

【国民经济】

# 资本和金融项目开放对中国宏观经济影响的实证研究

张屹山，张鹏

(吉林大学数量经济研究中心，吉林长春130012)

**[摘要]** 本文以1993年1季度至2008年4季度的数据为样本,以2001年为界划分为两个子区间,采用VAR模型深入分析了资本项目开放度提高前后,资本流动对中国宏观经济指标影响的异同。实证结果表明:资本项目的开放改变了中国资本流动的构成。在1993—2000年期间,资本流动中为了弥补经常项目差额的部分占很高比例,但在2001—2008年期间减小了许多,自发的资本流动部分比例显著增大。资本项目开放度提高后,2001—2008年期间,宏观经济变量对于资本项目流动冲击反应不一致。资本和金融项目开放度提高之后,资本流入对于长期稳定地提高国内生产水平并不如20世纪90年代明显。相反资本流入会引起宏观经济变量的剧烈波动,为经济发展带来不稳定因素。造成这种现象的原因可能是由于资金流入中国后,使用的途径不同造成的。

**[关键词]** 资本和金融项目开放；宏观经济；资本流动；VAR模型

**[中图分类号]**F124.1 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2010)05-0027-10

## 一、引言

传统的经济学认为,开放资本和金融项目能促进金融深化、提高资源配置效率和增加政策的约束性,促进经济增长。许多新兴的市场经济国家正在放松资本和金融项目的管制以获得资本流入的好处。但资本和金融项目的开放可能会带来资本流动的剧烈波动,并导致金融危机。资本和金融项目的开放使很多国家经历了短期内经济增长,更长一段时间内经济衰退的情况。

Claessens et al.(1995)和Grilli et al.(1995)认为,虽然资本和金融项目管制在国内和外部风险之间建立了一道防火墙,但没有证据表明国内的财富因此而提高。相反,他们还发现在资本和金融项目开放度更高的国家通货膨胀率将会更低。Henry(1997)发现,发展中国家资本市场的开放伴随着投资的大幅度增加。Klein(2008)对多个国家研究表明资本和金融项目逐渐开放的国家,金融深化随之加强,从而得到了更快的经济增长。Gruben et al.(2002)对100多个国家的研究表明,资本和金融项目开放度的广泛提高对世界范围的反通胀有较大贡献。但这些结果也有疑问,一是国选择开放的时期一般是该国经济状态比较好的时期;二是经济增长也有其他经济政策的作用,很难将资本和金融项目开放的效果完全分离出来。

另一方面,资本和金融项目的开放会使经济易受外部影响,资本流动也将更频繁。东南亚金融

**[收稿日期]** 2010-04-16

**[作者简介]** 张屹山(1949—),男,吉林长春人,吉林大学数量经济研究中心主任,吉林大学商学院教授,博士生导师;张鹏(1985—),男,四川泸州人,吉林大学数量经济研究中心博士研究生。

危机使资本和金融项目开放所带来的负面影响引起学界的关注。Kraay(1998)认为资本和金融项目开放带来的不稳定性会抵消资本和金融项目开放带来的好处。Stiglitz(1999)总结东南亚金融危机的经验,认为在没有强有力的金融管制以及存款保障之前,金融危机将会导致经济严重的倒退,金融危机常常和高杠杆比率以及房地产泡沫联系在一起。Krugman(1998)认为资本和金融项目管制虽然可以降低外部风险,但也损失了资本和金融项目开放带来的利益。Stiglitz(2000)指出,开放资本和金融项目犹如“将赛车的发动机装入旧车”,如果不检查汽车的其他部件和培训车手,很可能发生事故。Soyoung Kim et al.(2004)对韩国经济进行了研究,认为资本和金融项目开放后,资本流动对宏观经济变量的效果与开放前不一致。Ito(2006)对亚洲国家的经验研究表明,只有当法制等条件达到一定程度后,资本和金融项目的开放才会刺激产权投资市场的发展,从而推动经济的增长。

## 二、中国资本和金融项目开放度的测量

对资本和金融项目开放所造成的影响的研究要从其开放度测量开始。国际货币基金组织每年发布《外汇安排和交换限制的年度报告》,在此报告的1996年以前的版本中,将各国资本和金融项目分为6个项目。1997年该报告对此衡量体系进行了改进,对各国的外汇管制分为13个项目,分为四个等级打分。但是,此报告所采用的衡量方法有众所周知的缺点,即只衡量管制的存在,却不能衡量管制的强度。考虑到这一点,学者纷纷提出了新的衡量资本管制强度的指标。Aart Kraay(1998)年提出了利用收支平衡表中直接投资、证券投资和其他投资的总和占该国国民生产总值比重的方法来衡量开放度。然而,在有的国家,资本流入和资本流出差别很大,如果不将两者分开不足以反映该国的资本和金融项目情况。Edison(2002)改进了这个方法,对资本流入和资本流出分别加以衡量,并计算占GDP的比重。由于资本流量受很多因素的干扰,波动很大,某些特殊的原因可以让它突然增加或者减少很多。针对这个缺点,Philip R. Lane(2002)提出了采用资本存量占GDP比重的方法,累加一国各年的外部资产与GDP的比值来衡量一国资本管制的强度。

本文主要采用Philip R. Lane et al.(2001)的资本存量模型对中国的资本开放度进行测量。Philip R. Lane et al.(2001)认为采用资本存量比采用资本流量更有道理,原因有以下三点:一是本国所持有的国外净资产是很多开放经济增长模型的关键变量;二是相比净流量数据,国际金融一体化更多的是和所持有的总资产和权益联系在一起的;国际投资头寸在资产和负债之间如何分配对于理解外部冲击对经济造成的影响至关重要。基于上述理由,提出了资产存量模型来衡量一国的开放度。据一国对外净资产(NFA)等于外债差额、股票对外投资差额、外国直接投资差额之和,则在t时点某国的外部净资产可表示为:

$$NFA_t = FDIA_t^* + EQA_t^* + DEBTA_t^* + FX_t - FDIL_t^* - EQL_t^* - DEBT_t^* \quad (1)$$

其中, $FDIA^*(L)$ 、 $EQA^*(L)$ 和 $DEBTA^*(L)$ 分别是直接投资(债务)、证券投资资产(债务)和债务资产(债务)。

由IMF第五版国际收支表(1993)可得:

$$\begin{aligned} \Delta FDI &= -(\Delta FDIA + \Delta FDIL) \\ \Delta EQ &= -(\Delta EQA + \Delta EQL) \\ \Delta DEBT &= -(\Delta PDL + \Delta OL + \Delta IMF + \Delta EF) \\ \Delta DEBTA &= -(\Delta PDA + \Delta OA + EO) \end{aligned} \quad (2)$$

其中, $\Delta FDI$ 是外国直接投资净流出, $\Delta EQ$ 净证券投资, $\Delta DEBT$ 和 $\Delta DEBTA$ 是债务负债和资产的变化。 $PDA(L)$ 代表债券投资资产(负债), $OA(L)$ 代表其他投资资产(负债), $IMF$ 代表基金信用与贷款, $EO$ 代表错误与遗漏净额, $EF$ 代表额外融资。

由上面二式可推出一国经常项目余额(CA)为:

$$CA = \Delta EQ + \Delta FDI + \Delta DEBTA - \Delta DEBT - \Delta KA + \Delta FX \quad (3)$$

其中,  $\Delta KA$  代表资本项目差额。

从(3)式中可得到一国在从  $s$  期到  $t$  期的经常项目余额为:

$$\sum_s^t CA_i = DEBTA_s(t) - DEBTL_s(t) + EQ_s(t) + FDI_s(t) + FX_s(t) - KA_s(t) \quad (4)$$

综合(1)—(4)式, 最后得出计算 NAF 的存量式(5), 表示如下:

$$\begin{aligned} NFA(t) &\approx NFA(s-1) + \sum_s^t CA_i + KA_s(t) \\ &= NFA(s-1) + DEBTA_s(t) - DEBTL_s(t) + EQA_s(t) \\ &\quad + EQL_s(t) + FDIA_s(t) - FDIL_s(t) + FX_s(t) \end{aligned} \quad (5)$$

从(5)式可以得到一国外部净资产  $NFA$  存量的两种估算方法。这两种估算方法是相等的, 第一种称为“调整后的经常项目累积”, 第二种称为“调整后的流动累积”。鉴于国际资本流动存量的重要性, IMF 于 1997 年开始在国际收支表中增加国际投资头寸(IPI)一栏。因此, 国际资本流动存量数据直接可从国际收支表中获得。中国从 2004 年开始增加了国际投资头寸表, 但是由于我们所要做的时间跨度是从 1985—2008 年, 所以仍采用从国际收支平衡表中获取数据测算的方法。

这样我们将  $NFA$  与  $GDP$  的比值作为从存量角度考察一国在某个时间点, 资本和金融项目开放程度的指标。设该指标为  $CAPSTOCK$ 。

$$CAPSTOCK = NFA(t)/GDP \quad (6)$$

测量的结果如图 1 所示, 1978 年以前, 中国实行计划经济体制, 一直实行比较严格的外汇管制。1978 年实行改革开放战略以来, 中国外汇管理体制改革沿着逐步缩小指令性计划, 培育市场机制的方向, 有序地由高度集中的外汇管理体制向与社会主义市场经济相适应的外汇管理体制转变。

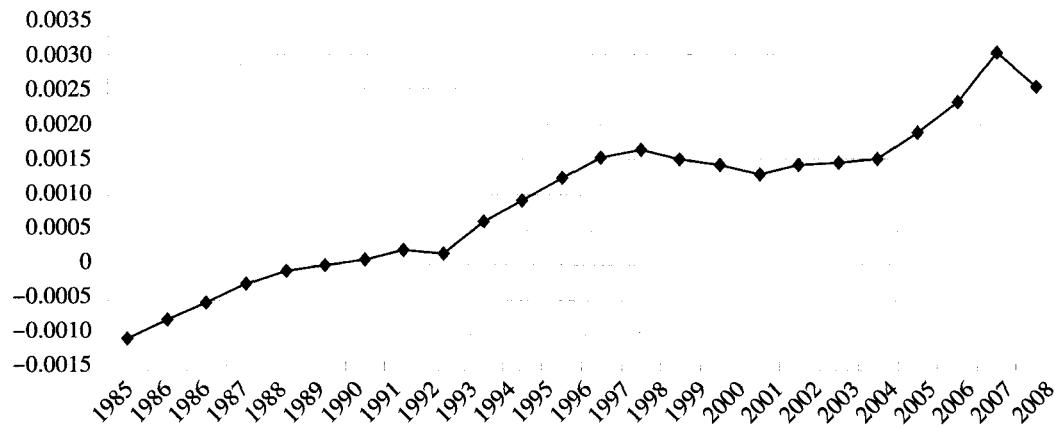


图 1 1985—2008 年资本存量指标测量的中国资本和金融项目开放度

中国资本和金融项目开放度的提高主要可以分为三个阶段: ①20 世纪 90 年代以前中国资本和金融项目开放度比较低, 开放度呈现缓慢的增长。②在 20 世纪 90 年代初开放度开始加速增长。这主要是由于邓小平南方谈话后, 中国加大了改革开发的力度, 大规模引进外资, 开放市场, 扩大国际交流。开放度的增长趋势在 1998 年左右有所停顿。这是由于 1998 年亚洲金融危机的爆发, 中国为了防止其对国内造成巨大影响, 放慢了资本和金融项目开放的速度, 实行了严格的管制。人民币资本和金融项目开放陷入了暂停当中。东南亚金融危机充分说明, 当一个国家不具备资本和金融项目开放的条件时, 如果开放资本和金融项目, 会给国家经济带来相当大的危险。因此, 中国在东南亚金融危机爆发之后, 对资本和金融项目开放显得尤为谨慎。而且由于亚洲各国的经济处于低迷状态, 中国的对外出口也受到了很大影响。所以在 20 世纪 90 年代末开放度指标表现出一定的增长减缓趋

势。③中国资本和金融项目开放度停顿的情况持续了好几年,直到2001年,开放度指标才出现了较快的增长,这主要是中国加入世界贸易组织,逐步放开了资本和金融项目管制。同时由于人民币升值的预期,大量资金涌入国内,这就造成了中国资本和金融项目开放度迅速的提高。这种快速增长的趋势在2008年戛然而止,并且还有小幅回落。在又一次危机面前,中国再次选择了暂停资本和金融项目的开放,实行严格的管制,汇率重新盯住美元。总体来看,中国的资本和金融项目开放度呈现曲折中上升的态势。在国内外经济形势较好时,开放度提高较快。在国内外经济出现难以控制的局面时,中国对开放资本和金融项目采取了谨慎的态度。事实证明,这种稳步提高资本和金融项目开放度的做法是明智和负责任的。其他国家不应为了自己的利益强行干预中国资本和金融项目改革的进程。另外也可以看出,一国选择开放的时期一般是该国经济状态比较好的时期,很难将资本和金融项目开放的效果同其他经济政策完全分离出来。

中国外汇管理局将1978年后的管理体制分为三个阶段,分别为:第一阶段,1979—1992年期间;第二阶段,1993—2000年期间。第三阶段,2001年至今<sup>①</sup>。国家外汇管理局关于外汇管理改革进程的划分与我们对中国资本和金融项目开放度的测量的结果一致。下文中,我们将在此阶段划分的基础上,研究资本和金融项目开放对中国经济的影响。

### 三、实证分析

在前面对中国资本和金融项目开放进程分析的基础之上,我们采用VAR模型对资本和金融项目开放对中国宏观经济的影响进行实证研究。中国资本和金融项目开放进程分为三个阶段。鉴于数据可得性的原因,本节只对后两段阶段进行实证检验。即将本节的实证研究分为两个时期:1993年1季度—2000年4季度;2001年1季度—2008年4季度。

#### 1. 模型设定

Soyoung Kim(2004)、Helder Ferreira(2007)等采用VAR模型分别对韩国和巴西资本和金融项目开放对宏观经济的影响进行了经验研究。本文将对我国资本和金融项目开放与宏观经济的关系进行经验研究。

我们将经济活动用一个结构VAR来描述:

$$G(L)y_t = e_t \quad (7)$$

其中,  $G(L)$ 是一个拥有滞后算子  $L$  的系数矩阵,  $y_t$  是数据向量,  $e_t$  是结构冲击向量。

$$\text{var}(e_t) = \Lambda \quad (8)$$

可以从简化形式(9)中的VAR中得到(7)式系数估计:

$$y_t = B(L)y_t + u_t \quad (9)$$

其中  $B(L)$ 是拥有滞后算子  $L$  的系数矩阵,  $u_t$  为简化式的冲击向量,  $\text{var}(u_t) = \Sigma$ 。

结构冲击被假设为是递归的,如10式所示:

$$e_t = G(0)u_t \quad (10)$$

这里,  $G(0)$ 是一个下三角矩阵,一个递归的结构存在于结构冲击和简化式残差之间。

首先检验中国资本和金融项目的开放怎样影响资本流动。我们构建了一个两变量的VAR模型,包含经常项目和资本和金融项目变量,  $y_t = [CA \ KA]$ 。我们假定同期的经常项目相对于资本和金融项目是外生的<sup>②</sup>。这样,简化式残差与结构冲击之间的关系可以用式(11)表示:

$$\begin{bmatrix} e_{CA} \\ e_{KA} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} g_{11} & 0 \\ g_{21} & g_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{CA} \\ u_{KA} \end{bmatrix} \quad (e_t = G(0)u_t) \quad (11)$$

<sup>①</sup> 具体可参见国家外汇管理局关于外汇管理改革进程的资料 ([http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/whjjjs/whjjjs\\_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjjs/whjjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000))。

<sup>②</sup> 因中国汇率变动较小,我们可以假设当期的资本流动不会造成汇率的波动,从而引起经常项目的变化。

其中,CA 表示经常项目差额,KA 表示资本和金融项目差额。通过资本和金融项目的预测误差分解,我们可以了解资本和金融项目冲击的构成。

接下来,我们将采用扩展的 VAR 模型来分析资本流动怎样影响宏观经济变量的。将 1993—2000 年期间的结果和 2001—2008 年期间的结果进行比较,以推断资本和金融项目开放对宏观经济的影响。考虑到样本容量较小,每次除了经常项目变量和资本和金融项目变量外,只有一个宏观经济变量进入到模型中。在每个模型中,数据向量  $y_t = [CA \ KA \ X]$ , 其中 X 是宏观经济变量,包括产出、价格水平、货币供应量、消费、股票市场综合指数等。

变量的顺序暗示了简化式残差与结构式冲击之间的关系,如式(12)所示:

$$\begin{bmatrix} e_{CA} \\ e_{KA} \\ e_X \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \\ g_{21} & 1 & 0 \\ g_{31} & g_{32} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{CA} \\ u_{KA} \\ u_X \end{bmatrix} \quad (e_t = G(0)u_t) \quad (12)$$

除了经常项目和资本和金融项目采用与趋势 GDP 的比值以外,其他变量均采用对数形式。我们将考察各宏观经济变量对于资本和金融项目冲击的反应,并分析这种反应在 1993—2000 年期间和 2001—2008 年期间有什么不同,以此推断资本和金融项目开放对于宏观经济有什么样的影响。

## 2. 数据选取

本文研究选取的指标包括经常项目、资本和金融项目每个季度的差额,该数据来源于国际货币基金组织 IFS 数据库,CA(经常项目)和 KA(资本和金融项目)都是以其差额和趋势 GDP 的比值的形式进入模型。在宏观经济变量方面,选择了产出、价格水平、货币供应量、消费、证券市场等五个方面的代表性指标,产出采用真实 GDP,真实 GDP 为名义 GDP 乘以 GDP 平减指数获得。价格水平为居民消费价格指数,货币供应量采用 M<sub>2</sub> 指标<sup>①</sup>,消费采用社会零售商品销售总额数据,证券市场采用上证指数。趋势 GDP 通过 X11 季节调整得到。所有序列均经过 ADF 单位根检验,非平稳序列已进行了差分。以上除特别说明来自于国际货币基金组织 IFS 数据库的数据外,其余均来自于中国经济信息网(<http://www.cei.gov.cn>)。

## 3. 测算结果

根据模型设定、数据选取,我们在两变量 VAR 模型中考察资本和金融项目开放后,资本流动出现的新特点。采用季度数据分两期,对 1993—2000 年,2001—2008 年的资本流动进行方差分解。

如图 2 所示,在 1993—2000 年期间,30%—60%的资本和金融项目方差可以解释为经常项目的冲击,即为弥补经常项目差额。这个比例在 2001—2008 年期间大幅度下降,只有 20%—40%。也就是说,2001—2008 年期间,资本和金融项目下的资金流动更多的是由资本和金融项目自身的冲击引起的。我们可以得到结论,资本和金融项目开放度提高以后,资本和金融项目下的资金流动更多的是自发的,而不是为了弥补经常项目差额。这说明资本和金融项目开放已经改变了资本流动特性。

完成了对资金流动的特性分析后,下面将分析资本和金融项目开放度提高对于宏观经济变量有何影响。从图 3 中可以发现,真实 GDP 在 1993—2000 年期间和 2001—2008 年期间对资本和金融项目的冲击反应完全不同。1993—2000 年期间,真实 GDP 对于资本和金融项目的冲击反应相对要轻微得多。在资本和金融项目开放度提高后,2001—2008 年期间,真实 GDP 对于资本和金融项目的冲击反应要剧烈得多。但是,在 2001—2008 年期间,资本流入对于 GDP 的拉升作用相比于 1993—2000 年期间消失得更为迅速。在 1993—2000 年期间,资本流入对于 GDP 的拉升作用 2 个季度以后才开始体现,在这之后持续了较长一个时期,波动也比较小。

<sup>①</sup> 因为中国的 M<sub>2</sub> 的统计在 1996 年才开始,我采用 IMF 的 IFS 数据库中对于 M<sub>2</sub> 的统计作为货币供应量的衡量指标。唐国兴(1999)指出  $M_2 = FS + L + DG$ , FS 是外部资产,L 是银行系统对非银行部门的贷款,DG 是中央银行对中央政府的净债权,所以 M<sub>2</sub> 的值可以用 IFS 数据库中 34 行货币当局的外部资产、35 行货币当局对中央政府的权益、54 行银行系统对非银行系统的权益之和来近似。

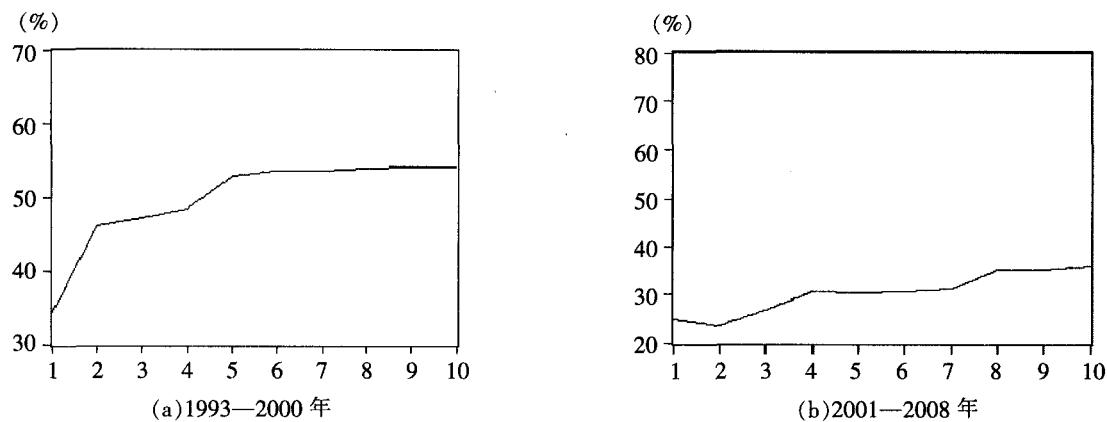


图2 经常项目冲击在资本和金融项目误差中所占的比例

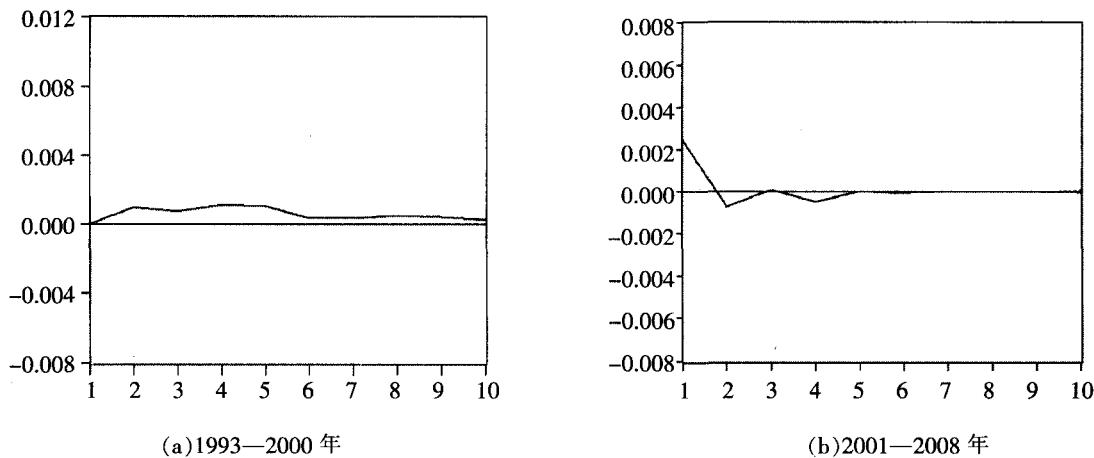


图3 真实GDP对资本和金融项目的冲击反应

通过图4我们发现在资本和金融项目开放度提高以后，价格水平对于资本和金融项目冲击的反应完全不同。1993—2000年期间，价格水平对于资本和金融项目冲击在初期反应为正，经过一段时间的传导后表现为负。即经过一段时间的传导后，资本和金融项目冲击会降低价格水平，传导期大概需要1个季度。而在2001—2008年期间，资本和金融项目的冲击在经过大概两个季度的传导后，会使价格水平上升。这种情况也许是由以下两点原因造成的：一是由于20世纪90年代社会总产出有限，资本流入后大多用于实际投资，投资的增加造成初期可供消费者购买的商品减少，引起价格增加。二是20世纪90年代仍然属于商品缺乏的时期，并且由于资本和金融项目开放度不高，这个时候引进的外资大多用于开办工厂，开办工厂会大大增加消费品的产量，改变商品的供求关系，从而一段时间后使价格水平下降。

由图5可以看出，不管在哪个时期，资本和金融项目冲击都会造成货币供应量的增加，进而增强了流动性。但两个阶段之间仍然有不一样的特性。在1993—2000年期间，资本和金融项目的对货币供应量的冲击会很快降低，在经过三个季度后影响基本消失。而在2001—2008年期间，资本和金融项目对货币供应量的冲击会经过几次反复后才趋于减弱。造成这种现象的原因可能是由于：1993—2000年期间进入中国的外资更多是直接投资，这些资金进入中国后相对稳定。而2001—2008年期间，以非直接投资形式进入中国的资金增多，这些资金具有更大的灵活性。由于资本的逐利本性，迅速地投入到各种市场当中，造成流动性的增加。且这些资金进入中国后拥有更多的投资

途径,为了获得更多的利润,经常转变投资的方式,进行二次投资,所以在 2001—2008 年期间资本和金融项目冲击对货币供应量的影响持续更长时间。

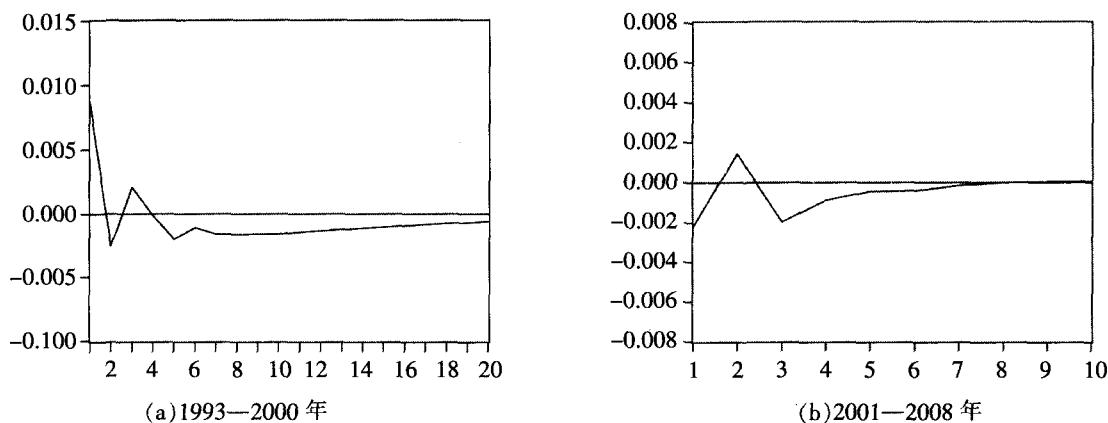


图 4 居民消费价格指数对于资本和金融项目冲击的反应

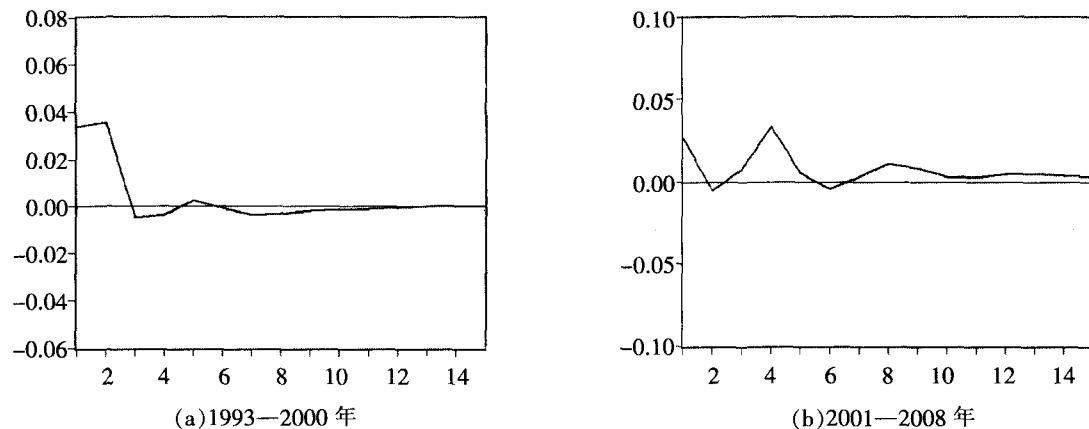


图 5  $M_2$  对于资本和金融项目冲击的反应

通过图 6 可以发现,资本和金融项目差额对消费的冲击在资本和金融项目开放前后。冲击的方向并不一致。消费对于资本和金融项目差额冲击反应在开放之前为负,资本的流入会降低消费。在进一步开放资本和金融项目之后,冲击反应为正,资本流入刺激了消费。造成这种差别的原因可能是 90 年代,社会的整个产出较少。而资本流入大多是实际投资,投资的增加使得消费的空间被压缩,国民“节衣缩食”搞经济。而在资本和金融项目开放以后,一方面社会总产出大大增加,另一方面,资本流入很大一部分不再是实际投资,而是股权收购等。这些资金大大增加了社会的可支配收入,从而刺激了消费。

通过图 7 可以看到,资本和金融项目开放度提高以后,证券市场对于资本和金融项目的冲击反应更加剧烈,且波动性更大。中国在 2001 年加入世界贸易组织以前,证券市场对于外资是基本不开放的。在 2001 年以后根据“入世”的承诺向外资逐步开放了证券投资市场,QFII 资金不断增加。在中国国际收支平衡表上,证券投资负债项从 2001 年 12.5 亿美元增长到 2006 年的 430 亿美元,增长了接近 30 倍。这其中还不包含以别的形式进入中国,在国际收支平衡表统计为直接投资等项目下,但进入国内以后实际投资于证券市场的资金。因此,证券市场对于资本流入的影响不但反应得更为剧烈,而且资本流入投资于证券市场的总量也在迅速增加,对此我们应当予以关注。

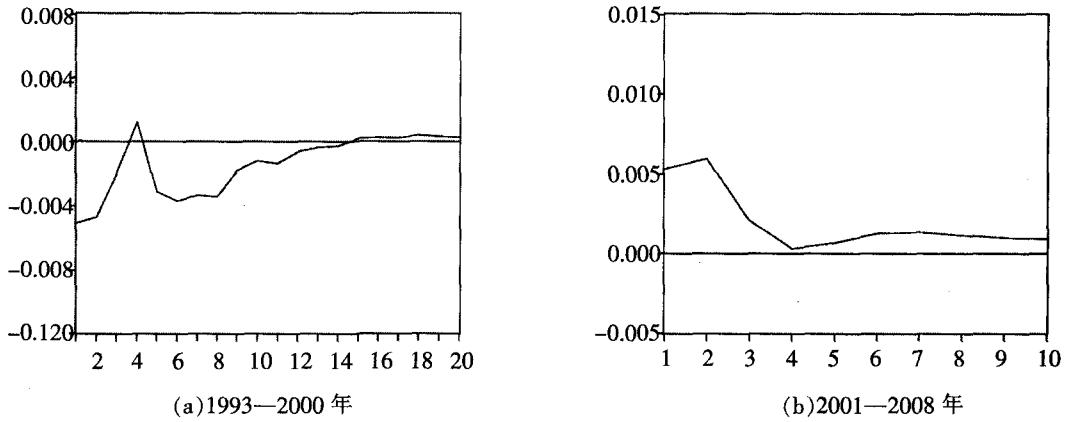


图 6 消费品零售总额对于资本和金融项目冲击的反应

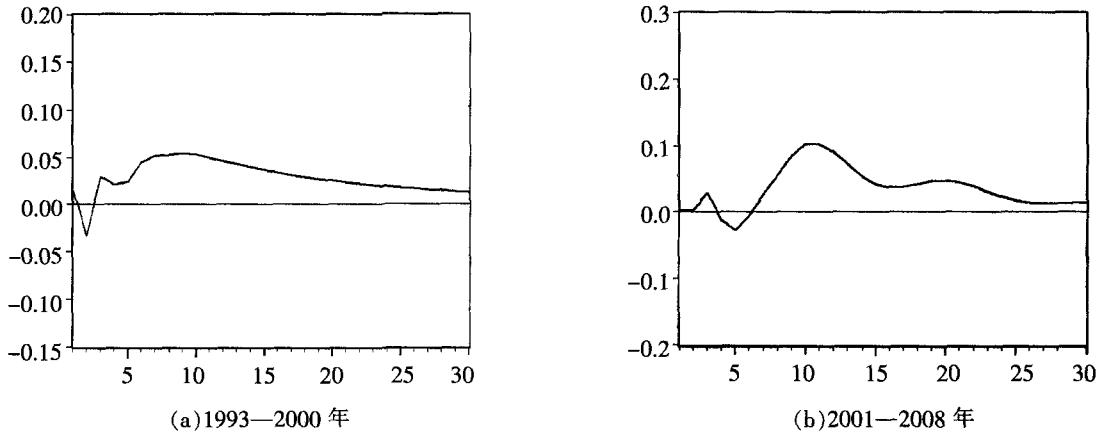


图 7 上证指数对于资本和金融项目冲击的反应

通过以上结果我们可以看出,资本和金融项目开放度提高以后,资本流动对宏观经济变量的影响已经改变。那么为什么会出现这样的改变呢?另外一组数据对于我们分析这个问题会有帮助。如图 8 所示,外国直接投资在资本和金融项目中所占的比例经历了一个先上升后下降的过程。从 1993 年开始,这个比例迅速提高到 0.5 以上,并且随后相当长的时间一直保持在高位。直到 2001 年中国加入世界贸易组织以后,这个比例开始快速回落,降到了 0.1—0.2 之间。也就是说资本流入中国后所使用的途径发生了改变。正是因为有了这样的改变,资本流入对宏观经济的影响才变得不一样。从实证结果我们可以看出,资本和金融项目开放度提高之后,资本流入对于长期稳定的提高国内生产水平并不如 20 世纪 90 年代明显。相反资本流入却会引起宏观经济变量的剧烈波动,为经济发展带来不稳定因素。例如,在资本和金融账户开放后,资本流入会引起货币供应量  $M_2$  和上证指数的剧烈波动。

#### 四、结论及政策建议

经过研究我们可以发现,中国的资本和金融项目开放度呈现了曲折上升的态势。资本和金融项目开放度提高以后,资本和金融项目下的资金流动更多的是自发的,而不是为了弥补经常项目差

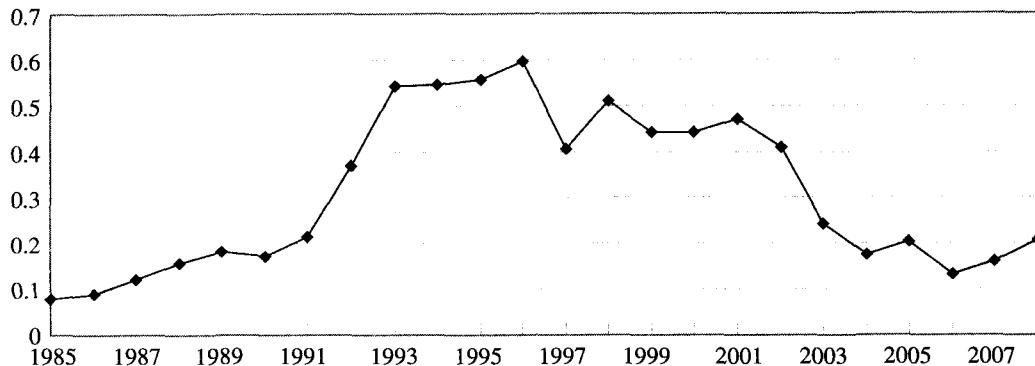


图 8 外国直接投资在资本和金融项目中所占的比例

资料来源：国家外汇管理局。

额。而且，资本流动对宏观经济变量的影响也与开放前不一致。资本和金融项目开放度提高之后，资本流入对于长期稳定的提高国内生产水平并不如 20 世纪 90 年代明显。相反资本流入却会引起宏观经济变量的剧烈波动，为经济发展带来不稳定因素。这种变化可能是由于资本进入中国后使用途径与开放前不一致所造成。因此，我们提出如下政策建议：

(1) 资本和金融项目开放度的提高势必会引起资金的大量流入。根据国际经验，资本和金融项目常常会带来一个“繁荣—衰退周期”。一般来说，资本和金融项目开放会带来大量的资本流入，资本流入会带来消费和信贷扩张、投资增加和资产泡沫，同时也造成汇率上升。随着时间的推移，情况会被反转，汇率的上升将降低该国的国际竞争力，恶化资本和金融项目收支。这会造成国外投资者对该国经济产生负面看法，从而收回投资，经济将进入衰退阶段。另外，由于资本和金融项目开放度的提高，使得国内经济更容易受到国外不利因素的影响。资本和金融项目开放对中国的宏观经济已经带来很大的影响，也会为中国经济带来许多好处，资本和金融项目开放的趋势已不可扭转。但为了防止出现“繁荣—衰退周期”以及国外不稳定因素对国内造成重大影响，资本和金融项目的管制不应该完全移除。随着资本和金融项目的进一步开放，我国应该尽快建立起有效、安全的监管体系。同时，随着资本和金融项目的开放，汇率政策也应予以适当地调整。防止人民币过快的升值造成经常项目的恶化，导致中国经济竞争力的减弱。

(2) 资本和金融项目开放度提高以后，资本流入国内以后的使用途径发生了变化。在 20 世纪 90 年代的资本流入大多进行了实际投资。而在资本项目开放后，可能有更多的投资途径。外资对于国内生产水平提高的实际作用并没有 20 世纪 90 年代明显，却为国内经济带来了不稳定性。股权收购等已成为外资攫取中国经济发展果实的一种手段。目前，外资对中国企业的股权收购愈演愈烈，许多行业已经被外资所控制，或者正面临着被外资所控制的风险。如果放任此趋势发展下去，那么不但经济发展的成果将落入外资之手，甚至会威胁到中国的经济安全。因此，我们不应当盲目的引进外资。对于不同目的的外资要区别对待，更要限制外资对于国内企业的大规模收购，建立起更严格的审批制度。

(3) 随着资本和金融项目的开放，国际资本出入中国更加容易。因此宏观经济的运行机制也在发生改变。资本流入对宏观经济变量的影响无论从深度还是广度，甚至是方向上都发生了改变，这在本文的研究中得到了验证。我国的经济环境正在从一个半封闭经济转向为开放经济体。这对我国的宏观经济调控和管理提出了新的挑战，一些传统的封闭经济条件下常用的措施不再适用，或者是在使用效果上大打折扣。开放经济条件下的宏观经济政策选择成为新的课题，特别是金融政策和财政政策的有效组合问题，需要结合国际大环境来考虑。

(4) 中国的资本和金融项目开放进程是一个曲折上升的过程。之所以呈现出这样一个过程是因

为资本和金融项目开放乃至汇率改革并不能一蹴而就。因为其对宏观经济的影响甚为巨大,所以资本和金融项目开放的过程需要综合考虑国内经济情况与国外环境,做出谨慎而负责任的稳健决策,循序渐进地进行改革。在此过程当中,不应当由于外来的压力而加速这个过程。因为这势必对中国经济产生难以估计的影响。

#### [参考文献]

- [1]Aart Kraay. In Search of the Macroeconomics Effects of Capital Account Liberation [R]. The World Bank Group Working Papers, 1998.
- [2]Claessens, Stijn, Michael P. Dooley, and Andrew Warner. Portfolio Capital Flows: Hot or Cold [J]. World Bank Economic Review, 1995, 9(1).
- [3]Grilli, Vittorio, and Gian Maria Milesi-Ferretti. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls [J]. International Monetary Fund Staff Papers, 1995, 42(3).
- [4]Hali J. Edison, Ross Levine, Luca Ricci, Torsten Slok. International Financial Integration and Economic Growth[J]. Journal of International Money and Finance, 2002, (21).
- [5]Henry, Peter B. Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms [R]. Stanford University Graduate School of Business Research Paper, 1997, (1504).
- [6]Hiro Ito. Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization[J]. North American Journal of Economics and Finance, 2006, (17).
- [7]Joseph E. Stiglitz. Lessons from East Asia[J]. Journal of Policy Modeling, 1999, 21(3).
- [8]Joseph E. Stiglitz. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability [J]. World Development, 2000, 28(6).
- [9]Krugman, Paul. Why Aren't We All Keynesians Yet[J]. Fortune, 1998, 138(4).
- [10]Michael W. Klein, Giovanni P. Olivei. Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth [J]. Journal of International Money and Finance, 2008, (27).
- [11]Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti. The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries[J]. Journal of International Economics, 2001, (55).
- [12]Soyoung Kim, Sunghyun Henry Kim, and Yunjong Wang. Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization: The Case of Korea[J]. Review of Development Economics, 2004, 8(4).
- [13]William C. Gruben, Darry McLeod. Capital Account Liberalization and Inflation [J]. Economics Letters, 2002, (77).
- [14]唐国兴. 中国国际收支和货币供给模型[M]. 北京:中国财政经济出版社, 1999.
- [15]姚枝仲,张亚斌. 中国资本和金融项目的变化及其宏观影响[J]. 世界经济, 2001, (8).

### Empirical Research of Macroeconomic Effects of Capital and Financial Account Liberalization in China

ZHANG Yi-shan, ZHANG Peng

(Center for Quantitative Economics, Jilin University, Changchun 130012, China)

**Abstract:** This paper divides the sample from the first quarter of 1993 to the forth quarter of 2008 into two sub-samples, which boundary is 2001. VAR model is used to examine macroeconomic effects of capital account liberalization. The results show that capital account liberalization has changed the contracture of capital flows. In 1993—2000, the most part of capital flows are explained by current account shocks. By the same token, capital account movements are explained more by their own shocks. The influences on macroeconomic variables of capital flows are different between 1993—2000 period and 2001—2008 period. Compared to the influences of capital flows in 1993—2000, it is more acute and sensitive. The reason may be that capital inflows are used differently.

**Key Words:** capital and financial account liberalization; macroeconomics; capital inflows; VAR model

[责任编辑:王燕梅]