

## 分报告 5:

# 中国资本账户开放程度的测度

赵 勇

**摘要** 对我国资本账户开放程度的准确判断是相关理论研究和决策分析的基本前提。本文对我国的资本账户开放程度，从名义的和实际的两个方面进行了测度。结果发现当前我国的名义资本管制处于中等水平，而实际的资本账户开放水平要远高于此。我们还发现，在存在着较大的套利空间的情况下，即便存在着较为严格的资本管制，资本管制的有效性也很难长期维持。同时，虽然资本管制程度的加强很难对实际的套利资本流动加以控制。但在资本管制措施逐渐放松以后，却很容易导致实际资本流动性的进一步提高。这一点，造成了我国当前资本管制的“两难”选择。

**关键词** 名义资本账户开放 实际资本账户开放 卡尔曼滤波

1996年,我国接受国际货币基金组织第八条款,实现了经常项目的可兑换。但对资本项目却一直保持着较为严格的管制。面对国际资本频繁大量流动的事实以及我国加入WTO的挑战,我国资本项目的进一步开放已经提上议事日程。资本账户的开放包括名义的(*de-jure*)资本账户开放和实际的(*de-facto*)资本账户开放两种类型。前者反映了一国行政当局通过颁布的政策法规对资本项目交易的管制情况;而后者则反映了一国实际的资本流动情况。对我国资本流动程度的准确判断不仅构成了相关理论研究的基本起点,而且通过对这两种类型的资本账户开放程度进行比较准确的度量并加以比较,还可以对当前我国资本流动性管理的现状及绩效进行准确评价,并对相应政策的实施效果进行准确预测。同时,由于资本账户开放程度对一国财政和货币政策的效果也具有非常重要的影响。对我国资本账户开放程度的准确判断,还有助于分析扩张性财政政策对私人投资的挤出程度以及货币政策对总需求的影响程度,做出正确的财政和货币政策决策。因此,从这个意义上说,对当前我国资本账户开放程度的基本判断,对当前我国资本流动管理政策的准确评价,是相关理论研究和政策决策以及我国设计资本账户进一步对外开放战略的基本前提。

## 一、中国名义资本账户开放程度的测度

名义的资本账户开放程度,又称基于规则的资本账户开放度,是指基于一国法律法规而对资本账户开放程度进行的测量,反映了一国行政当局对资本账户管制强度的大小。常用的指标包括测量一定时期内资本账户开放程度的 Share 指标、Quinn (1997) 年所建立的 Quinn 指标、Klein 和 Olivei(1999)针对 OECD 国家的 K-O 指标等。但 Share 指标只能反映一定时期内资本账户的开放程度,而 Quinn 指标虽能较好反映那些市场经济制度完善,运用间接税收手段控制资本流动的国家资本账户的开放情况,但对于以直接的行政管制对资本流动进行直接控制的中国却不太适用。而 K-O 指标虽然主要针对 OECD 国家,但我们仍然可以借鉴其构建思想并对其加以改进,使其适用于中国资本账户开放程度的分析。蓝发钦(2005)首次对这一指标进行了改进。计算公式如(1)式:

$$open = \sum_{i=1}^N p(i) / N \quad (1)$$

其中，open 代表资本账户开放的程度，从 0 到 1 取值，值越大，说明资本账户管制程度越大，开放程度越低。N 代表资本项目开放中考虑的资本交易项目数，在此我们考虑中国 11 个资本大项交易下的 43 个资本交易子项目。P (i) 代表资本项目中第 i 子项的开放程度，在此我们用四档取值法来进行表征。取值为 0 说明该资本交易项目基本没有管制，取值为 1/3 说明有较少管制，取值为 2/3 说明有较多管制，取值为 1 则表示对资本流动进行严格管制。以 2006 年为例，2006 年我国 43 个资本交易子项目中基本没有管制的有 8 项，较少管制的有 13 项，较多管制的有 13 项，严格管制的有 9 项，当年的资本账户开放程度为：

$$(8 \times 0 + 13 \times 1/3 + 13 \times 2/3 + 9 \times 1) \div 43 = 0.5116。$$

由此可以看出，2006 年我国的资本账户开放程度处于中等水平。

由于蓝发钦(2005)只对 2004 年我国的资本账户的开放程度进行了测算，在此我们将其扩展，针对 1996-2006 年我国资本账户的开放程度进行分析。由于我们仅有 2006 年中国 43 个资本交易子项目资本管制情况的数据，因此，我们仿照金萃 (2004)的做法，以 2006 为基期，通过测算某一政策法规颁布所引起的资本管制强度的变化来逆推 1996-2005 年资本管制情况的变化。所不同的是，对于基期的资本管制强度，我们考虑了 43 个资本交易子项目，并按四档分类法进行了计算，这样处理一方面可以更为全面细致的刻画我国资本账户的开放情况，另一方面也能与我国政策法规的颁布只是针对某一资本交易子项的事实相对应。同时，我们将 11 个资本大项交易的每个大项都分为资本的流出和进入两个方面来进行考虑，以期能更为全面的考察我国资本账户开放的特点。最后，在衡量某一政策法规的颁布所引起的资本开放程度的变化时，我们视政策调整的幅度进行取值，重大的政策调整，我们取值 2/3，一般的涉及数量或宽严变化的政策调整引起的开放程度的变化取值 1/3。<sup>1</sup>当符号为正时，表示资本管制程度增加，资本账户开放程度降低，反之表示管制强度降低而开放程度提高。具体的结果见表 1。

---

<sup>1</sup> 实际的变化值应为  $1/3 \div 43 = 0.0078$ ，为了表达的明确和方便，我们以 1/3 代替。

表 1 1996-2006 中国名义资本账户开放程度的测量

时间	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	累计变化
直接投资												
流出	0	0	0	0	0	-1/3 <sup>[8]</sup>	0	-1/3 <sup>[13]</sup>	0	-1/3 <sup>[19]</sup>	-1/3 <sup>[23]</sup>	-4/3
流入	0	0	0	0	0	0	-1/3 <sup>[9]</sup>	0	1/3 <sup>[14]</sup>	0	0	0
资本市场证券												
流出	0	0	0	0	0	-1/3 <sup>[5]</sup>	0	0	-1/3 <sup>[15]</sup>	-1/3 <sup>[21]</sup>	-1/3 <sup>[22]</sup>	-6/3
流入	0	0	0	0	0	0	1/3 <sup>[11]</sup>	0	0	0	0	0
商业与金融信贷												
流出	0	0	1/3 <sup>[2]</sup>	-1/3 <sup>[4]</sup>	0	-1/3 <sup>[7]</sup>	-1/3 <sup>[10]</sup>	0	0	0	0	0
流入	0	0	1/3 <sup>[2]</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	1/3
担保、保证和备用融资便利												
流出	-1/3 <sup>[1]</sup>	0	0	0	0	0	0	0	-1/3 <sup>[16]</sup>	-1/3 <sup>[20]</sup>	0	-1
流入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
不动产交易												
流出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1/3 <sup>[24]</sup>	-1/3
个人资本流动												
流出	0	0	0	0	0	0	0	0	-1/3 <sup>[16]</sup>	-1/3 <sup>[18]</sup>	0	-2/3
流入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1/3 <sup>[18]</sup>	0	-1/3
货币市场工具	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
集体投资证券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
衍生、其他工具	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
直接投资清盘	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
年度变化	-1/3	0	4/3	-1/3	0	-4/3	-2/3	-1/3	-3/3	-5/3	-3/3	-16/3
资本开放度	0.637	0.629	0.660	0.652	0.652	0.621	0.605	0.597	0.574	0.535	0.512	0.09

资料来源：根据金萃(2004)、Prasad 和 Wei(2005)及历年《外汇管理年报》资料编制。

注：单元格总数字代表了某项政策法规引起的资本账户管制情况的变化，上标对应了具体的政策法规，详细内容见附录三。

分析表 1，我们可以看出，我国名义资本账户开放进程具有以下几个特点。

### 1. 审慎的、渐进式的资本账户开放。

整体上看，从 1996 到 2006 年，我国资本账户的开放程度不断提高，仅在亚洲金融危机后的 1998 年资本管制强度有所加强。但资本开放程度的变化并不是很大，仅从 1996 年的 0.637 变化到了 2006 年的 0.512。2001 年以前，开放的进程尤其审慎。2001 年以后，我国资本账户对外开放的步伐加快，但整体上的变动仍然不是很大。考察各资本项目开放的次序，发现我国资本账户的开放还遵循了先直接投资后间接投资、先流入后流出的开放原则，频繁的较大的政策变化也

主要集中在对外直接投资等相对风险较小的领域。说明我国资本账户的对外开放属于典型的渐进式的资本账户开放，反映了我国行政当局对资本账户开放的审慎态度。

## 2.资本账户开放的非对称性。

当前，我国资本项目对外开放的领域主要集中在直接投资、直接投资的清盘、非居民在境内购买证券、居民向非居民提供商业信贷等领域，而对于非居民在境内购买、出售或发行货币市场工具和衍生工具，居民与非居民之间提供个人贷款等资本交易项目则实施严格的资本管制。资本账户开放的项目表现出一定的非对称性。另外，从我国资本账户的开放路径上看，这一特点表现得也非常的明显。2001年以前，我国出台的政策法规主要集中在对资本证券市场交易、商业和金融信贷的加强管理上。2001年以后出台的政策法规主要集中在减少对外直接投资和证券投资流出的限制上（分别变化了4/3和6/3）。涉及担保、保证和对外融资便利、不动产交易的政策法规较少，而对于货币市场工具、集体投资类证券以及衍生工具和其他工具的资本项目则几乎没有涉及。

## 3.资本账户开放的进程与宏观经济环境的变化相一致。

我国资本账户开放的进程是与我国所处的国内国际环境高度统一的。亚洲金融危机前，我国一直在致力于资本账户自由化的努力，但亚洲金融危机的爆发显著影响了中国资本项目开放的进程，强化了行政当局要稳健、有序的开放资本项目的决心。因此，在亚洲金融危机到2000年之前的这段时间里，并未有大的政策法规的出台。在1998年，我国对资本账户的管制还有所加强。2001年以后，我国国际收支表现出了良好的态势，管制目标逐渐向审慎原因和保护幼稚的金融部门转化，对证券投资流出的限制不断放松。此后我国国际收支顺差不断增大，而且受人民币汇率升值预期的影响，大量资本流入我国，为了缓解资本过量流入对货币政策独立性和汇率升值的压力，我国又相继出台了一系列鼓励资本流出、限制资本流入尤其是无真实交易背景的短期资本流入的政策法规。

## 4.对证券投资的审慎开放。

证券投资涵盖四个资本交易大类，20个资本交易小项，其开放构成了资本账户开放的核心内容。但由于证券投资灵活性大、流动性强容易引起资本流向的突然逆转，我国对证券投资的开放尤其的审慎。开放的领域主要集中在资本市场

证券交易这一类项目上。而且开放的方式主要是通过引入合格境外机构投资者制度（QFII）和合格境内机构投资者制度（QDII），但应该注意到的是这两种制度本身实质上仍然是一种资本管制制度。在这一机制下，任何打算投资境内、境外资本市场的个人必须分别通过合格机构进行证券买卖，以便政府进行外汇监管和宏观调控，目的仍是减少资本流动尤其是短期“游资”对国内经济和证券市场的冲击。因此，从这个意义上说，比起直接投资，我国对证券投资的开放更为谨慎，开放的进程也更为缓慢。

## 二、中国实际资本账户开放程度的测度

实际的资本账户开放程度反映了一国实际的资本流动情况，其测度方法主要包括Feldstein和Horitoka（1980）建立的储蓄-投资相关性指标、Krray（1998）使用的资本流量/存量指标、Bekaert（1995）建立的股市收益率相关性指标等。这些指标均有或多或少的不足。相较而言，Edwards和Khan（1985）在利率平价法的基础上，吸收了总量规模法和储蓄投资相关系数法的合理成分，提出的半开放国家利率决定模型对发展中国家资本流动的测度更为合理。之后，Haque和Montiel（1993）对这一模型进行了补充和发展，使其可以应用于缺乏市场利率的发展中国家资本账户开放程度的分析。下面，我们基于Edwards和Khan（1985）所建立的半开放国家的利率决定模型来对我国实际资本账户的开放程度进行分析。

### （一）理论模型

对于任意一个半开放的发展中国家而言，其市场出清利率是完全开放条件下的国际利率和完全封闭条件下国内市场出清利率的加权平均。即：

$$i = \varphi i^* + (1 - \varphi) i', \quad 0 \leq \varphi \leq 1 \quad (2)$$

其中， $i$ 代表半开放情况下一国的市场出清利率， $i^*$ 代表完全开放条件下的国际利率， $i'$ 代表完全封闭条件下的国内市场出清利率。 $\varphi$ 的大小反映了资本账户开放程度的高低，当 $\varphi$ 等于1时，表示资本完全自由流动，国内市场的出清利率与用汇率因素调整后的国际利率趋同。当 $\varphi$ 等于0时，资本的自由流动被完全

管制，国际利率的变化并不对本国利率产生影响，国内利率的变化完全由国内经济状况所决定。一般情况下， $\varphi$  的取值在 0 和 1 之间波动，并随资本账户开放程度的提高而增加，我们的目的便是通过估计  $\varphi$  的大小来衡量中国实际资本账户的开放程度。

在计算  $\varphi$  前，首先应该知道两种极端情况下的利率大小。对于  $i^*$ ，由非抛补利率平价条件可知，其应该等于当前的国际利率（以美元在伦敦的同业拆借市场利率表示）与预期的汇率变化率之和，即：

$$i^* = i^{libor} + \Delta e^{e} \quad (3)$$

对于完全封闭条件下国内市场的出清利率，我们用下面的方法推导。

考虑如下形式的货币需求函数，

$$\log\left(\frac{M}{P}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 i + \alpha_2 \log y + \alpha_3 \log\left(\frac{M}{P}\right)_{-1} \quad (4)$$

其中，其中，M，P 和 y 分别代表货币需求、价格水平和实际产出。当市场出清时，有

$$\log\left(\frac{M^d}{P}\right) = \log\left(\frac{M^s}{P}\right) \quad (5)$$

使得（4）式和（5）式同时成立的  $i$  便是市场出清利率。

当国内市场完全封闭时，实际的货币供给量应扣除央行资产负债表中国外净资本流入对货币供应量所产生的影响。即：

$$M' = M^s - NCM \quad (6)$$

其中， $NCM$  为私人净资本流入。由（4）式、（5）式和（6）式，我们可以计算出完全封闭条件下国内市场的出清利率，即：

$$i' = -\frac{\alpha_0}{\alpha_1} + \frac{1}{\alpha_1} \log\left(\frac{M'}{P}\right) - \frac{\alpha_2}{\alpha_1} \log y - \frac{\alpha_3}{\alpha_1} \log\left(\frac{M}{P}\right)_{-1} \quad (7)$$

在一国存在市场出清利率  $i$  的情况下，我们便可以将（3）式和（7）式代入（2）式，从而估计出一国的资本市场开放程度  $\varphi$  的大小。然而由于当前我国仍对市场利率进行严格管制，缺乏完全市场化的利率。因此，不能直接对（2）式进行估计。对此，我们按照 Haque 和 Montiel(1993)提出的方法，首先将（7）式代入（2）式，得到  $i$  的表达式。再将其带入货币需求方程（4），进行整理得：

$$\log\left(\frac{M}{P}\right) = \pi_0 + \pi_1 i^* + \pi_2 \log\left(\frac{M}{P}\right) + \pi_3 \log y + \pi_4 \log\left(\frac{M}{P}\right)_{-1} \quad (8)$$

其中， $\pi_0 = -\alpha_0(1-\varphi)$ ， $\pi_1 = \alpha_1\varphi < 0$ ， $\pi_2 = 1-\varphi$ （ $0 < \pi_2 < 1$ ）， $\pi_3 = \alpha_2\varphi > 0$ ， $\pi_4 = \alpha_3\varphi > 0$ 。

对（8）式进行估计，通过计算  $\varphi$  的大小，我们就可以对一国实际资本账户的开放程度进行衡量。

## （二）对我国实际资本账户开放程度的实证分析

在一般的计量经济模型中，通常使用最小二乘等固定参数估计方法来进行估计，得到的回归系数不随时间变化，研究的是样本区间内经济变量间的平均影响关系。然而中国的实际资本账户开放程度是随我国及国际的经济环境不断变化的，不变参数的计量模型并不够能反映出这种变化。而基于状态空间模型和卡尔曼滤波（Kalman filter）的时变参数模型可以有效地对每一时点参数进行估测，刻画出经济环境发生变化时经济变量之间的关系。因此，本文采用时变参数模型来对（8）式进行估计，从而对中国1990年第一季度到2006年第四季度的实际资本账户开放程度的动态变化进行考察。样本数据说明详见附录一。

注意到（8）式右端包含两个内生解释变量  $\log(M/P)$  和  $\log y$  以及一个滞后解释变量  $\log(M/P)_{-1}$ ，直接进行卡尔曼滤波估计的系数是有偏的。因此我们首先使用工具变量法对这些变量进行处理，以工具变量法估计后的拟和值来代替其实际值。为了保证工具变量与（8）式的残差项不相关，我们选择常数项、时间趋势项、中国实际产出的滞后变量、美国实际产出的滞后变量来作为工具变量。

其次，由于大多数时间序列估计都会产生较为严重的自相关的问题，这也会导致卡尔曼滤波估计的不准确。对此，我们假定残差项满足一阶自回归的形式： $u_t = \rho u_{t-1} + \varepsilon_t$ 。并将所有变量按  $1-\rho L$  的操作进行转化，其中  $L$  代表对相应变量的滞后操作。对于  $\rho$  的估计，我们采用Cochrane-Orcutt迭代的方法来进行计算。虽然卡尔曼滤波估计中， $\rho$  的取值是不断变化的，但McNelis和Neftci(1982)认为，这样的处理对于卡尔曼滤波的估计是必需的，也是有效的。

完成对数据内生性及自相关问题的处理后，我们以如下的量测方程和状态方

程来进行卡尔曼滤波的估计。

量测方程为：

$$\log\left(\frac{M}{P}\right) = -\alpha_0(1-\varphi) + \alpha_1\varphi i^* + (1-\varphi)\log\left(\frac{M}{P}\right) + \alpha_2\varphi \log y + \alpha_3\varphi \log\left(\frac{M}{P}\right)_{-1} + u_t \quad (9)$$

状态方程为：

$$\varphi_t = \lambda\varphi_{t-1} + \eta_t \quad (10)$$

卡尔曼滤波各参数变量初值的设置由经工具变量法和序列自相关调整之后的普通最小二乘估计的系数给出。为了更好的看出我国实际资本账户开放程度随时间的变化趋势，我们以作图的形式给出  $\varphi$  的大小，结果如图 1。

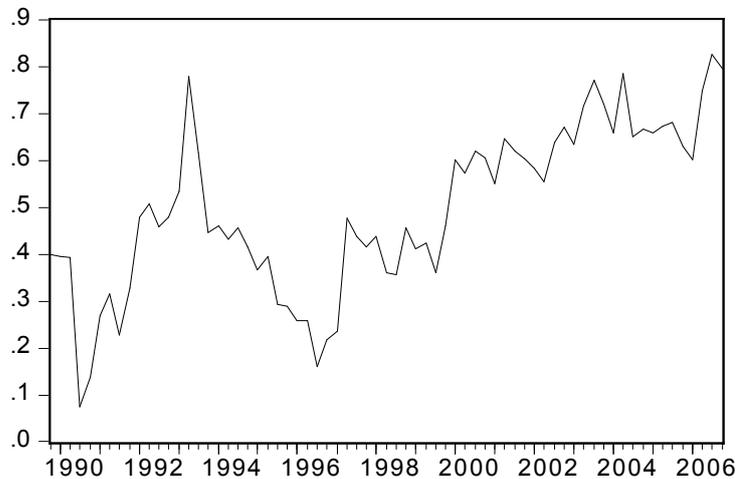


图1 中国1990-2006年实际资本账户开放程度的变化情况

从图1可以看出，衡量我国实际资本账户交易程度的  $\varphi$  值均在0和1之间取值，符合理论上的假设。同时，与我国名义的资本账户开放程度相比，我国实际的资本账户开放程度较高，1999年以后的取值均在0.5以上，2006年更是高达0.8，说明我国的实际资本账户开放已经处于一个非常高的水平上。

### （三）对实际资本账户开放程度实证分析结果的进一步分析

为了更为具体地分析我国实际资本账户开放的变化情况，以及影响这些变化的因素。我们将中美两国通货膨胀率和利率的差异、预期汇率变化和我国对资本账户的管制情况同实际的资本账户开放程度放在一起进行对比分析。<sup>2</sup>结果详见附录图2—图5。在这些因素中，通货膨胀率、利率的差异和预期汇率变化构成了

<sup>2</sup>通胀率和利率差异均为绝对值，预期汇率变化以实际汇率和黑市汇率之差的绝对值表示。

资本跨国流动寻求套利的直接利益动因，实际资本账户开放程度的变化是这些因素内生需求的结果。而我国对资本账户管制措施的加强则会在一定程度上影响实际资本账户开放程度的提高。

依据图1，同时参照图2—图5，我们大体上可以将1990-2006年我国实际资本账户开放的变化情况分为以下几个阶段。

**1990-1996年：**在这一时期，人民币的经常项目还没有实行完全的可兑换，资本账户的管制也非常严格，中国基本上还是一个较为封闭的经济体，因此在这一时期，我国实际的资本账户开放程度较低，除了1993年以外，其余的年份开放程度均在0.4以下取值。比较特殊的是1993年，在这一年，虽然人民币利率仍然高于美元利率，但由于中国出现了新一轮的经济过热，第四季度通货膨胀率比美国高出了近八个百分点（图2），这直接造成了汇率贬值预期的存在，许多公司停止调剂交易，外汇供给短缺，调剂汇率开始下跌，贬值最大的时候曾经达到十元人民币兑换一美元。虽然央行的干预最终稳定了汇率，但调剂市场的混乱造成了大量的资本外流，这直接推动了这一年资本流动性的突然飙升。另外，邓小平南巡讲话后直接投资流入的迅速增加，也为这一年资本账户开放程度的提高起到了一定的推动作用。1993年以后，随着汇率贬值预期的逐渐消失（图3），以及中美两国利率水平和价格水平的逐渐拉近（图4和图2），推动资本流动的利益动机逐渐消失，资本的流动性也相应下降，到1996年降至最低水平。

**1997-1998年：**在这一时期，人民币经常项目已经实现完全的可兑换，这为资本项目下的交易混入经常账户交易实现跨境流动创造了便利条件。同时，亚洲金融危机的发生也极大的影响了居民对人民币汇率的信心，人民币存在着较大的贬值预期（图3）。此外，我国政府为刺激消费,拉动内需,走出通货紧缩而连续降息，导致中美之间利差逐渐拉大（图4）。利差和汇差的双重收益极大推动了跨境资本的大量外流。这些因素，都推动了我国实际资本账户开放程度的进一步提高。

**1999-2000年：**亚洲金融危机后，我国的资本管制政策有所加强，人民币贬值预期也有所降低，这在一定程度上缓解了实际资本账户开放的进一步提高。但随着1999年美国过热经济的出现，美国开始实行紧缩性的货币政策，美联储自1999年6月以来连续六次加息，使中美之间的利差由1999年初的1.22%迅速拉大到

2000年底的4.44%，这又对资本的流动提供了必要的利益诱因，资本外流的数量又有所增加，这又进一步推动了我国实际资本账户开放程度的提高。

2001-2006年：这一时期，我国经济逐渐走出通货紧缩步入高速增长阶段。与此同时，世界经济尤其是美国经济却出现了持续的低迷，人民币升值压力逐渐形成，而随着美联储的连续降息，中美利差逐渐减小，并在2001年末由负转正。在人民币升值预期和利差的双重诱因下，国际资本又开始大量流入我国。而更为重要的是，为了顺应加入世贸组织的需要，我国逐渐对一些资本交易项目，特别是对直接投资和部分证券投资交易项目放松管制，为资本流动性的进一步提高降低了外部约束（图5）。因此这一时期，我国对外直接投资、证券投资均有较大幅度的增长，相应的，我国的实际资本账户开放程度也不断增大，并始终处于一个比较高的水平上。虽然在个别年份，特别是2005年7月人民币汇率制度改革后，资本流动性有所降低。但在人民币汇率升值预期始终存在和我国资本市场、债券市场不断开放的情况下，跨国资本高度流动的事实在近期内不会有所改变。

### 三、从名义和实际资本账户开放程度的差异看当前我国资本管制的 “两难”选择

从以上分析，我们可以看出，我国实际资本账户开放程度的变化同我国与国际通货膨胀率差异，尤其是利率差异和预期汇率的变化是密切相关的。在存在着较高的国际国内利差和汇率升值或贬值预期的情况下，受套利动机的影响，市场参与者逃避资本管制进行套利的动机较强，此时即便存在着较为严格的资本管制，套利资本也会通过一些非正常渠道（假贸易、假投资、地下钱庄交易等）进出一国国境，造成一国名义的资本管制与实际的资本账户开放之间的不相一致，这一点，在1993年前后以及亚洲金融危机时期表现得尤为明显。

在套利空间较大的情况下，为了继续维持资本管制的有效性，一国行政当局势必要加大行政审批的力度，加强对贸易和直接投资项下资本交易真实性的审查，这无疑会带来巨大的行政管理成本。而且随着对外贸易规模的不断增大以及我国金融服务业的全面开放，套利资本跨境流动的渠道和隐蔽性都会有所增加，

所带来的资本管制的行政成本也会相应的增加。而更为重要的是，资本管制实质上是在我国市场经济制度不完善、资源无法达到最优配置的情况下，采用行政性手段用一种新的扭曲方式来抵消原有市场扭曲的次优选择。归根结底，其是一种资源配置的扭曲形式。在严格的资本管制的情况下，由于企业无法进入国际资本市场进行融资，往往面临着较大的融资约束，这使得企业使用资本的成本较高而效率降低。同时，资本项目的严格管制还降低了金融服务专业化的收益，“竞争激励”效应的丧失也不利于国内金融体系活力的增加和运营效率的提高。另外，资本管制情况下的非法资本外逃还极易派生出“寻租”需求和地下交易，造成腐败程度以及社会治安不确定因素的增加。这一些，都构成了严格资本管制的间接成本。因此，从这个意义上说，资本管制的强度越大，对经济资源合理配置的扭曲程度就越大，相应的机会成本也就越大。

但需要特别指出的是，虽然在套利动机较强的时期，资本管制的直接行政成本和间接机会成本都较高，很难对实际的套利资本流动加以长期控制。但在资本管制措施逐渐放松以后，却很容易导致实际资本流动性的进一步提高。2001年以后我国实际资本账户开放程度的不断提高就很好的说明了这一点。在这一时期，虽然人民币在部分年份存在着一定的升值预期，但大部分年份中美两国之间通胀率和利率差异不大，2005年后中美两国之间利差的存在还部分的中和了汇率预期引起的资本流动。因此，这一时期我国实际资本账户开放程度不断升高的很重要的一个原因就是2001年以后我国对资本市场、债券市场以及对外直接投资放松管制的结果。单从资本流动的数量上看，比起2001年，我国2006年的对外直接投资增长了3.8倍，证券投资流出增长了4.2倍，而证券投资的流入则更是增长了接近18倍。

在我国资本市场发育尚未完善、金融监管体系还不够健全的情况下，这种频繁的、大规模的资本流动，尤其是脱离实体经济的投机资本的流动很容易导致我国宏观经济的不稳定。一方面，受制于我国整体的生产技术和吸收能力，生产领域中所能够吸纳的直接投资较为有限，在证券投资交易逐渐放松管制的情况下，大量的资本很容易流入利润率更高的股票市场和房地产市场，导致国内需求的膨胀和价格上升，形成经济泡沫并加以膨胀。而一旦泡沫破裂，则容易对我国国内经济产生收缩性冲击，宏观经济将承受巨大损失。另一方面，随着国际资本

跨境流动的加剧，不同国家间价格、汇率和利率的联动机制增强，一国的货币供给、价格水平和国内需求状况受外部经济的影响增大，继而导致以内部均衡为目标的货币政策和财政政策调整难度的加大。同时，国际金融市场的日趋一体化，也为国际投机资本提供了更为广阔的活动空间，国际金融监管的难度也逐渐增加，在存在着不对称信息和不完全竞争的情况下，国际资本的频繁流动很容易导致国际金融市场和金融资产价格的波动，形成较大的资本流动性风险。在当前我国国内金融制度不完善、银行体系较为脆弱、微观经济结构不合理的情况下，我国对外部金融冲击的抵御力有限，一旦受到外部冲击，资本的流动性风险便可能迅速体现出来，容易产生金融动荡，甚至存在着引发金融危机的可能。

综上所述，在存在着较大的套利空间的情况下，一国行政当局试图通过增强行政管制强度来提高资本管制的有效性，不但会带来巨大的行政管理成本和资源合理配置的扭曲成本，而且资本管制的有效性也很难在长期内得到维持。同时，虽然资本管制的加强很难对实际的套利资本流动加以控制，但是如果放松资本管制，却容易导致资本流动性的迅速提高，使宏观经济的稳定性面临挑战。这一点，构成了当前我国资本管制的“两难”选择。如何提高当前我国资本管制的有效性，如何在管制的收益和成本之间进行权衡，如何稳步推进资本账户全面开放的进程是当前我国资本流动性政策管理中所要着重解决的几个问题。

#### 四、结论和政策建议

综上，对于我国资本账户的开放情况，我们得到的结论和政策建议如下：

1. 通过测算我国的名义资本账户开放度，发现当前我国的资本管制情况处于中等水平。从 1996 年资本账户的管理被单独提出以后，我国采取了一种审慎的、渐进的、非对称的资本账户开放策略，而且每一项政策法规的出台都与我国当时的国内国际经济环境高度协调一致。2001 年以后，我国对证券投资、对外直接投资的开放力度加大，但反映在证券投资上，我国审慎开放的特点没有得到根本改变。

2. 虽然在不同的年份我国的实际资本账户开放程度有所波动，但整体的开放水平要远高于名义的资本账户开放度。分析影响其变化的因素，发现我国实际

资本账户开放程度的变化同我国与国际通货膨胀率差异，尤其是利率差异和预期汇率的变化是密切相关的。在存在着较高的国际国内利差和汇率升值或贬值预期的情况下，即便存在着较为严格的资本管制，资本管制的有效性也很难维持。同时，虽然资本管制程度的加强很难对实际的套利资本流动加以控制。但在资本管制措施逐渐放松以后，却很容易导致实际资本流动性的进一步提高。

3.在存在套利空间的情况下，不但资本管制的有效性很难维持，而且管制所带来的直接行政成本和对资源配置的扭曲成本也都非常巨大。但放松管制却容易导致资本波动性的加大，宏观经济易受外部冲击的影响。这造成了当前我国资本管制的“两难”境地。为此，从短期来看，为了提高当前我国资本管制的有效性，我国应进一步强化对资本项目的管理。在进一步规范行政性管制手段的同时，可以考虑一些诸如对跨境资本流动征税、对外币借款的无息准备金或存款要求以及信用评级和交易报告制度等市场化的间接管制手段。但从长期来看，我国应进一步的推动资本账户的对外开放，以达到降低企业融资成本，提高金融体系运营效率，利用国际国内两个金融市场来为国内经济发展服务的目的。同时应该注意的是，在推动资本账户开放的进程中，我国应注意培育资本账户对外开放所应具备的条件。特别是推动完善国内金融制度和资本市场的发育，同时加大利率市场化改革的步伐，逐步完善人民币汇率形成机制，以期通过国内金融体系的健康运作以及利率和汇率的市场化调节来抑制国际资本的过度流动，减少资本账户开放所可能带来的外部冲击。

## 参考文献

- [1] Cheung, Yin-Wong, Menzie Chinn and Eiji Fujii (2003). “The Chinese Economies in Global Context: the Integration Process and Its Determinants”, *NBER Working Paper* No.10047.
- [2] Edwards and Moshin Khan (1985). “Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework”, *IMF Staff Papers*, 32.3, pp. 377-403.
- [3] Eswar Prasad and Shang-Jin Wei (2005). “The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations”, *IMF Working Paper*. WP/05/79.
- [4] Guonan Ma and Robert NMcCauley(2007). “Do China’s Capital Controls Still Bind?”

Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalization ”, *BIS Working Paper*.No.233

- [5]Hali J. Edison, Michael Klein, Luca Ricci and Torsten Slok (2002). “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, *IMF Working Paper*, WP/02/120.
- [6]Hamilton, J.D.(1994). Time Series Analysis. Chapters 13, Princeton University Press.
- [7]Haque, Nadeem, and Peter Montiel (1990), “Capital Mobility in Developing Countries — Some Empirical Tests”, *IMF Working Paper*, WP/90/117.
- [8] McNelis, Paul and Balih Ndftci (1982), “Policy-Dependent Parameters in the Presence of Optimal Learning: An Application of Kalman Filtering to the Fair and Sargent Supply-Side Equations”, *The Review of Economics and Statistics*,64, pp. 296-306.
- [9]何德旭，姚战琪，余升国（2006）：“资本流动性：基于中国及其他亚洲新兴国家的比较分析”，《经济研究》第9期。
- [10]金萃（2004）：“中国资本管制轻度研究”，《金融研究》第12期。
- [11]蓝发钦（2005）：“中国资本项目开放的测度”，《华东师范大学学报（哲学社会科学版）》第2期。
- [12]孙立坚，孙立行（2003）：“资本管理的有效性和政策的配套性”，《金融研究》第1期。
- [13]王晓春（2001）：“资本流动程度估计方法及其在发展中国家的应用”，《世界经济》第7期。

