



金融研究简报

第二十期

中国人民大学重阳金融研究院

2014年3月3日

资本账户自由化： 中国和世界都准备好了吗？

资本账户自由化通常是指一国全部放开其资本账户中的对各种资本自由流动的限制，资本可以在国内金融市场和国际金融市场之间自由交换流动。无论是为了解决国家建设中的资金短缺，还是国内投资空间狭小问题，众多国家都相继主动地完成了自身的资本账户自由化改革，而其改革的结果是不尽相同的：有的效果良好，走上了经济腾飞的道路，有的却陷入呼啸而来的危机中，很长时间里一蹶不振。在中国，资本账户自由化改革的问题是极具争议的，对这个问题讨论的分歧主要集中在资本账户开放的程

度、速度和相关配套措施方面，长期以来并没有形成比较统一的看法。

2014年2月21日，人大重阳金融研究院举行了以“中国资本账户自由化”为主题的思想沙龙，分别由加布里埃尔·斯坦教授（货币金融机构官方论坛首席经济顾问）和涂永红教授（中国人民大学国际货币研究所副所长）做了主旨演讲，并与参会嘉宾进行了深入的探讨。

加布里埃尔·斯坦教授首先做了以英国、以色列等七国资本账户自由化进程案例为研究基础的演讲，阐述了一国资本账户自由化和国内利率水平、通胀率和金融风险等多方面因素的关系，总结了各国资本账户自由化改革的经验。而后，涂永红教授做了关于中国资本账户开放进程的历史回顾的主题演讲，对中国采取的渐进式改革的合理性和必要性做了全面阐述。最后举行了主讲人和与会嘉宾的现场讨论，讨论认为外国经验尤其是东南亚国家的改革经验对于中国改革具有重大的借鉴意义，但与此同时，中国的特殊国情也决定了中国在资本账户改革方式和目标方面的特殊性，在利率市场化、汇率市场化以及人民币国际化改革为资本有序流动奠定的坚实基础基础上，未来五年内，中国有望在资本账户开放的改革中实现巨大跨越。

七国资本账户自由化的经验教训

加布里埃尔·斯坦（Gabriel Stein）（货币金融机构官方论坛首席经济顾问）：首先值得注意的是，我们研究中作为案例分析的七个国家分别来自不同大洲，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）。我们关注了这些国家在开放资本项目之后，

汇率、资本流动和通货膨胀等几个主要经济变量如何发生变化，并从中得出八点经验，值得中国在开放资本账户进程中吸取和借鉴。这八点经验分别为：

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的资产价格泡沫，因为信贷供给将提高，但投资机会维持不变。

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，否则将很可能陷入危机。

3. 资本账户自由化可能导致资本大规模流入和流出。关键不是资本流动，而是当局如何应对资本流动。

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的问题，这是毛里求斯卢比能够成功进行自由化的原因之一。

5. 当局应针对不可预测性有所准备。共同的经验表明，资本账户自由化之后的汇率将如何发生变化是无法预测的。英国在第二次世界大战之后发生英镑危机，即取消外汇管制之后其货币升值。

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状况变化。然而，无论表面上资本管制的帮助有多大，最终将被去除。毛里求斯的经验之一就是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情况是，在资本账户自由化后通货膨胀率立即缓解。

8. 另一个共同经验就是：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），放开资本账户和开放汇率自由浮动都将提高股票价格。

中国资本账户开放历史回顾与展望：五年内开放

涂永红（中国人民大学国际货币研究所副所长）：我们看待对外开放的时候，都要非常的慎重。我们要根据经济发展变化的节奏来调整对外开放的策略，才能更好地服务于国内经济的发展。

中国跟其它国家不一样，我们在资本账户开放中不是采取一次性的模式，而是采取了一种渐进开放的模式。这样一个渐进开放的节奏是与我们经济转型的国情相适应的。与贸易和直接投资相关的一些项目，我们是优先开放的，因为这是跟实体经济相关的。

对于纯粹的资本金融交易，也就是套利、投机相关的项目，特别是热钱，我们认为它是跟这些套利和投机相关的交易，这些都是很难控制和把握的，所以应该后开放。我们的渐进开放经历了如下几个重要时点：

1978年，我们首先开放的是直接投资和外债，这个是引进外资进行产业的升级所特别需要的，所以这两个项目优先开放。当时在国内成立了对外借债的窗口，如中信、国投、上海国投等。1985年，我们加入 OMFIF 和世界银行，在汇率方面实行了第一次并轨。当时爆发的拉美债务危机，使得中国意识到如果管不好外债所可能带来的严重经济后果，甚至会有政局的动荡。于是我们就颁布了外债管理条例，对外债进行严格的管理，而且特别注重国家的信用，从那以后 30 多年时间里面，中国没有发生过一次对外的违约，所以在国际上享有很高的主权信用。1994年，改革进入了一个比较大的发展时期，在小平同志南巡讲话以后，资本账户的开放进入了一个新的阶段。当时表现最明显的就是国家在直接贸易项目上取消了管制，实行企业的进出口结汇制度，只要是正常的贸易，它的兑换都是非常自由的，不进行管制。与此同时，人民币汇率也进行了调整，宣布实行以

市场供求为基础的单一的有管理的贸易制度，中国的汇率制度就开始进入了新的浮动汇率制时代。

1997年亚洲金融危机以后，我们也受到了很大的冲击，1998年我们的资本账户出现大量的资本流出，那时候我们还有外汇管制，但是资本的流出也是很难控制的，这就在一定程度上冲击了我们的经济，导致资本市场动荡。在这样一个资本账户开放的进程当中，人民币汇率实际上是承受了很大的压力，在贸易方面，因为中国的人口红利使贸易是顺差，我们加工贸易的特点决定了我们贸易顺差的特点。但另一方面，资本大量的流入，这种双顺差使得人民币的升值压力非常大，人民币的快速升值对国内的一些实体经济造成了很大的伤害。

2008年的金融危机，整体上新兴市场国家，即那些资本账户开放走得慢一点的国家，可能受的伤害相对小一些，这让我们知道资本账户的开放是一个双刃剑：一方面，资本作为最重要的生产要素，如果能进行全球配置而使得效率提高的话，对经济的发展显然是有利的，但另一方面也可能会由于热钱的流入、流出，使得国家经济发生很大的动荡，如果管理水平没有跟上，就没有办法很好的驾驭和控制这些流动的资本，造成大危害。

而我们开放资本账户有其必要性：

一个是出现刘易斯拐点以后，原来中国在国际贸易当中的廉价劳动力优势就会丧失，我们需要另外确定中国占有比较优势的点，这个时候，借助于这些年来中国积累的资金，应该可以确立中国在国际竞争当中一个新的比较优势。二是在贸易层面上中国现在超过美国，成为全球最大的贸易国，而贸易的国家现在主要是由贷款和直接投资来推动的，所以要推动这个贸易的继续发展，就需要资本推动。

从国际经验来看，像德国、英国，还有日本，这些国家他们在开放资

本账户的时候通常都是在经常项目开放完了以后，在 16--23 年的时间里开放资本账户，即从经常项目开放到资本项目开放大概是 20 年左右的时间，而在他们开放的时候，以及开放过后的若干年以后也没有出现什么大的金融危机。

我们从香港吸取了很多的经验，特别是在香港 1997、1998 年的那次聚集热钱，从而对港币形成冲击的那场香港金融保卫战当中，如果能很好地吸取这样一些经验教训，夯实我们开放中的一些基础设施和制度顶层设计，在未来的五年内，或者在 2020 年前后，中国资本账户开放是可行的。

资本账户要“开放”，而不是“自由化”

李文德（德国驻中国大使馆经济处参赞、德国联邦银行驻华代表）：现在中国的新领导层对资本账户的开放非常的坚定，认为必须把资本账户自由化进行到底，但是在什么样的情况下中国会停止，或者放缓这个过程，它的风险到底在哪儿？

涂永红：我认为必要性是要提高效率，现在整个经济是在下滑的，提高经济效率的话，必须要经济转型，而这个转型需要一些产业的移出和升级，光靠国内的市场是不够的，它需要跟国际市场对接，这样才能实现产业的调整，所以开放是必要的。而这种产业的调整没有资本的推动不可能，一些跨国的并购、对外的投资是必要的。

这个风险有一个底线，如果出现系统性的金融危机，如果这个资本的流入或者流出，导致利润、汇率大幅度的波动，或者银行出现流动性的危机，或者坏账，对系统性的金融风险肯定会管制，甚至会加强管制。

刘志勤（前瑞士苏黎士州银行北京首席代表、人大重阳高级研究员）：

任何一项改革都是有起点和终点的，但是在我的感觉当中资本账户的开放基本上只有起点没有终点，开放完以后的终点是什么，到现在没有一个国家能够给一个明确的时间，包括西方的国家在内都没有。

经济学家蒙代尔曾经谈过一个问题，就是资本市场的开放不可能三角，他指的是固定汇率、资金自由流动、货币的独立性三个角不可能平衡，在这种情况下的资本市场的开放要引起高度的关注。

很多专家注意到新三角的关系，即人民币汇率、人民币利率以及市场开放三者关系，我认为这个三角形实际上是等边三角形。利率和汇率的健康开放是对市场没有产生负面影响的开放，资本市场的开放才会变得正常和健康。如果这个等边三角形变形了，资本市场开放很可能会引起扭曲，会产生负面的市场效应。

我们没有开放时，拉美的金融风暴对我们没有影响，亚洲金融风暴对我们没有影响，莫斯科的金融风暴我们也置身事外，所以至少有一点：我们不开放能保障我们安全，钱拿得少一点但是能保障安全。这种对于风险的规避是很多学者非常难判断的一件事情。

我认为资本账户可以开也可以放，你可以把这个账户 open up(开放)，但是你不要 Liberalization(自由化)，因为 Liberalization 基本上就没有什么限制，而 open up 不一样，还带有比较强的监管措施。

因为资本账户是中国改革安全的缓冲地带，中国到现在为止改革能够顺利进行得益于我们资本账户始终没有贸然过早开放，这部分的阵地是我们前沿阵地当中的很重要的雷区，我们保护了自己，资金安全是很重要的。但同时，如果不开放，我们逐渐积累的资本也出不去，无法为国家的经济增加一些推动效应，所以有限度的开放是对的，但是很多敏感领域不能自由化，因为自由化到最后会出现我们无法控制的问题，所以不能盲目谈自由化，谈有限的开放和科学的开放，对中国才是有利的。

中国不管哪一届领导人，都不敢拿中国老百姓的福祉去赌，这个叫投机风险，中国还缺乏。

斯坦：虽然减轻风险是可以的，但是如果没有风险，就不会有收益。强调安全也是可以的，但是你不会同时提高福利水平或者发展经济。日本的例子表明，过度强调安全是一个错误的发展选择。危机肯定会存在。国家银行系统崩溃大概只会影响一代人，之后生活还会继续。

如果出现第二位索罗斯的话，世界会如何呢？的确，索罗斯攻击英镑时赚到了 10 亿美元，但几个星期之后他针对法郎进行投机交易，又赔了 8 亿美元。投机者经常发现经济体系的低效、发展模式的不可持续性和政策的错误。他们往往最先发现这些问题，并用他们的投机行为向我们指出这些问题。回头看，我们应该感谢索罗斯对英镑改革所做出的贡献。

一个国家可以建立各种防护体系来保证投资安全。但设立所谓的“安全投资类别”，即不受国外或者市场影响的资产类别，不能带来任何好处。首先，“安全的资产类别”往往收益率低下。其二，它们还是会受到市场动荡的影响，这是不可避免的。我希望任何国家的目标都是提高人民的生活和福祉。但同时，国家也往往需要承担些风险。管理资本账户正如抚养孩子一样。如果一味为了孩子们的安全，把他们关在屋内，那他们的生活将会非常无趣，而我们也抱不到孙子了。

贾晋京（人大重阳研究院研究部副主任）：想象资本为被割开了的两个不同的水域，美国、欧洲并不是在池子边缘的围墙上来进行管理，而是在境内进行管理。这就相当于这个钱（水）流入到境内以后，需要修很多的池子来分散它，这些池子就相当于投资者可以投资的资产领域。所以在资本账户开放要做的事情是要设立这些池子，要去管理这些池子，要建立

规定池子的法则。中国经济的体量是非常巨大的，所以你可以修建非常多个不同池子。所谓的资本账户逐渐开放，或者资本逐渐自由化的过程，是逐渐的开放更多的池子，这个池子是有步骤和时间表的开放，应对危机能力就是你能够拿不同的池子进行互相救援，有一些池子开放了可能遭遇金融危机，你可以拿没有遇到危机的池子去救遇到危急的池子，建立这样一套生态体系的过程。

中国资本账户开放：世界准备好了吗？

王文（人大重阳金融研究院执行副院长）：我觉得目前从中国的金融角度来看，不开放肯定是错的，但是开放不一定是对。我不知道这论点不成立，不开放就成了朝鲜，但是开放肯定会有风险，但是全面深化改革呢？不就是从试错开始吗，今天做的很多事情在20年前、30年前都是错的，我们30年前跟外国人一块写报告，提建议，那肯定是错的，但是我们现在就在做。所以中国的每一次前进都是在勇敢的试错当中所取得。

资本账户开放面临着诸多挑战，现在理论上就出现了金融精英共谋的说法，认为全球的金融精英在阴谋掠夺穷人的钱。还有一个方面就是中国的体量实在太大了。中国准备好了吗？其实这个问题应该反过来问：世界准备好了吗？世界准备好中国资本账户开放了吗？中国有危机的话世界准备好了吗？这个问题太敏感了，因为如果中国一旦像美国一样发生危机，那世界能承受吗？世界能承受中国大量的难民荒吗？世界能承受中国13亿的穷人出现吗？其实是世界没有准备好。中国谨慎对待资本账户的自由化，可能不只是为中国自己考虑，更多的还是为世界考虑。所以，作为中国的智库学者，我们应该用更加谨慎的态度研究这个问题，让我们的政策更加地稳定。

中国人民大学重阳金融研究院
官方网站：rdcy-sf.ruc.edu.cn
邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn

新浪微博：[@人大重阳](#)
公众微信号：[rdcy2013](#)