



人民币资本项目开放

——亚洲的经验与中国的路径

Renminbi Capital Account Liberalization
— Asia's Experiences and China's Path

◎ 黄继炜 著



经济科学出版社
Economic Science Press



人民币资本项目开放

——亚洲的经验与中国的路径

Renminbi Capital Account Liberalization
— Asia's Experiences and China's Path

◎ 黄继炜 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币资本项目开放：亚洲的经验与中国的路径 /
黄继伟著. —北京：经济科学出版社，2014. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4787 - 2

I. ①人… II. ①黄… III. ①人民币兑换 - 研究 -
亚洲 IV. ①F832. 6②F833. 06

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 141732 号

责任编辑：何 宁

责任校对：徐领柱

版式设计：齐 杰

责任印制：王世伟



人民币资本项目开放

——亚洲的经验与中国的路径

黄继伟 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs.tmall.com

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 20.25 印张 400000 字

2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4787 - 2 定价：39.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

序

黄继炜博士的著作《人民币资本项目开放——亚洲的经验与中国的路径》即将付梓，作为与其共事十多年的同事，他希望我能为著作作序，我欣然提笔。

改革开放三十多年来，我国融入经济全球化大潮，经济总量已跃升至世界第二，成为举世瞩目的开放大国。但是我国的金融系统还比较落后，金融体系与世界金融体系的联系还比较薄弱，需要进一步的改革和开放，资本项目开放是其中的重点。与此同时，美国次贷危机之后，越来越多的学者认识到，当前的国际货币体系存在诸多问题，亟须改革。宏观环境的变化为我国资本项目开放提供了机遇，也带来了许多挑战。作者早在 2008 年次贷危机爆发时，就选择了这一重大的理论和现实课题进行系统研究，是很有预见性的。

首先，本书将目光放在东盟及日本、韩国、印度等周边国家。第二次世界大战后，以这些国家为代表的亚洲各国通过不同领域的改革，有力地推动了经济的腾飞。资本项目开放、促进资本流动就是其中的重要内容，它虽然取得一定的效果，但也埋下了不小的隐患，亚洲金融危机就是其表现之一。作者深入分析了六个国家资本项目开放过程，特别是分析政府与金融界在金融深化过程中的博弈，其中一些细节能够较好地解释政府为何未能及时发现和预防金融危机的发生。这个过程其实与我国当前经济发展中的情形有许多类似之处，值得学者去进一步琢磨，而本书也是研究相关国家经济发展历程的重要资料。

其次，本书对各国资本项目开放，从动因、过程、效果、金融改革等方面做一个全面的总结。各国在资本项目开放中有一些共性，也有一些各自的特点，对我国的资本项目开放提供了有益的借鉴。为此，作者提出并建立了一个衡量各国资本项目开放度、货币政策独立性和汇率稳定性的指数体系。作为世界经济研究的工作母机，M-F 模型（“三元悖论”）一被提出，就得到高度重视。但这个很直观的模式，一直没能建立相应的指数体系，是因为其中部分难题有待攻克。近年来，一些学者在这方面进行了积极的探索，作者在他们的基础上，吸取有益成分、改进不足，建立了自己的指数体系。这个指数有以下优点：一是统一性，三个指数均在 0~1 之间，使得它们之间能够很好地进行比较。二是现实性，比如作者采取事实指标，克服了法规指标距离现实越来越远的问题。三是连续性，由

于数据来源问题，以往有些指数只能说明特定时点三者的变化情况，而作者采取了新的方法，形成了逐年的三项指数，能让我们更直观地感受三者的变化。虽然仅短短几页，但作者在指数的设计方面下了很大功夫，也取得了较好的效果。

最后，作者将落脚点放在我国的资本项目开放。在总结我国资本项目开放历程后，作者认为，因为我国经济规模已经很大，资本项目开放后的资本流动具有内生性，这与前面讨论的亚洲各国（除了日本）有明显的不同。因此，作者除细致地规划了我国资本项目开放的路线图外，更强调路线图需要不断调整，同时作者认为诸多领域推动各类金融改革，是资本项目开放顺利推进的有力保障。针对近年来提出的人民币国际化问题，作者比较冷静地加以分析，认为人民币国际化可以作为我国的长远期目标，但现在强行推动，效果、时机可能尚不成熟，因此，不能为了人民币国际化而加快资本项目开放。

总之，本书是一本既有丰富资料，又有理论研究的著作。希望黄继炜博士以此为起点，继续在他的专业领域深入研究，也希望本书能成为世界经济学同行的有益的参考书。

伍长南

2014年7月

目 录

绪论	1
第一章 资本项目开放：理论与文献综述	8
第一节 资本项目开放与增长	8
第二节 资本项目开放的其他动因	13
第三节 资本项目开放与货币危机	16
第四节 资本项目开放与“三元悖论”	21
第五节 资本项目开放的顺序	26
第六节 近期关于资本项目开放与管制的讨论	30
第二章 马来西亚的资本项目开放	35
第一节 马来西亚资本项目开放的过程	35
第二节 马来西亚的资本流动、汇率走势与货币政策	41
第三节 金融危机的应对与效果分析	49
第三章 泰国的资本项目开放	56
第一节 泰国资本项目开放的历程	56
第二节 泰国的“三角关系”	62
第三节 泰国金融危机	71
第四节 金融过度深化与治理	77
第四章 印度尼西亚的资本项目开放	84
第一节 印度尼西亚资本项目开放的进程	84
第二节 印度尼西亚的资本流动	90
第三节 汇率制度与汇率波动	93
第四节 通货膨胀与货币政策	97

第五节 金融危机与金融改革·····	101
第五章 韩国的资本项目开放·····	108
第一节 资本项目开放的过程·····	108
第二节 金融国际化与资本项目开放·····	115
第三节 韩国的资本流动·····	121
第四节 韩国的汇率制度与汇率变化·····	126
第五节 韩国的货币政策·····	131
第六章 印度的资本项目开放·····	138
第一节 印度资本项目开放的背景与机构·····	138
第二节 印度资本项目开放的主要内容·····	143
第三节 印度金融体系改革·····	150
第四节 印度的资本流动、汇率与货币政策·····	155
第七章 日本的资本项目开放·····	164
第一节 日本资本项目开放的背景与过程·····	164
第二节 日本资本项目开放的主要内容·····	170
第三节 日本的汇率升值·····	175
第四节 日本的资本流动与货币政策·····	180
第五节 日元国际化·····	185
第六节 经验与启示·····	191
第八章 各国资本项目开放的经验与启示·····	198
第一节 资本项目开放背景和动因·····	198
第二节 资本项目开放过程·····	201
第三节 资本项目开放与金融改革·····	205
第四节 资本项目开放与三角关系·····	209
第五节 模型分析·····	212
第九章 我国的资本流动、汇率政策与货币政策·····	225
第一节 改革开放后我国的资本流动·····	225
第二节 我国资本项目开放与汇率制度·····	234
第三节 我国资本项目开放与货币政策·····	242

第十章 我国资本项目开放的现状与目标	248
第一节 我国实现资本项目开放的条件	248
第二节 我国资本项目开放的历程与现状	250
第三节 我国资本项目开放的特点	256
第四节 我国资本项目开放的展望	261
第五节 资本项目开放的其他配套措施	266
第十一章 我国资本项目开放与人民币国际化	271
第一节 成为国际货币的收益与成本分析	271
第二节 人民币国际化的现状	276
第三节 人民币国际化与资本项目开放	281
参考文献	286
后记	313

绪 论

1973 年布雷顿森林体系解体后,伴随着采取浮动汇率制,发达国家开始解除对资本流动的管制。德国、法国、日本从 20 世纪 70 年代起花了数年甚至十几年的时间,逐步解除对资本项目的管制,而英国、澳大利亚以及一些北欧国家于 20 世纪 80 年代初期推动激进的资本项目开放。虽然也出现几次金融动荡,但资本管制没有在发达国家卷土重来,逐利的发达国家资金涌入了国际金融市场。国际资本市场融资总额从 1981 年的 1995 亿美元增加至 1986 年的 3096 亿美元,到 1995 年则为 8322 亿美元,1998 年更达 12247 亿美元,17 年累计年均增幅达 11% 以上,而同期国际贸易的增幅为 6% 左右,GDP 的增加仅为 3.3%。大量资本流动带来国际外汇交易的繁荣,根据国际清算银行(BIS)的估计,世界各主要外汇市场每日平均外汇交易额在 1979 年为 750 亿美元,1986 年增加至 1880 亿美元,而 1995 年更剧增至 11990 亿美元。^① 国际资本弥补了东道国的资金缺口,多数情况下优化了国内的资源配置,有助于经济增长和创造了就业。

20 世纪八九十年代的国际资本流动与第二次世界大战后初期相比有许多不同:一是私人资本代替政府资本成为国际资本流动的主角。二是在国际资本流动中直接投资的比重明显下降,而证券投资和商业贷款成为国际资本流动的主要形式。三是发达国家虽然仍是资本的主要输入输出国,但是发展中国家在国际资本输入,甚至输出的比重开始不断提高。据国际货币基金组织(IMF)统计,1997 年流向发展中国家的长期资本达 2990 亿美元,约是 1990 年的 2 倍,其中私人投资资本占 88.4%,包括了大量互助基金、私募基金和对冲基金。在资本流动红利的鼓舞下,从 20 世纪 80 年代末开始,东亚、东南亚国家从不同起点,声势浩大地推动资本项目开放。比如泰国在 1986 年,马来西亚在 1988 年,印度在 1992 年都推出了一系列扩大投资领域、放宽资金上限、给予国民待遇等措施。在拉美债务危机后,亚洲地区迎来了第二次世界大战后国际资本流动的第二个高潮,以我们重点讨论的国家为例,1980~1987 年流入马来西亚的资本净值平均为 20.24 亿美元,而 1988~1996 年流入资本净值增加至 49.66 亿美元,增幅达 145%。

^① 田宝良:《国际资本流动:分析、比较与监管》,中国金融出版社 2004 年版。

1980~1987年流入泰国的资本净值平均为16.98亿美元,而1988~1996年流入资本净值增加至124.52亿美元,增加了6.33倍!资本流入对这些国家起到了积极的作用,与1975~1985年相比,1986~1996年,马来西亚年均GDP从6.3%提高至7.8%,泰国从6.6%提高至9.1%,印度尼西亚和韩国的情况也类似。而印度成功地渡过了支付危机,外汇储备恢复增长,经济增长率从4%提高至6%以上。

但资本大量流入也带给亚洲国家许多争议,“三元悖论”是被讨论最多的问题之一。作为开放经济条件下进行宏观经济分析的工作母机,理论认为一国不可能同时实现货币政策独立性、汇率稳定以及资本自由流动三大金融目标,只能同时选择其中的两个。许多学者都发现,在东南亚国家都不同程度地存在“三元悖论”的矛盾,但是这常常止于泛泛而谈,对其中的因果关系缺乏深入的探讨。另外一个问题则与金融危机相关。一些学者将1997年东南亚金融危机归因于资本项目开放,认为正是因为这些国家开放了资本项目,给了国际游资以可乘之机。但另一些学者则强调东南亚金融危机源于各国市场体制发育不成熟,政府在资源配置上干预过度,与资本项目开放关系不大。韩国、印度尼西亚、泰国、马来西亚经济发展处于不同阶段,经济政策也各有不同,他们都不约而同地陷入危机泥潭,一定有深层次的共同原因,因此本书首先关注这些邻国,探讨他们资本项目开放中发展国内金融市场存在的问题。

日本是除了美国之外唯一人口上亿的发达国家,到2009年,日本保持了数十年的世界经济总量第二的地位。同时它也是赶超国家,20世纪60年代末,日本推进资本项目开放的时候,经济发展水平和外部压力等各方面与我国当前面临的环境有许多相似之处。日本还有货币国际化的战略,日元国际化对人民币国际化及资本项目开放借鉴意义最大。另外就是印度,印度的人口数量在世界上仅次于我国,经济发展水平比我国落后,但其繁荣的国内资本市场常常被我国学者称道,作为资本项目开放进程与我国相当的邻国,印度具有重要的参照价值。因此,从国家的独特性和材料的可得性角度,我们选取了以上6个亚洲邻国进行比较研究,从中获得具有普遍性和特殊性的经验与教训,为我国的资本项目开放提供有益的借鉴。

美欧等发达国家的金融系统不仅起步较早,而且与经济体系配合发展,在第一次世界大战前国际资本流动就达到了较高的水平。两次世界大战及其后的资本管制,只是暂停了原先的流动,在20世纪70年代重新开放后制度转换成本较低。而包括日本在内的亚洲国家在经济赶超过程中,模仿性地建立了金融市场,常常知其然,不知其所以然,金融市场匆忙地对外开放,很难应对更大规模的资本、更先进的金融机构、更复杂的金融工具。我国情况也类似,改革开放前,中国人民银行是全国唯一的银行,不仅不存在任何竞争,而且银行信贷完全纳入国

家经济计划，更没有分离中央银行和商业银行的功能。直到改革开放后，我国设立了四大商业银行和三大政策性银行，建立了市场化的商业银行间利率市场，形成了对货币政策的间接调控，我国的现代金融体系才算初步建立，至今仅 20 年。我国到 1994 年才结束汇率双轨制，2005 年才结束固定汇率，至今汇率波动性还较低。我国的银行监督机构——银监会 2003 年才从人民银行中分离，我国非银行金融机构始终发展较慢。这一切都说明，我国的金融体系水平较低，服务经济发展能力不高，与大部分邻国资本项目开放前的水平相当（或更低），它们资本项目开放后面临的问题我们也会碰到。但是我国又是个发展中大国，虽然人均 GDP 排名世界百位开外，但经济总量已经占世界的 10% 以上，每年经济增量甚至超过美国。我国已不是一个小型国家，经济波动和经济政策变化对世界影响巨大，资本项目开放后可能对世界造成的冲击或者对我国的反冲击，没有前车之鉴。总之，进一步的资本项目开放将对我国尚显稚嫩的金融体系带来一系列的问题与挑战，不能用加入 WTO 对我国制造业带来的冲击做简单对比。

2007 年 8 月，美国次贷危机爆发，之后演变成 1929 年以后全世界最大的金融危机。全球金融危机与此前其他金融危机不同，爆发在了全世界的金融中心，导致了国际资本市场的剧烈震荡。仅 2007 年之后，国际资本就已两次大规模进出新兴市场国家，许多发展中国家不得不采取多重手段应对资本流入对国内资本市场的冲击。其中，加强对资本流动的管理是首要手段，与 20 年前不同，本轮金融危机中新兴市场国家的措施显得卓有成效，一向反对资本管制的 IMF 对此的看法也有所改变。它们认为，“资本流入对许多国家经济的繁荣发挥了作用，但资本流入持续激增往往单独或与其他因素一起引起实际汇率大幅度升值、信贷扩张失控、投资错配及资产价格泡沫；资本流入骤停也会成为一些发达经济体爆发危机的导火索。他们对新兴市场的冲击往往更加频繁、更具破坏性。”因此，“最合适的开放程度取决于该国的具体国情，特别是其金融市场和金融机构的发展是否达到某种特定门槛，不应将资本项目的完全开放作为对所有国家在任何时候的一个最优目标。”^① 全球金融危机也说明，牙买加体系下以美元为唯一核心的国际货币体系，存在许多内在的顽疾。新兴市场国家在世界经济中的地位在不断提高，欧盟则在发达国家内部挑战美元的地位，美国对世界经济的影响力已经不如美元。而单极货币体系下，美元作为国内经济的法定通货与作为国际金融市场公共产品之间存在内在的冲突，“特里芬难题”就是其中的突出表现。在金融市场动荡不安和世界经济遭遇衰退的背景下，改革现有国际货币体系的呼声日益高涨，出现了多种方案，其中加强人民币作用，将人民币作为国际核心货币是我

^① IMF (2011), Recent Experiences in Managing Capital Inflows. IMF discussed a staff paper “Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”.

国乐于见到的。因此与 20 年前相比,人民币资本项目开放的外部环境也出现了一些新的机遇与挑战。

1996 年 12 月 1 日,我国接受国际货币基金组织的第八条款,实现了经常项目开放,资本项目开放成为我们下一步的工作重点。但是 1997 年亚洲金融危机的爆发后,为防止资本外逃,我国反而加强了资本管制。多数学者认为,我国实施 1:8.3 的固定汇率,从“三元悖论”出发,为了保持货币政策的独立性,必须放缓资本项目开放。2003 年之后,资本管制带来三个问题,一是我国资本项目和经常项目均实现大幅顺差,但顺差带来国内货币投放量的增加,为维护货币政策自主性,央行不得不实施大规模的冲销干预,付出了大量冲销成本。二是我国对外投资需求从无到有,不断增加。三是资本管制本身的有效性下降。因此一些学者呼吁加快资本项目开放的进程(这一阶段也推出一些资本项目开放的措施)。而 2007 年之后,随着我国综合国力的大幅提高及美元国际地位的下降,人民币国际化成为理论界讨论的热点。尽管多数学者们认为人民币国际化是一个长期的过程,但也都认为资本管制是推动其他工作的最大的障碍,因此加快资本项目开放应成为实现人民币国际化的第一步。

经济一体化、金融全球化是世界发展的大趋势,我们讨论的六个亚洲国家中,不论是曾经非常排斥开放的印度还是重新实施过管制的马来西亚,近年来都坚定地实施资本开放。我国同样将资本项目开放作为长期目标,党的“十八大报告”中提出:“稳步推进利率和汇率市场化改革,逐步实现人民币资本项目可兑换”,这是我国加快完善社会主义市场经济体制、全面深化经济体制改革的重要组成部分。但是由于资本项目开放的复杂性,我们必须非常认真的研究相关问题,吸取亚洲邻国资本项目开放中的经验教训,通过统筹国内需求与国际形势,保持灵活性和针对性,积极而又稳妥地实现人民币资本项目可兑换。

资本项目,也称资本账户,是相对于经常项目而言的。在国际收支平衡表中,资本项目(Capital Account)是指一国因资本输出和输入而产生的资产与负债的增减记入的项目。资本项目包括各国间股票、债券、证券等的交易,以及一国政府、居民或企业在国外的存款。分为长期资本(合同规定偿还期超过 1 年的资本或像公司股本一样未定偿还期资本)和短期资本(即期付款的资本和合同规定借款期为 1 年和 1 年以下的资本)。在 IMF 1993 年出版的《国际收支手册》(第五版)中,将原来的资本项目改称为资本与金融项目(Capital and Financial Account),一般将资本项目作为它的简称。

IMF 将资本项目开放定义为:消除对国际收支资本和金融项目下各种交易的外汇管制,包括数量限制、税收和补贴。也可以简化为对国际资本交易不进行跨国界的控制或征税及补贴。格林沃尔德的《现代经济辞典》定义为:一国通货的持有者可以为任何目的而将所持有的通货按汇率兑换成另一国通货的权利。本

书将资本项目开放定义为：解除对跨境资本流动的交易和汇兑限制。主要原因在于：第一，本书强调资本项目开放是一个过程，而不是一个状态，“解除”和避免、消除、取消比起来，更显示资本项目开放是一个过程。第二，跨境资本流动比资本项目范围稍大，有些横跨资本、经常项目的交易也应该在资本项目开放之列。类似的概念，相关文献还经常采用资本项目可兑换（Capital Account Convertibility），资本项目开放（Capital Account Liberalization）和资本项目可兑换之间具有统一性，但也存在着细微差别。资本项目可兑换概念侧重于强调对资本交易中货币兑换管制的放松，而资本项目开放更侧重于对资本交易业务管制的放松。对于流动的资本来说，资本项目开放比资本项目可兑换的范围更大些，更有实质意义。在本书的讨论中，开放即包括货币兑换又包括交易业务，而且更重视资本流动的影响，因此本书采用资本项目开放的概念。

本书以国际资本流动理论、汇率决定理论、货币政策理论为基础，以经济全球化加速发展为背景，以日本、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、泰国等亚洲国家的资本项目开放历程为主线，系统回顾和总结了各国资本项目开放的背景和动因；从直接投资、证券投资和国际贷款以及其他等方面分析各国资本项目开放的具体措施；讨论资本项目开放与各国汇率政策及货币政策的互动关系；通过对以上六国的资本项目开放的比较，提出在我国资本项目开放中可以借鉴的经验和教训。根据这些结论，总结我国资本流动、汇率政策、货币政策变化，分析我国资本项目开放的条件和现状，为我国实施资本项目循序渐进的开放提供战略建议，并对人民币国际化相关问题进行一些讨论。全书可以分为两部分。

上半部分是对各国资本项目开放的回顾与总结。第一章是理论与文献综述，总结了资本项目开放与经济增长、资本项目开放与货币危机、资本项目开放与“三元悖论”、资本项目开放的顺序、近期有关资本管制的新探讨等问题的研究进展。第二~第七章分别为马来西亚、泰国、印度尼西亚、韩国、印度、日本等国的资本项目开放，回顾各国资本项目开放的背景与过程，分析各国资本流动、货币政策与汇率政策的变化与相互作用，并有针对性的探讨各国在开放中须应对的相关问题，比如金融改革、金融危机、货币国际化等。第八章是对上半部分的总结。对各国资本项目开放背景动因、发展过程、三元关系、金融改革等问题进行比较，从而对各国资本项目开放做了一个全面的总结。并建立了一个衡量各国资本项目开放度、货币政策独立性和汇率稳定性的指数体系，对包括我国在内的7国的指数进行了分析。

下半部分是对我国资本项目开放问题的探讨。第九章是我国的“三元关系”，综述我国改革后资本流动的变化，并对近年来套利动机导致的资本流动进行了初步的分析。回顾我国汇率制度和货币政策的发展变化，介绍人民币汇率和我国利率的走势，并对未来的汇率制度和货币政策提出建议。第十章在分析我国

资本项目开放的条件、历程与特点后，展望了中国未来资本项目开放的步骤与重点。第十一章是人民币国际化，剖析人民币国际化和资本项目开放的关系、我国当前货币国际化现状，以及人民币国际化的战略。

与以往论著相比，本书主要有以下创新或者新的观点。

1. 本书将资本项目分为直接投资、证券投资和国际贷款等子项，对6个亚洲国家的资本项目开放进行具体分析。我们认为允许资本更加自由地流动是一个大趋势，各国都无法背离。于是各国根据本国的需要逐步推动资本项目开放，但均未一蹴而就。因此，认为我国资本项目开放速度并不快，所以不会造成太大危险的观点欠妥。而直接投资、证券投资和国际贷款开放对国内经济影响力是不同的，直接投资的变化相对最稳定，证券投资随着国内外经济形势的变化而快速流动，而与金融风险关系最大的是其他投资，三者开放的先后顺序影响了资本项目开放的成功。

2. 发展中国家在经济快速增长的阶段，国内利率常常高于国际利率，如果再坚持汇率稳定（“三元悖论”仅提固定汇率，但允许汇率波动，却保持长期稳定的结果也一样），就形成了稳定的汇利差。在资本开放的情况下，汇利差自然会吸引资本大规模流入，从而加剧了通货膨胀。与开放前不同，采用控制货币量的方式，是无法解决通货膨胀高企的问题，只有打破稳定的汇利差，才能阻止资本流动的链条。但当时各国央行对此不够重视，或者说测定和控制通货膨胀的手段均不足，使通货膨胀长期化，最终爆发了货币危机。

3. 广义地说，各国的资本项目开放都是金融自由化改革的一部分。亚洲国家都曾有金融抑制的阶段，随着经济发展和全球化的需要，各国在资本项目开放的同时，都推动了银行改革。与资本项目开放相比，不恰当的金融改革对金融危机的作用更大。在金融改革过程中，市场主体多元化、利率市场化，催生了资产泡沫，而各国央行放弃了旧的金融监管，却没有实施新的（有效的）监管措施。因此我们认为加快国内金融改革应该是比资本项目开放更急迫的事情，用资本项目开放“倒逼”金融改革并不可取。

4. 根据蒙代尔-弗莱明（Mundell-Fleming）模型，本书建立了一个衡量汇率稳定性、资本开放度和货币政策独立性的指数体系，并对中国、日本、韩国、印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国等国家的三元指数进行分析。“三元悖论”的示意图是一个等边三角形，让人觉得资本项目开放度、汇率稳定性和货币政策独立性同等重要。但我们发现，实际上三者之间是一种不等边三角形的关系，资本项目开放的影响最大，而汇率稳定性的作用最小。实际上随着资本开放度不断提高，各国的汇率稳定性和货币政策独立性都受到不同程度的冲击。因此必须一定程度上容忍货币政策独立性的下降，而一定程度的资本管制应作为保持货币政策独立性的重要手段。

5. 我国的资本项目开放必须与新的国际货币体系的构建相联系。新的国际货币体系绝不仅是以哪种货币为核心的问题,而是由核心货币、货币政策制定、国际资本流动的管理三方面共同组成的。随着我国经济规模的扩大,GDP 总量已经位居世界第二,超过美国 GDP 的一半。这样的情境下,国际货币体系的改革将影响我国的资本项目开放进程以及汇率制度,我国资本管理、汇率制度、货币政策也将影响国际金融体系。因此我们在讨论人民币资本项目开放问题时,不仅要充分考虑开放的国内因素,也要综合考虑开放的国际因素。既要使人民币资本项目开放有利于形成更合理的国际货币体系,又要避免国际金融体系变革对我国资本管理造成的大的冲击。

6. 我国当前人民币国际化的程度还非常低,其收益并没有想象的那么大,而成本和阻力却非常大,不应将实现资本项目开放作为人民币国际化的当务之急。

第一章 资本项目开放：理论与文献综述

第一节 资本项目开放与增长

全球的资本项目开放始于 20 世纪六七十年代，当时经济学理论认为，资本项目开放可以通过节约资本成本、知识溢出、风险分担和组织再造效应等一系列效益促进国内经济增长。但是许多国家在资本项目开放后，并非都能促进经济增长，经济学界对这种现象进行了大量的深入研究。

一、传统观点

传统理论认为，资本项目开放对经济增长的促进作用表现在六个方面。一是弥补资金缺口。许多发展中国家在经济发展中面临资金短缺的问题，通过资本项目开放，可以吸引国际资本，弥补储蓄和外汇不足的“双缺口”，从而促进经济增长。二是优化资源配置。如果国际金融市场能较为准确的对金融债权的风险和收益定价，则资本项目开放将会把国际储蓄资源分配到生产率最高的地区和行业。^①三是外商直接投资（FDI）产生的知识溢出效应。通过吸收外资，获得伴随外来资本而来的技术进步和现代管理经验的推广。四是促进结构调整。利用看不见的手，通过资本这一载体，可以推动世界经济结构的调整，促进世界经济的持续增长。五是从资本的角度来看，随着资本项目的开放，资本会不断地从资本低收益率国家向高收益国家转移，从而形成了国际资本流动。这种资本的全球流动提高了全世界的资本利用效率，并促进生产。六是有助于个人国际投资。资本项目开放，有助于一国的企业和个人在国际上进行投资的多元化和分散化的选择，以便更好地控制风险。而企业和个人的财富增长，将通过税收和财富效应对经济增长发挥积极的作用。

多数学者认为，资本项目开放对于经济增长既有积极影响，又有消极影响。

① 李瑶：《人民币资本项目可兑换研究》，社会科学文献出版社 2004 年版。

比如约瑟夫·斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz) 认为资本市场开放对产出增加、经济增长的积极作用表现在：使国民生产总值 (GNP) 最大化；激发资金需求，进而建立一个具有吸引力的经济环境；政府或微观经济体均可通过投资或避险工具多样化来稳定经济。但资本市场开放也有消极作用：金融资本部门与普通商品服务部门不同，不能将资本自由化与贸易自由化简单类比；虽然资本流动不是引起经济不稳定的根本原因，但它确实加速了经济动荡，严重时甚至导致金融危机；资本市场开放可扩大资金来源这一观点也有问题。短期资本流入并不进入基础投资方面。^①

也有一些学者认为资本项目开放对经济增长的影响主要在消极方面。克鲁格曼 (Krugman, 1993) 指出，资本项目开放不利于发展中国家的经济长期增长，国际金融一体化并不是经济发展的发动机。颜厚栋 (2005) 的实证研究表明在发展中国家资本项目决定经常项目，而在经济发达国家却是经常项目决定资本项目。因而发展中国家资本流动更易于造成经常项目的失衡，而且在发展中国家金融市场发展尚不成熟的条件下，外资可能流入不恰当的领域，造成资本的错配，进而不利于经济增长。^②

实证方面，国际货币基金组织 (IMF) 的报告 (Edison, 2004) 认为，大部分实证结果表明，资本项目开放能显著促进经济增长 (见表 1-1)。但这并不是被一致同意的结论，普拉萨德 (Prasad, 2004) 对金融一体化和经济增长的 14 项研究结果的系统评估却表明，在二者之间难以建立密切的因果联系。

表 1-1 资本项目开放与经济增长的部分研究总结

研究文献	样本数	资本开放指标	被解释变量	估计方法	主要结论
盖尔 (Quinn, 1997)	58	Δ Quinn	人均收入增速 1960~1989 年	面板, OLS	资本项目开放显著促进人均收入增长
克莱因和奥利维 (Klein and Olivei, 1999)	67	Share	人均收入增长 1976~1995 年	面板、工具 变量法	资本项目开放促进金融深化, 进而促进经济增长
爱德华兹 (Edwards, 2001)	62	Δ Quinn	人均收入增长 1980~1989 年	面板, 加权 OLS	资本项目开放显著促进经济增长
阿尔特塔、艾肯格林和维普洛兹 (Arleta, Eichengreen and Wyplosz, 2001)	59	Quinn, Δ Quinn	人均收入增速 1973~1981 年	面板, OLS	长期中, 资本项目开放显著促进人均收入增长, 但短期不显著

①② 王锦慧、蓝发钦：《资本账户开放与经济增长：文献综述》，载《经济评论》2006 年第 6 期。