

资本账户开放与经济增长:文献综述^{*}

王锦慧 蓝发钦

摘要: 经济理论认为,资本账户开放可提高资源配置的效率、提供更多的避险机会,有助于推动经济发展。但各国在实施资本账户开放政策后所带来的效果却大相径庭,国际上对资本账户开放与经济增长的关系问题的认识历经“华盛顿共识”到“华盛顿分歧”再到“华盛顿新的共识”的反复争论,涌现了大量研究成果。通过对这些研究成果的分析,找出其中的成功与不足,可为我国资本账户开放与经济增长相互关系的研究提供有益的帮助。

关键词: 资本账户开放 经济增长 文献综述

自20世纪80年代以来,经济发达的工业化国家都相继开放了本国的资本账户,对本国的经济增长起到了显著的推动作用。发展中国家纷纷效仿经济发达国家开放资本账户促进本国经济发展,但各国实行这一政策所带来的效果却不尽相同。因此在资本账户开放增长效应这一问题上,理论与实务界历经“华盛顿共识”到“华盛顿分歧”再到“华盛顿新的共识”三个阶段,这也反映了国际间对资本账户开放与经济增长关系问题的研究争论。纵观资本账户开放与经济增长的文献,有关理论研究主要包括以下三方面:一是资本账户整体开放与经济增长的关系;二是具体国家资本账户开放与该国内经济增长的关系;三是资本账户子账户(尤其是两个主要子账户直接投资账户与证券投资账户开放)与经济增长的关系。

一、资本账户整体开放与经济增长的关系

(一) 促进论

1. 资本账户开放促进所有国家的经济增长

Quinn(1997)是最早持有该理论的学者之一。他建立了一个包括一系列经济增长指标和用来衡量一国资本账户开放程度的Quinn指标回归模型,分析了58个国家1960-1989年间的的数据,证明资本账户的开放程度对这些国家人均实际国内生产总值(GDP)的增长有显著影响。但Quinn证明的资本账户开放对经济增长的显著影响可能也反映了资本账户与经常账户限制放松之间的相互关系,而并非资

本账户开放单边的作用结果。O'Donnell(2001)用国际货币基金组织(IMF)定性方法和金融自由化定量方法检验了资本账户开放的影响,也发现资本账户开放有助于推动经济增长。Klein和Olivei(2000)对1986-1995年82个经济发达国家及发展中国家资本账户开放的指标与金融深化指标作了回归分析,证明了资本账户开放对人均GDP增长有显著推动作用。他们的研究与其他经济学家研究的不同之处在于他们更着重于资本账户开放对于金融发展的作用,进而再研究金融发展对经济增长的影响。但这一研究成果似乎与样本中包含经济合作与发展组织(OECD)国家有关,因为在包含有20个OECD国家的样本中资本账户开放对金融深化有显著影响;而对于不包含20个OECD国家的样本资本账户开放对金融深化没有显著影响;而且对于18个拉丁美洲国家样本资本账户开放对金融深化也没有显著影响。

2. 资本账户开放只对工业化国家经济增长有促进作用

Edwards(2001)研究证明资本账户开放对工业化国家及富裕的新兴市场国家的经济增长有促进作用,而对于低收入水平国家的经济增长有阻碍作用。Arteta, Eichengreen和Wyplosz(2001)也认为资本账户开放对中高收入国家的有利影响比低收入国家要多,而且他们发现资本账户开放对经济增长的不同影响还取决于该国的宏观经济稳定状况。Bailliu(2000)证明了资本账户开放可通过促进金融发展来

* 本文系上海市哲学社会科学规划课题。

刺激经济增长。他检验了 Edwards 的该项研究结果,并解释了 Edwards 得出如此显著结果而其他的经济学家却没有得出显著结果的原因:其他人的研究中所使用的 Quinn 的指标可能不能有效反映 1973 - 1998 年的资本账户开放程度,但 Quinn 的指标却能有效反映 Edwards 所研究期间的资本账户开放程度。

3. 资本账户开放只对中等收入国家经济增长有促进作用

Klein (2003) 最新的研究采用基准收入与资本账户开放指标(包括 Arteta, Eichengreen 和 Wyplosz 的研究中使用的特殊指标)的二次式的相互关系模型和政府品质(这一指标与收入紧密相关)与资本账户开放指标二次式的相互关系模型,得出的结论是:资本账户开放促进中等收入国家的经济增长,但对高收入和低收入国家的经济增长无显著促进作用。

4. 促进论的发展

以上从资本账户整体开放角度研究其对经济增长的促进作用,在此基础上,越来越多的学者开始研究资本项目开放促进经济发展的路径。早期关于经济增长路径或动力的实证研究主要在新古典或内生增长理论框架下强调物质积累、人力资本积累、技术进步等对长期增长的推动作用,因而有学者将这一增长理论运用于分析资本账户开放与经济增长的关系。这些研究包括 Ramey 用产出的波动与增长负相关理论解释 1980 年代中期以来日益深化的国际贸易与金融一体化,结果表明 1990 年代增长与波动的负相关性仍然存在,但开放度越高的国家面对的增长与波动的负相关越小,进而有利于该国的经济增长。Kui - Wai Li 和 Tung Liu 使用金融投资四种不同资源(政府拨款、国家银行贷款、自筹资金、外资投入)作为独立变量研究私人投资对产出增加的影响。结果表明,自筹资金的外资的投入对产出增长有正的影响。

随着金融理论和新制度经济学的发展,众多学者从金融发展和制度方面研究资本账户开放与经济增长的关系。如 Michael Devereux, Ben Lockwood 和 Michael Redoano 认为在其他条件不变的情况下,随着资本账户开放、金融自由化的深入,国家间税收战略合作增加,公司所得税的水平会随着资本账户、外汇管制的放松而降低,推进该国的经济增长。Carlos Arteta, Barry Eichengreen 和 Charly Wyplosz (2001) 指出,在允许其他开放因素变化影响存在的条件下,更多证据表明资本项目自由化与经济增长相关;但资本项目自由化对金融深化变化无影响,它影响法律的变化。Cem Karacadag, V. Sundararajan 和 Jennifer Elliott 研究

得出资本项目开放可以推进国内机构和市场的改革,支持当地金融市场的增长。Gourinchas 和 Jeanne (2002, 2004) 分析金融开放通过改善某些方面的制度质量而促进经济增长的作用。

(二) 不确定论

1. 资本账户开放对经济增长的影响不确定

Grilli 和 Milesi - Ferretti (1995) 对 1966 - 1989 年间 61 个样本国家在 5 个非重叠的 5 年子期限内的人均收入增长率、资本账户管制指标、经常账户控制测度指标、多重汇率安排、基准收入、政治状况等变量作了回归分析,拒绝了资本账户开放推动经济增长的假设。Rodrik (1998) 选取包括 100 个国家从 1975 - 1989 年的数据的样本(既有经济发达国家也有发展中国家),也没有发现资本账户开放对经济增长有显著地推动作用。Eichengreen (2001) 认为 Rodrik 与 Quinn 的研究存在如此大差异的原因是 Quinn 的样本中包含的发展中国家数据比 Rodrik 的少,Quinn 的研究中反映 1980 年代“失去十年”的数据也比 Rodrik 的少,而且二者采用的衡量资本账户开放程度的指标也不同。Kraay (1998) 采用包括 Share、Quinn 的指标(变动范围从 0 到 4)和基于实际资本净流量的资本开放程度指标分析了 1985 - 1997 年各国资本账户开放与经济增长的关系,发现以 Share、Quinn 的资本账户开放指标进行回归的结果是资本账户开放与经济增长无显著的相关性,但当这些指标与金融账户平均余额(取自国际收支平衡表)相互作用后资本账户开放程度与经济增长却有显著的相关性。Edison 等(2002)采用计量定量分析方法(以前主要是定性研究)发现金融一体化不能加速经济增长,但他们发现国际金融一体化的确有助于提高实际人均 GDP,推进教育、银行、股票市场的发展,维护一国的贸易秩序和政府一体化(在政府腐败水平低的条件下)。

Woochan Kim 认为在其他因素受到控制的条件下,如果资本账户开放是内生的,最保守的计算显示资本账户开放可以使政府预算赤字减少 GDP 的 2.275%。而且资本账户开放降低政府预算赤字的效应在实行固定汇率制度及中央银行独立性弱的国家里更加显著。这一研究结果推翻了高的政府赤字对资本账户开放有负面影响的观点,但政府预算赤字的降低对一国经济增长的影响则视该国经济的发展状况而定,具有不确定性。

2. 资本账户开放对微观经济主体的影响不确定

Luc Laeven 通过分析 13 个发展中国家的大量数据,发现金融自由化对小公司来说可以减轻它们的

财务约束,有利于它们的发展;而对大公司来说,金融自由化反而加重了它们的财务约束,因为金融自由化会取消许多特殊的保护政策,而这些政策通常都是有利于大规模的公司的。因此,金融自由化最终是否能推动该国企业整体的发展仍具有不确定性。

Francisco L. Rivera - Batiz 建立了一个包括腐败因素的内生性增长一般均衡模型,由于腐败可以分享创新带来的利润,降低了资本报酬率,也降低了技术革新的速度。因此,在这个模型中金融自由化对经济增长的影响既是正向的也是反向的。当腐败水平高得使自由化前的国内资本报酬率低于世界其他国家水平,由于自由化会带来资本流出,这将抑制创新、降低技术改革的速度,阻碍产出的增长。另一方面,如果腐败足够小,资本项目自由化将促进该国技术的进步及增长。

3. 资本账户开放政策对经济增长的影响时效不确定

这一理论认为资本账户开放带来的暂时的、纯粹的资本转移仅有小的短期增长效应,并可能导致经常项目永久的恶化;只有当生产转移对短期增长有显著影响时,它才会永久性地改善主要经济变量包括经常项目(Santanu Chatterjee, Georgios Sakoulis and Stephen J. Turnovsky)。Barry Eichengreen 和 David Leblang 认为以前对自由化与经济增长关系的研究之所以没有明确的结论是因为它们错误地考虑了危机对增长的影响以及管制限制产出的有效性。他们把这些因素考虑在内进行研究,认为资本项目自由化对增长的影响是暂时的,而且随一国具体经济情况不同而不同。

因此,Prasad, Rogoff, Wei 和 Kose 在追踪了 14 篇实证文献后指出,“对到目前为止研究的文献的客观阅读显示,对金融全球化在实质上导致更高的经济增长这一理论观点缺乏强有力的和一致地支持。”Edison, Levine, Ricci 和 Slok (2002) 对以往研究总结后指出,“现有的文献所提供的有关资本账户自由化增长效应的证据是含混的”。总的来看,自由化在统计上显著地促进了高收入国家的经济增长,但对发展中国家并不显著。

(三) 促退论

另有一些学者认为资本账户开放不利于经济增长。Krugman (1993) 指出,资本账户开放不利于发展中国家的经济长期增长,国际金融一体化并不是经济发展的发动机。

1. 资本账户开放导致巨额资本流动不利于经济增长

这一理论是资本账户整体开放不利于经济增长的主要观点之一。如 Ho - Don Yan 实证研究表明在发展中国家资本项目决定经常项目,而在经济发达国家却是经常项目决定资本项目。因而发展中国家资本流动更易于造成经常项目的失衡,而且在发展中国家金融市场发展尚不成熟的条件下,外资可能流入不恰当的领域,造成资本的错配,进而不利于经济增长。George Alessandria 和 Jun Qian 认为,在道德风险有限封闭的经济中,金融机构的中介作用明显。但资本项目自由化后,与其他的融资形式相比金融机构的作用减弱,这将导致资金流向不受监管、净现金流量为负的项目,引起福利的下降。因此资本项目的开放要建立在比封闭经济中还要健全完善的监管之下。Yong Jin Kim 和 Jong - Wha Lee 认为,资本市场自由化伴随的是巨额的资本流入和流出,加大了危机发生的可能性和危机发生的规模,进而阻碍经济增长甚至造成经济发展的倒退。

2. 资本账户开放导致金融体系脆弱不利于经济增长

Gerard Caprio, Patric Honoman 和 Joseph Stiglitz 研究了 30 个国家在金融自由化过程中利率变化对经济的影响,结果表明金融自由化与金融脆弱性之间有显著的相关性。而且金融自由化短期效果有时可能是灾难性的,完全自由化是不恰当的。特别是对发展中国家来说,适当的管制比完全自由化要好。因此,完全资本开放至少在短期内对发展中国家的经济增长不利。Eduardo Levy Yeyati 认为,资本项目自由化促使低风险经济发达国家的银行更多地将国内借得的低利率的资金贷放给新兴市场国家的高风险高回报的项目获利(尽管这些项目要求的期望回报率较低)。这样外国银行就侵蚀贷款国国内银行的垄断利润,这反过来给借款国家的银行的盈利水平带来负面影响,增加银行系统的脆弱性。正是这种国际银行贷款的激增导致了东南亚金融危机。

3. 资本账户整体开放不利于经济增长的其他原因

Bill B. Francis, Iftexhar Hasan 和 Delory M. Hunter 检验了发展中国家货币市场与金融市场自由化程度之间的相互关系。以前这方面的研究集中在权益市场而忽略货币市场。但事实上货币市场对金融自由化是否成功也起着很重要的作用。他们发现在新兴市场中 UIRP (uncovered interest rate parity) 偏离是普遍现象(拉丁美洲国家随着自由化深入与 UIRP 的偏离越来越大),而且货币危机会增加新兴市场的分割程度。

Giorgio Belletini 和 Carlotta Berri Ceroni 使用内生

增长模型研究了产权保护程度不同的国家的增长与资本管制放松的福利效应。当产权保护程度低时,资本管制的放松能在短期内带来经济增长,但在长期内这种推动作用会逐渐减小。放松资本项目管制对实行自由化的当代人有益,而对下代造成损失。

Chanda(2001)研究表明,资本账户开放对不同国家的影响不同,是因为各国民族和语言统一水平不同及利益集团不同所致。对于民族和语言统一水平高的国家资本账户开放更有利于提高资源利用效率及经济增长水平。

由于理论界对资本账户开放促进经济增长还存在大量的争论,因而有学者进一步研究了资本账户开放促进经济增长的前提条件。Ben Schneider 和 Hans Pitlik 认为,资本账户开放是必然而不是选择。经济自由化的程度提高及政策的稳定性增强,有利于推动经济增长。但经济自由化意味着原来政策的改变,而且在一国长期自由化进程中以市场为导向的改革经常会出现暂时的反转现象。因此,在开放过程中应该有步骤有次序地开放,有限制的资本开放有助于隔离由资本大规模流动而引起的宏观经济不稳定,降低危机发生的可能性。他们认为,尽管一国在长期内经济是更加自由的,但自由化道路变动性越大对增长的负作用越大,因此自由化道路越平稳,增长就越好。

二、不同国家资本账户开放与经济增长的关系

近年来随着对资本账户与经济增长二者关系研究的深入,理论界已不满足于仅从总体上对所有国家二者之间的关系进行研究,因此许多学者从具体国家个案出发研究二者的相互关系。

Luis A. Kasekende 对乌干达资本账户开放的研究表明,国内储蓄不足、资金短缺的发展中国家资本账户开放的主要收益在于:能够通过开放资本账户来引进国外私人资本以提高投资率,能平滑消费、分散风险(尤其对乌干达这样外汇收入明显随季节变动的国家更是如此)。事实证明乌干达在资本账户开放过程中,并没有发生人们所担心的大量短期资金流入的状况。因此总的说来乌干达的资本账户开放政策对经济增长有推动作用。

Jang C. Jin 检验了朝鲜 1953 - 1999 年开放与经济增长二者的相关性,检验结果表明二者呈显著的正相关,但近几年来这种关系日趋弱化,可能是近几年进口不再像以前直接依赖出口增长的缘故。

James Crotty 和 Kang - Kook Lee 认为韩国在 1997 年之前和之后所采取的自由化政策对经济都造成了损害,他们对韩国用新自由经济模式代替原有的政

府导向、银行为基础的经济模式的做法能否给韩国带来福利提出质疑。

Basudeb Guha - Khasnobis 和 Saumitra N. Bhaduri 研究印度在金融自由化条件下金融机构资源配置功能的效果。结果表明,在金融自由化的最初几年间向更有效的部门流动的资本并没有增加,因此整个经济的投资分配效率并没有提高;而且在 1991 年宣布金融自由化之后的几年间,中小储蓄者的资金使印度股票市场的可用资金剧增,但由于印度的公司对资金的运用缺乏远见导致剧增的资金并没有带来相应的固定资产投资的增加。因此可以得出如下结论,投入资金的分配效率并没有提高,而只是坏的投资的开始。因此金融自由化对印度经济的增长并没有推动作用。

Firat demir 研究了土耳其“失去的十年”间的经济表现,分析了公共部门及国内银行在金融危机复苏中所起的作用以及外债与资本外逃之间的关系后,得出外债和资本外逃存在双向的关系。这也正是引起土耳其经济危机的关键。即由于金融自由化导致的外债过快增长加上资本外逃的催化作用使土耳其经济在“失去的十年”间出现停滞甚至是倒退。

三、资本账户子账户开放与经济增长的关系

(一)直接投资账户开放与经济增长的关系

尽管国内外经济界对外国直接投资(FDI)与经济增长两者的关系还没有一个一致的结论,但随着近几年发展经济学的发展,支持 FDI 有利于经济增长的学者越来越多。他们强调 FDI 可促进技术进步、提高效率和生产率进而推动经济的发展。

1. 有益说

在实证研究中,学者们发现了许多 FDI 有利于经济增长的证据。如对于经济发达国家而言,经济发达国家国内企业的生产率与外国公司的进入有关;对于发展中国家而言,外资企业越多东道国的生产率越高,如 FDI 在墨西哥(Kokko and Zejan, 1994; Blomstrom, 1996)、乌拉圭(Blomstrom, 1996; Kokko and Zejan 1994)、印度尼西亚都有利于经济增长。De Mello(1996)选取了拉丁美洲国家的样本并证明 FDI 与经济增长正相关。Kevin Honglin Zhang 使用中国 1984 - 1998 年的数据进行实证研究,结果表明 FDI 有助于中国经济的转型、增加收入。这种正向的影响似乎随时间而增强,而且对沿海地区的影响比内陆地区的影响大。Jean - Claude Berthelemy 和 Sylvie Demurger 的模型则强调了外国技术转移对经济增长的影响,并说明经济增长反过来会影响外资的流入。他们用 1985 - 1996 年中国 24 个省的数据实证证明 FDI 对推动中

国各省经济增长的重要作用,并且说明 FDI 对未来经济增长的重要作用。Dees(1998)也发现 FDI 对中国经济的增长有很强的解释力。

2. 不利说

Ana Balcao Reis 认为虽然 FDI 看起来可推动经济增长,但由于资本收益转移到国外,FDI 可能降低社会总体福利,因此从长期来看 FDI 不利于经济的增长。Anthony Bende - Nabende 研究了 1970 - 1996 年东南亚国家的经济,结果表明 FDI 刺激经济增长,特别是通过人力资源、做中学的效应对经济发生影响,但 FDI 流入对最不发达的国家有负面影响。Usha Nair - Reichert 对 24 个发展中国家研究后认为投资(包括国外国内投资)与经济增长之间仅存在偶然的联系。国内投资似乎与经济增长有较强的暂时的相关性,但不是未来经济增长的决定因素。Rodrik(1999)也对 FDI 能够刺激当地企业发展进而推动东道国经济增长提出了质疑,他认为国内出口企业生产效率高并不一定是外资企业推动的,在出口部门的国内企业生产率比在其他部门的国内企业高是因为他们要面对国际竞争。Aitken 和 Harrison(1991)对委内瑞拉的研究却没有发现 FDI 与经济增长有显著相关性。Harrison(1996)研究发现摩洛哥和委内瑞拉的合资企业的生产率水平要比国内企业高,尽管没有证据表明外资企业对国内企业有推动作用。但他指出在短期内 FDI 可能通过强占国内市场份额、降低国内企业的资本利用率对国内企业有负面影响,而在长期内外资企业对国内企业还是有推动作用。

其他反对 FDI 有利于提高经济效率的学者还有 Krugman(1998)及 Razin, Sadka 和 Yuen(1999)。Krugman(1998)坚持认为,在经营国内公司方面国内投资者比外国投资者更有效(否则外资就是东道国的第一个投资者而不是国内投资者)。而在金融危机的情况下,国内投资者的流动性可能变弱(而外资却不会),对外国企业来说接管或收购一个中流的项目变得有利可图。但国内资产通过这种方式向外资转移比转移给国内企业更低效,因为这种转移仅仅是外资的现金流充足,并不是由于外资技术和管理先进才进行的。因此,在这种情况下, Krugman 推翻了外资是因为具备了特殊的优势或能更高效地经营国内企业的能力才接管收购国内企业的观点。Razin, Sadka 和 Yuen(1999)则认为,上述现象是信息不对称的表现,FDI 的投资者可以获取关键相关企业的内部信息,比国内投资者更具有信息优势。因此,在国内股票市场上交易跨国股票时 FDI 的投资者就比国内投资者处于更加优势的地位。但也正是由于外国投资

者比国内投资者掌握更多信息,在对未来国内股票市场交易机会进行预测时,外国投资者往往比较过激,进而导致他们投资过度、低效。

3. 有益说的发展

正因为不同学者对 FDI 对经济增长的推动作用的观点不一致,所以有学者对有益说进一步完善,提出了 FDI 促进经济增长的前提。

(1) 外资企业对国内企业推动作用的大小依赖于国内外企业的技术差距的大小。也就是说,FDI 的推动作用大小有赖于国内企业吸收外来技术的能力。如 Imbriani 和 Reganati 的研究表明,外资对意大利技术差异小的企业效率提高作用大于那些技术差异大的企业。Blomstrom(1986)对墨西哥的研究也表明,外资对部门内生产率差异大的企业推动作用小,而对部门内技术简单的企业推动作用大。Kokko 等(1994)在对墨西哥和乌拉圭的研究中也发现了类似的结果。Borenstein, De Gregorio 和 Lee 研究发现,FDI 通过两个渠道推动东道国经济的发展:一是通过吸引更高水平的国内投资来扩大总投资规模;二是通过先进技术与东道国人力资本的融合推动国内投资和产出增长。FDI 是国际间技术转移的主要渠道,并有利于经济增长,而且这一效应会随着东道国人力资源水平的提高而增大。

(2) 外资企业对国内企业推动作用的大小依赖于东道国的投资环境。Moran(1998)认为,自由的投资环境有利于外资企业推动作用发挥,这是因为自由的投资环境可以吸引更多的有活力的外资企业到本国来,而这些外资企业本身具有许多优势,如规模大可享受规模经济带来的好处、卓越的管理等。自由的投资环境还可鼓励出口导向型企业,这些企业是跨国公司全球生产销售网络的有机组成部分。这些公司可以提高母公司在全球范围内的竞争力并在全球范围内获取最大利润,因此母公司愿意为东道国子公司提供新技术、加快技术更新速度、加强对成本与质量的管理以及为公司管理和人力资源的发展提供相应的服务与支持。另外,Ernst(1998)发现 FDI 在国内管制严格的条件下,在利用先进管理体系包括质量控制系统和适时存货系统方面均存在时滞。Blomstrom(1995)发现,通常国内对 FDI 的管制都会对引进技术产生负面的影响。

(二) 证券投资账户开放与经济增长的关系

1. 有益说

坚持这一观点的学者从不同路径实证证明证券投资账户开放有利于推动经济发展。如资本市场开放自由化可以降低资金成本进而增加额外投资。因此资本市场开放就意味着更加高效的市場进而推动

金融、经济的发展 (Bekaert, Harvey and Lundblad, 2001)。资本市场自由化可以使东道国获得最先进的金融技术,进而推进经济增长;同样更好的金融政策和金融体系也能推动经济的增长 (Greenwood and Jovanovic, 1990; Bencivenga, Starr and Smith, 1996)。Bekaert 等 (2001) 还发现,在以 5 年为周期的期间内金融自由化能使人均 GDP 增长 1%。为了证实该结论的准确性, Bekaert 分别采用不同的自由化基准时间、不同的国家组合、不同的计算标准差的权数、不同的衡量经济增长的基准时间做了检验。但值得注意的是,这些检验没有考虑宏观经济改革的影响,也没有反映经济周期的影响。Levine (2001) 认为,放松证券市场的管制有助于提高证券市场的流动性,证券市场流动性提高可以提高生产率进而推动经济增长。另外 Levine (1996) 详细论证外资银行进入可以给经济增长带来的益处: (1) 降低外资银行进入的门槛可以使一国金融部门与国际金融资本市场联系更加紧密; (2) 放松对外资银行进入的管制可以刺激竞争,提高国内金融市场的竞争力,而且外资银行进入可以带来先进的技术和管理经验,提高国内银行的质量、定价能力和提供更多更好的金融服务; (3) 外资银行进入可以推动国内金融政策的完善和金融基础设施的建设,这一系列环境改善反过来又会推动国内金融发展。另一方面, Levine 承认外资银行进入也有许多负面的影响,如国际资本外流、外资控制国内金融市场而且外资仅追求利润最大化却不会考虑东道国的金融安全。

E. Han Kim 和 Vijay Singal 通过检验新兴市场国家自允许外资进入股票市场以来的经验来研究资本流动有关收益和风险关系。结果表明,股票市场全球化会使股价显著上涨,但却没有伴随股票收益波动的增长;而且股票市场开放后通货膨胀的波动显著降低,汇率的波动也降低,这有利于该国宏观经济的稳定,也有利于经济的增长。Yuan K. Chou 和 Martin S. Chin 认为,金融自由化通过提高利率、金融新产品创新来影响金融中介的效率,通过资本集中的过程来推动经济增长。Wi Saeng Kim, Esmeralda Lyn 和 Edward J. Zychowicz 研究认为,股票市场自由化可能降低现有体系对公司治理机制不支持的无效率状况。Peter Blair Henry 认为,股票市场自由化可以促进私人投资的增长。

无论从哪个角度论证国内资本市场开放有利于经济增长,学者们都认为它是系列金融改革的有机组成部分,因此在资本市场之前首先要保证宏观经济稳定(包括财政和货币政策)、建立合理的市场价格体系,对公司显性或隐性的税收或补贴应该取消,

并鼓励国有企业私有化。资本市场开放应该与国内金融体系改革同步,而且还应该与对外实物经济的自由化(取消贸易壁垒及开放经常账户)同步或略晚于对外实物经济的开放。最后,资本管制将随着资本账户实行汇率浮动制而取消。

2. 不确定说

与以上观点不同的是,有的学者认为证券投资账户与经济增长二者的关系不确定。其代表人物是 Joseph E. Stiglitz,他认为资本市场开放对产出增加、经济增长既有促进作用也有阻碍作用。积极作用表现在: (1) 资本市场开放可以使国民生产总值(GNP)最大化; (2) 国际竞争可激发资金需求,进而建立一个极具吸引力的经济环境; (3) 资本市场开放后,政府或微观经济体均可通过投资或避险工具多样化来稳定经济; (4) 一国的资本市场开放对于世界其他国家而言也是扩大了融资的来源; (5) 资本市场开放也可由商品服务市场开放类推。但资本市场开放也有消极作用: (1) 金融资本部门与普通商品服务部门不同,不能将资本自由化与贸易自由化简单类比; (2) 虽然资本流动不是引起经济不稳定的原因,但它确实加速了经济动荡,严重时甚至导致金融危机; (3) 认为资本市场自由化可最大化 GNP 有一定道理,但忽略了经济发展中的一个核心的问题,即资本并不是经济长期可持续发展的最终动力; (4) 资本市场开放可扩大资金来源这一观点也有问题。更多的短期资本流入能提供基础投资吗?对短期资本流入的限制会阻碍 FDI 或其他长期投资吗?答案是不会。因此,积极与消极二者合力作用的最终结果具有不确定性。资本市场开放对一国经济增长的影响最终是积极的还是消极的有赖于该国对资本账户的控制是否有效。Hiroyuki Kawakatsu 和 Matthew R. Mbreay 研究了 9 个新兴市场国家,结果表明自由化并没有提高新兴市场的有效性。另外 Robin Hang Luo 和 Chun Jiang 分析了中国 1993 - 2004 年的数据,得出经常项目自由化、资本管制放松与中国股票市场的收益并没有显著的联系。因此,资本账户开放对经济增长的影响具有不确定性。

四、资本账户开放与经济增长关系的国内研究现状

对外开放是我国的基本国策,因此资本账户开放问题也是国内学界讨论的热点问题。对于资本账户开放与经济增长的关系问题,国内也存在不同的观点。一方面,认为资本账户开放充满风险(高海红, 1997; 姜波克, 1999; 张礼卿, 2004); 另一面,它又可能对一国经济产生积极影响(胡祖六, 2001)。对于资本账户要有序的开放才能有利于中国经济的发

展这一观点,国内学者基本已形成共识(管涛,2002;余永定,2003;潘英丽,2004;景学成,2004)。对资本账户开放与经济增长二者关系定性的研究多,定量的研究少;资本账户开放的风险、前提及开放策略的研究多,而资本账户开放影响经济的路径的研究少。因此中国在通过资本账户开放促进经济增长和国民福利改善方面,有关资本账户开放的收益、促进增长的条件、金融发展和制度改善等促进增长的路径等问题都需要进一步研究。

五、结论

国际上对资本账户开放与经济增长的关系问题的认识历经“华盛顿共识”到“华盛顿分歧”再到“华盛顿新的共识”的反复争论,涌现了大量的研究成果。通过对这些研究的分析可以得出许多有益的启示。

1. 国内外现有的理论研究主要集中在资本账户开放对发展中国家经济增长的影响研究方面。这是因为经济发达国家的资本账户相对于发展中国家已是开放和自由的,因此研究资本账户开放对发展中国家经济增长的作用更具有现实和实践的意义。

2. 研究显示,在资本账户开放是否促进经济增长方面明显存在国别差异。有的学者认为二者正相关,有的学者认为二者负相关,还有的认为二者的关系不确定。对资本账户子账户(直接投资账户和证券投资账户)开放与经济增长的关系也并无一个一致的观点。有学者认为这是因为现有研究采用的样本国家、计量指标、研究所涵盖的时期不同和实证检验方法不同等等,因而得出结论也不同。但笔者认为除了上述已认识到的多种不同原因造成各学者研究结果不同之外,更重要的是各个国家的经济、文化、政治等发展水平不同,因此并不存在一个放之四海皆准的有关资本账户开放与经济增长关系的定论。

3. 资本账户开放对经济增长的促进作用应存在对完善的体系和制度的路径依赖。因此,有必要找出中国资本账户开放促进经济增长的路径,使中国经济获得全球化的福利收益;否则,在金融体系脆弱、缺乏相关制度保证下开放资本账户收获的必然是痛苦。

4. 对资本账户开放如何促进经济发展的路径研究方向的转变。从经典的或内生增长理论强调各种要素积累、技术进步等因素推动经济增长转向从金融发展及制度因素方面探求资本账户推动经济增长的路径。

因此,有必要对中国的具体国情及经济状况进

行定量分析,并找出资本账户开放促进中国经济增长的有效路径,得出资本账户在中国这一特定经济体内与中国经济增长的特殊关系,以此作为指导制定中国在资本账户开放过程中的各项相关政策。

参考文献:

1. Aitken, B. and Harrison, A., 1991. "Are Three Spillovers from Foreign Direct Investment? Evidence from Panel Data for Venezuela." Mimeo, Boston: MIT.
2. Bekaert, G.; Harvey, C. R. and Lundblad, C., 2001. "Does Financial Liberalization Spur Growth?" NBER Working Paper, No. 8 245.
3. Bencivenga, V. R.; Smith, B. D. and Starr, R. M., 1996. "Equity Markets, Transactions Costs and Capital Accumulation: An Illustration." World Bank Economic Review, 10, pp. 241 - 265.
4. Blomstrom, M., 1986. "Foreign Investment and Productive Efficiency: the Case of Mexico." Journal of Industrial Economics, Vol. 15, pp. 97 - 110.
5. De Mello, L. R., 1996. "Foreign Direct Investment, International Knowledge Transfers, and Endogenous Growth: Time Series Evidence." Mimeo, Kent, England: Department of Economics, University of Kent.
6. Edison, Hali J.; Levine, Ross; Ricci, Luca and Slok, Torsten, 2002. "International Financial Integration and Economic Growth." Journal of International Money and Finance, Vol. 21 (November), pp. 749 - 776.
7. Edwards, Sebastian, 2001. "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper, No. 8 076. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
8. Ernst, D., 1998. "Globalization, Convergence, and Diversity: The Asian Production Networks of Japanese Electronics Firms," in D. Ernst and S. Haggard, eds., Rivalry or Riches: International Production Networks in Asia. Ithaca, NY: Cornell University Press.
9. Greenwood, J. and Jovanovic, B., 1990. "Financial Development, Growth and the Distribution of Income." Journal of Political Economy, 98, pp. 1 076 - 1 107.
10. Klein, Michael W., 2003. "Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience." NBER Working Paper, No. 9 500. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
11. Kokko, A. and Zejan, M., 1994. "Host Country Competition and Technology Transfer by Multinationals." Weltwirtschaftliches Archiv, Band 130, pp. 521 - 533.
12. Krugman, Paul, 1998. "Firesale FDI." Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.
13. Levine, R., 2001. "International Financial Liberalization and Economic Growth." Review of International Economics, Vol. 9(4), pp. 688 - 702.
14. Quinn, Dennis, 1997. "The Correlates of Change in International Financial Regulation." American Political Science Review, Vol. 91, No. 3 (September), pp. 531 - 551.
15. 张礼卿:《资本账户开放与金融不稳定:基于发展中国家(地区)相关经验的研究》,北京,北京大学出版社,2004。(以下文献省略)

(作者单位:华东师范大学商学院 上海 200062)

(责任编辑:N、S)