

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 15620141152045

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

资本项目开放程度对货币危机的影响研究 ——基于中国及 OECD 国家数据的实证分析

Study on Degree of Capital Account Liberalization Impact on Currency Crisis ——Empirical Analysis Based on Data from China and OECD Countries

张璐艺

指导教师姓名: 朱孟楠 教授

专业名称: 国际金融学

论文提交日期: 2017 年 月

论文答辩时间: 2017 年 月

学位授予日期: 2017 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 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

中国自加入 WTO 后，不断提高国内金融全球化及经济发展的速度。而“逐步实现资本项目可兑换”也被作为中国政府深化金融改革、完善宏观调控体系的目标之一。近年来，我国致力于不断推进资本项目开放程度，其可自由兑换的程度已经显著提高。尤其是 2009 年人民币正式成为跨境贸易结算货币，这必然会诱发一系列问题，如国内企业境外筹资的人民币如何回流、境外银行和企业持有的人民币缺乏投资机会等，从而倒逼中国资本项目进入加速开放的进程，RQFII、RQDII 制度安排，股票市场的沪港通、深港通等等。

本文基于人民币资本项目开放进程不断推进的背景，首先对资本项目开放和货币危机之间的传导机理进行理论性分析，其次运用 MS-VAR 方法构建货币危机研究模型，最后运用大量历史月度数据对中国资本项目开放程度对货币危机影响进行实证分析。研究表明：整体而言，资本项目开放程度与货币危机正相关，随着风险程度的增加，资本项目开放对货币危机的影响越强烈，但在低风险条件下，适度扩大短期资本开放程度有助于降低货币危机压力。样本期内我国市场大部分时间都处于低度和中度风险状态，处于高度风险状态的时间较短，这种现象和中国经济整体运行情况基本符合。此外，货币危机发出高风险预警信号的期间，大多伴随着利率汇率的大幅波动、快速频繁的资本流动以及 FDI 和外债余额的急剧增长，表明资本项目开放存在较高的风险隐患。后为获取可供借鉴的国际经验，将样本范围扩大至 OECD 国家，通过对 OECD 国家的数据采用门限回归方法，对资本项目开放程度的规模指标和期限结构指标分别进行门限回归，以确定资本项目开放程度的国际经验门限值：（1）当资本项目开放期限结构指标小于-16.1350 时，资本项目开放规模指标越高将对货币危机有正向诱导作用；当资本项目开放期限结构指标在 $[-16.1350, -12.0417)$ 区间时，资本项目开放程度对于货币危机没有显著影响；当资本项目开放期限结构指标大于-12.0417 时，这意味着资本项目开放规模指标越高反而将对货币危机有抑制作用。（2）当资本项目开放规模指标小于 0.4583 时，资本项目开放期限结构指标和资本项目开放规模指标都对货币危机有负向影响，提高资本项目的开放程度反而能够抑制货币危机的发生；当资本项目开放规模指标在 $[0.4583, 0.5034)$ 时，资本项目开放程度对于

货币危机没有显著影响；当资本项目开放规模指标大于 0.5034 时，资本项目开放规模指标对货币危机有正向诱导作用。最后根据得出的结论，对中国资本项目开放中如何避免货币危机提出适当的政策建议。

关键词：资本项目开放；货币危机；门限回归模型

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

China's accession to the WTO since the economic and financial globalization is also the pace of continuous speed. The Chinese government has put the "progressive realization of capital account convertibility" as one of the goals of deepening the financial reform and perfecting the macro-control system. In recent years, in order to meet the needs of economic development and reform and opening up, in the process of continuing to open up the capital account, the degree of free convertibility has been significantly improved. In 2009, the RMB became a cross-border trade settlement currency, which would inevitably lead to a series of problems, such as how to refrain the RMB financing of domestic enterprises, the lack of investment opportunities for foreign banks and enterprises held by overseas banks, and thus forced China's capital projects to accelerate Open process, RQFII, RQDII institutional arrangements, Shanghai-Hong Kong Stock Connect, Shenzhen-Hong Kong Stock Connect and so on. Based on the above background, how to measure the opening process of RMB capital projects in China and how to raise the possible monetary crisis of capital account opening has become one of the focuses of many scholars.

With the acceleration of economic and financial globalization, the process of RMB capital account liberalization will continue to advance. Based on this background, beginning with theoretical analysis of conduction mechanism between capital account liberalization and currency crisis, and then build a research model of currency crises by using MS-VAR model, finally using a large number of historical monthly data to conduct a comprehensive empirical test on china. The results showed that: Opening of capital account in low-risk state is conducive to the development of financial markets, but in high-risk state will contribute to the volatility of currency market, and induce the occurrence of currency crisis by the impact of short-term capital flow, capital flow reversals, exchange rate fluctuations increased and resulting in external debt dependence. Most of the time during the study period, China's

currency market is in a state of low to moderate risk, it is roughly consistent with our country economy overall situation. In addition, during the high-risk warning signals of currency crisis, mostly accompanied by interest rate and exchange rate fluctuations, fast frequent capital flows as well as the rapid growth of FDI and external debt balance, which also indicates that there is a higher risk in capital account liberalization. In order to obtain the international experience which can be used for reference, the scope of the sample is extended to the OECD countries. By using the threshold regression method for the data of the OECD countries, the structural indicators and the term indicators of the opening degree of the capital account are respectively analyzed by threshold to determine the capital account (1) When the opening term of the capital project is less than -16.1350, the higher the capital scale of the capital project will have a positive effect on the currency crisis. When the opening term of the capital account is in the $[-16.1350, -12.0417)$, the opening degree of capital account has no significant effect on the currency crisis. When the opening term of capital account is larger than -12.0417, this means that the higher the capital scale of the capital project will have the effect of suppressing the currency crisis. (2) When the opening index of capital account is less than 0.4583, the open-term structure index of capital account and the opening index of capital account have a negative impact on the currency crisis, and the opening degree of capital account can suppress the occurrence of currency crisis. When the opening scale of the capital project is greater than 0.5034, the opening index of the capital account has a positive effect on the currency crisis when the openness index of the capital account is not significant impact on the monetary crisis when the opening index of the project is $[0.4583, 0.5034)$. Finally, according to the conclusions drawn, how to avoid the currency crisis in China's capital account put forward appropriate policy recommendations. Finally, according to the conclusions drawn, how to avoid the currency crisis in China's capital account put forward appropriate policy recommendations.

Keywords: Capital Account Liberalization; Currency Crisis; PTR Model.

目录

第一章 导论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.2 研究思路与结构安排.....	2
1.3 后续研究展望.....	3
第二章 文献综述	4
2.1 资本项目开放的内涵及度量.....	4
2.1.1 资本账户的概念界定.....	4
2.1.2 资本项目开放的内涵.....	5
2.1.3 资本项目开放程度的度量.....	6
2.2 货币危机的界定、衡量及其理论模型.....	9
2.2.1 货币危机的界定.....	9
2.2.2 货币危机的衡量.....	10
2.2.3 货币危机的理论模型.....	12
2.3 资本项目开放背景下的货币危机研究.....	13
2.3.1 资本项目开放与货币危机间的关系研究.....	13
2.3.2 资本项目开放引发货币危机的机理分析.....	15
2.3.3 我国资本项目开放情况.....	18
第三章 中国资本项目开放程度对货币危机影响的实证分析	20
3.1 模型设定与指标选择.....	20
3.1.1 MS-VAR 模型构建.....	20
3.1.2 实证模型指标的选取.....	22
3.2 基于 MS-VAR 模型的实证结果分析.....	24
3.2.1 数据来源.....	24
3.2.2 指标的描述性统计.....	24
3.2.3 平稳性检验.....	26
3.2.4 模型的实证检验.....	26
3.2.5 风险状况分析.....	30
第四章 国际经验：OECD 国家资本项目开放程度对货币危机影响的实证分析	32
4.1 模型设定与指标选择.....	32
4.1.1 面板门限回归模型构建.....	32
4.1.2 资本项目开放双门限回归模型.....	33
4.2 基于门限回归模型的实证结果分析.....	35
4.2.1 数据来源与处理.....	35
4.2.2 指标的描述性统计.....	36
4.2.3 模型的实证检验.....	39

第五章 结论及政策建议.....	44
5.1 研究结论.....	44
5.2 政策建议.....	46
参考文献.....	49
攻读硕士学位期间取得的成果.....	55
致谢.....	56

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Chapter1 Introductions	1
1.1 Research background and significance	1
1.2 Research ideas and structure	2
1.3 Innovation and shortage	3
Chapter2 Review of Basic Theory and Literature Review	3
2.1 Connotation and measurement of Capital Account Liberalization	4
2.1.1 Definition of Capital Account.....	4
2.1.2 Connotation of Capital Account Liberalization.....	5
2.1.3 Measurement of Capital Account Liberalization.....	6
2.2 The Definition,measurement and theoretical model of Currency Crisis	9
2.2.1 Definition of Currency Crisis.....	9
2.2.2 Measurement of Currency Crisis.....	10
2.2.3Theoretical model of Currency Crisis.....	12
2.3 Study on the Currency Crisis under the Background of Capital Account Liberalization	13
2.3.1 Study on the Relationship between Capital Account Liberalization and Currency Crisis.....	13
2.3.2 Analysis on the Mechanism of Capital Crisis Caused by Capital Account Liberalization.....	15
2.3.3 Situation of China's Capital Account Liberalization.....	18
Chapter3 Degree of China's Capital Account Liberalization Impact on Currency Crisis	20
3.1 Model setting and index selection	20
3.2.1 MS-VAR model construction.....	20
3.2.2 Selection of Empirical Model Index.....	22
3.2 Empirical Analysis Based on MS - VAR Model	24
3.2.1Data Sources.....	24
3.2.2 Indicators of descriptive statistics.....	24
3.2.3 Stationary test.....	26
3.2.4 The empirical test of the model.....	26
3.2.5 Analysis of risk situation.....	30
Chapter 4 International Experiences:Degree of OECD Countries' Capital Account Liberalization Impact on Currency Crisis	31
4.1 Model setting and index selection	32
4.1.1 Panel threshold regression model construction.....	32

4.1.2 Threshold Regression Model of Capital Account Liberalization.....	33
4.2 Empirical Analysis Based on PTR Model.....	35
4.2.1 Data source and processing.....	35
4.2.2 Indicators of descriptive statistics.....	36
4.2.3 The empirical test of the model.....	39
Chapter 5 Conclusions and policy implications.....	44
5.1 Analysis conclusion.....	44
5.2 Policy Implications.....	46
References.....	49
Research Achievements.....	55
Acknowledgements.....	56

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

1.1 研究背景及意义

资本市场的开放是从美国开始的。为减少资本管制成本，获取资本自由流动所带来的利益，二战后美国就以对欧洲援助方式使官方资本流动迅速发展。于此同时，美国也利用发行国际债券、扩大国内商业银行的国际业务等来推进私人资本流动。此后以美国为首的其他主要工业国家也都逐步开始推动资本项目开放的进程。据国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）相关统计资料显示^①，1975年-1990年，实现资本项目开放的国家从23个不断增加到30个。尤其在1995年，所有工业化国家都放松了对资本流动的管制，与此同时部分新兴国家和地区也陆续开始开放资本账户，1995-2010年有37个新兴国家和地区相继放松资本管制。国际经验表明，资本项目开放可以使资本在全球范围内自由流动，这有利于提高资本要素的资源配置效率，可以对一国的金融发展和经济增长产生积极的促进效果。然而资本项目无序、过度的开放可能会对本国的经济环境和金融市场产生强烈冲击，造成经济严重失衡或动荡，甚至可能引发金融危机。即伴随着国际资本自由流动显著提高的有众多大规模、危害严重的货币危机和银行危机。1970-1999年，全球共爆发了货币危机79次和银行危机64次，而这也包括了有一些国家银行危机、货币危机的同时爆发。尤其在1991-2001这十年间，接连出现了欧洲货币危机（1992年）、墨西哥金融危机（1994年-1995年）、东南亚金融危机（1997-1998年）、巴西货币危机（1999年）以及阿根廷经济危机（2001年）等等。在多次的货币危机、银行危机中，货币危机的冲击尤为突出，给全球经济都带来了巨大损失。据美国联邦储备局（Federal Reserve System）公布的研究报告显示^②，1997-1998年的东南亚货币危机被称为“二战以来亚洲最严重的危机”，共导致全球投资者高达7000亿美元的损失，也给全球金融体系和世界经济力量的格局造成了强有力的打击。而20世纪末这些货币危机产生都有一个明显的共同之处，就是危机发生国都采取了大幅开放资本账户的措施后，危机随之爆发。这不禁让人思考资本项目开放与爆发货币危机之间的关系。

^① 数据来源：IMF, 全球金融稳定报告 <http://www.imf.org>

^② 数据来源：美国联邦储备局研究报告

而危机前后,全球资本流动方向和规模也大多发生异动,遭受危机的国家会重新审视资本开放的程度和速度。2008年金融危机后,资本项目开放问题再次受到重视,对资本项目实施审慎监管成为国际广泛共识。2008年金融危机后,资本项目管制程度有所加强。国际货币基金组织2015年国际汇兑报告显示,2014-2015年间,国际货币基金组织成员国共采取了289项资本管制措施,管制措施数目同比增加了15%^①。

从我国来看,自1978年改革开放之后,资本账户项目经历了一个遵循渐进、审慎开放的漫长过程,大体上经历了三个重要阶段。1979-1996年中国资本项目开放处于起步的阶段,资本项目交易规模增长迅猛,外债余额由1981年的57.98亿美元增加到1996年的1288.17亿美元,年均增速逾20%。国外直接投资由1978年的317.43增加到1996年的3635.76,年均增速超过14%^②。1997-2000年亚洲金融危机爆发,中国面临资本外逃的巨大压力,资本和金融项目差额较小。在此期间,中国对资本账户实施了较为审慎性的监管措施以维护金融安全和汇率稳定。中国2001年加入WTO后,为履行在金融业进行开放的承诺,对资本项目管理开始深入改革。改革初期,资本项目开放对中国经济发展具有重要促进作用,随着资本项目开放程度的加深,资本流动对于中国经济和金融影响的双刃剑作用愈发明显。2010年以来国际资本双向波动趋势加强。2015年以来,国际资本流出导致人民币汇率面临较大的贬值压力,2015年1月-2016年7月,人民币兑美元汇率累积贬值8.9%,资本项目开放步伐亦有所减缓^③。虽然中国尚未发生货币危机,但资本流动与人民币汇率已经出现新的变化特征,随着资本项目的进一步开放和人民币汇率变动更加具有灵活性,探讨资本项目开放是否会引发人民币汇率危机具有重要的理论和现实意义。

1.2 研究思路与结构安排

基于人民币资本项目开放进程不断推进的背景,先对资本项目开放和货币危机之间的传导机理进行理论性分析,然后结合我国资本项目开放现状和相关文献来选取资本项目开放程度和货币危机的测算指标。在实证方面先用MS-VAR方

^① 数据来源:国际货币基金组织2015年国际汇兑报告

^② 数据来源:国家外汇管理局统计数据

^③ 数据来源:国家外汇管理局年报(2015)

法构建货币危机研究模型，以期用大量历史月度数据对中国资本项目开放程度与货币危机间的关系进行总体的分析。然后扩大范围至 OECD 国家，通过对 OECD 国家的数据采用双门限回归方法对资本项目开放程度的规模指标和期限结构指标分别进行实证分析，得到对应的门限值，以期获得可借鉴的国际经验。最后根据得出的结论和相关国际经验，对中国资本项目开放中如何降低货币危机发生可能性提出适当的政策建议。

本文结构安排大致如下：

第一章为导论，简要说明本文的研究背景、研究意义和文章结构安排。

第二章为文献综述，主要介绍与资本项目、资本项目开放程度和货币危机相关的基础知识以及目前国内外关于资本项目开放下货币危机研究的主要成果，在章末再对我国资本项目开放情况做一个梳理。

第三章为实证部分，主要是基于中国的数据运用 MS-VAR 模型对资本项目开放与货币危机的关系进行实证研究，并根据实证结果对其进行分析。

第四章为国际经验部分，将研究样本范围推广至 OECD 成员国，基于 OECD 国家的数据运用面板门限回归模型，对资本项目开放程度的规模指标和期限结构指标分别进行门限回归，得到资本项目开放程度门限值和对应的区间。

第五章为结论及政策启示。

1.3 后续研究展望

本文在资本项目开放程度方面，将其分为资本项目开放的规模指标和期限结构指标来分别研究考察，是一个比较特别的地方。尤其是对于 OECD 国家的面板数据做门限回归，探讨不同区间内资本项目开放程度对货币危机的相关性，比较具有现实借鉴意义。但由于 OECD 成员国数量较多，覆盖面较广，很多小的经济体数据搜集较困难，所以在实证中有一些剔除，导致样本不是太完整，数据不够新，之后可更新数据使得更接近现在的发展状况。其次是样本数据的处理可能有一些偏差，比如中国 GDP 季度数据与月度数据间的转换。另外，国际经验借鉴部分用的是 OECD 成员国作比对，可能我国与之对标的相似性不太够，只能说将其作为一种可供借鉴的指标，待日后继续添加相似性样本进行研究分析。

第二章 文献综述

2.1 资本项目开放的内涵及度量

2.1.1 资本账户的概念界定

IMF 在 2009 年 6 月出版的第六版《国际收支手册》（简称 BPM6）中指出，我们通常把一个经济体在特定的时期内与其他经济体间的各项经济交易活动的系统记载叫做国际收支。各项经济交易活动绝大多数发生在居民和非居民间，具体包括货物、服务、收入以及对世界其他经济体的金融债权、债务的交易以及转移项目（如礼赠等）。此外还包括会计意义上用于平衡的对应分录。IMF 曾在 1948 年、1950 年、1961 年、1977 年、1993 年、2009 年先后六次修订其出版的《国际收支与国际投资头寸手册》，使各国国际收支平衡表更具有比较性。同时，IMF 在各版本中也统一规定了国际收支平衡表相关的概念、惯例、准则、标准构成和分类方法等等，不断完善，与时俱进。追溯历史，资本账户被称为资本项目，是国际收支账户中专门用于记录国际间资产所有权的流动，它被认为是一国国际收支中的重要组成部分。在 1993 年以前，国际收支主要由经常项目、资本项目、储备资产、误差与遗漏四个大项组成。在国际货币基金组织编写的 BPM5 中正式将资本项目改为“资本与金融账户”，现行最新的《国际收支手册》是第 6 版，表 1 中将《国际收支手册》原结构与 BPM6 进行了比较。

在 BPM5、BPM6 中，与原结构最大的变动就是将资本项目改为“资本与金融账户”，而资本与金融账户由资本账户及金融账户两个大类组成。资本账户是由资本转移以及非生产、非金融资产的交易构成。变化较大的是金融账户，它根据不同功能及不同投资类型，可细分为直接投资、证券投资、其他投资以及储备资产四大块。与之前结构中单纯的资本项目有较大的改动。有关国际收支具体构成的比较可见表 1-1。

表 1-1：国际收支账户构成的比较

《国际收支手册》原结构	《国际收支手册》第 6 版	我国《国际收支平衡表》
经常项目	经常账户	经常项目
货物	货物和服务	货物与服务
无形贸易（包括服务	收入	收入
和收入）	经常转移	经常转移
单方面转移（包括经常转移		
和资本转移）		
资本项目	资本与金融项目	资本与金融项目
直接投资	资本账户（资本转移及	资本项目
证券投资	非生产、非金融资产的	
其他投资	收买/放弃）	
	金融账户（直接投资、	金融项目
	证券投资、其他投资、	直接投资
	储备资产）	证券投资
		其他投资
平衡项目	误差与遗漏账户	储备资产
官方储备		误差与遗漏账户
误差与遗漏		

资料来源：IMF 及《国际收支手册》第 6 版

2.1.2 资本项目开放的内涵

对于资本项目开放这一概念的界定，国际上最为流通的定义是在 1995 年 IMF 经济会议上由 Quirk 和 Evans^[1]两位专家提出的，将资本项目开放定义为取消跨国资本交易中的控制、征税和补贴，使资本交易能够自由进行。在 2003 年 IMF 发布的《全球金融稳定报告》^[2]中又补充道：“在金融自由化改革中，一个

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 for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库