

资本账户开放程度测算指标研究：一个文献综述

周 工

(中央财经大学 经济学院, 北京 100081)

摘要:对资本账户开放程度的准确测度是相关经验研究和决策分析的起点和前提。资本账户开放事关我国经济全局系统性风险。从法规和事实角度,归纳和对比了国内外测度资本账户开放的指标,对于挖掘不同指标的构建过程,正确判断资本账户开放形势,引导资本账户向着有利于我国经济发展方向开放有积极的现实意义。

关键词:资本账户;测算指标;文献综述

中图分类号:F83 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2016)03-0121-05

受金融开放能带来长期利益观点的影响,人们对资本自由流动有利于资源优化配置、风险规避及福利增长等积极效应持肯定态度。然而,自20世纪90年代以来接连爆发的亚洲金融危机、墨西哥危机、巴西货币危机、阿根廷经济危机等金融危机使人们意识到资本账户开放与经济增长间并无必然联系。因此,许多国家在资本账户开放问题上持谨慎态度。随着我国不断推进与更多国家签署货币双边互换协议,人民币汇率形成机制日趋成熟以及“一带一路”等对外开放战略的全面实施,我国资本账户自由化进程受到了广泛关注。2015年10月,由中国人民银行、商务部、上海市人民政府等部门公布的《进一步推动上海自由贸易试验区金融开放创新试点,加快上海国际金融中心建设方案》明确了在自贸区内进行人民币资本项目可兑换的先行试点方针。资本账户开放已成为事关我国经济全局系统性风险的重要变量。因此,掌握判断资本账户开放程度的测算指标有着重要的理论与现实意义,本文将对有关国内外文献进行梳理,以期对相关问题的研究提供基础和启示。

1 国外研究综述

由IMF公布的《汇兑安排与汇兑限制年报》(Annual Report of Exchange Arrangement and Exchange Restrictions,以下简称AREAER)不难发现,所有国家均对资本账户或多或少进行管制。迄今为止,还未有衡量资本账户开放程度的统一标准。对于测算一国资本账户开放程度,整体上看主要有两大类:一类是基于法律规则的资本账户测算指标;另一

类是基于实际资本流动的测算指标。

1.1 基于规则的资本账户开放度

该类测算指标主要基于法律法规对资本账户开放程度的影响,主要根据AREAER。Epstein和Schor最早依据该年报创造了适用于发达工业国家的表示资本管制的变量,该变量用0,1,2表示,不同数值代表资本账户不同管制程度^[1]。

1996年以前,由于AREAER仅提供各国资本账户“开放”或“封闭”的虚拟变量说明(0表示存在限制;1表示不存在限制),缺乏关于资本账户开放程度差别的进一步说明。因此,学界关于资本账户开放度的研究主要依据最初的二元法。以后学者对此进行了大量有益尝试和改进,对资本账户开放程度测算进行系统且富有成果的研究始于20世纪90年代,学者主要从资本账户开放与经济增长关系的角度构建衡量资本账户开放度的指标,Alesina,Grilli和Milesi-Ferretti最早从有限数据样本中研究资本账户自由化与经济增长的关系,他们得到发达工业国家开放资本账户与经济增长并无因果关系的结论^[2]。Grilli和Milesi-Ferretti得出了新兴市场国家开放资本账户同样不会带来经济增长的结论。他们在经验分析中,不仅借用了AREAER的分类指标,还提出了计算资本账户开放度的Share指标^[3]。该指标的构建通过计算样本年度段内资本账户开放年度数目占样本总数的比重对资本账户开放程度进行衡量。但Share指标在实际运用中并不能明确区分不同国家在样本期内的具体开放年份,故估计结果较为粗糙。Quinn则

收稿日期:2015-11-19

基金项目:国家社会科学基金一般项目(11BJL018)。

作者简介:周工(1988—),男,湖北武汉人,中央财经大学经济学院,博士研究生,研究方向:资本账户开放。

得出了资本账户自由化与经济增长显著正相关的实证结论^[4]。与直接使用 AREAER 信息不同,作者根据 AREAER 资本账户中各子项目的管制状况,以美国、瑞典和印度为例,分别在其经常账户和资本账户下是否存在国际法律协定、是否对进口交易征税、是否存在隐性税收以及是否对本国居民和外国居民外汇交易进行管制,按照 0,0.5,1,1.5 和 2 表示管制强度依次递减的规则分别对上述项目进行打分,分数高低反映了资本账户管制程度差异。然而,Quinn 指标除保留 IMF 二元指标设定的主观色彩外,没有区分资本限制是对进口还是出口进行限制;另外,Quinn 指标仅适用于市场经济制度完善、运用间接税收手段控制资本流动的国家,故其适用性受到了一定程度的限制。

1996 年以后,由于 IMF 二元指标仅从本国居民角度衡量资本账户开放情况,而对外商直接投资和非居民资本账户限制并无进一步说明;除此之外,由于 1966 年前相关数据难以获得,故样本时间跨度可用性受到极大限制,严重阻碍对于 20 世纪 50 年代至 60 年代的经验分析,而该时期内,许多新兴市场国家资本账户开放程度相对较高。因此,IMF 为弥补二元指标的不足,对 AREAER 的报告版本和程序方法进行了更新。国际上关于资本账户开放及其测度的研究在此基础上取得了较大进展。Johnston 和 Tamirisa 开创性运用新 AREAER 构建了资本账户限制指标,他们在区分资本流动限制是进口限制或出口限制的基础上,对资本市场、货币市场、集体投资证券和有关衍生工具、商业和金融信贷、担保、国外直接投资、房地产以及关于银行和机构投资者的金融法规,依据 OECD 发布的 Code of Liberalization of Capital Movements(以下简称 CLCM)中关于限制与否的标准,对 45 个发展中国家资本账户限制情况进行了分析^[5]。Miniane 在此分类基础上,对资本交易项目下 13 类子项目进行了取值平均,主要涉及证券、金融衍生品以及货币市场的投资组合交易,该研究为 34 个国家在 17 年间的资本账户开放变化情况提供了数据样本^[6]。Brune 在五个不同种类的资本交易项下创建了相关分类指标,同时区分了资本流入和资本流出,然而这些数据并未予以公开^[7]。Chinn 和 Ito 基于对 AREAER 中四个二元虚拟变量(多重汇率、经常账户交易限制、资本账户交易限制、解约出口收汇要求)进行主成分分析,构建了一个平均期为 5 年的资本账户开放度指数(KAOPEN)^[8]。上述研究主要从细分资本项目、区分资本流动方向以及重新划

分样本年份等角度提供了比原始二元变量更为细致的分类信息,但资本账户开放度指标构建仅对指定资本项目下是否存在资本管制进行简单划分,并保留了最初 IMF 对于资本账户管制设定的虚拟变量的特征(0 代表无限制,1 代表限制)。除 IMF 的 AREAER 之外,CLCM 也常被用作设计资本账户开放度指标的法规来源。Klein 和 Olivei 设计了计算 OECD 成员国资本账户开放度的 K-O 指标,该指标的构建基于 CLCM 关于直接投资、证券资本市场的准入、证券买卖、集体投资买卖、房地产经营、金融信贷、个人资本运作以及适用于商业银行、其他信贷机构和机构投资者的限制规定等 11 种资本账户交易的信息披露,他们对 Share 指标的步长进行了改进,即在衡量某一国家在任意年份下对上述 11 种资本交易进行限制时,并非简单的进行 0、1 赋值,而是以 1/11 为步长,从 0 至 1 区分开放度逐渐提高的过程^[9]。K-O 指标虽然主要针对 OECD 国家,但并不适用我国资本账户开放程度的测算,主要原因在于我国主要通过直接的行政管制控制资本流动。除上述指标外,加拿大 Fraser Institute“世界经济自由度指数”中公布的资本账户自由度指数在经验分析中也有所应用。

1.2 基于实际资本流动的资本账户开放度

虽然诸如 AREAER 的法规加大了披露资本账户限制信息的力度,但基于规则的资本账户开放度测算指标仅反映了金融全球化的一个方面。基于实际资本流动测度指标的构建则主要运用某一种或几种经济指标以量化资本账户开放的程度。Feldstein 和 Horioka 认为储蓄率和投资率的相关度能准确反映一国资本流动情况^[10]。他们首次尝试定量测度不同国家的资本流动情况,故在当时颇具影响力。指标构建原理如下:根据国民收入恒等式条件,储蓄与投资的相关性会随着资本账户开放程度的不同而不同,当资本自由流动时,一国的投资和储蓄无显著相关关系;随着资本自由流动受阻程度的加强,投资和储蓄的相关关系显著增强,该相关性即代表了资本自由流动程度。除储蓄—投资相关度指标外,由于国内利率在资本自由流动的前提下应当与国外利率符合利率平价关系,因此,在岸市场与离岸市场的利率差异以及抛补利率平价的偏离度也可以被用作量化资本流动的指标^[11]。然而,受数据获取限制,利率差异指标在实际应用和分析中仅限于少数国家^[12]。Kraay 参照国际贸易中利用跨国贸易规模衡量一国贸易开放度的思想,建立了衡量资本账户开放度的指标,该指标依据国际收支平衡表计算实际资本流入和流出总

量占 GDP 的比重以测量资本流动程度^[13]。Lane 和 Milesi-Feretti 则使用一年期投资组合与直接投资资产、负债之和占 GDP 的比重作为资本账户开放的衡量指标^[14]。Lane 和 Milesi-Feretti 构建了 TOTAL 指标,该指标被众多学者认为是衡量一国与国际金融联系程度最有力的事实指标^[15]。具体到资本账户开放度而言,他们用一国总资产与负债之差占国内生产总值的比重对其进行表示。TOTAL 指标与 Kraay、Lane 和 Milesi-Feretti 所用衡量资本账户开放指标最主要差异在于,由于 FDI 和资产投资组合的定义会随国家的不同及时间变化而发生改变,而 TOTAL 指标采取将一国的 FDI 和资产投资组合数据加总的办法能很好克服定义的差别所带来的分析误差,因此,TOTAL 指标颇受学者欢迎。

近年来,学者们致力于通过增加样本量以探寻测度资本账户开放程度的通用指标,鉴于事实指标的构建不仅缺乏衡量资本流动程度的基准,而且需要有效市场、投资者预期和偏好等严格假设条件,与现实情况很难相一致。Quinn 和 Toyoda 认为事实指标的有效性与其是否准确表明政府立场密切相关^[16]。他们以国际商业领域为例,指出一国对资本账户进行限制有时更受国外投资机构青睐的现象(跨国公司更容易在封闭的市场上获取特权和垄断利益),表明采用资本流动衡量资本账户开放程度的指标极有可能受法律法规的影响。因此,基于规则的测算指标有继续沿用之势。Schindler 构建了 KA 指标,该指标基于 AREAER 正文中关于居民和非居民在股票、债券、货币、集体投资、信贷及 FDI 等项目下的买卖是否受管制而设计^[17]。由于该指标能够在排除居民身份的前提下测算不同国家对于资本流入、流出管制的强度,因此,相较于 Quinn 指标、Kaopen 指标,KA 指标更加完善。Fernandez 在 KA 指标的基础上,增加了衍生品、金融担保、个人资本交易和房地产项目的考察,按照 0,1/2,1 的赋值标准,以 1/20 为权重,对上述十个项目按资本流入和资本流出分别计算并同权重加总^[18]。

目前对资本账户开放度的测度仍集中于利用法规指标。法规指标基于对文字表述的数字归纳,与资本账户联系紧密,针对性强,能直接反映一国资本账户开放情况。但是,在研究资本账户开放与经济增长间关系的实证分析中,法规指标有时无法准确量化资本账户开放的真实程度,因而无法得出资本账户开放能促进经济增长的结论。所以,需要对实际资本流动进行研究。

实际指标体现出了取值开放的特点,其数值经由实际数字计算得到,故并不限制在有限数字范围内,客观反映了资本账户开放情况。研究资本账户开放程度与宏观经济变量的关系,在一定程度上能够揭示资本流动的未来趋势,但该测算法易受其他经济条件影响,例如,资本账户开放政策的调整在影响有关经济变量时具有时滞性,滞后时间通常较难确定。因此,需要对资本账户进行全面的研究,才能进一步促进资本账户开放度测算研究的进展。

2 国内研究综述

在对我国资本账户开放度进行测算时,国内学者通常直接借鉴国际上现存的指标体系。姜波克和朱云高结合实际情况给出了资本账户开放程度的判断标准^[19]。他们比较了 1996 年 IMF 认为基本实现资本账户开放的国家和地区与其他未实现资本账户开放的成员国和地区的资本限制情况,得出了判定资本账户是否可自由兑换的条件:在全部 11 类资本账户交易中,若一国管制资本账户交易的种类不超过 5 种,且取消了对金融信贷的管制。根据该方法及 2000 年的 AREAER 资料,他们得到了与 IMF 基本一致的结论。尽管该判定方法有其客观合理的一面,但判断标准的设定相对主观,缺乏经验支持。中国人民银行银行调查统计司课题组根据 AREAER 相关内容,给出了我国资本账户可兑换限制明细表,他们指出我国不可兑换项目主要包括非居民参与国内货币市场、买卖衍生工具以及基金信托市场,占比 10%;部分可兑换项目主要包括股票市场交易、债券市场交易、房地产交易以及个人资本交易,占比 55%,因此,他们得出我国资本账户开放程度不高的结论^[20]。国内关于资本账户测度方法的研究一直没有停息过。雷达和赵勇基于 K-O 指标,对我国资本账户开放情况和变化规律进行了测度^[21]。他们通过分别测度我国名义和实际的资本账户开放程度,指出我国名义资本账户开放水平远低于实际资本账户水平。王曦、陈中飞和王茜使用 Schindler 资本账户开放度分类指标,采用有序 Probit 模型对全球 88 个主要国家进行了资本账户开放度测算的经验分析^[22]。朱冰倩和潘英丽选用加拿大 Fraser Institute“世界经济自由度指数”中的资本项目自由度指数作为衡量资本账户开放指标,提出经济发展水平、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、宏观经济稳健性及外汇储备充足程度六个影响资本账户开放度的因素^[23]。陆军和熊衍飞在测度我国资本账户开放程度时,直接选用 Quinn 指数进行实证分析^[24]。杨权和

裴晓婧^[25]、刘刚和卢燕峰^[26]在构建我国资本账户开放度指标时,参照了 Kraay 用资本的流入和流出量之和占 GDP 的比重表示资本账户开放度的方法。胡逸闻和戴淑庚认为资本账户开放程度可以用一国短期资本流动变化情况表示,他们利用我国外汇占款月变动量与贸易差额及实际 FDI 利用量的差额,经汇率转化后,与我国广义货币供给量月变动量的比表示我国短期资本流动规模^[27]。唐琳等则用直接投资、证券投资及其他投资流入和流出之和占名义 GDP 的比重度量资本账户开放度^[28]。

除上述通用资本账户开放度分类指标外,为增强资本账户开放度指标在我国的适用性,部分学者采用了混合法对我国资本账户开放程度进行测量,即同时采用法规指标与事实指标,或将两者结合以构建新的指标。雷达和赵勇分别采用 Share 指标和 Quinn 指标对包括我国在内的不同类别国家的资本账户开放情况进行了测量,并得到了一致的实证结论^[29]。李巍^[30]、熊芳和黄宪^[31]、方显仓和孙琦^[32]均采用结合资本流出总量和流入总量占 GDP 比重的方法对我国资本账户开放程度进行衡量。娄伶俐和钱铭通过归纳和比较国外测量资本账户开放的指标和方法,指出资本账户开放的复杂性和渐进性,他们认为在测量资本账户开放度时结合多种方法能提高测度的精度。因此,他们在评析了不同指标的优缺点之后,构建了计算资本账户开放的综合指标^[33]。张春宝和石为华借鉴了构建综合指标的思想,通过将法规和事实开放度进行同权重并加权平均设计了衡量我国资本账户开放程度的综合指标^[34]。具体而言,在法规层面资本账户开放度的测算上,他们参照了 Quinn 指标和 K-O 指标;在事实层面资本账户开放度的测算上,则参照了 Kraay 构建资本流量规模指标的方法。

国内关于资本账户开放度的研究与国外相关研究的最大差异在于,国内学者较少采用多国长期跨度的面板数据进行资本账户开放度量比较研究,针对我国资本账户开放度的测度虽然能够反映我国资本账户开放度的变化过程,但从对比其他国家资本账户开放角度而言,相关政策建议的量化基础需要进一步加强。

3 小结和启示

在衡量一国资本账户开放程度时,现有指标在设计程序上并未体现明显差别,大部分指标主要从外汇交易、FDI、房地产、股票、债券以及信贷等方面是否存在限制,并以此设计资本账户开放度指标,因此,各指标间表现出较强相关性。由《IMF 汇兑安排与汇

兑限制 2014》相关内容不难发现,我国目前对资本项目下对外投资、信贷、房地产、债券、股票等子项目仍存在一定程度的限制,但基于风险可控原则,对外投资和信贷能够进一步放开。因此,放开对外投资和信贷项目能更好的全面推进我国资本账户开放,为人民币国际化添加筹码。此外,由于资本项目下不同子项目开放对不同国家带来的风险有所不同,目前国内外对资本账户开放与一国经济增长及金融风险的关注度日益提高,因此,资本账户开放度指标的构建是否需要从不同国家承担风险能力不同的角度进行改进成为下一步研究方向。

参考文献

- [1] EPSTEIN G A, SCHOR J B. Structural determinants and economic effects of capital controls in OECD countries, financial openness and national autonomy [M]. Oxford: Clarendon Press, 1992: 136—161.
- [2] AIESINA A, GRILLI V, MILESI-FERRETI G M. Capital mobility: the impact on consumption, investment, and growth [M]. Cambridge University Press, 1994: 272—308.
- [3] GRILLI V, MILESI-FERRETI G M. Economic effects and structural determinants of capital controls[R]. IMF Staff Paper, 1995.
- [4] QUINN D. The correlates of change in international financial regulation[J]. American Political Science Review, 1997, 91 (3): 531—551.
- [5] JOHNSTON R B, TAMIRISA N T. Why do countries use capital controls[R]. IMF Working Paper, 1998.
- [6] MINIANE J. A New set of measures on capital account restrictions[R]. IMF Staff Papers, 2004.
- [7] BRUNE N, GARETT G, GUISENGER A, et al. The Political Economy of Capital Account Liberalization[C]//Paper Prepared for the 2001 Annual Meeting of the American Political Science Association. San Francisco, 2001: 15—33.
- [8] CHINN M D, ITO H. What matters for financial development [J]. Journal of Development Economics, 2006, 81: 163—192.
- [9] KLEIN M W, OLIVEI G. Capital account liberalization, financial depth, and economic growth[J]. Journal of International Money and Finance, 2008, 27(6): 861—875.
- [10] FELDSTEIN M, HORIOKA C. Domestic saving and international capital flows[J]. Economic Journal, 1980, 90: 314—329.
- [11] EDWARDS S, KHAN M S. Interest rate determination in developing countries: a conceptual framework[G]. NBER, 1985: 455—513.
- [12] EDISON H J, KLEIN M W, RICCI L, et al. Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis[R]. International Monetary Staff Paper, 2004.
- [13] KRAAY A. In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization, unpublished [R]. Washington: The

- World Bank, 1998.
- [14] LANE P R, MILESI-FERRETTI G M. The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries[J]. *Journal of International Economic*, 2001, 55(2): 263—294.
- [15] LANE P R, MILESI-FERRETTI G M. The external wealth of nations mark II[J]. *Journal of International Economics*, 2007, 73: 223—250.
- [16] QUINN D P, TOYODA A M. Does capital account liberalization lead to growth[J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(3): 1403—1449.
- [17] SCHINDLER M. Measuring financial integration: a new dataset[R]. IMF Staff Papers, 2009.
- [18] FERNANDEZ A, KLEIN M W, REBUCCI A et al. Capital control measures: a new dataset[R]. National Bureau of Economic Research, 2015.
- [19] 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[J]. *国际金融研究*, 2004(4): 12—19.
- [20] 中国人民银行统计司课题组. 我国加快资本账户开放的条件基本成熟[J]. *中国金融*, 2012(5): 14—17.
- [21] 雷达, 赵勇. 中国资本账户开放程度的测算[J]. *经济理论与经济管理*, 2008(5): 5—13.
- [22] 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[J]. *国际金融研究*, 2015(1): 70—82.
- [23] 朱冰倩, 潘英丽. 资本账户开放度影响因素的实证分析[J]. *世界经济研究*, 2015(7): 14—23.
- [24] 陆军, 熊衍飞. 资本账户开放、制度质量与经济增长[J]. *金融论坛*, 2014(11): 35—42.
- [25] 杨权, 裴晓娟. 资本账户开放、金融风险与最优外汇储备[J]. *国际金融研究*, 2011(7): 22—33.
- [26] 刘刚, 卢燕峰. 资本账户开放、商业银行存贷比与信贷风险[J]. *金融论坛*, 2015(3): 62—70.
- [27] 胡逸闻, 戴淑庚. 人民币资本账户开放的改革顺序研究——基于 TVP-VAR 模型的期限结构分析[J]. *世界经济研究*, 2015(4): 13—23.
- [28] 唐琳, 谈正达, 胡海鸥. 基于 MS-VAR 的“三元悖论”约束及对经济影响研究[J]. *国际金融研究*, 2015(9): 35—44.
- [29] 雷达, 赵勇. 门槛效应、资本账户开放与经济增长[J]. *中国人民大学学报*, 2007(6): 25—33.
- [30] 李巍. 资本账户开放、金融发展和经济金融不稳定的国际经验分析[J]. *世界经济*, 2008(3): 34—43.
- [31] 熊芳, 黄宪. 中国资本账户开放次序的实证分析[J]. *国际金融研究*, 2008(3): 57—62.
- [32] 方显仓, 孙琦. 资本账户开放与我国银行体系风险[J]. *世界经济研究*, 2014(3): 9—14.
- [33] 娄伶俐, 钱铭. 资本账户开放测度方法: 比较与综合[J]. *国际金融研究*, 2011(8): 41—49.
- [34] 张宝春, 石为华. 中国资本账户开放与外汇市场压力风险研究[J]. *世界经济研究*, 2015(4): 72—87.

Study on the Index of Opening Level of Capital Account: A Literature Review

ZHOU Gong

(School of Economics, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: The accurate measurement of the opening level of capital account is the starting point and prerequisite for the relevant empirical research and the decision analysis. Capital account opening is a matter of the global systemic risk of China's economy. From the point of view of law and facts, the paper sums up and compares the indexes of domestic and foreign measures of capital account opening, which is of positive significance to the correct judgment of the capital account opening situation, and to guide the capital account in the direction of economic development.

Key words: capital account; measurement index; literature review