



中国资本账户自由化

CAPITAL ACCOUNT LIBERALISATION IN CHINA

——来自外国经验的比较分析
Guidelines from Global Experience

中文版
Chinese Version



中国·北京
2014年2月21日

序言

参考全球经验，探寻中国特色发展路径	约翰·纳吉	2
前沿议题：资本账户自由化任重而道远	大卫·马什	4
中外智库合作，提供可信性的金融决策咨询	王 文	6

作者简介

8

引言

中国资本账户自由化：渐进向全面开放迈进		10
资本账户自由化的经验教训 ——可供中国参考的7个案例研究	加布里埃尔·斯坦	18

1	瑞典	加布里埃尔·斯坦	21
2	英国	加布里埃尔·斯坦	25
3	以色列	加布里埃尔·斯坦	29
4	马来西亚	恩锡克·马尔祖尼沙姆·奥马尔	33
5	毛里求斯	赫姆拉兹·杨奇	39
6	墨西哥	加布里埃尔·斯坦	45
7	南非	蒙德·姆恩杨德	49

图表附录

52



参考全球经验，探寻中国特色发展路径

约翰·纳吉，货币金融机构官方论坛（OMFIF）顾问委员会副主席

能够为 OMFIF 这份有关人民币政策的最新报告写前言，我感到十分荣幸。这份报告将通过分析其他国家在放宽或者取消资本管制方面的经验，提出政策建议。

经济评论员常把 21 世纪称为“亚洲世纪”，全球经济力量的中心正在向东方转移。在这个过程中，大多数人都认为中国将无可避免地发挥主导作用。

尽管中国经济高速增长，目前已成为继美国之后的第二大经济体，但中国与世界其他国家之间的金融互动不得不在资本管制的监控下进行。

伴随着高速发展，中国经济正在走向成熟，中国政府的金融管控措施也逐渐变得更加灵活和宽松。但管制措施仍然存在，这将严重抑制中国在国内和全球经济中充分发挥其经济潜力。

中国从未否认其最终目的是取消所有资本管制，但并不急于贸然行事。中国领导层所面临的挑战是双重的。一方面，参照历史和经验，特别是本报告中提及的几国经验都表明，过早或过快放松资本管制会带来很大危害，并且之后想要重新实施资本管制是非常困难的；另一方面，中国的情况非常特殊，在相关政策改革问题上不能完全借用其他国家的经验。因历

史上从未出现过在同一时期一个发展中国家能成为世界第二大经济体的先例。

正如过去一样，中国选择的道路仍然是“摸着石头过河”——在有限的范围内进行尝试，如果尝试成功则有益于经济发展，而即便失败，造成的伤害也是有限的。基于这样的考虑，中国政府提出了“合格境外机构投资者”（QFII）和“合格境内机构投资者”（QDII）计划，以及在香港建立离岸人民币市场（CNH）。通过这些尝试既能够深入地探索中国未来的前进道路，同时也为后续的政策调整留有余地。

当然，步子迈得小，取得的成就也就很有限。由于没有现成的经验可以复制，我们希望这份报告能够为中国政府在做出进一步政策调整的时候提供参考。

约翰·纳吉 曾任英格兰银行储备部总经理，后任职于香港金融管理局、欧洲投资银行和欧洲投资基金，2000年至2013年期间任职于道富环球投资。现为货币金融机构官方论坛（OMFIF）顾问委员会副主席。有着长期政府部门工作经验，多年来笔耕不辍，就经济、政治等议题发表大量文章。



前沿议题：资本账户自由化任重而道远

大卫·马什，货币金融机构官方论坛（OMFIF）主席

资本管制已经成为中国和世界金融与资本市场间的重要隔阂，有关放松资本管制的政策不仅牵动国际货币体系，对未来全球经济走势也有重要影响。目前许多细节问题尚需进行深入研究，但作为未来十年新政府改革计划的重要组成部分，中国资本账户自由化政策调整仍然任重而道远。

2013年11月召开的十八届三中全会为释放世界第二大经济体的市场力量奠定了基础。近几年中央领导层对国际案例研究的探索明显加大，以加快发展速度。资本账户自由化是人民币国际化争论当中的核心议题，这对加强人民币在外国银行体系和金融市场中的自由流通，以及更大规模地推进国际交易多元化，都有着重大意义。

这种发展将逐步扩大中国投资者在国外（无论公共领域还是私营部门）的投资领域。同时，中国也将稳步加强国内金融市场和银行业基础设施建设，为外国投资者进入国内市场提供便利。这样不仅有利于国内经济增长，也会给银行和金融机构带来新的盈利机会。否则，一般的市场开放措施将导致企业利润下降。

资本账户自由化是一把双刃剑，目前中国政府似乎认为利大于弊。

资本账户自由化将为中国与世界其他地区的金融往来搭建桥梁，并帮助建立互信框架。

在过去几十年中，美国借助美元作为储备货币而获利的“过度特权（Exorbitant Privilege）”受到广泛批评，这些抨击主要来自欧洲、中国等发展中国家。提升人民币的国际影响力，有助于中国减少因“过度特权”带来的影响，并让中国从中获利。

随着资本账户可兑换，中国政府、银行和企业可以从国外获得人民币融资，有助于国内外的投资活动。另外，资本账户自由化将允许中国部分剩余储蓄和被抑制的投资需求输送到国外去，降低国内资产价格过热的风险。

反之，过多资本外流或过多高风险的人民币资产积聚在海外市场，也将引起国内金融市场的不稳定。本报告研究并分析已经历过类似困境的他国经验，为中国领导人在这些对立力量中保持平衡提供了政策参考，其意义重大。

戴维·马什 现任伦敦与牛津资本市场上市公司顾问委员会主席、货币金融机构官方论坛（OMFIF）主席、SCCO International 董事长。曾在路透社、《金融时报》等媒体担任记者，有 20 多年媒体行业工作经验，之后转入投资银行领域。



中外智库合作，提供可信性的金融决策咨询

王文，中国人民大学重阳金融研究院执行副院长

作为世界第二大经济体、金融发展全球潜力最大的国家，中国资本账户自由化自然成为世界关注的焦点。

然而，发端于 2007 年华尔街的全球金融危机并没有完全结束，资本账户已经自由化的新兴经济体 2014 年初的经济数据显示出不容乐观的迹象，如何进一步开放、以怎样的进程开放中国资本账户，越来越考验中国决策者的战略能力，也急切呼唤中外智库共同协作提供建设性的方案。

本轮全球金融危机给予人们至少三个基本启示：第一，发源于西方的传统金融学框架存在相当严重的认知黑洞，长期低估潜伏在系统内的风险熵值，以至于几乎没有人对这场以及下一轮金融灾难发出精确的预警；

第二，目前金融发展仍然远离于实体经济的需要，舆论中弥漫着“金融精英独大导致的全球性贫富差距拉大”的声音，很容易引发人类进步主义终结的集体忧虑；

第三，在经济相互依存的全球化运行机制中，金融自由主义的真正地位远未被充分认知，这使得世界最大一块“金融自留地”中国完全开放的未来显得更加敏感、更具有不确定性。

从这些意义上说，中国资本账户自由化的进程能否成功，不只是与中国人自身利益休戚

相关的问题，也是涉及世界长治久安的议题。

对此，本报告认为，35年来，中国资本账户开放处于渐进模式中，且未来五年内有望全面开放。在这个进程中，中国完全可以借鉴相关国家关于“开放保护”的核心思想，既提高金融开放程度，又确保金融实际开放度保持在本国可承受和具有调控能力的水平之内。

提升金融效率，确保金融稳定，拥有危机应对能力，是建立高质量的中国金融运行体系的根本保证，也是所有成功的金融开放国家提供的基本经验。

这应当是中国金融决策者的思考基点，也是中外智库合作提供可信性决策咨询的逻辑基础。

王文 先后就读于兰州大学、香港浸会大学、南京大学—约翰斯·霍普金斯大学、北京大学。研究生毕业后加入《环球时报》，先后任记者、新闻编辑、历史编辑、评论编辑、社评起草人、评论组组长、编委（主管评论），2011年“中国新闻奖”获得者。2013年初任中国人民大学重阳金融研究院执行副院长，兼任中国社会科学院世界社会主义研究中心常务理事、首都经贸大学人文学院客座教授，曾翻译、主编、合著、专著《世界治理：一种观念史的研究》、《政治思想中的国际关系学》、《真话中国》、《大国的幻象》等书籍13本。



加布里埃尔·斯坦，货币金融机构官方论坛（OMFIF）首席经济顾问

加布里埃尔·斯坦，货币金融机构官方论坛（OMFIF）首席经济顾问、英国斯坦兄弟公司（创立于1982年）创始人兼经济研究与公共事务顾问、牛津大学经济学特别顾问、伦敦大学皇家霍洛威学院经济学客座教授。1991年，加入伦敦朗伯德街研究公司，帮助建立该公司的全球服务并于1995年成为其董事成员。斯坦获得斯德哥尔摩经济学院硕士学位，白金汉大学军事历史硕士学位。



恩锡克·马尔祖尼沙姆·奥马尔，马来西亚中央银行助理行长

恩锡克·马尔祖尼沙姆·奥马尔是马来西亚中央银行助理行长，负责货币与经济部门，货币政策委员会委员、管理委员会委员、外汇管理委员会委员和风险管理委员会委员。马尔祖尼沙姆在央行有超过20年的工作经验，担任经济、发展金融和企业部门的主任以及负责组织发展部门的副行长。马尔祖尼沙姆获得剑桥大学经济学学士学位。



赫姆拉兹·杨奇，货币金融机构官方论坛（OMFIF）顾问委员会委员

赫姆拉兹·杨奇从2007年-2011年担任毛里求斯央行的首席经济学家。在此之前，1999年担任央行研究部副主任、研究部总监和高级研究员。1999年至2001年任货币政策委员会观察员、毛里求斯开发银行和第一共和国基金主任以及证券交易所委员会委员。2013年3月，被任命为毛里求斯央行货币政策委员会外部成员。杨奇获得英国利兹大学经济学学士学位、兰卡斯特大学工业经济学硕士学位。



蒙得·姆恩杨德，南非储备银行前首席经济顾问

蒙得·姆恩杨德是南非储备银行首席经济学家兼顾问，负责管理研究部、金融稳定部和货币与保护服务部，兼任货币政策委员会委员。姆恩杨德博士获得密苏里州韦伯斯特大学的金融学学士学位与硕士学位、圣路易斯大学工商管理硕士学位，以及纽约新学院的经济学硕士学位与博士学位。



涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长

涂永红，1996年7月毕业于中国人民大学财政金融学院，获货币银行学博士学位。1993年4月至今任教于中国人民大学财政金融学院货币金融系。现为中国人民大学财政金融学院货币金融系教授，博士研究生导师，同时兼任北京市国际金融学会理事、中国人民大学财政金融政策研究中心研究员、中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长。主要研究方向为国际金融、商业银行管理以及结构性金融等。



中国资本账户自由化：渐进向全面开放迈进

涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长

资本账户开放是中国经济改革的重要任务，也是衡量中国对外开放程度的代表性指标。在计划经济向市场经济转型的过程中，中国政府选择了渐进式改革模式，由简单到复杂，由表面到深层，用 30 多年时间实现了中国经济的腾飞。与此相应，中国的资本账户开放也采取了渐进模式。与贸易、直接投资相关的项目先开放，与套利、投机相关的项目后开放，甚至不开放。

在计划经济时代，中国外汇收支实行高度集中的指令性计划管理，既无外债，也不允许外商直接投资，对资本项目进行严格管制。1978 年中国开始逐渐放松外商直接投资管制，批准设立第一家外商投资企业。为了满足进口需要，中国政府设立了 10 家对外借债的企业，统一从国际金融市场融资。1985 年政府还取消了贸易内部结算价，实行单一人民币汇率，实际上启动了人民币资本项目可兑换进程。

1984 年墨西哥爆发债务危机，随后 37 个发展中国家宣告无力偿还外债，这给中国发出了强烈的警告。中国政府迅速出台了《外债管理条例》，对企业借入外债的规模、用途、还款能力进行监督管理。30 多年来，中国几乎没有发生对外违约现象，维护了良好的市场信誉。

1992 年中国领导人邓小平发表南巡讲话，坚定了中国发展生产力和走市场经济道路的信念，中国的改革开放进入新的发展阶段。1994 年中国政府取消短期储蓄外汇管制，实行进出口结售汇制度，企业贸易产生的外汇收支可自由兑换。这一外汇制度改革极大调动了企业的积极性，推动贸易与经济一路高歌猛进。（见图 1 和图 2）人民币汇率制度也进行重大

改革，建立了以市场供求为基础，单一的、有管理的浮动汇率制度。地方政府加大了引进外资的力度，外商直接投资基本上全部开放，外商企业对外借债几乎不受限制。就在中国准备开放更多资本项目，参与新兴市场资本汇聚的盛宴时，1997年亚洲金融危机爆发了，东南亚国家出现的借贷过度症、银行资产负债货币错配、政府提供隐性担保，以及机制僵化，给热钱提供了绝佳的套利机会。受到冲击的东南亚国家发生货币贬值危机，股市、楼市价格下跌超过三分之二，十多年的经济增长超过付之东流，多国政府被迫下台，过快开放资本账户的代价让中国政府更加审慎地对待资本账户自由化，高度重视加强对短期资本流动的管制，禁止购汇提前还贷，打击通过贸易渠道下的虚假外汇交易将资本违规撤退等。1998年中国资本与金融账户差额出现负值，达63亿美元。（见图4）

2001年中国加入WTO后，大幅削减关税，开放服务市场，努力适应新的国际贸易规则。通过直接投资引进技术，全方位参加全球经济分工，进行生产组织和管理创新，中国企业的国际竞争能力不断增强，进出口贸易以每年超过30%的速度增长。2002年以来，经常账户和资本账户持续出现大规模顺差，使得中国积累了全球规模最大的外汇储备。（见图3、图4和图5）由于外汇供给大大超过外汇需求，人民币升值压力巨大，2005年中国政府再次对人民币汇率形成机制进行改革，强调由市场供求关系来决定人民币汇率，从此人民币进入升值阶段。（见图6）

为了提高资本利用效率，发挥中国收入快速增长形成的资本优势，企业有强烈的对外投资的动力，居民也有投资国外市场、获得更高投资回报的需求，在这种情况下，2002年中国资本账户开放由直接投资向证券交易迈出了一大步。首先，中国政府在鼓励外国直接投资的基础上，开始鼓励国内企业“走出去”，开展对外投资，直接投资净额由2001年的374亿美元快速增长至2007年的1391亿美元。（见图7）其次，开放证券市场，实行合格境外机构投资者制度（QFII）与合格境内机构投资者制度（QDII），在一定的额度范围内，允许

外资进入中国资本市场，也允许中国居民投资境外证券市场，个人投资所得可以自由兑换、跨境转移。截至 2007 年中国证券投资差额达 164 亿美元。（见图 8）

2008 年国际金融危机爆发的一个主要原因是，华尔街的金融机构为了追求利润最大化而无限提高杠杆率，吹大了房地产、住房抵押债券等资产泡沫，泡沫破灭导致金融海啸。实际上，国际资本的大规模流入，是华尔街提高杠杆率、扩大风险的必要条件。即使是美国这样的发达国家，如果不能有效引导、管理跨境资本流动，最终也难逃金融危机的厄运。对于中国而言，一个重要的教训就是，在推动资本账户自由化进程中，需要注重货币安全与金融安全，需要提高宏观政策与管理水平，按照经济发展对国际市场、资源配置的要求，把握好资本账户开放的节奏。

在后金融危机时代，中国为了摆脱不合理的国际货币体系对本国贸易、经济发展的危害，提高货币安全与金融安全，从 2009 年开始推出跨境贸易人民币计价结算。截至 2012 年底银行业累计办理跨境贸易人民币结算业务 2.94 万亿元，人民币结算份额占中国贸易总额的 14%。2011 年 1 月，中国政府取消了个人对外直接投资的限制，个人与企业一样，都可以自由地选择外币或本币，到国外进行直接投资。2012 年人民币跨境直接投资达 2840.2 亿元，比 2011 年增加 1731.5 亿元，增长率为 156%。此外，居民对外借债的管制也大大放松，跨国公司可以到境外发行人民币债券，而国外金融机构持有的人民币也被允许进入中国境内的金融市场。2011 年中国外债规模增长至 6950 亿美元。（见图 9）

中国已经出现“刘易斯拐点”，过去那种依靠廉价劳动力、出口驱动的经济模式几乎走到了尽头，出口增速已由 2008 年以前年均近 30% 下降到 2012 年的 7%。如果没有新的出口驱动力，出口对我国经济增长的贡献将越来越小，数千万人可能会失业。在生产力的三个要素中，土地、劳动力流动性很弱，只有资本具有较高的流动性，通过资本流动，一国可以在世界上任何一个地方配置土地和劳动力，组织生产，提供商品和劳务。从国际贸易发展趋势

看，跨国公司是国际生产和贸易的组织者，换言之，贸易是跟着资本走的。对外投资越多，资本流动越大，贸易额就越多。

资本自由流动具有规模大、速度快、影响大、不易把握等特点，容易冲击金融市场，孳生资产泡沫，加剧汇率波动，给那些金融市场脆弱、宏观经济管理能力低下的国家带来金融危机，因此，众多发展中国家都对资本流动进行必要的管制，中国也不例外。迄今为止，在IMF统计的46项资本项目中，中国还有包括证券、衍生品交易在内的近一半项目没有开放，本外币不能自由兑换。尽管资本账户管制为中国抵御亚洲金融危机、美国次贷危机冲击成功地设置了一道防火墙。然而，这道防火墙也割断了中国利用资本配置全球资源的渠道，牺牲了资本要素的功能。

资本账户管制和资本流动受阻，使得中国在当前国际经济结构调整中付出了高昂的成本，突出的代价有四点：第一，中国居民储蓄率高，投资能力强，资本已逐渐成为中国新的国际比较优势。不开放资本账户，资本的比较优势就无法发挥，中国也就得不到应有的国际分工利益。第二，中国正处于经济增长模式转型阶段，消除污染、保护环境压力非常大，必须进行资产存量调整。对个人、企业的对外投资进行限制，无疑将阻碍中国产业结构调整的步伐。第三，国际金融证券化，在市场上直接融资是资本流动的主要方式，具有手续简便、成本低廉的优势。目前，欧美国家几乎是零利率，与中国国内贷款利率相差大约5个百分点，对企业对外发债进行过多的限制，企业不得不承受更高的利息成本，其盈利能力受到不利影响。第四，随着美国“重振制造业”计划的推行，一些跨国公司开始收缩在华投资，将生产转向美国，相应地带走了中国的出口机会。在贸易主要由资本驱动的大环境下，限制中国的资本流动，实际上就是削弱了进出口的动力，中国很可能面临巨大的失业压力。

目前，中国国内还有相当一部分人对资本账户开放心存恐惧，担心资本账户开放，中国可能会重蹈上世纪90年代泰国等东南亚国家的覆辙，出现金融危机，多年的改革成果毁

于一旦。其实，这种担心夸大了资本账户开放的风险，没有将风险与收益、机遇与挑战统筹起来进行权衡。金融的一大功能就是管理和配置风险，并从中获得收益和效率。俗话说，艺高人胆大。只要具备了管理资本账户开放的过硬本领，资本账户开放的风险就是可控的。法国、德国、日本等国在资本账户开放后相当长一段时间里并没有发生过金融危机。值得一提的是，中国在资本账户开放问题上十分审慎。在经常账户开放后，政府为资本账户开放整整做了 20 年的准备，在此期间经历了发展中国家和发达国家的多次重大金融危机，从中吸取了不少宝贵的经验和教训，建立了一套对资本流动进行有效管理的体制和机制。2009 年开展跨境人民币业务以来，对香港地区的资本账户管制大大放松，香港离岸人民币市场的汇率与利率并没有出现大幅波动，中国政府对套利资金流动的规律有了切身体会，在引导资本流动方面也摸索出了许多切实可行的方法。

综上所述，中国对资本账户自由化的态度是坚定的，已确立了一套与经济发展、金融市场开放相适应的渐进开放模式。由于利率市场化、汇率市场化以及人民币国际化改革为资本有序流动奠定了坚实的基础，在未来五年内中国资本账户有望全面开放。中国政府的资本账户管理方式将发生重大变革，与英美等主要发达国家一样，实行“负面清单”管理制度。除了明确限制极少数投机性较强的短期债券交易、衍生品交易外，其他资本项目均可进行自由交易。

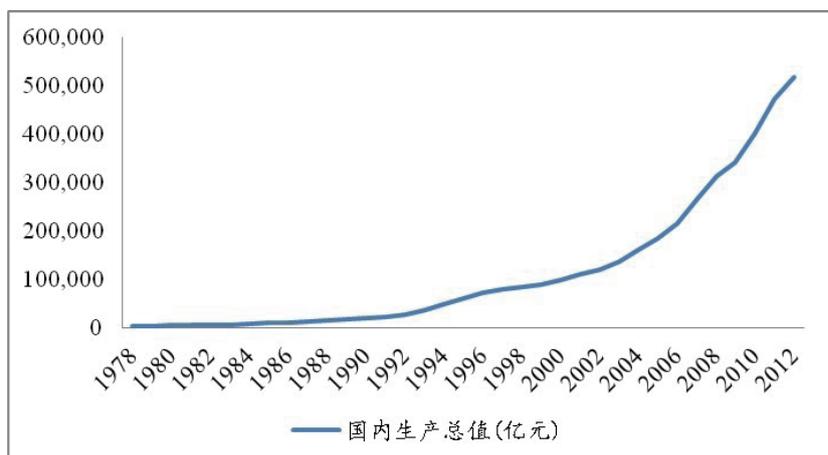


图 1 中国国内生产总值 (亿元)

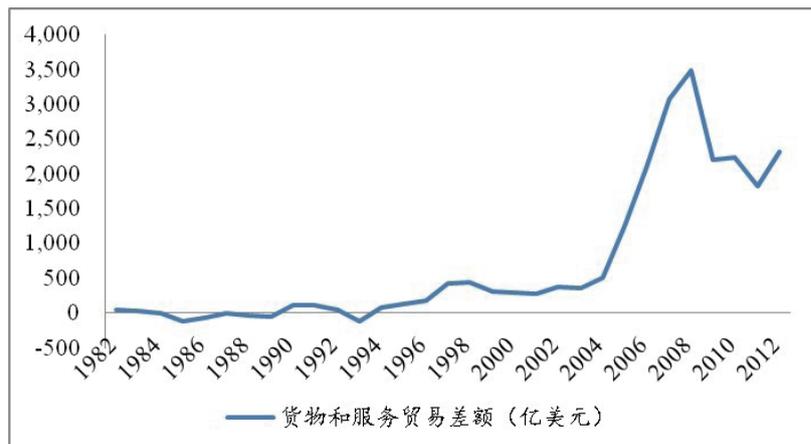


图 2 中国贸易规模 (亿美元)

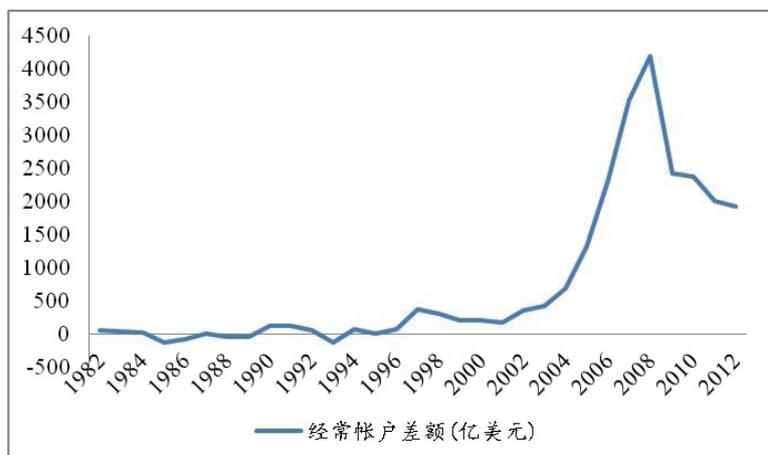


图 3 中国经常账户差额 (亿美元)

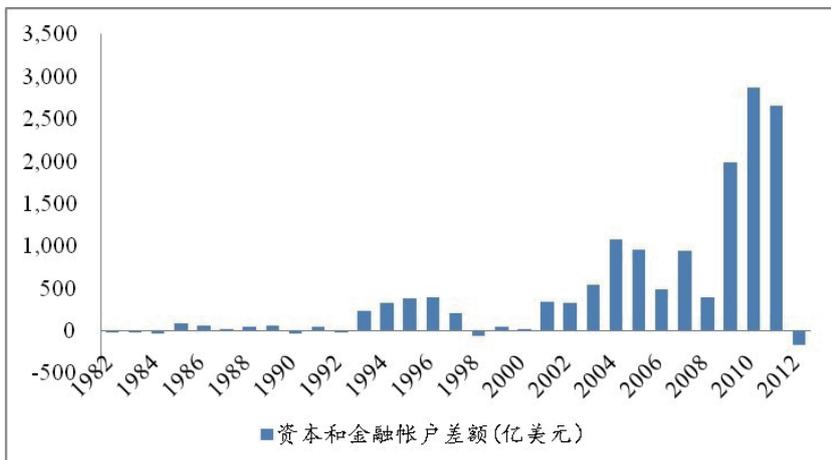


图4 中国资本与金融账户差额（亿美元）

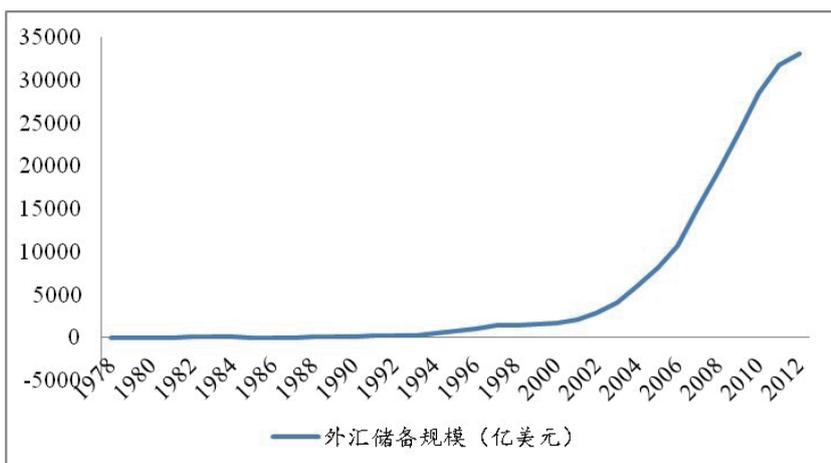


图5 中国外汇储备规模（亿美元）



图6 人民币汇率（100美元）

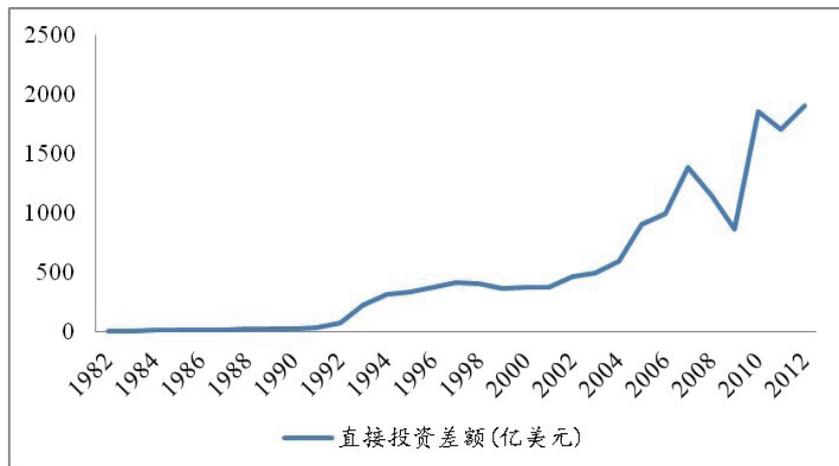


图 7 中国直接投资情况 (亿美元)

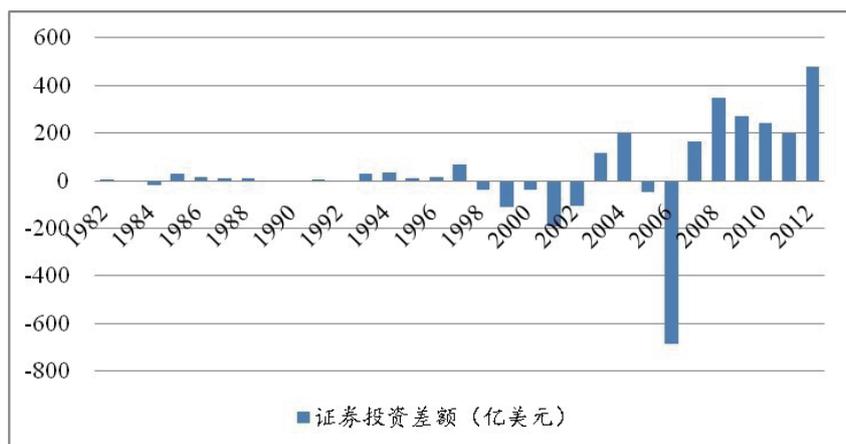


图 8 中国证券投资差额 (亿美元)

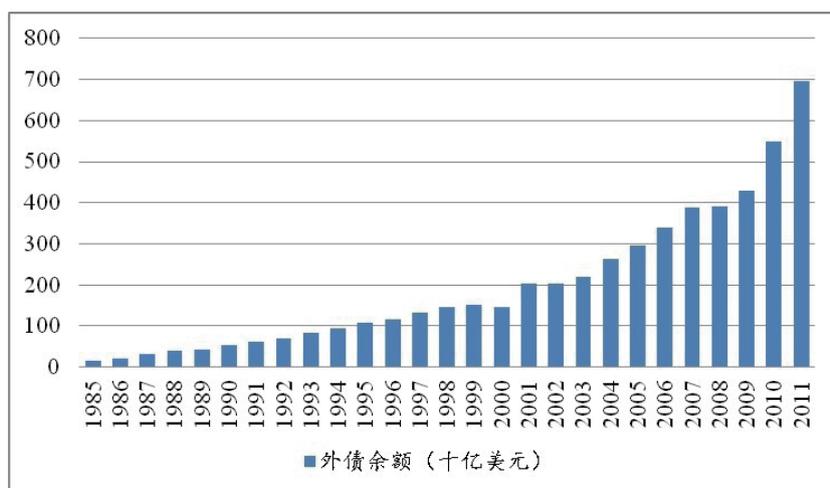


图 9 中国外债余额 (十亿美元)



资本账户自由化的经验教训 ——可供中国参考的七个案例研究

加布里埃尔·斯坦，货币金融机构官方论坛（OMFIF）首席经济顾问

在当今全球化及一体化的世界里，中国的立场与众不同。中国是世界第二大经济体，不久将跃居第一，同时也是世界上多种商品的最大进口国和各类制成品的最大出口国。

然而，中国的金融市场并不发达，并受到严格监管，其资本账户仍未开放。近些年，中国在这些方面已开始实行较大的改革，中国领导层明确表示中国将继续致力于金融市场和资本账户自由化并逐步付诸行动。

对中国这么大的经济体进行改革无疑困难重重。但中国可以充分发挥后发优势，借助大量的学术报告和会议成果并进行广泛讨论，学习其他国家的具体实践，从而就如何改革和开放资本账户得出适合中国国情的论断。这份报告的独特之处在于：作为案例分析的几个国家分别来自不同的大洲，其中包括两个发达国家（瑞典和英国）、四个新兴市场经济体（马来西亚、毛里求斯、墨西哥和南非），以及一个由新兴经济体跻身发达国家之列的国家（以色列）。我们重点关注一个国家在开放资本账户后，汇率、资本流动和通货膨胀等几个重要经济变量所发生的变化。

尽管各国国情不同，但其中仍有普遍规律可循。在本报告所涵盖的国家中，我们认为以下八点经验值得中国吸取和借鉴：

1. 实行金融市场自由化同时保持资本账户关闭，可能导致国内资产价格泡沫，因为借贷更加自由化，但投资机会维持不变。这是上世纪 90 年代初瑞典银行体系崩溃的主要原因。

2. 必须保证国内顶层设计完善，在确保有能力应对后续效应的情况下，才可以实行“大

爆炸”式的自由化，否则很可能会陷入危机，这是上世纪70年代从以色列第一次尝试资本账户自由化失败后获得的经验。

3. 墨西哥和以色列的经验都表明，资本账户自由化可能导致大规模的资本流入和流出。关键不在于资本流动，而是当局如何找出应对之法。

4. 毛里求斯试图将本国打造为金融中心，这一点与中国对上海的定位很相似，其中涉及到采用弹性汇率制度，这是毛里求斯卢比能够成功实现自由化并在1995年和1996年有所升值的原因之一。

5. 当局应对不可预测性有所准备。共同的经验表明，资本账户开放和汇率自由化之后，汇率将如何变化是无法预测的。英国在第二次世界大战之后发生英镑危机，经历了在取消外汇管制之后的英镑升值。

6. 在过去的六年里，全球经济发展经验已经对“资本管制通常有害”这一观念形成挑战。然而，南非的经验表明，适度采取资本管制有助于应对经济周期变化。然而，无论资本管制表面上的帮助有多大，其最终会被取消，否则会付出更大的成本，导致资本错位。这一点需要重点汲取毛里求斯经验，即一旦开始进行改革就千万不能停止。

7. 几乎所有国家都经历过的一个常见情况是，通货膨胀率在资本账户自由化后立即得到缓解。这在某些国家（如瑞典）是可以理解的，因为出现了大幅度的经济衰退。然而，这种情况也发生在马来西亚和墨西哥等新兴市场国家。

8. 我们跟踪分析的国家中，另外一个共同经验就是，无论是加快现有趋势（如瑞典或墨西哥）还是逆转下降趋势（如毛里求斯），放开资本账户和实行浮动汇率都将提高股票价格。英国算例外，在1979年放松外汇管制后，英国股票价格回升的速度较慢，所需时间较长，但这在很大程度上是因为当时英国经济正处在较严重的衰退时期。

1 瑞典

像其他发达国家一样，瑞典是二战后布雷顿森林体系的一部分。与其他北欧国家的情况差不多，当时瑞典在资本管制的同时，对银行业也严格控制，包括限制贷款利率、设置银行存款利率上限、限制贷款金额、限制甚至禁止外资银行的业务。

20 世纪 70 年代早期，该体系崩溃，瑞典保留了资本和外汇管制。直到 80 年代初，金融市场仍受到严格监管。从 1982 年开始，瑞典逐步放松管制。1987 年瑞典第一次放松外汇管制，1990 年全面开放。然而，固定汇率制度依然存在，直到 1992 年秋天，试图捍卫瑞典克朗的政策导致了货币贬值 30% 的灾难性后果。此时，瑞典才正式放弃固定汇率制，改为弹性汇率制。

分析：

资本账户开放之前，瑞典资本账户赤字仅占 GDP 的 1%，约为十亿到二十亿瑞典克朗。同样，20 世纪 80 年代早期，其经常账户也比较平衡。当然，这在很大程度上得益于在 70 与 80 年代初的一系列货币贬值，1982 年克朗贬值终达 16%。

80 年代中期，克朗恢复稳定。尽管币值处于被高估的水平有利于进口商品保持低价，但通货膨胀率保持在 4% 以上仍然是一个大问题。这导致瑞典货币市场利率上升，瑞典货币市场利率为两位数时，德国货币市场利率只是个位数，这样的高收益率对外国投资者很有吸引力。

从 1987 年第一次汇率自由化开始，资本逐渐流入瑞典。金融账户在 1986 年和 1987 年处于平衡状态，但在 1989 年和 1990 年则流入 550 亿至 650 亿瑞典克朗（约占 GDP 的 0.5%）。虽然实行固定汇率制，但在房地产市场繁荣和资本流入后不久，股票价格开始飙升。

虽然在 1990 年实行了完全的资本账户开放，但为时已晚，瑞典房地产泡沫破灭已无法避免。瑞典经济陷入重度衰退，名义 GDP 连续收缩三年（这是 1920 年以来最糟糕的一次），导致银行系统崩溃。瑞典试图以 500% 的利率为代价以保持固定汇率，然而这是一个灾难性的尝试，最终瑞典不得不在 1992 年放弃固定汇率。

伴随着资本账户完全开放，其效果一般是积极的，但因为瑞典在此期间正经历严重的经济衰退，很难解释资本账户自由化是瑞典经济复苏的最终原因。到 1993 年，瑞典汇率开始恢复，经常账户和资本账户都转回盈余状态（一直保持至今）。虽然通货膨胀率迅速下降，但利率直到上世纪 90 年代中期都持续升高。

启示：

在金融市场自由化的同时，保持外汇管制，会造成国内资产价格泡沫风险。因为家庭和

企业可以更加自由地借到钱，却只能把钱花在国内。

一旦没有了外汇管制，国家就不能仅靠利率手段维持固定汇率。

在去监管化的市场里，国家建立必要的机制和法规以确保平稳的过渡，就显得非常重要。

外汇管制取消后，要想取得良好的经济表现，必须先让公共财政走上可持续发展的道路。

图 10 瑞典：资本账户（十亿瑞典克朗）

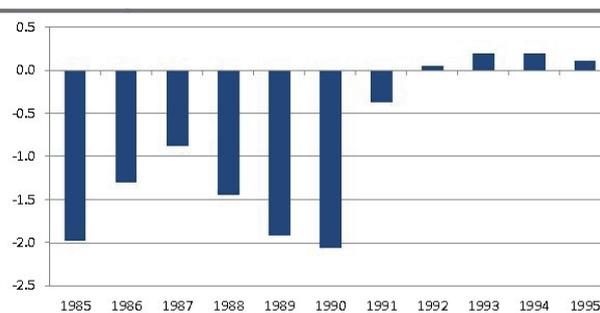


图 11 瑞典：金融账户（十亿瑞典克朗）

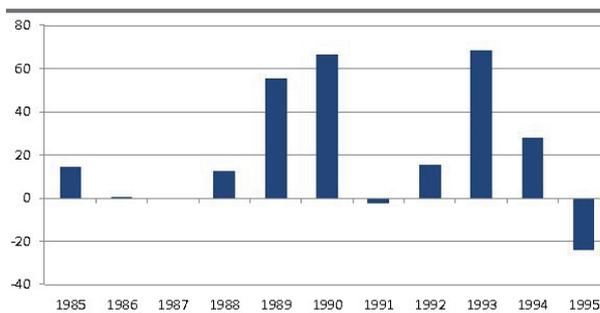


图 12 瑞典：经常账户（占 GDP 的百分比）

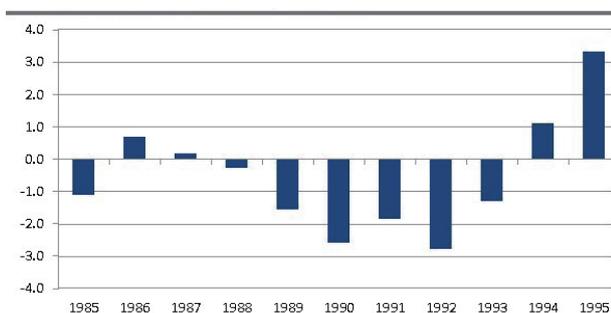


图 13 瑞典：名义有效汇率

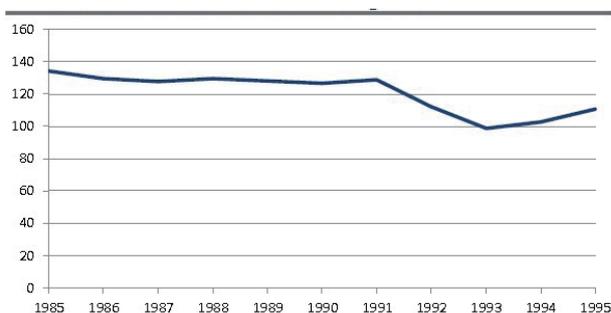


图 14 瑞典：通货膨胀（年百分比）

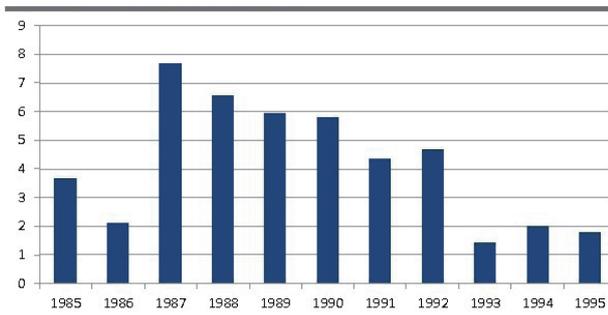


图 15 瑞典：股票价格指数（以 2005 年为基准）

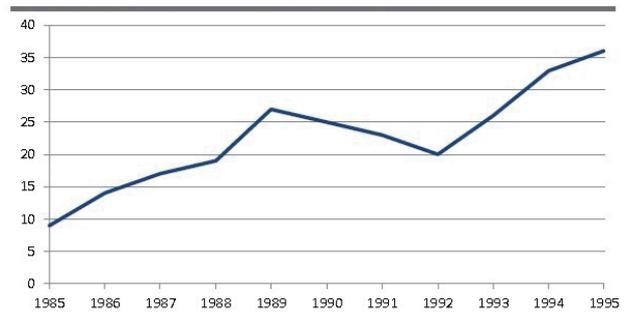


图 16 瑞典：长期政府债券收益率（百分比）

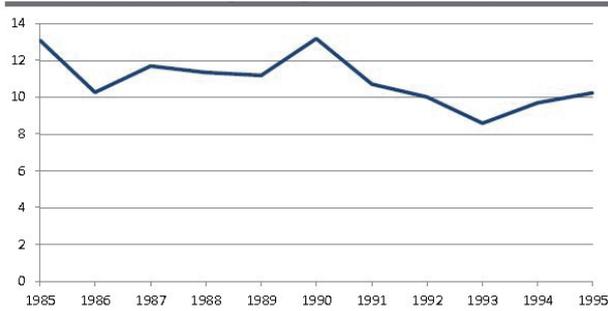
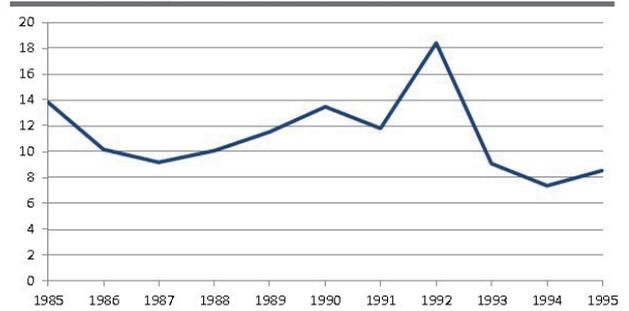


图 17 瑞典：货币市场利率（百分比）



英国

英国经济在二战后尽管有过短暂的增长，但长期处于低迷状态。历届政府都致力于维持英镑作为仅次于美元的主要储备货币的地位。

然而英镑不仅国内表现疲软，还频繁出现英镑危机和持续贬值。1949年，1英镑兑4.03美元贬值到2.80美元，1967年更是降到2.40美元。1966年，英镑面临的压力致使英国加强外汇管制。

1971年布雷顿森林体系崩溃，英镑采取浮动制，但外汇管制一直持续到1979年。英国取消了外汇管制并没有导致货币危机，这是该国案例的重要参考意义。

分析：

1979年10月，英国彻底取消外汇管制，催化因素之一是1979年5月玛格丽特·撒切尔保守党政府上台执政。然而政治事件不是唯一因素，资本账户开放计划已经进行一段时间了。英国放松货币管制的影响不易估量，原因是英国当时处于严重的经济危机，大约18个月后才渐渐消退。

从1970年代中叶，英镑汇率不断下降，这对经常账户有积极影响，1974年经常账户赤字占GDP的4%，1976年达到基本平衡（盈余或赤字在GDP的1%以内，都视为平衡），这种状态一直持续到1980年。资本账户从相当大的盈余（1974年盈余40亿）变成1977年同样规模的赤字，并在接下来的九年保持赤字状态。

70年代下半叶，英国经济形势急剧恶化，1976年11月，英国政府不得不向国际货币基金组织借贷39亿美元来保持收支平衡。最初，这使得通胀率下降到10%以下，但到1979年，通胀率又飙升至将近20%。更高的利率，尤其是短期利率，给英镑带来了上行压力，然而资本外流加剧，取消外汇管制的效果与预期并不一致。人们担心英镑急剧下跌，实际效果恰恰相反。名义有效汇率上升并稳定下来。1979年，资本账户几乎进入平衡状态，虽然之后两年资本流出加速，但通货膨胀率开始下降，1982年下降到5%左右，利率也是如此。

上述情况的大背景是，为了应对经济衰退，英国政府大幅收紧财政政策。1978-1979年伊朗革命以及随后的两伊战争，石油价格飙升，严重冲击英镑，对此英国政府无能为力。此后，英国开始开发北海石油，对英镑产生显著的积极影响。1981年，财政大臣杰弗里·豪推出了著名的紧缩预算，包括将增值税几乎翻一番，这使财政紧缩政策达到顶峰。虽然该政策备受谴责，但这标志着英国经济复苏的开始。随后，股票价格也加速上涨。

图 18 英国：资本账户（百万英镑）

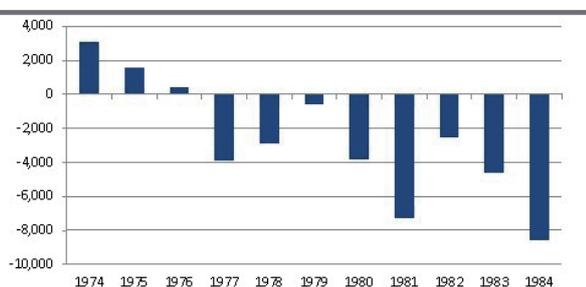


图 19 英国：经常账户（占 GDP 的百分比）

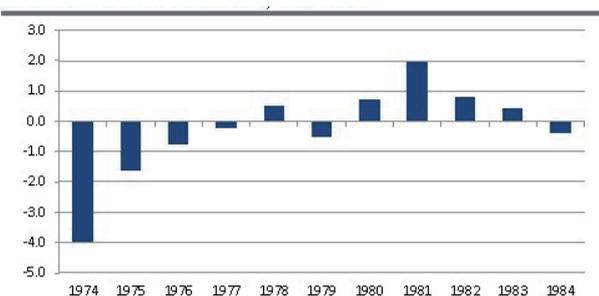


图 20 英国：名义有效汇率

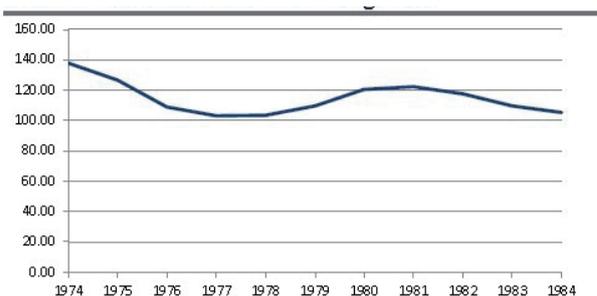


图 21 英国：通货膨胀（年百分比）

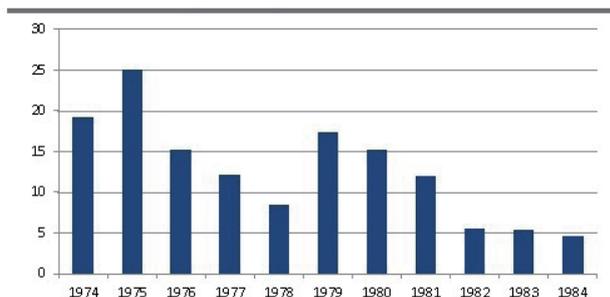


图 22 英国：股票价格指数（以 2005 年为基准）

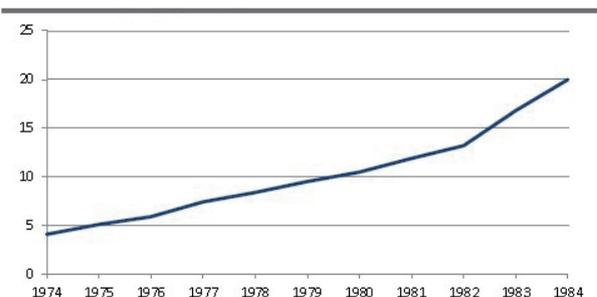


图 23 英国：长期政府债券收益率（百分比）

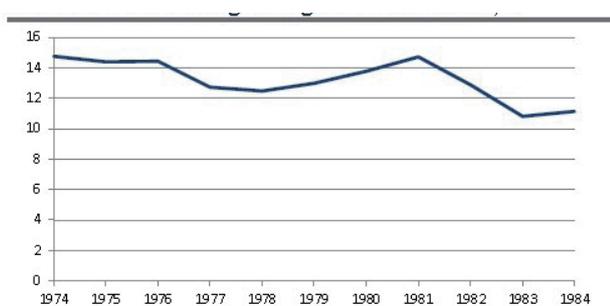
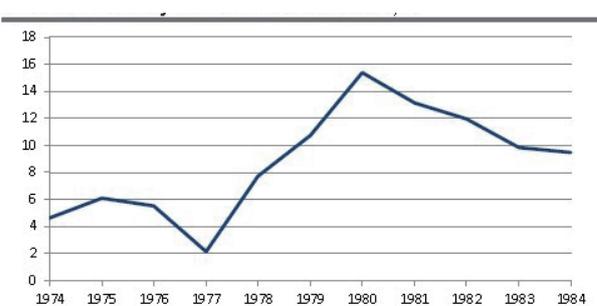


图 24 英国：货币市场利率（百分比）



启示：

英国资本账户开放的时间段，正处于 1970 年代末经济衰退和 1980 年代初的经济复苏期，所以很难衡量其确切影响。但是可以得出一些与中国相关的结论，其中很重要的一条是，取消外汇管制后的货币走向几乎不可能预测。

从中国金融压抑的视角看，即通过低利率甚至是负利率，让居民储蓄大量流入企业部门，可以说，取消资本管制将导致大量资金外流。在成熟金融服务业的帮助下，家庭可能会寻求国外储蓄更高的回报率。但我们也有同样足够充分的理由相信，取消资本管制会导致大量资本流入，因为外国投资者一旦明白出入中国的便利性，就会进入中国市场寻求更高的回报。

就汇率的经济影响而言，最终主要因素与其说是汇率水平，不如说是汇率的稳定性（除非发展水平很极端）。从英国的角度来看，也许最重要的结论是，取消汇率管制并没有导致英镑危机，这与此前普遍的担心不同。即使资本流入提振了股市，经常账户赤字仍然会变成盈余。

由于资本账户开放与经济衰退同时发生，很难说清，经常账户的变化到底有多少是源于国际货币基金组织 (IMF) 贷款导致的英镑下跌，或源于外汇管制的放松，或源于此后不久经济状况的改善。

3 以色列

中国应该会对以色列资本账户开放的经验特别感兴趣，原因如下：第一，以色列是少数实现从新兴市场向发达市场地位转变的国家之一，它能做到这一点，主要是通过向价值链上方转移（例如，从低附加值的农业转移到高新技术领域，如信息技术、医药、农业和军事装备）。

第二，以色列经济长期以来受社会主义思维的影响，对外资和国内经济都采取严格监管。

第三，以色列提供了资本账户开放不当的经典案例。1977年，在没有准备充分的前提下，以色列尝试进行突然的“大爆炸式”资本账户开放。这次尝试导致了通货膨胀率的持续上升，最终在1979年以该政策被废除而彻底宣告失败，但仍然导致了1980年代早期以色列银行的破产。1987年，以色列开始了第二次资本账户开放的尝试，在持续了18年后，以色列最终于2005年完成汇率自由化。

分析：

历史上，以色列经常出现经常账户赤字，但因美国援助和德国赔款产生的资本账户盈余抵消了这一赤字。21世纪初，由于互联网泡沫的破灭导致资本流入急剧下降。期间，以色列高科技公司从国外吸引了大量投资。随着最后一轮资本账户开放，资本流入速度加快。应该注意的是，以色列改革进程开始时，首先放松并取消的是长期资本流入壁垒。短期资本流入壁垒随后也被取消，但过程相对缓慢。

概括地说，在改革初期，以色列集中精力促使商业部门和非居民企业的跨境交易便利化，但对非公司的居民考虑较少。从1989年开始，资本流出壁垒也逐渐被取消。因此，尽管资本净流入更多，但资本双向流动都有所增长。从2000年到2005年，以色列货币谢克尔的名义有效汇率下跌超过20%，这和互联网泡沫破灭密切相关。但在2006年，即最后一轮的外汇管制被废除的第二年，谢克尔的名义有效汇率开始回升。

疲软的货币政策促使经常账户扭亏为盈，从2000年占GDP近2%的赤字，转为2006年占GDP近5%的盈余。股票价格也在国内证券投资的管制取消后受益良多。资本账户开放对利率的影响更难准确测算，在资本账户开放之前和开放过程中，以色列一直在努力解决长期以来的通胀问题。在90年代中期，通胀率近约10%；到1999年，通胀率已降至1.3%，自那以后，保持平均2%的水平。与通胀率降低相一致的短期和长期利率也在同期大幅下降。

启示：

以色列取消资本管制的两次尝试给我们的启示是，政府应该避免进行“大爆炸式”的改革，除非国内已经做好充分准备。否则，正如以色列第一次资本账户开放的尝试所显示的，从受监管的账户向不受监管的账户转化，会导致大量的问题。相比之下，第二次资本账户开放尝试是在较长时间内逐步推进的，因此进展非常顺利。

另一个启示则是，人们常常担心资本账户开放会导致经济不稳定，这担心主要是因为资本账户开放往往在危机期间进行；也因为在危机时期，政府更倾向于限制资本流动，认为这样能帮助解决国内问题或将本国经济隔离于全球事件。然而，以色列的经验表明，如果能按照合适的顺序实施，资本账户开放一样可以平稳进行。

1987年到2005年期间，世界经济经历了数次剧烈波动，后互联网经济时代的衰退重创了以色列高科技产业。尽管如此，以色列适时调整，成功避免了不必要的困难，并顺利实现了经济转型。

图 25 以色列：资本账户（百万美元）

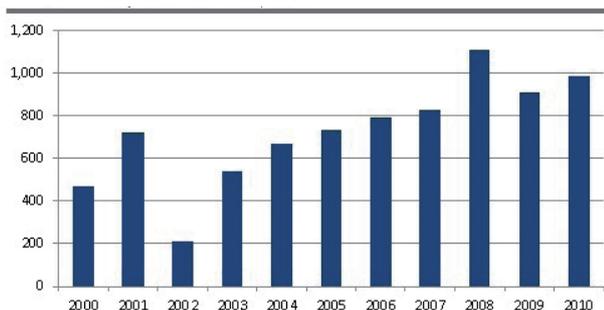


图 26 以色列：金融账户（百万美元）

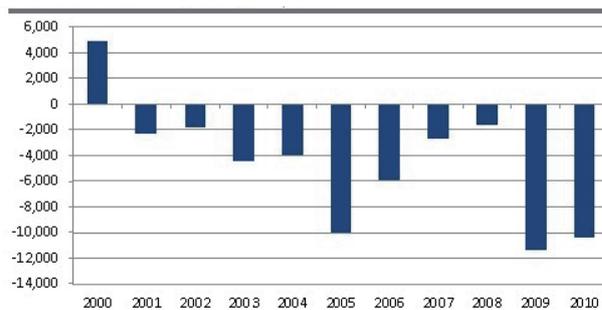


图 27 以色列：经常账户（占 GDP 的百分比）

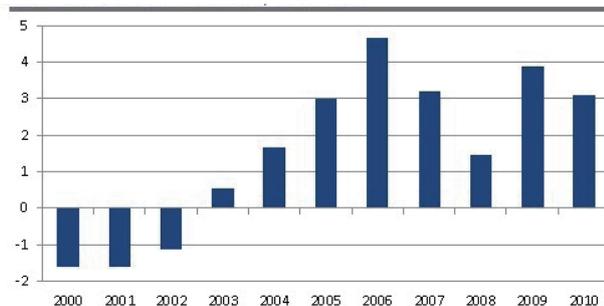


图 28 以色列：名义有效汇率

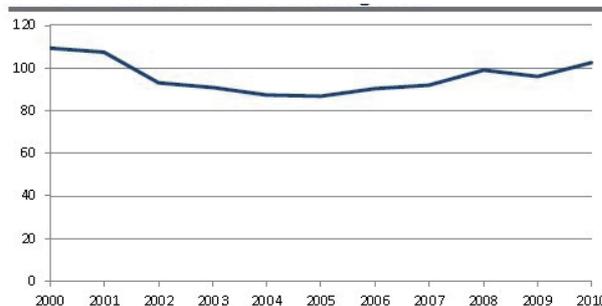


图 29 以色列：通货膨胀（年百分比）

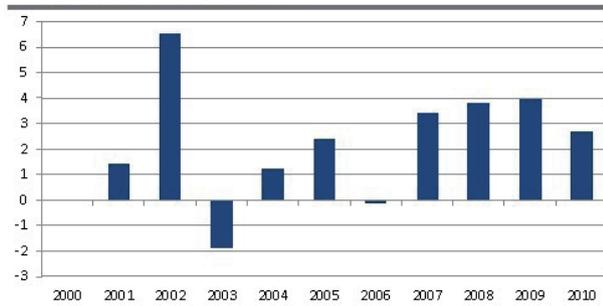


图 30 以色列：股票价格指数（以 2005 年为基准）

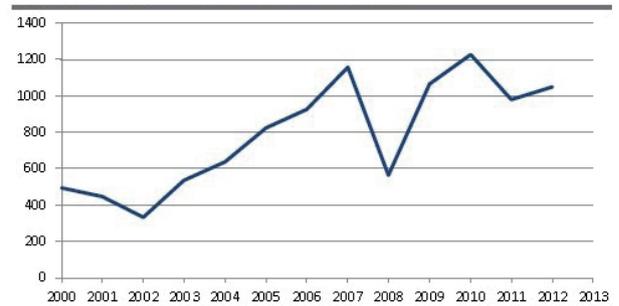


图 31 以色列：十年期政府债券收益率（百分比）

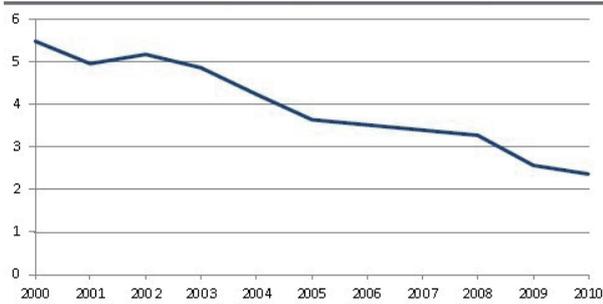
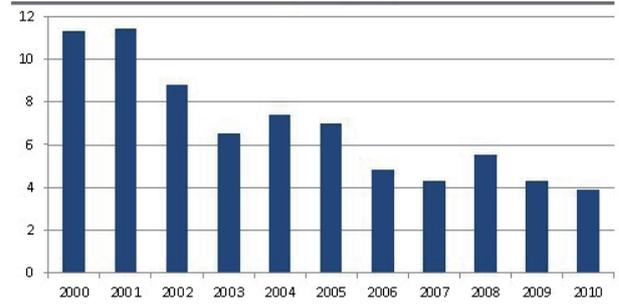


图 32 以色列：短期国库券收益率（百分比）



4 马来西亚

从 1990 年到 2012 年，马来西亚 GDP 以年均 6% 的速度增长，高于全球平均水平。在不断融入全球经济的过程中，马来西亚一直保持着有利于国际贸易开展和外国直接投资流入的政策环境。

此外，马来西亚的稳步发展在一定程度上得益于更高端、更多元化的投资来源，后者应归功于马来西亚多年来在资本账户开放方面的努力。马来西亚开放资本账户旨在降低商业成本、提高效率和竞争力、发展国内金融体系。

分析：

考虑到资本流动的高度波动性，在没有充分保障措施的情况下，迅速放宽资本流动，会给宏观经济和金融稳定带来风险。因此，马来西亚以渐进、有序的方式进行资本账户开放，在经历了1997年亚洲金融危机之后尤其如此。

马来西亚的政策选择一直都很务实。在亚洲金融危机期间，马来西亚实施了选择性外汇管制措施，以减轻危机对实体经济的影响。最重要的是，马来西亚在资本账户开放的同时开始进行结构性改革，以加强国内金融部门的应变能力。

早在上世纪70年代，马来西亚就开始放宽资本流动限制。马来西亚资本账户开放最重要的两个阶段是1990-1999年和2000年至今。在这两个阶段内，除了1994年和1997年金融危机期间，马来西亚相对开放了资本账户，但没有对外国投资进行系统性限制。在1991至1996年间，不断扩大的利差和马来西亚强劲增长的前景，吸引了大量外国直接投资，规模达到平均每年140亿令吉。这其中伴随着大量短期资本流入，年均达100亿令吉。这些外国直接投资大部分流入股市，股票指数在1990至1996年间约上涨120%。

强劲的国内投资反映在经常账户赤字上，而在此期间实际GDP增速已达到每年9.5%。大量的资本流入使得国内流动性充足，引起国内信贷高速增长，对国内资产价格产生上行压力。因此，马来西亚央行在此期间推行了几项临时行政措施，旨在抑制短期资本流入以遏制投机活动。同时，限制银行过度冒险行为的宏观审慎措施又强化了这一政策。

1997年危机期间，资本流动突然大幅逆转。股市大幅下跌，1998年实际GDP缩水了7.4%。随着公共和私营部门的投资减少，经常账户转为顺差。亚洲金融危机期间，马来西亚平稳的资本账户开放暂缓进行，决策者推行了选择性外汇管制措施，以保持宏观经济和金融稳定。

图 33 资本与金融账户 (十亿马币)

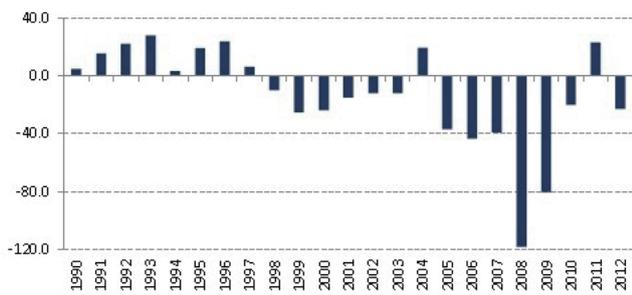


图 34 经常账户 (GDP 的百分比)

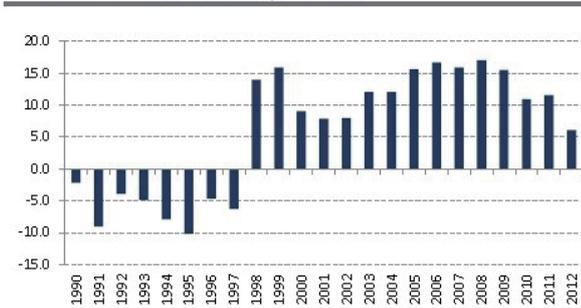


图 35 名义有效汇率

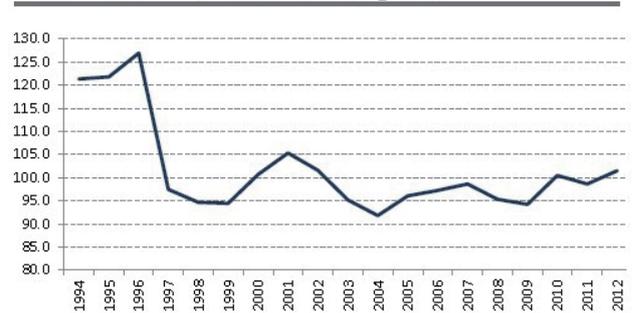


图 36 通货膨胀 (年百分比)



图 37 股票价格指数 (以 1990 年为基准)

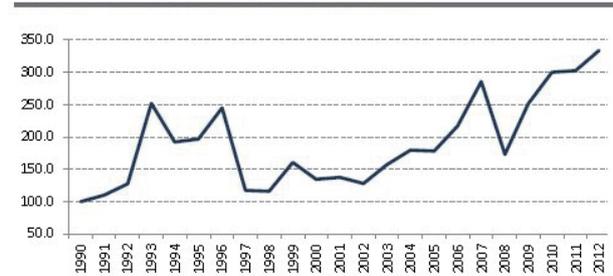
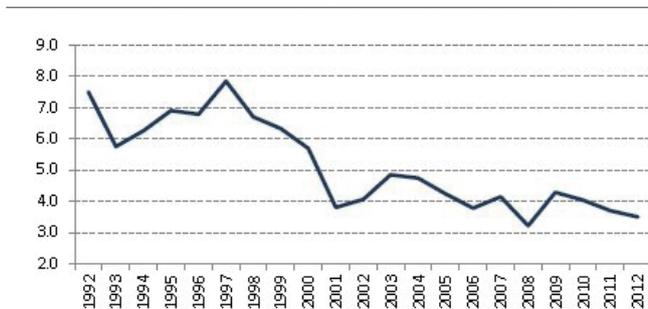


图 38 10 年期政府债券收益率 (百分比)



启示：

马来西亚在 1997 年危机之前的资本账户开放提供了几点重要启示。首先，开放资本账户，需要强大的宏观经济基础和金融机构的支持。第二，成熟的金融市场可以促进有序的金融调整，这将有助于减轻资本流动突然变化所带来的不利冲击。第三，在区域金融一体化加速期间，亚洲金融危机使实时监测资本流动和跨境合作的必要性大大凸显，在亚洲尤其如此。

在危机的高峰期，马来西亚推行选择性外汇管制措施，旨在遏制投机活动，恢复金融市场的稳定。这些管制措施不会干扰或打乱真正与贸易相关的活动或外国直接投资流动。随着经济稳定，这些措施随后被取消。

从 1999 年开始，马来西亚实施分阶段放宽外汇管制。唯一保留至今的外汇管制措施是令吉的非国际化，以防受到经济投机的冲击。

亚洲金融危机后，马来西亚逐步取消对外国资本流动的外汇管制，同时也逐步放宽国内资本流动限制。这允许更大的双向资本流动，促进了有序的金融调整。在大量外国资本流入期间，这一政策特别有益。虽然外国直接投资净流入依然很多，但由于马来西亚企业寻求扩展现有业务和利用其他地区的获利机会，马来西亚公司在海外的投资也一直呈现上升趋势。这得益于 2005 年起马来西亚外汇管制的进一步放开，进而大大促进了国际贸易和投资，增强了经济竞争力。

特别是 2004 年以来，马来西亚资本流动稳步恢复。伴随着金融部门开放的进一步深化，政策制定者进行了大规模的结构改革，进一步加强系统的弹性，以防范经济和金融领域的突发事件带来的不利冲击。

对马来西亚来说，首要任务是通过加强监管与监督框架的建设和增强宏观监督的有效性，以此强化金融部门。马来西亚一直注重发展金融市场，国内债券市场从 2001 年占 GDP

的 85.5% 增长到 2012 年底的 107.3%，同期国内股票市场的规模从 GDP 的 131.9% 扩大了到 155.7%。

随着与全球金融市场的联系日益密切，马来西亚国内金融业不可避免地受到外部发展的影响。面对日益增加的资本流动波动性所带来的冲击，马来西亚国内经济和金融系统显示出了相当大的弹性，这在最近的全球金融危机中有十分明显的表现。尽管 2008 年投资组合净流出高达 850 亿令吉（名义 GDP 的 11%），但马来西亚的金融体系始终保持稳定。

14.9% 的风险加权资本率，信贷利差的压缩，持续拓展融资规模的金融系统和 2009 年 1.8% 较低的净不良贷款率，这些都是马来西亚资本账户开放后金融稳定的例证。虽然 2009 年实际 GDP 下降了 1.5%，但 2010 年就强劲反弹至 7.4%。伴随着资本账户日益开放，马来西亚在过去十年不断夯实宏观经济基础和国内金融体系。马来西亚经济对当前危机的抵御能力，证明了持续改革的积极效果。

5 毛里求斯

毛里求斯在经济发展方面面临一系列不利条件，如自然资源有限、远离主要市场、国内市场狭小、易受气候影响和外部冲击，但是作为印度洋西南部的一个小岛经济体，毛里求斯却是非洲人均 GDP 最高的国家之一。

没有“大爆炸式”的开放对外资本账户，毛里求斯采用循序渐进的方式，在 1993 年 9 月实现经常账户的完全可兑换，在 1994 年 7 月，取消了所有外汇管制。

1968 年，毛里求斯人均收入不到 200 美元。为应对公共财政和外部状况的恶化，从 1977 年到 1986 年，当局采取了国际货币基金组织和世界银行所支持的全面宏观经济和结构调整措施。

到 2012 年，近 130 万人口的毛里求斯人均 GDP 增加到约 8700 美元。在过去的二十年里，实际 GDP 平均每年增长 5.2%。这是现代历史上政策驱动经济转型最引人注目的案例之一。在全球金融危机复苏潮中，虽然毛里求斯 2013 年经济增长放缓至 3.2% 左右，但它的经济反弹迹象非常明显。

分析：

1968年，独立后的毛里求斯继承了英国的外汇管制。在1980年代末到1990年代期间，当局开始逐步开放经常账户交易。首先开放的是旅游和移民津贴、现金礼品和其他经常账户交易。这一过程中，毛里求斯政府也推行了适当的宏观经济和结构调整政策，持续累积外汇储备。

1993年9月，经常账户交易开放到达了一个重要的里程碑。毛里求斯接受了国际货币基金组织（IMF）协议条款第八项中规定的义务，开放了所有的经常账户交易。在资本账户交易方面，唯一的限制是对一些资本汇款征税15%。1994年7月，毛里求斯取消了所有剩下的资本账户交易管制，并设立了银行间外汇市场，让市场力量在卢比定价方面发挥更大的作用。

毛里求斯经常账户常出现赤字。1994年达到最高峰，即占GDP的6.5%。资本账户完全开放后，连续几年资本和金融账户国际收支产生大量盈余。放宽资本流动没有导致任何汇率或国际储备剧烈的波动。

随着经济环境和金融市场结构的变化，毛里求斯推行货币政策的程序也随之改变。鉴于贷款限额体系所带来的缺陷，毛里求斯央行开始分阶段实施货币政策改革，从直接货币管制变为间接的货币管制。这符合其总体改革方向，即从指令、管制和补贴，转向于更加依赖市场力量、经济自由化和审慎监管。

80年代，政府逐渐放开存贷款利率，允许银行体系内有更多的竞争，并逐步淘汰部门间信用分配。1989年3月，毛里求斯颁布相关法规设立证券交易所。1994年解除外汇管制后，毛里求斯向外国投资者开放股市。

多年来，毛里求斯经历了不同的汇率制度时期，包括与英镑、特别提款权以及贸易加权一篮子货币挂钩。也许最成功的改革是采用了浮动汇率制度。类似1979年和1981年货币大幅贬值那样的戏剧性和耻辱感彻底从公众视线中消失了。

浮动汇率制度有助于加强出口加工区、旅游业等出口导向型行业的国际竞争力，帮助毛里求斯实现经济和金融转型。毛里求斯失业率从 1983 年 22% 的高峰下降到 1987 年的 4%。所有政府债券都通过拍卖发行，反映了毛里求斯央行提倡的以市场为基础的理念。

图 39 资本与金融账户（百万美元）

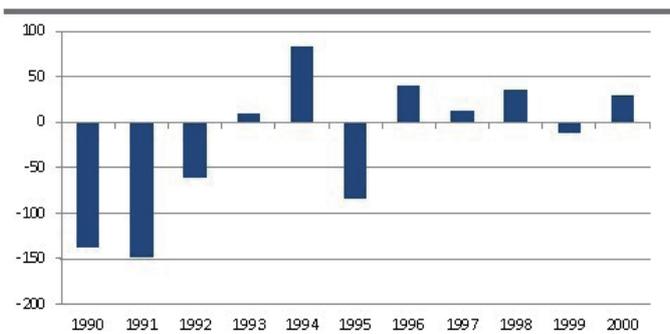


图 40 经常账户（占 GDP 的百分比）

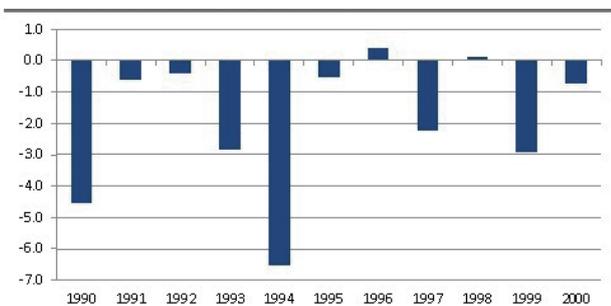


图 41 名义有效汇率

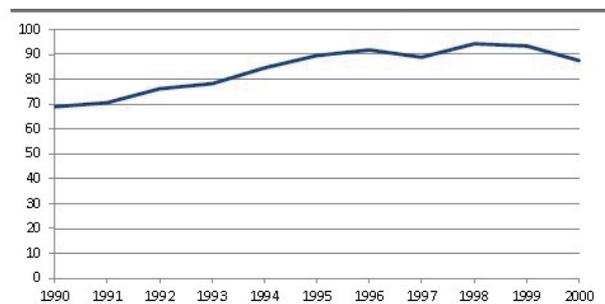


图 42 通货膨胀（年百分比）

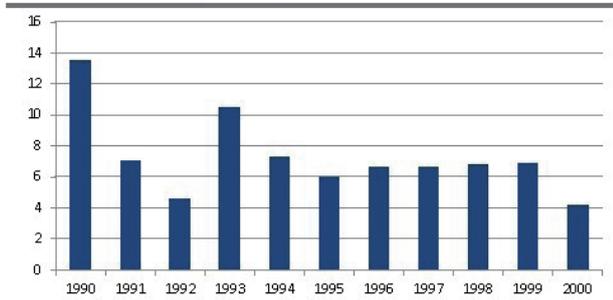


图 43 股票价格指数（以 1989 年为基准）

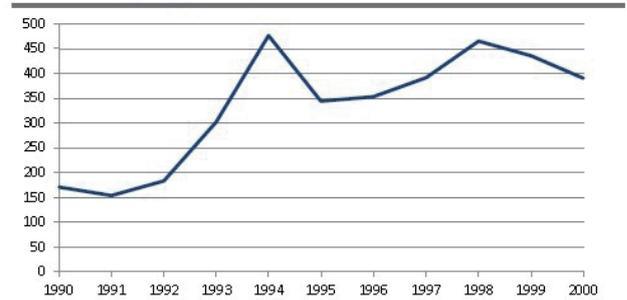


图 44 长期政府债券收益（百分比）

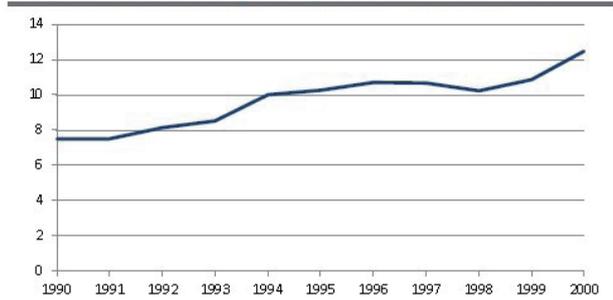
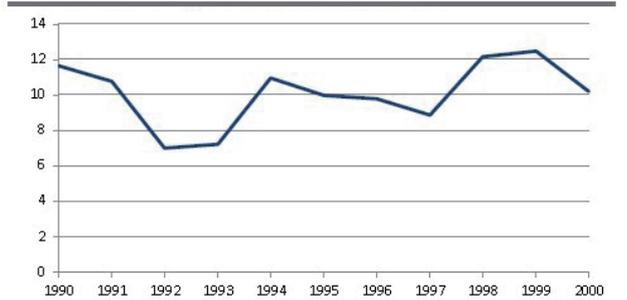


图 45 货币市场利率（百分比）



启示：

毛里求斯采取了渐进的对外资本账户开放，而不是“大爆炸式”的方法。取消外汇管制没有导致任何货币危机。

毛里求斯合理安排了政策推行的顺序，在 1993 年 9 月实现经常账户的完全可兑换，最终在 1994 年 7 月取消外汇管制。为维护宏观经济稳定而实施的审慎宏观经济调整和结构性政策，是对外资本账户开放的大背景。

采用弹性汇率制度被视为是毛里求斯最重要的经济改革。毛里求斯以市场为基础的理念旨在提高金融资源配置的效率，其中一个亮点是政府债务的拍卖，这些措施都为对外资本账户的开放提供了支撑。

毛里求斯的经济改革从没有走回头路。多年来，无论政府如何变更，却始终保持了经济改革的方向和推动力。

近年来，毛里求斯出现了大量的资本流入和总体收支平衡，同时也呈现出国际储备的持续积累和本币的升值。

在统计数据方面，还有一个重要启示。为了编制国际收支平衡表，在对外资本账户开放之前，需要恰当的机制来搜集统计数据（如通过调查）。尤其是，如果过去主要是从外汇管制记录中提取数据，那么对外资本账户开放之后，国际收支平衡数据的收集方法必须要有新的基础。



墨西哥

在资本账户自由化这一问题上，墨西哥在许多方面都表明它是一个与众不同的国家。墨西哥比索对美元汇率的浮动从 1976 年开始，此后政府便频繁采取措施对汇率进行操纵。1982 年，墨西哥债务危机导致新一轮资本管制。资本账户自由化随后再次作为一项长期持续的政策启动，时间从 20 世纪整个 80 年代延续到 90 年代初期。

墨西哥有很长的资本账户相对开放史，这与其邻近美国这个资本源泉有关。尽管如此，该国的资本账户自由化进程还是在 1994 年遇到了麻烦，爆发了金融危机，即所谓的“龙舌兰酒危机”。

由于该国在 1991 年允许外国投资者自由获得以比索计价的政府债务，资本账户自由化成了此次金融危机的原因之一。巧合的是，外汇市场管制以及所有外汇交易管制等相关政策都在这一年被取消。

分析：

随着资本账户的开放，墨西哥从 1987 年 50 亿美元的赤字逆转到 1988 年 50 亿美元的盈余，并且盈余额在 1994 年快速增涨至 350 亿美元左右。1989 年，墨西哥已经走出了从 1982 年开始的金融危机，经济运行恢复正常，国内生产总值也以每年 3% - 4% 的速度稳步增长，尽管这一数值就新兴市场而言还不算突出。通胀率从之前的三倍降至不足 20%，汇率也保持相对稳定。

与此同时，墨西哥通过美墨联营工业区¹（该地区为墨西哥 1985 年最大的外汇来源地），大规模进入美国市场，推动了其在北美的经贸活动以及自由贸易谈判——双方最终在 1994 年签署了北美自由贸易协定，这预示着墨西哥经济将会持续良好运行。资金大量流入、通胀率回落、国有经济健康发展，这些都证明墨西哥经济发展的强劲势头和稳定性。

尽管墨西哥当局总体上欢迎资本流入，但因担忧大规模购买以美元计价的短期可转让定期存单的负面影响，墨西哥政府实施了限制外债最高仅占银行总负债的 10%、规定留出 15% 的外债给无风险资产等措施。尽管这些措施自 1993 年在短期内抑制了资本流入，但该国银行随后又调整其资产负债表，使外国资本恢复流入。

墨西哥 1994 年金融危机的爆发归咎于两个原因。一是从 1994 年 1 月开始的美国货币紧缩政策，二是同年 3 月墨西哥热门总统候选人路易斯·科洛西欧被暗杀。突然再现的政治风险，再加上其他国家更有吸引力的投资机会，造成墨西哥资本外流并消耗了其外汇储备。

墨西哥政府接受了这一现实，但也给予外国投资者从按比索计价转向以美元计价的短期票据的选择。外汇储备下降和庞大的外币负债是不可持续的。1994 年 12 月，墨西哥比索贬值，

¹ 美墨联营工厂区是一个边境自由贸易区，那里的工厂可以免税、免关税地进口材料 and 设备，进行组装、加工或制造，然后将组装、加工或制造的产品出口，有时会出口到原材料的产地。

币值最终下跌 50%。在接下来的两年里，墨西哥资本流入几近枯竭。汇率最终稳定下来，但通货膨胀急剧加速。

启示：

墨西哥的经验再次强调了有序开放资本账户的必要性。它同时表明，政府有可能被看似运行良好的经济指标所误导，从而认为经济状况安全。一个主要的教训是，面对大量资本外流和货币下行压力，如果政府能实行浮动汇率或收紧货币政策，“龙舌兰酒危机”是可以避免的。相反，若政府任凭外汇储备下降，并试图通过扩张国内信贷冲销资本流出，结果就会导致短期外汇债务堆积如山。

资本账户开放可以导致资本大量流入和流出——以色列就同时发生了这两种情况。墨西哥的经验表明，资本流动本身并不重要，重要的是货币当局如何提出应对之法。

图 46 墨西哥：资本与金融账户 (百万美元)

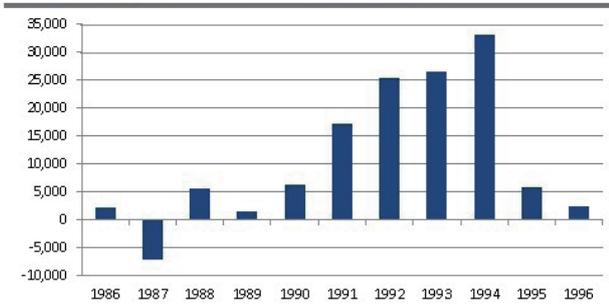


图 47 墨西哥：金融账户 (百万美元)

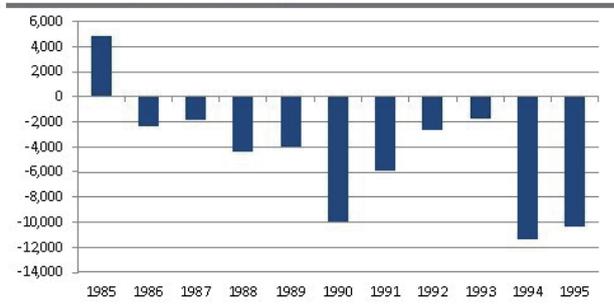


图 48 经常账户 (占 GDP 的百分比)

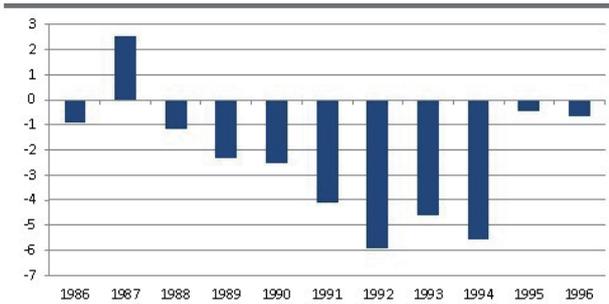


图 49 墨西哥：名义有效汇率

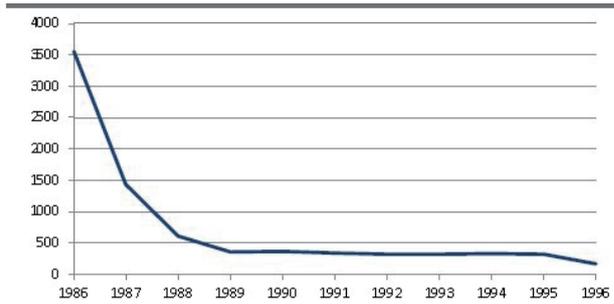


图 50 墨西哥：通货膨胀 (年百分比)

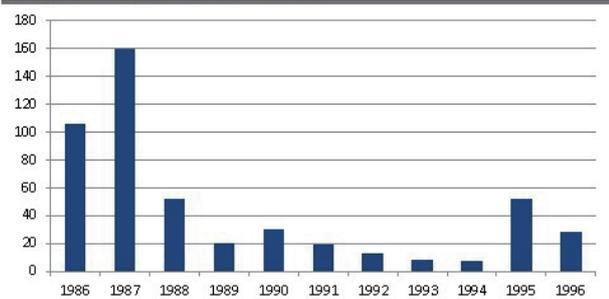


图 51 墨西哥：股票价格指数 (以 2005 年为基准)

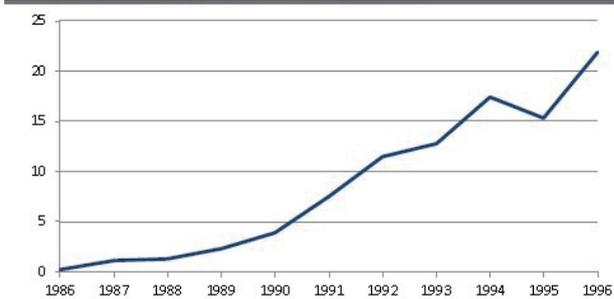


图 52 10 年期政府债券收益率 (百分比)

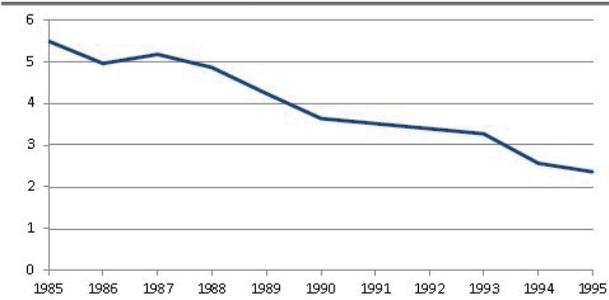
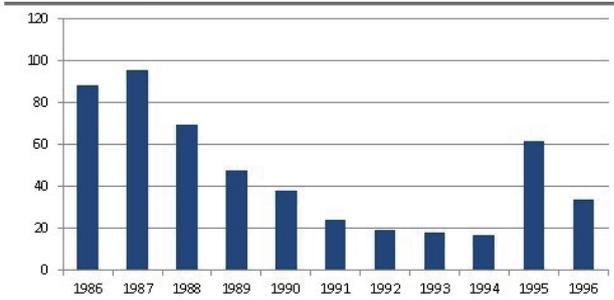


图 53 墨西哥：短期国库券收益率 (百分比)



7 南非

南非选择逐步放宽资本管制历时较长。这在某种程度上源于 1994 年选定的政治体制，也源于南非经济重新融入全球经济。分阶段推行的更为开放的资本流动体制，为众多南非企业参与国际经济做好准备提供了帮助。

可以肯定地说，南非资本管制的逐步放松，已在很大程度上帮助南非企业摆脱 1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机及余波影响。南非的发展正在持续前进中。

分析：

自放松资本账户管制以来，南非吸引的外资大部分以短期资本投资为主，更易在全球经济动荡时撤离。由此产生的影响有两方面。第一，南非的经常账户由1990年占GDP 1%的盈余变为2000年占GDP 5%的赤字。第二，受第一点的影响，资本账户变成了盈余，但金融账户却波动巨大。

短期金融资本流动的波动性也在汇率上有所体现。根据国际清算银行公布的广义名义有效汇率来看，近20年来，南非货币兰特指数从1994年的207下降到2001年的81，2004年又上升至133，而2012年又再次下降到83。通货膨胀在此期间也有相似的表现。从上世纪90年初低于10%下降到1999年2.4%，2012年又上升至5.4%（因为组成系列的反向链接以及新的CPI指数，2008年未被计入在内）。

新一轮内部和外部波动的部分原因是大衰退来了之后，南非当局决定避免实施资本管制。这也意味着，尽管有资本回转，南非的股票价格在整个时期呈现普遍上升的趋势。

启示：

几十年来，循序渐进地放松外汇管制对南非经济的发展非常有益。南非在选择外汇管制的时机和执行上一直相当谨慎。2008年金融危机之后，一些发展中国家已感受到因短期组合资本流入而使其汇率明显提高。

尽管这些经济体所面临的挑战是有很多相似之处，但各个国家的政策反应却明显不同。显著差异源于该国资本流动背后的制度因素，也受该国货币和汇率制度的影响。

结合其他国家的经验，韩国对外币借贷征收新税，巴西对国内银行的外汇状况提出新的法定准备金要求，智利央行干预外汇市场。在经过慎重考量后，南非并没有对周期性问题的反应，从而避免了撤销短期资本管制造成的损失。

图 54 资本账户 (百万美元)

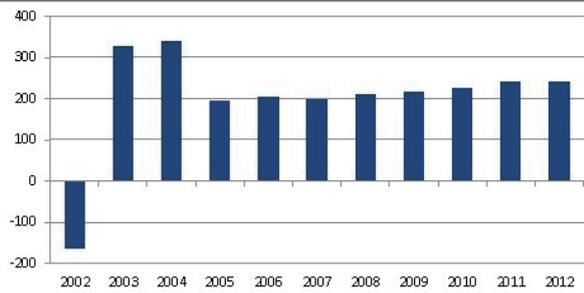


图 55 金融账户 (百万美元)

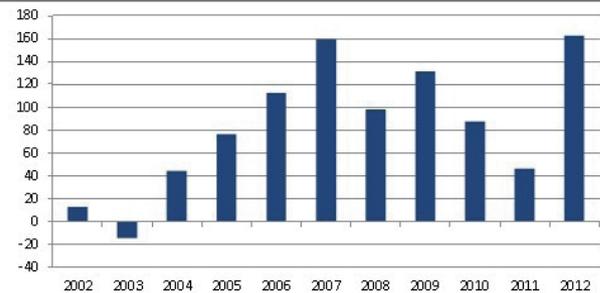


图 56 经常账户 (占 GDP 百分比)

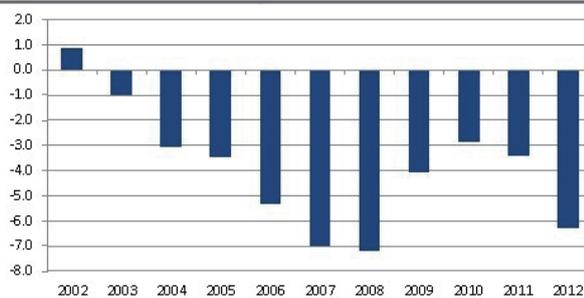


图 57 名义有效汇率

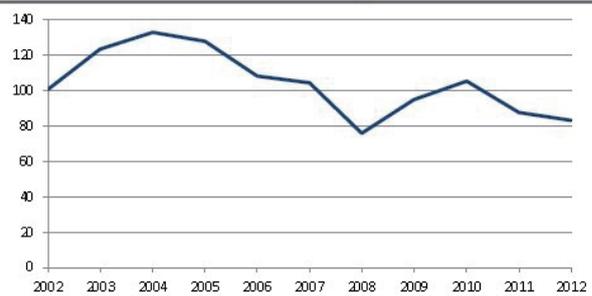


图 58 通货膨胀 (年百分比)

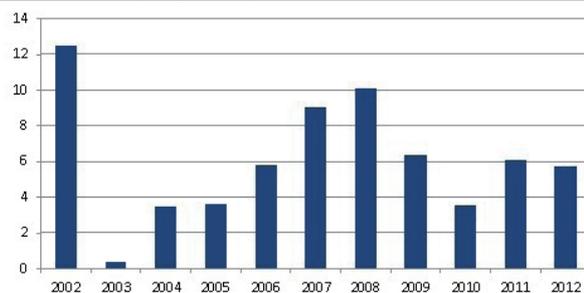


图 59 股票价格指数 (以 1989 年为基准)

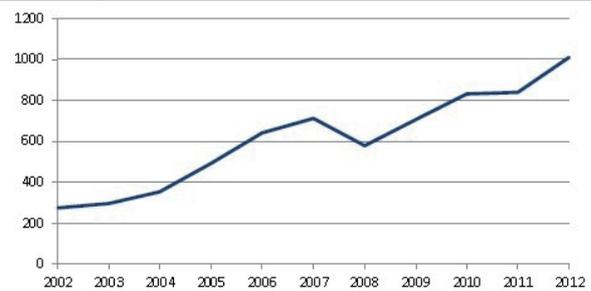


图 60 中期政府债券收益率 (百分比)

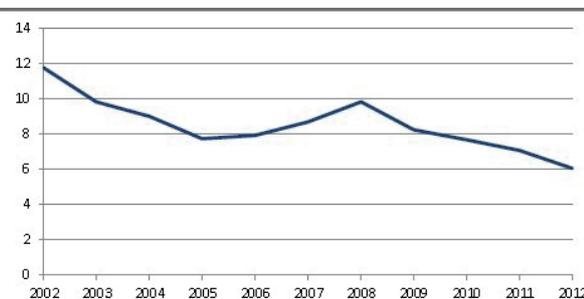
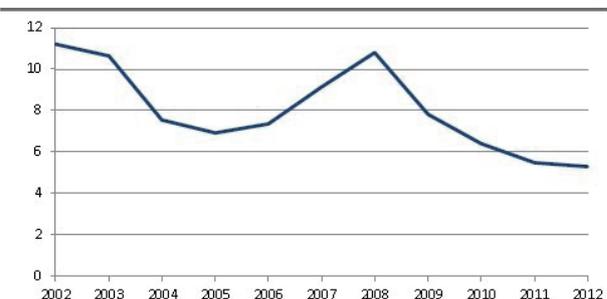


图 61 三个月国库券利率 (百分比)



中国	图 1: 国内生产总值 (亿元) 图 2: 贸易规模 (亿美元) 图 3: 经常账户差额 (亿美元) 图 4: 资本与金融账户差额 (亿美元) 图 5: 外汇储备规模 (亿美元) 图 6: 人民币汇率 (100 美元) 图 7: 直接投资情况 (亿美元) 图 8: 证券投资差额 (亿美元) 图 9: 外债余额 (十亿美元)	15
瑞典	图 10: 资本账户 (十亿瑞典克朗) 图 11: 金融账户 (十亿瑞典克朗) 图 12: 经常账户 (占 GDP 的百分比) 图 13: 名义有效汇率 图 14: 通货膨胀 (年百分比) 图 15: 股票价格指数 (以 2005 年为基准) 图 16: 长期政府债券收益率 (百分比) 图 17: 货币市场利率 (百分比)	23
英国	图 18: 资本账户 (百万英镑) 图 19: 经常账户 (占 GDP 的百分比) 图 20: 名义有效汇率 图 21: 通货膨胀 (年百分比) 图 22: 股票价格指数 (以 2005 年为基准) 图 23: 长期政府债券收益率 (百分比) 图 24: 货币市场利率 (百分比)	27
以色列	图 25: 资本账户 (百万美元) 图 26: 金融账户 (百万美元) 图 27: 经常账户 (占 GDP 的百分比) 图 28: 名义有效汇率 图 29: 通货膨胀 (年百分比) 图 30: 股票价格指数 (以 2005 年为基准) 图 31: 十年期政府债券收益率 (百分比) 图 32: 短期国库券收益率 (百分比)	31

马来西亚	图 33: 资本与金融账户 (十亿马币) 图 34: 经常账户 (GDP 的百分比) 图 35: 名义有效汇率 图 36: 通货膨胀 (年百分比) 图 37: 股票价格指数 (以 1990 年为基准) 图 38: 10 年期政府债券收益率 (百分比)	35
毛里求斯	图 39: 资本与金融账户 (百万美元) 图 40: 经常账户 (占 GDP 的百分比) 图 41: 名义有效汇率 图 42: 通货膨胀 (年百分比) 图 43: 股票价格指数 (以 1989 年为基准) 图 44: 长期政府债券收益 (百分比) 图 45: 货币市场利率 (百分比)	41
墨西哥	图 46: 资本与金融账户 (百万美元) 图 47: 金融账户 (百万美元) 图 48: 经常账户 (占 GDP 的百分比) 图 49: 名义有效汇率 图 50: 通货膨胀 (年百分比) 图 51: 股票价格指数 (以 2005 年为基准) 图 52: 10 年期政府债券收益率 (百分比) 图 53: 短期国库券收益率 (百分比)	48
南非	图 54: 资本账户 (百万美元) 图 55: 金融账户 (百万美元) 图 56: 经常账户 (占 GDP 百分比) 图 57: 名义有效汇率 图 58: 通货膨胀 (年百分比) 图 59: 股票价格指数 (以 1989 年为基准) 图 60: 中期政府债券收益率 (百分比) 图 61: 三个月国库券利率 (百分比)	51



中国人民大学重阳金融研究院

中国人民大学重阳金融研究院成立于2013年1月19日，是由中国人民大学与上海重阳投资管理有限公司联合创办的一所现代化智库。中国人民大学校长、央行货币委员会委员、金融学家陈雨露教授任院长。

中国人民大学重阳金融研究院以“立足人大，放眼世界；把脉金融，观览全局；钻研学术，关注现实；建言国家，服务大众”为宗旨，力求为国家发展培养和输送高级金融人才，立志打造一个以“大金融”研究与传播为核心目标、有中国特色的现代化智库，最终实现金融报国、知识报国的宏愿。



货币金融机构官方论坛

货币金融机构官方论坛（OMFIF）是一家独立的全球运营的金融智库，同时也为官方与非官方金融机构之间提供一个值得信任的交流平台。该机构主要关注的领域为经济货币政策、资产管理和财务监督管理。



中国人民大学国际货币研究所

以兼容中西的战略思维与严谨求实的学术精神为指导，以建成中国货币金融领域的顶尖智库为目标，中国人民大学国际货币研究所长期致力于人民币国际化、国际货币体系改革以及中国国际金融战略等货币金融领域前沿理论的研究。

中国人民大学重阳金融研究院

官方网址：<http://rdcy-sf.ruc.edu.cn/> 公众微信号：rdcy2013
新浪微博：@人大重阳 <http://e.weibo.com/cifs>
电话：+86 (10) 6251 6305 传真：+86 (10) 6251 6305
邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn
地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 六层 邮编：100872