

论资本账户开放的动态条件*

朱云高

(复旦大学经济学院,上海 200433)

摘要:现有文献提出的资本账户开放所必要的条件大多是强调资本账户开放之前经济运行应该是稳健的,而忽视了资本账户开放对经济运行的影响。因此,这种分析范式存在很强的误导性,不利于人们正确认识资本账户开放的风险和应该具备的条件。文章强调了资本账户开放对经济运行的影响,并在此基础上提出了国际收支结构可维持性是资本账户开放的核心条件。

关键词:资本账户开放;国际收支结构可维持性;动态条件

中图分类号:F832.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)10-0041-10

资本账户开放所带来的风险可能会给开放国带来严重的灾难性后果,因此资本账户开放需要一些条件才能避免这些后果。究竟需要哪些条件一直成为理论界和政策制订者们十分关注的话题。现有文献关于资本账户开放条件的分析仅仅关注静态条件,而没有发现资本账户开放的风险究竟在何处。资本账户开放能否成功,关键不是开放之前做了什么,而是开放之后做了什么。本文认为,资本账户开放能够促进一国内外均衡目标的同时实现才是资本账户开放的核心条件。

一、资本账户开放条件的简要述评

有关资本账户开放条件的文献可谓汗牛充栋,在此仅对一些具有代表性的国内外文献进行简单的综述。

在国际上,Benu Schneider(2000)基于国别经验,总结了发展中国家资本账户开放的前提条件,涉及财政的稳固、通货膨胀、金融部门的改革、货币政策、汇率政策、经常账户收支、外汇储备、金融部门的审慎性要求(Prudential Norms)、监管(supervision)、降低关税壁垒和多元化的出口等。

收稿日期:2004-06-10

基金项目:教育部人文社会科学研究基金“十五”规划项目(01JB790008)

作者简介:朱云高(1977-),男,安徽天长人,复旦大学经济学院博士生。

在国际货币基金组织主持的“资本账户自由化的有序路径”研讨会上,大家一致同意,资本账户自由化的先决条件主要包括:(1)一个健全的宏观经济政策框架,特别是货币政策和财政政策同所选择的汇率制度相容;(2)一个强有力的金融制度,包括已经改善的监督和谨慎性监管,它涵盖资本的充分性、贷款的标准、资产评估、有效的贷款回收机制、透明性、信息披露和会计标准,以及能够确保资不抵债的机构能够得到处理的规定;(3)一个有力和有自主权的中央银行;(4)及时、准确和综合性的信息披露,包括中央银行关于外汇储备和远期交易信息的披露(IMF Survey, 1998)。

印度储备银行(Reserve Bank of India, 1997)在分析了马来西亚、阿根廷、新西兰、印度尼西亚、智利、墨西哥、泰国、菲律宾、南非和韩国等10国资本账户开放过程后,总结了开放的前提条件,其中关键的指标有稳固的财政、可控的通货膨胀和强健的金融部门,同时认为一些重要的宏观经济指标也应强调,如汇率政策、国际收支平衡表和充足的外汇储备。

国内学者对我国人民币可兑换的条件进行了大量的早期研究。吴晓灵(1997)认为人民币资本账户开放应具备健全的财政体制、灵敏的微观活动主体、内外资金融机构的同等税负、健全的金融体系和强有力的金融监管等四项条件。姜波克(1999)将人民币自由兑换的一般条件总结为:稳定的宏观经济状况、一定的发展水平(经济规模和竞争力)、国内金融体系的深化、微观经济主体的塑造、高效稳健的金融监管、合适的汇率制度和汇率水平、外汇短缺的消除和可维持的国际收支结构、合适的货币自由兑换的顺序等八项条件。

我们认为现有的文献为资本账户开放所设置的条件存在以下缺陷:一是条件太多,难分主次,几乎将所有有关的经济条件(甚至包括政治稳定等非经济条件)都包括在内了,这对于那些想要开放资本账户的国家,特别是发展中国家来说根本不具有可操作性。二是条件太苛刻,如稳健的金融体系和稳定的宏观经济环境等,这些条件即使对于那些已开放资本账户的发达国家来说也是很困难的,发展中国家很难实现。因此,这些条件除了少数的发达工业化国家外,几乎没有国家能够满足。这些条件的提出,其实不利于人们认识资本账户开放究竟需要哪些条件,反而可能会产生误导作用。三是这些条件的提出大多具有随意性,缺乏一个严密的理论体系。正如李山等人(2001)所说的,我们“应该看到,与其他经济理论分支相比,有关资本自由流动的成本与利益的理论还处于非常原始的阶段,严谨的理论分析及经验研究仍然很缺乏……经济学家们有关资本自由流动的大多数论述,或者是基于对自由市场经济制度的信念,或者是基于对实际经济运行的表面观察。”

二、资本账户开放的动态特征分析

有效防范资本账户开放的风险是人们提出各种条件的初衷,但是这些条

件的设置不应该是静态的。资本账户的开放会改善一国经济运行状况,如促进经济增长、提升金融体系的效率等,从而有效防范开放资本账户带来的风险。也就是说,一国在资本账户的开放过程中就可以防范资本账户的风险,而不需要事先就强调防范风险的种种条件。因此,关键的问题不在于资本账户开放之前做了什么,而是资本账户开放之后做了什么^①。

(一)资本账户开放与宏观经济管理:理论分析

Bartolini和 Drazen(1997)强调了资本账户开放所具有的信号传递功能。考虑一个政府,它能够从包括对资本征税等几个不同的来源筹集财政收入。如果政府预计从其他来源筹集财政收入受到限制的话,那么它就十分依赖对资本征税。为了确保财政收入的稳定,政府就会实行资本管制,避免资本外流而削弱税基。相反,那些财政收入不依靠资本征税的政府,就没有这种担忧,可以实行资本自由流动。因此,外国投资者预测到这一点,认为资本账户开放的国家不仅仅现在的经济政策是有利于他们的,而且未来的政策也是如此,所以资本将会大量流入,这样反过来又会扩大政府的税基。因此,资本账户开放具有传递政府未来经济政策走势的信号功能。

其实,如果政府能够预料到资本账户开放所具有的这种信号传递功能,那么就会产生约束自身行为的激励,避免采取那些可能导致宏观经济不稳定的政策,诸如财政赤字、通货膨胀。在资本管制的情况下,政府有积极性去创造通货膨胀,以获得更多的收入;但是在资本账户开放的情况下,政府如果采取通货膨胀政策,就会导致资本外逃和货币替代,政府的财政收入可能并不因为通货膨胀税的获得而增加,反而可能会减少。所以政府理性的做法就是不采取通货膨胀政策。Gruben和 McLeod(2002b)的实证研究表明,资本管制的放松和通货膨胀之间成反向变动关系,完全的资本管制放松将使得通货膨胀平均下降3%~6%(Gruben和 McLeod,2002a)。Stanley Fischer(1998)就认为,“国际资本自由流动对宏观经济政策、银行体系的稳健和经济政治发展高度敏感。因此,市场力量对宏观经济政策具有约束效应。”

(二)资本账户开放与财政赤字的关系:实证检验

具有稳健的财政预算一直被认为是资本账户开放的一个重要前提。如果一个国家出现巨额的财政赤字,为弥补这些赤字而出现的赤字货币化就会导致通货膨胀的产生,而通货膨胀又会降低资产收益率,从而导致资本大量的外逃,货币危机和金融危机就会爆发。另外,通货膨胀会导致实际汇率升值,恶化经常账户。因此,财政赤字成为资本账户开放下的金融危机预警指标之一。

但人们经常忽略了资本账户开放可能对财政赤字的影响。如英国在1979年废除了剩余的资本管制措施后,财政状况由1978年的赤字占GDP比重的5.32%变为1988年的盈余占GDP的1.22%。Kim(2000)在1959年至1989年的50个工业化国家和发展中国家以及1951年至1990年的20个

OECD 国家的两组数据基础之上,对资本账户开放与财政平衡状况进行了系统的实证检验,结果表明:即使是最保守的估计,在其他条件相同的情况下,如果资本账户的开放是外生的话,那么财政赤字占 GDP 的比重将下降 2.275%。从中可以看出,资本账户开放对财政纪律具有很强的约束作用。因此,在资本账户开放初期尽管存在财政赤字,但可能对资本账户开放的持续性不会造成很大的负面影响,关键是开放后财政赤字应该是减少的。相反,即使开放初期财政赤字很小,甚至是盈余的,如果开放后,财政状况出现恶化,资本账户开放仍然不会持续。

(三)资本账户开放与金融体系的发展:经验总结

资本账户的开放对金融业的发展具有非常大的促进作用。衡量金融发展的指标主要有私人信贷占 GDP 的比重和股票市场交易额占 GDP 的比重。资本账户的开放,一方面可以增加开放国的资本供给;另一方面国际投资者为分散风险会增加对开放国资产的需求。表 1 反映了发展中国家的资本账户开放和国内金融发展的相关性。当发展中国家开放资本账户之后,私人信贷占 GDP 的比重增加 19 个百分点,股票交易额占 GDP 的比重几乎增加一倍。因此,资本账户开放对金融深化具有非常显著的推动作用。

表 1 发展中国家的资本账户开放和国内金融发展

	总体开放 ^a	FDI 开放 ^a	证券投资开放 ^a
私人信贷占 GDP 的百分比的增加	19 ^b	15	12 ^b
股票交易额占 GDP 的百分比的增加	90 ^b	86	40 ^b

注:a. 总体开放指标是指 FDI 存量和证券投资存量之和占 GDP 之比。FDI 开放指标是指 FDI 存量占 GDP 之比。证券投资开放指标是指证券投资存量占 GDP 之比。此处的总体开放、FDI 开放和证券投资开放指标分别增加 40%、30% 和 10%,相当于开放和封闭的发展中国家的相应存量平均值间的差。

b. 表示在 5% 的置信区间水平上显著。

资料来源:IMF:世界经济展望(2001 年 10 月),第 141 页。

资本账户开放是否能够提高金融体系的竞争力呢?我们以英国为例进行分析。英国金融业虽然历史悠久,但到 20 世纪下半叶却因政府的管制过度而日渐萎靡。自 20 世纪 80 年代起,英国彻底废除了资本和外汇管制,同时开放金融市场和金融服务。结果英国的金融机构纷纷被兼并收购,但正因为如此,英国成功地吸引了美国和欧洲大陆的金融机构来英国安家落户,全面参与了英国金融市场的发展,提高了金融体系的效率,从而巩固了伦敦作为国际金融中心的地位(胡祖六,2003)。因此,资本账户开放可以提高国内金融体系的效率。

通过上面的分析可以看出,现有文献关于资本账户开放条件的论述具有很强的误导性,他们并没有发现资本账户开放的风险究竟在何处。现在人们提出的各种静态条件大多是基于资本管制下经济运行机制考虑的,而没有考虑到资本账户开放会改变经济运行机制,这种情况类似于“卢卡斯批判

(Lucas' critique)”。对于成功的资本账户开放来说,事先的各种条件并非关键,关键的是资本账户开放对内外均衡目标同时实现的影响。国际金融学是“从货币金融角度研究开放经济下内外均衡目标同时实现问题的一门学科”(姜波克,1999),资本账户开放作为国际金融学的重要内容,其研究理应遵循这种分析范式。因此,资本账户开放的动态条件强调的就是资本账户开放应该能够促进内外均衡目标的同时实现。

三、资本账户开放的核心条件:国际收支结构可维持性

成功的资本账户开放需要条件,但目前这些条件都是根据资本管制下经济运行机制提出的,无法有效防范资本账户开放带来的风险。如果资本账户开放不能促进内外均衡目标的同时实现,那么即使在资本账户开放之前经济运行的各种指标非常好,也没有多大的意义。下面来分析一下内外均衡的含义。内部均衡是指物价稳定、经济增长和充分就业。鉴于经济增长和充分就业之间具有一致性,人们通常定义内部均衡为“无通货膨胀的充分就业”,但这种定义对于发展中国家来说并不适宜。我们认为,内部均衡应该包括物价稳定、经济增长和经济增长效率的提高,在此,我们非常强调经济增长效率的提高。发展中国家的经济增长往往是属于粗放型增长,是要素投入驱动的,能否实现由粗放型向集约型转变是判断内部均衡实现的重要标志。克鲁格曼(1994)曾认为东南亚国家经济增长是建立在要素投入基础上的,因而预测这种经济增长方式是不可维持的,后来的情况证实了他的预言。外部均衡是指国际收支是否能够平衡。“内外均衡目标的同时实现”就是我们提出的国际收支结构的可维持性概念(姜波克、朱云高,2004)。

(一)国际收支结构的可维持性概念

虽然国际收支结构可维持性的概念我们先前已经提出,但是在此我们将对该概念给出一个更加准确的定义。所谓国际收支结构可维持性是指如果国际收支平衡和当前实现内部均衡的政策是一致的,这种国际收支结构就是可维持的。反之,如果国际收支平衡要求为实现内部均衡目标而采取的现行政策作一个急剧的变化(如本币急剧的贬值或强烈的需求紧缩政策等),那么这样的国际收支结构就是不可维持的。在该定义中,我们关注的国际收支平衡并不要求总量上每年都达到平衡,而是国际收支内部的结构能否保持协调和平衡的趋势。因为如果内部结构不平衡的话,即使当前能够实现国际收支的平衡,那么在以后的年份国际收支仍可能会恶化,所以我们非常重视国际收支的内部结构。

在此,我们需要注意:一是可维持性和可清偿性的联系和区别。可清偿性是指当前经常账户赤字(也包括即将出现的赤字)可以被未来的经常账户盈余弥补。但可维持性比可清偿性更进一步,强调了当前政策是可持续的。显然,

可维持性概念包含的约束性更强些。二是可维持性和内外均衡的关系。一个经济的内部均衡实现在短期内需要政策调控才能完成,所以为了保持内部均衡的实现,宏观经济政策会做出相应的调整。因此,“现行的政策状况”是不可能延续下去,随着经济形势的变化,宏观经济政策会发生改变。因此,我们强调国际收支平衡和当前实现内部均衡的政策应该是一致的,这样才能实现国际收支结构的可维持性。反之,如果国际收支平衡要求为实现内部均衡目标而采取的现行政策作一个急剧的变化,否则通过危机的形式来强行实现,那么这样的国际收支结构就是不可维持的。

我们认为,国际收支结构的可维持性就是资本账户开放的核心条件。那么国际收支结构的可维持性如何实现呢?或者说,国际收支结构的可维持性有哪些实现机制呢?下面对此进行详细分析。

(二)国际收支结构可维持性的实现机制分析

研究如何促进内外均衡目标同时实现的机制才是保持国际收支结构可维持性的关键所在。下面就分析资本账户开放对内部均衡(经济增长和通货膨胀)和外部均衡的影响机制。

1. 资本账户开放与经济增长。资本账户开放可以使得开放国利用外国的经济资源,从而提高经济增长速度。根据新古典经济增长模型,一国的经济增长取决于资本、劳动和技术进步。对于发展中国家来说,资本短缺是严重制约经济快速增长的瓶颈,通过资本账户开放,利用外国资本,从而可能增加本国的资本积累。亚洲“四小龙”的经验也表明国际资本对经济增长的贡献是非常高的(见表2)。因此,目前人们主要关注外资的进入可以带来先进的技术、管理经验等提高经济增长效率。但我们认为除此之外,通过资本账户开放来优化金融结构是提高经济增长效率的另一个重要途径。

表2 亚洲“四小龙”经济起飞阶段 GDP 增长的要素贡献分析 单位:%

时间/要素贡献率	GDP 增长率	国内资本	国际资本	劳动力	技术进步	
韩国	1970—1975	9.5	1.9	0.7	2.3	4.6
	1975—1980	7.6	2.8	0.9	1.9	2.0
	1970—1980	8.5	2.2	0.7	2.2	3.4
台湾	1970—1975	8.8	2.1	1.0	1.5	4.2
	1975—1980	10.2	2.6	0.7	1.7	5.1
	1970—1980	9.5	2.5	0.8	1.6	4.6
香港	1970—1975	6.9	3.6	0.9	1.7	0.7
	1975—1980	12.7	5.2	0.9	2.6	4.0
	1970—1980	9.8	4.5	0.9	2.2	2.4
新加坡	1970—1975	9.5	5.0	1.8	1.6	1.1
	1975—1980	8.7	4.4	1.4	1.8	1.1
	1970—1980	9.1	4.8	1.3	1.8	1.2

资料来源:赵春明:《亚太地区经济发展多元化研究》,第227页,北京师范大学出版社1995年版。

根据 Levine(1997)的分析,金融体系具有五项基本功能,即动员储蓄、配置资源、监督经理人员并实施联合控制、改善风险管理和便于商品、劳务与契约的交易。金融机构和金融市场作为金融体系的两个重要组成部分,互相补充,共同实现这些功能。其中金融机构在动员储蓄、配置资源和便于商品、劳务和契约的交易方面具有优势,而金融市场在监督经理人员并实施联合控制和改善风险管理功能上具有相对优势。为了适应不同的经济发展阶段,金融体系的功能,即为经济发展提供的服务也应该处于不断的变化之中,这就要求各种金融工具的比重,即金融结构发生变化。各种金融工具和金融机构之间存在着互补性,过分强调哪一种金融工具或金融机构都不利于金融体系整体功能的发挥。

尽管美国被认为是市场主导体系的代表,但根据米什金(1998)的分析,“间接融资,即有金融中介机构参与其间的融资,比起直接融资,即工商企业在金融市场上直接从贷款者处借款的融资,其重要性要大出数倍。”“银行是工商业外源融资最重要来源。”这并不仅仅说明银行业的重要性,而是说银行即使在市场主导的体系中也是重要的,它们会形成互补。对于我国来说^⑨,银行体系占主导地位,而未能充分发挥金融市场的比较优势,这就是金融体系出现大量不良资产、资源配置效率低下的根本原因所在。以不良贷款率来看,我国四大国有银行 1997 年至 2002 年分别为 24%、35%、39%、29%、25%和 26%(施华强、彭兴韵,2003)。因此,通过资本账户开放来优化金融结构,具体来说就是提高直接融资在融资体系中的比重,充分利用资本市场所提供的金融服务功能来提高资源配置效率。

2. 资本账户开放与通货膨胀。在资本账户开放程度不高的情况下,许多经历高通货膨胀的国家为了增加低通货膨胀的信誉度,往往会选择钉住那些低通货膨胀的国家,如美元。根据相对购买力平价, $\pi - \pi^* = Ee$,在固定汇率制下,汇率不发生变动,所以本国通货膨胀率与外国通货膨胀率相等。但在资本账户开放条件下,固定汇率制作为名义锚容易受到攻击,如 Obstfeld(1996)就对其中的攻击机制给出了一个精彩的分析。

我们认为,固定汇率制度并不适宜作为资本账户开放下的名义锚,而通货膨胀目标制则适合作为名义锚。这是因为通货膨胀目标制包含五个主要要素的货币政策战略(Mishkin, 2000):(1)公布中期通货膨胀的数值目标;(2)能够在制度上保证物价稳定是货币政策的主要目标,而其他目标都是次要的;(3)决定货币政策操作的信息,不仅来自货币供给量和汇率等变量,也来自其他的许多变量;(4)通过与公众和市场交流来提高货币政策的透明度;(5)中央银行实现通货膨胀目标的可信度不断提高。通货膨胀目标制可以避免中央银行发生时间不一致性问题,能够对各种冲击做出反应,有利于消费者和企业形成有利于降低通货膨胀的预期。因此不仅许多发达国家,如英国,而且大量的新兴

市场国家在资本账户开放后也采用这种货币政策战略。

3. 资本账户开放与经常账户的竞争力。国际收支结构可维持性十分强调未来的经常账户应该具有国际竞争力,从而产生盈余以弥补当前的商品、服务贸易赤字和未来的投资收入账户赤字^①。那么如何利用资本账户开放来提高未来经常账户的竞争力就显得非常重要。而过去人们用来反映国际收支平衡状况的指标包括经常项目逆差与 GDP 之比、外汇储备与短期债务之比等,显然这些指标并没有揭示出国际收支问题的本质。

发展中国家利用资本账户开放来提高未来经常账户的竞争力的途径之一就是实施动态比较优势战略,具体来说,虽然当前劳动密集型产业具有比较优势,但也应该规划利用资本账户开放引进的资本和技术来发展资本密集型和技术密集型产业^②。我们把传统的将要素禀赋结构看作是固定的、并在此基础上确定贸易结构的观点,称为静态比较优势理论,这种观点强调当前的贸易结构要与当前的要素禀赋结构相一致。而那种认为要素结构会不断发生变化,并且这种变化是内生于现在所选择的贸易结构,然后在此基础上确定贸易结构的观点为动态比较优势理论。

需要注意的是,由于一个国家实施静态比较优势战略,随着时间的推移,要素禀赋结构也会发生变化,进而导致贸易结构发生相应的改变,这种观点有时也被称为动态比较优势理论,但实际上仍然是静态比较优势理论的翻版,与我们所讲的动态比较优势的内涵是完全不同的。实施动态比较优势战略成功的例子就是日本。日本于 1963 年确立了优先发展重化工业的战略方针,当时日本国内的资源禀赋却是劳动密集型的。因此,日本政府进行了干预,除了给予大的制造企业以直接补贴外,还实行了工资和租金的双重价格体制(Blumenthal Tuvia,1980)。显然,大企业的工资和租金水平是扭曲的,偏离了市场价格水平和资源禀赋结构。这说明了当时日本政府实施的战略是违背静态比较优势的,政府通过对大企业的资金使用给予支持和补贴的方式实施了动态比较优势战略。因此,日本在 20 世纪 60 年代并没有实施静态比较优势战略,而实际上采用的是动态比较优势战略。事实已经证明,日本实施的动态比较优势战略是成功的。尽管静态比较优势战略的实施可能符合短期的利益,但在长期内,动态比较优势战略将更有利于一个国家的利益。

四、小 结

通过对目前各种对资本账户开放条件的分析,我们发现人们往往比较关注的是如何充分利用资本账户开放带来的资本、技术和先进的管理经验等,并且如何有效防范资本账户开放可能产生的冲击和不利影响。我们认为,这种分析范式并没有正确认识到资本账户开放的风险本质,即资本账户开放可能不利于促进内外均衡目标的同时实现。资本账户开放会改变经济运行机制,

而在一个新的经济运行机制之下,事前设置的各种条件往往没有多大的意义。所以,降低资本账户开放的风险,关键是创造各种条件使资本账户开放能够促进内外均衡目标的同时实现,也就是说,保持国际收支结构可维持性才是资本账户开放的核心条件。

* 感谢导师姜波克教授的悉心指导,在此谨表谢忱。当然,文责自负。

注释:

- ①当然,我们也认为开放之前的一些初始条件是必要的,但不像现有文献所强调的那么多和那么苛刻,我们更看重的是开放后怎么做。
- ②卢卡斯(1976)在批判用于分析宏观经济政策效果的传统计量模型时指出,当宏观经济政策改变时,经济主体的预期会发生改变,因而他们的行为方式也会相应发生改变,对于反映人们经济行为方式的计量模型来说,就表现为各种参数在宏观经济实施前后是不一致的,因此传统的计量模型是无效的。
- ③大多数发展中国家的金融体系与我国的情况类似,都是银行占绝对的比重。
- ④投资收入账户与职工报酬账户一起构成经常账户的二级账户——收入账户。投资收入账户反映了直接投资、证券投资和其他投资的收入。由于在资本账户开放之后,会出现大量的资本流入(包括直接投资、证券投资和其他投资),经过一段时期,各种资本的本息会返回,因此投资收入账户就会出现赤字,需要商品和服务贸易盈余来弥补。
- ⑤日本于20世纪60年代实施的动态比较优势战略主要依赖于要素扭曲政策,这与日本当时仍然处于资本管制阶段有关。如果一国资本账户开放的话,就可以充分利用开放的有利条件来实施动态比较优势战略。

参考文献:

- [1]Bartolini, Leonardo, Allan Drazen. Capital account liberalization as a signal[J]. American Economic Review, 1997,87,1 (March): 138~154.
- [2]Benu Schneider. Issues in capital account convertibility in developing countries[R]. Overseas Development Institute, London,2000.
- [3]Blumenthal, Tuvia. Factor proportions and choice of technology: The Japan experience [J]. Economic Development and Cultural Change,1980, Vol. 28(3):547~559.
- [4]Fischer, Stanley. Capital account liberalization and the role of the IMF[A]. Should the IMF pursue capital account convertibility? [C]. Princeton: Princeton University Press, 1998:1~10.
- [5]Gruben, McLeod. Capital account liberalization and inflation[J]. Economics Letters, 2002a, 77:221~225.
- [6]Gruben, McLeod. Capital account liberalization and disinflation in the 1990s[R]. Federal Reserve Bank of Dallas,2002,(6).
- [7]Gupta, Abhijit Sen. Capital account openness and inflation[R]. Working Paper, University of California at Santa Cruz,2003.
- [8] International Monetary Fund. IMF Survey[Z]. Washington, D. C,1998, Vol. 27, No. 6.
- [9]Levine Ross. Financial development and economic growth: Views and agenda[J]. Jour-

- nal of Economic Literature, 1997, Vol. 35: 688~726.
- [10] Mishkin, Frederick S. Inflation targeting in emerging countries[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 105~109.
- [11] Obstfeld, Maurice. Models of currency crises with self-fulfilling features[J]. European Economic Review, Vol. 40 (April 1996): 1037~1047.
- [12] Reserve Bank of India. Report of the committee on capital account convertibility[R]. Reserve Bank of India, 1997.
- [13] Woo Chan Kim. Does capital account liberalization discipline budget deficit[R]. School of Public Policy and Management, KDI, 2000.
- [14] 胡祖六. 资本账户自由化与资本市场的发展[N]. 经济观察报, 2003, (2~3).
- [15] 姜波克. 国际金融学[M]. 北京: 高等教育出版社, 1999.
- [16] 姜波克, 朱云高. 资本账户开放: 一种基于内外均衡的分析框架[J]. 国际金融研究, 2001, (4).
- [17] 李山, 李稻葵, 朱天. 中国应否允许国际资本自由流动? [J]. 国际经济评论, 2001, (4).

On the Dynamic Conditions for Capital Account Convertibility

ZHU Yun-gao

(School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: Whether capital account convertibility (CAC) is successful or not does not depend on what has been done before CAC, but what will be done after CAC. Current literatures on the necessary conditions for CAC always emphasize that economy should be healthy before CAC, but neglect the dynamic impacts which CAC will have on economy. So, this paradigm is misleading, and is inadequate for people to realize the risks of CAC and its necessary conditions. The paper emphasizes the impact of CAC on economic operation, on which basis it points out that the sustainability of structure of balance of payments is the core condition for CAC.

Key words: capital account convertibility; the sustainability of structure of balance of payments; dynamic conditions