



北京市社会科学理论著作出版基金资助

资本账户开放与 金融不稳定

基于发展中国家（地区）相关经验的研究



张礼卿 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

资本账户开放与金融不稳定

基于发展中国家（地区）相关经验的研究

F831.5
Z32-3



张礼卿，经济学博士。现任中国社科院金融研究所教授、副院长、院学术委员会主任、国际金融研究中心主任、博士生导师。主要学术兼职有：中国世界经济学会常务理事、中国国际金融学会常务理事等。曾在世界银行学院、荷兰蒂尔堡大学做访问学者。研究领域包括：国际资本流动、开放经济条件下的宏观经济政策、货币自由兑换、金融发展、经济全球化等。曾主持国家自然科学基金项目、教育部人文社科项目和财政部科研规划项目等，参与多项省部级以上和国际合作课题，多次获得全国性学术成果奖励。曾在《经济研究》、《世界经济》、《国际金融研究》等国家级刊物发表论文六十余篇，主编、合著学术著作十余部。

责任编辑 / 胡利国 封面设计 / 张虹

ISBN 7-301-07056-X



9 787301 070567 >

ISBN 7-301-07056-X/F·0822

定价：15.00元

资本账户开放与 金融不稳定

基于发展中国家（地区）相关经验的研究

张礼卿 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

资本账户开放与金融不稳定/张礼卿著. —北京:北京大学出版社, 2004. 4

ISBN 7-301-07056-X

I. 全… II. 张… III. 国际金融—资本—管制—研究
IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 017578 号

书 名: 资本账户开放与金融不稳定

基于发展中国家(地区)相关经验的研究

著作责任者: 张礼卿 著

责任编辑: 胡利国

标准书号: ISBN 7-301-07056-X/F·0822

出版者: 北京大学出版社

地址: 北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

电话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62753121

排版者: 兴盛达打字服务社 82715400

印刷者: 北京大学印刷厂

发行者: 北京大学出版社

890 毫米×1240 毫米 A5 7.375 印张 180 千字

2004 年 4 月第 1 版 2004 年 4 月第 1 次印刷

定 价: 15.00 元

内容简介

资本账户开放是当前国际金融领域的热点问题,也是加入WTO后我国对外开放的重要内容。作者运用“非金融性生产要素”理论,创造性地提出了一个关于适度外资流入量的分析框架,阐述了资本账户开放过程中的资本过度流入倾向及其产生原因。结合20世纪70年代以来发展中国家的有关经验,实证地研究了资本账户开放与金融不稳定之间的相关性,阐明了资本过度流入对宏观经济和金融部门稳定性的不利影响。在对资本账户开放的各种战略做出比较分析后,详细探讨了“渐进模式”下的开放前提、顺序和相关政策安排。全面考察了我国的资本管制现状,并对我国资本账户开放的模式和近期策略进行了深入研究。

作者是国内最早从事资本账户开放问题研究的学者之一,曾发表过多项与此相关的论文和著作。本书是其最新成果,包含着不少创新见解,具有重要的学术价值和政策参考意义。

序

张礼卿教授对中国对外经济问题有多年研究。他最近完成的专著《全球化进程中的资本账户开放与金融不稳定》就是其中的一项。他以发展中国家的现实为背景,以资本账户开放问题为研究主题,理论分析与实证研究并重,探讨与此有关的内外金融、货币和经济问题,并进而在战略、政策、体制和制度方面提出一些重要见解。这是一本很有价值的学术著作。我有机会读了礼卿同志这本书,得以领会作者的思绪,很受启发。下面提出几点,以求正于作者。

一、发展中国家开放资本账户,是一种战略性选择

在经济全球化进程中,发展中国家开放资本账户已成为一种趋势。其形成有内外各种原因,但从发展中国家自身说,本国经济增长的利益应是其中之一。近二三十年来的经验,已证实了这点。但是,也就是在这二三十年中,发展中国家经受了多次经济动荡。不少实证研究表明,这种动荡与资本账户开放有一定的相关性。可见,发展中国家现实地面临一项战略性选择,其核心是如何从资本账户开放和外资流入中实现经济增长和社会发展的最大利益,同时又力求避免其可能带来的对经济稳定的负面影响。

二、战略选择的依据是对得失的权衡,首先是对利用外资的得益的估量

外资在本国经济增长中的作用,有两个方面。一是单纯地作为资本这种生产要素,可以填补发展中国家的资本短缺,提高生产中资本配置效率,从而提高劳动生产率,对经济增长做出贡献。二是作为外资,其流入带进了生产经营、企业治理、市场制度等方面新的因素,如果利用得当,可以增进资源配置效率,促进经济增长。作者在本书中运用“非金融性生产要素”这一重要的核心概念,提出外资流入既受到这种要素供给的制约,也可能会增加这种要素的供给。我体会,后者所包含的意思可能就是指外资在前述第二方面的作用。因此,估量利用外资的得益大小,不应仅仅看外资流入的规模,也必须看本国引进的这些外国资本是否有助于改善那些“非金融性生产要素”的供给状况。

三、权衡得失,还应估量开放资本账户可能引起的金融不稳定

外资流入使本国金融体系中的流动性增大,在一定程度上有利于金融市场的发展。但如果外资流入过度,流动性急剧增大,就会引起市场过热、金融商品价格大幅度涨跌,以及金融风险的大量蓄积。在这种环境下,投机可牟取超额利润,操纵市场更可以获得暴利。这就形成了金融不稳定。其结果是既可能引致宏观经济不稳定,也可能使外资逆转而大量流出,从而触发金融危机。但从资本账户开放到金融不稳定甚至金融危机,要经过许多环节,而每个环节上都可以有某种制度因素起一定的制约作用。作者指出,本国金融制度尤其是金融监管制度就可以起很大的制约作用。这些制度因素,或许也可以列入“非金融性生产要素”,改善其供给,可以减缓资本账户开放的风险和代价。

四、利用外国资本,应正确把握好“适度”规模

权衡得失,终究落实到外资流入量。但多少才是适度,却很难测定。外资流入,不仅决定于本国的需求,也决定于外方的供给,而双方供求的后面又有众多因素。作者认为,选定本国的某项重要指标——比如出口收入——作为测量适度外资流入量的一个依据是有用的,但“只有有限的意义”。作者认为,适度外资流入量主要是一个“效益性概念”,重要的是把握这个“度”。这个“度”又是可变的,因客观经济状况而变,也可以因主观条件而变。在这里,作者可能还是指那些“非金融性生产要素”、特别是那些制度因素的作用,因为这些因素对于外资流入所产生的效益至关重要。

五、合理选择开放资本账户的模式和策略,能够防止资本过度流入,从而达到“适度”目标

开放资本账户,要有相应的制度安排。渐进模式之所以被重视,是由于这样的模式较易于适应国内外现实状况的变化。开放应有一个顺序,但不宜有事先严格规定的时间表。根据本国“非金融性生产要素”的供给状况,合理选择资本账户开放的模式和策略,可以防止资本过度流入,达到“适度”利用的目标,从而有利于最大限度地实现利用外资的得益,并降低其风险和代价,特别是降低金融动荡的可能性。

以上几点,只是我读后的体会和心得。这当然不能概括全书的丰富内容,也难免有片面性。但可以肯定的是,读者从这样一本认真的学术著作中一定能得到很大收获。

王健德

2003年岁末

于中国人民大学财政金融学院

摘 要

在 20 世纪的最后十余年时间里,发展中国家的资本账户开放进程出现了明显加快的趋势。与 80 年代以前的情形不同,从拉美、亚洲到中欧地区,许多发展中国家已经不再继续加强资本管制,而在越来越大的程度上放松甚至取消对资本流出与流入的限制。与此同时,资本账户开放以及由此产生的大规模流入,也使发展中国家的经济面临着越来越大的不确定性,并且似乎更为经常地被严重的失衡乃至动荡所困扰。

资本账户开放与金融不稳定性增大这两者之间有没有内在的必然联系?对此,必须做出合乎逻辑的经济学解释。如果回答是肯定的,那么,资本账户开放为什么会导导致金融体系的不稳定?它又是通过哪些途径导致金融不稳定的?从政策层面看,面对经济全球化的历史性趋势,发展中国家究竟应当如何把握和管理资本账户开放的进程,以便既能充分获取资本流动所产生的各种经济利益,同时又能保持其金融体系的稳定?这些正是本书试图回答的基本问题。

除导言和结论以外,本书共由五章组成。每章的主要观点概述如下:

第一章:资本账户开放是指不对资本跨国界交易进行直接限制或对其采取可能影响其交易成本的相关措施。从操作层面上看,资本账户开放通常不是一个可以一次完成的政策性安排,因为它涉及到一系列具体管制措施的取舍。尽管资本账户开放程度的测量十分重要,但迄今没有十分完善的方法,因此,在大多数情况下,研究者们应当将“资本管制指数法”和“总体开放度指数法”这两种最常用的方法结合起来使用。

发展中国家的资本账户开放进程始于20世纪70年代后期,但进入90年代后显著加快,并呈现出一系列重要特点。这项自由化改革是在经济全球化和国内市场化改革不断推进的背景下进行的。在很多国家,放松资本管制是多种内在驱动的结果。这些驱动包括:争取外国私人资本的流入,以适应金融和贸易自由化改革的需要;缓解货币升值或贬值的压力,促进宏观经济的稳定;意识到资本管制有效性的下降;试图清除加入国际组织的障碍。在发展中国家的资本账户开放过程中,国际货币基金组织和其他国际组织在不同程度上发挥了推动作用。

国际资本流动的新古典分析框架,对于资本账户开放的利益只有有限的解释力。一般来说,发展中国家资本账户开放的利益是动态的,主要表现在提高投资水平、引进先进技术、促进金融深化、提高部门效率等方面。不过,这些利益具有潜在性,它们的最终实现有赖于其他国内经济乃至社会政治因素的作用,也有赖于能否控制各种因开放引起的代价(特别是金融不稳定)。这个结论与近年来西方学术界针对资本账户利益所进行的大多数实证研究的结果是一致的。资本账户开放也有不容忽视的代价,其中主要包括:金融体系的稳定性下降;在国内市场扭曲大量存在的情况下,资源配置效率可能更加恶化;宏观经济政策的独立性将受到明显

制约；国内民族产业面临挑战和冲击。

第二章：尽管外资在经济发展中具有积极作用，但如同任何生产要素的追加使用一样，外资的持续流入将会受到边际收益递减规律的制约。因此，寻找适度外资流入规模具有重要意义。

在一个简单模型中，适度外资流入量是指外资边际收益等于外资边际成本时的外资量。当外资边际成本相对稳定时，适度外资流入量主要取决于外资边际收益，并在更深的层次上取决于“非金融性生产要素”的供给状况。在市场导向的发展模式中，这类要素侧重表现为清晰的产权关系、健康的公司治理、金融体系的有效监管、完备的宏观经济间接调控手段，以及规范的信息公开披露制度等。由于外资流入本身也会改善“非金融性生产要素”的供给状况，因此，从动态的角度看，资本流入量的适度规模是在不断变化之中的。另外，不同形式的资本流入对这类要素的供给改善也可能具有不同的影响。

外资对内资可以有追加和替代两种情形，后者又可分为简单替代和有效替代。为了准确估计外资对国民收入增长的最终贡献，在适度外资流入量的形成过程中，必须将国内储蓄的充分利用作为一个约束条件。如果发生了外资对内资的简单替代，那么，即使外资对经济增长做出了贡献，也可能充其量只是填补了国内储蓄减少后留下的空缺。

适度外资流入量的准确识别并不容易。但是，依据外资流入后国民经济的运行情况可以做出事后的总体判断（和一定程度的事前预警）。判断依据包括：国民收入能否获得持续增长、宏观经济能否保持稳定、金融体系是否健康稳定、国内储蓄是否得到了充分的使用。此外，通过一些外资比率指标的历史性对比或跨国横向对比，也可以大致确定一国的适度外资流入水平。

20世纪70年代后期以来，拉美和亚洲国家的相关经验显示，在发展中国家的资本账户开放过程中存在着明显的“资本过度流

入倾向”。这种倾向存在的原因是多方面的,主要包括:发展中国家自身的引资冲动、工业化国家经济周期和国际利率变化所产生的冲击、国际投资者对资本账户开放和其他结构性改革效果的“非理性的”预期、国际金融市场的结构性弱点、发展中国家自身的宏观经济政策失误和金融体系弱点等。

尽管资本过度流入对于国民收入增长的影响在理论上已经得到了清楚的揭示,但是,对于这种影响的实现过程需要进一步做出解释。实体经济与金融活动的逻辑联系表明,在发展中国家的资本账户开放过程中,资本过度流入所引起的国民收入下降正是通过金融不稳定乃至金融危机来实现的。

第三章:金融不稳定是指在各种内外部冲击之下,大部分或所有金融资产的价格和规模在一定时期内出现超常变动,进而导致金融体系不能有效地发挥作用,并且影响到实质经济正常运行的一种经济失衡现象。在这种失衡达到十分严重的情况下,金融不稳定将表现为金融危机。

作为相对独立的研究领域,金融不稳定理论目前大致包括:关于信用或银行体系不稳定的分析;关于货币危机的分析。由于方法上的差异,在解释金融不稳定的成因时,这两个层面的研究都形成过不少值得关注的流派或不同观点。不过,如何将这两个层面的研究更紧密地结合起来,如何将对于微观经济基础的关注和对于周期性因素的重视结合到一起,是否需要将发展中国家的金融不稳定作为一个特殊的对象进行研究,这些问题并没有得到很好的答案。更重要的是,由于国际资本流动的自由化正在很多方面改变着各国金融活动的基本特征,包括金融危机的性质和特征,因此,创建基于这些最新发展的金融不稳定理论无疑具有重要价值。

近年来,国际学术界对于资本账户开放与金融不稳定的相关性正在开始给予关注。世界银行和国际货币基金组织的最新研究

表明,资本账户开放与资本净流入的易变性具有明显的相关性。巴里·艾青格林利用 1880 年以来的金融危机资料所进行的一项实证研究显示,在资本管制比较流行的时期,银行危机发生的频率明显较低,并指出在总体上资本管制与金融危机之间呈现负相关关系。尽管迄今还没有发现直接针对资本账户开放与金融不稳定之间相关性所做的实证研究,但上述研究结论无疑已经从侧面向我们提供了重要的证据。

资本账户开放所引起的金融不稳定体现在两个方面:宏观经济不稳定和金融部门不稳定。在宏观经济层面,资本账户开放通常会导致宏观经济的过热,进而引起通货膨胀和实际汇率升值,最终造成经常账户恶化和国际收支危机。资本账户开放之所以导致宏观经济过热,主要应当归因于资本过度流入;同时,缺乏弹性的汇率安排、引起资本大规模流入的主导性因素、资本流入对国内需求构成的最终影响和资本流入的方式等,也发挥着重要的影响。尽管大规模资本逆转常常会促发货币危机,但它只是直接原因而非危机的根源,因为资本过度流入一开始就注定了资本逆转的发生。面对资本过度流入的政策反应及其成效,对于减缓这种不稳定、降低货币危机的发生概率,具有十分重要的作用。

在金融部门层面,伴随着资本账户的开放,资本过度流入必然造成银行乃至整个金融体系流动性的急剧扩张。在银行自身风险管理机制和外部监管体系不能有效建立的情况下,大规模的不良贷款必定会迅速滋生,进而大大增加银行危机发生的可能性。总体来看,关于外资银行的存在是否引起或加剧一国金融部门的不稳定性,目前还不十分清楚。不过,外资银行在危机期间的大规模收缩银根却明显地不利于东道国的金融稳定,尽管它们在危机后金融部门的恢复和重建中可能产生了比较积极的影响。由于发展中国家的证券市场大多不很成熟,外国证券投资流入自由化所引起的风险可能是巨大的。

第四章：伴随着经济全球化的深入发展，资本账户的开放已经成为一个难以抗拒的趋势。因此，探索资本账户开放的战略模式，最大限度地获取其利益，同时尽量减少其代价，特别是减缓金融不稳定发生的概率，应当并且已经成为各国经济学家和政策制定部门关注的焦点。

资本账户开放的模式的核心是选择怎样的开放速度。尽管在理论上“渐进模式”和“激进模式”都有一定的依据，但工业化国家和多数发展中国家的实践显示，“渐进模式”更有可能获得成功。IMF关于开放模式与金融不稳定无关的观点令人怀疑。强调开放过程中各种政策协调的所谓“中间模式”，在“非金融性生产要素”供给严重不足的国家，实质上仍然只能是“渐进模式”的翻版。

在“渐进模式”下，选择资本账户开放的时机和顺序至关重要，而时机选择的关键在于准确判断开放的前提是否已经具备。资本账户开放的前提包括国内前提和国际前提。前者如财政与货币政策的健康实施、贸易自由化和经常账户开放的成功实现、适当的汇率安排、国内金融自由化的完成和金融监管体系的建立、国内企业改革的完成、相对充足的外汇储备等；后者如有效的国际金融监管合作和危机救援机制的改革等。顺序选择的的原则是：放松管制应始于以实际经济活动背景的资本交易，然后逐渐过渡到价格易变的金融性资本交易。换言之，直接投资自由化应先于证券投资自由化，金融市场的开放必须相对滞后（其中，股票市场可先于债券市场开放，衍生产品和银行信贷管制的解除则应当在最后阶段实施）。在资本流向上，一般是先放松资本流入的限制，然后再放松资本流出限制。但是，如果发生了资本过度流入，则应当继续保持对资本流入的必要限制，同时不排除先行放松部分流出限制。

对于研究资本账户开放的战略模式，智利的经验具有非常典型的意义。这个国家在70年代后期尝试过“激进模式”，自80年代中期以来又经历着“渐进模式”，是一个从“失败”走向“相对成

功”的案例。

第五章：借助一系列法律法规，中国目前仍然维持着比较严格的资本管制，并且呈现以下特征：(1) 由于对直接投资流入很少真正加以限制，因而实际的开放程度比法规所显示的要高；(2) 管制方式单一，主要依靠行政审批，基本没有间接管制手段；(3) 管制程序复杂，实施成本较高；(4) 对中外资机构的资本交易存在明显的差别性待遇。总体而言，中国的资本管制是比较有效的，并且产生了积极的经济影响。在亚洲金融危机中，中国资本管制的作用不容低估。另一方面，各种规避管制的现象也有相当程度的存在。

当前，严格的资本管制正成为中国在更大范围内参与经济全球化进程的障碍，中国资本账户自由化的驱动力量正在不断增强。这种驱动既来自国外经济利益集团，也来自国内各类企业和金融机构的经营需要，以及政府进一步深化经济改革和改进管理效率的要求。对于国外利益集团的驱动，当局应当保持高度警觉；对于国内企业和其他经济组织的驱动，也应当认真甄别其合理性。一个重要的认识应当确立，即国内金融市场的深化，将可以在一定程度上减缓国内企业因资本管制而付出的代价，进而减轻其对于资本账户开放的驱动力量。

中国的资本账户开放必须采取“渐进模式”，即根据国内经济和金融改革的进程，分阶段地逐步放松和解除不同类别的资本管制措施。这意味着，在一个较长的时期内，中国仍然需要对某些资本交易项目在不同程度上保持限制。理由是：(1) 开放并不能仅仅取决于人们对它的需求，而必须关注每一项管制措施解除后所产生的不同后果；(2) 中国目前除了外汇储备比较充分、贸易自由化可望在5年后基本实现外，其他资本账户开放的前提均不充分具备；(3) 中国资本账户的开放必须与总体经济改革的“渐进模式”相适应；(4) 应当防止国际资本市场的结构性弱点所引起的资

本过度流入；(5) 一定程度的资本管制并不会真正阻碍中国参与经济全球化的进程。

近期, 中国的资本账户开放策略包括以下要点: 在总体上继续保持对资本流入的控制; 积极推动外国直接投资流入的自由化进程, 除非短期内出现过度流入; 逐步放松国内企业(特别是民营企业)的对外投资限制; 调整资本管制方式, 以便提高管制效率并降低实施成本; 调整对中外资企业(包括金融机构)的差别性资本管制措施。

Summary

Subject

Capital Account Liberalization and Financial Instability: A Study Based on the Experiences from Developing Economies

Aim of the Study

After the Mexico crisis of 1995 and the Asian crisis of 1997, many literatures come to pay great attentions to financial instability in developing countries, and believe that capital account liberalization in developing countries is so risky that it needs to be much more cautious. As far as the relations between capital account liberalization and financial instability are concerned, most of the literatures have focused on the short-term capital flows associated with speculative attacks. However, relatively little research has been done on whether other forms of capital inflows should be responsible for the financial instability. Further, few economists have studied the rela-

tions between capital account liberalization and financial instability from the perspective of real economy, although it is undoubtedly important and necessary. This book attempts to fill that gap by presenting a simple theoretical framework, “optimal capital inflow model”, combined with examining the experiences from developing countries and policy issues since the late of 1970s.

Main Contents

This book includes five chapters, together with an introduction and a conclusion. The main contents are as following:

In Chapter one, this book starts with a brief discussion on the definition of capital account liberalization and the measurement of the capital mobility. After that, it makes a historical review on the process of capital account liberalization in developing countries during the past three decades (including their early experiences with capital controls in 1950s and 1960s), focusing on its characteristic, background, causes and the role of international economic organization in promoting this process. In addition, this book examines the benefits and cost of capital account liberalization in developing countries.

In Chapter two, this book presents a theoretical analysis framework, “optimal capital inflows model”, in which the determinants and measurement of optimal capital inflows are discussed. Based on this model, it illustrates the “capital over-inflow propensity” developing countries may have in their process of capital account liberalization. Moreover, it probes into this propensity’s causes and consequences in real economy, indicating that financial instability is just the channel to the consequences of capital over-inflows in real econo-

my.

In Chapter three, this book critically reviews the main theories about financial instability since 1970s. After that, it makes an empirical study on the relations between capital account liberalization and financial instability, so as to find out whether there is a positive relationship between these two phenomena. Then, by examining the experience with capital inflow surging in developing countries during the period of 1990s, it analyses in details the negative influence of capital over-inflows on these countries' financial stability in the process of capital account liberalization. The analysis covers macroeconomic instability and fragility in financial sector.

In Chapter four, this book elaborates the policy implication derived from those theoretical and empirical studies. It starts with a comparison between the two liberalization strategies, radicalism and gradualism, focusing the different influences of these two strategies on financial stability, and then critically evaluating the so-called "middle strategy". After that, it goes on to discuss the preconditions and sequences of capital account liberalization under the gradualist strategy. Finally, in order to verify that gradualism is better than radicalism, it examines Chile's experience with capital account opening in the last two decades, and concludes with some important policy lessons from this case study.

In Chapter five, this book reviews the current framework of China's capital control, and evaluates its effectiveness in the past few years, particularly during the Asian crises of 1997. Then, it examines the various driving forces for capital account liberalization in the background of economic globalization, focusing on whether all of these forces are so reasonable. On the basis of this examination, it

goes on to illustrate the necessity of liberalizing China's capital account in a gradualist way and concludes with some recent policy issues related to this reform.

Key Findings and Conclusions

The process of capital account liberalization in developing countries started at the end of 1970s, but it has obviously accelerated since the beginning of 1990s. The main motivations for keeping a more opened capital accounts are as following: encouraging more foreign private capital inflows; promoting structural adjustment and macroeconomic stability, particularly preventing nominal currency appreciation; recognizing the ineffectiveness of capital control; reducing the obstacles to join the OCED. The consequences of capital account liberalization in some developing countries are obviously positive, however, in more countries, the benefits of this structural reform are potential and depend on whether all kinds of costs can be effectively controlled, particularly financial instability can be successfully reduced.

In our theoretical analysis framework, optimal capital inflow is the amount when net capital inflow's marginal revenues equals to its marginal cost in the assumption of their domestic saving having been used completely. Given the marginal cost unchanged, this optimal amount is mainly determined by "non-financial productive factors", which can be defined as all productive factors except for capital, including clear ownership structure, sound corporate governance, appropriate technology, skilled labor, and effective macroeconomic management, etc. Since the supply of "non-financial productive factors" in developing countries is usually limited in a given period of

time, continuous capital inflows will absolutely lead to capital over-inflows, and finally cause the decrease of national income.

As the experiences with capital inflows in many developing countries during past three decades have shown, capital over-inflows often occurred when developing countries liberalized their capital account. The capital over-inflow propensity can be mainly attributed to various kinds of market failure, including over risk taking in domestic financial market and the weakness of international capital market, as well as macroeconomic policy mistakes. From the perspective of real economy, based on our model, capital over-inflows will finally lead a decrease of national income.

As a matter of fact, the consequence of capital over-inflows in real economy will be realized through the channel of financial instability, including macroeconomic chaos and financial sector problems. Capital over-inflows usually lead to a macroeconomic over-heating, followed by high inflation, real appreciation, deteriorated current account, and finally currency crisis. At the same times, it often causes over-liquidity in banking sector, more problem loans, and more volatility in domestic stock markets, particularly in a country that has an incomplete financial supervisory and regulative regime. Undoubtedly, as all financial crises have already indicated, either currency crisis or financial sector fragility will hurt a country's real economy and end with a decrease of national income.

In order to prevent from capital over-inflows and keep financial stability, developing countries should pay much attention to the strategy of their capital account liberalization. For the majority of developing countries, gradualist strategy will be a more realistic choice. For the completion of capital account liberalization, both do-

mestic and international preconditions are needed. Domestically, effective macroeconomic policies, completion of trade liberalization, successful domestic financial reform and establishment of prudential regulation framework, an appropriate exchange regime, and sound corporate governance, are among the most important ones. Internationally, it is of great importance to restructure the current crisis bailing out mechanism and to reform IMF decision-making procedure.

China must follow the gradualist strategy for capital account liberalization, since it has not possessed most of these preconditions. In other words, it should keep some forms of capital control in a relative long period. Concerning to the current situation, especially its immediate entry to WTO, it should continue to reduce the controls for FDI inflows. However, for the purpose of preventing from capital over-inflows, China should continue to keep the controls for those inflows in forms of portfolio investment and bank loans. Due to the fact that China has experienced a huge surplus in balance of payment since the mid-1990s, it can reduce the controls for capital outflows step by step. In order to improve the effectiveness capital controls and reduce the control costs, it should cut down gradually the direct measures and adopt more indirect measures, for instance, transaction tax and Unremunerated Reserve Requirement (URR).

目 录

摘要.....	(1)
导言.....	(1)
第一章 发展中国家的资本账户开放：进程、动因与后果 ...	(9)
第一节 资本账户开放的含义与测量	(10)
第二节 资本账户开放的进程及其主要特征	(16)
第三节 资本账户开放的背景与内在动因	(28)
第四节 国际组织对资本账户开放的政策倾向 与推动作用	(34)
第五节 资本账户开放的经济后果：利益与代价	(39)
第二章 资本账户开放与资本过度流入倾向： 一个基础性分析框架	(56)
第一节 外资在经济发展中的作用	(56)
第二节 外资流入的适度性：决定与识别	(61)
第三节 资本账户开放后的资本过度流入倾向	(71)
第三章 资本账户开放与金融不稳定：相关与影响	(86)

第一节	金融不稳定的含义	(86)
第二节	金融不稳定的原因：理论回顾与评价	(93)
第三节	资本账户开放与金融不稳定的相关性： 若干实证研究	(105)
第四节	资本账户开放对宏观经济稳定的影响	(111)
第五节	资本账户开放对金融部门稳定的影响	(129)
第四章	面向金融稳定的资本账户开放战略 与相关政策	(141)
第一节	资本账户开放的战略模式	(142)
第二节	渐进模式下的资本账户开放前提与顺序	(147)
第三节	案例研究：智利的经验	(159)
第五章	中国资本账户的开放：驱动、模式与近期策略 ...	(173)
第一节	中国资本管制的现状与效果	(174)
第二节	中国资本账户开放的驱动力量与 模式选择	(184)
第三节	中国资本账户开放的近期策略	(193)
参考文献	(198)
后记	(207)

Contents

Preface	(1)
Summary	(1)
Introduction	(1)
1. Capital Account Liberalization in Developing Countries:	
Process, Motivations and Results	(9)
Definition of Capital Account Liberalization and Measurement of Capital Mobility	(10)
Process of Capital Account Liberalization since the 1970s and its Main Characteristics	(16)
Backgrounds and Motivations	(28)
Role of International Economic Organization	(34)
Benefits and Costs of Capital Account Liberalization: Theories and Empirical Studies	(39)
2. Capital Account Liberalization and Capital Over-Inflow Propensity: A Theoretical Analysis Framework	(56)

The Role of Foreign Capital in Economic Development	(56)
Optimum of Capital Inflows: Determination and Identification	(61)
Capital Over-Inflow Propensity after Capital Account Liberalization	(71)
3. Relations between Capital Account Liberalization and Financial Instability	(86)
Conception of Financial Instability	(86)
Critically Reviews of the Main Theories about Financial Instability since 1970s	(93)
Relations between Capital Account Liberalization and Financial Instability: An Empirical Study	(105)
Influence of Capital Over-Inflows on Macroeconomic Instability	(111)
Influence of Capital Over-Inflows on Financial Sector ...	(129)
4. Policy Implication	(141)
Strategy for Capital Account Liberalization: Radicalism or Gradualism	(142)
Preconditions and Sequences of Capital Account Liberalization under the Gradualist Strategy	(147)
Case Study: Chile's Experience	(159)
5. China's Capital Account Liberalization: Driving Forces, Strategy and Recent Policies	(173)
China's Capital Control: Current Framework and Evaluation of its Effectiveness	(174)
Driving Forces for Capital Account Liberalization in the Process of Economic Globalization	(184)

Strategy Selection	(?)
Recent Policy Issues	(193)
Reference	(198)
Postscript	(207)