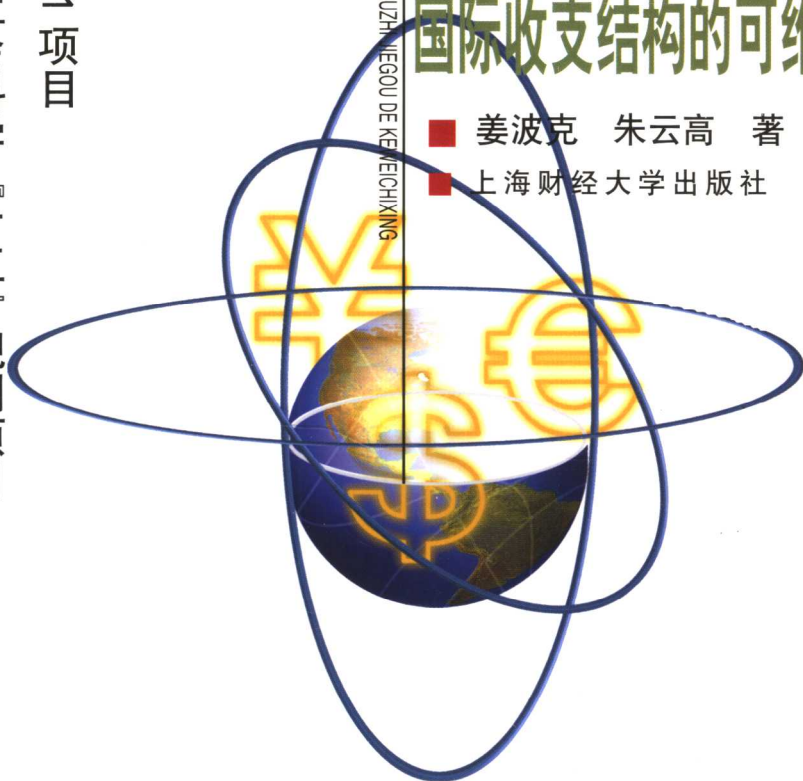


资本账户开放和 国际收支结构的可维持性

■ 姜波克 朱云高 著

■ 上海财经大学出版社

ZIBEN ZHANGHU KAIFANG HE GUOJI SHOUZHILIEGOU DE KENWEICHIXING



■ 复旦大学211项目

■ 教育部人文社会科学『十五』规划项目

本书受到教育部人文社会科学“十五”规划项目和复旦大学 211 项目资助

资本账户开放和国际收支结构的可维持性

姜波克 著
朱云高

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本账户开放和国际收支结构的可维持性/姜波克,朱云高著. 上海:上海财经大学出版社,2005.11

ISBN 7-81098-472-1/F·426

I. 资… II. ①姜… ②朱… III. 国际收支-研究 IV. F810.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 106243 号

□ 责任编辑 张小忠

□ 封面设计 周卫民

ZIBEN ZHANGHU KAIFANG HE GUOJI SHOUZHI JIEGOU DE KEWEICHIXING

资本账户开放和国际收支结构的可维持性

姜波克 著
朱云高

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮件: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2005 年 11 月第 1 版 2005 年 11 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 8 印张 222 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 22.00 元

序

随着中国经济对外开放的不断扩大和深入,国际收支问题越来越成为影响中国经济稳定与发展的重要问题。在资本与金融账户未开放以前,国际收支问题仅仅表现为国际收支账户中的经常项目收支问题,而其中主要又表现为贸易项目(进出口)收支平衡与否的问题。随着资本与金融账户的不断开放,我国对外均衡问题就变得错综复杂起来。一方面,资本与金融账户的开放引起了贸易账户乃至经常账户在数量上和结构上发生与直接投资无直接联系的资本流动,导致整个国际收支账户及其结构变得更难以预测和控制,并进而影响到内外均衡的同时实现与经济的稳定。在这种背景下,本书探讨了资本账户开放条件下国际收支在结构上的可维持性问题。国际收支结构可维持的定义是:在不采取损害内部均衡措施的前提下,一个账户的逆差能被另一个账户的顺差所弥补,一个时期的逆差能被另一个时期的逆差所弥补。我们研究这个问题的目的有以下两个:第一,在内部均衡和外部均衡的相对重要性上,我们始终认为内部均衡应该优于外部均衡,只有到经济完全开放了,内部均衡才等于外部均衡。当国际收支出现局部或短暂失衡时,只要宏观经济稳定,经济竞争力在不断提高,政策调控手段丰富且市场传导机制有效,那么我们就不必去牺牲内部均衡而对国际收支进行重大调整。第二,尽管内部均衡优于外部均衡,但外部均衡对内部均衡有巨大的反作用,因此,我们需要对国际收支的结构失衡予以足够的预警以避免局部失衡或短暂失衡演变为结构性失衡。我们为此提出了一些不太成熟的预警指标。

本书是作者在这个领域中所作的第一次尝试,错误缺点在所难免,欢迎大家批评指正。本书由教育部人文社科“十五”规划项目和复旦大学 211 项目资助,在成文的过程中,得到了秦培景同志的大力帮助,还得到了许少强教授、刘红忠教授的不少宝贵建议,在此一并致谢。

作者

2005 年 8 月 22 日

目 录

序.....	1
第一章 导论	1
第一节 人民币资本账户开放的意义.....	1
第二节 资本账户开放文献概述.....	9
第三节 资本账户开放可维持性和国际收支结构可维持性 ...	14
第四节 本书的结构安排和创新之处	25
第二章 资本账户开放和国际收支结构可维持性:	
总体相关性的分析	29
第一节 资本账户开放模式分析	29
第二节 资本账户开放条件分析	44
第三节 国际流动性不足和国际收支结构可维持性	51
第四节 本章小结	60
第三章 资本账户开放、内部均衡和国际收支结构可维持性	62
第一节 资本账户开放下的货币政策制度选择	62
第二节 资本账户开放下的汇率稳定机制分析	84
第三节 资本账户开放与经济增长:基于我国的实证分析.....	93
第四节 资本账户开放与经济增长的效率: 基于金融结构的传导机制分析.....	104
第五节 本章小结.....	115

附录:资本账户开放下的利率政策有效性分析	117
第四章 国际收支账户的相互弥补及跨期弥补	127
第一节 国际收支账户间相互弥补的分析	127
第二节 外商直接投资账户和商品贸易账户: 基于产业集群的分析	141
第三节 经常账户的跨期弥补:基于动态比较优势战略的分析	148
第四节 本章小结	160
第五章 资本账户开放、资本流入可维持性和国际收支结构 可维持性	162
第一节 资本流入的可持续性分析	163
第二节 资本流入可维持性的机制分析	170
第三节 本章小结	180
第六章 国际收支结构可维持性的指标体系	182
第一节 国际收支结构可维持性的指标体系综述	183
第二节 国际收支的相互弥补指标和跨期弥补指标 ——以中国为例	192
第三节 国际收支结构可维持性的预警指标体系	217
第四节 本章小结	222
全书总结	223
参考文献	226

第一章 导 论

资本账户开放的研究大致经历了两个阶段:第一个阶段是 20 世纪 80 年代,主要讨论资本账户如何开放,集中研究开放的模式和条件等;第二个阶段是自 20 世纪 90 年代至今,由于许多资本账户开放国家发生了货币危机和金融危机,如 1992 年的英镑危机、1997 年的亚洲金融危机,等等,这些危机使人们开始反思资本账户是否需要开放。这一阶段的研究也相应地集中在资本账户开放与经济增长、资本账户开放与金融稳定等方面的分析。但迄今为止,关于资本账户是否需要开放仍然未达成共识。我们借用英国《经济学家》杂志在评论巴格瓦蒂(Jagdish N. Bhagwati)的《资本神话——商品和服务贸易与美元贸易的差异》时的一段话来描述当前的研究状况:“资本账户可兑换是否会导致金融危机,并没有统计意义上的证明。从严格的学术和统计标准看,无论是反对还是赞同自由资本流动,目前都嫌证据不足。”^①尽管对资本账户开放的研究仍然存在很多的争论,但在经济金融全球化的背景下,各国资本账户开放问题却“不可回避”。我们首先结合我国的情况来分析人民币资本账户开放的意义。

第一节 人民币资本账户开放的意义

我国 1996 年 12 月实现了人民币在经常账户下自由兑换,同时逐步开放了资本账户下的资本交易。戴相龙(2002)对目前资本账户开放的状况作了一个评价,认为我国资本账户的可兑换范围和可兑

^① 转引自《经济社会体制比较》1998 年第 4 期的“编者按”。

换程度已经比较大,对照国际货币基金组织确定的资本项下 43 个交易项目,我国完全可兑换和基本可兑换(经登记或核准)的有 12 项,占 28%;有限制的 16 项,占 37%;暂时禁止的有 15 项,占 35%。^①为什么我国要进行人民币资本账户开放呢?

第一个原因是经济市场化改革的需要。新中国成立后到 1978 年,我国实行的是计划经济体制。尽管该体制在一定的历史条件下曾经取得了显著的成绩,但随着经济的进一步发展,实践已经证明了它的低效性。从 1978 年开始我国进行了市场化取向的改革,改革了原有的计划经济体制,目前已经初步建立了社会主义市场经济体制,正处于社会主义市场经济体制完善的阶段。根据麦金农(1997)的分析,资本账户的自由兑换是经济市场化的一个重要组成部分。同样,资本账户开放是我国建立社会主义市场经济的内在要求。早在 1993 年 11 月 14 日,中共十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中就明确指出,“改革外汇管理体制,建立以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场,逐步使人民币成为可兑换货币。”

经济市场化是指实现资源的市场化配置,使资源配置到能够带来高回报的地方。在资本、劳动和土地等要素中,最重要的资源当属资本。资本的数量及其使用效率的高低直接影响到经济增长的速度和质量。我国作为一个发展中国家,资本稀缺,如何高效配置资本这种要素和如何利用外国资本对于经济增长具有关键性的作用。资本账户的开放一方面可以提高资源配置效率(Chari and Henry, 2001),另一方面也可以弥补我国资本的稀缺。以亚洲“四小龙”为例(见表 1-1),在起飞阶段国外资本对经济高速增长起到非常大的作

^① 2004 年 10 月 25 日,国家外汇管理局副局长魏本华在汇丰银行第 14 届央行年会开幕式上的演讲《全球化下的中国宏观经济与外汇管理》中也指出:“中国在 1996 年实现了人民币经常项目可兑换,资本项目的开放也在积极有序地推进。在国际货币基金组织划分的 43 个资本交易项目中,目前中国有一半的资本项目交易已经基本不受限制或有较少限制,人民币资本项目下已经实现了部分可兑换。”因此,魏本华和戴相龙的判断基本上相同。

用。其实,国外资本对经济增长的贡献不仅体现在表 1-1 中的“国外资本”一栏上,而且由于国外资本的进入会促进东道国技术的进步,所以国外资本对经济增长的贡献应该还部分体现在表 1-1 的“技术进步”栏。

表 1-1 亚洲“四小龙”经济起飞阶段 GDP 增长的要素贡献分析 单位: %

时间/要素贡献率	GDP 增长率	国内资本	国外资本	劳动力	技术进步
1970~1975	9.5	1.9	0.7	2.3	4.6
韩国 1975~1980	7.6	2.8	0.9	1.9	2.0
1970~1980	8.5	2.2	0.7	2.2	3.4
1970~1975	8.8	2.1	1.0	1.5	4.2
中国台湾 1975~1980	10.2	2.6	0.7	1.7	5.1
1970~1980	9.5	2.5	0.8	1.6	4.6
1970~1975	6.9	3.6	0.9	1.7	0.7
中国香港 1975~1980	12.7	5.2	0.9	2.6	4.0
1970~1980	9.8	4.5	0.9	2.2	2.4
1970~1975	9.5	5.0	1.8	1.6	1.1
新加坡 1975~1980	8.7	4.4	1.4	1.8	1.1
1970~1980	9.1	4.8	1.3	1.8	1.2

资料来源:赵春明,《亚太地区经济发展多元化研究》,北京师范大学出版社 1995 年版。

第二个原因是金融发展的需要。金融发展的需要本应该包含在经济市场化需要中的,但由于金融发展的重要性和特殊性,需要对其进行单独讨论。我国曾经为了追求快速的经济增长,在资金稀缺的条件下实施了资金密集型的重工业优先发展战略目标,因此采取了金融抑制政策,如政府控制银行体系和压低利率等,从而为重工业提供充足的廉价资金,同时又实行外汇管制,高估人民币的汇率价格,降低资

本品的进口价格,为重工业服务(林毅夫等,1999)。但发展经济学已经表明,金融抑制是发展中国家经济落后的重要原因,金融发展和金融深化是经济发展的必要条件。资本账户的开放允许资本跨境自由流动,有利于摆脱金融抑制、实现金融发展和金融深化的目标。

戈德斯密斯在 1969 年出版的《金融结构和金融发展》中,从金融结构的角度论述了金融深化和金融发展。他认为金融深化和发展问题的研究应该包括金融发展过程中的内部结构因素和金融发展与经济增长关系的研究,其中对金融结构的研究又是居首要地位。所谓金融结构就是一个国家金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模。通过对我国金融结构的分析,我们可以判断出我国金融发展的水平仍然很落后。

表 1-2 中国金融资产构成和金融深化程度

年份	金融资产(亿元)						金融深 化程度 FIR(%)
	总计	金融机构资金运用		债券 余额	股票流 通市值	保费 余额	
		总额	比重(%)				
1985	6 666.3	6 398.4	95.98	242.2		25.7	74.4
1986	8 827.8	8 462.4	95.86	323.1		42.4	86.5
1987	11 131.6	10 547.4	94.75	517.0		67.1	93.1
1988	13 501.7	12 470.4	92.36	936.5		94.8	90.4
1989	16 044.0	14 650.6	91.32	1 270.5		122.9	94.9
1990	19 687.0	18 360.6	93.26	1 170.7		155.8	106.1
1991	24 315.5	22 596.6	92.93	1 509.2		209.7	112.5
1992	29 743.4	27 152.7	91.29	2 247.9		342.9	111.7
1993	41 944.4	38 173.6	91.01	2 452.0	862.0	456.9	121.1
1994	54 003.6	49 594.4	91.84	3 063.8	969.0	376.4	115.5
1995	66 508.4	59 461.7	89.40	5 655.4	938.0	453.3	113.7
1996	83 741.1	72 867.0	87.01	7 468.8	2 867.0	538.3	123.4
1997	106 127.1	90 510.2	85.28	9 640.2	5 204.0	772.7	142.5

续表

年份	金融资产(亿元)						金融深 化程度 FIR(%)
	总计	金融机构资金运用		债券 余额	股票流 通市值	保费 余额	
		总额	比重(%)				
1998	122 992.9	102 308.3	83.18	13 682.7	5 746.0	1 255.9	157.0
1999	138 232.0	110 724.8	80.10	17 887.0	8 214.0	1 406.2	168.8
2000	153 311.6	115 861.5	75.57	19 766.5	16 087.5	1 596.0	171.5

资料来源:课题组,《中国金融体系运行效率研究》,上证联合研究计划第三期课题报告,上交所网站,2002年。

从表1—2可以看出,我国金融相关度(FIR)已经非常高,但金融结构不合理,表现为金融机构(主要以银行为主)资产过多,而证券资产和保险资产在总金融资产中的比重太低。近几年来,资本市场的低迷和银行贷款规模的快速增长,更加重了金融结构的不合理性。我国金融结构呈现出“过度银行化”的特征。这种结构必然影响金融体系功能的发挥。根据Levine(1997)的分析,金融体系具有五项基本功能:动员储蓄、配置资源、监督经理人员并实施联合控制、改善风险管理和便于商品、劳务和契约的交易。金融机构和金融市场作为金融体系的两个重要组成部分,互相补充,共同实现这些功能。其中金融机构在动员储蓄、配置资源和便于商品、劳务和契约的交易方面具有相对优势,而金融市场在监督经理人员并实施联合控制和改善风险管理功能上具有相对优势。但两者必须协调发展,否则金融体系会出现功能缺失,影响经济增长。我国“过度银行化”的金融体系,已经影响了经济的持续快速增长。银行体系居高不下的不良贷款就是一个例证。

通过资本自由流动,可以改善目前的金融结构,提升金融体系的效率。一方面,外资金金融机构的进入会促进金融的竞争,提高金融机构的资源配置效率;另一方面,外国资本的进入可以促进金融市场的发展,改善不合理的金融结构,使得金融结构得到优化。^①

① 详细的分析见本书第二章第三节。

第三个原因是加入 WTO 的要求。2001 年 12 月 10 日,我国加入了 WTO,尽管加入 WTO 并没有要求资本账户开放,但“入世”将成为“中国开放资本项目的催化剂”(胡祖六,2001)。

首先,“入世”意味着我国贸易限制的减少和伴随而来的贸易额扩大,这将加大资本管制的复杂程度,削减当前资本管制的效率。国内许多学者都对我国的资本外逃数量进行了计算,在 1990~1997 年之间资本外逃的平均数量都在 100 亿~300 亿美元之间。近期在人民币升值预期下,大量的资本又流进了国内。违规资本流动与贸易活动有着非常紧密的关系(见表 1—3),因此,可以预计“入世”后资本管制的效率将会进一步削弱。

表 1—3 经常账户下的违规资本流动方式

经常账户下的违规资本流动	流动途径及特点
违规资本流入	贸易资金:假进口真融资(以 T/T 项下付款或 L/C 开远期信用证融资转回国内挪用)
	证券投机:境外汇给境内个人,非法结汇入股市
	投资资金:做假单,把境外借债当出口结汇骗税
	高报出口
违规资本流出	出口收汇滞留境外
	以支付专利、佣金、旅行费、运保费名义汇出
	高报进口,低进实物,将资金转移
	大型企业内部通过进口原料等转移价格
	制造假单证重复,高额购汇付进口预付款
	以引进无形资产名义购汇支付

资料来源:赵玲华,《透析中国违规资本流动的种种方式》,载《国际经济导评论》,1999 年第 3~4 期。

其次,“入世”要求我国开放金融服务业。在 5 年的过渡期结束后,外资金金融机构可以与中资金融机构一样,对居民和非居民开展人民币的零售和批发业务,跨境资本流动将加速。金融服务贸易的自由化与资本账户开放之间既存在差别,又有很大的联系。根据金融服务贸易和涉及的资本流动(underlying capital movements)的关系,可以将金融服务贸易分为三类(Natalia Tamirisa et al., 2000)。第一类金融服务贸易是指,该类金融贸易交易没有相应的资本流动,因此不需要放松资本流动管制,如顾问、咨询、信息服务等;第二类金融服务贸易是指,该类金融服务贸易与相应的资本流动密不可分,贸易自由化就相当于资本管制的自由化,如借贷等;第三类金融服务贸易是指,金融服务贸易和资本流动是可以区分的,但放松服务贸易管制和资本流动管制对于该类贸易自由化都是必要的。如果仅仅实现金融贸易自由化,而不放松资本管制,那么该类金融交易就会受到限制,如居民购买外国的资产管理服务需要放松购买外国资本市场证券的管制。表 1—4 详细列举了金融服务贸易的跨境交易和资本流动之间的关系。从表 1—4 中可以看出,大部分金融服务贸易都要求资本管制的放开。因此,“入世”将客观上使得资本管制效率降低,迫使我国资本账户进一步放开。^①

① IMF 的 Peter Quirk 和 Owen Evans 在 1995 年对 80 年代拉美国家资本外逃进行研究时发现,在 1982 年的债务危机中,尽管阿根廷、智利、墨西哥和委内瑞拉等国家的政府加强了资本管制,但资本外逃仍然非常严重。大多数国家资本外逃金额相当于其全部出口收入的 20%~30%(张礼卿,2004),由此可以看出在国际金融、贸易全球化时代,资本管制的效率非常低。另外,智利 1991 年 6 月实施的无报酬准备金要求(un-remunerated reserve requirement,简称 URR)经常被认为是资本流入管制成功的制度,但现有的文献表明该制度的有效性被高估了。详细的分析参见冯晓明(2001)对该问题的综述和评价。

表 1—4 金融服务的跨境交易和资本流动

金融服务	证券投资		其他投资			
	权益 证券	债务 证券	贸易 信贷	贷款	货币和 存款	其他 负债
保险及其相关专业						
直接保险:寿险和非寿险						
再保险和三重保险						
保险中介,如代理和经纪						
保险辅助服务:咨询、精算、风险评估等						
银行和其他金融服务(不包括保险)						
从公众接受存款和其他资金						
各种贷款,包括消费信贷、抵押贷款等						
金融租赁						
资金支付、划拨和转账,如透支和贷记卡、旅行支票签发等						
担保和授信						
各种交易服务,如货币市场工具、外汇、衍生工具、可转债等						
参与各种证券的发行和相关服务的提供						
货币经纪业务						
资产管理,如现金或组合管理、集合性投资管理、养老金管理等						
金融资产的清算与结算服务,资产包括证券、衍生工具等						
金融信息的提供和传输,数据处理						
咨询、中介和其他与所有活动相关的辅助性金融服务						

注:白色、黑色和灰色的单元格分别表示第一类、第二类和第三类交易。

上面我们分别从经济市场化改革、金融发展和加入 WTO 三个层面分析了我国实施资本账户开放的必要性。可以看出,人民币资本账户开放是一种趋势,我们不应该逆势而为,而应该做好进一步开放资本账户的各种准备。

第二节 资本账户开放文献概述

首先,我们来看一下资本账户开放的定义和内涵。尽管资本账户开放问题引起人们越来越多的关注和深思,但国际上仍然缺乏一个关于资本账户开放的权威定义。现有的各种定义大多是各个学者从自身研究需要和经验判断出发而给出的。如 1997 年印度成立多部门参加的资本账户可兑换委员会研究资本账户可兑换问题时,采用了这样一个工作定义,即“资本账户可兑换是指以市场决定的汇率自由进行国内金融资产与国外金融资产的转换”,并且“能够与非对外支付管制共存,也不排除出于谨慎原因而施加的、与外汇交易有关的货币或财政措施”(Reserve bank of India, 1997)。IMF 的 Quirk 和 Evans(1995)将资本账户可兑换表述为取消对跨国界资本交易的控制、征税和补贴。国内学者管涛(2001)在综合比较了已有的各种定义之后,将资本账户开放定义如下:“避免对跨国界的资本交易及与之相关的支付和转移的限制,避免实行歧视性的货币安排,避免对跨国资本交易征税或补贴”,将资本账户可兑换定义加以通俗化,是指“在少数例外的情况下,取消对资本流动的直接和间接限制,取消对资本流动本身及与之相关的汇兑和转移限制。”尽管目前关于资本账户开放的定义尚不存在一个类似经常账户下货币自由兑换的权威定义,但各个学者的定义差别实际上是不大的,仅仅在于对资本账户“开放”到什么程度才算资本账户开放存在差异。他们基本上都同意资本账户开放并不意味着资本账户下的所有交易管制都取消,因此采用“能够与非对外支付管制共存,也不排除出于谨慎原因而施加的、与外汇交易有关的货币或财政措施”、“在少数例外的情况下”等

表述。其实这些定义并没有解释资本账户开放的本质,仅从资本账户开放最终要达到的目标来进行定义,这是不够的。姜波克(2002)将资本账户可兑换定义为“解除对资本账户交易施加的货币兑换、对外支付和交易的各种限制,基本实现资本自由流动”。但他同时又强调:“由于资本账户可兑换是一个过程,故而也称为资本账户自由化。”这个定义不仅对资本账户开放的目标进行了概括,更强调了资本账户开放的“过程”特征。我们认为该定义是比较完整的,抓住了资本账户开放的本质(姜波克、朱云高,2004a)。

资本账户开放(capital account openness),也称为资本账户可兑换(capital account convertibility)或者资本账户自由化(capital account liberalization),绝大多数学者没有对它们加以区分,其实它们的侧重点是有所不同的。“资本账户开放”概念主要侧重于资本交易业务管制的放松,资本的跨境交易更加自由和开放,“资本账户可兑换”概念侧重于对资本交易施加的货币兑换管制的放松,“资本账户自由化”概念强调资本账户自由化是金融自由化和经济市场化的一个组成部分。我们认为资本账户自由化的表述更为确切,因为资本账户自由化是金融自由化和经济自由化的一部分,而自由化是一个过程,取决于一国经济内外均衡目标的实现特征。资本账户自由化其实就是内外均衡和资本账户管制放松之间的一个相互作用、相互影响的反馈机制。只有从这样一个角度,我们才能正确把握资本账户开放的本质和内涵,^①因此,表面上看来,资本账户开放仅仅是有关资本交易和汇兑方面管制的放松,其实这种放松是由资本账户和内外均衡之间相互作用的结果。

除了对资本账户开放概念有着不同的理解之外,现有文献对资本账户开放的研究大致是从以下三个方面展开的:

^① 在下面的行文中,我们对“资本账户开放”、“资本账户可兑换”和“资本账户自由化”三个概念的使用不加以区分,不管使用哪一个概念,都是从资本账户和内外均衡关系角度来把握资本账户管制放松的。