

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620120153631

UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

博 士 学 位 论 文

人民币资本账户开放与风险管理研究

Research on the Reform of RMB Capital Account Openness  
and Risk Management

胡逸闻

指导教师姓名: 戴淑庚 教授

专业名称: 国际金融学

论文提交日期: 2015年3月

论文答辩时间: 2015年5月

学位授予日期: 2015年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2015年3月



## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日



## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日



## 摘要

2014 年是中国进入全面深化改革开放的元年，人民币资本账户开放作为金融改革的核心内容，在学术与政策层面都获得了强烈关注。开放资本账户要求解除对跨境资本流动的限制措施，并允许货币的可兑换，这意味着国内经济金融市场向国际开放，在提高资本投资效率的同时，也会增强系统性风险。本文对人民币资本账户开放的研究是基于当前的经济环境背景展开的。一方面，国际金融危机爆发促使新的多元国际货币体系的形成，人民币国际化进入发展机遇期。这一过程要求中国加速开放人民币资本账户，开放国内金融市场，以扩大人民币在国际上的使用范围和影响力。另一方面，随着中国经济全球化程度的加深，开放资本账户是进一步拓展经济市场、提升资本配置效率的必然要求。我国目前采取的管制措施在经常账户开放 19 年后，有效性有待商榷。在此现实条件下，研究人民币资本账户开放问题，有助于协调我国金融深化改革开放的政策安排，有助于降低开放过程中短期跨境资本流动对国内宏观经济造成不利影响。

本文是按照“文献分析——案例分析——现状分析——路径设计——风险控制”的逻辑思路来展开研究的。全文分为七章，重点探讨了人民币资本账户的现实状况、开放路径以及风险管理内容。文章第一、二章阐述了研究的背景、意义及方法，并对全文的理论基础做了综述。认为各国应根据各自独特的经济条件和外部环境来安排资本账户的开放过程。资本账户的开放因其与其它金融改革的紧密联系，应置于整体改革框架中予以统筹考虑。

第三章比较分析了智利、泰国和日本的开放模式，并对人民币资本账户的开放实践进行梳理与研究。纵观改革历程，我国对人民币资本账户开放的改革思路逐渐从谨慎转向积极，措施从被动转向主动，模式从渐进转向整体。这样的转变来自于我国不断发展的经济实力、不断完善的金融市场，以及由此而来的较强的抗风险能力。

第四章通过结合约束式和开放式测度法，测度了人民币资本账户的实际开放水平，认为当前的开放水平较高，管制政策有效性有限。在此结论上，继续运用 HP 滤波法和状态空间模型，从能否限制短期跨境资本流动和能否实现宏观调控目标两个方面，分析了当前资本管制政策的有效性。认为管制政策难以限制跨境资本流动的变化，但仍能发挥宏观稳定作用。

第五章运用时变参数向量自回归 (TVP-VAR) 模型检验了人民币资本账户开放、利

率市场化与浮动汇率制三项改革措施的相关关系以及对宏观经济的冲击影响。基于实证结果,本文建立了“利率市场化——资本账户部分开放——汇率市场化——资本账户完全开放”的改革顺序,并据此提出四阶段开放路线图。这一过程能够充分发挥资本账户开放带来的市场调节动力,实现国内货币价值的内外均衡,降低改革过程中的宏观风险。

第六章在分析了开放风险机制的基础上,利用多因素多原因模型(MIMIC)构建了资本账户开放压力指数CAP(Capital Account Pressure)来描述不同经济条件下开放资本账户的风险水平,以此作为判断是否应加快资本账户开放进程的关键因素。结论显示,当前中国经济面临下行压力,贸然加快开放资本账户可能会加重经济衰退,因此,采取整体模式协调推进人民币资本账户开放与相配套的金融市场化改革,是当前深化改革开放的适宜选择。

第七章在总结了前文结论的基础上,对人民币资本账户开放提出了具体建议。认为强化政策协调、重视信息披露、完善风险监督以及创新市场化管理工具是保障资本账户开放,并降低开放风险的有效举措。

**关键词:** 资本账户开放; 金融改革; 路径设计; 风险管理

## Abstract

2014 is first year of China's comprehensive deepening reform and openness. Renminbi capital account convertibility is regarded as a core element of financial reform, and obtained a strong concern in academic and policy. Capital account liberalisation ask to lift restrictions on cross-border capital flows and currency convertibility, which means that the domestic economy open to the international financial markets, at the same time improve the efficiency of capital investments will also increase systemic risk. This article studies on the Renminbi capital account convertibility is based on the background of the current economic environment. Firstly, the international financial crisis led to the formation of the pluralistic international monetary system, which is the opportunity of Renminbi internationalization. This process calls for China to accelerate the opening of RMB capital account and domestic financial markets, in order to expand the international use of the Renminbi, and influence. Secondly, with the deepening of China's economic globalization, further expanding economic markets and improving the efficiency of capital allocation all demand the capital account liberalization. Under such conditions, study of RMB capital account liberalization issues, would be contributed to the coordination of China's financial deepening reform and opening up policy, to reduce the adverse impact of cross-border short-term capital flows on China's macro-economy in process.

The logic of this article is "document analysis – a case study – analysis – design – risk control". This paper is divided into seven chapters, focuses on the realistic condition of RMB capital account, open paths, as well as risk management content. Chapter I and II describe the study's background, significances and methods, and reviews the full-text theoretical basis. Believes that States should accommodate the opening of capital account, based on their own unique economic conditions and external environment. Opening capital account due to its close ties with other financial reforms, should be placed in the overall context of the reform.

Chapter III compares the Chile, Thailand and Japan's openness model. Then comb the experiences of opening practice and study of RMB capital account. Throughout the reform process, our country's reform of RMB capital account liberalization has gradually shifted from caution to actively, from passive to active measures, from gradual to overall models. Such a

shift from the perfection of China's growing economic strength, financial markets, and the resulting strong anti-risk capability.

Chapter IV measure the actual level of the Renminbi capital accounts, through a combination of constrained and open measure. Arguing that current openness is high levels, and control policies are limited validity. On the conclusion of this, from the ability to limit short-term cross-border capital flows and the realization of the macro-control target two aspects, analyzes the effectiveness of capital control policy, by using of HP filter and state space models. Results suggest the control policy shows uneffectiveness, but still work with macro-stability.

In chapter V. Based on the analysis of relation among with RMB capital account openness, the reform of interest rate and exchange rate, which based on the TVP-VAR model, this paper suggest that 'Interest rate liberalization---partial openness of capital account---exchange rate reform---whole openness of capital account' could minimum the cost and woks best, in the case of macroeconomic stability as a primary objective. This process can give full play to market regulation of the capital account liberalization brings power, to realize the value of the domestic currency balance and reduce the risk of macro in the reform.

In chapter VI, the paper construct a Capital Account Pressure index by using MIMIC model, for describing the degree of risk in the account opening process, and judging whether it should be the key to accelerate the process of capital account openness or not. The finding suggests, rush to speed up capital account liberalisation is likely to exacerbate the economic downturn. Thus, developing the RMB capital account liberalization and financial reform coordinatly, will be the suitable choice of deepening reform.

Chapter VII summarizes the foregoing conclusions, and put forward specific recommendations, based on the Renminbi capital account convertibility. Believed to strengthen policy coordination, information disclosure, and improving risk monitoring, as well as innovating market-oriented management tools, are effective actions to guarante the capital account liberalization, and reduce the risk of opening.

**Keywords:** Capital Account Openness; Financial Reform; Path Design; Risk Managment

# 目录

<b>第一章 导论</b> .....	<b>1</b>
<b>第一节 研究背景与意义</b> .....	<b>1</b>
一、 研究背景 .....	1
二、 研究意义 .....	3
<b>第二节 研究思路与结构</b> .....	<b>4</b>
一、 研究目标与思路 .....	4
二、 全文结构及主要内容 .....	5
<b>第三节 研究方法与创新</b> .....	<b>8</b>
一、 研究方法 .....	8
二、 创新与不足 .....	9
<b>第二章 理论与文献综述</b> .....	<b>11</b>
<b>第一节 资本账户开放的理论发展</b> .....	<b>11</b>
一、 资本账户开放的概念 .....	11
二、 资本账户开放的理论基础 .....	13
<b>第二节 资本账户开放顺序的讨论</b> .....	<b>18</b>
一、 排序理论在资本账户改革中的运用 .....	18
二、 资本账户开放的顺序讨论 .....	20
<b>第三节 资本账户开放的经济意义与风险</b> .....	<b>24</b>
一、 资本账户开放的经济意义 .....	24
二、 资本账户开放的风险 .....	25
<b>第四节 对人民币资本账户开放的认识</b> .....	<b>27</b>
一、 人民币资本管制政策的有效性 .....	27
二、 人民币资本账户开放的改革进度与顺序 .....	29
三、 人民币资本账户开放的风险 .....	30
<b>第五节 总结与评述</b> .....	<b>32</b>

<b>第三章 资本账户开放的国际经验与中国实践</b> .....	<b>34</b>
<b>第一节 国际资本账户的开放历史</b> .....	<b>34</b>
<b>第二节 不同开放模式的实践经验</b> .....	<b>36</b>
一、 智利：渐进模式 .....	36
二、 泰国：激进模式 .....	39
三、 日本：整体模式 .....	40
四、 案例比较分析 .....	43
<b>第三节 人民币资本账户开放的实践历程</b> .....	<b>43</b>
一、 人民币资本账户的改革历程回顾 .....	43
二、 当前资本账户开放的现实条件 .....	49
三、 人民币资本账户的开放模式选择 .....	53
<b>第四节 总结与评述</b> .....	<b>54</b>
<b>第四章 人民币资本账户开放的综合评价</b> .....	<b>57</b>
<b>第一节 人民币资本账户开放水平的测度</b> .....	<b>57</b>
一、 相关测度方法简评 .....	57
二、 人民币资本账户的开放现状 .....	60
三、 人民币资本账户开放水平的测度 .....	65
四、 人民币资本账户开放的程度变化分析 .....	67
<b>第二节 管制背景下对短期资本流动规模的估计</b> .....	<b>68</b>
一、 资本账户管制政策有效性的评价标准 .....	69
二、 短期资本流动规模的广义估计 .....	70
三、 短期资本流动规模的狭义估计 .....	76
<b>第三节 资本管制政策宏观稳定功能的有效性评价</b> .....	<b>80</b>
一、 研究方法与变量选择 .....	80
二、 实证结果分析 .....	81
<b>第四节 本章小结</b> .....	<b>83</b>

<b>第五章 人民币资本账户的开放路径研究.....</b>	<b>85</b>
<b>第一节 资本账户开放与金融改革 .....</b>	<b>85</b>
一、 资本账户开放与货币定价市场化改革 .....	85
二、 资本账户开放与金融市场开放 .....	86
三、 人民币资本账户开放的次序选择 .....	87
<b>第二节 人民币资本账户开放的外部顺序 .....</b>	<b>88</b>
一、 实证思路及方法介绍 .....	88
二、 变量选择与数据处理 .....	91
三、 实证模拟 .....	93
四、 实证小结 .....	104
<b>第三节 建立人民币资本账户开放协调推进的路线图 .....</b>	<b>105</b>
一、 人民币资本账户开放的内部顺序 .....	105
二、 外部开放与内部开放的统一关系 .....	107
三、 协调推进人民币资本账户开放的路线图 .....	111
<b>第四节 本章小结.....</b>	<b>114</b>
<b>第六章 人民币资本账户开放的风险管理研究.....</b>	<b>116</b>
<b>第一节 资本账户开放的风险构成与传递机制 .....</b>	<b>116</b>
一、 资本账户开放与金融危机 .....	116
二、 资本账户开放的风险构成 .....	117
三、 资本账户开放风险的传导机制 .....	118
<b>第二节 建立人民币资本账户开放风险指标 .....</b>	<b>120</b>
一、 CAP 指数的构建 .....	120
二、 实证模型介绍 .....	121
三、 指标选择与数据处理 .....	122
<b>第三节 CAP 指数的参数估计与风险测度.....</b>	<b>124</b>
一、 对 MIMIC 模型参数的估计与修正 .....	124

二、 基于 MIMIC 模型测度开放风险指数 .....	127
<b>第四节 人民币资本账户开放的风险管理 .....</b>	<b>130</b>
一、 建立资本账户开放的风险监管与预警机制 .....	130
二、 加快建立能适应国际竞争的金融体系 .....	131
三、 加强预期管理与国际合作 .....	132
<b>第五节 本章小结.....</b>	<b>133</b>
<b>第七章 结论与政策建议 .....</b>	<b>135</b>
<b>第一节 本文结论.....</b>	<b>135</b>
<b>第二节 政策建议.....</b>	<b>136</b>
<b>附录.....</b>	<b>140</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>147</b>
<b>致谢.....</b>	<b>157</b>
<b>博士期间科研项目及成果 .....</b>	<b>158</b>

# Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Meaning .....</b>	<b>1</b>
1.1.1 Research Background .....	1
1.1.2 Research Meaning .....	3
<b>1.2 The Ideas and Framework .....</b>	<b>4</b>
1.2.1 The Goal and Ideas of Research.....	4
1.2.2 The Framework and Content .....	5
<b>1.3 The Measure and Innovation .....</b>	<b>8</b>
1.3.1 Research Measure.....	8
1.3.2 The Innovation and Deficiency.....	9
<b>Chapter 2 Theory and Literature Review .....</b>	<b>11</b>
<b>2.1 Definition of Capital Account Openness .....</b>	<b>11</b>
2.1.1 Concept of Capital Account Openness .....	11
2.1.2 Basic Theory of Capital Account Openness .....	13
<b>2.2 The Sequencing of Capital Account Openness .....</b>	<b>18</b>
2.2.1 Application of Sequencing Theory in Capital Account Reform.....	18
2.2.2 Conference of the Capital Account Openness Sequencing .....	20
<b>2.3 Economic Meaning and Risk of Capital Account Openness.....</b>	<b>24</b>
2.3.1 The Economic Meaning.....	24
2.3.2 The Risk of Openness .....	25
<b>2.4 Awareness of RMB Capital Account Openness .....</b>	<b>27</b>
2.4.1 Effectiveness of the Restriction on Capital Account .....	27
2.4.2 The Reform Progress and Sequencing.....	29
2.4.3 The Risk of RMB Capital Account Openness .....	30
<b>2.5 Summary and Comment.....</b>	<b>32</b>

<b>Chapter 3 The International Experience.....</b>	<b>34</b>
<b>3.1 History Progress of Capital Account Openness .....</b>	<b>34</b>
<b>3.2 Experience of Different Open Model .....</b>	<b>36</b>
3.2.1 Chile: Incremental Model .....	36
3.2.2 Thailand: Aggressive Model .....	39
3.2.3 Japan: Full Model.....	40
3.2.4 Cases Analysis .....	43
<b>3.3 Experience History of RMB Capital Account Openness.....</b>	<b>43</b>
3.3.1 Review the Capital Account Openness Reform .....	43
3.3.2 Current Conditions of Capital Account Openness .....	49
3.3.3 Selection of Openness Modes.....	53
<b>3.4 Summary and Comment .....</b>	<b>54</b>
<b>Chapter 4 Analysis of Present Situation .....</b>	<b>57</b>
<b>4.1 Measurement of the Openness Level.....</b>	<b>57</b>
4.1.1 Evaluate the Measurement Methods of Openness.....	57
4.1.2 Situations of RMB Capital Account Openness .....	60
4.1.3 Measure the Openness Level .....	65
4.1.4 Analysis on the Change of Openness Level .....	67
<b>4.2 Estimate the Short-term Capital Flow under Restriction.....</b>	<b>68</b>
4.2.1 Assessment Standards of Capital Restriction Effectiveness .....	69
4.2.2 General Estimate on the Short-Term Capital Flows .....	70
4.2.3 Narrow Estimate on the Short-Term Capital Flows.....	76
<b>4.3 Evaluate the Effectiveness of Capital Restriction .....</b>	<b>80</b>
4.3.1 Method Instruction and Variable select .....	80
4.3.2 Analysis of Empirical Results .....	81
<b>4.4 Summary .....</b>	<b>83</b>

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫