

中国资本账户开放程度的测算

雷 达, 赵 勇

(中国人民大学经济学院, 北京 100872)

[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。从名义和实际两个方面对中国的资本账户开放程度进行测度的结果表明: (1) 当前我国的名义资本管制处于中等水平, 而实际资本账户的开放水平要远高于名义资本账户开放水平; (2) 在存在较大套利空间的情况下, 即便存在较为严格的资本管制, 资本管制的有效性也很难长期维持; (3) 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急剧提高, 这一点, 造成了我国当前资本管制政策的“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

[中图分类号] F830.9 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1000-596X (2008) 05-0005-09

一、问题的提出

1996年, 我国接受国际货币基金组织协定第8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。面对国际资本大量流动的事实以及我国加入WTO后的挑战, 我国资本项目的进一步开放已经提上议事日程。对我国资本流动程度的准确判断既构成了相关理论研究的基本起点, 也是对当前我国资本流动性管理政策以及相应财政和货币政策的实施效果进行准确评价或预测的前提所在。

整体上看, 资本账户的开放包括名义 (de jure) 资本账户开放和实际 (de facto) 资本账户开放两种类型。名义资本账户开放程度, 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。常用的指标包括科塔拉里和贾尼 (Cottarelli and Giannin) 基于IMF出版的《汇兑安排与汇兑限制年报》所建立的二元哑变量指标,^[1] 米莱西-费雷剔和格里 (Milesi Ferretti and Grilli)^[2]、罗德里克 (Rodrik)^[3] 等人所采用的测量一定时期内资本账户开放程度的 Share 指标, 奎因 (Quinn) 所建立的奎因指标^[4], 克莱

[收稿日期] 2008-03-11

[作者简介] 雷 达 (1962—), 男, 江苏苏州人, 中国人民大学经济学院教授, 博士生导师, 经济学博士;

赵 勇 (1980—), 男, 山东济南人, 中国人民大学经济学院博士研究生。

感谢匿名评审人提出的意见, 笔者已作了相应的修改, 本文文责自负。

因和奥利维 (Klein and Olivei) 针对 OECD 国家的 K-O 指标^[5]等。其中, 二元哑变量指标过于粗糙, Share 指标只能反映一定时期内资本账户的开放程度, 而奎因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的状况, 但对于以直接的行政管制对资本流动进行控制的中国却不太适用。相较而言, K-O 指标虽然主要针对 OECD 国家, 但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。

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费尔德斯坦和霍里托卡 (Feldstein and Horitoka) 建立的储蓄—投资相关性指标^[6]、克雷 (Krray) 使用的资本流量/存量规模指标^[7]、巴卡尔特 (Bekaert) 建立的股市收益率相关性指标^[8]等。这些指标均有或多或少的不足。相较而言, 爱德华兹和卡恩 (Edwards and Khan) 在利率平价法的基础上, 吸收了总量规模法和储蓄投资关系系数法的合理成分, 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。^[9]在此之后, 哈奎和蒙蒂尔 (Haque and Montiel) 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。^[10]

在对中国资本账户开放程度进行测量时, 国内学者往往是将国际上现有的指标体系直接应用于中国的研究。虽然这些研究已取得了许多有益成果, 但仍存在着不少可以加以改进的地方。针对这些不足, 笔者基于克莱因和奥利维的研究^[5], 对中国 1996—2006 年 11 个资本交易大类下的 43 个资本交易小项的资本账户开放状况进行了测度, 并对其变化规律进行了分析。其次, 笔者利用改进的爱德华兹模型, 使用基于状态空间模型和卡尔曼滤波 (Kalman filter) 的时变参数估计方法, 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了考察。同时, 笔者还对不同时期影响中国实际资本账户开放程度的因素, 特别是名义的资本账户开放对实际资本账户开放的影响进行了分析, 以期在准确度量我国资本账户开放程度的同时, 能对两种类型的资本账户开放水平的相

互作用的逻辑关系加以分析, 并能对影响我国资本账户开放程度变化的外部因素加以准确界定。

二、中国名义资本账户开放程度的测度

基于克莱因和奥利维的研究^[5], 笔者首先对中国名义资本账户开放程度进行测量。计算公式为:

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

式中, $open$ 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; N 代表资本项目开放中考虑的资本交易项目总数, 在此只考虑中国 11 个资本大项交易下的 43 个资本交易子项; $P(i)$ 代表第 i 子项的开放程度, 在此用四档取值法进行表征。取值为 0 说明该资本交易项目基本没有管制, 取值 1/3 说明有较少管制, 取值 2/3 说明有较多管制, 取值 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。

由于我国资本交易管制情况数据的缺失和统计口径的不一致, 笔者仿照金萃的做法^[11], 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, 笔者考虑了 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地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, 笔者将 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, 以期能更为全面地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账户开放程度的变化时, 本文视政策调整的幅度进行取值, 重大的政策调整, 笔者取值

2/3, 一般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。^①当符号为正时, 表示资

本管制程度增加, 开放程度降低, 反之表示开放程度提高。结果见表 1。

表 1 1996—2006 年中国名义资本账户开放程度的测量

年 份		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	0	- 1/3	0	- 1/3	- 1/3	- 4/3
	流入	0	0	0	0	0	0	- 1/3	0	1/3	0	0	0
资本市场 证券交易	流出	0	0	0	0	0	- 1/3 - 1/3	0	0	- 1/3 - 1/3	- 1/3	- 1/3	- 6/3
	流入	0	0	0	0	0	0	1/3 - 1/3	0	0	0	0	0
商业与 金融信贷	流出	0	0	1/3 2/3	- 1/3	0	- 1/3	- 1/3	0	0	0	0	0
	流入	0	0	1/3	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	0	0	0	0	0	0	0	- 1/3	- 1/3	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	- 1/3
个人资 本流动	流出	0	0	0	0	0	0	0	0	- 1/3	- 1/3	0	- 2/3
	流入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	- 1/3	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

说明: 单元格中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, 限于篇幅, 具体内容未予列出。读者可向作者索取。

资料来源: 根据金萃^[11]、普拉塞德和魏 (Prasad and Wei)^[12] 及历年《外汇管理年报》资料编制。

从表 1 可以看出, 我国名义资本账户的开放具有以下几个特点。首先, 资本账户开放是一种审慎、渐进式的开放, 整体上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。其次, 资本账户开放的非对称性明显。对外开放的领域主要集中在直接投资、直接投资清盘、非居民在境内购买证券、居民向非居民提供商业信贷等, 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。2001 年以前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。之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。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。最后, 我国资本账户开放的进程是与我国所处的国内国际环境的变化高度统一的。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, 在亚洲金融危机后到 2000 年之前, 没有大的政策法规的出台, 而且在 1998 年, 我国对资本账户的管制还有所加强。2001 年以后, 我国国际收支态势良好, 对证券投资流出的限制也不断相应放松。此后随着国际收支顺差不断增大, 为缓解资本过量流入造成的货币政策独立性和汇率升值的压力, 我国又相继出台了一

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

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。

三、中国实际资本账户开放程度的测度

在这一部分,笔者基于爱德华兹和卡恩所建立的半开放国家的利率决定模型^[9],使用基于状态空间模型和卡尔曼滤波的时变参数估计方法,同时考虑估计的内生性和序列相关问题,对我国实际资本账户的开放程度进行分析。

(一) 理论模型

爱德华兹和卡恩认为,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:

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

式中, 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; φ 的大小反映了资本账户开放程度的高低。当 φ 等于 1 时,表示资本完全自由流动,国内市场的出清利率与经过汇率调整后的国际利率趋同,当 φ 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, φ 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 φ 的大小来衡量中国实际资本账户的开放程度。

在计算 φ 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:

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

对于完全封闭条件下国内市场的出清利率,爱德华兹和卡恩建议用下面的方法推导。^[9]

考虑如下形式的货币需求函数:

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

式中, 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:

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

使得式 (4) 和式 (5) 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:

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

式中, NCM 为私人净资本流入。由式 (4)、式 (5) 和式 (6) 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的情况下,我们便可以将式 (3) 和式 (7) 代入式 (2),从而估计出一国的资本市场开放程度 φ 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,不能直接对式 (2) 进行估计。对此,可按照哈奎和蒙蒂尔提出的方法^[10],首先将式 (7) 代入式 (2),得到 i 的表达式。再将其带入货币需求方程式 (4),进行整理得:

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

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

对式 (8) 进行估计,通过计算 φ 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

由于中国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能够反映出这种变化。因此,本文采用时变参数模型来对式 (8) 进行估计,样本跨度为 1990 年第 1 季度—2006 年第 4 季度。

注意到式(8)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, 因此笔者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式(8)的残差项不相关, 笔者选择常数项、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。

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。本文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 ρ 的估计, 笔者采用 Cochrane-Orcutt 迭代的方法来进行计算。虽然卡尔曼滤波估计中, ρ 的取值是不断变化的, 但麦克尼里斯和尼夫特西 (McNelis and

Neftci) 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。^[13]

笔者以如下的量测方程和状态方程来进行卡尔曼滤波的估计。该量测方程为:

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

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法估计的系数给出。为了更好地看出我国实际资本账户开放程度随时间变化的趋势, 本文以作图的形式给出 φ 的大小, 结果如图 1。

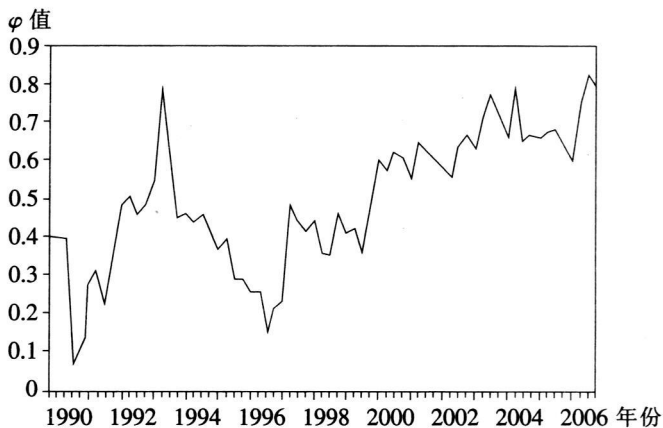


图 1 中国 1990—2006 年实际资本账户开放程度的变化情况

从图 1 可以看出, 衡量我国实际资本账户交易程度的 φ 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。结果详见图 2~ 图 5。

运用图 2~ 图 5, 本文可以将 1990—2006 年我国实际资本账户开放的情况分为以下几个阶段。

1990—1996 年。在这一时期, 人民币经常项目尚未实现完全的可兑换, 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,但由于中国出现了新一轮的经济过热,第四季度通胀率比美国高出了近8个百分点(见图2),汇率贬值预期形成,调剂汇率不断下跌。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,直接结果便是资本流动性的突然飙升。此外,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,汇率贬值预期逐渐消失(见图3),中美两国利率水平和价格水平也逐渐拉近(见图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。

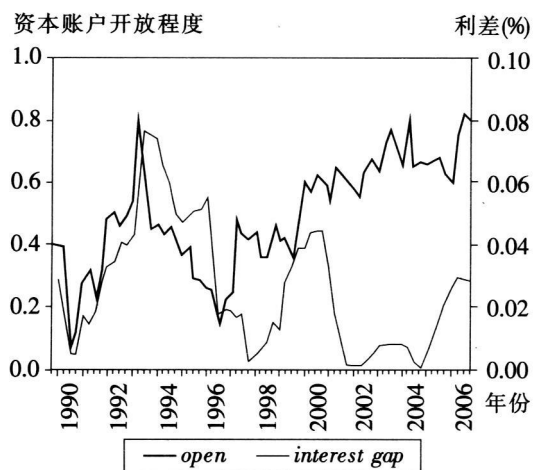


图2 实际资本账户开放与利差的变化关系图

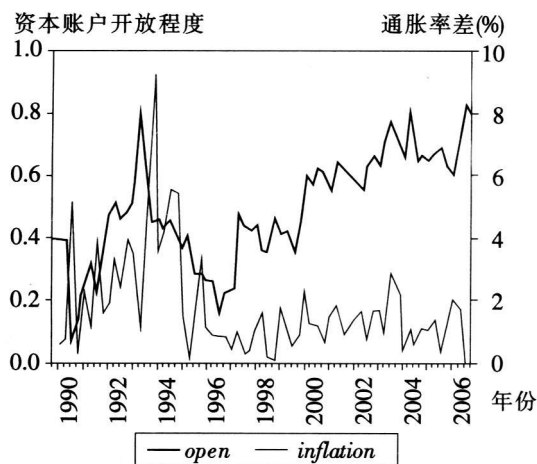


图3 实际资本账户开放与通胀率差的变化关系图

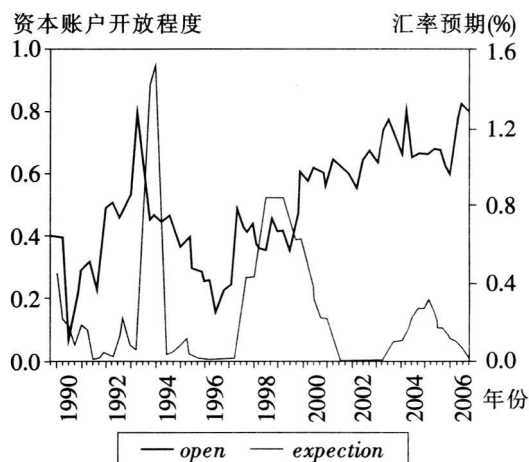


图4 实际资本账户开放与汇率预期的变化关系图

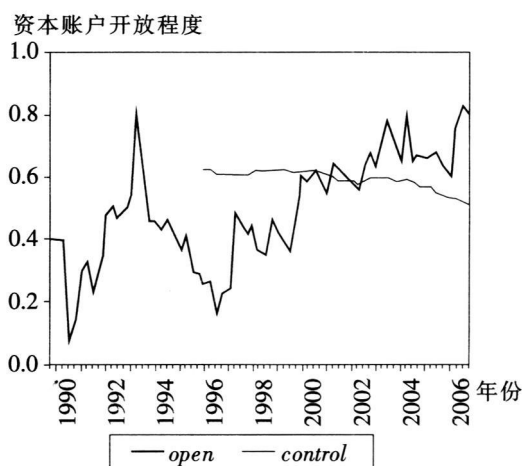


图5 实际与名义资本账户开放的变化关系图

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地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(见图3)。此外,为刺激消费拉动内需,央行连续降息,导致中美之间利差逐渐拉大(见图4)。利差和汇差的双重收益极大地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,实际资本账户开放程度进一步提高的利益诱因

有所消失。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1.2%迅速拉大到2000年底的4.4%,这又对资本的流动提供了必要的利益诱因,资本外流的数量有所增加,这又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。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(见图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,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。

四、从名义和实际资本账户开放的差异看当前我国资本管制的“两难”选择

从以上分析可以看出,在存在着较高的国际国内利差和汇率变化预期的情况下,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进行跨国流动,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,为继续维持资本管

制的有效性,一国行政当局势必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。但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,资本管制的直接行政成本也会相应增加。同时,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,其仍是一种资源配置的扭曲形式。在严格资本管制的情况下,国内企业面临融资约束、“竞争激励”效应丧失,非法资本外逃还会派生出“寻租”需求和地下交易,这些都构成了严格资本管制下高昂的间接成本。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便是很好的说明。这一时期,虽然部分年份存在着一定的人民币升值预期,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地中和了汇率预期引起的资本流动。这一时期我国实际资本账户开放程度不断升高的一个很重要的原因就是我国对资本市场、债券市场以及对外直接投资管制的放松。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增长了近18倍。^①

在我国资本市场发育尚未完善、金融监管体系不够健全的情况下,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,生产领域中所能够吸纳的直接投资毕竟有限,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,形成经济泡沫并加以膨胀。一旦泡沫破裂,容易对我国经济形成收缩性冲击。另一方面,随着国际资本跨境流动的

① 根据2001年、2006年《外汇管理年报》整理计算。

加剧,不同国家间价格、汇率和利率的联动机制增强,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资产价格的波动,形成较大的资本流动性风险。在当前我国对外部金融冲击抵御力有限的情况下,一旦遭受外部冲击,资本的流动性风险可能迅速体现,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非常大。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需要着重解决的几个问题。

五、结论和政策建议

综上所述,对于我国资本账户的开放情况,本文得出如下结论和政策建议:

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。

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变化预期的情况下,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。这造成了当前我国资本管制的“两难”境地。

3. 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、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,我国应进一步推动资本账户的全面开放以形成有效的资源配置机制。只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全面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,加大利率市场化改革步伐,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] C. Cottarelli, C. Giannini. Credibility without Rules? Monetary Frameworks in the Post Bretton Woods Era [Z]. IMF Occasional Paper, No 154, 1997
- [2] GM Miles† Ferretti, V. Grilli. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls [Z]. IMF Working Papers No 95/31, 1995
- [3] D. Rodrik. Who Needs Capital Account Convertibility? [A]. Stanley Fischer, et al. Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? [C]. Essays in International Finance No 207, May, 1998
- [4] D. Quinn. The Correlates of Change in International Financial Regulation [J]. American Political Science Review 1997, (91): 531-551.
- [5] M. Klein, G. Olivei. Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth [Z]. NBER Working Paper No 7384, 1999
- [6] M. Feldstein, C. Horioka. Domestic Saving and International Capital Flows [J]. Economic Journal, 1980, (90): 314-329.

- [7] A. Kraay. In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization [Z] . Unpublished, Washington: World Bank, 1998.
- [8] G. Bekaert. Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets [J] . World Bank Economic Review, 1995, 9 (1): 75–107.
- [9] S. Edwards, M. S. Khan. Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework [Z] . NBER Working Paper Series No. 1531, 1985.
- [10] N. Haque, P. Montiel. Capital Mobility in Developing Countries-Some Empirical Tests [Z] . IMF Working Papers No. 90/117, 1990.
- [11] 金荣. 中国资本管制强度研究 [J] . 金融研究, 2004, (12) .
- [12] E. S. Prasad, Wei S. J. The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations [Z] . IMF Working Paper No. 05/79, 2005.
- [13] P. McNelis, N. Salih. Policy Dependent Parameters in the Presence of Optimal Learning: An Application of Kalman Filtering to the Fair and Sargent Supply-Side Equations [J] . The Review of Economics and Statistics, 1982, (64): 296–306.

(责任编辑: 王碧峰)

ESTIMATING THE OPENING LEVEL OF CAPITAL ACCOUNT IN CHINA

LEI Da, ZHAO Yong

(School of Economics, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: Accurate judgment of opening level of capital account in China is fundamental premise of correlatively theoretical research and decision-making analysis. When estimating the opening level of China's capital account from both name and reality, we find that: (1) Current nominal capital supervision level in China is medium, but practical opening level of capital account is much higher than that of nominal one; (2) Considering bigger arbitraging space at present, the effectiveness of capital supervision is hard to maintain in the long term even though there is more rigorous supervision; (3) Although reinforcing capital supervision is difficult to control practical arbitraging capital flow, gradual loose of capital supervision measure tends to result in rapid enhance of practical capital fluidity, which has led to the “dilemma” of current capital supervision policy in China.

Key Words: openness of nominal capital account; openness of practical capital account; the Kalman filtering