

人民币资本账户开放线路图

中国经济体制改革研究会委托课题



北京師範大學 金融研究中心

Beijing Normal University, Financial Research Center

2011年3月

内容提要

随着经济全球化和金融自由化程度不断加深,人民币资本项目可兑换从长期看已经成为我国发展市场经济的必然选择。同时,为了进一步深化金融改革,完善市场监管体制,促进实体经济发展,加快人民币资本账户可兑换也有其必然性。

本文首先对资本账户开放和管制的内涵进行了界定,第二部分和第三部分分别就金融自由化的理论和实证研究进行文献综述。基于这些理论,本文第四章对与我国客观情况相似且成功开放资本账户的国家和地区进行了分析和总结,对我国资本账户开放具有借鉴和指导意义。第五部分介绍了我国资本账户开放的现状,并基于我国实际重点分析了我国资本账户开放的次序问题。第六部分结合我国外汇储备近些年的增长情况,讨论了外汇储备对资本账户开放风险的缓冲作用。第七部分和第八部分阐述了跨境贸易人民币结算和人民币国际化问题,分析跨境贸易人民币结算对资本账户开放的推动作用,并探讨的人民币国际化的可行路径。最后,根据我国资本项目开放现状以及我国现阶段所处的国际国内经济背景,提出我国资本账户开放的短期、中期和长期路线,并拟定初步时间表。通过研究得到的主要结论有:

- 1、资本账户开放需要一定的前提条件,一般来说渐进式改革更具有现实意义。在改革的过程中要及时发现问题并采取措施化解危机。
- 2、我国资本账户开放实施了渐进式的开放方式,采用先试后推的策略,逐步放松了直接投资的管制,在证券投资方面推出了 QFII 和 QDII 制度。
- 3、外汇储备能够缓冲资本账户开放的资本外逃风险和外债风险,从我国拥有的当前外汇储备规模来看能够应付资本账户完全开放的风险,但我国的债务结构不甚合理,因此在资本账户开放的过程中应该防范债务危机。
- 4、跨境贸易人民币结算配套政策不断完善的过程,也是资本项目渐进开放的过程,这一举措极大地推动了跨境贸易的发展和人民币国际地位的提高,对企业主体和金融市场都有着深远的影响。
- 5、资本账户开放与人民币国际化,就发展进程而言,二者并不影响;但二者的最终实现密切相关。此外,贸易方式推动人民币国际化需谨慎。
- 6、对于进一步开放我们资本账户的策略,我们认为应该首先深化汇率和利率制度改革,完善货币和资本市场运行和监管,为资本账户进一步开放奠定基础。

目 录

1	资本账户开放与资本管制的概念	8
1.1	资本账户开放相关概念及度量	8
1.1.1	资本账户开放的内涵	8
1.1.2	资本账户开放程度的衡量指标	9
1.2	资本项目划分及资本管制	10
1.3	本章小结	12
2	资本账户开放理论	13
2.1	资本账户开放的必然性：金融自由化	13
2.1.1	金融抑制理论	13
2.1.2	金融自由化理论	13
2.1.3	金融约束论	14
2.2	资本账户开放的排序理论	14
2.2.1	金融自由化与国内宏观经济改革的顺序	15
2.2.2	资本账户与经常账户自由化的顺序	16
2.2.3	资本账户自由化的内在顺序	16
2.3	本章小结	17
3	资本账户开放效应分析	18
3.1	资本账户开放与经济增长	18
3.1.1	作用渠道分析	18
3.2	发展中国家资本账户开放与经济增长分析	19
3.2.1	实证结果：难以建立稳定的因果关系	19
3.2.2	基于阈值效应的分析	19
3.2.3	国内体制发挥重要作用	20
3.3	资本账户开放与宏观经济波动	20
3.3.1	理论观点：存在争议	20
3.3.2	实证结果不一致	21
3.3.3	Prasad 指出的阈值效应	22
3.4	资本账户开放与通货膨胀	22

3.4.1	资本账户开放与通胀负相关.....	22
3.4.2	资本账户开放与通胀正相关.....	23
3.5	资本账户开放与汇率制度.....	24
3.6	资本账户开放与金融危机.....	26
3.6.1	资本账户开放与货币危机.....	26
3.6.2	资本账户开放与银行危机.....	28
3.6.3	金融危机与资本项目开放的辩证关系分析.....	29
3.6.4	金融危机的启示.....	29
3.7	本章小结.....	30
4	资本账户开放国际经验.....	31
4.1	中国台湾的渐进式资本账户开放.....	31
4.1.1	台湾资本账户开放措施.....	31
4.1.2	台湾资本账户开放的经验教训.....	32
4.2	俄罗斯激进式资本账户开放.....	33
4.2.1	俄罗斯资本账户的成功开放.....	33
4.2.2	一波三折的汇率自由化改革过程.....	34
4.3	印度稳步推进资本项目自由化.....	35
4.3.1	印度资本项目自由化的进程.....	35
4.3.2	印度改革的成就.....	36
4.4	发展中国家资本账户开放对我国的借鉴意义.....	37
4.5	本章小结.....	38
5	中国的资本账户开放.....	39
5.1	可控配额制的发展——QFII 和 QDII 制度.....	39
5.1.1	QFII 制度的发展.....	39
5.1.2	QDII 制度的发展.....	40
5.1.3	我国 QFII 和 QDII 制度发展简评.....	40
5.2	我国资本项目开放的顺序实践.....	41
5.2.1	资本账户开放顺序的总体原则.....	41
5.2.2	我国资本项目开放分步推进、小有成果.....	42
5.2.3	当前资本管制集中于货币和资本市场.....	44

5.3	本章小结.....	46
6	外汇储备与资本账户开放.....	47
6.1	资本账户开放的风险.....	47
6.1.1	资本外逃风险.....	47
6.1.2	外债风险.....	48
6.2	外汇储备的风险缓冲作用.....	48
6.2.1	充足的外汇储备能够缓冲资本账户开放风险.....	48
6.2.2	外汇储备与资本流动风险.....	49
6.2.3	外汇储备与外债风险.....	50
6.3	资本账户开放国的外汇储备比较.....	52
6.4	本章小结.....	53
7	跨境贸易人民币结算与资本账户开放.....	54
7.1	跨境贸易人民币结算试点的历程.....	54
7.2	跨境贸易人民币结算有助于资本账户开放.....	56
7.2.1	跨境贸易人民币结算有助于发展和开放人民币境内外债券市场.....	56
7.2.2	跨境贸易人民币结算有助于进一步有序开放境内股票市场.....	57
7.3	跨境贸易人民币结算给我国金融市场带来的挑战.....	57
7.4	本章小结.....	58
8	人民币国际化.....	59
8.1	货币国际化的层次.....	59
8.2	货币国际化受益良多、风险并存.....	60
8.3	跨境贸易人民币结算推动人民币国际化值得商榷.....	61
8.3.1	对跨境贸易人民币结算的再思考.....	61
8.3.2	前车之鉴：日本贸易方式推动日元国际化的教训.....	62
8.4	人民币国际化的路径.....	63
8.4.1	宏观层面：清迈协议常态化.....	63
8.4.2	中观层面：稳步开放金融市场，提供人民币“资产池”.....	64
8.4.3	微观层面，提供境外企业人民币存贷结账户.....	65
8.5	人民币国际化与资本项目开放的关系.....	65
8.6	本章小结.....	66

9	人民币资本账户可兑换的背景	67
9.1	世界经济重心的转移	67
9.2	发达国家货币疲软，资本流向新兴市场	69
9.3	中国进入经济转型期	70
9.4	本章小结	72
10	中国资本账户开放路线图	73
10.1	中国资本账户开放的现实条件	73
10.1.1	宏观经济条件基本满足	73
10.1.2	缺乏弹性的汇率利率	73
10.1.3	金融市场不完善、监管不到位	74
10.2	中国资本账户开放顺序	74
10.2.1	外部顺序——先改革后开放	74
10.2.2	内部顺序安排及时间表	75
	参考文献	78
	附录	82

表格目录

表 1: 资本账户开放程度衡量指标	9
表 2: IMF 成员国资本管制概要	12
表 3: 金融抑制、金融自由化与金融约束三者区别	14
表 4: 金融自由化与经济稳定政策先后顺序	15
表 5: 资本账户开放与经济增强的近期研究总结	19
表 6: 资本账户开放与经济波动的实证研究总结	21
表 7: 汇率制度划分	24
表 8: 台湾资本账户开放措施	31
表 9: 台湾资本开放时期的经济背景	32
表 10: 俄罗斯资本账户开放进程	33
表 11: 俄罗斯资本账户开放前的经济背景	34
表 12: 印度资本账户开放进程	35
表 13: 专题讨论印度资本账户开放以供借鉴的文献	36
表 14: 我国资本项目开放进程分类表	43
表 15: 2004~2009 年国际投资头寸表 (亿美元)	44
表 16: 资本账户七大项目内部开放程度比例	45
表 17: 中国对资本和货币市场的开放情况 (截至 2010 年 9 月)	45
表 18: 2001~2009 年中国国际收支概况 (亿美元)	47
表 19: 国家外债余额和外债风险指标	48
表 20: 2005~2009 年我国的资本流动 (亿美元)	50
表 21: 2008 年中印日韩俄巴的国际收支及储备情况 (亿美元)	52
表 22: 跨境贸易人民币结算相关政策一览表	55
表 23: 国际货币的功能	59
表 24: 人民币国际化现状之私人部门	59
表 25: 人民币国际化现状之官方部门	60
表 26: 1970~2009 年日元官方汇率平均值 (日元/美元)	62
表 27: 全球经济增长率 (%)	68

表 28: 各经济体 GDP 占世界总量比重 (%)	68
表 29: 世界贸易增长率 (%)	69
表 30: 2001~2009 年中国资本账户开放的经济背景	73
表 31: 中国利率和汇率改革进展	74
表 32: 资本账户开放时间表	76

图形目录

图 1: 资本项目管制细分框架	11
图 2: 资本账户开放促进经济增长的渠道	18
图 3: 我国年增 QFII 额度与投资额度占 A 股市值比例	39
图 4: 我国年增 QDII 额度与投资额度分配	40
图 5: 各国资本账户开放的时间跨度	41
图 6: 1990~2009 年我国外汇储备规模	50
图 7: 2001-2009 年我国外债余额结构与短期外债占比	51
图 8: 我国外汇储备的债务支持能力	52
图 9: 跨境贸易人民币结算逐月结算情况	55
图 10: 美国资本项目下投资组合净流入 (亿美元)	64
图 11: GDP 年增长率对比 (%)	67
图 12: 发达国家货币汇率中间价	70
图 13: 三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)	71
图 14: 发达国家消费者信心指数	71
图 15: 三大产业固定资产投资额占总投资额比例分配	72

1 资本账户开放与资本管制的概念

1.1 资本账户开放相关概念及度量

资本账户，也称资本项目，是对国际收支平衡表中资本和金融账户的总称。IMF出版的《国际收支手册》(第六版，1998)将资本项目划分成金融账户和资本账户两个部分，金融账户(Financial Account)记录发生在居民与非居民之间的金融资产和负债的交易，它表明国际金融交易的功能类别、部门、工具和期限。在国际收支平衡表中，金融账户按照投资类型或功能，划分为直接投资、证券投资、其他投资三个部分。资本账户(Capital Account)记录居民和非居民之间的收取和支付的资本转移，非生产、非金融资产的售卖或放弃的所有交易。本文所指的资本账户包括资本账户和金融账户两部分。

1.1.1 资本账户开放的内涵

资本项目开放，也称资本项目自由化(Capital Account Liberalization)或资本项目可兑换(Capital Account Convertibility)。对于资本项目开放的定义，迄今国际上尚无严格的、标准的定义。现实中，由于经常项目交易与资本项目交易有时较难区分，精确界定一种货币是否实现资本项目可兑换便成为一个难题。

IMF在《全球金融稳定报告》将资本账户开放定义为：解除对跨境私人资本流动的法定限制，是金融自由化的一个重要组成部分。特别是，放松对国际收支资本和金融账户交易的管制和禁令，包括解除外汇可兑换限制。IMF将资本项目开放分为以下四个方面：①居民不仅可通过经常项目的交易，也可通过资本项目的交易获得外汇；②所获外汇既可在外汇市场上出售给银行，也可在国内或国外持有；③经常项目和资本项目下交易所需要的外汇可自由在外汇市场上购得；④国内外居民也可自由将本币在国内外持有，以满足资产要求。

我国著名金融学家姜波克(2004)¹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”。管涛(2001)²给资本项目可兑换下了一个工作定义：“避免对跨国界的资本交易及与之相关的支付和转

¹ 姜波克、朱云高，《资本账户开放研究：一种基于内外均衡的分析框架》，国际金融研究，2004. 4.

² 管涛，《资本项目可兑换的定义》，经济社会体制比较，2001. 1.

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。”

应当指出，资本账户的可兑换具有相对性，很多国家即使开放了资本项目中的某些子项，也常常伴随相应监管或开放后由于国际收支恶化而恢复管制。大多数国家都根据本国一定时期国内外经济金融状况，对跨境投资、不动产和证券市场交易等某些资本项目子项保持不同程度的管制。

1.1.2 资本账户开放程度的衡量指标

如何衡量资本账户开放程度，学术界对这一问题颇有争议。Edison(2004)等人在研究资本账户开放与经济增长关系时指出，选用的衡量指标不同，所得结论也不同。他们总结了国外学者度量资本账户开放程度的指标（表 1）。

表 1：资本账户开放程度衡量指标

名称	来源	描述	取值	年度	覆盖国家
IMF	IMF AREAER, E.2 行	资本流动限制是否存在的开关变量	0（总是限制） 1（从未限制）	1966-95，在此之后格式变化	1976-1985 年间 117 个国家， 1986-1995 年间 137 个国家
Share 份额	AREAER,E. 2 行	适用 IMF 指标，构建资本账户开放年度的比例	0（总是限制） 1（从未限制）	1966-95，在此之后格式变化	同上
Quinn	Quinn(1997)	AREAER 中的关于资本账户管制的描述构建	较大数字意味着限制较少，开放度大。以 0.5 为度量，区间为 0-4	样本资料完整年度： 1958 1973 1982 1988	63 个国家；20 个发达国家，43 个发展中国家
Δ Quinn	Quinn(1997)	Quinn 指标的变化	实际变动	同上	同上
CECD 份额	OECD 《资本流动自由化准则》	11 类无限制的比例，与相关期限平均	0（总是限制） 1（从未限制）	1986 1988 1990 1993 1995	21 个 OECD 国家
MR	Montiel Reinhart(1999)	度量资本账户管制的强度	0（总是限制） 1（适度限制） 2（严格限制）	1990-1996	15 个新兴市场
Levine Zervos Henry	Levine Zervos(1998) ； Henry(2000)	新兴市场股票市场自由化的日期	由 0/1 虚拟变量构成	86 年 5 月至 91 年 12 月	11 个新兴市场

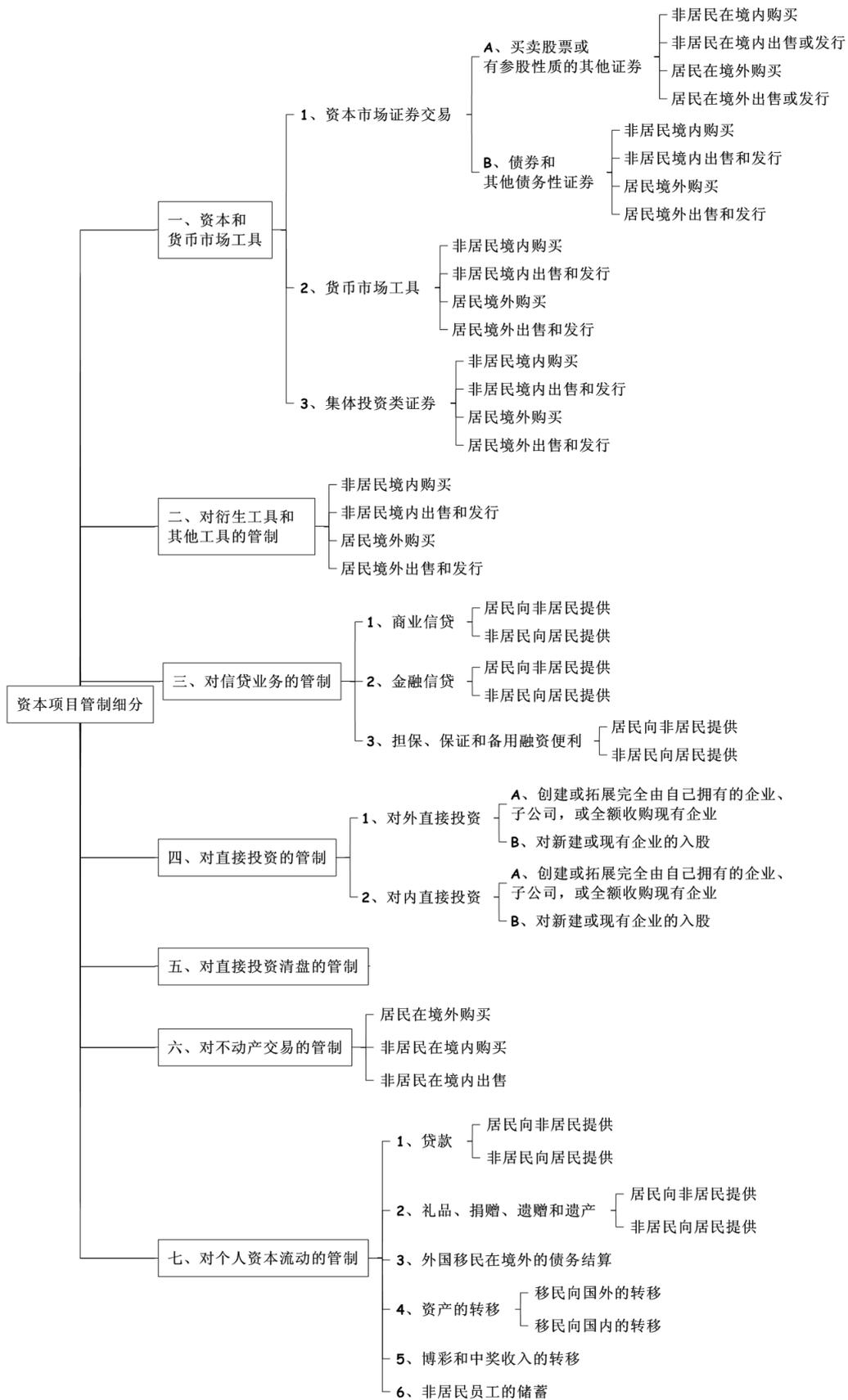
BHL	Bekaert , Harvey , Lundblad(20 01)	新兴市场和 工业化国家 股票市场自 由化的日期	同上	1980 至 1997	95 个国家, 43 个 国家有金融自由 化经验 (25 个新 兴市场, 18 个 OECD 国家)
EW	Edison , Warnock(20 03)	1-IFC 可投资 指数 / IFC 全 球指数	0-1	1988 至今	29 个新兴市场
CapFlows	Kraay(1998)	基于实际资 本流动指标	所占 GDP 的比 例		所有拥有国际收 支平衡表的国家
CapStocks	Lane , Milesi-Ferre tti(2001)	基于总资本 流存量的指 标	所占 GDP 的比 例	1970- 至 1998	70 个国家, 发达 国家发展中国家 兼有

资料来源: Edison, H., M. Klein, L. Ricci and T. Sloek (2002), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," NBER Working Paper 9100.

1.2 资本项目划分及资本管制

通常所说的资本管制指一国政府对国际资本流动的管制, 包括对跨境资本交易行为本身的管制和在汇兑环节对跨境资本交易进行管制。根据 IMF 《汇率安排与汇兑年报》(AREAER), 资本项目管制划分为 7 大类、43 个小项, 体系框架如图 1。

图 1：资本项目管制细分框架



资料来源：作者整理

表 2 显示的是国际货币基金组织(IMF)成员国资本账户开放的情况。从表 2 来看，中国实行了非常严格的资本管制，而管制最少的实际上并不是美国，而是德国。也就是说，在美国这个号称是最自由的市场经济国家，资本账户仍然是进行管制的。从这个意义上讲，我们说的资本账户开放并不是指一点限制都没有，而是在一些子项目上仍然可以存在管制。

表 2：IMF 成员国资本管制概要

管制内容	此类国家数	中	美	英	法	德	日
对资本市场证券交易的管制	133	√	√				
对货币市场工具的管制	115	√	√		√		
对货币市场工具的管制	103	√	√		√		
对衍生工具和其他交易工具的管制	87	√					
商业信贷	105	√					
金融信贷	112	√					
担保、保证和备用融资工具	88	√					
对直接投资的管制	149	√	√	√	√		√
对直接投资清盘的管制	52	√					
对不动产交易的管制	134	√					
对个人资本流动的管制	82	√					
专用于商业银行和其他信贷机构的条款	155	√		√			√
专用于机构投资者的条款	82	√			√	√	√

资料来源：国际货币基金组织(2000)

1.3 本章小结

本章将资本账户开放定义为：同时消除对资本交易的限制和资本自由流入、流出的汇兑限制。资本账户开放是一个相对的概念。从世界各国的资本账户开放和汇兑安排实践中可以看到：世界上没有绝对的开放，也没有绝对的管制在放松或取消资本账户中一些主要子项管制的条件下，一国货币当局依然可以对资本账户中另一些子项实施管制；在国内条件变化的情况下，一国货币当局也可以对已取消管制的资本账户子项再实行管制。因此，在资本账户开放后，一国货币当局仍然可以维持对部分资本账户子项的管制。

2 资本账户开放理论

2.1 资本账户开放的必然性：金融自由化

2.1.1 金融抑制理论

McKinnon 于 1973 年在《经济发展中的货币与资本》一书中提出了“金融抑制论”，其基本观点是：在“市场不完全”的发展中国家，资本积累会通过货币这个“金融管道”来发生，于是货币需求的增加，会同时伴有实际资本生产率的提高。简单来说，储蓄倾向会强烈地影响实际货币余额的需求，在任何确定的收入水平下，实际货币余额与投资之间具有高度的互补性，称为互补性假说（Complementarity Hypothesis）。

发展中国家为了鼓励投资通常人为地压低名义利率，假如通货膨胀率很高，实际利率往往是负数，储蓄者就会减少他们的货币和准货币持有量，使货币持有量大大低于社会最优水平。这种政策抑制了资本积累，从而阻止了经济增长，这就是著名的“金融抑制论”。这一理论开创了从金融角度研究发展中国家经济发展的先河，也构成了金融自由化理论的核心。

2.1.2 金融自由化理论

解决金融抑制问题的最好办法就是取消利率管制，让市场机制来决定利率水平，同时减少政府对金融机构的过度干预。McKinnon(1973)³倾向于实行金融自由化，并提出了系统的金融自由化改革的基本模式，主张应当尽可能地减少政府对金融的干预。这是 McKinnon 金融自由化理论的一大突出贡献。

McKinnon 批判和抛弃了新古典理论和凯恩斯主义理论，这些理论认为货币和物质资本具有替代关系，不符合发展中国家的实际。但是 McKinnon 的理论也有不足之处：①假设条件较为严格：要求资金市场完全竞争；②金融抑制模型过于简单，所包含的因素较少，而且模型缺乏严格的数学证明，如事先假设货币需求函数对各个变量的偏导数

³ McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: Brookings Institution.

为正。这些不足之处决定了 McKinnon 的理论既有发展的必要也有发展的可能。

2.1.3 金融约束论

Hellmann, Murdock 和 Stiglitz (1996)⁴根据有关东亚经济尤其是日本战后经验的研究成果，建立了一个用于分析政府干预的新政策框架——金融约束，认为在经济中由于存在着信息不对称、信息成本等问题，市场无法有效配置资源，适度的政府干预是必要的。根据他们给出的定义，金融约束是指宏观经济环境稳定，通货膨胀率较低并且是可预测的，实际利率为正的前提下，政府为在生产部门和金融部门设立租金的一系列金融政策。

租金是金融约束论中的核心组成部分，这里的租金是指超过竞争性市场所能产生的收益。金融约束的本质是政府通过一系列的金融政策在民间部门创造租金机会。租金的作用主要有：①提高金融中介和生产企业的股本份额，使它们更加谨慎地行动。租金为金融中介创造了特许权价值，降低了生产企业的代理成本，有利于减少逆向选择和道德风险现象。②租金机会把当事人的行动同资源收益联系起来。当政府创造租金机会并让谋求利润最大化的金融中介或生产企业主动追逐这些租金时，私人信息就会进入资源配置决策中，使得效率最高的金融中介或生产企业获得的收益最高，成长速度也最快。

金融抑制、金融约束和金融自由化构成了金融发展的三个阶段性理论，三者之间的区别如表 3：

表 3：金融抑制、金融自由化与金融约束三者区别

金融抑制	金融自由化	金融约束
政府攫取租金	没有租金	政府创造租金

2.2 资本账户开放的排序理论

20 世纪 80 年代中期以来，由于南美国家经济自由化失败，排序(Sequencing)问题引起了学术界的广泛讨论。资本账户应该排在经济体制改革的初期还是后期，资本账户开

⁴ Hellmann, T., Murdock, K., and J. Stiglitz(1996), “Financial Restraint: Toward a New Paradigm,” in Masahiko Aoki, Hyung-Ki Kim, and Masahiko Okuno-Fujiwara(ed.), the Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis, New York: Oxford University Press.

放与经常账户开放的排序问题，以及资本账户各子项目开放的排序问题，都是学者们研究的重点。

2.2.1 金融自由化与国内宏观经济改革的顺序

McKinnon(1991)⁵指出，为了获得非通胀型的金融均衡，在商品与资本上自由化速度上和快可以取消对国内贸易的干预政策与计划调控上是有一定限度的。财政、货币与外汇政策如何排列其顺序至关重要。政府不能也不应该同时实施全部的自由化措施，相反，经济的自由化有一个“最优”的顺序，这种顺序可能因各国初始条件不同而不同。国外很多学者对资本账户开放和宏观经济改革的先后顺序提出了各自的观点（表4）。

在实践中，多数国家在资本账户开放前都进行了国内金融改革。比如智利在第二次资本账户开放前对金融监管、银行系统及存款保险制度做出了许多新的规定和安排。在资本账户与金融稳定政策之间的排序，应该优先强调宏观经济稳定，以支持金融改革。

表 4：金融自由化与经济稳定政策先后顺序

	学者	观点
金融开放优先	Krueger (1981) ⁶	如果外资可利用，那么关税就可以降低而且并没有伴随着实际汇率贬值，并帮助保持国内物价稳定
稳定政策优先	McKinnon 和 Mathieson (1981)	自由化在财政盈余时执行更可能成功，因为实际汇率会降低
	McKinnon (1984)	自由化失败的主要原因是自由化伴随着大量的资本流入导致实际汇率上升，因此避免外资需求的最好方式是达到财政盈余后实行自由化政策
	Fischer (1986, 1987)	由于通货膨胀导致严重的资源配置扭曲，自由化就会在不适当的信号下进行，因此应当首先控制通胀
	Sachs (1987, 1988)	亚洲出口国的成功经验表明应在贸易改革前巩固稳定
同时进行	Krueger(1981)	理论上通胀决定因素和贸易改革方向之间的联系很小，只要避免实际高估同时对付两个问题是可能的
	Krueger (1984) ⁷	延迟自由化暗示了延长无效率成本
	Michaely (1987) ⁸	实际汇率低估时自由化会成功，因此需要解决财政赤字压力

⁵ McKinnon, R. I. (1993), "The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy", Baltimore: Johns Hopkins University Press.

⁶ Krueger, Anne(1981), "Interactions between Inflation and Trade Regime Objectives in Stabilization Programs," in W. R. Cline and S. Weintraub, Economic Stabilization in Developing Countries, Washington, D.C.: Brookings Institution.

⁷ Krueger, A. (1984), "Problems of Liberalization," In A. Harberger (ed.), World Economic Growth, San Francisco: ICS Press.

⁸ Michealy, M. (1986), "The Timing and Sequencing of a Trade Liberalization Policy," In A. Choksi and

	Corden (1987) ⁹	只要汇率高估可以避免，同时实行两种政策就是可行的
--	----------------------------	--------------------------

资料来源：作者整理

2.2.2 资本账户与经常账户自由化的顺序

理论界中对此问题也存在分歧，少数经济学家主张两者可同时开放，甚至有极个别主张资本账户可先于经常项目自由化，但多数经济学家的观点是，资本账户开放应在经常项目开放之后。

主张资本账户开放排在经常账户开放之后的理由有：①资本账户开放会导致资本内流，实际汇率升值，而贸易改革却想要实际汇率贬值以促进出口(Mckinnon,1973)；②在缺乏公信力的情况下开放资本账户会发生过度进口，从而恶化国际收支(Calvo,1987¹⁰)；③资本市场的调节速度快于商品市场，因此贸易改革应先于资本账户开放(Frenkel,1982¹¹)。

智利在经历了第一次激进改革的惨痛失败后，从1985年为增强贸易部门竞争力逐步下调关税，推进贸易自由化。捷克在取消经常项目下的对外支付限制后才加快了资本账户开放的步伐。与此相反，泰国在实现经常项目开放之前就已经部分地开放了资本账户。泰国和智利第一次激进改革的失败告诉我们，经常项目开放之后是存在巨大风险的，需要各国在开放时与有效的政策搭配实行。

2.2.3 资本账户自由化的内在顺序

资本账户开放涉及40多个子项目，由于各国的实际情况不同，所以其内部先后顺序也不同。Johnston(1998)¹²指出，开放资本账户的简单规则是，先开放长期资本流动，后放开短期资本流动；先放开直接投资，后放开间接投资。Nsouli, Rached 和

D. Papageorgiou (eds.), *Economic Liberalization in Developing Countries*, London: Basil Blackwell, pp.41-59.

⁹ W. M. Corden. (1987), "Protection and Liberalization: A Review of Analytical Issues," IMF Occasional Papers 54.

¹⁰ Calvo(1987), "On the Costs of Temporary Liberalization/Stabilization Experiments", in Connolly and Gonzalez, eds., *Economic Reform and Stabilization in Latin America*.

¹¹ Frenkel, J.(1982),"The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,pp159-186.

¹² Johnston, R. Barry, 1998, "Sequencing Capital Account: Liberalizations and Financial Sector Reform," IMF Paper on Policy Analysis and Assessment No. 98/8.

Funke(2002)¹³将资本账户开放明确分为资本流入、资本流出、长期资本和短期资本的限制，主张应先取消对长期资本，特别是外国直接投资的限制；对于间接投资，应先开放长期证券投资，其中要先开放国外投资者购买国内债券，然后开放国内股票的买卖；对资本外流的限制，要区分限制的原因是宏观经济失衡引起的还是金融扭曲引起的。

在具体制定资本账户自由化的顺序时，Ishii 和 Habermeier(2002)¹⁴指出，不存在一种简单的方法，需要仔细评估本国的具体情况，要具有判断力、酌情选择和灵活性。在宏观经济和金融形势良好时加速开放资本账户，而在某些特殊情况下应该采取以外应变计划，推迟资本账户自由化。

智利最早完成银行系统的重建、贸易改革、汇率系统自由化以及资本流入的部分自由化，然后转向发展国内货币、债券和股票市场。智利的资本账户自由化同样与宏观经济政策和工具改革相配合。资本流出开放是为了平衡国际收支，同时部分开放长期资本流入限制。相反，印度尼西亚在改革的初期就放松了资本流出的限制，而资本流入自由化却是逐步进行的。泰国首先取消资本流入限制，特别是证券资本流入更快的取消限制，但是资本流出自由化则缓慢进行。

2.3 本章小结

金融自由化是一个涉及面广泛的研究热点，在理论上，它发轫于麦金农和肖的金融深化理论，游走在经济自由主义和国家干预主义两大古老经济学命题的讨论框架下，强调放松金融管制对经济增长的推进作用；在实践上，它嵌入于拉美国家和东亚国家自上世纪 70 年代蓬勃兴起的金融自由化改革，从金融压抑走向金融开放。

关于资本账户开放的排序，现在已经细分为三个层面的问题：与其他经济改革政策的次序问题；与经常账户开放的次序问题；资本账户开放内部的次序问题。现有理论已足够解决前两种的排序问题，第三个问题，尤其是对开放资本外流的研究，是国际研究的薄弱所在，目前对该问题的研究，主要集中在实行资本管制原因的分析方面。如果资本管制被逐步取消，资本账户开放会容易推进。如何有序的开放资本外流也是中国资本账户开放的中心课题。

¹³ Nsouli, Rached and Funke(2002), "The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms, Issues and Guidelines for Policymakers," IMF Working Paper wp/02/132.

¹⁴ Ishii, Shogo, and Karl Habermeier(2002), "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability," IMF Occasional Paper 211.

3 资本账户开放效应分析

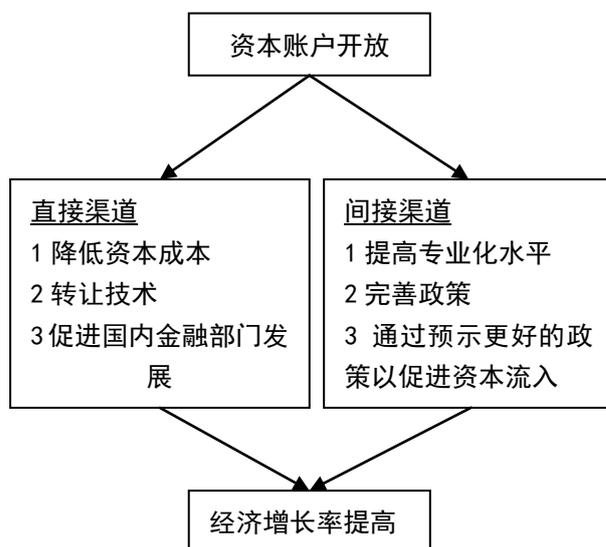
20 世纪 80 年代以来，发达的工业化国家相继开放了资本账户，发展中国家也纷纷效仿，但是各国实施这一政策的效果不尽相同。资本账户开放的效应主要有经济增长、宏观经济波动、资本流动逆转、通货膨胀、汇率冲击、经济危机、银行危机等。理论界对这些效应进行了理论和实证的深入研究。

3.1 资本账户开放与经济增长

3.1.1 作用渠道分析

资本账户开放可以通过若干渠道提高经济增长率。一些渠道直接影响决定经济增长的因素，被称为直接渠道，如资本成本降低、从发达国家向发展中国家转让技术和国内金融部门发展。间接渠道则包括改善风险管理带来的生产专业化程度上升以及竞争压力或全球化的“纪律约束效应”带来的宏观经济政策和体制改进。如图 2 所示：

图 2：资本账户开放促进经济增长的渠道



资料来源：Prasad, Rogoff, Wei, Kose (2007), Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries, Chapter in NBER book Globalization and Poverty, p476.

3.2 发展中国家资本账户开放与经济增长分析

3.2.1 实证结果：难以建立稳定的因果关系

在理论上，金融开放也的确能够通过多种渠道推动增长，有助于国家缩小宏观经济波动幅度。但是，对各种研究结果的总结却表明，在金融一体化程度和产出增长之间难以建立稳定的因果关系。实证显示，在发展中国家中，这方面的潜在收益尚未得到充分地体现。

表 5：资本账户开放与经济增长的近期研究总结

研究文献	国家数	研究年度	对增长的影响
Alesina,Grilli Milesi-Ferretti(1994)	20	1950-89	无影响
Grilli 和 Milesi-Ferretti(1995)	61	1966-89	无影响
Quinn(1997)	58	1975-89	有利影响
Kraay(1998)	117	1985-97	无影响/不一致
Rodrik(1998)	95	1975-89	无影响
Klein 和 Olivei(2000)	92	1986-95	有利影响
Chanda(2001)	116	1976-95	不一致
Arteta,Eichengreen Wyplosz(2001)	51-59	1973-92	不一致
Bekaert, Harvey 和 Lnndblad (2001)	30	1981-97	有利影响
Edwards (2001)	62	20 世纪 80 年代	对穷国无影响
O' Donnell(2001)	94	1971-94	无影响或不一致
Reisen 和 Soto (2001)	44	1986-97	不一致
Edison, Klein, Ricci 和 Sløk (2002)	最多为 89	1973-95	不一致
Edison, Levine, Ricci 和 Sløk (2002)	57	1980-2000	无影响

资料来源：Edison Klein, Ricci, Sløk(2002)

3.2.2 基于阈值效应的分析

Prasad(2007)¹⁵提出，金融全球化和经济增长之间的关系具有“阈值效应”。当发展中国家的吸收能力达到一定水平时，资本账户开放的有利影响才能显现出来。初步证据还表明，除稳健的宏观经济政策外，改善公共治理和体制也对一个国家吸引波动较小的资本流入以及降低遭受危机的可能性具有重要影响。

Klein(2005)¹⁶表明，资本账户自由化对经济增长的影响取决于政策所在的环境。他

¹⁵ Prasad, Rogoff, Wei, Kose (2007), “Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries,” Chapter in NBER book Globalization and Poverty (2007), pp. 464.

¹⁶ Klein(2005), “Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and

构建了一个理论模型证明了资本账户开放的经济增长效应与该国体制质量(Institutional Quality)存在一个倒U型关系,使用71国家的面板数据估计得到基于此模型的实证例子,支持了这一假设:资本账户开放的经济增长效应与该国体制质量之间存在非单调关系;有着较好(并非最好)体制质量的国家展现出资本账户开放对经济增长有显著作用。

3.2.3 国内体制发挥重要作用

资本账户开放与良好的宏观经济政策、良好的国内公共治理相结合有利于经济增长。例如,在人力资本和公共治理方面较强的国家能够吸引较多外国直接投资。研究表明,腐败和外国直接投资流入量之间存在很强的负相关性。与此类似,政府运作透明度作为良好公共治理的另一个方面,对吸引来自国际共同基金的投资有着显著积极影响。

对于体制的作用:一种观点认为在进行资本市场自由化之前应当先具有健全的体制,而另一种观点认为,自由化本身有助于一个国家引入更先进的做法,从而促进国内体制改善。

3.3 资本账户开放与宏观经济波动

3.3.1 理论观点:存在争议

1、多数理论认为资本账户开放会加剧宏观经济波动。资本项目可兑换为资本流动铺平了道路,长期资本流动比重普遍下降,而短期资本流动比重普遍上升,由利差、经济基本面不正常或者投机因素引起的短期资本偷逃可能性增大。若一国金融市场不发达,短期资本流动会造成金融和经济的不稳定。

Bartolini 和 Drazen(1997)¹⁷指出,政府对资本流动的政策会影响资本流动。政府放松资本流出的限制是政府发出的信号,表明未来政府将实施一系列缓解金融抑制的改革,通常会导致大量资本流入。Stiglitz(2000)¹⁸认为,资本账户开放会导致经济的不稳定,这是因为资本的流动是顺周期的循环,将导致经济的波动幅度更大。资本账户自由化,将使本国经济暴露在外部经济的变化中,资金借出对于“新兴市场风险”的理解发

Evidence,” NBER Working Paper.

¹⁷ Bartolini and Drazen(1997), “When Liberal Policies Reflect External Shocks, What do We Learn?” Journal of International Economics, Volume 42, Issues 3-4, pp. 249-273.

¹⁸ Stiglitz(2000), “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability,” World Development, Volume 28, Issue 6, pp. 1075-1086.

生突然变化可能导致大量资本流出，从而破坏金融体系的生存能力。国内学者李扬(1995)¹⁹认为，随着资本账户开放的实施，国际资本流动成为影响我国宏观经济稳定的重要因素，资本的国际流动通过外汇储备的增加提高了物价水平，通过外资的进入导致国内储蓄利用不足。

2、资本账户开放有助于经济稳定。张礼卿(2004)²⁰认为，一个开放的资本账户可以对政府的需求管理政策产生压力，减少政府随意进行财政赤字和货币扩张的机会。但是这一观点实证不足。Bekaert, Harvey 和 Lundblad(2006)²¹研究表明，金融自由化可以降低消费增长的波动性，资本账户开放程度高，消费增长波动越小。资本账户自由化使得消费增长的波动性对 GDP 增长的波动性降低，意味着风险分担的改善。此外，波动大小的不同取决于银行和政府部门的规模以及某些制度因素。

3.3.2 实证结果不一致

从宏观经济稳定性的角度来看，消费比产出更能反映福利水平，因此，消费波动被视作对经济具有不利影响。证据表明，中低水平的金融一体化可能使得一些国家的消费波动幅度超过产出波动幅度。因此，在现有数据并未证明金融全球化促进了增长的同时，有证据表明某些国家反而因资本账户开放经历了更大幅度的消费波动。

表 6：资本账户开放与经济波动的实证研究总结

	研究	样本	区间	结论
加剧波动	Gavin, Hausman(1996)	发展中国家	1970- 1992	资本流动和产出波动显著性正相关
无明确关系	Razin, Rose(1994)	138 个国家	1950- 1988	贸易和金融开放对产出、消费、投资的波动性无显著关系
	Buch, Dopke, Pierdzioch(2002)	25 个 OECD 国家		金融开放和产出波动之间没有发现稳定的实证关系
	Easterl, Islam, Stiglitz(2001)	74 个国家	1960- 1997	金融开放或资本流动波动对产出波动均未产生显著的影响
	Bekaer, Harvey, Lundblad(2006)	新兴市场国家	1980- 2000	资本账户开放不会增大新兴市场国家的产出和消费波动。
稳定波动	Bekaer, Harvey, Lundblad(2006)	发达国家	1980- 2000	开放也缩小产出和消费波幅

资料来源：作者整理

¹⁹ 李扬，《国际资本流动与我国宏观经济稳定》，《经济研究》，1995 年第 6 期

²⁰ 张礼卿，《资本账户开放与金融不稳定》，北京大学出版社，2004，P12

²¹ Bekaert, Harvey and Lundblad(2006), "Growth Volatility and Financial Liberalization," Journal of International Money and Finance, pp.370-403.

3.3.3 Prasad 指出的阈值效应

Prasad(2003)²²指出,资本账户开放与消费波动大小可能存在阈值效应。当金融一体化程度较低时,金融一体化程度上升伴随着消费波幅的相对增大;但是,一旦金融一体化程度超过某个阈值,该相关性即变成负数。换言之,就金融足够开放的国家而言,消费波幅变小。但是,迄今为止,金融一体化的此类益处主要惠及工业国家。

3.4 资本账户开放与通货膨胀

关于通货膨胀,相关文献提出了两大原因:一是政府必须通过铸币税为持续存在的财政赤字融资,二是经济政策在时间上的不一致性。

上世纪 90 年代,全球通胀率由 30%下降至 4%,同时,大量的全球化过程发生在拉丁美洲、欧洲转型经济体以及东亚新兴经济体。Rogoff (2003)²³指出这种全球化与低通货膨胀之间的关系不是偶然的,而是“对于过去十年的低通胀具有强支持作用的”。

3.4.1 资本账户开放与通胀负相关

Iyoha(1973)²⁴使用了 33 个发展中国家作为样本分析了 1960-1965 年的数据,发现在二元的框架下使用最小二乘估计得出通胀与资本账户开放存在负相关关系,但是当分析扩展为多元变量时,结果就不是很显著了。但尽管系数不是总显著,但是符号始终为负。

David Romer(1991)²⁵建立模型验证了一个简单的但没有事先承诺的货币政策会导致过度的通货膨胀。由于未预期的货币扩张导致实际汇率下降,并且由于在开放经济中实际汇率的贬值害处更大,货币突然扩张的好处就随着开放度而下降。因此在更加开放的经济中,相机抉择的制定政策,货币增长和通胀都会更低些。文章利用横截面数据检验了开放度与通胀之间的关系,结果表明开放度与通胀负相关。

对于解释资本账户开放能够降低通胀,理论上有两种说法:

²² Prasad 和 Rogoff(2003),《金融全球化对发展中国家的影响:实证研究结果》,IMF, P4

²³ Rogoff, K. S.(2003),“Globalization and Global Disinflation.” In Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, pp. 77-112.

²⁴ Iyoha, Milton (1973), “Inflation and Openness in Less Developed Economies: A Cross-Country Analysis,” Economic Development and Cultural Change 22, pp.31-38.

²⁵ David Romer(1991), “Openness and Inflation: Theory and Evidence”, Working Paper, No.3936.

1、资本账户开放的信号传递模型。 Bartolini 和 Drazen(1997)²⁶建立信号模型，在模型中，政府可以使用货币政策放松资本流动限制以作为未来财政利好的信号。由于政策具有连续性，今天允许资本自由流动的政府可能明天也不会实行资本管制，反之亦然。政府通过资本账户的开放可以传递政策稳定的信号，使得外国和国内投资者充满信心，刺激投资的增加，从而扩大了税基，政府不再需要采取传统的方法即在资本管制下通过创造通货膨胀来获取铸币税。

另一方面，资本账户开放通过影响货币需求弹性影响通货膨胀。Bartolini 和 Drazen (1997)指出资本账户自由化间接提高了不严格 (loose) 的货币政策的后果。资本账户开放以后，外汇的更易获得提高了对资本需求的弹性。在灵活的汇率制度下，储备损失不是很重要，但是迅速的本币贬值可能引发通货膨胀。通过向私人部门发出提高不严格货币政策后果的信号，政策制定者使得私人部门预期将来的货币政策，这降低了印刷过多货币的诱惑，并且降低了通货膨胀的时间不一致。

2、资本账户开放的央行行为模型。 在 Gruben 和 Mcleod(2001)²⁷的模型中，资本账户的开放通过影响央行的行为降低了通货膨胀水平。他们认为央行所关心的不再是产出与通胀之间的权衡，而是在政府的财政压力之下如何产生更多的铸币税收入。在其他税收收入有限的情况下，通胀税成为财政部门的另一税收来源。铸币税收入受到计算基础的本币的储备限制，资本账户开放通过引进替代货币，提高了本币需求的通胀弹性，从而降低了获得最大铸币税的通胀水平。另外高通胀会恶化贸易平衡及产生对美元的投机性需求，这两者会使央行的外汇储备损失。因此央行面临铸币税收入和储备损失的权衡。

3.4.2 资本账户开放与通胀正相关

McKinnon 和 Mathieson(1981)²⁸指出资本管制减少了货币替代的机会并因此降低了本国货币的利率需求弹性，继而降低可以被政府用来产生一定量的铸币税收入的通胀率。

有趣的是，可以发现，McKinnon 和 Mathieson (1981)，Bartolini and Drazen (1997)

²⁶ Leonardo Bartolini and Allan Drazen(1997), "Capital Account Liberalization as a Signal", The American Economic Review, pp. 138.

²⁷ Gruben and Mcleod(2001), "Capital Account Liberalization and Disinflation in 1990s," Working Paper.

²⁸ McKinnon, Ronald and D. Mathieson(1981), "How to Manage a Repressed Economy, Essays in International Finance, Princeton University, NJ.

使用同样的理论却得出了不同的结论，二者的文章均同意资本管制的降低会通过提高货币替代机会而提高本国货币的利率需求弹性，但是 Bartolini 和 Drazen (1997)认为这样增加不严格货币政策的后果，进而迫使政府实行有规则的货币政策，从而引发通货膨胀的动机便降低。McKinnon 和 Mathieson (1981)认为政府为了获得铸币税收入会提高通胀率。Rodrik(1998)²⁹在研究了 100 个国家从 1975-1989 年的数据后发现没有证据能够表明资本账户可兑换与低通胀有关。

3.5 资本账户开放与汇率制度

目前，IMF 将成员国的汇率制度分为 8 类³⁰：无独立法定货币的汇率安排（40），货币局制度（8），其他传统的固定汇率制（包括管理浮动制下的实际钉住制）（40），水平调整钉住制（5），爬行钉住（4），爬行带内浮动（6），不事先公布干预方式的管理浮动（42）以及单独浮动（41）。一般来说，前两类划分为固定汇率制，最后一类属于浮动汇率制，而中间的汇率制度统称为中间汇率制度。

表 7：汇率制度划分

学者	汇率制度	注释
Obstfeld 与 Rogoff(1995) ³¹	共同货币和美元化	严格固定汇率
	固定或钉住汇率	货币当局宣布买卖外汇以维持所承诺的汇率
	浮动汇率	包括管理浮动和自由浮动
Frankel(2000) ³²	货币联盟	如欧盟
	货币局	如香港
	真正固定汇率	中西非金融共同体法郎区，美元化
	可调整固定钉住制	定期调整
	爬行钉住	每周事先宣布汇率干预政策
	货币篮子钉住	按一定权重钉住某些国家货币
	汇率目标区	在中心平价周围浮动
	管理浮动	无明显的中心汇率，政府根据市场情况做出调整
自由浮动	无汇率干涉	
Fischer(2001) ³³	严格固定汇率	IMF 的无独立法定货币的汇率安排和货币局制度

²⁹ Rodrik, Dani(1998), “Who Needs Capital-Account Convertibility?” in: Should The IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance, No. 207 (Princeton: International Finance Section, Princeton University), pp. 55-65.

³⁰ 括弧中为该类国家数量。

³¹ Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff(1995), “The Mirage of Fixed Exchange Rates,” Journal of Economic Perspectives, pp.73-96.

³² Frankel, J.(1999), “No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times,” NBER Working Paper, No.7338.

	中间汇率制度	又称为“软钉住”，包括 IMF 的其他传统的固定钉住制、钉住平行汇率带、爬行钉住和爬行带内浮动
	浮动汇率	包括 IMF 的不事先宣布汇率路径的管理浮动和独立浮动

资料来源：作者整理

关于资本账户开放下汇率制度选择的理论探讨，经典的结论是蒙代尔最早提出的“三元悖论”的思想：如果资本项目完全开放，即资本完全流动，那么在固定汇率下货币政策失效，在浮动汇率下货币政策具有有效性。克鲁格曼对这个理论进行了深化，构建了“不可能三角(Impossible Trinity)”（或“三元悖论”）模型：一个国家只能够在汇率稳定、货币政策独立和资本自由流动之间选择两个目标，而不可能同时实现三个目标。Frankel(1999)则进一步诠释：“在目前金融开放成为大势所趋的情况下，一个国家为了融入国际金融体系，只能在固定汇率和有效的货币政策之间进行二选一的游戏”。

迄今为止，在浮动汇率制下货币政策有其独立性是相当部分经济学家的共识，但是 Miles(1978)³⁴对“浮动汇率制下货币政策具有独立性”的命题提出了质疑。在浮动汇率制下，央行不干预外汇市场并且消除了供给方的货币替代，导致国家之间没有货币的净流动，这样就保持了货币政策的独立性。但是这个独立性理论有一个隐含的假设：需求方货币是非替代的，也就是说一国居民只持有本国货币。但是在当今的国际经济环境中，这一假设不成立，如果一国的居民持有不同的货币组合，独立性货币政策的结论就不再成立。一国货币政策的变化产生了对币种结构的调整，因此货币的流动会抵消部分货币政策变化。Bahmani-Oskooee 和 Techaratanachai(2001)³⁵运用了协整的方法检验泰铢贬值是否导致货币替代，结果发现泰铢贬值导致泰铢的持有量下降，存在货币替代现象，说明货币替代是影响货币政策有效性的一个重要因素。

对于金融开放下汇率制度的选择的理论深化主要集中于 20 世纪 90 年代以来的文献。从 1990 年开始，大部分国家，尤其是发展中国家，在金融国际化、全球化的呼声下放松对资本项目的管制，资金的国际流动加速。关于这种资金流动的灵活性对一国汇率制度的影响，Obstfeld 和 Rogoff (1995)、Summers(2000)、Fischer (2001)等依据资本高度流动使得汇率承诺变得日益脆弱为基础，提出了“两极”或“中间空洞论”假说，

³³ Fischer, Stanley(2001), “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, pp. 3-24.

³⁴ Miles(1978),“Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence,” The American Economic Review, Vol. 68, No. 3, pp. 428-436 .

³⁵ Bahmani-Oskooee and Techaratanachai (2001), “Currency Substitution in Thailand,” Journal of Policy Modeling, vol. 23(2), pp. 141-145.

即介于严格固定汇率与自由浮动汇率之间的中间汇率制度已变得不可维持。

然而，对于“中间空洞论”假说也有不少经济学家提出了异议。如 Frankel(1999)认为，“对于许多国家来说，中间汇率制度通常比角点汇率制度可能更合适，特别对于大规模资本流动尚不构成问题的发展中国家更是如此。而且，对于适合建立共同货币的区域，中间汇率制度比角点汇率制度更可行”。Agnes Benassy-Quere 和 Benoit Cure(2001)³⁶认为发展中国家不情愿使用两极汇率制度是由于货币当局在稳定发展和反通胀两个宏观经济目标之间进行利弊权衡的结果，并指出汇率的最佳水平取决于经济结构、所面临冲击的性质、货币当局的偏好和通货膨胀预期的持久性。

3.6 资本账户开放与金融危机

发展中经济体的金融和货币危机的增多常常被视作与金融全球化相关的自然的“成io长期痛苦”。金融危机是指社会金融系统爆发的危机。危机可能有多种形式。首先，国际投资者倾向于从事顺势交易和从众行为，该趋势对发展中经济体可能产生不稳定影响。第二，国际投资者可能（与国内居民一道）对发展中国家货币实施投机攻击。第三，危机传染的风险对本来状况良好的国家构成了主要威胁，因为国际投资者可能由于和国内因素毫不相关的原因撤资。第四，金融全球化使政府更容易借债，因此可能加重“过度举债”问题。上述四项假说不一定相互排斥与独立，而有可能互相增强。IMF(1998)将金融危机分为四种类型：货币危机、银行危机、系统性危机与债务危机。

3.6.1 资本账户开放与货币危机

货币危机是指，由于对一国货币的投机冲击而出现货币大幅贬值，或迫使该国金融当局花费大量外汇储备或大幅提高利率来保卫本国货币(IMF, 1998)。货币危机往往发生在固定汇率或钉住汇率制度的国家中，由于汇率调整没有与实际经济相适应（往往表现为本币汇率高估），容易收到投机攻击，本币被大量抛售。货币当局动用大量外汇储备购入本币，或提高利率以阻止投机分子借得本币。当政府无力或不愿进一步干预时，便会出现本币贬值。

1、货币危机理论

³⁶ Agnes Benassy-Quere and Benoit(2002), “The Survival of Intermediate Exchange Rate Regimes,” Working Papers 2002-07.

第一代货币危机理论认为，货币危机的根源，不是资本的自由流动，而是由于该国使用国外资本或增发货币对本国的财政赤字和消费性支出融资，导致经常账户严重赤字，本币高估。1996年 Obstfeld 又提出了“第二代货币危机模型”，被称为“自我实现的货币危机理论”。第二代货币危机理论的主要观点是，一国即使在经济基本面良好的情况下，当投资者预期一国经济可能下滑，或政府可能改变汇率政策，会引发对该国货币的攻击，导致金融危机。这说明，信息的不完善和羊群效应会导致投资者的语言有“自我实现”。因此，资本流动天生就有极大的不稳定性。³⁷

第三代货币危机理论提出者 Krugman 认为，一国本币贬值或经常账户的逆差，导致国际资本流动逆转，将引发货币危机。在分析和推导时，他引入了金融过度的概念：当一国的金融机构可以自由进入国际市场时，金融机构容易冒险，将资金投向证券市场和房地产市场，引发金融泡沫，加剧一国金融脆弱性，引发银行体系的系统性风险。此外，亲缘政治的存在加剧了金融过度的程度。在东南亚国家，政府对金融企业和大企业提供隐性担保，从而加剧了银行体系的道德风险。

第三代货币危机理论是“资本项目危机模型”。宏观基本面失衡不是危机出现的必要条件，金融市场发达的现代经济中，金融脆弱性可能导致投资人心理恐慌，国际资本逆转，发生国际收支危机。脆弱性可能来自于银行自身资产负债表期限和货币上的不匹配，可能是资本和房地产市场泡沫破裂带来的坏账拖累，甚至可能是资本市场的投资和流言。

Krugman(2000)进一步补充了货币危机理论。如果本国企业外债水平较高，外币风险头寸很大，则资产负债表效应很大，经济出现危机的可能性很大。一国的总投资水平取决于国内企业的财富水平（抵押才能获得银行资金）。若企业大量持有外债，国外的债权人会悲观地看待该国经济，减少对该国的贷款，导致全社会投资规模下降，经济陷入萧条。

2、实证研究

无关论：Edwards(1999)³⁸对智利进行实证研究，20世纪90年代货币危机没有在智利蔓延，应归功于智利强有力的银行体系和制度，而不是因为智利实施了资本管制。曲昭光(2001)³⁹选取了9个样本国家和地区：韩国、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、中国香

³⁷ M Obstfeld, Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features, European Economic Review, 1996.

³⁸ Edwards, On Crisis Prevention: Lesson from Mexico and East Asia, NBER Working Paper, 1999.

³⁹ 曲昭光，《资本自由化与金融危机关系的分析》，国际金融研究，2001.11.

港、中国大陆、中国台湾、新加坡 1996 年的经济界面数据，实证分析得出，资本账户开放程度与金融危机爆发之间不存在必然的确定的联系。

直接相关论：Eichengreen(2002)⁴⁰研究了 21 个国家 1080-1998 年间金融危机发生的频率，得出结论：在不同的历史阶段，金融危机发生的频率各不相同。发生金融危机频率最高的时间段为两次世界大战期间，即 1919-1939，其次为 1973-1997，再次为 1945-1971。1945-1971 年间，大部分国家都实施严格资本管制，1973-1997 年间则属于资本账户自由化逐步推广的时期。因此，这项研究用历史经验数据说明，资本账户自由化与金融危机之间存在一定的正相关关系。

3.6.2 资本账户开放与银行危机

银行危机有多种渠道。首先，发展中国家在资本大量流入阶段，外债比重升高，银行可贷资金充裕，会贷款给信用较低的借款人，信贷质量下降；其次，投机者进行投机性建仓时，银行体系要为其提供信贷资金，担负额外的汇率风险和信用风险。如果投机者成功迫使本币贬值，银行体系要承担相应的本币贬值损失，若投机失败，投机者很可能亏损，还本付息能力受影响。也会危及银行稳定；第三，一国货币当局为应对投机往往提高利率，吸引外资流入，提高投资者远期头寸的流动成本，但短期利率上升也会削弱银行的赢利性，危及银行安全。泰国、韩国、土耳其等国金融危机爆发的重要原因就是流动性不足造成的金融体系动荡，导致市场投资者信息崩溃，危机全面爆发。

Stiglitz(2000)⁴¹认为，在时机尚未成熟和条件不具备时实现金融自由化，增加了整个金融体系的风险，加剧了银行系统的脆弱性，严重时导致危机的发生。

Demirgul-Kunt, Enrica Detragiache 以 1980-1994 期间大量的发展中国家与发达国家为样本，使用多元 Logit 模型建立了一套金融危机预警模型。研究发现，危机倾向于在总体经济情况薄弱时爆发，或当经济增长率低于通货膨胀率时爆发，特别是在经济增长率明显遍地，加上银行部门风险提高时爆发。他们考察了银行危机与金融自由化的经验关系，结果发现，如果存在一个良好的强有力的制度环境，金融自由化对银行脆弱性的影响是微弱的。

⁴⁰ Eichengreen, B and C Arteta (2000), "Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence," Center for International and Development Economics Research, Institute of Business and Economic Research, UC Berkeley.

⁴¹ Stiglitz(2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability," World Development, Volume 28, Issue 6, pp. 1075-1086.

3.6.3 金融危机与资本项目开放的辩证关系分析⁴²

首先，资本项目可兑换不是危机产生的充分条件。导致金融危机的原因不能简单归咎于资本项目开放。金融危机与资本流动的大幅波动特别是国际投机资本的冲击有重要联系。因此，金融危机与资本项目可兑换是相关的，但是金融危机的真实原因往往不在于此。一国的宏观经济状况、资本市场运行情况、金融体系成熟度，外贸和投资环境的变化，资本流动的结构等都与金融危机紧密相连。一个金融安全本身，包括金融制度、金融体系和金融财富的安全，不能认为资本项目开放度越低，金融安全越有保证。如果不实施资本项目开放政策，金融发展则会滞后，最终也会导致金融危机的发生。许多学者都对资本账户开放或资本管制与经济危机之间的关系做了实证研究，但是很少有证据表明仅仅依靠实施资本管制可以避免经济或金融危机。

其次，资本项目开放对金融危机有催化作用。其一，资本项目可兑换后资本流动规模会影响汇率波动。大规模资本流入导致一国实际汇率升值。在固定汇率下，为了维持汇率稳定，央行在外汇市场上抛本币购入外币，这将引起本币供应量上升和通胀，最终导致实际汇率上升。浮动汇率下，资本的流入会引发汇率升值。由于金融市场的调整比商品市场的调整更为迅速，因此，大规模资本流入会引起汇率超调。其二，资本项目可兑换可诱发银行体系不稳定间接引发危机。其三，资本项目可兑换可能引发外债依赖，引发债务危机。发展中国家收入水平低，国内储蓄能力弱，经济发展中容易产生对外债的依赖。当外债使用不合理时，或国际金融市场环境变化，债务偿还会出现困难。

3.6.4 金融危机的启示

大多数国家，无论是发达国家还是发展中国家，无论是选择基金是或渐进式资本项目可兑换改革的国家，都曾经历不同程度的银行危机或货币危机，甚至双重危机。金融危机发生的同时也给我们留下了宝贵的经验和教训：第一，应重视有效监管，引导金融体系健康发展，健全的金融体系是资本项目开放的前提；第二，资本市场开放应当循序渐进、谨慎推行；第三，汇率制度的选择至关重要。拉美国家的经验表明，固定汇率制度要比浮动汇率制度更容易受到资本流动的冲击。在资本账户开放的情况下，固定汇率制度不能起到增强或外投资者信心，降低风险的作用，反而会助长对固定汇率的投机。

⁴² 李瑶，《人民币资本项目可兑换研究》，社会科学文献出版社，2004，P69

资本账户开放能否成功的关键在于能否打破危机产生机制：资本项目开放→大量资本流入→高利率高通胀→实际汇率上升→经常项目恶化→本币贬值预期→资本抽逃→危机。另一成败的关键在于是否采取有效的短期资本控制措施，如智利巴西马来西亚的无息存款准备金制度(URR)。

3.7 本章小结

世界其他国家的经验表明，国际资本流动是一把双刃剑，在给一国经济带来利益的同时也潜藏着风险，资本账户开放的效应几乎涉及经济学的方方面面。资本账户开放引发资本流动，会影响经济增长、物价稳定、国际收支平衡、进而影响就业水平，对国计民生作用很大。我们在开放资本账户的过程中，应采取审慎措施，综合考虑各方面因素，力求将资本账户开放的负面效应最小化。

4 资本账户开放国际经验

世界上大多数发达国家已经实行了资本账户的开放,一些发展中国家也相继开放了资本账户,对这些国家中具有代表性的国家的开放实践进行分析能够为我国资本账户开放提供经验。

4.1 中国台湾的渐进式资本账户开放

4.1.1 台湾资本账户开放措施

20世纪80年代台湾的经济体制发生了巨大变化,外贸顺差不断扩大,外汇储备持续增加,给货币供给造成压力,台币汇率在国际压力下持续升值。为适应经济的快速增长,1984年以后,台湾当局逐步放开金融机构牌照的审批,积极推动金融自由化和国际化政策,改革金融制度,使银行朝着经营综合化的方向发展。台湾的资本账户开放包括五个方面内容:利率自由化、外汇自由化、金融机构准入自由化、金融业务自由化和资本流动自由化。表8给出了台湾资本账户开放的具体措施。

表 8: 台湾资本账户开放过程

利率自由化	1976	成立货币市场,建立市场决定利率的机制
	1979~1980	央行分别实施“公开市场操作”及成立“银行同业拆借中心”
	1989	修改《银行法》,完成利率自由化改革
外汇自由化	1978.7	汇率制度由固定汇率制改为浮动汇率制
	1987.7	修改《外汇管理条例》,大幅放宽资本管制以及解除经常账户的外汇管制
	1989.8	成立美元拆借市场供国内金融机构调整外汇部位
金融机构准入自由化	1988	开始允许新设证券公司
	1990	开放商业银行的设立
	1992	开放保险公司的设立
	1994	开放票券金融公司与证券金融公司设立
	1998	成立期货交易所
金融业务自由化	2000	台湾准许岛内银行办理票券经纪业务和自营业务,提高银行投资股票的比率,放松保险资金运用管制通过了《银行法》修正案
		通过《金融控股公司法》,开放金融控股公司的设立
资本流动自由化	1983~1991	准许外国投资人以购买受益凭证方式进行间接投资
	1991~1996	开放 QFII 进行直接投资
	1996以后	全面开放 GFII 直接投资

资料来源:作者整理

从表 9 的台湾资本账户开放时期的经济背景可以看出，在金融自由化改革时期，台湾的 GDP 快速增长，年均增长率达到 14%，且开放初期增速更大，通胀稳定，外汇储备逐年增加。这些说明台湾的金融自由化是以良好的宏观经济环境为基础的，并且 1987 年放松经常账户外汇管制后汇率走高，说明资本流入较大。

表 9：台湾资本开放时期的经济背景

年份	GDP (百万美元)	GDP 增速 (%)	CPI	进口额 (百万美元)	汇率 (美元)	外汇储备 (百万美元)
1984	60,384	13	-0.04	30,456	39.47	15,664
1985	63,409	5	-0.2	30,726	39.85	22,556
1986	76,929	21	0.7	39,862	35.50	46,310
1987	103,520	35	0.5	53,679	28.55	76,748
1988	125,789	22	1.3	60,667	28.17	73,897
1989	152,724	21	4.4	66,304	26.16	73,224
1990	164,513	8	4.1	67,214	27.11	72,441
1991	184,267	12	3.6	76,563	25.75	82,405
1992	218,712	19	4.5	82,122	25.40	82,306
1993	230,926	6	2.9	85,957	26.63	83,573
1994	252,227	9	4.1	94,300	26.24	92,454
1995	273,792	9	3.7	113,342	27.27	90,310
1996	289,315	6	3.1	117,581	27.49	88,038

资料来源：《2008 年台湾统计年鉴》

4.1.2 台湾资本账户开放的经验教训

台湾作为新兴市场中资本开放的成功典型，其主要经验有以下几点：第一，坚持渐进路线，控制好开放的速度和节奏。首先通过规模很小的信托方式引进外资，然后建立 QFII 制度，实行额度控制，推动了基金业的迅猛发展和机构投资者的扩张，有利于提高机构投资者在证券市场中的比重，客观上起到了稳定市场的作用，并在条件成熟时果断全面开放；第二，保持了资本市场开放与其他金融市场开放之间的配合和协调，特别是较早实现的利率与汇率自由化，对资本市场的开放意义重大，同时资本市场开放的进程与外汇管制的放松协调推进，确保了开放进程的稳定。

4.2 俄罗斯激进式资本账户开放

4.2.1 俄罗斯资本账户的成功开放

1991年12月，前苏联解体后，俄罗斯成为贸易逆差国家，为迅速建立市场经济体制，俄罗斯走上经济转轨道路。

1992年俄罗斯引进西方的“休克疗法”进行经济体制改革，以求在短期内实现经济体制转型。1996年卢布实现了经常账户的自由兑换，俄罗斯开始着手解决资本账户下货币兑换问题。2006年7月1日，俄罗斯政府宣布开放资本账户，资本账户下资金流入和流出不再受到限制。相比于原定2007年1月1日的资本账户开放实践，俄罗斯提前半年实现了卢布的自由兑换。表10给出了俄罗斯资本账户开放进程。

从俄罗斯资本成功账户开放前的经济背景（表11）可知，俄罗斯在资本账户开放前的宏观经济基本面比较良好，主要表现在：GDP一直维持着较高且相对平稳的增长速度，年均增长率为6.8%；通胀率虽然较高，但总体趋势在下降；国际储备较为充足，远远超过了年进口额的20%；FDI规模从2004年开始激增，这给俄罗斯提供了对外支付能力也表明国际投资者对俄经济发展充满信心。

表 10：俄罗斯资本账户开放进程

时间	措施
1992年	开始实行经常项目下的统一浮动汇率制，正式实现卢布国内可兑换
1995年	实施“汇率走廊制”和“有管理的”浮动汇率制
1997年	出台了《关于俄罗斯居民吸收和偿还非居民外汇贷款的程序》的规定，推进了资本流动的自由化。居民法人可以在政府担保下获得国际金融机构、外国政府、外国商业银行和其他非居民法人和自然人的贷款
1998年	放弃“外汇走廊”和国家调控的浮动汇率制，改由自由浮动汇率制
2002年	加快了外汇自由化改革的进程，制定了新的《外汇调节法》，进一步放弃对外汇的管制，实际上是对国外资本全面开放俄罗斯外汇市场。新的法律规定居民有权在经济合作与发展组织和其他限定的国家内开设账户，只要求居民在开设账户后告知中央银行的外汇监管部门和税务机关即可。在资本项目的限制上，新法律对流出和流入的资本建立存款保证金制度。对期限为两个月的资金外流，要提交100%的存款保证金；对流入期限为一年的资金，要提交20%的存款保证金。新法律对俄罗斯工商界极为关心的强制性出口结汇问题也做出了新的规定。提出开始实行浮动的结汇标准，结汇比例最高界限将不超过30%
2006年	俄罗斯中央银行的管制范围也开始出现松动。3月，俄罗斯央行取消了出口企业外币收入必须在国内外汇市场上强制售汇的规定。7月，其余汇兑限制措施被一次性取消，这些被取消的措施涉及非居民购买俄罗斯主权债券的强制性准备金要求，以及在出售俄罗斯主权债务获得的收入兑换成外币前，必须在银行拥有等值

	卢布存款的要求
--	---------

资料来源：作者整理

表 11：俄罗斯资本账户开放前的经济背景

年份	GDP (亿美元)	GDP 增速 (%)	通胀 (%)	汇率(卢 布/美元)	进口额(亿 美元)	FDI(亿 美元)	国际储备 (亿美元)	债务 率(%)
2001	3099	5.1	19	30.14	536	25.4	326	123
2002	3455	4.7	15	31.78	600	24.2	441	121.7
2003	4315	7.3	12	29.45	761	11.4	734	134.9
2004	5904	7.2	12	27.75	974	154.4	1208	119.9
2005	7637	6.4	11	28.78	1253	146	1759	—
2006	10046	6.7	9	26.33	1376	284	—	—

资料来源：《国际统计年鉴》各期数据

4.2.2 一波三折的汇率自由化改革过程

虽然俄罗斯最终成功进行了资本账户开放，但是其开放道路是曲折的，外汇自由化经历了从开放到管制再到开放的反复过程。

1992年7月1日，俄罗斯央行宣布废除前苏联时期多种汇率并存的固定汇率制，实行统一的浮动汇率制。由于激进的“休克疗法”造成的宏观经济衰退，通胀居高不下，国际收支状况恶化，卢布利率持续走低，而俄央行的外汇储备相当有限基本无力对外汇市场进行干预，对卢布汇率的一再大幅贬值只能采取放任自流的态度。1994年10月11日，酝酿已久的卢布危机爆发，卢布汇率一天之中暴跌27%，经历了巨大的金融危机后，俄政府被迫加强外汇管制。

1995年7月，俄央行又宣布实行“汇率走廊”制度，即规定卢布与美元的汇率波动幅度，如果汇率的波动超过了“汇率走廊”的界限，央行将对外汇市场进行干预。“汇率走廊”政策的实施，表明了政府加强外汇管理、稳定卢布汇率的决心，对稳定金融形势发挥了一定作用。为弥补预算赤字，当时俄政府发行了大量短期国债，为吸引外国投资，外国投资者被获准进入证券市场购买短期国债。1998年金融危机前，俄40%的短期国债掌握在外国投资者手中，受东南亚金融危机的冲击，对俄的外国投资者纷纷抛售债权，抽走了140亿美元的资金，成为1998年俄罗斯金融危机的导火索。此后俄央行干预外汇市场失灵，“汇率走廊”制度宣布破产，卢布汇率跌入新一轮贬值狂潮，灾难的8月使卢布对外贬值70%以上。

1998年，为克服金融危机带来的恶果，防止进一步的外汇资金流失，俄政府在运

用市场手段失灵的情况下被迫重新加强了对外汇业务的行政干预。

随着俄经济形势的好转，2001年俄政府再次转向外汇自由化。2001年6月5日，俄总统签署了对《外汇管理和监督法》进行补充和修改的法案，规定从2002年1月1日起俄公民可以把价值不高于7.5万美元的外汇资金通过指定的银行转移到国外，用于购买或出售有价证券。8月7日，在代表大企业利益的俄工业企业家联合会的一再强烈要求下，俄总统又签署命令，规定从8月8日起将出口商向国内外汇市场义务出售外汇收入的比例从原来的75%降到50%。

4.3 印度稳步推进资本项目自由化

4.3.1 印度资本项目自由化的进程

印度是在汇率改革的同时，稳步推进货币的可兑换进程。为了配合经济情况及经济改革，印度开始实行双重汇率，但很快便在实现了汇率并轨，同时放弃了钉住汇率制，进入由市场供求决定卢比汇率的管理浮动汇率时代，此后又进一步实现了经常项目自由兑换，同时也开始审慎推进资本项目自由化，其关键内容是开放外商直接投资和证券股票投资。具体时间安排见下表：

表 12：印度资本账户开放进程

1992年3月	开始实行双重汇率。
1993年3月	进入由市场供求决定卢比汇率的管理浮动汇率时代。
1994年8月	接受IMF第八条款，实现经常项目可兑换。
1997年2月	印度成立了资本项目可兑换专家委员会
2007年6月	《外汇管理法案》生效

资料来源：作者整理

1997年2月，印度成立了资本项目可兑换专家委员会，专门从事印度资本项目可兑换的准备工作。委员会提出了自由化的时间表，并对自由化步骤适时进行调整。首先，解除资本流入和非居民资本流出的限制，再放松居民资本流出的限制；居民中，公司与非银行金融机构的开放次序优先于银行部门，个人最后。

2000年后印度的服务贸易在软件外包业的强劲带动下由逆差转为顺差，经常项目和资本项目双顺差，货币面临升值压力。鉴于此，印度政府默许卢比的温和升值，同时

加强调整外资流入的结构⁴³，进一步放宽资本流出的限制。2003年初，印度的上市公司和居民个人被允许在一定限制条件下投资海外证券市场。2004年初，印度居民个人每年对外汇款的上限被提高到2.5万美元，还允许居民个人在海外银行开户、购置不动产(Gopinath, 2005)。

2007年6月《外汇管理法案》生效。新法案将印度外汇管理的理念，由原先的积累外汇储备，转变为在发展金融市场的同时为贸易和支付提供便利。新法案在法律上承认并巩固了经常项目自由兑换的成果，将进一步推进资本项目自由化的权利赋予了央行，但同时，保留了政府在必要时恢复对经常项目和资本项目实施管制的权利⁴⁴。

4.3.2 印度改革的成就

从实践的情况看，印度资本项目改革的成就举世瞩目。印度成功应对了90年代的数次资本冲击，包括1993到1995年初民间资本大量涌入、1995年中到1996年初墨西哥危机引发资本流入锐减、1997年中到1998年初亚洲金融危机引起资本撤离，同时避免了汇率大幅波动。

印度的实践对我国的资本账户开放具有重要的借鉴意义。中国与印度的经济背景方面非常相似，体现在如下方面：中印同是发展中国家和人口大国，国内金融以银行间接融资为主体，国内金融体系缺乏足够的深度和流动性，国有企业主导关键性产业等。因此，印度的实践经验应引起重视，我国学者针对印度经验的讨论文献也很多，主要体现在如下方面：

表 13：专题讨论印度资本账户开放以供借鉴的文献

何道隆等(1998)	分析了亚洲金融危机对印度冲击不大的缘由
王忠文(1999)	印度关于资本项目进一步开放的 Tarapore 报告的主要内容
何道隆(2002)	简述了印度资本项目开放的过程，并归纳了对我国的启示
丁剑平等(2002)	侧重考察了中印两国资本项目开放中的差异。

资料来源：作者整理

第一，汇率制度改革先于资本项目开放。印度政府一直将资本项目的逐步开放视为涵盖财政、金融、贸易、产业结构等所有经济领域的一揽子改革的一个组成部分，资本项目开放有赖于经济、金融、财政等改革取得进展(Reddy, 2001; Gopinath, 2005)。由

⁴³ 2004年2月1日生效的对外商业借款规则秉承了鼓励利用外资在印度从事实物资产投资的传统，继续限制那些不以增加印度实际资本存量为目的的债务资本流入(Gopinath, 2005)。

⁴⁴ 袁宜，《资本项目开放中的汇率安排——印度的经验及对我国的启示》，世界经济研究, 2005. 6.

此可见, 资本项目可兑换在整个改革路径中被置于一个相对靠后的位序, 尤其是汇率制度改革, 要先于资本项目开放。

第二, 主动调整引资结构, 避免汇率危机。1993 年汇率改革后, 为了防范汇率危机, 印度政府采取措施逐步调整了利用外资的结构, 主要方向一是降低债务投资的比例, 提高股权投资的比例, 具体措施有: 偿还短期外债、严格限制新增短债、废除对非居民存款的优惠、对长期的商业性外债以及银行的对外债务施加上限约束; 二是在债务投资中降低短期债务的比例, 提高长期债务的比例, 具体措施有: 将引资的目标瞄准 FDI、证券投资等非债务性资本, 提供宽松的管理环境。

印度在亚洲金融危机中的优异表现说明调整引资结构能够有效避免汇率危机, 学者们的研究也支持了这种观点。Joshi(2001)⁴⁵认为在亚洲金融危机期间, 印度经济的基本面指标并不优于其他遭受危机的国家, 但是印度受到金融危机的冲击却很小。这与印度对于外债规模, 尤其是短期外债规模的控制, 是分不开的。有学者认为, 由于印度前瞻性的对引资结构做出了调整, 所以危机期间发生的短期资本流向逆转对印度的影响不大, 避免了汇率危机的发生。

第三, 采用综合手段, 减轻汇率调整压力。长期以来, 卢比汇率都保持了相对的稳定, 这与印度政府在面对资本冲击时, 实施的措施是分不开的。在发生资本冲击时印度政府主要采取以下两类措施, 一是, 在可接受的范围内, 对卢比的中心汇率做出调整。二是, 采取货币、行政等措施避免汇率过度波动, 主要包括: 外汇公开市场干预, 调节准备金比率、回购利率和现金准备比率, 对超出一定期限的进出口应收应付预收预付资金征收利息附加税, 重估资本项目开放进度等。事实表明这些措施都是非常有效的, 值得我国借鉴。

4.4 发展中国家资本账户开放对我国的借鉴意义

放松外汇管制, 实现本国货币的自由兑换时市场经济体制的重要内容, 是经济转型国家的必由之路, 其重要意义不言而喻。重要的是在何种时机、以何种方式、并采取何种防范措施下实行外汇自由化改革。上述三个国家在经济规模、经济增长速度等方面与我国相似, 因此总结其资本账户开放的经验教训对我国具有借鉴意义。

第一, 实现资本项目可兑换需要一定的前提条件。从卢布危机到俄罗斯金融危机,

⁴⁵ Joshi, India's Economic Reforms, 1991-2001, Oxford University Press, 2001.

俄罗斯频发危机表明，不成熟的资本项目可兑换风险巨大。国际经验表明，一国开放资本项目必备的条件是：宏观经济形势稳定、国际收支平衡、外汇储备充足、微观经营机制良好，汇率基本反映外汇市场供求并能发挥调节国际收支的作用。俄罗斯在 1992 年开始外汇自由化改革时这些条件无一具备。2001~2006 年的俄罗斯资本项目开放前的几年间，其经济基本面良好，为俄罗斯开放资本账户提供了经济基础。

第二，渐进式的资本账户开放可能更具现实意义。由于发展中国家一般宏观金融监管能力不够完善，金融体系不健全，贸然开放资本项目必然会加大开放的风险，因此渐进式开放对于发展中国家具有现实可操作性。尤其对转型经济国际而言，市场体系的形成和发育、宏观调控体系的完善都是一个漫长的过程。

第三，资本项目开放的时机要恰当，要与经济形势相适应。1987 年，台湾处于贸易顺差时期，当时，台湾担心资金流入台湾会导致台币升值，所以选择资金可以流出去，每人每年可以汇出 500 万美元，就这样顺水推舟地开放了资金汇出。与此同时，台湾对资金的汇入仍有限制，每人每年仅可汇入 5 万美元，到 1989 年台币升值压力缓和后，台湾不再担心资金的流入，就逐步将汇入限额由 5 万美元放宽至 20 万、50 万、100 万，最后增至 500 万美元。

第四，加强危机日常防范，采取适当措施避免金融危机冲击。印度的经验值得我们借鉴，1993 年汇率改革后，为了防范汇率危机，印度政府采取措施逐步调整了利用外资的结构，所以危机期间发生的短期资本流向逆转对印度的影响不大，避免了汇率危机的发生。

4.5 本章小结

开放资本账户，实现资本项目下的自由兑换是不可逆转的发展趋势。实现人民币经常项目可兑换后向实现资本项目可兑换过渡，既是金融发展的必然趋势，也是国际社会的要求。但是这个过渡需要一些基本条件。所以，不应把资本账户开放问题作为纯粹金融问题考虑，而要结合宏观经济发展来考虑，其中最重要的一点是开放资本账户需要一个稳定的宏观经济环境。

5 中国的资本账户开放

自 2003 年以来，中国明显加快了资本账户开放的步伐，作为全球最大的发展中国家，中国如何在确保金融稳定的前提下实施资本账户自由化改革，是一个值得研究的问题，下面我们就加快资本项目开放步伐的举措就行分析。

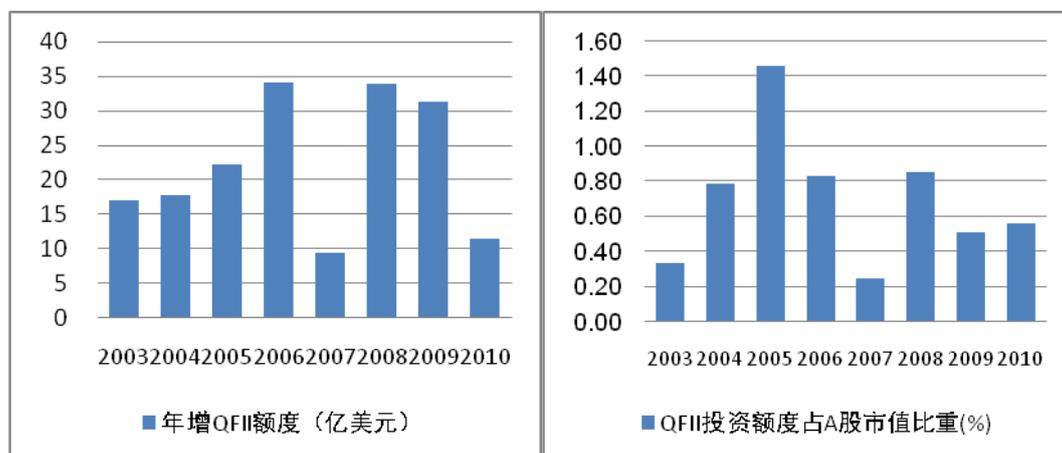
5.1 可控配额制的发展——QFII 和 QDII 制度

5.1.1 QFII 制度的发展

从发展阶段看，QFII 制度是资本项目管制条件下，逐步向外资开放国内资本市场的过渡性政策。中国证监会在 2003 年首先批准瑞银与野村成为首批 QFII，到 2010 年 6 月底已有 89 家外资银行、券商、资产管理公司和主权基金获得相关资格，总额度已达到 177.20 亿美元。从 QFII 额度上看，每年均大幅度新增 QFII 额度，经过 7 年时间，QFII 已经成为 A 股市场上重要的机构投资者，但是与 A 股市值的巨大规模相比，QFII 与市值的比重下降，即其在外部资金供给方面作用在减弱，但是仍然促进了我国股市的对外开放。

2006 年 8 月，相关部门对 QFII 制度进行完善：首先是降低 QFII 资格门槛，其次取消开立一个证券账户的数量限制，三是明确鼓励中长期投资，四是提高 QFII 额度及资金期限。QFII 制度的不断完善有利于引导国内证券市场理性投资，促进中国证券市场的规范化和国际化，为进一步开放资本账户奠定基础。

图 3：我国年增 QFII 额度与投资额度占 A 股市值比例



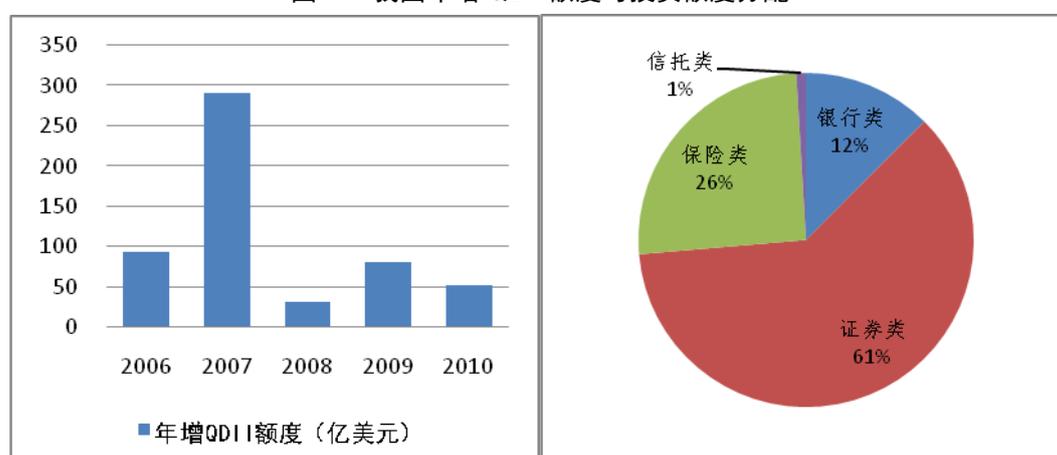
资料来源：国家外汇管理局网站

5.1.2 QDII 制度的发展

QDII 是指在资本项目未完全开放的情况下，允许政府所认可的境内金融投资机构到境外资本市场投资的机制，是与 QFII 相对应的一种投资制度。实际上，QDII 的概念可以追溯到 1983 年，台湾在实行逐步开放岛内资本市场时，为了避免形成过度的冲击，对外资实行了 QFII，于是，有一些学者效仿台湾的 QFII 机制，提出了 QDII 的概念。中国台湾、韩国、智利、印度、巴西等国家和地区在 20 世纪 90 年代初就设立和实施过 QFII 和 QDII 的双“Q”制度，积累了相当丰富的经验，并取得了许多的成果。

2006 年 4 月，中国人民银行、银监会、外汇局共同发布《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》标志着“境内合格机构投资者制度”（Qualified Domestic Institutional Investor，简称 QDII）开始实施。截至 2010 年 6 月底，获得 QDII 资格的投资机构共有 81 家，其中包括 22 家商业银行、21 家证券公司、25 家基金公司和 3 家信托机构，总额度达到 640.47 亿美元。从投资额度的分配来看，证券类机构所获得的份额最大，约为 61%，信托类获得的份额最小，仅为 1%。

图 4：我国年增 QDII 额度与投资额度分配



资料来源：国家外汇管理局网站

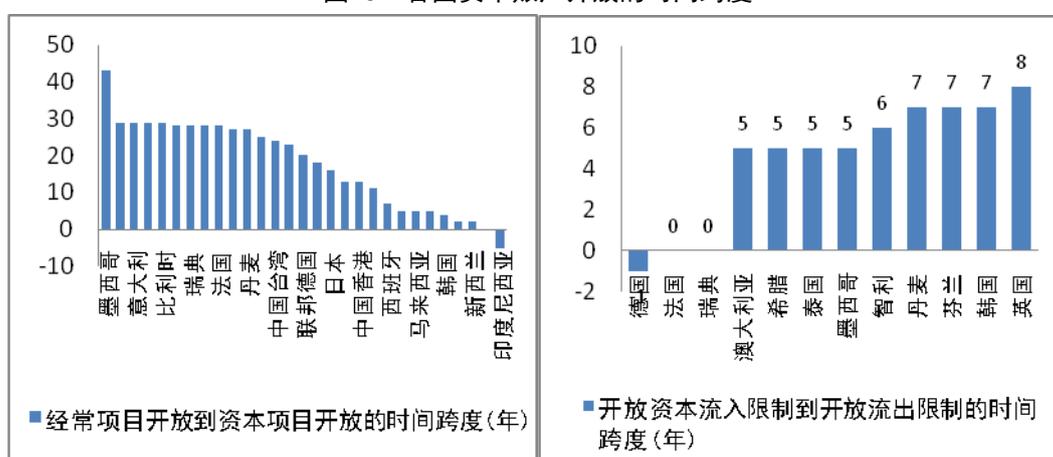
5.1.3 我国 QFII 和 QDII 制度发展简评

QFII 和 QDII 属于资本项目开放的一个环节，而从世界各国经常项目到资本项目开放的时间跨度来看，多数国家二者的时间跨度大于 10 年。我国从 1996 年开放经常项目，2003 年推行 QFII 制度，时间上相比世界上多数国家相似。从各国开放资本流入限制到

开放流出限制的时间跨度来看，多数国家达到 5 年，我国 2003 年推行 QFII，2006 年推行 QDII，时间跨度也正常。

此外，QFII 和 QDII 制度本质上仍然是资本管制手段，国内的个人和非金融机构还不能自由地对外进行资产交易。近年来中国资本账户的对外开放式不对称的，这可以从已获批准的 QFII 和 QDII 额度看出，批准额度更高的是资本流出，这部分反映了我国希望通过开放资本流出来缓和人民币升值压力和外汇储备迅速增长造成的困境。而这种非对称性开放的做法是值得商榷的，因为如果资本流出开放了，在经济状况不好的时候本国居民也会资本外逃，会增加金融危机的风险。

图 5：各国资本账户开放的时间跨度



资料来源：作者整理

5.2 我国资本项目开放的顺序实践

5.2.1 资本账户开放顺序的总体原则

对于人民币资本项目开放排序应遵循的基本原则，国内学者已形成高度统一的共识：先流入后流出；先长期后短期；先机构后个人；先直接投资后证券投资；筹资方面先股权、后债权；投资方面先债权、后股权；先放开有真实背景的交易，后放开无真实背景的交易；先交易自由化，后汇兑自由化。

第一，先长期、后短期。短期国际资本由于流动性强，其大规模的快速流动容易对一国经济产生冲击，而长期资本则稳定性强。

第二，先流入、后流出。由于资本外逃是我国长期以来一直面临的外汇管理难题，为减少资本外逃，必须在我国市场经济体制比较完善的情况下再放开资本流出，因此应

遵循“先流入、后流出”的次序。

第三，先机构、后个人。与个人投资者相比，机构投资者具有法律、信息、财力、运作规则等方面的明显优势，因此对外开放次序应遵循“先机构投资者、后个人投资者”的原则。

第四，股权筹资具有长期性、无须偿还的特征，而债券融资具有到期还本付息的义务，因此“筹融资方面先股权、后债权”。与此相反，债权投资有固定收益，风险小，股权投资则收益较高，但风险也大，因此“投资方面先债权、后股权”。

总之，上述总体顺序安排，是以经济稳定为宗旨的。对容易引起宏观经济和外汇市场不稳定的项目要适度限制，加强危机防范，以确保资本账户可兑换进程的顺利进行和我国经济的稳定发展。

5.2.2 我国资本项目开放分步推进、小有成果

2000年以后，我国有步骤地推进资本账户的开放进程。在资本流入和流出两方面都有显著进展。

1、在资金流入方面，吸引外资占主角，资本市场逐步开放。我国长期以来实施引入外资的政策，对国外直接投资限制较少。其二，股票市场方面，B股市场、H股市场和QFII是股票市场开放的主要方式。2002年12月实施的QFII制度，目的是为了利用QFII的国际经验规范A股市场上的各项规章和制度，使国内金融机构可以向其国外对手学习的“价值投资”理念。截至2009年底，94家机构获得QFII资格，外管局已累计向88家QFII发放总计170.7亿美元投资额⁴⁶。其三，债券市场方面，开放程度有限。2010年8月16日，中国人民银行发布通知，允许境外央行或货币当局、港澳人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行等三类机构投资银行间债券市场，表征我国资本账户的进一步开放。

2、在资金流出方面，企业和个人层面均有放松。针对企业的改革主要有二，其一，我国大力鼓励国内企业走出国门，在江浙等地试点基础上，支持各类有比较优势的企业到境外投资。其二，推出QDII制度。由于中国积累了巨额外汇储备，造成了国内经济通胀压力，政府希望通过QDII方式使资本有序外流，减小外汇储备不断累积的压力，也使国内投资者能够在全球范围配置资产。从2006年推出到2009年底，经国家外汇管

⁴⁶ 国家外汇管理局网站，2010

理局批准的 QDII 共有 69 家，获批总额度已达到 650.3 亿美元⁴⁷。其三，金融机构到海外发行债券，发行地主要在香港。2007 年 6 月至今，已有 5 个大陆金融机构在香港市场上发行 7 批人民币债券，共募集资金 220 亿元。

居民个人方面，2001 年 2 月，境内居民可投资 B 股市场。近期推进境内个人直接对外证券投资试点。2007 年 8 月，国家外汇管理局批准在天津滨海新区开展境内个人直接对外证券投资试点，允许居民个人可用自有外汇资金及人民币购汇直接从事境外证券投资。2008 年 8 月，北京和上海开展个人本外币兑换特许业务试点，符合条件的境内非金融机构经批准可以为个人提供本外币兑换服务，可为境外个人办理每人每日累计不超过等值 500 美元（境内关外网点限额为 1000 美元）的人民币兑回外币现钞的业务。

表 14：我国资本项目开放进程分类表

有关资金流入安排		有关资金流出安排	
2002. 12	国家外汇管理局发文鼓励外商以并购方式参与境内企业的改组、改造，并在全中国范围内调整国内外汇贷款的管理方式	2001. 03	证监会和外汇局联合发布《关于境内居民个人投资境内上市外资股若干问题的通知》，对境内居民开放 B 股市场
2002. 12	开始实行合格境外机构投资者（QFII）制度，经批准的国外机构投资者可以投资境内证券市场	2006. 04	证监会发布《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，推出 QDII 制度
2003. 10	发布《关于进一步深化境外投资外汇管理改革有关问题的通知》，支持各类有比较优势的企业到境外投资	2006. 07	放宽了对境外投资的外汇管理，取消境外投资风险审查、取消境外投资汇回利润保证金制
2005. 02	发布《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，允许国际金融机构在我国市场举债	2007. 08	批准在天津滨海新区开展境内个人直接对外证券投资试点，允许居民个人可用自有外汇资金及人民币购汇直接从事境外证券投资
2010. 08	央行发布通知，允许境外央行或货币当局、港澳人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行等三类机构投资银行间债券市场	2008. 08	北京和上海开展个人本外币兑换特许业务试点

数据来源：根据国家相关政策文件自行整理

3、由国际投资头寸表分析资本项目开放成果。从资产方来看，2004 年到 2009 年我国国际投资头寸表资产方增长 25310 亿美元。其中，我国储备资产尤其是外汇资产的

⁴⁷ 国家外汇管理局，《合格境内机构投资者投资额度审批情况表》，2010

增长，是国际投资头寸表资产方增长的主要来源。其次，对外直接投资和贸易信贷也有明显提高。对外股本投资从 2006 年实施 QDII 制度以来实现了从无到有的突破，08、09 年增长较大。从负债方也就是资金流入方来看，外资 FDI、股本投资、贸易信贷保持了稳步增长的态势，其他各项头寸额也都有所扩大，债务投资 5 年内变化不大。

表 15：2004~2009 年国际投资头寸表（亿美元）

年度 项目	2004 年 末	2005 年 末	2006 年 末	2007 年 末	2008 年 末	2009 年 末	累计 增长额
净头寸	2,764	4,077	6,402	11,881	14,938	18,219	15,455
A. 资产	9,291	12,233	16,905	24,162	29,567	34,601	25,310
1. 我国对外直接投资	527	645	906	1,160	1,857	2,296	1,769
2. 证券投资	920	1,167	2,652	2,846	2,525	2,428	1,508
2.1 股本证券	0	0	15	196	214	546	546
2.2 债务证券	920	1,167	2,637	2,650	2,311	1,882	962
3. 其它投资	1,658	2,164	2,539	4,683	5,523	5,365	3,707
3.1 贸易信贷	432	661	922	1,160	1,102	1,646	1,214
3.2 贷款	590	719	670	888	1,071	942	352
3.3 货币和存款	553	675	736	1,380	1,529	1,409	856
3.4 其它资产	83	109	210	1,255	1,821	1,368	1,285
4. 储备资产	6,186	8,257	10,808	15,473	19,662	24,513	18,327
4.1 货币黄金	41	42	123	170	169	371	330
4.2 特别提款权	12	12	11	12	12	125	113
4.3 在基金组织的储备头寸	33	14	11	8	20	25	(8)
4.4 外汇	6,099	8,189	10,663	15,282	19,460	23,992	17,893
B. 负债	6,527	8,156	10,503	12,281	14,629	16,381	9,854
1. 外国来华直接投资	3,690	4,715	6,144	7,037	9,155	9,974	6,284
2. 证券投资	566	766	1,207	1,466	1,677	1,900	1,334
2.1 股本证券	433	636	1,065	1,290	1,505	1,748	1,315
2.2 债务证券	133	130	142	176	172	152	19
3. 其它投资	2,271	2,675	3,152	3,778	3,796	4,508	2,237
3.1 贸易信贷	809	1,063	1,196	1,487	1,296	1,617	808
3.2 贷款	880	870	985	1,033	1,030	1,114	234
3.3 货币和存款	381	484	595	791	918	1,034	653
3.4 其它负债	200	257	377	467	552	742	542

资料来源：国家外汇管理局

5.2.3 当前资本管制集中于货币和资本市场

按照国际货币基金组织 IMF 的划分，资本项目共有 43 项 7 大类，各国对资本流动的管理一般都是分门别类进行的，根据不同的资本流动形式，采取不同的管理办法。

由下表可以看出，资本账户七大项目的开放程度是不同的，对直接投资、直接投资清盘、不动产交易的管制几乎放开，信贷业务的管制较少，有较多业务限制的是资本和货币市场工具、衍生品等的限制。

表 16：资本账户七大项目内部开放程度比例

	可兑换	有较少限制	有较多限制	严格限制
一、资本和货币市场工具	0	10.53%	73.68%	15.79%
二、对衍生工具和其他工具的管制	0	0.00%	50.00%	50.00%
三、对信贷业务的管制	33.33%	66.67%	0.00%	0.00%
四、对直接投资的管制	50%	50%	0	0
五、对直接投资清盘的管制	100%	0	0	0
六、对不动产交易的管制	66.67%	33.33%	0	0
七、对个人资本流动的管制	33.33%	11%	33.33%	22%

资料来源：根据外管局网站数据整理

出于经济稳定和金融安全的角度考虑，我国货币市场和资本市场目前存在的管制较多，也是未来进一步开放的重点。我们在第 10 部分给出详细的讨论。

表 17：中国对资本和货币市场的开放情况（截至 2010 年 9 月）

		流入	流出
股票市 场	非居民	购买 B 股及 QFII 流入	出售 B 股以及 QFII 流出
	居民	向国外出售 B 股、H 股、N 股和 S 股	QDII s
债券和 其他债 务型有 价证券	非居民	境外央行或货币当局、港澳人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行、QFII s	在财政部、中国人民银行以及发改委的批准下，国际开发机构可以在当地发行人民币债券
	居民	在国务院事先批准和接受外管局检查的情况下，收益回流	在保监会和外管局的批准下，准许保险公司、证券公司和有资质的银行购买达到一定评级要求的外国债券
货币市 场	非居民	QFII s	禁止
	居民	在外管局的批准下，到期时间不超过一年的债券和商业票据	授权实体（保险公司、证券公司和有资质的国内银行）
集体投 资证券	非居民	QFII s 投资国内封闭式和开放式基金	禁止
	居民	在国务院事先批准和接受外管局检查的情况下，收	禁止（除授权实体外）

		益回流	
衍生品及其他工具	非居民	禁止	禁止
	居民	在投资这些工具前，预先检查金融机构的资质并限制开放外汇头寸	在银监会的批准下，准许银行对冲风险，禁止投机。非金融机构参与当地金融机构核准的业务不需要事先批准；从事外国金融机构业务应事先得到外管局的批准
直接投资		自由汇入人民币	外管局检查对外汇资产投资的资金来源

资料来源：外管局；改编自高海红、余永定：《人民币国际化的含义与条件》，国际经济评论，2010. 1.

5.3 本章小结

中国的资本账户开放是一个渐进的过程，中国 30 年的改革开放证明这种渐进方式是成功的；同时资本项目开放也是相对的，不是完全没有管制的。我国的资本项目开放要根据具体的宏观经济形势可进亦可退并朝着进一步放宽限制的方向前进，在经济形势好的时候要加快资本项目的开放，从而能更好地融入世界经济并分享世界经济成果。否则可以停止进一步开放或者把已经开放的项目重新实行管制，以保证我国经济的持续健康发展。

6 外汇储备与资本账户开放

6.1 资本账户开放的风险

资本账户开放是一国金融自由化的重要内容，直接关系到发展中国家的稳定与安全。作为一项改革实验，资本账户开放似乎是发展中国家经济自由化进程中最困难、最有争议、也是最有风险的改革。20 世纪 70 年代末到 80 年代初的拉美债务危机、1994 年的墨西哥金融危机、1997 年东南亚金融危机、1999 年巴西金融危机、2001 年阿根廷金融危机等一系列危机表明发展中国家资本账户开放是一个充满风险和危机的过程。

目前中国的资本账户已实现部分开放，随着开放进程的加快，国际资本流动在数量和速度上将会不断增长，加上国内存在许多诱发资本账户开放风险的因素，所以虽现阶段的开放风险绝不可以掉以轻心。

6.1.1 资本外逃风险

每年的国际收支平衡表所记录的“净误差与遗漏”可以显示违规资本的流动方向，负值表示可能存在违规资本净流出。我国的“净误差与遗漏”的数值较大，并且 2005~2009 年间，除了 2007 年由于次贷危机导致违规资本净流入，其余年份均为违规资本净流出。“净误差与遗漏”虽然不能准确反映资本外逃的数据，但是大量的违规资本流动时确实存在的，因此资本外逃成为资本账户开放的风险之一。

表 18：2001~2009 年中国国际收支概况（亿美元）

时间	经常项目	资本和金融项目	储备资产	其中：外汇储备	净误差与遗漏
2001	174	348	-473	-466	-49
2002	354	323	-755	-742	78
2003	459	527	-1,170	-1,168	184
2004	687	1,107	-2,064	-2,067	270
2005	1,608	630	-2,070	-2,089	-168
2006	2,533	67	-2,470	-2,475	-129
2007	3,718	735	-4,617	-4,619	164
2008	4,261	190	-4,190	-4,178	-261
2009	2,971	1,448	-3,984	-3,821	-435

资料来源：国家外汇管理局网站数据整理

6.1.2 外债风险

资本账户开放为吸引外资创造了条件，但是在吸引外资的过程中，如果对外债管理不当很容易发生外债风险或债务危机。2001~2008年我国外债风险指标逐渐下降，但是2009年风险指标再次上升，此外短期外债占比不断升高，这些都说明我国存在外债风险。伴随着中国资本账户的进一步开放，尤其是中国投资环境的不断改善和经济持续快速增长，外资流入将继续增加，同时中长期外债还本付息高峰也将来临，中国的外债风险不容忽视。

表 19：国家外债余额和外债风险指标

年份	外债余额 (亿美元)	按偿还期限分				外债风险指标 ⁴⁸ (%)		
		长期	比重(%)	短期	比重(%)	偿债率	负债率	债务率
2001	1701.1	1195.3	70.3	505.8	29.7	7.5	14.7	56.8
2002	1713.6	1155.6	67.4	558.0	32.6	7.9	13.6	46.1
2003	1936.3	1165.9	60.2	770.4	39.8	6.9	13.7	39.9
2004	2286.0	1242.9	54.4	1043.1	45.6	3.2	13.9	34.9
2005	2810.5	1249.0	44.4	1561.4	55.6	3.1	12.6	33.6
2006	3229.9	1393.6	43.1	1836.3	56.9	2.1	12.3	30.4
2007	3736.2	1535.3	41.1	2200.8	58.9	2.0	11.5	27.8
2008	3746.6	1638.8	43.7	2107.9	56.3	1.8	8.7	23.7
2009	4286.5	1693.9	39.5	2592.6	60.5	2.9	8.7	32.2

资料来源：《2010年中国统计摘要》

6.2 外汇储备的风险缓冲作用

6.2.1 充足的外汇储备能够缓冲资本账户开放风险

一国持有的外汇储备量，可反映国家干预外汇市场和维持汇率稳定的能力。充足的国际储备，是政府调控外汇市场、维持币值稳定的物质基础，可以缓解外部冲击，维持本币信誉和投资者信心。然而外汇储备规模过大也会带来一定的问题，外汇储备规模增大，外币占款增多，增加了货币供给，影响国内利率、物价水平，形成通货膨胀压力。

对非国际货币国家而言，资本账户开放后，对外汇储备的需求增加。首先，正常的

⁴⁸ 偿债率指偿还外债本息与当年贸易和非贸易外汇收入（国际收支口径）之比；负债率指外债余额与当年国内生产总值之比；债务率指外债余额与当年贸易和非贸易外汇收入（国际收支口径）之比。

经常项目和资本项目的收支流量会扩大；其次，为了应付随时可能发生的汇兑要求，外汇储备不可或缺。第三，资本账户开放后，投机资本会流入，为维持外汇市场和汇率的相对稳定，政府必须保有较充分的外汇储备⁴⁹。

姜波克对已实施货币自由兑换的若干国家的研究发现，充足的外汇储备是指外汇储备额占年进口额的比重一般维持在 30%-60%。但是，这仅仅考虑的是经常项目的充足性，资本项目的问题对一国货币兑换的影响越来越大，外汇市场上贸易交易额远小于资本项目交易额。当一国基本面因素或市场预期发生重大变化时，一国要维持货币自由兑换下的经济稳定，占年进口额 40%比重的储备是远远不够的⁵⁰。充分的外汇储备，要求外汇收支在趋势上的大体平衡。

首先，经常项目要保持中长期平衡。经常项目的赤字必然有资本项目的资本流入来补充，而外债面临还本付息的压力。如果一国长期经常项目赤字，旧债需要依靠新的资本流入来维持，一旦资本因某种原因流入减少，就会引发债务危机。

其次，维持资本流入的合理结构。短期资本具有更大的灵活性，如果资本账户中短期资本的数额很大，基本因素或预期因素发生变化时，会引起短期资本大量流入，一国国际收支便会变得不可维持。

第三，长期资本流入保持趋势和稳定性。长期资本流入涉及实际生产部门的投资，对经济增长和贸易收支的改善作用很大，若长期资本流入稳定，对国际收支的改善作用较好。

由此可知，外汇短缺的消除和国际收支结构的长期可维持性，是资本项目开放的前提条件，也是资本账户开放后维持经济稳定的后盾。

6.2.2 外汇储备与资本流动风险

一国的资金流动，除直接投资外，还有证券投资和其它投资。在表 20 中可以看出，我国从 2006 到 2008 年间，随着资本流出政策进一步放宽，资本流出量有所显著增大；2009 年受金融危机影响，资本流出量锐减，年度资本流入量保持平稳，外汇储备平稳增长，资本流入存量与外汇储备的比值有所下降，说明我国外汇储备比较充足。截止 2009 年末，我国外汇储备余额为 2.4 万亿美元，资本流出额约为 1 万亿美元，资本流入

⁴⁹ 姜波克，《人民币自由兑换和资本管制》，复旦大学出版社，P31

⁵⁰ 姜波克，《人民币自由兑换和资本管制》，复旦大学出版社，P32

额约为 1.6 万亿美元，占外汇储备三分之二。虽然目前情况较乐观，但资本账户进一步开放后，资本流出量必会增长，因此，外汇储备是否充足仍然是我国资本账户开放后应关注的问题。

表 20：2005~2009 年我国的资本流动（亿美元）

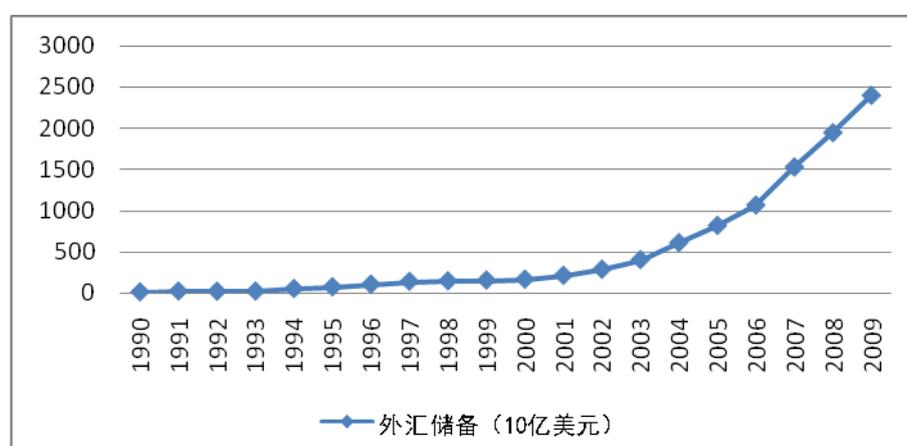
年度	流量水平			存量水平			外汇储备	流入存量/外汇储备
	流出	流入	净流入	流出	流入	净流入		
2005	871	1,629	758	3,976	8,156	4,180	8,189	99.60%
2006	2,121	2,347	226	6,097	10,503	4,406	10,663	98.50%
2007	2,592	1,778	(814)	8,689	12,281	3,592	15,282	80.36%
2008	1,216	2,348	1,132	9,905	14,629	4,724	19,460	75.17%
2009	183	1,752	1,569	10,088	16,381	6,293	23,992	68.28%

数据来源：根据《国际投资头寸表》⁵¹整理

6.2.3 外汇储备与外债风险

近年来，我国外汇储备规模不断增加。2000 年后，随着我国经济与对外贸易的不断发展，外汇储备规模显著提高，从 2000 年的 1656 亿美元增长至 2009 年的 23992 亿美元（图 6）。

图 6：1990~2009 年我国外汇储备规模



数据来源：国家外汇管理局网站

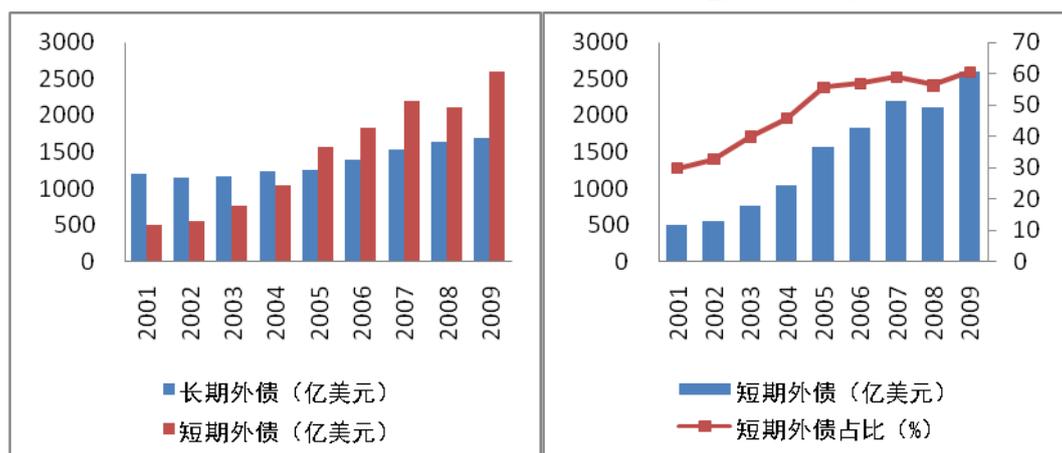
与此同时，短期外债余额显著增加：2001 年短期外债余额 838 亿美元，占外债总

⁵¹ 外汇储备资产的存量变动包括两个部分，一是交易变动；二是由于价格、汇率等非交易因素引起的价值变动，也就是非交易变动。国际收支平衡表中，外汇储备资产记录仅为交易变动；国际投资头寸表中记录外汇储备存量，含交易变动和非交易变动。故此处应选择国际投资头寸表。2009 年末外汇储备资产余额为 23992 亿美元，较上年末增加 4531 亿美元。其中由于交易净增的 3821 亿美元记入国际收支平衡表外汇储备资产变动，另有 710 亿美元外汇储备资产变动是由汇率、价格等非交易因素引起的，不再记入国际收支平衡表，而将在 2009 年末国际投资头寸表中反映。

额比例 41.21%；2009 年短期外债余额增长至 2593 亿美元，占外债总额比例 60.48%；相比之下，中长期负债平稳增长（图 7）。

我国外汇收入有显著增加，偿债能力有所提高。以偿债率为例，偿债率为当年中长期外债还本付息额加上短期外债付息额，占当年外汇收入的比率，偿债率越低，说明债务偿还越有保障。2000 年我国偿债率为 9.2%；2009 年，偿债率降低至 2.9%。（图 8）

图 7：2001-2009 年我国外债余额结构与短期外债占比

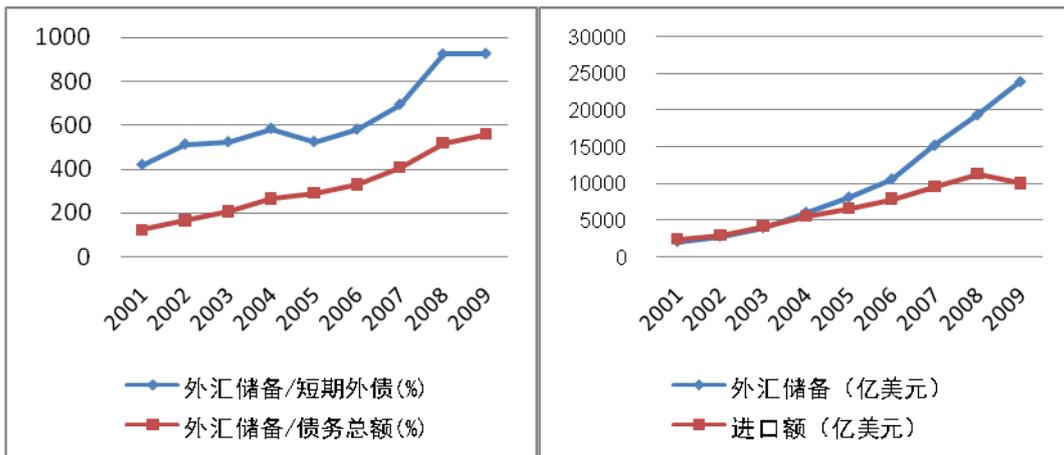


数据来源：根据外管局公布数据整理

衡量外汇储备的外债支持能力指标有外汇储备与全部外债的比例、外汇储备与短期外债的比例。外汇储备与全部外债的比例指标公认的安全界限是 30%，外汇储备与短期外债的比例指标公认的安全界限是 100%，我国外汇储备这两个指标都远远高于临界值，并且保持上升，这说明我国外汇储备对债务有足够的支持能力，且能力逐步增加。此外，我国外汇储备总量自 2004 年开始超过了进口总额，表明我国外汇储备足够支持至少 12 个月的进口，也超过了 3~5 个月进口的临界值。

综上所述，我国外债规模处于可偿还范围，短期债务规模适度，资本流入结构没有失衡，资本账户开放后，若短期资本撤离，不会引发债务危机。

图 8：我国外汇储备的债务支持能力



资料来源：《2010 年中国统计摘要》

6.3 资本账户开放国的外汇储备比较

我们选取已经开放资本账户的新兴经济体国家印度、巴西、俄罗斯、韩国以及发达国家日本为代表，对各国国际收支情况与外汇储备量作比较研究。由于 2009 年世界各国受金融危机影响较大，在此我们分析 2008 年各国国际收支情况。

表 21：2008 年中印日韩俄巴的国际收支及储备情况（亿美元）

	经常性收支差额	总储备（包括黄金）	总储备（除黄金） ⁵²	总储备进口覆盖月份数	直接投资差额	外国直接投资净额	本国对外直接投资净额	对外直接投资/外汇储备
中国	4261.1	19660.4	19492.6	18.2	943.2	1477.9	534.7	2.74%
印度	-360.9	2574.2	2474.2	7.9	228.1	411.7	183.6	7.42%
日本	1566.3	10307.6	10093.6	13.2	-1062.7	245.5	1308.2	12.96%
韩国	-64.1	2015.4	2011.4	4.5	-105.9	22.0	128.0	6.36%
俄罗斯	1024.0	4270.8	4125.5	10.8	202.6	728.8	526.3	12.76%
巴西	-281.9	1937.8	1928.4	8.5	246.0	450.6	204.6	10.61%

数据来源：EPS 全球统计数据库整理

从外汇储备情况来看，2008 年我国外汇储备接近 2 万亿美元，日本的外汇储备也处于较高水平，约 1 万亿美元，明显高于其他四国。由此，我们可以判断，对于发展较快的国家，只要本币不是国际货币，储备只能维持较高水平。日元虽为国际货币，但由于多年经济衰退日元疲软，仍保持了较高储备水平。

⁵² 总储备包括货币黄金、特别提款权、在基金组织中的储备头寸和外汇。特别提款权、在基金组织中的储备头寸数量很小，故可用除黄金外的总储备额代替外汇储备额。

从对外投资情况来看，在中印日韩俄巴 6 国中，由于中国长期以来对资金实行“宽进严出”的政策，外国直接投资远超其他国家。对外投资 08 年虽有较大提升，但仍处于弱势。从直接投资差额可以看出，我国呈现强劲的资本流入，印度、俄罗斯、巴西资本流入水平相近；日韩两国为资本流出国。

与印度、日本等国家的储备情况相比较可知，我国的外汇储备较充足，可以应对资本账户开放的要求。

6.4 本章小结

近年来，我国外汇储备规模不断增加，外债规模、结构合理，外汇储备也满足跨境资金流动的要求。与已经开放资本账户的国家相比，外汇储备充足。我国应在外汇储备的增长阶段完成资本项目开放进程，充分利用储备增长的优势，为资本账户开放后经济平稳运行提供保障。

7 跨境贸易人民币结算与资本账户开放

7.1 跨境贸易人民币结算试点的历程

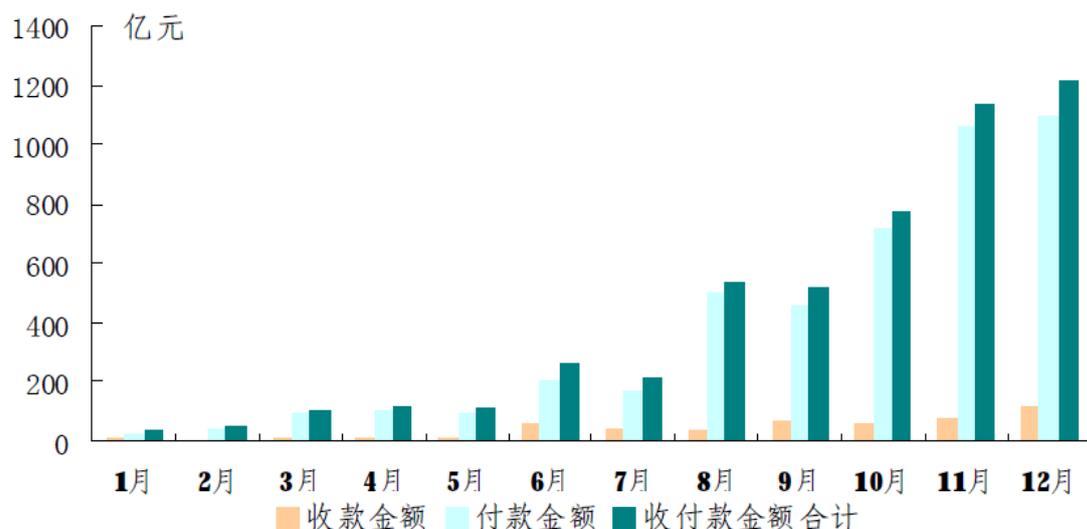
我国外向型经济受国外需求影响很大，在金融危机背景下，欧美等发达国家遭受经济重创，进口需求明显萎缩，我国对外贸易受到严重冲击。与此同时，我国商业银行国际化经营步伐加快，境外机构网点的扩张，银行业务和服务也着眼于世界范围。在这一背景下，2009年7月1日，中国人民银行等六部委联合发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，决定在上海、深圳、广州、珠海、东莞五个城市推出跨境贸易人民币结算试点。

2010年6月22日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布了《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，将跨境贸易人民币结算境外地域由港澳、东盟地区扩展到所有国家和地区，增加国内试点地区，试点业务范围扩大到货物贸易之外的其他经常项目结算。

2010年12月，出口试点企业从试点初期的365家扩大到67724家。自试点扩大以来，各试点地区跨境贸易人民币结算业务稳定增长。2010年银行累计办理跨境贸易人民币结算业务5063.4亿元。为配合跨境贸易人民币结算试点工作，支持企业“走出去”领域的大型项目，中国人民银行以个案方式开展了人民币跨境投融资试点。截至2010年年末，各试点地区共办理人民币跨境投融资交易386笔，金额701.7亿元。

从跨境贸易人民币结算的增长看，2010年后贸易结算的增长速度加快，尤其是扩大试点举措出台后，企业和银行参与结算的积极性增加，但是结算数量仍然没有达到预先估算的规模；从贸易类型来看，进口业务占的比重最大，其次是出口业务和服务贸易；从结算量的地区分布来看，具有较大的不均衡性，广东省的结算量占得较大，截止到2010年6月，广东省结算量达到了430亿美元。其中，深圳市结算金额达到了274亿元，业务量占到全国的35%；从结算的境外领域分布来看，主要集中在香港和新加坡。

图 9：跨境贸易人民币结算逐月结算情况



资料来源：《2010年第四季度货币政策执行报告》

表 22：跨境贸易人民币结算相关政策一览表

时间	政策名称	政策内容
2009. 7. 1	《跨境贸易人民币结算试点管理办法》	在上海和广州、深圳、珠海、东莞五市展开试点，对结算模式、管理流程等做了原则规定。
2009. 7. 6	《关于跨境贸易人民币结算国际收支统计申报有关事宜的通知》	跨境贸易人民币结算业务所引起的跨境人民币流量和存量信息属于国际收支统计申报范围，应按照《国际收支统计申报办法》及有关规定办理国际收支统计申报。
2009. 8. 25	《出口货物退（免）税有关事宜通知》	明确指出企业申报办理跨境贸易人民币结算方式出口货物退（免）税时，不必提供出口收汇核销单，但应单独向主管税务机关申报。
2009. 9. 16	《关于跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》	海关总署监管司规定，试点企业申报出口货物以人民币申报时可不提供外汇核销单。
2009. 12. 22	《跨境贸易人民币结算业务相关政策问题解答》	进一步明确政策和业务流程，降低试点企业的疑惑和观望心理。
2010. 6. 22	《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》	试点地区扩大到 20 个省（自治区、直辖市）；试点业务范围包括跨境货物贸易、服务贸易和其他经常项目人民币结算；不再限制境外地域，企业可按市场原则选择使用人民币结算。
2010. 8. 17	《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》	对境外中央银行或货币当局、港澳的人民币业务清算行以及境外参加银行，放开其运用人民币在银行间债券市场进行投资试点。境外人民币资金来源限定为：开展央行货币合作（如货币互换），跨境贸易人民币结算和跨境人民币投资业务所获得的人民币资金。
2010. 9. 29	《境外机构人民币银行结算账户管理办法》	明确境外机构可申请在境内银行开立人民币银行结算账户，用于依法开展的各项跨境人民币业务。

资料来源：交通银行金融研究中心，《跨境贸易人民币结算对中国金融开放的影响和对策》，2010. 11.

7.2 跨境贸易人民币结算有助于资本账户开放

试点一年多以来，跨境贸易中人民币付款金额远大于收款金额。截至 2010 年底，初步估算通过跨境贸易人民币结算的人民币净流出约有 4200 亿元，而且这一规模还会随着试点的扩大而加速增长。不断沉淀的境外人民币资金，有着越来越强烈的保值增值、投资回流需求，而且只有建立境外人民币资金的回流机制，境外的机构和个人才会有更大的意愿来接受和持有人民币，才有助于人民币结算便利化、增强人民币在国际市场上的吸引力，才能对人民币在更大范围内执行跨境贸易结算职能、最终成为国际化货币创造有利条件。这必然要求境内金融市场对境外人民币资本要以适当的渠道进行开放，即逐步对境外人民币开放资本项目。

7.2.1 跨境贸易人民币结算有助于发展和开放人民币境内外债券市场

跨境贸易人民币结算要求中国金融市场与境外市场建立全面的联通渠道，人民币债券市场相较而言是风险较小的金融市场，所以可以作为资本市场对外开放的首选。其中境外人民币债券市场的发展，可丰富境外人民币的投资渠道，逐步培养香港的人民币离岸中心；而境内人民币市场的开放，则可为境外人民币提供重要的回流渠道。

对境外的人民币债券市场而言，跨境贸易人民币结算为其提供了重要的资金来源和市场基础。由于跨境贸易人民币结算中出口支付的比例约占 80%，因而导致大规模的人民币资金头寸流出，被境外机构和企业持有。这些资金头寸在目前缺乏投资增值选择的条件下，除了作为银行存款和支付准备之外，最有可能投向香港等的境外人民币债券市场，因而成为境外人民币债券市场的重要资金来源。通过跨境贸易结算流出的不断增加的人民币资金，将带来大量的境外人民币投资增值需求，这是境外人民币债券市场进一步发展深度、扩大广度的重要市场基础。从人民币债券发行者的角度来讲，境外日益增加的人民币存量和投资需求，也为其集中募集人民币资金、在开拓中国境内与人民币相关的业务提供了重要的资金来源渠道。

对境内的人民币债券市场而言，贸易结算等跨境人民币业务短期内造成的影响有限，但中长期将提高境内人民币债券市场的活跃和开放程度。短期内，虽然我国已经从 2010 年 8 月开始允许境外参加行等三类境外机构投资银行间债券市场，但从对参与主体和人民币资金来源的限制来看，目前境外机构的参与对银行间债券市场的直接影响还

微乎其微；更为主要的是，目前理论上可能参与境内债券市场的人民币资金量不足一万亿，实际参与的资金量只是其中较小一部分，相对于银行间债券市场约 20 万亿的存量规模几乎无法造成实质性的影响。但从中长期来看，一方面，随着贸易结算等跨境人民币业务规模的日益扩大，境外人民币投资回流的规模随之不断上升，将逐渐成为境内债券市场不可忽视的资金力量；另一方面，境外机构参与境内债券市场交易将提高市场活跃度，同时会在境内外市场之间建立起一个联系通道，境外市场上汇率、利率等的波动将传导到境内市场，增加境内债券市场的开放程度。

7.2.2 跨境贸易人民币结算有助于进一步有序开放境内股票市场

试点以来，人民币用于跨境贸易结算的规模逐渐增大，这导致经常项目下人民币日益频繁的跨境流动，同时必然要求我国逐步开放人民币资本账户，为人民币的跨境流动、使用提供更为方便快捷的通道。因而向境外的人民币资金开放境内股票市场，也是建立人民币回流机制的必要措施。

第一，逐步建立境外人民币 QFII 制度。为了逐步建立境外人民币资金对内地资本市场的投资回流机制，进一步还可允许符合条件的境外机构发行境外人民币基金，有条件地投资于境内资本市场。在人民币资本账户开兑换之前，具体可采用人民币 QFII 制度的形式。境外人民币 QFII 制度是在人民币资本账户开放过程中的一种创新性制度安排，可以有效集中境外大量分散存在的人民币资金，并通过投资分享内地资本市场的成长，其流动性和收益率都将较为客观，因而对境外人民币是极具吸引力的一种投资回流形式。

第二，在 A 股市场适时开设“国际板”。从我国资本市场建设和开放的角度看，开设“国际板”是我国多层次资本市场体系建设的又一大进步。在现有的主板市场、中小板市场和创业板市场之外，又为境外企业增设的进行人民币直接融资的市场平台。通过吸引全球优秀企业在“国际板”上市，不仅我国资本市场对外开放程度和市场融资能力将有大幅度的提高。因而“国际板”的启动会加快我国资本账户开放的进程。

7.3 跨境贸易人民币结算给我国金融市场带来的挑战

跨境贸易人民币结算促进了我国资本账户开放，但由此带来的人民币资金跨境流动规模将迅速扩张，将会给我国金融系统带来多方面的潜在风险和挑战。

金融风险在国际间传导的主要渠道包括国际贸易和国际金融市场两个方面。对我国而言，一方面，由于我国已经成为最大的出口国和第三大进口国，所以通过国际贸易结算导致的国际资金流动时非常巨大的，国际贸易也是关系着我国整个经济和金融稳定的重要方面。。其中以人民币结算比例虽然还非常小，但已经开始加速提升，未来人民币通过贸易结算而跨境流动的影响会逐渐显现。另一方面，由于我国目前实行较为严格的资本与金融项目管制，通过国际金融市场跨境流动的国际资金流还相对较小，其中人民币资金流出和流入的渠道更为有限。但中长期人民币在资本与金融项目下可自由兑换是必然趋势，国际资金通过国际资本市场对国内金融市场的影响也会愈加明显。

从资金流动的形式来看，以人民币进行贸易结算、跨境融资和跨境投资等经济活动必将日益频繁，越来越多的人民币资金头寸被非居民所持有和交易，人民币作为区域和国际的结算货币、投资货币的国际货币功能将逐渐发展。随着国内金融市场的开放，人民币通过贸易项下和资本与金融项目下的多种途径，在全球范围内逐渐广泛的流动，在境内和境外市场之间进行频繁的交易。这种人民币资金的跨境流动和交易，可以是对境内日益开放市场的投资回流，也可以是在国内市场不景气时兑换成外币集中出逃，带来债券市场、外汇市场和货币市场的波动，造成人民币贬值的压力；流入的人民币可能是境外人民币对境内银行间市场等进行中长期的战略性投资，也可能是境外资金追逐境内市场相对收益率较高的短期投机性游资，而且这两者之间的界线并不十分清晰；流出的人民币主要是基于真实贸易背景的结算资金或者合理的境外投资资金，但也不排除真实需求掩盖下的洗钱等非法资金流动。

因而日益国际化的人民币和日益开放的境内金融市场，在提高人民币国际地位、优化境内外金融资源配置效率的同时，也给我国金融系统的稳定带来多方面的潜在风险和外部挑战。

7.4 本章小结

跨境贸易人民币结算仍处于襁褓期，新政存在的问题会不断显现，其相关配套政策不断完善的过程也是资本项目开放渐进开放的过程。这一重要举措推动了跨境贸易的发展，提高了人民币在周边地区的地位，对企业主体、金融机构以及金融市场都有着深远的影响。

8 人民币国际化

8.1 货币国际化的层次

货币国际化是指一种货币的使用超出国界，在发行国境外可以同时被本国居民或非本国居民使用和持有。⁵³国际货币能为居民或非居民提供价值储藏、交易媒介和记账单位的功能。具体来讲，它可用于私人用途的货币替代、投资计价以及贸易和金融交易，同时也可用作官方储备、外汇干预的载体货币以及钉住汇率的锚货币。⁵⁴

表 23：国际货币的功能

货币功能	官方部门	私人部门
交易媒介和干预货币	外汇干预载体货币	贸易和金融交易结算
计价货币和货币锚	被钉住的锚货币	贸易和金融计价货币
价值储藏	国际储备货币	私人价值储藏、投资

资料来源：Hartmann(1998)

货币的国际化程度可以从三个维度来考察：地域范围、货币职能、需求部门。从地域范围来看，货币使用由局部区域向全球扩展；从货币职能来看，由最基础的交易媒介职能开始，向其他职能扩张；从需求部门来看，货币需求始于外国的私人部门，在形成较大的市场规模和交易影响力之后，在官方部门产生了干预、储备功能。由此，货币国际化的程度取决于其应用范围的大小。在当今国际货币中，美元的覆盖面最广，不但拉丁美洲国家货币美元化率较高，许多东南亚国家的货币也都是盯着美元的。比较而言，日元的使用主要集中于东亚和东南亚地区，地域范围相对有限；而且日元职能结构并不全面：其他国家鲜有以日元为本国货币锚的。

根据表 1 中列示的国际货币的功能，高海红、余永定（2010）总结了人民币在私人部门和官方部门的使用现状，见表 24、25。

表 24：人民币国际化现状之私人部门

货币功能	私人部门	人民币现状
交易媒介	贸易和金融交易结算	《跨境贸易人民币结算试点管理办法》项下规定的范围

⁵³ Kenen, Peter(2009),“Currency Internationalization—An Overview,” paper, Bok-BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific. Seoul,19-2.

⁵⁴ Chinn, Menzien and Jeffrey Frankel(2005),“Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?” NBER Working Paper No. 11510.

计价货币	贸易和金融计价货币	债券发行的计价货币
价值储藏	私人价值储藏、投资	中国香港人民币储蓄
		政策性银行和商业银行在中国香港发行债券
		财政部在中国香港发行人民币国债
		亚洲债券基金第二阶段发行人民币国债
		QFII 方式下人民币股权投资

资料来源：改编自高海红、余永定，《人民币国际化的含义与条件》，国际经济评论，2010. 1.

表 25：人民币国际化现状之官方部门

货币功能	官方部门	人民币现状
交易媒介	外汇干预载体货币	清迈倡议下的双边互换（4 项）； 各国央行双边互换协议（6 项）
计价货币	被钉住的锚货币	（尚无）
价值储藏	国际储备	（尚无）

资料来源：改编自高海红、余永定，《人民币国际化的含义与条件》，国际经济评论，2010. 1.

从表 24、25 可以看出，人民币的国际使用，在地域范围、货币职能和需求部门三方面都具有很大的局限性，人民币目前看还不是真正意义上的国际货币。就私人部门而言，虽然人民币已经成为贸易和金融交易的载体和计价货币，但作用范围十分有限。就官方部门而言，人民币目前既不能发挥价值储藏的功能，也不能作为汇率盯住的锚货币。

8.2 货币国际化受益良多、风险并存

货币国际化的收益是显而易见的：

首先，国际化货币可以动用全球的净储蓄。其一，货币发行国可使其他国家接受本国的国际收支逆差，并把这种逆差作为一种融资手段。美国依托其国际化的货币，可以聚集其他各地的净储蓄为其经济发展和科技创新提供风险资本。其二，获取铸币税收入。一种国际货币的增发等价于向世界其他国家收取铸币税。人民币国际化后，至少可以在一定程度上抵消中国因持有美元而不得不向美国支付的铸币税。

其次，汇率变动对经济体系产生对称性冲击，降低汇率风险。对美国而言，美元汇率是可以基本忽略的问题。美国国内部门和国际部门的一切经济行为所用货币都是用美元，因此美国的债务负担与美元汇率毫无关系，只跟美元利率有关。对欧元区而言，欧元汇率可以大体忽略，因为欧元区区内贸易和区内投资量很大，欧元升贬值并没有影响欧元区经济发展。对东亚区而言，在外向型经济下，汇率变动引起的外需变化对一国经

济的影响显著。东亚区是一个准美元区，存在严重的货币错配、汇率风险。人民币国际化意味着更多的外贸和金融交易将由人民币计价和结算，中国企业、金融机构面对的汇率风险会大大降低。

第三，人民币国际化利于我国外汇储备的保值。中国是世界上持有外汇储备最多的国家，其中以美元计价的资产占总储备很大比例。中国目前持有超过一万亿以美元计价的债券，美国通过量化宽松手段就可以稀释其债务，中国完全受制于美国，这对于国家经济安全是非常不利的因素。人民币国际化将缓解我国高额美元外汇储备产生的保值压力。

在获益的同时，货币国际化也面临一定的成本。首先，资本流动变得难以管理。人民币国际化将导致国内经济遭受外部冲击的可能性加大，货币政策陷于被动局面。亚洲金融危机的经验表明，如果一种货币完全国际化（如马来西亚的林吉特），则意味着国际投机者在国际金融市场上可轻易获得这种货币，货币发行国非常容易遭受国际投机者的攻击，威胁经济安全。其次，中长期利率难以控制。境外流通的大量本国货币通过中长期国债市场回流本国，压低中长期利率，这会造成本币利率期限结构倒挂，货币当局束手无策。次贷危机中美元就面临这种问题。此外，国际货币发行国将可能面临“特里芬难题”：在以贸易逆差向储备国提供结算与储备手段的过程中，本币贬值的压力与币值稳定目标的冲突。由此，我国在推进人民币国际化的过程中，必须高度关注和防范可能产生的风险，多方协调，采取必要的防范措施，维持经济稳定与安全。

8.3 跨境贸易人民币结算推动人民币国际化值得商榷

2009年7月6日起，跨境贸易人民币结算开始在上海等五个城市展开试点。2010年6月22日，央行等六部委宣布试点扩大到境内的20个省市自治区，以及境外的所有国家和地区，这是在人民币国际化的道路上迈出的重要一步，推出跨境贸易人民币结算后，人民币跨境收付金额“井喷”。

8.3.1 对跨境贸易人民币结算的再思考

对于跨境贸易人民币结算的实践，国内学术界掌声四起，大多数学者都认为，跨境贸易人民币结算是人民币国际化启动的标志。这一举措的确促进了我国周边贸易的发展，但是，通过贸易结算推动人民币国际化在以下几个方面有待考虑。

首先，贸易结算中人民币的计价范围仅涉及可贸易品，没有涉及金融资产，仅考虑实物资产计价而不考虑要素市场是远远不够的。我们不应在国际贸易中推动人民币的国际化，而应在国际金融和国际投资当中推动人民币的国际化。

其次，贸易融资的期限都是短期头寸，外国通过贸易金融持有的人民币头寸都是6个月以下的短期头寸而不是中长期头寸，因此通过贸易方式，推动外方在储备资产中加入人民币是比较困难的。

第三，外资商业银行目前在计价、贸易方面比较便利，但在投资方面是不便利的。外资机构能否在人民币升值的背景下，有多样化的人民币投资和储备渠道是我们面临的问题。

8.3.2 前车之鉴：日本贸易方式推动日元国际化的教训

日本政府就是在日元长期升值背景下推进日元的国际化，扩大日元在国际结算、国内外金融市场中的使用。一方面，国际资本可以投资日本的资本市场，在日元长期坚挺的背景下，推进过程非常顺利。另一方面，以日元计价的中长期对外贷款（官方开发援助，ODA）和贸易结算却因日元的持续升值而难以推进。其一，日本的对外贷款因日元的长期升值使贷款接受国债务负担加重，以日元计价的对外贷款数量受到了制约。其二，在出口贸易中，由于日元长期升值，进口商不愿使用日元进行支付，导致以日元计价的进口融资难以扩大⁵⁵。

表 26：1970~2009 年日元官方汇率平均值（日元/美元）

1970 年	1971 年	1972 年	1973 年	1974 年	1975 年	1976 年	1977 年	1978 年	1979 年
360.00	350.68	303.17	271.70	292.08	296.79	296.55	268.51	210.44	219.14
1980 年	1981 年	1982 年	1983 年	1984 年	1985 年	1986 年	1987 年	1988 年	1989 年
226.74	220.54	249.08	237.51	237.52	238.54	168.52	144.64	128.15	137.96
1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年
144.79	134.71	126.65	111.20	102.21	94.06	108.78	120.99	130.91	113.91
2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
107.77	121.53	125.39	115.93	108.19	110.22	116.30	117.75	103.36	93.57

资料来源：EPS 全球统计数据库

日本对外贸易的快速发展既是日元国际化的诱因，又是日元国际化的障碍。日本贸易立国的方式导致了贸易顺差大幅上升，成为日元升值的主要原因，而日元升值又阻碍

⁵⁵ 李若谷，《国际货币体系改革与人民币国际化》，中国金融出版社，P222

了日元进一步国际化。这与我国的情况非常相似。随着我国的贸易发展和经济实力的提高，人民币升值在所难免，而在人民币升值的背景下通过贸易结算方式推动人民币的国际化阻碍重重。

8.4 人民币国际化的路径

8.4.1 宏观层面：清迈协议常态化

我们可以把目光转向上世纪的美国，在上世纪中期，国际货币体系处于布雷顿森林体系，各国货币与美元挂钩，美元与黄金挂钩，美元地位显赫，其他国家均需增加美元储备。1960年，美国外债首次超过黄金储备，出现了美元过剩的情况，各国纷纷抛售美元抢购黄金。美元的消耗引发了美国政府的担忧，为保持美元的可兑换性和固定汇率制，美国要求欧洲国家在IMF框架内与其合作。⁵⁶1961年初，美国和欧洲英、法、德、意、荷、比利时、瑞士七国订立《黄金总库协定》，要求共同组建2.7亿美元的黄金总库。⁵⁷当其他国家要向美国兑换黄金，美国就把黄金总库中的黄金拿给对方。美国从其他国家借入黄金以支持美元，以其他货币补充美元，以满足国际清偿力不断增长的需要，缓解美元压力。

反观东亚，与《黄金总库协定》类似的协议为《清迈协议》。《清迈协议》是在《东盟互换协议》（ASEAN Swap Agreement, ASA）的基础上发展而成的。在1997年7月泰国爆发金融危机的背景下，泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、新加坡东盟五国央行行长签署了关于东盟货币互换安排的谅解备忘录：当成员国出现国际收支问题、面临流动性短缺时，其他国家为其提供短期货币互换支持。2000年5月6日，东盟十国与中日韩三国财政部长在泰国清迈举行会议，签订《清迈协议》，建立了中日韩与东盟国家的双边互换协议，互换协议资金总额由2亿美元扩大到10亿美元。

2007年5月，在日本京都举行的东盟10+3财长会议上，《清迈协议》多边化取得突破性进展：各国划出一定数量的外汇储备组成东亚储备库，作为区域多边资金救助机制的具体形式。某国发生金融危机后，可以向储备库紧急借入协议参加国的任何货币，

⁵⁶ 李若谷，《国际货币体系改革与人民币国际化》，中国金融出版社，P22

⁵⁷ 黄金总库的黄金分担如下：德国3000万美元，英国2500万美元，意大利2500万美元，法国2500万美元，瑞士1000万美元，荷兰1000万美元，比利时1000万美元，美国1.35亿美元，总数2.7亿美元。

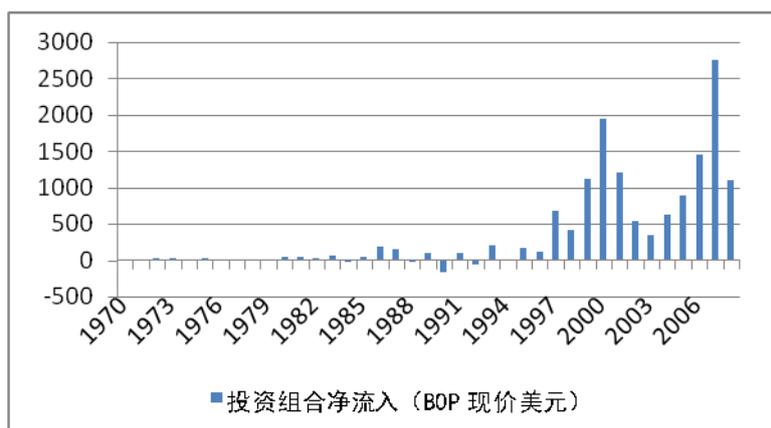
来拯救本国的金融体系。目前东亚储备库资金已扩展到 1200 亿元。

目前《清迈协议》是一个危机时的备案机制，而且危机时应用并不多⁵⁸。我们可以考虑使清迈协议常态化：东亚参加清迈协议的国家，在《清迈协议》该国的可用份额之内，可以向中国人民银行借入以人民币计价的任何一种外币，并以人民币还款。这可以促使东亚各国中央银行在储备中增加人民币；各国央行储备人民币后，境外商业银行便可以向其本国央行拆借人民币，人民币也被境外商业银行持有，人民币区域化迈出结实一步。区域化将是人民币走向国际化的第一步，推动清迈协议常态化，是人民币国际化战略在宏观层面上可以考虑的方案。

8.4.2 中观层面：稳步开放金融市场，提供人民币“资产池”

在中观层面上，我们应考虑金融市场在人民币国际化中的作用。如果一种货币缺乏足够的境外流通量，也缺乏较为丰富的金融资产供国际投资者持有，那么这种货币是否稳定就与国际投资者的利益毫不相关，谁也不会为和自身利益毫不相关的货币是否稳定去操心。美国金融市场优先对外开放的部分为固定收益类市场，通过本国的国债市场、金融债、市政债、商业票据市场来促进资金回流，境外美元、美国国债、以美元计价的公司债、商业票据、股票以及其他美元衍生资产的规模相当巨大，形成了供国际投资者进行投资的“资产池”。⁵⁹

图 10：美国资本项目下投资组合净流入（亿美元）



数据来源：EPS 世界经济发展数据库，自行整理

对中国而言，只有人民币或用人民币表示的金融资产广泛地为境外投资者所持有，

⁵⁸ 金融危机中，韩国没有使用清迈协议的安排，而是向美国借款援助。

⁵⁹ 钟伟，《人民币：国际货币的第四极》，发现，2002.7。

形成既安全又具有高度流动性的“资产池”，人民币才谈得上为国际货币，那么人民币汇率才真正具有强大的支撑，这就要求我们逐步地将国债市场、公司债市场、货币市场率先对外开放。⁶⁰首先，推动债券的国际化。目前中国金融机构已开始到离岸金融市场发行以人民币计价的债券⁶¹，可以进一步推行国债的国际化。其次，允许外资机构在华发行以人民币计价的外国债券，“熊猫债”。⁶²第三，向外资限制性地开放货币市场。人民币跨境购售是需要有真实的交易背景；如果开放同业拆借市场，外资商业银行可以在一定额度内自由拆借人民币，可以在外汇市场上做人民币的远期、掉期等来避险，可以通过实时结算，使得境外人民币也是当天头寸、而不是隔夜头寸。虽然这些举措都有风险，但是如果不开放同业拆借市场，外资金融机构就会缺乏热情。

2010年8月16日，中国人民银行发布《中国人民银行关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，允许境外央行或货币当局、港澳人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行等三类机构投资银行间债券市场。新政丰富了海外持有人民币的投资者的积极性，拓宽了投资渠道。

8.4.3 微观层面，提供境外企业人民币存贷结账户

在微观层面上，考虑境外企业在人民币国际化中的地位。允许在国内有跨境购售汇账户的外国商业银行可以向客户提供人民币的存贷结账户。美国对非居民提供美元的存贷结是通过离岸市场。中国也可以考虑在香港、台湾构建离岸市场。

8.5 人民币国际化与资本项目开放的关系

纵观国际经验，完全可兑换对于推动货币国际化而言，并不是必不可少的。美国在20世纪60年代采取了一系列限制资本外流的措施，这些措施没有阻碍美元的国际化，反而促进了欧洲美元市场的形成，推动了美元国际化的进程。相反，20世纪90年的日本在金融自由化方面取得了较大进步，但日元国际化进程不进反退：1995年到2008年，

⁶⁰ 钟伟，《人民币：国际货币的第四极》，发现，2002.7.

⁶¹ 2007年6月至今，已有5个大陆金融机构在香港市场上发行7批人民币债券，共募集资金220亿元。

⁶² 2005年10月，国际金融公司与亚洲开发银行分别在中国银行间债券市场上发行了11.3亿元与10亿元的人民币熊猫债券。

日元在全球官方外汇储备中所占的比重,由 6.8%下降到 3.27%,⁶³日元国际化进程出现倒退⁶⁴。

当然,一国货币实现完全意义上国际化,必然要求货币的可兑换,对人民币而言,要求进一步实现人民币资本项目可兑换。人民币国际化与资本项目开放应相互协调,相互促进。

国际经验表明,货币国际化主要是市场力量决定的结果。政府应通过创造人民币国际化的条件,促进国内的金融自由化、金融改革和开放。

8.6 本章小结

本章研究发现,人民币国际化与资本账户开放并没有必然的联系,但是二者的实现却密切相关。人民币国际化与资本账户开放应相互协调、相互促进。目前,中国可以在宏观层面将清迈协议常态化,中观层面稳定开放金融市场,微观层面提供境外企业人民币存贷结账户这三个层次加速推进人民币国际化,以促进人民币资本账户可兑换。反过来,通过开放资本账户进一步推动人民币的国际化。

⁶³ IMF(1995,2008), Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves(COFER).

⁶⁴ 李若谷,《国际货币体系改革与人民币国际化》,中国金融出版社, P246.

9 人民币资本账户可兑换的背景

未来时期，人民币资本账户开放所面临的环境错综复杂，正确认识我国资本账户开放所处的环境背景对于有效把握资本账户开放的进程和速度具有重要意义。

9.1 世界经济重心的转移

经济全球化推动全球经济进入新的较长增长周期，推动全球经济格局出现新变化，推动全球经济秩序开始新调整。近几年来，经济全球化出现了许多新特征，一个十分显著的特征是，新兴经济体的崛起。此次金融危机进一步增大了新兴经济体崛起的势头，加速了世界经济重心向新兴和发展中国家转移。

第一，世界经济增长的主要推动力已经转移到新兴国家。进入 21 世纪以后，新兴和发展中经济体的 GDP 增速远远高于发达经济体，次贷危机发生后，新兴市场国家经济回暖速度明显超过发达国家。新兴经济体潜在需求巨大，内需活力逐渐形成，对欧美经济依赖度下降。强劲的国内支出扩张帮助大部分新兴经济体继续保持快于世界其他地区的增长速度，其中预计中国、印度和巴西 2010 年分别实现 10.5%、9.7%、7.5% 的 GDP 高增长。从各经济体 GDP 占世界经济总量的比重来看，发达经济体从 2007 年以后这一比例逐渐降低，世界经济格局虽然没有发生根本的变化，但是这确实意味着新兴和发展中经济在世界经济中的地位更加重要了，即世界经济重心有向新兴市场转移的态势。

图 11： GDP 年增长率对比 (%)



资料来源：国际货币基金组织《2009 世界经济展望》

表 27：全球经济增长率 (%)

	2008	2009	2010E	2011E
全球	2.8	-0.6	4.8	4.2
发达经济体	0.2	-3.2	2.7	2.2
美国	0	-2.6	2.6	2.3
欧元区	0.5	-4.1	1.7	1.5
日本	-1.2	-5.2	2.8	1.5
新兴和发展中经济体	6	2.5	7.1	6.4
中欧和东欧	3	-3.6	3.7	3.1
独联体国家	5.3	-6.5	4.3	4.6
其中：俄罗斯	5.2	-7.9	4	4.3
亚洲	7.7	6.9	9.4	8.4
其中：中国	9.6	9.1	10.5	9.6
印度	6.4	5.7	9.7	8.4
拉丁美洲及加勒比海	4.3	-1.7	5.7	4
其中：巴西	5.1	-0.2	7.5	4.1

资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》

表 28：各经济体 GDP 占世界总量比重 (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
发达经济	55.5	54.6	52.3	52	56.3	55.1	53.8
美国	21.1	20.9	20.1	19.7	21.3	20.6	20.4
欧洲	15.9	15.3	14.8	14.7	16.1	15.7	15.1
日本	7	6.9	6.4	6.3	6.6	6.3	6
英国	3.2	3.1	3	3.2	3.3	3.2	3.1
新兴和发展中经济	44.5	45.4	47.7	48	43.7	44.9	46.2
中国	12.6	13.2	15.4	15.1	10.8	11.4	12.6
印度	5.7	5.9	6	6.3	4.6	4.8	5.1
巴西	2.8	2.6	2.6	2.6	2.8	2.8	2.9
俄罗斯	2.6	2.6	2.6	2.6	3.2	3.3	3

资料来源：作者根据国际货币基金组织《世界经济展望》整理

第二，发达国家不得不与发展中国家共享其在技术领域的领先地位。其中一个重要事实是中国在科技领域的崛起。2007年，中国在技术发展方面的投资超过了1023亿美元，超过德国的同期水平。如此大力的投资也得到了相应的回报：中国在高速铁路、大型计算机、天文学等方面的发展取得了骄人的成果。根据汤姆森路透的一份预测性报告，中国科学专利的数量有望在2011年超过日本，在2012年超越美国。这是中国技术革新的重要标志。

此外，新兴经济体和发展中国家的世界贸易中的比重也不可小觑。新兴和发展中国

家正在逐步成为世界经济的重心。

表 29：世界贸易增长率（%）

	2008	2009	2010E	2011E
世界贸易	2.9	-11	11.4	7
进口				
发达经济体	0.4	-12.7	10.1	5.2
新兴和发展中经济体	9	-8.2	14.3	9.9
出口				
发达经济体	1.9	-12.4	11	6
新兴和发展中经济体	4.6	-7.8	11.9	9.1

资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》

然而不可否认的是，当前世界经济正处于“转弯”进行时，世界经济格局在大调整大变革之中出现了一些新的积极变化的趋势，全面复苏将是一个缓慢而复杂的过程，原有的增长模式难以为继，未来各种不确定性风险正在不断加大。国际货币体系动荡、贸易结构调整、流动性泛滥、各国公共债务约束以及全球金融发展模式修正等深层次重大问题的解决，都难以在短期内取得实质性进展，后危机时期多极博弈格局的复杂性将使世界经济重返平稳增长轨道面临巨大挑战。

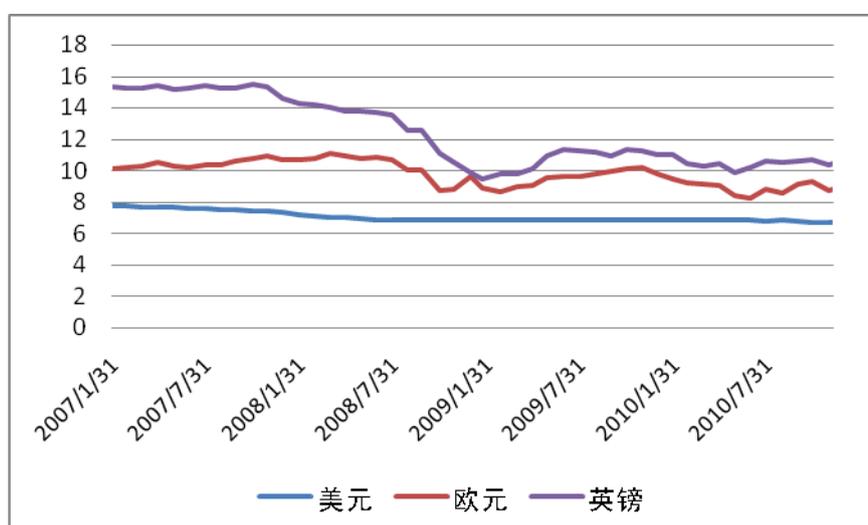
9.2 发达国家货币疲软，资本流向新兴市场

国际经验表明，短期资本流入尤其热钱流入是导致发展中国家金融风险乃至金融危机的重要原因。一般情况下，发展中国家资本项目完全可兑换后，以直接投资为主要形式的长期资本流动比重可能会下降，而以证券投资为主要形式的短期流动资本比重可能会上升。由于资本项目开放后，外国短期资本进出不存在任何障碍，短期资本很容易大进大出。经济繁荣时期，短期资本大量涌入，直接进入或通过银行信贷系统进入房地产或证券等高风险领域，使这些部门的资产价格迅速膨胀，导致经济中产生大量泡沫；而一旦经济中稍有负面消息，外国短期资本便会集中迅速大规模撤出，撤出的过程中，经济中的泡沫破裂，从而导致货币或金融危机。事实证明，外国短期资本总是在最困难时撤出，如果一国的经济规模不大，金融市场不发达，金融机制不健全，外国短期资本的迅速流动就会对一国的宏观经济稳定造成冲击，进而引起金融体系的混乱。

从图 15 可以看出，2008 年后发达国际货币如美元、欧元、英镑汇率持续走低，发达国家货币的贬值和美国次贷危机的爆发使全球经济预期黯淡，危机严重程度的不确定

性预期导致国际投资者纷纷从美国、欧洲、日本等国家撤出转向新兴市场国家。发达国家经济衰退的出现和中国经济的繁荣使中国成为国际资本青睐的投资场所，大量跨境资本流入显著。因此，中国一旦开放资本账户，短期资本将大量流入，可能会造成国内经济的不稳定，因此我国在资本账户开放的过程中应该谨慎、有步骤的进行，并及时采取应对措施。防范资本冲击的关键是把握资本账户开放步伐，一国资本账户开放的步伐应由其对国际市场条件的应变能力决定。所以我国在资本账户开放前应该建立有效的货币市场，发挥中央银行的公开业务调控职能。在短期投机性资本流动影响利率水平时应适时调节货币市场利率，并以此控制套利资本获利空间，避免短期内资本频繁进出。同时对股票、债券市场加强监管，避免形成吸引国际游资的经济金融环境。

图 12：发达国家货币汇率中间价



数据来源：Wind 资讯

9.3 中国进入经济转型期

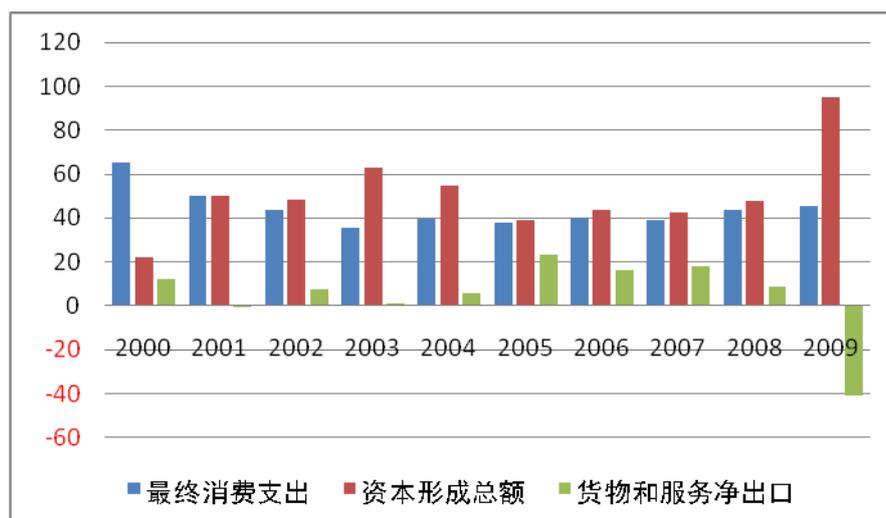
中国人均 GDP 正处于 3000 美元进入 10000 美元阶段，国民经济进入活跃、加速发展时期，传统经济增长模式不堪重负，中国经济转型已成为必然。

首先，中国的刘易斯拐点已经出现。自 2006 年开始，我国就逐渐出现了“民工荒”问题，2008 年受到国际金融危机的影响，这一现象暂时消失；但是伴随着经济复苏，2009 年下半年“民工短缺”的现象再次出现。短期来看，“民工荒”的出现受经济增长的周期影响，究其深层原因，则是中国的农村剩余劳动力转移达到尾声，刘易斯拐点已经到来。

第二，出口导向难以持续，要求中国经济结构由出口导向型向内需导向型转变。后

国际金融危机时期，我国发展面临的国际环境更加复杂。无论是全球经济再平衡，一些发达国家经济不确定性增加，凸显了过于依赖外需拉动经济增长的脆弱性和不可持续性。构建内需外需协调拉动经济增长的新模式，一方面需要积极参与经济全球化进程，以实现尽可能大的战略利益；另一方面需要着力挖掘内需潜力，特别是扩大居民消费需求。

图 13：三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)



数据来源：Wind 资讯

图 14：发达国家消费者信心指数

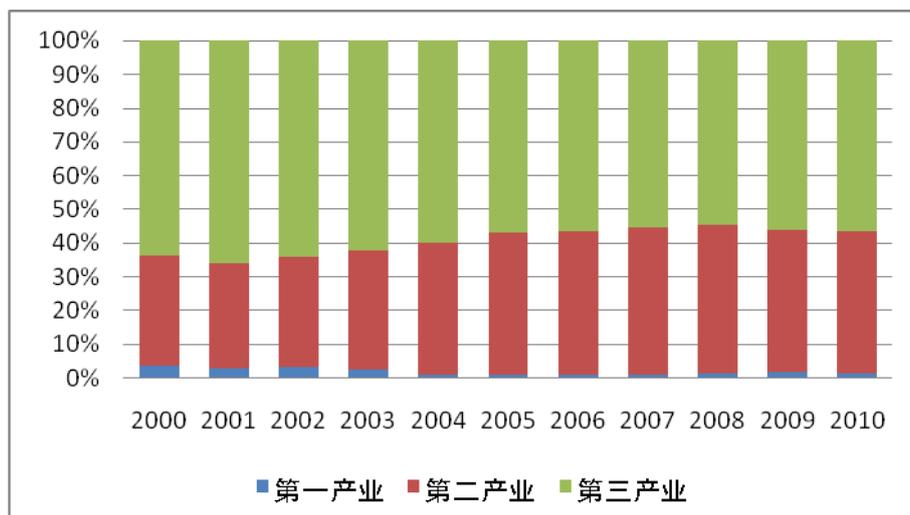


数据来源：Wind 资讯

第三，我国仍处于工业化中期阶段，工业占较高比重有客观原因，但第三产业发展滞后已成为制约产业升级和经济发展方式转变的短板。第三产业发展滞后主要是生产性服务业发展不足。三大产业的固定资产投资比例图可知，我国第三产业比重最近几年不

升反降，第二产业上升较快。由工业立国向产业协同转变，应以发展现代服务业为切入点，高度重视服务业特别是生产性服务业对产业结构优化升级的作用，放宽市场准入限制，推进产权多元化，在市场性整合中扩大企业规模，促进现代制造业与服务业互动发展。

图 15：三大产业固定资产投资额占总投资额比例分配⁶⁵



数据来源：Wind 资讯

9.4 本章小结

中国的资本账户开放面临着错综复杂的国际国内经济环境。次贷危机后世界经济重心加速向新兴和发展经济体转移，主要发达国家货币持续疲软，这些意味着中国的资本账户开放将伴随着大量的资本流入。但是中国正处于经济转型时期，未来经济发展还有很大不确定性，一旦经济出现滑坡会导致资本的迅速流出进而引发经济危机。因此中国在开放资本账户要随时关注风险的变化。

⁶⁵ 2010 年的数据截至 10 月。

10 中国资本账户开放路线图

10.1 中国资本账户开放的现实条件

10.1.1 宏观经济条件基本满足

2001~2009 年我国 GDP 保持较快增长，年均增速在 10% 以上，通货膨胀较平稳，外汇储备充足，从 2004 年开始高于年进口额，且债务风险防范能力较强，因此我国已基本具备了开放资本账户的宏观经济条件。

表 30：2001~2009 年中国资本账户开放的经济背景

年份	GDP(亿元)	GDP 增长率(%)	进口额(亿美元)	外债余额(亿美元)	外汇储备(亿美元)	GPI	外汇储备/债务总额(%)
2001	109655.2	—	2435.5	1701.1	2121.65	—	124.72
2002	120332.7	9.74	2951.7	1713.6	2864.07	—	167.14
2003	135822.8	12.87	4127.6	1936.3	4032.51	101.2	208.25
2004	159878.3	17.71	5612.3	2286.0	6099.32	103.9	266.81
2005	184937.4	15.67	6599.5	2810.5	8188.72	101.8	291.36
2006	216314.4	16.97	7914.6	3229.9	10663.40	101.5	330.15
2007	265810.3	22.88	9559.5	3736.2	15282.49	104.8	409.04
2008	314045.4	18.15	11325.6	3746.6	19460.30	105.9	519.41
2009	335352.9	6.78	10055.6	4286.5	23991.52	99.3	559.70

资料来源：《2010 年中国统计摘要》数据整理

10.1.2 缺乏弹性的汇率利率

2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，但是却严格限制了浮动范围。由“蒙代尔不可能三角”理论，在开放经济条件下，各国只能在资本自由流动、独立货币政策和固定汇率制三者选二。在资本账户开放后，我国若仍然坚持缺乏弹性的汇率制度就必然丧失货币政策独立性，这是极其危险的。因此我国开放资本账户前应该完善汇率制度。

另外，我国的存贷款利率仍然没有实现市场化。资本账户开放带来资金大量流入或者流出，如果利率不能准确反映资金供求会引起国际投机者的资本套利，对经济造成严重冲击。因此利率市场化需要先于资本账户开放。

10.1.3 金融市场不完善、监管不到位

十几年来我国金融市场迅速发展，取得了显著的成绩，但是仍然存在很多问题。首先，我国的金融市场不完善，这主要表现在：一是货币市场内部子市场之间发育不均衡，银行贷款、银行承兑汇票等市场化不强的工具在货币市场中份额最大；二是债券市场结构不合理，中长期国债发行量大，而企业债规模较小；三是股票市场仍然存在上市公司治理结构不完善等问题。此外，我国的金融监管能力仍需加强。

综上所述，我国的宏观经济状况虽然比较良好能够支持资本账户开放，但是我国的汇率、利率制度以及金融市场的情况还不具备资本账户全面开放的条件。

10.2 中国资本账户开放顺序

10.2.1 外部顺序——先改革后开放

从中国开放资本账户的现实条件可以看出，要进行资本账户开放，首先应该进行利率的市场化改革和汇率的浮动化改革。从利率和汇率改革进展可知，利率和汇率的市场化改革已经进行了将近 20 年，但是成效甚微。“十二五规划”提出要加快利率和汇率改革的推进，因此我们预计我国需要至少 10 年才能完成利率和汇率的市场化改革，使资本市场进一步完善，即到 2020 年我国才能具备资本项目完全可兑换的基础，这说明人民币资本项目可兑换是一个长期渐进的过程，在 2020 年以后才能完成。

表 31：中国利率和汇率改革进展

利率改革		汇率改革	
时间	措施	时间	措施
1993	提出利率市场化改革的基本设想	1979~1984	人民币经历了从单一汇率到复汇率再到单一汇率的变迁
1996~1998	银行间同业拆借市场利率先行放开，逐步放开债券市场利率，包括放开银行间债券回购和现券交易利率，银行间市场政策性金融债、国债发行利率等	1985~1993	官方牌价与外汇调剂价格并存，向复汇率回归
2000~2004	逐步放开了境内外币贷款和大额外币存款利率	1994~2005	实行有管理的浮动汇率制
2004~	不再设定商业银行贷款利率上限，城乡信用社贷款利率浮动上限扩大到基准利率的 2.3 倍，人民币存款利率首次允许下浮	2005~	建立健全以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度

资料来源：根据中国人民银行网站内容整理

10.2.2 内部顺序安排及时间表

我国资本账户可兑换的内部次序既要借鉴世界各国资本账户开放的经验，又要根据中国资本项目管理的实际情况，坚持风险可控、经济实需、先试后推的原则，合理安排资本项目流向、长短期限、交易项目和主体等开放的先后顺序：

第一，从资本流向看，要实行逆向开放策略，加快放松资本流出的管制。国际上一般次序是正向开放策略，即先开放资本流入，后开放流出。我国改革开放 30 年来，在资本项目的管理政策上基本是遵从国际上开放的一般顺序，有限放松或开放资本流入，对资本流出的限制则相对严格。在中国资本账户管理的实践中，这种正向开放次序在经济改革开放初期和经济起飞阶段被证明是有效的，鼓励资本流入可克服国内经济建设资金短缺的困难，有效利用国际资本来发展经济，这样的政策为我国经济的腾飞以及成功抵御亚洲金融危机和次贷危机做出了积极贡献。但是随着资本账户开放的步伐加快，这种资本项目正向开放策略的弊端开始显示出来：①不利于中国经济的进一步对外开放，阻碍国家“走出去”发展战略的实施；②不利于遏制国际短期资本的大量流入，导致我国国际收支巨额顺差的压力；③不利于中国金融体制改革，制约金融市场的发展。

因此，我们认为中国经济已经由改革开放的初始起飞期逐步向持续平稳发展期过渡，国内资源已经由短缺转向宽裕，国际收支由逆差到巨额顺差。若进一步实施正向开放策略会加剧资本净流入，扩大国际收支顺差，增加人民币升值压力。因此未来要优先放松资本流出（对外直接投资）管制，再考虑进一步放松资本流入管制。鼓励境内企业积极参与国际市场竞争，投资海外，缓解国际收支巨额顺差的压力。

第二，从资本长短期限看，先放宽长期资本流动管制，后放宽短期资本流动管制。目前我国对长期资本流动的限制较少，而对短期资本流动管制较严格。尽管国际短期资本对经济的冲击不可低估，但是适度放松对短期资本流动的管制可以活跃国内资本市场，有利于我国资本市场的发育和成熟，市场制度和监管规则的完善。因此我们要进一步扩大境外合格机构投资者的投资规模并降低准入门槛，并允许境外非金融机构等法人和个人参与国内市场交易（俗称“小 QFII”）。此外，要推动 QDII 业务的进一步发展，为开放短期资本流出奠定基础。

第三，从交易主体看，要区分两个层次：一是区分居民和非居民交易。先开放居民在国外的交易，后开放非居民在国内的交易。目前，我国经济金融对外开放程度较高，在资本交易领域表现为非居民在国内市场的准入和交易比较容易，而居民在国外的交易

和资本流出管制相对严格。但是随着经济的快速发展，居民积累了较多的资本和财富，具备了参与国外资本投资的物质条件，并且交易发生在国外不会对本国经济造成太大冲击。因此应该考虑开放居民在国外资本进行交易。二是区分金融机构、非金融机构和居民个人交易。如果是参与金融交易活动，应该先开放金融机构的交易，后开放非金融机构和个人的交易。如果是参与非金融交易活动，则应先开放非金融机构和个人的交易，后开放金融机构的交易。

综上所述，我国资本项目开放的未来安排,总体上可以实施三步走战略。近期目标，逐步放宽境内资金到境外投资的限制。中期目标，实现人民币中长期资本项目可兑换。远期目标，实现资本项目的基本可兑换。

近期内，逐步放宽境内资金到境外投资的限制。国内居民财富增加，外汇储备水平猛增，这些都是中国军民运用国内资金进行国际投资的基础。企业方面，鼓励更多内地企业走出国门，在国际市场磨砺。

中期内，考虑实现人民币中长期资本项目可兑换。在资金流入方面，放宽合格境外投资者境内投资的限制：先开放竞争激烈、利润低的行业部门，再开放利润高的行业部门；开放债券市场，发展 CDR。在资金流出方面，扩宽商业贷款渠道，逐步放松对境外投资的限制。

实现资本项目的基本可兑换是未来的远期目标。这需要与金融业的发展水平，市场机制的完善程度，以及经济的市场化水平紧密相连。相关当局应审时度势，稳步资本账户开放的进行。

由于我国到 2020 年才能初步完成利率和汇率的市场化改革，因此我国的资本账户开放也要推至 2020 年以后才能全面开放，因此本研究为我国资本账户进一步开放拟定初步时间表。

表 32：资本账户开放时间表

大类	子项目	2011~2013	2014~2017	2018~2020
直接投资	对外直接投资		√	
股票投资	非居民在境内购买	√		
	非居民在境内出售或发行		√	
	居民在境外购买	√		
	居民在境外出售或发行		√	

债券投资	非居民境内购买	√		
	非居民境内出售和发行	√		
	居民境外购买		√	
	居民境外出售和发行		√	
货币市场	非居民境内购买		√	
	居民境外购买			√
贷款	居民向非居民提供		√	
	非居民向居民提供	√		

注：“√”表示开放的时间。

参考文献

- [1] 高海红、余永定,《人民币国际化的含义与条件》,国际经济评论,2010.1.
- [2] 管涛,《资本项目可兑换的定义》,经济社会体制比较,2001.1.
- [3] 李若谷,《国际货币体系改革与人民币国际化》,中国金融出版社,2010
- [4] 李瑶,《人民币资本项目可兑换研究》,社会科学文献出版社,2004,P69
- [5] 曲昭光,《资本自由化与金融危机关系的分析》,国际金融研究,2001.11.
- [6] 李扬,《国际资本流动与我国宏观经济稳定》,经济研究,1995.6.
- [7] 姜波克、朱云高,《资本账户开放研究:一种基于内外均衡的分析框架》,国际金融研究,2004.4.
- [8] 交通银行金融研究中心,《跨境贸易人民币结算对中国金融开放的影响和对策》,2010.11.
- [9] 张礼卿,《资本账户开放与金融不稳定》,北京大学出版社,2004
- [10] 钟伟,《人民币:国际货币的第四极》,发现,2002.7.
- [11] Agnes Benassy-Quere and Benoit (2002), "The Survival of Intermediate Exchange Rate Regimes," Working Papers.
- [12] Bahmani-Oskooee and Techaratanachai (2001), "Currency Substitution in Thailand," Journal of Policy Modeling, vol. 23(2), pp. 141-145.
- [13] Bartolini and Drazen (1997), "When Liberal Policies Reflect External Shocks, What do We Learn?" Journal of International Economics, Volume 42, Issues 3-4, pp. 249-273.
- [14] Bekaert, Harvey and Lundblad (2006), "Growth Volatility and Financial Liberalization," Journal of International Money and Finance, pp.370-403.
- [15] Calvo, G.A. (1987), "On the Costs of Temporary Liberalization/Stabilization Experiments", in Connolly and Gonzalez, eds., Economic Reform and Stabilization in Latin America [M]. Prager.
- [16] Chinn, Menzies and Jeffrey Frankel (2005), "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" NBER Working Paper, No. 11510.
- [17] David Romer (1991), "Openness and Inflation: Theory and Evidence," Working Paper, No.3936.
- [18] Edison, H., M. Klein, L. Ricci and T. Sloek (2002), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," NBER Working Paper 9100.

- [19] Edwards (1999), "On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia," NBER Working Paper.
- [20] Eichengreen, B and C Arteta (2000), "Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence," Center for International and Development Economics Research, Institute of Business and Economic Research, UC Berkeley.
- [21] Fischer, Stanley (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 3-24.
- [22] Frankel, J., (1999), "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times," NBER Working Paper, No.7338.
- [23] Frankel, J. Schmukler, S. and Serven, L., (2000), "Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime," NBER Working Paper, No.7901
- [24] Frenkel (1982), "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp.159-186.
- [25] Gruben and Mcleod (2001), "Capital Account Liberalization and Disinflation in 1990s," Working Paper.
- [26] Hanson, James (1995), "Opening the Capital Account: Costs, Benefits and Sequencing", in Sebastian Edwards, *Capital Control, Exchange Rates, and Monetary Policy in World Economy*, Cambridge: Cambridge University Press, pp.383-429.
- [27] Hellman, T., Murdock, K. and Stiglitz, J.(1997), "Financial restraint: Towards a new paradigm," Aoki, Masahiko et al. (eds.)
- [28] Ishii, Shogo, and Karl Habermeier (2002), "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability," *IMF Occasional Paper* 211.
- [29] Iyoha, Milton (1973). "Inflation and Openness in Less Developed Economies: A Cross-Country Analysis," *Economic Development and Cultural Change* 22, pp.31-38.
- [30] Johnston, R. Barry, et al, (1997), "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experience in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand," *IMF Working Paper*, WP/97/157.
- [31] Kenen, Peter (2009), "Currency Internationalization—an Overview," Paper, *Bok-BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific*. Seoul, 19-2.
- [32] Klein (2005), "Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence," NBER Working Paper.
- [33] Krueger, Anne, (1981), "Interactions between Inflation and Trade Regime Objectives in Stabilization Programs," in W. R. Cline and S. Weintraub, *Economic Stabilization in*

Developing Countries, Washington, D.C.: Brookings Institution.

[34] Krueger, A. (1984), "Problems of Liberalization," In A. Harberger (ed.), *World Economic Growth*, San Francisco: ICS Press.

[35] Leonardo Bartolini, Allan Drazen (1997), "Capital-account liberalization as a signal," *The American Economic Review*, 87, 1, ABI/INFORM Global pg. 138.

[36] McKinnon, R. I. (1973), "Money and Capital in Economic Development," Washington, D.C.: Brookings Institution.

[37] McKinnon, R.I. (1984), "The International Capital Market and Economic Liberalization in LDCs," *The Developing Economies* 22.

[38] McKinnon, R. I. (1993), "The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy", Baltimore: Johns Hopkins University Press.

[39] McKinnon, Ronald and D. Mathieson (1981), "How to Manage a Repressed Economy, *Essays in International Finance*, Princeton University, NJ.

[40] Michealy, M. (1986), "The Timing and Sequencing of a Trade Liberalization Policy," In A. Choksi and D. Papageorgiou (eds.), *Economic Liberalization in Developing Countries*, London: Basil Blackwell, pp.41-59.

[41] Miles (1978), "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence," *The American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, pp. 428-436 .

[42] Nsouli, Rached and Funke (2002), "The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms, *Issues and Guidelines for Policymakers*," IMF Working Paper wp/02/132.

[43] Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4.

[44] Prasad, Rogoff, Wei, Kose (2007), "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries," Chapter in NBER book *Globalization and Poverty*, pp. 464.

[45] Rodrik, Dani (1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in: *Should The IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance*, No. 207 (Princeton: International Finance Section, Princeton University), pp. 55-65.

[46] Rogoff, K. S. (2003), "Globalization and Global Disinflation," In *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, pp. 77-112.

[47] Stiglitz (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability," *World Development*, Volume 28, Issue 6, pp. 1075-1086.

[48] Summers, L. (2000), "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures," *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol.90, No.2.

[49] William C. Gruben, Darryl McLeod (2002), “Capital Account Liberalization and Inflation,” *Economics Letters* 77, pp.221–225.

[50] W. M. Corden (1987), “Protection and Liberalization: A Review of Analytical Issues,” *IMF Occasional Papers* 54.

附录

附表 1 中国资本项目可兑换现状简表

	可兑换	有较少限制	有较多限制	严格限制
一、资本和货币市场工具				
1、资本市场证券交易				
A、买卖股票或有参股性质的其他证券				
非居民在境内购买			√	
非居民在境内出售或发行			√	
居民在境外购买			√	
居民在境外出售或发行			√	
B、债券和其他债务性证券				
非居民境内购买			√	
非居民境内出售和发行			√	
居民境外购买			√	
居民境外出售和发行			√	
2、货币市场工具				
非居民在境内购买				√
非居民在境内出售或发行				√
居民在境外购买		√		
居民在境外出售或发行		√		
3、集体投资类证券				
非居民在境内购买			√	
非居民在境内出售和发行			√	
居民在境外购买			√	
居民在境外出售和发行			√	
二、对衍生工具和其他工具的管制				
非居民在境内购买				√

非居民在境内出售和发行				√
居民在境外购买			√	
居民在境外出售和发行			√	
三、对信贷业务的管制				
1、商业信贷				
居民向非居民提供	√			
非居民向居民提供	√			
2、金融信贷				
居民向非居民提供		√		
非居民向居民提供		√		
3、担保、保证和备用融资便利				
居民向非居民提供		√		
非居民向居民提供		√		
四、对直接投资的管制				
1、对外直接投资				
A、创建或拓展完全由自己拥有的企业、子公司，或全额收购现有企业		√		
B、对新建或现有企业的入股		√		
2、对内直接投资				
A、创建或拓展完全由自己拥有的企业、子公司，或全额收购现有企业	√			
B、对新建或现有企业的入股	√			
五、对直接投资清盘的管制	√			
六、对不动产交易的管制				
居民在境外购买			√	
非居民在境内购买		√		
非居民在境内出售		√		
七、对个人资本流动的管制				
1、贷款				

居民向非居民提供				√
非居民向居民提供				√
2、礼品、捐赠、遗赠和遗产				
居民向非居民提供			√	
非居民向居民提供	√			
3、外国移民在境外的债务结算			√	
4、资产的转移				
移民向国外的转移			√	
移民向国内的转移	√			
5、博彩和中奖收入的转移		√		
6、非居民员工的储蓄	√			
合计项数	8	11	18	6
比重 (%)	18.6	25.6	41.9	13.9

资料来源：国家外汇管理局

附表 2 中国资本管制的总体概况

	对交易本身的管制	对外汇的管制
1、直接投资		
对内投资	除了涉及环境和国家安全方面考虑的某些产业，原则上无限制，要遵循产业政策指导，清算和撤资不受限制。	在满足真实性验证条件下无限制。
对外投资	要经过商务部（或其他相关部门）审批。清算或变更资本要事先报经原审批部门批准。	外汇资金的充足性和相关风险要经过国家外汇管理局评估和审核，汇寄款项必须登记注册，对于国务院批准的战略性项目，可以购买外汇。
2、证券投资		
股权证券投资		
非居民在本地购买	除了通过“合格境外机构投资者”方案的，只能购买 B 股。	对 B 股交易和通过“合格境外机构投资者”方案的交易没有限制，对汇寄款项有数量限制。
非居民在本地发行/出售	初级证券的发行不被允许，只有 B 股才允许出售。	无限制。
居民在海外购买	原则上禁止；除了那些经过中国证监会、保监会等事先审批和国家外汇管理局资金验证的合格主体。	向国外汇寄款项要经过国家外汇管理局审批。投资者必须自筹外汇。

居民在海外发行/出售	需要得到中国证监会的事先批准。	收汇必须按照一定得时间限制调回境内。
债务证券投资		
非居民在本地购买	不被允许；除非通过“合格境外机构投资者”方案。	对“合格境外机构投资人”的相关款项汇寄有数量限制。
非居民在本地发行/出售	初级证券的发行一般不被允许，经过批准的国际金融机构可以在中国境内发行人民币债券；只有通过“合格境外机构投资人”方案的才允许出售。	对“合格境外机构投资人”的相关款项汇寄有数量限制。
居民在海外购买	原则上禁止；除非是中国人民银行批准授权的银行或保监会事先批准的保险机构。	银行或保险机构必须使用它们自己的外汇。
居民在海外发行/出售	要经过中国人民银行和国家外汇管理局的事先批准；数量纳入“国家外债计划”范围之内。	初级证券发行必须通过国家外汇管理局办理外债登记。收汇必须在一定的时间期限调回境内。
3、其他投资		
贷款		
居民贷款给非居民	经有关当局审批，国内金融机构可以遵照外汇资产负债比例管理规定对外发放贷款。雅阁禁止国内非金融企业对外放贷。	对外放贷必须在国家外汇管理局进行事后登记。相关机构必须使用自己的外汇，差额的购买要经过国家外汇管理局的批准。
非居民贷款给居民	外资企业可以向非居民自有借款。国内其他机构对外借款必须取得借款主体资格，并且其数量纳入“国家外债计划”范围之内。	外资企业的对外借款必须在国家外汇管理局注册登记。收汇必须按照一定得时间期限返回中国。债务的还本付息需经过国家外汇管理局的审批。
贸易信贷		
居民向非居民提供贸易信贷	无限制。	事后出口收汇核销。一年以上的延期付款需要国家外汇管理局审批。
非居民向居民提供贸易信贷	内资企业作为借款人需要借款主体资格认证。	无限制。
货币与存款		
流入	居民或非居民进入中国时，如果携带超过一定数量外币或者 30000 元以上的人民币，必须报关。对于存款流入没有限制。	无限制。
流出	居民或非居民离开中国时，如携带超过一定数量外币或 30000 元以上的人民币，必须报关。存款外流需要当局审批。	居民或非居民离开中国时，如携带 10000 美元以上的外币现钞，必须得到国家外汇管理局的审批。国内法人需经国家外

		汇管理局审批才能在境外开设 外汇存款账户。对自然人开设 外币存款账户没有限制。
--	--	---

资料来源：国家外汇管理局

附表 3 智利金融自由化顺序

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
货币管制与金融部门												
资本市场发展	x					x	x	x	x	x	x	x
货币市场与工具	x		X				X	x	x		X	x
金融监管与框架	X	X	x		X						x	
汇率系统、贸易与资本流动												
汇率制度	x	x		x	x		x	X		x		X
汇率市场安排与系统	x	x		x		X	x	x	x	x	X	x
贸易改革	x		X	x		x	x	x	x			
证券投资自由化												
流入	X	x	X			x	x	x	x		x	x
流出						x	X	x	X	X	X	X
直接投资自由化												
流入	X				x				X			
流出									X			
资本流动限制												
流入						x	X	x		x	X	x
流出						x			x			

注：x 代表一项相对较小的改革措施；X 代表较大的改革措施

资料来源：Johnson, B., Darbar, S., and Echeverria, C., 1997, "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand", IMF Working Paper.