的状况与特征	49
第二节 对于重新管制现象与危机现象的思考	63
第三节 资本项目可兑换对宏观经济与制度的要求	73
第四节 本章小结	88
第四章 关于资本流动与可兑换问题的争鸣	90
第一节 全球资本流动趋势与市场特征	90
第二节 资本项目可兑换的利弊分析	97

第三节	国际资本项目可兑换对中国的启示	109
第四节	本章小结	112
第五章	人民币资本项目可兑换现状与环境分析	113
第一节	人民币资本项目可兑换的历史沿革	113
第二节	人民币资本项目可兑换现状	120
第三节	人民币资本项目可兑换的特征分析	129
第四节	人民币资本项目可兑换的条件与环境	135
第五节	本章小结	148
第六章	货币的国际化程度与资本项目可兑换	149
第一节	非国际货币对资本项目可兑换的约束	149
第二节	货币国际度的实证分析	155
第三节	货币国际度与人民币资本项目可兑换	162
第四节	本章小结	165
第七章	人民币汇率与资本项目可兑换	166
第一节	人民币汇率决定及其影响	166
第二节	汇率模式选择及其约束	185
第三节	人民币汇率与资本项目的关系	192
第四节	本章小结	198
第八章	资本流动均衡与人民币资本项目可兑换	200
第一节	资本项目均衡管理与资金均衡模型	200
第二节	经济摩擦与资本流入流出均衡管理	216
第三节	本章小结	221
第九章	人民币资本项目可兑换进程与对策研究	222
第一节	“均衡—权变”开放模式的选择	222

第二节 “均衡一权变”开放模式的总体战略构想	225
第三节 人民币资本项目可兑换的进程与对策	228
第四节 本章小结	237
第十章 人民币资本项目可兑换风险控制体系	239
第一节 人民币资本项目可兑换进程中的风险管理	239
第二节 资本流动风险管理措施	255
第三节 人民币资本项目可兑换进程中的影响因素	260
第四节 本章小结	261
第十一章 本书结论及后续研究	262
第一节 本书研究的主要结论	262
第二节 后续研究的方向	264
参考文献	266
后 记	282



CONTENTS

Chapter one	Introduction	1
1.1	Research background	1
1.2	Conceptions of capital account liberalization	6
1.3	Methodology of this book	12
1.4	Structure and main content of this book	13
1.5	Summary	15
Chapter two	Theories of capital account liberalization	16
2.1	The history of the theories	16
2.2	Study on the control and opening of capital account	34
2.3	Summary	48
Chapter three	International experience of capital account liberalization	49
3.1	Country cases on capital account liberalization	49
3.2	Cases on re-control and risks	63
3.3	Requests on macro-economy and system	73
3.4	Summary	88
Chapter four	Argument on capital flow and convertibility	90
4.1	Trends and characters of international capital flow	90
4.2	Analysis on advantages and disadvantages	97
4.3	Revelation for China	109

4.4	Summary	112
 Chapter five Analysis on status and condition of RMB capital		
	account liberalization	113
5.1	History of RMB capital account liberalization	113
5.2	Status of RMB capital account liberalization	120
5.3	Characteristic analysis on RMB convertibility	129
5.4	Conditions and surroundings of RMB convertibility	135
5.5	Summary	148
 Chapter six Degree of international acceptance of currency and		
	capital account liberalization	149
6.1	Restriction on capital account liberalization by non-international currency	149
6.2	Case study of the degree of international acceptance of currency	155
6.3	Degree of international acceptance of currency and RMB capital account liberalization	162
6.4	Summary	165
 Chapter seven RMB exchange rate and capital account		
	liberalization	166
7.1	Determination and influence of RMB exchange rate	166
7.2	Pattern choice and restriction	185
7.3	RMB exchange rate and capital account	192
7.4	Summary	198
 Chapter eight Capital flow equilibrium and RMB capital account		
	liberalization	200
8.1	Capital account equilibrium management and capital equilibrium models	200