

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

 全国博士后管理委员会资助项目

资本账户开放的 金融风险及管理研究

Financial Risk Analysis of Capital Account Liberalization

陈创练 著



非
外
借



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

资本账户开放的 金融风险及管理研究

Financial Risk Analysis of Capital Account Liberalization

陈创练 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

资本账户开放的金融风险及管理研究 / 陈创练著. —北京: 经济管理出版社, 2017.12

ISBN 978-7-5096-5481-1

I. ①资… II. ①陈… III. ①资本—金融开放—风险管理—研究—中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 274249 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 侯春霞

责任印制: 黄章平

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 玉田县昊达印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 17.75

字 数: 291 千字

版 次: 2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-5481-1

定 价: 98.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

第六批《中国社会科学博士后文库》 编委会及编辑部成员名单

(一) 编委会

主任：王京清

副主任：马 援 张冠梓 俞家栋 夏文峰

秘书长：邱春雷 姚枝仲 刘连军

成 员（按姓氏笔划排序）：

卜宪群	邓纯东	王建朗	方 勇	史 丹	刘丹青	刘跃进
孙壮志	孙海泉	张车伟	张宇燕	张顺洪	张星星	张 翼
李 平	李永全	李向阳	李 林	李国强	杨世伟	吴白乙
杨 光	陈众议	陈星灿	何德旭	房 宁	郑秉文	卓新平
赵天晓	赵剑英	胡 滨	高 洪	高培勇	黄 平	朝戈金
谢寿光	潘家华	冀祥德	魏后凯			

(二) 编辑部（按姓氏笔划排序）

主任：高京斋

副主任：刘丹华 曲建君 李晓琳 陈 颖 薛万里

成 员：王 芳 王 琪 刘 杰 孙大伟 宋 娜 陈 效

苑淑娅 姚冬梅 郝 丽 梅 枚

本书获国家自然科学基金面上项目《基于金融风险周期监测的时变参数货币政策模型系统构建和识别研究》(71771093)、国家自然科学基金《不同基础条件下资本账户开放的金融风险及管理研究》(71303081) 和中国博士后基金《资本账户开放的金融风险及管理研究》(2013M540669) 项目资助。

序 言

博士后制度在我国落地生根已逾 30 年，已经成为国家人才体系建设中的重要一环。30 多年来，博士后制度对推动我国人事人才体制机制改革、促进科技创新和经济社会发展发挥了重要的作用，也培养了一批国家急需的高层次创新型人才。

自 1986 年 1 月开始招收第一名博士后研究人员起，截至目前，国家已累计招收 14 万余名博士后研究人员，已经出站的博士后大多成为各领域的科研骨干和学术带头人。其中，已有 50 余位博士后当选两院院士；众多博士后入选各类人才计划，其中，国家百千万人才工程年入选率达 34.36%，国家杰出青年科学基金入选率平均达 21.04%，教育部“长江学者”入选率平均达 10% 左右。

2015 年底，国务院办公厅出台《关于改革完善博士后制度的意见》，要求各地各部门各设站单位按照党中央、国务院决策部署，牢固树立并切实贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，深入实施创新驱动发展战略和人才优先发展战略，完善体制机制，健全服务体系，推动博士后事业科学发展。这为我国博士后事业的进一步发展指明了方向，也为哲学社会科学领域博士后工作提出了新的研究方向。

习近平总书记在 2016 年 5 月 17 日全国哲学社会科学工作座谈会上发表重要讲话指出：一个国家的发展水平，既取决于自然科学发展水平，也取决于哲学社会发展水平。一个没有发达的自然科学的国家不可能走在世界前列，一个没有繁荣的哲学社



会科学的国家也不可能走在世界前列。坚持和发展中国特色社会主义，需要不断在实践中和理论上进行探索、用发展着的理论指导发展着的实践。在这个过程中，哲学社会科学具有不可替代的重要地位，哲学社会科学工作者具有不可替代的重要作用。这是党和国家领导人对包括哲学社会科学博士后在内的所有哲学社会科学领域的研究者、工作者提出的殷切希望！

中国社会科学院是中央直属的国家哲学社会科学研究机构，在哲学社会科学博士后工作领域处于领军地位。为充分调动哲学社会科学博士后研究人员科研创新的积极性，展示哲学社会科学领域博士后的优秀成果，提高我国哲学社会科学发展的整体水平，中国社会科学院和全国博士后管理委员会于2012年联合推出了《中国社会科学博士后文库》（以下简称《文库》），每年在全国范围内择优出版博士后成果。经过多年的发展，《文库》已经成为集中、系统、全面反映我国哲学社会科学博士后优秀成果的高端学术平台，学术影响力和社会影响力逐年提高。

下一步，做好哲学社会科学博士后工作，做好《文库》工作，要认真学习领会习近平总书记系列重要讲话精神，自觉肩负起新的时代使命，锐意创新、发奋进取。为此，需做到：

第一，始终坚持马克思主义的指导地位。哲学社会科学研究离不开正确的世界观、方法论的指导。习近平总书记深刻指出：坚持以马克思主义为指导，是当代中国哲学社会科学区别于其他哲学社会科学的根本标志，必须旗帜鲜明加以坚持。马克思主义揭示了事物的本质、内在联系及发展规律，是“伟大的认识工具”，是人们观察世界、分析问题的有力思想武器。马克思主义尽管诞生在一个半多世纪之前，但在当今时代，马克思主义与新的时代实践结合起来，越来越显示出更加强大的生命力。哲学社会科学博士后研究人员应该更加自觉地坚持马克思主义在科研工作中的指导地位，继续推进马克思主义中国化、时代化、大众化，继

续发展 21 世纪马克思主义、当代中国马克思主义。要继续把《文库》建设成为马克思主义中国化最新理论成果宣传、展示、交流的平台，为中国特色社会主义建设提供强有力的理论支撑。

第二，逐步树立智库意识和品牌意识。哲学社会科学肩负着回答时代命题、规划未来道路的使命。当前中央对哲学社会科学愈加重视，尤其是提出要发挥哲学社会科学在治国理政、提高改革决策水平、推进国家治理体系和治理能力现代化中的作用。从 2015 年开始，中央已启动了国家高端智库的建设，这对哲学社会科学博士后工作提出了更高的针对性要求，也为哲学社会科学博士后研究提供了更为广阔的应用空间。《文库》依托中国社会科学院，面向全国哲学社会科学领域博士后科研流动站、工作站的博士后征集优秀成果，入选出版的著作也代表了哲学社会科学博士后最高的学术研究水平。因此，要善于把中国社会科学院服务党和国家决策的大智库功能与《文库》的小智库功能结合起来，进而以智库意识推动品牌意识建设，最终树立《文库》的智库意识和品牌意识。

第三，积极推动中国特色哲学社会科学学术体系和话语体系建设。改革开放 30 多年来，我国在经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设和党的建设各个领域都取得了举世瞩目的成就，比历史上任何时期都更接近中华民族伟大复兴的目标。但正如习近平总书记所指出的那样：在解读中国实践、构建中国理论上，我们应该最有发言权，但实际上我国哲学社会科学在国际上的声音还比较小，还处于“有理说不出、说了传不开”的境地。这里问题的实质，就是中国特色、中国特质的哲学社会科学学术体系和话语体系的缺失和建设问题。具有中国特色、中国特质的学术体系和话语体系必然是由具有中国特色、中国特质的概念、范畴和学科等组成。这一切不是凭空想象得来的，而是在中国化的马克思主义指导下，在参考我们民族特质、历史智慧



的基础上再创造出来的。在这一过程中，积极吸纳儒、释、道、墨、名、法、农、杂、兵等各家学说的精髓，无疑是保持中国特色、中国特质的重要保证。换言之，不能站在历史、文化虚无主义立场搞研究。要通过《文库》积极引导哲学社会科学博士后研究人员：一方面，要积极吸收古今中外各种学术资源，坚持古为今用、洋为中用。另一方面，要以中国自己的实践为研究定位，围绕中国自己的问题，坚持问题导向，努力探索具备中国特色、中国特质的概念、范畴与理论体系，在体现继承性和民族性、体现原创性和时代性、体现系统性和专业性方面，不断加强和深化中国特色学术体系和话语体系建设。

新形势下，我国哲学社会科学地位更加重要、任务更加繁重。衷心希望广大哲学社会科学博士后工作者和博士后们，以《文库》系列著作的出版为契机，以习近平总书记在全国哲学社会科学座谈会上的讲话为根本遵循，将自身的研究工作与时代的需求结合起来，将自身的研究工作与国家和人民的召唤结合起来，以深厚的学识修养赢得尊重，以高尚的人格魅力引领风气，在为祖国、为人民立德立功立言中，在实现中华民族伟大复兴中国梦的征程中，成就自我、实现价值。

是为序。

王京清

中国社会科学院副院长

中国社会科学院博士后管理委员会主任

2016年12月1日

摘 要

资本账户开放是导致金融风险的主要因素。随着我国资本账户开放，未来将有大量资本流入境内或流向境外，从事银行、证券等投资活动。如果国内金融发展步伐没能跟上资本账户开放节奏，逐步开放我国资本账户管制将可能引发大规模资本外流，从而导致汇率波动幅度加大。

针对现有研究的不足，本书结合国际资本账户开放的经验和教训，着重从全球的视角，全面分析资本账户开放的金融风险及其有效管理，其研究意义主要体现在以下几方面：第一，研究不同的基础条件下，资本账户开放对资本流向的影响，国外文献较少从理论和实证角度做相应的研究，本书是对国内外研究的一个突破和完善。第二，结合中国的实际，实证分析了跨境资本流动的技术溢出效应以及我国对外直接投资的动机，这是对传统研究的重要补充。第三，采用时变参数向量自回归模型，并结合中国的实际，实证分析了资本账户开放、汇率制度与国际资本流动之间的时变动态关系，具有较强的创新性。第四，通过分析不同的汇率制度下资本账户开放与货币危机的关系，以期评估什么样的汇率制度能够更好地抵制危机发生，并分析汇率错配、金融深化程度等基础条件是否影响资本账户开放、金融风险与最优外汇储备之间的非线性关系，这也是对该领域研究文献的一个有益补充。第五，在有管理的浮动汇率制度以及利率和货币供应框架下，分析资本账户开放后货币政策传导机制的时变演变特征的文献几乎没有，为此本书将结合我国的现实构建全新的理论模型，分析资本账户开放后不同货币政策传导的有效性和时变特征，从而推动相关理论的发展。可

见，这些研究不仅能够增强我们对资本账户开放的金融风险的理解，而且也可对未来资本账户开放政策的制定与安排以及汇率改制提供决策依据。

关键词：资本账户开放；货币危机；金融风险

Abstract

With China's capital account liberalization, there will be lots of capital inflows and outflows to invest in banking and securities in the future. If the development of domestic financial market couldn't keep up with China's capital account liberalization, the gradual liberalization of China's capital account control may lead to a massive outflow of capital, and then increasing the volatility risk of Chinese financial market.

In order to overcome the deficiency of the existing research, this book studies the financial risk and management after the capital account liberalization under different fundamental conditions from theoretical and empirical background. Firstly, whether the capital account liberalization leads to capital inflow or outflow under different fundamental conditions, this book makes lots of study from theoretical and empirical aspects. Secondly, combined with China's reality, this book analyzes the spillover effects of cross-border capital flows and the motives of China's outwards foreign direct investment, which is an important supplement to traditional research. Thirdly, using time-varying parameter vector autoregressive model and combining with the reality of China, this book analyzes the dynamic relationship between capital account liberalization, exchange rate system and international capital flow, which has strong innovation. Fourthly, we also analyze the relationship between capital account liberalization and currency crisis and assess what kind of exchange rate system is better to resist the crisis under different exchange rate systems. Furthermore, the book also study whether the

basic conditions, such as exchange rate misalignment and financial deepening, affects the nonlinear relationship between capital account liberalization and financial risk, or the optimal foreign exchange reserves, all of these are useful supplement to the research literature in this field. Fifthly, under a framework of a managed floating exchange rate system and interest rate and money supply, there is little literature analyzes the transmission mechanism of monetary policy after the opening of capital account time-varying evolution characteristics, then this book combines the reality of China and build an extended theoretical model to study the effectiveness and different characteristics the transmission of monetary policy during the opening up of capital account. Therefore, These studies not only enhance our understanding of the financial risk of capital account liberalization, but also provide some implications for the authorities to make the decisions of the reform of the capital account liberalization and exchange rate system.

Key Words: Capital Account Liberalization; Currency Crisis; Financial Risk

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景和研究意义	1
第二节 研究内容与研究框架	3
第三节 研究方法	5
第四节 主要创新点	5
第二章 资本账户开放的文献述评和国际经验借鉴	9
第一节 资本账户开放的文献述评	9
一、资本账户开放指标测度	10
二、资本账户开放的资本流动效应	10
三、资本账户开放与金融稳定的关系	12
四、资本账户开放与央行货币政策的关系	13
五、资本账户开放、金融危机与外汇储备的关系	14
第二节 中国资本账户开放进程	16
一、资本账户开放的初步尝试阶段：1994~2001 年	16
二、资本账户开放的改革阶段：2002~2010 年	17
三、资本账户开放的全面推进阶段：2012 年至今	19
第三节 中国资本账户开放现状	20
一、世界资本账户开放水平	20
二、我国资本账户开放程度测定	22
第四节 资本账户开放的国际经验借鉴	24
一、智利的经验借鉴	24
二、巴西的经验借鉴	26
三、泰国的经验借鉴	28

第五节 国际经验的政策启示	30
一、资本账户开放的有利政策启示	30
二、资本账户开放的不利政策启示	32

第三章 资本账户开放、金融发展与跨境资本流动关系研究	35
----------------------------------	----

第一节 资本账户开放与资本流动关系分析	35
一、全球资本流动现状分析	35
二、资本账户开放与跨境资本流动关系的理论分析	38
第二节 非线性模型的设定与数据说明	41
一、模型设定	41
二、非线性检验与剩余非线性检验	43
三、数据来源说明	44
第三节 资本账户开放的资本流动效应的实证结果与分析	46
一、线性检验与剩余非线性检验	46
二、非线性模型的参数估计	48
三、非线性转换关系分析	50
第四节 资本账户开放与跨境资本净流动非线性关系的进一步讨论	55
一、资本账户开放与外商直接投资净流入的非线性关系分析	55
二、资本账户开放与证券投资净流入的非线性关系分析	56
第五节 本章小结	57
一、本章结论	57
二、本章启示	59

第四章 资本账户开放、金融发展与技术溢出效应关系研究——基于随机前沿模型 SFA 的检验	61
--	----

第一节 引言	61
一、跨境资本流动状况	61

二、理论分析	63
第二节 实证方法与数据来源说明	66
一、实证方法介绍	66
二、数据来源说明	67
第三节 技术效率和全要素生产率实证估计结果及分析	72
一、模型设定检验和分析	72
二、随机前沿模型估计结果	73
三、分地区技术效率和全要素生产率估计结果	74
第四节 技术效率和全要素生产率影响因素分析	76
一、无效率效应分析	76
二、技术效率和全要素生产率影响因素的实证分析	77
第五节 本章小结	81
一、本章结论	81
二、本章启示	82

第五章 资本账户开放、东道国市场潜力与跨境资本流出动机研究

83

第一节 引 言	83
一、中国对外直接投资现状	83
二、中国对外直接投资的六大洲区域分布	85
第二节 理论文献分析	87
一、传统跨国公司理论	87
二、类型理论	88
第三节 理论与方法	90
一、理论模型构建	90
二、面板空间计量模型构建	91
第四节 数据来源与说明	93
一、对外直接投资的 149 个国家分布	93
二、数据的描述性统计	94
第五节 实证估计结果及分析	95
一、基于 SAR 模型的实证分析	95

二、基于 SEM 模型的实证分析	97
第六节 本章小结	98
一、本章结论	98
二、本章启示	99
第六章 资本账户开放、央行干预与汇率波动关系研究	101
第一节 引言	101
一、问题提出	101
二、文献理论分析	103
第二节 理论模型	105
一、理论模型构建	105
二、研究假说	108
第三节 研究方法论	109
一、BQ-SVAR 介绍	109
二、过度识别检验设定	110
第四节 数据来源及说明	111
一、国内生产总值增长率和名义利率	111
二、通货膨胀率和实际汇率	113
三、外汇干预指数	115
第五节 资本账户开放、央行干预与汇率波动实证分析	116
一、单位根检验	116
二、协整检验	117
三、脉冲响应分析	118
四、预测方差分解分析	123
五、递归预测方差分解分析	125
第六节 政策模拟分析	127
一、滤波方法介绍	127
二、政策模拟的福利分析	128
第七节 本章小结	129
一、本章结论	129
二、本章启示	130
附录 6-1 鞍点路径证明	131