

中国资本项目自由化政策 及其对经济增长的影响分析

严安冬

(南加州大学 经济学院 美国 洛杉矶 90007)

摘要: 研究了中国以往一段时期的资本项目自由化政策,并对其是否带来经济增长进行了实证分析。研究发现:一方面,金融管制逐渐放宽的趋势在一定时期内对一国或地区经济增长有正向的积极影响;另一方面,金融开放会降低一国或地区资本成本而提升投资增长率,并且资本项目逐步自由化的过程有助于股票市场的发展。最后提出中国政府应明确改革目标、坚守战略定力、系统规划路径、健全风险监控体系,以循序渐进地推进人民币资本项目自由化及实现人民币国际化。

关键词: 资本项目自由化; 股票市场; 金融开放; 宏观经济

中图分类号: F831.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2018)01-0069-08

一、引言

一个国家的股市自由化可能会降低该国权益资本的成本,同时会伴随着两个现象:一是该国股票指数会上涨,二是在股市开放后,该国的实体投资会增加^[1]。从政策制定者的角度来看,以上两个经济结果是很具有吸引力的,因为从理论上讲,更多的实体投资会使得经济产出的均衡更高。而在实际经济中,股票价格指数上涨通常被认为是经济繁荣的表现。然而,开放股票市场虽具有许多益处,但在经过近四十年改革开放并取得举世瞩目成就的当下,中国政府还没有完全解除对资本项目的管制。事实上,根据国际货币基金组织的《交易所安排及交易限制年报》(AERARE)以及许多衡量金融开放程度的指标(如 Chinn-Ito),目前中国仍是世界上资本管制最严格的国家之一。虽然有研究认为:中国政府正计划在2020年之前取消所有的资本管制^[2]。但值得探讨的是:为什么在过去一段时间内中国政府不愿意彻底地实行资本项目自由化政策?应该如何识别实现资本项目自由化可能导致的潜在结果?

本文试图建立资本项目自由化与经济增长之间的联系,分析资本项目自由化对经济增长的影响。在分析资本项目自由化的影响时,本文首先采用经典经济理论进行资本项目自由化的指标构建。采用 Chen and Qian^[3]的研究来衡量中国资本项目管制的力度,发现中国经济增长与金融开放性呈正相关关系。但是,随着假设条件及背景变量的变化,该相关性的显著程度也不尽相同。与此同时,本文也检验了该正相关性是由资本项目逐步开放带来的投资热潮所导致的。

二、文献综述

目前,学界对资本项目自由化及其影响有了一定的研究。在分析资本项目开放是否对经济增长

收稿日期:2017-11-01;修回日期:2017-12-20

基金项目:国家社会科学基金青年项目(15CJY077);江苏省高校哲学社会科学基金项目(2015SJB136)

作者简介:严安冬(1995—),男,上海人,美国南加州大学经济学院研究生,研究方向为发展经济学和微观经济学理论。

有影响之前,我们有必要了解资本项目自由化是通过怎样的途径引发投资热潮,以及资本项目开放对经济增长的影响机制。如果以股票市场自由化代指资本项目自由化,并设定一个国家的权益资本成本由股权溢价和无风险利率组成,据此, Henry^[1]研究了11个新兴资本市场的样本,发现股票市场自由化会导致私营部门的投资热潮。随后,采取类似的以国家为样本的数据, Henry^[4]在控制了许多其他经济因素之后,研究发现:样本国家的股票市场平均月回报率达到了3.3%的异常水平。在其他文献中,如 Han and Singal^[5], Patro and Wald^[6]都得出了类似的结果。相关研究得出的传导机制表现在以下几个方面:首先,股票市场自由化将增加一个国家的净资本流入,提高资本市场内的供给,从而降低无风险利率;其次,在这个过程中,帮助分担了该国内外所有投资者的风险,因此降低了股权溢价;最后,资本净流入将增加市场流动性,同时也会降低股本溢价。综合以上的多种影响,一国的资本成本将下降,短期内将会增加投资增长率,直到资本的边际产出下降至与新的资本成本在同一水平。同时,用来评估股本的贴现率也因无风险回报率和股本溢价的下降而下降,因此,在股票市场开放后将伴随着一个更高的股票重估以及投资增长率的增加。而这个过程无论是在理论还是现实中,都有充分的实证研究。上述结论与新古典经济学的基本结论一致。因为根据新古典经济学模型,资本项目自由化将带来更高的分配有效性,资本从发达国家流动到发展中国家,从而减小实行资本项目自由化国家的资本成本。从长期来看,由于投资成本降低,更多的投资项目将变得有利可图,而更多的投资增长将推动经济增长。

然而,其他相关的实证研究(如 Rodrik^[7], Eichengreen^[8], Edison *et al.*^[9], Prasad *et al.*^[10])则发现:资本项目自由化对投资增长、经济增长并没有影响,与影响福利的经济变量也没有联系。他们认为,资本项目自由化最多只能对经济增长产生效果不明显的影响。Prasad *et al.*^[10]在资本项目自由化的研究综述中也得出结论:在对大量研究工作的客观总结后,并没有发现强有力并且一致的证据表明金融全球化本身会带来更高的经济增长。

上述两个截然相反的观点带来了一个问题:在现实世界中,资本完全自由流通是不现实的,通常还有许多其他因素的限制,那么资本项目开放所带来的理论上的投资增长是否真实存在呢?

虽然现有文献结果并不能一致肯定资本项目自由化对国家投资增长的正向效应,但 Henry^[11]研究认为:新古典主义经济模型预测增长率仅会在短期内增长,而不是永久性地增长,而之前的文献中所做的横截面回归分析只能解释各国长期增长率差异的永久性影响。换句话说,对永久性增长效应的实证检验,并不能排除资本项目自由化发生后会短暂影响投资增长的可能性。对此,本文试图创新性地解决这个方面研究的不足。具体来讲:(1)结合并使用法律上和事实上的观测数据,更精准地测量了中国资本项目自由化的程度;(2)运用多变量回归分析的计量方法,其中包括对模型稳健性的检验,使该研究实证分析结果的可信度更高;(3)通过对资本项目自由化是否引发投资增长的研究,分析了其促进经济增长的路径,证实了是投资热潮带动了经济增长。

三、中国资本项目开放程度的现状

20世纪80年代末至90年代初,许多新兴市场国家开始了本国金融市场的开放进程。在此期间,亚洲的发展中国家吸引了全球近一半的资金流入。许多东南亚国家保持了高利率,以吸引外国投资者,并获得大量资金流入,导致资产价格大幅上涨。随着外商投资热潮的到来,这些国家的GDP增长率高达8~12%。此后,中国在没有实现资本项目自由化的情况下,经济依然出现了惊人的高增长率。到2015年5月,中国股市价值超过了10万亿美元,达到世界市值的四分之一左右;与庞大的经济体形成对比的是,合格境外机构投资者计划(QFII)和人民币合格境外机构投资者计划(RQFII)等几项政策只能缓解对中国国内股市外商投资的限制,而不能完成资本市场的完全自由化。

虽然2002年11月5日中国监管机构发布了合格境外机构投资者计划(QFII),但在事实上,中国的股票市场基本是与全球资本市场隔绝开的(唯一的特例是B股市场仅供外国投资者,且只有24家公司上市)。虽然这已经是中国实行的最重要的股票市场自由化政策,但QFII并没有完全放开外资参与中国股市,因为目前的QFII配额仅为100亿美元,不到中国股市市值的2%。中国的股票市场仍

然是与世界金融市场隔绝开的,而政府显然拥有更多的金融自由化政策可以实施,以全面开放股市,但中国的资本流出目前仍然受到限制。据现行的外汇管理规定,中国公民如果想要用人民币兑换美元,每年只有5万美元的限额。而值得关注的是,尽管没有充分参与到全球资本交易中,中国仍拥有庞大的股票市场。因此,从经济学的角度来分析中国政府为何对资本流入和流出实行严格政策是非常有意义的。

中国政府为什么要实行资本监管呢?作者认为主要有以下3方面因素影响了政策制定者:(1)如果政府不严格控制流入和流出的资本,境外投资可能会给中国经济带来巨大的冲击波,从而影响经济环境的稳定;(2)政府如果允许大量外资流入,将导致人民币升值,使国际贸易环境恶化;(3)如果市场对经济增长的预期下降,本国资本可能会大量外流,这将引发比货币升值更危险的资金外逃。根据蒙代尔不可能三角原理的陈述,政府必须牺牲资本流动性,以确保稳定的汇率和独立的货币政策。回望历史,许多国家由于仓促的金融开放以及国内金融监管机构的不健全,从而爆发了严重的金融危机。表1列出了20世纪80—90年代发生的金融危机情况。

由表1可知:第一,大多数国家在资本项目自由化之后的5年时间内经历了金融危机。对此,通过调查1980年至1998年21个国家的金融危机发生的频率,Eichengreen and Bordo^[12]认为:资本项目自由化在全球普及的时期内,金融危机更为频繁。而通过选取1975年至1997年间的160个货币危机作为样本,Glick and Hutchison^[13]对资本项目自由化与汇率不稳定性之间的实证关系进行了分析,认为资本限制较为严格的国家更容易受到汇率波动的影响。虽然相关实证研究并没有明确表明资本项目自由化和金融危机之间的因果关系,但此前其他国家的经验教训警示着理论界和决策机构,金融开放并不是经济增长的灵丹妙药,金融开放存在着较大的不可靠性。第二,经济的大幅波动有可能阻碍了中国的资本自由化进程。譬如在2015年,有研究认为:在中国股市开始新一轮繁荣时,将会出现更大程度的自由化^[14]。然而在2015年6月,中国股市大幅下滑,指数从最高时的超过5000点下跌至近一半。巨大的波动阻碍了金融决策机构进一步推行资本自由化政策,决策部门的工作重点开始定位为稳定股市。2008—2009年的全球金融危机期间,中国也发生了类似

表1 20世纪80—90年代历次金融危机情况

国家(发生金融危机的年份)	短期资本流动	长期资本流动	开放后5年内是否发生危机
马来西亚(1985)	开放	开放	否
菲律宾(1981)	关闭	开放	否
泰国(1997)	开放	开放	是
南非(1985)	关闭	开放	否
土耳其(1985)	开放	关闭	否
土耳其(1991)	开放	开放	是
美国(1980)	开放	开放	否
加拿大(1983)	开放	开放	否
日本(1992)	开放	开放	否
法国(1991)	开放	开放	是
意大利(1990)	开放	开放	是
澳大利亚(1989)	开放	开放	是
新西兰(1989)	开放	开放	是
巴西(1994)	关闭	关闭	—
印度尼西亚(1992)	开放	开放	否
韩国(20世纪80年代中期)	关闭	开放	是
土耳其(1994)	开放	开放	是
斯里兰卡(20世纪90年代中期)	关闭	开放	是

资料来源:1998年世界银行的《金融发展报告》;“—”表示数据不可得。

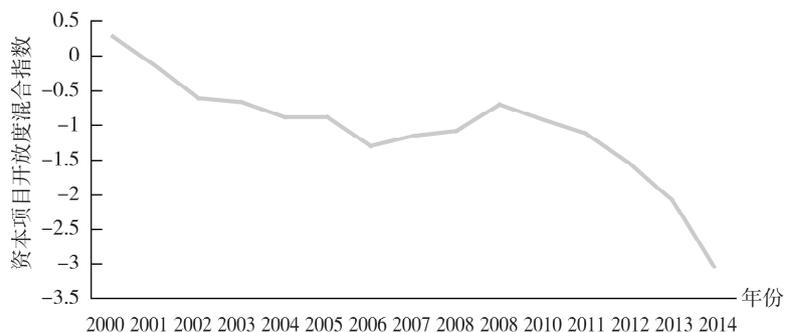


图1 资本项目开放度混合指数

的情景。对于中国对资本项目的控制力度,最新的一项研究衡量了这一方面的历史变化特征。如图1所示。由图可知:纵坐标上值越大,意味着对资本交易监管越强。在2000—2014年期间,中国的资本项目逐渐开放。然而,2008—2009年全球经济危机爆发之际,却呈现相反趋势。指数的变动部分证明政府在危机爆发时会加强资本交易管控,以维持经济稳定。

第三,资本项目自由化对经济增长带来的正面影响有多大,目前的研究结论是不确定的。Chen *et al.*^[15]发现,QFII在提高股票指数定价方面表现不佳。这是因为:中国股市指数和QFII政策颁布之后的唯一显著的负相关结果,是在事件发生20天之后才发现的。文献综述中提到的许多其他研究也显示,在对国家基本经济指标、商业周期和许多相关因素进行控制后,资本项目开放对经济增长的影响依然是值得商榷的。结论的不一致性会使得金融部门的决策者对当前资本市场的深度开放缺乏信心。

四、中国资本项目自由化对经济增长影响的分析

(一) 重点问题

在以往文献中,研究者通常从国际货币基金组织的《交易所安排及交易限制年报》(AERARE)中获取信息。尽管《交易所安排及交易限制年报》覆盖了全球大部分国家的资本项目开发相关的信息,但该年报对于一个国家的资本转移的限制只提供了有限的信息。这些信息通常只以“是”或“否”作为是否存在某类管制的回答。当许多研究者简单的从这样的信息中得到二进制的信息时,对于中国资本项目开放程度的测量指标将变得十分模糊。举例来说,在Chinn-Ito指标中,中国资本项目的开放程度分数自1993年以来就维持在了一个很低的水平并未改变。而在另一项研究中,Fernández *et al.*^[16]构建了一个衡量资本流动限制的指数。他们利用该指数观察中国的资本开放问题,在所有有数据的年份内,仅仅在一个很小的范围内有一个极小的波动。但是,Kruger and Gurnain^[17]却指出,中国的资本流入及流出总额,是随着GDP长期增长而增长的。这意味着中国实际发生的跨境资本流动规模的增长,是远远大于多项衡量资本流动限制的指数所指出的微小的波动。

由此可见,无论是在法律上和还是在事实上,中国资本项目开放程度的观测数据并不统一。这是因为:(1)中国对于政策的实施通常采取循序渐进的方式,有时甚至会出于稳定因素的考量撤销或收紧某些已实施的政策。(2)每一个小的资本管制的放松政策都记录在了交易所安排及交易限制年报中,但却无法在年报的总结表格中改变对中国资本管制评价的得分。这样造成的结果是:那些只从交易所安排及交易限制年报的总结表格中获取信息指数的做法,无法准确反映中国的金融开放程度。值得注意的是,由于这一指数与实际情况的不符,对构建一个新的且准确的衡量工具提出了更高要求。

(二) 解决方案及数据来源

为了解决衡量中国资本项目开放程度的难题,并助力中国资本项目开放方向的新研究,Chen and Qian^[3]构建了一项新的指数。这项指数着眼于交易所安排及交易限制年报内的、中国资本管制的具体政策。为了描述资本管制的力度,他们在对资本流通加强管制的每一项政策实施后,对现存分数加上1分,反之亦然。他们还通过计算子类别的资产价值在中国资本项目总资产价值中的比例,来计算每一项资本管制子类别在总得分中应占有的权重。最后,他们计算了加权调整后的、可反映中国自1999年以来的资本管制力度的指数。通过上述方式,这个新的混合指数分别从法律政策上以及实际情况的数据中获取信息,从而更准确地描述了一个新实施的政策对中国整体资本项目开放程度的影响。本文使用这个混合指数作为描述中国资本项目开放程度的指标,进一步展开实证分析。

(三) 实证分析

根据前述的指数设计,本文进行如下的实证分析。由于本文仅着重讨论资本项目开放对于中国经济的影响,在此没有必要使用最小二乘法(OLS)以外的统计方法去研究经济增长与资本项目开发间的关系。在此,OLS模型可以表示为:

$$\ln(y) = \alpha + \beta \times Capital + \chi + \varepsilon \quad (1)$$

式中 y 代表 GDP; $Capital$ 代表了资本项目开放程度, 并使用前面介绍的混合指数来衡量; χ 代表了其他基本面因素的向量, 包括了投资、劳动力、研发投入以及贸易。所有的基本面数据都来自于世界银行数据库且对通货膨胀进行了调整。为了增强结果的稳健性, 模型中采用了一个虚拟变量来记录 2007—2008 年的经济危机。式中, 参数 β 体现了资本项目开放程度对经济增长的影响。当资本项目自由化提高经济增长率时 β 应为负值, 因为资本项目的进一步开放在混合指数中体现为分数的减小。

表 2 展示了对 $\ln(gdp)$ 进行基于 $\ln(invest)$ 、 $\ln(trade)$ 、 $\ln(R\&D)$ 、 $\ln(labor)$ 和 hka 回归的结果。也就是中国资本项目开放程度混合指数的回归分析的结果。 hka 的系数展示了一项资本管制宽松政策, 在对该政策影响的子部门占整个中国资本流通的重要性加权调整后, 其对中国的 GDP 增长率有 0.03% 的贡献, 且该影响十分显著。 $\ln(trade)$ 和 $\ln(R\&D)$ 的系数得到了预计中的正值, 且分别有 5% 和 1% 的显著水平。投资水平 $\ln(invest)$ 的系数并不显著, 劳动力水平 $\ln(labor)$ 的系数为负值是反常的。

表 3 中的结果与模型的预测相符, hka 与其他经济变量之间呈负相关性。相关变量在进行回归分析之前也是高度相关的。

表 4 则包含了对于经济危机的虚拟变量, 结果显示, 资本管制变量对于经济增长的影响依旧显著且其影响效果几乎没有变化。

最后, 对于投资及劳动力变量超出预期的一种解释是: 该模型对于所使用的样本发生了“过拟合”, 尤其在只有 15 个观察样本, 同时有 5 或 6 个独立变量的情况下。较小的样本加剧了具有高度内生性的变量之间的多重共线性问题, 因而它们的系数及显著度在检验单一变量对于经济的影响方面意义不大。

本文进一步对资本项目开放与经济发展的相关性进行了稳健性分析。在回归分析时, 本文使用 hka 作为独立变量, 并与另一项相关变量一同对经济增长进行回归分析, 以此来检验此前分析结论的稳健性。结果如表 5 所示。

表 2 经济增长与相关变量、资本项目开放程度混合指数的回归分析结果

独立变量	回归参数	标准误差	t 值	P 值
$\ln(invest)$	0.170 6	0.232 0	0.74	0.481
$\ln(trade)$	0.039 7**	0.013 7	2.9	0.017
$\ln(R\&D)$	0.775 9***	0.228 2	3.4	0.008
$\ln(labor)$	-8.832 2***	1.312 3	-6.73	0.000
hka	-0.033 9**	0.014 7	-2.31	0.046
constant	181.199 4***	26.665 2	6.8	0.000

注: **、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上统计显著。

表 3 资本项目开放程度混合指数与相关变量的线性关系

	$\ln(invest)$	$\ln(trade)$	$\ln(R\&D)$	$\ln(labor)$	hka
$\ln(invest)$	1.000 0				
$\ln(trade)$	0.883 0	1.000 0			
$\ln(R\&D)$	0.994 4	0.899 1	1.000 0		
$\ln(labor)$	0.678 5	0.746 1	0.750 3	1.000 0	
hka	-0.624 8	-0.634 4	-0.681 6	-0.839 3	1.000 0

表 4 包含经济危机虚拟变量后的回归分析结果

独立变量	回归参数	标准误差	t 值	P 值
$\ln(invest)$	0.233 0	0.140 4	1.66	0.135
$\ln(trade)$	0.009 4	0.011 0	0.85	0.418
$\ln(R\&D)$	0.751 8***	0.137 4	5.47	0.001
$\ln(labor)$	-8.809 2***	0.789 3	-11.16	0
hka	-0.032 1***	0.008 8	-3.63	0.007
$crisis$	0.065 5***	0.015 9	4.11	0.003
constant	180.386 4***	16.038 6	11.25	0

表 5 稳健性分析结果

独立变量	相关变量: $\ln(GDP)$				
hka	-0.702 5**	-0.714 2**	-0.072 1	-0.272 9	-0.029 91**
$crisis$	包括				包括
$trade$	包括				包括
$labor$	包括				包括
$R\&D$	包括				包括
$invest$	包括				包括

注 “包括” 指该变量被加入在回归分析中。

由表 5 可知: hka 的系数始终保持为负值,但其绝对值随解释变量的变化而发生变化。当贸易或劳动力变量加入回归中时,其显著性消失。由于本文没有将研发及投资变量列入表中,因为它们对 GDP 的解释力相对其他相关变量过高(R^2 接近 1),因而必然使回归分析产生偏差。而从表 5 中的结果可以看出:资本项目自由化对于经济增长的回归系数总是为负,这说明资本项目自由化对经济增长是有提高的,虽然其显著性并不是在每一个回归分析中都存在。

(四) 资本项目自由化与投资增长的实证分析

在对资本项目自由化与经济增长的关系分析后,本文试图探索金融市场的开放是通过何种渠道对经济产生影响的,具体的作用机制是什么?基于“资本成本降低”的理论存在一个隐含的假设:一个国家的无风险利率在股市开放后应当下降。但是,如果国内居民资金外流远远大于资本流入,或者当资本项目未开放时的无风险利率已经低于世界市场的利率时,这种假设可能就会发生改变。然而,这种观点对于中国股票市场的自由化是适用的。因为中国货币市场的无风险利率与其他主要国家货币市场相比较,中国利率相对处于一个较高的水平,所以资本成本高于世界市场水平。因此,只要中国政府坚持对资本外流实施监管和对股票市场自由化保持开放态度,经济理论所推测的投资增长率将在一定时间内增加,从而可能推高人均国内生产总值。

为分析这一传导机制的可行性,本文再次使用 OLS 模型对投资增长率和资本项目开放程度混合指数的关系进行回归分析。分析结果表明:混合指数每上涨一个单位,可以显著地提高 8% 的投资增长率。然而,由于有些变量存在多重共线性的问题,将所有基本面变量纳入资本项目自由化对投资增长率的回归分析是不恰当的,因为相关性在这种情况下可能无法显现。因此,本文在研究经济增长的同时,关注了股市的重估。在重估中使用的是月度数据,而不是此前所做实证分析中使用的年度汇总数据。本文首先对中国股市指数的月度数据进行综述,数据的基本特征如下表所示。

表 6 展示了所用股市指数的基本数据特征。月度与年度混合指数的唯一不同在于,本文使用了一年内 12 个月数据的平均值,计算得出混合指数的年度汇总数据。而中国股票指数则是从圣路易斯联邦储备银行网站引用的中国所有股份总股价指数。

表 6 中国股市指数数据综述

变量	样本量	平均数	最大值	最小值
股市指数	180	0.784 0	2.037	0.368

表 7 和表 8 展示了中国股票指数与混合指数的回归分析的结果。从表 7 可以看出一项资本管制宽松政策平均可使股票指数显著上涨 0.06。然而,如表 8 所示,当将混合指数和其滞后区间的差值作为衡量其对中国股票市场影响的独立变量时,尽管结果呈负相关性,但其显著性消失了。产生这一结果的原因可能是:(1) 中国政府有很强大的意愿去维持股市的稳定。根据这一假设,中国政府有可能在股市低迷时对资本实施宽松政策,而在股市过热时对资本实施紧缩的管制政策。由于政府如此特意地选择政策颁布的时机,资本项目自由化对股市仍有显著影响,故由具体政策带来的混合指数变动可能在短期内对股市指数没有大的影响。(2) 本文只能得到 2014 年之前的混合指数数据,数据样本并没有涵盖到 2015 年下半年中国 A 股的牛市。而指标数据显示,中国的资本项目在当时正处于逐步自由化的趋势中。如果数据可以涵盖 2015 年的牛市,其结果可以更好地反映金融开放与股市表现之间的相关性。总之,根据表 6~8 中的系列结果可知:资本项目开放确实改善了股票市场表现;在这个过程中,由于贴现率的降低,股权资产得到了重新的估值。或者说,资本项目自由化可能会降低资本的成本,从而使投资增加,并使投资项目获得更多的净现金流。

表 7 股市指数与混合指数的回归分析

股市指数	回归系数	标准误差	T 值	P 值
hka	-0.061 1**	0.029 7	-2.05	0.042
$constant$	0.719 7***	0.038 7	18.59	0.000

表 8 股市指数与混合指数差分项的回归分析

股市指数差分项	回归系数	标准误差	t 值	P 值
hka 差分项	-0.050 5	0.046 8	-1.08	0.282
hka 前期	-0.004 3	0.006 6	-0.65	0.514
$constant$	-0.002 4	0.008 2	-0.30	0.764

五、结论

基于中国特定的经济发展环境,本文分析了资本项目自由化是否会带来经济的增长。为了准确描述资本项目自由化的程度,本文采用了来自一项近期研究成果的混合指数,并整理了中国资本交易的基础资料,结合法律政策和实际发生的数据,进行了详细的实证分析。据此讨论资本项目自由化与投资增长之间的相关关系。研究发现:(1)虽然暂时没有证据证实资本项目自由化对经济增长有显著且长期的影响,但实证分析表明金融管制逐渐开放的趋势对一国或地区一定时期内的经济增长是有促进作用的。(2)对于资本项目自由化是否会带来投资热潮的长期、持久性的结果,目前还没有确定性的结论,但资本项目自由化对于投资增长的研究仍然是有意义的。(3)一国或地区金融开放会降低资本成本而提升投资增长率,并且资本项目逐步自由化有助于股票市场的发展。

鉴于此,中国在当前贯彻健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,深化利率和汇率市场化改革的背景下,一方面,应正视资本项目自由化对于经济增长的正向作用,采用更稳健、宽泛的指数衡量资本项目自由化,并对不同指数进行对比研究具有重要意义;另一方面,中国政府应在健全金融监管体系,守住不发生系统金融风险的底线的前提下,明确改革目标、坚守战略定力、系统规划路径、健全风险监控体系,循序渐进地推进人民币资本项目自由化及实现人民币国际化。

参考文献:

- [1]HENRY P B. Do stock market liberalizations cause investment booms? [J]. *Journal of financial economics*, 2000, 58 (1): 301-34.
- [2]BLOOMBERG. China plans 2020 deadline for dismantling capital controls [EB/OL]. 2005-10-23. <http://www.funinusa.net/thread-125550-1-1.html>.
- [3]CHEN J, QIAN X. Measuring On-Going changes in China's capital controls: a de jure and a hybrid index data set [J]. *China economic review*, 2016, 38(4): 167-182.
- [4]HENRY P B. Stock market liberalization, economic reform and emerging market equity prices [J]. *The journal of finance*, 2000, 55(2): 529-564.
- [5]HAN K E, SINGAL V. Stock market openings: experience of emerging economies [J]. *The journal of business*, 2000, 73 (1): 25-66.
- [6]PATRO D K, WALD J K. Firm characteristics and the impact of emerging market liberalizations [J]. *Journal of banking & finance*, 2005, 29(7): 1671-695.
- [7]RODRIK D. Who needs capital-account convertibility? [J]. *Essays in international finance*, 1998: 55-65.
- [8]ARTETA C, EICHENGREEN B, WYPLOSZ C. When does capital account liberalization help more than it hurts? [R]. US: National Bureau of Economic Research, 2001.
- [9]EDISON H J, LEVINE R, RICCI L, et al. International financial integration and economic growth [J]. *Journal of international money and finance*, 2002, 21(6): 749-776.
- [10]PRASAD M E, ROGOFF M K, KOSE M M A, et al. Effects on financial globalization on developing countries: some empirical evidence [M]. Washington: International Monetary Fund, 2004.
- [11]HENRY P B. Capital account liberalization: theory, evidence and speculation [J]. *Journal of economic literature*, 2007, 45(4): 887-935.
- [12]EICHENGREEN B, BORDO M D. Crises now and then: what lessons from the last era of financial globalization [R]. US: National Bureau of Economic Research, 2002.
- [13]GLICK R, HUTCHISON M. Capital controls and exchange rate instability in developing economies [J]. *Journal of international money and finance*, 2005, 24(3): 387-412.
- [14]秦大炜. 中国金融业对外开放需要新长征 [N]. *第一财经日报*, 2015-03-17.

- [15] CHEN C D , CHEN C C , CHENG C M. Impacts of the stock market liberalization in China: evidence from the foreign institutional investor scheme [J]. SSRN electronic journal , 2012.
- [16] FERNÁNDEZ A , KLEIN M W , REBUCCI A , et al. Capital control measures: a new dataset [J]. IMF economic review , 2016 , 64(3) : 548-574.
- [17] KRUGER M , PASRICHA G. What to expect when China liberalizes its capital account [R]. Canada: Bank of Canada , 2016.

(责任编辑:王顺善;英文校对:王 慧)

China's capital account liberalization policy and its impact on economic growth

YAN Andong

(School of Economics , University of Southern California , United States , Los Angeles , 90007)

Abstract: This paper analyzes whether capital account liberalization could cause economy growth in the specific context of China. Due to the gradual style in implementing policies , it is more complicated to measure China's financial openness situation. To measure the intensity of capital account liberalization , a newly invented hybrid index is adopted which incorporates both de jure and de facto measurements based on information from IMF's AERARE and China's capital transaction composition. Depending on the hybrid index and theoretical models developed in the previous literature , the empirical analysis on the capital account liberalization author is conducted as well as investment growth. It is found unclear whether capital account liberalization has a significant effect on economy growth , but the direction of such an effect should be positive for the economy. Due to lack of a broad database , my conclusion on capital account liberalization could cause investment boom is limited; on the other hand , it shows the capital account opening process contributes to a better stock market performance , which suggests financial openness could decrease the cost of capital and increase investment growth.

Key words: capital account liberalization; stock market; financial openness; macroeconomics