市场非均衡与中国资本账户开放风险

李欣欣,刘海龙

(上海交通大学 安泰经济与管理学院,上海 200052)

摘　要:文章结合中国市场特点,利用货币市场均衡和估值效应的理论模型,研究了资本账户开放可能带来的风险。文章认为,国际收支不平衡是货币危机的基础,而估值效应加剧了这种不平衡、增大了危机爆发的可能性。因此,在维持国际资本账户基本平衡的基础上稳定汇率,是资本账户开放后更可行的政策目标。当国际收支大体平衡且国内货币调控深度足够时,以利率调节为手段的货币通胀目标便易于实现,从而有利于达到国内外市场均衡。

关键词:资本账户开放;货币市场均衡;估值效应;风险控制

中图分类号:F831.7　**文献标识码:**A　**文章编号:**1001-9952(2015)03-0017-11

一、研究背景

中国正在实施金融市场化改革,资本账户向着不断开放的方向发展。资本开放有助于有效利用外资,拓宽人民币回流渠道,但同时伴随资金控制难度增大、经济波动加剧、市场操纵等风险。因此,资本账户开放对政策调控和风险监管提出了更大的挑战。

作为发展中经济大国,中国具有自身的市场特点,这些特点决定了资本账户开放存在风险。首先,中国的市场化程度有待进一步提高,利率、汇率等并不完全由市场决定,这在一定程度上降低了市场参与者对经济变量的敏感性,进而降低了政策的实施效率。在资本市场开放后,境内外不均衡所带来的套利机会会产生较大的市场摩擦,容易加剧市场扭曲。其次,中国的货币发行过多地依赖外汇储备。2001 年中国外汇储备占央行货币发行量的比例为 40%左右,而自 2010 年以来,这一比例一直维持在 80%以上,从而大大降低了中国市场货币供给的独立性。在资本账户开放后,国内货币供给受到外部环境波动的影响会更大,从而风险增加。最后,作为全球第二大经济体,不仅中国的市场变化会对全球市场产生影响,而且其他国家的变化也会影响中国。在考察本国经济政策时,小国开放市场常作为外部环境因素,但这对中国并不适用,如果加入国内外市场的相互影响,则不确定性因素更多,政策调控难度更大。

经过二十多年的高速发展,中国已经过刘易斯拐点,而跨过中等收入陷阱成为未来十年的努力方向。资本项目开放、货币调控工具与中介目标转型等经济自由化改革和政策体制改革或成为未来经济增长的新红利来源。随着中国金融自由化改革的不断推进,资本账户开放将带来哪些风险?国内市场是否能够有效应对资本账户的逐步开放?全面开放前应从哪些方面做准备工作?这些现实问题构成了本文的研究内容。

关于资本市场开放对一国经济的影响,相关讨论自布林顿森林体系瓦解之后便层出不

收稿日期:2014-12-11

作者简介:李欣欣(1986－),女,河南郑州人,上海交通大学安泰经济与管理学院博士研究生;

刘海龙(1959－),男,吉林吉林人,上海交通大学安泰经济与管理学院教授,博士生导师。

穷。正如 Eichengreen(2001)所指出的,对资本账户开放基于不同角度的理论分析得到的结论不同,而实证研究对不同的结论都有所支持。总体来说,资本账户开放能够提高全球资本的配置效率,促进实体经济繁荣(Obstfeld,1994)。Evans 和 Hnatkovska(2014)研究发现,在金融一体化初期,国际资本流动的波动剧烈,此时国际资产交易集中在债券市场;随着金融一体化程度的不断提高,居民享有投资全球股票市场的机会,债券投资的规模和波动都会下降。

资本账户开放的风险也是显而易见的。Krugman(1979)通过建立投机性危机理论模型证明,在固定汇率制度下,资本市场开放可能会遭受投机性攻击。Obstfeld(1996)进一步建立了投机性攻击和自我实现式的金融危机理论模型。Eichengreen 等(2011)指出,只有当一国会计准则和金融系统完善、监管到位以及经济发展到一定水平时,资本市场开放才能收到良好的效果。此外,Obstfeld 等(2009)、Frankel 和 Saravelos(2010)、Babecky 等(2012)以及 Frost 和 Saiki(2014)还分析了资本账户开放和货币危机预警问题。

国内也有大量关于中国如何开放资本市场及由此带来的风险的讨论。王益和齐亮(2003)通过分析其他国家数据,就资本市场开放的条件和顺序给出了政策建议。针对其他国家资本账户开放的经验研究还包括曹勇(2004)、陈雨露和周晴(2004)等。周小川(2012)在国际经验的基础上讨论了资本账户开放与国内汇率制度、通货膨胀之间的关系,提出了相应的资本账户开放原则。也有一些文章从国际收支平衡角度考察了资本市场开放的路径选择问题,如姜波克和朱云高(2004)、曲昭光(2006)等。

通过文献梳理可以发现,学术界对于资本账户开放对一国经济的影响存在争议,但总体来看,在一定条件下开放资本市场有利于一国资本配置效率和生产率的提高。中国在人民币国际化的大背景下也将逐步审慎开放资本账户。但对于中国开放资本市场会遇到哪些风险以及如何应对,现有研究大多建立在其他发展中国家经验教训分析的基础上,而缺少系统的理论分析。

本文结合中国市场特点从理论上研究了资本账户开放可能带来的风险,并以此为依据讨论了从哪些角度才能更好地防范风险。本文通过货币市场均衡和货币错配的理论分析,从国际收支均衡角度对资本市场开放的风险来源进行了分析和整理,并结合中国市场特点就开放路径给出了政策建议。本文余下内容的结构安排如下:第二部分建立货币供给需求模型及货币错配模型,作为后面分析的基础;第三部分分析并整理资本和金融账户开放可能带来的风险以及不同的宏观调控方式及结果;第四部分总结全文并给出相应的政策建议。

二、货币均衡与估值效应

资本账户开放带来的最大风险是货币危机,因而对货币市场的研究便成为资本市场开放风险分析的落脚点。作为风险分析的基础,我们首先分别讨论货币市场均衡与境外资产的估值效应。

(一)货币供给函数

根据央行的资产负债表结构,基础货币增量可以表示为:①

$$MS_t = \Delta NFA_t + \Delta NDC_t - \Delta Bond_t \tag{1}$$

其中,MS_t代表t期基础货币增量,ΔNFA_t和ΔNDC_t分别代表t期净外国资产和净国内信

①黄武俊和陈漓高(2010)在研究央行资产负债表时采用了相同的表达式。

贷，$\Delta Bond_t$代表t期发行债券。净外国资产和净国内信贷增加则本国基础货币增加，而净发行债券增加则本国基础货币减少。净外国资产通常来源于国际收支平衡表中的经常项目、资本和金融项目顺差。外资进入中国境内需要换取中国货币进行消费投资，这客观上要求央行购入外汇资产，投放本国货币。

外汇储备已经成为中国货币发行的主要方式。自2001年起，外汇资产占央行资产负债表规模的比例不断增加，2010年以来，这一比例已连续多年超过80%。

1. 净外国资产头寸。对于净外国资产头寸，Lane和Milesi-Ferretti(2001，2007)给出了测算方法，并建立了世界各国海外净资产数据库。我们以央行的资产负债表结构为基础，在净外国资产的测算方面参考他们的思路。

根据央行的资产负债表结构，一国净外国资产头寸可以表示为：①

$$\Delta NFA_t = NFA_t - NFA_{t-1} = \Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t + E_t \tag{2}$$

其中，NFA_t代表当期资本存量，等于上一期资本存量NFA_{t-1}与当期经常账户流量$\Delta CurrentA_t$和资本账户流量$\Delta CapitalA_t$之和。E_t代表t期的资本转移支付、误差和遗漏等项目。

2. 经常账户与资本账户。经常账户$\Delta CurrentA_t$可以表示为：

$$\Delta CurrentA_t = NX_t = X_t - M_t \tag{3}$$

其中，X_t和M_t分别代表t期的出口和进口，NX_t代表t期经常账户下的资产负债盈余。

而资本和金融账户则可以表示为：

$$\Delta CapitalA_t = FDIA_t - FDIL_t + EQA_t - EQL_t + DebtA_t - DebtL_t \tag{4}$$

其中，$FDIA_t$和$FDIL_t$分别代表t期以美元标价的国外直接投资的资产和负债，EQA_t和EQL_t分别代表t期以美元标价的证券投资的资产和负债，$DebtA_t$和$DebtL_t$则分别代表t期以美元标价的债务性资产的资产和负债。等式右边代表的是相应的资本流量。

将式(2)代入式(1)，我们可以得到一国货币供给函数：

$$\begin{aligned} MS_t &= \Delta NFA_t + \Delta NDC_t - \Delta Bond_t \\ &= \Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t + E_t + \Delta NDC_t - \Delta Bond_t \end{aligned} \tag{5}$$

(二)货币需求函数

本文研究着眼于资本金融账户的开放环境，因而在考虑一国的货币需求函数时，在封闭框架的基础上加入了外国利率、汇率等因素。

$$MD_t = P_t^h \times f(Y_t, i_t^h, i_t^f, SI_t^h, HI_t^h, SI_t^f, HI_t^f, \Delta e_t) \tag{6}$$

De Santis等(2013)发现欧洲$M3$增长率与欧元区国际资本组合投资的流入数据高度一致，因而在传统货币需求函数的基础上考虑国际资本组合配置能够很好地评估和预测广义货币需求。我们在弗里德曼货币需求函数的基础上加入了外国资产价格和汇率变动等因素。其中，P_t^h代表国内价格指数，Y_t代表t期本国产出，SI和HI代表股票和房地产价格指数，i_t^h和i_t^f代表本国和国际利率水平，Δe_t代表汇率变化。

为了简化分析，我们假定国外房地产市场和股票市场的价格为常量，则货币需求函数可表示为：

$$MD_t = P_t^h \times f(Y_t, i_t^h, i_t^f, SI_t^h, HI_t^h, \Delta e_t) \tag{7}$$

(三)货币市场均衡

当货币市场均衡时，货币供给等于货币需求。式(5)和式(7)联立，我们可以得到：

①Lane和Milesi-Ferretti(2007)给出了具体分类和研究。

$$\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t+E_t+\Delta NDC_t-\Delta Bond_t=P_t^h\times f(Y_t,i_t^h,i_t^f,SI_t^h,HI_t^h,\Delta e_t) \tag{8}$$

其中，$\Delta CurrentA_t=NX_t=X_t-M_t$，$\Delta CapitalA_t=FDIA_t-FDIL_t+EQA_t-EQL_t+DebtA_t-DebtL_t$。

在开放市场中，汇率会通过外汇市场影响一国的货币供给，货币市场均衡决定了一国的资产价格和利率水平。

（四）估值效应与价值调整

1. 估值效应。估值效应是指在国外资产负债结构和规模给定的情况下，资产价格、收益率以及汇率变化所引发的国际资产净头寸的变化。根据 Lane 和 Milesi-Ferretti（2004）、Gourinchas 和 Rey（2007）以及 Gourinchas 和 Rey（2013）的分析，我们从一国的外部预算约束和价值调整过程开始讨论估值效应的存在依据和来源。

定义 t 期末以市值计算的净外国资产头寸为：

$$NFA_t=A_t-L_t \tag{9}$$

其中，A_t 和 L_t 分别代表净外国资产和负债。从当期到下一期的净资产头寸可以表示为：

$$NFA_t=R_tNFA_{t-1}+NX_t \tag{10}$$

其中，R_tNFA_{t-1} 代表外汇资产的收入效应。它是指中国利用外汇储备购买美国国债等投资性产品所取得的收益。此外，发行外债所应支付的利息也属于收入效应的范畴。$NX_t=X_t-M_t$，代表 t 期经常账户下的资产负债盈余，R_t 代表 $t-1$ 期和 t 期之间净外汇资产组合收益。加上或减去净投资收益平衡 NI_t，我们可以得到：

$$\Delta NFA_t=NFA_t-NFA_{t-1}=[(R_t-1)NFA_{t-1}-NI_t]+CA_t=VA_t+CA_t \tag{11}$$

以经常账户作为贸易平衡 NX_t 的代表，净要素支付为：$CA_t=NX_t+NI_t$。净外汇头寸的变化等于经常账户 CA_t 和价值调整部分 VA_t。价值调整等于外汇资产组合的净收益，即上一期外汇资产收益 $(R_t-1)NFA_{t-1}$ 减去利息、红利等收益的发放。一般情况下，这种价值调整部分常常被忽视和省略，则一国净外汇头寸由过去时间内的经常账户所代替。但是经常账户余额只是净外汇资产头寸的一个大概数字，对净外汇资产收益的反映存在偏差。这种表述对于资本账户受限的国家可能还适用，但是对于金融一体化程度较高的国家便非常不确切。如果中国开放金融和资本账户，则价值调整部分改变所带来的影响和风险便不能忽视。

2. 价值调整。考虑到估值效应，我们可以将式（2）改写为：①

$$NFA_t=\frac{v_t}{v_{t-1}}NFA_{t-1}+\frac{v_t}{\bar{v}_t}(\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t)+E_t \tag{12}$$

其中，$\frac{v_t}{v_{t-1}}$ 和 $\frac{v_t}{\bar{v}_t}$ 分别代表 $t-1$ 期净外国资产 NFA_{t-1} 和 t 期净外国资产变动的估值效应。

在央行资产负债表中，国内信贷和债券发行通常都以人民币计价，而净外国资产则以外币计价，因而面临汇率和债券价格两方面的波动风险。

资产估值效应的变动主要包括两个方面：资产本身价格变动带来的估值效应和汇率变

① 根据 Lane 和 Milesi-Ferretti（2007），令 D_t 为 t 期末外国资产的持有量，d_t 为 t 期净购买量，p_t 为资产 D 以美元计价的价格，$\bar{p}_t$ 为 t 期资产 D 的平均价格，则有 $D_t=\frac{p_t}{p_{t-1}}D_{t-1}+\frac{p_t}{\bar{p}_t}d_t$。同理，我们可以得到式（12）。王义中等（2006）也做出过类似的表达。

动带来的估值效应。考虑到两种类型的估值效应,我们可以将式(12)改写为:

$$NFA_t = \Delta p^f{}_t \times \Delta e_t \times NFA_{t-1} + \overline{\Delta p_t^f} \times \overline{\Delta e_t} \times (\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t) + E_t \quad (13)$$

其中,$\overline{\Delta p_t^f}$和$\overline{\Delta e_t}$分别代表t年中每个小时间段的平均变化。

由于外汇资产往往使用外币直接投资,投资收益也用外币计价,不会像国际资本进入国内或经常账户盈余那样对国内货币存量产生影响,因此为简化分析,不考虑NFA_{t-1}的收入效应。此外,NFA_t代表的是资本存量,$\Delta CurrentA_t$和$\Delta CapitalA_t$代表的则是资本流量。

式(13)可以改写为:

$$\Delta NFA_t = NFA_t - NFA_{t-1} = \overline{\Delta p_t^f} \times \overline{\Delta e_t} \times (\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t) + E_t \quad (14)$$

根据式(14),我们可以得到价值调整后的货币供给函数:

$$MS_t = \overline{\Delta p_t^f} \times \overline{\Delta e_t} \times (\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t) + E_t + NDC_t - Bond_t \quad (15)$$

式(15)包含两个含义:第一,货币供给包含以国内信贷和债券发行为基础的受国内政策影响的部分以及以外汇储备为基础的受国际收支影响的部分;第二,通过外汇储备发行的货币受到经常账户变动、资本金融账户变动以及价值调整部分的影响。

相应地,货币市场均衡可以表示为:

$$\begin{aligned}&\overline{\Delta p_t^f} \times \overline{\Delta e_t} \times (\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t) + E_t + NDC_t - Bond_t \\ &= P_t^h \times f(Y_t, i_t^h, i_t^f, SI_t^h, HI_t^h, \Delta e_t)\end{aligned} \quad (16)$$

3. 估值效应与净外国资产。为后续分析方便,我们将净外国资产进一步细化,外汇储备相当于净外国资产中可流动的一部分。NFA_{t-1}中既包括以现金存在的外汇储备$Reserve_{t-1}$,也包括以价值储蓄媒介存在的股票、债券以及固定资产投资等。由此,我们得到:

$$\begin{aligned}NFA_t &= \Delta e_t \times Reserve_{t-1} + \Delta p_t^f \times \Delta e_t \times NFA_{t-1}^{other} \\ &+ \overline{\Delta p_t^f} \times \overline{\Delta e_t} \times (\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t)\end{aligned} \quad (17)$$

其中,NFA_{t-1}^{other}代表除货币外汇储备以外的其他净外国资产。

三、资本和金融账户开放与市场风险

资本和金融账户开放主要包括三个方面:一是国外资金对本国的直接投资;二是国内银行或企业到国外借贷或发行债券;三是以短期资本流动为主的证券市场的投融资。对于外国直接投资,由于投资于实体经济,对国内技术创新、资本积累以及要素生产率提高有所帮助,除隐藏在直接投资名目下的热钱以外,风险并不大。对于对外融资借债,虽然能够利用其他国家相对较低的利率来降低融资成本,但是会因投融资结构不一致、汇率波动而导致的债务期限错配(*term mismatch*)、货币错配(*currency mismatch*)等问题带来投资风险。对于证券市场投融资,虽然在一定程度上可能提高资源配置效率,但由于其流动性和投机性较强,如果管理不当,则容易加剧经济波动,带来投机风险。

我们将通过一国货币均衡式(16)和考虑估值效应的货币净外汇资产式(17)来具体分析资本和金融账户开放可能存在的风险。

(一)国际收支平衡下的情形

当国际收支平衡时,$\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t = 0$,则式(16)和式(17)可以改写为:

$$E_t + \Delta NDC_t - \Delta Bond_t = P_t^h \times f(Y_t, i_t^h, i_t^f, SI_t^h, HI_t^h, \Delta e_t) \quad (18)$$

$$NFA_t = \Delta e_t \times Reserve_{t-1} + \Delta p_t^f \times \Delta e_t \times NFA_{t-1}^{other} \quad (19)$$

此时，国内的货币供给主要由国内信贷和发行债券来实现，这两种货币投放方式通过行政手段和公开市场操作相对较容易使用和控制，因而不会产生由国外资本带来的严重通货膨胀。

由式(19)可知，NFA_t等于NFA_{t-1}价值调整后的数量。同时，由于国际收支平衡，Δe_t可以看作常数，本国货币的汇率不会出现特别大的波动，因此净外国资产只受价值变动效应影响。

（二）国际收支不平衡与金融风险

当国际收支不平衡时，$\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t\neq 0$，则式(16)和式(17)不变。下面我们分别从固定汇率和浮动汇率两方面讨论在国际收支不平衡的情况下开放资本市场可能存在的风险。

1. 固定汇率制度。在固定汇率制度下，$\overline{\Delta e_t}$为常数。为简化分析，我们假设外国资产价格短期内不受国内市场影响，即$\overline{\Delta p_t^f}$为常数。

当收支顺差时，$\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t>0$。根据式(16)，在国内信贷和债券发行短期可控规模有限的情况下，货币供给会增加，而货币需求不会因为结构性变化发生大的变动，只会造成国内物价水平P_t^h上涨，从而带来通货膨胀甚至资产泡沫。自加入WTO以来，中国经常账户持续顺差，外汇储备成为货币发行的主要方式，由于国内货币调控数量有限，国际资本转化而来的国内流动性成为中国通货膨胀的来源。何孝星和余军(2008)、刘莉亚(2008)等论证了这一现象。

当收支逆差时，$\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t<0$。根据式(17)，在一国其他外汇资产$NFA_{t-1}^{other}$流动性不足的情况下，如果其外汇储备$Reserve_{t-1}$不足以弥补收支逆差所带来的储备流失，外汇市场便无法支撑官方固定汇率，从而导致固定汇率制度崩溃。索罗斯狙击英镑和泰铢所造成的英镑危机和亚洲金融危机便是此类风险的生动案例，遭受危机的发展中国家常常将积累一定的外汇储备作为防控金融危机的策略。深入的研究可以参见外汇市场压力(Eichengreen 等，1995)和金融投机危机(Krugman，1999；Eichengreen，2001)的相关文章。

2. 浮动汇率制度。在浮动汇率制度下，$\overline{\Delta e_t}$为可变变量。为简化分析，我们仍假设外国资产价格短期内不受国内市场影响，即$\overline{\Delta p_t^f}$为常数。

当收支顺差时，$\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t>0$。此时，外汇市场上对本币的供给小于需求，则本币升值，在直接标价法下$\overline{\Delta e_t}$变小，从而在一定程度上抵消了国际收支顺差的影响，$\overline{\Delta p_t^f}\times\overline{\Delta e_t}\times(\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t)$的影响相对不大。然而，对于式(17)，由于$\overline{\Delta e_t}$变小，$\Delta e_t\times Reserve_{t-1}$和$\Delta p_t^f\times\Delta e_t\times NFA_{t-1}^{other}$也会相应变小，汇率变化带来了价值的重估，使持有的净外国资产NFA_t缩水。自2005年中国汇率改革以来，人民币连续多年升值，累计升值30%以上，中国持有的以美元计价的外国资产损失巨大，如何更好地使用巨额外汇储备成为政府亟待探讨的问题。

当收支逆差时，$\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t<0$。此时，外汇市场上对本币的供给大于需求，则本币贬值，在直接标价法下$\overline{\Delta e_t}$变大。如果汇率的弹性足够大，则可通过汇率贬值弥补收支逆差，但汇率波动巨大会对国内出口造成负面影响，加剧经济波动；如果汇率的弹性较小，其贬值幅度不足以弥补收支逆差，$\overline{\Delta p_t^f}\times\overline{\Delta e_t}\times(\Delta CurrentA_t+\Delta CapitalA_t)<0$，则货币供给降低，甚至造成通缩。

经过以上分析，国际收支不平衡时可能存在的风险见表1。

表 1　国际收支不平衡时存在的风险

<table>
<tr><td></td><td>固定汇率</td><td colspan="2">浮动汇率</td></tr>
<tr><td>收支顺差</td><td>通货膨胀、资产泡沫</td><td colspan="2">NFA 资产贬值</td></tr>
<tr><td rowspan="2">收支逆差</td><td rowspan="2">投机冲击、汇率危机</td><td>汇率弹性大时</td><td>加剧经济波动</td></tr>
<tr><td>汇率弹性小时</td><td>可能造成通缩</td></tr>
</table>

3. 货币错配问题。货币错配问题通常是在浮动汇率制度下国际收支不平衡时产生的,在金融自由化背景下其越来越受到重视,[①]这里单独加以分析。

Goldstein 和 Turner(2004)认为,货币错配是指由于资产负债使用不同类型的货币计价,国家、企业、金融机构和个人等权益主体的权益净值对汇率波动非常敏感。货币错配是由估值效应造成的,估值效应是因汇率变动或资产价格变动而引发的权益净值变动,权益净值则取决于资本与金融账户收支状况。下面我们仍通过净外国资产表达式来进行说明。

$$NFA_t = Reserve_{t-1} + \Delta p_t^f \times NFA_{t-1}^{other} + \overline{\Delta p_t^f} \times (\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t) \tag{20}$$

式(20)与式(17)的不同之处在于式(17)以本国货币计价,而式(20)则以外币计价。为了进一步分析方便,我们将$\Delta CurrentA_t$的表达式(式(3))和$\Delta CapitalA_t$的表达式(式(4))代入式(20),再对其中的元素考虑估值效应,可以得到:

$$\begin{aligned} NFA_t = {} & Reserve_{t-1} + \Delta p_t^f \times NFA_{t-1}^{other} + (\overline{\Delta p_t^{FDIA}} \times FDIA_t \\ & - \overline{\Delta p_t^{FDIL}} \times \frac{FDIL_t}{\overline{\Delta e_t}} + \overline{\Delta p_t^{EA}} \times EQA_t - \overline{\Delta p_t^{EL}} \times EQL_t / \overline{\Delta e_t} \\ & + \overline{\Delta p_t^{DA}} \times DebtA_t - \overline{\Delta p_t^{DL}} \times DebtL_t / \overline{\Delta e_t}) + X_t - M_t \end{aligned} \tag{21}$$

其中,$\overline{\Delta p_t^{FDIA}}$、$\overline{\Delta p_t^{EA}}$和$\overline{\Delta p_t^{DA}}$分别代表当期净外国直接投资资产、股权投资资产和债券资产的平均价格变化,$\overline{\Delta p_t^{FDIL}}$、$\overline{\Delta p_t^{EL}}$、$\overline{\Delta p_t^{DL}}$则分别代表相应的平均债务价格变化。有三点需要注意:(1)根据交易惯例,假设 *FDI*、外国股权投资以及债券资产都以外币计价,则不考虑资产部分由汇率变动带来的估值效应。(2)假设外国资产负债全部进行国内投资,由本币表示,若转化为外币,则除以汇率变动$\overline{\Delta e_t}$。(3)经常账户不存在估值效应。

一旦资本和金融账户完全开放,估值效应便成为不可忽视的风险来源。如果一国大量借入外债,且外债以外币计价,那么当利率或汇率波动时,该国实际债务会相应地发生波动,如果出现极端的波动事件,则会爆发债务危机。为简化起见,假定利率不变,[②]通过式(21)对由汇率波动所带来的错配现象进行分析,可以得到以下几个结论:

第一,即使最初国际收支平衡,$\Delta CurrentA_t + \Delta CapitalA_t = 0$,外国资产负债价格和汇率的变化也会使国际收支偏离均衡。

第二,根据资本与金融账户收支逆差还是顺差,我们可以将货币错配分为债权型货币错配和债务型货币错配。当资本与金融账户收支顺差时,属于债权型货币错配。债权型货币错配通常发生在净外国资产类价格上升、本币升值或债务类价格下降时,而债务型货币错配则相反。

第三,资本和金融账户的估值效应与经常项目的赤字盈余相组合形成四种非均衡状态。(1)经常账户顺差与资本账户正的估值效应。此时,一国的国际收支账户呈现顺差的状态,容易

①Lane 和 Milesi-Ferretti(2004)对发展中国家的估值效应进行了实证分析,发现在 1992—2001 年,印度尼西亚的估值效应占其 *GDP* 的-39.0%,泰国的这一数据为-21.9%。Gourinchas 等(2006)对发达国家市场估值效应的研究显示,美国 2004 年的估值效应已经达到当年 *GDP* 的 20%,英国在 1980—2000 年的估值效应使其净外汇资产头寸规模达到 *GDP* 的 20%,加拿大 2004 年的估值效应也达到当年 *GDP* 的 20%。

②利率变化的情形与汇率变化类似,都会造成一国外债负担增加或减少。

造成通货膨胀。(2)经常账户顺差与资本账户负的估值效应。此时,国内通过贸易顺差积累的外汇储备被负的估值效应所吞噬,形成净损失,但有利于改善国际收支不均衡。中国近些年的经常账户顺差和外国投资损失便是这种情况。(3)经常账户逆差与资本账户正的估值效应。此时,经常账户差额部分由资本账户正的估值效应所弥补,重新达到国际收支平衡。美国作为世界第一大经济体常常面对经常账户逆差的困扰,但由于其金融市场的创新和储值能力,资本流入和正的估值效应可以使其国际收支重新达到平衡。(4)经常账户逆差与资本账户负的估值效应。此时,一国的国际收支呈现逆差的状态,极易因国际储备不足而带来投机冲击和金融风险。

通过上述分析我们可以发现,国际收支平衡是一国经济稳定的基础,只有在国际收支平衡的情况下才能在开放过程中将风险降到最低。接下来我们分析资本账户开放条件下的3种不同政策目标。

第一,如果以国际收支平衡为目标,则意味着汇率相对稳定,同时国内货币供给由国内信贷和发行债券来实现。此时,汇率是稳定的,但均衡汇率水平可以是任意的,不同的均衡汇率会影响国内出口和总产出。

第二,如果以汇率稳定为目标,则意味着外汇市场上供给和需求均衡。当国际收支平衡时,外汇市场上本币的供需保持稳定,汇率通常会自然达到均衡。当国际收支不平衡时,需要通过干预外汇市场达到既定的外汇目标,而这可能造成本国货币供给波动以及外汇储备不足时的投机性金融危机风险。

第三,如果以国内物价稳定为目标,则要求货币政策能够有效调控国内市场利率水平,需要面对以下挑战:(1)金融和资本账户开放后,外汇占款的变动来源于经常账户和资本金融账户的变化,国内货币供给更多地受到国际资本流动的影响,这些都是央行较难控制的。(2)需要综合考虑的变量更多,而且要求货币调控工具的深度精准可控、国内市场对利率的敏感性较强。

综上所述,结合资本和金融账户开放条件下三个主要宏观调控目标的逻辑和特点,我们得到以下结论:

首先,国际收支平衡是货币政策稳定的基础和资本账户开放的前提,但不宜作为单一调控目标。通过风险分析我们可以知道,国际收支不平衡下盲目开放资本市场会造成不同的风险,因而国际收支平衡是开放金融和资本账户的前提。但国际收支常常因估值效应而难以控制,以此为目标会过多受外部影响,造成政策不稳定。

其次,"以CPI为单一目标,以调节短期利率为单一手段"的货币政策在资本账户开放后难以实现。国际资本流动对国内货币供给的冲击会造成利率调节相对困难。只有当国外市场干扰小、国内调控效率高时,货币目标才便于实现,这就要求国际收支相对均衡、汇率稳定、国内货币政策工具深度足够以及市场对调控的反应灵敏。

最后,以国际收支平衡为条件,将汇率目标作为政策目标在实际中更易操作。如果以汇率作为主要调控手段,央行干预外汇市场会改变国内货币供给,从而货币政策会大打折扣。但当国际收支平衡时,干预汇率所造成的货币供给波动便会得到缓解。此外,在汇率和国际收支稳定的条件下配合使用公开市场操作等货币政策工具,通胀目标则容易实现。汇率调控不仅要保障出口稳定,还肩负着调节国际收支的作用。对于中国,大量的外汇储备为汇率调控奠定了基础。

四、结论与政策建议

中国正处在金融自由化改革进程中,在人民币国际化战略背景下将逐步审慎开放资本

金融账户。然而，无论是上世纪80年代的拉美债务危机还是90年代的亚洲金融危机，都让我们看到发展中国家盲目开放资本市场存在风险，而次贷危机和欧债危机也表明即使是发达市场，资本和金融账户开放和全球金融一体化也会导致风险的传导和蔓延。

本文通过货币市场均衡和估值效应的理论模型对资本市场开放存在的风险进行了梳理。本文认为，国际收支不平衡是货币危机的根源，而估值效应加剧了这种不平衡、增大了危机爆发的可能性。因此，在维持国际收支基本平衡的基础上稳定汇率，是资本账户开放后更可行的政策目标。当国际收支大体平衡且国内货币调控深度足够时，以利率调节为手段的通胀目标便易于实现，从而有利于达到国内外市场均衡。

当然，中国的市场特点决定了资本账户开放存在一些问题和需要改进的地方：

第一，我国市场仍存在很多扭曲和结构性问题，利率和汇率的市场化程度还不高。因此，在全面开放资本账户前，需推进国内市场化改革，增强国内市场对利率、汇率等价格信号的敏感性，从而提高调控效果。

第二，不同于美日等发达国家，中国的货币发行过多依赖外汇储备，开放资本账户会对货币供给产生冲击。因此，需改变国内货币投放结构，建立多层次国债市场，扩大便于公开市场操作的货币工具的规模；同时，应参考同期可供公开市场操作的货币工具的规模，对能够自由进出我国的资本与金融账户下的资金规模进行控制；另外，限制一定时期内国际资本流动的规模，使由此引发的货币供给冲击处于可控的范围内。

第三，在当前的国际货币体制下，美元仍是全球主要的储备货币，过分积极地开放资本市场会因估值效应而加剧货币错配，从而带来金融危机。因此，应加强国际资本流动规模与方向的监管，采用对外债设立上限等方式审慎开放资本金融账户；同时，继续扩大货币互换的规模和范围，避免美元波动所带来的额外成本。

第四，中国经济结构过分依赖出口，贸易顺差带来的国际收支不平衡仍是资本市场开放的桎梏。因此，应引导和鼓励国内资本“走出去”，总体上向国际收支平衡的方向改进。

第五，相对于发达市场，我国的金融市场仍存在许多问题，金融资产所具有的价值储蓄功能尚不能达到发达市场的水平，因而开放资本市场可能会导致国内资本外流。① 人民币国际化不仅要求有畅通的人民币回流渠道，金融资产的储值和投资功能也是决定人民币资产回流的重要因素。因此，需要提高金融市场的效率，增加国内金融资产的层次和规模以及储值功能。

参考文献：

[1]曹勇.与资本项目开放有关的几个问题的再思考[J].金融研究，2004，(4)：118－123.

[2]陈雨露，周晴.资本项目开放度和实际利差分析[J].金融研究，2004，(7)：40－50.

[3]何孝星，余军.资本市场开放、本币升值与居民资产结构调整——分析中国股市上涨的三重视角[J].金融研究，2008，(1)：42－52.

[4]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.

[5]刘莉亚.境外“热钱”是否推动了股市、房市的上涨？——来自中国市场的证据[J].金融研究，2008，(10)：48－70.

---

①Caballero 等(2008)认为，很多发展中国家没有足够发展的金融产品和金融市场，导致资本流向发达国家，即全球失衡(*global imbalance*)。他们在研究一国金融发展水平与全球失衡的关系时用一国将未来收入现金流转化为实际金融资产的能力来表示金融发展水平。

[6]曲昭光.人民币资本账户可兑换的前提条件:基于国际收支结构可维持性的分析[J].世界经济,2006,(2):62－70.

[7]王益,齐亮.资本市场开放的国际比较与中国的选择[J].管理世界,2003,(6):26－32.

[8]周小川.人民币资本项目可兑换的前景和路径[J].金融研究,2012,(1):1－19.

[9]Babecky J, Havránek T, Matěju J, et al. Banking, debt, and currency crises: Early warning indicators for developed countries[R]. IES Working Paper, 2012.

[10]De Santis R A, Favero C A, Roffia B. Euro area money demand and international portfolio allocation: A contribution to assessing risks to price stability[J]. Journal of International Money and Finance, 2013, 32: 377－404.

[11]Eichengreen B. Capital account liberalization: What do cross-country studies tell us? [J]. World Bank Economic Review, 2001,15(3): 341－365.

[12]Eichengreen B, Gullapalli R, Panizza U. Capital account liberalization, financial development and industry growth: A synthetic view[J]. Journal of International Money and Finance, 2011,30(6): 1090－1106.

[13]Eichengreen B, Rose A K, Wyplosz C, et al. Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks[J]. Economic Policy, 1995,10(21): 249－312.

[14]Evans M D D, Hnatkovska V V. International capital flows, returns and world financial integration[J]. Journal of International Economics, 2014,92(1): 14－33.

[15]Frankel J A, Saravelos G. Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-2009 global crisis[R]. NBER Working Paper No.16047, 2010.

[16]Frost J, Saiki A. Early warning for currency crises: What is the role of financial openness? [J]. Review of International Economics, 2014,22(4): 722－743.

[17]Goldstein M, Turner P. Controlling currency mismatches in emerging markets[M]. Washington, DC: Peterson Institute Press: All Books, 2004.

[18]Gourinchas P, Rey H. International financial adjustment[J]. Journal of Political Economy, 2007,115(4): 665－763.

[19]Gourinchas P, Rey H. External adjustment, global imbalances and valuation effects[J]. NBER Working Paper No. 19240, 2013.

[20]Krugman P. A model of balance-of-payments crises[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1979,11(3): 311－325.

[21]Krugman P. What happened to Asia[M]. Springer, 1999.

[22]Lane P R, Milesi-Ferretti G M. The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970－2004[J]. Journal of International Economics, 2007,73(2): 223－250.

[23]Lane P R, Milesi-Ferretti G M. Financial globalization and exchange rates[R]. IIIS Discussion Papers, 2004.

[24]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 Economics, 2001,55(2): 263－294.

[25]Obstfeld M. Risk-taking, global diversification, and growth[J]. American Economic Review, 1994, 84(5): 1310－1329.

[26]Obstfeld M. Models of currency crises with self-fulfilling features[J]. European Economic Review, 1996, 40(3):1037－1047.

[27]Obstfeld M, Shambaugh J C, Taylor A M. Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008[J]. American Economic Review, 2009,99(2): 480－486.

(下转第110页)

Financial Consumer Protection and Financial Crisis: Empirical Research Based on 142 Economies

Dai Guoqiang[1], Chen Chen[2]

(1.*College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai* 200433, *China*; 2.*School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: Whether the lack of financial consumer protection is the main reason for global financial crisis determines the rationality of strengthening regulation and enforcement of financial consumer protection. By using the World Bank's cross-border survey on 142 countries and regions from 2011 to 2012, this paper constructs the comprehensive reflection index of financial consumer protection, and makes the empirical test of the relationship between financial consumer protection and financial crisis for the first time. It shows that financial consumer protection has the significant effect on financial crisis, and the enhancement of financial consumer protection can obviously reduce the occurrence probability of financial crisis; even just the improvement of financial consumer protection in a certain aspect also can significantly lead to the reduction in the probability of financial crisis.

Key words: financial consumer protection; financial crisis; financial regulation

(责任编辑　康　健)

(上接第 26 页)

Market Imbalance and the Risk of Capital Account Liberalization in China

Li Xinxin, Liu Hailong

(*Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai* 200052, *China*)

Abstract: Based on the characteristics of Chinese market, this paper studies the possible risks resulting from capital account liberalization by theoretical models of currency market equilibrium and valuation effect. It argues that the imbalance between international income and expenditures is the base of currency crisis; the valuation effect intensifies this imbalance and increases the possibility of crises. Therefore, on the basis of the maintenance of basic balance of international capital account, exchange rate stability is a more feasible policy target after capital account liberalization. With rough balance between international income and expenditures, and enough domestic currency control in depth, currency inflation target taking interest rates control as the measure is easy to achieve, thereby being conducive to the balance between international and domestic markets.

Key words: capital account liberalization; currency market equilibrium; valuation effect; risk control

(责任编辑　康　健)