

前 言	员
-----	---

绪 言	员
-----	---

第一章 问题的提出	员
-----------	---

一、问题的提出	员
---------	---

二、战后经济复兴时期实行资本管制的目的 :简 单回顾	源
-------------------------------	---

三、资本账户开放的意义	远
-------------	---

第二章 实现资本账户开放的国际比较	员猿
-------------------	----

一、货币可兑换的一般分析	员猿
--------------	----

二、发达国家资本账户自由化及部分典型考察	员远
----------------------	----

三、发展中国家和地区资本账户自由化及部分 典型考察	圆远
------------------------------	----

四、国际间资本账户自由化的影响及问题的一 般分析	猿缘
-----------------------------	----

第三章 中国资本账户开放的现实考察	源猿
-------------------	----

一、我国外汇体制的历史沿革	源源
---------------	----

二、我国资本账户开放的实践	源愿
---------------	----

三、我国资本账户管理中的问题	缘猿
----------------	----

第四章 资本账户开放的机制研究：均衡与 协调	缘苑
---------------------------	----

一、内部均衡与外部均衡	缘
二、开放经济下的政策协调	远
三、货币、利率和汇率的相互联系	苑
第五章 资本账户开放与汇率决定	愿
一、资本账户开放与汇率决定理论	愿
二、开放条件下汇率水平的决定	怨
三、人民实际汇率的实证分析	员猿
四、人民币汇率下浮的经济影响	员圆猿
五、资本账户开放与汇率制度安排	员圆怨
第六章 资本流动与资本账户开放	员圆
一、国际资本流动的一般描述	员圆
二、资本流动与资本管制的理论分析	员圆
三、短期资本流入问题研究	员圆
四、资本外逃问题研究	员圆
第七章 资本账户开放与国际储备	员圆缘
一、资本账户开放与国际储备	员圆缘
二、资本账户开放与我国外汇储备规模	员圆怨
第八章 实现资本账户开放的模式与对策	员圆
一、资本流动自由化先后次序的国际经验	员圆
二、资本账户开放的条件研究	员圆
三、中国资本账户自由化模式选择	员圆猿
四、资本账户管理的对策研究	员圆
附录 粤 我国当前资本账户开放状况对应表	员圆愿
附录 月 入世：中国对金融服务的具体承诺	员圆缘
参考文献	员圆

中国资本账户开放研究是个大题目，涉及到诸多方面，恰逢中国加入世贸组织，更提高了研究这一问题的重要性和紧迫感。然而，应如何来准确把握这一问题，科学地加以研究和论述，感觉难度很大，心里没有底，只能说是一种初步的尝试。因本书是在我的博士论文基础上修改而成的，它又可看做是本人对所长期从事的国际金融领域研究心得的一次总结。

本书的顺利出版首先要感谢江西省社会科学联合会所给予的大力支持和资助。感谢江西人民出版社林学勤社长和汪婷副编审所给予的大力支持和所付出的辛勤劳动。

本书在写作和修改完善过程中，始终得到许多宝贵的帮助和支持，在此深表谢意。

感谢我的导师张亦春教授，他为我初稿的选题、写作和修改定稿倾注了大量心血，他“传道、授业、解惑”，处处为人师表，予人以深刻的启迪。同时感谢周颖刚博士在百忙中对我的论文构思和结构提出了宝贵的意见。

西南财经大学的何泽荣教授、上海财经大学的戴国强教授、厦门大学的林宝清教授、江曙霞教授、朱孟楠教授、邱崇明教授，以及李晓峰博士对我的初稿提出了许多宝贵的建设性意见，对他们的帮助表示诚挚的谢意。

在写作过程中参考了大量国内外有关文献，引用了一些模型和有关论述，如借鉴了萨克斯的开放经济下的宏观经济一般

均衡模型、蒙代尔的政策搭配模型、弗里德曼的理性预期货币汇率模型、多恩布什的汇率超调模型,以及克鲁格曼的汇率目标区理论及其模型等;对于国内的学者,参考和借鉴了姜波克、张礼卿、刘光灿等有关著述;除了所提及的之外,还有很多难以一一说明,在此一并致谢。

感谢我的研究生张亦平、朱艳嫣和蔡伟同学为我的论文整理所作的工作。

最后,我由衷地感谢爱妻陈和潮对我的无微不至的关怀和照顾。她为我的学业和写作默默无私奉献;从收集资料、写作、打印到校对和复印,无不倾注了她的一片爱心。

胡援成

圆年 缘月 猿日

一、研究的意义与背景

资本账户^① 开放从广义讲,应指资本可在一国与他国之间自由流动,包括在金融市场的自由交易和货币的自由兑换。就其狭义而言,又可理解为资本项目可兑换(亦即一国资本流进和流出的汇兑均无限制的兑换)。资本可否在一国与他国之间自由流动,这对中国来说是一个全新的课题,对整个发展中国家来说也是新事物。尤其是对于像中国这样一个即将加入世贸组织,满怀豪情迎接新世纪挑战的发展中国家来说,研究资本账户应不应开放,又应如何开放,将更具有战略性意义。

当前,经济全球化已经构成当代世界经济发展的主要潮流,而作为推动这一潮流主要力量的金融市场一体化尤其引人注目。随着金融市场一体化程度的加深,金融市场动荡波及的范围在不断扩展,金融风险传递速度在不断提高,国际私人资本的巨额流动,以及不时发生的大规模银行兼并浪潮,均给发展中国家提出了严峻的挑战。

^① 从一国与他国相联系的国际收支账户来看,它通常包括经常账户、资本账户和平衡账户三大账户。根据国际货币基金组织编写的《国际收支手册》第五版中的分类,资本账户又被修订为“资本与金融账户”。为方便起见,本文仍使用资本账户这一用语。

美国斯坦福大学的著名经济学家罗纳德· 麦金农和爱德华· 肖(1933—2001) 早在 1963 年就分别提出了发展中国家的“ 金融抑制论” 和“ 金融深化论” 。发展中国家要摆脱贫困 ,其必要措施之一就是解除“ 金融抑制” ,即通过资金市场自由化来使实际利率高到足以反映资本稀缺程度 ,并消除通货膨胀。而这又相应要求金融自由化应与贸易自由化、税制合理化和正确的政府支出政策相配套 ,才能有效拓展国内资金来源。

使用。这两种改革都有使国内货币成为一种国际性稳定货币的效应 ,而且基本上会改变向自由化经济有效转移资本的方式^①。

“ 具备一个繁荣兴旺的国内资本市场 ,以及能够获得外国证券资金 ,自由化的发展中国家就可以真正地盯住外国直接投资和管理控制权的约束。尽管这些限制可能残留在国际收支资本账户上 ,自由化将导致往来账户上商品和劳务的完全自由化。”^②

20 世纪 70 年代以来 ,二次世界大战后的发展中国家真正经历了一次较普遍的高速增长 ,尤其是一些高负债国家 ,借助于大量涌入的外资 ,开始沉浸于因国际资本流入刺激经济增长所带来的喜悦之中。但是好景不长 ,当步入 80 年代以后 ,债务危机开始突现 ,墨西哥、巴西、阿根廷等拉丁美洲国家陷入严重的债务危机 ,此后其他一些地区的许多发展中国家也或多或少被债务危机所困扰。

进入 20 世纪 90 年代 ,新一轮因国际资本流动所带来的国际金融市场动荡越来越成为人们关注的焦点。现行的浮动汇率

① 罗纳德· 麦金农《经济发展中的货币与资本》上海三联书店 ,1985 年 ,第 104 页。

② 同① ,第 105 页。

和国际汇率体系的不稳定性、“金融大鳄”的巨额对冲基金对国际金融市场的肆虐冲击,以及小国金融体系的脆弱性等似乎构成了当代国际金融动荡的新格局。

在 1995 年国际货币基金组织举办的一次讨论资本管制为主体的圆桌会议上,以智利为代表的一些拉美国家代表根据他们借助资本管制躲过 1995 年墨西哥金融危机带来的外部冲击的经验,再次肯定了资本管制在一定条件下,可以发挥的积极作用。智利政府针对国外借款征收 10% 的准备金,并要求外资流入必须至少留在本国一年,这些措施在 1995 年是成功的,结果只有 1% 的资本流入属于短期资本。

国际上流行的观点认为,实行资本管制通常有四个理由:一是有助于克服短期资本流动剧烈变动引起的国际收支危机和汇率波动;二是保证国内储蓄用于国内投资,限制外国人拥有国内生产要素;三是维护当局对本国金融活动、金融收入和金融财富的课税能力;四是防止资本流动对经济稳定和机构改革方案产生不利影响。

国际货币基金组织则持不同的观点。近年来,基金组织强调要将“基金组织协定”中第 14 条款要求的自由兑换从原来规定的经常项目延伸到资本项目的更大范围。他们强调经常项目与资本项目很难区分,资本类型也难以区分,并且对资本管制的作用也表示怀疑。因而提出不是要不要实现资本账户自由化的问题,而是应如何实现,以及实现的速度和步骤的问题^①。

有些发展中国家的代表认为,资本账户的自由化只能分阶段进行。其不仅要取决于财政状况的改善,还取决于国内金融市场体系的完善,资本管制之所以还需要,是因为一国的经济,特别是其金融部门所处的发展阶段所决定的。还有的代表提

① 可参见 陈云,“关于当前金融形势和货币政策的报告”,陈云文选,第 3 卷,中央文献出版社,1995 年。

出,资本项目的自由兑换所需的前提条件之一,是应包括贸易伙伴间通货膨胀率的趋同。

1997年的马来西亚,为应付亚洲金融危机和国际金融大鳄的冲击,实施了资本项目下的外汇管制。为此,受到了国际社会的谴责。当时的正统观念是:即使有限的资本管制也是不能接受的,市场是神圣不可侵犯的,任何形式的管制都被视为消极的。然而,一年后的俄罗斯金融危机的教训,似乎动摇了传统观念。在国际货币基金组织最近的一份报告中正视了资本管制在应付资本流动剧烈波动中所起的作用,同时意识到开放资本账户这一问题的复杂性。该报告指出:“一定范围内宏观及金融政策的稳定是最为普遍的目标,一切审慎的措施在实现这一目标中均可能发挥作用。”

当然,该报告认识到评价资本管制的确切效果十分困难,同时也指出资本管制需付出一定的代价:首先,限制资本流动(特别是当管制措施是综合性的,涉及面很宽时)会影响正常的经常性交易,使正常的资本流动减少;其次,资本管制要付出非常大的管理代价,特别是当管制措施不得不拓宽以堵塞潜在漏洞时。再次,也存在通过管制造成对国内金融市场庇护的风险,还会延缓政策的调整,阻碍私人部门适应国际环境的变化。最后,资本管制使市场信号扭曲,进而使实施资本管制的国家更难以吸引外资或使其筹资成本更高。”^①

基金组织的报告分析了运用资本管制限制短期资本流入的几个国家的经验:巴西(1997—1998)、智利(1995—1998)、哥伦比亚(1997—1998)、马来西亚(1998)和泰国(1997—1998),通过对这几个国家案例的分析,得出结论是:尽管资本管制在一些国家起了作用,但很难将资本管制本身的作用和其他政策措施的作

① 可参见 辜朝明、林建强等:“亚洲金融危机与资本管制”,载《亚洲金融危机与资本管制》,中国金融出版社,1998年。

用区分开。此外,该报告怀疑:“实施资本管制将延迟必要的政策调整,使最终的调整更为严厉。不仅如此,那些审慎监管架构较弱的国家,银行体系承担着额外的风险。”

据世界银行的研究报告表明,资本管制的效力正在不断下降,同时资本管制的成本确在不断提高。对东南亚国家资本账户开放和管理的研究结果表明,政府已开始意识到对资本账户的管理是低效的。在实施资本账户管制时,常出现大量逃避资本管制,且管理效果不佳问题。当投资者对宏观经济的稳定性产生怀疑时,或是预期汇率将会大幅波动,或是国内外金融工具收益率相差很大,或是资产被征收重税时,投资者总会找到种种办法绕过资本管制。如采取低报出口、高报进口的办法,或利用转移价格转移利润的办法,或通过改变交易时间和条件的安排,甚至通过行贿手段达到逃避管制的目的。尤其在已实现经常项目可兑换后,资本可通过经常项目渠道输出入。可见,随着经常项目资金非法流动的成本降低,资本管制的成本则不断提高。

二、研究的思路和方法

研究国际收支和汇率及汇率制度问题的国内外文献可谓汗牛充栋,但正如上述国际研究和实践所表明的那样,同样作者在研究了大量国内外研究文献后也发现,对于资本账户开放领域至今并未形成一个完整的理论体系,甚至未形成统一的意见。资本账户开放的实践和理论研究对发展中国家而言仍然相当欠缺,对中国来说更是如此。系统研究资本账户开放问题的文章目前国内可散见于少数学者,但多数是就开放的意义、背景、前提、性质、问题等作了主要是定性方面的阐述。有很多的现实问题和理论问题用传统的经济理论和方法无法得到合理的解释。我国国内的一些学者,如陈彪如、姜波克、张礼卿,以及刘光灿等

对人民币自由兑换以及资本账户开放问题较早和较系统地作了研究,堪称是国内该研究领域的拓荒者。基于上述研究状况,针对中国资本账户开放的现实问题,本书试图从动态的内外均衡与协调角度,寻找一个研究的新视角。

中国加入 ~~宰~~ 裁后,中国在资本账户开放问题上面临种种选择,是否允许国际资本更自由地流动?中国在现有的管理浮动汇率制下,是否应进一步改革汇率体制,实行完全的浮动汇率制?在对外开放过程中,中国又应如何选择资本账户开放模式,如何推进资本账户开放的进程?中国人民银行行长戴相龙最近指出,我们应“维护人民币汇率稳定,循序渐进推进人民币可兑换进程”^①。关于这一点,现似乎有了较一致的看法,但并非在理论上完全解释清楚了,还有很多理论和实践问题有待进一步的研究。

鉴于上述诸观点,本书在认真考察资本账户开放的国际经验基础上,循着动态内外均衡与协调为主线的逻辑思路,重点研究资本账户开放的机制问题、开放经济下的汇率决定及其汇率制度选择问题。此外,与资本账户开放紧密相连的国际资本流动以及相应的资本外逃问题、与防范资本账户开放风险相关的国际储备问题,以及资本账户开放的模式和进程的选择问题等,也是本书所要探讨的重要问题。

本书在方法论上主要采取理论分析与实证研究相结合,定性分析与定量分析相结合,一般分析与典型案例分析相结合,历史研究与现实研究相结合,纵向对比与横向比较借鉴相结合的方式和方法,综合吸取国外成功的经验和失败的教训,对我国资本账户开放的现实问题、难点和模式展开深入探讨,为我国逐步推进资本账户开放寻求理论依据和实证支持。在研究中本书有

^① 参见戴相龙“中国今后几年的货币政策”,国际经济研究,1994年第1期,第10页。

选择的借鉴了萨克斯的开放经济下的宏观经济一般均衡模型、蒙代尔的政策搭配模型以及蒙代尔-原弗莱明模型、弗里德曼的理性预期货币汇率模型、多恩布什的汇率超调模型,以及克鲁格曼的汇率目标区理论及其模型,并进行相应的理论分析。

当然,任何社会科学成果都只有暂时的意义,事物是不断发展的,人类探索自然和社会规律也是无止尽的。这也是人类自身发展的辩证法。由于我国资本账户的实质性开放还未真正开始,目前尚在研讨酝酿过程中,理论和实践本身都有待于进一步地发展和完善,本书所涉及的范围和层次还远难涵盖实践所提出的各种要求,所研究的结果也并不表明是本人的终极目标。

三、研究的结构

苑

全书共分八章,具体各章的要点如下:

第一章首先提出资本账户开放的问题,在简要回顾资本管制历史的基础上,针对资本账户开放的意义和动机进行了分析,认为中国作为一个发展中的大国,应该早日融入资本账户开放的世界经济主流,资本账户开放过程实质上是打破旧的均衡,而追求一种新的动态内外均衡的过程。

第二章运用一般分析与典型分析相结合的方法,就发达国家资本账户开放的经验和发展中国家及地区资本账户开放的经验进行了比较分析,并对推行资本账户开放过程中的一般影响和问题进行了考察。

第三章着重就中国外汇体制的改革以及推行人民币经常项目可兑换的实践作了历史回顾和现状考察。对中国在推行资本账户开放过程中将产生的影响和在资本账户管理中的现实问题进行了分析。

第四章从内外均衡出发,以均衡与协调为逻辑主线,重点研

究对外开放过程中如何保持宏观经济稳定的内在机制。先着重分析了萨克斯的开放经济下的宏观经济一般均衡模型,然后重点分析蒙代尔的政策搭配模型以及蒙代尔-原弗莱明模型,以揭示出开放经济下如何通过货币政策和财政政策的相互作用及其搭配来使宏观经济趋于稳定和协调。最后,就货币、利率和汇率的相互联系进行了较系统分析。

第五章重点探讨开放经济下汇率的决定以及汇率制定安排。首先针对几种典型的浮动汇率制下的汇率决定理论,包括理性预期的货币主义汇率模型、汇率超调模型,以及汇率目标区理论及其模型进行了系统分析。然后重点探讨了人民币汇率决定问题,分析了人民币的真实汇价变动,并就人民币汇率下浮的影响进行了研究。最后,在上述研究基础上对中国资本账户开放进程中的汇率制度安排进行了探讨,结论是在考虑效率与稳定相协调前提下,应该选择汇率目标区机制。

第六章主要研究资本账户开放过程中所面临的一个重要问题,即资本流动问题。首先对国际资本流动进行了一般分析,然后采用文献概览方式对资本流动与资本管制进行了理论综合分析。再就短期资本流入问题结合中国的国情进行了分析,最后主要针对中国的资本外逃问题进行了较系统深入的理论和实证研究。研究表明,近年来中国的资本外逃有上升趋势,应引起高度重视,并通过相应政策措施来防止。

第七章专门探讨国际储备问题。首先简要分析了资本账户开放与国际储备的关系,指出国际储备对于调节汇率波动、防范金融风险具有重要的缓冲库存的功能。然后着重从理论模型设计和实证方面研究开放经济下的外汇储备适度规模问题,并从成本与效益结合角度导出合乎中国国情的外汇储备适度规模模型。

第八章最后探讨资本账户开放模式与进程的选择,是全文研究的逻辑归宿。首先就资本流动自由化先后次序的国际经验

作一般性考察 ,然后具体分析了资本账户开放的一般条件。在此基础上对中国资本账户自由化模式及进程选择进行了理论探讨 ,并得出应采取渐进式模式稳步推进的策略性结论。最后 ,就中国现阶段的资本账户管理作了对策性研究。

问题的提出

一、问题的提出

当今世界,全球经济和金融市场的一体化趋势锐不可当。我国在迈入新世纪的同时也加入了世贸组织,这是我国正式融入世界经济一体化的新起点。就国内来说,我国自 1978 年以来所推行的社会主义市场经济取得了世人瞩目的进展。金融制度创新和金融市场体系的建立和完善、货币支付方式和调控方式的发展、企业融资方式的转变,以及人们投资理念的变化等等,正在改变着中国经济的整个运行方式。

进入 20 世纪 90 年代,国际资本流动的规模日益庞大,金融动荡愈演愈烈,金融系统的稳定性越来越差。从 1992 年欧洲英镑危机至 1995 年末的墨西哥比索危机,继而又于 1997 年开始的亚洲金融危机,又引发了 1998 年的俄罗斯金融危机,以及 1999 年的巴西金融危机。进入 21 世纪之后,拉丁美洲的金融动荡似乎又有

加剧之势。1995年之初的阿根廷货币危机又向世人敲响了加强国家金融安全的警钟。

我国现已正式“入世”,资本的流动必将日益频繁,相应对资本账户的管理的要求必将日益提高。我国是否应进一步开放资本市场,允许国际资本更自由地流动?由于受亚洲金融危机的影响,我国目前对资本项目外汇管理尚十分严格,经常账户用汇和资本账户用汇严格分账管理,对资本的流出入有严格的管制。当允许外资银行全面经营人民币业务,我国政府将如何管理?是否应完全放开外汇管制,允许人民币与外币自由兑换?从汇率变动的角度看,我国今后能接受多大的汇率波动幅度来保持国内和国外的平衡?我国究竟应怎样在加强经常项目可兑换的情况下,逐步推动资本项目可兑换的工作进程?这些问题尚无定论,均有待于进一步研究。

从理论上说,市场经济要求资本能够自由流动,以实现资源的优化配置。在经济发展到一定阶段以后,资本作为关键性的要素之一,必然会提出自由流动的问题。国际货币基金组织早期对资本项目可兑换要求不像对经常项目可兑换那样严格。如根据国际货币基金组织协定第 28 条“资本转移”第 3 节“资本转移的管制”,仅作如下规定:“会员国对国际资本转移得采取必要的管制,但这种管制,除第 28 条第 3 节(赠款及第 28 条第 4 节规定者外),不得限制日常交易的支付或者不适当的阻滞清偿债务的资金转移。”^①可见,国际货币基金组织当时并不强求成员国实行资本项目可兑换。

然而,随着国际金融的发展,国际货币基金组织逐渐对资本项目可兑换予以越来越多的关注。到 1995 年底,随着我国宣布接受国际货币基金协定第 8 条款,国际货币基金组织 185 个成

^① 魏盛鸿、周升业《中华人民共和国银行法全书》中国金融出版社,1995年,第 180 页。

员国已有 141 个实现了经常项目下可兑换,因而国际货币基金组织正考虑把资本项目可兑换和促进资本流动纳入基金组织的管辖范围。

实际上,自 1980 年以来,经济合作组织的成员国就对开放无形商品和资本流动做出了承诺。根据 1983 年 5 月颁布的修改后的自由化规则,这些国家正在致力于对外汇交易和与之对应的各项交易实行几乎是全面的自由化。所有资本流动,其中包括短期资本的流动都包括在修改后的规则里。该项规则所涉及的一些新的内容包括:货币市场业务,其中包括在证券及同业市场的各项业务,短期金融信贷和贷款、外汇业务,其中包括即期交易和远期交易、掉期、期权、期货以及其他创新的金融工具等。

在 1985 年的基金组织年会上,以英国为代表的一些发达国家就提出,由于经济的全球化,国际资本流动对全球经济运行的影响越来越明显,因而基金组织应该扩大其管辖权,加紧推动资本项目的可兑换工作。

1986 年,国际货币基金组织和世界银行第 20 届年会在香港举行。该年会的基本议题之一便是推动资本项目的可兑换,促进国际资本的流动。近年来,资本流动在国际经济中发挥着越来越大的作用,已经成为对国际货币体系有重要影响的因素。由于基金组织的宗旨是维持国际货币体系的稳定,而基金组织的章程里面没有赋予基金组织对资本流动的管辖权,因而基金组织认为有必要将其管辖权扩大到资本流动领域。当前基金组织的管辖权主要涉及到经常项目下的支付和转移限制,而目前已有 141 个基金组织成员国接受了经常项目可兑换的第 8 条款。今后基金组织面临的新任务是促进成员国尽早实现资本项目可兑换。

二、战后经济复兴时期实行资本管制的目的：简单回顾

在第二次世界大战结束后的 ~~五~~^六 年里，为了隔绝外部金融市场不稳定的影响，同时也是为了抑制各种形式的资本外流，以满足日益增长的国内发展所需的资金要求，几乎所有的发展中国家都对其资本账户实行严格的管制。其主要内容包括（1）对因收购海外资产而购买外汇的需求须经批准或有专门的限制（2）对因到国外投资而转移外汇的数量加以限制（3）对资本或外汇的收入汇出实行规定、审批或限制（4）对转移与资本有关的外汇购买或上缴实行歧视性货币汇率。

资本管制主要用于消除利率和汇率波动。但随时间推移，各国实行资本管制的原因各不相同。

~~五~~^六 疲软货币。

抵制市场对货币贬值造成的压力，同时又无需提高国内利率是实行资本管制的较主要原因。在布雷顿森林体系框架下，许多国家把货币贬值看做是政策失败的表现。因而货币潜在疲软的国家仍旧长期实行汇兑管制。长期面临大量财政赤字，通货膨胀率居高不下，资本外逃严重的国家通常普遍实行资本管制。

~~五~~^六 资本短缺。

那些国内储蓄短期，外汇储备通常用于弥补国际收支逆差的国家，对外汇流出也都实行汇兑管制。

资本管制虽然能阻止资本外流，但资本管制对鼓励居民储蓄和消费也会起到削弱作用，因为资本管制有可能使国内投资回报率人为地控制在国际水平之下。从总体看，资本管制对增加投资的净影响为零。

~~五~~^六 通货膨胀性的资本流入。

对资本流入实行管制的目的是对国内货币扩张保持控制，防止本国货币相对于国民经济规模的无限制大量积累，同时限制本币的升值。从 ~~五~~^六 年至 ~~五~~^六 年期间，由于证券投资由美