

资本账户开放:影响因素与国际经验

彭红枫 谭小玉 占海伟

摘 要:采用政策法规名义测度法和经济指标事实测度法来衡量资本账户开放程度,并利用基于 FGLS 估计的面板固定效应模型对 G20 国家资本账户开放程度的影响因素进行了实证分析,在此基础上,得到国际经验规律下中国资本账户开放程度应达到的理论水平,并将其与实际值进行对比分析。结果表明,发达国家与发展中国家资本账户开放度的影响因素存在共性,同时也有一些差异。其中一国的经济发展水平、GDP 的波动、金融市场发展水平、通货膨胀率、外汇储备水平以及经济冲击是共同影响因素,而贸易开放度、汇率制度弹性、政治环境等因子的作用存在着差异。不同测度法下资本账户开放程度的显著影响因素有所不同,二者反映了一国资本项目流动与管制不同层面的信息。根据国际经验规律,当前我国进一步推动资本账户全面开放的时机尚未成熟。

关键词:资本账户开放度;宏观经济因素;政治环境因素

中图分类号:F83 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-7320(2018)02-0119-11

基金项目:国家社会科学基金重大项目(16ZDA032);“泰山学者”工程专项经费项目

一、引 言

在人民币国际化进程中,资本账户开放始终是一个重要议题。资本账户开放有助于促进国内经济增长,实现国际风险分担。1971 年以来,发达国家纷纷开放资本账户,并取得了切实的收益。国际货币基金组织(IMF)曾积极鼓励过世界各经济体开放资本账户,然而,很多发展中国家在开放资本账户之后,出现了大幅度的金融波动,甚至引发了严重的金融危机。2011 年 4 月,IMF 于报告中提出,对资本账户开放的支持应采取审慎的立场,各国应结合自身国情,在必要的时候进行资本管制,从而应对大规模资本流入的危机。

中国政府对于资本项目开放的态度是相对谨慎的,在 1996 年基本实现经常项目下人民币可兑换后,政府开始有计划、逐步地推动人民币资本账户的开放。目前我国资本与金融项目开放的程度依然比较有限:按照 IMF 的分类,在资本账户 7 大类 40 个子项中,目前中国基本可兑换 14 项,部分可兑换 22 项,不可兑换仅有 4 项,但这些管制集中于私人外汇汇兑、国际资本投资和资本市场交易等核心领域;国内外学者对于中国资本账户开放水平的测算结果也表明,中国的资本账户仍然受到较多管制,开放程度仍然较低^[1](P222-238)^[2](P19-22)^[3](P68-76)^[4](P548-574)^[5](P134-148)。目前,国内一些学者认为我国加速资本账户开放的时机基本成熟^[6](P9-12)^[7](P70-82),也有观点认为当前改革的时机和条件尚未成熟^[8](P3-6)^[9](P35-39)^[10](165-176)。在这种背景下,研究资本账户开放程度的影响因素很有必要。通过结合国际经验和中国的发展状况,从宏观经济层面和政治环境层面分析影响资本账户开放程度的因素,对于评估我国当前是否具备了进一步推动资本账户开放的条件,确定不同阶段资本账户开放的适当水平,并合理安排资本账户开放的路径,具有重要意义。

本文在国内外现有研究的基础上,通过运用二十国集团的面板数据来分析资本账户开放程度的影

响因素,探究资本账户改革的普遍规律,以此为中国政府合理有序地推进资本账户开放提供理论依据和决策参考。

二、文献综述

学术界对资本账户开放的相关问题展开了广泛的讨论和研究,本文主要从资本账户开放程度的测算、资本账户开放程度的影响因素和中国资本账户加速开放的条件是否成熟三个方面对已有文献进行评析。

(一) 资本账户开放程度的测算

总结现有的研究成果,对于资本账户开放程度的衡量主要可以分为三大类衡量方法:(1)政策法规名义测度法(De jure Indicators),部分文献中也称“约束型测度”;(2)事实指标测度法(De facto Indicators),部分文献中也称“开放型测度”;(3)混合测度法。

所谓的政策法规测度法,是指根据各国对于资本账户的流入流出的相关管制的法律和法规的管制程度来确定一国的资本账户开放程度。IMF官方的《汇率制度安排与汇率管制年度报告》提供了183个国家多年的管制信息数据,成为“政策法规测度法”的主要信息来源,以下简称《管制年度报告》。Quinn & Indan^[11](P771-813)通过对资本账户子项目限制强度进行细致的划分,从代表0的完全禁止到2的资本账户自由,反映一国资本账户管制强度的变化情况。Chinn & Ito^[12](P309-322)利用主成份分析法构建了全面反映一国资本与金融账户开放程度的Kaopen指数。Steinberg & Karcher^[13](P128-137)在Kaopen指数的基础上进行了修正,其提出的Ckaopen指标仅包含当期的政策信息,以减少潜在的测度误差。张春宝和石为华^[14](P28-33)借鉴了Quinn指标的管制强度和K-O指标的管制占比思想,结合中国情况,构建了更适合中国的资本账户开放衡量程度指标。

事实指标实际测度法,是通过利用替代性的经济指标变量来衡量一国的资本账户的开放程度,可以视为是一种间接性的测度。Horioka & Feldstein^[15](P314-29)提出的F-H条件,通过考察一国的储蓄率与投资率之间的关系来衡量一国资本账户开放的程度。Khan & Edwards^[16](P377-403)提出利息率差异法,通过分析国内利率和国际利率是否满足利率平价及其偏离程度来衡量一国资本账户的受管制水平。Lane和Milesi-Ferretti^[17](P223-250)用国外总资产和总负债之和同GDP的比值来度量一国资本账户的开放水平。王国松和曹燕飞^[3](P68-76)将实际年收益率纳入到Helene & Helmut的资本账户开放度评测模型中计算出我国在1982年到2010年之间的资本账户开放度是45.86%,处于近半开放状态。

部分学者将名义测度和实际测度相结合,构造混合测度法衡量资本账户开放程度。如Dreher^[18](P1091-1110)构建的Economic Integration Index,对实际资本流动和政策法规限制状况指标分别赋予了50%的权重。

(二) 资本账户开放程度的影响因素

一系列适当的金融工具、金融机构和金融政策改革的配合是保证一个成功且可持续性的资本账户开放进程的前提。从资本账户开放的前提条件角度出发,学者们主要从宏观经济因素和政治环境因素两方面研究资本账户开放程度的影响因素。

一方面,从资本账户开放的动机入手,学者们对影响资本账户开放程度的宏观经济变量进行了分析。Alesina & Summers^[19](P151-162)、Grilli & Milesi-Ferretti^[20](P54-88)发现,为了获取高额税收、保持较低的国内利率,政府越庞大、国民收入越低、央行独立性越低的国家,实行资本管制的可能性越大。Leblang^[21](P435-454)指出,当一国实行固定汇率制且拥有较少的外汇储备时,实行资本管制的可能性更大。姜波克^[22]发现,当短期资本流动占比较高时,金融开放更容易导致严重的后果。Bumann & Lensink^[23](P143-162)发现,只有当金融深化程度较高时,资本账户开放才会有效降低收入分配不均。而熊芳和黄宪^[24](P57-62)认为,较高的金融发展程度并非资本账户开放的必要条件,资本管制的放开会反过来促进健康稳定的金融发展。近年来,一些学者分析了多种宏观经济变量对资本账户开放程度的影

响。朱冰倩和潘英丽^[25](P14-23)分析了经济发展水平、国内金融市场深度、金融市场流动性和多样性、对外投资规模、宏观经济稳健性以及外汇储备充足程度这6个宏观经济变量对资本账户开放的影响,提出我国应该坚持有限且定向的资本市场开放。王曦等^[7](P70-82)研究了资本流出和流入项目开放程度的影响因素,发现当一国经济发展程度越高、通货膨胀率越低、贸易开放程度适中、政治民主程度越高时,将同时有利于资本流出项目和流入项目的开放;而对外净资产头寸越大,则越有利于资本流出项目的开放。郭桂霞和彭艳^[26](P42-58)研究表明,对于国家层面,经济金融发展水平、对外开放程度和制度建设水平对资本账户开放的效果具有门槛效果;而经济发展水平和对外开放程度会影响省际层面的资本账户开放效果。

另一方面,资本账户的开放程度还受到政治环境因素的影响。马西森^[27]发现,国家经济政策的可信度和一致性对于资本账户开放的可持续性具有重要影响。Klein^[28]发现,制度环境较好的国家更有利于推进资本账户开放。Pandya发现,提高民主程度有利于资本账户开放促进^[29]。Trabelsi & Cherif^[30](P141-151)指出,只有当一国具备发达的制度环境和高效率的私人部门时,资本自由流动才会促进经济增长。

良好的宏观经济条件是资本账户开放的基础,而配套的政治环境保证了资本账户开放可持续性。尽管部分学者在资本账户开放的影响因素中同时将两方面指标列入考虑范围,但并未系统地将这两类指标进行区分,分别考虑经济因素和政治因素对资本账户开放程度的影响。同时,关于政治环境对资本账户开放程度的影响,学者多从单方面进行考虑,缺乏对一国政治环境综合性的测评。

(三) 中国资本账户加速开放条件是否成熟

对于目前中国是否已经具备了资本账户加速开放的条件,不同学者的观点存在较大差异。一些学者认为当前应加速推动资本账户开放。中国人民银行调查统计司课题组^[6]认为,对比于其他国家资本账户开放的经验和基于一系列判断标准,当前我国资本账户已具备了持续开放的条件。杨荣海和李亚波^[5](P134-148)探讨了资本账户开放在人民币国际化进程中的“货币锚”作用,认为加速资本账户开放有助于推动人民币国际化。也有一些学者认为我国资本账户加速开放的条件尚未成熟。邓敏和蓝发钦^[31](P120-133)利用门槛模型发现诸多子项目如组合投资流入与国际直接投资流出等项目的开放条件尚未成熟。余永定强调目前并未出现推动资本账户开放的战略机遇期,并且在当前的国际政治环境和经济形势下很难给出资本项目放开的时间表。程惠芳等^[10](P165-176)认为在我国当前的金融改革中,应首先进行浮动汇率制改革,保持有限的资本账户开放程度,从而降低货币危机风险。

尽管学者们对资本账户开放进行了深入的研究,但仍存在以下不足:第一,关于资本账户的开放程度的衡量,最普遍的方法是政策法规名义法和经济指标实际法,二者都存在一定的缺陷,单独使用其中一种度量指标可能会造成不同研究的结论相悖。第二,对于资本账户开放程度的影响因素,学者们大多从宏观经济因素和政治环境因素中的一个角度出发,鲜有学者将两方面的影响相结合并加以区别,全面地分析资本账户开放程度的影响因素。

鉴于此,本文将同时利用政策法规名义法和经济指标实际法衡量资本账户开放程度,综合考虑宏观经济和政治环境两个层面来分析影响资本账户开放程度的因素;在此基础上,评估作为样本外国家的中国基于这些国家的普遍经验的理论开放状态与实际开放情况之间的关系;最后,根据实证分析结果,对中国资本账户改革提出政策建议。

三、理论分析与模型构建

(一) 资本账户开放度影响因素的理论分析

已有研究通常将影响资本账户开放程度的因素分为宏观经济因素和政治环境因素两大类,具体包括以下影响因素:

1. 宏观经济结构因素

(1)经济规模变动。当一国的GDP出现较大波动时,政府势必加强对于资本项目等一系列经济活动的管制,以防止经济波动继续蔓延下去。因此,一国GDP的波动加剧可能会加强政府对于资本账户的管制程度,从而对资本项目自由度产生负向影响。

(2)经济发展程度。经济发展程度的提高可以加强一国对于境外资本流入的吸引力,确保其具有较为稳定的收益。同时,经济发展程度的提高,有助于提升一国法律规范程度和监管有效程度,从而有效降低资本账户开放的风险,保障资本项目自由化的安全性和稳定性。

(3)国际收支与储备。传统观点认为,一国持有的外汇储备越多,其应对资本冲击、维护经济稳定的能力就越强,因此国际储备的充足程度对于资本账户开放具有促进作用。然而,在资本管制较为严格的国家或者地区,资本管制使得外币资产不能自由的流出,导致其沉淀形成巨额的外汇储备,在这种情况下,国际储备对资本账户开放的促进作用不再成立。因此,国际储备状况对于一国资本账户开放的影响方向并不确定。

(4)通货膨胀状况。高通货膨胀率会使一国货币贬值,对经济发展具有不利影响,会降低一国对于国际资本流入的吸引力,同时促使国内资本加速外逃。较为严重的通货膨胀会严重冲击国民经济,加剧经济动荡,使得政府加强对于资本项目的管制。总体而言,较低并且稳定的通货膨胀率是一国减少资本项目管制、推动资本账户逐步开放的重要条件。

(5)贸易开放程度。Levy-Yeyati & Sturzenegger^[32](P1603-1635)的研究表明,资本项目和经常项目之间存在相互促进的作用。但进一步的研究表明,二者之间可能并非是简单的线性关系,邓敏和蓝发钦^[31]发现,贸易开放度对资本项目自由化的推动作用存在阈值,贸易过度开放会对资本项目开放带来部分冲击和阻碍。因此,本文将同时引入贸易开放度的一次项和二次项,以捕捉可能存在的倒U型关系。

(6)汇率制度弹性。根据传统“三元悖论”理论,一国不能同时实现固定汇率制度、货币政策独立性以及资本项目自由流动这三个目标,只能选择其中两个目标。同时,汇率水平的相对稳定是一国减少资本账户管制的重要条件之一。然而,众多学者指出,现实世界中并没有任何国家实施完全的固定汇率制度、资本项目的绝对自由流动或绝对的货币政策。综合以上因素考虑,汇率制度的弹性对于资本账户的开放程度的影响尚不确定。

(7)金融市场发展程度。一国实施资本项目管制的重要原因之一是减少国际投机资本对本国金融市场的冲击,防范由于资本冲击导致的金融危机,国内金融市场的发展有利于提升一国应对资本冲击的能力,避免出现系统性风险。因此,金融市场发展程度的提高对于资本账户开放具有正向的促进作用。

(8)经济冲击。一国在经济出现较大的波动和冲击,尤其是源于外部因素的冲击时,会加强对于资本项目的管制。因此,一国受经济冲击的影响越大,其面临的货币冲击越大,一国的资本账户开放度越倾向于收紧。同时,在出现全球性金融危机冲击时,其他因素对于资本项目开放的影响可能会发生明显变化,模型中应加入代表经济冲击的虚拟变量。

2. 政治环境因素

(1)政治民主程度。政治环境因素对于资本项目自由化的进程也有着重要影响。一些研究指出,民主程度较高的国家比集权国家更有可能推动资本项目的开放^[33](P289-334)。同时,也有学者指出,民主程度较高的国家倾向于受到本国利益集团的影响,在经济发展程度不同的国家,利益集团对于资本账户开放程度的利益诉求是不同的:在经济较为落后、容易受到国际资本冲击的地区,既得利益集团倾向于加强资本项目管制;而在经济较为发达的地区,利益集团的诉求则可能是推动资本项目开放^[34](P2000)。

(2)政治稳定状况。一国的稳定程度作为其经济运行的基础,对于资本项目自由化进程也有明显的影响。若一国政治动乱,国内不同地区之间存在严重的冲突、暴力事件频发,或者与周边国家存在战争冲突,其资本项目乃至其整体国民经济的发展都会受到影响。一国的政治稳定是其初步推动资本项

目开放的重要因素。

（二）资本账户开放度影响因素的模型构建

1. 变量选取和数据说明

关于资本账户开放程度的测度,政策法规名义测度法和经济指标事实测度法各有优劣,为了保证结果的准确性,本文将同时使用上述两种方法进行度量。其中名义测度选取 Karcher & Steinberg^[13] (P128-137)提出的 CKAOPEN 指数,事实指标测度选取 Lane & Milesi-Ferretti^[17] (P223-250)提出的总量法,即通过利用国外总资产与国外总负债之和占 GDP 的比重来测度一国的资本项目的开放程度。

根据上述对资本账户开放程度影响因素的理论分析,本文选取的变量和数据来源见表 1。其中,金融市场发展程度是根据 Svirydzenka^[35] 构造的金融发展指数数据库,利用多个指标进行加权平均构造出的综合衡量指标;汇率制度弹性是综合 IMF 公布的《年度管制报告》分类法和 Reinhart & Rogoff^[36] (P1-48)提出的 RR 分类法对各国汇率制度弹性进行评估;政治民主程度指标选自 Polity IV Project 数据库中的 Polity2,该指标用来衡量一国政治体制开放与民主程度的综合水平;政治稳定程度为 MEVP (Major Episodes of Political Violence) 数据库中的指标 ACTOTAL,该指标依据一国国内社会矛盾程度、一国不同地区之间的冲突与暴力事件以及与其他国家的战争等评估一国的稳定程度。

表 1 变量说明和数据来源

	变量名	变量符号	变量说明	数据来源
被解释变量	名义测度	<i>De_jure</i>	数值越高,开放程度越高	Karcher & Steinberg ^[13] (P128-137)
	事实测度	<i>De_facto</i>	数值越高,开放程度越高	Lane & Ferretti ^[17] (P223-250)
解释变量	经济规模波动	<i>Ecosize</i>	经 PPP 调整的 GDP 的波动	WDI
	经济发展水平	<i>Ecodev</i>	实际人均 GDP	WDI
	通货膨胀率	<i>Inf</i>	GDP 平减指数	WDI
	外汇储备	<i>Res</i>	相对 GDP 的比值	WDI& 各国央行
	贸易开放度	<i>Trade</i>	进出口总额与 GDP 的比值	WDI
	金融市场发展程度	<i>FD</i>	基于多个指标衡量	Svirydzenka ^[35]
	经济冲击哑变量	<i>Shcok</i>	包括货币危机、银行系统危机等	Laeven & Valencia ^[37] (P225-270)
	汇率制度弹性	<i>Ex</i>	数值越高,汇率制度弹性越大	Reinhart & Rogoff ^[36] (P1-48)
	政治民主程度	<i>Demo</i>	数值越高,民主程度越高	Polity IV
	政治稳定程度	<i>Polsta</i>	数值越高,动乱程度越高	MEPV 数据库

本文实证分析的样本是 20 国集团的相关数据,既包括传统的 OECD 国家,也包括和中国经济发展状况相近的新兴发展中国家,样本期为 1980 到 2014 年。由于俄罗斯在样本期间内多个变量数据的缺失,因此最终选择除俄罗斯和欧盟外的 18 个国家作为研究样本。

2. 模型构建

在确定了被解释变量与解释变量后,本文对资本账户开放度影响因素模型的基本形式设定如下:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 ecosize + \beta_2 ecodev + \beta_3 inf + \beta_4 res + \beta_5 trade + \beta_6 trade^2 + \beta_7 fd + \beta_8 shock + \beta_9 ex + \beta_{10} demo + \beta_{11} polsta + \varepsilon_{it}$$

(1)

其中 i 表示国家, t 表示时期, y_{it} 是分别利用两种方法测算得到的资本账户开放程度。

四、资本账户开放的国际经验分析

由于发达国家和发展中国家在经济、金融市场发展、法律法规完善程度等方面都存在较大差异,本文将样本分为发达国家和发展中国家进行实证分析。发达国家包括澳大利亚、美国、英国、法国、德国、意大利、加拿大、日本与韩国等 OECD 成员国;发展中国家包括阿根廷、巴西、墨西哥、印度、印度尼西亚、沙特阿拉伯、南非和土耳其。为了能更好地评估中国资本账户改革的各项条件是否成熟,本文在实证分析时将中国作为样本外国家,根据实证结果计算出中国资本账户开放程度的理论值,将其与开放度的实

际值进行对比分析,进而为中国资本项目改革的具体方向和措施提供建议。

对(1)式的面板模型进行 Hausman 检验的结果显示,在 1% 的显著性水平下应建立固定效应模型,因此本文分别对两个面板数据样本采用固定效应模型进行回归。由于分样本的面板数据具有典型的 T 大于 N 的特征,即“长面板”数据,因此需要首先考虑面板数据是否存在异方差、序列相关和截面相关问题,否则会影响估计结果的准确性。本文分别采用似然比检验法、Wooldridge^[38]提出 F 检验和 Breusch-Pagan LM 检验法对组内异方差性、组内自相关和截面相关性问题进行检验。根据表 2 的检验结果,无论是发达国家还是发展中国家的面板数据,均存在“长面板”异方差、序列相关和截面相关问题。因此,本文使用可行广义最小二乘法(FGLS)对面板模型进行估计,以控制上述潜在问题,并通过 LSDV 法加入个体虚拟变量,从而充分利用扰动项的信息,获得更为准确和有效的估计结果。

表 2 残差项的检验结果

检验类型	Dejure Model				Defacto Model			
	发达国家样本		发展中国家样本		发达国家样本		发展中国家样本	
	检验统计量 数值	P 值	检验统计量 数值	P 值	检验统计量 数值	P 值	检验统计量 数值	P 值
组间异方差 检验	303.80	0.0000	572.66	0.000	916.28	0.0000	129.58	0.000
组内序列 相关检验	8.676	0.0186	100.485	0.0000	11.146	0.0103	154.216	0.000
截面相关 检验	195.678	0.0000	117.261	0.0000	130.325	0.0000	20.694	0.008

(一) 发达国家资本账户开放度影响因素模型

对发达国家的面板模型进行回归,得到的结果如表 3 所示。可以看出,对资本账户开放程度存在显著正向影响的变量包括:经济发展程度和金融市场发展程度;而对资本账户开放度存在显著负向影响的变量包括一国的 GDP 波动、通货膨胀率和经济冲击等。

表 3 发达国家的面板回归结果

变量	(1) dejure	(2) defacto	变量	(1) dejure	(2) defacto
<i>ecosize</i>	-2.443 *** (0.535)	-1.313 ** (0.581)	<i>polsta</i>	0.0155 (0.0138)	-0.342 (0.733)
<i>ecodev</i>	2.693 *** (0.603)	1.711 *** (0.605)	<i>country2</i>	2.033 *** (0.333)	-0.173 (0.289)
<i>inf</i>	-1.264 *** (0.436)	-0.0901 * (0.0542)	<i>country3</i>	3.172 *** (0.709)	2.089 *** (0.740)
<i>res</i>	0.0258 (0.0362)	0.546 *** (0.0916)	<i>country4</i>	4.682 *** (0.812)	1.578 * (0.872)
<i>trade</i>	-0.967 (0.954)	8.163 *** (1.185)	<i>country5</i>	2.864 *** (0.700)	1.099 (0.694)
<i>trade</i> ²	1.544 ** (0.732)	-4.225 *** (0.898)	<i>country6</i>	5.766 *** (1.081)	2.736 ** (1.164)
<i>fd</i>	0.630 *** (0.158)	1.476 *** (0.232)	<i>country7</i>	0.904 (0.604)	-0.0102 (0.550)
<i>shock</i>	-0.457 *** (0.124)	-3.320 *** (0.635)	<i>country8</i>	3.951 *** (0.662)	4.932 *** (0.805)
<i>ex</i>	0.0391 (0.0268)	-0.0361 (0.0297)	<i>country9</i>	7.539 *** (1.457)	3.946 ** (1.579)
<i>demo</i>	0.0272 ** (0.0132)	-0.000409 (0.00871)	<i>Constant</i>	39.06 *** (8.198)	16.57 * (9.494)
Observations	279	279	Wald chi2(20)	469.82	773.36
			Prob > chi2	0.0000	0.0000

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著,下同。

当以名义测度 *dejure* 作为资本账户开放程度的度量时,在 5% 的显著性水平下,政治民主程度对发达国家的资本账户开放程度存在显著的正向影响。但是由于发达国家在样本期初该指标已经达到一定的水平,因此其系数值相对较小。

从贸易开放度指标来看,其对名义测度 *dejure* 衡量的资本账户开放度的影响不显著,但对事实测度 *defacto* 衡量的资本账户开放度具有显著的影响,其一次项的系数为正而二次项的系数为负,这与邓敏和蓝发钦^[32]的研究结论一致,说明贸易开放度对资本账户开放程度的影响为倒 U 型的非线性关系,当贸易过度开放时,会对资本项目开放带来一定的冲击和阻碍。同时,由于名义测度是根据政策法规限制来度量一国的资本账户开放程度,因此其具有一定的滞后性,对于存在非线性作用的影响因子并不能及时作出回馈。

政治民主程度对资本账户开放程度的名义测度存在显著正向影响,而政治稳定程度在两个测度下对资本账户开放程度均无显著影响。说明对于发达国家,政治环境建设已经较为完善,政治制度的改善不会过多影响一国资本账户开放程度。

(二) 发展中国家资本账户开放度影响因素模型

利用发展中国家的面板数据进行回归,得到的结果如表 4 所示。可以看出,GDP 波动、经济发展水平、通货膨胀率、金融发展程度、经济冲击变量等变量对发展中国家资本账户开放程度的影响是显著的,并且系数的符号与发达国家的回归结果相同。这一结果表明,即使存在诸多方面的差异,发达国家与发展中国家资本账户开放程度的影响因素的作用方向是相对确定的,只是在具体影响程度上存在一定的区别。

表 4 发展中国家的面板回归结果

变量	(1) <i>dejure</i>	(2) <i>defacto</i>	变量	(1) <i>dejure</i>	(2) <i>defacto</i>
<i>ecosize</i>	-1.002 *** (0.273)	-0.560 *** (0.0825)	<i>polsta</i>	0.0361 *** (0.0130)	0.0604 (0.0437)
<i>ecodev</i>	1.226 *** (0.282)	8.128 *** (2.203)	<i>country2</i>	0.827 (0.586)	-0.304 *** (0.0725)
<i>inf</i>	-0.125 *** (0.0272)	-0.0163 *** (0.00567)	<i>country3</i>	2.670 *** (1.010)	-0.360 *** (0.0970)
<i>res</i>	0.0959 (0.109)	0.453 ** (0.191)	<i>country4</i>	2.480 *** (0.943)	-0.420 *** (0.0847)
<i>trade</i>	1.619 ** (0.730)	4.479 *** (0.408)	<i>country5</i>	3.683 *** (0.604)	-0.658 *** (0.0876)
<i>trade</i> ²	-1.199 ** (0.576)	-3.819 *** (0.415)	<i>country6</i>	1.569 *** (0.447)	-0.573 *** (0.0681)
<i>fd</i>	0.581 * (0.317)	1.145 *** (0.176)	<i>country7</i>	0.752 (0.485)	0.751 *** (0.214)
<i>shock</i>	-0.137 ** (0.0669)	-0.0286 *** (0.00817)	<i>country8</i>	-1.082 *** (0.325)	-0.719 *** (0.0867)
<i>ex</i>	0.00695 (0.0113)	0.376 * (0.203)	<i>country9</i>	-0.0834 (0.412)	-0.865 *** (0.0655)
<i>demo</i>	0.0124 ** (0.00553)	0.00917 ** (0.00377)	<i>Constant</i>	15.19 *** (4.720)	-12.12 ** (5.357)
Observations	279	279	Wald-chi2 (20)	1287.81	1243.33
			Prob > chi2	0.0000	0.0000

从贸易开放度指标来看,无论是以名义测度值还是事实测度值作为被解释变量,贸易开放度对资本账户开放均存在显著的非线性影响,这与发达国家的回归结果有所不同,说明对于发展中国家,贸易自由度的影响可以从名义指标和实际指标两方面的影响共同体现。这说明相对于发达国家不会对市场进行过度干预,发展中国家的资本账户开放政策对贸易开放程度更加敏感,政府会根据贸易开放程度对资

本管制政策进行调整,从而保证风险可控。

汇率制度弹性仅对以事实测度衡量的资本账户开放程度具有显著的正向影响,而在名义测度衡量的回归结果中没有显著影响,这反映了两种测度方式存在一定的差异。在以事实测度 defacto 作为被解释变量的回归结果中,汇率制度弹性的系数为正值,但数值较小,这可能是由于现实中各国并不是直接在“三元悖论”假定的三个绝对化政策目标中作出决策,而是部分有弹性地在三个政策指标之间进行选择。

此外,与发达国家相比,政治稳定因素对发展中国家的影响更为显著,这说明对于政治环境建设尚不完善的发展中国家而言,政治稳定性的改善有利于资本账户的进一步放开。

五、中国资本账户开放的模拟分析

通过前文的实证分析,我们分别得到了发达国家和发展中国家资本账户开放程度的主要影响因素。二者存在一些相同之处,如一国的 GDP 波动、经济发展水平、金融市场发展程度、通货膨胀率和经济冲击均是影响资本账户开放程度的显著因素;同时,二者的影响因素也存在区别,贸易开放度、汇率制度弹性和政治稳定程度等因素对发达国家和发展中国家的影响存在一定的差异,如发达国家与发展中国家的资本账户开放程度受到贸易开放度的一次项与二次项的影响有所区别。上述结果对于作为样本外国家的中国具有一定的借鉴意义,通过将中国的相关数据代入回归方程,可以得到基于这些国家普遍经验的中国资本账户开放度的理论值,将该理论值与中国资本账户开放度的实际值进行对比,可以从经验借鉴的角度,分别评价中国资本账户改革政策法规层面和实际经济指标层面的进展。考虑到中国的经济、金融市场等各方面的发展程度与发展中国家更为相似,本文将中国的数据代入到发展中国家影响因素模型的回归方程中,以得到其理论值,结果见图 1 和图 2。

图 1 为使用名义测度时中国资本账户开放度的理论值和实际值的对比,由于所选的面板数据存在显著的固定效应,因此得到的是理论值的区间。可以看出,总体而言,1990 年以来中国资本账户开放度的理论值基本上都高于其真实水平,表明中国的名义资本账户开放度低于国际经验规律下应该达到的理论水平。政策法规名义测度主要反映一国政府对资本账户开放的态度,其变动体现了政府对本国资本管制态度的调整,而并不完全反映资本项目流动的实际变化情况,其变动也并不一定直接由政治和经济形势的变化导致,而是更多地反映了政府对于资本项目改革的态度以及态度的变化。因此,图 1 的结果表明,相较于资本账户开放的国际经验而言,我国对资本项目开放的态度相对较为严厉,相比于类似的政治、经济和金融发展条件下的资本项目开放度的名义测度水平,我国现实的名义测度值是较低的,这说明我国政府应当进一步加强相关法律法规建设,完善资本项目流动管理的基础设施和政策法规,为提升中国的资本账户名义开放度创造条件。同时,从图 1 可以看出,名义测度下中国的资本账户开放度变化非常缓慢,说明该指标存在一定程度的滞后性,与中国资本项目流动的实际情况存在差异。

图 2 为使用事实测度时中国资本账户开放度的理论值和实际值的对比。可以看出,事实测度的理论值基本都低于真实水平。中国的实际资本账户开放度相对高于按照国际经验测算出的水平。经济指标事实测度反映的是一国实际资本项目流动的自由度情况。图 2 显示,我国资本账户开放度总体呈现逐步上升的趋势,并且事实测度下中国的资本账户开放程度基本都高于国际经验水平。这说明,相比于具有类似的政治、经济、金融条件下的其他发展中国家而言,实际经济指标测算的中国资本账户开放程度是偏高的,表明根据国际经验规律,当前中国资本账户开放的节奏过快,而相关的政治、经济与金融条件仍然不够稳固,资本账户全面开放的时机尚未成熟。因此,目前中国应进一步提升综合国力和经济发展质量,推动金融体系深化改革,完善相关政策法规和制度建设,合理安排资本账户开放与利率市场化、汇率市场化等相关改革的顺序,并制定相应的风险防范措施,在各方面条件基本成熟的情况下稳步推进资本账户开放。

通过对比图 1 和图 2,可以发现不同测度的结果存在明显差异:名义测度低于理论值,而实际测度高于理论值。这种差异说明中国的资本账户的政策法规的完善滞后于资本账户的实际开放程度。针对

这种情况,我国应逐步放开政策法规层面的管制,并加强相应的政治、经济与金融发展水平建设,使资本管制程度与实际资本流动情况相匹配。

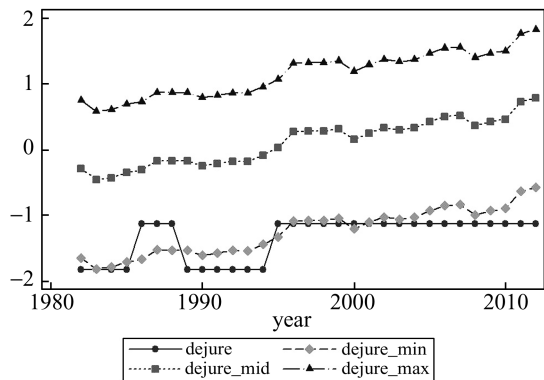


图1 中国资本账户开放度的理论值与实际值对比(名义测度)

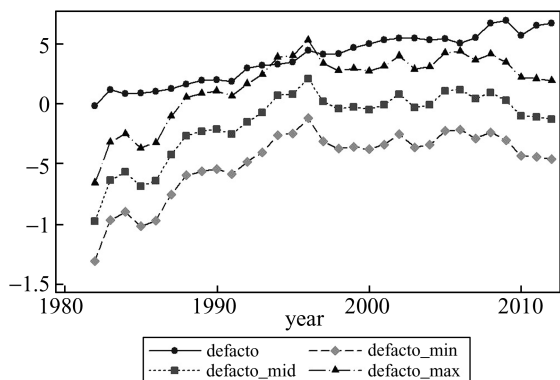


图2 中国资本账户开放度的理论值与实际值对比(事实测度)

六、结论和政策建议

本文同时采用政策法规名义测度法和经济指标事实测度法来衡量资本账户的开放程度,利用基于FGLS估计的面板固定效应模型对G20国家资本账户开放程度的影响因素进行分析,并区分发达国家和发展中国家的样本,在此基础上,对比国际经验规律下中国资本账户开放程度的理论值与实际值评价中国资本项目改革的进程。本文的主要结论包括以下三点:

第一,发达国家与发展中国家资本账户开放度的影响因素存在一定的差异。实证结果显示,无论采用名义测度还是事实测度,一国的GDP波动、经济发展水平、金融市场发展程度、通货膨胀率和经济冲击均是影响资本账户开放程度的显著因素。同时,二者的影响因素也存在一些区别,包括贸易开放度、汇率制度弹性和政治稳定程度等因素的影响有所不同。

第二,政策法规名义测度与经济变量事实测度下一国资本账户开放程度的显著影响因素存在差异。实证结果中,外汇储备状况、贸易开放度、汇率制度弹性和政治稳定性变量在不同测度法下对资本账户开放程度的影响有所不同。

第三,以名义测度衡量的中国资本账户开放度的理论值高于真实值,以事实测度衡量的中国资本账户开放度的实际值高于理论值。这说明相比于其他发展中国家,我国对于资本账户管制的政策法规相对较为严格,相关法律和政策法规的调整存在一定的滞后性,并且根据国际经验规律,当前我国资本账户开放的节奏过快,超过了相应的政治、经济与金融发展水平,推动资本账户全面开放的时机尚未成熟。

结合本文的实证结论,在借鉴其他新兴国家资本账户开放普遍经验的基础上,我们对未来中国资本账户开放进程提出以下建议:

首先,资本账户改革的推进应当与配套的经济、政治环境和金融改革相结合。根据发展中国家的改革经验以及此前学者的研究发现,一国应首先保证国内的政治环境和宏观经济稳定,在此基础上进行金融市场改革。因此,我国应积极促进宏观经济发展,同时,加强相关法律法规的设立与调整,提高国家民主程度和政治稳定性。在此基础上,加强金融市场建设,提高金融体系运行效率和市场监管的有效性,为进一步推进资本账户改革创造有利的条件。

其次,应协调经常项目开放与资本项目开放的关系,注意贸易开放度对资本账户自由化进程的倒U型影响,促使二者协调发展。同时,中国应加强对于资本项目流动的监管,建立相关的管理机构以加强对于实际资本流动的监控,尤其应加强对“地下”资本流动项的管理,及时对相关法律和政策法规进行调整更新,避免监管的法律法规出现滞后的现象。

此外,鉴于与实际资本账户开放程度相比,我国在相关法律和政策法规方面存在的滞后性,我国应在政策层面适当放宽资本管制。目前我国呈现出的非均衡性管制格局,即鼓励资本流入、限制资本流出的政策倾向,政府应逐步降低对资本流出的限制,理性对待资本流入,在控制风险的基础上,逐步推进资本账户开放。

最后,资本账户开放不宜操之过急,应根据自身的政治、经济和金融基础的发展状况,合理地安排资本项目改革的进程和节奏,不必受到他国或利益集团的影响,过快地或过慢地进行相关的改革。同时,资本账户改革应当与其他相关改革协调推进,科学合理的安排各项改革的顺序和步伐,在风险可控的前提下稳步推进资本账户开放。

参考文献:

- [1] M. Schindler. Measuring Financial Integration: A New Data Set. IMF Staff Papers, 2009, 56(1).
- [2] 倪权生,潘英丽. G20 国家资本账户开放度比较研究——基于改进的约束式测度法. 世界经济研究, 2009, (2).
- [3] 王国松,曹燕飞. 我国资本账户与金融开放测度研究: 1982~2010. 国际经贸探索, 2012, (11).
- [4] A. Fernandez, M. W. Klein, A. Rebucci. Capital Control Measures: A New Dataset. IMF Economic Review, 2016, 64(3).
- [5] 杨荣海,李亚波. 资本账户开放对人民币国际化“货币锚”地位的影响分析. 经济研究, 2017, (1).
- [6] 中国人民银行调查统计司课题组. 协调推进利率汇率改革和资本账户开放. 中国金融, 2012, (9).
- [7] 王曦,陈中飞,王茜. 我国资本账户加速开放的条件基本成熟了吗? 国际金融研究, 2015, (1).
- [8] 余永定. 寻求资本项目开放问题的共识. 国际金融研究, 2014, (7).
- [9] 林毅夫. 金融改革着力点. 北大商业评论, 2014, (7).
- [10] 程惠芳,朱一鸣,潘奇等. 中国的资本账户开放、汇率制度改革与货币危机风险. 国际贸易问题, 2016, (11).
- [11] D. P. Quinn, C. In'clan. The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization. American Journal of Political Science, 1997, 41(3).
- [12] M. D. Chinn, H. Ito. A New Measure of Financial Openness. Journal of Comparative Policy Analysis, 2008, 10(3).
- [13] S. Karcher, D. A. Steinberg. Assessing the Causes of Capital Account Liberalization: How Measurement Matters. International Studies Quarterly, 2013, 57(1).
- [14] 张春宝,石为华. 中国资本账户及各管制项目开放程度的测度研究. 经济与管理, 2016, 30(3).
- [15] M. Feldstein, C. Horioka. Domestic Saving and International Capital Flows. Economic Journal, 1980, 90.
- [16] S. Edwards, M. S. Khan. Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework. Staff Papers, 1985, 32(3).
- [17] P. R. Lane, G. Milesi-Ferretti. The External Wealth Of Nations Mark II: Revised And Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities. Journal of International Economics, 2007, 73(2).
- [18] A. Dreher. Does Globalization Affect Growth? Evidence from a New Index of Globalization. Electronic Journal, 2006, 38(10).
- [19] A. Alesina, L. H. Summers. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. Journal of Money, Credit and Banking, 1993, 25(2).
- [20] V. Grilli, G. Milesi-Ferretti. Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls. IMF Staff Papers, 1995, 42(3).
- [21] D. A. Leblang. Domestic and Systemic Determinants of Capital Controls in the Developed and Developing World. International Studies Quarterly, 1997, 41(3).
- [22] 姜波克. 论开放经济下中央银行的冲销手段. 金融研究, 1995, (5).
- [23] S. Bumann, R. Lensink. Capital Account Liberalization and Income Inequality. Journal of International Money & Finance, 2016, 61.
- [24] 熊芳,黄宪. 中国资本账户开放次序的实证分析. 国际金融研究, 2008, (3).
- [25] 朱冰倩,潘英丽. 资本账户开放度影响因素的实证分析. 世界经济研究, 2015, (7).
- [26] 郭桂霞,彭艳. 我国资本账户开放的门槛效应研究. 金融研究, 2016, (3).

- [27] 马西森. 资本账户自由化经验和问题. 北京: 中国金融出版社, 1995.
- [28] M. W. Klein. Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper, 2005, (11112).
- [29] S. Pandya. Democratization and Foreign Direct Investment Liberalization, 1970–2000. International Studies Quarterly, 2014, 58(3).
- [30] M. Trabelsi, M. Cherif. Capital Account Liberalization and Financial Deepening: Does the Private Sector Matter? The Quarterly Review of Economics and Finance, 2017, 64.
- [31] 邓敏, 蓝发钦. 金融开放条件的成熟度评估: 基于综合效益的门槛模型分析. 经济研究, 2013, (12).
- [32] E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger. Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words. European Economic Review, 2005, 49(6).
- [33] B. Eichengreen, D. Leblang. Democracy and Globalization. Economics & Politics, 2008, 20(3).
- [34] J. Frieden, P. Ghazz, E. Stein. Politics and Exchange Rates: A Cross-country Approach to Latin America. IDB Working Paper, 2000, (137).
- [35] K. Svirydenka. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Papers, 2016, (16/5).
- [36] C. M. Reinhart, K. S. Rogoff. The Modern History of Exchange Rate Arrangements. Quarterly Journal of Economics, 2004, 119(1).
- [37] L. Laeven, F. Valencia. Systemic Banking Crises Database. IMF Economic Review, 2013, 61(2).
- [38] J. M. Wooldridge. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. Boston: MIT Press, 2003.

Capital Account Liberalization: Influencing Factors and International Experience

Peng Hongfeng (Shandong University of Finance and Economics)

Tan Xiaoyu & Zhan Haiwei (Wuhan University)

Abstract: We analyze the factors affecting capital account liberalization in G20 countries through panel fixed effect model based on the feasible generalized least square estimation, using both the de jure indicator and de facto indicator to measure capital account openness. Then we compare the openness level of capital account implied by the international empirical rules with the actual level in China. The results show that the factors influencing the openness of capital account in developed countries and developing countries are roughly the same, but there are also some difference. The significant influencing factors vary under different measurement methods, which reflect different kinds of information relating to capital flows and controls in a country. In addition, according to the international experience, the conditions for China to further promote the full liberalization of capital account are not yet ripe.

Key words: capital account liberalization; influencing factors; international experience

■ 收稿日期: 2017-09-18

■ 作者简介: 彭红枫, 山东财经大学金融学院教授; 山东 济南 250014。

谭小玉、占海伟, 武汉大学经济与管理学院博士生。

■ 责任编辑: 刘金波