



金砖可镂——金砖五国 资本账户开放战略

应益荣 著

Gold Brick can be Engraved

— The Strategy of Capital Account Liberation of the BRICs

上海大学出版社



上海大学出版社

金砖可镂

金砖五国资本账户开放战略

应益荣 著



本书出版由国家自然科学基金项目
(71171128)和教育部人文社会科学研究
项目(10YJA790233)资助

图书在版编目(CIP)数据

金砖可镂: 金砖五国资本账户开放战略/应益荣著.

—上海: 上海大学出版社, 2015. 12

ISBN 978-7-5671-2077-8

I. ①金… II. ①应… III. ①资本-金融开发-研究-中国 IV. ①832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 308209 号

策 划 农雪玲

责任编辑 农雪玲

封面设计 倪天辰

技术编辑 章 斐

金砖可镂

——金砖五国资本账户开放战略

应益荣 著

上海大学出版社出版发行

(上海市上大路 99 号 邮政编码 200444)

(<http://www.press.shu.edu.cn> 发行热线 021-66135112)

出版人: 郭纯生

*

南京展望文化发展有限公司排版

上海华教印务有限公司印刷 各地新华书店经销

开本 787×960 1/16 印张 19.5 字数 338 千

2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5671-2077-8/F·152 定价: 55.00 元

序

2016年10月1日起,人民币将正式加入SDR(特别提款权)。这是IMF(国际货币基金组织)于北京时间2015年12月1日凌晨1点正式宣布的消息。IMF总裁拉加德在发布会上表示:“人民币进入SDR将是中国经济融入全球金融体系的重要里程碑,这也是对于中国政府在过去几年在货币和金融体系改革方面所取得的进步的认可。”人民币进入SDR标志着IMF认可人民币在全球金融市场的地位不断提升,人民币和其他国家货币的双边互换安排会进一步增多,全球央行可能在长期会进一步增持人民币资产。SDR无疑是人民币和中国金融市场迈向国际舞台的新起点。中国的资本账户开放进程也将跨入一个崭新的时代。

资本账户开放总是伴随着大量国际资本流动,极易引起金融资产价格大幅波动。实践证明,20世纪90年代后爆发的几次大的国际金融危机及其传染现象,以及危机爆发频繁,危机传染的深度、广度和速度都越来越明显,都与越来越多的国际游资流动有关。相关研究也发现,资本账户开放与金融不稳,乃至金融危机爆发和传染都有密切关系。而进入后金融危机时代,世界经济复苏缓慢,部分欧洲国家的债务问题的影响正在扩大,美国货币量化宽松政策抬头,国际游资不断涌向经济发展较快的新兴经济体……这些都使大部分国家经济金融发展的外部环境充满了诸多的不确定性,增大了新的金融危机爆发的可能性。在经济金融全球一体化的趋势下,新的金融危机一旦爆发,其沿着资本账户开放提供的资本流动通道迅速蔓延开来是不可避免的,不仅会造成更大的经济损失,而且必将又一次严重扰乱全球经济秩序,为下一轮全球金融危机的爆发与传染创建一个温床。如今,金砖五国已成为决定全球经济格局的基本力量,在增量贡献上已成为最重要的增长极。在金砖五国中,中国相对规模和增量贡献最大,通常超过其他四国总和。中国如何处理几组关系,如何认识内部推进改革转型和外部参与全球治理之间的关系,将以间接却实质的方式对金砖五国的合作前景产生深刻影响。

鉴于国内外有关金融危机传染机制的理论研究还属于起步阶段,缺乏系统性,即每一个理论假说只能解释部分危机传染原因和传染机制,且鲜有对预防危机传染的国际应对措施进行讨论,而本轮全球性金融危机的传染机制是多种渠道混合而成的,通过贸易联结、金融联结和心理预期等主要渠道的传染效应仍然很显著,因此,从全球系统角度考虑金融危机爆发相对频繁和突变性强的趋势,引入并推广微分动力学方法到国际金融危机传染研究中,具有明显的学术意义。于是,本书的姐妹篇《后金融危机时代的中国资本账户开放研究》首先从系统角度分析后金融危机时代中国资本账户开放的内外诱致性原因,阐明中国资本账户开放的必然性和复杂性,然后多角度研究中国资本账户开放的效应,主要包括经济效应、货币替代效应、资本外逃效应等,为后金融危机时代中国资本账户开放策略做微观层面的分析。

美国次贷危机蔓延向世人昭示了这样一个事实:金融危机影响与传染密不可分。本轮全球性金融危机沿金融、贸易、预期等多种渠道蔓延到中国,尽管中国资本账户开放度较低,依然引发了中国外汇储备缩水、国外证券投资贬值、出口贸易急速下降、GDP增速下降、人民币升值压力陡增等诸多问题。因此,本书从历史、政治、文化、经济等不同视角,通过研究巴西、印度、俄罗斯和南非这四个金砖国家资本账户开放战略比较,归纳出值得中国资本账户开放借鉴的经验与教训。采用案例分析方法,解剖金砖五国的资本账户开放战略的得失,为后金融危机时代中国资本账户开放战略提供借鉴。本书的基本结论是,要增强中国金融机构与金融机制抵御国际游资的冲击,必须深化金融的改革,完善金融环境,创造良好的金融机制,更好地分配外来资本。第一,构建完善的防范短期国际游资的金融监管体系。第二,加强国际之间的金融监管合作。第三,完善对资本账户的管理体系。第四,加强管控外资对证券市场的投资。第五,实行严格的对外债务管理。

毋庸讳言,无论在方法上还是结论方面,本书的研究都处于探索阶段,不足之处在所难免,敬请读者批评指正。最后,感谢参与本课题的研究团队的所有成员,感谢重庆交通大学陈科老师、安徽大学童玉媛老师、上海大学吕文俊老师,以及一直给予帮助与支持的家人、朋友、同事。没有他们的贡献与支持,本课题研究 with 出版都不会如此顺利。此外,在研究过程中,还得到了国家自然科学基金项目(批准号 71171128)和国家教育部人文社会科学研究项目(批准号 10YJA790233)的支持,笔者在此表示衷心的感谢!

应益荣

上海·宝山

2015.11.30

目 录

第 1 章 导论	001
1.1 资本账户开放与金融危机	003
1.1.1 国外研究概况	003
1.1.2 国内研究概况	006
1.2 资本外逃与资本管制	012
1.2.1 资本外逃的定义	012
1.2.2 资本管制的理念	014
1.2.3 资本外逃的估算	015
1.2.4 中国资本外逃的估算	018
1.2.5 资本管制的案例	020
1.2.6 中国式的资本管制	021
1.3 资本管制有效性研究	022
第 2 章 巴西篇 冲出亚马孙	025
2.1 桑巴式的资本账户开放	027
2.2 亚马孙的召唤	029
2.3 “上帝是巴西人”	034

2.3.1	巴西的奇迹一	035
2.3.2	巴西的奇迹二	040
2.3.3	巴西的奇迹三	041
2.4	举棋不定：巴西的资本管制	042
2.4.1	货币危机的定义	042
2.4.2	巴西外汇制度的演变	044
2.4.3	巴西汇率走势	045
2.5	巴西：未来美洲的霸主	049
2.5.1	赶超模式：金砖国家经济增长趋缓	049
2.5.2	巴西经验：资本账户开放策略	052
2.5.3	明日巴西：未来美洲的霸主	054

第3章 俄罗斯篇 滔滔的顿河 061

3.1	红旗缥缈没遥空	063
3.1.1	缥缈的红旗	063
3.1.2	普京的崛起	064
3.1.3	骄人的成就	066
3.2	首富是怎样炼成的	067
3.3	滔滔的顿河	069
3.3.1	俄罗斯的资本市场	069
3.3.2	俄罗斯的外汇储备	073
3.3.3	俄罗斯的国际收支	075
3.4	俄式资本外逃	077
3.4.1	资本外逃的原因	078
3.4.2	资本外逃对俄经济的影响	080
3.5	勇敢的米哈伊	082
3.5.1	资本管制	082
3.5.2	应对政策	083

第4章 印度篇 慢是美好的

087

4.1 谁说大象不能跳舞	089
4.1.1 尼赫鲁时代——追随苏联体制	090
4.1.2 甘地时代——逆境中的改革	092
4.1.3 印度新时代——走向经济转型	094
4.1.4 莫迪执政——世界雷达屏上重现印度身影	096
4.2 慢是美好的	097
4.3 印度式汇率制度	103
4.3.1 钉住汇率制时期	103
4.3.2 双重汇率制时期	105
4.3.3 管理浮动汇率制时期	106
4.4 不顾诸神	115
4.4.1 不顾诸神	115
4.4.2 印度的资本控制体系	116
4.4.3 印度资本控制的策略	119
4.5 印度的未来不是梦	124
4.5.1 现实与梦想	124
4.5.2 经验与启示	126

第5章 南非篇 眺望好望角

135

5.1 百年“彩虹之国”	137
5.2 金砖第五国	140
5.3 “钻石王国”的汇率波动	144
5.3.1 金砖国家汇率制度的变革	145
5.3.2 不同汇率制度成效分析	146
5.3.3 结论与启示	155
5.4 眺望好望角	157
5.4.1 伫立好望角	157

5.4.2	金砖国家的汇率安排经验	159
5.4.3	危机前后金砖国家汇率表现	163
5.4.4	结语	165

第6章 中国篇 巨龙出东方 167

6.1	巨龙出东方	169
6.1.1	中国资本账户开放现状	169
6.1.2	中国资本账户开放前景	172
6.2	“一带一路”战略	173
6.2.1	“一带一路”战略推动区域经济一体化	174
6.2.2	区域经济一体化助推人民币国际化	180
6.2.3	“一带一路”成为人民币国际化重要机遇	183
6.3	亚投行：人民币国际化的试水	188
6.3.1	鲲鹏展翅：亚投行或将成世投行	189
6.3.2	骐骥腾跃：亚投行追逐全球金融新框架	191
6.3.3	外媒观察：亚投行启动中国资本输出	194
6.3.4	两强相争：亚投行背后的中美博弈	202
6.4	上海：金砖国家银行	208
6.4.1	金砖国家银行：矫正全球经济旧秩序	208
6.4.2	多边合作：改变全球金融格局	209
6.4.3	数据分析：人民币汇率如何变动	211
6.4.4	连横合纵：金砖国家银行业竞争力分析	218
6.4.5	风险防控：加固金砖国家“金融防火墙”	221
6.4.6	领先成本：提高银行业竞争力策略	222
6.5	香港：人民币离岸市场中心	224
6.5.1	人民币离岸市场演化分析	224
6.5.2	人民币离岸市场发展现状	235
6.5.3	人民币离岸市场风险分析	239
6.5.4	人民币离岸市场前景展望	246

6.6 人民币：走向国际化	251
6.6.1 历史与现状	251
6.6.2 欧元与美元	254
6.6.3 机遇与挑战	260
6.6.4 探索与实验	270
6.6.5 结论与展望	282

参考文献	287
-------------------	-----

图表目录

图 2-1	巴西实际有效汇率、名义有效汇率和名义汇率	047
图 2-2	巴西通货膨胀目标及实际通货膨胀率	048
图 3-1	1997—2012 年俄罗斯 GDP 增长率	070
图 3-2	1997—2012 年俄罗斯通货膨胀率	071
图 3-3	俄罗斯股市指数走势	072
图 3-4	俄罗斯汇率走势	074
图 4-1	1993—2012 年印度外债规模	112
图 4-2	印度广义货币供给	113
图 4-3	2001—2008 年印度的非居民投资情况	118
图 4-4	印度 1984—1992 年外汇储备	119
图 4-5	中国与印度 GDP 增长率对比	123
图 5-1	1990—2014 年巴西外汇储备和特别提款权占 GDP 的百分比	148
图 5-2	1990—2014 年俄罗斯外汇储备和特别提款权占 GDP 的百分比	149
图 5-3	1990—2014 年印度外汇储备和特别提款权占 GDP 的百分比	149
图 5-4	1990—2014 年中国外汇储备和特别提款权占 GDP 的百分比	150
图 5-5	1990—2014 年南非外汇储备和特别提款权占 GDP 的百分比	150
图 5-6	1990—2014 年巴西外债占 GDP 的比重	153
图 5-7	1993—2014 年俄罗斯外债占 GDP 的比重	154
图 5-8	1990—2014 年印度外债占 GDP 的比重	154
图 5-9	1990—2014 年中国外债占 GDP 的比重	155
图 5-10	1994—2014 年南非外债占 GDP 的比重	155

图 5-11 金砖国家外债结构指标	156
图 6-1 中、美、日、欧盟 15 国 GDP 的比重(单位: %)	177
图 6-2 中、美、日、欧盟 15 国 GDP 增长率(单位: %)	177
图 6-3 2014 年各国对中国出口贡献度	179
图 6-4 中国 FDI 年度数据表明外商直接投资额逐渐递增	179
图 6-5 跨境贸易人民币结算规模逐年递增	183
图 6-6 2008—2014 年美国国债上限及 GDP 占比	263
表 2-1 2004—2014 年巴西经济总量及世界排名情况	041
表 2-2 巴西资本账户开放度与外汇市场压力指数(单位: 亿美元)	044
表 3-1 俄罗斯宏观经济数据	082
表 4-1 印度改革以来经济增长情况(单位: %)	099
表 4-2 中印事件和做法比较	101
表 4-3 1996—2014 年印度主要经济变量的趋势	102
表 4-4 1991 年前印度汇率制度安排演变	105
表 4-5 印度汇率制度变迁	107
表 4-6 印度外汇市场发展(单位: 亿美元)	110
表 4-7 1993—2012 年印度外汇储备规模和印度卢比对美元的汇率	112
表 4-8 1980—2009 年印度货币供给结构(单位: 千万卢比)	113
表 4-9 印度的相关政策	120
表 4-10 部分年份印度对外部门的相关指标(单位: 百万美元)	121
表 4-11 印度公营银行的不良资产比率	126
表 4-12 印度两大公营银行集团的净利润/总资产比率	126
表 4-13 2009—2014 年印度对外部门的相关指标(单位: 百万美元)	128
表 5-1 南非年度经济指标	137
表 5-2 金砖国家 1994—2014 年国际收支	151
表 6-1 人民币国际化的基本途径和目标	184
表 6-2 人民币货币互换协议	186
表 6-3 亚投行亚洲范围内成员列表(截至 2015 年 4 月 15 日)	192
表 6-4 亚投行亚洲范围外成员列表(截至 2015 年 4 月 15 日)	193
表 6-5 主要国家(地区)媒体对亚投行的观点	194

表 6-6	亚投行与亚行的比较	199
表 6-7	三大行股权分布	200
表 6-8	银行业竞争力指数的量化指标及权重	213
表 6-9	美元兑人民币月度汇率、两国基准利率及利差(2011.1—2015.5)	214
表 6-10	金砖国家与印尼、波兰银行业竞争力量化数据	218
表 6-11	金砖国家银行业宏观竞争力得分	221
表 6-12	国务院针对离岸中心建设采取的政策	230
表 6-13	人民币自由兑换的阶段划分	239
表 6-14	香港人民币离岸市场发展前后对境内外汇储备和基础货币的影响	240
表 6-15	内地和香港的存贷款利差	244

第1章 导论

1.1 资本账户开放与金融危机

自1971年布雷顿森林体系崩溃以来,大多数工业化国家都相继选择开放本国的资本账户,并且显著促进了本国经济增长和提高资源配置效率。随着经济全球化和国际金融一体化进程的加快,发展中国家实行资本账户开放事实上也成为必然的选择。然而进入20世纪90年代以后,国际金融危机频繁爆发,如1994年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机及之后几年爆发的俄罗斯金融危机、巴西金融危机、阿根廷金融危机,直至2007—2009年全球性金融危机,无不反映出国际资本流动对经济和金融的负面影响,充分表明资本账户的自由化可能引致金融危机的发生。因此,资本账户下的国际资本流动越来越引起人们的关注,如何在安全应对国际资本流动带来的风险的同时从资本账户开放中获益已经不是一个单纯的学术问题。

1.1.1 国外研究概况

随着现代社会经济全球化和金融全球化的发展,世界各个国家的资金都处于双向流动的状况,只不过净资本流动的方向不同而已。资本账户的开放可以为一国的经济发展带来新的机遇,但同时也会有新的挑战。资本账户的开放对于一个国家来说就像是一把双刃剑,从积极和消极两个方面影响着一个国家:积极的方面,资本账户的开放降低了国际贸易与国际资本活动的交易成本,降低了壁垒,使得资本在世界的范围内能够得到更加优化的配置;消极的方面,资本的大量流入与流出又加大了对一个国家经济的冲击,如果该国家的经济结构不够稳定,无法抵御外来资本强烈的冲击,则容易引起一国经济的巨大波动,加大了金融危机爆发的可能性。以往年度发生的亚洲金融危机、墨西哥金融危机、美国次贷危机等,都与资本的巨大波动有着直接或间接的关系。

国外关于资本账户开放和金融危机爆发方面的文献研究,主要包括3种观点:资本账户开放与金融危机的爆发呈正相关、资本账户开放与金融危机的爆发呈负

相关以及资本账户开放与金融危机的爆发之间的关系存在不确定关系。

观点一：资本账户开放不会导致金融危机。

有一些学者认为资本账户的开放只会促进经济的发展而不会导致金融危机的爆发。因为资本账户的开放减少了资本交易双方的信息不对称问题,降低了两个国家之间资本交易的成本,有利于资本流向生产效率较高的国家,实现资源的有效配置,有助于提高全球范围人民的福利水平。这也可以用比较优势和绝对优势的理论来解释。国际货币基金组织倾向于支持这一类观点,因为它认为,国家之间可以相互学习,尤其是学习那些金融体系效率高的国家来提高本国的金融发展速度,从而提高本国的经济发展水平,这样更加有利于全球福利的提高。

支持资本账户开放不会导致金融危机的研究结论主要有: S. Radelet(1998)通过研究本国股票市场上的外国公司的情况,认为一个国家的贸易开放度以及对外输出的增长率与该国股票市场上外国公司的数量有一定的正向关系,外国直接投资与海外上市的公司数量呈负相关,与其通过增加海外上市公司的数量来发展经济,不如通过增加 FDI,并通过本国股票市场上外国公司的数量来表示一国资本账户的开放情况,来检验其与本国经济发展的情况,结论显示资本账户的开放促进了一国的经济发展。R. Levine 和 Schmukier (1999)通过调查 20 世纪亚洲经济体的 FDI 对这些国家的影响,并运用面板数据做了相关性的分析,认为在一定的条件下,FDI 对这些国家经济发展有积极影响,并得出收入水平高的国家比收入水平低的国家从 FDI 获得的积极影响更多一些的结论,也就是说,比起发展中国家,经济发达的国家资本账户的开放更能促进经济的增长。I. Azis(2000)研究了在发展中国家资本流动、金融发展程度以及经济增长之间的关系,并发现资本流动对发达国家金融部门的发展有积极的作用,而对落后国家的金融部门却是有负面的作用,但是总体来说外国资本流动对一国经济的增长还是促进的作用更多一些。R. Levine(2001)认为,从长期来说控制资本流动是没有功效的,资本管制会切断资本投资的流入,也会限制与资本流入相伴而行的高技术水平和高生活水平。T. Rutherford(2003)的实证分析结果表明,外国资本流动所占的相对比例在发达国家越大,对金融发展的积极影响越大,对于落后国家来说,FDI 对金融发展也会有很大的积极影响。P. R. Lane(2007)构筑了内生增长模型,分析了 1970 年至 1989 年间 69 个发展中国家的外商直接投资状况,认为外商直接投资更能促进一国经济的健康发展。

观点二：资本账户开放会导致金融危机。

支持资本账户会导致金融危机的一些观点认为,资本账户的开放使得一个国