

资本账户开放、金融稳定与经济增长*

彭红枫 朱怡哲

内容摘要：本文运用 TVP-VAR 方法分析了 2007—2016 年中国资本账户开放对金融稳定及实体经济的时变性影响。从资本账户开放对经济增长的总体影响看，资本账户开放对经济增长的短期影响波动较大，中长期影响在 2011 年由负转正，其后存在边际递减效应。从资本账户开放通过影响金融稳定进而传导至实体经济的作用机制来看，金融市场对资本账户开放冲击的响应越来越迅速，表明中国金融市场的系列改革增强了金融市场吸收外在冲击的能力。但 2011 年后金融市场对实体经济的影响并不稳定，这在一定程度上削弱了 2011 年后资本账户开放对经济增长的促进作用，说明现阶段中国不应急于加速资本账户开放进程，而应当着力于打通金融进入实体经济的渠道，提升金融市场的传导效率。

关键词：资本账户开放 金融稳定 经济增长 TVP-VAR

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

引 言

中国金融市场改革是以服务实体经济为目标，分为对内改革和对外改革两部分。其中，资本账户开放是对外开放的重点。资本账户开放过程是指逐步放松资本管制，允许居民和非居民持有跨境资产及从事跨境资产交易，从而实现货币自由兑换的过程（盛松成，2012）。

1996 年 12 月，中国实现人民币经常项目可兑换，同时在“先流入后流出、先长期后短期、先直接后间接、先机构后个人”的基本原则指导下，逐步开放资本项目下的子项目。从 2003 年明确要“逐步实现资本项目可兑换”起，中国资本账户开放逐步推进。2003 年 11 月，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式推出 QFII 机制；2007 年 6 月《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》引入 QDII 机制，标志着国内投资机构参与海外投资的开始；2011 年 12 月，《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》指出，允许各试点机构开放 RQFII 业务；2014 年 11 月，《关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》发布，推出 RQDII 机制，使得境内人民币可以直接投资境外人民币计价的资本市场，可以说中国资本账户开放进程中的各种过渡性机制相继引入并持续扩容。

包括资本账户开放在内的一系列金融市场改革，其目的都是提高宏观经济发展水平以及社会福

作者简介：彭红枫，山东财经大学金融学院教授，博士生导师；朱怡哲，清华大学五道口金融学院博士研究生。

* **基金项目：**本文获国家社科基金重大项目“人民币加入 SDR、一篮子货币定值与中国宏观经济的均衡研究”（16ZDA032）及“泰山学者”工程专项经费项目（ts201712059）资助。

利水平，因此，研究资本账户开放对经济增长的影响具有很强的现实意义。事实上，学界和业界关于资本账户开放对一国金融市场、实体经济影响的争论一直没有停止，但也正是由于无法从理论和经验上证明资本账户开放具有某种特定的效应，资本账户开放的利弊问题需要针对具体的国家加以分析（余永定，2014）。

纵观现有文献，从世界多个国家角度分析者居多，具体研究中国资本账户开放效应者居少；而在研究中国资本账户开放影响经济增长的文献中，又少有文献能结合金融市场和实体经济进行探讨。因此，本文引入 TVP-VAR 方法，探究中国资本账户开放的时变性效应，并从金融稳定的视角，分析中国资本账户开放为何会在不同的时期对实体经济造成不同的影响，进而对中国金融市场改革提出相关建议。

一、文献综述

（一）资本账户开放对经济增长的影响

以往学者就资本账户开放对经济增长的影响进行了有益的探索，但因为选取的样本国家、样本期和研究方法等不同，得出了不同的结论（Edison et al., 2004；陈雨露和罗煜，2007）。Quinn（1997）通过研究多个国家对外金融管制与实际人均 GDP 之间的关系，指出资本账户开放对经济增长存在显著的正面影响；但 Edison et al.（2002）使用多种指标衡量金融开放程度，均未发现金融开放能够促进经济增长。

可见资本账户开放对经济增长的影响有多种可能，因此，越来越多的学者开始讨论具体什么因素会影响资本账户开放的综合效果。

有学者认为，资本账户开放政策发挥作用具有时效性。Bussière & Fratzscher（2008）指出，对于许多亚洲和拉丁美洲国家而言，资本账户开放在短期内能促进经济增长，但在中长期可能无法保持，甚至有损经济增长。这是因为短期经济增长由投资的爆发和证券资本流入驱动，而长期经济增长则受到国内机构质量、FDI 流入和金融自由化顺序影响。

亦有学者提出，资本账户开放政策的作用具有“门槛效应”，即当门槛变量处于不同区间时，资本账户开放对经济增长的影响具有较大差异。其一是经济发展水平或初始人均收入，一般认为，资本账户开放会促进高收入国家的经济增长，但是阻碍低收入国家的经济增长（Klein & Olivei, 2008；李丽玲和王曦，2016）；其二是国内金融系统质量。唐琳等（2015）认为，中国现阶段资本开放对 GDP 增长率的影响为负，主要是因为中国金融市场不够成熟，利率汇率传导机制不够健全；其三是制度环境。Lopes & De Jesus（2015）的研究表明，资本账户开放对经济增长的促进作用仅体现在高度民主的国家；其四是开放水平。雷文妮和金莹（2017）认为，随着开放水平由低到高，资本账户开放对经济增长的影响先逐渐增加，后逐渐减小。进一步，有学者同时考虑多个门槛变量，得到不同国家分类更细的子样本，每一类子样本中资本账户开放都对经济增长产生了不同程度的影响（郭桂霞和彭艳，2016）。

（二）资本账户开放对金融稳定的影响

资本账户开放不仅直接促进或阻碍一国经济增长，也会对经济波动产生影响，从而间接影响经济增长（Stiglitz, 2000）。在探讨稳定性时，金融体系作为国际资本首先流经的渠道，引起了许多学者的关注。典型的金融不稳定具有两种状态：一种是金融衰退，即各部门交易或服务的数量锐减；另一种是金融膨胀，即金融系统处于过快增长中，虽然各项金融指标向好，但可能因为膨胀速度引发危机。基于此，学者们探讨了资本账户开放对金融稳定的影响。

资本账户开放可能有利于金融稳定。资本账户开放后，国外先进的管理技术通过外溢效应提高了国内金融市场效率和系统处理能力（庄起善和张广婷，2013）；同时，金融市场规模扩大，金融

产品日趋丰富，市场参与主体不断增加（鄂志寰，2000），证券投资的风险得以分散，提高了投资收益率（Henry，2000）。

资本账户开放引发金融不稳定则有更多的传导机制。首先，资本账户开放带来资本流动的不确定性，资本的过度流入诱发泡沫形成，而资本的恐慌性外逃同样会扭曲一国的经济金融结构（李成和白璐，2013）。在金融体系中，国际资本流动首先冲击外汇市场，由于中国目前仍采取结售汇制度，国际资本流动规模的变化将直接反映在外汇占款和外汇储备的变化上；国际资本的大量流入形成对本币的升值预期，反之，则为贬值预期，从而加剧了本币汇率的波动性（戴淑庚和胡逸闻，2016）。其次，资本账户开放恶化银行体系的脆弱性。外资的大量流入导致银行过度借贷，反之，造成贷款收缩，当银行贷款出现膨胀与收缩交替，可能引发影响全局的风险（鄂志寰，2000）。最后，资本账户开放容易对金融市场各资产价格产生冲击。这一方面是因为国内金融市场和国外金融市场的关联性增强（鄂志寰，2000）；另一方面则是由国际短期流动资本的逐利性决定（李成和白璐，2013）。

有研究表明，资本账户开放对于金融稳定的影响也可能发生变化。例如，Hamdaoui et al. (2016) 研究发现，当资本监管力度较为薄弱时，发生银行业危机的可能性随着金融自由化而增加，但若监管得当，这种关系就会逆转。

（三）本文研究思路

综上所述，关于资本账户开放与金融稳定、经济增长的研究为本文提供了有用的启迪，相较于已有文献，本文主要进行了如下改进：一是基于现有理论研究，总结了“资本账户开放-经济增长”以及“资本账户开放-金融稳定-经济增长”两种作用机制，从而将资本账户开放通过金融体系冲击实体经济这一效应从总效应中分解出来，以便于进一步分析；二是基于对资本账户开放后国际资本流动冲击金融体系的逻辑分析，选取汇率、外汇储备、利率、货币供应量、国内信贷、股票价格、债券价格、房价和大宗商品价格共9个变量，分别反映外汇市场、银行体系以及资产价格的波动性，构建了衡量资本账户开放过程中金融是否稳定的综合指标；三是采用TVP-VAR方法，研究中国资本账户开放过程中，资本账户对经济增长、资本账户开放对金融稳定以及金融稳定对经济增长的动态冲击，以分析资本账户开放在中国不同阶段的开放进程中是否具有时变性。

二、理论分析

国际资本主要通过三种渠道对一国产生影响：一是通过贸易收支渠道影响经常账户盈亏；二是通过直接投资（FDI）渠道影响国内实体经济；三是通过银行信贷渠道影响国内金融市场（金雪军和钟意，2013）。其中，资本账户开放引起的国际资本流动主要通过后两种方式产生影响，即资本账户开放后，FDI流入首先冲击外汇市场，然后冲击实体经济；非FDI流入则在冲击外汇市场后，穿过股市、债市等金融市场后再进入实体经济（张春生等，2017），其冲击路径如图1所示。

具体而言，资本账户开放后，国际资本经由外汇市场和银行体系，冲击其他各金融市场，最终影响实体经济。首先，国际资本在外汇市场进行本外币兑换，引起汇率或者外汇储备的变动；同时，国际资本经由银行体系，因外汇占款而影响国内货币供应量，流动性的改变随之影响国内信贷及利率；随后，国际资本冲击国内金融市场，引起股价、债价、房价、大宗

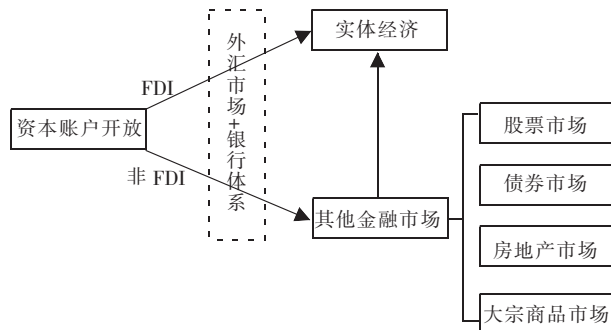


图1 资本账户开放影响机制

商品价格等资产价格波动；最后，国际资本通过直接与间接两种渠道冲击实体经济。其中，对于国际资本通过金融市场影响实体经济的间接渠道而言，若金融市场稳定，则当资本大幅流入时，汇率与资产价格涨幅较小，金融市场能够容纳更多的资金，减少流向实体经济的资金量，降低高通胀及经济过热的可能性；当资本大幅流出时，汇率与资产价格跌幅较小，有利于避免恐慌造成的更大规模的资金外逃。因此，金融市场稳定性关系到实体经济的稳定与增长。

三、变量选取

根据上文分析，本文构建经济增长率（EGR）、资本和金融账户开放度（CAO）及金融稳定状况指数（FSCI）共3个变量，各数据的时间范围为2007—2016年。

（一）经济增长率（Economic Growth Rate, EGR）

本文采用真实GDP同比增长率衡量经济增长率。原始GDP当季值来自中国国家统计局，经过通货膨胀调整和季节调整后获得剔除了季节因素的真实GDP序列，再使用Quadratic-Match Sum方法转换为月度数据。经济增长率为：

$$EGR = \frac{\text{当期真实GDP} - \text{上年同期真实GDP}}{\text{上年同期真实GDP}} \times 100\% \quad (1)$$

（二）资本账户开放度（Capital Account Openness, CAO）

资本账户开放度分为法定开放度和事实开放度。由于在较短的样本期内，法定开放度可能无法捕捉资本账户渐进开放过程中的连续性变化，本文选取后者进行实证检验，定义资本账户开放度为资本流入与流出之和与GDP的比值（Aizenman & Sengupta, 2013；唐琳等，2015）。由于资本账户开放具体指国际收支平衡表中资本和金融账户下金融账户的开放，考虑到金融账户包含直接投资（DI）、证券投资（SI）、金融衍生工具（FI）、其他投资（OI）4个子账户，则计算每一个账户下资本流动总和可以得到最终资本账户开放度：

$$CAO = \frac{DI + SI + FI + OI}{GDP} \quad (2)$$

其中，各账户资本流入、流出数据来自国家外汇管理局，通过人民币兑美元季度平均中间价转换为人民币计价后，同计算经济增长率时的数据处理方法，可以得到剔除了季节因素的真实月度资本流动，进一步可得到资本账户开放度。CAO值越大，意味着实际的资本账户开放度越高。

（三）金融稳定状况指数（Financial Stability Conditions Index, FSCI）

本文根据“资本账户开放—金融市场—实体经济”这一传导路径，构建金融稳定状况指数FSCI：

$$FSCI = \sum_i \omega_i (q_{it} - \bar{q}_{it}) \quad (3)$$

其中， q_{it} 为资产*i*在*t*时刻的价格， \bar{q}_{it} 为资产*i*在*t*时刻的长期均衡值或者趋势值， ω_i 为相应权重。

第一，确定变量*q*及其均衡值。金融市场波动中，主要有三个方面的因素：一是外汇市场冲击，采用外汇储备（*f*）和实际有效汇率指数（*reer*）反映；二是银行体系冲击，采用7天银行间同业拆借加权平均利率（*i*）、货币和准货币（ M_2 ）、国内信贷（*d*）反映；三是各金融市场资产价格冲击，选取上证综合指数（*sp*）、上证国债指数（*bp*）、国房景气指数（*hp*）、大宗商品价格指数（*ccpi*）分别作为股市、债市、房市、大宗商品市场的代理变量。

各原始金融变量均为月度数据，各变量（除实际有效汇率指数以外）均通过通货膨胀调整为真实值，然后通过季节调整得到剔除了季节因素的真实值。其中，由于短期利率即反映长期趋势的偏离，所以直接采用剔除季节因素的真实短期利率作为利率缺口（王雪峰，2010）；其余各变量通过HP滤波方法得到长期趋势值，则缺口为（真实值-趋势值）/趋势值100%，缺口值为正代表正向偏离，缺口值为负代表负向偏离。各变量缺口值记为 *rf_gap*, *reer_gap*, *ri_gap*, *rm_gap*, *rd_gap*,

rsp_gap, rbp_gap, rhp_gap, rccpi_gap, 则金融稳定状况指数 FSCI 为:

$$FSCI_t = \omega_1 \times rf_gap_t + \omega_2 \times reer_gap_t + \omega_3 \times ri_gap_t + \omega_4 \times rm_gap_t + \omega_5 \times rd_gap_t + \omega_6 \times rsp_gap_t + \omega_7 \times rbp_gap_t + \omega_8 \times rhp_gap_t + \omega_9 \times rccpi_gap_t \quad (4)$$

第二, 确定系数 ω 。本文参考 Goodhart & Hofmann (2001) 的做法并进行扩展, 基于 VAR 模型脉冲响应确定系数。纳入 VAR 模型估计的变量包括各金融变量缺口以及真实产出缺口 (rgdp_gap), 其计算方法为原始 GDP 当季值转换为月度值, 其他步骤同各金融变量缺口的计算。对该 VAR 模型进行估计后, 可以得到真实产出缺口对于其他金融变量缺口滞后 12 期的广义脉冲响应, 则各金融变量缺口的系数为该金融变量缺口的累计脉冲响应与总脉冲响应绝对值之和的比值:

$$\omega_i = \frac{\sum \text{coefficient}(q_{i,1..t})}{\sum |\text{coefficient}(q_{1..n,1..t})|} \quad (5)$$

由于采用各变量相对偏离值构建金融稳定状况指数 FSCI, 因此, FSCI 在 0 附近波动时, 意味着相对于长期均衡或者趋势值而言, 金融体系保持了一定程度的稳定; 当 FSCI 偏离 0 值时, 说明金融体系出现相对偏离, 即 FSCI 显著为正代表金融体系处于扩张状态, FSCI 显著为负代表金融体系处于收缩状态。

四、实证模型

虽然已有文献在资本账户开放对一国经济和金融的具体影响上存在分歧, 但多数学者认为该影响存在时效性或者门槛效应。因此, 本文引入 TVP-VAR 模型 (Time-Varying Parameter VAR Model), 以捕捉模型滞后结构的时变特征和可能的非线性特征, 从而对冲击的改变以及传导机制的改变进行刻画。从结构 VAR 模型进行推导, 可以得到 TVP-VAR 模型的表达式为:

$$y_t = X_t \beta_t + A^{-1} \sum_i \varepsilon_i, \quad t=s+1, \dots, n \quad (6)$$

其中, $X_t = I_k \otimes (y'_{t-1}, \dots, y'_{t-s})$, \otimes 代表 Kronecker 乘积; 系数 β_t 、联立参数矩阵 A_t 、随机波动的协方差矩阵 Σ_t 均随时间改变。按照 Nakajima (2011) 的设定, $A_t A_t$ 为下三角矩阵, 非 0 和非 1 的元素堆积成一列向量, 则有 $a_t = (a_{21}, a_{31}, a_{32}, a_{41}, \dots, a_{kk-1})'$; 同时, 令 $h_t = (h_{1t}, \dots, h_{kt})'$, $h_{jt} = \log \sigma_{jt}^2$, $j=1, \dots, k$, $t=s+1, \dots, n$ 。假定待估参数满足随机游走特征, 即 $\beta_{t+1} = \beta_t + \mu_{\beta t}$, $\alpha_{t+1} = \alpha_t + \mu_{\alpha t}$, $h_{t+1} = h_t + \mu_{ht}$, 且:

$$\begin{pmatrix} \varepsilon_t \\ \mu_{\beta t} \\ \mu_{\alpha t} \\ \mu_{ht} \end{pmatrix} \sim N \left(0, \begin{pmatrix} I & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \Sigma_{\beta} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \Sigma_{\alpha} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \Sigma_h \end{pmatrix} \right)_{t=s+1, \dots, n} \quad (7)$$

其中, $\beta_{s+1} \sim N(\mu_{\beta 0}, \Sigma_{\beta 0})$, $\alpha_{s+1} \sim N(\mu_{\alpha 0}, \Sigma_{\alpha 0})$, $h_{s+1} \sim N(\mu_{h 0}, \Sigma_{h 0})$ 。

对于模型的估计, 一般采用 Nakajima (2011) 提出的 MCMC 算法 (Markov Chain Monte Carlo Method), 令 $y = \{y_t\}_{t=1}^n$, $\omega = (\Sigma_{\beta}, \Sigma_{\alpha}, \Sigma_h)$, 设 $\pi(\omega)$ 为 ω 的先验概率密度, 给定数据 y , 根据 MCMC 算法, 对后验分布 $\pi(\beta, \alpha, h, \omega | y)$ 进行抽样。

五、实证分析

(一) 金融稳定状况指数 FSCI 构建

对进入 VAR 模型的各项变量进行 ADF 单位根检验, 可得各序列均为平稳序列。随后对 VAR 模型进行估计, 根据脉冲响应结果得到金融稳定状况指数 FSCI, 如图 2 所示。总体来看, FSCI 指数能够较好地刻画中国金融稳定状况。

2007—2009年，中国金融状况较不稳定，先后出现较大幅度的正向偏离和负向偏离，这和2007—2009年的国际金融危机背景是相一致的。2007年下半年，美国次贷危机发生后，各国央行采取一系列措施向市场提供额外流动性，导致各初级产品价格大幅上升，全球通胀压力明显增大；而此时中国债券市场规模不断扩大，股票市场成交量巨幅上升，市场指数强势上涨。综合各方面因素，中国的金融体系处于膨胀状态。而危机蔓延后，受各国经济金融衰退的影响，物价高位回落，下行压力增加，中国金融市场同样陷入一定程度的衰退。

相比较而言，2009—2014年，中国的金融运行较为平稳。其中，2010—2011年为国际金融危机后的复苏阶段，受经济回升、输入型通胀等因素的影响，中国金融市场出现一定程度的过热现象，2010年中国人民银行也指出，“物价上涨压力和资产泡沫风险不容忽视”；2011—2014年，中国金融状况较为稳定，但世界经济处于深度转型调整期，主要金融市场和大宗商品价格波动较大。

2015—2016年，随着利率市场化、汇率形成机制改革等措施推进，金融状况出现一定程度的波动。2015年由正向偏离转为负向偏离，虽然银行体系流动性较为充裕，但国际收支变动及其他非交易因素造成中国外汇储备余额下降达13%；股票市场大幅波动，股指在年初出现恢复性上扬，但随后进入下跌螺旋；同时美联储加息及大宗商品需求下降也影响大宗商品价格走低。2016年则由负向偏离再次转为正向偏离。从全年来看，央行为稳定人民币汇率导致外汇储备继续下降，但下降速度趋缓；热点城市房价轮动上涨，局部地区出现房地产泡沫；大宗商品价格大幅上涨，均推动中国金融状况由趋紧向趋松发生转变。

（二）资本账户开放与金融稳定、经济增长的实证结果

1. 模型估计结果

为分析资本账户开放对经济增长和金融稳定的时变性影响，本文采用TVP-VAR模型进行估计。选取变量为资本账户开放程度（CAO）、金融稳定状况指数（FSCI）以及经济增长率（EGR）。首先，对各变量进行ADF检验，可得各变量均平稳；然后根据边际似然函数最大的准则，在TVP-VAR模型中选择2阶滞后。参照Nakajima（2011）的方法设置参数初始值，用MCMC方法模拟20000次，抽取获得有效样本，其估计结果如表1和图3所示。

图3中，第一行为样本的自相关系数，可以看出其下降趋势较为稳定迅速；第二行为样本路径，表明抽样数据较为平稳；第三行为样本的后验密度。表1中，参数的后验均值都落在95%的置信区间内，CD收敛诊断值也表明不能拒绝收敛于后验分布的原假设；同时，所有参数的无效因子均小于100，由于有效样本为总抽样次数与无效因子的比值，说明本次抽样是有效的，所得到的样本也是足够的。

2. 观测期内不同滞后期脉冲响应结果

比较在整个观测期内不同滞后期的脉冲响应结果。本文选取滞后1期（短期）、滞后6期（中期）以及滞后12期（长期）的时间约束，得到脉冲



图2 金融稳定状况指数 FSCI

表1 参数估计结果

参数	均值	标准差	95%L	95%U	CD收敛	无效因子
sb1	0.0225	0.0025	0.0183	0.0283	0.172	6.12
sb2	0.0224	0.0025	0.0181	0.0281	0.530	7.03
sa1	0.0839	0.0318	0.0421	0.1658	0.175	54.92
sa2	0.1370	0.1092	0.0695	0.2165	0.058	52.08
sh1	0.4924	0.1734	0.2195	0.8882	0.870	65.66
sh2	0.2822	0.0962	0.1364	0.5066	0.073	53.98

响应结果如图4所示,分别分析“资本账户开放-经济增长”以及“资本账户开放-金融稳定-经济增长”两种作用机制下的脉冲响应。

(1) 资本账户开放-经济增长。图4中第一幅图表示经济增长对资本账户开放的脉冲响应。其中,滞后1期脉冲响应的正负变动较为频繁,说明资本账户开放对经济增长的短期影响方向不明确,仅仅通过经济的短期响应来判断资本账户开放对经济增长的影响可能是不全面的。滞后6期和滞后12期的脉冲较为相近,在2011年以前为负,2011年之后基本为正,但正向影响的程度震荡下行,即2013—2014年的响应程度明显低于2011—2012年,而2015年以后响应程度在0值附近波动。这意味着,2011年作为转折点,资本账户开放对经济增长的中长期影响由负转正,但在2011—2012年达到峰值后,这一正向影响出现明显减弱。

从资本账户对经济增长的中长期效应来看,2011年前尚属于资本账户开放的初期阶段,此时可能由于初始人均收入不高、金融机构不够健全以及市场对资本账户开放没有全面的认识等原因,资本账户开放反而抑制经济增长。这种负向影响从2010年开始逐渐减小,直至2011年转变为正向影响,并迅速在2011—2012年达到峰值。可能由于在此期间,央行会同各有关部门在推动资本账户开放上积极布局,发布的《境外直接投资人民币结算试点管理办法》《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》《外商直接投资人民币结算业务管理办法》《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》等一系列政策开始发挥效果,从而促使市场逐渐了解资本账户开放,公众预期也随诸多政策的颁布而产生正向反馈,资本账户开放得以促进经济增长。2013年以后,经济增长的正向响应减弱,可能是由于前期密集的相关政策过快地释放了政策红利,导致此时资本账户开放对经济增长的促进作用边际效应递减。

(2) 资本账户开放-金融稳定-经济增长。图4中第二幅图表示金融稳定状况对资本账户开放的脉冲响应。不同滞后期的脉冲响应走势较为相近,即均在2011年发生转折,2011年之前为负向脉冲响应,2011年及之后则基本转变为正向反应。但不同时间区间内,不同滞后期的脉冲响应强度不同。总体来看,滞后6期的脉冲响应程度最大,滞后1期的脉冲响应程度次之,滞后12期的脉冲响应程度最小。具体而言,2011年以前,资本账户开放使得金融状况负向偏离,影响程度从短期到中期逐渐增加,达到峰值后再逐渐回到0;2011年以后,资本账户开放使得金融状况正向偏离,影响程度同样从短期到中期达到峰值,而长期影响较为微弱并且方向不明确。

因此,从影响方向来看,资本账户开放在2011年前导致金融收缩,在2011年后引起金融扩张,说明随着资本账户开放逐步推进,其对金融状况的冲击从负向转变为正向,这可能同样与2011年前

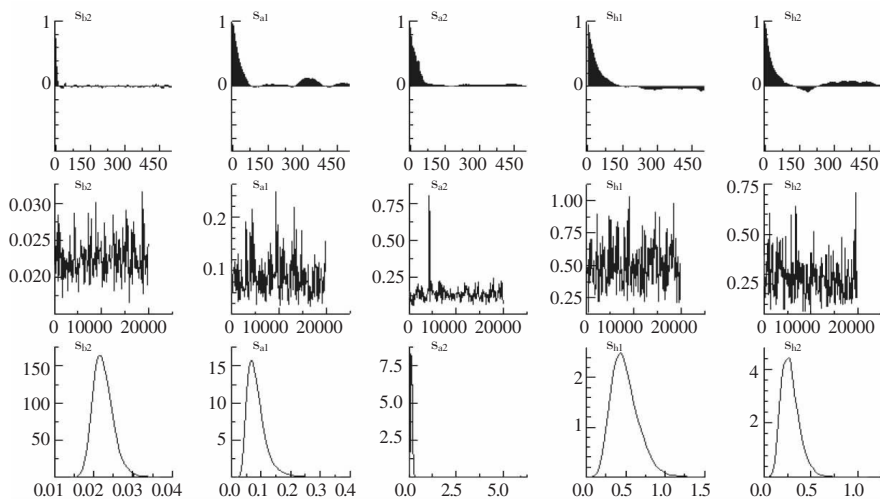


图3 抽样结果

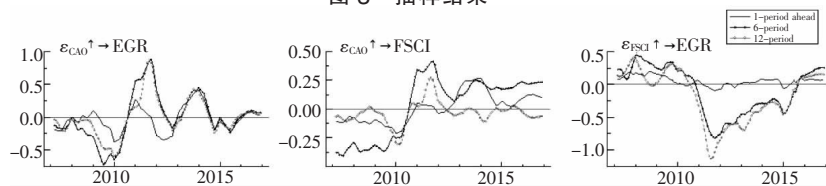


图4 不同滞后期脉冲响应结果

后密集出台的资本账户开放相关配套金融政策有关。从影响持续时间来看，资本账户开放对金融稳定状况的冲击主要集中在中短期，且 2012 年以后的长期脉冲响应程度显著弱于 2012 年以前的长期脉冲响应程度，说明 2012 年以后，中国金融市场的改革取得一定成效，金融市场的深度和广度有所提高，能够更快吸收资本账户开放带来的冲击，从而尽可能少地将波动传导至实体经济。

图 4 中第三幅图则表示经济增长对金融稳定的脉冲响应。滞后 1 期的脉冲响应基本为正，滞后 6 期和 12 期的脉冲响应的波动剧烈。这说明，在短期内，金融状况的向好可能对经济增长产生一定的正面影响；但从中长期来看，金融扩张并不必然促进经济增长。这一效应是不稳定的，说明从金融体系到实体经济的传导机制并不明确，金融体系对实体经济的支撑作用不够稳定。

3. 不同观测时期各滞后期脉冲响应结果

为了对上述观测期内不同滞后脉冲响应的分析结果形成有效补充，本文选择 2009 年 7 月、2011 年 12 月、2015 年 12 月等 3 个时点，分析不同观测时期各滞后期脉冲响应结果。2009 年开展了资本项目可兑换、进出口核销、外汇账户等重大政策的前瞻性研究，为金融市场改革做好政策储备。从 2009 年 7 月起，跨境贸易人民币结算试点工作正式启动；2011 年央行会同有关部门在推动人民币跨境使用方面积极开展工作，2011 年 12 月推出 RQFII 试点，跨境人民币业务取得重大突破；2015 年 11 月 30 日，国际货币基金组织决定将人民币纳入 SDR 货币篮子，成为人民币国际化道路上的里程碑。以上 3 个观测时期的脉冲响应如图 5 所示。

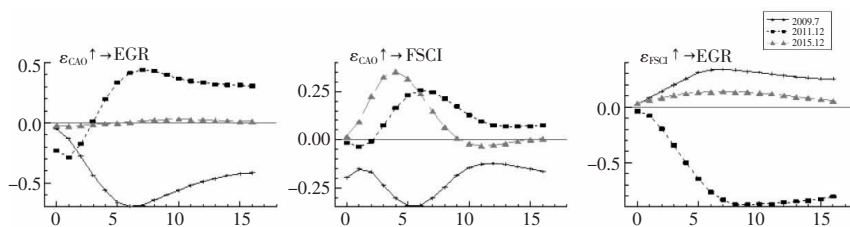


图 5 不同观测时期脉冲响应结果

(1) 资本账户开放—经济增长。图 5 的第一幅图

与图 4 的第一幅图相对应，2009 年 7 月时，资本账户开放处于初期阶段，此时经济增长的脉冲响应显著为负；2011 年 12 月，经过一系列配套改革措施的落地，资本账户开放对经济增长的影响虽然在滞后 0 至 3 期内为负，但中长期内体现为显著的促进作用；2015 年 12 月，随着资本账户的进一步开放，资本账户开放对经济增长的作用程度已经接近于 0，说明此时进一步开放资本账户已经不能有力地推动经济增长。

(2) 资本账户开放—金融稳定—经济增长。图 5 的第二幅图则对图 4 的第二幅图形成良好的补充说明，2009 年 7 月资本账户开放导致金融收缩；2011 年 12 月经过相关部门对资本账户开放的大力支持，各配套金融市场改革措施逐步落实，资本账户开放导致金融扩张；2015 年 12 月，虽然资本账户开放导致金融扩张这一影响方向不变，但影响时间与 2011 年 12 月比起来更短。2011 年 12 月的响应峰值出现在滞后 6 期，而 2015 年 12 月的响应峰值出现在滞后 4 期，此后响应程度迅速减小并在 0 值附近波动，所以 2015 年 12 月时，金融体系能够更迅速地吸收资本账户开放的冲击，在短时间内恢复到稳定状态，这也说明国内金融市场得到了一定发展，深度和广度有所提高。

图 5 的第三幅图则展示了三个观测时点上，经济增长对金融稳定状况冲击的不同响应，可见不同时点金融状况对经济增长的影响方向和影响程度均不确定，这可能和中国金融市场到实体经济的传导渠道不畅有关。

六、结论与政策建议

本文选取 2007—2016 年资本账户开放程度、金融稳定状况以及经济增长率进行实证分析，从

“资本账户开放-经济增长”的总效应中分解出“资本账户开放-金融稳定-经济增长”这一分效应，从而具体分析了资本账户开放对经济增长的时变性影响。本文得到的主要结论如下。

第一，从资本账户开放对经济增长的总体影响来看，资本账户开放对经济增长的短期影响波动较大，中长期则呈现出一定的规律性。2011年以前，资本账户开放程度的提高不利于经济增长；2011年以后，资本账户进一步开放则会提振经济，但这一促进作用具有边际递减效应，在2011—2012年达到峰值，之后该正面效应逐渐减小，直至2015年接近于0。

第二，从资本账户开放对金融稳定状况的影响来看，资本账户开放对金融稳定状况的影响主要集中在中短期，且在2011—2012年间密集出台各项政策后，资本账户开放对金融稳定状况的长期冲击强度显著减弱，说明为配合资本账户开放所推出的金融市场改革的一系列政策取得一定成效，金融体系深度和广度的增加增强了金融市场吸收外在冲击的能力。

第三，从金融稳定状况对经济增长的影响来看，虽然金融扩张在短期内可能促进经济增长，但是中长期影响并不稳定，说明从金融体系传导至实体经济的渠道没有打通，这在一定程度上削弱了2011年后资本账户开放对经济增长的促进作用。

基于上述资本账户开放对金融和经济影响的实证结果，可以得到如下政策启示。

首先，资本账户开放应当与其他配套金融市场改革措施相结合，对外协同推进汇率制度改革（彭红枫等，2018），对内积极发展多层次的金融市场，提高中国金融市场的深度与广度，从而增强金融市场吸收资本账户开放等外在冲击的能力，平抑金融稳定状况的波动，为中国经济增长创造良好的金融条件。

其次，由于2011年后资本账户开放带来的经济效益越来越弱，现阶段不是加速资本账户开放进程的时间窗口。中国不应盲目效仿其他推行资本账户开放的国家或经济体，而是应当根据中国实际情况，加强对资本跨境流动的管理，审慎、渐进、可控、有序地开放资本账户。

最后，中国现阶段应当在对接金融与经济上着力，疏通金融进入实体经济的渠道，提升金融市场的传导效率，引导金融市场改革的红利释放至实体经济，确保金融市场能够切实支持实体经济发展。

（责任编辑 田 园）

参考文献：

- [1] 陈雨露，罗煜. 金融开放与经济增长：一个述评[J]. 管理世界，2007（4）：138-147
- [2] 戴淑庚，胡逸闻. 资本账户开放风险指数的构建与测度[J]. 经济与管理研究，2016，37（1）：46-54
- [3] 鄂志寰. 资本流动与金融稳定相关关系研究[J]. 金融研究，2000（7）：80-87
- [4] 郭桂霞，彭艳. 我国资本账户开放的门槛效应研究[J]. 金融研究，2016（3）：42-58
- [5] 金雪军，钟意. 汇率波动影响金融稳定的传导机制研究[J]. 浙江大学学报（人文社会科学版），2013，43（2）：59-73
- [6] 雷文妮，金莹. 资本账户开放与经济增长——基于跨国面板数据的研究[J]. 国际金融研究，2017（1）：59-67
- [7] 李成，白璐. 资本项目开放、金融风险传导与危机临界点预测[J]. 金融论坛，2013，18（4）：3-8+65
- [8] 李丽玲，王曦. 资本账户开放、汇率波动与经济增长：国际经验与启示[J]. 国际金融研究，2016（11）：24-35
- [9] 彭红枫，肖祖沔，祝小全. 汇率市场化与资本账户开放的路径选择[J]. 世界经济，2018，41（8）：26-50
- [10] 唐琳，谈正达，胡海鸥. 基于MS-VAR的“三元悖论”约束及对经济影响研究[J]. 国际金融研究，2015（9）：35-44
- [11] 王锦慧，蓝发钦. 资本账户开放与经济增长：文献综述[J]. 经济评论，2006（6）：140-146
- [12] 王雪峰. 中国金融稳定状态指数的构建——基于状态空间模型分析[J]. 当代财经，2010（5）：51-60
- [13] 余永定. 寻求资本项目开放问题的共识[J]. 国际金融研究，2014（7）：3-6
- [14] 张春生，梁涛，蒋海. 我国资本项目的开放条件成熟了吗——基于金融市场的分析[J]. 经济学家，2017（1）：88-96

- [15] 中国人民银行调查统计司课题组, 盛松成. 我国加快资本账户开放的条件基本成熟[J]. 中国金融, 2012 (5): 14-17
- [16] 庄起善, 张广婷. 国际资本流动与金融稳定性研究——基于中东欧和独联体国家的比较[J]. 复旦学报 (社会科学版), 2013, 55 (5): 94-107+157-158
- [17] Aizenman J, Sengupta R. Financial Trilemma in China and a Comparative Analysis with India[J]. Pacific Economic Review, 2013, 18 (2): 123-146
- [18] Bussière M, Fratzscher M. Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain? [J]. Review of International Economics, 2008, 16 (1): 69-95
- [19] Edison H J, Klein M W, Ricci L A, et al. Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis[J]. IMF Economic Review, 2004, 51 (2): 220-256
- [20] Edison H J, Levine R, Ricci L, et al. International Financial Integration and Economic Growth[J]. Journal of International Money & Finance, 2002, 21 (6): 749-776
- [21] Goodhart C, Hofmann B. Asset Prices, Financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy[J]. Proceedings, 2001, 114 (2): 198-230
- [22] Hamdaoui M, Zouari A, Maktouf S. The Effect of Financial Liberalization on Banking Sector Stability[J]. International Review of Applied Economics, 2016, 30 (5): 1-24
- [23] Henry P B. Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices[J]. The Journal of Finance, 2000, 55 (2): 529-564
- [24] Klein M W, Olivei G P. Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth[J]. Journal of International Money & Finance, 2008, 27 (6): 861-875
- [25] Lopes T H C R, De Jesus C S. Financial Liberalization and Economic Growth[J]. Journal of Economic Studies, 2015, 42 (2): 207-223
- [26] Nakajima J. Time-Varying Parameter VAR Model with Stochastic Volatility: An Overview of Methodology and Empirical Applications[J]. Monetary and Economic Studies, 2011, 29 (11): 107-142
- [27] Quinn D. The Correlates of Change in International Financial Regulation[J]. American Political Science Review, 1997, 91 (3): 531-551
- [28] Stiglitz J E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability[J]. World Development, 2000, 28 (6): 1075-1086

Abstract: This article analyzes how capital account liberalization affects financial stability and economic growth from 2007 to 2016 in China. Regarding the gross effect on economic growth, the short-term shocks of capital account openness fluctuate markedly, while the intermediate and long term impacts change from negative to positive with decreasing marginal effects. As for the liberalization's influence mechanism on economic growth through financial stability, the financial markets react more rapidly to the shocks of capital account openness, which indicates that the series of financial market reforms strengthen the capability of the financial system to absorb the external disturbance; However, the influence of financial stability on economic growth is unstable after 2011. Though the expansion of the financial condition leads to a higher economic growth rate in the short run, it is not necessary to have such effects in the medium and long run, which to some extent weakens the enhancement of economic growth. The empirical results reveal that rather than accelerating the liberalization of financial account at present, China should firstly dredge the channels between the financial system and the real economy and improve the transmission efficiency of financial markets.

Keywords: Capital Account Liberalization; Financial Stability; Economic Growth; TVP-VAR