



基金组织和人民银行联合研讨会
资本流动管理：国际经验

2013年3月20日
中国北京金融街丽思卡尔顿酒店

摘要与发言

Markus Rodlauer 和 Papa N'Diaye 编纂

目录

前言.....	i
引言.....	ii
议程.....	iv
第一部分	1
迈向人民币资本账户完全可兑换：回顾与前景.....	2
中国的资本账户：概述.....	24
第二部分	41
波兰资本账户管理的经验.....	42
印度的资本账户管理.....	47
韩国管理资本流动和政策挑战.....	54
放开资本账户：土耳其的案例.....	76
两次资本账户开放的故事：以色列.....	98
南非放开资本管制的背景.....	109
智利的资本账户政策：在开放道路上的宏观金融考虑.....	123
巴西的外国资本流动管理.....	134
午餐会致辞	146
回归基本面：在全球交叉影响下支持亚洲的增长.....	147
第三部分	185
基金组织近期关于资本流动放开和管理的机构观点.....	186
中国的资本账户可兑换与国际收支.....	202
第四部分	206
资本账户管理：瑞典的经验.....	207
资本账户管理：国际经验教训.....	217
人民币汇率改革的空间较大.....	227
开放资本账户道路上风险和回报权衡的调节.....	237
论资本账户的可兑换.....	245
中国开放资本账户的排序.....	253
资本账户自由化和中国资本市场发展.....	256

亚洲资本市场发展史 20 世纪 80 年代东盟的经验：关于资本账户开放路径的思考.....	258
从历史视角看基金组织对资本管制的态度：	263
对中国改革宏观审慎管理制度的启示.....	263

第五部分 265

何建雄.....	266
尼古拉斯·拉迪.....	267
若阿金·利维	272
马克斯·罗德劳尔.....	272

作者简历 275

前言

周小川

中国人民银行行长

资本流动管理是对包括中国在内的新兴市场国家都非常及时和重要的一个议题。我谨代表中国人民银行欢迎各位专家来北京参加中国人民银行和国际货币基金组织联合主办的“资本流动管理：国际经验”研讨会。

近年来，随着经济全球化和金融自由化，国际资本流动进一步加快，出现了许多新情况、新问题，也对有关国家经济发展产生了相关影响和冲击。特别是当前应对国际金融危机的过程中，发达国家普遍实施的非常规货币政策对其他国家造成了一定的跨境资本波动压力，给各国的宏观经济管理带来了很大挑战，对此问题的讨论十分必要。

20 年来，中国在人民币资本项目可兑换方面做了大量工作，取得了显著进展。中国在 1993 年设定了资本项目可兑换的远景目标，在 1996 年实现了经常项目可兑换并接受了基金组织第八条款。资本项目可兑换进程虽被亚洲金融危机暂时打断，但于 2000 年后重新加快。过去十多年的时间里，中国基本放开了对外商直接投资（FDI）和对外直接投资（ODI）的管制，出台了设立合格境外机构投资者（QFII）、合格境内机构投资者（QDII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）等措施。未来，中国的新一届政府将继续推进资本项目可兑换。实现资本项目可兑换是开放市场经济的内在要求，中国向这个目标努力的意愿和决心非常明确。同时，也将继续采取必要的宏观审慎措施进行调控，对洗钱、恐怖融资和异常的资本流动进行管理和控制。

最近两年，基金组织在资本流动管理方面开展了一系列研究，对各国开放资本项目的经验与教训进行了总结，并于 2012 年底形成了关于资本流动管理的机构观点，明确各国可以在一定情况下采取资本管理措施，我们对此表示欢迎。

最后，感谢与会专家，感谢基金组织为筹备此次会议做出的努力。这次会议的讨论将有助于我们了解各国的相关经验和教训，也可以帮助大家了解中国的做法和改革方向。

引言

Markus Rodlauer

基金组织

华盛顿特区

全球金融危机爆发五年后，各国应如何最有效地管理跨境资本流动这一问题仍处在全球经济政策辩论的前沿和中心。这一问题与新兴市场尤其相关，这些经济体正在努力改革和进一步开放金融市场，政策制定者担心，这些改革与经常波动不定的资本流动可能产生怎样的相互作用。另外，全球流动性状况极度宽松，为新兴市场在全球资本市场的根本吸引力增添了临时性的“推动因素”，这无疑加剧了上述挑战。

总之，对于一个像中国这样的国家，一个正在实行以市场为导向的改革和开放、实现了前所未有的经济增长的国家，问题不在于是否应进一步开放资本账户，而是如何最好地做到这一点。毕竟，其他国家的开放经历虽然总体上无疑是有益的，但也充斥着大量事故和危机，因此，政策制定者应借鉴其他国家的经验，看看哪些措施奏效，哪些则效果不好。

在这一背景下，今年早些时候，国际货币基金组织（基金组织）与中国人民银行联合举办了一次国际会议，与会者包括中国政府高级官员以及十一个已经开放资本账户的新兴市场经济体的代表。出席会议的还有学术界人士、市场参与者和基金组织的专家人员。会议围绕这些国家的特定经历，讨论了一系列问题——它们如何经常应对意想不到的后果和危机；它们在确保资本流动的好处、同时最大限度减少风险的过程中，取得了怎样的成功，为什么能取得成功；从它们的经历中，可以得到哪些经验教训。

这本电子书汇集了与会者在会上提供的材料。有关高层政策制定者提供的这些宝贵材料显示了每个国家在开放过程中令人瞩目的经历。这本电子书还体现了会上提出的各种重要分析意见，以及与会中国高级政府官员、学术界人士者和政策智囊机构成员的意见和反应。电子书利用了电子出版物较为灵活的格式和技术优势，包含与会者在会上的发言（主要以 power-point 格式），前面还有简短的书面摘要。鉴此，并且由于会议刚刚结束不久，这本材料集以独特的视角分析政策制定者面对的复杂而艰巨的任务，并以明快、生动的形式介绍了关于资本账户开放过程管理的一套高度相关的经验和政策教训。

如果没有各方的贡献和支持，本次会议不可能举行，这本电子书也不会形成。我们无法向他们一一表示感谢，仅在这里强调其中几位。首先，我们感谢中国人民银行同意

共同主办这次会议，特别感谢周小川行长支持这一活动并主持了会议晚宴，并感谢人民银行国际司基金处的郭凯及其他工作人员提供的耐心、有效、不懈的支持。其次，特别感谢基金组织亚太部中国处的 Papa N'Diaye 和 Imel Yu 代表基金组织做的工作，包括牵头制定议程，开展背景分析工作，处理大量行政事务，筹备会议，编制这本电子书，等等。最后，同样重要的是，真诚地感谢所有的与会者，他们都做了充分的准备，在会上积极讨论，并且及时地提供了编纂这本电子书所需的有关材料。

希望您喜欢这本电子书并认为它有用。

议程

资本流动管理：国际经验

基金组织-人民银行研讨会

2013年3月20日

北京金融街丽思卡尔顿酒店
中国北京西城区金城坊东街1号

3月19日，周二

7:00 pm 基金组织主持的晚宴

3月20日，周三

7:15–8:00 注册

8:00–8:15 欢迎和开幕致辞

周小川行长，人民银行

8:15–9:00 **第一部分：背景——中国：我们的现状**

这部分介绍性发言将概述中国资本账户的管理和资本流动，包括开放资本账户的主要步骤回顾，以及跨境资本流动的规模 and 方向。另外，这部分内容还将概述中国相对于其他国家的现状。

发言者（每人10-15分钟）：

管涛先生，外汇局

Steven Barnett先生，基金组织

9:00–10:15 **第二部分：其他经济体在开放资本账户方面的经验：部分一**

这部分将回顾部分经济体在改革资本流动管理体系方面的经验，侧重于改革对短期宏观经济管理的影响。

主持人：Markus Rodlauer 先生，基金组织

发言者（每人10-15分钟）：

Ryszard Kokoszczyński 先生，波兰国家银行

Subir Gokarn 先生，印度

Woon Gyu Choi 先生，韩国银行

Turalay Kenc 先生，土耳其中央银行

10:15–10:30

茶歇

10:30–11:45

第二部分：其他经济体在开放资本账户方面的经验：部分二

这部分将回顾部分经济体在改革资本流动管理体系方面的经验，包括国内金融改革和汇率体制等相关领域。

主持人：金中夏先生，人民银行

发言者（每人10-15分钟）：

Karnit Flug 女士，以色列银行

Ismail Momoniat 先生，南非财政部

Pablo Garcia-Silva 先生，智利

Joaquim Levy 先生，巴西

12:00–13:30

午餐

发言者：沈联涛先生，经纶国际经济研究院

“Back to Fundamentals: Financing Asia’s Growth in a Sea of Global Cross-Currents”

13:30–14:15

第三部分：基金组织关于资本流动管理的“机构观点”

基金组织最近形成了关于资本流动及相关政策的“机构观点”。这部分介绍这一观点，并分析对中国的一些可能启示。

主持人：管涛先生，外汇局

发言者（每人10-15分钟）：

Vivek Arora 先生，基金组织

金中夏先生，人民银行

14:15–15:30

第四部分：China—Options, Risks and Spillovers, Part I Sequencing and Coordination with Financial Sector and Exchange Rate Policies

这部分将分析，中国在继续改革资本流动管理过程中，将面临哪些选择。这部分将回顾其他国家的经验，特别侧重于资本流动管理与其他金融和金融部门政策（如国内利率的放开）之间的联系、审慎监管以及汇率政策。

主持人：何建雄先生，人民银行

发言者（每人10-15分钟）：

Lars Nyberg 先生，Riksbank，瑞典
Ratna Sahay 女士，基金组织
何帆先生，中国社科院

讨论者（每人 10-15 分钟）：

Peter Garber 先生，德意志银行
Jonathan Anderson 先生，新兴经济顾问公司
白崇恩教授，清华大学
祁斌先生，中国证监会

15:30–15:45

茶歇

15:45–17:00

第四部分：China—Options, Risks and Spillovers, Part II

这部分将分析中国未来的政策选择，考虑到其中涉及的不同的收益-风险取舍，以及值得关注的潜在溢出效应（内向和外向）。同样，其他国家的经验，特别是有关如何确保有序资本流动的经验，能为讨论提供有益的启示。

主持人：Steven Barnett 先生，基金组织

发言者（每人10-15分钟）：

Eswar Prasad 教授，康奈尔大学和布鲁金斯研究所
李波先生，人民银行

讨论者（每人 10-15 分钟）：

马骏先生，德意志银行
Ray Jovanovich 先生
路风教授，北京大学

17:00–18:00

第五部分：结束性圆桌讨论

这是小组讨论，利用当天讨论的主要结论。小组成员将总结主要成果，重点是与中国今后步骤特别相关的经验教训。

主持人： 何东先生，香港金融管理局

讨论者：

何建雄先生，人民银行

Nick Lardy 先生，彼得森国际经济研究所

Eswar Prasad 教授，康奈尔大学和布鲁金斯研究所

Joaquim Levy，巴西

Markus Rodlauer 先生，基金组织

18:00–18:15

闭幕致辞

Markus Rodlauer 先生，基金组织

18:30–20:30

人民银行主持的晚宴

第一部分

开放中国的资本账户：我们的现状

迈向人民币资本账户完全可兑换：回顾与前景

管涛

A. 中国取得了什么进展？

1978 年以前，在高度集中的外汇管制体系下，中国没有对外借款，也没有外国直接投资流入。1978 年以来，人民币资本账户可兑换的顺序遵循了传统原则。到目前为止的进展可以分为三个主要阶段。

初始阶段（1978 年至 1997 年）：资本流动的放开与贸易的放开同时进行，因为二者对于中国的开放战略都至关重要。中国逐步制定了经常账户完全可兑换和资本账户部分可兑换的框架，目标是鼓励资本流入而非资本流出，刺激长期直接投资而非短期债务性投资，促进机构投资而非个人投资。1994 年初，中国实现了双重汇率体制的并轨，并于 1996 年底实现了人民币经常账户完全可兑换。

巩固阶段（1998 年至 2000 年）：亚洲金融危机的扩散效应导致资本流动逆转。资本流动开放过程暂时停止，有选择地加强了对资本流出的管制。

加速阶段（2001 年至现在）：2001 年，世界经济走出了亚洲金融危机的阴影，中国正式加入了世界贸易组织。自那时起，中国致力于加快完善以市场为导向的经济体系。过去十年里，中国的国际收支出现了持续的双顺差，外汇储备迅速积累。在这一背景下，资本流动的放开从直接投资扩大到证券投资，从资本流入扩大到资本流出。2006 年，国内企业的强制结汇要求事实上已经取消。2009 年，启动了跨境人民币结算业务。

B. 中国的现状如何？

事实上的资本账户可兑换已得到显著改善。根据基金组织对资本账户的分类，所有 40 个项目中的约 80%已在不同程度上实现了可兑换。禁止的项目主要涉及资本和货币市场工具、衍生产品和个人资本交易。

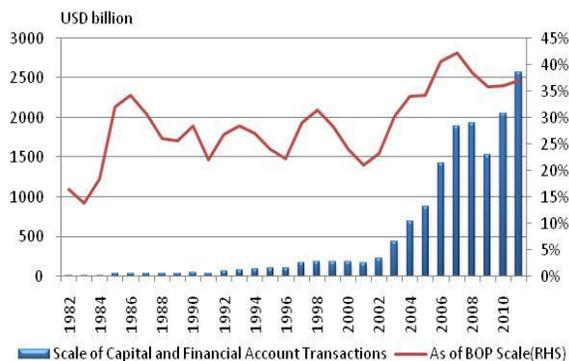
由于中国的经常账户已实现完全可兑换，与其他经济体（特别是香港特区）的经济和金融联系紧密，海外华人和外资企业众多，因此，事实上的资本账户可兑换程度要高得多。

跨境资本的流动性迅速增强。从 1982 年到 2011 年，资本流动在国际收支交易中的比例从 16.4%上升到 37.1%。金融开放度（以总对外资产与负债之和占 GDP 的比例来衡量）2011 年达到 105%，七年内上升了 20 多个百分点。净资本流入，特别是外国直接

投资净流入，在外汇储备的积累中起了重要作用。作为世界第二大净对外债权国，中国不仅已成为一个主要的资本输入国，而且还是一个重要的资本输出国。对外负债和资产的主要形式分别是外国直接投资和外汇储备，这使得中国的结构性投资收入呈逆差。

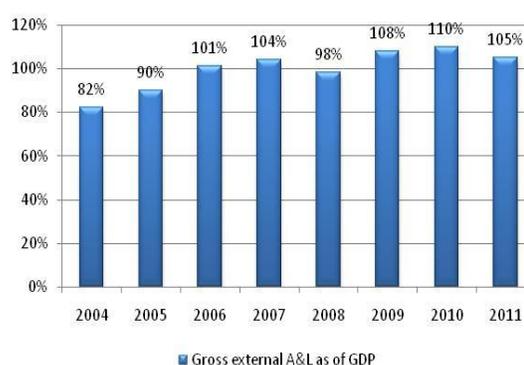
此外，在资本流动开放过程中，中国成功避免了债务危机和货币危机。一些新兴经济体在放开资本流动后，往往遭受了严重的源于本国或外部的危机。适当的资本账户开放顺序使中国对外部冲击具有更强的抵御能力，而不是更脆弱。

图 1：资本流动在国际收支交易中的比例大幅上升



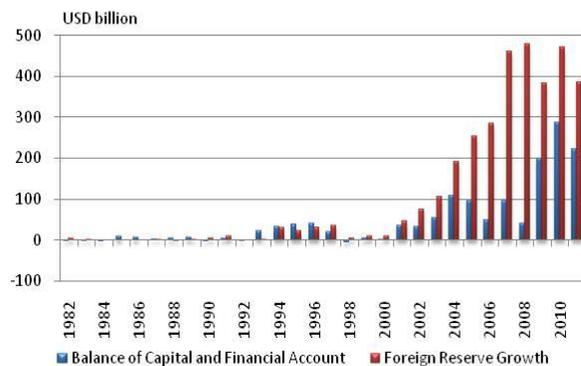
来源：中国国家外汇管理局。

图 2：金融开放度提高



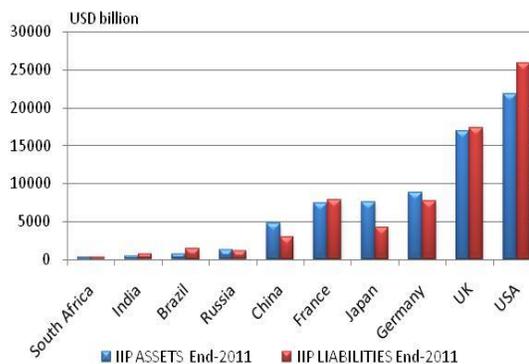
来源：中国国家外汇管理局和国家统计局。

图 3：外汇储备积累的主要驱动因素



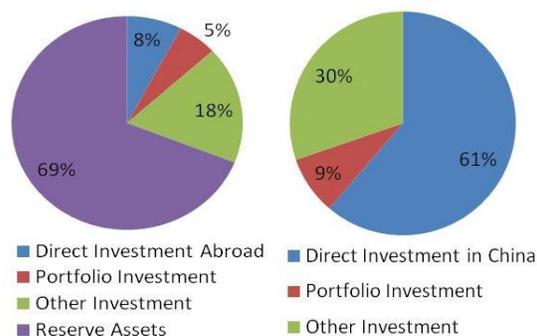
来源：中国国家外汇管理局。

图 4：主要的资本输入国和输出国



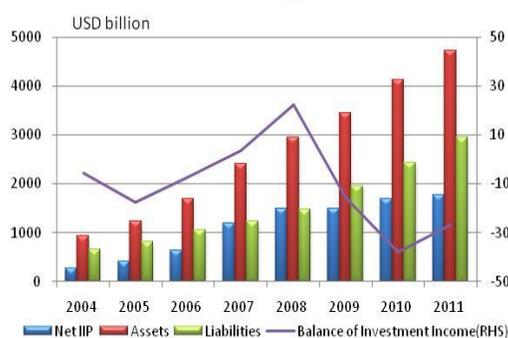
来源：中国国家外汇管理局。

图 5：对外负债和资产的结构（2011 年）



来源：中国国家外汇管理局。

图 6：投资收入的结构性逆差



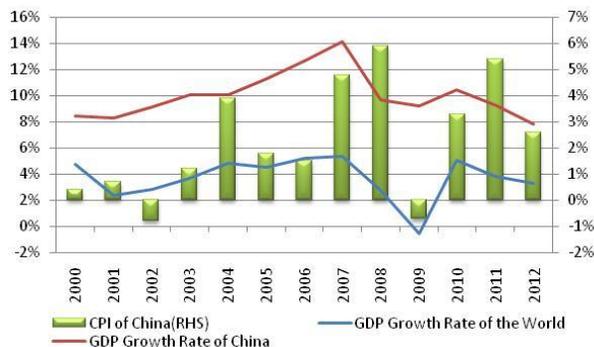
来源：中国国家外汇管理局。

C. 中国今后的方向如何？

中国已做出实现人民币资本账户可兑换的坚实的政治承诺。2003 年，中国正式提出了资本账户可兑换问题。第十一个和第十二个五年规划明确将实现人民币资本账户可兑换作为政策目标。2012 年，中国共产党第十八次全国代表大会再次强调了这一目标。中国将在 2020 年底之前全面建设小康社会，其特征是在转变经济发展模式和改善市场经济体系方面取得显著进展，进一步放开资本流动是这一进程的重要组成部分。

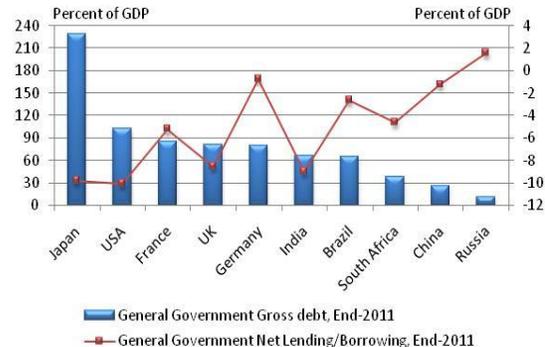
相比一些其他经济体宣布全面放开资本流动时的情况，中国目前的状况要有利得多。中国经济保持快速增长，通货膨胀率较低。按国际标准衡量，中国的财政状况稳健。就业情况总体稳定，过去十年的失业率较低。充足的国际储备增强了中国的抗风险能力。中国的宏观经济管理体系在改善，经济发展变得更加稳定。中国已采取稳步措施提高利率的市场化程度，银行调整利率的空间也在扩大。汇率体制的改革正在进行之中，中央银行 2012 年减少了外汇市场干预。银行和企业改革取得了令人瞩目的进展，它们的效率和抗冲击能力在提高。上市公司的数量迅速增加，四大国有商业银行都已公开上市。

图 7：经济快速增长，通货膨胀缓和



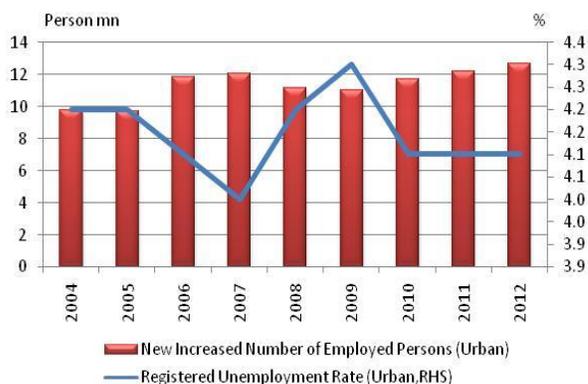
来源：中国国家统计局。

图 8：财政状况健康



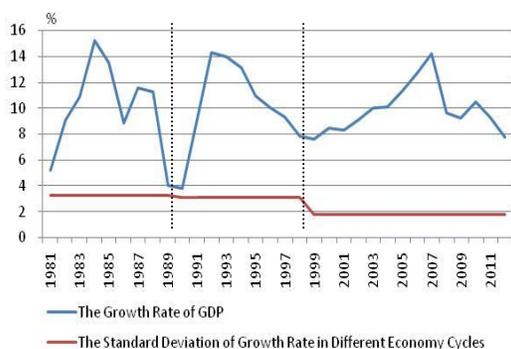
来源：基金组织；中国国家统计局。

图 9: 继续创造就业机会



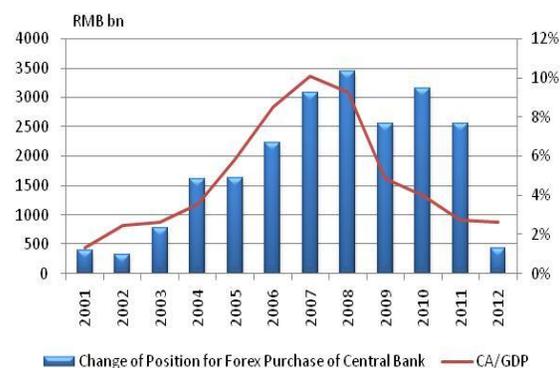
来源: 中国国家统计局。

图 11: 经济波动性下降



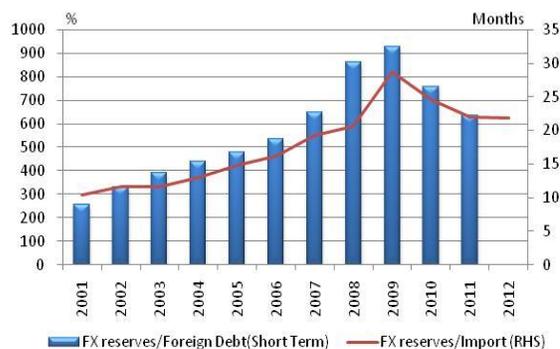
来源: 中国国家统计局。

图 13: 人民币汇率的市场化程度提高



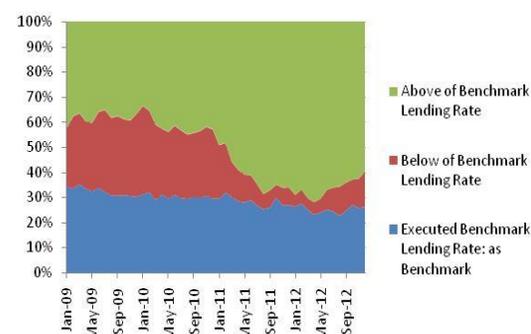
来源: 中国人民银行、国家外汇管理局和国家统计局。

图 10: 充足的国际流动性



来源: 中国国家外汇管理局和海关总署。

图 12: 利率市场化程度提高



来源: 中国人民银行

图 14: 上市公司的数量迅速增加

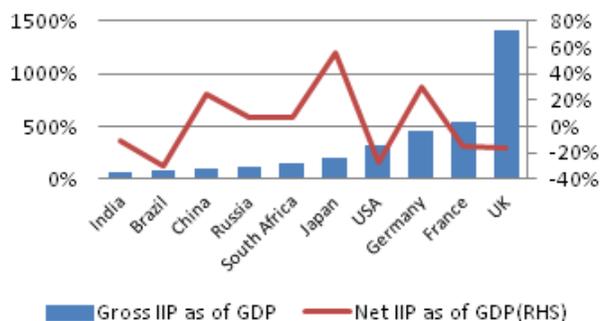


来源: 中国证券监督管理委员会。

外部环境也有利于中国的改革, 因为国际社会目前对审慎的资本流动开放、适当的资本流动管理措施以及宏观审慎措施采取了更加认可的态度。中国可以用市场化工具取代理行政措施, 实现可兑换。在特殊情况下, 可以恢复临时性资本管制。

上世纪 90 年代，中国通过两个步骤实现了人民币经常账户可兑换，即 1994 年初实现了部分可兑换，1996 年底实现了完全可兑换。我个人认为，中国目前可以借鉴当时的经验，在资本账户可兑换上也采取两步走的方法。

第一步：中国可以在几年内实现人民币资本账户的基本或部分可兑换。通过取消对目前仍受到严格管制的资本交易的限制，中国可实现相对较高程度的资本账户可兑换。在这一阶段，除少数例外情况之外的其他资本交易都不受禁止。不同交易的开放程度和监管要求可能不同。一些资本流动管理措施可能会被保留，但会大幅放宽。适当的监管措施是必要的，包括国家安全保护、反恐怖主义融资、反逃税、宏观审慎措施、价格工具（如金融交易税）、报告要求、国际收支临时性保障措施等等。



来源：基金组织；中国国家外汇管理局和国家统计局。

图 15：中国进一步开放的空间很大（2011 年底）

第二步：再过几年，中国可以宣布人民币资本账户完全可兑换，以宏观审慎措施取代剩余的资本流动管理措施。

D. 结论

适当的顺序是成功放开资本流动的关键。必须适当地确定不同资本交易以及内外部门放开的顺序。中国有幸在正确的时候做出了具有中国鲜明特色的正确选择。

展望未来，中国将从改革中显著获益。资本流动的进一步开放将使中国和世界其他地方都受益。

资本流动的开放并不意味着没有监管。应实施适当的监督和监控，使我们既能获得资本自由流动的好处，又能降低其成本。

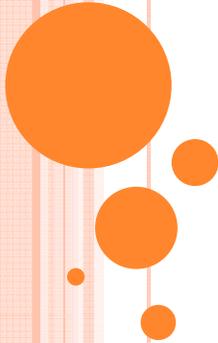
为了放开资本流动而放开资本流动是没有意义的。在进一步放开资本流动的同时，应全面实施国内其他改革，这将使资本流动的开放更加可信、可预见、可持续。

人民币资本账户可兑换大事记

1978	引入外国直接投资
1979	引入对外直接投资
1982	允许国内企业在中国境外发行外币债券
1991	启动针对外国投资者的以外币结算的股票市场（或称人民币特种股票市场，即 B 股市场）
1993	允许国内实体在境外发行股票
1994	实行以市场为基础的、有管理的汇率体制，从而实现双重汇率体制的并轨
1996	逐步取消经常账户汇兑限制
1998	实行进口付汇电子核销系统，打击骗汇行为
1998-2000	重申关于资本账户相关交易先使用自有外汇而后才能购汇的要求
2001	允许居民个人进入 B 股市场
2002	实行“合格境外机构投资者”计划
2004	允许国际开发机构在境内市场上发行人民币计值的债券
2004	放开国内企业向其境外关联实体提供贷款的限制
2005	允许国内实体在香港市场发行人民币计值的债券
2006	实行“合格境内机构投资者”计划
2006	逐步取消国内企业强制结汇要求
2006	对外国实体购买房产实行限制
2006	取消对外直接投资购汇额度限制
2009	允许合格企业以其自有外汇或用人民币购买的外汇向境外贷款
2009	启动跨境人民币贸易结算业务试点
2010	启动试点项目，允许合格境内出口企业在境外开立存款账户
2011	实行“人民币合格境外机构投资者”计划
2012	取消国内企业购买外汇对外放款的审批要求
2012	取消对外直接投资和外国直接投资交易的很多事先审批要求

来源：中国人民银行和国家外汇管理局。

实现人民币资本账户完全可兑换： 回顾与展望



管涛，中国国家外汇管理局国际收支司司长
国际货币基金组织和中国人民银行联合会议
资本流动管理：国际经验
2013年3月20日
中国北京

概要

- 中国取得了哪些进展？
- 中国处在什么阶段？
- 中国将走向何方？

本发言中的观点是作者本人的观点，并不一定反映中国人民银行或国家外汇管理局的观点。

中国取得了哪些进展？

- 1978年之前，中国没有对外借款，也没有外国直接投资流入。
- 人民币资本账户可兑换的排序一直遵循传统原则。迄今为止取得的进展可以划分为三大阶段。

3

中国取得了哪些进展？

- 初始阶段（1978-1997年）：
 - ◆ 资本流动自由化与贸易自由化同时启动，两者对中国的开放战略都至关重要。
 - ◆ 逐步制定了人民币经常账户完全可兑换和人民币资本账户部分可兑换的框架，目的在于鼓励资本流入而非资本流出，刺激长期直接投资而非短期债务性投资，促进企业投资而非个人投资。

4

中国取得了哪些进展？

- 引入外国直接投资（1978年）
- 引入对外直接投资（1979年）
- 通过对外借款配额控制，限制债务流入
- 通过分割国内资本市场和海外市场，限制证券投资
 - 向外国投资者推出外币结算股票市场（或特种人民币计价股票市场，即B股市场）（1991年）
 - 允许国内实体在境外发行外币债券（1982年）和股票（1993年）
- 取消经常账户下的汇兑限制（1996年）

5

中国取得了哪些进展？

- 巩固阶段（1998–2000年）：
 - ◆ 亚洲金融危机的传染效应触发了资本流动逆转。
 - ◆ 由于选择性地加强了对资本流出的管控，资本流动自由化进程暂时中止。

6

中国取得了哪些进展？

- 加速阶段（2001年至今）：
 - ◆ 2001年加入世界贸易组织之后，中国致力于完善以市场为导向的经济体制。
 - ◆ 近几年，中国经历了国际收支持续双顺差以及外汇储备的快速积累。
 - ◆ 逐渐建立跨境资本流动双向管理框架。
 - 规范跨境并购及双程外国直接投资（2004年）
 - 取消对外直接投资的汇兑限制（2007年）
 - 引入合格境外机构投资者机制（2003年）和合格境内机构投资者机制（2005年）；国家外汇管理局批准的配额分别达到400亿美元和855亿美元（2013年1月底）

7

中国取得了哪些进展？

- 允许国际开发机构在国内市场发行人民币债券（2004年）
- 允许国内实体在香港市场发行人民币债券（2005年）
- 放松对国内企业向外国相关实体放贷的管制（2004年）
- B股市场对居民个人开放（2001年）
- 取消对境内实体外汇移存的强制性要求（2006年）

8

中国取得了哪些进展？

- 限制外国实体的房产购买（2006年）
- 引入电子化出口收汇核销制度，并整合海关、银行及国家外汇管理局数据库（2008年）
- 取消对外直接投资购买外币的配额限制（2006年）
- 取消国家外汇管理局对外国直接投资的审批要求（2009年）
- 允许合格企业向境外放贷自有外汇或使用人民币购买的外汇（2009年）
- 引入人民币合格境外机构投资者机制（2011年）；2013年1月底，国家外汇管理局批准的配额达到700亿人民币。

9

中国处在什么阶段？

- 人民币资本账户可兑换取得重大进展。
- 资本账户法律上的可兑换度得到显著提高。根据基金组织的资本账户分类，在所有项目中，大约**80%**已经不同程度可兑换。所禁止的交易主要集中在资本和货币市场工具、衍生品及个人投资方面。
- 由于经常账户完全可兑换、中国与香港密切的经济和金融联系、数目庞大的海外华侨以及国内外资企业等因素，资本账户事实上的可兑换度还要高很多。

10

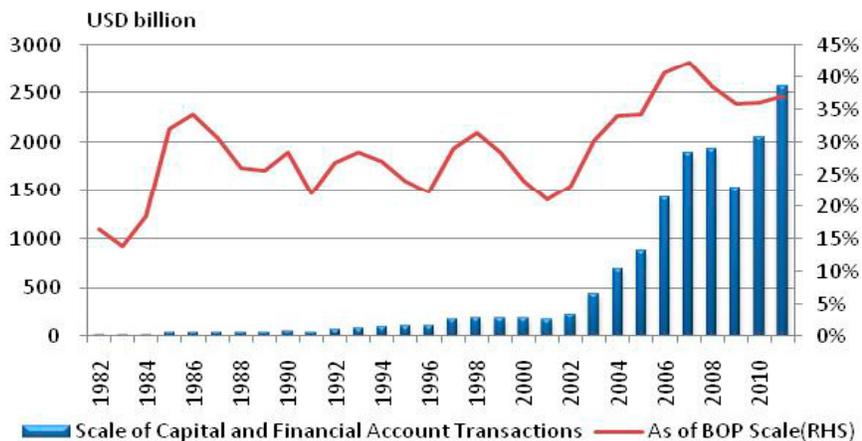
中国处在什么阶段？

- 跨境资本流动的速度大幅提升。
- 中国在资本流动自由化中成功地避免了债务危机和货币危机，而其他一些新兴经济体都不时遇到严重危机。

11

中国处在什么阶段？

资本流动在国际收支交易中的比重大幅上涨

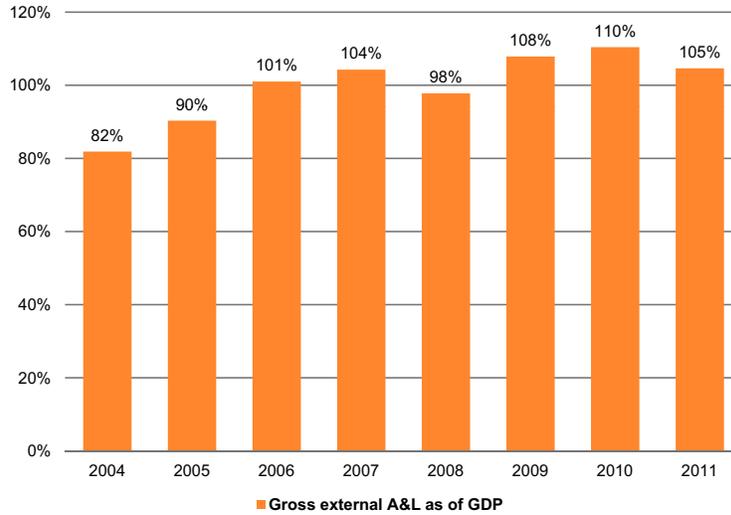


资料来源：中国国家外汇管理局。

12

中国处在什么阶段？

资本流动在GDP中的占比日益提升

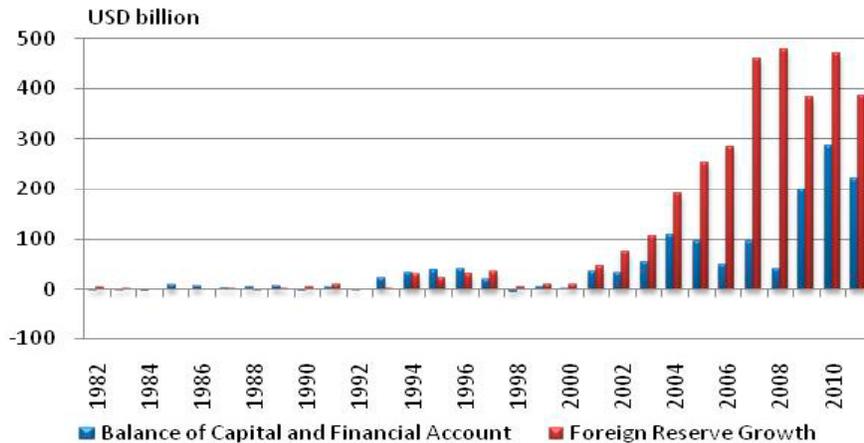


资料来源：中国国家外汇管理局。

13

中国处在什么阶段？

外汇储备积累的主要推动力



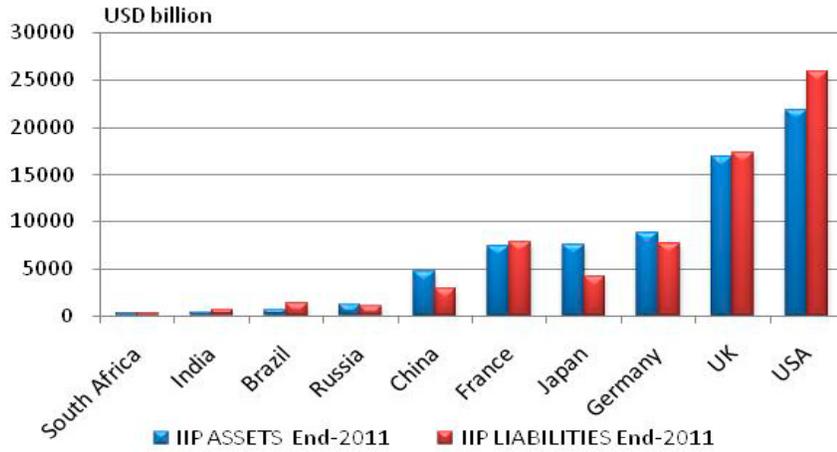
注：图中外汇储备的增长源于国际交易，不包括估值效应。

资料来源：中国国家外汇管理局。

14

中国处在什么阶段？

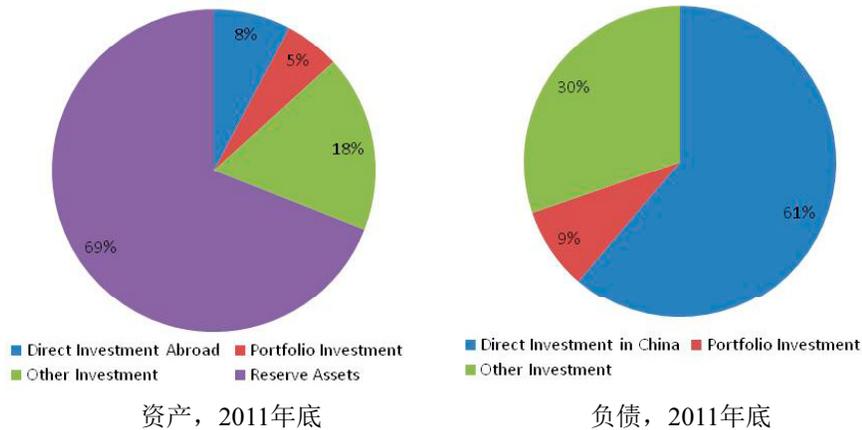
主要资本输入国和输出国



资料来源：中国国家外汇管理局。

中国处在什么阶段？

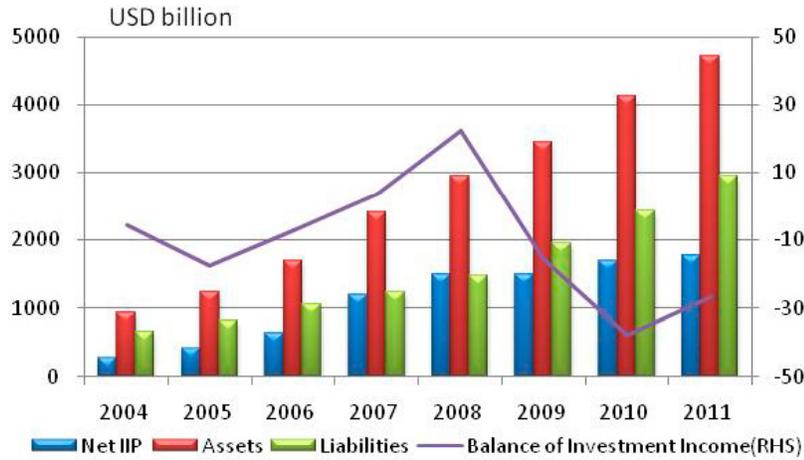
对外负债和对外资产的不同结构



资料来源：中国国家外汇管理局。

中国处在什么阶段？

结构性投资收益逆差

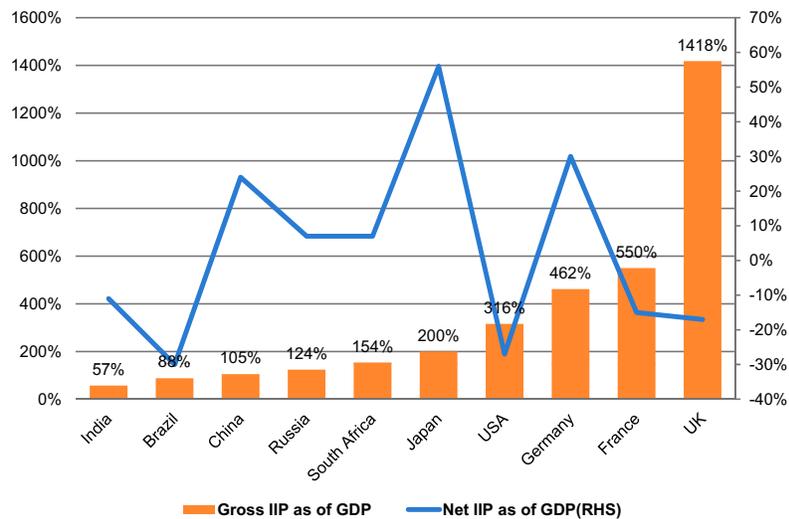


资料来源：中国国家外汇管理局。

17

中国处在什么阶段？

中国进一步自由化有较大空间（2011年底）



资料来源：中国国家外汇管理局。

18

中国将走向何方？

- 人民币资本账户进一步可兑换的条件正趋于成熟。
 - 中国已就实现人民币资本账户可兑换做出具体的政治承诺。
 - 2003年，中国正式提出人民币资本账户可兑换的问题。
 - “十一五”计划和“十二五”计划都将人民币资本账户可兑换明确列为政策目标。
 - 2012年，中共十八大再次强调该目标。

19

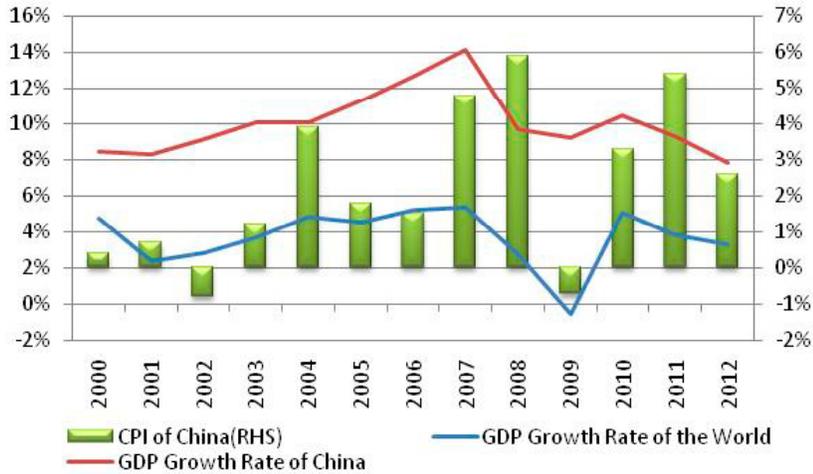
中国将走向何方？

- 和此前宣布资本流动全面自由化的一些经济体相比，如今中国的前提条件更加有利。
- 现实世界里不存在资本账户完全可兑换。中国能够实现资本账户可兑换，以市场工具取代表行政管理措施。但在特殊情况下，将暂时恢复资本管控。

20

稳健的宏观经济表现

经济快速增长，通胀记录适度

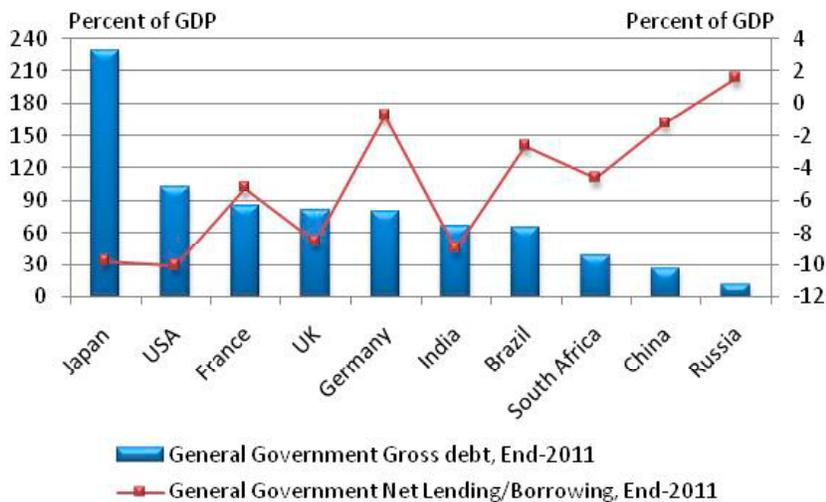


资料来源：基金组织《世界经济展望》、香港环亚经济数据有限公司。

21

稳健的宏观经济表现

财政状况良好

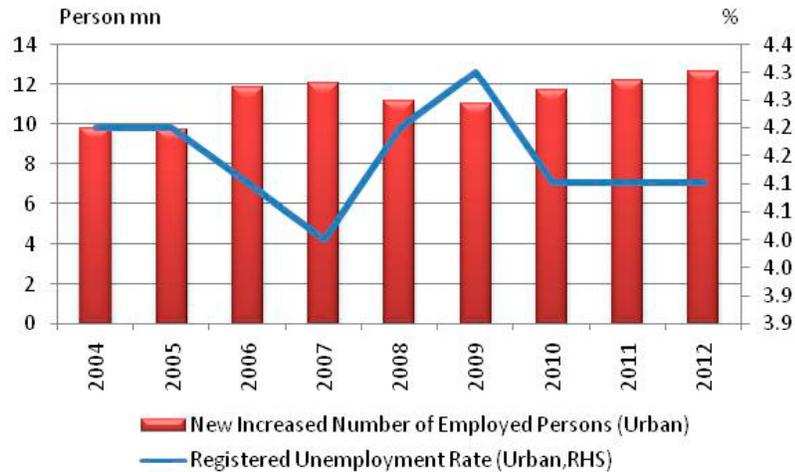


资料来源：基金组织《世界经济展望》。

22

稳健的宏观经济表现

就业机会不断增长



资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

23

国际流动性充足

国际流动性充足

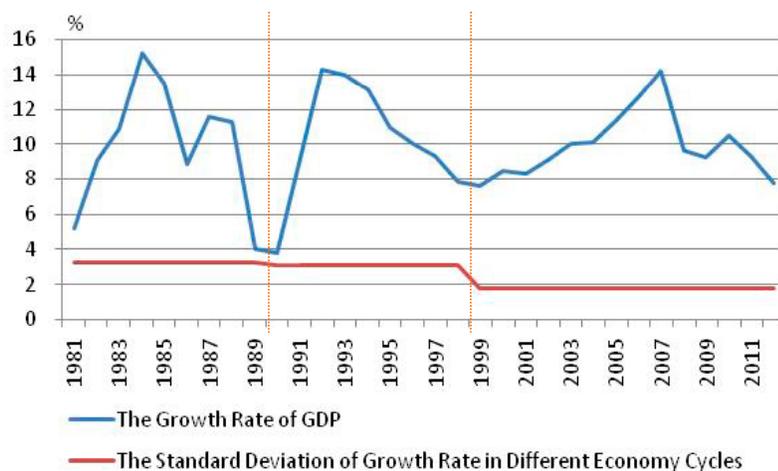


资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

24

改善宏观经济管理制度

经济波动不断降低

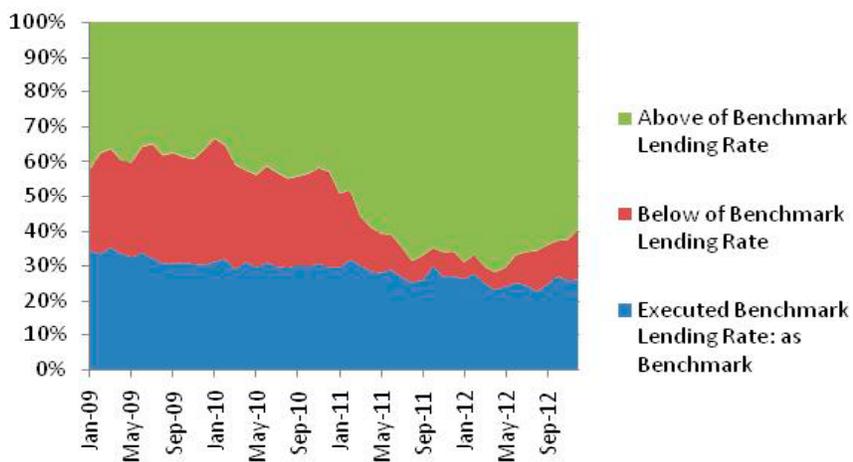


资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

25

改善宏观经济管理制度

利率不断市场化

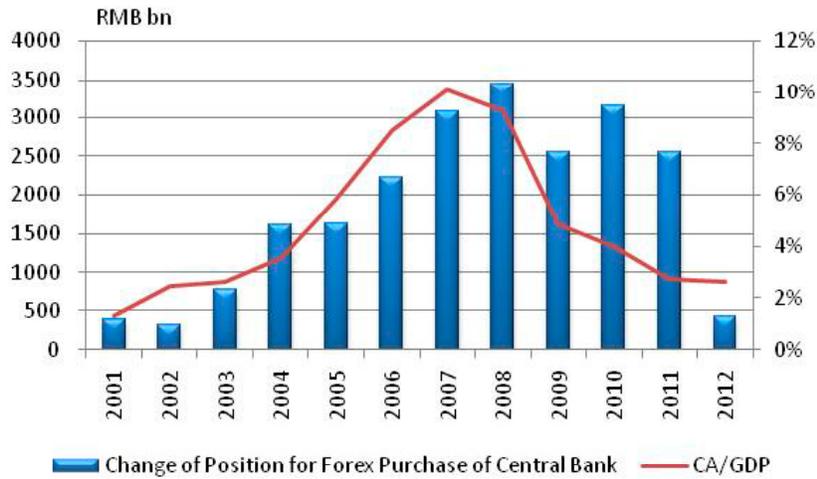


资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

26

改善宏观经济管理制度

人民币汇率机制不断市场化



资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

27

企业治理良好

上市公司数量快速增长



资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

28

中国将走向何方？

- 分两步实现人民币资本账户完全可兑换对中国来说是一种可行的选项。
 - 中国于1994年初实现经常账户部分可兑换，1996年底实现完全可兑换。
 - 目前为止，只有一小部分资本交易受到严格限制。

29

中国将走向何方？

- **第一步：** 中国能在几年内实现人民币资本账户基本或部分可兑换。
 - 今后二到三年内，通过巩固现有条件并创造新条件，取消对其余严格管控的资本交易的限制之后，中国就能实现较高程度的资本账户可兑换。

30

中国将走向何方？

- 除了极少数例外情况，资本交易将不受限制。不同交易的开放度和监管要求可能不一样。一些资本流动管理措施会保留，但是要求会大幅放松。
- 需要采取适当的监管措施，例如：
 - 国家安全保卫
 - 反垄断
 - 反洗钱
 - 反恐怖主义融资
 - 反避税
 - 宏观审慎措施（MPMs）
 - 价格工具，如金融交易税（FTT）
 - 申报要求
 - 国际收支暂行保障措施

31

中国将走向何方？

- **第二步：**接下来的几年中，随着剩余的资本流动管理措施被宏观审慎措施取代，中国可以宣布实现了人民币资本账户完全可兑换。
 - 2020年底，应该会实现建成全面小康社会的目标，并完善社会主义市场经济体制。

32

中国的资本账户：概述

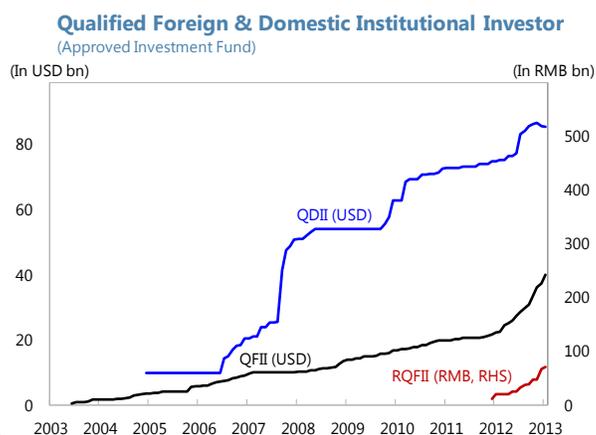
Steve Barnett、Carol Liao 和 Franziska Ohnsorge.

中国在逐步放开资本账户，但资本流动仍受到相当大的限制（表 1）。具体而言：

- **直接投资。**放开了本国对外直接投资，但外国对本国的直接投资及清算需要审批。
- **证券投资**受额度控制。内向证券投资是通过“合格境外机构投资者”计划进行的，多数股票有 3 个月的锁定期要求，总额度为 800 亿美元。2011 年，启动了“人民币合格境外机构投资者”计划，使合格企业能够将离岸人民币投回中国。这种投资有总体额度限制，到 2012 年底，额度提高到 2000 亿人民币。对外证券投资（居民购买外国证券）是通过“合格境内机构投资者”计划进行的，针对具体机构制定上限，2012 年底的总额度为 860 亿美元。跨境发行证券需要审批。
- **其他投资。**境外借款有上限要求（短期借款）或需要审批（长期借款），但境外放款基本不受限制。持有跨境账户需要经过外汇局批准。

然而，资本流动量相当大。尽管证券投资流量仍大大低于其他新兴市场水平，但其他投资流量（包括资产和负债）与资本账户更为开放的经济体的水平相当。居民在境外积累非直接投资资产似乎比居民在境外筹措资金所受限制要少。例如，中国居民在境外持有的证券和其他投资资产与俄罗斯居民相当，尽管这些交易在俄罗斯被列作开放交易，而在中国被列作不开放交易。与此形成对照，中国居民对非居民的证券和其他投资负债大大低于可比国家的水平。此外，在现行资本账户管制体系下，资本流动对中国的利率不敏感。

非直接投资流量主要由美国利率和人民币升值预期驱动。

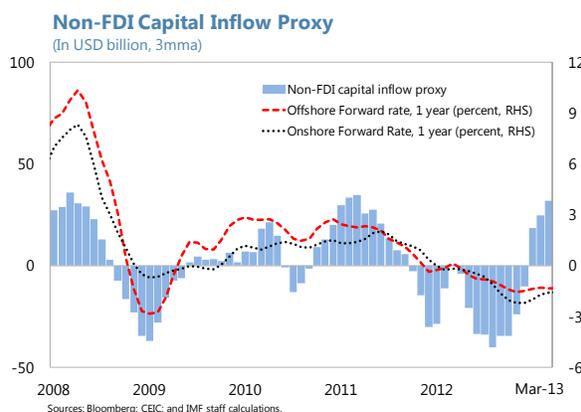


Capital flows, average 2005-2010 (percent of GDP)

	China	Malaysia	Korea	Brazil	India	Poland	Australia	Russia	Indonesia	Turkey
Financial account	3.0	8.0	0.0	2.9	4.2	5.4	-5.1	0.8	0.9	5.3
Overall non-FDI capital account	-0.2	6.5	1.3	1.6	3.2	3.5	-3.9	1.0	0.0	2.9
Net FDI	3.2	1.5	-1.4	1.3	1.0	1.9	-1.3	-0.2	0.9	2.4
Inflow	4.0	4.7	0.3	2.1	2.2	3.0	1.3	3.0	1.8	-0.3
Outflow	-0.8	3.2	-1.7	-0.8	-1.2	-1.1	2.6	3.2	-0.8	1.0
Net portfolio investment	-0.1	0.4	0.8	1.8	1.3	1.3	-4.2	0.3	1.3	0.0
Equity	0.5	2.3	-1.9	1.2	...	...	0.8	-0.1	...	0.0
Bonds	-0.5	-0.5	1.8	0.7	...	...	-5.0	0.4	...	0.4
Net other investment	-0.1	6.2	0.6	-0.3	1.9	2.2	0.3	0.7	-1.3	2.9
Liabilities	1.8	1.1	1.5	0.9	1.0	-0.1	-1.9	-3.6	...	2.9
Assets	-1.9	4.9	-0.9	-1.1	0.9	2.3	2.2	4.3	...	0.0
International investment position: Portfolio and other investment										
Assets	15	30	21	6	1	9	47	17	4	10
Liabilities	16	64	60	33	24	54	95	36	32	46

Source: Haver Analytics; IMF IFS; staff estimates.

Note: Colours reflect the quartile of absolute values in each row, with red the lowest quartile and yellow the highest quartile. Data for Australia, Russia, Malaysia based on BPM6. For all others based on BPM5.

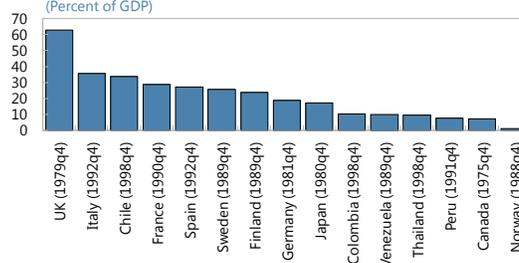


Model Results

	OLS	OLS 2006	GARCH
China 1-Year T-bill	-1.022	-1.447	-0.728
<i>Std. error</i>	1.253	1.644	1.287
<i>P-value</i>	0.416	0.381	0.572
US 1-year T-bill	-1.562	-2.146	-1.163
<i>Std. error</i>	0.593	0.745	0.394
<i>P-value</i>	0.010	0.005	0.003
NDF Premium (1-year)	-3.652	-4.522	-3.260
<i>Std. error</i>	0.713	0.867	0.592
<i>P-value</i>	0.000	0.000	0.000
Lagged Non-FDI flow	0.411	0.368	0.369
<i>Std. error</i>	0.105	0.109	0.079
<i>P-value</i>	0.000	0.001	0.000
R-squared	0.61	0.64	0.62

放开资本账户后，资本流动的规模和方向会有什么变化？资本账户放开之后，总资本流量通常显著增加。例如，英国 1979 年放开资本账户之后的五年内，总国际资产的积累额达到 GDP 的 60% 左右。智利（1992 年）和意大利（1992 年）的积累数额约为一半。然而，对净资本流量的影响取决于许多因素，包括国内和全球经济周期、资本账户放开时的经济增长前景，以及改革的顺序。例如，瑞典和芬兰在放开资本账户后，证券和其他投资大量净流出，而丹麦、智利和哥伦比亚则有大量净流入。通常的情况是，国内经济越处于上行期，其他投资的净流出量越大，可能是由于居民在经济上行期会分散国内金融资产，在下滑期会借款（图 1）。与此形成对照，在世界经济周期的上行期，证券投资净流入量往往增加。在资本账户刚刚放开的阶段，长期增长前景的改善往往会使其他投资净流入量增加。最后，金融部门放开得越晚，资本净流入（特别是证券投资净流入）规模往往会越小。在日本和美国，资本账户的开放比金融部门的开放早好几年，资本账户开放后资本净流入量微乎其微。

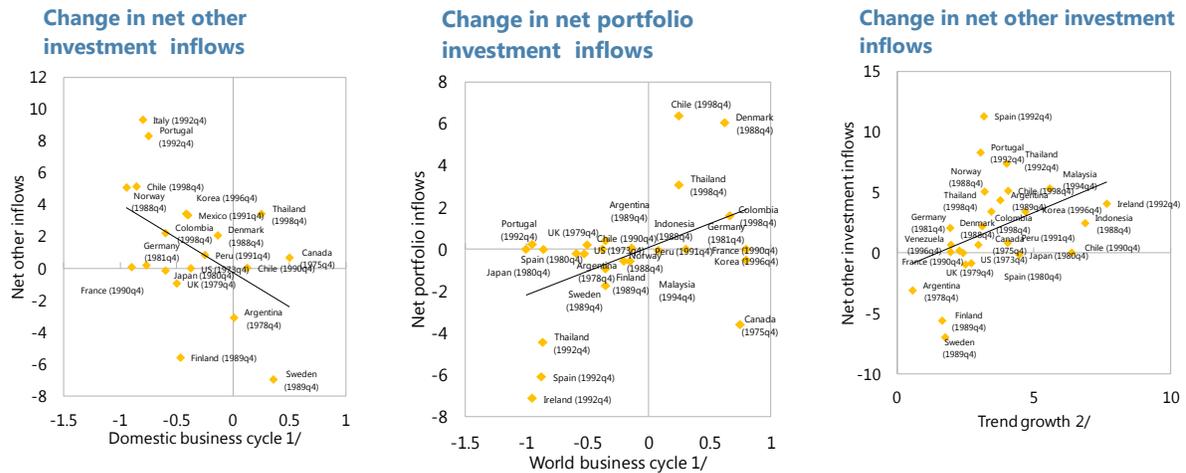
Increase in gross international assets during five years following capital account liberalization
(Percent of GDP)



Sources: IMF IFS.

Note: Data for UK only available for year after capital account liberalization.

图 1. 放开资本账户时资本流动的变化与经济周期
(完全放开之前与之后一年净资本流动的变化占 GDP 的百分比)



1/ Business cycle defined as share of real GDP growth upturn completed from trough to peak (+) or share of downturn completed from peak to trough (-). Peak and trough dated using Harding-Pagan (2002) algorithm.
2/ Trend growth defined as average real GDP growth over the 10 years following liberalization.

Table 1. Capital account restrictions

	China	Malaysia	Korea	Brazil	India	Poland	Australia	Russia	Indonesia	Turkey	China	Malaysia	Korea	Brazil	India	Poland	Australia	Russia	Indonesia	Turkey
SCHINDLER financial account restrictions (2010)																				
Overall restrictions index 1/																				
Overall inflow restrictions index																				
Overall outflow restrictions index																				
Overall non-FDI financial account restrictions index																				
Portfolio investment																				
Average equity restrictions																				
Equity inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (equity)																				
Sale or issue abroad by residents (equity)																				
Equity outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (equity)																				
Purchase abroad by residents (equity)																				
Average bond restrictions																				
Bond inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (bond)																				
Sale or issue abroad by residents (bond)																				
Bond outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (bond)																				
Purchase abroad by residents (bond)																				
Average money market restrictions																				
Money market inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (money market)																				
Sale or issue abroad by residents (money market)																				
Money market outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (money market)																				
Purchase abroad by residents (money market)																				
FDI																				
Abroad																				
In reporting economy																				
Other investment																				
Average collective investment restrictions																				
Collective investment inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (collective investment)																				
Sale or issue abroad by residents (collective investment)																				
Collective investment outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (collective investment)																				
Purchase abroad by residents (collective investment)																				
Average financial credit restrictions																				
Financial credit inflow restrictions																				
Financial credit outflow restrictions																				

Source: Schindler (2009), extended to 2010.

Note: Red denotes either a restriction beyond reporting requirements. Green denotes no restrictions. Yellow in an aggregate position denotes one out of four categories are restricted; orange in an aggregate position denotes two out of four categories are restricted; red in an aggregate position denotes three or four out of four categories are restricted.

中国资本账户：概览

2013年3月20日

发言人： Steven Barnett

作者： Franziska Ohnsorge和Steven Barnett

总结

一、中国资本账户：

1. 受到很多限制
2. ……但是资本流动规模很大
3. ……尽管限制似乎构成约束

二、国际经验：典型事实

1、资本账户受到很多限制。限制≠封闭

Table 1. Capital account restrictions

	China	Malaysia	Korea	Brazil	India	Poland	Australia	Russia	Indonesia	Turkey	China	Malaysia	Korea	Brazil	India	Poland	Australia	Russia	Indonesia	Turkey
SCHINDLER financial account restrictions (2010)																				
Overall restrictions index 1/																				
Overall inflow restrictions index																				
Overall outflow restrictions index																				
Overall non-FDI financial account restrictions index																				
Portfolio investment																				
Average equity restrictions																				
Equity inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (equity)																				
Sale or issue abroad by residents (equity)																				
Equity outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (equity)																				
Purchase abroad by residents (equity)																				
Average bond restrictions																				
Bond inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (bond)																				
Sale or issue abroad by residents (bond)																				
Bond outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (bond)																				
Purchase abroad by residents (bond)																				
Average money market restrictions																				
Money market inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (money market)																				
Sale or issue abroad by residents (money market)																				
Money market outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (money market)																				
Purchase abroad by residents (money market)																				
FDI																				
Abroad																				
In reporting economy																				
Other investment																				
Average collective investment restrictions																				
Collective investment inflow restrictions																				
Purchase locally by nonresidents (collective investment)																				
Sale or issue abroad by residents (collective investment)																				
Collective investment outflow restrictions																				
Sale or issue locally by nonresidents (collective investment)																				
Purchase abroad by residents (collective investment)																				
Average financial credit restrictions																				
Financial credit inflow restrictions																				
Financial credit outflow restrictions																				

Source: Schindler (2009), extended to 2010.
 Note: Red denotes either a restriction beyond reporting requirements. Green denotes no restrictions. Yellow in an aggregate position denotes one out of four categories are restricted; orange in an aggregate position denotes two out of four categories are restricted; red in an aggregate position denotes three or four out of four categories are restricted.

资本账户限制基本类似……

资本账户限制

	中国	马来西亚	韩国	巴西	印度	波兰	澳大利亚	俄罗斯	印度尼西亚	土耳其
SCHINDLER金融账户限制 (2010年) 1/										
总体流入限制指数										
总体流出限制指数										
总体非外国直接投资金融账户限制指数										
QUINN 资本账户和金融账户开放度 (2011年) 2/										
资本流出/居民										
资本流入/非居民										
CHINN-ITO 开放度 (2010年) 3/										

资料来源: Schindler (2009年); Quinn (1997年); Chinn and Ito (2007年)。
 1/ 包括此处未显示的外国直接投资评级。1表示超出注册和通知要求的限制。
 2/ Quinn (1997年) 指数将限制程度分为: 0、0.5、1、1.5和2。
 资本限制包括外国直接投资和非外国直接投资。
 3/ Chinn-Ito (2007年) 指数是五年内平均为0-1的四个分指数的主要组成部分。
 该指数指经常项目和金融账户限制。

限制举例

外国直接投资

流入限制

商务部、人民银行地方分行（对人民币外国直接投资）或地方商务机关批准
 开创阶段需要国家外汇管理局批准

流出限制

证券投资

股票流入限制

非居民境内申购（股票）

合格境外机构投资者配额，调回需国家外汇管理局批准

居民境外销售或发行（股票）

中国证监会批准

非居民境内销售或发行（股票）

合格境外机构投资者机制下的销售有锁定期

居民境外申购（股票）

合格境内机构投资者配额

债券流入限制

非居民境内申购（债券）

合格境外机构投资者配额

居民境外销售或发行（债券）

国家发改委和国务院批准

非居民境内销售或发行（债券）

合格境外机构投资者机制下的销售有锁定期；发行需财政部、中国人民银行和国家发改委批准

居民境外申购（债券）

合格境内机构投资者配额

货币市场限制

非居民境内申购（货币市场）

合格境外机构投资者配额

居民境外销售或发行（货币市场）

国家外汇管理局批准，限于一年以下

非居民境内销售或发行（货币市场）

合格境外机构投资者机制下的销售有锁定期；禁止发行

居民境外申购（货币市场）

合格境内机构投资者配额

其他投资

集体投资流入限制

非居民境内申购（集体投资）

合格境外机构投资者配额，调回需国家外汇管理局批准。

居民境外销售或发行（集体投资）

国家外汇管理局批准

非居民境内销售或发行（集体投资）

禁止

居民境外申购（集体投资）

合格境内机构投资者配额

一般金融信贷限制

金融信贷流入限制

国家外汇管理局或国家发改委批准

金融信贷流出限制

国家外汇管理局批准

2. 资本流动规模很大 与资本账户更开放的经济体可比

资本流动，2005-2010 年平均数（GDP 占比）

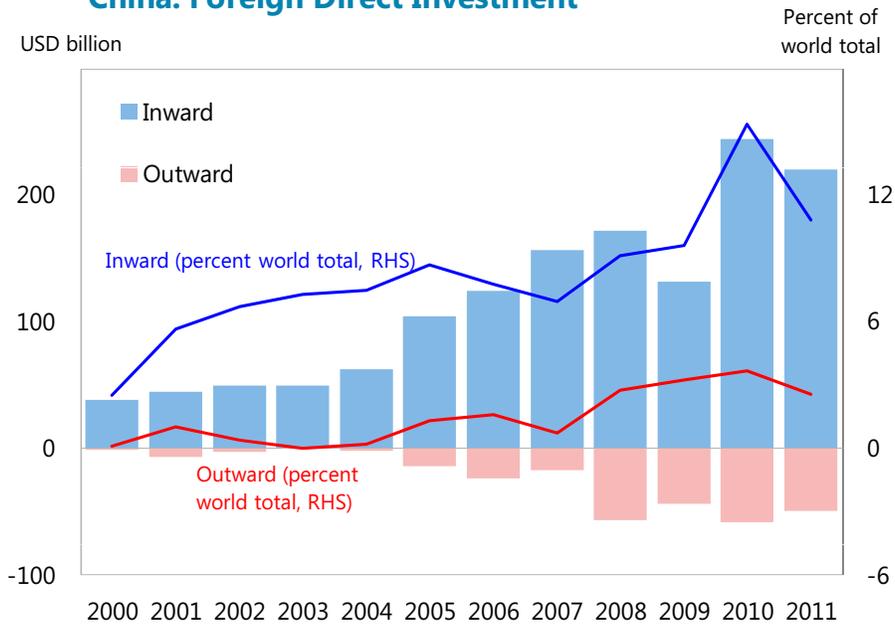
	中 国	马 来 西 亚	韩 国	巴 西	印 度	波 兰	澳 大 利 亚	俄 罗 斯	印 度 尼 西 亚	土 耳 其
金融账户	3.0	8.0	0.0	2.9	4.2	5.4	-5.1	0.8	0.9	5.3
总体非外国直接投资资本账户	-0.2	6.5	1.3	1.6	3.2	3.5	-3.9	1.0	0.0	2.9
外国直接投资净额	3.2	1.5	-1.4	1.3	1.0	1.9	-1.3	-0.2	0.9	2.4
流入	4.0	4.7	0.3	2.1	2.2	3.0	1.3	3.0	1.8	-0.3
流出	-0.8	3.2	-1.7	-0.8	-1.2	-1.1	2.6	3.2	-0.8	1.0
证券投资	-0.1	0.4	0.8	1.8	1.3	1.3	-4.2	0.3	1.3	0.0
一般股票	0.5	2.3	-1.9	1.2	...	...	0.8	-0.1	...	0.0
一般债券	-0.5	-0.5	1.8	0.7	...	...	-5.0	0.4	...	0.4
其他投资	-0.1	6.2	0.6	-0.3	1.9	2.2	0.3	0.7	-1.3	2.9
一般金融贷	-0.1	6.2	0.6	-0.3	1.9	2.2	0.3	0.7	-1.3	2.9
负债	1.8	1.1	1.5	0.9	1.0	-0.1	-1.9	-3.6	...	2.9
资产	-1.9	4.9	-0.9	-1.1	0.9	2.3	2.2	4.3	...	0.0

资料来源：哈佛分析；基金组织《国际金融统计》；工作人员预测。

1/ 澳大利亚、俄罗斯和马来西亚的数据采用《国际收支手册》第六版，其余采用《国际收支手册》第五版。

外国直接投资流动激增

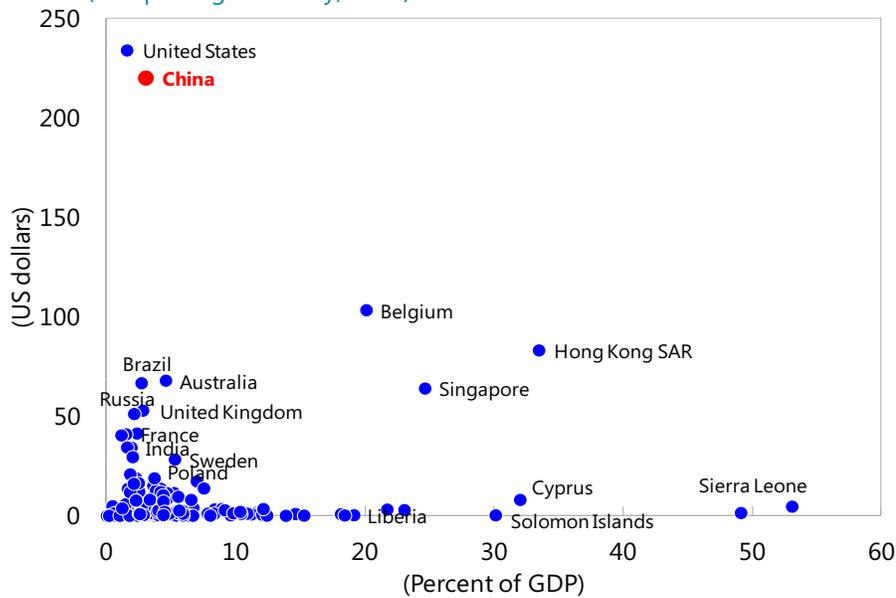
China: Foreign Direct Investment



.....按国际标准衡量规模很大。

Foreign Direct Investment

(In reporting economy, 2011)



总流量（美元）可观

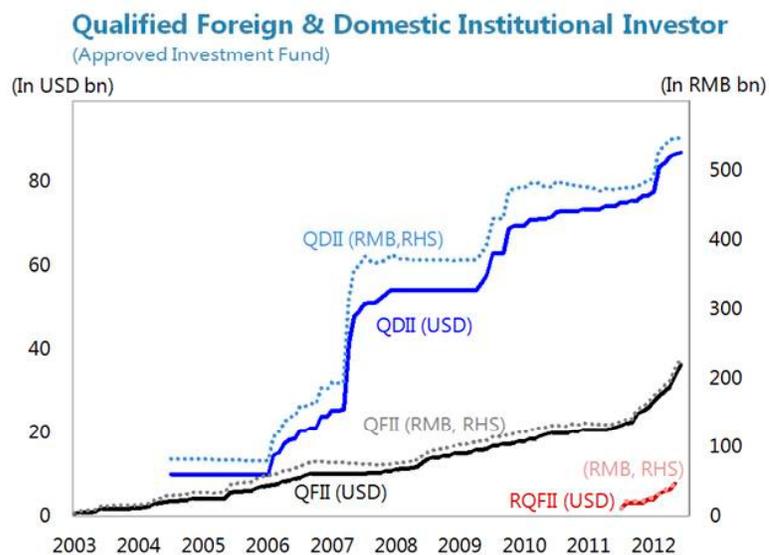
	2011		
	Net	Inflows	Outflows
Securities investment	19.6	51.9	32.3
Residents (assets)	6.2	25.5	19.2
Nonresidents (liabilities)	13.4	26.5	13.1
Other investment	25.5	1,069.0	1,043.5
Residents (assets)	-166.8	108.8	275.6
Trade	-71.0	0.0	71.0
Loans	-45.3	6.1	51.3
Currency and deposits	-98.7	50.1	148.9
Other	48.2	52.6	4.4
Nonresidents (liabilities)	192.3	960.2	767.9
Trade	38.0	45.4	7.4
Loans	105.1	734.3	629.2
Currency and deposits	48.3	171.9	123.7
Other	1.0	8.6	7.6

Source: CEIC

净流量看起来很少

但是居民外汇和存款总计约
1000亿美元

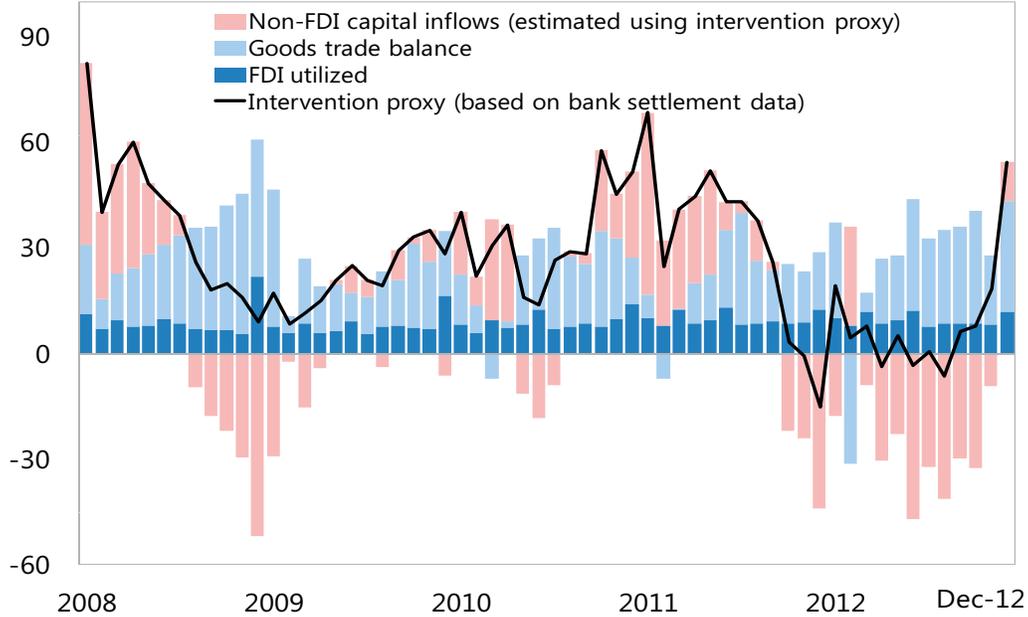
流量配额稳步上升



非外国直接投资资本流入和流出净额

Trade, FDI, and Foreign Exchange Intervention

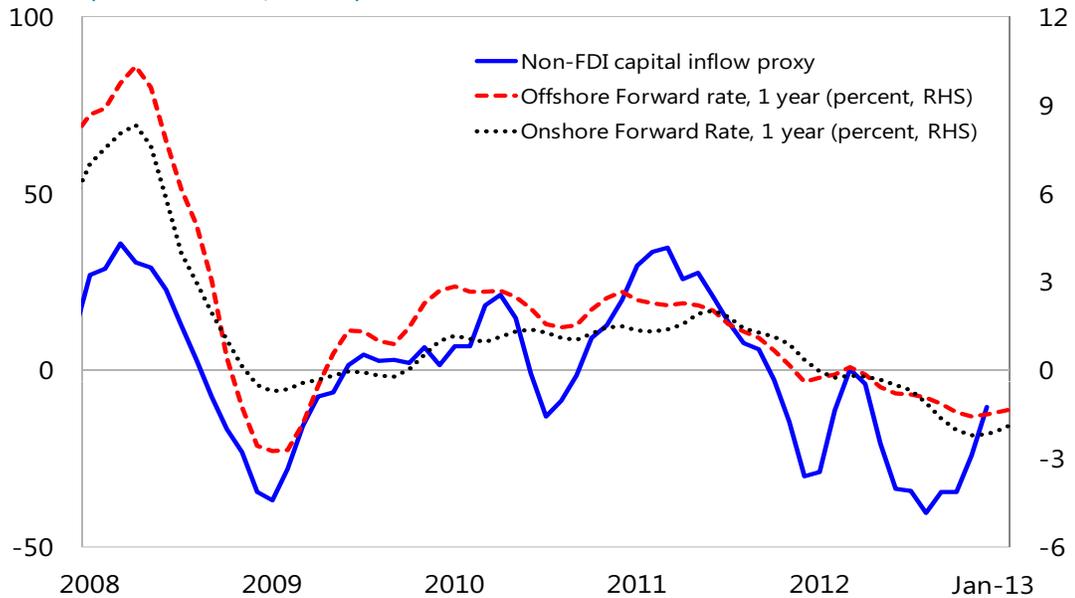
(In USD billion)



非外国直接投资流量是否受人民币升值预期影响？

Non-FDI Capital Inflow Proxy

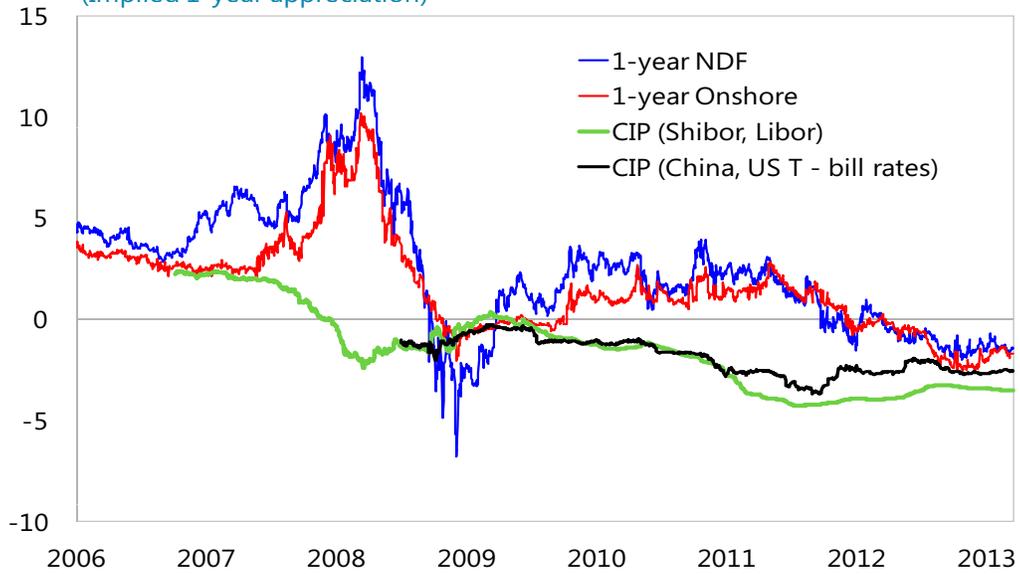
(In USD billion, 3mma)



3. 限制似乎构成约束

Exchange Rate

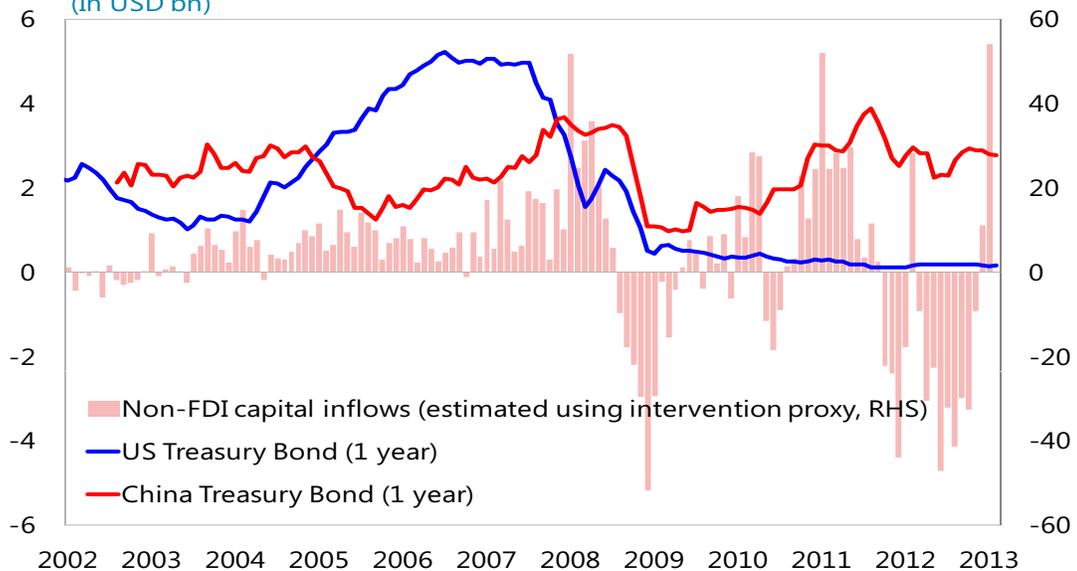
(Implied 1-year appreciation)



利率和资本流动

Non-FDI Capital Inflows and Treasury Interest Rates

(In USD bn)



非对外直接投资流动不受境内利率波动影响

	Model Results		
	OLS	OLS 2006	GARCH
China 1-Year T-bill	-1.022	-1.447	-0.728
Std. error	1.253	1.644	1.287
P-value	0.416	0.381	0.572
US 1-year T-bill	-1.562	-2.146	-1.163
Std. error	0.593	0.745	0.394
P-value	0.010	0.005	0.003
NDF Premium (1-year)	-3.652	-4.522	-3.260
Std. error	0.713	0.867	0.592
P-value	0.000	0.000	0.000
Lagged Non-FDI flow	0.411	0.368	0.369
Std. error	0.105	0.109	0.079
P-value	0.000	0.001	0.000
R-squared	0.61	0.64	0.62

中国利率

- 影响不大
- 错误信号

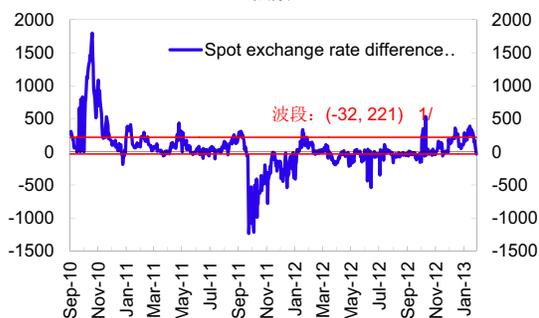
其他条件

- 高度相关
- 正确信号

因变量为非对外直接投资资本流动。

离岸人民币与中国人民银行？套利机会迹象

中国人民银行和离岸人民币即期汇率差异
(点数)



1/ 波段为根据门限自回归模型就2010年9月1日至2013年1月31日样本做出的预测。约56%的观测数据在波段之内。
资料来源：彭博资讯；基金组织工作人员估计。

表1：门限自回归模型预测结果概要

中国人民银行强于离岸人民币（积极基础）	15%的时间
自回归系数	0.97***
隐式半衰期	25天
波段内中国人民银行-离岸人民币基础贸易	56%的时间
中国人民银行弱于离岸人民币（消极基础）	29%的时间
自回归系数	0.88***
隐式半衰期	6天

注：***表示显著性达到1%的水平

摘自即将发表的基金组织工作文章：《中国资本账户自由化与人民币国际化》，作者：R. S. Craig、C. Hua、Philip Ng和Raymond Yuen。

国际经验教训

典型事实

资本账户自由化后会发生什么？

自1979年以来，先进市场和新兴市场共出现了20多次资本账户自由化（Kaminsky和Schmukler，2003年）。

自由化一年前和一年后**资本流入净额**的增长取决于：

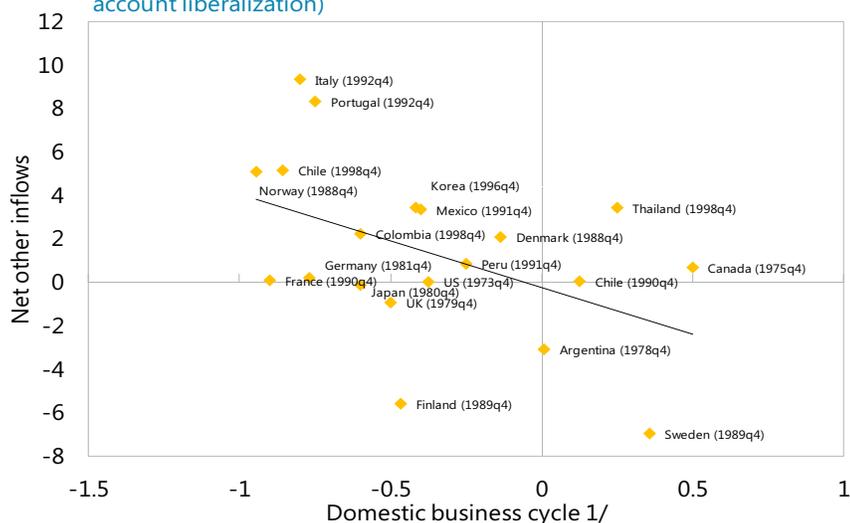
- 国内和世界商业周期状况
- 资本账户自由化在金融部门自由化后多久发生

随后五年内，**国际资产和负债总额**平均增长了国内生产总值的19-20个百分点。

国内商业周期越先进，资本流动越少……

Change in net other investment inflows

(percent of GDP, between one year before and after full capital account liberalization)



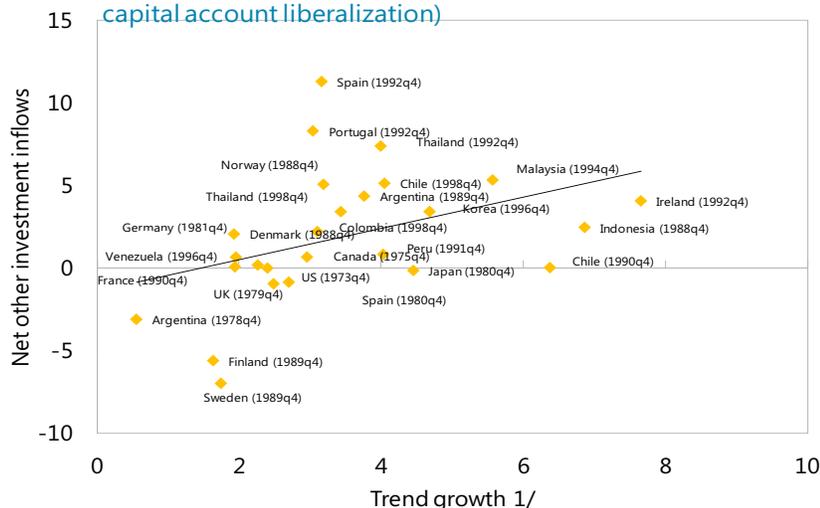
资料来源：基金组织《国际金融统计》；基金组织工作人员估计。

1/商业周期被定义为实际GDP增长占比从谷值到峰值（+）的上升期或从峰值到谷值（-）的下滑期。谷值和峰值采取Harding-Pagan（2002年）算法。

……但是长期增长前景越好 → 资本流动净额越高

Change in net other investment inflows

(percent of GDP, between one year before and one year after full capital account liberalization)



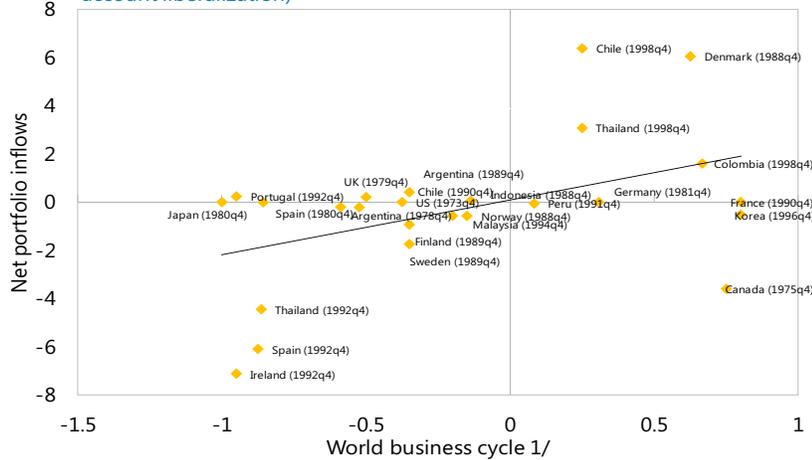
资料来源：基金组织《国际金融统计》；基金组织工作人员估计。

1/ 趋势增长被定义为完全自由化后十年内实际GDP的平均增长。

全球商业周期越先进 → 净流入越多

Change in net portfolio investment inflows

(percent of GDP, between one year before and after full capital account liberalization)



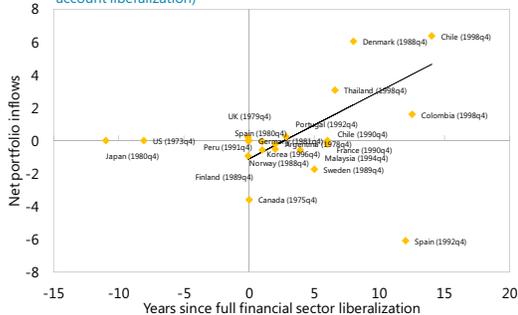
资料来源：基金组织《国际金融统计》；基金组织工作人员估计。

1/商业周期被定义为实际GDP增长占比从谷值到峰值(+)的上行期或从峰值到谷值(-)的下行期。谷值和峰值采取Harding-Pagan (2002年)算法。实际全球GDP增长被定义为各国贸易伙伴实际GDP增长的贸易加权平均数。

越晚于金融部门自由化 → 越多净流入

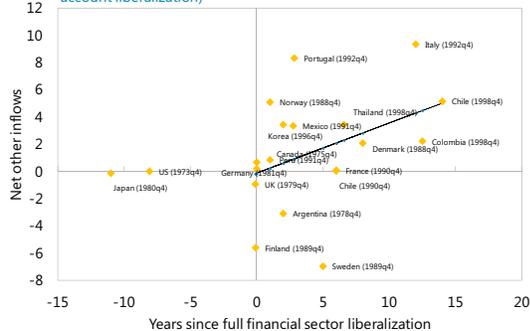
Change in net portfolio investment inflows

(percent of GDP, between one year before and after full capital account liberalization)



Change in net other investment inflows

(percent of GDP, between one year before and after full capital account liberalization)

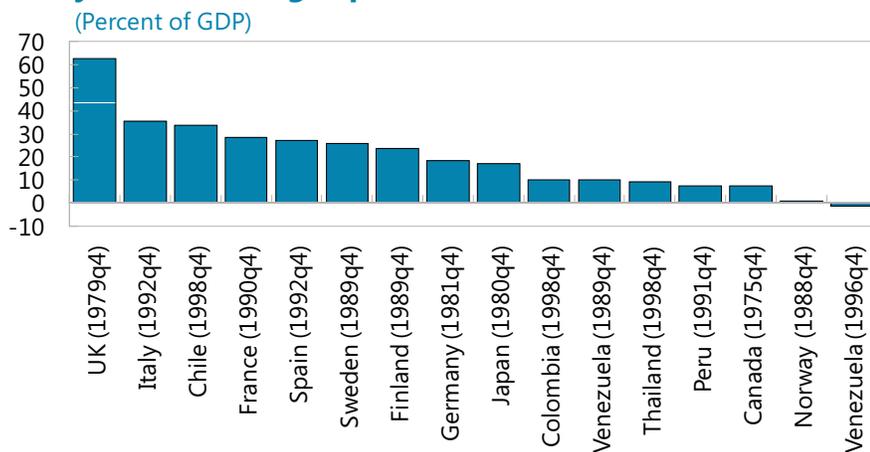


来源：基金组织《国际金融统计》；基金组织工作人员估计。

注：趋势线不包括异常值西班牙（证券投资）以及金融部门自由化在资本账户自由化之后的情况。

资本账户自由化几乎总是引发国外资产总量的增长

Increase in gross international assets during five years following capital account liberalization

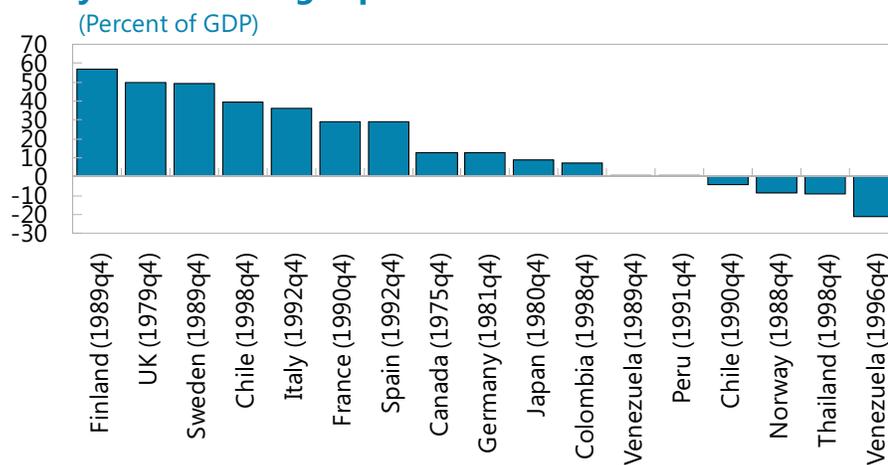


Sources: IMF IFS.

Note: Data for UK only available for year after capital account liberalization.

而且往往还会引发对外负债总额的增长……

Increase in gross international liabilities during five years following capital account liberalization



Sources: IMF IFS.

Note: Data for UK only available for year after capital account liberalization.

附件

有关资本流动总量的更多信息

小额净流动之下隐藏着巨大的流动总额

金融账户流动
(年度GDP占比)

	2007年1-3 季度	2008年1-3 季度	2009年1-3季 度	2010年1-3季 度	2011年1-3季 度	2012年1-3季 度
证券投资净额	0	1	0	0	0	0
其他投资净额	1	-1	1	0	1	-2

小额净流动之下隐藏着巨大的流动总额

金融账户流动
(年度GDP占比)

	2007年1-3 季度	2008年1-3 季度	2009年1-3季 度	2010年1-3季 度	2011年1-3季 度	2012年1-3季 度
证券投资净额	0	1	0	0	0	0
流入	1	2	2	1	1	1
流出	1	1	1	1	0	0
其他投资净额	1	-1	1	0	1	-2
流入	16	12	8	10	12	9
流出	16	13	7	10	10	11

较小的流动净额背后隐藏着巨大的流动总额

金融账户流动
(年度GDP占比)

	2007年1-3 季度	2008年1-3 季度	2009年1-3季 度	2010年1-3季 度	2011年1-3季 度	2012年1-3季 度
证券投资净额	0	1	0	0	0	0
流入	1	2	2	1	1	1
流出	1	1	1	1	0	0
其他投资净额	1	-1	1	0	1	-2
流入	16	12	8	10	12	9
资产	1	2	2	1	1	1
负债	15	11	6	9	11	8
流出	16	13	7	10	10	11
资产	2	4	2	3	3	3
负债	13	9	5	7	7	8

第二部分

其他经济体在放开资本账户方面的经历

波兰资本账户管理的经验

Ryszard Kokoszczyński¹

波兰的资本流动自由化始于该国政治经济系统全面转轨的一部分。起点是外币交易实际由国家垄断的计划经济。²因此，政府最初的目标是至少实现波兰货币“内部可兑换”，从而向私人部门放开与国外基本的经济交易。这一理念接近经常账户可兑换或者基金组织协定第八条定义的可兑换性。外债较高、官方外汇储备较低，是转轨最初资本流动自由化严重不对称的原因：很早就放开了外国投资流入（包括资产组合和直接投资）；实际上禁止资本流出，即每笔交易都要经中央银行颁发许可。

这是一种传统的自由化方式，由宏观经济考虑因素决定自由化进程的范围和顺序。但波兰较早放开大部分的短期资本流入，这称不上一种传统的想法。

这样做主要出于转轨初期的需要，当时需要成立一些基础性机构、工具和市场。因此，由于国内储蓄水平非常低，成立股票交易所和资本市场的其它机构就需要外国投资者的加入。也正是出于这些原因（即市场发展的需要和国内储蓄的缺乏），波兰政府早在 1992 和 1993 年就向外国投资者开放了国库券市场（包括短期国债）。

资本流动自由化的第一阶段明确表明，自由化进程受几个相互作用的因素影响，即：起初的宏观经济和结构状况，体制发展的长期规划，而短期宏观经济压力是影响自由化的顺序和范围最重要的现象之一。所有这些长短期宏观经济和体制现象并不总是朝同一方向起作用。它们之间“负面”互动最好的例子（下面会详细介绍）是中央银行出现在外汇同业市场上，这反而是市场快速发展的一个障碍。

像波兰这样，银行部门是金融体系中最重要也是最大的部分的国家，其资本流动应该主要通过银行渠道。其他国家的经验很明显地表明，银行的对外风险暴露应该受到限制，因为当时他们在管理外汇风险方面实际上毫无经验。常用的审慎工具是限制银行每日的外汇敞口头寸。银行抱怨，他们不得不准备随时向顾客买进或卖出货币，而银行监管者在这一点上支持他们。实际上顾客的订单可能使银行逾越审慎监管的限制，因为银行可能无法找到外汇市场的对手方进行交易，来弥补顾客订单带来的敞口。这种情况下进行补偿性交易的唯一对手可能就是中央银行。因此，从 1993 至 1999 年，

¹ 华沙大学和波兰国家银行。通常的免责声明在这里也适用。

² 20 世纪 70 年代以来，公众有可能在同时出售国内和进口商品的单独的零售店网络使用外币；还有一种可能性就是那些有合法收入来源的人群保留在国内银行开立的外币账户。

中央银行提供了以每日固定利率买入或卖出货币的可能；鉴于其产生的后果，这就削弱了银行发展活跃的同业外汇市场的积极性。

另一方面，允许短期资本流入是发展衍生工具市场的一个主要因素。随着 1995 年波兰兹罗提制度更为灵活，对常用对冲工具的需求和进行更投机性的交易的需求越来越大。这种需求帮助了波兰外汇市场的发展，后来还对波兰私人机构相对轻松地适应浮动汇率体制起到很大作用。因此，有人也许会说，资本流动自由化并不只是推动制度建设，而且不符合教科书推荐的措施也会带来一些积极的发展。

20 世纪 90 年代上半期的资本流动自由化主要是由上文介绍的各要素之间的相互作用推动的。90 年代中期为这一进程带来了一些新的目标。首先，波兰对加入欧盟的向往获得了稳定的基础，波兰和欧盟之间的协议已经在 1994 年最终签署。第二，波兰加入经合组织的希望越来越接近。这些目标都要求资本流动自由化的程度有实质性的推进，因此 1994 年政府提议了一份新的货币法。新法使波兰能正式实行基金组织协定第八条定义的货币可兑换。但是，这一法律框架下保留的限制数量依然很高。那也是 1996 年政府起草新版本货币法的原因，不过新版本直到 1999 年 1 月才生效。这份法律放开了大部分资本流动，并且随着 2002 年进行的修改，资本流动自由化进程完成。

总而言之，波兰的资本流动自由化是一个漫长的过程，其间有很多步骤。最重大的改变通常是引入新版的货币法，这要通过完整的议会程序。但该法案赋予了财政部长一定能力，通过部长规定取消了法律中的一些限制。后者更容易准备和执行。法律框架的最后一部分是有可能向中央银行申请特殊许可，开展基本规定不允许的交易，这是政策调整的另一种可能，因为颁发许可的标准是由法律按照非常普遍的做法规定的。

法律框架的三层模式使得对自由化进程进行微调成为可能，并能在讨论放开某些敏感交易时保持很大程度的小心。这种法律框架也许使整个进程更为麻烦和冗长，但另一方面，波兰绝不会让自由化进程出现倒退。

波兰在资本账户管理方面的经验

国际货币基金组织—中国人民银行联合会议
资本账户管理：国际经验

2013年3月20日，中国北京

Ryszard Kokoszczynski

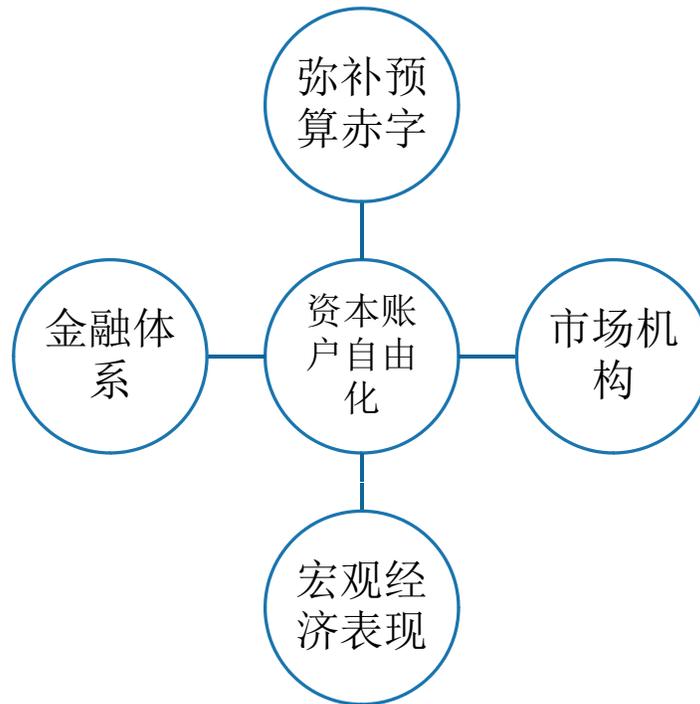
波兰国家银行

华沙大学

起点

- 计划经济：货币不可兑换，外贸由国家垄断，资本流动很少
- 波兰：高外债，低外汇储备，外汇黑市发达
- 大背景：政治和经济转型，欧洲一体化，经合组织成员国地位

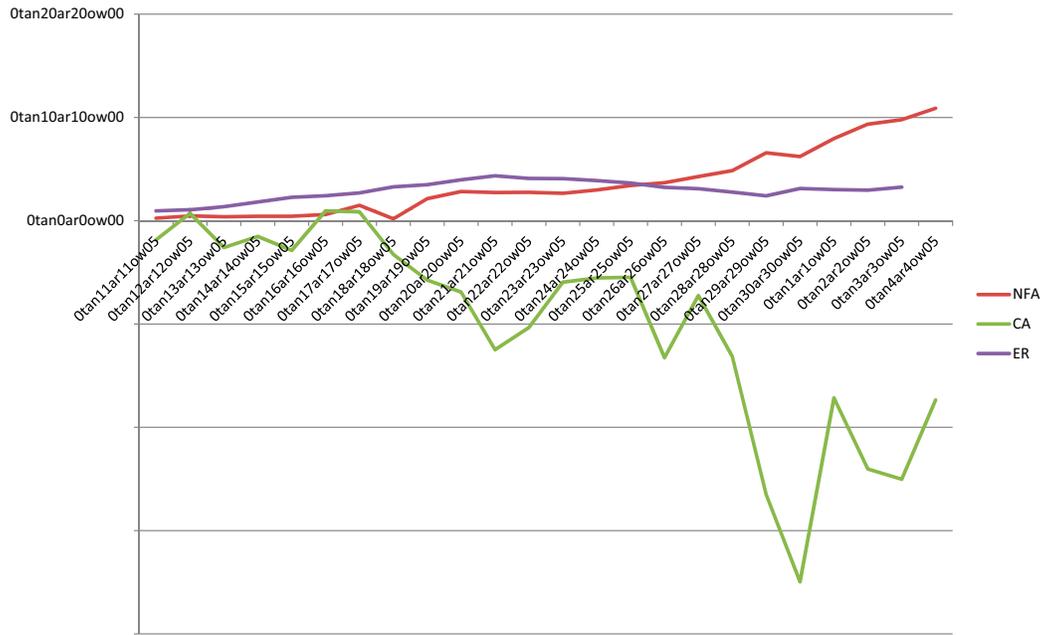
主要影响因素



时间表

- 1989年：新外汇法——内部可兑换
- 1990年：对美元汇率固定
- 1991年：爬行钉住汇率制，包括五种货币的一揽子货币
- 1991年：非居民可以买卖公开交易的证券
- 1992/1993年：非居民可以买卖国库券和国债
- 1993年：对银行敞口外汇头寸设定限额——央行介入外汇市场
- 1995年：实现《国际货币基金协议》第八条中的可兑换
- 1995年：爬行区间浮动汇率
- 1996年：资本交易进一步开放（房地产、贷款等）
- 1999年：外部可兑换
- 1999年：央行与商业银行之间的固定汇率交易终止
- 2000年：完全浮动汇率
- 2002年：有限制的完全可兑换
- 2007年：取消所有限制

波兰1989-2012年： 主要外部变量



印度的资本账户管理

Subir Gokarn

基金组织-中国人民银行资本账户管理会议上的发言大纲：国际经验的教训，中国北京，2013年3月20日

A. 简介

印度的资本账户管理体制经历了过去二十年的演变发展。在1991年启动经济开放规划之前，私人资本流入受到严格限制，仅开放了少数外国直接投资渠道。20世纪90年代期间，随着的日益开放，外国直接投资和组合投资流入股票市场被放开。国际收支持续受到压力，导致90年代末发行了两次准主权债券，这是21世纪商业债务渠道开放的前奏。在这个十年，资本流入激增，国际收支转变为相对较高的顺差状况。结果，资本流出（既包括公司的，也包括个人）被放开。近些年，随着股票流动显然波动性越来越大，通过提高上限与放松剩余期限条件和锁定期，鼓励对政府和公司债券进行投资。但是，总体上限制依然存在。

B. 等级的出现

过去二十年，对待资本流入出现了明显的等级顺序。根据对资本构成的贡献和对科技资本流动的贡献以及，在某种程度上，使出口更具竞争力，最受欢迎的是外国直接投资。然后是股票资本流入，其市场和货币风险均由外国投资者承担。债券总是受欢迎程度最差的工具，但在这个类别下，长期债券比较受欢迎，尤其是当它为基础设施融资时。基于给金融稳定带来的风险，短期债务处于等级底端。

C. 资本流入的趋势

自20世纪90年代中期以来，私人资本流入就开始稳步增加，经济为结构性经常账户逆差融资更为容易。随着外国直接投资和组合投资流的限制被逐步取消，资本流入做出响应。但是，尽管如此，国际收支压力还是迫使90年代末发行了两次准主权债券。实际上，是在21世纪积极的全球和国内环境共同作用引起资本流入快速增长，还伴随着一段较短时期的经常账户顺差。2008年金融危机之前几年，由于经济增长较快和宏观经济状况十分有利，股票资金涌入，还反映在主权评级提高，将印度纳入投资级别。

D. 汇率动态

作为自由化整体规划的一部分，货币制度越来越受市场主导。20世纪90年代实行经常账户可兑换。如上所述，90年代后半期和进入21世纪，资本流动的限制（无论流入还是流出）逐步取消。20世纪90年代，即使资本流入体制正在放开，经常账户仍

主导汇率的变动，卢比逐渐贬值。但从 21 世纪初开始，趋势扭转。过去十年，卢比经历了三个不同阶段。

从 21 世纪初至 2006 年，基于上述原因，资本流入总量大幅上升。同时，服务业出口（主要是信息技术推动的服务业）的快速增长，帮助使经常账户逆差显著缩小，商品价格温和使这一趋势得到巩固。由于国际收支向顺差发展（高峰时，顺差约达 GDP 的 1%），卢比扭转了之前的趋势开始稳步升值。而自由升值又给出口竞争力带来担心，对策就是通过积累储备抵御升值。这五年期间，储备总量大幅增加，随后给货币管理带来影响，但这是另一回事了。关于资本流动和汇率之间的动态，这段时期的特征是储备大量积累和卢比略有升值。

2007 年初，随着这一轮主权评级的提高完成，股票资本流入激增。货币走高压力出现的当下，货币政策立场已经转向紧缩。储备进一步积累和对冲不完全与货币政策立场正好对立，导致汇率完全由市场决定。由于资本流入居高不下，卢比急剧升值。这一形势一直持续到 2008 年危机爆发，与几乎所有可比较货币一样，当时卢比急剧贬值。然而，危机的影响被证实相对较短。随着 2009 年资本流入重新抬头，卢比再次升值，尽管压力小于危机前那个阶段，但趋势十分相似。

2011 年中，既美国主权评级调低后，资本流动逆转，卢比贬值。接下来的几个月，国内的发展（不鼓励资本流入）巩固了这一模式。全球和国内动因的共同作用导致了一段时期波动性相对较高，与以前各个阶段表现截然不同，过去卢比往往朝一个方向有力变动。

这段时期波幅较大给政策带来挑战。完全没有考虑给资本流出施加管制。随后采取了三叉式方法：在急剧下行期间偶尔进行市场干预；提高债务资本流入上限，包括放宽期限和锁定期限制；以及对市场参与者进行投机施以一系列行政限制。三项措施组合使波动有所稳定，但不能视为长期解决办法。今天政策制定者面临的两难局势是，在向着浮动汇率制度的道路上已经走了这么远，哪怕是暂时的政策逆转都会被视为可能的倒退。但是，在波动性较高的时期，浮动制度明显给实体部门带来很大风险，必须要具备一些缓解这类风险的工具。

E. 反思

基于这些模式和阐释，演讲总结出以下四套反思。

首先，浮动汇率制度对于波动性有限的经济体没有问题。从有管理的汇率制度向实际由市场决定汇率的转变，有效地将风险评估和管理的责任从公共部门转移给私人部门。提高对这些风险的认知和鉴别，鼓励私人机构更好地开展对冲的做法，采用基于市场的工具通过场外市场和交易所进行对冲。这些在大量对冲的道路上只是开始。必须承

认的是，对冲并不廉价，许多机构倾向于自担风险，而不愿支付相对较高的价格来缓解风险。但这一过程正在进行，而且看起来是不可逆转的。

第二，这些发展有令人鼓舞的一面，同样，过去几个月的高波动性也表明它带来了严重的问题。政策制定者也许会告诫私人机构保护好自己，事实上，为这么大范围的变动进行对冲不大可能。如上所述，即便是对小幅度波动进行对冲也是相对昂贵的；即使能够为较大幅度的波动进行对冲，成本也会令人望而却步。如果这些机构缺乏基于市场的风险管理工具，应当质问政策制定者是否有责任提供一个公共的解决办法，可以是采取行动限制波动性，或者为缓解风险的成本提供补贴。对此进行一个系统性的成本收益分析是必要的。

第三，如果管理极度的波动性是一个合理的政策目标，采用特殊方法无法有效实现。需要制定一套计划，归纳可用的资源、最有可能采用的工具、不同工具使用的时点和在不影响其它政策目标的情况下要使用该工具的可能。

最后，正常时期资本流入的等级为管理压力状况提供了一定空间和灵活性。在印度的情况下，对债务流入设限就创造了这种空间。当其它资本流动显示出疲软迹象时，放开这些限制就让不同类型的投资者给经济带来资金，帮助抑制资本流动波动对宏观经济稳定的影响。显然，这种方法对外部脆弱性具有中期影响，但可以在压力状况下作为一种策略工具。

印度的资本账户管理

Subir Gokarn

布鲁金斯学会印度中心研究主管（指定但尚未上任）

印度储备银行前副行长

国际货币基金组织—中国人民银行联合会议

资本账户管理：国际经验

2013年3月20日，北京

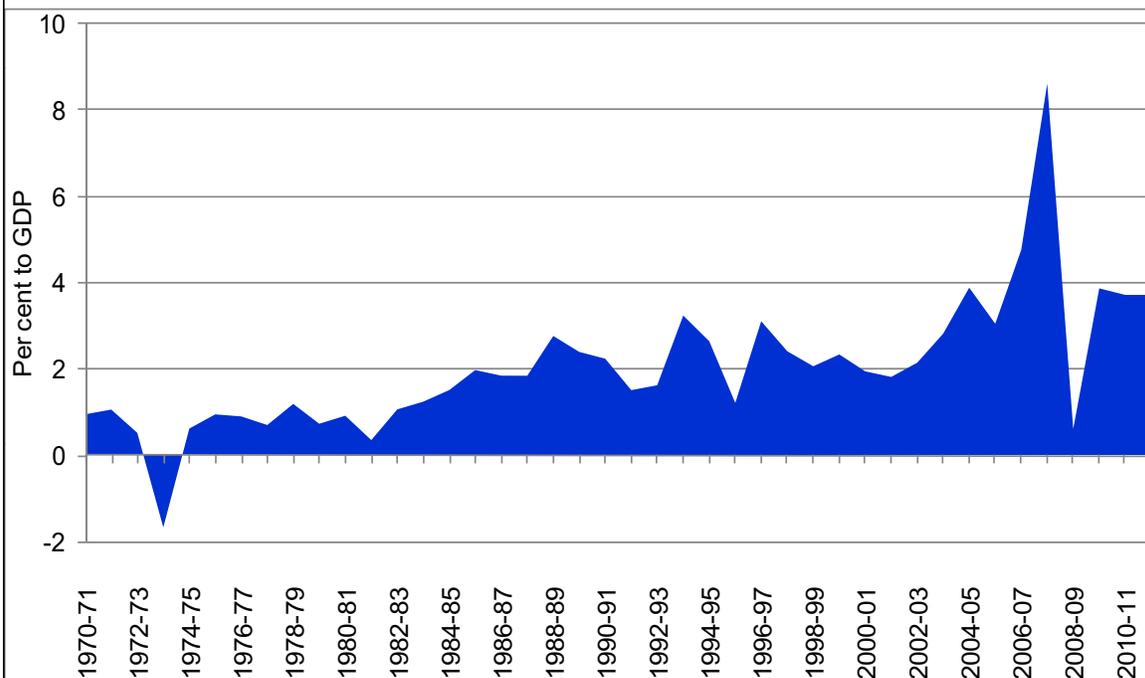
时间表

- 20世纪90年代之前：配合产业政策放开部分行业的外国直接投资
- 20世纪90年代：外国直接投资稳步实现自由化，开始放开股权资本流动
 - 20世纪90年代后期：发行半主权债券
- 21世纪前十年：私营部门商业借款范围扩大；对外直接投资放开
- 2010年以后：流向政府和企业证券的股权和债权资本投资
 - 对数量、到期期限和锁定期进行限制，重点在于长期基础设施投资

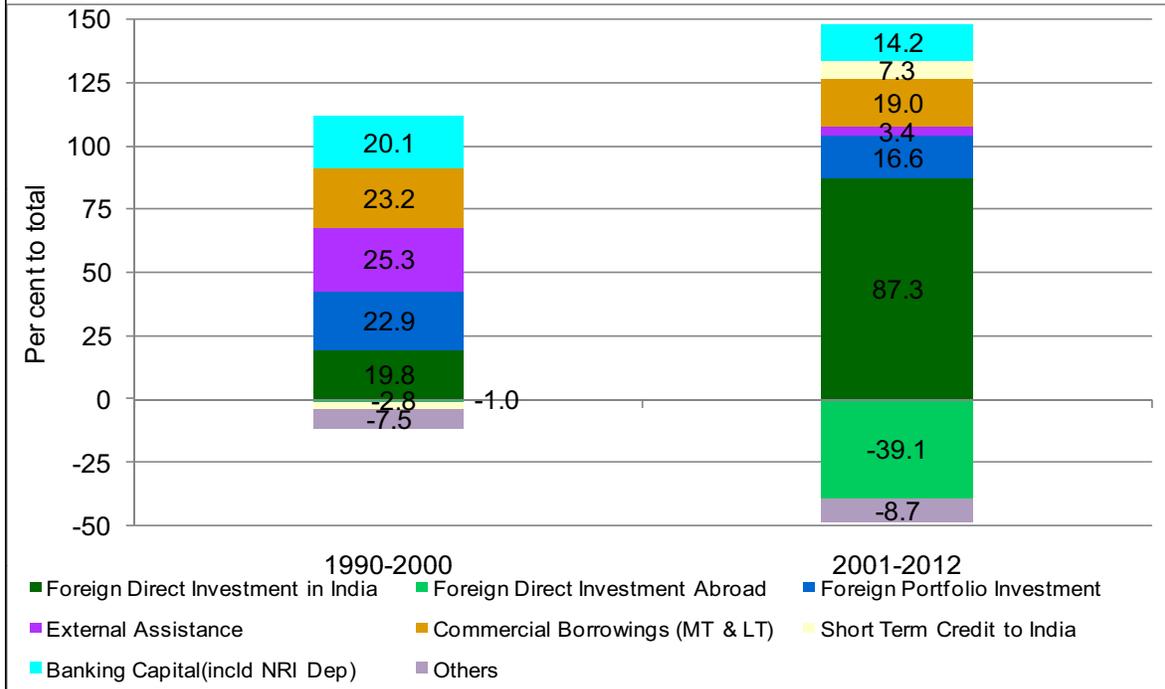
啄食顺序的出现

- 外国直接投资
 - 资产创造、技术渠道、出口
- 股权投资
 - 市场和外汇风险由投资者承担
- 长期债权投资
 - 基础设施融资、波动性较小
- 短期债权投资
 - 金融稳定性风险

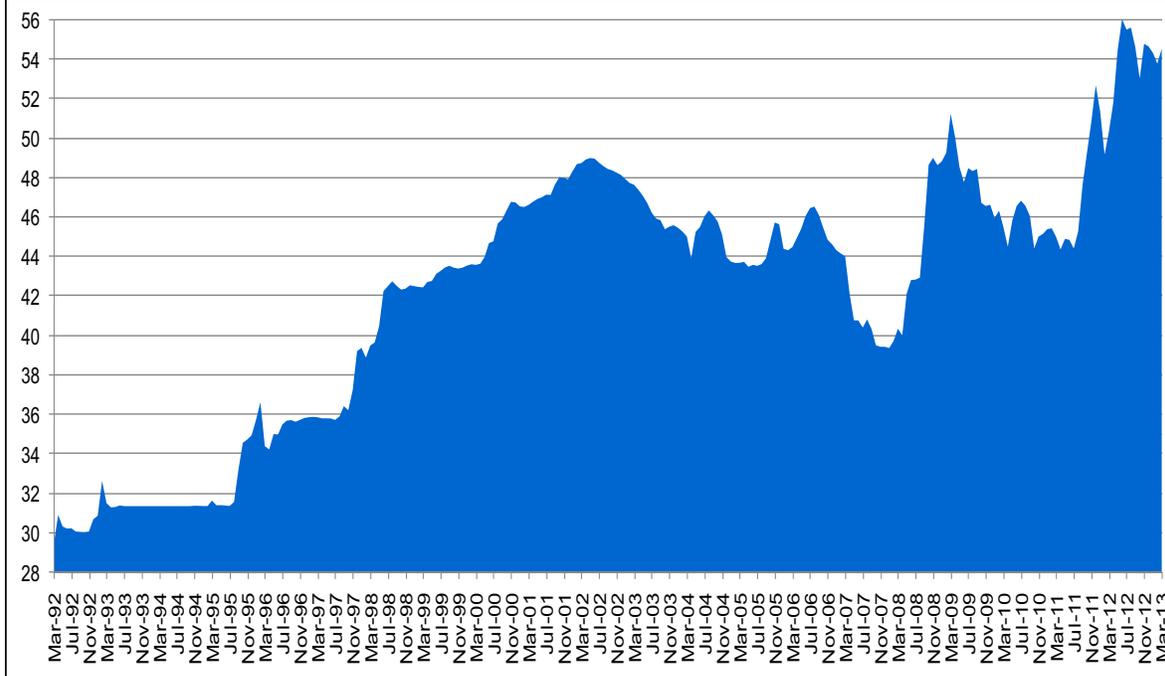
总资本流入



资本流入构成



汇率动态：卢比/美元



2003-2013年汇率模式

- 随着资本流入规模的扩大以及经常账户赤字的减少，卢比大幅升值
 - 抵制升值的政策
- 2007年之后随着评级提升而加剧
 - 有效转型至浮动汇率，适用啄食顺序理论
- 后危机时期大幅震荡
 - 仍实行浮动汇率制，政府进行有限干预，提高债权资本上限以鼓励资本流入

反思

- 有限波动的浮动汇率制运行效果不错
 - 私营部门对风险的认知和对冲能力增强，进而推动市场发展
- 但是，汇率大幅震荡带来严重问题
 - 没有合适的市场对冲工具
- 极端波动性管理仍停留在政策层面
 - 资源、工具、时机和程度
- “权宜”资本账户管理
 - 啄食顺序末位选择的弹性使用

韩国管理资本流动和政策挑战

Woon Gyu Choi

韩国的资本账户开放采取了渐进的、非对称的、顺序方式。韩国的贸易和资本市场高度开放（在金融全球化的背景下），使得韩国在全球金融危机前很容易受外部冲击的影响。近年来，预先积极地实行资本流动相关的宏观审慎措施，帮助减少了对外负债的持续和宏观金融对外部冲击的脆弱性。

资本账户开放的演变过程。1997年以前韩国的资本账户开放过程（取消利率管制和汇率由市场决定）是循序渐进（对于实体范围和限制）、不对称（银行和公司之间）、顺序推进的（先允许投资资本流出，然后放开资本流入），当时的背景是1985-1988年经常账户顺差和1989-1996年经常账户恶化。但是，首先放开短期的而不是长期对外借款导致了期限错配。1997年亚洲危机之后，韩国开始放开对资本流入的管理，发展本地外汇市场，之后放宽了对海外投资的限制、扩大净敞口头寸并放宽资本账户交易。

资本流动和宏观金融稳定。关于资本流动的下行风险存在普遍担心，大量资本流动可能带来升值或者通货膨胀压力、引发资产价格泡沫、引起错配、而且容易在不利的冲击作用下引起资本流动逆转。尤其在韩国，非居民带来的资本流入一般比居民带出去的资本波动性更大，而且危机时期资本流入更为波动。危机时期汇率的波动性最大，而股市的波动性（按季度）受全球环境的影响不大。

全球金融危机以前的结构性问题。韩国贸易和资本市场的高度开放与企业对外汇风险的过度对冲和银行过多的短期借款有关。而这又导致了资本流入发生急剧波动，并在受到外部冲击时更为脆弱。全球金融危机之前，短期外债（占GDP的百分比）大幅上升，主要是由银行导致的，尤其是外国银行的分支机构。这种短期债务暴露在金融危机期间引起了资本流出、汇率和CDS溢价的大幅波动。

全球金融危机之后的资本流动。2009年第二季度开始，韩国的资本流入重新增加，以组合投资为主。韩国在欧元区危机的不同阶段里显示出了抵御能力。欧元区银行的去杠杆化始于2011年第三季度，对欧洲新兴市场国家影响最大，亚洲新兴市场国家和韩国的去杠杆化（以股票资本流出为主）大部分在2012年结束。早期的量化宽松措施看来对韩国的资本流入有较大影响。近年来韩国的资本流入有所下降，2012年以来一直保持稳定，这主要归功于宏观审慎措施的实施。

资本流动相关的宏观审慎措施。为了纠正市场失灵、减轻相关的系统性风险，从而提高金融稳定，近期韩国引入了三项与资本流动相关的宏观审慎措施：

- 对银行的外汇衍生品头寸施加上限（2010年10月），通过限制银行的衍生品头寸减少其短期债务。
- 引入一项对非核心外币负债的收费（2011年8月），以减少外国银行分支机构套利的积极性并加强银行对外借款的期限结构。
- 恢复对外国投资者从事债券投资的利息收入征税（2011年1月），以检查不断上升的非居民对韩国国债的投资（第二轮量化宽松措施之后）。2009年5月以来外国投资者免征所得税，这项措施恢复了居民和非居民之间的公平竞争。

这些措施有助于加强银行对外借款的期限结构。全球金融危机以来，关于韩国的外资银行资产，由于欧洲银行的去杠杆政策和对银行外汇衍生产品头寸的限制更为严格，欧洲银行已经撤出，而亚洲银行有所扩张。

管理资本流动和实现政策协调。2010年以来提前积极地实施宏观审慎措施，帮助减少了对外负债的延续和宏观金融脆弱性。宏观审慎措施的成功实行和监督需要一个明确的框架，在宏观审慎机构之间就本国政策进行协调。正在进行资本账户开放的新兴市场经济体拥有很多机遇，例如科技的转移、外部流动性和本国金融市场的发展，但容易面临威胁，比如过度对外借款、资产价格波动性增加、以及宏观金融政策失去效力。为了保持对外部冲击的抵御能力和防范/管理危机，各国应加强区域和全球的政策协调。区域金融合作（例如货币互换安排和区域债券市场发展）将有助于应对国别冲击、缓解跨境溢出影响、还能降低地区失衡。全球政策协调（在一个多层系统中包含全球、地区和国家的金融安全网）将有助于缓解全球银行业/流动性扩张的副作用，有利于金融稳定和促进增长。

国际货币基金组织—中国人民银行联合会议（2013年3月20日，中国北京）
资本账户管理：国际经验

韩国的资本流动管理 及政策挑战

2013年3月20日

Woon Gyu Choi

韩国银行副行长兼
经济研究院院长

作者：Woon Gyu Choi、Taesu Kang和 Byongju Lee

声明：本发言中的所有观点仅代表发言人的个人观点，并不一定代表韩国银行的观点。

概要

- 一、 导言
- 二、 资本账户自由化进程
- 三、 资本流动和政策挑战
- 四、 管理资本流动的宏观审慎措施
- 五、 结语

一、 导言：关键问题

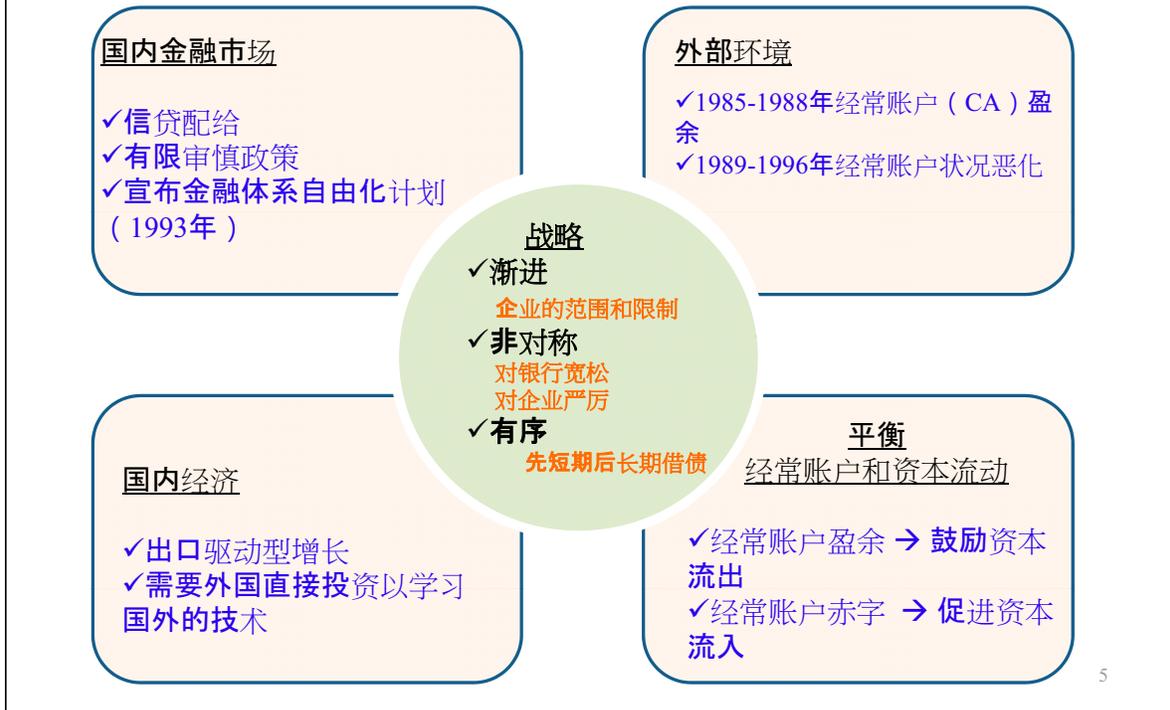
- 资本账户自由化和外部脆弱性
 - 资本账户自由化进程
 - 资本流动和资产价格波动
- 资本流动管理：宏观审慎动机
 - 挑战：顺周期性、外部性、宏观金融关联性、**互联性**
 - 主动政策反应：宏观审慎政策有助于降低泡沫、**增加经济弹性**
- 资本流动相关宏观审慎措施（MPM）
 - 1、对银行外汇衍生品头寸设定上限；
 - 2、银行税；
 - 3、**恢复**对外资债券投资征税；
 - 4、**修正后的托宾税**或金融交易税

3

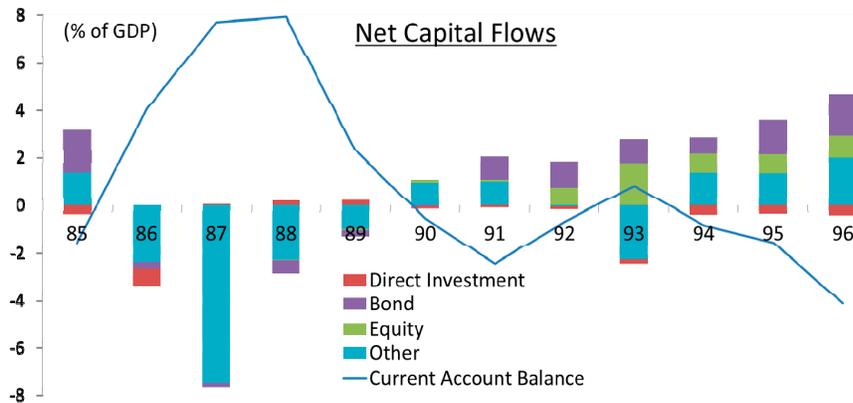
二、 资本账户自由化进程

4

1997年之前推动韩国资本账户自由化的力量



韩国经常账户自由化的时间表



证券投资流出 (机构投资者)	允许海外投资 (1988年) ; 提高上限 (1992年、1993年) ; 取消上限 (1994年)
外国直接投资 流出	允许借贷外汇用于海外投资 (1989年) ; 收紧上限 (1991年) ; 提高上限 (1992年)
银行资本流入	允许发行债券 (1989年) ; 取消银行短期借款的上限 (1994年)
证券投资流入	开放股票市场 (1991年) ; 提高外国公民持有股票的上限 (1994年、1995年)

亚洲金融危机之后的资本账户自由化

步骤1：取消对资本流入的限制

1998年：开放入境证券投资

1999年：开放所有资本账户交易，
有特殊说明的除外

步骤2：发展国内外汇市场

2002年：向证券和保险公司开放国内银行间外汇市场

步骤3：放松对海外投资的管控

2005年：放松对个人和保险公司
海外投资的限制

2006年：增加对外汇银行未平仓
合约净额的限制，
放松对资本交易的限制

7

三、资本流动和政策挑战

8

资本流动和宏观金融稳定性

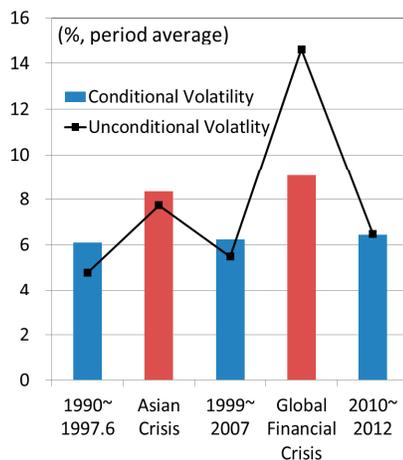


9

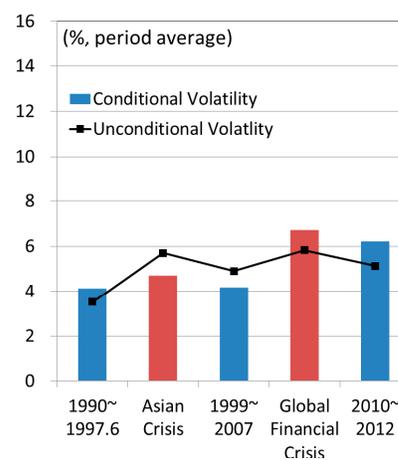
资本流动波动性

- 资本流入的波动性通常比资本流出更高，且在非危机时期有一个稳定的波动幅度

资本流入的波动性
(占GDP的百分比)



资本流出的波动性
(占GDP的百分比)



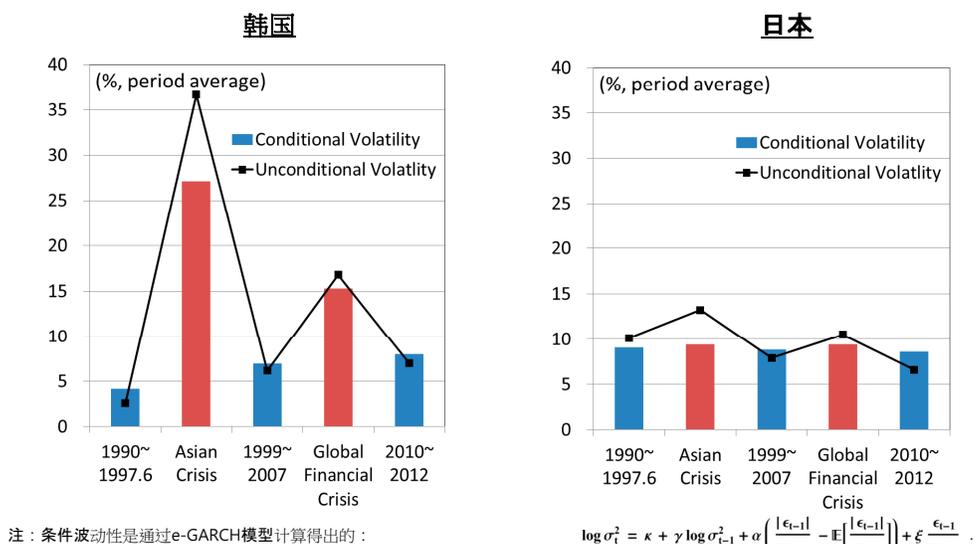
注：条件波动性是通过e-GARCH模型算出的：

$$\log \sigma_t^2 = \kappa + \gamma \log \sigma_{t-1}^2 + \alpha \left(\frac{|\epsilon_{t-1}|}{\sigma_{t-1}} - \mathbb{E} \left[\frac{|\epsilon_{t-1}|}{\sigma_{t-1}} \right] \right) + \xi \frac{\epsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}}$$

10

汇率波动性

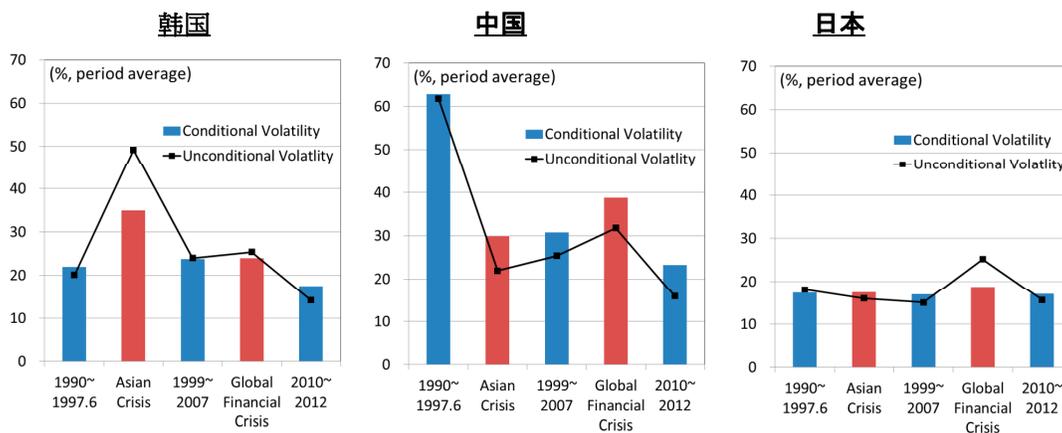
- 金融危机期间韩元的波动性大幅增加，而日元的波动模式较为稳定



11

股票价格波动性

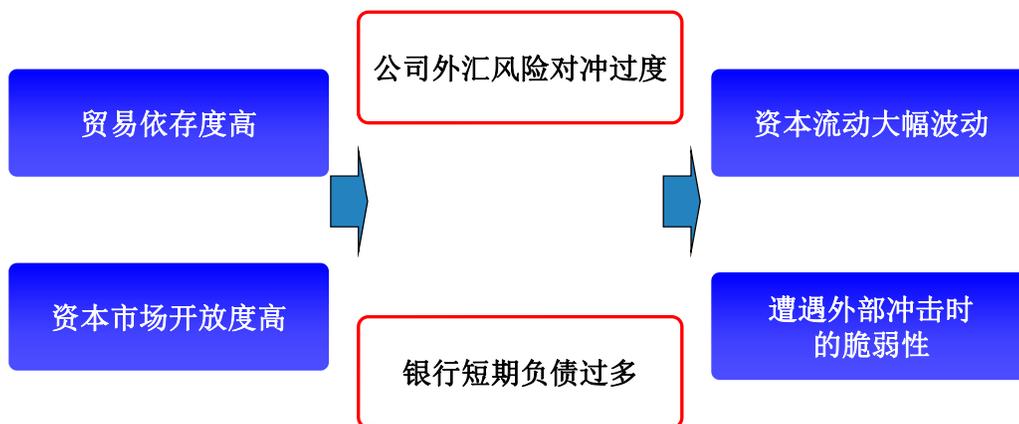
- 股票市场波动性主要取决于各国国内因素，全球金融气候对其影响有限



12

全球金融危机前的结构问题

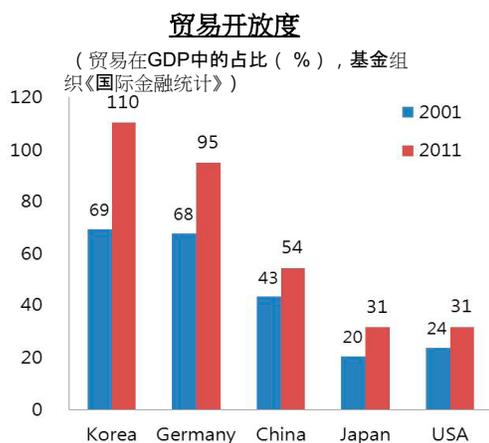
- 在全球金融危机之前，外债，特别是银行的短期借款的急剧增加，加剧了金融脆弱性。



13

贸易和金融开放度

- 贸易和金融市场开放度高
→ 在金融动荡时期高开放度可能导致高脆弱性



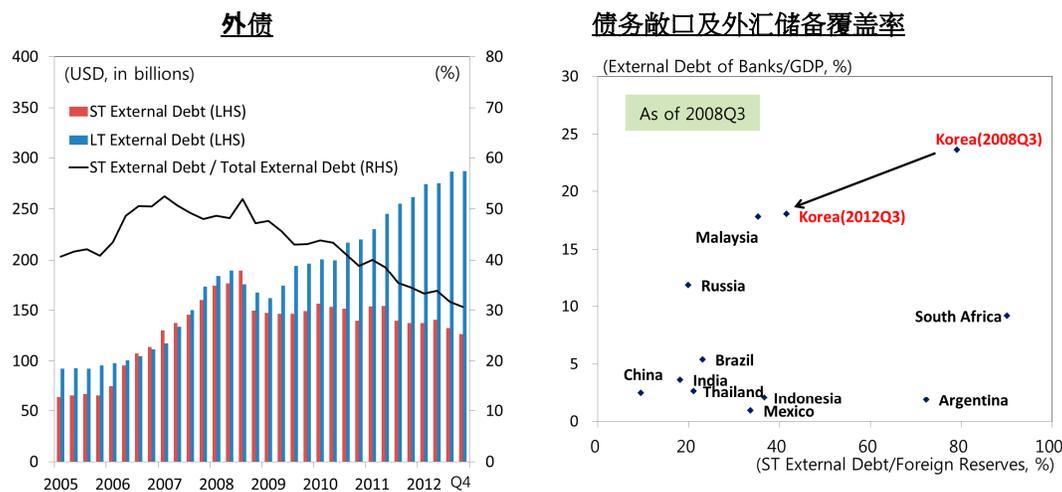
金融开放度
(2009年资本准入指数, 梅肯研究院)

排名	国家	得分 (10分制)
1	加拿大	8.25
2	香港	7.99
3	英国	7.95
4	新加坡	7.92
5	美国	7.88
12	韩国	7.39
16	法国	6.99
20	德国	6.84
23	日本	6.72
26	台湾	6.54

14

韩国的外债

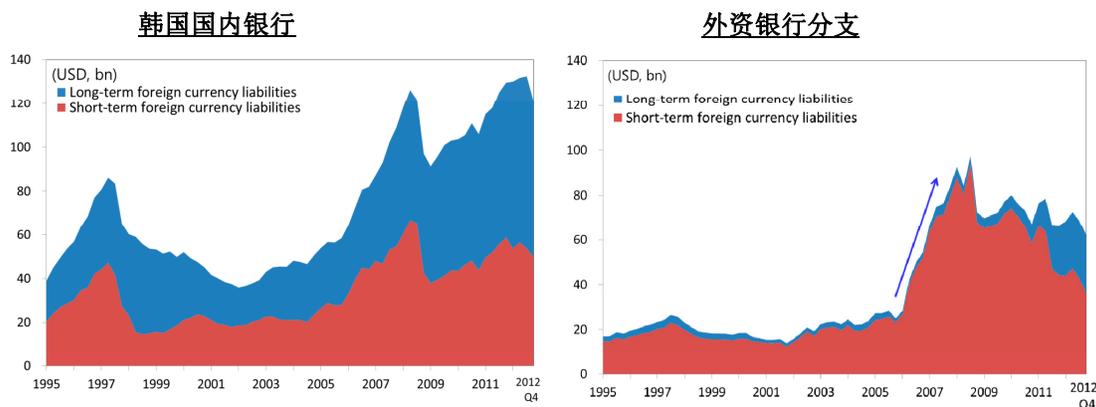
- 在全球金融危机之前外债急剧上升
 - 在全球金融危机前夕，短期债务占外汇储备的比率以及银行外债占GDP的比率比其他新兴市场国家高
 - 上述两个比率下降主要是因为宏观审慎措施和去杠杆化



15

银行的外债

- 短期外债的急剧增加主要是由银行，尤其是外资银行在韩分支推动的
 - 2006年1季度至2008年3季度期间，国内银行的短期债务翻了一番，外资银行分支的短期债务翻了两番

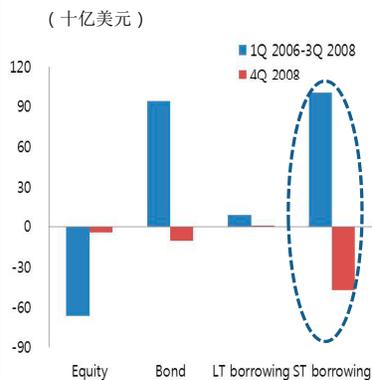


16

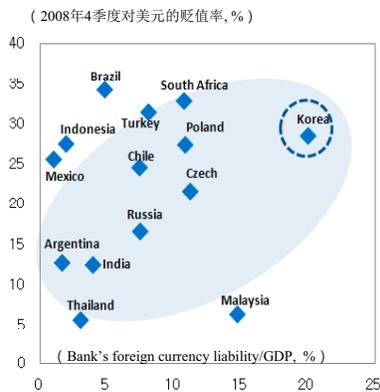
短期债务和波动性

- 全球金融危机期间金融市场的高波动性与短期债务敞口有关

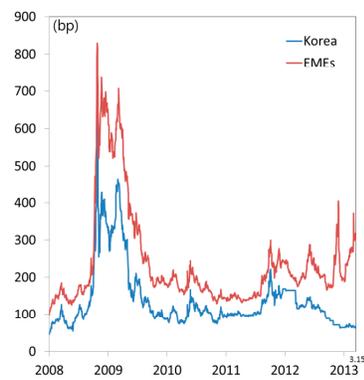
资本流动（按类型分）



汇率波动



信用违约掉期（5年期）溢价

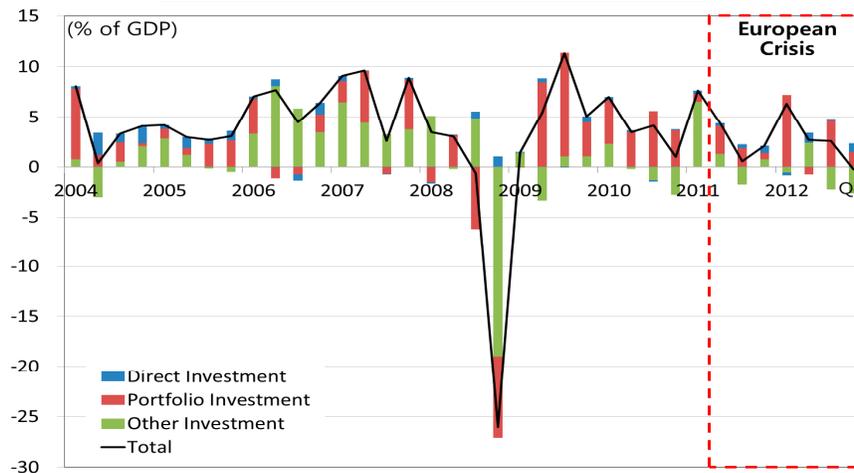


17

危机后的资本流动

- 2009年2季度，资本流入恢复，主要是证券投资
- 在欧元区债务危机期间，韩国表现出很强的弹性，尤其是证券投资大量流入

韩国的净资本流入：2000年1季度—2012年4季度

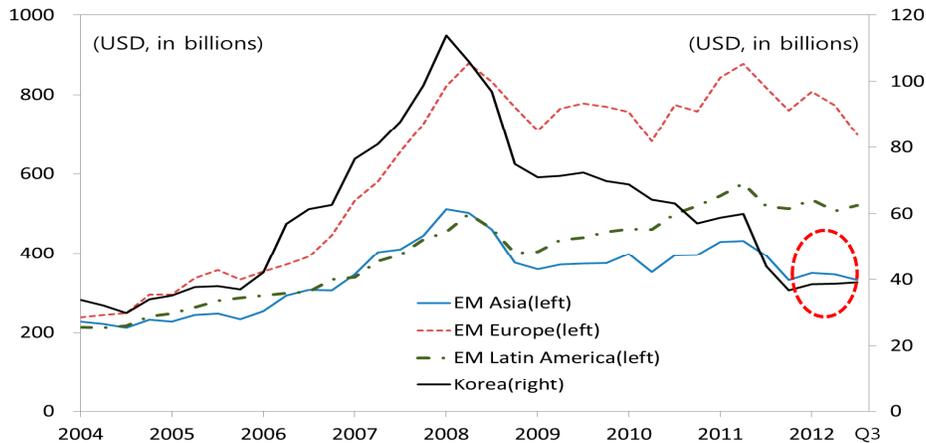


18

欧洲银行去杠杆化

- 新兴市场的去杠杆化发生在2011年下半年
- 欧元区银行的去杠杆化比欧洲新兴市场国家更严重
- 亚洲新兴市场国家和韩国的去杠杆化在2012年停止

欧元区银行对新兴市场的债权



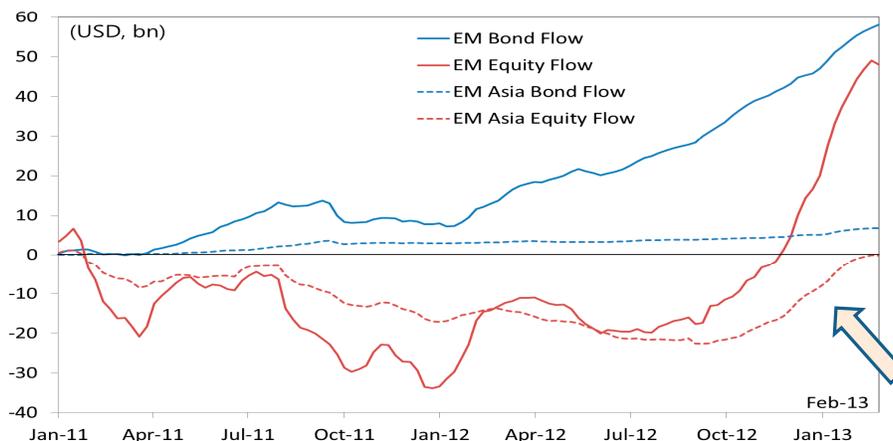
资料来源：国际清算银行

19

新兴市场国家去杠杆化

- 亚洲新兴市场国家去杠杆化发生在2011年7月至2012年9月期间，主要形式是股权资本流出
- 从2012年10月开始，股权资本恢复流入新兴市场国家

新兴市场国家投资基金净流入



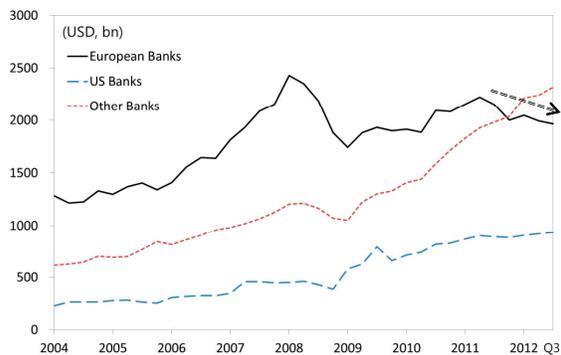
资料来源：新兴市场投资基金研究公司（EPFR）

20

亚洲去杠杆化

- 欧洲银行主导了亚洲最近的去杠杆化
- 但在2011年4季度之后，中国的资本流入速度很快

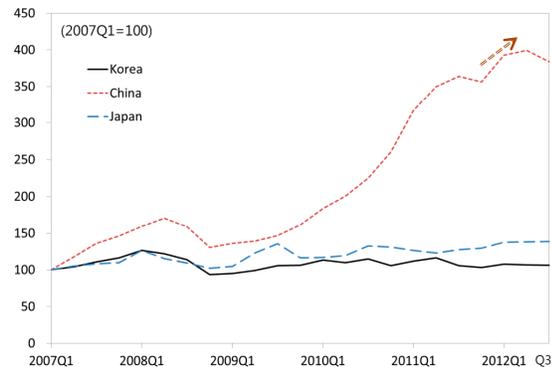
国际清算银行报告：银行在亚洲的头寸



注：包含澳大利亚和新西兰

资料来源：国际清算银行

国际清算银行成员行对三个国家的债权

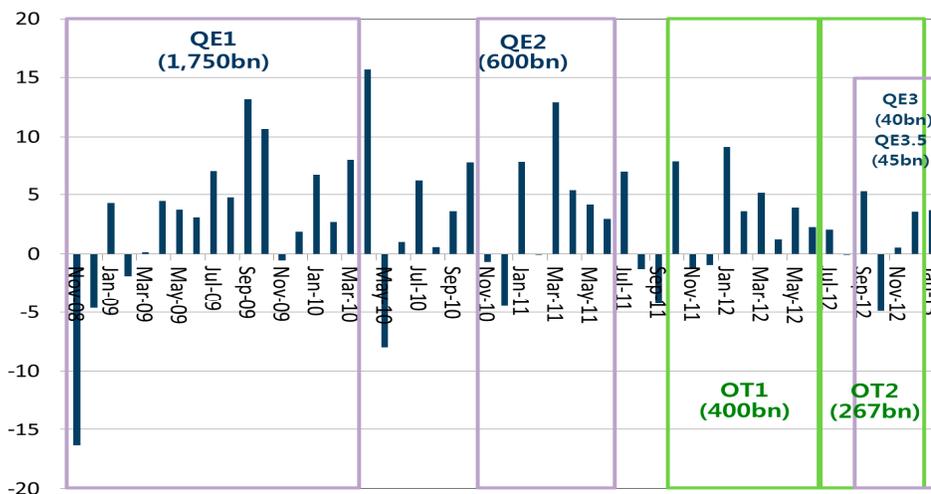


21

美联储的量化宽松及韩国资本流入

- 较早的量化宽松措施对韩国资本流入的影响较大
- 资本流入下降，从2012年开始企稳

韩国的资本流入



22

四、资本流动管理的宏观审慎措施

23

宏观审慎措施

- 宏观审慎动机
 - 通过矫正市场失灵，增加金融稳定性
 - 有别于资本控制，因为宏观审慎措施既适用于居民也适用于非居民
- 为了降低相关系统风险，韩国最近引入了三种与资本流动相关的宏观审慎措施
 - 对银行的外汇衍生品头寸设定上限（2010年10月）
 - 银行税（2011年8月）
 - 银行税适用56家金融机构，包括13家商业银行，38家外资银行分支机构，这是在考虑了对系统风险的潜在促进作用的基础上根据债务到期期限确定的。
 - 对外国投资者债券投资的利息收入征收预扣税（2011年1月）

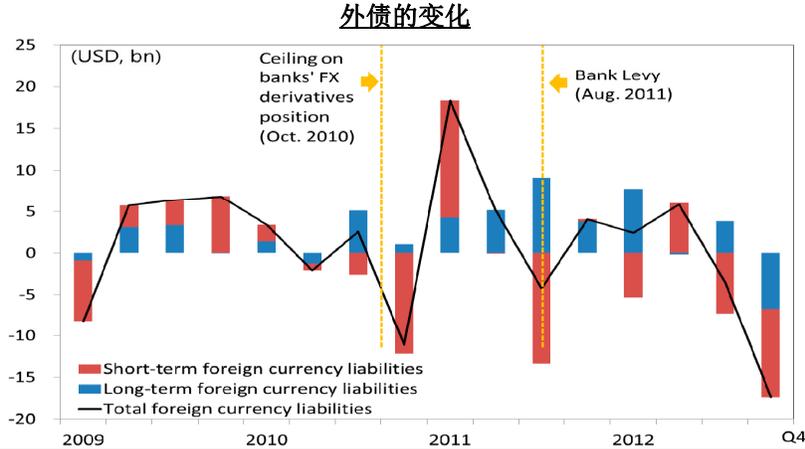
24

对银行的外汇衍生品头寸设定上限

- 目标：通过抑制银行的外汇风险敞口降低银行的短期债务
- 措施：对银行的外汇衍生品头寸设定上限

	2010年10月	2011年7月	2012年12月
内资银行	资本的50%	40%	30%
外资银行分支机构	资本的250%	200%	150%

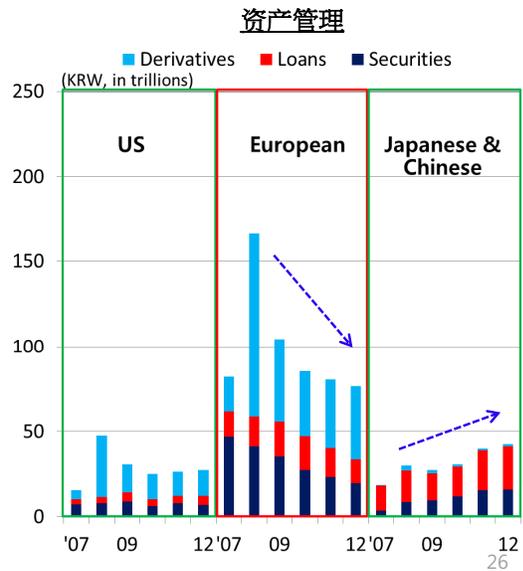
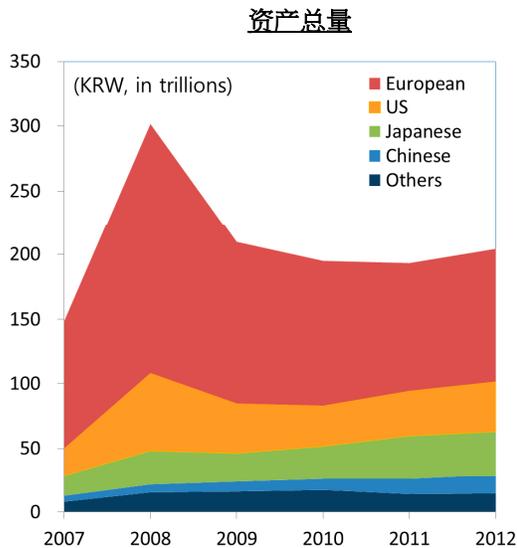
- 效果：延长银行外债的到期期限



25

在韩外资银行资产变化

- 全球金融危机之后，欧洲银行在韩资产减少，而亚洲银行在韩资产增加
- 这主要是因为欧洲银行的去杠杆化以及韩国对银行的外汇衍生品头寸设定更严格的上限



26

银行税

- 目标：降低银行对非核心外债的依赖性，鼓励银行增加长期外债
- 措施：对非核心外汇负债征税（2011年8月）
 - 到期期限少于1年的税率为0.2%，到期期限大于1年的税率更低
- 外资银行分支机构短期外债净回报率的计算方式：

套利动机=3个月期定期存款利率——3个月期伦敦银行间同业拆借利率——3个月期掉期利率

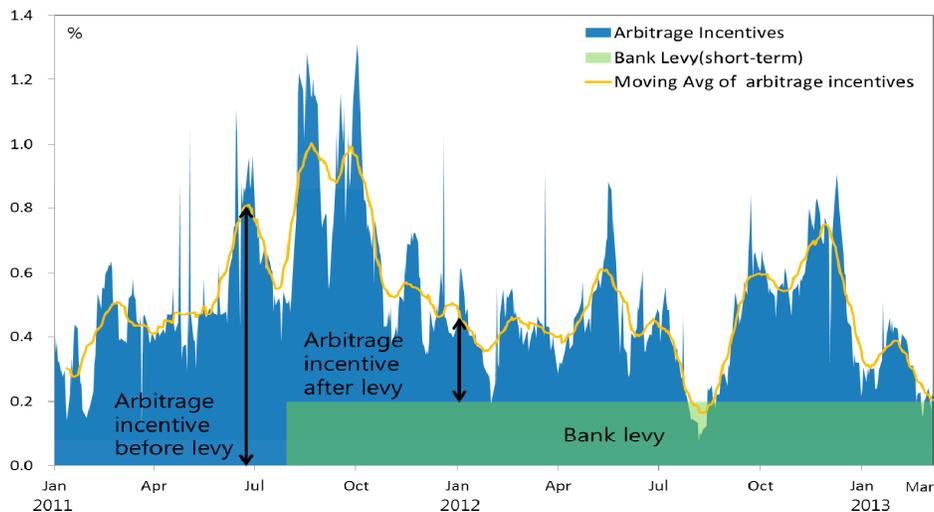
- 外资银行分支机构在3个月期伦敦银行间同业拆借市场借得美元，然后在掉期市场将美元换成韩元，然后将韩元在韩国存为3个月的定期，由此得到的无风险净收益率

27

银行税

- 效果：降低外资银行分支机构的套利动机、延长银行外债的到期期限

外资银行分支机构的套利动机

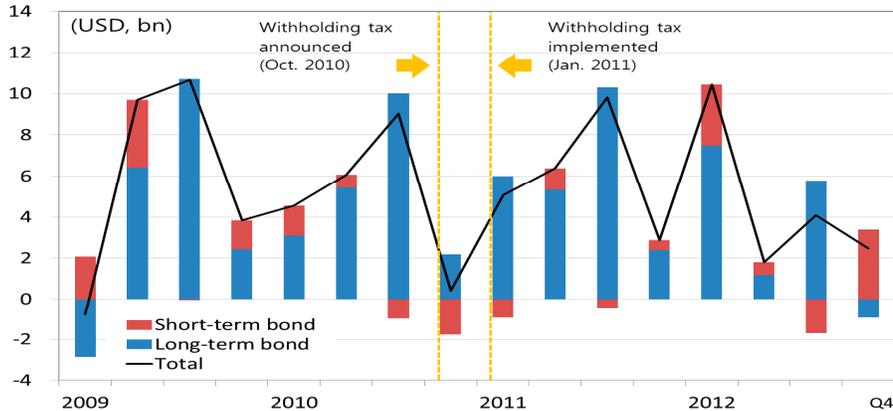


28

恢复对外国投资者的债券投资征税

- 目标：抑制外国投资者对韩国国债的投资大幅增加（在第二轮量化宽松之后）
- 措施：对外国投资者债券投资的利息收入征收15.4%的预扣税（2011年1月）
 - 自2009年5月以来对外国投资者免征预扣税
 - 恢复居民和非居民之间的同等待遇
- 效果：降低外国投资者的债券投资

外国投资者的债权投资



29

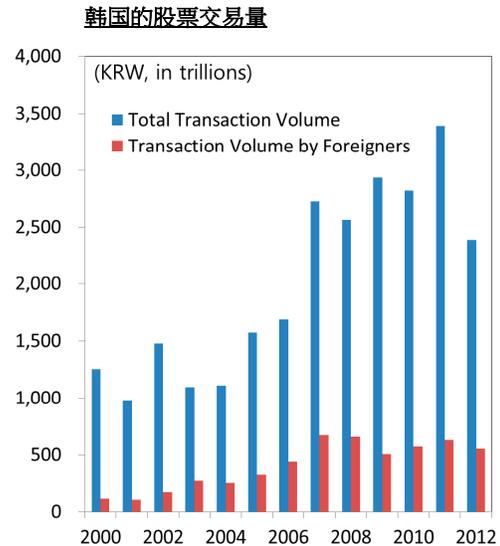
衡量韩国宏观审慎措施的效果

- 虚拟事实模型分析（Changho Choi, 2012年）
 - 基于银行外债的（贝叶斯VAR）模型
 - 最重要的调整发生在政策出台之后的第一个季度
- 对银行外债设定上限
 - 减少总的外债；
 - 对短期外债更有效
- 对内资银行的外债征收银行税
 - 减少银行外债；
 - 对短期外债更有效

30

金融交易税 (FTT)

- 韩国的金融交易税
 - 股票交易征收0.3%的金融交易税
 - 货币、债券和衍生品交易不收交易税
- 其他国家的金融交易税
 - 欧盟11国：股票和债券交易征收0.1%的税，衍生品交易征收0.01%的税（从2014年1月起生效）
 - 巴西：国际债券销售和贷款征收6%的税
 - 英国：股票征收0.5%的交易税（印花税储备税）



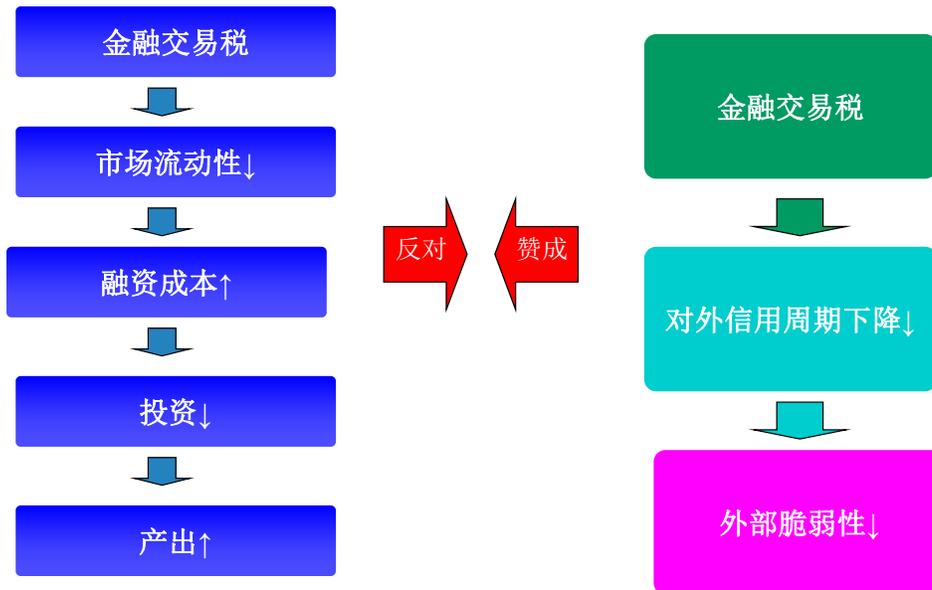
31

韩国有关金融交易税的讨论

- 有关金融交易税的讨论
 - 目的在于稳定金融市场而非增加税收收入
 - 正在考虑对债券和货币交易征收交易税
- 对债券交易征收金融交易税的可能性大于货币交易
 - 对货币交易征收金融交易税可能会违反经合组织的资本流动自由化法规
 - 外资机构的韩国债券持有量近期上升
 - 5.83%（2010年3月） → 7.1%（2012年2月）

32

金融交易税的成本与收益



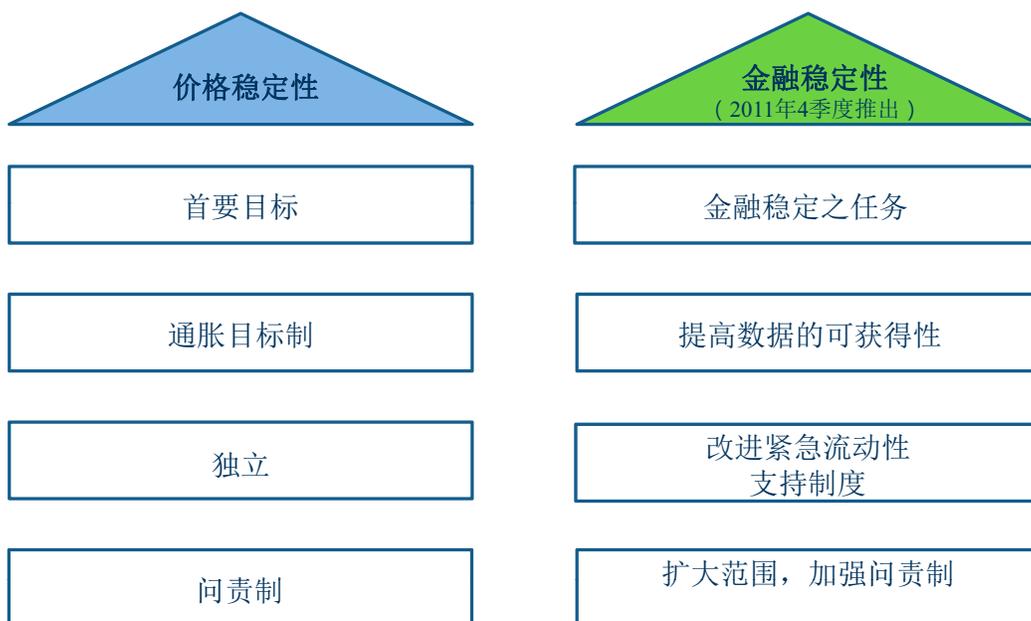
33

五、结语

- 机构改革
- 国内政策协调
- 国际政策协调

34

机构改革：对韩国银行法案的修订（2011年）



35

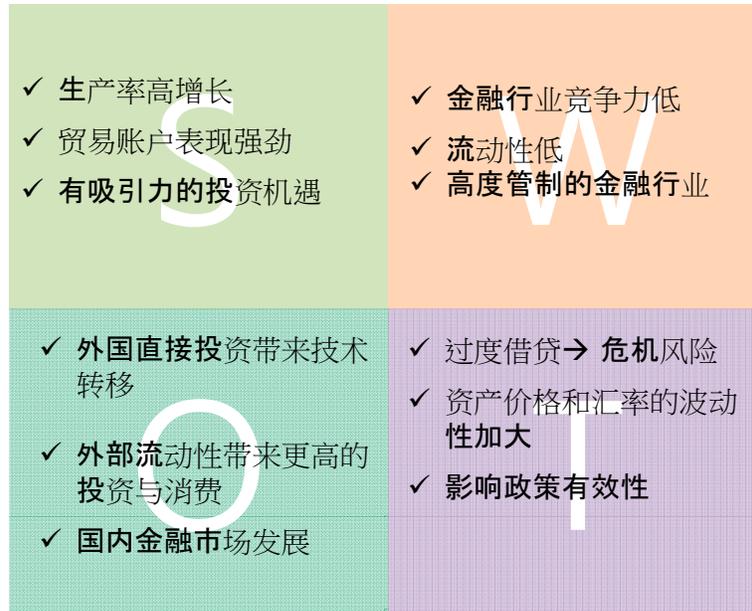
国内政策协调

- 需要在宏观审慎机构之间建立明确的、正式的政策协调机制



36

新兴市场经济体在资本账户自由化中的优势、劣势、机遇和挑战（SWOT）



37

国际政策协调

- 加强地区/全球政策协调以防止危机发生或进行危机管理
 - 地区金融合作
 - 对于东盟+3国家，
清迈倡议多边化协议（CMIM）
亚洲债券市场倡议（ABMI）
 - 全球政策协调
 - 减轻全球银行/流动性扩张带来的负面影响
 - 防止监管套利

38

地区金融合作

- 提供地区金融安全网
 - 货币掉期方案
 - 在不产生污名效应的前提下补充现有的金融稳定网

- 有利于减少本地区的不平衡：
 - 对出口高度依赖，而国内需求不振
 - 实体经济发达，但金融业却不够发达
 - 地区内贸易额很高，但金融一体化水平较低

39

全球政策协调

- 有序退出流动性扩张
 - 协调流动资金供应方和接收方
 - 随着全球流动资金的回撤，接收方得：
 - 用国内流动资金作为补充
 - 采取措施稳定国内金融市场

- 全球金融安全网
 - 地区金融安全网和国家金融安全网在应对地区和全球冲击时可能无法发挥作用
 - 建立多层级的体系：全球金融安全网—地区金融安全网—国家金融安全网

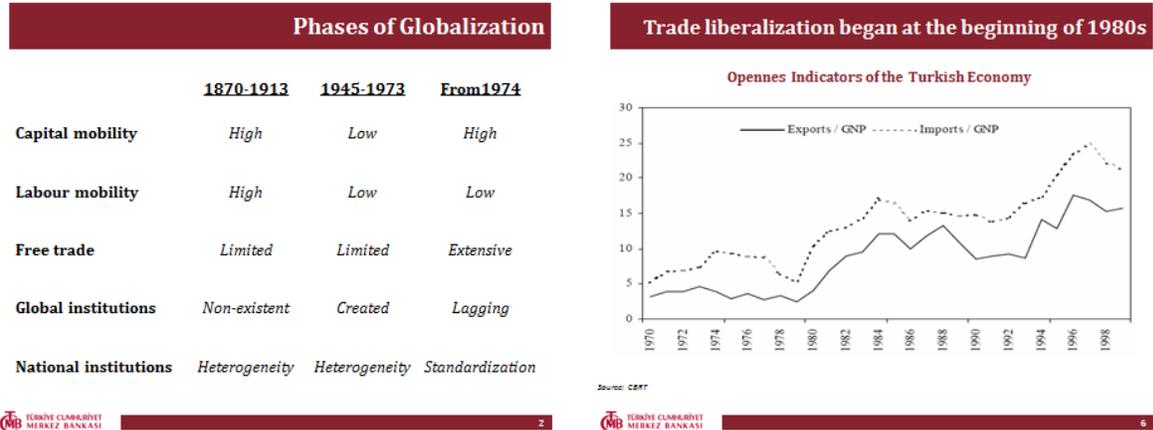
谢谢！

40

放开资本账户：土耳其的案例

Turalay Kenç

全球化分三个主要阶段（幻灯片 2）。1870 年至 1913 年之间，资本和劳动力的流动性较高，自由贸易受到限制，在动荡时期没有一家全球机构负责提供政策建议和金融安全网。全球化的第二个阶段（1945-1973 年），资本和劳动力的流动性较低，自由贸易再次受限。在这个阶段成立了全球机构。现在我们正处于全球化进程的第三个阶段，特征是高资本流动和有限的劳动力流动。与之前两个阶段不同，在全球机构的支持下，自由贸易是当前的一种普遍现象。



A. 资本账户开放以前的时期：

关于资本账户开放的理想时点有大量文献。普遍的共识是，应该先放开经常账户。如果满足了以下要求，就能放开资本账户：

- 财政纪律
- 宏观经济稳定
- 国内金融部门受到监管
- 劳动力市场改革

土耳其从 20 世纪 80 年代上半期开始进行经常账户开放，同时推行出口带动增长的战略（幻灯片 6）。80 年代下半期启动了一项金融部门改革规划，1989 年 8 月，资本账户放开（幻灯片 7-8）。

Financial market reform before CAL

- Money market reform
 - ✓ Central bank open market operations
 - ✓ Organised repo market
 - ✓ Interbank money market
- Deregulation of interest rates
- Capital market reform
 - ✓ New Law
 - ✓ Capital Markets Board
 - ✓ Istanbul Stock Exchange
- Government securities auctions



Full capital account liberalization was accomplished in 1989

The main points in Decree 32 were as follows:

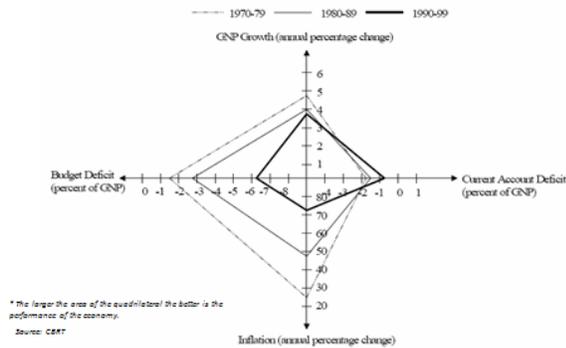
- Residents can buy foreign currencies without any limitation
- Non-residents can buy and sell Turkish lira and foreign currencies
- Non-residents can buy and sell all the listed and newly issued securities
- Residents can buy and sell FX denominated instruments
- Obtaining foreign credits is liberalized.
- Non-residents are allowed to open Turkish lira accounts and to transfer principal and interests in either Turkish lira or foreign currency.



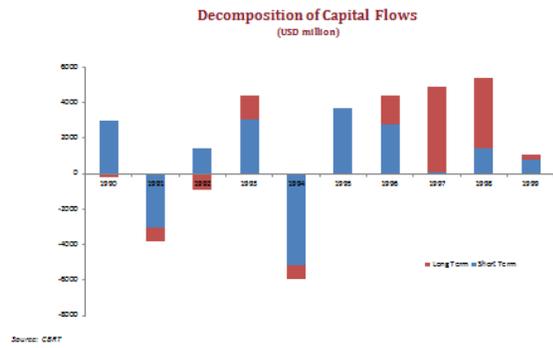
B. 资本账户开放之后的宏观经济发展

当我们比较资本账户开放之前和之后的阶段，会发现预算赤字显著增加，通货膨胀上升到更高的水平。同时，经济平均增长率有所下降，平均经常账户逆差扩大（幻灯片 10）。资本账户开放之后的十年，资本流动以短期为主并且十分波动（幻灯片 11）。

Main Macroeconomic indicators after CAL

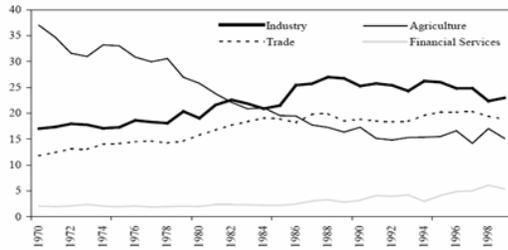


Capital flows were short-sighted and very volatile



资本账户开放之后，金融部门开始快速增长，超过土耳其经济中的任何其它部门（幻灯片 12）。然而，银行体系一直在资产负债表中持有外汇敞口头寸，不进行对冲，而且银行体系的资本结构十分薄弱（幻灯片 12-13）。

Share of the financial sector in the economy has increased

Sectoral Growth Rates
(Annual Percentage Change)

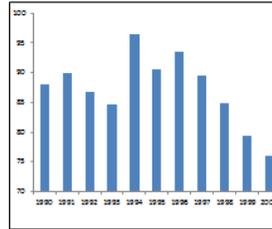
Source: Ministry of Development

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
MERKEZ BANKASI

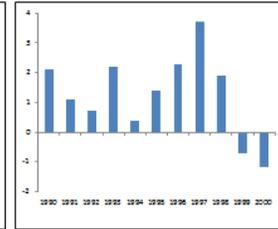
11

Financial sector was very fragile against shocks

FX Assets/FX Liabilities



Net Capital/Total Assets



Source: BİSİA

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
MERKEZ BANKASI

12

在这种环境下，土耳其经济经历了两次主要的金融危机（幻灯片 14）。1994 年危机时，GDP 下降了 6.1%，通货膨胀跃至 125.5%，美元/土耳其里拉汇率从 0.011 升至 0.03，有三家私人银行破产。但 2001 年危机对金融市场的毁灭性影响远远高于 1994 年危机。由于银行资产负债表的大规模损失，一些银行被清算或者合并。结果，体系内的银行数量从 79 家减少至 61 家。

Financial crises: 1994 and 2001

	1994 Crisis			2001 Crisis		
	1993	1994	1995	2000	2001	2002
GNP Growth	8.1	-6.1	8	6.8	-5.7	6.2
CPI	71	125.5	76	39	68.5	29.7
Unemployment	8.9	8.6	7.6	6.5	8.4	10.3
Current Account Deficit/GNP	-3.5	2	-1.4	-3.7	1.7	-0.6
PSBR/GNP	10.2	6.2	5	8.9	12.1	10
USD/TL (average)	0.011	0.03	0.046	0.62	1.22	1.5
Number of Banks	70	70	67	79	79	61

Source: Ministry of Development

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
MERKEZ BANKASI

14

Summary: Capital account liberalization
under fiscal dominance

- > Government budget deficit further increased in the presence of cheaper foreign borrowing.
- > Monetary policy was not effective due to fiscal dominance.
- > Due to weak fundamentals the financial system was unable to absorb shocks.
- > Local currency bond market was shallow.
- > Real exchange rate misalignments due to crawling peg system in a high inflation environment.
- > Major part of the flows were in short term.

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
MERKEZ BANKASI

15

总而言之，土耳其经济是在财政支配和金融体系薄弱的背景下放开资本账户的最佳案例。土耳其的经验清楚表明，资本账户开放进一步扩大了政府的预算赤字。由于政府赤字主要由银行体系通过对外借款提供资金。政府提供的隐性汇率担保进一步鼓励银行向国外借款。在这样的环境之下，当资本流动发生逆转时，国内机构对资产负债表进行调整是非常艰难的。

C. 2001 年危机之后的重组

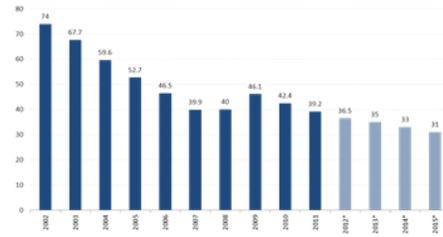
土耳其与基金组织签署了一项备用协议，对经济进行重组。在重组期间，财政纪律得到加强，货币政策从货币目标转为以通货膨胀为目标，金融体系被重组，实行了加强公司框架的新规定。

Restructuring after the 2001 crisis

- Fiscal discipline enhanced
- Monetary policy shifted from monetary targeting to inflation targeting
 - Central bank independence enhanced
 - Moved from crawling peg to free floating exchange rate regime
- Financial system restructured
- New regulations enacted to strengthen corporate framework

Public debt stock has been declining

Public Debt/GDP
(as of 2012, %)

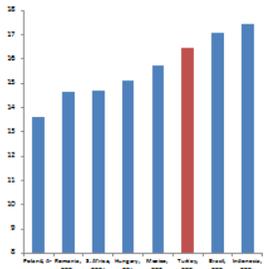


Source: Ministry of Development, Projections: MTP 2013-15

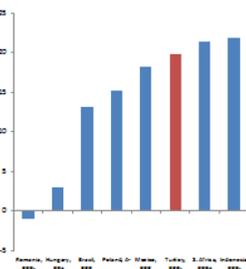
21 世纪土耳其经济发生了显著的转变。公共债务存量从 74% 降至 40%，金融体系的资产负债表已经成为具有健康的居民和公司部门资产负债表的新兴市场经济体中最强的。强劲的经济基本面使土耳其能够抵御近期的全球金融危机。危机后，土耳其已经能够维持较高的经济增长率和较高的就业创造率（幻灯片 21-22）。

Strong banking sector

Capital Adequacy Ratio
(as of 2012 Q2, %)



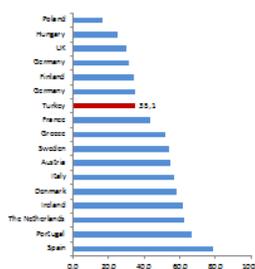
Return on Equity
(as of 2012, Q2)



Source: FSI - IMF, CBRT

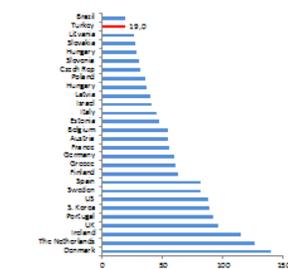
Indebtedness Levels of households and firms are relatively low

Corporate Liabilities
(% of GDP, 2011)



Source: ECB, CBRT

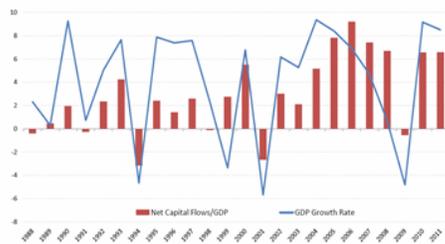
Household Liabilities
(% of GDP, 2011)



Source: ECB, CBRT

Turkey sustained high growth rates after the 2001 crisis

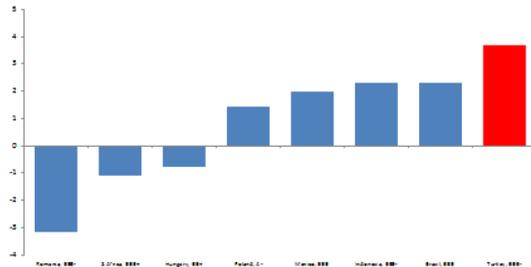
Capital Flows and GDP Growth in Turkey
(Percent, Annual)



Source: CBRT

Job creation has been strong in the post Global Crisis period

Annual Average Employment Growth in Investment Grade EMEs
(2008-2011)



Source: WEO, Turkstat, CBRT

D. 对资本账户开放的政策教训

土耳其的经验表明，以下政策措施对于一个成功的资本账户开放进程是至关重要的：

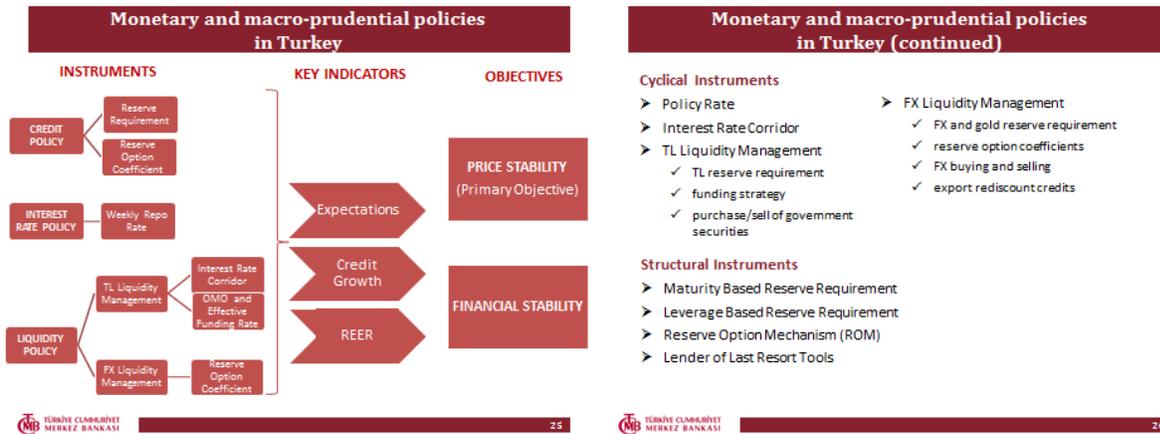
资本流动管理：国际经验

- 应该巩固成为一个强劲且资本充足的银行体系。
- 不应该存在财政支配。
- 货币政策应该独立并准备好积极采用货币政策工具来应对资本流动。
- 受到良好监管的资本市场（即本币债券市场和股票市场）可能有助于降低资本流动造成的波动性。

E. 引入鼓励长期投资和外国直接投资的规则 and 规定

全球金融危机之后的资本流动管理政策

土耳其中央银行采用了一种新的战略来应对资本过度流入，这是先进经济体中央银行量化宽松政策的后果之一。通过采用信贷政策、利率政策和流动性政策，土耳其中央银行旨在实现价格稳定（主要目标）以及金融稳定（幻灯片 25-26）。



除了其它宏观审慎政策，土耳其开始推行了一种新的政策工具，即准备金选择机制。根据这一机制，银行可以持有外汇或黄金来代替土耳其里拉作为土耳其里拉准备金要求。另外，CBRT可以通过改变准备金选择系数来改变持有外汇或黄金的成本（幻灯片 28）。在实行准备金选择机制政策之后，土耳其中央银行的国际储备显著增加（幻灯片 30）。另外，宏观审慎政策降低了土耳其里拉对美元的相对波动性（幻灯片 31-32）。

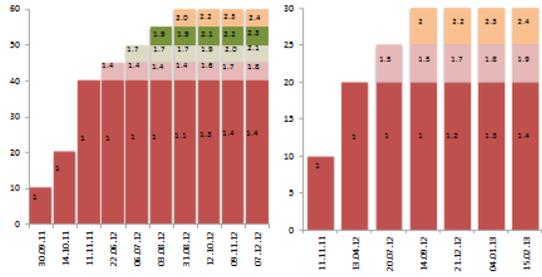
Macro-prudential policies in Turkey

- Capital adequacy
 - ✓ dividend restriction policy
 - ✓ risk weighting policy - higher weights for consumer loans
 - ✓ capital charges on larger maturity mismatches
- Provisions - higher rate on consumer loans
- Lending policy
 - ✓ guidance on annual loan growth rate
 - ✓ limits to credit card payments
 - ✓ ban on consumer FX lending
- Reserve requirements
 - maturity related measures
 - leverage related measure
- LTV caps for residential and commercial property loans

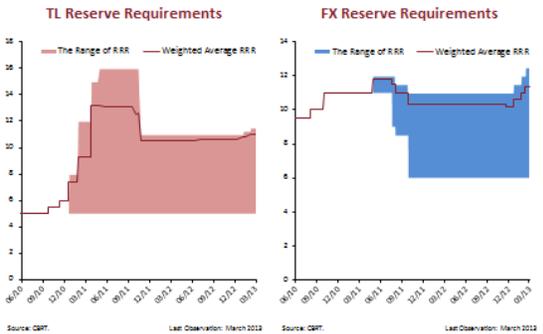


Turkish innovation: ROM, an automatic stabilizer

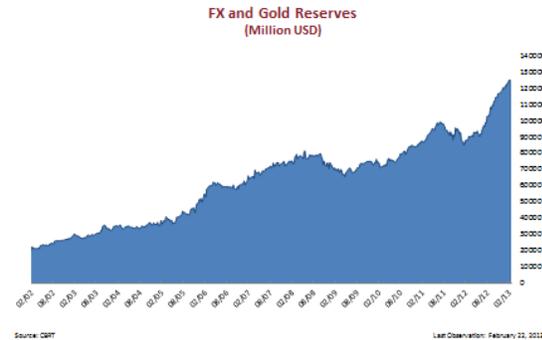
ROCs for TL Reserve Requirements to be Maintained in FX* (% of TL RRs) ROCs for TL Reserve Requirements to be Maintained in Gold* (% of TL RRs)



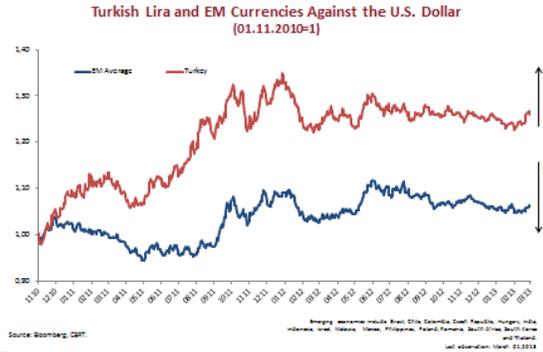
Reserve requirement policy



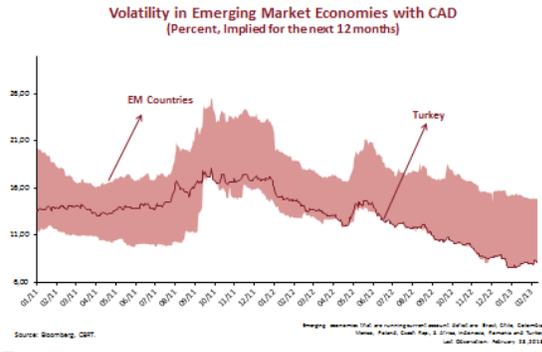
ROM boosted international reserves



TL relative to other EMEs currencies



Implied FX volatility





新兴市场资本流动管理

其他经济体资本账户自由化的经验 土耳其的经验

TURALAY KENC博士、教授

土耳其共和国中央银行副行长
2013年3月

全球化的各个阶段

	<u>1870-1913年</u>	<u>1945-1973年</u>	<u>1974以后</u>
资本流动性	高	低	高
劳动力流动性	高	低	低
自由贸易	受限	受限	广泛
全球性机构	不存在	建立	进展缓慢
国家机构	差异化	差异化	标准化

概要

- 一、前资本账户自由化（CAL）时期
- 二、资本账户自由化之后的宏观经济发展
- 三、2001年危机后的重组
- 四、全球金融危机后的资本流动管理政策

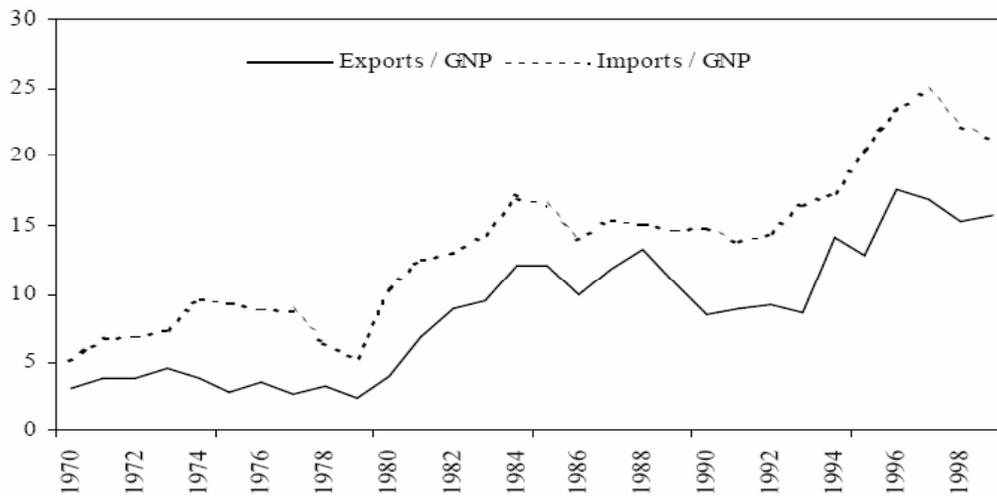
土耳其的前资本账户自由化时期

资本账户自由化的前提条件

- 资本账户自由化的时机
 - ✓ 经常账户与资本账户
- 资本账户自由化的前提条件：
 - ✓ 财政纪律
 - ✓ 宏观经济稳定
 - ✓ 国内金融部门管理有条且具有弹性
 - ✓ 劳动力市场改革

贸易自由化开始于20世纪80年代初

土耳其经济的开放度指数



资料来源：土耳其央行

资本账户自由化之前的金融市场改革

- 货币市场改革
 - ✓ 央行公开市场操作
 - ✓ 有序的回购市场
 - ✓ 银行间货币市场
- 撤销利率管制
- 资本市场改革
 - ✓ 新的法律
 - ✓ 资本市场委员会
 - ✓ 伊斯坦布尔股票交易所
- 政府证券拍卖

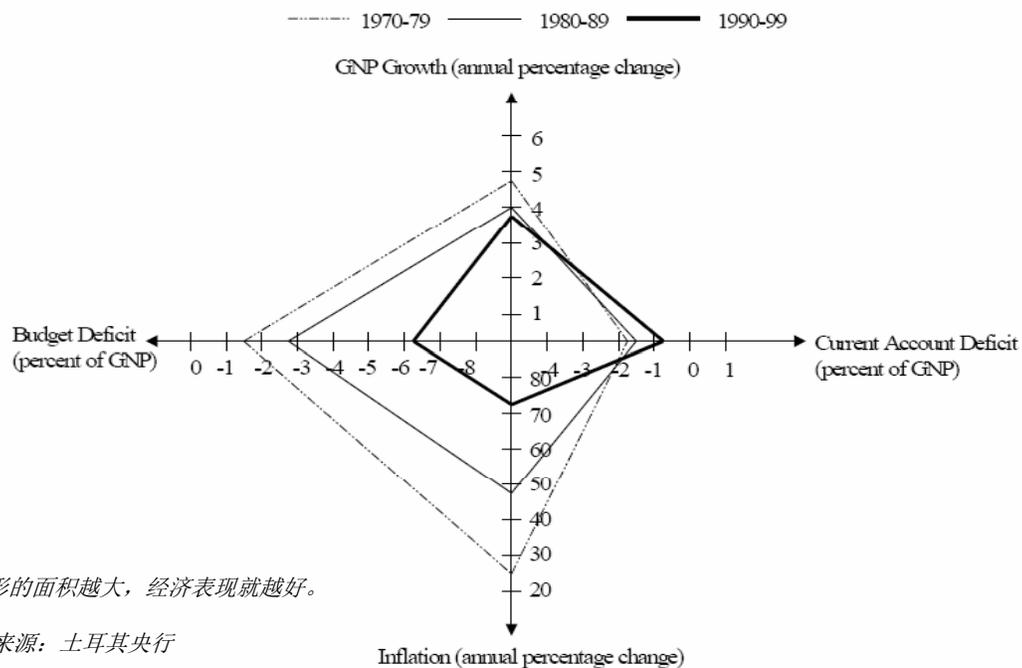
1989年实现资本账户的完全开放

第32号法令的内容要点如下：

- 居民购买外汇不受任何限制
- 非居民可以买进或卖出土耳其里拉和外汇
- 非居民可以买进或卖出上市公司或新发行的证券
- 居民可买进或卖出外币计价金融工具
- 开放外国信贷业务
- 非居民可开立土耳其里拉账户，可进行土耳其里拉或外币本金及利息转账

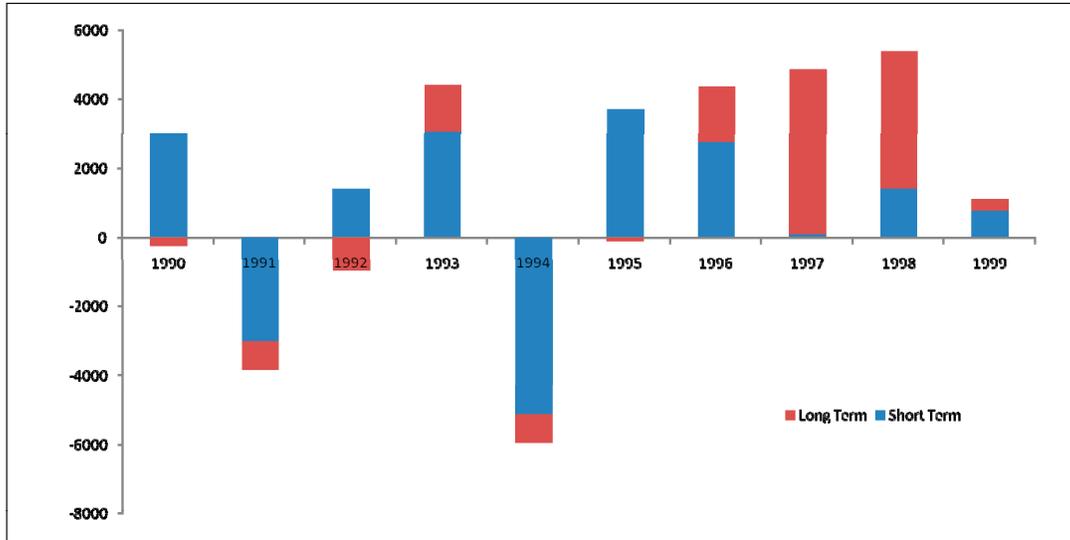
资本账户自由化之后的宏观经济发展

资本账户自由化之后的主要宏观经济指标



资本流动都是短视的且波动性很大

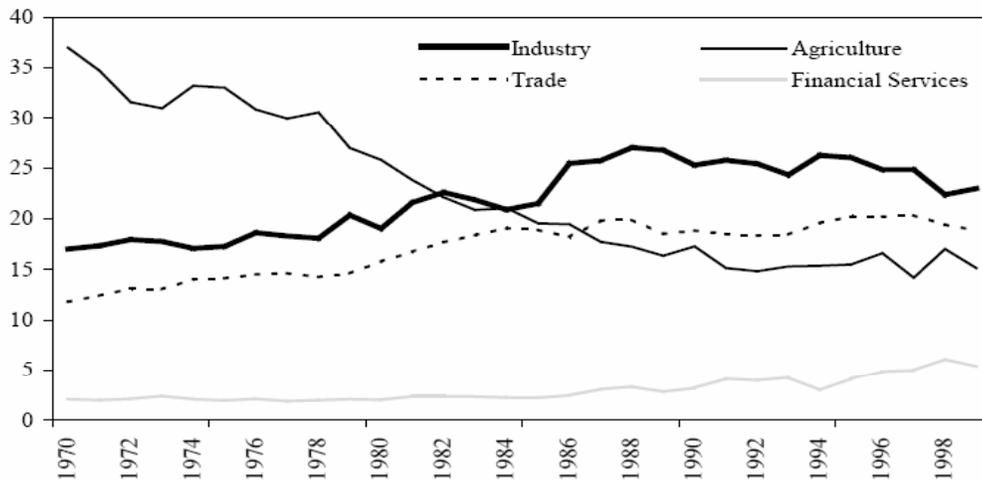
资本流动的构成
(百万美元)



资料来源：土耳其央行

金融部门在经济中所占比重增加

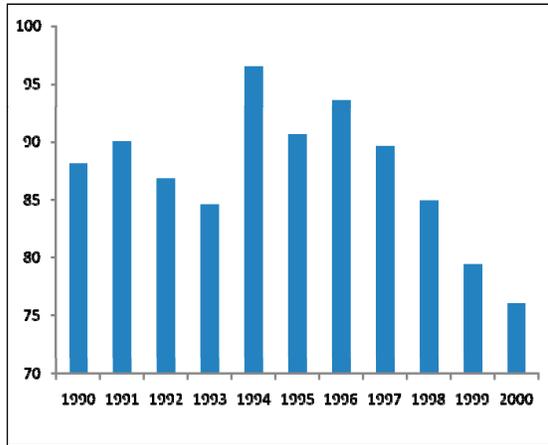
部门增长率
(年变化百分比)



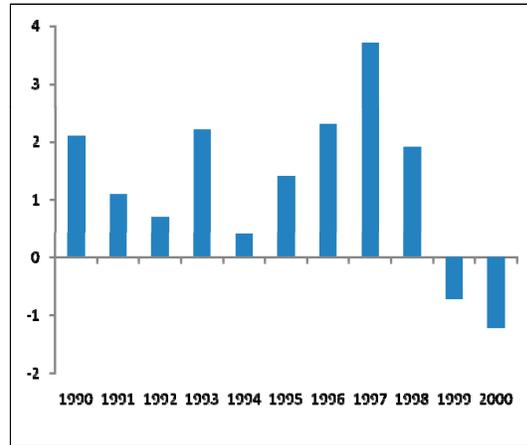
消息来源：土耳其发展部

金融部门在面对冲击时非常脆弱

外汇资产/外汇负债



净资本/总资产



资料来源：银行业监督管理局

金融危机：1994年和2001年

	1994 年危机			2001 年危机		
	1993年	1994年	1995年	2000年	2001年	2002年
国民生产总值增长率	8.1	-6.1	8	6.8	-5.7	6.2
消费者物价指数	71	125.5	76	39	68.5	29.7
失业率	8.9	8.6	7.6	6.5	8.4	10.3
经常账户赤字/国民生产总值	-3.5	2	-1.4	-3.7	1.7	-0.6
公共部门借贷需求/国民生产总值	10.2	6.2	5	8.9	12.1	10
美元/土耳其里拉(平均)	0.011	0.03	0.046	0.62	1.22	1.5
银行数	70	70	67	79	79	61

总结：财政主导下的资本账户自由化

- 由于对外借款成本较低，政府预算赤字进一步增加。
- 由于财政主导，货币政策没有效果。
- 由于基础较为薄弱，金融系统无法化解外界冲击。
- 本国货币债券市场很浅。
- 高通胀环境下的爬行钉住汇率制导致真实汇率失调。
- 资本流动中绝大部分是短期的。

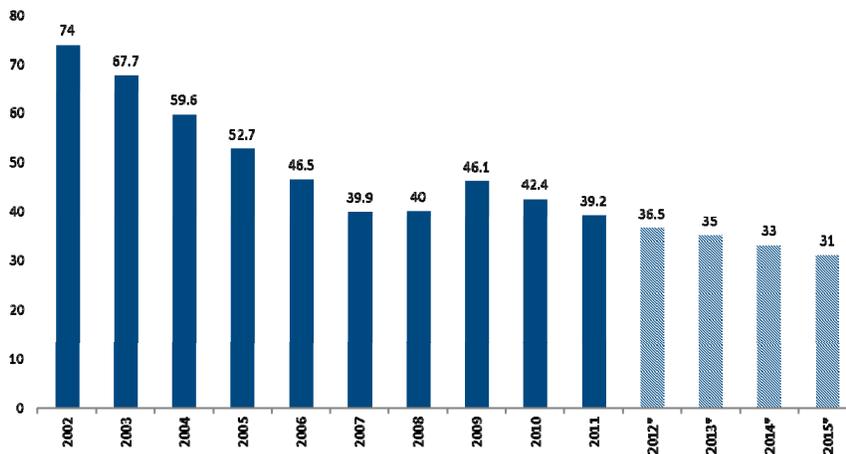
2001年危机后的重组

2001年危机后重组

- 加强财政纪律
- 货币政策由货币导向转为通胀导向
 - 央行独立性增强
 - 由爬行钉住汇率制向自由浮动汇率制转变
- 金融体系重组
- 颁布新的法规以强化企业框架

公共债务存量在下降

公共债务/GDP
(截至2012年, %)

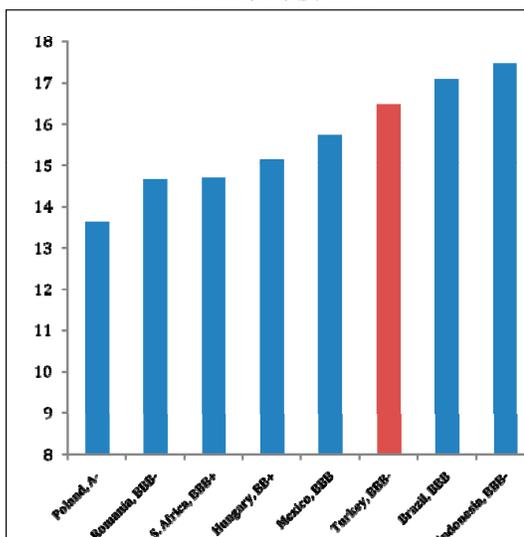


资料来源：土耳其发展部

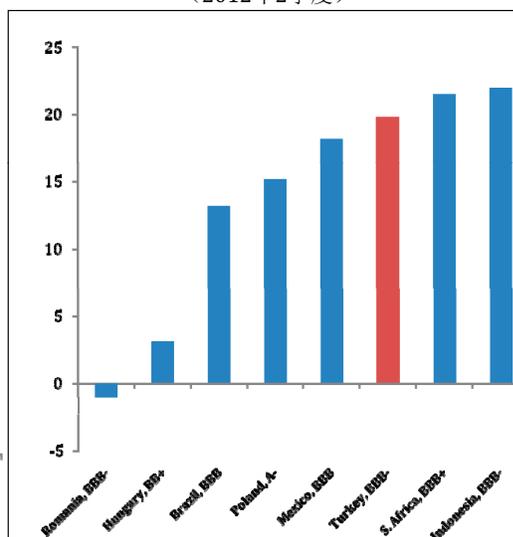
*预测值：MTP 2013-15

强健的银行部门

资本充足率
(2012年2季度, %)



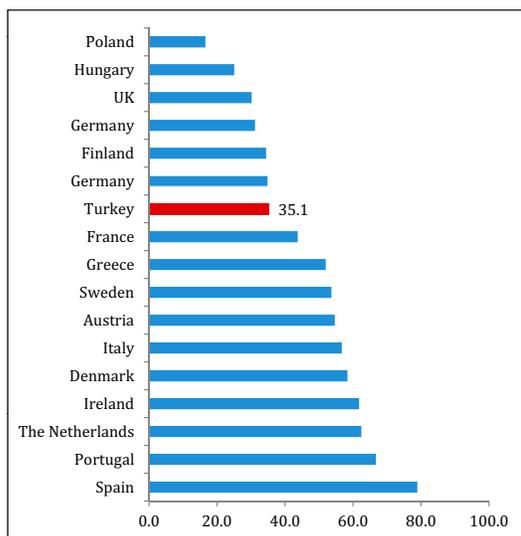
股权回报率
(2012年2季度)



资料来源：金融稳健指标——基金组织、土耳其央行

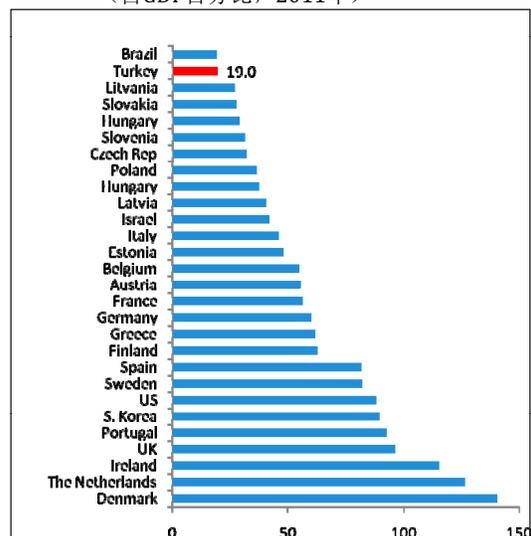
家庭和企业的债务水平相对较低

企业负债
(占GDP百分比, 2011年)



资料来源：欧洲央行、土耳其央行

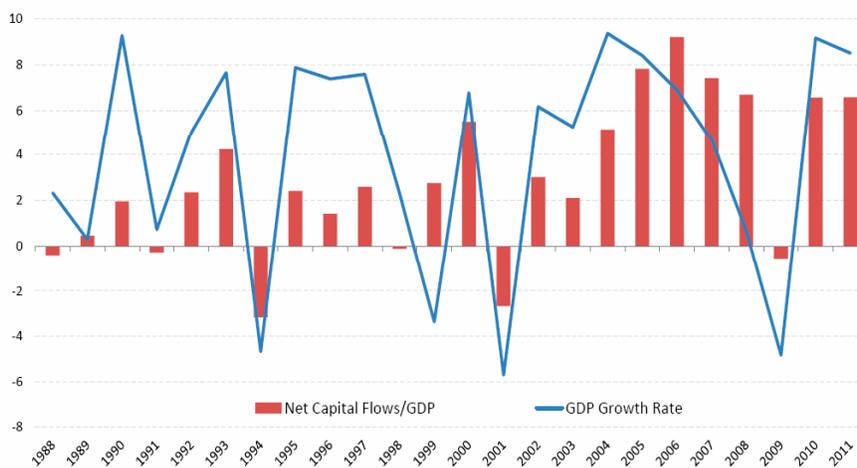
家庭负债
(占GDP百分比, 2011年)



资料来源：欧洲央行、土耳其央行

自2001年危机之后土耳其经济保持高速增长

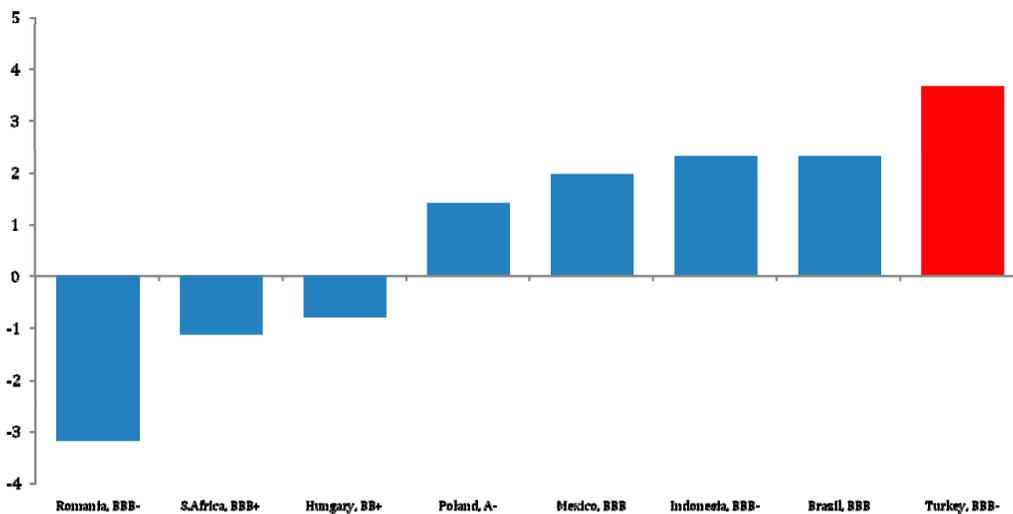
Capital Flows and GDP Growth in Turkey
(Percent, Annual)



资料来源：土耳其央行

在后全球危机时代，就业形势一直很好

投资级新兴市场经济体的年平均就业增长率
(2008-2011年)



资料来源：《世界经济展望》、土耳其统计局、土耳其央行

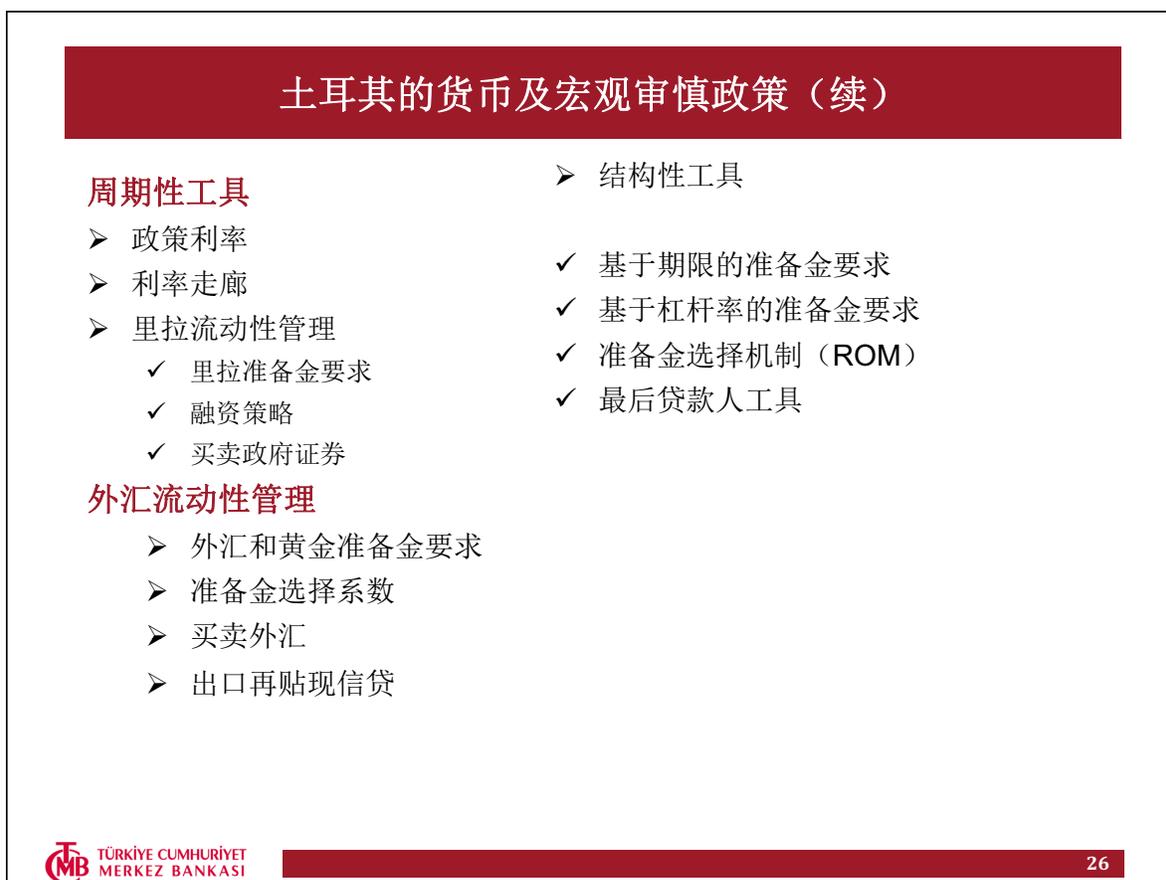
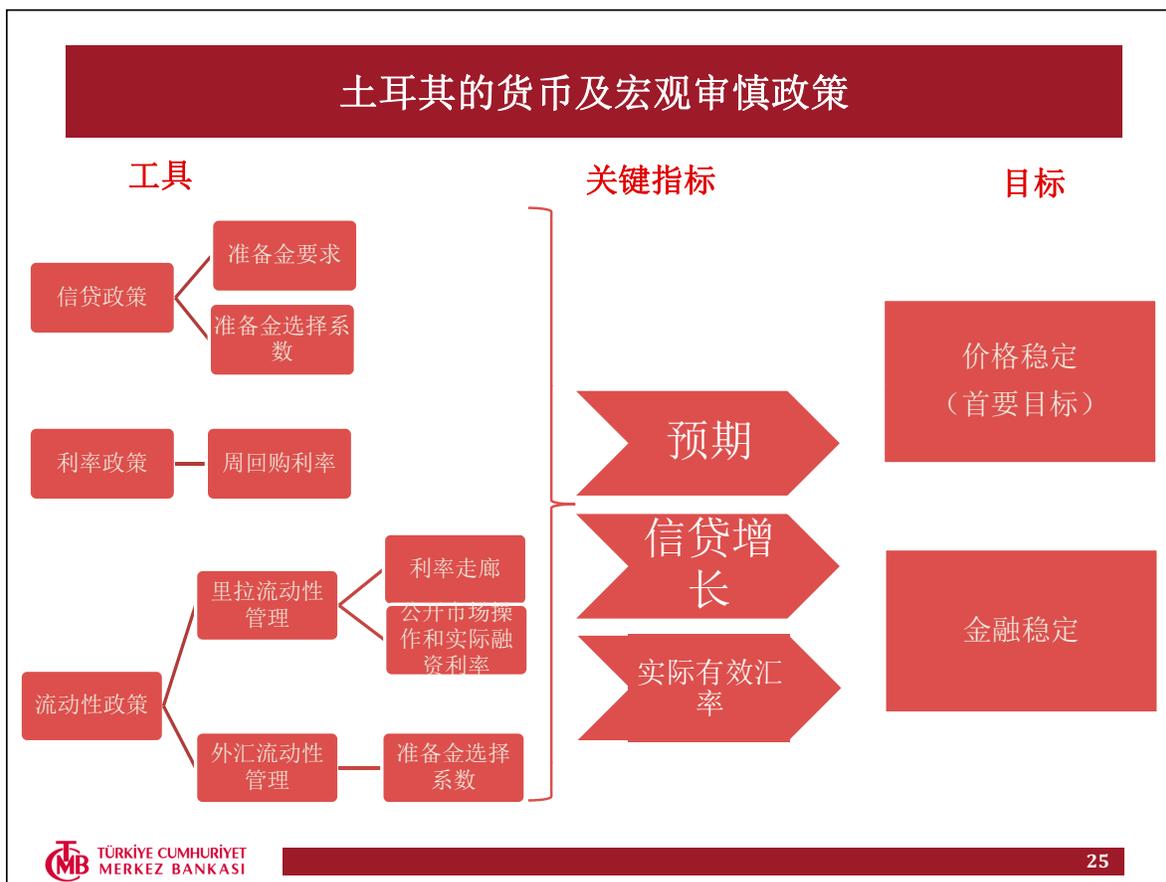
*自然对数差

政策经验：土耳其的经历……

土耳其的经验表明，资本账户自由化进程若要取得成功，下列政策措施是关键：

- ✓应当建立一个强健的、资本充足的银行体系
- ✓不应当存在财政主导
- ✓货币政策必须是独立的，且随时准备好主动使用货币政策工具来应对资本流动
- ✓受到良好监管的资本市场（即国内货币债券市场和股票市场）有助于降低资本流动带来的波动性
- ✓推出鼓励长期投资和外国直接投资的法律法规

全球金融危机之后的资本流动管理政策

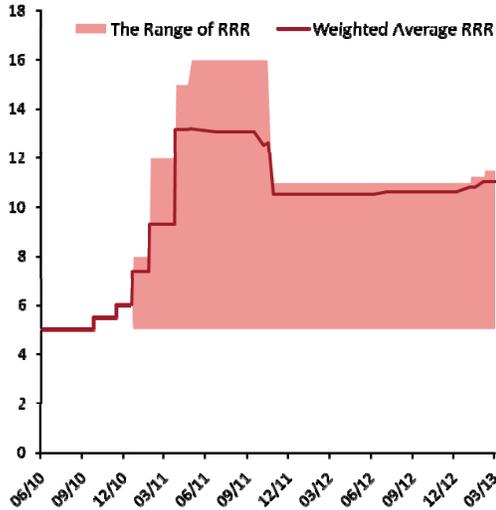


土耳其的宏观审慎政策

- 资本充足率
 - ✓ 股息限制政策
 - ✓ 风险权重政策——消费者贷款权重更高
 - ✓ 对较严重的期限错配征收资本费用
- 规定——消费者贷款利率更高
- 贷款政策
 - ✓ 为年度贷款增长率提供指导
 - ✓ 对信用卡支付进行限制
 - ✓ 禁止消费者进行外汇贷款
- 准备金要求
 - 期限相关措施
 - 杠杆率相关措施
- 对住宅和商业地产贷款设定贷款与价值比率上限

准备金要求政策

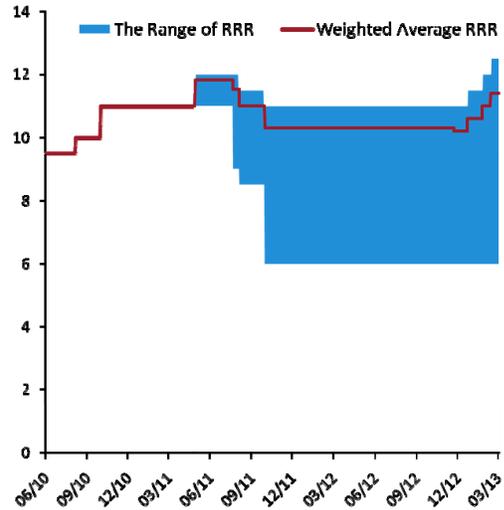
里拉准备金要求



资料来源：土耳其央行
最新观测值：2013年3月



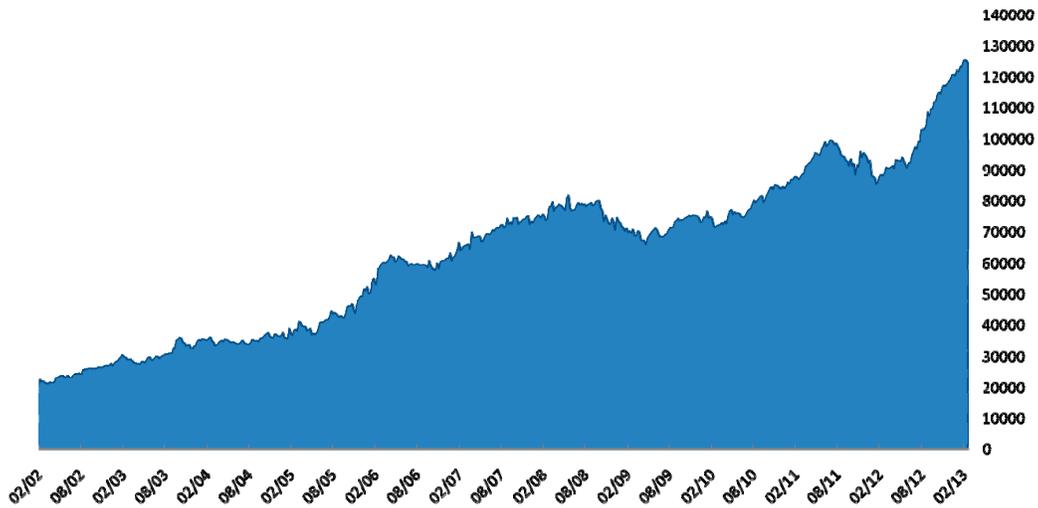
外汇准备金要求



资料来源：土耳其央行
最新观测值：2013年3月

准备金选择机制推动国际储备上升

外汇和黄金储备
(百万美元)



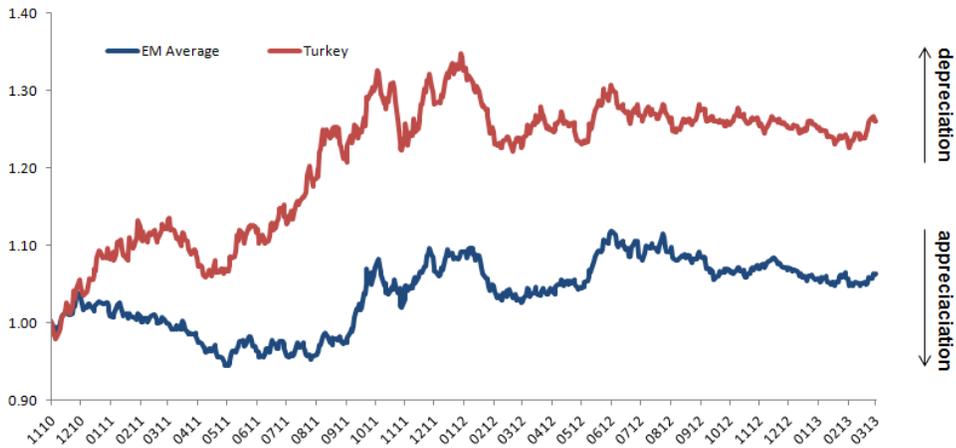
资料来源：土耳其央行

最新观测值：2013年2月22日



土耳其里拉相比于其他新兴市场经济体货币

土耳其里拉与新兴市场货币对美元的汇率
(2010年11月1日=1)



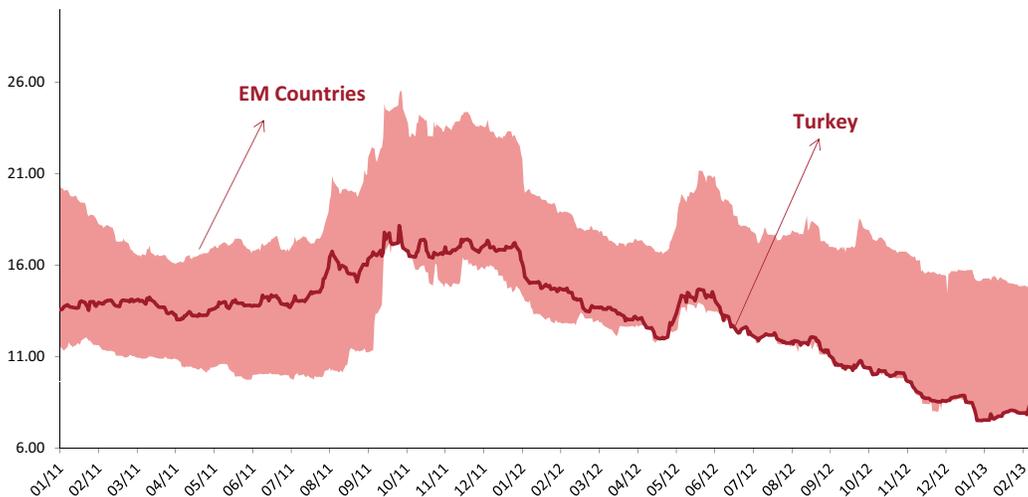
资料来源：彭博资讯、土耳其央行

新兴经济体包括巴西、智利、哥伦比亚、捷克共和国、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、罗马尼亚、南非、韩国和泰国

最新观测值：2013年3月1日

外汇隐含波动率

出现经常账户赤字的新兴市场经济体的汇率波动率
(%，未来12个月的隐含值)



资料来源：彭博资讯、土耳其央行

出现经常账户赤字的新兴经济体包括：巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、波兰、捷克共和国、南非、印度尼西亚、罗马尼亚和土耳其

最新观测值：2013年2月28日

两次资本账户开放的故事：以色列

Karnit Flug

以色列曾两次实行放开资本账户的决定。1977年进行的第一次开放是一次“大爆炸”（突然且快速），以1979年初的完全逆转而告终。第二次是逐步实行的，从1987年开始几乎经过了二十年，并让这个国家今天实现了资本自由流动。

第一次开放实行的背景是宏观经济状况比较脆弱并且不断恶化：通胀率较高（为31%并且在不断上升），公共赤字和公共债务较高（分别占GDP的16%和110%），经常账户逆差较大（占GDP的9%）。同时，金融市场受到管制，没有发达的资本市场或货币市场。一个新的政府（具备开放的导向）决定同时实施资本账户的全面开放：进行50%的行政贬值，汇率制度随后从爬行钉住转变为浮动汇率制，并且为不同交易准备了多种汇率（比如出口、进口等）。立刻取消对外币交易的所有限制和管制。

在宏观经济失衡和经济管理缺乏可靠性的情况下实行资本账户开放，导致通货膨胀激增（1979年达到111%）。这进而引起实际汇率升值，表现在失去竞争力，对经常账户逆差急剧增加构成威胁。由于宏观经济状况迅速恶化，1979年初重新恢复了对外币交易的管制，并基本取消了开放政策。

第二次开放始于1987年。在宏观经济状况相对稳定和日益改善的背景下，这一次是循序渐进并且缓慢实施的：与资本账户开放同时推进的还有宏观经济改革、降低通货膨胀（从16%左右达到价格稳定）、逐步加强外汇市场灵活性（从钉住向逐渐扩大的爬行区间）、还有资本市场取消管制。另外，还实行了财政整顿，债务占GDP比率从1987年的143.2%降至2005年的93.9%。

开放进程于1987年开始，根据资本流动的方向和类型分步骤依次展开。首先，取消资本流入的限制，从中长期资本流入限制开始，比如，1989年将对外借款的最低期限从30个月减少至18个月、然后减少至12个月，最后为6个月。后来，逐步取消短期资本流动限制，以避免对汇率可能造成的不稳定影响。

第二步，取消资本流出的限制。例如，1989年取消了公积金对“经批准的”外国证券进行长期投资的限制。另一个例子是，1995年向以色列公司（保险公司除外）开放投资渠道，尽管对股票或销售相关的投资数额以及投资类型（金融或非金融）还有些限制。因为考虑到对金融稳定的影响和将耗尽外汇储备，取消短期资本流出

的限制被留作最后的步骤。即使在取消了海外投资限制以后，与本地资产投资相比，仍然存在一定程度的税收差别。这种税收差别在 2003 年和 2005 年被取消。³

在安排资本账户开放的先后顺序时，对取消商业部门和非居民的限制被给予优先，因为考虑到这些部门会推动向世界经济的融合并促进经济增长。1987 年启动的资本账户开放的一个重要特点是，汇集了外币交易的全面信息。自由化进程缓慢让有关以色列居民的海外活动和外币活动的信息基础得以发展。从交易监管向交易报告的转变过程没有收到私人部门的反对。以色列的信息系统是在现有基础上向中央银行报送的网络。数据库由不同来源报送的数据构成。数据反映了金融账户的活动和外汇在本地的活动。信息系统的主要作用是检测资本流和谢克尔/外汇市场的发展。这一信息被用作货币政策分析和对金融稳定的评估。

1987 年开始的资本账户开放进程对以色列经济、国家的开放程度、以及金融账户产生了深远影响。这一进程带动了所有类型的资本流入和流出增加。除了促进长期资本流动和外国直接投资的增加，还大大提高了非居民的短期资本流入，包括衍生产品。

资本流动自由化，以及浮动汇率制度，提高了私人部门对外汇风险的意识。商业部门通过增加使用对冲工具，减少了对汇率变动的风险暴露。预先存在的一个主要担心是本地储蓄流向海外，但由于本地投资回报较高和本土偏好，这种情况也只是逐渐出现的。近期的全球危机给资本自由流动体制带来了一个检验期。以色列经济经历了大量波动的短期资本流入和新谢克尔升值。以色列银行干预了外汇市场以积累储备，并缓解与市场基本面不符的波动。

引入了一些轻微的资本流动管理措施/宏观审慎措施，包括：对外汇衍生品、中央银行票据和短期政府债券活动的报告要求，以及非居民开展外汇衍生品交易的准备金要求。另外，对非居民资本收益和利息收入的税收豁免被取消。但是，尽管采取了这些措施，金融账户交易仍然是自由的，而且维持自由浮动汇率制度。

总结发言

以色列经历的两次十分迥异的开放过程表明，资本账户开放的一个明显优势就是要循序渐进、有序开展、而且要在宏观经济状况稳定的背景下开展。

³ 完整的步骤清单参考 Michaeli (2007 年)。

资本流动自由化是让以色列经济与全球经济一体化的战略的一部分，以充分发挥经济体的增长潜能。它触发了资本流入和流出的激增，并促进了一体化进程。但是，在全球动荡时期，资本自由流动也使经济体容易受到全球冲击的影响，因此有时候可能要采用一些资本流动管理措施或宏观审慎措施。总而言之，资本自由流动、浮动汇率和与全球经济一体化给以色列经济带来了好处。

参考文献

Balfour, Ozer, Reiss, S., and Soffer, Y. "Israel's Financial Account Liberalization", Bank of Israel, (August 2005).

Blejer, Mario and Gottlieb, D., "Liberalization in the Capital Account of the Balance of Payments", in *The Israeli Economy, 1985-1998: From Government Intervention to Market Economics*, ed. by Avi Ben-Bassat, (Cambridge: MIT Press, 2002), pp. 243–273.

Michaeli, Michael, "The Liberalization of Israel's Foreign Exchange Market", in *The Bank of Israel: Selected Topics in Israel's Monetary Policy*, ed. by N. Livitan and H. Barkai, (Oxford: Oxford University Press, 2007), Vol.2, pp. 77–97.

两轮外汇自由化的故事

国际货币基金组织—中国人民银行联合会议
中国北京

Karnit Flug博士
以色列银行副行长

2013年3月20日

以色列的经验 两轮外汇自由化的故事

第一轮自由化，1977年——“大爆炸”式：

- 突然而迅速。
- 脆弱且不断恶化的宏观经济环境。
- 金融市场受到管制；尚未建立完善的资本和货币市场。
- 导致通胀高企，资本外逃，本币迅速贬值。
- 以失败告终，在1979年初取消。

第二轮自由化，始于1987年：

- 渐进式，缓慢推进。
- 宏观经济环境相对稳定且在进一步改善。
- 同时进行的还有宏观经济改革、消除通胀、逐步提高外汇市场弹性以及放宽对资本市场的管制。
- 在2005年完成。

1997年“大爆炸”式的自由化

- 自由化之前的宏观经济背景：
 - 高度失衡：通胀率高、公共赤字和债务高，经常账户赤字高
- 自由化进程：
 - “大爆炸”式的自由化。
 - 汇率制度由爬行钉住向浮动汇率制转变。
 - 使用行政手段让本币贬值50%，取消复汇率制。
 - 取消对外汇交易的所有限制和管制。
- 主要的宏观经济后果：
 - 通胀率迅速攀升，1979年已达到111%。
 - 资本流入迅速增加，导致实际汇率大幅升值。
 - 丧失竞争力-> 带来经常账户赤字大幅增加的危險。

3

第二轮自由化 1987 – 2005年

从：钉住汇率制、
外汇监管和20%的通胀率

变为：自由浮动汇率制、完全自由化 和价格基本稳定

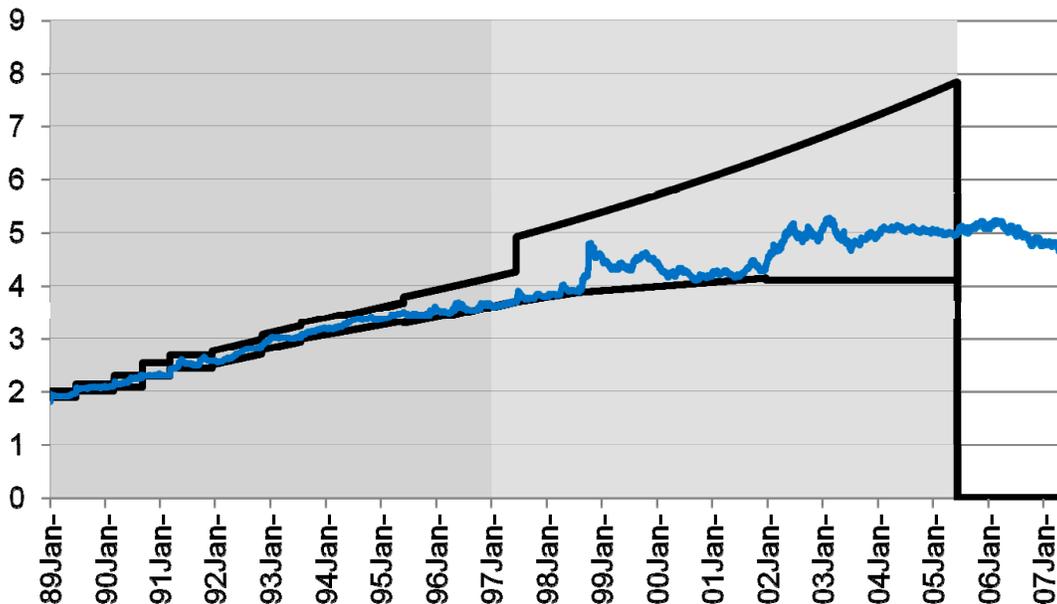
20 年自由化

	1985	1989	1991	1992	1997	1998	2003	2005
货币政策制度	稳定方案， 汇率名义锚			年度通胀 目标			多年通 胀目标	
汇率制度	钉住汇率制	横向汇率 区间	对角线爬 行区间		扩大爬行区 间——不干 预			取消汇率 区间
资本流动限制	外汇监管	取消对资本流入的限制		取消对资本流出的限制		取消大部分 外汇监管程 序	取消对外部门的税收 歧视	

5

汇率制 (1989-2007年)

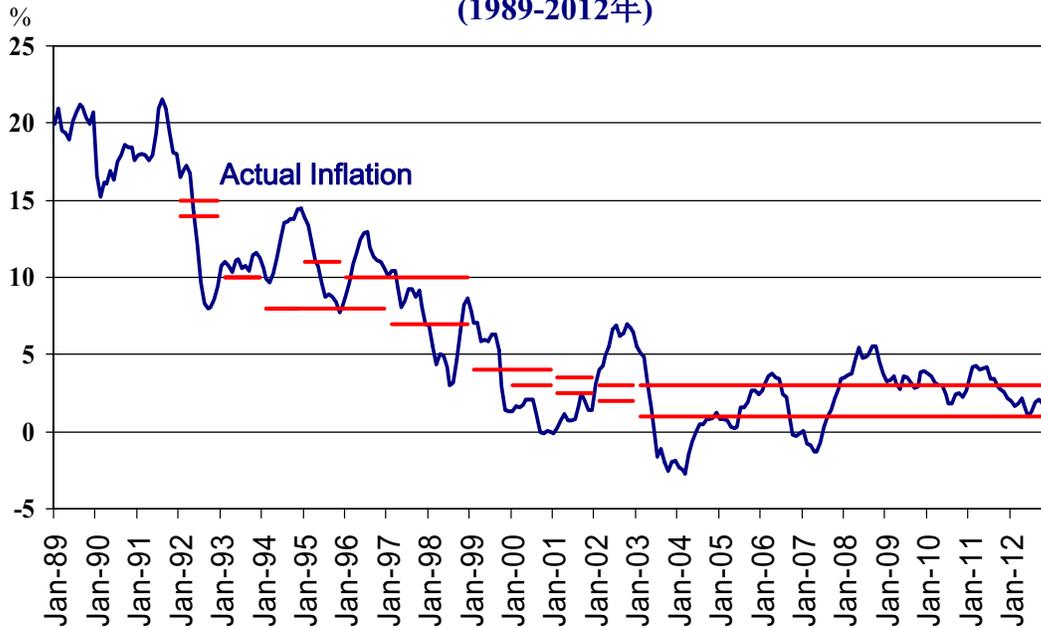
锡克尔/一揽子货币



资料来源：以色列银行。

6

实际通胀率* 和通胀目标 (1989-2012年)



* 过去12个月的通胀率。

资料来源：以色列银行

7

以色列自由化的顺序

自由化的顺序, 按工具和期限分

中长期资本流入	1989年、1990年
短期资本流入	1991年
资本流出	1992年、1994年、1995年、1996年、1997年、1998年
衍生品(期货、期权等等)	1998年
对外部门税收歧视	2003年、2004年、2005年

自由化的顺序, 按部门

外国居民	自由化开始之前有基本的优惠待遇；从1987到1998的每一年
“豁免公民” (新移民)	大体不受外汇管制；20世纪80年代和90年代
共同基金、退休储蓄基金和养老基金	1989年、1992年、1994年、1995年、1997年、1998年
企业部门	1987年、1989年、1990年、1991年、1992年、1995年、1997年、1998年
家庭部门	1987年、1988年、1990年、1991年、

上述顺序背后的逻辑

自由化的步骤顺序，按资本流动方向和类型排序：

- 对短期资本**流入**的限制是逐渐取消的，因为短期资本流入可能带来潜在的不稳定影响。
- 取消对短期资本**流出**的限制留到了自由化的最后阶段，因为政府担心取消该限制会破坏金融稳定性或耗尽本国外汇储备。

自由化的步骤顺序，按部门排序：

- 优先取消对企业部门和非居民的限制，这样可以促进本国经济融入世界经济并刺激本国经济增长。
- 机构投资者部门，主要代表家庭储蓄，排在最后，因为这个部门有将大部分投资转移到国外的趋势。

9

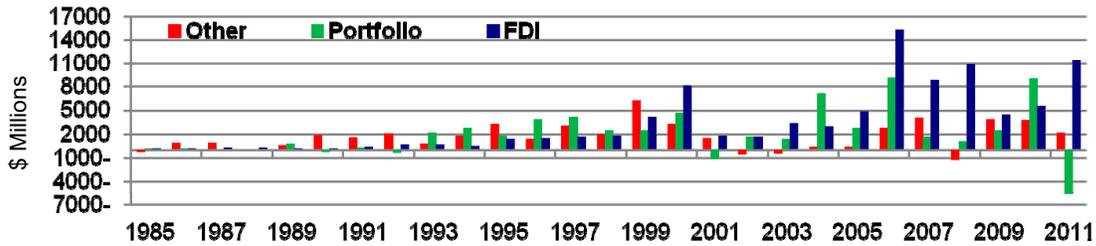
推进自由化的同时扩大信息库

此轮资本账户自由化的一个重要特征是广泛搜集有关外汇交易的信息

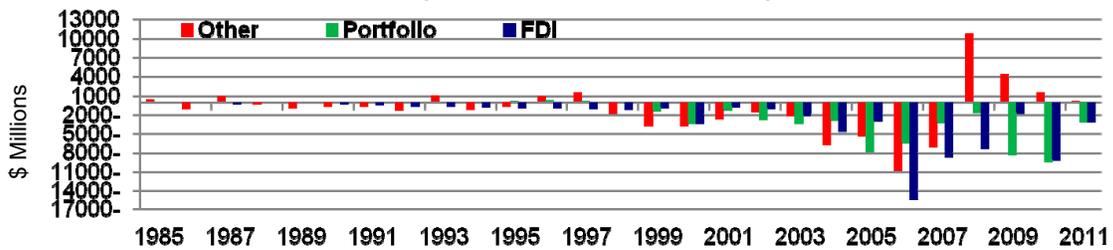
- 自由化速度较慢让以色列有充足的时间建立一个有关外汇和以色列居民境外行为的信息库。
- 政府从交易监管向交易报告的职能转变没有遭到私营部门的强烈反对。
- 以色列的信息系统主要是建立在即时向央行报告的网络基础上。
- 根据不同来源报来的数据建立一个数据库，这些数据反映外汇金融账户和境内活动。
- 主要用途：对资本流动和锡克尔及外汇市场动态进行监测，这些信息还用于货币政策分析及金融稳定性评估。

10

以色列的非居民投资 (百万美元, 1985-2011年)



以色列居民在海外的投资 (百万美元, 1985-2011年)



资料来源：以色列银行

11

以色列自由化的宏观经济影响

- 对以色列经济、该国的开放度和金融账户产生了深刻的影响，它导致所有类型的资本流进和流出量增加。
- 导致非居民的短期资本流入大幅增加，其中包括金融衍生品。
- 自由化与浮动汇率制：
 - 私人部门：提高了对外汇风险的认知度
 - 企业部门：降低外汇波动带来的风险，增加对冲工具的使用
- 自由化之前最主要的担心是国内储蓄转移到国外，不过由于本土偏差的存在且国内投资回报很高，这种转移发展很缓慢。

资料来源：以色列银行

12

全球危机之后的发展 2008 – 2012年

- 大幅、波动型短期资本流入，以色列新锡克尔升值。
- 介入外汇市场以增加外汇储备并减少与市场基本面不符的波动。
- 推出一些小的资本流动管理措施：
 - 实行外汇衍生品、央行票据和短期政府债券交易活动报告制度。
 - 对非居民的外汇衍生品交易实行准备金制度。
 - 取消了非居民资本收入和利息收入的免税政策。
- 金融账户交易整体还是自由的，自由浮动汇率制也保留了下来。

SOURCE: Bank of Israel.

13

结束语

- 两轮自由化进程的对比表明，稳定宏观经济条件下的自由化进程具有明显优势。
- 渐进式、步骤顺序明确的自由化进程具有明显优势。
- 资本流动自由化是以色列经济融入全球经济的策略之一，为的是充分挖掘经济增长潜力。资本流动自由化引发了资本流入与流出的急剧增加。
- 资本自由流动也将本国经济暴露在全球冲击之下，尤其是短期资本流动激增带来的冲击，因而有时也需要采取一些资本流动管理措施。

14

结束语

- 稳定可靠的宏观经济环境、强健的银行系统和汇率风险保护可以提高一个资本完全自由流动的经济体对抗冲击的能力。
- 整体而言，资本自由流动、浮动汇率和融入全球经济在以色列经济发展过程中发挥了很好的作用。

The background of this slide features a large, light blue watermark of the Bank of Israel logo. The logo consists of a central menorah (candelabrum) with seven branches, set within a circular frame. The words "BANK OF ISRAEL" are written in a circular path around the menorah, with "BANK" on the left, "OF ISRAEL" on the right, and "ISRAEL" at the bottom. The watermark is semi-transparent and serves as a background for the central text.

谢谢

南非放开资本管制的背景

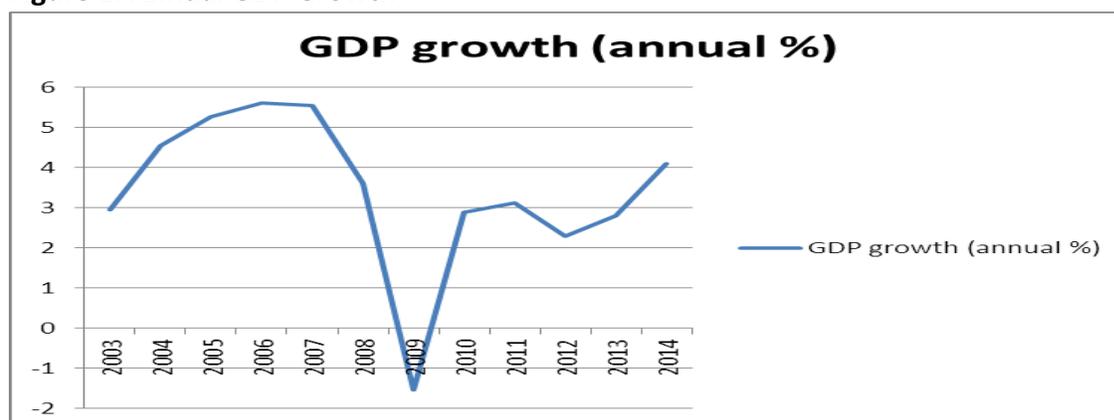
Ismail Momoniat

A. 南非的背景情况

过去十年，南非经济温和增长并接近全球平均 GDP 增速。南非没有达到较大的新兴经济体（尤其是亚洲）实现的高增长率（参考图 1）。从名义 GDP 来看，南非经济与巴西、俄罗斯、印度和中国（金砖国家）也小得多。

南非是一个低储蓄的发展中经济体，国内投资要求较高；南非需要外国直接投资以支持国内投资的融资要求。

Figure 1: Annual GDP Growth



Source: World Bank/IMF. 2 IMF April WEO (2013/14 forecast).

尽管在名义 GDP 和 GDP 增长率方面滞后，但相对其他新兴经济体，南非的金融部门相对发展较为完善，南非货币（兰特）被广泛交易（交易量高），甚至是在离岸市场。这对于南非来说并不是独一无二的，因为中国、印度尼西亚和墨西哥情况也相似。唯一的例外是，南非的离岸货币交易占全球贸易的百分比相对突出。这些因素表明，实际贸易不是兰特交易活动成交量高地主要因素，而是南非金融市场的规模和深度。

Figure 2: Ratio of foreign exchange turnover to trade

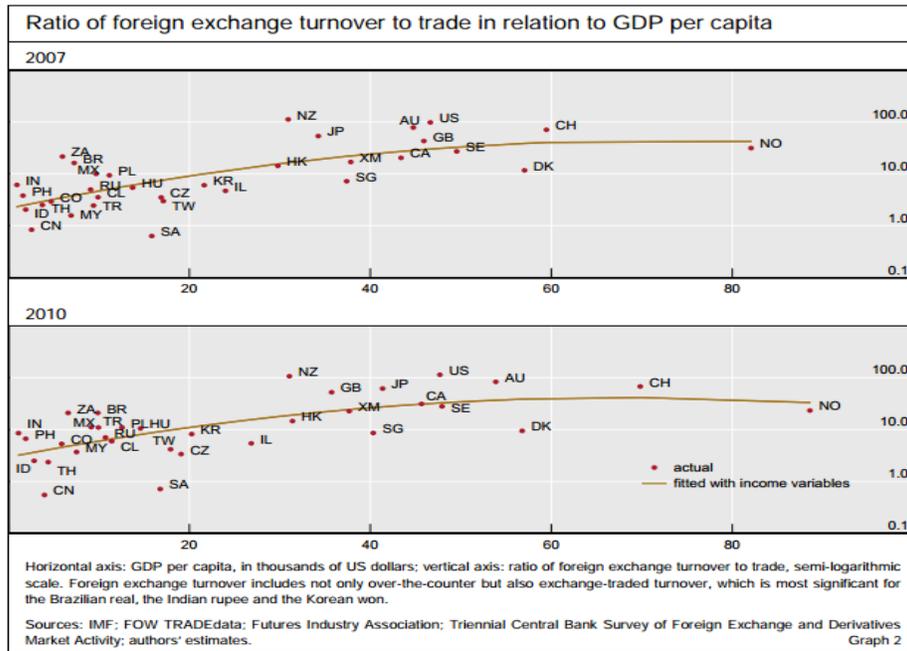
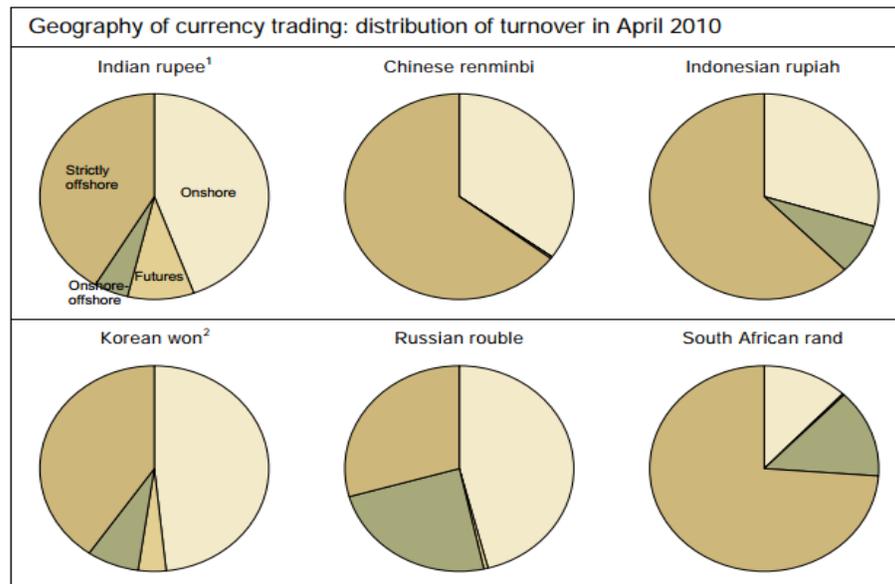


Figure 3: Comparative currency trading geography



南非与许多发展中国家都多年保持经常账户逆差。南非的储蓄不足以满足南非的投资需求。因此，南非需要吸引外国储蓄，包括外国直接投资、外国组合投资和其它形式的外国资金。持续经常账户逆差可以有多种解释，包括：南非偏好进口、进口价格大幅上升、制造业部门竞争力较小、以及南非公司对外投资水平较高。不过，学术界和政策界对这些要素的相对构成和事实上的重要性存在争议。经常账户短缺的融资越来越依靠外资拥有本国资产。

Figure 4: Ownership of South African securities

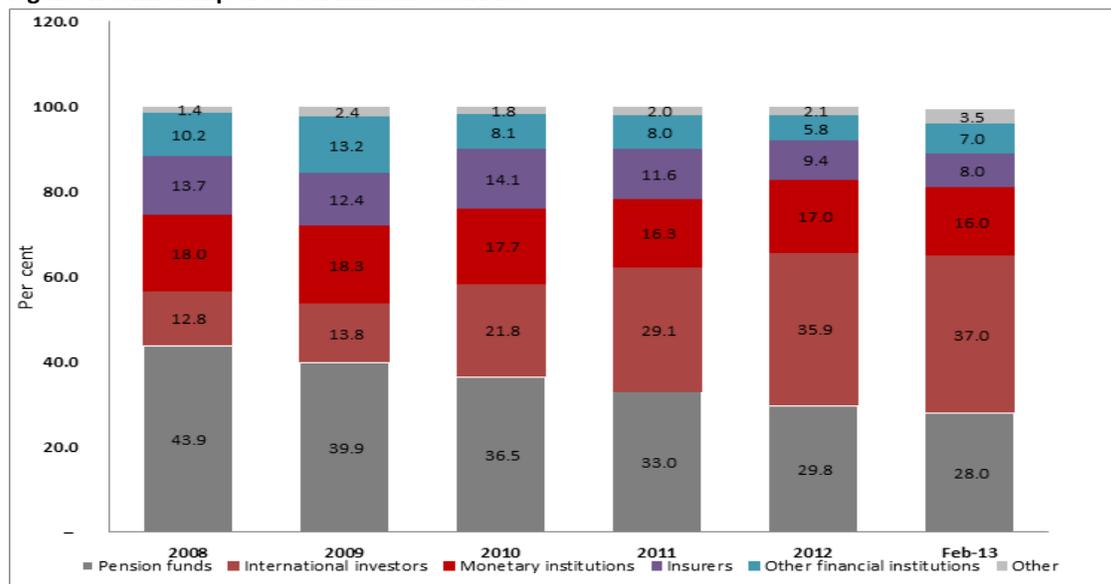
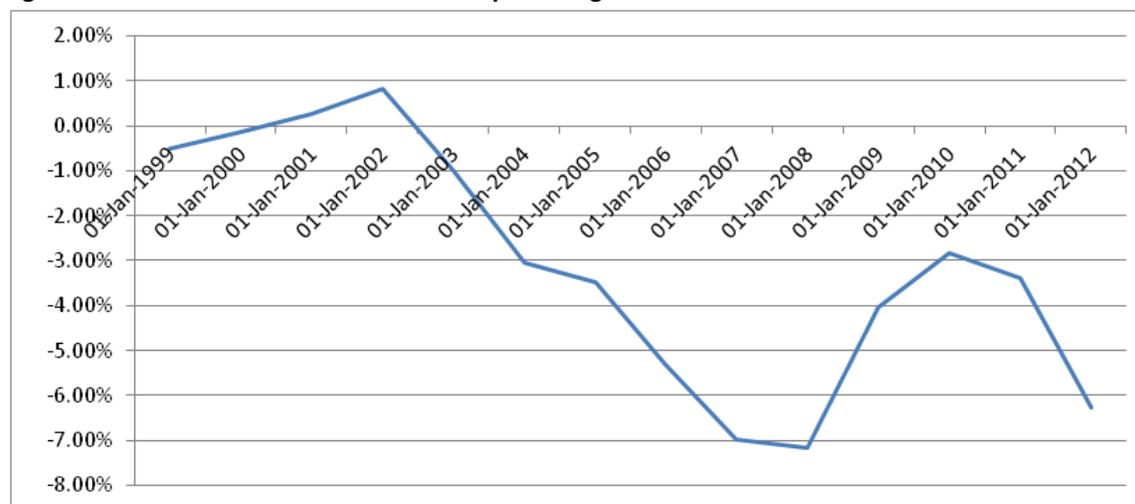


Figure 5: South African Current account as a percentage of GDP



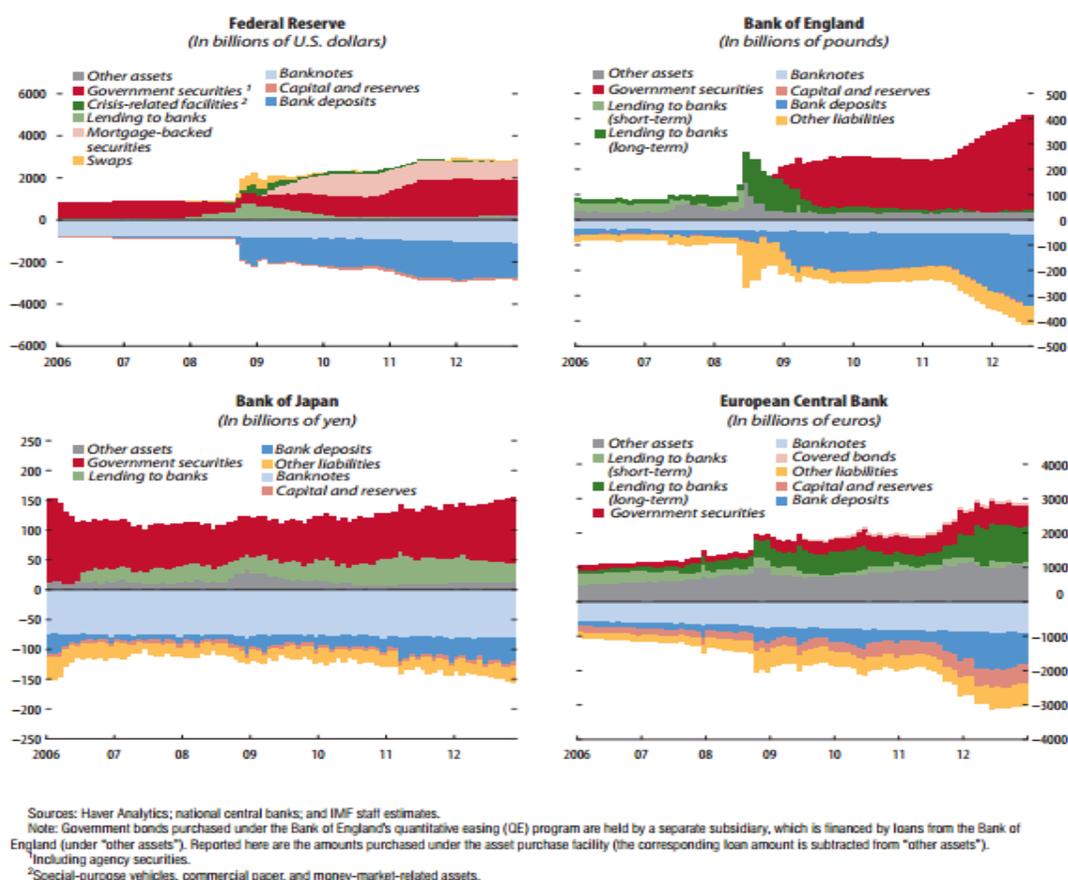
SARB Quarterly April 2013

B. 全球环境

过去几年，全球资本市场出现了新的动态，改变了全球资本政策传统。金融和资本失衡的积累使这些改变成为必然，而且这些失衡带来的应对政策让改变显得尤为重要。

主流政策框架已经发生改变，不再是那种自由化被视为最有效的资本账户管理方法依靠市场的能力有效分配资本，经济体要处理来自全球经济的信号。这种政策框架是基于一种无摩擦市场运作良好的世界观。

Figure 6: Change in central bank balance sheets



危机的对策主要是中央银行实行非传统性货币政策，带动了广泛的资产购买和政策沟通。通常利率接近零下限，给私人机构提供杠杆的激励。而非传统意义上，中央银行的资产购买规划使资产价值脱离“基本面”。资产价格的表现越来越接近其它资产，让具有经常账户融资需求的国家尤其容易受到外生因素的影响。这些因素使全球流动性和资本动态变得复杂，使政策应对变得高度不确定。

对于特别像南非这样的小型开放的新兴市场经济体来说，难题在于资本账户管理是非常必要的，但应该采取什么行动却非常难以决定。资产的关联性增大以及对高收益资产（比如南非股票和债务工具）的需求上升，已经引起南非政策制定者的担心，特别是在财政赤字和经常账户逆差，以及发生大量资本波动可能性增大而且无法用基本面解释的背景下。

宏观审慎工具为这些经济体提供了一个自我保护的机制。这种工具不仅包括贷款成数，还包括金融部门存在多大程度的外币风险暴露，以及主要的零售银行所有权多样化的需要（国有和外资控股）。

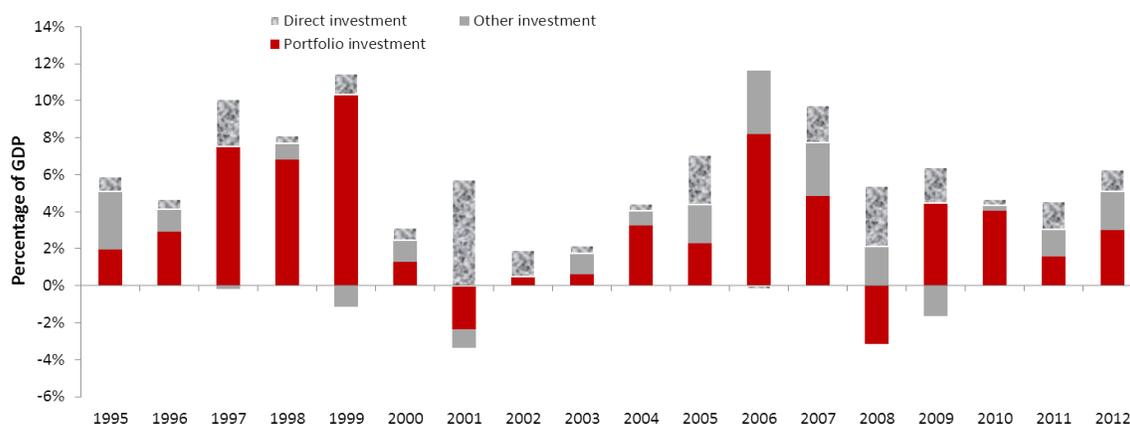
C. 南非的对策

南非最早是在 1939 年实行资本管制，称为外汇管制，使用 1933 年《货币和外汇法案》。但随着时间推移，随着南非成为共和国、在 20 世纪 80 年代由于种族隔离受到制裁并最终赢得民主自由，资本管制的目标发生了改变。

继南非赢得民主胜利后，宏观经济稳定最大的威胁是可能发生资本流出。因此资本账户管理政策不成比例地关注于资本流出管理，而不是当今主导的关注点：资本流入管理和对金融稳定与国际收支的影响，当然现在这个也有所改变。

南非逐渐放开了资本管制。南非提高了机构投资者的外国风险暴露限制，并逐渐增加对个人的外国资产上限，允许南非企业向海外筹资和扩大业务。金融改革基本旨在从基于资本管制的体系转为对外国风险暴露审慎监管，从而降低与资本流动有关的风险，同时提升南非的竞争力。多年来，改革一直致力于逐步使体系现代化并确保资本管制不再成为南非吸引外国直接投资的障碍。

Figure 7: SA composition of inflows



Source: National Treasury

南非由于采取了资本账户开放的道路，因而享受了 GDP 更快速的增长。南非也曾经经历过汇率较大波动，但并未遭遇过重大或持续的汇率方向的改变。汇率波动的影响像其来源一样，难以做总结性确定。汇率波动也许是经济增长的拖累，导致投资迟缓，特别是那些通过外汇融资的投资。汇率波动也可能是复杂的资本市场（尤其是缓解风险的衍生产品）发展的主要原因。兰特的汇率水平保持与其波动性相对应，而它们对 GDP 增长低于预期所起的相应作用一直是南非的一个政策问题。

Figure 8: Rand volatility

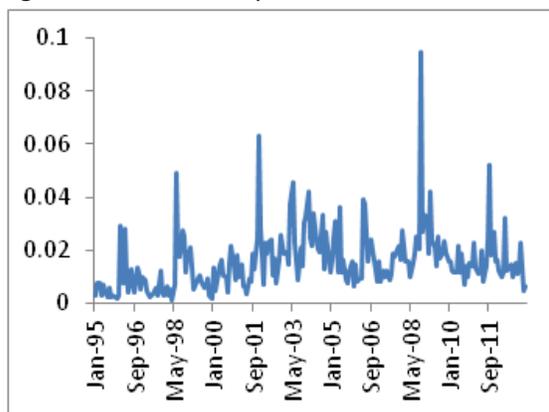
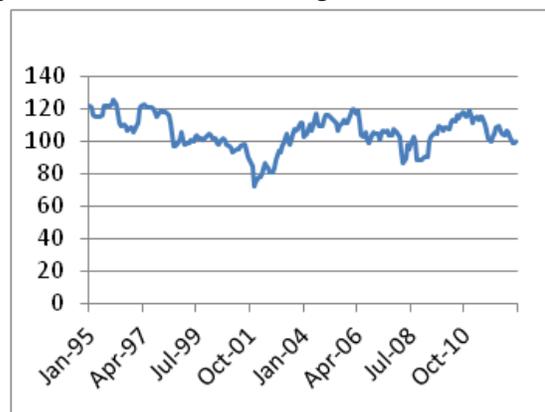


Figure 9: Real effective exchange rate



REER, 2000=100

D. 今后的政策倡议

今后南非的资本账户开放道路要采取发展的国际态势，包括新的全球流动性环境。南非的企业是国内资本的一个重要来源，因此保持企业储蓄“captive”会给南非带来经济利益。但是，过多控制企业资本的氛围会导致公司过度集中以及资本无效分配。南非已经基本上允许企业运用资本，但南非还需要进一步改进框架，让市场和价格信号发挥更大作用。

由于金融部门的系统重要性，也许需要更大的限制。宏观和微观审慎规定决定了金融部门在更广阔的外部资本环境中运作的的能力。南非已经对银行总负债施以 25% 的外资限制（另外还有对非洲其他国家 5% 的限制），包括股东资本，这是对银行业部门的一项审慎限制规定。

个人给南非政策制定者带来的担心最小，因为他们不造成什么重大风险或者根本没有，除非是一些净价值非常高地个人。因此近期已经采取措施放宽对个人的限制。

在所有这些领域，具有挑战性的所有权问题也需要考虑。所有权性质和母国-东道国监管机构之间的关系，对于金融部门尤为重要。很多情况下，外资控股的银行通常是南非国内具有系统重要性的金融机构，但对该银行的母国却不是，在这种情况下就不存在联合监管。母国-东道国监管机构之间的关系对于有效监管十分重要，并且在需要对承受压力的银行进行重新注资时，要营造一个负担共担的公平体系。这些考虑可以延伸到“战略性国家资产”，这意味着资本账户存在的一些相机裁决的因素也许将一直是南非政策的一个特征。

在全球流动性环境高度不确定的背景下，南非及其他新兴经济体正朝着更多地采用基于市场的方法和规定进行资本账户管理的方向前进。更多地依赖基于市场或价格的规

定可以对资本更有效的分配，却依然提供了激励机制不要进行会危害金融稳定的活动。基于市场或价格的方法看待资本流动的角度反映了资本账户逆差的国家平衡融资的需求与金融稳定需要之间的细微差别。在实际生活中将两种方法相结合是理想的做法，也是十分必要的。

南非的一个挑战就是确定金融部门适当的宏观审慎框架。政策是否应该针对一个预先决定的信贷发放水平，或者政策制定者是否应针对资产价格？这些问题提出了关于信贷与通货膨胀之间互动的问题，而且，如果同时采用两种工具，也许会引起政策过度。政策取舍的困难需要有一个了解新兴市场国家独特环境的全球性框架，新兴市场国家可以相互学习经验，并向基金组织这样的国际政策顾问寻求建议。

南非放开资本管制

放开资本管制：中国北京

发言人：Ismail Momoniat，南非财政部税务与金融司副司长
2013年3月20日，电子邮箱：ismail.mpmoniat@treasury.gov.za



national treasury
Department
National Treasury
REPUBLIC OF SOUTH AFRICA

发言概要

- A. 南非资本管制的背景**
- B. 资本流入**
- C. 对资本流出的管理规定和限制：**
 - 一、针对企业的规定
 - 二、针对金融机构的规定
 - 三、针对个人的规定
- D. 未来的步骤**

A. 背景

- 南非的资本管制最初开始于1939年，称为外汇管制，是根据1933年的《货币与汇兑法案》实施的
- 外汇管制始于1939年二战爆发之时，因为南非是英国的殖民地且属于英镑区
- 斗转星移，随着南非变成共和国并在20世纪80年代作为一个种族隔离国家受到制裁，资本管制的目标也发生了相应变化
 - 起初是限制与非英镑区国家的交易，后来政策收紧，将英镑区成员也包括进来，1961年推出《外汇管制规章》
- 80年代中期，暂停偿债导致汇率双轨制
- 1994年之后，南非摆脱了种族隔离，成为由曼德拉总统领导的民主国家，南非开始意识到旧式的管制不会给南非带来保护，反而会打击投资和经济增长
- 外汇市场参与者的多样性不够也导致流动性和波动性问题

1994年之后的变化

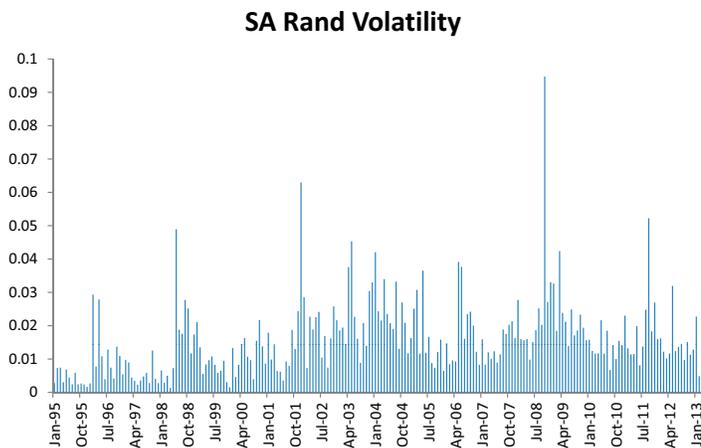
- 从1995年开始，为了刺激投资和经济增长，外汇管制的改革成为经济政策、金融和机构发展等宏大战略的一部分。
 - 1995年取消汇率双轨制。
 - 90年代的外汇管制没有取得实效，成本却很高昂，针对个人和企业的管制导致富裕的居民和大公司从南非移民或者通过离岸结构重组企业。
 - 渐进式持续的自由化进程仍在进行，每年都会宣布一系列自由化的政策。
- 管理范式由原始的管制（“你不可……”）逐渐转变为基于审慎限额（如，宏观审慎性限额）的规定和风险体系。我们认为大部分风险来自于金融机构和大公司，来自个人和小企业的风险很低。

1994年之后采取的步骤

- 从1994年开始，南非采取了渐进式的外汇管制放开制度，涉及的主要步骤如下：
 1. 取消对经常账户交易的外汇管制。
 2. 取消对居民的外汇管制。
 3. 批准南非的大公司在境外上市（包括最近的两地上市）。
 4. 在批准南非公司的外国直接投资申请方面逐渐增加弹性。
 5. 允许机构投资者购买外国资产以实现投资组合多元化。
 6. 逐步放松对居民的管制，
 7. 释放移民的冻结资金。
 8. 支持在南非注册的公司将业务拓展到整个非洲，甚至非洲之外（作为打开非洲市场的通道）。

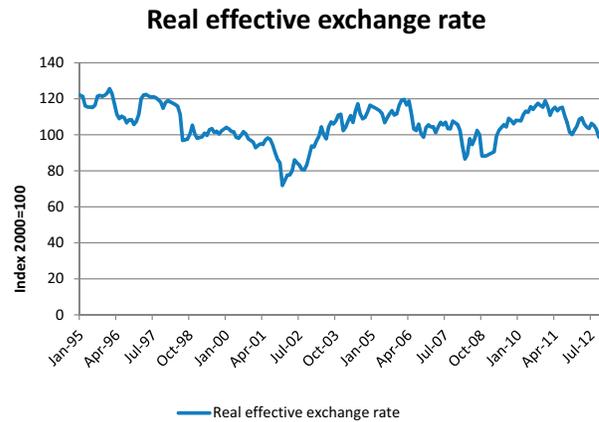
外汇管制改革的效果

- 在外汇管制改革一开始，南非没有出现更大的汇率波动...波动性仍是一大

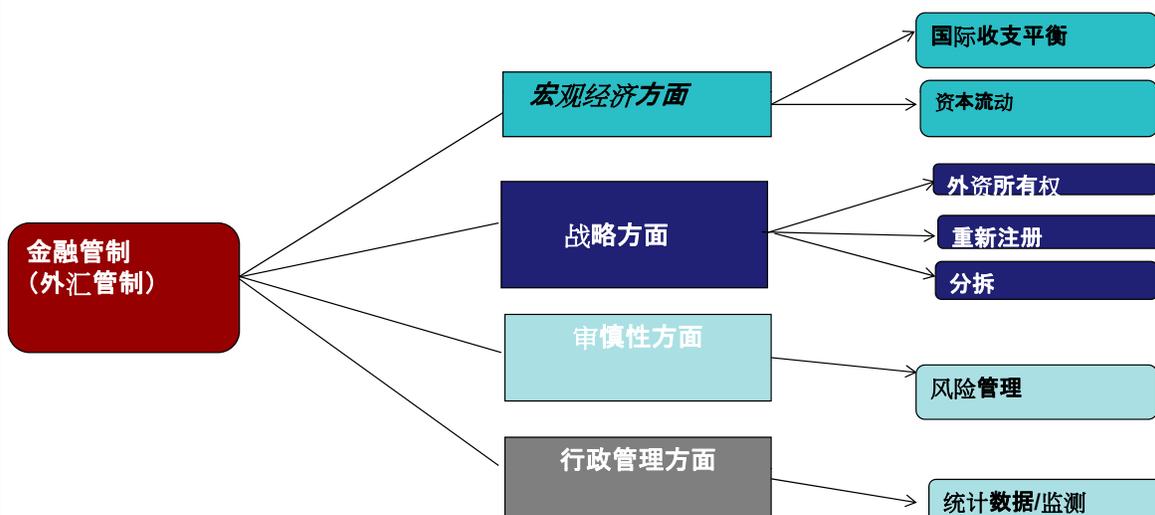


外汇管制改革的效果

- 自外汇管制改革开始以来，尽管出现过一些波动……但是南非没有出现过的汇率波动



金融管制的目标



B. 资本流动

- 南非没有对资本流入进行任何管制，主要原因如下：
 - (一) 我们是一个小的开放性发展中国家，储蓄率很低；
 - (二) 南非常年存在经常账户赤字，主要依赖资本流入来为经常账户赤字融资；
 - (三) 南非需要投资以发展经济、创造就业。
- 谨慎一点来看，资本流入存在风险，但风险很有限。自1994年改革以来，南非的本币价值一直在波动。针对2008年之后先进经济体的宽松货币政策（量化宽松），南非没有采取任何新的措施，因为南非现在是双赤字，高度依赖外资流入。
- 各个部门的监管机构（如采矿业、通信业和银行业）都会对投资产生影响，南非面临的挑战就在于如何协调这些不同部门的监管机构。
- 正常税法普遍适用，包括居民和非居民（资本所得、证券交易税）

C. 公司：对外和对内投资的规定与限制

一、公司

- **公司投资**：公司每年接收的外国直接投资限额为5亿兰特（5400万美元），如超过这个限额需进行审批。
- **国内借款**：适用非居民国内借款规定。
- **对外借款**：对外借款需经过审批，通常会得到批准。
- **外币账户**：参与国际贸易的公司可以开立外币账户用于支付商品和服务贸易以及其他更广的合法交易款项。
- **公司重组**：居民和非居民公司之间的复杂合并和收购交易需要经过批准，如境外重新注册或者在境外交易所上市。
- **境内上市**：非居民公司通过在约翰内斯堡证券交易所挂牌交易进入国内资本市场需经过批准。

C. 对金融机构的审慎限制

二、金融机构

- 审慎性限制适用机构投资者（基金经理），包括养老基金。
- 诸如养老基金之类的机构投资者可以进行对外投资，但投资额度最多不得超过总资产的25%。
- 其他审慎性较低的基金，如集体投资计划，对外投资限额为35%。
- 银行的对外投资上限为除去资本以外的总负债的25%。
- 除了上述限制之外，对于非洲内部的对外投资有5%的附加额度，对银行和机构投资者均适用。

C. 个人

三、个人

- **投资限额：**个人的年度投资限额为不超过500万兰特（545 000美元）。
- **外国资本市场投资：**南非个人可以在政策允许范围内投资于境外资本市场或境外金融工具以实现分散化投资。
- **外币存款：**个人每年持有的外币存款不得超过500万兰特（545 000美元）。
- 南非对非居民不实行金融管制。

D. 未来计划

- 南非未来的政策重心仍然是进一步提高效率，促进南非的资本流入流出，促进资本市场发展，并在动荡的全球环境下进行潜在风险管理。
- 重心从资本管制转变为审慎监管，尤其是对金融部门。
- 面临的挑战是持续实现对外投资的现代化，因为这会对想积极走出去的国内企业产生影响
- 面临的挑战还包括降低对内投资的障碍和成本

智利的资本账户政策：在开放道路上的宏观金融考虑¹

Yan Carrière-Swallow 和 Pablo García-Silva

2008年金融危机爆发以来，许多先进经济体推行了史无前例的货币刺激政策，持续低利率，各国中央银行推出大规模资产购买计划。考虑到为了保持疲弱的复苏所作的努力，这种政策立场可能还将持续，许多新兴经济体保持了连续增长。先进经济体与新兴市场经济体的增长率差别导致了相对经济不景气状况迥异，从而使货币政策和短期利率出现了不同选择。结果出现的追求收益率导致从先进经济体向新兴市场经济体的大量资本流动。尽管外资是刺激新兴市场经济增长的生产性投资的一个重要的催化剂，但外资“过多”也可能给接受国带来许多挑战，包括：实际升值对贸易部门竞争力的影响，繁荣和杠杆率提高带来的脆弱性，以及货币刺激政策的最终撤出将引发资本突然流出和金融困顿的威胁。

因此，国际流动性恢复充足重新点燃了关于资本管制（或者近期基金组织的用词——资本流动管理措施）的恰当性的全球辩论。一些国家当局仍然维持让资本自由流动的政策，这通常基于灵活的汇率以维持对外平衡，而其他国家当局实行措施试图引导资本的流动并干预外汇市场以抑制资本流动的影响。争论除了关于这些政策是否理想，还有关资本管制是否能在高度复杂的金融市场中有效地实现其目标。

在这一背景下，智利在资本账户政策方面的经验值得关注。在20世纪90年代，在低波动性和全球低利率的背景下同样面临资本流入的激增，智利较早地实行了资本流动管理措施，疏通升值与经常账户的压力。然而，在过去十五年，这类政策却明显不再出现在实际实施的政策之列，资本账户出现了显著开放的过程。

¹ 这是一份即将发布的基金组织工作文件简介的删节版。文件中的免责声明同样适用于这里。

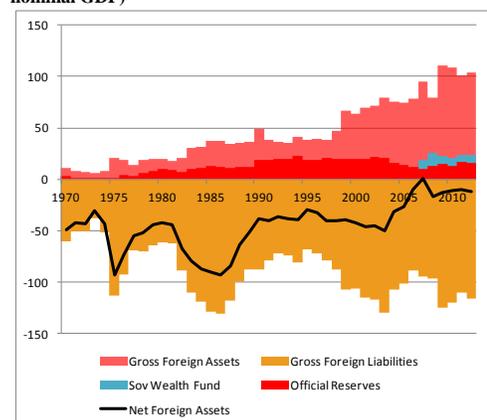
图 1 显示了过去四十年（可以被当做事实上的资本账户开放措施的时期）外国资产和负债的变化。可以看到，总外国资产和总外国负债当前都高于 GDP 的 100%。虽然负债在这一水平上波动许多年，但主要的进展是外国资产的累积，20 世纪 90 年代末以前一直低于 GDP 的 50%，到今天超过 GDP 的 100%。这也是净外国债务大量减少的主要原因。净外国资产头寸一直接近 2006 年以来的余额，与过去大量净外国负债的历史相比，比较有利。

2000 年之后净外国资产头寸的显著改变与法律上的资本账户开放过程重合。图 2 采用了基金组织的 AREAER 数据库，显示了一些由不同作者制定的资本账户开放措施。对每个样本的所有国家-年对应指数进行再归一化处理，值为 1 表示资本账户安排最为严格，值为 0 代表最开放。所有的措施清楚地表明，90 年代末开始向更加开放的资本账户转变，使智利的资本账户政策从相当严格转为非常灵活。

对这一阶段进行分析可以让我们发现一些与当前有关资本账户政策的政策争论相关的特征。首先，可以比较智利在全球环境的两个繁荣萧条周期中采用截然不同的政策框架。智利在 90 年代采用基于汇率稳定的货币政策框架和严格的资本管制，而当前，智利采用基于汇率灵活性的货币政策框架和相对开放的资本账户。2008-2009 年的全球金融危机以及 1997-1998 年亚洲-俄罗斯 LTCM 危机时期的前奏、应对和复苏，为决策中顺周期性的程度和如何与资本账户框架互动提供了有益的对比视角。

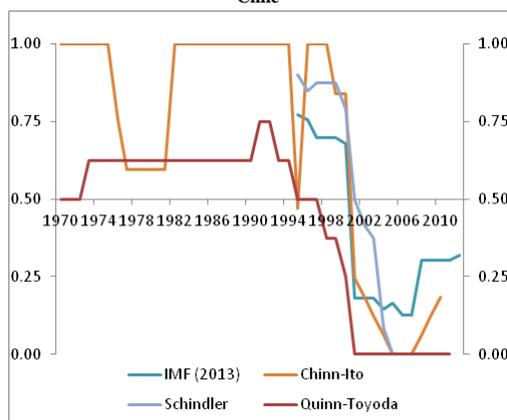
第二，考虑到全球资本市场的衰退和流动是固有的，在国际信贷周期中必须有一种成功的政策框架来推动经济增长和稳定。无论一国选择哪一种宏观经济框架，政策制定者都应意识到，他们在富足时期做出的决策将大致决定市场对环境中的突发状况做出的反应。因此，在压力时期所作的决策将受制于过去的决策如何构成了私人机构的预期。市场参与者（在智利特别指国内的机构投资者）对发生混乱做出的反应，以及在平静时期的投资组合分配，足以说明资本账户和宏观经济框架时如何互动的。

Figure 1: Chile's foreign assets and liability stocks (% of nominal GDP)



Sources: Official data from Budget Office and Central Bank and updated series from Lane and Milesi-Ferretti (2007).

Figure 2: De jure measures of capital account liberalization in Chile



Sources: Schindler (2009), Quinn and Toyoda (2008), Chinn and Ito (2008) and IMF (2012). Indicators based on the International Monetary Fund's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) database. All series have been normalized to a range of 0-1, with lower figures reflecting less restrictiveness.

第三，分析的时期较长可以让我们对具体的资本账户政策选择的理由进行讨论，包括 90 年代上半期的实施情况以及后来的自由化过程。这种转变在多大程度上是由声明的促进稳定就业创造和经济增长的国内政策目标所驱使的？这种转变在多大程度上受到外部因素的影响，尤其是经济增长第四条磋商和通过双边贸易协定开展的贸易自由化进程？

90 年代初推行资本账户管理磋商的决定，以及 21 世纪初以来向更加开放的资本账户转变，都可以说源于对国内稳定的担心，主要是实现弹性经济增长和就业创造的重要性。另外，虽然在 90 年代基金组织鼓励当局采取更加灵活的资本账户政策，他们的坚持显然对于推行新的政策框架起了最直接的作用。事实上，基金组织关于资本账户政策的立场的逐渐变化（对于智利是从 1998 和 1999 年的磋商开始）与智利当局决定的向更加开放的资本账户转变是截然相反的。

智利的资本账户政策

自由化道路上的宏观金融思考*

Yan Carrière-Swallow

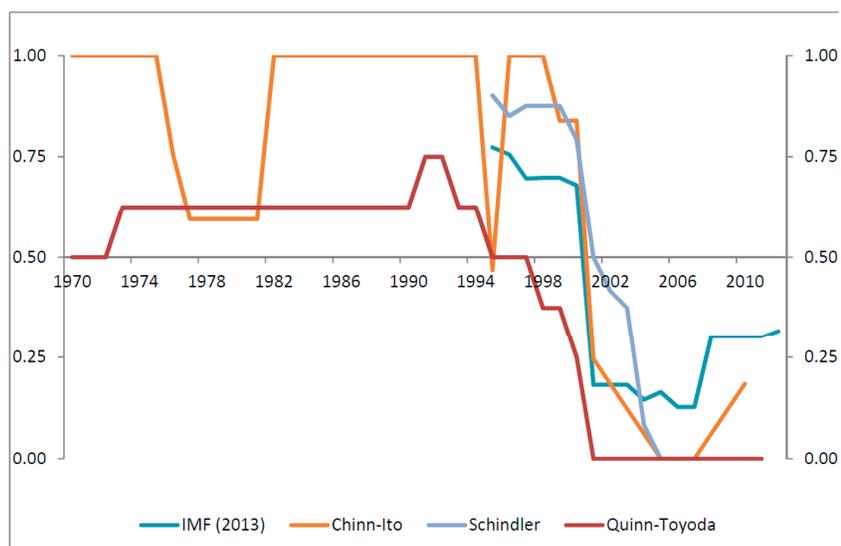
Pablo García-Silva

2012年3月20日

*本文是为2013年3月20日在中国北京举行的国际货币基金组织和中国人民银行关于“资本账户管理：国际经验”的会议准备的。本文仅代表作者个人观点，不代表基金组织执行董事会和智利官方机构的观点。我们感谢Abdul de Guia Abad、Karl Hambermaier、Gian Maria Milesi-Ferreti和Martin Schindler为我们提供了“法律上”和“实际上”资本账户限制的最新数据集。

1

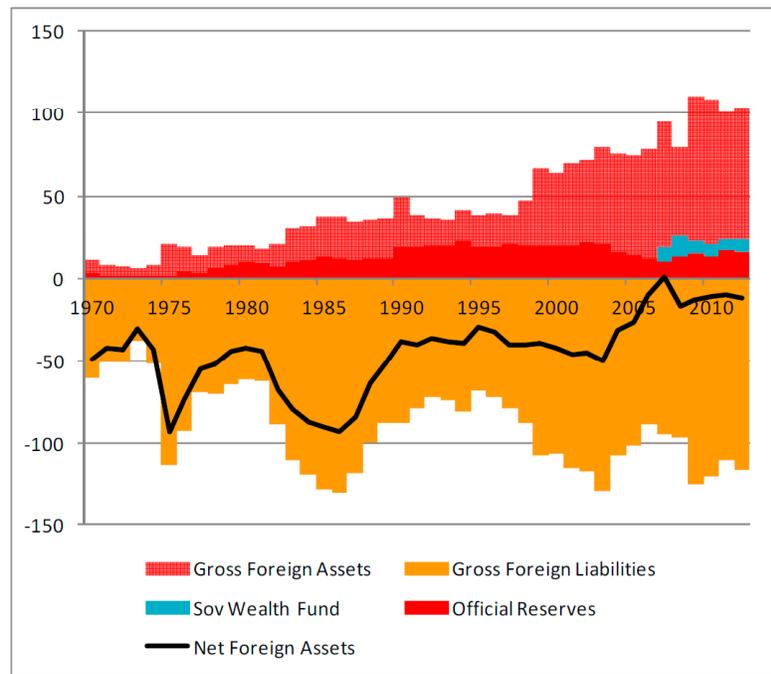
亚洲—俄罗斯—美国长期资本管理公司危机之后，智利在资本账户自由化方面的重要进展（数据来自AREAR数据库）



Sources: Schindler (2009), Quinn and Toyoda (2008), Chinn Ito (2007) and IMF (2013). Indicators based on the International Monetary Fund's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAR) database. All series have been normalized to a range of 0-1, with lower figures reflecting less restrictiveness.

2

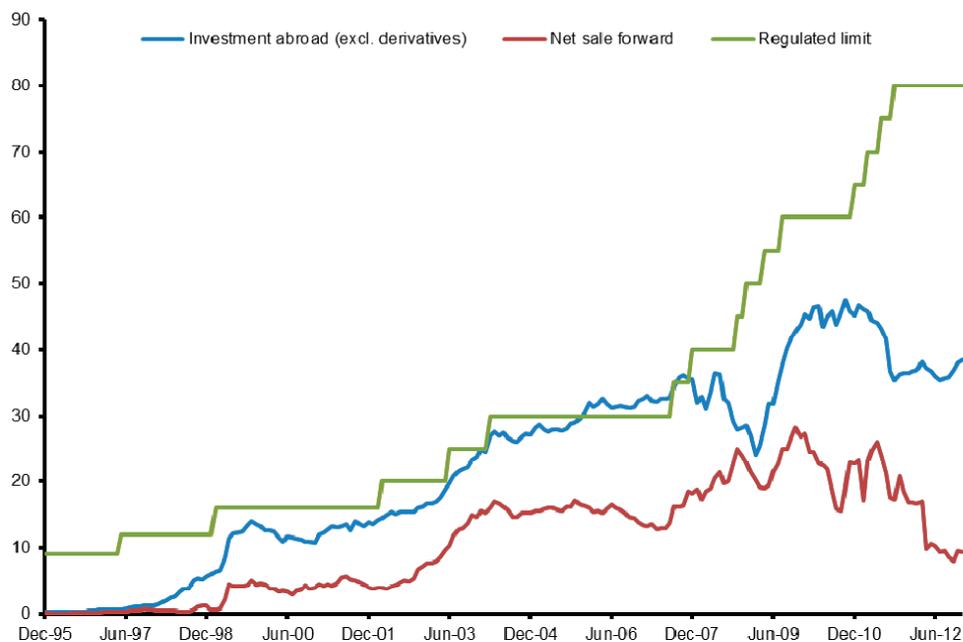
资本账户自由化开始之后，非官方国外资产总额大幅增加



Sources: Official data from Budget Office and Central Bank and updated series from Lane and Milesi-Ferretti (2007).

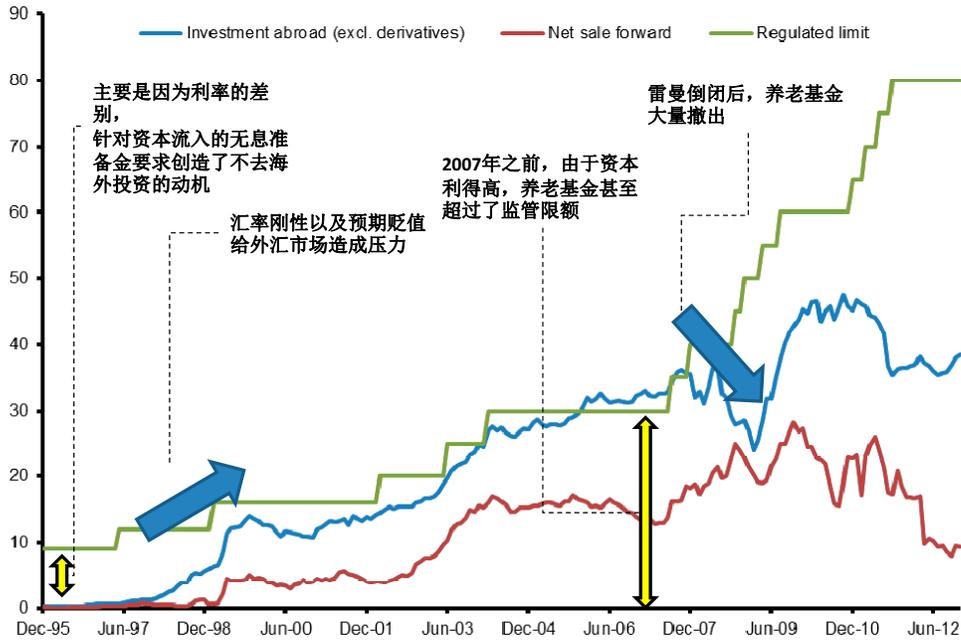
3

养老基金中可以归为外国投资的份额大幅增加



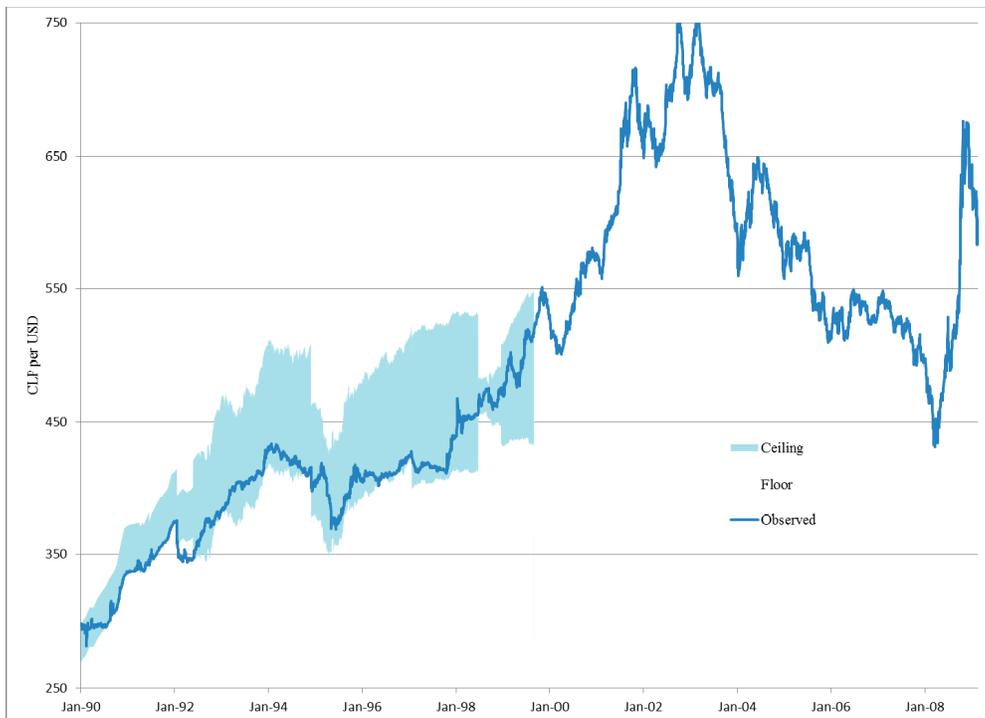
4

对亚洲—俄罗斯—美国长期资本管理公司危机和2008年金融危机的不同反应，以及危机前的环境



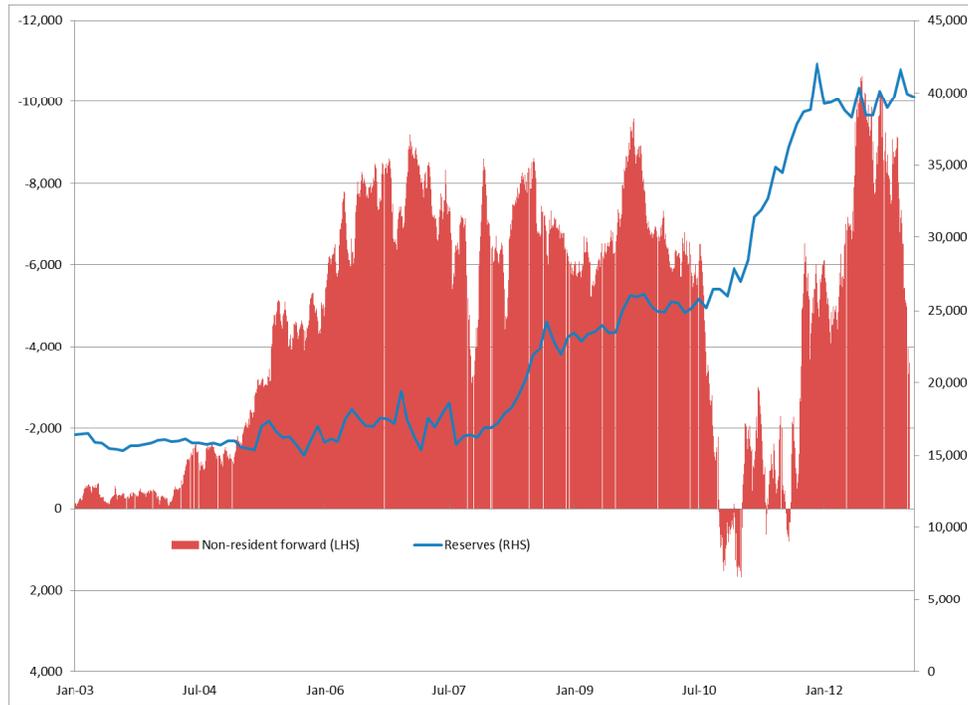
5

在本币贬值压力加大、外部环境不景气的情况下，取消汇率区间，开放资本账户。直到2004年，货币政策一直保持宽松。



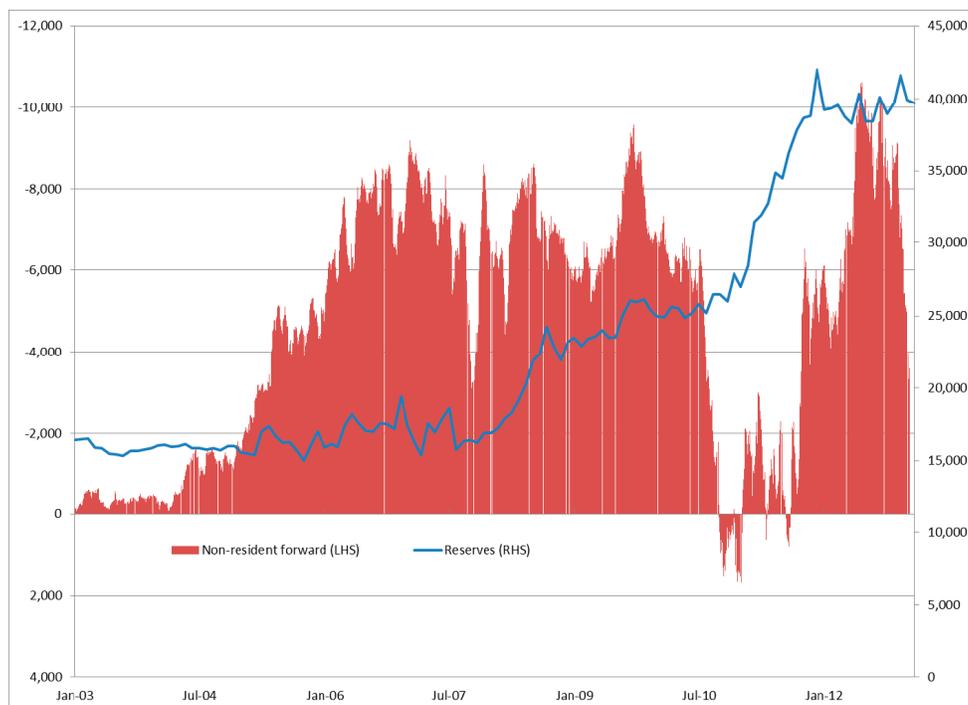
6

资本账户开放进程始于智利国内利率很低（直至当时）的时候，使比索成为利差交易的融资货币。



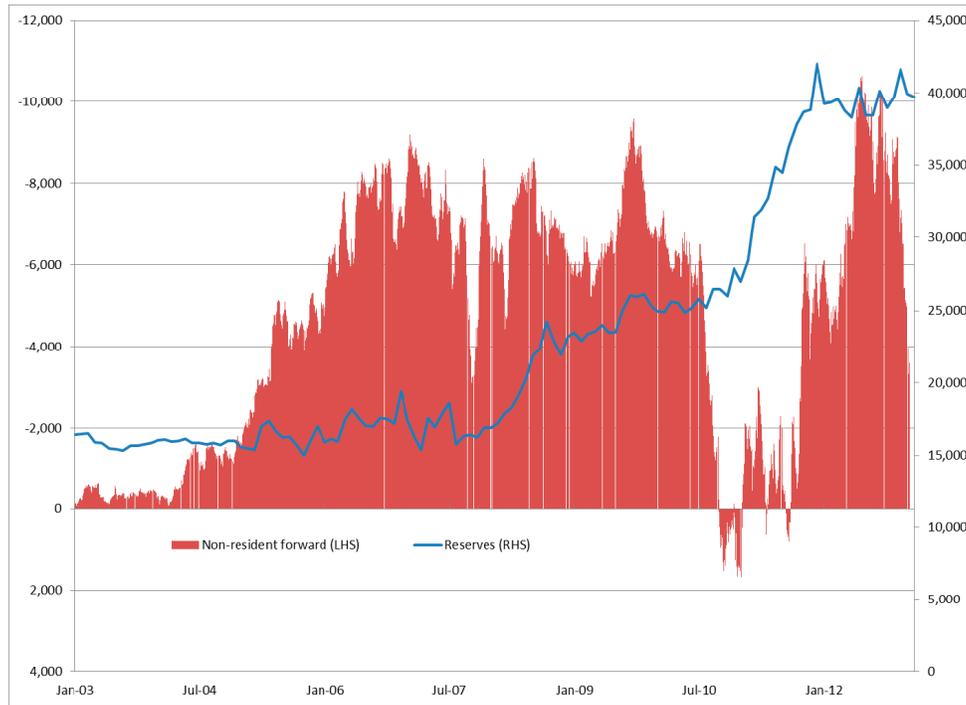
7

例如在离岸无本金交割远期外汇市场，雷亚尔期货多头可通过比索空头来进行风险对冲



8

准备金累积政策并不是总能行之有效



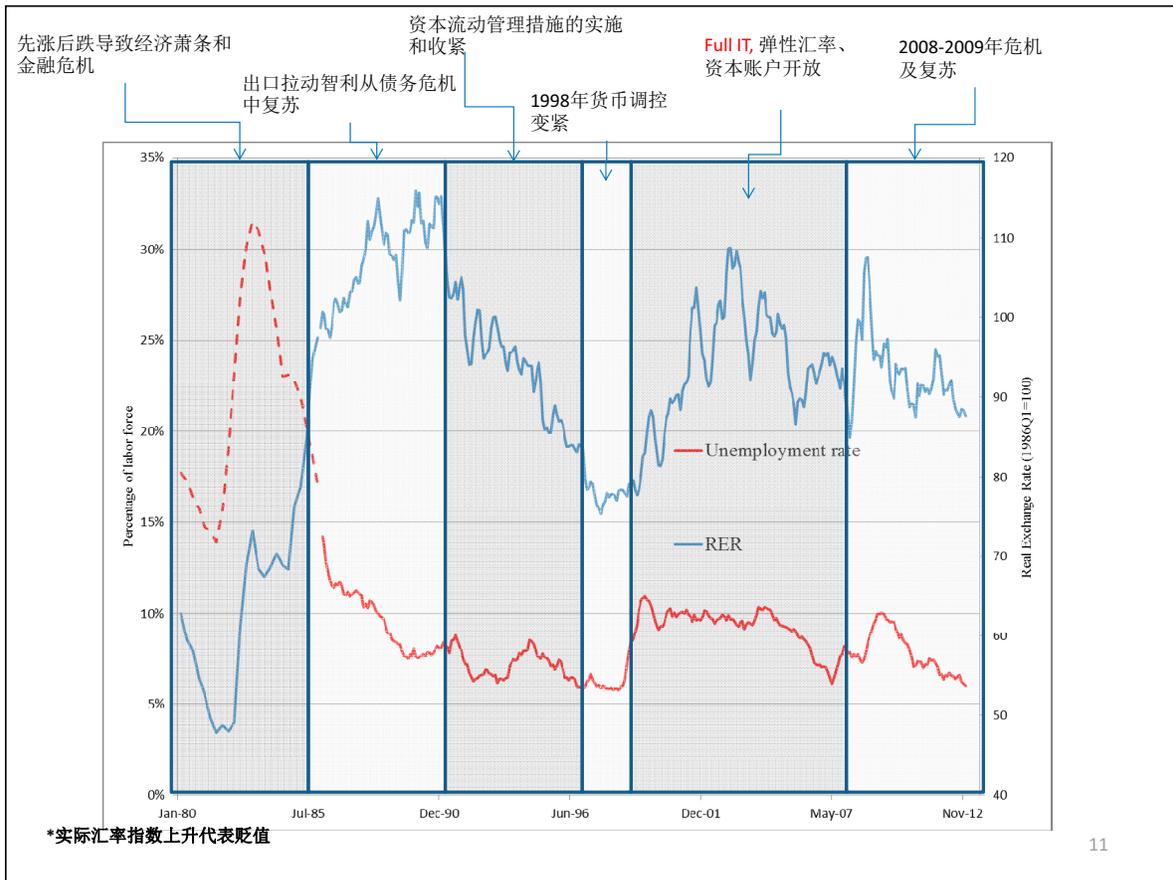
9

1980年之后失业率与实际汇率*变化趋势图



•实际汇率指数上升代表贬值

10



11

除了国内稳定因素之外（如稳定的增长率和就业率），外部因素会不会对自由化的进程产生影响？

- 第四条磋商以及基金组织的总体指导
- 自由贸易协定（2002年与美国，2003年与欧盟）
- 2009年加入经合组织

情况并非像看上去的这样。

12

自由贸易协定没有改变法律属性，宪章赋予央行对外汇和资本账户交易进行监管的排他性权力

与美国签订的自由贸易协定中的一个附件从某种程度上制约了酌处权，但是允许最多施加两年的限制，并对损害索赔进行限制

加入经合组织保留了所有的法律属性

资本管制的使用成为基金组织与监管机构争论的焦点，1995年这一焦点变得格外引人注目，因为监管机构没有听从基金组织的意见，收紧了管制。

13

1998年到1999年，当基金组织对智利愈加不可知的情况转变了看法时，监管机构开始取消对资本账户的限制。

如今，资本账户流动已经没有任何限制。

固定收益市场和支付系统的完全整合仍需一些技术性步骤，需要对现有法律作出一些修改。

14

特定资本账户限制的有效性 (无息准备金要求)

关于有效性的狭义定义，学术界已经达成普遍一致：在20世纪90年代让资本流入的构成向长期资本流动转变

但是这是一个移动的球门柱：目标更具野心：保持货币独立性、避免实际汇率的高估，降低外部危机风险

考虑到1998年和1999年的经验，这些稳定目标有没有达成值得怀疑

2008年替代性框架的弹性也是一个例子

考虑到如今国内居民持有大量国外资产，这个特定工具的有效性（区分居民和非居民）也值得怀疑

15

一些结论性的想法

智利对于1998年和2008-2009年的危机反应，是比较小型开放经济体采取两种不同的货币、汇率和资本账户框架的有趣案例

施加资本账户限制、取消资本账户限制、实现资本账户流入和流出的自由化都是出于国内稳定性的考虑

资本账户政策框架和汇率/货币政策框架之间有着重要的承上启下的关系。在智利，实行IT和弹性汇率制度以及资本账户自由化是携手并进的。

资本账户与国内金融自由化之间也有重要联系，在智利，拓展机构投资者的投资机遇是导致大量资本流出的重要原因

对于大型经济体来说，这些经验是否适用还不是很清楚

16

巴西的外国资本流动管理

Joaquim Levy

A. 历史视角

20 世纪 90 年代以前：长期外币短缺。指数化和与通胀挂钩的债券放慢了金融不景气，但资本流动（包括外国直接投资）受到限制；数据基础设施取得的进展让 SISBACEN 通过电子化记录所有的货币交易。

20 世纪 90 年代以后：经济开放、结构改革、通过市场手段控制通胀（包括高利率）；全球资本流动和外国直接投资增加带来充足的外币。

21 世纪以来：巩固 20 世纪 90 年代取得的成就，同时具备浮动汇率和财政责任；贸易条件改善带来支持

过程非常务实：

长期“结构”自由化，同时维持用来纠正市场扭曲的短期“策略性”干预的机制，主要通过价格/税收机制

资本流动被视为市场纪律的一部分，有助于改进国家的资源分配。当全球失衡或国内脆弱问题突出时可以利用温和的监管机制，为确保金融稳定和整体框架，值得付出这一代价：1997 年亚洲危机后和在当前先进经济体中央银行带来的高流动性环境下已经发挥了作用。

B. 基本的立法和制度演变

1933 年的 23.258 号法令（1988 年之后成为法律）仍然监管着汇率制度的一部分，同时还有针对（利润）汇款的 1962 年的 4.131 号法律。这些法律规定：

- 巴西的所有结算应该以本币进行，即使合同包含外币的指数化（如 NTN-C）857/69 法令；国内的银行账户要以本币计价
- 中央银行监管并参与所有外汇操作
- 出口商必须将对外销售获得的所有外币兑换为本币
- 2016 年以前，资本开放的实施过程基本没有对基本的法律作出改变，而是依靠对中央银行规定进行修改和对法律赋予新的解释

- 1988年创造了游客汇率，终结黑市，允许境外使用信用卡等等。外币不再是一种“可疑”活动。
- 1992年对老的（1969年）CC5机制进行修改：允许居民在非居民银行的巴西账户中进行本币存款，这些存款可以兑换成外币并转移至指定的海外账户（1996年随着BCB通告2.667代替CC5，这一过程被简化）
- 2005年（CMN 3.265）取消游客/双货币，只要向巴西央行保证来源合法就可以自由将钱汇至海外
- 紧接着合并规则之后，2006年的11.736号法律更新了系统（CMN 3.265）：
- 出口商现在可以无限推迟海外收入的兑换，并可以用这些资金直接支付负债；未兑换资金现在可以投资海外，世纪不受限。
- 巴西央行的新角色：不再是任何货币合约的参与方，仅为统计目的收集信息（2011年SISBACEN终结）
- 与国内收入部合作，关注防止洗钱，并分担银行体系的责任
- 金融机构、养老金、投资基金等的外币或外资控股仍然受限，目前是与特定原因有关，并且通常与其他监管部门共同规定（如养老金监管机构）

C. 与金融和资本市场的互动

信贷开放：20世纪90年代中期以前，只有某些部门能利用外国金融融资（巴西央行Res 63/1967）；到2000年，所有限制被取消。

关注于要求银行提供大量资本支持对外风险暴露，以促进金融稳定、减少短期贷款。

放开其它资金募集机制：准许股票和固定收入证券的专项基金（1987年）；直接投资股票和债券（1991年，“附录四”）；从海外获得的存款收入（1992年）；取消发行准许的需要（2.628/1999和2.770/2000）；任何人有权自由在海外发行，资金进入巴西时要缴纳监管税（如金融交易税IOF）。

国内市场向外国机构开放（商业和投资银行）。

到2000年，允许外国人投资于国内投资人可以投资的所有工具（包括衍生产品），只要他们指定一个本地代表负责税收和托管问题；通过自动程序方面登记。

要了解，巴西对资本流出进行量化管制和货币的游戏规则改变已经越界。（2011 年对衍生产品的金融交易税也许是个例外，因为在续签合同时税率可能有所变化，但这是事前强化不对游戏规则进行事后变动的原则）。

结果：外资占股市交易的 1/3，组合投资的资本流入达到 GDP 的 4%（2011 年），外国直接投资约占 GDP 的 2%。国内交易所股票和 ADRs 的外资占有量大（分别为 2 千亿美元和 1500 亿美元），政府国内债务的外资所有也较高（1200 亿美元，占已发行股票的 14%）。

D. 宏观经济管理机制及其有效性

主要机制是建立在投资者必须在购买本国货币时公布所得资金的用途这一事实基础之上，从此资金保留在“仓库”中并可以跟踪缴税。资本流入可以重新引导（比如从股票转向 FI），但要遵守新用途的税率。外国投资者始终能自由将资本收回。

固定收入或股票资本流动的金融交易税税率随时间而改变

对发行 ADRs 和货币衍生产品的票面数额（占价值的 25%）征收金融交易税

处于金融稳定考虑，银行可能要遵守有关外币卖出头寸的准备金要求（超过一定门槛值后也许达到头寸的 100%）。

这些机制（税收和资本要求）有助于在 21 世纪初当经济疲软时缓解了国内机构对外风险暴露的相关风险，并在近期全球流动性较高的环境下调整了资本流入；为货币政策提供了一定程度的资源。这些机制易于调整和重置中性水平。

2011 年以后开始对固定收入征收金融交易税，以抑制资本流入（例如向日本居民），但对于限制发行全球公司债券收效较弱

2011-2012 年，美元期货和现券交易税大幅削减了头寸。这就给“美元指数利率 coupon cambial”/货币购买力平价划分了界限，表明有可能分隔市场；ADRs 税收也给在纽约和圣保罗上市的股票之间划清了界限

机制的有效性往往随时间流逝而削弱，原因是贸易转移至海外（比如从巴西期货交易所转向芝加哥期货交易所）或者转向柜台交易（如银行互换）等。2012 年汇率下降的主要原因是宏观政策（利率下调）或者宏观状况（贸易条件恶化），而并非资本流动管理

E. 福利、增长和对资本账户开放的政治支持

资本开放是有序和建设性的，帮助提高了利率的纪律性和打击通胀。它改善了福利，因为谨慎实施的过程中避免了形成重大的危机，同时有助于带来新的机遇（比如，比较长期的投资外部融资、外资参与首次上市、期限较长的本币政府债务）。它还帮助巴西的企业向海外扩张，包括出口商有保留出口收入和对外投资的自由。

资本开放享受到浮动汇率制度和财政/贸易差额带来的好处，并得益于“抑制性机制”在面对异常的全球状况并提供货币政策独立性方面的作用；余留的管制大部分是通过资本流入征税、或者已经放开和通常不是强制规定的审慎/消费者保护限制（比如养老金对外风险暴露）。

巴西如此多的改革措施需要时间，但也得到了广泛的支持，几乎不存在逆转的风险。但由于全球的金融现状，仍然需要更多的支持来实现完全可兑换。



资本流动管理：巴西的经验

Joaquim LEVY
2013年3月

巴西资本账户的时间表和主要特征



历史视角：

- 20世纪90年代之前：外币长期短缺，资本流动受到限制——“巴西央行网”（SISBACEN）能够保存所有外汇交易的电子记录
- 20世纪90年代之后：外汇充足、资本流动量大
- 从1999年开始实行浮动汇率制

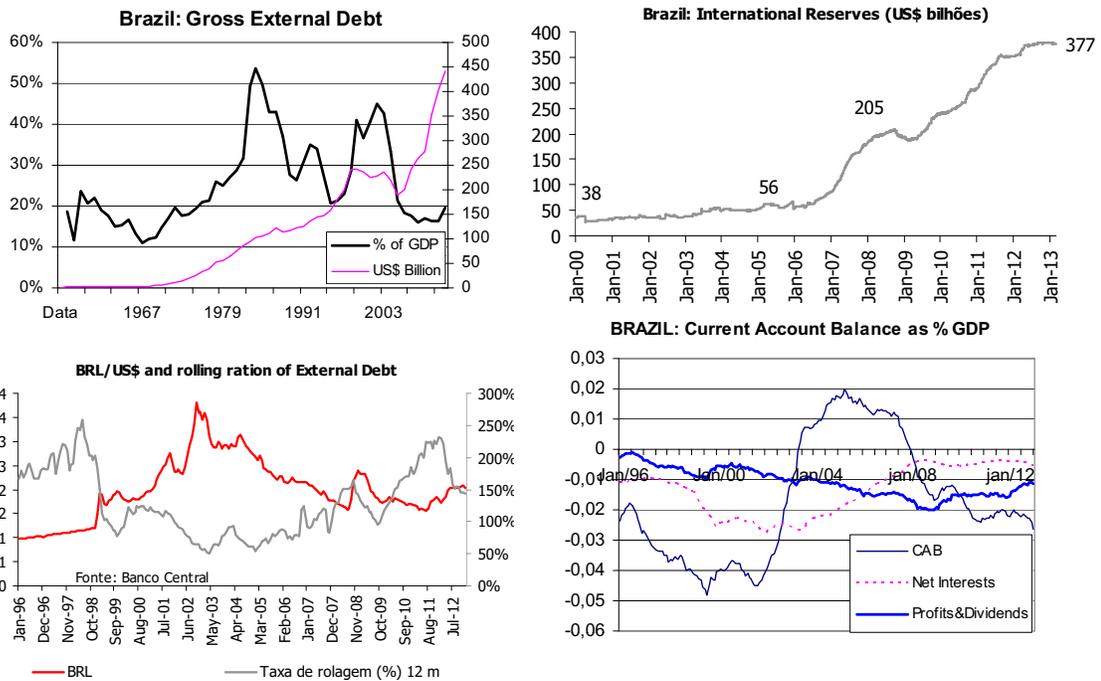
基本立法：

- 1933年的第23.258号法令（1988年之后成为法律）——规定汇率制度
- 1962年的第4.131号法律侧重于（利润）汇出
- 2006年的第11.736号法律

20世纪90年代以来的自由化：

- ✓ 在2006年之前基本没有修改法律（修改监管规定和对法律进行解释）
- ✓ 非常务实：长期“结构性”自由化，主要通过价格和税收机制保持允许进行短期“战术”干预的各类机制，以矫正市场扭曲

时间表和宏观经济发展



央行的职能变化



国内货币的强制性使用:

- ✓ 所有交易必须以本币结算，即便合约中包含外币指数化（如NTN-C）也不例外——第857/69号法令
- ✓ 国内银行账户必须以本币计价
- ✓ 央行是所有外汇业务的监管者，包括那些由银行系统通过委托、许可等方式执行的业务

强制赎回外币:

- ✓ 过去，出口商必须将持有的所有外币换成本币
 - ✓ 2006年之后，出口商可以延迟兑换，或者将外币资产用于直接偿还负债
 - ✓ 不仅赎回期可以延迟，外币资产还可以无限期用于海外投资

巴西央行的新职能:

- ✓ 3000美元以下的交易无需签订具体合约
- ✓ 巴西央行不再介入外汇合约；只需通过互联网将有关信息发送给央行做统计用途（2011年巴西央行网“终结”）
- ✓ 重点防止洗钱——与各个银行共同努力

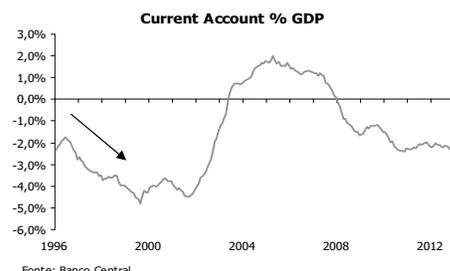
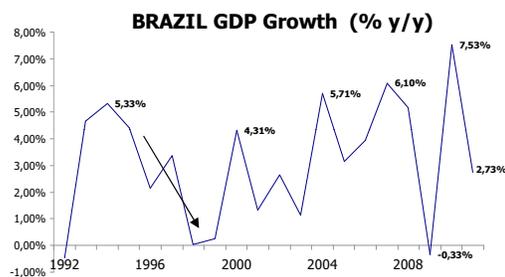
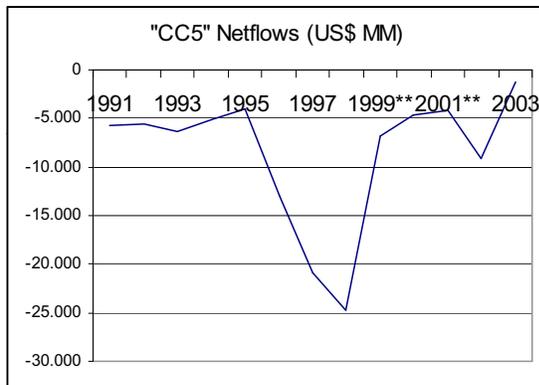
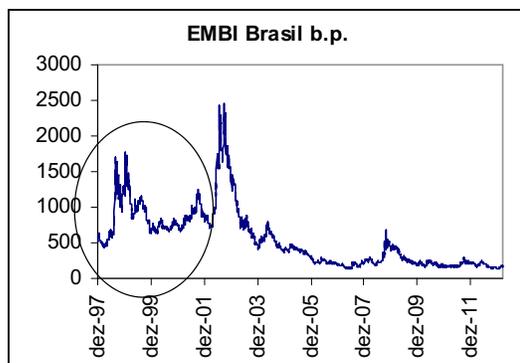
自由化是一个持续的过程



小心推进，避免受挫

- ✓ **1988**年创建旅游汇率，结束了灰色市场，允许在境外使用信用卡等等——购买外币不再是“可疑”的行为。
- ✓ **1992**年修改**CC5**机制，允许使用非居民本币账户进行对外交易（外资银行会将这些账户上的存款转换成外币并转移到境外账户）
- ✓ **CC5**机制被替换，允许向外转移资源（**1996**年第**2.667**号通告），但必须向巴西央行和税务部门披露所有信息
- ✓ **2005**年取消汇率双轨制（国家货币委员会第**3.265**号决议），只需向巴西央行声明钱的来源合法，即可自由将钱转到境外
- ✓ 正式结束**1993**年法令中推崇的有关“覆盖”的概念（规定只有带来外汇的人才能将外汇汇出）并取消外汇管制（第**11.371**号法律）
- ✓ 巴西央行侧重于向国内税收部门提供资本流动的信息，这也是为了防止洗钱
- ✓ 保留对金融机构、养老基金、投资基金等机构的外汇限制，这主要和其他监管机构的要求有关（如限制风险敞口）

资本净流动体现了居民观念的改变



外国投资者来国内投资的渠道变多



外国资源支撑的贷款范围扩大

直到**20世纪90年代中期**，只有某些部门可以利用国外资源进行融资（巴西央行第**63/1967**号决议）；到**2000年**，所有限制均已取消。

其他融资机制的开放

允许外国投资者使用专门投资于股票或固定收益证券的特设基金，作为投资工具（巴西央行**1987**年第**1.289**号决议，附件一至三）

巴西央行第**1832/1991**号决议允许直接于股票和债券（附件四）

1992年允许在境外发行存股证（附件五）

发行的附加条件和许可要求被取消（第**2.628/1999**号决议和第**2.770/2000**号决议）

向外国投资机构开放市场

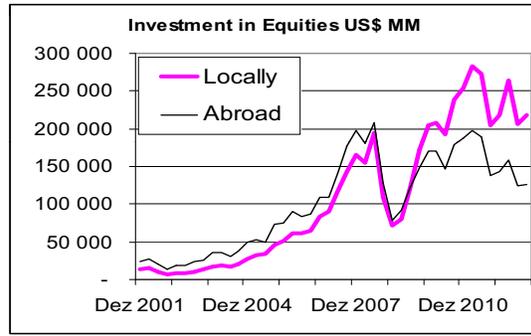
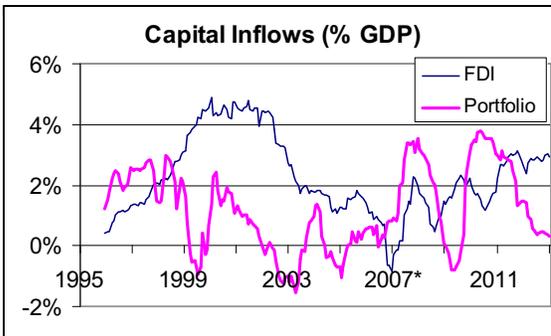
自**20世纪90年代中期**以来，一些投资银行开始在巴西经营，买卖国内证券（及货币），创造了新的资本流动

证券投资的要求得到简化

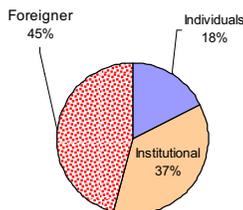
到**2000年**，只要任命一名国内代表处理税收和监护问题，外国投资者就可以投资于任何国内投资者享有投资权的金融工具，包括衍生品；注册流程已经实现了自动化

准入也包括衍生品市场

增加外国投资者进入国内市场的渠道

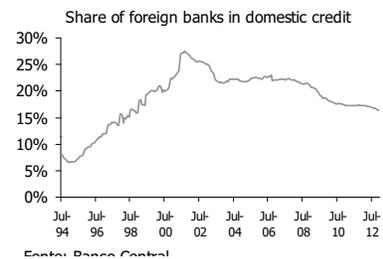


外国投资者在Bovespa交易中所占份额



外国投资者占未完成合约的比重

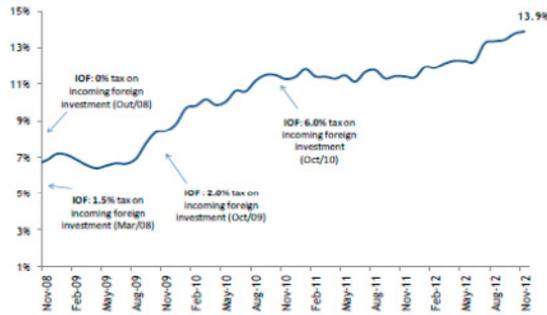
	Number of Contracts in BM&F	
	Total	Foreign (net)
IBOVESPA	341.113	-131.152
Interest Rates	15.608.608	2.394.169
Dollar	778.019	102.907



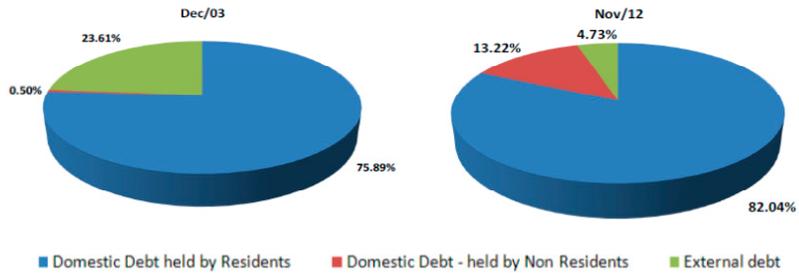
外国投资者持续用内债交易外债



联邦内债：非居民所占比重



Source: National Treasury



Bradesco Asset Management

自由资本流动使国内债务市场得到强化

在以本币计价的长期政府证券上，外商是主要的投资者

准入门槛低、没有所得税是最具吸引力的因素

最近几年金融活动税使总的风险敞口变小

控制资本流动的（“战术”）机制



外币资源必须保持“孤立”

资本流入的目的必须申报，这是出于税收及其他方面的考虑

投资者可以对资本流入重新定向（如从股权投资变为金融机构投资），但投资者一旦这么做，如果新的用途适用更高的税率，投资者就得缴纳更高的税

外国投资者始终可以自由撤回资本

在资本进入时就已经设置了限制和障碍（2011年对衍生品的金融活动税进行了细化，因为头寸不同税率会相应发生变化）

- 对证券投资资本流入（固定收益投资和股权投资）征收金融活动税，不同时期税收水平不同（比如债券到期期限不同，税率就可能不同）
- 发行美国存股证也要缴纳金融活动税，货币衍生品也得根据名义金额缴纳金融活动税（不超过名义金额的25%）

为了保持金融稳定性，巴西央行可以对外币买卖，特别是银行的外币买卖设定限制

- 对银行卖出头寸进行限制通常就意味着提高准备金率

银行的对外净风险敞口通常要缴纳很高的准备金（包括对境外分支、分行或持股银行进行财务合并时产生的风险敞口）

Bradesco Asset Management

10

选定的调节资本流动的方式

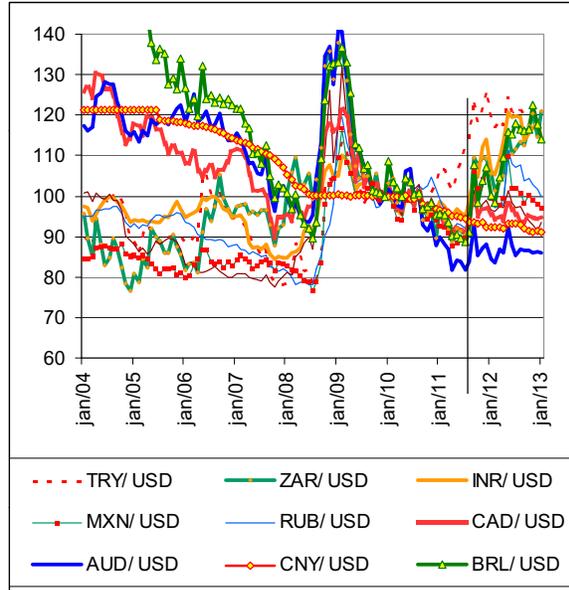


10/19/2009	对股权投资和固定收益资本流入征收2%的税
11/19/2009	对美国存股证的兑换征收1.5%的税
10/04/2010	对固定收益资本流入征收4%的税
10/18/2010	对固定收益资本流入征收6%的税
01/06/2011	银行持有的超过30亿美元的外汇头寸必须缴纳60%的无息准备金
3/29/2011	对1年以下的贷款征收6%的税
04/06/2011	对2年以下的贷款征收6%的税
07/08/2008	银行持有的超过10亿美元的外汇头寸必须缴纳60%的无息准备金
7/26/2011	根据货币衍生品的名义金额征收不同税率的税（不超过25%）
12/01/2011	取消对股权资本流入征税
2/29/2012	对3年以下的贷款征收6%的税
03/01/2012	对到期期限超过1年的预期出口付款实行限制
03/09/2012	对5年以下的贷款征收6%的税
3/15/2012	对于货币衍生品名义金额小于上年出口额1.2倍的出口商免税
6/13/2012	对2年以下的贷款征收6%的税
3/15/2012	对到期期限小于5年的预期出口付款实行弹性管理制度
12/05/2012	对1年以下的贷款征收6%的税
12/18/2012	银行持有的超过30亿美元的外汇头寸必须缴纳60%的无息准备金

资料来源: Garcia 和Chamom PUC wp 606



说明选定措施的效果



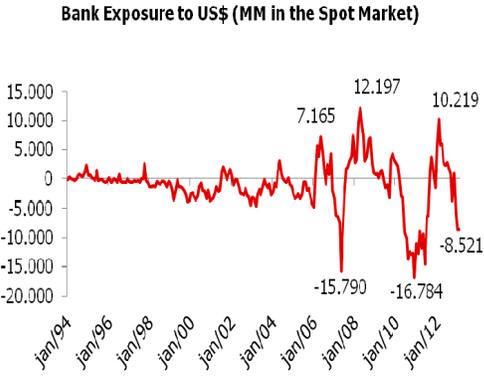
2011/12年巴西雷亚尔兑美元的汇率调整在同行中并非独一无二，这是货币和贸易条件的反映



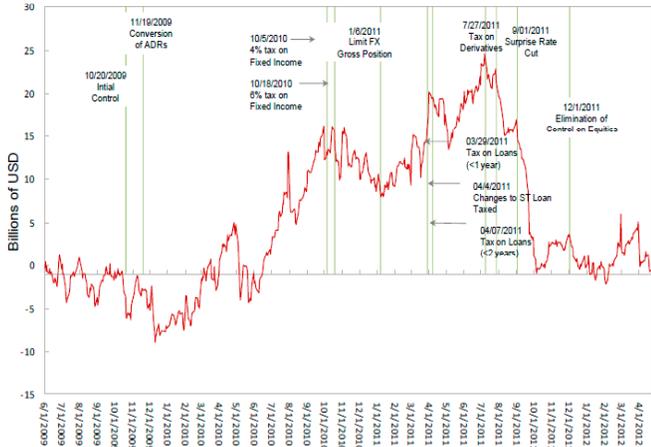
说明选定措施的效果



外商在巴西期货交易所/央行放款基本年利率合约方面的净头寸



资料来源: Garcia 和 Chamom PUC wp 606



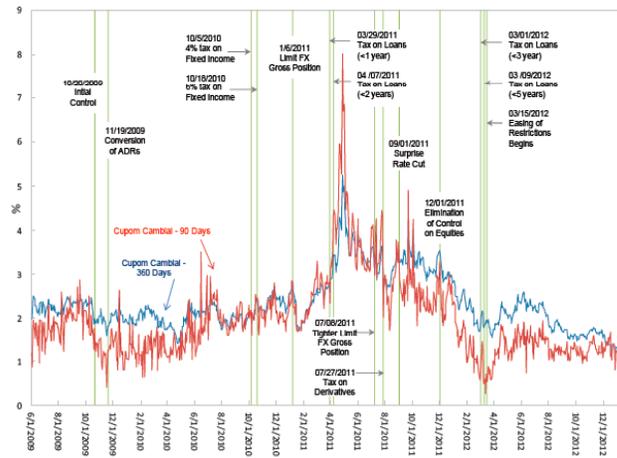
税收和准备金规定出台之后，银行风险敞口和期货合约迅速做出了反应



说明选定措施的效果



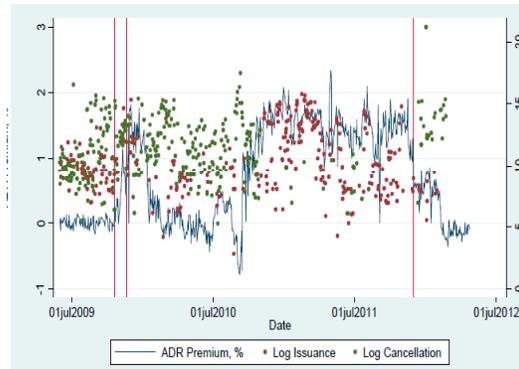
偏离购买力平价：“息票累计利率”的波动



资料来源: Garcia 和 Chamom PUC wp 606

多个作者曾说明税收优势会对相关市场产生影响
宏观经济影响的持续性不是那么明显

巴西国家石油公司美元存股证相对股票的溢价



未来发展趋势



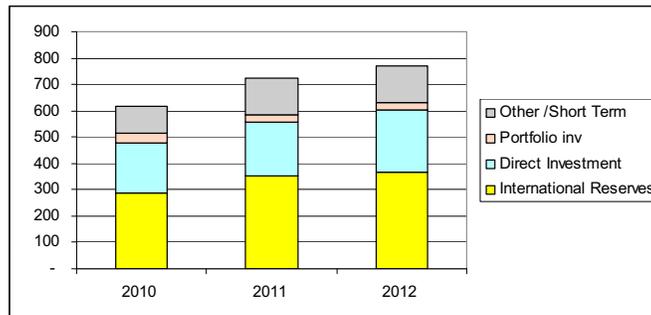
较低的利率促进国际化的分散投资

- 养老基金可以进行不超过**10%**的境外投资（现在的水平在**2%**以下）
- 国内投资基金可以进行**10%至20%**的境外投资（若投资于巴西存股证，则为**100%**）
- 巴西在境外持有的资产占**GDP**的比重已上升至**35%**

政府正与金融部门展开对话，以期进一步简化监管、开放市场

- 银行协会（巴西银行联合会）和**GECEM**

巴西：境外资产（10亿美元）



总结



巴西的资本自由化是有序和建设性的

- 有助于稳定利率秩序、防止通货膨胀
- 资本账户自由化可以改善福利，避免酿成大的危机，还可以带来新的机遇（如外资参与首次公开募股）
- 和浮动汇率一起可以发挥最大效用
- 和巴西的很多改革一样，资本账户改革也需要时间来展开，但是这项改革是坚实的，发生逆转的风险不大
- 不急于实现完全自由兑换，因为外部环境仍不稳定性

政府保有足够的工具来矫正扭曲、缓和冲击

税收和其他价格机制可以帮助引导对内和对外资本流动

借助一系列工具解决有关汇率的担忧

2012年巴西雷亚尔的走弱很可能是因为货币政策（降低利率）和贸易条件的变化（恶化）

当前开始对外汇衍生品征税，以降低货币波动性和阻止巴西雷亚尔的下滑

工具很容易调整，可以迅速恢复到中性水平

午餐会致辞

回归基本面：在全球交叉影响下支持亚洲的增长

Andrew Sheng¹

几十年来，亚洲的政策制定者一直在全球化的背景下就资本账户开放的议题坚持不懈的努力。1997/1998年亚洲金融危机期间，正在经历的欧洲债务危机，即共同货币区内资本流动不受限制带来分散化的发展并最终引发危机，这些使这种担心加剧。

2007年以来全球金融市场和实体经济的变化包含六个关键要素。

第一，危机中的先进经济体增长都比较缓慢，欧洲仍处于衰退中，但美国经济正在缓慢复苏。

第二，新兴市场经济体未能避免，并且也在缓慢增长，一些经济体转变为靠内部动力代替出口拉动增长。

第四，2012年中期，全球金融资产（衍生产品除外）的总存量仍然增长到256万亿美元或是全球GDP的3.7倍，虽然2007年以来增速放慢。

第五，金融全球化持续。麦肯锡全球机构数据显示，2012年全球总资本流动为4.6万亿美元，从2007年最高的11.8万亿下降了61%。²下降的主要是欧洲内部资本流动，流向新兴经济体的净私人资本流动放慢，但相对2007年水平仍然相当高。

第六，全球外汇交易量仍然高达每日4万亿美元，其中1.5万亿美元为现券交易，衍生产品资金交易量较高，为2.5万亿美元。尽管全球外汇储备总量增长了10.8万亿，但相对高度波动的全球外汇和衍生品交易量仍显较小。

注意到许多亚洲新兴经济体事实上储蓄过剩，过多的资本流入只会增加国内的经济过热。简而言之，我们要谈谈在一个稳定而可持续的亚洲金融体系中的资本账户开放，支持亚洲的就业和股票发展。

A. 六种全球交叉影响

存在六种全球交叉影响或者变革趋势，对我们考虑金融市场改革排序的方式产生了深刻影响。分别是重新平衡、人口、债务、科技、气候变化和治理。

重新平衡：新兴市场经济体，特别是金砖国家，正在汇聚全球的收入与财富。新兴市场目前掌握了全球官方储备的四分之三。³ 四国集团或储备货币国家（美国、欧洲、英

¹ 很感谢 Tan Wai Kuen 夫人、Theresa Chan 女士和 Jodie Hu 女士在本文的撰写过程中提供的研究帮助。所有观点、错误和遗漏由作者负责，与作者所在机构无关。

² 麦肯锡全球机构，“金融全球化：撤退还是重置？”2013年，表 E2。

国和日本)目前人口占全球 11.7%，而 GDP 占全球 54.5%。G4 从世界其他地区的净借款总额达到 3.9 万亿美元，若不包括日本，则达 6.4 万亿美元，即占 GDP 的 20.8%。

人口：新兴市场经济体拥有亚洲有利的人口，特别是正在发展的中产阶级和年轻劳动力，但也面临着不断增加的青年人失业问题。在北亚，人口老龄化，特别是在日本，具有严重的后果，会造成劳动力下降、财政债务负担和财富支出不断上升。

债务积压：2007-2009 年的全球金融危机就是金融机构杠杆率过高带来过度消费的十年所导致的。在 2008-2012 年之间，先进经济体将金融体系的私人损失取而代之以 15.4 万亿美元的公共债务增长，经合组织国家债务占 GDP 的比重平均为 GDP 的 100%，仅能通过零利率加以维持。对新兴市场经济体的影响是带来大量资本流动、资产泡沫和高通胀。顺差的新兴市场经济体货币每升值 10%，以本币计价的外汇损失就达 GDP 的 5%。

科技：世界已经成为生产、分配、金融、知识和权力网络的系统性组合，几乎每一个领域都高度集中，金融尤为如此。随着时间推移，这些网络展现出日益同步的迹象，具有非线性复杂的反馈机制，抵御各国政府推行的任何管制措施。科技既是机遇也是对老的秩序的破坏。正如社交媒体对政治秩序有破坏性，移动电话技术也能消除传统银行业的中介作用。

气候变化：大部分新兴市场经济体日益增加的中等收入消费，对更多的碳排放和自然资源快速消耗构成威胁。生态可持续性既是机遇也是威胁。印度、中国、韩国和马来西亚已经将增长模式转向能源和生态更大的可持续性。

治理：为不断增加的人口提供更好的基础设施、法律规定和更高的生活水平，关键取决于治理的质量。但存在一个全球集体行动的陷阱。没有一个单独的国家能处理非常庞大无序的资本流动，尤其是当资本账户完全开放的情况下。即使具有很高的外汇储备，也没有哪一个国家能与全球化的消极面相隔绝。所有的中央银行必须与基金组织合作且相互合作，确保资本流动被主要导向实体部门投资和全球公益事业。

B. 新兴市场经济体面临的挑战不尽相同

四国集团国家正在采用非传统性货币政策，解决通货紧缩、失业型复苏、去杠杆化和巨额财政积压问题，同时，在过去的七年中，中央银行的资产负债表翻了两番，财政政策扩张、债务负担和宏观审慎政策不可持续。⁴

还不清楚这些政策与整个世界是否相一致。

³ 世界银行《2011 年全球发展展望》，多极化：新型全球经济。

⁴ 要对争论进行全面审视，参考 Adair Turner，“债务、货币与米菲斯特：我们怎样才能消除混乱？”，CASS 商学院讲座，2013 年 2 月 6 日。

在先进经济体中，2007年以来，美国的金融部门债务下降了1.5万亿美元，而欧洲金融部门的债务上升了2.8万亿。相反，2012年6月末，新兴市场的金融深度平均低于先进经济体的一半（GDP的157对比GDP的408）。

由于信贷增长成为金融不稳定唯一的最佳预言预报器，人们更多地意识到要降低金融部门的杠杆率，包括影子银行信贷（全球水平大约为67万亿美元）。

由于先进国家明显“金融深度过深”，而新兴市场经济体的金融深度仅占其一半，因此需要发展来打破中等收入陷阱。主要的政策矛盾是，为抑制先进国家金融部门杠杆率过高而设计的巴塞尔协议III等类似监管规定，同时也为新兴市场经济体所采用。如果亚洲的银行也开始去杠杆化或者信贷增长受到限制，放慢了亚洲的经济增长，那么世界将陷入同步衰退。

没有人计算或者考虑过，不仅仅采用巴塞尔协议III，而是有巨大跨境影响的一整套全球金融监管方案，如多德·弗兰克法案、国际证监会组织规定、海外账户纳税法案和第二代清偿力法。尚未颁布有关影子银行的规定。

C. 为新兴市场实体部门提供资金

亚洲的增长需求本身就需要大量的基础设施融资（据亚洲开发银行估算至2020年需要8万亿美元）、贸易融资、中小企业融资和包容性“绿色融资”。麦肯锡和经合组织估计，新兴经济体的中小企业存在2万亿美元的信贷缺口。再加上先进国家的中小企业，信贷缺口为3.1万亿至3.8万亿美元。

为了支持人口的不断增长、创造就业和解决社会、生态失衡，新兴市场经济体需要对很多基础设施进行投资、通过提高劳动力的实际工资改善社会福利、取消金融压制、支持中小企业、减少腐败、改进法律规定、减少国有企业的权力，并让市场的力量发挥作用。

金融部门改革，特别是长期金融机构的发展，例如可以提高权益、吸收长期期限和外汇风险的养老金、保险和私人股票基金是优选。

D. 系统性看待全球结构性改革

对于服务实体经济的资金，需要管理好至少三个错配，即期限错配、外汇错配和结构性错配。前两个错配显然要对亚洲和欧洲债务危机负责，但根本原因是结构上的，基础设施不足、劳动生产率、福利开支过多、消费主义、短期主义和财政缺口，所有这些问题结合在一起，需要艰难的结构改革。

当前的经济分析，有的关注于单一的封闭经济、或者仅针对先进经济体、或者新兴市场，这是根本不完整的。全球化创造了一个开放的经济，我们要从系统性整体的角度研究先进经济体与新兴市场之间复杂的互动和相互依存。

从事后来看，互动是一种零和游戏，但从事前看，它可能是双赢或者双输。如果我们不谨慎行事，就可能全部陷入全球衰退的同步行动陷阱。相反，如果我们很好地开展

合作，世界将再次成为一个新的可持续的、绿色和具有社会正义的、金融稳定、和平的世界。

今天全球增长有两个引擎：先进经济体和新兴市场经济体，就好比两架喷气式飞机。2007年以前，领头飞机是先进经济体，新兴市场的飞机处于滑流中。而今天，先进经济体飞机在依靠新兴市场飞机提供燃料，但先进经济体已进入动荡，接近停飞。

为了保持飞行，货币政策相当于从左翼抽取燃料，提供给右翼。财政政策是关于你们能否减负并持续飞行。宏观审慎则是强化飞机抵抗冲击的能力。

这里有个诀窍。如果新兴市场飞机保持飞行，同时先进经济体放慢速度并自我修复，整个世界将会慢慢走出危机。

但当前的游戏规则要求新兴市场飞机提高其安全要求，但是要通过增加更多装备和限制，这样新兴市场飞机就存在负重过大也会停飞的风险。

换句话说，增长与稳定之间总是存在取舍关系。当然存在风险，但是如果没有风险，也不会有增长。因此，新兴市场经济体的确需要决定他们应该把重心放在增长和就业，还是关注于巴塞尔协议 III 的实施。以我的拙见，如果增长停滞，实施最好的巴塞尔协议 III 也无法挽救银行体系。我不是要弱化改善银行监管的重要性，而是要指出先进经济体和新兴市场有所不同。两者都需要有质量的增长，但先进经济体需要通胀来减少债务，而新兴市场经济体需要避免将会扩大社会不平等的通胀。

E. 新兴市场经济体的三元悖论

以上分析对于资本账户开放的复杂性有直接的意义。1997年，当时的基金组织副总裁 Stanley Fischer 为研究资本账户开放提供了三种方法：⁵

- 放开资本账户的好处超过潜在的成本；
- 各国要为资本账户开放准备好适当的经济政策和制度，尤其是金融体系；
- 修订基金组织协定，确保以有序、无破坏性的方式进行资本账户的开放。

虽然对第一个条件是否正确仍然存在争议，但真正的争议是，需要多少时间来准备国内的金融和实体部门制度，以适应更为波动的世界。因此，顺差的新兴市场经济体面对的关键问题是，对波动的资本流动开放是否有助于发展，还是会造成破坏。

当前，在一个具有高杠杆资本流动的全球化的金融市场中，任何经济体（先进经济体或者新兴市场）面对的是，资本完全自由流动的情况下，你可以控制汇率或者利率，但不能同时控制两者。结论就是，如果你想控制汇率和利率，你也许要轮换控制。

⁵ Fischer、Stanley、亚洲和基金组织，基金组织研讨会。1997年9月。

这对于新兴市场经济体存在两难。亚洲金融危机留下了重要的经验教训，面对高度使用杠杆的市场参与者，中央银行不能用有限的外汇储备管理固定汇率。即使在灵活的汇率制度下，这也并非易事。

理想地说，增速超过先进经济体的经济体，利率应该基本符合实际增长率。但如果完全不存在资本管制，单一价格法则将使全球利率持平，这意味着，根据目前四国集团接近零利率的状况下，将有大量资本流入新兴市场经济体，使他们出现汇率升值和通胀。日本的教训是，如果汇率升值过快，国内的部门无法适应，在信贷和资产泡沫持续二十多年之后，将出现结构性资产负债表衰退。这种情况下，新兴市场经济体会出现繁荣，然后衰退，从而引发全球同步性衰退。

换句话说，金融市场的发展速度高于实体部门所能适应的水平，这就带来了 James Tobin 提出的，可能妨碍发展的问题。正如我们都知道的，巴西、智利和韩国等新兴市场经济体尝试对资本流入实施不同程度的管制，结果成功的程度也有所不同。其中一些是宏观审慎监管。所有这些经济体都是或者试图提高投机的成本，或者限制外汇交易杠杆的数量。

我们注意到，欧元区已经基本同意实行金融交易税。我理解英国表示如果执行统一税率，英国将同意的表态。这是一个传统的集体行动陷阱。没有哪一个国家愿意实行金融交易税，因为如果其他国家不实行，金融服务和交易将为避免金融交易税而逃离。因此，理想的状态是全球统一实行金融交易税。我个人认为，具有汇率管制的国家，如中国和印度，具备强制执行金融交易税的理想状态，然后利用这一状态来就全球统一的金融交易税税率进行谈判。这一税率最初可以为零，并在条件不利时进行调整。考虑到大量缺乏财政收入来支持全球公共事业，我认为统一的金融交易税有利于管理金融和财政稳定。⁶

总结发言

现实是，在一个多极化的世界里，不同经济体之间有复杂的互动和相互依赖性，发展阶段、金融深度和对如何管理金融经济稳定的理解都不同。

如果中国要解决内部失衡，利率改革是一个重点，我同意这一看法。第二个问题是，如何让金融部门为利率改革做好准备，如何让实体部门（尤其是企业部门）在更波动的市场中生存。

存在集体行动陷阱的原因是，不同利益相关方没有一致的理解、缺乏对可选项、工具和结果的认可。

⁶ Andrew Sheng, 2011 年, “托宾税的理由”, David Hale 和 Lyric Hughes 的章节, “下一步是什么?” 普林斯顿大学出版社。

任何管制或规定存在的问题是，一旦坚持了一段时间，就会产生扭曲和寻租活动，最终使扭曲延续。正如量化宽松产生了既得利益，阻止了早期退出，资本管制也产生了扭曲和既得利益，难以进行改变。

全球的中央银行面临同样的两难局面。如果他们通过印刷货币应对临时性未校准的问题，那么政客就可以不必采取结构性改革（包括财政整顿）所必需的艰难行动和经历痛苦。如果问题没有得到解决，就可能造成危机。

让大家参与并取得金融部门和政策共识，整个过程需要时间。

最后，要实现增长、就业和社会公正，平衡货币政策、财政政策和结构政策要求经济体牺牲高增长，达到更可持续的较慢增长。实现这一平衡是复杂而微妙的，需要短期内做出取舍。还需要时间来构建制度、取得政治共识，并制定政策和工具。

总而言之，现实是，我们处于一个高度全球扭曲的环境中。如果最大的先进经济体没有实现均衡，没有一个新兴市场经济体可以实现市场均衡。

如果说，中央银行应该在大家开始感兴趣的时候撤掉美酒，为时已晚。整个世界都处于极低的利率水平。错误执行的退出政策可能触发资产价格很高的波动性，并引起大规模资本流动。

这让中央银行业务比以往任何时候都更加有趣，它是一门艺术，而不是科学。



回归基本面：

在全球变革大潮中为亚洲经济增长供资

沈联涛

院长

2013年3月20日

国际货币基金组织-中国人
民银行会议

© Fung Global Institute

免责声明

关于研究院

本文件所包含的信息、意见或建议仅供参考。其中的事实陈述来源可靠，但准确性、完整性与否待考。参阅者不应以本文件代替自己的判断。所有的信息和意见随时可能有变化，本研究院不负责对信息进行更新。

本文件仅提供给其收件人并且可能包含不宜公开的或机密的信息。如果你不是收件人，兹通告，禁止未经授权使用、复制或传播本文件或文件的任何部分。

经纶国际经济研究院是一家独立的智库和学术性研究院，旨在从亚洲视角分析并传播关于促成全球经济转型问题的新思考。研究院的商业研究结合了实际经验和学习，可供高级全球商业主管以及政策制定者和民间社会领袖参考。该研究院为非营利组织，设在香港。

要旨

- 我们需要对资本账户开放采取“回归基本面”的全面方法。
- 问题在于，在相互关联和相互依存的世界，由于高度杠杆化的资本流动以及离岸、表外的影子银行信贷，中央银行已经失去了对货币政策的控制。
- 亚洲的顺差经济体对波动的资本流动需求减少。亚洲需要引导国内储蓄，深化其资本市场，以服务实体经济部门 - 基础设施、中小企业和贸易融资。
- 监管变革应“适应”更广泛的可持续增长战略 —— 在没有结构、外汇和期限错配的情况下实现平衡增长。
- 展望未来，亚洲需要制定出一揽子平衡规章制度，包括宏观审慎、微观审慎和资本账户开放，以确保稳定和可持续的亚洲金融系统，支持亚洲的就业和公平议程。

© OLI Scenario 386

*

概要

1. 金融需要服务于实体经济，并帮助管理黑天鹅效应和非线性网络蔓延效应
2. 资本流动、非常规货币政策和资本账户自由化
3. 回到基础
4. 结论

© OLI Scenario 386

*

第1节

管理黑天鹅效应以及非线性蔓延和网络反馈

重新思考金融体系与实体经济的关系

- 随着中国和其他国家通过刘易斯拐点，实际工资将上升，储蓄增速将放缓。
- 由于家庭人口老龄化，用于医疗和赡养照料的支出将增加——家庭需要更高的退休收入。
- 由于对降低税率和增加福利开支的全球驱动力，政府的财政债务水平越来越高，养老金缴款的空间有限。
- 亚洲的企业治理需要从高投资模式向高红利和透明的模式转变。
- 因此，我们需要重新审视养老金计划对劳动力市场的效率、劳动力的流动性、消费支出和财政状况的影响。
- 思考范围不能局限于常规的投资组合战略，还要思考对经济和战略的长期影响。

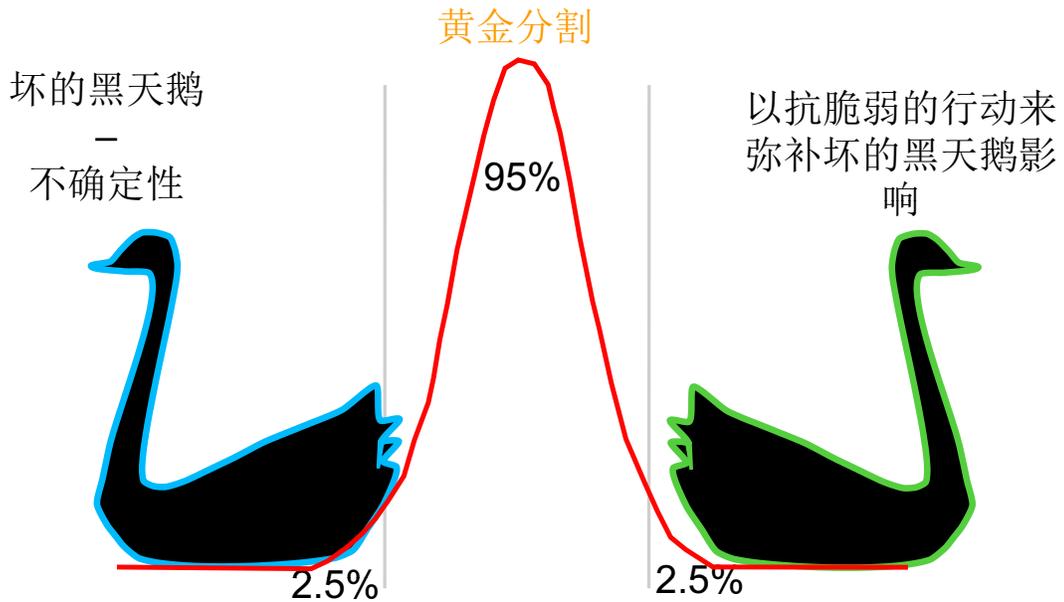
需要支持实体经济

- 宏观审慎政策是许多政策工具之一。
- 我们有集体行动陷阱是因为国家监管者无法应对有着复杂反馈机制且无人控制的全球市场。
- 托宾税将限制杠杆，适当阻止资本流动，并允许市场监测。
- 减少杠杆套利交易将有助于稳定国内货币和结构性政策，以赢得实体经济部门调整的时间。
- 支持实体经济部门、减少金融部门的利己激励将改变当前（不受限制的）全球影子银行的扭曲情况。

使金融机构服务于实体经济部门

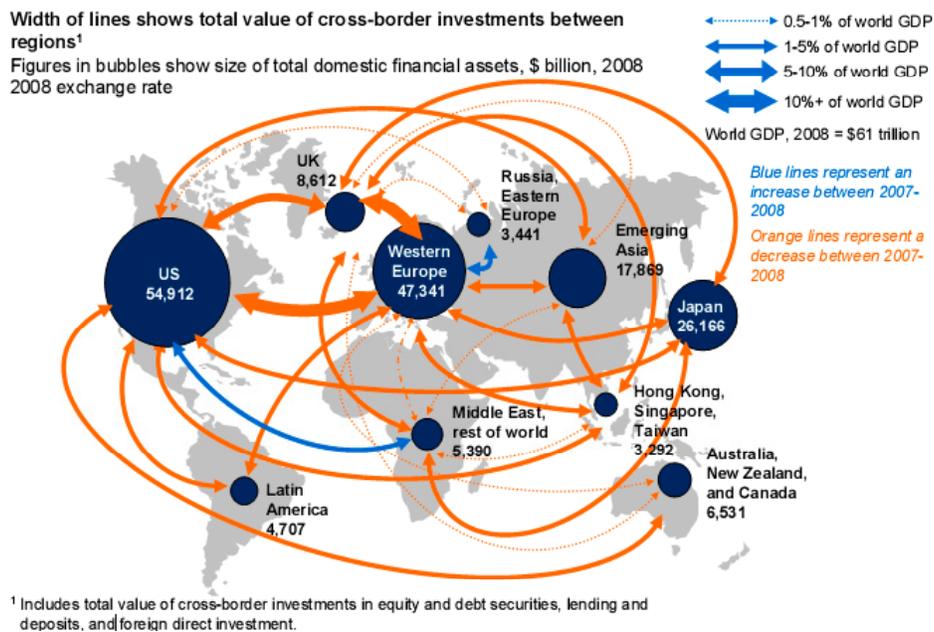
- 从历史上看，金融部门靠充当实体经济部门的中介赚钱——作为代理人，而不是负责人。
- 一旦其从事自营交易，他们就与自己的客户竞争——从而导致利益冲突和失去信任。
- 需要回到基础——**金融机构必须被看作是通过服务实体经济部门赚钱——如果实体经济部门赚钱，则金融机构不必通过掠夺就可以蓬勃发展。**
- 如果不是，私利将导致大量的利益冲突。
- 银行从息差中赚钱，协助金融贸易以及并购和集资活动。

你无法直接对冲坏的黑天鹅效应（当其发生时，会产生不确定的但是巨大的负面影响）



© OLI Scenario 386

全球市场高度关联，容易受到金融危机蔓延的影响

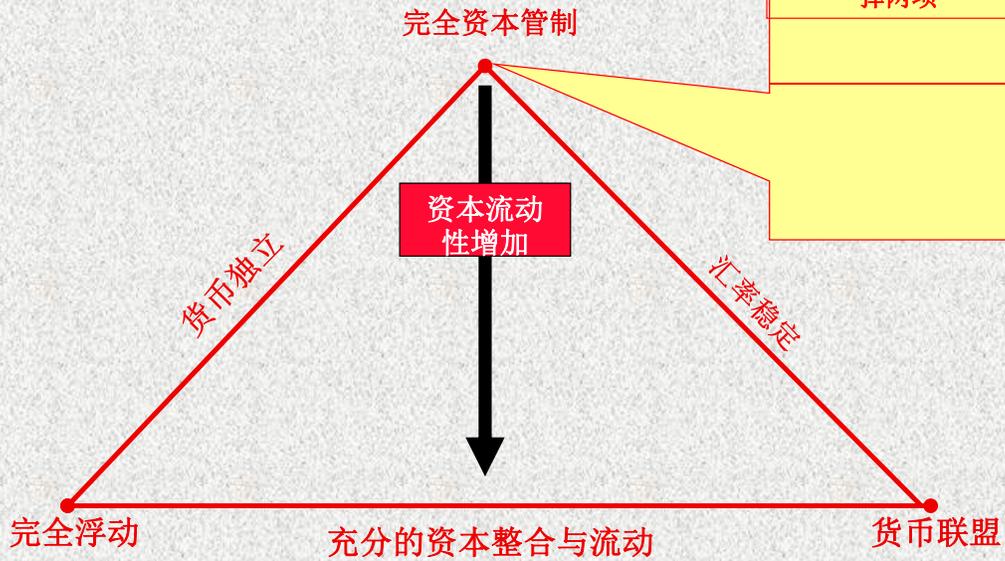


© OLI Scenario 386

资料来源：麦肯锡全球研究所，2009年。

亚洲的三元悖论

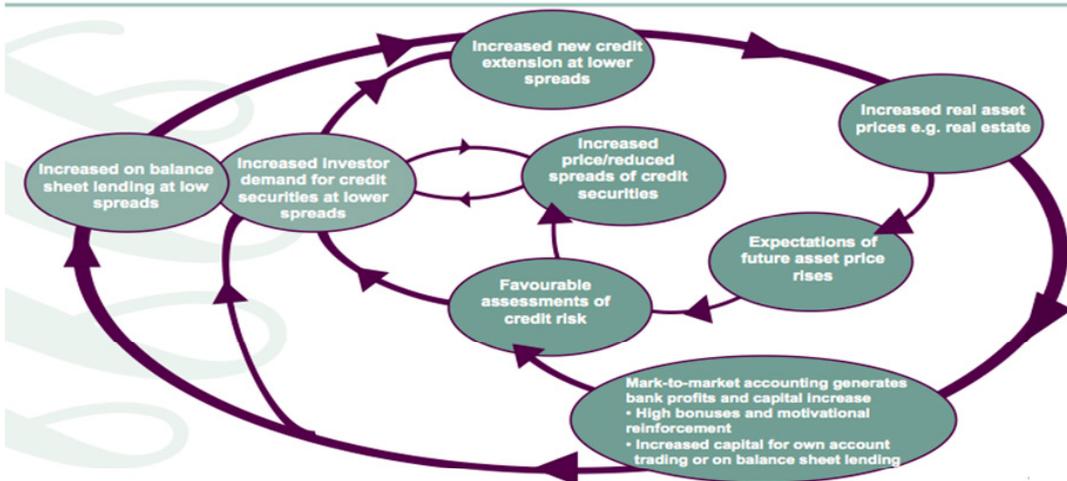
蒙代尔·弗莱明第一个提出
“不可能的”三元悖论



© OLI Scenario 386

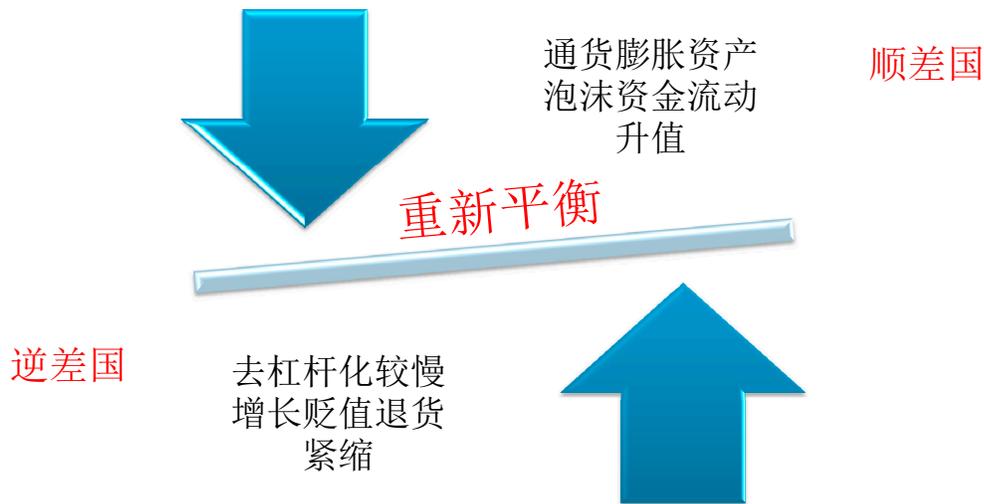
资产泡沫通过杠杆化的资本流动跨境传播

Credit and asset prices: with securitised credit and mark-to-market accounting



资料来源: Adair Turner, 2010年

顺差国家重新平衡的影响



© OLI Scenario 386

经济重新平衡带来新的机遇

- 十年内，亚洲（中国、印度、日本、韩国、东盟、中东）将拥有最庞大的中产阶级、财富和储蓄，并成为变化的驱动力；
- 至少将有3种亚洲全球货币，即日元、人民币和卢比
- 三个层次的机遇：-
 - 国家层面 —— 基础设施投资和融资
 - 企业层面 —— 并购、对外直接投资和在海外与跨国企业形成合资企业、中小型企业 and 首次公开募股
 - 消费者层面 —— 住房、财富管理和消费金融

© OLI Scenario 386

先进经济体仍在去杠杆化，而亚洲对银行服务的需求却将飙升

	Year over Year			
	2009	2010	Projections	
			2011	2012
Advanced Economies	-3.7	3.1	1.6	1.9
United States	-3.5	3.0	1.5	1.8
Euro Area	-4.3	1.8	1.6	1.1
European Union	-4.2	1.8	1.7	1.4
Japan	-6.3	4.0	-0.5	2.3
United Kingdom	-4.9	1.4	1.1	1.6
Newly Industrialized Asian Economies	-0.7	8.4	4.7	4.5
Emerging and Developing Economies³	2.8	7.3	6.4	6.1
Central and Eastern Europe	-3.6	4.5	4.3	2.7
Commonwealth of Independent States	-6.4	4.6	4.6	4.4
Developing Asia	7.2	9.5	8.2	8.0
China	9.2	10.3	9.5	9.0
India	6.8	10.1	7.8	7.5
ASEAN-5 ⁴	1.7	6.9	5.3	5.6
Latin America and the Caribbean	-1.7	6.1	4.5	4.0
Middle East and North Africa	2.6	4.4	4.0	3.6
Sub-Saharan Africa	2.8	5.4	5.2	5.8

东盟五国：印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南

资料来源：基金组织《世界经济展望》，2011年

© OLI Scenario 386

先进经济体的银行盈利能力将受到影响：

- 较低的实体经济回报一直延续到金融服务
- 受信贷供应限制的驱动，融资成本仍将维持高位
- 对高风险、高收益的复杂产品的需求减少

最大的经济增长引擎在亚洲、拉美、中东和非洲

第2节

资本流动， 非常规货币政策

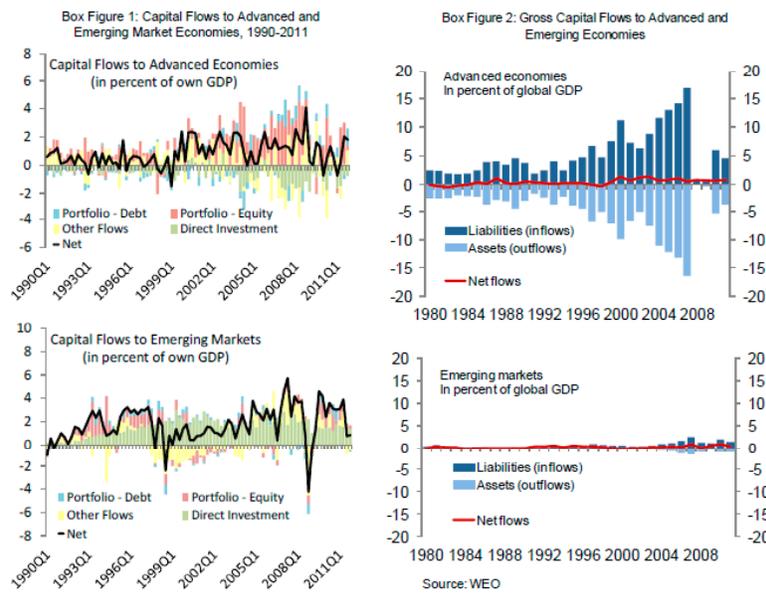
杠杆化的资本流动具有负的外部性

- 资本流动：由于高杠杆率，套利是投机性的。
- 资产负债表风险：宏观层面的全球失衡以及国家和机构各级的错配使系统脆弱且易受到影响。
- 价格不一致吸引了针对价格、税收、监管甚至是灰色市场/非法资本流动的套利。
- 然而，杠杆化的资本流动在波动性、速度和规模方面放大了风险。
- 如果G4利率提高导致资本扭转，将是真正的政策风险。

© OLI Scenario 386

*

跨境资本流动在规模和波动性方面显著增加

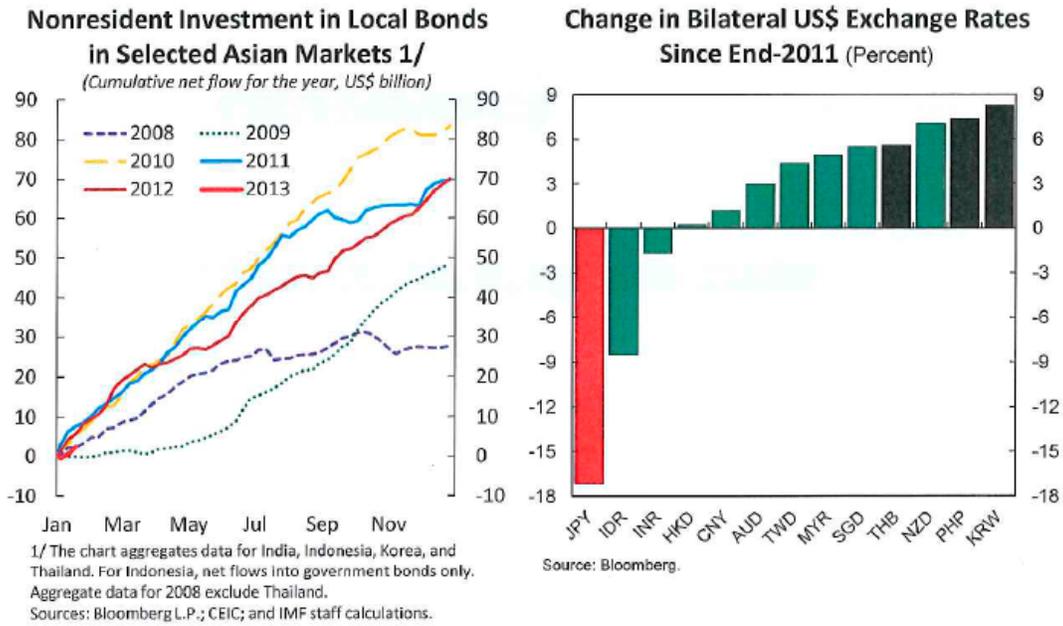


1/ "Emerging economies" are defined here as all emerging market and developing countries (WEO group 200) but excluding countries eligible for concessional financing from the Fund (WEO group 30).
 2/ IMF, 2011a and Ostry et al., 2012.

© OLI Scenario 386

*

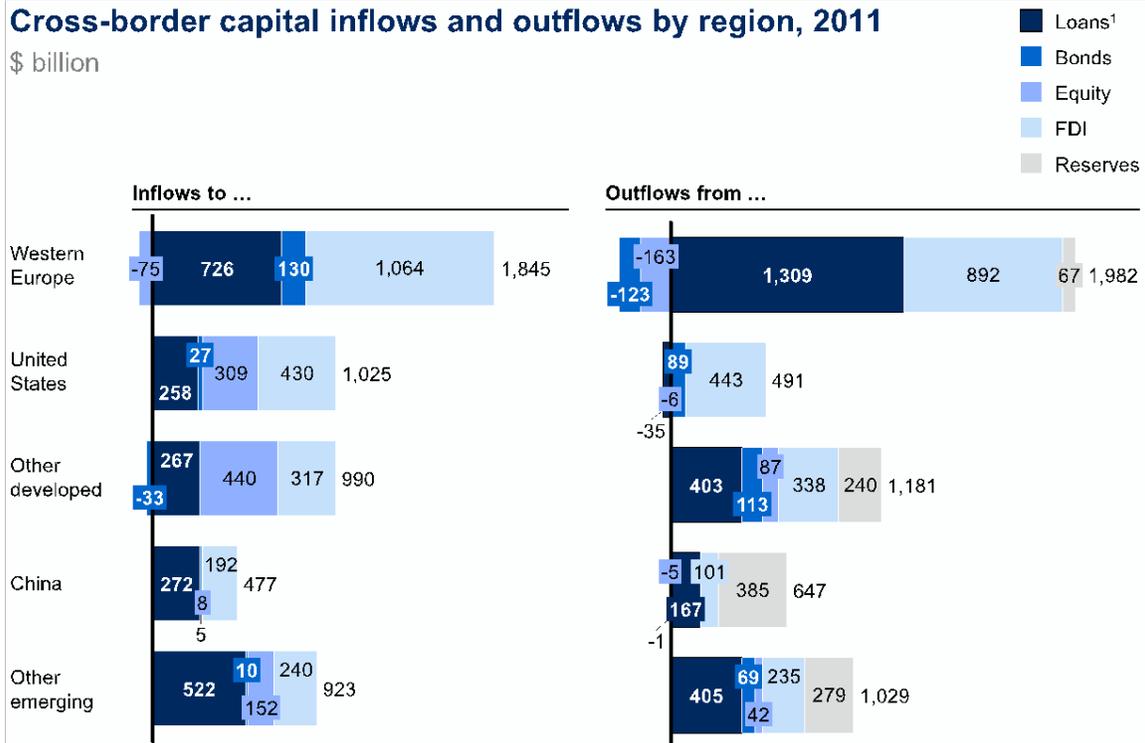
大规模的投资组合流入新兴亚洲市场



© OLI Scenario 386

Cross-border capital inflows and outflows by region, 2011

\$ billion



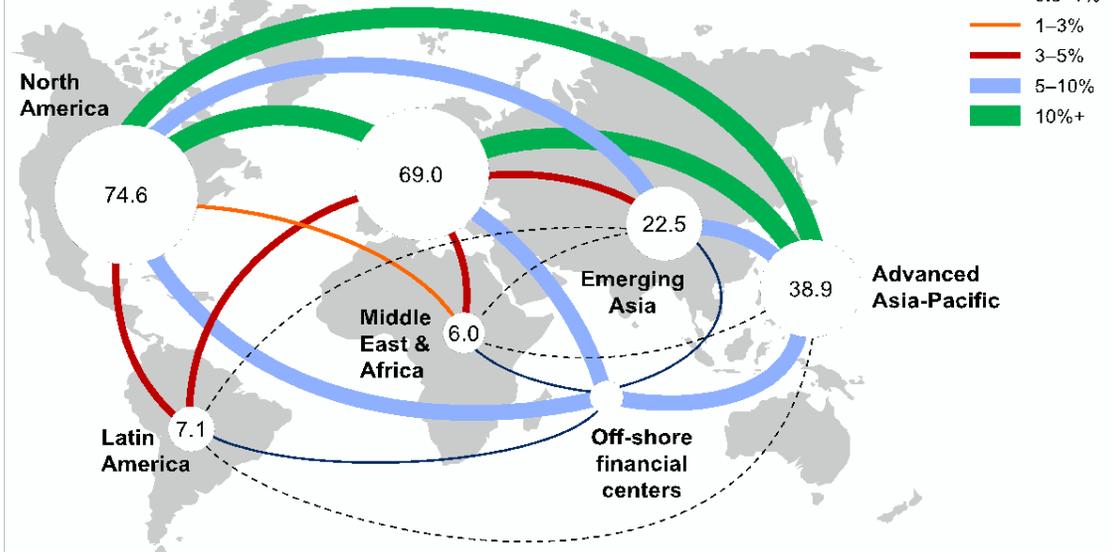
1 Includes primarily loans, currency and deposits, as well as a small share of trade credit.

NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: IMF Balance of Payments; McKinsey Global Institute analysis

By 2011, the web of cross-border investment assets had grown significantly in breadth and depth

Width of lines shows total value of cross-border investments between regions as percent of global GDP¹

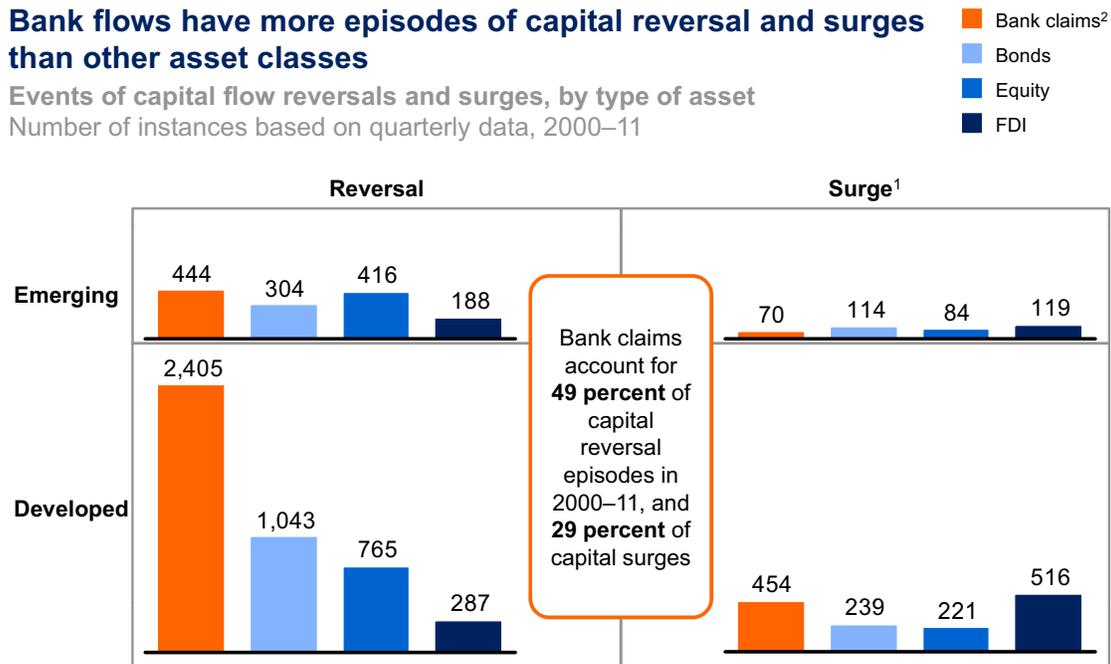


¹ Includes total value of cross-border assets; GDP in 2011 = \$70 trillion.
NOTE: Only select lines are shown.
SOURCE: McKinsey Global Institute Bilateral Foreign Investment database

© OLI Scenario 386

Bank flows have more episodes of capital reversal and surges than other asset classes

Events of capital flow reversals and surges, by type of asset
Number of instances based on quarterly data, 2000–11

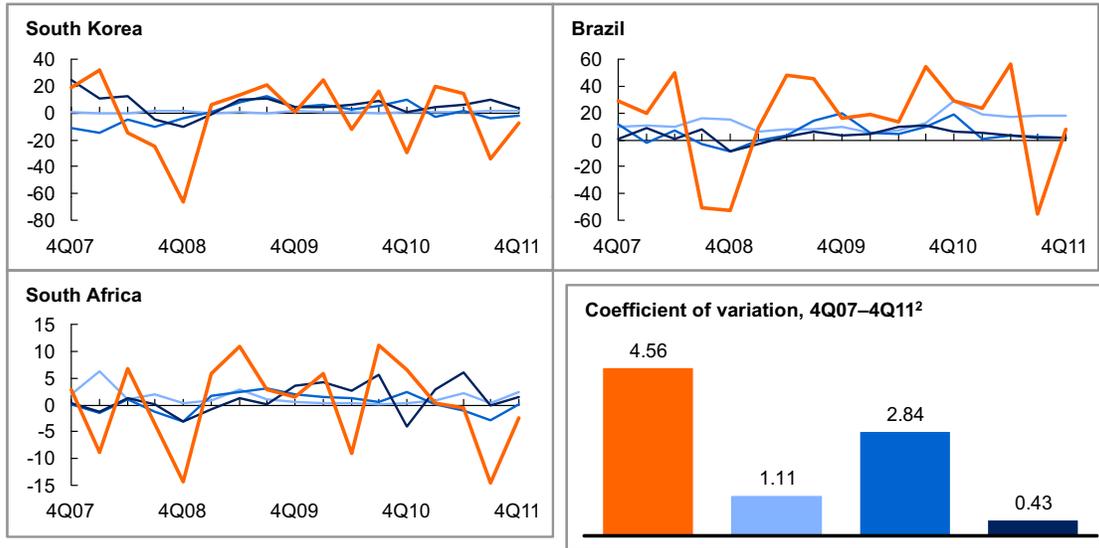


¹ Defined as an inflow that is at least two standard deviations higher than the average quarterly inflows five years leading to the surge.
² Bank net acquisition of cross-border loans (~80%) and other debt assets (~20%) in emerging and developed economies.
NOTE: Sample includes 29 developed markets and 120 emerging markets.
SOURCE: Bank for International Settlements; International Monetary Fund; McKinsey Global Institute analysis

Bank claims are the most volatile type of cross-border flow for selected countries

Cross-border capital inflows to select countries, by type of asset
\$ billion, nominal exchange rates

- Bank claims¹
- Bonds
- Equity
- FDI



1 Foreign bank net acquisition of cross-border loans and other debt assets in select countries.

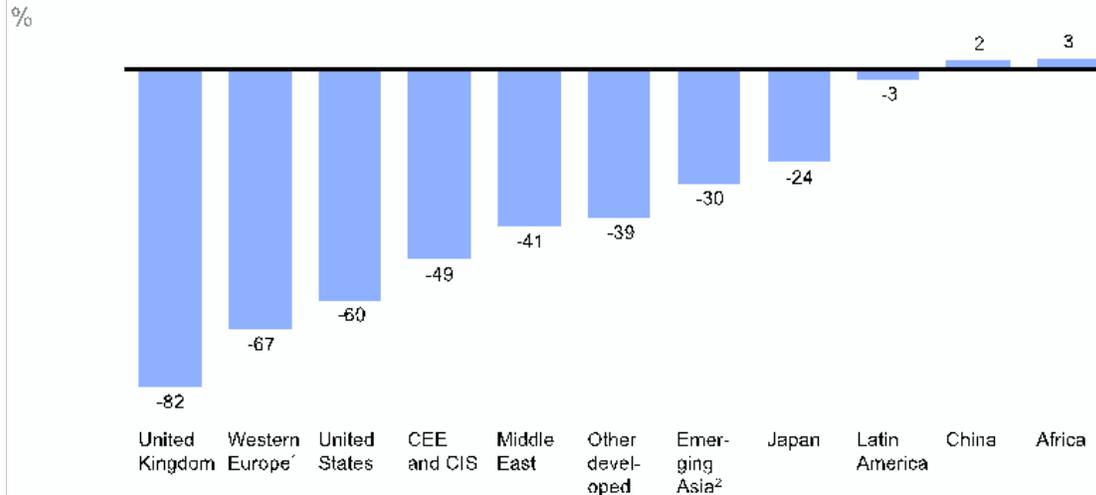
2 Calculated on the quarterly inflow to South Korea, Brazil, and South Africa.

NOTE: Not to scale.

SOURCE: Bank for International Settlements; International Monetary Fund; McKinsey Global Institute analysis

Cross-border capital flows have declined significantly in most regions since 2007

Change in total capital flows (inflows + outflows by region), 2007-11



Total capital flows (\$ trillion)

	United Kingdom	Western Europe	United States	CEE and CIS	Middle East	Other developed	Emerging Asia ²	Japan	Latin America	China	Africa
2007	3.3	9.9	3.8	1.0	0.5	2.1	0.4	1.1	0.6	1.1	0.2
2011	0.6	3.2	1.5	0.5	0.3	1.3	0.3	0.9	0.6	1.1	0.2

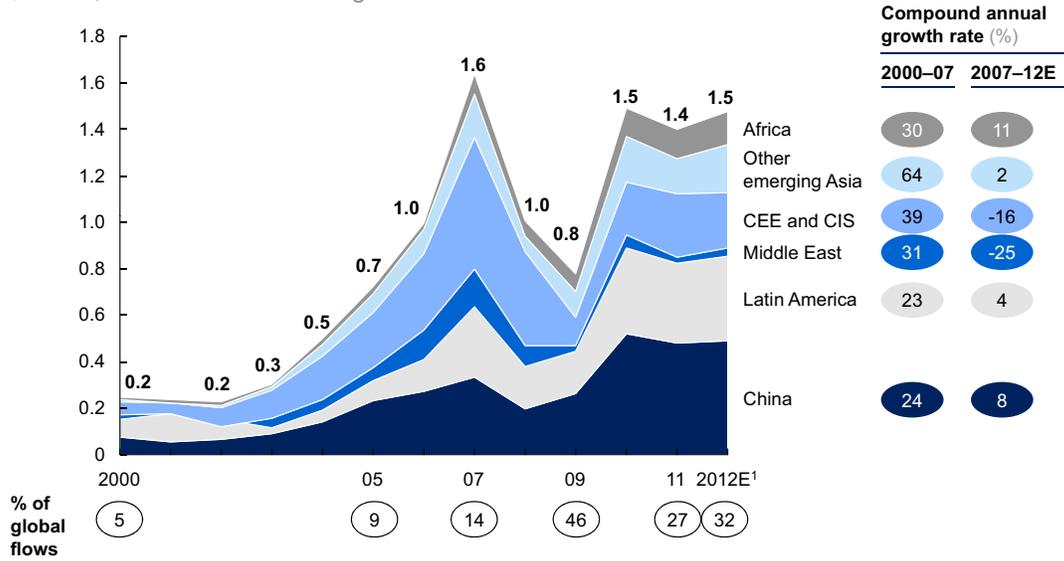
1 The United Kingdom is removed from Western Europe in this chart to avoid double counting.

2 Asia excluding China and developed Asian countries (Hong Kong, Japan, Singapore, South Korea, and Taiwan).

SOURCE: IMF Balance of Payments; McKinsey Global Institute analysis

Capital inflows to developing economies totaled \$1.5 trillion in 2012 and are near the pre-crisis peak

Global capital inflows to developing countries, by region
\$ trillion, 2011 constant exchange rate

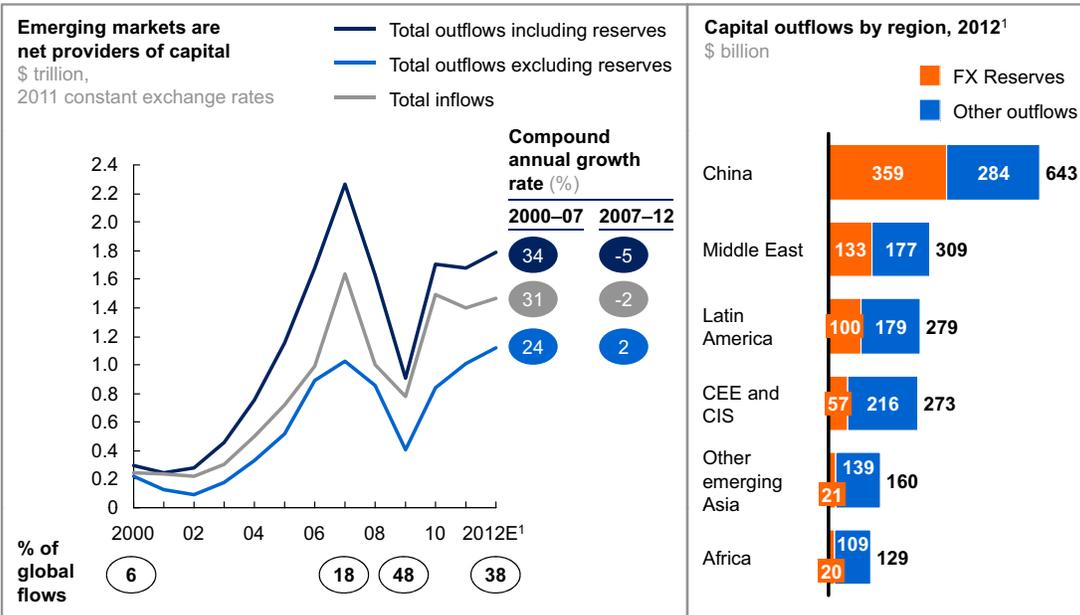


1 Estimated based on data through Q2 2012. For countries without quarterly data, we use trends from the Institute of International Finance.

SOURCE: IMF Balance of Payments; Institute of International Finance; McKinsey Global Institute analysis

© OLI Scenario 386

Emerging markets' capital outflows are even larger than inflows, at \$1.8 trillion in 2012

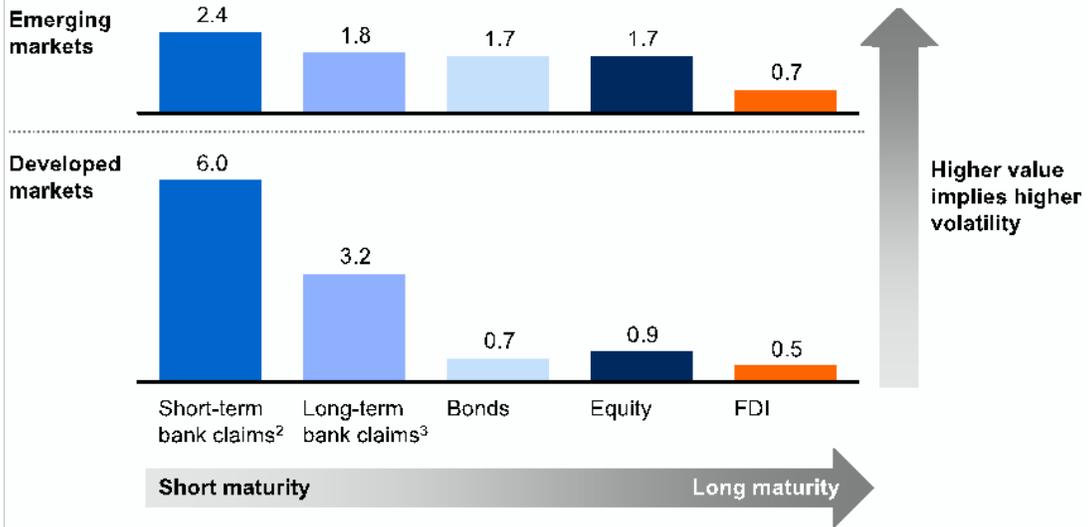


1 Estimated based on data through Q2 2012. For countries without quarterly data, we use trends from the Institute of International Finance.

SOURCE: IMF Balance of Payments; Institute of International Finance; McKinsey Global Institute analysis

FDI is the least volatile type of capital flow; short-term lending is 3 to 12 times more volatile

Coefficient of variation of inward cross-border flows by maturity¹
1Q00–4Q11



1 Coefficient of variation defined as standard deviation normalized by the mean; calculations are made on quarterly data.

2 Maturity less than or equal to two years.

3 Maturity more than two years.

SOURCE: Bank for International Settlements; IMF; McKinsey Global Institute analysis

© OLI

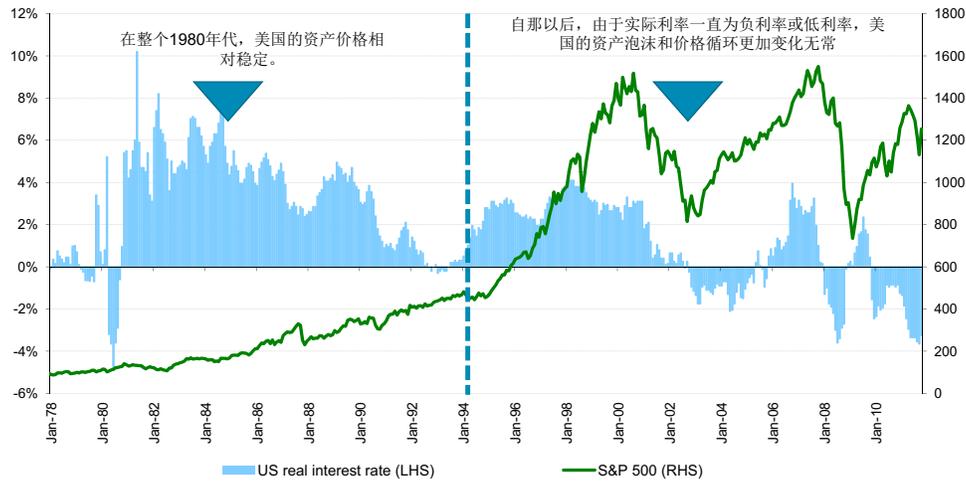
房地产和股票价格大幅上升



© OLI Scenario 386

资料来源：基金组织亚太部咨询小组会议，2013年1月29日。

美国的经验教训： 与实际低利率有关的泡沫

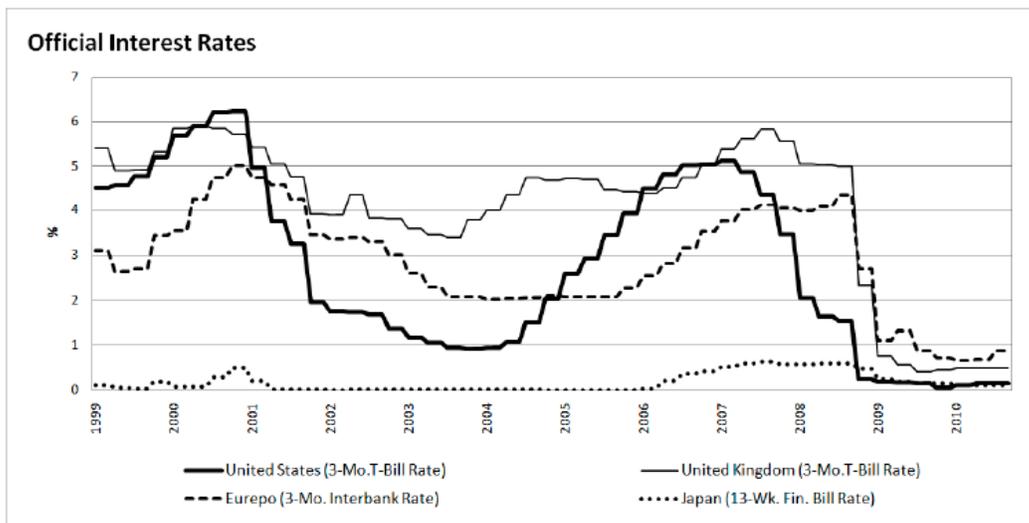


资料来源：彭博社

- 除其他因素外，实际的负利率到低利率导致美国日益频繁和剧烈的价格循环。

© OLI Scenario 386

货币控制损失：日本自20世纪90年代以来的零利率下限未能提振经济



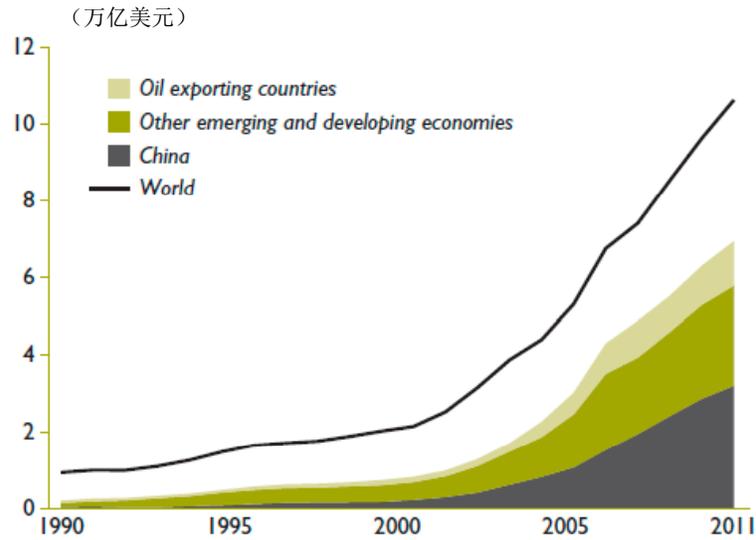
Source: IFS, IMF

Notes: U.S. and U.K. are 3 months treasury-bill rate, Europe repo is 3 months interbank rate and Japan is 13 week financial bill rate.

© OLI Scenario 386

资料来源：“失去货币控制：储蓄过剩还是影子银行信贷？”，2011年。Andrew Sheng, Kian-Teng Kwok 和Cho-Wai Cho。

担忧波动性 – 新兴市场经济体持有大量的国际储备



Source: IMF, *International Financial Statistics*.
 †Total reserves minus gold.

© OLI Scenario 386

但升值将导致外汇储备较高的经济体储备的巨大损失

全球失衡对顺差国家的影响
 - 全球国外净资产和负债状况，2008年

地区/国家	国外净资产(+), 逆差(-) 十亿美元	2008年GDP 十亿美元	国外净资产/GDP %	美元变动10%对汇率的影响	影响占GDP的百分比
亚洲顺差	+ 4,994	12,309	+ 40.6	- 499	- 4.1
其他顺差	+ 2,863	3,706	+ 77.3	- 286	- 7.7
顺差共计	+ 7,857	16,015	+ 49.1	- 786	- 4.9
欧元区	- 2,584	13,631	- 16.9	+258	+ 1.9
美国	- 3,690	14,441	- 25.6	+369	+ 2.6
澳大利亚	- 501	1,062	- 47.2	+ 50	+ 4.7
逆差小计	- 6,775	29,134	- 23.3	+ 678	+ 2.3
其他国家	- 1,082	16,070	- 6.7	-108	+0.1
全球共计	0	61,219			

- 相对于G4国家每升值10%，全球外汇储备的顺差持有国将丧失其GDP的5%左右。

资料来源：作者的计算。

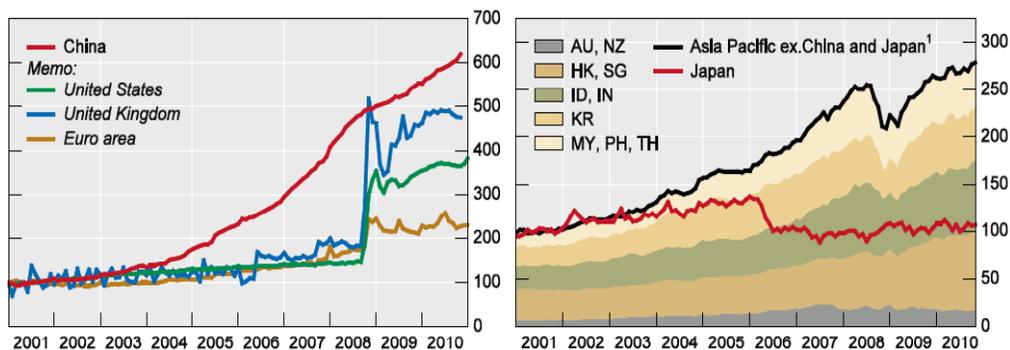
全球经济失衡：储备货币国家(G4) 相对于世界其他地区

%占全球 GDP 的百分比 (2010 年)	G4 – 美国、欧元区、日本和英国	世界其他地区
占全球GDP的比重	54.6%	45.4%
世界人口	11.7%	88.3%
经常账户逆差 (2008年)	2.2%	
不包括日本	3.1%	
国外净负债	3.9万亿美元 (占GDP的 11%)	
国外净资产 (不包括日本)	6.4万亿美元 (占GDP的 20.8%)	
外汇储备 (不包括黄金)	16.1%	83.9%
股市大盘	56.7%	43.3%
公共债务	79.6%	20.4%
私人债务	81.1%	18.9%
债务市场共计	80.4%	19.6%
银行资产	65.4%	34.6%
金融资产总额 (TFA)	69.2%	30.8%
金融资产总额/GDP (%)	503.2	270.1

中央银行资产负债表：大规模扩张（规模和国 家）

Graph 1

Central bank total assets (2001 = 100)



AU = Australia; HK = Hong Kong SAR; ID = Indonesia; IN = India; KR = Korea; MY = Malaysia; NZ = New Zealand; PH = Philippines; SG = Singapore; TH = Thailand.

¹ Sum of listed economies.

Sources: IMF, International Financial Statistics; national data.

中央银行资产负债表：相对于货币、广义货币和银行信贷而言规模很大

表1
2011年中央银行资产总额

	十亿美元	占所示数额的百分比			
		GDP	流通中的货币	广义货币	银行信贷
中国	4425	62	621	36	49
香港	315	129	1063	40	65
印度尼西亚	161	19	352	53	72
韩国	417	35	1177	48	37
欧元区	2994	24	227	23	15
英国	391	16	523	9	8
美国	2857	19	288	21	32

资料来源：基金组织，《国际金融统计》；国家数据。

© OLI Scenario 386

中国等新兴市场经济体的长期机构基金相对于银行业来说规模较小 [期限错配]

		GDP	管理的常规资产				占GDP的百分比
			养老金	保险	共同基金	共计	
(十亿美元)							
中国	2005	2257	8	171	300	479	21
	2010	5930	41	720	365	1126	19
世界	2005	44595	23382	19370	18082	60834	136
	2010	63075	29061	24600	24699	78360	124
世界其他地区	2005	42338	23374	19199	17782	60355	143
	2010	57145	29020	23880	24334	77234	135

© OLI Scenario 386

资本市场

		GDP	股市大盘	公共债务	私人债务	债务共 计	银行资 产	共计	占GDP的 百分比
(十亿美元)									
中国	2002	1,454	400	203	157	359	2,154	2,913	200
	2011	7,319	2,704	1,179	2,328	3,507	14,419	20,630	282
世界	2002	32,164	22,077	16,531	26,826	43,357	85,003	150,437	468
	2011	69,899	47,089	44,622	53,766	98,388	110,378	255,855	366
其中-亚洲 (不包括日本、澳大利亚和新西兰)									
	2002	3,811	1,966	552	815	1,367	4,911	8,244	216
	2011	13,582	9,961	2,828	4,010	6,838	22,957	39,755	293
其中-日本									
	2002	3,993	2,069	4,842	2,163	7,005	15,349	24,423	612
	2011	5,867	3,541	12,791	2,579	15,369	12,756	31,666	540

© OLI Scenario 386

亚洲央行的大部分资产为外汇

Table 2
The composition of central bank assets¹
As a percentage of total assets

	Foreign assets		Domestic assets; claims on							
			Government ²		Private sector		Banks ³		Others ⁴	
	2001	2010	2001	2010	2001	2010	2001	2010	2001	2010
China	46.5	85.6	6.6	6.1	0.5	0.0	26.5	3.8	20.0	4.5
Hong Kong SAR	100.0	100.0	...	...	...	...	...	...	...	...
Indonesia	48.5	74.4	42.9	24.0	5.8	1.1	2.8	0.4	...	...
India	56.1	77.6	37.5	22.0	...	...	1.7	0.3	4.7	0.1
Korea	86.7	93.4	6.3	4.5	...	...	7.1	2.1	...	...
Malaysia	78.4	84.3	1.0	0.6	18.4	2.7	2.3	12.4	...	...
Philippines	74.1	87.5	18.1	8.7	2.8	2.7	5.1	1.1	...	...
Singapore	95.7	97.5	4.3	2.5	...	...	...	...	...	...
Thailand	73.2	94.3	6.2	5.4	18.4	0.0	2.2	0.2	...	...

¹ Data less than 0.04 is shown as 0.0; unavailable data is shown as '...'. ² Claims on government and public enterprises. ³ Deposit money banks. ⁴ Other financial sector entities.

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; national data.

© OLI Scenario 386

亚洲的外汇储备来自经常账户顺差

Chart 2: Asia's Balance of Payments and Foreign Reserves (\$ Billions)

Market	Start Year	Opening Reserves	Capital Account	Current Account	Errors and Omissions	Closing Reserves	Interest Income
		[A]	[B]	[C]	[D]	[E] = [A]+[B]+[C]+[D]	
China	1997	105.0	559.0	1,797.7	(62.7)	2,399.0	259.6
Hong Kong	1999	89.6	(25.7)	189.2	2.7	255.8	51.4
India	1998	24.2	311.4	(71.5)	(5.4)	258.7	44.6
Indonesia	1999	23.6	(11.0)	70.9	(17.4)	66.1	15.1
Japan	1985	22.1	(1,948.9)	2,839.8	83.5	996.6	337.2
Korea	1997	29.4	42.8	185.5	12.3	270.0	66.5
Malaysia	1999	26.2	(111.4)	211.6	(29.6)	96.7	22.6
Philippines	1997	11.7	17.5	19.0	(4.0)	44.2	9.3
Singapore	1995	58.3	(215.1)	332.3	12.3	187.8	61.9
Taiwan	1995	92.5	(44.5)	280.2	20.0	348.2	100.9
Thailand	1993	21.2	54.0	41.1	22.1	138.4	31.9
Total (US\$ bn)		503.9	(1,371.7)	5,895.8	33.7	5,061.5	1,000.9

Sources: Bloomberg, National Bureau of Statistics of China, State Administration of Foreign Exchange, Census and Statistics Department, Hong Kong, Hong Kong Monetary Authority, Reserve Bank of India, Bank Indonesia, Bank of Japan, Ministry of Finance, Japan, Bank of Korea, Bank Negara Malaysia, Bangko Sentral ng Pilipinas, Department of Statistics, Singapore, Monetary Authority of Singapore, Central Bank of China, Taiwan, Bank of Thailand

© OLI Scenario 386

资料来源：道富环球投资管理，“亚洲外汇储备：2009年储备分配更新”，Hon Cheung，2010年

非常规货币政策提出了政策连续性问题

- 非常规货币政策（以拯救金融体系并防止危机）—— 因危机严重和政治瘫痪而有必要采取 —— 将央行资产负债表和金融体系推向了未知领域。
- 央行和金融业持有大量的收益率极低的政府债券储备。
- 公共债务高企并不断增加导致央行的商业银行储备激增。
- 新兴市场经济体和G4的资产泡沫尚未完全破灭，有可能造成债券市场泡沫。
- 同时，监管机构试图使信贷去杠杆化（《巴塞尔第三号协议》、欧洲偿付能力监管标准二、《多德-弗兰克法案》、利卡宁、威格士、沃尔克等）。
- 当今面临的**最大风险来自政策和监管失误。**
- 我们如何看待退出政策？

© OLI Scenario 386

亚洲的冲销对银行资产负债表和利率造成巨大成本

Table 13
Estimates of sterilisation costs and valuation losses from domestic currency appreciation

	As of December 2010		Central bank equity ^{1,2}	Central bank revenues ^{1,2}	100 % Sterilisation cost ^{1,3}	Valuation loss for a 10% appreciation of domestic currency (%) ¹
	FX reserves (USD bn)	Short-term rate (%)				
China	2,667	3.1			0.6	4.6
Hong Kong SAR	266	0.3	34.2	6.9	(1.0)	11.8
India	272	6.7			0.7	1.8
Indonesia	83	0.2	1.7	0.5	0.7	1.1
Korea	290	2.8	0.6	1.9	0.8	3.0
Malaysia	99	3.0	7.1	1.4	0.7	4.2
Philippines	46	0.7	3.2	1.1	0.5	2.4
Singapore	215	0.3	10.9	-3.1	(0.6)	9.8
Thailand	159	1.9	-0.9	0.7	0.0	4.8

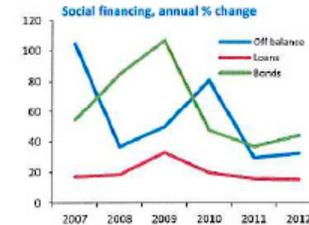
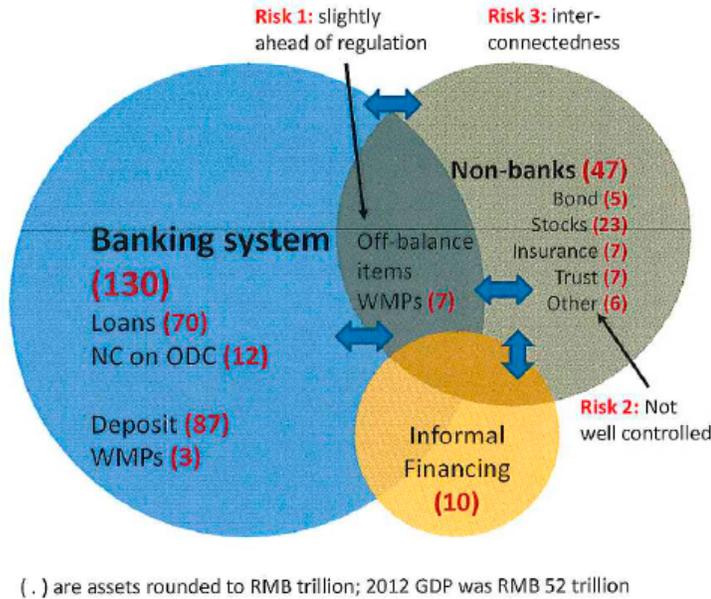
¹ As a percentage of nominal GDP. ² 2009 annual report total equity and revenue figures reported by respective central banks. ³ Assumes entire FX reserve is invested in 1–3 year US government bonds and the funding rate is the domestic deposit rate.

Sources: IMF; Bloomberg; Datastream; BIS calculations.

没有从货币或金融稳定方面对全球影子银行信贷进行监督

- 全球市场允许杠杆化的顺周期影子银行存在监管套利。
 - 银行-影子银行关系创造了高度杠杆化及不透明的系统。
 - 资金和会计是表外和离岸的，监管者没有及时注意到整体杠杆规模。
 - 集中的主要经纪机构变得“大到不能倒”——太大而难以管理。
- 监督未能减轻顺周期风险。
 - 对金融工程的认识不足。
 - 对系统风险及累积的注意不够。
 - 没有认识到整个市场转向了庞氏融资。
- 因此，通过被迫对“大到不能倒”机构的救助实现了银行管理。

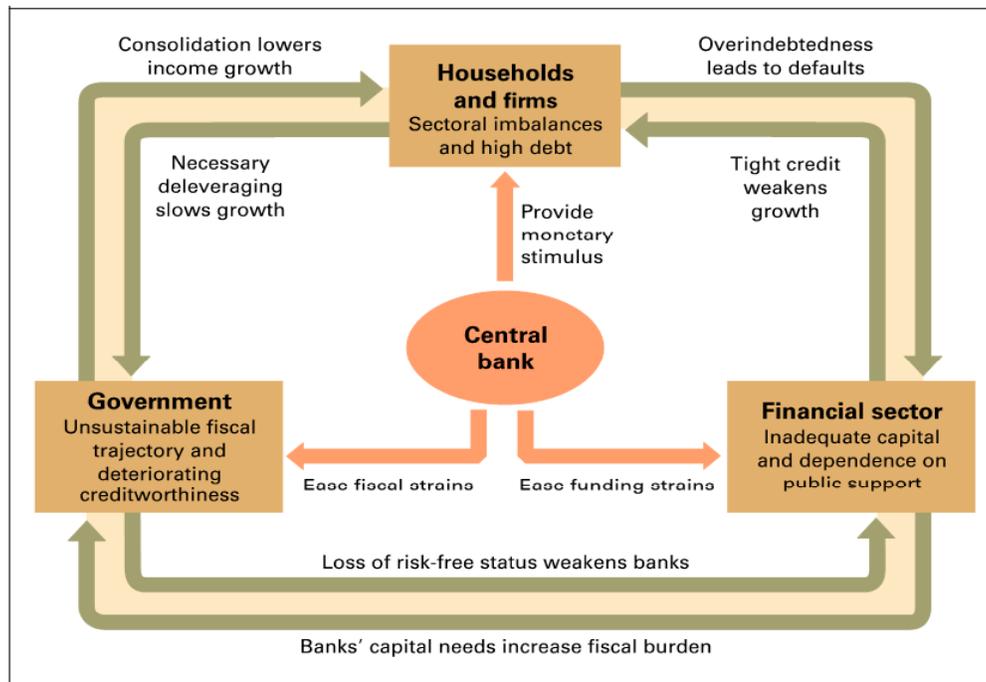
新兴市场经济体也存在“影子银行信贷”



© OLI Scenario 386

资料来源：亚太部咨询小组会议，2013年1月29日。

恶性循环以及对中央银行造成的负担



© OLI Scenario 386

第3节

回到基础

难以调和国内政策需求和全球政策要求

- 目前的筒仓监管体系在试图系统性地看待金融风险方面存在巨大的协调问题——不只是在国家层面，还在全球层面。
- 尽管开展了监管改革，但目前的系统尚未处理影子银行、自营交易冲突和过度杠杆化的问题。
- 必须注意资产负债表的脆弱性、现金流和资本缓冲。如果出现房地产泡沫，扭转泡沫会对金融部门造成巨大的偿债压力（西班牙等）。
- 不同国家有不同的结构——不存在“放之四海而皆准”的最佳结构。取决于如何发挥系统稳定的功能。
- 微观制度的稳定性不能脱离宏观经济政策，例如，利率和汇率影响资产负债表的偿付能力，反之亦然。

主要的细元盲点

- 细：体制框架将告诉你薄弱环节在哪里 —— 遵循资金和财务供应链。
- 元：市场并不总是正确的；价格极度扭曲。当利率为零时，采用现金流折现模型的衍生品是什么价格？
- 激励：银行的商业模式是什么？他们从哪里赚钱？他们如何赚钱？风险在哪里？
- 我们如何改变激励机制，使其能够服务于实体经济部门？

货币和金融必须服务于实体经济的需求

- 实体经济部门在极度扭曲的货币环境中运作。
- 必须让实体经济部门的增长处理过多的财政债务、影子银行和金融包容性不足（养老金储蓄不足、医疗保健不健全等）的问题。
- 金融体系需要避免短期主义。
- 侧重于帮助中小企业创造就业机会和创新。
- 为长期基础设施和绿色增长投资融资。
- 扩大金融包容性并加强公平性/企业和住户部门去杠杆化，以抵抗脆弱性。

中央银行的储备有限，不能在动量交易时维护稳定

- 套利交易利用了自我形成的动量，特别是对于小规模开放型市场而言。双杀 – 赢的原因是套利零成本、资产价格较高、投资货币升值以及借入货币贬值。
- 外汇储备有限的中央银行无法在大动量时维护稳定，特别是增加了信用违约掉期和裸卖空货币或主权债务的能力时。
- 泰国银行1997年的经验是，利用远期合约的杠杆式防御可导致巨大损失。

需要系统性的合作解决方案

- 一旦全球经济失衡，就会出现资本流动，这意味着总是有套利机会。
- 资本流动是不稳定的，因为它们高度杠杆化，因此是投机性的。若有政策不一致和资产负债表脆弱性不可持续的情况，就会发生意外。
- 由于私人影子银行信贷，出现了公共承保损失的根本性问题。这是个系统性的问题。系统性问题不能局部处理，而需要采取系统性的合作解决办法。
- 不存在放之四海而皆准的解决办法，但是我们需要通过金融交易税，以及一系列措施包括监管措施来解决财政和激励机制的问题。

需要在国家和全球层面避免道德风险

- 资本流动是把双刃剑 —— 既是机遇也是威胁。
- 如果国家政策自满，全球政策乐观，资本流动就可能成为问题。
- 国家政策需要确保有正确的“工具箱”来处理潜在问题，诸如避免大规模赤字和资产泡沫。
- 全球政策需要全面监督全球信贷创造，并限制能够产生大量溢出效应的杠杆率。

© OLI Scenario 386

*

首要任务是通过新的就业结构创造就业机会，改善基础设施和社会公平

- 零利率政策和量化宽松政策导致先进经济体陷入日本式的流动性陷阱。
- 零利率政策只会加剧新兴市场的扭曲，并助长投机和杠杆作用，而不是真正的节约器和有效的资源配置。
- 减税和增加福利的压力导致财政政策僵局，但是债务危机意味着已经达到极限。

© OLI Scenario 386

*

应对资本流动是集体行动陷阱

- 没有哪个国家能够单独应对这个全球性的问题，除非是完全封闭的经济体。
- 衍生工具和离岸无本金交割远期外汇交易削弱了央行监督并抵御投机性攻击的能力。
- 非透明的场外交易市场意味着价格和资本流动可以在没有官方监督的情况下加以操纵。
- 个别国家在资本管制方面的行动将不能解决问题的根源，即在社会损失的基础上获得私利。
- 解决办法必须是全球性的税收和更好的监督。

营业税是放缓资本流动和监控操纵行为的好方式

- **Adair Turner勋爵**（英国金融服务管理局）：
 - 由于金融部门已经变成“永久繁荣机器”，存在巨大的道德风险，那么全球财政改革的第一步将是“托宾税”或营业税。
- 欧共体现在支持金融交易税，以促进全球公益。英国的立场是支持统一的全球金融交易税。
- 如果获得日本、印度和中国的支持，则统一的全球托宾税将取得成功。

管理资本流动的政策选择

- | | |
|----------------|------------------|
| 1. 允许货币升值？ | 1. 日本式的繁荣-萧条 |
| 2. 外汇干预+ 储备积累？ | 2. 货币操纵？ |
| 3. 冲销？ | 3. 冲销限制 |
| 4. 货币宽松？ | 4. 加速泡沫 |
| 5. 财政收紧？ | 5. 对削减开支/增加税收的限制 |
| 6. 收紧监管？ | 6. 有限的影响 |
| 7. 资本管制？ | 7. 有争议 |

亚洲合作可能是自下而上的，而不是自上而下

- 亚洲经济合作始于亚洲内部贸易水平增加，亚洲内部贸易目前占贸易总额的**55%**左右。
- 亚洲合作务实且类似商业，更多地受亚洲全球供应链形成而非区域外交的驱动。
- 我们需要一个更广泛的、包容的分析框架，以便亚洲能够使世界各地作为全球可持续发展的合作伙伴参加全球对话。
- 《清迈倡议》多边化是正确的道路，但要将其与支持贸易融资相联系。

借鉴欧洲债务危机教训的亚洲解决办法

- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 银行/影子银行关系 2. 银行/主权债务陷阱 3. 缺少对实体经济的贷款 4. 银行利润减少导致冒险行为 5. 跨境流动 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 监控影子银行（如货币市场基金）的或有负债 2. 亚洲银行也持有主权债务——将债券转向养老基金 3. 促进国内的中小企业贸易融资 4. 亚洲的经济增长潜力——归还利润用于实体经济部门金融支持 5. 使用托宾税——亚洲统一税率 |
|---|--|

© OLI Scenario 386

*

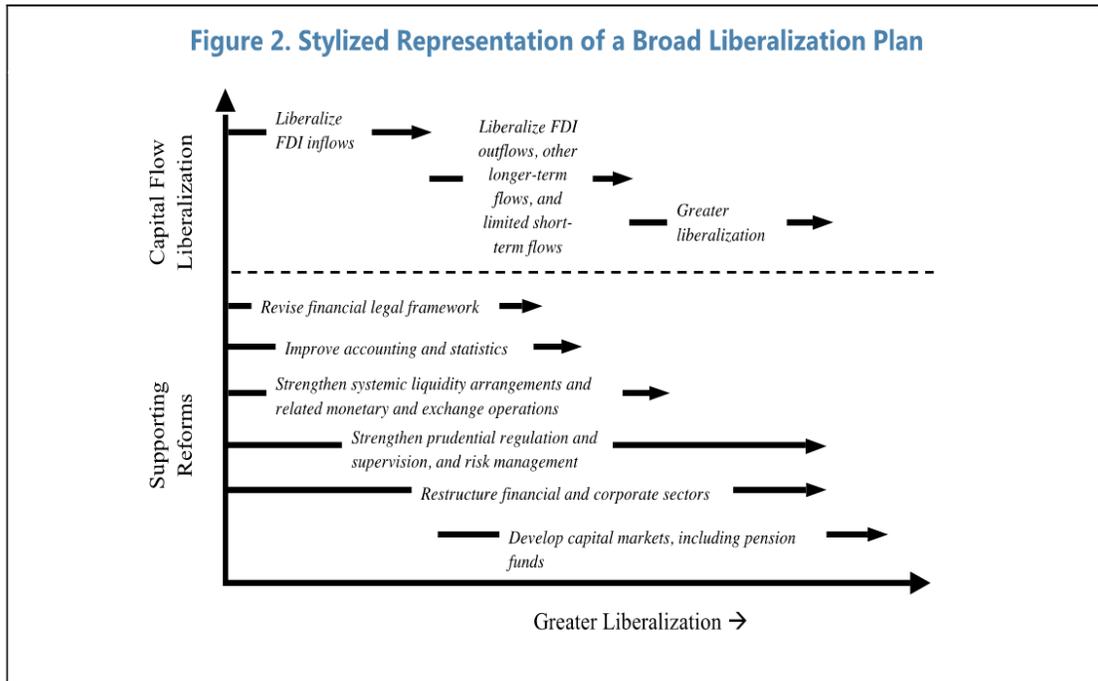
基金组织对资本流动的观点

1. 资本流动为各国带来好处；但也带来风险。
2. 如果国家在金融和体制发展方面达到一定的“门槛”，那么资本流动自由化的好处更多。
3. 自由化需要很好的规划、定时和排序。
4. 有限制资本流动的广泛、长期措施的国家可能受益于进一步有序的自由化。然而，没有推定全面自由化对于所有国家始终都是一个合适的目标。
5. 资本流入快速激增或破坏性的资本流出带来政策挑战。适当的政策回应需要资本接受国和资本来源国共同做出。
6. 对于必须应对基本流入激增或破坏性资本流出相关的风险的国家，宏观经济政策可发挥关键作用，同时也需要健全的金融监管和强有力的机构。资本流动管理措施可能是有用的，但他们不能替代必要的宏观调控。
7. 包括产生大量资本流动的国家在内的所有国家的决策者都应考虑到，其政策可能会影响全球经济和金融稳定。跨境协调将有助于减轻资本流动的风险。

资料来源：资本流动的自由化与管理：基金组织的观点，2012年11月。

*

程式化的资本自由化计划



基金组织关于储备积累过多对国际货币体系稳定影响的观点

- 政策举措应针对扭曲及其根源，而不是症状，如储备过多。
- 关于多边储备积累的讨论应在全面处理全球金融稳定威胁这个大背景下进行，这种讨论应以全球流动性和金融市场的发展为依据。
- 旨在应对系统外部性的政策举措必须考虑到各国对外部贡献的相对规模。
- 应当灵活使用储备充足率指标，并反映国家的具体情况。
- 必须认识到在国家一级决定储备积累和储备充足率时需要进行多个权衡取舍，而关于储备的建议应结合相关政策领域的建议。不应只对新兴市场提建议，必要时也应考虑到先进经济体的关切。

平衡且可持续的增长

- 确保金融体系是稳定和可持续的，并实现广泛的政策目标。
- 在实施全球标准时，需要确保更严格的标准不会阻碍国家和全球经济复苏。
- 支持发展管理波动的短期资本流动的机制，并在国家和区域层面开展宏观审慎监管和调控。
- 在国家和区域层面为宏观审慎监管和调控建立有效的监管框架。

资料来源：亚洲开发银行研究院，对确保亚洲平衡且可持续增长的政策建议，2010年10月。

第4节

结论

结论

1. 亚洲新兴市场正面临全球经济的结构再平衡。
2. 我们必须共同努力，以摆脱集体行动陷阱。
3. 从托宾税开始，限制杠杆并适当阻止资本流动。
4. 减少杠杆套利交易有助于稳定国内货币和结构性政策，以赢得实体经济部门调整的时间。
5. 现有理论并没有很好地指导这次混乱的（不受限制的）全球影子银行危机。
6. 下一步需要重新设计系统以满足亚洲需求。



Fung Global Institute
Cyberport 1, Level 12
100 Cyberport Road
Hong Kong
Tel: (852) 2300 2728
Fax: (852) 2300 2729
www.fungglobalinstitute.org

第三部分

基金组织关于资本流动管理的“机构观点”

基金组织近期关于资本流动放开和管理的机构观点¹

Vivek Arora

A. 引言和背景

资本流动近年来显著增加，成为全球经济的一个主要方面。例如，中国自 1994 年进一步放开外国直接投资以来，资本流动大幅增加。随着“合格境外机构投资者”和“合格境内机构投资者”计划得以扩大，资本账户的其他部分也在逐步放开。2013 年 3 月全国人民代表大会提出最终实现资本账户全面开放的目标，为此，其他计划也在推进之中。

在世界其他地区，资本流动规模也很大。先进经济体在总资本流量中占绝大部分，尽管其所占比例从全球金融危机之前的 90% 下降到目前的约 75%。新兴和发展中经济体在全球资本流量中所占比例相应较小，但近年来这一比例显著上升，从危机前的低于 10% 上升到最近的 25%。此外，新兴和发展中经济体的净资本流量占 GDP 比例平均高于先进经济体。

资本流动给各国带来潜在好处，但其规模和波动性也可能带来政策挑战。由于资本流动对单个经济体和全球的经济和金融稳定有影响，政策制定者面临的一项重要挑战是针对资本流动可能带来的风险采取连贯一致的方法。此外，在当前环境下，资本接受国和来源国应当就针对波动资本流动的适当政策回应达成共识。许多国家的当局都关注国际投资者如何看待他们针对资本流动采取的行动。特别是，即使是必要的、适当的行动，如果没有得到充分理解，或没有得到有效沟通，投资者也会做出不利反应。

在这样的环境下，事前指导比事后评估更实用。近年来在这方面已经取得一定进展，包括二十国集团 2011 年 11 月的《关于资本流动管理的一致结论》。一些双边和多边国际协议制定了适用于其成员的资本流动方面的准则和规定。然而，目前不存在综合的国际方法来提供这种指导。

基金组织关于资本流动放开和管理的“机构观点”是填补这一缺口的工作之一。机构观点利用了过去若干年根据理论和实证分析及国家经验发表的大量政策和研究文章。

¹ 作者是基金组织战略、政策与检查部助理主任 Vivek Arora。这些内容是基于《资本流动放开与管理：机构观点》一文，<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>（华盛顿特区，2012 年 12 月），该文由基金组织若干工作人员撰写。这部分内容包含机构观点的一些要素，但不全面覆盖机构观点，也不代表官方观点。完整、官方的机构观点，请参见 2012 年 12 月的文件。

在放开长期以来对资本流动实施的限制，以及管理暂时性资本流入激增和破坏性资本外流方面，机构观点提出了一些基本原则。它考虑了旨在限制资本流动的资本流动管理措施在哪些情况下是适当的。机构观点将指导基金组织向成员国提供建议，但不改变各国对基金组织或在其他国际协定下的权利和义务。我们预计，随着时间推移，机构观点将根据新的经验、研究以及从各国当局和其他方面得到的反馈而演变。

B. 资本流动的放开

众所周知，资本流动能给各国带来很多好处，包括提高效率、加强金融部门竞争力，以及促进生产性投资和平稳消费。开放带来的一个“附带”好处是，随着各国不断发展，它们需要更发达的金融体系，而更发达的金融体系通常伴随着更开放的资本流动。这种好处可以解释为什么许多国家目前愿意进一步放开资本流动。

同时，资本流动有风险。全球金融危机表明，即使是长期以来开放并从资本流动中获益的国家也可能遭受这些风险，金融和体制基础设施的缺口会加剧这种风险。如果一国的金融和体制发展已经达到一定水平或“门槛”，资本流动开放通常带来更大好处，且风险更小。这些“门槛”涉及收入和增长、宏观经济稳定和缓冲、治理和商业环境等因素。

可以得出三大政策启示。首先，不能假定全面开放在任何时候对任何国家都是适当的。某个国家在某个时间的适当开放程度取决于其具体情况，特别是其金融体系和机构。其次，长期实行限制的国家可能会得益于更大程度的开放。例如，许多新兴经济体一直保持了经济增长和宏观经济稳定、充足的外汇储备和低水平的债务。对于这些经济体，进一步放开资本流动的好处相对于现行限制措施的成本可能较高。在这方面，中国打算进一步放开资本流动的，方向是正确的。第三，正在推进资本流动开放的国家需要做出相应的妥善规划，确定适当的时机，并安排好顺序，以确保收益大于成本。

应当采用“综合方法”放开资本账户，实现安全放开的前提条件，通过连续（但可以重叠）的各个阶段向前推进。资本账户各项的开放顺序是，首先放开外国直接投资流入，然后是外国直接投资流出和长期证券投资，最后是短期证券投资。需要改革法律、金融和公司框架，发展金融市场，以此支持资本账户开放。如果一国发现开放步伐太快，无法应对由此产生的大量资本流动，那么可以暂时重新采取资本流动管理措施，直到相关改革到位。

中国的资本账户改革战略在很多方面遵循了上述方法。首先放开的是外国直接投资，特别是1994年以来。然后，在过去十年左右的时间里，通过“合格境内机构投资者”和“合格境外机构投资者”等计划逐步放开了证券投资。这些计划的规模和工具范围都得到扩大。同时，在跨境资本流动所需的金融和其他辅助改革方面，中国也取得了

很大进展。中国同时也在推进人民币的国际化。更加开放的资本账户将支持人民币国际化，而人民币国际化本身也将促进更加开放的资本流动。

C. 管理资本流动

除了放开资本账户方面的考虑外，许多已经相对开放的国家面临着资本流入暂时激增或大规模破坏性资本外流带来的政策挑战。特别是许多新兴经济体，如东盟几个经济体以及巴西、智利、波兰、南非和土耳其，近年来在应对资本流入的激增。同时，其他新兴经济体有时不得不对付破坏性资本外流，在一些国家（如爱尔兰），这种资本外流与经济危机有关。

资本流入激增

发展中国家历史上面对的挑战不是资本过多，而是资本过少。的确，几十年来，许多发展战略的目标都是吸引外国资本，以补充国内储蓄，为更多投资提供融资。外国直接投资的吸引因素通常是高回报前景（往往体现在快速的经济增长中），以及资本的安全性（通过良好的治理和商业环境实现）。除外国直接投资以外的资本流入受类似因素驱动，但为了从这些资金中获得最大收益，各国一般需要具备能够高效吸收和调节资本流动的金融体系。因此，由于这个原因和其他许多原因，金融体系的发展是政策的关注焦点。

尽管资本流入可带来好处，但突然的大幅激增可能带来政策挑战。这种资本流入可能导致资产市场的波动、货币的大幅迅速升值、经济过热以及其他宏观经济和金融稳定风险。各国以不同的方式应对这些挑战。在 2010 年后的资本流入激增期间，一些国家主要依靠货币升值和储备积累。这些国家包括菲律宾、南非和土耳其，其中菲律宾和南非还进一步放开了资本流出，以缓解资本流入带来的压力。同时，其他国家（包括巴西、印度尼西亚、秘鲁、泰国和乌拉圭）在实施宏观经济政策调整的同时，采取了资本流动管理措施和宏观审慎措施，以维护金融稳定并平稳宏观经济调整。

如何看待这些政策选择？资本的持久流入（受结构性因素驱动、长期内可能持续下去的资本流入）需要根本性的宏观经济调整，包括实际汇率升值以及经常账户差额的缩减。但对于暂时的资本流入激增，什么是适当的政策回应？

根据基金组织的机构观点，资本流入国应当采取的适当政策在很大程度上依赖于宏观经济调整，具体的政策搭配将取决于一国的具体情况。例如，有关考虑因素包括：

- 降低国内收益率。如果不存在过热压力或资产价格膨胀，可以通过下调政策利率来实现；如果放松货币政策的空间有限，可以通过收紧财政政策来实现。

- 如果不存在货币高估的情况，可以允许货币升值。升值有助于外部调整，也有助于缓解过热压力。
- 如果不存在储备过多的情况，可以进一步积累储备。（但如果储备水平已经很高，考虑到对冲成本和定值损失，不应进一步增加储备。）

在某些情况下，可以利用资本流动管理措施来保障宏观政策调整和金融稳定。这是指宏观经济调整空间十分有限的情况，例如，因经济过热无法放松货币政策，财政政策已经处在紧缩状态，货币高估，储备水平已经很高。此外，如果资本流入增大了金融体系动荡风险，或如果必要的宏观经济调整要花很长时间才能实施或见效，那么可以在实施必要政策的同时采取资本流动管理措施。尽管资本流动管理措施在上述情况下暂时是有用的，但不应以这些措施取代必要的宏观经济调整。

针对资本流入采取的资本流动管理措施应当是透明的、有针对性的、临时性的，并且最好不区别对待居民与非居民。然而，如果不区别对待居民与非居民会导致措施无效，那么应采取歧视程度最低的有效措施。事实上，在采用资本流动管理措施时，有效性是一个重要的考虑因素。在金融市场发达或规模庞大的国家，资本流动管理措施不太有效，因为这些措施容易被规避。在其他情况下，这些措施的有效性也会逐渐下降，因为经济行为人会寻找途径规避这些措施。

上面的讨论是针对接受资本流入的国家，但资本来源国也负有政策责任。的确，流向新兴和发展中经济体的资本主要来源于先进经济体。引起大规模、高风险资本流动的所谓“推动”因素包括，系统性大型先进经济体的货币和审慎政策，全球风险偏好，以及活跃在全球范围的金融机构所创造的私人部门流动性。

所有国家都应考虑本国政策对其他国家的溢出影响。尽管各国在实施政策时着眼于本国目标，但它们应努力通过采取总体上产生最小负面溢出效应的政策来实现那些目标。这种溢出效应包括通过货币政策以及市场和机构的跨境活动产生的溢出效应。从全球来看，需要完成各国和国际上的监管改革。近年来取得了一些进展，例如，在改革最低银行资本金和流动性的国际标准方面，但总的来说这些进展是不均衡的，尚未最终完成。需要改善金融部门的政策协调，特别是破产处置计划和全球系统重要性金融机构处理方面的跨境合作，在这一领域仍需开展大量工作。

资本外流

在经济危机期间，大规模资本外流可能带来特别严峻的挑战。一国如果尚未建立起经济和金融抗冲击能力，或者已经积累了严重失衡（正如几个中欧、东欧和南欧国家在全球危机爆发之前的情况），那么它会面临更大的风险。如果不面临危机，政策制定者通常有空间利用宏观经济政策应对资本外流。例如，韩国、俄罗斯和南非近年来都

运用宏观经济政策应对破坏性资本外流。然而，在危机期间，或者当危机迫近时，资本流动管理措施可以发挥临时作用，它是包括宏观经济调整在内的更广泛的一揽子政策的一部分。针对资本外流采取的资本流动管理措施有助于防止或遏制资本外流（这种外流通常伴随危机），使当局有时间实施必要的政策。这些措施不能取代必要的宏观经济调整。资本流入管理措施应当针对某些交易，而针对资本外流采取的措施通常需是全面的，这样才能有效。与针对资本流入采取的措施一样，针对资本外流采取的措施也应当是临时的、透明的，并尽可能是非歧视性的。然而，非歧视性措施在危机期间可能无效，可能需要采取歧视性措施。同样，最好采取歧视性最小的有效措施。

过去十年里，只有几个国家针对资本外流使用了资本流动管理措施（截至 2013 年 3 月，包括阿根廷、冰岛、乌克兰），只有冰岛的措施总体而言是有效的。即使资本流动管理措施是有效的，取消这些措施可能很复杂。在冰岛，一个担忧是，管制措施一取消，通过这些措施所控制住的非居民持有的大量本币可能会撤走，突然的大规模资本外流会导致动荡。因此，当局需要认真地设计退出战略，安排好有关措施的顺序，逐步、安全地取消管制措施。尽管资本流动管理措施有成本，并且公众希望迅速取消这些措施，但还是应当采取上述谨慎做法。

结论

最后，下面列出关于基金组织机构观点的一些要点。机构观点旨在为我们的政策建议提供参考。它不改变各国对基金组织或在其他国际协定下的权利和义务。当金融和体制发展充分，宏观经济状况强劲时，放开资本流动的好处最大。不能假定全面开放在任何时候对任何国家都是适当的，但长期实行限制的国家可能会得益于更大程度的开放。在放开资本流动时，需要做出妥善规划，确定适当的时机，并安排好顺序。为了管理波动不定的资本流动，资本接受国和来源国的政策非常重要。各国的政策制定者都应注意本国政策的溢出效应。在资本接受国，宏观经济政策起着关键作用。资本流动管理措施在某些情况下是有用的，但不能取代必要的调整。



资本流动的自由化与管理：国际货币基金组织的观点

资本流动的自由化与管理： 机构观点

Vivek Arora, 国际货币基金组织
2013年3月

本文由作者编写，不代表基金组织、其执行董事会或其管理层的观点。

概要

基金组织对资本流动的机构观点：初衷及观点的使用

资本流动自由化

资本流动管理

- ▶ 资本流入
- ▶ 资本流出
- ▶ **推动因素**、来源国和协调

结论



对资本流动的机构观点：初衷及观点的使用

基金组织对资本流动的观点：初衷及观点的使用

3



导言

定义

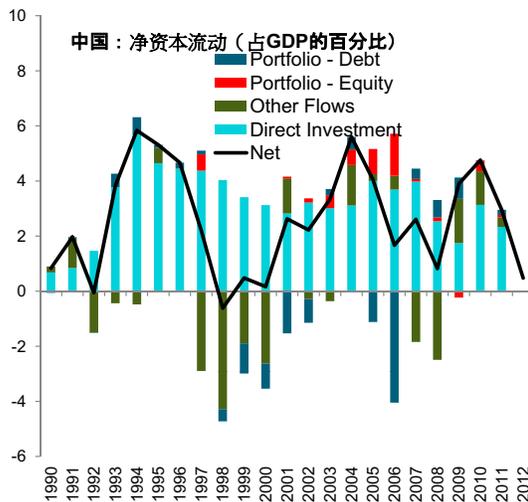
自由化

资本流动管理

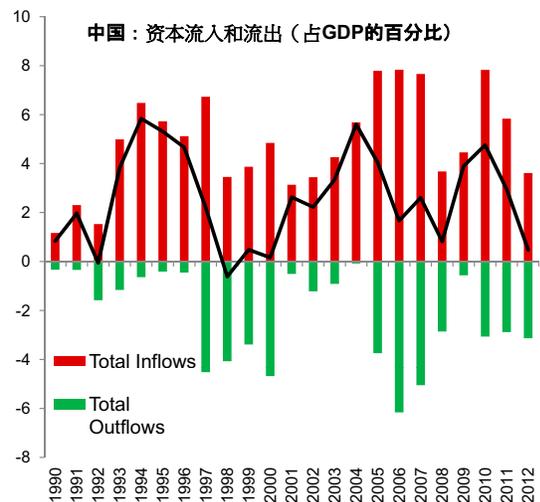
基金组织的作用

中国：资本流动增加，以外国直接投资为主

自1994年以来，外国直接投资大量流入



资本流动总额日益上升



资料来源：《世界经济展望》和《国际收支统计年鉴》

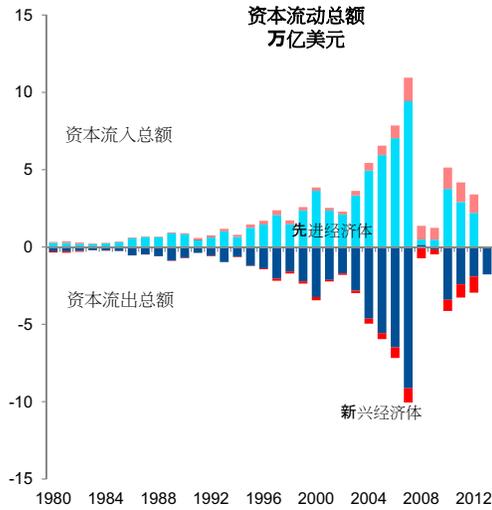
4



资本流动在全球经济中日益重要

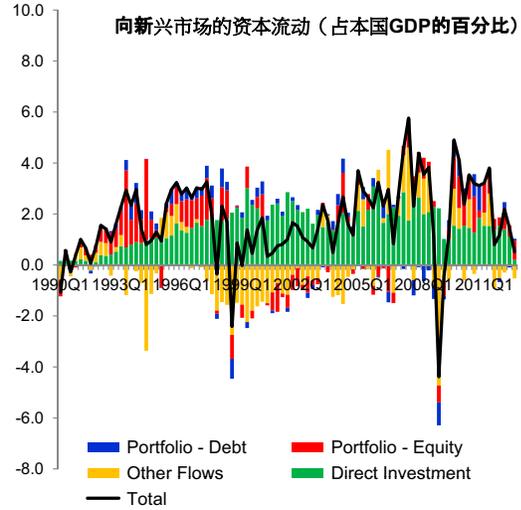
先进经济体占资本流动总额的大多数

对于新兴市场：资本流动净额占GDP的百分比比较高



资料来源：《世界经济展望》、《国际金融统计》

▶ 5



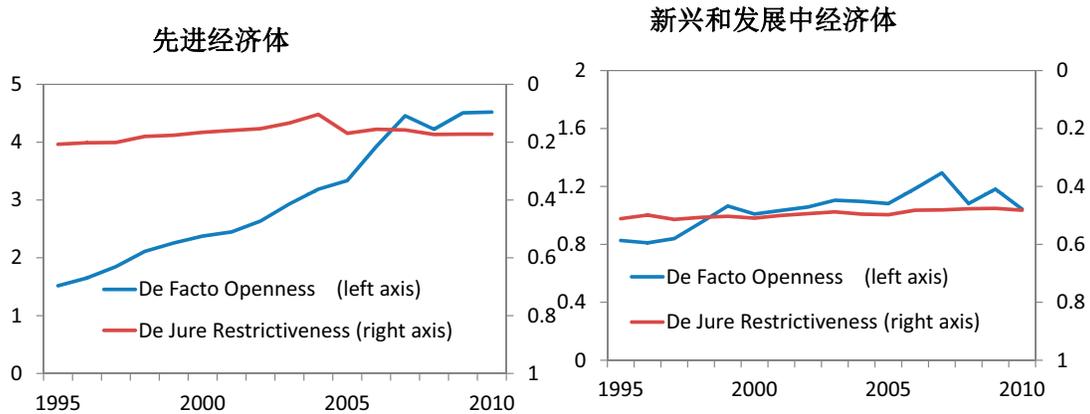
资本流动自由化

在认识到风险的同时从资本流动中获益

6



资本流动的开放性逐渐增加



▶ 7



术语：资本流动管理措施（CFMs）和宏观审慎措施（MPMs）

资本流动自由化：取消资本流动管理措施

- ▶ 其他国际框架对自由化有不同的界定（例如，经合组织；欧盟条约）

资本流动管理措施 (CFMs)：旨在限制资本流动的措施，其中包括：

- ▶ “资本管制”：区分居民和非居民的措施；
- ▶ 其他资本流动管理措施：不区分居民和非居民的措施。

宏观审慎措施 (MPMs)：旨在解决金融稳定的系统性风险的措施

资本流动管理措施和宏观审慎措施可能重叠

▶ 8



益处和风险

益处

- 效率、技术、投资、消费平滑
- 经济发展需要更加先进的金融系统，而后者与资本流动增加齐头并进

风险

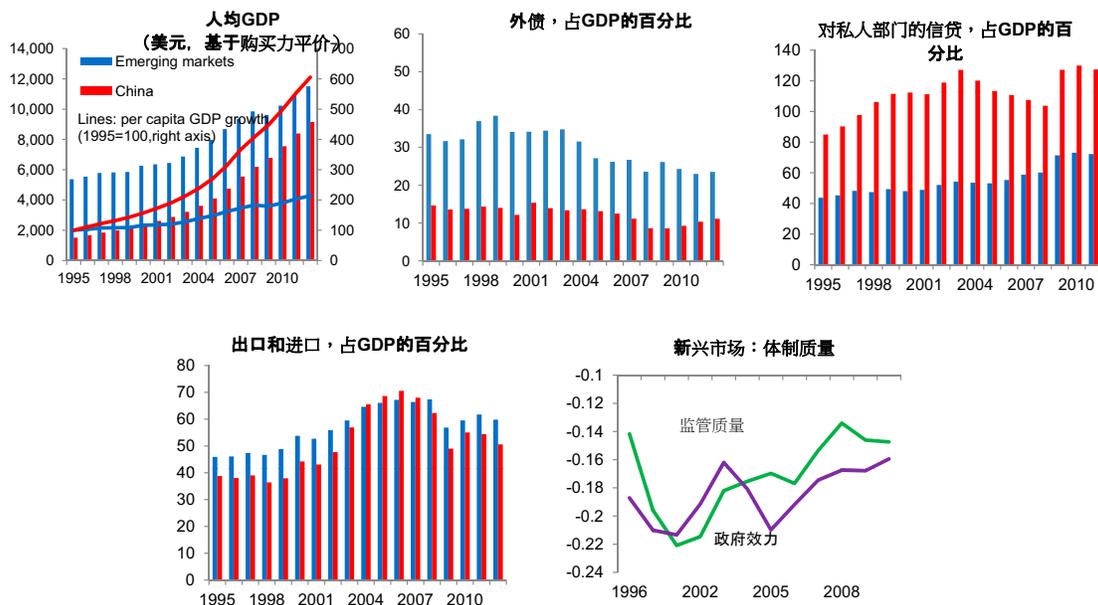
- 宏观经济波动、危机的脆弱性
- 如果金融和体制发展存在差距，则风险被放大

关键要素

- 当金融/体制发展充分且宏观经济形势良好时益处最大
- 没有假设全面自由化始终适合所有国家
- 但长期限制资本流动的国家可能从加大自由化中获益
- 自由化需要系统的过程和节奏（“综合办法”）



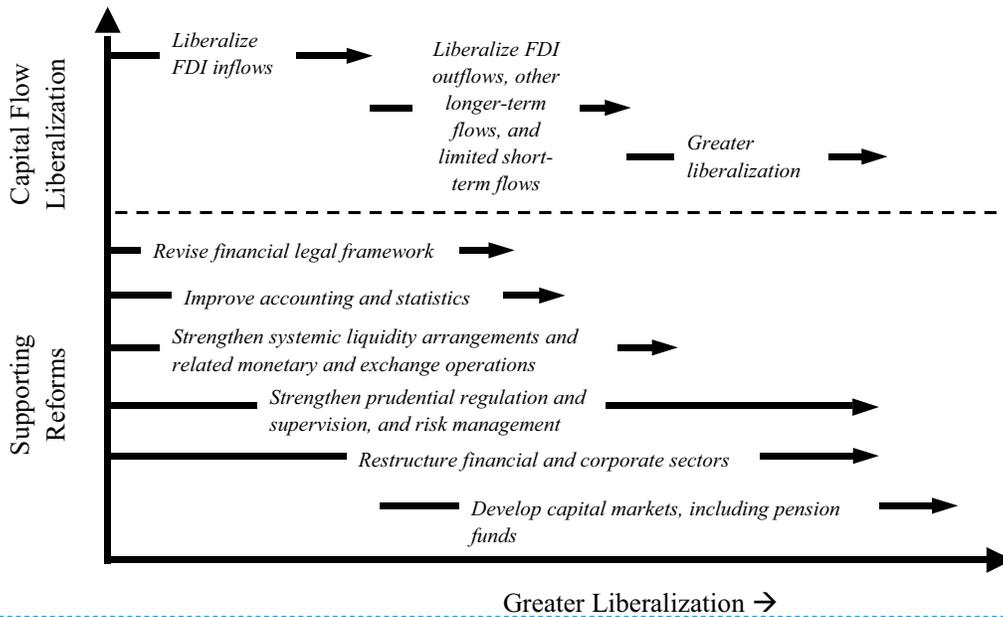
一些前提条件：宏观经济、金融和体制



资料来源：《世界经济展望》、世界发展指标、世界银行世界管理指标和工作人员估计



资本流动自由化的综合办法



▶ 11



中国的一系列措施

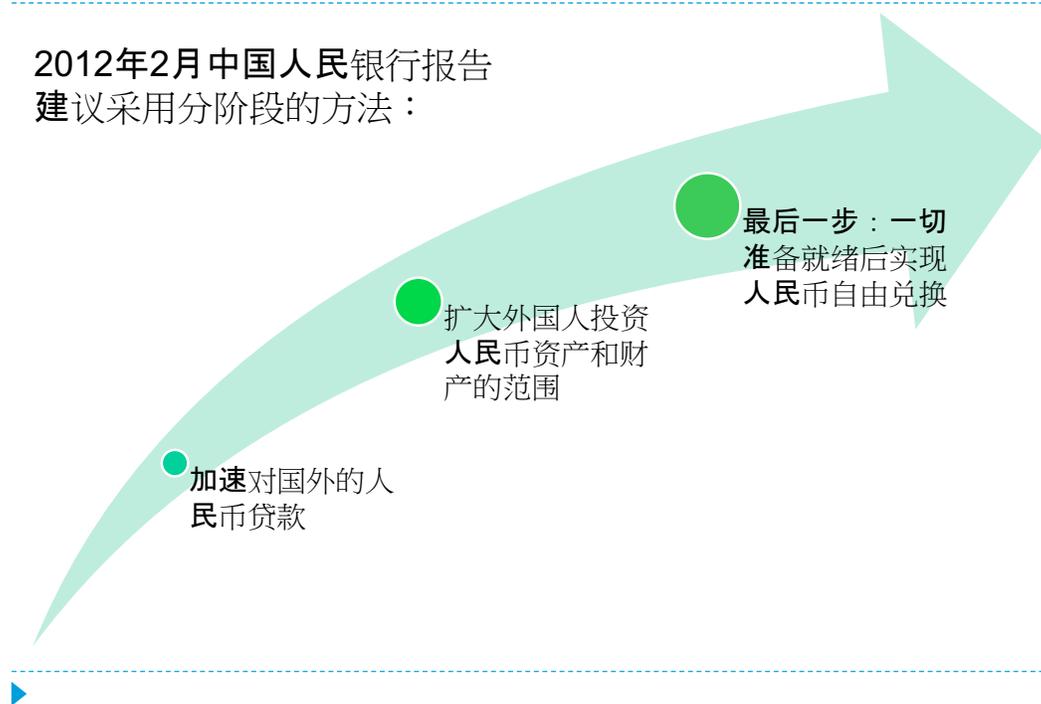
年份	措施
2001	国内企业海外上市；居民个人购买B股
2002	合格境外机构投资者安排（在中国的非居民证券投资）
2004	获准的企业海外贷款；移民向海外转移的资产有限
2005	非居民在中国发行人民币债券（熊猫债券）
2006	合格境内机构投资者安排（居民在海外的证券投资）；取消对外国直接投资的审批并扩大其资金来源
2007	扩大合格境内机构投资者机构；提高合格境内机构投资者的配额；居民发行离岸人民币债券
2009	人民币用于贸易和外国直接投资结算
2010	获准的中央银行/外国银行投资于中国债券市场；居民企业向国外借款
2011	R-FDI安排（以人民币结算外国直接投资）；R-QFII安排（获准的并在香港设有分支机构的企业的证券投资）
2012	合格境外机构投资者配额增加至800亿美元；R-QFII配额增加至2000亿美元；取消对中央银行/主权财富基金的配额
2013	R-合格境外机构投资者：合格的机构扩大；对资产配置的限制放松

▶ 12



中国：展望未来

2012年2月中国人民银行报告
建议采用分阶段的方法：



资本流动管理

减轻破坏性资本流动的风险



有效调节资本流动

发展国内金融市场

- 在应对资本流出的同时更有效地吸收资本流入
- 进一步降低风险的配套改革（机构和监管、国内储蓄池）

但是，资本流入迅速激增或资本流出可能会造成破坏性影响

- 宏观经济波动、快速资产价格变动、汇率压力



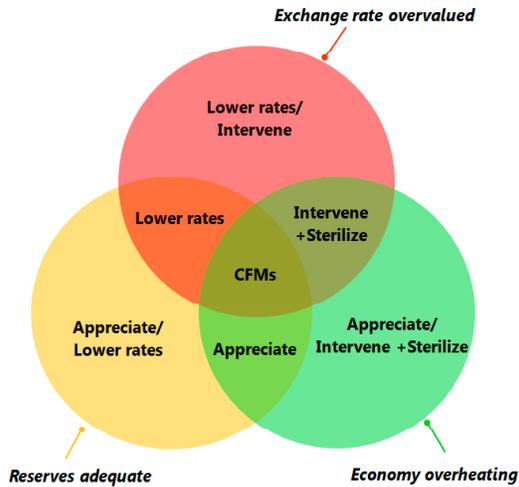
国家反应不一

在2010年后的资本流入阶段：

- ▶ **菲律宾、南非、土耳其**：货币升值、外汇储备积累。
（菲律宾和南非还进一步放开了资本流出）
- ▶ **巴西、印度尼系统、泰国、秘鲁、乌拉圭**：鉴于金融稳定并存在实施调控的空间，开展了宏观调控，辅以资本流动管理/审慎措施。



应对资本流入激增：接受国



宏观政策选择

- 汇率升值、降低利率、货币干预

资本流动管理在某些情况下非常有用

- 可用来解决宏观经济和金融部门的脆弱性
- 但不能替代必要的调整
- 倾向于非歧视性的资本流动管理（即不是基于住区）

使用资本流动管理的考虑

- **何时考虑资本流动管理？**
 - 在资本流动交汇处？
 - 其他
- **如何设计资本流动管理？**
 - 针对性
 - 透明性
 - 临时性
 - 非歧视性

▶ 17



来源国的作用

溢出效应

- “来源”包括官方和私人流动性
- 包括来源国在内的所有国家都应考虑到其政策对其他国家的溢出效应

来源国的作用

- 货币和审慎政策溢出效应的内在化

监管改革

- 完成监管改革，以应对资本流动的风险性

▶ 18



国际协调

效率

- 协调可能比单边行动更有效率

需要就改革议程进一步开展工作

- 在跨境解决方案、G-SIFIs（例如，“维也纳倡议”、《巴塞尔第三号协议》）的处理方面取得一些进展

设计和实施宏观审慎措施框架

- 宏观审慎视角将有助于解决跨境风险
- 需要开展协作，以缩小差距、提高对多边风险的认识



资本流出：采用资本流动管理的注意事项

使用环境

- 在危机或即将发生危机的情况下

实施

- 必须是全面的、临时的和透明的，并努力实现不歧视
- 不能替代宏观调控

总结

- ▶ **基金组织的观点**旨在作为政策建议。它们不会影响到国家的权利/义务或其他国际协定。
- ▶ **自由化：**
 - ▶ 如果**金融和体制**发展充分且宏观经济形势良好，则资本流动的益处最大，风险管理得也最好；
 - ▶ 应该对自由化进行**精心策划、定时和排序**（“综合办法”）；
 - ▶ **没有假设**所有国家全面自由化，但长期限制资本流动的国家将从加大自由化中获益。
- ▶ **管理资本流动：**
 - ▶ **适当的政策回应**需要接受国和来源国共同做出；
 - ▶ **宏观政策和金融/机构设置**发挥关键作用；
 - ▶ 资本流动管理在某些情况下非常有用，但不能替代必要的调控；
 - ▶ **所有国家（包括那些传导资本流动的国家）**的政策制定者都应关注溢出效应。**跨境协调**很重要。



谢谢!

中国的资本账户可兑换与国际收支

金中夏

A. 中国目前的资本账户开放框架的主要特征

对于直接投资和证券投资，保持“显著放开资本流入，同时限制资本流出”的不对称性。

1. **直接投资。**在中国，境外直接投资（ODI）比外商直接投资（FDI）更为困难。有限几类机构从事境外直接投资，其中，国有企业占 70%以上。近年来，境外直接投资总额迅速扩大。中国的非金融境外直接投资在 2012 年达到 772.2 亿美元，¹，累计达到 4595 亿美元。然而，外商直接投资在 2012 年为 1117 亿美元，累计达到 1.28 万亿美元。² 相比之下，境外直接投资规模相对较小。中国的资本账户在直接投资方面的可兑换性是最高的，但对于中小型私营企业和个人投资者，基本投资渠道是关闭的，目前仍然保持着“显著放开资本流入，同时限制外汇流出”的特征。
2. **证券投资。**机构投资者的证券投资渠道已经放开，但规模相对较小，具有“显著放开流入，同时限制流出”的特征。合格境内机构投资者（QDII）的配额是 900 亿美元，远远小于资本流入总额。例如，合格境外机构投资者（QFII）的配额是 800 亿美元，人民币合格境外机构投资者（RQFII）的配额是 2700 亿元人民币，B 股当前市值是 1690 亿元人民币。截至 2012 年底，三类外国机构获准在银行间债券市场上进行证券交易，交易额达到 1390 亿元人民币。

非金融机构和个人对国外股票、债券和其他金融产品的直接投资目前在中国是被禁止的。尚不允许非居民在中国发行股权证券。国际金融公司和亚洲开发银行获准发行少量数额的“熊猫债券”，融资额仅为 31.3 亿元人民币。相反，从 2006 年到 2012 年，在境外上市的中国企业获得了 1788 亿美元的融资，其中很大一部分汇回中国并结汇。证券投资项下的资本流入远远大于资本流出。

其他投资项目下的资本流入和流出已显著放开

过去几年里，中国的跨境贷款额低于跨境借款额。截至 2012 年底，贸易信贷和跨境贷款的累计流出量增加到 6269 亿美元，贸易信贷和跨境贷款的累计流入量增加到 6498 亿美元。资本流入量大于流出量，但二者之差在缩小，主要是因为去年以来资本流出显著多于流入。

¹ 数据来自商业部，但根据国家外汇管理局公布的国际收支数据，境外直接投资净值为 484 亿美元。

² 数据来自商业部，但根据国家外汇管理局公布的 2012 年国际收支数据，外国直接投资净值为 2801 亿美元。

2012年，其他投资项目是逆差。贸易信贷和跨境贷款的流出量增加了1271亿美元，其中54%为短期。贸易信贷和跨境贷款的流入量增加了255亿美元，其中短期贷款显著减少。

到2012年底，其他投资项下的逆差高达2600亿美元，使资本账户总体逆差达到168亿美元。原因：第一，中国取消了强制结售汇规定；第二，银行被允许持有更多外汇，对银行和其他金融机构的资本管制显著放松，外汇资产管理相对不那么有限。过去，资本流入大于资本流出是由外汇短缺导致的；近年来，是与国内外利率之间的利差以及人民币升值和贬值预期有关。去年，资本大规模流入和流出，其他投资项下甚至出现资本净流出，这表明，在对其他投资项目实行中性管理的情况下，国内外利率和汇率差对资本流动的影响更大。

今后，信贷账户下有可能出现持续的资本流出。中国的商业银行传统上国际化程度不高，因此，海外业务基础薄弱，贷款管理和风险控制有待改进。为避免风险，商业银行未积极开展境外贷款。此外，国际贷款市场的利率在长时间内维持在低水平，人民币预期升值，使得人民币境外贷款缺乏吸引力。上述因素的不利影响今后将消失，所以，信贷账户下的资本净流出将继续下去，甚至可能增强。

资本账户不对称可兑换的原因

首先，在新中国成立后的大部分时间里，中国都面临着外汇短缺问题，这是“显著放开资本流入，同时限制资本流出”政策的历史原因。占主导地位的看法是，顺差比逆差好，但是，却没有意识到国际收支双顺差的潜在风险。

其次，国内金融市场不发达。许多企业寻求海外上市，原因是国内债券和股票发行的会计、评级和信息披露不完善，行政干预过多。这导致了资本流入。

第三，对资本外流的担心。一些人认为，中国对产权和债权的保护不如发达国家充分，特别是在个人财产权方面。例如，中国居民对所购住房没有所有权，只有几十年的使用权。此外，中国与发达国家在营商环境上也存在差距。根据《2012年营商环境报告》（世界银行发布的一份报告，侧重于私营中小企业的营商环境），中国的营商环境在185个国家中排第91位。在很大程度上，国有企业和跨国公司在中国的营商环境要好于中小企业。鉴于上述原因，一些人认为，中国的居民和中小企业倾向于将资金转到境外进行投资。

第四，人民币汇率形成机制还不够灵活，不能作为国际收支调整的主要手段。因此，中国在更大程度上依靠外汇管理、税收和其他行政措施来调整国际收支。

第五，国际收支不能靠某一个政府部门来有效管理，因为国际收支的调整涉及境内外的很多价格和结构变量。同多数国家一样，中国没有一个主导机构负责国际收支调整。国家外汇管理局只负责监测和统计国际收支，通过外汇管理影响资本流动的能力有限，无法单独显著改变国际收支结构。金融监管机构很少考虑采用放开金融机构和市场的

措施对国际收支的影响，所以这些措施往往从微观上看是合理的，但在宏观层面上不合理。

资本账户不对称可兑换的影响

多年来，中国缺乏自动稳定机制（如跨境套利对冲），这导致了双顺差、资本流出的限制以及人民币升值压力的扩大，这是引起储备过度积累、国内流动性管理困难和资产泡沫的一个重要原因。结果是，境外投资的大部分是外汇储备投资，难以实现决策、投资和风险管理的多元化，也难以合理平衡国外资产的风险和收益。在中国经常账户基本平衡的情况下，资本流出渠道的缺乏还可能导致人民币币值高估，这不利于维持中国制造业和农业的适度国际竞争力。

国家外汇管理局已取消强制性结售汇制度，并显著放开了某些投资项目。目前，在资本账户下，资本流入和流出的许多渠道已经放开，但仍存在不对称和失衡问题，使公平性和效率受到损害。

B. 进一步放开资本账户的路径

资本账户开放的短期和长期目标应基于当前的资本账户管理和全球经济环境。

应制定短期目标，实现中性和均衡的资本账户管理。

调整对直接投资和证券投资的不对称管理，实现资本流出结构的最优化。放开非金融机构的直接投资和证券投资资金流出渠道，特别是对于私营企业和个人。通过放开国内资本进入外汇市场的限制，促进高质量、全球机构投资者，并显著扩大合格境内机构投资者（QDII）的配额。允许非居民在国内市场上发行债券或股票，并逐步扩大其市场份额。增加在外国的基础设施投资，并通过官方援助以及商业投资和融资扩大资本流出，包括人民币资金的流出。同时，鉴于发达国家采用的非常规货币放松政策，为解决资本账户不对称开放问题，中国应考虑暂停扩大合格境外机构投资者（QFII）的配额，并暂停扩大批准境内机构在境外的大规模债券和股票发行。在信贷管理方面，需要采用审慎措施，对境内机构的对外借款规模进行管理。

根据国际经验，经常账户顺差的国家不一定首先放开资本流入，而往往首先放开资本流出。例如，德国在 1958 年首先开始放开对资本流出的限制，但直到 1981 年才完全取消了对资本流入的限制。

中长期目标是，在资本账户管理上采用中性、非歧视原则。中国应逐步对资本流入和流出、个人和官方机构、居民和非居民采用相同的处理方法，并加强其放开的同步性，直到实现完全放开。加强对各类产权的保护，加快基础设施的跨境投资和融资，改善跨境征信、评级、抵押担保和投资者保护制度。此外，改善国内营商环境，特别是对于中小企业和个人。目前非居民投资者被赋予居民待遇，但居民毕竟拥有“主场优势”。另外，中国的投资环境不如许多发达国家。应通过改善国内营商环境来提高对外国投资者的吸引力，并减少变相作为外资的国内资本的外流。

加强宏观经济政策工具在国际收支调整中的作用

随着中国资本账户管理发生变化，中国的国际收支主要受汇率和国内外实际利差的影响。实际利率平价以不同方式发挥作用。

中性管理不能保证静态或动态平衡，资本流入不一定等于资本流出，经常账户顺差也不一定对应于资本账户逆差。在国际收支的动态调整中，更灵活的汇率、市场化的利率、市场导向的货币政策和其他宏观经济措施发挥根本作用。

C. 中国未来的国际收支

中国在进一步放开资本账户后，经常账户顺差可能基本等于资本账户逆差，外汇储备规模将保持稳定。

目前，随着经济进一步发展，资本的边际收益率将逐渐下降。为了寻求发达国家市场和其他新兴市场上的更高收益率，个人和机构都有动力“走出去”；国内流动性充足导致的资产价值高估会产生跨境套利机会；中国制造业的产能过剩以及人民币过度升值带来的风险将阻止汇率进一步升值。因此，在短期到中期内，中国国际收支可能的、适当的结构是，经常账户顺差基本等于资本账户逆差。

长期内，资本流动的放开将使国内市场的资本收益率与国际市场趋同。大规模资本流入往往伴随着大规模资本流出。中国的人口老龄化趋势将导致储蓄率下降并最终接近投资率。人民币实际有效汇率的升值最终将使经常账户和资本账户分别达到平衡，这是中国国际收支在可预见的将来能够实现且应当力图实现的状态。

第四部分

中国—可选方案、风险和溢出效应

资本账户管理：瑞典的经验

Lars Nyberg

瑞典在 20 世纪 80 年代放松对金融市场的管制，但我们放松管制的排序是错误的。我们不讨论过程中出现的事故，正如你们当中的一些人现在所做的那样。我们没有充分意识到放松管制的危险，我们做出了一些决定，但结果却令人失望，且我们已经错过了其他本该采取的措施。对此，我们付出了代价，在 1990 年至 1992 年遭受了严重的银行业危机。但最终的结果还不错，我们也不打算回到严格监管的金融市场。如果有人能够从我们的错误中汲取教训的话，或许你们可以避免重蹈我们的覆辙。

在 20 世纪 80 年代初之前，瑞典金融部门的所有重要方面均由中央计划决定。中央银行决定哪些储蓄归政府，哪些用于住房融资，哪些用于商业投资等。利率受到管制，信贷则是配给的（由央行决定允许每家银行每个月增加或减少多少信贷，并精确到小数点后两位）。所有与外国人的资本交易均须先获得批准才可进行。任何瑞典人外出度假，只能携带 1000 美元左右，在没有征得央行同意之前，不能携带更多。由于瑞典的出口部门很重要，经常账户不受管制。

在 20 世纪 80 年代初，我们都认为，外汇管理是最难取消的，因为我们很担心，在几十年的管制之后，突然放开跨境资本交易会会发生什么。现在回想起来，这一点是最不需要担心的。

放松管制的过程涉及许多步骤。瑞典在放松管制上花了十年时间，首先是短期固定收益产品市场，然后转向期限较长的产品市场，引入了衍生工具，最后解决了跨境资本流动问题，允许外国人在瑞典投资和瑞典人到国外投资。放松管制期的最后出现了崩溃，但这并不是真的由放松管制所致，而是因为一些财政错误的缘故。

和其他很多情况一样，金融危机涉及银行信贷快速扩张，银行对这种机会已等候良久。高通胀和优惠的税收规则令住户很乐意去借贷。税后利率在 20 世纪 80 年代的很长一段时间里都为负。但在 20 世纪 90 年代，政府改变了税收规则，突然将税后利率从负的 3% 增加到 4%，这后来被称为瑞典的实际利率冲击。对住房的需求几乎停止，并引发了房价暴跌。税制改革是好的，但所选时机却是灾难性的。

此外，高于欧洲水平的工资大幅上涨和通胀导致竞争力的丧失。政府没有采取行动扭转这一趋势，实际所做正好相反，从而导致巨额赤字，即使在繁荣期间也是如此。因此，时机不对的税收政策和不负责任的财政政策足以制造危机。

住户债务在 1989 年至 1990 年达到顶峰，为可支配收入的 130% 左右。债务再度达到这个水平是在 15 年之后，但是，我们现在的债务远高于此，约为 170%，这令人担忧，但不是本次研讨会所要担心的。完全从危机中恢复用了大约 10 年。1999 年，瑞典央行成为一个

独立的机构，负责将通货膨胀目标锁定在 2%，我们以此为目标已经好多年了。通货膨胀在 1990 年达到峰值，但之后高通胀预期仍然保持了很多年。瑞典的高通胀和一些特设的货币贬值拥有悠久的历史，这使人们对新的通胀目标表示怀疑。

危机之前，人们猜测瑞典克朗将会贬值。1992 年 11 月，在经过了激烈的政治斗争和周末回购率达到 500%之后，我们不得不放弃固定汇率。中央银行对外汇市场进行了大规模干预，以捍卫货币，但却为时已晚。1992 年之后几乎没有干预，直到今天。汇率并不被认为是中央银行政策的目标。

在 20 世纪 80 年代初，开放资本账户被认为是个大问题，央行内部也撰写了一些研究报告，但均无定论。会有多少资本流出国家？最后，央行行长就说：“让我们开始行动吧。”但几乎没有发生什么。实际上，在刚开始的六年里，流入国内的资本比流出的资本多。直接投资的情况也差不多。没出现什么问题的状态一直持续到 20 世纪 90 年代后期，然后，由于国际一体化进程加快，资本流出和资本流入都开始有所增长。现在回想起来，资本账户的问题被过于夸大了。

我们可以从中汲取什么经验教训呢？首先，排序很重要，排序不仅包括放松管制的次序，也包括财政措施如何适应整个过程。第二，在开放资本账户时，不要维持固定汇率，因为那风险太大。第三，这更多地与信贷放松管制有关，注意监管要符合标准。在瑞典，在近 40 年的管制之后，银行和监管者都不知道如何评估信贷。第四，保持良好的公共财政状况，制定严格的财政政策框架。

瑞典的财政政策框架在危机经验的基础上诞生，但几年之后才变得完整。20 世纪 90 年代中期，劳动力市场引入了结构性改革，养老保险制度也进行了改革，避免让财政预算不堪重负。许多欧洲国家今天仍然面临着类似的挑战。2000 年，瑞典采用了新的财政政策框架，要求在周期内有预算盈余，并规定了严格的名义开支上限，由议会在三年滚动的基础上确定。

今天，瑞典长期保持着稳定的 GDP 增长，但增速不及中国。通货膨胀率较低，政府财政状况良好，国家债务正在下降。银行系统稳定，资本充足。1990 年至 1992 年危机的经验帮助我们度过了当前的危机，这仅仅是因为我们做好了更好的准备。而且，尽管还存在问题，但我们并不打算回到 20 世纪 80 年代之前那个金融部门受到监管的时代。



资本账户管理—— 瑞典的经验

Lars Nyberg博士

2013年3月20日，北京

概要



- 80年代初，瑞典金融市场受严格管制
 - 国内金融市场受管制
 - 货币交易受管制——固定汇率
- 现在，稳定政策完全符合市场要求
 - 独立的中央银行——通货膨胀目标、浮动汇率
 - 信贷或货币不受管制——企业监督
- 其间我们曾于1990-1993年遇到了金融危机
- 为何从管制转变到非管制和符合市场要求的治理是个好主意
- 如何避免犯错误以及如何为这种过渡找到最佳办法



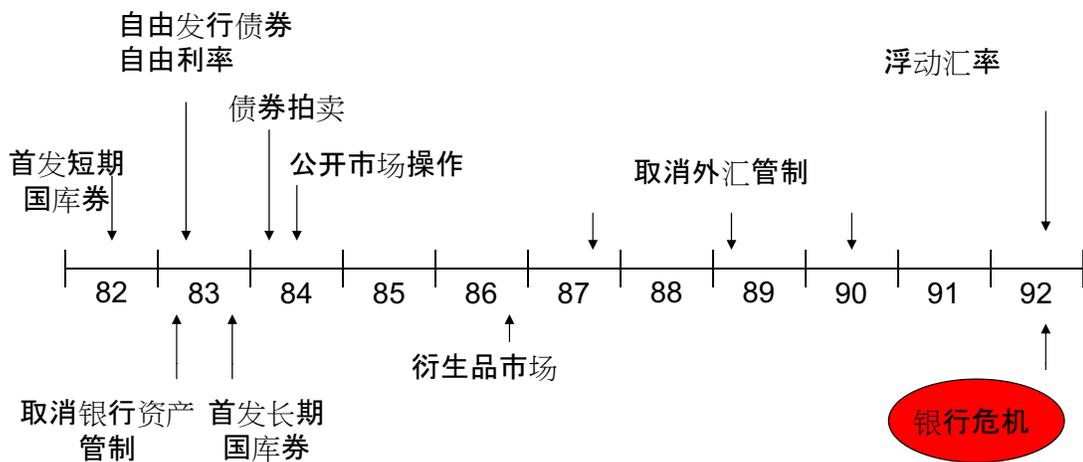
瑞典旧的管制制度

- 利率管制
- 投资配额
- 信贷定额
 - 信贷上限额度
 - 债券发行限制
 - 入境限制
- 汇率管制

➔ 中央计划的金融部门

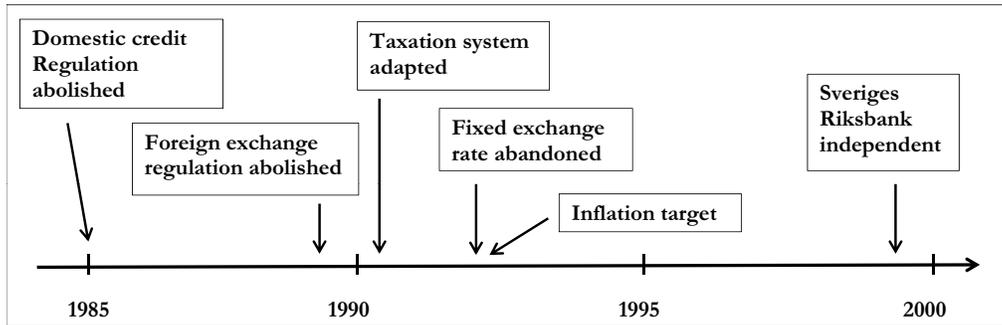


放松管制





逐步取消管制



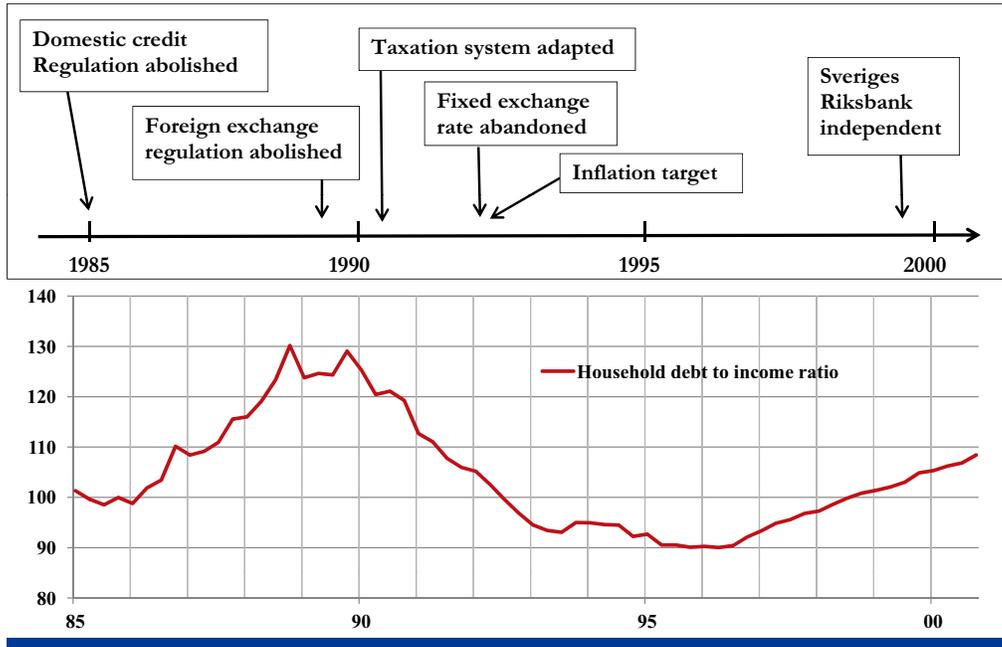
- 20世纪80年代初开始向非管制市场过渡
 - 相继取消国内信贷管制
-并于1992年11月取消固定汇率时完成

1990-1993年危机的原因

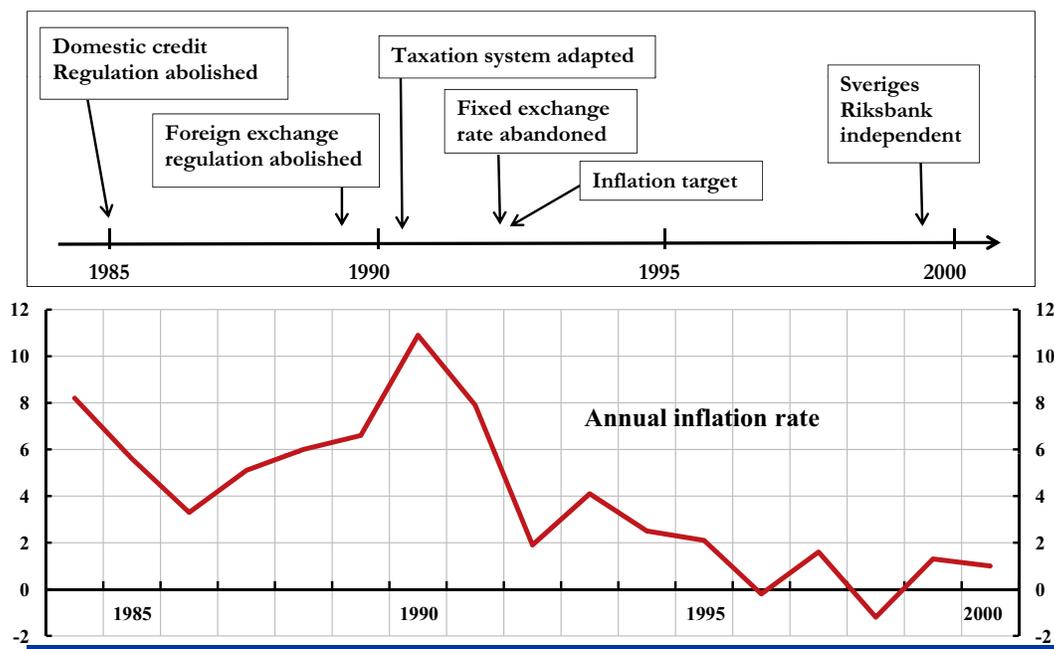


- 信贷快速扩张
 - 受压制的贷款需求；隔离瑞典信贷市场的温室效应
 - 借贷成本为负；税收和高通胀造成的扭曲
 - 体制缺陷；监测和监督不力
- 政府开支过度
- 持续高通胀
 - 瑞典克朗估值不断升高=>丧失竞争力
 - 政策利率工具无力捍卫固定汇率
 - 汇率承受重压；针对瑞典克朗的投机严重

1989-1990年家庭负债率达到峰值

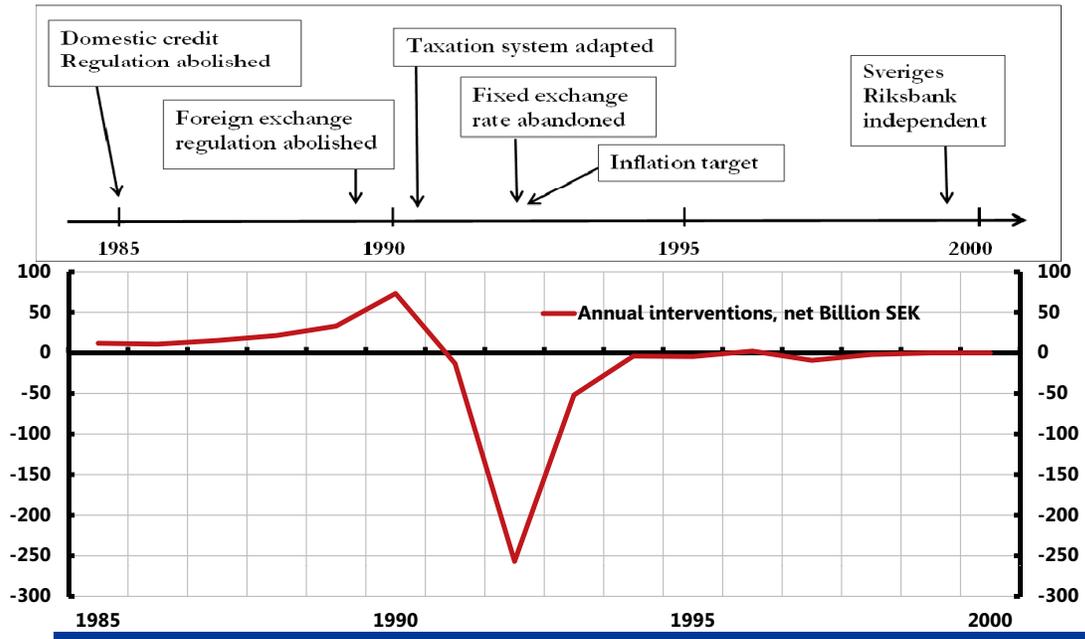


1990年通货膨胀率达到峰值





支持固定汇率的干预



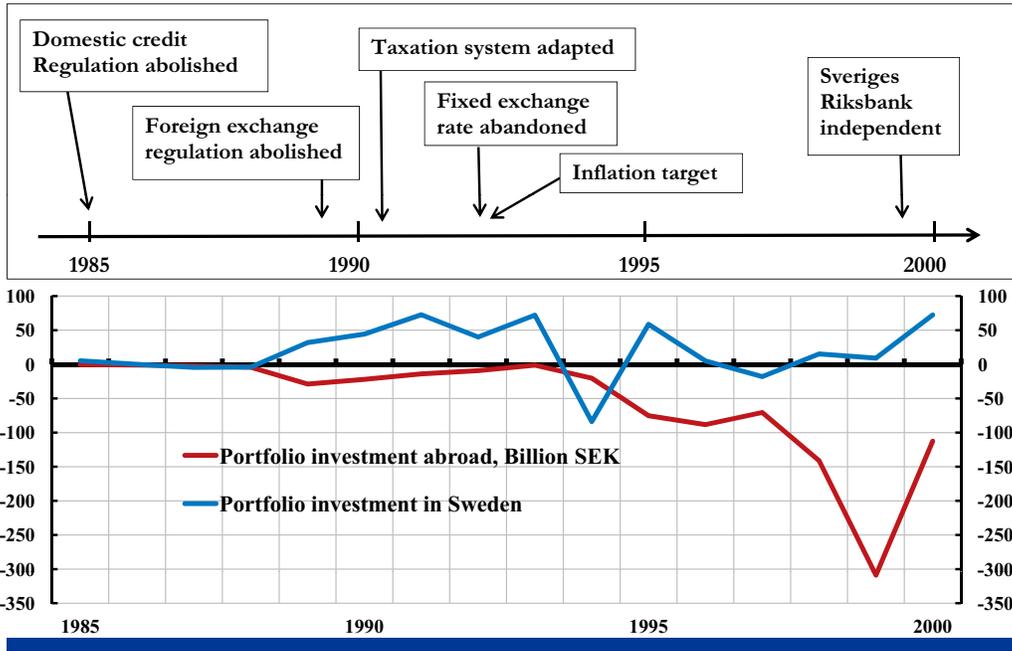
四大危机集中爆发……



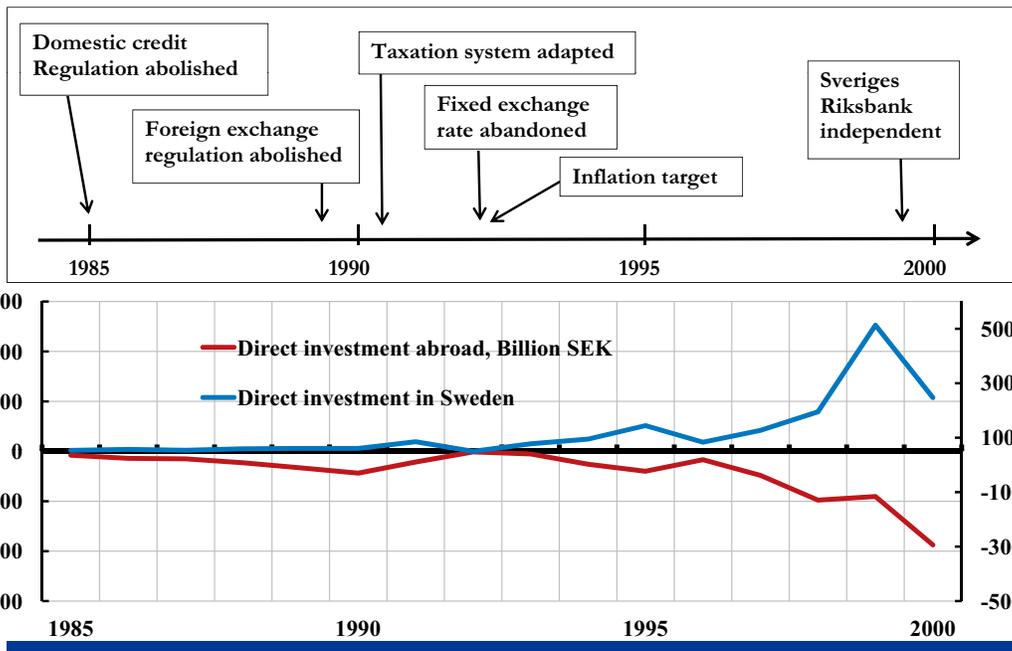
- 1990-1992年爆发金融危机
 - 信贷损失威胁大银行，其他银行倒闭
- 宏观经济危机
 - 金融危机和竞争力丧失导致经济衰退
- 政府财政深陷危机
 - 1992年赤字高达GDP的12%
- 货币危机
 - 瑞典中央银行于1992年秋重拳干预
 - 1992年9月政策利率猛涨500%
 - 1992年11月放弃固定汇率



跨境证券投资流动



跨境直接投资





吸取教训

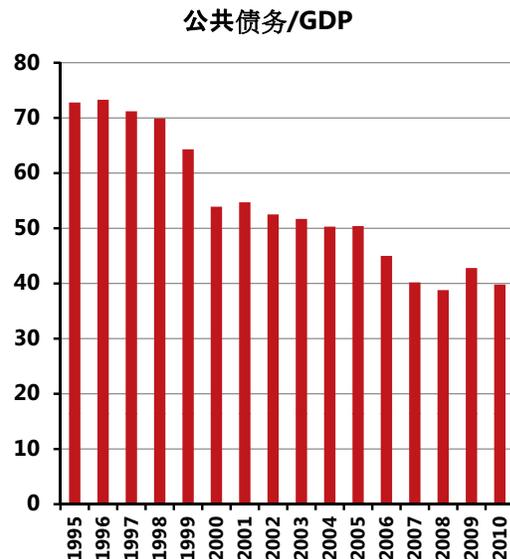
- 时间安排和排序至关重要
 - 调整税收规则之前**6年放松信贷市场管制**
- 政策利率不能保护固定汇率
 - 如无外汇管制，固定汇率是不可持续的
- 重要的是有非管制市场需要的制度和法规——**瑞典没有！**
- 重要的是保持公共财政的有序和可持续性
 - 新的财政政策框架
 - 养老金系统和劳动市场的结构性改革
- 放松管制后的**跨境流动**
 - 不给稳定政策带来麻烦
 - 反映全球化和瑞典经济现状



新的财政政策框架



- 2000年出台
- 明确的盈余目标：
每个完整的商业周期的盈余额平均为GDP的1%
- 中央政府支出（包括养老金系统）
的三年滚动名义上限
- 市政预算平衡
- 严格、自上而下的预算程序





放松管制是一个好主意吗？

- 封闭的系统走进了死胡同
 - 在自由市场和符合市场要求的政策下
 - 市场发出失衡或潜在威胁的信号
 - 不可持续的政策措施受到惩罚
 - 目前
 - 瑞典拥有欧洲最稳定的银行系统
 - 政府财政平衡，债务总额占GDP的38%
 - 通货膨胀幅度为1%-2%
 - GDP长期稳定增长
-

资本账户管理：国际经验教训

Ratna Sahay

当前的中国金融体系主要由一个庞大的银行部门所主导。银行资产约为 GDP 的 200%，而美国则为 110%左右。然而，中国的非银行金融部门则要小得多，金融部门总资产与美国相当，占 GDP 的 220%。中国的资本市场也相对较小。2012 年底，股票总市值占 GDP 的 36%，不足美国市场的一半。截至 2011 年底，国内的未偿付债券占 GDP 的 46%，不到美国的三分之一。

中国的金融部门发展迅速，今后将在世界上变得更加重要。金融领域一个快速增长的部分是财富管理产品。根据近期趋势推断，到 2021 年，财富管理产品的价值将接近 15 万亿美元。利率自由化可能会缓和这个趋势，但非银行金融机构的增加有可能继续保持强劲。

- **通过人民币开展贸易和进行贸易结算将继续增长。**根据近期发展趋势推断，到 2021 年，预计中国贸易占全球贸易的比重将从目前的 9%增加到 16%。
- **人民币的使用将继续增加。**按照目前的趋势，到 2021 年，几乎所有的贸易都将以人民币结算。

资本账户自由化对金融部门和经济带来了一定的风险。跨国经验表明，与资本账户自由化相关的风险不容忽视。如果自由化实施不当，可能会导致金融危机。根据基金组织不定期刊物第 211（2002）号的案例研究，以下五个国家在资本账户自由化之后遭遇了金融危机。

- **韩国：**企业金融部门都存在弱点；排序不当
- **墨西哥：**宏观经济失衡，大量短期债务；金融部门监管不足
- **瑞典：**金融部门监管不足
- **土耳其：**宏观经济基本面疲弱；金融部门脆弱
- **巴拉圭：**金融部门监管不足

从国家经验总结的一些原则有助于引导自由化进程。2012 年基金组织执董会文件《资本流动自由化和资本流出管理》概述了资本账户自由化的 10 大原则，这些原则借鉴了各国成功和不成功的案例的经验教训。在这些原则中，有七项原则特别重要。

原则 1—保持稳健和可持续的宏观经济政策。宏观经济的不稳定可能会加剧金融部门的缺陷，而在这种情况下开放资本账户则会进一步加重不稳定。必须特别注意确保汇率机制符合其他宏观经济和结构性政策。

- 中国似乎拥有十分健全的宏观经济政策：经济高增长、公共债务低、通胀温和，以及经常账户顺差。

原则 2—建立以市场为基础的政策框架。基于市场的货币政策安排和有效的政策传导至关重要，因为这有助于改善货币管理，并促进更广泛的市场发展。运转良好的货币安排辅以有力的公共债务管理做法对于管理短期资本流动的风险必不可少。

- 中国的货币政策还没有以市场为基础。中国人民银行通过多种方式管理货币状况，其中包括法定存款准备金率、行政决定的利率、信贷配额，以及公开市场操作，后者最近在管理短期利率（1天和7天回购）方面被赋予了更加突出的作用。
- 利率自由化也在逐步推进。目前允许银行存款利率高于官方基准利率 10%以上，贷款利率低于官方基准利率 30%以上。

原则 3—继续金融市场改革。如果没有运作良好的市场，自由化可能会因为对风险错误定价而造成相当大的风险。有深度且流动的资本市场也有助于吸收大量资本流动。采取措施引入以市场为基础的政策工具的同时应当采取发展市场（例如，货币和外汇市场）的措施。

- 相对于先进经济体和其他一些新兴市场经济体，中国的货币和外汇市场规模并不是很大，但是为以市场为基础的货币政策框架提供了必要条件。

原则 4—加强对金融部门的监督。强有力的金融部门监督对于金融稳定必不可少，特别是在资本账户自由化自后可能出现系统性风险的情况下。在资本账户自由化导致金融危机的大多数情况下，对金融部门的监督都不充分。

- 中国已经完成了大型国有银行的结构重组，银行业看起来很强劲，不良贷款率低，同时准备金充足。然而，迅速的金融创新可能会带来新的风险，比如理财产品的快速增长。增加跨境资本流动也可能增加银行业务的风险，因此，必须加强监管框架。

原则 5—仔细安排各种资本流动自由化的次序。比较合适的是，先开放长期资本流动，然后开放短期资本流动，金融机构先于企业放开，企业先于个人，资本流入自由化先于资

本流出自由化。必须先开放国内利率，然后允许居民有更多的机会到国外借款，并允许企业和个人开展对外资本交易。适当的次序将有助于建立国内机构的风险管理能力，并防止系统风险的大量积聚。

- 对于中国而言，外国直接投资流动比短期资本流动更加自由化。目前，外国直接投资须经批准。对于证券投资，资本流入须在合格境外机构投资者计划下进行，资本流出须在合格境内机构投资者计划下进行。符合条件的外部借款实体仍然受到配额限制。

原则 6—非金融部门的稳健很重要。非金融部门的金融和结构性缺陷很重要，因为它们可能会变成脆弱性的来源。

- 中国的企业和住户部门并没有高度杠杆化，这与较高的储蓄率相一致。

原则 7—提高政策透明度，加强数据的披露。政策透明度和数据披露有助于形成市场预期、减少不确定性，并促进整体金融部门改革。这些是金融市场更有效运作的关键因素。

- 根据世界银行的《营商环境报告》，按照国际标准，目前反映数据披露程度的投资者保护度较低。

在宏观经济政策健全和经济表现强劲的基础上，进一步推动资本账户自由化是适当的。在改革初期就确定货币政策利率将改善货币管理，并促进更广泛的市场发展。金融市场基础设施并不对资本账户进一步自由化构成障碍，但市场操作的持续改善将是有益的。还必须继续加强金融监管，完善机构间协调，并注意监测金融部门的新发展。首先放宽对外国直接投资流出的限制，然后增加合格境外机构投资者和合格境内机构投资者的配额，并先放宽对中长期借款的限制，然后放宽对短期借款的限制，这似乎是一项很好的策略。在这个过程中，应当密切监测非金融部门新出现的风险。与此同时，改进信息披露和提高政策透明度将有助于形成市场预期，减少不确定性。



中国：国家经验 国际货币基金组织-中国人民银行联合会议

Ratna Sahay

国际货币基金组织
货币与资本市场部
副主任

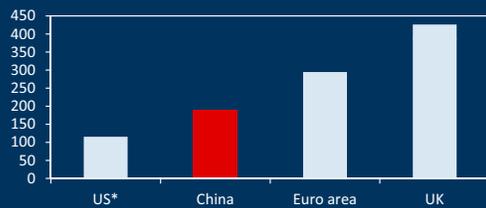
2013年3月20日



中国金融系统——目前

银行部门规模庞大……

银行系统的资产**，2012年
(占GDP的百分比)



资料来源：《国际金融统计》和《世界经济展望》
* 包括外国资产以及对中央银行、政府和其他部门的债券

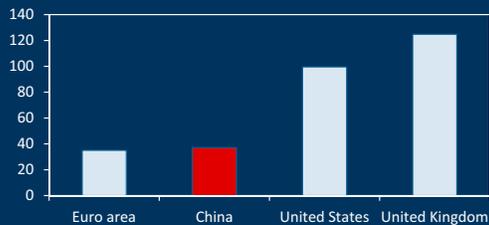
广义货币，2012年
(占GDP的百分比)



资料来源：《国际金融统计》和《世界经济展望》

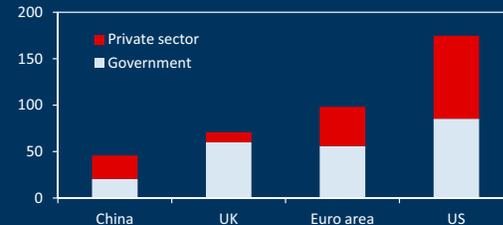
……相对于非银行部门

股本市值，2012年
(占GDP的百分比)



资料来源：国际清算银行；以及基金组织工作人员的计算

国内债券，2011年
(占GDP的百分比)



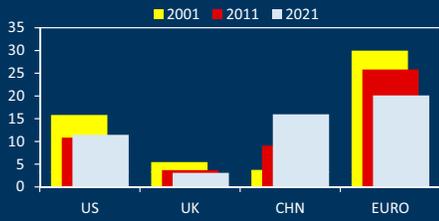
资料来源：国际清算银行；以及基金组织工作人员的计算

资本流动管理：国际经验

中国在世界上的重要性日益增加——将来

贸易和以人民币结算的贸易将增长……

贸易总额占世界贸易总额的份额，2011年



资料来源：《世界经济展望》

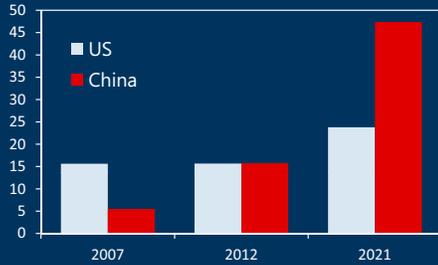
中国以人民币结算的贸易所占份额 (百分比)



资料来源：《世界经济展望》

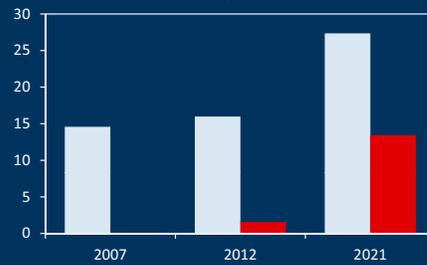
……金融部门也将如此

银行部门资产 (万亿美元)



资料来源：《国际金融统计》

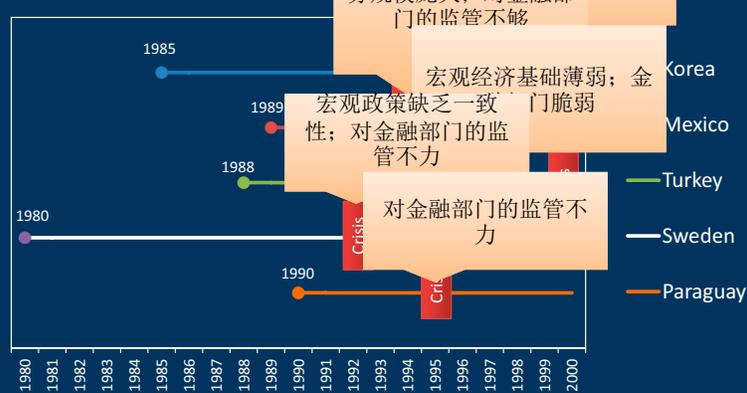
U.S. Shadow banking (万亿美元) / China WMP (万亿美元)



资料来源：《国际金融统计》

资本账户自由化的风险

开始自由化



国家经验教训

广泛原则*	
1	保持稳健和可持续的宏观经济政策
2	建立基于市场的政策框架
3	继续进行金融市场改革
4	加强金融部门监管
5	对各种资本流动的自由化进行周密排序
6	非金融部门的健康事关重大
7	加强政策透明度和数据公开

* 基金组织2012年的执董会文件“开放资本流动和管理流出”中有10项原则。

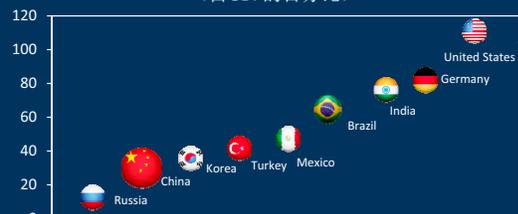
保持稳健和可持续的宏观经济政策

1

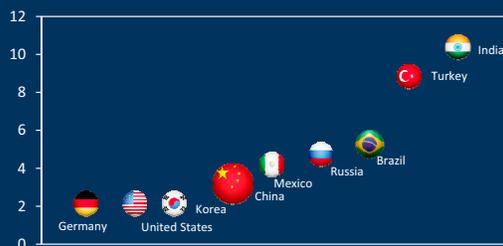
增长强劲

GDP的实际增长，2012年
(变化百分比)

公共债务相对较低

公共债务，2012年
(占GDP的百分比)

低通胀

通货膨胀，2012年
(变化百分比)

适度的经常账户顺差

经常账户净额，2012年
(占GDP百分比)

资料来源：《世界经济展望》；以及《国际金融统计》

建立基于市场的政策框架

2

尚未建立基于市场的货币政策框架……



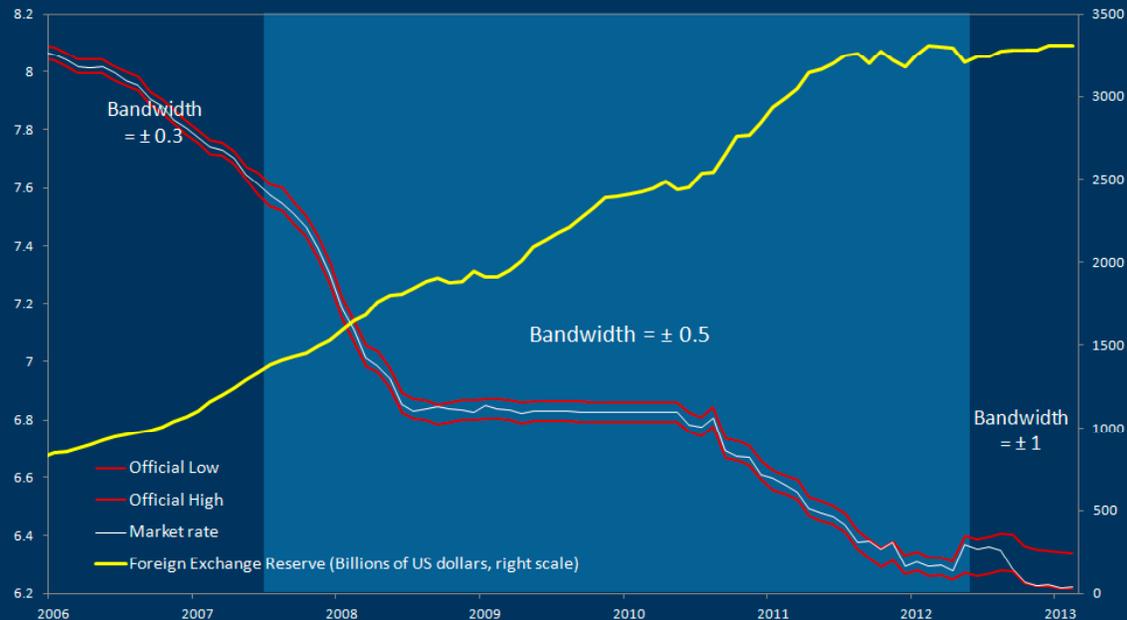
资料来源: 彭博资讯和《国际金融统计》

建立基于市场的政策框架

2

……但汇率正越来越多地由市场决定

China Exchange Rate Arrangement

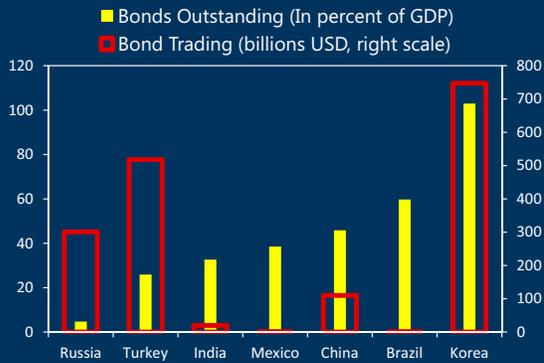


Source: Bloomberg

继续进行金融市场改革

3

货币和外汇市场需要进一步深化



资料来源：彭博资讯；世界证券交易所联合会会员以及基金组织工作人员的计算

外汇市场成交额。2010年
(十亿美元)



Source: Bank for International Settlements (BIS)

场外利率衍生品成交额，2010年
(占GDP的百分比)

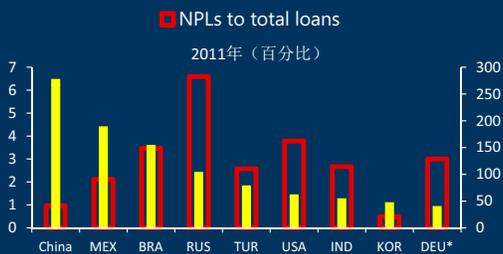


资料来源：国际清算银行

加强金融部门监管

4

不良贷款少，提取准备金充足



资料来源：基金组织的金融稳健指标网站
*不良贷款准备金（2009年）

……金融创新速度过快产生新的风险



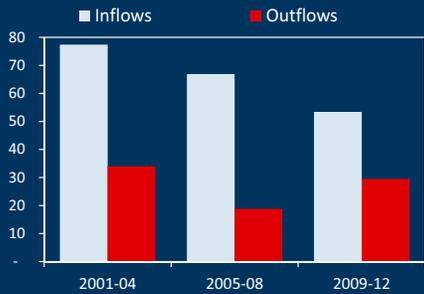
资本流动管理：国际经验

对各种资本流动的自由化进行周密排序

5

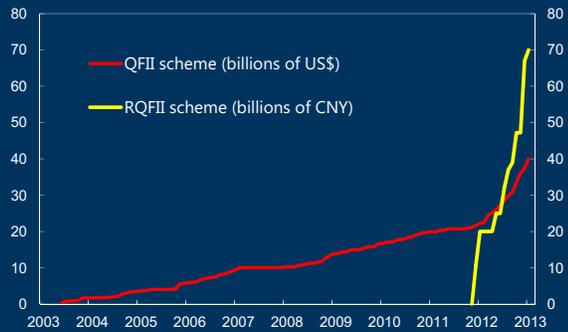
已经进行妥当排序，外国直接投资的开放先于其他资本流动

直接投资占流动总额的比例
(百分比)



资料来源：《世界经济展望》

分配给合格境外机构投资者投资者的总配额



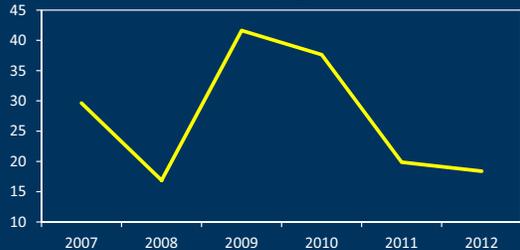
资料来源：香港环亚经济数据有限公司；基金组织工作人员的计算

非金融部门的健康事关重大

6

家庭和企业部门的杠杆化程度不高……

抵押贷款的平均贷款价值比
(百分比)



外债总额——非金融部门，2011年
(占GDP的百分比)



资料来源：世界银行集团

但企业杠杆越来越多，需要密切监测

中国企业杠杆1/
(总负债与普通股的比率，百分比)



资料来源：CreditEdge；以及基金组织工作人员的计算。
1/ 杠杆比率通过从中国523家非金融公司均衡取样进行计算。

资本流动管理：国际经验

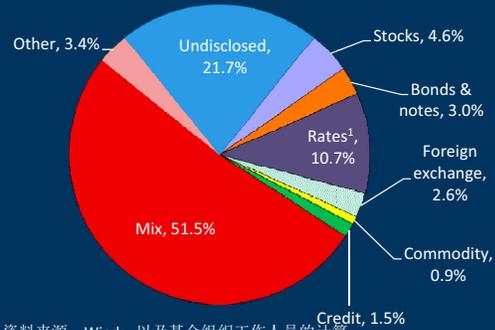
改善政策透明度、企业治理和数据公开

7

公司治理质量指数 (0-1), 2011年



资料来源: 基金组织

按标的产品类型分列的未偿财富管理产品存量
(截至2012年8月末)资料来源: Wind; 以及基金组织工作人员的计算
¹利率衍生品产品

原则	下一步
①	为开放资本账户创造良好条件
②	在改革中及早出台政策利率
③	以强大的市场基础设施作为支持, 继续深化金融市场。
④	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加强金融监管, 改善机构间协调以及密切监测金融部门的创新 ➢ 加强及早发现包括来自跨境流动的风险在内的系统性风险的框架 ➢ 随时准备运用宏观审慎政策应对金融稳定风险
⑤	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 放松对外国直接投资流出的限制 ➢ 增加合格境外机构投资者和合格境内机构投资者的配额并向更多机构开放这种计划 ➢ 增加中长期借款的配额再增加短期借款的配额 ➢ 先开放银行流动再开放公司和个人流动
⑥	密切监测非金融部门出现的风险
⑦	改善信息公开和政策透明度, 以帮助建立市场预期和减少不确定性

人民币汇率改革的空间较大

何帆

中国一直被批评为“汇率操纵”国。其批评者认为，中国有意通过大规模市场干预将人民币价值压低至公允价值以下，目的是提高其出口的竞争力。然而，市场则有截然不同的看法。自 2005 年汇率改革以来，人民币升值了 30%，无本金交割远期市场开始朝两个方向移动，这表明货币的价值已经趋稳。与此同时，中国的顺差已经一路下滑。中国的经常账户顺差在 2007 年达到占 GDP 的 10% 左右，创下纪录水平。之后，到 2012 年，下降至占 GDP 的 2.6%。

中国央行中国人民银行悄悄转变了其路线。在全球金融危机之前，中国人民银行曾购买了大量美元，以稳定人民币汇率。现在则不再这么做。从 2005 年初到 2011 年第三季度，平均每季度都会有近 1000 亿美元左右的资产被添加至中国人民银行的资产负债表。但是，从 2011 年第四季度到 2012 年第四季度，每季度平均添加的资产只有 24 亿美元。这明确表明，中国人民银行已经放弃了对市场进行笨拙的直接干预。中国人民银行现在管理市场的方法是确定每日中间价，市场则以该中间价作为当日交易的出发点。

这是个好消息，不仅使中国央行得以腾出手来，而且增加了中国货币政策的自主性。中国人民银行没必要像以前那样担心：当它从市场购入更多的美元时，国内货币供应将因此承受更大的压力。但是，目前的政策能够持续吗？

或许不能。

首先，根据目前的限下和上限控制，人民币兑美元汇率的升值或贬值不能超过中间价的 1%。如果外汇市场上的供应超过需求（如 2012 年第四季度那样），且人民银行未能吸收全部的美元供应，则人民币兑美元汇率将达到上限，市场交易相应冻结。最近这种情况发生得比较多，而如果这成为新的常态，将阻碍外汇市场的发展。

其次，考虑到今后人民币还有升值的空间，私人部门倾向于持有人民币资产，而不是美元资产，这可以理解。人民银行怎样才能鼓励私人部门持有更多的美元资产呢？方法之一是通过更加严格的行政措施，例如，监管机构可以敦促公司偿还其外债，以便能够从市场获得更多的美元。但是这意味着私人部门不得不承担更多的负担。它看起来更像是一种惩罚。

我的同事张斌和我最近就人民币汇率改革提出了一个新建议¹⁴。简单而言：可以保持每日 1% 的区间，如果想的话。但是要明确指出，除非人民币汇率（兑美元和/或一篮子货币）每年升值或者贬值超过 7.5%，那么中国人民银行将不会对市场进行干预。

这意味着，中国人民银行将发挥消防员的作用，只对紧急情况作出反应。让我们思考两种极端情况。

情景一。如果人民币汇率大幅升值，超过 7.5%，则人民银行应当介入，并平复市场，且应当理由充分。如果人民币升值过快，中国政府会担心大批出口企业倒闭，以及在这些企业打工的农民工纷纷失业。这不仅会对经济造成毁灭性打击，也会危及到社会稳定。

情景二。如果人民币大幅贬值，超过 7.5%，则人民银行同样需要做一些事情，以表示支持。如果发生这种情形，则表明人民币被高估，中国将回到事实上钉住美元的汇率机制。这比什么都不做要好得多，如果什么都不做，就只能眼睁睁看着人民币暴跌，然后发生资本外逃和金融危机。

但是，我们为什么选择神秘的数字 7.5 呢？这只是与今年 7.5% 的增长目标的一个巧合，也是封底计算的结果。你们可以选择另外一个数字。数字 8 怎么样？这在中国是个幸运数字。问题在于，无论你们选择什么数字，它应当足够大，能够说服投资者，但是也不能太大，以免把市场吓跑。

这一新建议的目的是向市场发出一个明确的信号，并为人民币汇率改革创造更大的空间。

在这种新机制下，人民币有可能会进一步升值，且人民币汇率将出现更多的浮动。这会不会损害中国的出口、就业和宏观经济稳定？

中国的贸易伙伴十分多元化。真正重要的并不是双边汇率，或者名义汇率。如果你想看到汇率对贸易表现的影响，最好采用实际有效汇率，它是扣除通货膨胀影响之后一国货币相对一篮子其主要贸易伙伴货币汇率的加权平均值。我们核对了 1994 年至 2012 年间人民币、美元、欧元、新加坡元、韩元、印度卢比、墨西哥比索实际有效汇率的浮动数据。在这期间，中国从固定汇率机制转向了新的有管理的浮动利率机制。我们发现，处于 BBC（篮子、区间和爬行）机制下的新加坡元是

¹⁴ 张斌与何帆，“人民币汇率改革的下一步”，《财经》，2013年2月16日，北京。

最稳定的货币。这给我们的启示是，长期的市场干预并不能保证汇率稳定。在更明确的规则的基础上扩大浮动的区间可能更适合中国。

已有很多文献讨论汇率目标区的问题¹⁵。基本的信息是，由于假设央行可能会做出一个可信的公告，汇率将在区间内相当平稳地浮动。中国拥有巨额外汇储备，且经济增长相当强劲。中国的财政和货币政策仍然有很大的回旋余地。现在是加快改革人民币汇率政策的合理时机。

对于人民币升值能为美国削减其经常账户逆差提供很大帮助的观点，我们并不认同。我们在世界经济与政治研究所的同事进行的研究显示，中国出口的收入弹性远大于价格弹性，这意味着中国出口更多地依赖于美国需求的大小，而不是贴有“中国制造”标签的商品的价格有多便宜¹⁶。但是我们的确相信，人民币汇率改革应当成为任何旨在平衡中国经济的一揽子政策的主要组成部分。汇率不仅是两种货币的相对价格，也是可贸易和不可贸易产品的相对价格。中国制造业的竞争非常激烈，即使按国际标准来说也是如此。但是其服务部门，由于主要是不可贸易部门，则相对滞后。如果价格合理，然后资源再分配就会出现。它有助于促进等待已久的结构性改革。

我们还认为，加快人民币汇率改革可为其他改革比如人民币国际化和资本账户自由化铺平道路。但是改革的排序很重要¹⁷。有些人支持现在加快人民币国际化和资本账户自由化进程。我们不明白为何要这么着急。人民币国际化将对国际金融体系产生深远影响。资本账户自由化是人民币国际化的一个先决条件。但是这两个是长期目标。中国金融改革将是一场长征。要事第一。我们需要做的是推进汇率和利率改革。先打扫干净屋子，才可以开门迎客。即使我们想利用改革开放政策为国内改革创造新势头，正如中国在 21 世纪初加入世贸组织后所做的那样，那为什么不直接开放金融部门呢？我们不能本末倒置。¹⁸

¹⁵ Paul Krugman, “目标区和汇率动态” (“Target Zones and Exchange Rate Dynamics”), 《经济学季刊》, 第 106 卷, 第 3 号 (1991 年 8 月), 第 669 至 682 页。

¹⁶ Qingyi Su, Zhizhong Yao 和 Feng Tian, “中国出口收入和价格弹性” (“Income and Price Elasticities of China's Exports”), 《中国与世界经济》, 第 21 卷, 第 1 号, 第 91 至 106 页, 2013 年。

¹⁷ Yu Yongding, 对中国资本账户的吸引力 (Temptation for China's Capital Account), 《项目辛迪加》, 2013 年 3 月 37 日。

¹⁸ Eswar Prasad、Thomas Rumbaugh和Qing Wang, “本末倒置？中国的资本账户自由化和汇率灵活性” (“Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China”), 基金组织政策讨论文章第05/01号, 2005年。

我们生活在一个充满不确定性的时代。国际金融市场动荡不已，国内金融部门脆弱不堪。先进国家通过量化宽松政策为经济注入大量资金，导致国际金融市场流动性泛滥。突然有一天，他们决定退出并提高利率，资本流入骤停，甚至出现资本外逃的恐慌，对新兴市场造成严重风险。既然如此，何必现在就要那么匆忙呢？

中国资本账户自由化排序

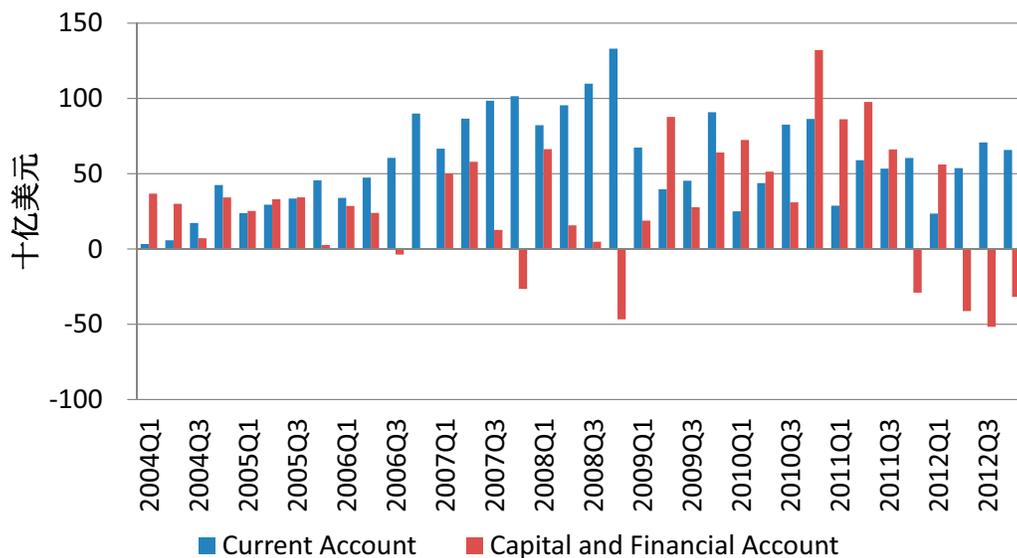
何帆

中国社会科学院
世界经济与政治研究所

副所长

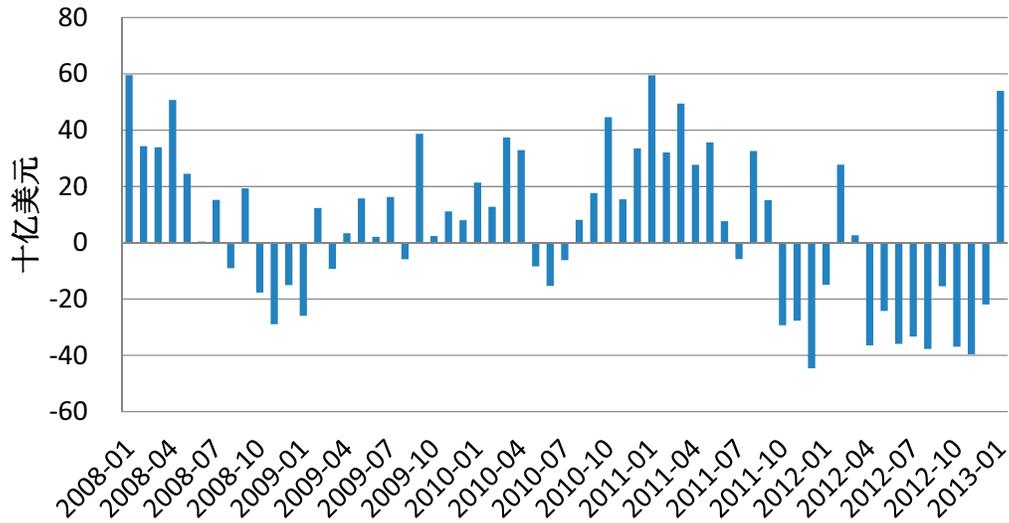
2013年3月20日

中国国际收支新常态： 从双顺差到目前的经常账户顺差和资本账户逆差？



资料来源：香港环亚经济数据有限公司。

2013年1月短期资本流出再度逆转



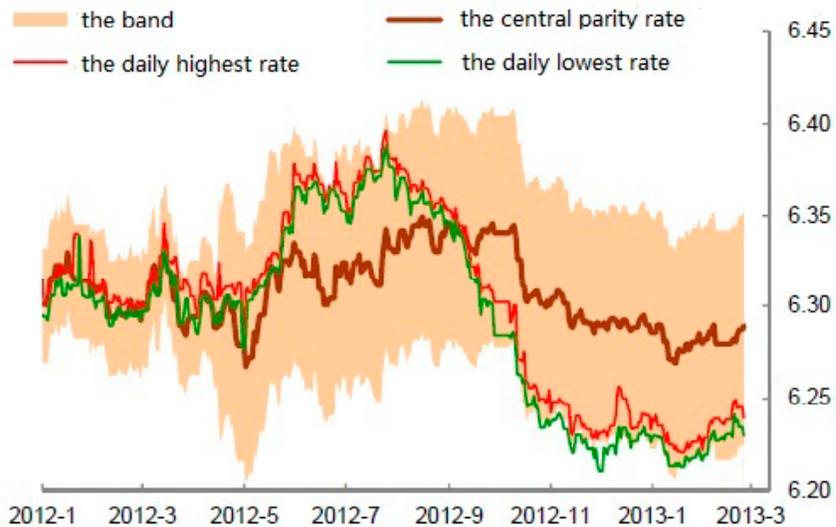
注：短期资本流动额通过用银行所购外汇增加额减去货物贸易顺差额和外国直接投资利用额算出。

资料来源：香港环亚经济数据有限公司和作者的计算结果。

目前的人民币汇率制度

- 人民币汇率中间价的设定取决于下列三个基准：
 - 短期均衡汇率（根据市场需求和供给）；
 - 货币篮子汇率（参考一篮子货币）；
 - 最后交易日汇率（最后的中间价）；
- 然而，上述3种基准之间往往存在冲突，中国人民银行尽量在它们之间取得平衡；

每日价格触及上限或下限时，交易停止



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

人民币汇率改革新建议

- 保留每日波动区间 $\pm 1\%$;
- 明确宣布每年的人民币对美元汇率和人民币有效汇率的波动区间, 即 $\pm 7.5\%$;
- 只有在汇率突破 $\pm 7.5\%$ 的限制范围时, 中国人民银行才应当干预市场。否则, 人民币汇率由市场力量决定;

新建议的优点

- 易于操作；
- 减少中国人民银行的干预和增加外汇市场的活力；
- 改善中国与世界其他地区之间以及国内制造部门与服务部门之间的资源分配；
- 促进资本账户自由化和人民币国际化；
- 减少外部压力和国际贸易摩擦；

赞成和反对加快中国资本账户自由化的观点

正方	反方
资本管制无效	有效，但存在一些漏洞
现在正值一个时间窗口（危机后外国公司估值偏低）	不是时间窗口（量化宽松、一些新兴市场经济体重拾资本管制措施，基金组织已改变其论调）
促进资源分配的效率	有关金融危机将损害资源分配
缓解人民币升值压力（通过放宽资本外流）	人民币汇率已接近均衡水平，单向升值已经结束
促进国内的结构改革	无论承诺方案是好是坏，促进国内调整绝非那么容易
无需排序	应当排序

资本账户自由化排序

- 中国资本账户完全开放至少需要3个前提条件：
 - 人民币汇率自由化；
 - 人民币利率自由化；
 - 汇率和利率自由化可减少价格扭曲，减缓跨境套利活动，并控制有关福利损失
 - 中国金融市场对国内私营资本开放；
 - 只有当国内金融市场的发展达到某一临界水平时，资本账户自由化才能促进可持续经济增长和金融稳定；

人民币国际化

- 人民币国际化和资本账户自由化如同一枚硬币的两面。为了将来进一步推进人民币国际化，加快资本账户的开放似乎不可避免；
- 然而，这可能会带来新的风险和福利损失：
 - 我们的实地调查和数据分析发现，在所谓的人民币跨境贸易结算中，内地与香港之间的跨境套利和套汇扮演着非常重要的角色；
 - 人民币国际化可能不会推动国内的结构改革（不良承诺方案）；
- 我们的建议：
 - 人民币国际化将是中国经济增长和金融市场发展的结果。这应该是结果，而不是当前政府议程的首要目标；
 - 人民币国际化与资本账户自由化有着相同的前提条件。

如何加强资本流动管理？

- 宏观经济政策：
 - 中国应当实行独立的货币政策，增强汇率的弹性和保持一定程度的资本管制；
 - 中国政府应当避免过度扩张的财政政策，吸取危机国家的教训；
- 宏观审慎政策：
 - 控制金融机构资产负债表的货币不匹配和期限不匹配现象；
 - 减少其他金融漏洞；
- 资本流动管理措施：
 - 继续逐步谨慎开放资本账户；
 - 商务部、外汇管理局和海关等各部委间开展合作，以发现以其他交易（如转让定价）为幌子的短期资本流动；
 - 用价格措施代替量化措施。

谢谢

hefancass@gmail.com

调整开放资本账户道路上的 风险回报平衡点

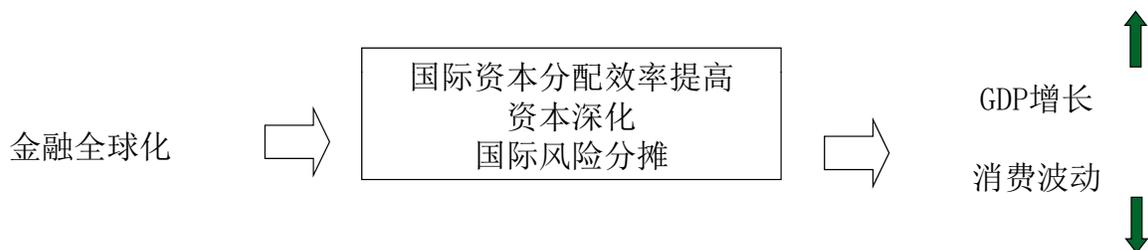
Eswar S. Prasad

康奈尔大学布鲁金斯学会和国家经济研究局

资本账户自由化的好处：理论与实证

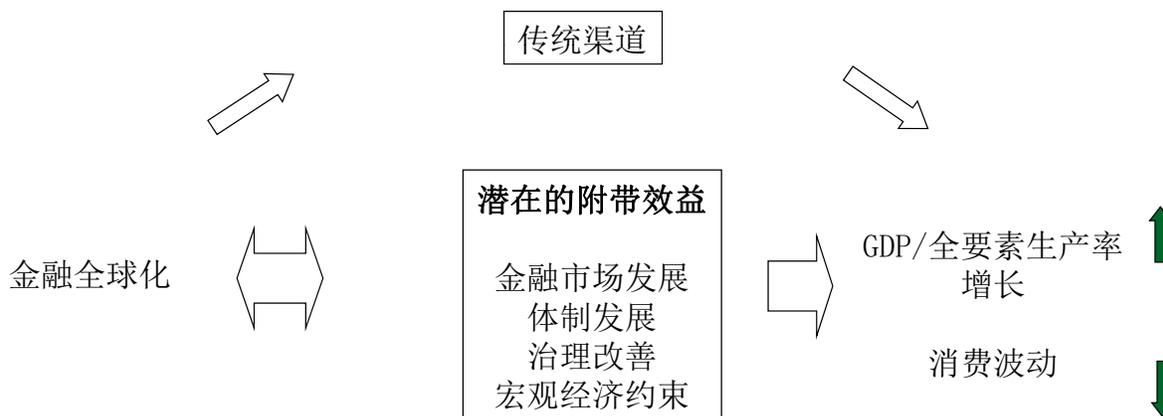
- 理论上：资本账户自由化促进国际资本分配的优化；通过多样化更好地分摊风险
- 关于外国资本给经济增长带来好处的强有力实证证据很少；平均而言，资本输出国增长更快。
- 在中等水平的金融一体化中，风险分摊的情况实际上更加糟糕
- **但：**有些类型的流动（外国直接投资、股权性证券投资）似乎的确带来正增长和风险分摊效果

传统观点



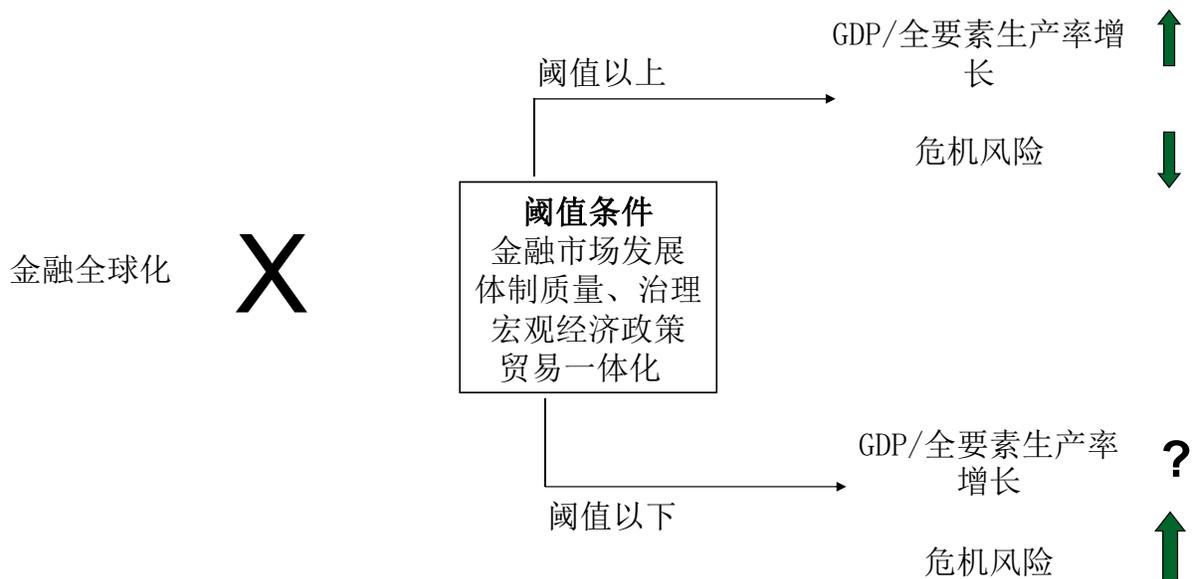
传统观点看重输送渠道，通过这种渠道，资本流动可以直接推动GDP增长，并减少消费波动。

不同观点



这种观点承认传统渠道的关联性，但认为金融全球化作为某些附带效益的催化剂的作用可能对提高GDP/全要素生产率的增长率和减少消费波动更为重要。

复杂情况：阈值效应



当某些阈值条件得到满足时，金融全球化导致宏观经济成果改善。这会产生强大应力，因为许多阈值条件也在潜在附带效应清单上。

影响金融一体化成果的因素：阈值效应

- 金融部门发展
- 体制、治理
- 宏观政策
- 贸易开放程度
- 汇率制度

Figure 1. Average private credit to GDP for emerging economies, 1975-79 and 2000-04

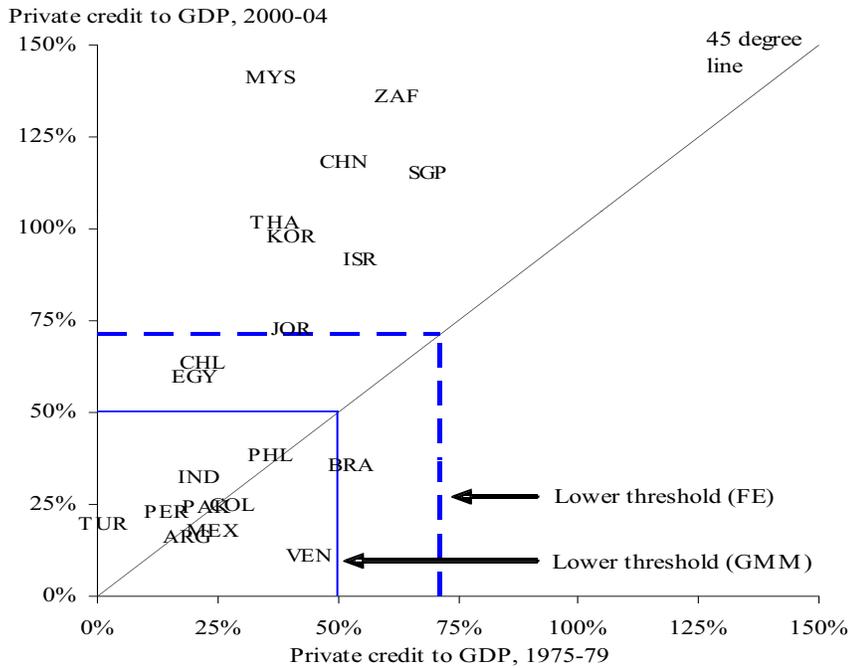
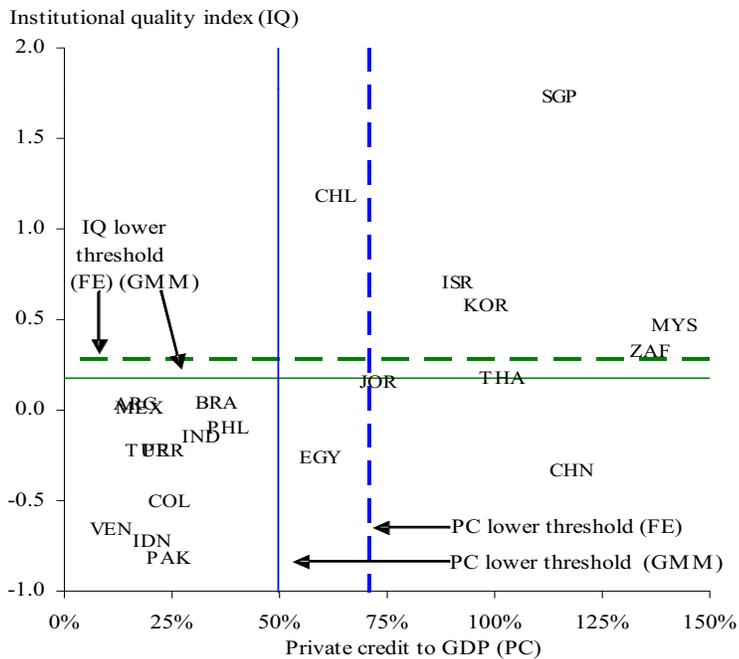


Figure 2. Average private credit to GDP and institutional quality for emerging economies, 2000-04



应力!!

- 发展中国家需要金融一体化，以改善治理，发展金融市场，约束宏观政策，打破利益集团的权力等等
- 但是，如果这些配套条件达不到既有的基本水平，金融一体化可能会造成严重破坏

附带效益框架有助于取得进展

- 统一概念框架
- 可以考虑特定国家的要求、初始条件
- 根据附带效益的优先排序选择自由化的方法
- 在向阈值过渡期间，可以管理风险，但无法消除风险

保持概念清晰

A. 人民币的国际使用

B. 资本账户可兑换

C. 储备货币

A和B既无必要也不互为充分条件

A + B + 外汇弹性对C是必要的

A的进展是否因缺乏B + 外汇弹性而受阻？

人民币的国际化

- 人民币贸易结算
 - 离岸人民币存款
 - 人民币计价债券
 - 与他国央行的货币互换
 - 一些央行已经有人民币储备
- 风险？ 代替国内金融改革？

过早实行资本账户自由化的风险

- 本末倒置：在加大汇率弹性之前实行资本账户自由化，金融体系改革将面临风险
- 如开放资本账户，将难以控制币值
- 如流出不受限制，金融体系将面临风险
- 银行存款与GDP的比率高；资本外逃？

过早实行资本账户自由化的风险

- 本末倒置：在加大汇率弹性之前实行资本账户自由化，金融体系改革将面临风险
- 如开放资本账户，将难以控制币值
- 如流出不受限制，金融体系将面临风险
- 银行存款与GDP的比率高；资本外逃？

这些是重大风险吗？ 3.3万亿美元外汇储备买到许多保护，但导致国内扭曲，因此并非没有代价。

资本账户开放快速推进

- 合格境内机构投资者
- 企业和银行流出
- 个人对外汇款限额高（每年5万美元）
- 以及通过其他渠道的事实上开放

问题是，金融发展、监管机构是否符合国情。

资本账户自由化作为国内改革的框架

- 围绕使人民币成为全球储备货币的目标达成共识有助于将精力集中到改革议程上
- 要在实现目标的同时减少风险，需要：
 - 完善、深化和管理良好的金融市场
 - 外汇弹性
 - 完善的宏观政策框架

论资本账户的可兑换

李波

经过一整天的讨论，我想站在巨人的肩膀上简要地讨论三个问题。

A. 什么是资本账户可兑换？

这个概念有些模糊。与经常账户可兑换相反，关于资本账户可兑换的要素，并没有明确的标准。

事实上，在中国，这个概念经常与汇率改革、资本自由流动、金融市场准入和货币国际化这四个概念相混淆。这些概念相互关联，但也各不相同。例如，货币国际化对于资本账户可兑换来说，既不是必要条件，也不是充分条件。

然而，资本账户可兑换的确有一个框架。基金组织有个表格，列出了七类资本账户项目和40个子项目，其中包括资本市场、货币市场、集体投资工具、跨境信贷、个人投资和房地产交易。此表格可被用作衡量一国资本账户可兑换程度的一个清单。

有一种流行的误解，认为资本账户可兑换就是国际资本100%的自由流动。与此相反，我们认为，可兑换并不排除使用必要的工具来管理跨境资本流动。我们观察到，基金组织近年来也支持这个观点。至少有四种类型的工具。第一类包括反洗钱、反恐融资和防止滥用避税天堂的措施，主要集中于非法资本流动。第二类是对外债的宏观审慎管理，外债若管理不善，可对金融和经济稳定构成风险。第三类是对短期资本流动的宏观审慎管理，例如巴西和其他国家在最近一轮资本流动激增中所使用的托宾税。最后一种是危机奇迹的临时管制，这是基金组织《协定》所允许的。

B. 国际比较

在已经宣布资本账户可兑换的六十个国家（或地区），经合组织国家的资本账户可兑换水平高于非经合组织国家。在经合组织国家资本流动管理主要侧重于宏观审慎和国家安全管理。在非经合组织经济体，更多的是行政控制，例如数量控制和账户管理。

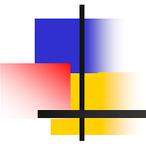
在新兴市场，巴西和印度的情况具有代表性。巴西对资本账户可兑换采取了渐进的方式，与其他金融改革相协调，并采用价格工具来管理跨境资本流动。印度宣布了指导市场预期的路线图和市场预期，与其他金融改革相协调，并结合价格和数量工具。

C. 中国的情况

实现资本账户可兑换是一个循序渐进的过程。我们在20年前就确立了可兑换的目标，并在1996年宣布经常账户可兑换。之后，我们遇到了亚洲金融危机。在危机期间，我们放缓了资本账户可兑换计划的步伐。十年前，我们重新强调了可兑换目标。自那以来，我们取得了很大的进展，包括外国直接投资、合格境外机构投资者、合格境内机构投资者、债券市场发行和投资，以及人民币合格境外机构投资者。

要继续这个进程，我们面临的最大挑战是建立共识。分歧永远存在，人们担心的是，如果我们完全开放资本账户，将对金融和经济稳定带来潜在风险。批评者通常会确定四类风险。第一类是外债的风险。第二类是国际热钱的投机性攻击。第三类涉及衍生产品，这种产品会对金融体系造成破坏。最后一类是潜在的资本外逃。

中国离资本账户可兑换并不远。根据粗略评分系统，已经宣布资本账户可兑换的新兴市场经济体的平均可兑换水平的得分为 81.79/100，而中国的得分为 71/100。不符合标准的三个主要领域是资本市场交易、个人投资渠道和外国直接投资可兑换。

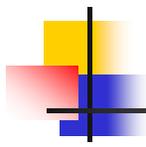


论资本项目可兑换

李波
中国人民银行

2013年3月20日

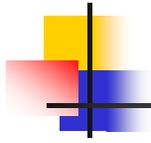
1



概要

- 何为资本账户可兑换？
- 国际比较
- 中国的情况

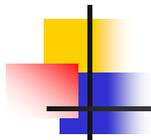
2



何为资本账户可兑换？

- 一、没有明确标准
 - 经常账户与资本账户可兑换
 - 最新观点：新兴市场经济体采取一些资本管制措施可能是可取的
- 二、资本账户可兑换与其他改革
 - 汇率改革
 - 资本自由流动
 - 金融市场准入
 - 货币国际化

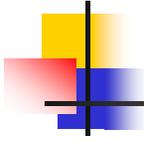
3



何为资本账户可兑换？

- 三、实现可兑换之后对资本流动的管理
 - 反洗钱、打击资助恐怖主义行为和防止滥用避税天堂
 - 外债的宏观审慎管理
 - 短期资本流动的宏观审慎管理
 - 危机时的临时管制

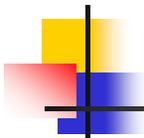
4



国际比较

- 在已经宣布资本账户可兑换的60个国家或地区当中，经合组织国家的资本账户可兑换水平较高，非经合组织国家的水平相对较低。
- 经合组织经济体
 - 资本流动管理主要侧重于宏观审慎管理、国家安全等
- 非经合组织经济体
 - 存在较多行政管制措施，如托宾税、数量控制、账户管理

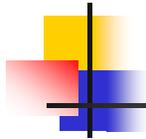
5



国际比较

- 巴西
 - 采取循序渐进的方式
 - 资本账户可兑换与其他金融改革协调进行
 - 运用价格工具管理跨境资本流动
- 印度
 - 宣布路线图和时间表，以引导市场预期
 - 资本账户可兑换与其他金融改革协调进行
 - 价格和数量控制工具同时并用

6

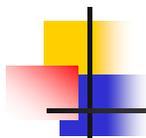


中国的情况

■ 历史回顾

- 1993年首次提出（中共第十四届中央委员会第三次全体会议）
- 1996年实现人民币经常账户可兑换
- 面临一些挑战（由于过程复杂、国际金融环境不稳定和未能就利弊问题达成共识），并在亚洲金融危机期间暂停
- 2003年中共第十六届中央委员会第三次全体会议上再次强调，然后有序开展有关工作
- 2007年次贷危机蔓延时步伐放缓
- 过去十年的进展：合格境外机构投资者、合格境内机构投资者、债券市场发行与投资、人民币合格境外机构投资者以及直接投资

7

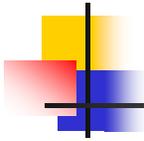


中国的情况

■ 好处

- 全球视角
 - 经济全球化
 - 国际资本市场一体化
 - 国际货币体系改革
- 国内视角
 - 改革发展模式
 - 控制通货膨胀
 - 人民币国际化
 - 市场经济的必要部分
 - 开放政策的自然组成部分

8

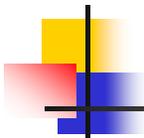


中国的情况

■ 坏处

- 外债风险
- 通过短期资本流动进行的投机性攻击风险
- 衍生产品风险

9

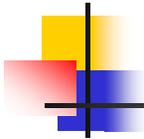


中国的情况

■ 现状

- 大多数资本账户项目都有资本流动渠道（5个项目完全可兑换，4个项目不可兑换，其余实现了部分可兑换）
- 事实可兑换程度高于名义可兑换
- 资本管制主要靠预先核准和量化工具

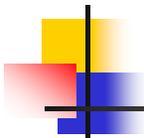
10



中国的情况

- 现状
 - 距人民币资本账户可兑换已经不远
 - 目前的可兑换性评分：71分
 - 与新兴市场经济体平均分（81.79）的差距不大
 - 主要差距
 - 资本市场交易
 - 个人投资渠道
 - 外国直接投资

11



前景

- 个人资本账户
- 资本市场
- 行政改革

12

中国开放资本账户的排序

Peter Garber

排序是指一国的资本流动和市场融入世界其他地区，并最大限度地减少危机风险和在此过程中的损失。围绕中国开放资本账户的合理排序问题，让我想起了 20 世纪 90 年代期间的类似讨论，当时，“华盛顿共识”使得基金组织迫切要求开放资本账户。这促使我去书架上寻找那本纪念那个时代的一卷书，《基金组织是否应当推行资本账户可兑换？》一书于 1998 年 5 月这个令人难过的时间由普林斯顿大学出版社出版。（Stan Fischer、Rudi Dornbusch、Dick Cooper、Jacques Polak 等人）

我对这卷书的贡献是给出警示，即开放资本账户的历史上充满了开放之后发生危机的例子。由于这种情况出现得非常频繁，可以说，几乎不可避免的是，资本账户开放之后不久便会发生危机。在许多情况下，危机及其损失仅仅是旧体系积累但被隐藏的损失的一种暴露。损失早已经存在，并非由危机所致。事实上，开放资本账户是使这种损失变得更大的一种手段。

然而，损失会被归咎于倡导改革的技术官员乃至高级政治官员。因此，从兜售资本市场开放的一部分公共关系的动机就不难看出，开放之后预计将发生什么。

危机的一个合理原因：在受保护的系统里，始终有金融机构能够在资产遭受损失时获得切实的补贴或保护，因为封闭系统会注入资本以补偿其投资损失。一旦这个系统开放，这些机构的账簿上就会出现不良资产，然后成为行尸走肉。为了生存，他们会加倍投资于风险资产，但只会在刚刚开放的时候这么做。

应当指出的是，以往在资本账户开放之后爆发危机的国家是那些一直捍卫被高估的货币、经常账户逆差，以及大规模净额或总额的资本短期暴露于外国资本风险的国家，例如，墨西哥、韩国、泰国等。对于中国来说这不成问题。

但是，出于另外一个原因，我们在为中国提建议时应当谨慎使用历史上的例子。历史证据主要涉及一些小型经济体，它们不得不适应世界其他地区已经确定的资产定价和利率。中国开放资本市场将对世界各地产生宏观经济影响，并迫使其对定价结构作出重大改变。这是需要搞清楚另一个原因。

从潜在危机的一方面来看，最好能将改革后的中国与布雷顿森林体系崩溃之后日本或德国相比较。在这些国家，来自汇率市场的压力使其货币升值。在 1971 年美元停止兑换黄金之后，这些国家不得不购买创世界记录的美元，他们试图通过长期干预维持钉住美元的固定汇率，但在不到两年的时间里却遭受了巨大的外汇损失。

我预计中国在开放其资本账户这场终结游戏里将面临外汇“危机”，但危机的性质会有所不同。它不会很像很久以前维托里奥·格里利（Vittorio Grilli）在他的论文里所研究的被低估的货币的投机性袭击。

人们将试图抛售人民币，有以下几个原因。首先，一旦开放，就会出现将投资组合多样化的正常愿望，导致大量资本流入和流出。我预计最初将以资本流出为主导。在目前的排序中，当局正在为这个做准备，逐渐扩大私人部门资本流入和流出的机会。朝这个方向缓慢移动是有代价的，例如，面对货币升值，中国人民银行会提供隐性补贴，以鼓励离岸人民币市场，并给予外国人获得较高在岸利率的好机会。这种代价可解释为是为了避免资本账户突然开放而造成的混乱。第二，我还预计，在打击腐败会投机的情况下，由于人们会试图取出资金，资金会外流。

但是，在终结游戏里，将不可避免地出现大规模的宏观经济所产生的资本外流。当这种情况发生时，不应当将其视为危机，而应当看作是开放过程的自然结果。风险是将其视作一种危险的袭击，而反击行动将破坏整个转型过程。

十年前，Michael Dooley、David Folkerts-Landau 和我开始发表我们的《新布雷顿森林体系》（“Bretton Woods II”），描述中国的发展战略。我们认为，布雷顿森林体系至少还将持续十年或以上。这个体系的特点众所周知：汇率贬值，以出口带动增长，增加购买外汇储备以及国外资产，工业国家压低实际利率。但是也将出现一个虽然耗时但稳定的转型过程，最终的结果是该体系的终结，原因是名义工资的上涨带来实际工资上涨，以及在名义上汇率逐渐升值，最后达到均衡水平。在终结游戏里，系统干预将停止，资本账户会开放。

我们经常被问到，若资本市场开放，干预措施停止，终结游戏怎么会出现？想象一个好的游戏结局，当人民币升值达到一个可接受的均衡水平，之后开放资本账户。请记住，在这个转型期间，可以预见人民币兑美元、欧元和其他货币的汇率将逐渐升值。如果国内收益率低于外国收益率，正如在开放的金融市场那样，那这本身将不会吸引投机性的资本流入。但是，自 2008 年以来，国内收益率已大大超过外国收益率，因此迫切需要通过管制来逼退外国资本，以获得货币升值和正利差的双重益处。这一直是离岸人民币市场成功增长的动力，因为它是管制的一个后门。

在过渡到资本账户开放的过程中，会积累投机性资本流入。对此，中国人民银行通过其爬行钉住机制予以吸收。最后，结局到来，资本账户开放，货币停止升值，国内和国外的利率达到均衡，正如工业化经济体那样。现在，只要持有人民币就能毫不费力地获利的时代一去不返，因此投机性资金会立即撤出。这看起来完全像投机性袭击和危机，但试图多样化的实际资金除外。但是这种资金突然流出是自由化政策的一个不可避免的结果。我们在 2011 年底看到了这种现象的小版本，当时人民

币暂时停止了升值，并开始贬值。由于投机者试图退出市场，离岸人民币市场突然变得流动性紧张。

适当的回应是，在最后一次干预中，适应资本流出，并按照终结游戏的均衡汇率撤出外汇，承认旧系统对外汇储备累积所造成的损失，然后结束。然而，管制官员在出现这个情况后承受公众的强烈谴责，开放资本账户政策本身也会因其造成了损失而备受诟病。

因此，资本账户开放的吸引力在于，不要对这种资本流出进行大规模干预，允许人民币大幅贬值。这在公众和官方部门之间建立了一种真正的游戏，并催生了严重失算的可能性。此外，在这种情况下，现钱将可能会遇到意料之外的汇率突然不连贯的情况，因此可能会和投机性资金一道加入资本流出的大潮。现在，我们遇到了真正的危机，以及转型可能逆转的情况。当然，为了阻止这一切，可以在背后实施管制。

这就对排序过程添加了一个关键的附加药方：确保在过渡点上使公众了解你们预期将发生的事情，以免在出现预期的外汇储备抛售的情况下不会因政治压力而偏离正确的顺序。

资本账户自由化和中国资本市场发展

祁斌

资本账户自由化是维持中国长期经济增长所需的一系列必要改革的重要组成部分。与经常账户开放相比，资本账户自由化问题更加复杂，需要很多先决条件才能实现。这就不可避免地需要对中国的资本市场进行讨论，因为资本账户自由化和资本市场开放是齐头并进的。我将借此机会简要概述中国的资本市场，并对资本市场开放和资本账户自由化的关系进行分析。最后，我将探讨今后这两个过程同步进行的可能性。

A. 中国的资本市场：概述

在过去的二十年里，中国的资本市场发生了巨大变化。根据世界交易所联合会的数据，截至 2012 年底，中国股市市值达到 36970 亿美元，为世界第二。这一增长的推动力来自 2000 多次首次公开募股，其中包括中国大型银行的上市。此外，中国的债券余额和商品期货交易额（两者在全球市场都跻身前列）也显著增长。

尽管如此，中国的资本市场仍然属于转型经济体中的新兴市场，远没有令人满意。股票市场的结构是不平衡的。与美国纽约证券交易所、纳斯达克、场外柜台交易系统/粉单交易市场和灰色市场金字塔形结构相比，中国的股市结构呈倒金字塔形：主板拥有数量最多的上市公司，然后是中小企业和创业板，但一个健康的格局却完全相反。此外，企业债券市场的发展明显滞后于股市的发展，更不用说期货和金融衍生品市场。

中国的市场文化也很独特。虽然 2007 年世界主要市场的周转率从 119% 到 210% 不等，意味着一个典型投资者每一年或两年就将所持股票转手一次，上海证券交易所和深圳证券交易所的比率分别为 927% 和 987%，这表明中国市场主要是由习惯短线交易的散户所驱动，机构投资者的发展相当不够。

B. 开放资本市场

为了引入更多的长期机构投资者，去年，合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者的牌照和总投资配额均显著增加。现在，合格境外机构投资者持有 89.1% 的在国内市场上市公司的股票。

中国投资者对海外市场的兴趣也激增。中国在 2007 年推出合格境内机构投资者的试点方案，现在我们已拥有超过 67 种合格境内机构投资者产品，市场价值总额达 627 亿元。

事实上，中国资本市场的实际开放程度可能比看上去更高。大量外资通过首次公开募股之前的外国直接投资形式流入中国。在 A 股市场，有超过 11000 个外国交易账户，其中大多数是渴望挖掘中国股市机会的企业。目前有 1000 多家中国企业在海外上市，在香港上市的市值为 1.8 万亿美元，占整个市场的 48.8%。在国内外上市的中国企业的 15% 的股份由外国投资者持有。B 股市场从一开始就完全对外国投资者开放。截至 2012 年底，B 股企业的数量为 108 家，这些企业已经筹集到 338 亿元。中国证监会已经授权 14 家合资证券公司和 41 家合资基金管理公司，允许外国投资者持有不超过 49% 的公司股份。

中国的市场开放进程被证明是一个双赢战略。一方面，中国已经从改革开放中获益良多。通过采取国际市场上的最佳做法，中国大大加快了学习过程。此外，通过引入国际竞争，国内参与者已变得越来越大，也更有竞争力。价值投资和长期投资的理念逐渐发展，部分得益于引入了合格境外机构投资者。另一方面，外国投资者能够通过合格境外机构投资者的计划分享中国经济增长成果。

C. 两个过程同步进行

尽管在这么短的时间里取得了显著的成功，但中国的资本市场还很年轻，进一步增长的潜力巨大。为了提高中国国内市场的效率和稳健性，需要发展多层次的资本市场。还需要培育长期机构投资者，因为他们将是中国资本市场文化转型过程的主要力量。我们还需要鼓励和促进金融创新，并提高证券公司和资产经历的竞争力。如果没有外国投资者的参与，我们将不能完成这些任务。

更加开放的资本市场将是资本账户下人民币完全可兑换的重要组成部分。在未来，中国的资本市场将进一步开放，并且将有越来越多的国际投资者进入中国，促进中国的经济并使自己受益。与此同时，越来越多的地方投资者将能够进入海外市场，并在全球范围内多元化其资产。

在过去几个月里，中国证监会一直与世界银行合作一个项目，以规划未来 5 到 10 年中国资本市场发展的蓝图。未来几年，我们愿意与中国人民银行和基金组织在类似的项目上开展合作，以制订资本账户自由化的战略。

亚洲资本市场发展史

20 世纪 80 年代东盟的经验：关于资本账户开放路径的思考

Ray W. Jovanovich

我发言的目的是试着将 20 世纪 80 年代末到 90 年代初东盟外围资本市场的发展和
新出现的资本账户管理的并行发展串联在一起。

泰国、印度尼西亚和菲律宾这三个外围东盟成员国的经验都充分表明了与资本市场
和资本账户快速自由化相关的收益和成本。鉴于政策制定者未能充分认识两者之间
共同而广泛的联系，在这方面的进展不够，因此，成功之后必然是失败。

所有这三个东盟国家在 20 世纪 80 年代末都有不发达的微型股市。这些市场基本上
处于休眠状态；雅加达只有 8 家上市公司。显而易见，国内投资者的参与微乎其微，
本地基金行业不存在。外国投资者的活动也微不足道，而由于日成交量很低，“买
卖预约”是必要的。因此，这些股市的早期特征是价格扭曲（和波动，很久之后才
出现波动性指数 VIX 这个非正式缩写）。

当时，半开放的资本账户无关紧要，因为源自股票市场活动的直接资本流动很少。
贸易流动完全是另外一件事，其占 GDP 的比重很大。印度尼西亚凭借其新兴的碳
氢储备，以及与日本长达二十年的天然气合约，经历了长期的资本流动，而泰国则
从其丰富的农业经济特别是大米出口经历了资本流动。

20 世纪 80 年代后期，这三个东盟国家创建了一系列具有开创性的封闭式单一国家
基金，从而改变了一切。这个三个新的基金，即暹罗基金/1988（泰国）、马六甲
基金/1989（印度尼西亚）和马尼拉基金/1989（菲律宾）开始了不可逆转的开放和
培育资本市场的进程，并伴随着越来越多的资本账户流动。

每一个基金都从外国投资者处筹集了 5000 万美元，主要是从欧洲（英国/瑞士）和
日本的保险公司。由于这些产品迅速取得了成功，在随后的 24 个月里，有近 300
家泰国、印度尼西亚和菲律宾的国家基金创立。

5000 万美元的马六甲基金使雅加达证券交易所的市值增加了 25%，而 5000 万美元
的马尼拉基金则相当于菲律宾证券交易所市值的 5%。

相比之下，中国的合格境外机构投资者的投资额度则相当于目前 A 股市场市值的
1.5%。考虑到中国经济的范围之广和规模之大、国有企业的结构和国内股市的现
状，这似乎相当微不足道。这一点我后面还将讲到。

从本质上讲，这三个里程碑式的国家基金是一种首创的准入产品；它们提供了完整和全面接触这些股市的机会，而这些股市本来是不可交易且受到管理和监督的。外国投资者一站式购买即是要约。

这三个国家基金还帮助建立了国际资本市场的信誉。每个产品都涉及一个五年的封闭期，然后被转换成开放式结构，其假设是每个基金各自的国内股市已完全转型，足以处理更大的交易活动。

封闭式状态使得维持投资者存货成为可能，这类似于中国的合格境外机构投资者结构。此外，它还赋予了监测基金交易中不寻常变化的能力。

整个举措对所有各方而言都是第一次：基金所有者、外国投资者和当地政府官员。我们了解到央行对于资本账户和货币影响的关切，特别是印度尼西亚和菲律宾。

由于 20 世纪 80 年代末美元/印尼盾和美元/比索汇率单一，各中央银行担心，与新的基金有关的大规模外国证券投资资本流入会造成潜在后果。

因此，我们向两个国家的货币和股市官员建议并建立了定期对话。我们每季度都会与印度尼西亚银行、菲律宾央行（独立的菲律宾中央银行在 1993 年才建立）、BAPEPAM（印度尼西亚股市监管局）和菲律宾的证券交易委员会会晤，就我们投资政策的情况、对地方经济和市场的意见以及其他共同关心的话题进行讨论。我们认为，为了协助并促进当地市场的发展，这种做法不仅是必要的，也有责任这么做。

也可以和中国的四个相关机构开展这种对话：最大的合格境外机构投资者额度持有者、中国证监会、中国人民银行和国家外汇管理局。

暹罗基金、马六甲基金和马尼拉基金帮助加快了各自资本市场的发展，并加快了资本流动，对经济形成互补。

在地方宣传股市的高调的“上市”广告活动发挥了重要作用。税收激励相继出台，以鼓励公司上市。在 1991 年之前，泰国、印度尼西亚和菲律宾的资本市场成为进行在岸/离岸融资的最佳途径，而这种融资方式在 1991 年之前是不存在的。

这个现实促进了国内券商和资产管理活动的并行发展。最初，由于我们各自的基金最初部署了证券投资资本，导致首次大规模资本流入。在一定程度上，由于资本流动数额随着时间的推移而增长，它还提供了渐进的多少受到控制的资本流动管理“培训”。

20 世纪 80 年代末的这一资本市场开放和发展史揭开了下一个十年里更大规模资本流动趋势的序幕。

最终，由于一些因素，由于争相购买便宜的美国国债，为 1997 年的亚洲金融危机创造了条件，导致了企业的鲁莽行为。在资本账户管理的背景下立即产生了两个因素：资本市场的演变和管理。

国内资本市场运作良好（发达和有深度）是资本账户自由化的一个绝对先决条件。

必须拥有健全的监管框架，并辅以有力的监督和执行。

对于中国而言，解决办法的一部分在于扩大当前合格境外机构投资者持有 A 股的额度。立即将外国投资者参与增加五分之一不仅是必要的，也是明智的，因为我们需要进一步发展和深化国内股市以及全球投资界对于 A 股的投资欲望。

亚洲资本市场开放史

东盟20世纪80年代的经验

资本账户开放道路之洞见

国际货币基金组织和中国人民银行联合会议
资本账户管理

RAY W. JOVANOVIICH
2013年3月20日
北京

亚洲资本市场开放史

— 东盟20世纪80年代的经验

- 欠发达的小规模市场：雅加达证券交易所只有8家上市公司
- 监管框架不断演变
- 很少有国内投资者参与；本地根本就没有基金业
- 外国投资者的活动可忽略不计
- “预约交易”
- 半开放的资本账户微不足道
- 开拓性封闭式单一国家基金改变了一切（Indosuez/Amundi）
- 于1988/89年成立了世界上第一批国家基金……泰国（暹罗基金）、印度尼西亚（马六甲基金）和菲律宾（马尼拉基金）
- 每支基金募得5000万美元
- 募集所得款项主要来自欧洲（英国/瑞士）和日本的保险公司
- 此后泰国、印度尼西亚和菲律宾又成立了近300支国家基金……
- 马六甲基金的5000万美元=使雅加达证券交易所的市值增加了25%
- 马尼拉基金的5000万美元=菲律宾证券交易所市值的5%
- 相比之下，中国全部合格境外机构投资者的额度=A股市值的1.5%

亚洲资本市场开放史

- 东盟20世纪80年代的经验

- 本质上属于开拓性接入产品；与行政管理和监管的无缝和全面接触
- 帮助建立国际资本市场信誉
- 封闭式状态使投资者的资本存量得以维持=中国的合格境外机构投资者制度
- 监测基金交易的异常波动
- 中央银行对资本账户及货币的担忧——美元/印尼盾和美元/菲律宾比索的流动波澜不惊
- 与负责货币和股市事务的官员——印度尼西亚中央银行和菲律宾中央银行以及印度尼西亚资本市场监督局及菲律宾证券交易委员会——建立定期对话
- 五年基金期限/转换成开放式结构
- 不同于目前许多投资者的“强取豪夺”心态
- 所有三国市场均在5年内翻了两番=亚洲最佳表现
- 25年后；雅加达证券交易所市值=4260亿美元，菲律宾证券交易所市值=2660亿美元

亚洲资本市场开放史

- 东盟20世纪80年代的经验

- 资本账户开放道路之洞见

- 三支基金帮助加快了资本市场的发展，并加快了资本流动，为经济补充资本
- 大张旗鼓地进行“上市”广告宣传，以促进当地股市的发展
- 出台税收激励政策
- 资本市场成为了筹集境内外融资资金的首选途径……在1991年之前从未有过
- 刺激国内券商和资产管理业务的并行发展
- 提供渐进式的（受管制的）资本流动管理“培训”
- 20世纪80年代后期的资本市场开放和发展开启了此后十年更广泛的资本流动狂潮
- 最终导致疯狂的企业行为，竞相追逐廉价美元债务，为1997年亚洲金融危机的爆发创造了条件……
监管不力

从历史视角看基金组织对资本管制的态度：

对中国改革宏观审慎管理制度的启示

路风

作为本次重要的研讨会的最后一个讨论者，我发现，几乎所有具有理论和政策重要性的问题都已经或多或少地被各位令人尊敬的发言者谈到了，而我不得不在这种情况下发言。因此，我选择从历史的角度看基金组织对资本管制态度的转变。如果我们看一下历史时间跨度，本次研讨会的主题代表了对资本管制的第四波主流态度，而基金组织在界定和形成这波主流态度的共识方面发挥了非常关键的作用。回顾历史可以给我们有益的启示。

作为对“神圣的自由资本流动教条”的历史性抛弃，基金组织从一开始就允许“各成员国可以行使必要的管制，对国际资本流动进行规范”（见第四条第3款）。尽管20世纪50年代在基金组织内部存在辩论，但由基金组织执董会在1956年宣布的著名的“权威解释”给出了最终裁决：“各成员国能够以任何理由自由地通过资本流动管理政策……而无须基金组织的批准”。

1944年，作为倡导资本管制的主要学者凯恩斯勋爵在英国上院（上议院）说“曾经被认为是异端邪说的现在已被确立为正统”。但是这种正统并没有永远持续。20世纪70年代初，在旧的布雷顿森林体系在崩溃之后，基金组织对资本管制的态度从20世纪70年代末开始改变。在对《基金组织协定》的修正中，第四条中列入了一句“国际货币制度的根本宗旨是提供一个促进国与国之间货物、服务和资本的交换的框架”。

这个势头在20世纪80年代和90年代有所增强。根据基金组织独立评估办公室（IEO，2005年），在20世纪90年代基金组织开展的各种规划中，有18个规划对资本账户自由化提出了建议，但资本账户自由化从未被视为一项正式条件。与此同时，对资本账户自由化的批评已经成为国际学术界的主流意见。

最近几十年来，钟摆再次摆到了另一边。在亚洲金融危机之后，基金组织停止了对资本账户自由化的积极讨论。基金组织对资本账户的决定性态度转变发生在金融危机之后。在2009年2月题为“危机的初步教训”的早期报告中，基金组织承认，

缺乏金融监管“以确定风险集中和金融创新潮之后激励的缺陷”是危机的主要原因之一，这意味着有必要对资本账户进行重新检查。

从 2010 年 11 月到 2012 年 3 月，有四篇基金组织的执董会文章着重分析了资本账户问题，代表着基金组织态度的重大转变。目前的报告可被视为基金组织目前对该问题的理解和政策立场的系统性诠释。它确实是该领域观点转变的一个里程碑。该报告对资本账户持一个相当平衡的观点，承认资本流动的益处和风险。报告借鉴了在最近几十年里特别是国际金融危机爆发前的十年里所积累的广泛而丰富的关于资本流动的经验教训。报告将再次在抛弃旧共识塑造新共识方面发挥重要作用。

为什么有这个变化？对资本管制的态度转变背后有三个驱动力。第一，在现代信息技术和网络以及市场机制力量的推动下，短期资本流动的规模和速度前所未有、势不可挡，可能会严重破坏国民经济稳定。第二，正如基金组织 2009 年 2 月的报告所指出的，巨额短期不受管制的资本流动以各种复杂的金融衍生工具为主，它们在全球经济失衡和金融危机中发挥了至关重要的促进作用。第三，出于类似和不同的原因，主要国际货币的发行国所采取的超级宽松的货币政策已经导致并将继续造成热钱和流动性的泛滥。从不同程度上说，所有这些因素对当前的全球经济来说都是新的。

尽管目前的变化与历史上的古典金本位制和布雷顿森林体系的规则有点类似，但应当指出，当前关于资本管制的情况与过去有本质的区别。驱动力不一样。当今世界不会回到凯恩斯时代支撑资本管制的通用固定汇率机制了。中国的例子就很好地证明了目前的变化。虽然中国一直适当考虑已被证明是明智和审慎的资本管制，但中国现在正在安排新的改革，以进一步放宽汇率和利率政策，并进一步开放其资本账户。

被凯恩斯勋爵推崇为新“正统”的旧资本管制在文献中被解释为“嵌入型自由主义”（“imbedded liberalism”），这个术语由鲁格（Ruggies）教授提出。目前对资本流动的适当规模和范围的探究表明，需要经常研究“自由主义”原则所青睐的市场机制的运作应当适当地“嵌入”社会、体制和历史背景的必要性，一次研究不可能透彻。但是这背后的基本原理和可能的结果完全不同，我们可能自信地说，不能可能大规模返回凯恩斯时代的“嵌入型自由主义”。相反，我们需要一个适合当前 21 世纪全球经济时代的“新嵌入型自由主义”。

第五部分

结束语

何建雄

历史与展望

人民币可兑换的政策目标已有明确阐述，在过去近 20 年里不断重申。中国采取的是一种渐进式的方法，这是一种风险较小的方法，而且我们仍然在摸着石头过河。随着全球和国内形势发生变化，中国的政策制定者就进一步放开中国资本账户的新举措展开了讨论和辩论。展望未来，我们希望能走得更快一些。但回过头来看，我们取得的进展是显著的，而且在许多领域，进展速度还快于预期。

未来的方向

中国应继续推进资本账户放开。风险肯定是有的，但是，只要在相关领域，如在宏观审慎措施等方面取得进展，风险是可以控制的。各方面对未来的方向已经达成共识。问题是如何推动，先做什么，后做什么，以什么样的速度做。在改革的紧迫性方面尚未达成共识。

顺序

我们首先应弄清楚什么是资本账户放开。不同的人可能有不同的解释。有人把它理解为放开过程的完成点，有的人把它看作过程本身。如果排序过程只有完成点，那么资本账户放开可能应该最后发生。然而，对于政策制定者来说，更实际的做法是把资本账户放开作为一个过程，意味着应逐步放开资本账户，而不是等到完成其他改革，如放开利率之后。

放开资本账户的好处

在两方面达成了广泛共识。首先，对全球资源分配的好处一目了然。随着资本账户开放，一个国家可以在全球范围内分配国内资源。第二，它可以改善宏观经济政策框架，对于像中国这样一个庞大经济体，更是如此。

还有其他可能还尚未被充分认识到的好处。首先是对经济增长模式转型的贡献。资本账户放开有助于平衡投资和消费。第二个好处是对经济和金融稳定的贡献。如能管理好全球风险，就可以较好地保持稳定和减少扭曲。举例来说，在资本账户封闭的情况下，一些资本流动伪装成经常账户流动，因此更难以监控和管理。随着资本账户日益放开，金融机构管理风险的能力将提高，从而减少失衡的积累。更根本的是，资本账户放开是市场导向机构的一个非常重要的组成部分。

资本账户放开能否促进经济增长，此问题没有简单的答案。关于这一点，我认为证据参差不齐，有待继续讨论。

条件

我认为已基本具备放开资本账户的条件。有风险，但风险是可控的。第一，资本流量已经非常大。其次，进一步放开的动力不断增加，尤其是资本流出。第三，经济基本面也比较健全。第四，金融机构相对健康。它们的状况本应更好一些，但与过去相比，已经好了很多。第五，配套改革，如汇率制度改革已经走上正轨。第六，与三年前相比，有了更多的宏观审慎工具。最后，必要情况下，国际社会更愿意采用资本流动管理措施。

几点补充想法

首先，外部环境，例如，低利率，全球流动性充裕和潜在的资产价格泡沫，可能会增加风险和资本账户放开的任务复杂化。

其次，资本账户放开后可能出现资产在不同币种间的大规模重新分配，这可能会影响汇率、资本流动、出口和就业，不仅是中国，而且还有伙伴国家。我们应提高警惕，仔细考虑采取什么措施，避免发生无序调整。

最后，适当排序固然重要，但我不知道预先确定资本账户放开的路线图，包括确定改革时间表和顺序是否会有助益。

Nicholas Lardy

我想强调至少一位其他发言者在前面讲到的，即在更大程度上让市场决定存款利率是否是中国成功实现资本账户放开的先决条件。在过去十年里，人民银行成功提高了贷款基准利率的灵活性，但只是到去年才引入上行弹性，而且幅度相当有限。大部分银行将存款利率上调到新的浮动区间的上限，表明进一步扩大区间会导致利率提高。

此外，更多地让市场决定利率不仅将为进一步放开资本账户奠定基础，而且还有助于维持中国的经济增长。市场存款利率可以通过三个渠道促进经济增长。首先，较高的存款利率可以提高家庭收入，任何给定的储蓄率都会带来家庭消费需求增加。其次，存款利率提高可能会降低家庭储蓄率，当 2003 年年末平均实际存款利率转正为负后，家庭储蓄大幅度上升。第三，银行将资金成本提高的部分成本转嫁给借款人，帮助扭转 2003 年之后发生的实际贷款利率下降。贷款利率提高将导致资本密集程度较低的开发建设减少，在服务部门创造更多的就业，带来更高的家庭收入，因此增加私人消费开支。如果通过这三个通道，可以提高消费占 GDP 的比重，中国更有可能维持合理的快速增长。

从政策角度说，目前放开利率的理由比过去更多，因为放开存款利率的环境已有改善。人民银行存款基准利率与理财产品利率之间的差距似乎在最近几个季度下降，这表明进一步放开利率将导致存款利率适度，因此是可控的提高。在任何情况下，放开可以逐步进行，如通过定期上调基准存款利差来实现。其次，银行的流动性大幅度下降，从 2008 年 22.2% 的峰值下降到 2012 年底的 15.4%。流动性过剩正在迅速下降，这是成功实现利率市场化的重要先决条件。

资本流动管理：国际经验

国际货币基金组织和中国人民银行联合会议

2013年3月20日

中国北京

第五场会议：总结性圆桌会议

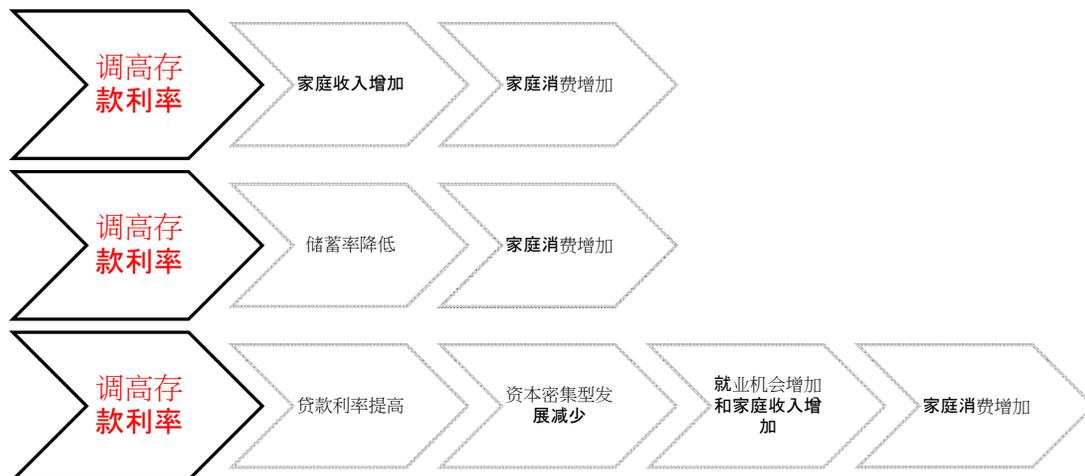
Nicholas R. Lardy

安东尼·M·所罗门高级研究员

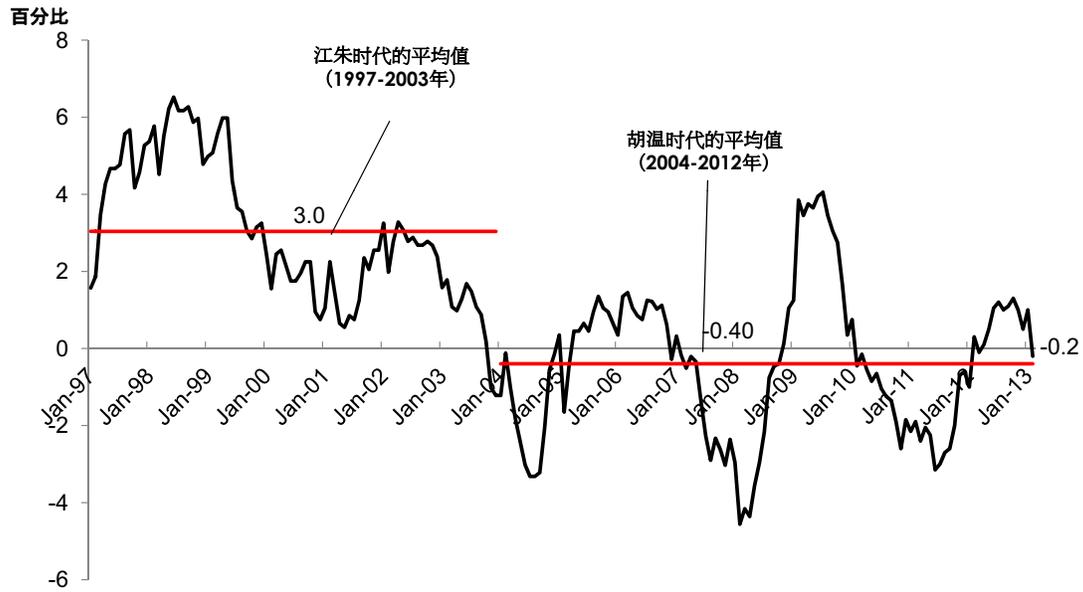
彼得森国际经济研究所

Nicholas R. Lardy

调高实际利率与家庭消费之间的联系



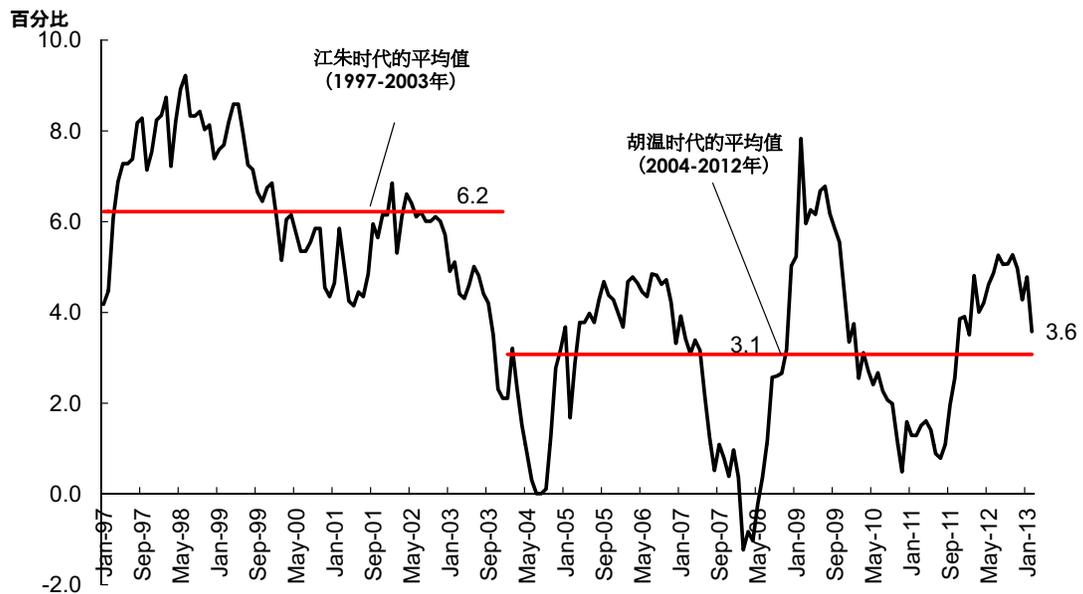
1997-2012年家庭一年期存款实际回报率



3

Nicholas R. Lardy

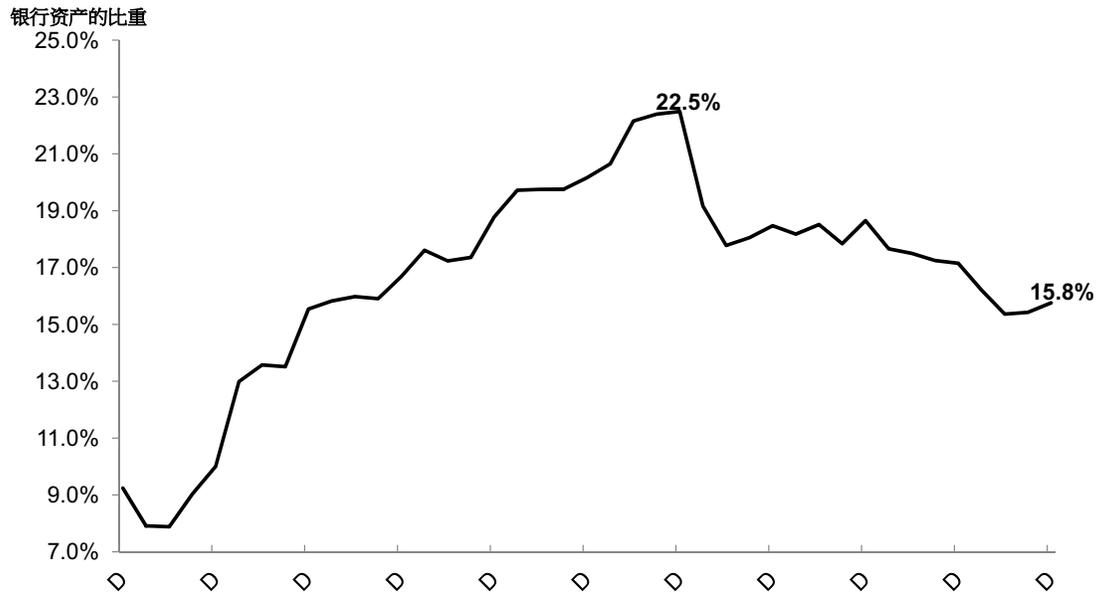
1997-2012年一年期贷款实际利率



4

Nicholas R. Lardy

2002-2012年中国各银行的流动资产比重



Joaquim Levy

放开资本账户是有益的，例如，可以促进股权市场的发展、降低成本、增加获得信贷的渠道，以及改善国内外的资金分配，但带来的相关福利好处难以衡量。通过促进金融部门发展，放开也会增加金融风险和影响均衡利率。

多数与会者一致认为，宏观经济平衡对于资本账户放开的成功至关重要：20 世纪 80 年代智利和以色列的经验及 90 年代瑞典就是因不具备条件而面临风险的例子。宏观平衡有助于限制因过度流入/流出和汇率波动产生的重大资本错位的风险。

足够的金融监管也是避免信贷失衡、汇率急剧波动和积聚过多短期对外负债（韩国，瑞典）的关键。

如不具备前两个因素，货币政策本身无力阻止风险的积累。它还可能面临目标相互竞争带来的挑战，例如，在资本强劲流动的情况下降低利率和汇率波动（土耳其）。

各方面认为，安排改革的顺序可能有助于降低过渡风险，此过程可以从放开与贸易有关的交易开始，之后放开经常账户，并在条件成熟时放开资本账户。然而，也有没有遵循传统顺序而成功放开资本账户的国家（如波兰）。

关于改革的详细路线图，一些与会者认为，以明确的方式公布总体目标（及其理由）比制定一个在变化的市场条件下不可行的按部就班计划更可行。建立信誉的最佳方式往往是采取一些行动，表明承诺和创造适当的势头。

有人支持逐步放开的“务实”做法（如巴西），即政府保持一些工具，以便应对全球形势出现的不寻常情况，例如，对资本流入实行加价或对银行及其他有大量对外风险暴露的机构征收资本费。在某些情况下，考虑到审慎因素等特定因素，改革步伐可能放慢（如南非，印度）。

放开的典型好处似乎适用于中国，考虑到国际储备存量以及国内外灵活/市场分配资本的优势，尤其如此。特别是，大规模扩大 RQFII 和 QDII 计划可能有助于加强目前的分配，可以是进一步放开过程的有效的第一步。

就中国在放开方面取得了多大进展、进一步放开的风险存在不同看法，因为各方面对中国金融机构的实力及目前对国有企业的激励看法各异。为推动放开过程，优先解决这些问题似乎是必要的，当然，不可能没有风险

Markus Rodlauer

不论从哪方面说，这次会议都很精彩。我要感谢大家，不仅仅是因为今天让我来到这里，还要感谢各位精彩的演讲和发人深省的讨论。

用几句话总结今天听到的广泛和深邃的见解有点难，我归纳出三个要点：

首先，要小心，但不要停下来。每个人都同意，而且我们所看到的各国经验也清楚表明，过早放开资本账户会造成意外和危机。因此，继续谨慎行事，逐步扩大跨境流动和授权机构的范围对中国有益。各方面还一致认为，应从外商直接投资、长期和不创造债务的流动开始，这与中国迄今采取的方法和基金组织提出的机构看法一致。中国体制的一个独特特点是依赖授权的特定机构交易已放开领域中的流量（尤其是投资组合），受总限额和分限额的限制，此方法允许密切监测和作出必要调整，今后可以继续推行。

同时，放开须继续下去，中国实现人民币完全可兑换的最终目标是适当的。除非继续推进放开，部分放开的市场将占上风，出现试图“绕过”过于僵化规则的现象，而且经验表明，限制措施本身抑制了市场参与者开发有效市场导向行为所需的技能。

- **第二，加快推进建立辅助条件的工作。**我认为，大家普遍认为需建立两个先决条件，一是深化资本市场，二是加强金融监管和监控。中国同事们强调在这些领域已经取得进展，而且认为需取得更多的进展。有两点尚未形成共识，而且讨论也不多：宏观经济条件和硬预算约束的作用。

就宏观经济条件而言，大多数与会人员认为中国的情况是健全的。但在这方面，还有更多的工作要做，基本的财政状况（包括准财政活动和债务）比广义政府运作数据显示的情况差；对外收支状况继续强劲，但是，随着资本账户放开，汇率体系需更加灵活，货币政策也需要适应金融市场放开的环境。目前的情况是，资本成本非常低，增长模式依靠严格监管的金融体系提供高水平投资

- 接下来是第三点，也是最后一点，我们今天讲得不多：**硬预算约束的作用。**随着中国的金融改革消除了传统的“支点”，如数量信贷控制、利率管理、资本控制和汇率支点，建立新的有效支点至关重要。当然，其中之一是有效的货币控制，这就是为什么中国人民银行一直以来在考虑和实施中国的货币政策框架改革，该框架主要基于价格信号（如政策利率）。同样重要的是，如其他转型经济体经验证明的，应确保对经济实体、借款人和投资者实行同样严格的预算约束。改革最危险的阶段往往是局部开放，企业、银行、投资者和借款人获得自由空间，但却只有部分改革的

激励结构和薄弱的预算约束，例如，存在广泛的显性或隐性担保。因此，在放开的同时严格预算约束、明确所有权，为各经济实体的决定和行为建立明确和透明的问责性至关重要。

作者简介



周小川博士，中国人民政治协商会议副主席，中国人民银行行长。

1948年1月，周博士出生于中国北京。1975年，毕业于北京化工学院，获得工程学学士学位。1985年，获得清华大学经济系统工程博士学位。

1986年12月至1989年12月，周博士任对外贸易经济合作部部长助理，1986年11月至1991年9月，还是国家经济体制改革委员会成员。1991年9月，担任中国银行副行长直至1995年10月，之后被任命为国家外汇管理局局长。1996年10月到1998年2月，担任中国人民银行副行长兼国家外汇管理局局长。之后，担任中国建设银行行长，直到2000年2月，他被任命为中国证券监督管理委员会主席。2002年12月，周博士回到中国人民银行，担任行长，并从2003年1月开始主持货币政策委员会的定期会议。

周博士是第一批有资格获得政府特殊津贴的知识分子之一，发表100余篇学术论文，著书10本以上。

~ oOo ~



李波先生于2004年加入中国人民银行，先在条法司工作，于2009年加入货政二司。加入央行之前，李先生在纽约的 Davis Polk & Wardwell 律师事务担任执业律师。李先生获得斯坦福大学经济学博士学位，以优等生成绩获得哈佛法学院法学博士学位。他是中国和纽约州律师协会委员。

~ oOo ~



何建雄先生从1991年开始工作于中国人民银行，先后担任国际司的副处长、处长、副司长和司长职务。在此期间，他曾任职于基金组织，1995-1997年担任执行董事顾问、2006-2009年担任中国副执行董事、2009年5月至2011年11月，任中国执行董事。

加入中国人民银行之前，何先生任中信贸易公司副经理，之前在对外经济贸易大学获得学士和硕士学位，并先后担任助教、讲师和国际商学系副系主任。2001年至2005年，他任中国国际经济关系学会副会长。何先生发表了许多关于国际金融和经济学的文章。



20 世纪 80 年代末和 90 年代初，**金中夏博士**在中国人民银行担任项目官员，这些项目是国内和国际金融机构融资的工业和农业项目。1996-97 年期间，他在华盛顿的世界银行担任顾问，2002-03 年，担任中国驻基金组织执行董事技术助理。2006-08 年，担任中国人民银行驻美国代表处首席代表，2008-11 年，担任中国人民银行国际司和货币政策司副司长。他参与促进亚洲区域金融合作的工作。他是 20 国集团、基金组织和国际清算银行成立的各工作小组的成员，领域涉及国际货币体系改革和全球流动性管理等。他现任中国人民银行研究所所长。他于 20 世纪 80 年代获得北京大学经济学学士和硕士学位，在亚行奖学金计划的资助下，1996 年获得美国夏威夷大学经济学博士学位。

~ oOo ~



自 1992 年以来，**管涛博士**一直任公务员，现任国家外汇管理局（SAFE）国际收支司司长。他一直致力于研究外汇管理、货币兑换和汇率政策的理论与实践。他是中国学术界的活跃学者。他获得澳大利亚国立大学硕士学位和北京师范大学博士学位。

~ oOo ~



祁斌先生现任中国证券监督管理委员会研究中心主任，该中心是证券监督管理委员会智囊团。任现职之前，祁先生任基金监管部副主任，监督中国资本市场上的共同基金和 QFII。祁先生于 2000 年加盟中国证监会，任策略与规划委员会成员。

2000 年加入中国证监会之前，祁先生任总部位于纽约的风险投资公司的合伙人。在此之前，祁先生曾在纽约和伦敦的高盛资产管理公司和法国巴黎银行资本市场集团工作。祁先生获得清华大学的经济学博士学位，芝加哥大学的工商管理硕士学位和罗切斯特大学生物物理学硕士学位。1991 年至 1992 年，祁先生任教清华大学教授物理学，他曾获清华大学的物理学学士学位。

2005 年，祁先生将“伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起”译成中文，在中国成为畅销书，之后重印了 45 多次。2007 年，祁先生带领中国证监会及世界银行团队起草了“中国资本市场发展报告”，开了此类报告的先河，它全面回顾了中国资本市场的历史，全面分析了市场挑战，以及今后几年（至 2020 年）的发展战略。该报告的中文和英文版见中国证监会网站（www.csrc.gov.cn）。

~ oOo ~

朱隽，中国人民银行国际司副司长。



朱隽女士于 1993 年加入中国人民银行，之后担任过各种职务。在行长办公室工作之后，朱女士于 1997 年加入国际部，先后在国际清算银行处研究处工作。2001 年，她担任研究处副处长，2006 任处长。2009 年，她被任命为国际司副司长。

1999 年 3 月至 10 月，借调工作于国际清算银行。2003 年 9 月，她重返国际清算银行，任经济学家工作，直到 2005 年 12 月。

1989 年，朱女士毕业于北京大学，获经济学学士学位，1993 年，获得北京大学经济学硕士学位。

~ oOo ~



白重恩，清华大学经济与管理学院副院长。2004 年，白教授加入清华大学，现任弗里曼讲席教授。他任清华大学经济学系系主任和国家财政研究所所长。他还是中国经济 50 人论坛成员，是布鲁金斯学会非常驻高级研究员。他曾获加州大学圣地亚哥分校和哈佛大学的数学和经济学博士学位。曾任教于波士顿大学和香港大学。白先生的研究领域包括经济体制、公共经济学、公司治理、发展和转轨经济学。他曾任《比较经济学》和《世界银行经济评论》编委。他的著作包括《技术和新经济》。

~ oOo ~

何帆，中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长。



何博士是中国最活跃的青年经济学家之一。他的研究领域包括中国的宏观经济、国际金融、国际政治经济学。他著有 10 本书，在专业经济学期刊发表了 100 多篇论文。在过去几年里，何先生研究了人民币汇率政策、中国的对外贸易和外国直接投资政策，以及金融体系改革等问题。他任财政部、商务部、人民银行、中国外交部的顾问，并深入参与许多政策讨论。他也是贝列吉欧中央银行家和学者集团（30 国集团）成员，任中国经济体制改革研究会其他投资方式研究中心的首席经济学家。

2005 年，他当选世界经济论坛的全球青年领袖，2006 年，当选亚洲协会的亚洲青年领袖，2007 年，被美中关系全国委员会选为青年领袖。

~ oOo ~



卢锋博士任北京大学国家发展研究院教授。1994 年，卢博士获得英国利兹大学博士学位，曾在哈佛大学、澳大利亚国立大学、英国发展研究所任研究员。他发表了大量关于中国放开宏观经济问题的文章，包括汇率政策、外部失衡、通货膨胀、资本回报率等，研究还包括中国的农业贸易和粮食安全等。他是英文报纸《中国经济日报》的创始编辑。

卢博士是中国的一些部委，包括卫生部、农业部、财政部、人力资本和社会保障部、中国人民银行等的专家团队成員，或为它们提供咨询服务。他现在是某团队的牵头人，就 20 集团峰会和其他国际问题为中国财政部相关部门提供咨询服务。

~ oOo ~



乔纳森·安德森是新兴顾问集团主席，该集团是设在中国的新兴市场宏观咨询服务公司，为全球基金管理和金融业提供服务。创立新兴顾问集团之前，乔纳森任瑞银投资银行全球新兴市场经济学家，他还曾任职于高盛和基金组织，在基金组织任职期间，曾担任驻中国和俄罗斯的首席代表。乔纳森获得哈佛大学经济学硕士和博士候选人资格，并能说一口流利的俄语和中文。



维韦克·阿罗拉现任基金组织战略、政策和检查部助理主任。其职责包括与资本流动和相关政策有关的问题。2006-2010年期间，阿罗拉先生任设在北京的基金组织驻中国首席代表。此期间的部分时间，他还负责管理基金组织香港特区分处。

阿罗拉先生从 1992 年加入基金组织，负责一系列国家的工作，包括美国、加拿大、南非、韩国和菲律宾。他发表一些研究论文，涉及经济增长、新兴市场金融、货币和财政政策和汇率制度。

阿罗拉先生获得美国布朗大学经济学博士学位和德里大学圣斯的文斯书院经济学学位（荣誉）。

~ oOo ~



史蒂夫·巴尼特现任基金组织亚洲及太平洋部的一位处长。在过去十年的大部分时间里，其工作覆盖亚洲，包括任基金组织驻亚洲和太平洋办公室助理主任，任基金组织驻中国和泰国首席代表。在 1997 年加入基金组织之前，他获得马里兰大学经济学博士学位。他获得斯坦福大学经济学学士学位，斯坦福大学俄语和东欧研究硕士学位。

~ oOo ~



蔡焕奎先生目前任韩国央行副行长兼经济研究所所长。2012年6月加入韩国央行前，他任职于基金组织（基金学院亚洲处，2000-2012年）。在基金学院工作期间，他教授世界各地政府官员一系列课程，包括宏观经济学、国际金融、财政和相关政策问题。他主导和/或协调基金学院的各种课程，包括金融规划和政策、宏观经济诊断、经济政策，金融稳定的经济政策、金融市场分析、宏观经济管理和金融部门问题/财政政策、货币政策和汇率政策协调。加入基金组织之前，他曾在韩国央行研究部工作（1987-1991年），在香港科技大学担任助理教授，教授各级课程，包括货币与银行及高级宏观经济学（1995-2000年）。其研究兴趣包括货币政策和金融市场，货币总需求和企业货币需求、汇率政策和财政政策问题、国际储备、金融周期、宏观经济政策和失业，以及全球金融市场问题。他在领先学术期刊，包括货币经济学杂志、国际经济学杂志、货币，

信贷和银行杂志、金融和定量分析杂志发表著作。他获得加州大学洛杉矶分校（UCLA）经济学博士学位。

~ oOo ~



2011年7月以来，**卡尼特·弗拉格**博士一直任以色列央行副行长。2010年，根据以色列的法律，并根据以色列银行行长的建议，她被任命为以色列副行长。

1980年，弗拉格博士获得希伯来大学硕士学位（优等生），1985年获得哥伦比亚大学经济学博士学位。

1984年，弗卢格博士加入基金组织，任经济学家。1988年，她回到以色列，加入以色列央行研究部，研究并发表论文，主题涉及宏观经济和劳动力市场，包括最低工资标准、吸收移民和贫困。1994-1996年，弗拉格博士在美洲开发银行任高级研究经济学家。1997年6月，重返以色列银行，她被任命为经济研究部副主任，2001年6月，她被任命为央行高级管理层成员和研究部主任。

弗拉格博士任职于一些公共和政府委员会，包括提高经济体竞争力的委员会，社会和经济变革委员会（称“Trajtenberg委员会”），国防预算委员会、确保国家保险长期财务稳定委员会、规划和战略委员会、研究提高妇女退休年龄委员会。

~ oOo ~



1998年以来，**彼得·加伯**一直在德意志银行（Deutsche Bank）全球市场研究部担任高级顾问。他一直在布朗大学、罗切斯特大学和弗吉尼亚大学担任经济学教授。他获得芝加哥大学经济学博士学位，获得普林斯顿大学文学学士学位。他是美联储、日本央行和基金组织的访问学者，英格兰银行Houblon/Norman研究员。他发表大量关于投机性冲击经济学、泡沫、金融危机、金融史、金融与银行业结构和复活的布雷顿森林体系的文章和书籍。他著有：《著名的第一泡沫》、《早期狂热的基本原理》、《泡沫》、《投机性攻击和机制转换》、《墨西哥-美国自由贸易协定》，以及《银行、流动性和货币经济学》。

~ oOo ~



巴勃罗·加西亚·席尔瓦先生是智利人，目前任在基金组织任执行董事，代表南锥体选区（阿根廷、玻利维亚、智利、巴拉圭、秘鲁、乌拉圭）。2010至2012年，他担任副执行董事，代表同一个选区。之前，他曾在智利中央银行担任过多个职位，包括首席经济学家和研究部主任（2007-2010年），金融政策部主任（2006-2007年），宏观经济预测和政策分析部经理（2000-2006年）。他曾以外聘专家身份参与基金组织对新兴经济体的技术援助代表团，内容涉及实施通货膨胀目标制。2008-2009年期间，他是资本流动CGFS / BIS工作组成员。1999年，加西亚-席尔瓦先生毕业于麻省理工学院，获得经济学博士学位。1993年，他获得智利天主教大学经济学学士和硕士学位。他发表了许多著作，内容涉及国际金融，特别是储备积累、汇率和资本流动问题，以及货币政策和宏观经济模型制定。

~ oOo ~



苏波·戈卡恩博士目前处于调动工作阶段，刚刚完成在印度储备银行担任副行长的任期，期间，他负责货币政策研究、金融市场、通信和存款保险制度，并在20国集团副手会议上代表印度储备银行。在2009年11月加入储备银行之前，他是标准普尔亚太区的首席经济学家（2007-09年），CRISI执行董事兼首席经济学家（2002-07年），新德里国家应用经济研究理事会（NCAER）首席经济学家（2000-2002年），孟买英迪拉甘地发展研究所（IGIDR）副教授（1991-2000年）。1989年，他获得美国Case Western Reserve大学经济学博士学位。1997年，他被授予富布赖特研究奖学金，在美国耶鲁大学的经济增长中心工作一个学术年。他为印度主要财经日报《商业标准》两周一次的专栏撰稿，在加入储备银行之前，他已经做了13年。除此之外，他定期参加行业协会、学术机构、政府机构和民间社会的其他活动。最近，他被任命为2013-14年度国家安全顾问委员会成员。

~ oOo ~



何东先生任香港金融管理局（金管局）助理总裁，主管研究部，并就维护宏观经济和金融市场稳定以及金融市场发展问题提供研究和政策建议。他亦是香港金融研究中心主任，负责该研究所的研究活动。

2004年8月加入金管局之前，何先生是基金组织工作人员（1998-2004年）和世界银行的工作人员（1993-1998年）。他在为成员国提供政策咨询、贷款谈判和技术援助方面有着丰富的经验。

何先生拥有剑桥大学经济学博士学位，发表了诸多有关香港、中国内地及其他新兴市场经济体宏观经济和金融市场问题的著作。

~ oOo ~



雷·约万诺维奇在过去25年里在亚洲，主要是香港工作和生活。在24年的职业生涯中，他一直在东方汇理资产管理公司工作，负责亚洲资产管理。在过去十年里，担任首席投资官。

他在2011年年底退休，以便把重点放在教育举措上，包括定期就亚洲专题在大学和研究生院提供客座讲座，包括美国和亚洲。

约万诺维奇先生被选为沃巴什学院理事会成员，并担任沃巴什亚洲研究计划的高级顾问。他被选为华盛顿福斯特大学全球商业咨询理事会和亚洲银行家计划的委员。

~ oOo ~



特拉雷·肯克任土耳其央行副行长，获得英国约克大学经济学博士学位。他曾在数所英国大学任不同工作，包括剑桥大学、伦敦大学伯克贝克学院、英国杜伦大学和英国伦敦帝国学院。在2009年4月加入土耳其共中央银行，成为董事会成员之前，他在布拉德福德大学管理学院任金融学教授。2011年4月，被任命为副行长。

~ oOo ~



1954年1月19日，**Ryszard Kokoszczyński**先生出生于华沙，他在华沙完成小学和中学教育。1973-77年，他在华沙大学经济科学研究所学习经济学和统计学，并获得硕士学位。1977年以来，Kokoszczyński先生在统计与经济计量系教授经济学（自2005年起担任教授职务）。研究领域包括宏观经济和金融建模、

货币经济学和货币银行体系。在大学生涯中，通过参加马耳他工会联合会统计和研究部的学生实习、学习考察访问和学术会议，以及在基尔世界经济研究所（德国）的一年期实习，他扩展了学术教育，并在其他领域取得经验。

1987年，Kokoszcyński 开始工作，最初在波兰国家银行的研究专家团队兼职。他在银行任不同职务，目前任经济研究所副主任（负责研究）。他还是欧洲联盟理事会经济和财政委员会的候补委员。

他的专业经历包括主持 Powszechny Bank Gospodarczy 监事会的工作（1991-97年）、任华沙证券交易所成员（1992-97年）和 PKO BP 银行成员（2002 – 2005年），参加世界银行和瑞士国民银行的培训，并借调到法兰克福的德累斯登银行总行工作。

Kokoszcyński 在波兰和国外发表了 90 多部学术出版物，领域涉及宏观经济、货币政策、银行业和金融计量经济学。他是经济期刊编委的成员，是“波兰经济学研究”一书（彼得·朗出版）编辑。



尼古拉斯·拉迪是彼得森国际经济研究所安东尼·所罗门高级研究员。他在 2003 年 3 月离开布鲁金斯学会后加入该研究所。加入布鲁金斯学会之前，1991 至 1995 年，他在华盛顿大学工作，担任亨利·杰克逊国际研究学院主任。1997 年到 2000 年春天，他在耶鲁大学管理学院国际贸易与金融系担任弗雷德里克·弗兰克教授。

拉迪近来的著作包括：全球金融危机后维持中国的经济增长（2012 年），中国未来的汇率政策（2009 年），讨论中国的汇率政策（2008 年），后两本著作与是莫里斯·戈尔茨坦合写的。他以前的著作包括：中国融入全球经济（2002 年）、中国未完成的经济革命（1998 年），世界经济中的中国（1994 年），1978 年至 1990 年期间的中国对外贸易与经济改革（1992 年），中国现代经济发展中的农业（1983 年），以及中国的经济增长与分布（1978 年）。

拉迪是外交关系理事会的成员，是中国季刊“中国评论”和当代中国期刊编辑委员会的成员。

1968 年，他获得美国威斯康星大学的学士学位，1975 年从密歇根大学获得经济学博士学位。

~ oOo ~



李一衡博士任基金组织驻华代表处首席代表。

1989 年，李先生于加入基金组织（IMF）经济学家计划，曾在不同部门工作，曾分管各种经济体，包括日本、泰国、马来西亚、菲律宾和越南。来中国之前，他曾在亚洲及太平洋部工作，任菲律宾代表团团长。

李先生从伦敦经济学院获得经济学学士，从英国华威大学获得经济学博士学位。他曾在华威大学和河内国立经济大学讲授经济学。

~ oOo ~



若阿金·比埃拉·费雷拉利维任 Bradesco 资产管理公司（BRAM）的首席执行官。若阿金毕业于 Naval Architecture，获得 Fundação Getúlio Vargas 经济学硕士学位（1987 年）和芝加哥大学经济学博

资本流动管理：国际经验

士学位（1993 年）。1984 年，他在 Flumar S/A Navegação 工程系工作，讲授 Fundação Getúlio Vargas MSc 规划，之后在 1992 年加入基金组织。1999 年之前，他在西半球部、西欧部和研究部担任多个职位。1999 年到 2000 年，他在欧洲央行任访问经济学家，在资本市场和金融战略部工作。2000 年，他被任命为巴西财政部经济政策局副局长，2001 年成为巴西规划、预算和管理部的首席经济学家。2003 年 1 月，任财政部秘书长，直到 2006 年 3 月。2006 年 4 月，他成为美洲开发银行执行副总裁，主管财务和行政。在 2007 年 1 月，他被任命为里约热内卢州的财政部厅长，2010 年 5 月离任，当时里约热内卢成功成为 2016 年奥运会主办城市，并获得投资级信贷评级。2010 年 6 月，加入 BRAM。

~ oOo ~



马骏任德意志银行董事总经理、大中华区首席经济学家，中国/香港德意志银行战略部主管。2000 年加入德意志银行之前，马骏在 1992-2000 年期间在基金组织和世界银行任经济学家和高级经济学家。1988-1990 年，马骏在中国国务院发展研究中心经济研究所任研究员。他出版了八本书和几百篇关于中国经济、全球经济和金融市场的文章。马骏经常受政府机构邀请，参与政策讨论。他的主要研究领域包括宏观经济预测、货币和汇率政策、人民币国际化和资本账户自由化、金融市场发展以及结构性改革。

马骏经常被各类投资者调查评为相关研究领域中的顶级人物。最近的荣誉包括在过去四年连续（2009-2012 年）被机构投资者评为亚洲最佳经济学家和最佳中国分析师，被亚洲金融评为“最佳中国银行家之一”（2012 年），被亚洲货币、汤森路透和搜狐财经等评为中国经济学与战略研究领域的许多最佳头衔。

马骏于 1994 年获得美国乔治敦大学经济学博士学位，1988 年获得复旦大学管理科学的硕士学位。

马骏是中国金融四十人论坛的成员和主任、博源基金会学术委员会委员、国际金融论坛学术委员会成员、上海新国际财经学院学术委员会成员、香港中国金融协会副会长、海外华人全中国联合会青年委员会成员，并在复旦大学任兼职教授。



伊斯梅尔·摩摩尼特是在国家财政部税务和金融部门政策处负责人。该处负责就金融业监管框架改革提出建议，包括转向采用双峰模式。该处还负责税收政策和立法。

摩摩尼特首先在金山大学任数学讲师。他是联合民主阵线的组织者，后来在非国大经济政策部工作。他从伦敦经济学院获得硕士学位和金山大学硕士学位（数学）。

摩摩尼特于 1995 年加入财政部，一直是预算过程现代化团队的一部分。他最初担任负责省级和地方政府财政的主管。他一直推动起草重要公共财政治理立法，如公共财政管理法和市财政管理法。

~ oOo ~



帕帕·恩迪亚耶任基金组织中国处副处长职务。在此之前，恩迪亚耶先生在基金组织分管日本和马来西亚工作。他曾求学索邦大学，学习宏观经济学和计量经济学，在 Dauphine 大学为本科学生讲授宏观经济学。恩迪亚耶先生曾发表许多出版物，内容涉及货币政策、资产价格、宏观审慎政策、财政政策和中国经济增长再平衡。

~ oOo ~



拉尔斯·尼伯格是瑞典央行前副行长。在漫长的央行家和投资银行家的职业生涯中，他曾任 Handelsbanken 副行长，Föreningsbanken 副执行总裁，以及 Swedbank 的首席财务官。他在银行法规、监督和重组领域拥有丰富经验。作为一位央行家，尼伯格在欧洲和全球起多重作用。

~ oOo ~



弗兰齐斯卡·奥萨齐 Ohnsorge 是政策制定与检查部的高级经济学家。在欧元区危机之前和期间，他负责研究先进经济体（德国，比利时，奥地利，瑞士）和新兴市场体（俄罗斯，以色列，立陶宛）。最近，她在欧洲重建和发展银行首席经济学家办公室任宏观经济学部的负责人。



埃斯瓦尔·普拉萨德是康奈尔大学贸易政策拉尼资深教授，布鲁金斯学会国际经济学新世纪主席，国家经济研究局副研究员。他曾担任基金组织中国处处长。他与人合作撰写和编辑了大量书籍和专著，题目涉及国际资本流动、金融监管、中国和印度。普拉萨德的最新著作是《新兴市场：全球经济动荡之中的韧性和增长》（与 Ayhan Kose 合著）。2012 年 2 月，布鲁金斯学会发表了他的报告“人民币在全球货币体系中的作用”（与叶磊合著）。普拉萨德在参议院财政委员会、众院金融服务委员会以及美中国经济与安全检查委员会作证。他为印度财政部部长咨询委员会提供咨询，担任 DFID LSE 印度增长研究计划的学术牵头人。他是布鲁金斯-金融时报世界指数（TIGER：全球经济复苏跟踪指数）的创始人。

~ oOo ~

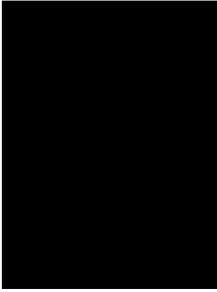


马克斯·罗德劳尔任基金组织亚洲及太平洋部副主任。他担任中华民国人民第 2012 年第四条磋商代表团团长。他以前的工作职责包括西半球部副主任、亚太部助理主任，基金组织驻波兰和菲律宾首席代表。在加入基金组织之前，Rodlauer 博士曾在奥地利外交部工作。他的学术训练包括获得经济和国际关系各种学位和因斯布鲁克大学的法学博士。

~ oOo ~



拉特纳·萨海（战略，规划和协调）任基金组织货币与资本市场部副主任。她负责制定该部门的战略重点、确定政策立场，确保质量控制和协调部门的工作和资源管理。去年，她领导确定金融监督战略的工作。她曾在亚洲、欧洲、中东、西半球部工作，担任新兴市场国家代表团团长。她对研究部和财政部的关键分析和政策倡议作出贡献。她还曾担任斯坦利·费希尔（副总裁）和迈克尔·穆萨和肯尼斯·罗格夫（均为基金组织经济顾问）的顾问。她已倡议西半球部的区域监测，协调基金组织范围对低收入国家的研究，牵头国际筹集资金努力，以清理利比里亚的债务拖欠和提供债务减免。她在顶尖期刊上发表许多著作，内容涉及金融市场的溢出效应和金融危机、经济增长、财政政策和债务可持续性和转型经济体。她曾任教于德里大学，获得纽约大学经济学博士学位。



沈联涛（Andrew Sheng）是全球金融界知名的亚洲前央行家和金融监管者，且是全球金融事务的评论员。作为总裁，沈联涛负责机构的业务，并在学术委员会的支持和建议下，推动机构的研究议程和新思潮。

他还是中国银行业监督管理委员会首席顾问，马来西亚 Khazanah Nasional Berhad 的董事会成员。此外，他还担任中国投资有限责任公司国际咨询委员会、中国国家开发银行、上海作为国际金融中心咨询委员会、柏林自由大学理事会咨询委员会的成员。他还是一位兼职教授，任教于清华大学经济管理研究生院，北京大学和吉隆坡马来亚大学。

2009 年，他成为 Universiti Tun Abdul Razak 副校监。1998 至 2005 年，安德鲁担任香港证券及期货事务监察委员会主席，之前，在香港金融管理局和马来西亚中央银行任高级职务。1989 至 1993 年，在世界银行工作，2003 年到 2005 年，他主持国际证券事务监察委员会组织（IOSCO）技术委员会。

他发表大量有关货币、经济和金融问题的著作。他最近的著作题为“从亚洲危机到全球金融危机：一位亚洲金融监管者对 20 世纪 90 年代和 21 世纪不受约束金融的看法”。他还是中国和亚洲地区主要经济杂志和报纸的定期撰稿人。他是特许会计师，曾获得里斯托尔大学经济学学士学位和和荣誉博士学位。

~ oOo ~



穆尔塔扎·赛义德任基金组织驻中国代表处副代表。

2004 年，赛义德穆尔塔扎通过基金组织的经济学家计划加入基金组织。他先后在财政事务部和亚太部工作。

赛义德先生先前致力于研究许多亚洲经济体，包括日本、韩国、香港特区和老挝。他还参与基金组织对亚洲地区的监督和对多米尼克的贷款规划。他的研究领域包括贸易、投资、不平等，财政可持续性和金融溢出影响。

赛义德先生获得牛津大学（纳菲尔德学院）的经济学博士学位。加入基金组织前，穆尔塔扎担任伦敦财政研究所（IFS）的研究经济学家，任联合国开发计划署资助的设在伊斯兰堡的人类发展中心（HDC）的高级政策分析师，并在牛津大学任教。