

戚克梅 著

资本的国界

National Boundaries of Capital



中共中央党校出版社
The Central Party School Publishing House

戚元初 著

资本的国界

National Boundaries of Capital

中共中央党校出版社

The Central Party School Publishing House

图书在版编目 (CIP) 数据

资本的国界/戚克梅著. —北京: 中共中央党校出版社, 2014. 1

ISBN 978-7-5035-5268-7

I. 资… II. 戚… III. 资本市场—研究—中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 306562 号

资本的国界

责任编辑 曲 炜 楚双志

版式设计 尉红民

责任校对 马 晶

责任印制 王洪霞

出版发行 中共中央党校出版社
(北京市海淀区大有庄 100 号)

邮 编 100091

网 址 www.dxcbs.net

电 话 (010) 62805800 (办公室) (010) 62805824 (发行部)

经 销 新华书店

印 刷 北京四季青印刷厂

字 数 137 千字

版 次 2014 年 1 月第 1 版 2014 年 1 月第 1 次印刷

开 本 700 毫米×1000 毫米 1/16

印 张 11.75

定 价 29.00 元

版权所有·侵权必究

如有印装质量问题, 请与本社发行部联系

—— 前 言 ——

国际资本流动是上世纪 70 年代以来国际经济的最重要趋势之一，而资本流动是否对资本接受国，尤其是发展中国家利大于弊，是国际学界激烈争论的话题。传统的经济理论认为跨国资本流动的开放^①使资本从资本富裕国家流向资本缺乏国家，增加了资本的分配效率，降低了资本成本，分散了投资风险，促进了经济增长。然而，发展中国家在资本账户开放后不断发生金融危机，以斯蒂格利茨等为代表的经济学家认为资本账户开放导致了全球金融体系的不稳定，甚至直接导致了金融危机。因此，国际学界逐步达成共识，开放国需要达到一定的条件（Pre-conditions，又称“门槛”，Thresholds）方可以充分地获得开放带来的好处，并控制开放导致的风险^②。本书研究的证券市场开放条件是资本账户开放的

① 泛指各国之间的资本流动（Cross-border cash flows liberalization），与之类似的说法包括金融全球化（Financial globalization）、资本账户的开放或自由化（Liberalization of capital account）、资本市场的开放或自由化（Liberalization of capital market）等，均指各国资本账户的开放。

② International Monetary Fund, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, November 14, 2012, page 1.

一个重要方面，即除外国直接投资（FDI）与银行贷款开放之外的证券市场开放条件^①。由于国际学界普遍认为，FDI对发展中国家明显利大于弊，研究开放条件的意义不大，而银行贷款的开放与证券市场中债券市场的开放又十分类同，因此本书的课题是资本账户开放核心的问题之一，与资本账户开放有很大重合，但又更准确和更具针对性。

资本市场是我国经济发展的核心枢纽，资本市场的改革与发展是我国经济改革与发展的核心议题。为了实现资本市场的双重功能，一方面促进宏观经济稳定，另一方面支持实体经济发展，我国资本市场的改革开放必须确保收益，并有效规避控制风险。因此，理清资本市场开放的条件，确保开放后利大于弊，是我国资本市场改革与发展的重要理论基础，对中国资本市场的开放具有积极的现实意义。

学界通常所指的证券市场开放是指一国（或地区）政府对证券资本跨境流动的开放，包括引进来与走出去两个方向，即境外（或称“非居民”）的投资者与发行人（融资者）进入本国证券市场进行投资与融资，以及境内（或称“居民”）的投资者及发行人进入国际市场进行投资及融资。而本书研究的证券市场是指狭义的资本市场，

^① 根据国际货币基金组织（IMF）的国际支付手册，资本及金融项目下最重要、占比最大的组成部分包括：外国直接投资（FDI）、证券组合投资（Portfolio Investment）及银行贷款（主要在其他投资，Other investment中）三个部分。

包括股票、债券、外汇及金融衍生产品的市场，即国际收支平衡表中的资本账户（根据 IMF1999 年的定义修改，资本账户被更名为金融账户，但国际学界仍沿用资本账户的说法）中的组合投资（Portfolio Investment）及金融工具（Financial derivatives）。一般而言，广义的资本市场（或“资本账户”、“资本项目”）除了证券市场之外还包括金融账户下的外国直接投资（Foreign Direct Investment，简称 FDI），及金融账户下的其他投资（Other investment，主要是银行贷款）^①。本书重点研究狭义的资本市场概念，在本书中“资本市场”与“证券市场”可以互换使用。

开放是指一个过程，即从证券市场的完全封闭，走向初步开放，加速开放，直至基本实现全面开放的过程。但是，开放并不代表着放弃对证券市场走出去与引进来的所有监督与管理。实际上，世界上任何一个国家的证券市场都有一定程度的监督、监管或管制。根据国际学界的惯例，开放有两种定义，即实际开放（De facto，拉丁语，意思指“事实上”、“执行上”或者“实际而言”）以及制度开放（De jure，意思是指“法律上”、“制度上”或者“法律制度而言”）。本书的研究重点在于对政策的实际意义，因此更注重后者，即在法律、法规、制度方面的开放。

迄今为止，国内外学界对证券市场开放均有大量的

^① International Monetary Fund (IMF). Balance of payments manual [M]. International Monetary Fund, 2010.

研究，但侧重点有所不同。国外学界的研究主要集中在对资本账户开放的利与弊争论上，有大量的理论与实证分析，并且其侧重点随着世界经济形势、发展中国家经济危机的发生而有所变化。近年来，国际学界对跨境资金流动的监管及控制手段的研究也越来越多，并对国际组织的协调机制及各国政府的多边合作提供了更多的政策建议。

自上世纪 80 年代以来，作为资本市场开放的长期倡导者——国际货币基金组织，进行了大量系统的关于资本市场开放的研究。在过去的两年中，IMF 将其各种观点及大量分析进行综合。在本书的撰写期间，2012 年 12 月 3 日，处于资本账户开放风口浪尖的国际货币基金组织首次发表了其机构观点：《资本流动的开放与管理：机构观点》^①（简称“IMF 机构观点”）。该报告综合了近年来大量的分析报告与政策报告，首次提出了 IMF 作为一个机构的观点，主要包括：跨国资本流动有显著的益处（例如提高效率、促进金融行业发展等），但同时也会带来风险；但总体而言，如果开放国在金融和机构的发展方面，达到了一定的发展水平或“门槛”，则一般利大于弊；为了确保利大于弊，跨国资本流动的开放需要精心计划，并且排好时间与顺序。但是，全面开放并不是所有国家在任何时候的合适目标。快速的资本流入及破

^① International Monetary Fund (IMF). The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View [R]. International Monetary Fund, 2012-11-14.

坏性的资本流出均是不利的。不论开放国还是资本输出国，都应采取一系列的宏观经济及资本流动管理措施（Cash flow management measures），包括货币政策、财政政策、汇率管理、金融监管、资本流动限制等。其中，关于开放的条件，IMF 提到了健全的金融体系、有力的机构、合理的金融政策（包括财政、货币、汇率灵活性）、贸易的开放等等。

自上世纪 90 年代开始，我国学界即对发展中国家证券市场开放的经验进行总结，例如陈云波^①对韩国证券市场国际化的过程进行分析，提出需要相应金融体制的不断改革与完善进行配套。王开国^②对亚洲金融危机的风险和教训进行了分析，指出固定汇率制度、持续国际收支逆差的条件下完全开放资本市场必然导致危机，需要重视资本市场开放的时序和配套改革，而中国证券市场的对外开放应坚持“循序渐进、稳步开放”的发展战略。国内学界对中国证券市场国际化风险与收益的研究也有较多研究，例如李蒲贤^③分析了证券市场国际化的利益驱动与潜在风险，指出政府和企业都必须对国际化的利益和风险进行权衡，以最大程度实现收益，防范风险。在中国证券市场开放的策略与路径选择方面，亦有

① 陈云波：《韩国证券市场的国际化及其启示》[J]，《财经论丛》1996 年 1 月。

② 王开国：《新兴市场国家和地区证券市场的开放与金融危机——兼议中国证券市场开放的路径选择》[J]，《经济研究》2001 年第 10 期。

③ 李蒲贤：《中国证券市场国际化的利益风险》[J]，《社会科学研究》，2006 年第 6 期。

较多成果。例如，沈坤荣^①的《中国资本市场开放研究》是国内少数本领域的专著之一，该书提出了“开放国本身需要一个健康发展的自由市场体系”是资本市场开放的核心条件，指出 QFII 和 QDII 是当时阶段中国资本市场开放的主要途径，并提出了开放需要进行银行业、利率市场化及外汇体制等配套改革。田剑英^②的专著《中国证券市场发展及其国际化》则对国际化的相关制度手段 QFII、QDII、CDR，股指期货等进行了全面的分析，并分析了国际化下的监管体系及投资者保护制度。近两年，关于上海国际金融中心建设及“国际板”建设成为资本市场开放研究的热门话题。例如，单豪杰、杨成长^③对证券市场国际化、人民币国际化与国际金融中心之间的影响机制进行了分析，并提出了证券市场国际化的三个基础问题：利率市场化、汇率形成机制及资本账户开放，提出创建国际板是现阶段筹资国际化的主要路径。然而，郭树清^④在 2012 年初表示，国际板的推出与整个对外开放、资本项目的开放和国内资本市场发展存在协调步伐的问题，使国内国际板的热议暂时告一段落。2012 年 2 月，中国人民银行（简称“中国央行”，或

① 沈坤荣等：《中国资本市场开放研究》[M]，人民出版社 2005 年版。

② 田剑英：《中国证券市场发展及其国际化》[M]，中国社会科学出版社 2008 年版。

③ 杨成长，单豪杰：《证券市场国际化、人民币国际化与国际金融中心建设的影响机制研究》[J]，《上海经济研究》，2011 年第 9 期。

④ 张艳：《郭树清：T+0 条件尚不具备 国际板推出目前无时间表》[N]，《京华时报》，2012 年 3 月 12 日。

“央行”)发表了题为《加快资本账户开放条件基本成熟》的研究报告(简称“央行报告”),认为我国加速进行资本账户开放的条件已经基本成熟^①。

总体而言,境内外就证券市场开放条件,形成系统理论体系的研究不多,即使有学者提出,也往往是在全面研究证券市场开放中有所涉及。而本书将共分五章,对证券市场开放的条件作专题研究。

第一章从麦金农与肖开创金融开放与金融深化理论开始回顾,总结了资本市场开放研究的主要成果及最新成果,评述了国际学界对资本市场开放条件的主要看法与研究成果。之后从资本账户开放与资本市场开放两个重合但又不同的领域,梳理了国内学界自上世纪90年代以来的主要研究成果,并对国内学界对资本市场开放条件的主要及最新观点进行了评述。

第二章风险—收益分析分两个部分。第一部分从证券市场开放的收益维度分析开放条件,收益包括:引入外国资金,促进经济增长;优化投资组合,分散投资风险;促进机构与市场发展等间接收益。第二部分从风险维度分析开放的条件,包括:资本出逃的风险,货币危机的风险,“泡沫—破裂”的风险,外债危机的风险等。

第二章的相关部分引用了相关经济学理论,包括:分析了(1)根据国际经济理论,资本市场开放短期内往往导致汇率快速上升,从而使后发的经常项目开放难以

^① 中国人民银行调查统计司课题组:《加快资本账户开放条件基本成熟》[J],《财经》,2012年2月。

实现；为避免货币危机，政府需要通过先行开放经常项目，并使本国企业国际市场环境中进行竞争，形成本国的持续创汇能力，方可进行开放；（2）各国（尤其是发展中国家）证券市场普遍存在“信息不对称”以及市场“失灵”现象，而由于距离、语言、时差等原因，证券市场开放会加剧这种“不对称”与“失灵”，从而使得市场投机行为加剧，使获取信息成本很高的散户投资者遭受巨额损失，因此市场应以理性的机构投资者及中介机构主导；（3）运用新制度经济学理论，分析发展中国家证券市场监管的非市场化、与国际市场衔接不畅，及其导致的“交易成本”，因此，要求开放国监管机构与监管体系的市场化与国际化。从而，推导出其一，经常账户开放并具有持续创汇能力；其二，理性优质的投资者与机构主导市场；其三，证券监管机构与监管体系的市场化与国际化的证券市场开放条件。此外，分析了（1）根据蒙代尔—弗莱明模型与克鲁格曼的“不可能三角”，在资本市场开放情况下，如果不实现浮动汇率制度，会导致政府失去货币政策自主权，从而失去有效促进经济增长的重要手段；（2）根据金融深化及国际经济理论，利率管制情况下开放证券市场，会导致资本的快速净流出，不利于经济增长，甚至会导致国内金融市场崩溃，从而推导出：其一，实现浮动汇率制度；其二，利率市场化，是证券市场完全开放的另外两个条件。

第三章分成三个部分。第一部分首先对开放条件的研究对象进行了约定：包括开放国属于独立经济（或非

附属型经济)模式,开放国经济持续经营且尚未出现经济危机的先兆等。而且开放国不能过大,即其不可以自身即可以主导世界经济,从经济的体量上占世界经济的比例不可过高(例如二战之后到七八十年代间的美国,由于其对世界经济的主导作用,因此开放与否均改变不了它决定世界经济走向的情况,开放对其自身意义不大,反倒是对世界意义更大)。第二部分则从静态的角度提出了证券市场开放的五个条件,并逐条进行了详细定义及分析,包括:条件一:经常账户开放且具有持续创汇的能力(C);条件二:理性优质机构主导市场(I);条件三:监管机构与监管体系的市场化与国际化(R);条件四:浮动汇率制度(F);条件五:利率市场化(I)。这五个开放条件的关键词英文首字构成“CIRFI”,读音与英文“冲浪”(Surfing)相似;而且各国资本市场开放的实际经验证明,证券市场开放如同在波涛汹涌的海岸边冲浪,既可带来激情四射的快速前进(收益),亦可使冲浪者瞬间沉入海底(风险),因此从读音及开放的实质相似性两个角度考虑,将本章提出的证券市场的开放条件命名为“冲浪”条件。

第三章的第三部分则更进一步,将开放模型立体化,形成动态的证券市场开放阶段模型,即从时间维度,将开放划分成四个阶段,包括:阶段一:开放起始阶段(该阶段典型的特征是资本市场开始开放,主要包括境内企业开始海外上市,境外投资者开始间接投资国内资本市场等);阶段二:开放成长阶段(包括QFII、QDII推

出，境内企业境外上市扩大等)；阶段三：开放加速阶段(该阶段典型的特征是开始境外企业本地上市——国际板，境外机构与个人开始直接投资境内市场等)；阶段四：基本完全开放阶段(除了对弊大于利的短期投机资本的限制之外，证券市场、资本账户实现基本放开)。前述五个开放条件与四个发展阶段形成了立体的时间对应关系，从而将“冲浪”条件立体化、动态化成为“冲浪”矩阵，构成“分阶段条件论”。即当五个条件都不具备时，政府应对证券市场采取“封闭”的做法；当条件一(“C”)满足时，政府可进入阶段一；当条件一至二(“CI”)满足时，可进入阶段二；当条件一至三(“CIR”)满足时，可进入阶段三；当条件一至五(“CIRFI”)均满足时，可进入阶段四。

第四章是对典型性国家(地区)证券市场开放的实证检验。分别对亚洲、拉美、欧洲等部分发展中国家(地区)及发达国家和地区(包括亚洲的泰国、韩国、中国台湾；拉丁美洲的墨西哥、智利；欧洲的德国、俄罗斯等)的开放实际情况按照冲浪矩阵的方法进行了检验。检验结果显示，除了俄罗斯不符合冲浪条件研究对象的约定之外，其他国家及地区均完全符合冲浪矩阵，验证了冲浪矩阵的适用性与准确性。之后，对上述国家及地区按照资本市场开放历程、五项冲浪条件及开放的实际效果进行详述，以验证样本国家(地区)冲浪矩阵的结果。

第五章中国资本国界开放的总体设想，对中国证券

市场开放的历史与现状、开放条件的演进及开放的总体设想等进行探讨并提出研究结论。

本书采用的研究方法主要是：

一、规范分析与实证分析相结合的方法，两者并重。规范分析力求对事物的本质做出判断，与本书研究资本市场开放需要满足什么样的条件相一致。本书运用经济学的原理，对资本市场开放在什么条件下预期收益最大，风险最小，利大于弊，做出分析判断，推演出开放须满足的各项条件。此外，本书利用大量的各国资本市场开放实证经验，客观分析各国在不同开放条件下的开放收益与负面效果，对本书提出的开放条件模型进行检验。

二、成本与收益分析的方法。本书采取了成本收益分析法（Cost Benefits Analysis）作为梳理资本市场开放条件的主体脉络，即为了实现收益大于成本，或最大化收益同时最小化成本，需要满足哪些条件。资本市场开放对开放国的收益，包含优化资源配置，引进外资，促进国内金融体系的发展，促进经济增长等。开放所导致的风险则包括货币危机的风险，资本出逃的风险，泡沫破裂的风险等。在每一个收益与风险项下，经济学的理论原理及逻辑关系是什么，从而推论出开放国需要满足的条件（或达到的标准），是本书进行开放条件分析的基础。

三、归纳与比较相结合的方法，归纳分析为主。本书以成本收益为基础，从相关收益及成本项中归纳推理出开放的条件，并通过在不同开放条件下各国开放的效

果进行比较，获得不同开放阶段下开放国应满足的条件。在论证的过程中，主要采取归纳与逻辑推理的方法，推证开放条件，并通过国家间的横向比较对开放条件进行确认。

四、定性分析与定量分析相结合，定性分析为主。本书主要采用定性分析的方法，分析不同条件下开放的利与弊。在验证部分条件时，本书也采取了定量分析的方法或参考了定量分析的结果。

五、静态分析与动态分析相结合，动态分析为主。在开放利弊分析中，经济增长及经济危机的分析；在开放条件的分析中，浮动汇率制度、利率市场化、经常账户开放与创汇能力等分析，均采用了动态分析的方法。在各国资本市场开放程度的比较、机构投资者与中介的构成比较等方面采用了静态分析，但本书总体以动态分析为主。

任何一项研究都是在前人已有成果的基础上展开的，而本书亦有以下创新：

一、首次提出了“冲浪”（CIRFI）开放条件。本书运用成本收益分析方法为理论框架，从有效规避风险及最大化预期收益两个维度梳理证券市场开放的条件，对每一个条件从经济学原理出发，进行推导分析。尽管以往学界对五个条件的大部分多有涉及，但本书从风险收益维度，系统提出了开放五条件，形成了比较严格的经济学定义，提出了证券市场开放的“冲浪”（CIRFI）条件体系。

二、首次提出了“冲浪”(CIRFI)开放矩阵。本书根据历史维度与逻辑推理相一致的思路,将证券市场开放划分为四个阶段,并对“冲浪”条件进行动态立体化拓展,提出“分阶段条件论”,形成了随着开放程度加深,开放阶段提升,所需条件递增的证券市场开放“冲浪”矩阵,与资本市场开放的复杂现实情况更为贴近。

三、首次根据“冲浪”矩阵,对中国证券市场开放的总体进程提出建议。本书将“冲浪”条件及“冲浪”矩阵应用于中国,通过对中国的开放历史、开放条件及开放效果的回顾与展望,对中国证券市场开放的总体进程、阶段划分及未来展望进行探讨与分析,提出了设想与建议。

本书的主要不足是:实证分析只选择了部分具有代表意义的国家(或地区),未来如果时间允许,笔者将做进一步更全面的研究与检验。

目 录

前言	(1)
----------	-------

第一章 资本国界开放溯源	(1)
--------------------	-------

第一节 金融开放与金融深化的起源	(1)
------------------------	-------

第二节 开放的利弊之争	(5)
-------------------	-------

第三节 资本国界开放的条件	(25)
---------------------	--------

第二章 资本国界开放的风险—收益分析	(33)
--------------------------	--------

第一节 开放的收益	(33)
-----------------	--------

一、引入资本，促进增长	(34)
-------------------	--------

二、分散投资风险	(42)
----------------	--------

三、实现间接收益（或“附带收益”）	(43)
-------------------------	--------

第二节 开放的风险	(44)
-----------------	--------

一、资本出逃	(48)
--------------	--------

二、汇率危机	(52)
--------------	--------

三、“泡沫—破裂”	(55)
-----------------	--------

四、债务危机	(56)
--------------	--------

第三章 资本国界开放的“冲浪”矩阵	(58)
-------------------------	--------

第一节 持续经营独立经济体的界定	(59)
------------------------	--------

第二节 “冲浪”条件	(61)
------------------	--------