

全球智库半月谈

英国退出，是进化而非革命

区域战略挑战与东亚峰会

中国和 TPP 协定

宏观经济政策再思考：有进步还是更令人困惑

中国的资本账户开放：行为逻辑与情景分析

安倍主义的东南亚舞曲

本期编译

安婧宜

郭子睿

贺 杨

胡霄汉

李笑然

谢晨月

伊林甸甸

张 麟

张舜栋

张文豪

朱子杰

朱子阳

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室 国际战略研究组

《全球智库半月谈》是中国社会科学院副院长李扬主编的中国社科智讯数据分析报告的组成内容，由中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室和国际战略研究组为您提供。

世界经济预测与政策模拟实验室

| | | | | |
|------|------|------|-----|------|
| 主任 | 张宇燕 | | 副主任 | 何帆 |
| 首席专家 | 张斌 | 开放宏观 | | |
| 团队成员 | 刘仕国 | 欧洲经济 | 徐奇渊 | 中国经济 |
| | 吴海英 | 对外贸易 | 曹永福 | 美国经济 |
| | 冯维江 | 新兴市场 | 肖立晟 | 国际金融 |
| | 高凌云 | 对外贸易 | 熊爱宗 | 国际金融 |
| | 梁永邦 | 宏观经济 | 杨盼盼 | 国际金融 |
| | 匡可可 | 国际金融 | 魏强 | 国际金融 |
| | 茅锐 | 新兴市场 | 侯书漪 | 科研助理 |
| | 伊林甸甸 | 科研助理 | | |

国际战略研究组

| | | | | |
|------|-----|------|------|---------|
| 组长 | 张宇燕 | | 副组长 | 何帆 |
| 召集人 | 徐进 | | 协调人 | 彭成义 |
| 团队成员 | 李东燕 | 全球治理 | 袁正清 | 国际组织 |
| | 邵峰 | 国际战略 | 徐进 | 国际安全 |
| | 薛力 | 能源安全 | 欧阳向英 | 俄罗斯政治 |
| | 黄薇 | 全球治理 | 冯维江 | 国际政治经济学 |
| | 王鸣鸣 | 外交决策 | 高华 | 北约组织 |
| | 卢国学 | 亚太政治 | 王雷 | 东亚安全 |
| | 彭成义 | 中外关系 | 徐秀军 | 全球治理 |

| | | | |
|-----|------|----|---------|
| 田慧芳 | 气候变化 | 李燕 | 俄罗斯政治 |
| 任琳 | 全球治理 | 丁工 | 发展中国家政治 |
| 赵洋 | 科研助理 | 刘畅 | 科研助理 |
| 周乐 | 科研助理 | | |

联系人: 侯书漪 邮箱: iwepceem@163.com 电话: (86)10-8519 5775 传真: (86)10-6512 6105

通讯地址: 北京 建国门内大街 5 号 1543 邮政编码: 100732

免责声明:

版权为中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室和国际战略研究组所有, 未经版权所有人许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如有违反, 版权所有人保留法律追责权利。《全球智库半月谈》所编译的文章, 仅反映原文作者的观点, 不代表编者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

世界热点

关于英国退出欧盟的民调究竟告诉了我们什么 3

导读：英国退出欧盟的公投即将于今年6月正式举行，市场对公投结果自然高度关注。然而，尽管市面上有很多针对退出欧盟公投的民调，这些民调的结果却未必可靠。

英国退出，是进化而非革命 5

导读：6月23日英国即将公决是否推出欧盟，作者认为，退出欧盟是有必要的。但是仅应该从政治角度退出，在经济方面应该寻求 EEA 作为替代选择。此外，与欧盟的科学、教育等方面的合作仍然是必要的。

全球治理

区域战略挑战与东亚峰会 9

导读：南海地区的紧张局势吸引着世界的目光，也向我们揭示了如今东南亚地区大国战略利益冲突的复杂局面。如何在各方利益之间寻求平衡，建立一套能有效协调不同国家诉求的机制？作者认为，东亚峰会是我们拥有的最好的选择。

亚开行与亚投行：有条件的合作？ 12

导读：亚洲开发银行（ADB）和亚洲基础设施投资银行（AIIB）合作的限制条件是管理体制的不同，双方机构在亚投行的管理模式如何能够提供足够保障方面需要达成共识。作者指出，亚开行和亚投行之间健康的竞争并非坏事，而且还能够促进各自的改革。亚投行的存在将促进亚开行进行更广泛、更深入的改革，从而使得保障政策和项目本身都更有效率。最终，各方都将获益。

中国和 TPP 协定 16

导读：TPP 谈判虽然已经结束，但依然面临在其 12 个成员国国内的审批过程。作为世界第二大经济体，未加入 TPP 的中国应该如何应对？本文分析了中国在这一问题上主要的关注点，并给出了可能的应对策略。

经济政策

宏观经济政策再思考：有进步还是更令人困惑 19

导读：去年，IMF 召开了两年一度的“反思宏观经济政策”系列研讨会。作为会议组织者之一，本文作者回顾了当时与会者的意见，并且分析了这些政策意见的实践效果。

美联储落后于形势了吗？ 21

导读：基于一季度的宏观经济数据，市场非常关注美联储是否会在今年内二次加息。

本文作者认为，尽管美联储官员多次表示考虑在年内加息，但市场对此却倾向于不相信的态度。

聚焦中国

中国需要财政政策改革 24

导读：本文认为为了使中国的经济增长更加具有可持续性，中国需要财政政策改革。改革有四重目标分别是，平衡财政预算，纠正价格扭曲，高效使用国有资产和再平衡。然后针对这四重目标提出具体的改革路径。

中国资本账户自由化的影响 27

导读：本文预测了中国资本账户自由化之后，中国可能出现的资本流动变化。然后分析了资本账户开放带来的收益：支持经济增长，完善金融市场以及促进全球风险共享。最后，作者指出中国以及世界其他国家如何管理潜在的风险。

中国的资本账户开放：行为逻辑与情景分析 29

导读：面对目前中国经济所处的错综复杂的国内外形势，中国政府依然应该审慎渐进可控地开放资本账户，否则就可能遭遇系统性金融危机的爆发。因此，中国政府在未来的资本账户开放中仍应遵循恰当次序，加快建立宏观审慎监管框架，大力推进国内结构性改革以及建立危机预警、管理与应对机制。

战略观察

“萨德”系统对南韩邻国的影响 47

导读：美国将“萨德”系统部署在韩国的行为，引起了中国的坚决反对。本文作者站在美国的立场上，分析了中国反对部署“萨德”系统的动机和可能采取的应对措施，并对美国下一步行动提出了建议。

安倍主义的东南亚舞曲 50

导读：安倍主义作为日本对东南亚地区的战略规划，已经成为日本在东南亚地区的行动指南。历史上，日本就将注意力投向东南亚地区。随着亚太地区的日益重要和中国实力的崛起，日本再一次加大了对东南亚地区的投入，包括军事经济援助、推行安全政策合作、联合军事演习和基础设施建设。

美国的现状 52

导读：2016年3月24日美著名智库对外关系委员会网站发表文章《美国的现状》，作者对美国当前在社会、经济、政治等各方面的情况进行了分析，尤其突出对民众情绪的关注，十分宜于了解美国现时的民情社情。

本期智库介绍 54

关于英国退出欧盟的民调究竟告诉了我们什么

Stefan Gerlach /文 伊林甸甸/编译

导读:英国退出欧盟的公投即将于今年6月正式举行,市场对公投结果自然高度关注。然而,尽管市面上有很多针对退出欧盟公投的民调,这些民调的结果却未必可靠。编译如下:

随着英国退出欧盟公投日期临近,市场愈发关注最终结果可能引起的资产价格波动。如果英国决定留在欧盟,那对于英国国内资产来说无疑是利好消息。而反之,如果英国决定退出欧盟,那由此带来巨大的不确定性无疑会使英国国内资产价格面临非常不利的局面。

因此,市场对近期出炉的公投意向民调结果空前关注。但是,我们究竟能从这一民调中得知些什么?——恐怕比你想象的要少。

民意调查必须准确地反映大众的意见。但针对保留欧盟成员国地位所带来的经济利益,不同社会群体意见的差异可能非常之大。举例来说,有调查表明年长的选民更倾向于离开欧盟,并且投票率也更高。因此,如果调查不能更广泛地代表民意,那结果就可能由误导性的。

根据由《金融时报》在2010到2016年间搜集的调查数据,我们有充分理由相信,我们应该对民调结果保持谨慎。我们分析的数据包括:投票“留在欧盟”、“离开欧盟”、“尚未决定”的选民信息,以及进行这些调查的机构信息。

如下图显示,超过40%的受访者支持留在欧盟,不到40%的受访者反对留在欧盟。该调查由此认为,公投结果倾向于留在欧盟。

诚然,201个调查中的115(约57%)个都显示投票保留在欧盟的人数更多。另外15个调查(约7%)的结果则是平手。

下表则展示了这些调查样本更细节的信息。结果显示,选择留在欧盟的人稍稍领先。另外,表示尚未决定的人占到了20%。不过最重要的结果,是不同调查结果间的差异相当之大,出人意料。

图1 民意调查结果统计图

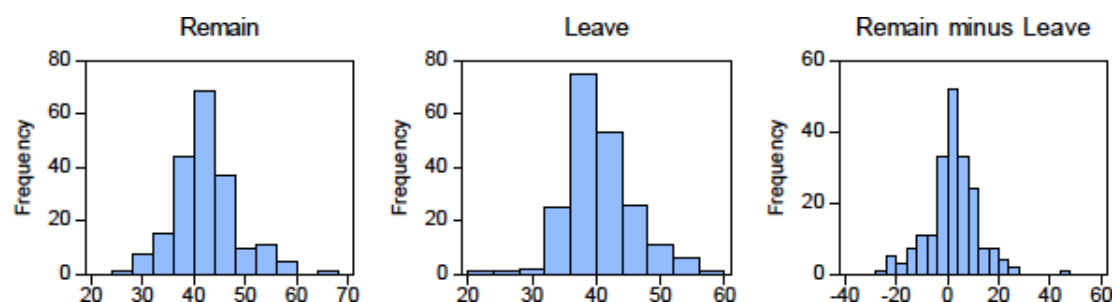


表 1 民意调查结果示意图

| | Mean (min-max range) | | |
|-----------------------|-------------------------|-----------------|----------------|
| Full sample, 201 obs. | 41.4 (24-66) | 39.9 (22-56) | 18.3 (4-40) |
| 2016, 45 obs. | 42.6 (35-55) | 39.6 (32-49) | 16.5 (4-30) |

这些调查是由 15 家机构分别进行的：它们包括 Aschcroft Polls, BMG Research, ComRes, GQRR 以及其他知名调查机构。

如果这些调查经过了精心设计，那么他们的结果就不应该取决于调查机构。因此，这些调查结果的巨大差异可能意味着，来自不同机构的调查可能存在系统性差异。如果我们对这些调查结果进行回归，并加入调查机构的虚拟变量，我们就可以通过 R 方的值来评价由调查机构带来的差异有多大。如果调查机构无关紧要，那么这套虚拟变量就应该都不显著，而 R 方也应该为 0。

然而，我们对 2016 年的数据进行回归后却发现，在投票保留在欧盟的数据当中，超过 86% 的差异都是由调查机构的不同而带来的。类似地，投票离开欧盟的数据差异则有 54% 由调查机构带来。二者相合，我们发现大约 51% 的民调结果差异都与调查机构有关！

因此，要正确地分析民调结果，我们必须考虑调查机构的差异。例如，由 Ipsos MORI 采集的数据就比平均的保留比例高出 13.8%，而由 Opinium 采集的数据则低 5.2%。我们目前还不清楚是什么引起了这一差异，但我们发现，电话访问搜集的保留在欧盟的比例要与互联网调查的系统性偏高。不过，我们尚不知道哪一种是更准确的。

总之，虽然已经有一系列民意调查搜集了民众对退出欧盟公投的意愿，而结果显示保留欧盟地位的人数稍稍占优。但这些数据与进行调查的公司非常相关，并且我们还应该注意到，尚有一批拿不准主意的投票人，而这些人很可能最终决定公投结果。

本文原题为“[What Brexit surveys really tell us](#)”。本文作 Stefan Gerlach 为瑞士 BSI 银行首席经济学家。本文于 2016 年 5 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

英国退出，是进化而非革命

Adam Smith Institute /文 朱子阳/编译

导读：6月23日英国即将公决是否推出欧盟，作者认为，退出欧盟是有必要的。但是仅应该从政治角度退出，在经济方面应该寻求 EEA 作为替代选择。此外，与欧盟的科学、教育等方面的合作仍然是必要的。编译如下：

为什么英国希望离开欧盟？原因包括移民问题、规则、主权及财政等。但主要原因在于两个：第一，政府的自我管理，这是一个老问题。英国人民可以自己选举和罢免代表。欧盟并非一个选举而成的机构，但所有欧盟国家政府都受其限制，这事实上是一种反民主，是一个忽视选票的“上层统治机构”，侵犯了各国民意；第二，全球化问题，这是一个新问题。在过去，全球贸易关税是高额，组成类似欧洲共同体的机构降低关税，是有收益的。然而，全球化自由化使得这一动因不断弱化。1990年代，世界经历了共产世界崩溃和中国的开放、WTO 的成立、全球互联网。贸易和标准自由拓展至全球层面，虽然欧盟也深入参与全球治理，但其欧洲化的思维仍是地区联邦主义。因此，我们应当改变与欧盟的关系。

退出将如何发生？

英国需要一种温和退出机制，以便政治上脱离欧盟，但保留自由贸易，同时，继续反对欧盟的共同农业、渔业政策及一切限制英国在全球贸易协议、全球投票中权力的规则。

我们认为退出欧盟虽然影响巨大，但不会在英国产生根本变革。英国自 1688 年光荣革命以来就一直保持着宪制、文化和法律体系。这将成为政府的治理基础，就算在 6 月 23 日英国推出欧盟，英国内阁仍将在下院保留多数席位，但仍面临一股“留欧”势力的影响，因此内阁和议会仍犹豫不决。

而英国事务官则是一股重要力量，他们将会建议大臣进行改变而非革命。此外，他们还将坚决反对投票时间，不仅是 50 号文中规定的两年期限，还包括在政治选举期间进行投票，这将增加不确定性。

考虑到欧盟与英国紧密的经济关系，我们认为，最佳的退出方法在于政治上脱离欧盟，而仍留在欧洲经济区（EEA）和欧洲自贸联盟（EFTA）。由于英国已经是一个缔约国，欧洲经济区协定将不会有严重的法律障碍，这将意味着没有监管分歧或关税，但将意味着保留欧盟公民的行动自由。因此，离开的经济风险已经被控制。任何传言认为英国与欧洲经济联系过深，退出欧盟将打击英国经济的观点是站不住脚的。

英国的退出可能加剧欧盟的离心倾向，类似瑞典、丹麦、捷克可能会与英国一样选择离开，甚至可能有荷兰。这将重组欧盟的秩序，并引起欧盟动态调整。

EEA 简介

欧洲经济区的立场是目前由冰岛、列支敦士登和挪威采取。它涉及非欧盟成员国，但参与欧洲市场的位置。应该指出的是，欧盟成员也是 EEA 的成员，但他们的欧盟成员意味着它们主要受欧盟条约，而这三国并非如此。

EEA 协定于 1992 年签署，最初为欧盟以外的国家。其中部分国家奥地利、芬兰、瑞典相继加入欧盟，但其他国家却没有。之前起到了一种“候车室”、“准会员”功能。因此，EEA 切合了时代需要，这些 EEA 成员国家非常乐意维持这一状态。尽管有少数政治家仍然希望加入欧盟。

EEA 的“利”

EEA 国家必须具有完全单一的市场准入，继续保持与欧盟市场的关系。但是 EEA 不再受欧盟的政治管辖，不必坚持所谓“共同政策：共同农业政策，共同渔业政策，共同外交和防务政策，司法和民政事务”。但在一些有用的领域，将继续与欧盟保持合作，例如科学和教育计划。

EEA 也开辟了直接与第三国(这是英国现在不能做的)进行贸易协定的能力，将提供英国自由设置自己的增值税水平，将允许英国从欧盟债务承担责任中脱离出来。这对于寻求弹性、柔性出口的英国非常有吸引力。

值得注意的是，EEA 的自由移民政策是有利的，因为过去英国有效地控制其国境线，最明显的表现是移民希思罗机场内大排长龙。目前难民问题确实削弱了英国边境控制，但这些都是英国国家权力行使之下进行管理的，英国有其自主权。

EEA 的“弊”

EEA 单一市场包括如下四个自由化：货物、服务、资本及人员。大部分“脱欧者”要求只同意前三者，当然，这样的人员流动不是免费的，附加了一定的费用和义务。

本次游说反对 EEA 的理由大致为：第一，EEA 国家在制定法律上“没有发言权”，这被戏称为布鲁塞尔的“传真民主”，即成员国只能受布鲁塞尔指示。第二，此外，EEA 要采用 75%的欧盟法律的。第三，EEA 没有解决其他一些“脱欧者”的问题。

回应一：没有发言权

关于欧盟法律制定有“没有发言权”的说法需要一些解释，并可以在几个层次上得到解决。首先，我的回应是无所谓，我们在制定美国的法律没有发言权，但这不妨碍美国是英国最大的单一国家贸易伙伴。EFTA/ EEA 影响力来自咨询系统，它的基础是 EFTA/ EEA 和欧盟的“双支柱”制度。挪威 2008 年反击消费者权益指令中的例子表明，国家在制定法律过程所发挥的咨询作用是较大的。因此，“没有发言权”的指控是虚假的。

此外，EEA 国家保留了保护自己利益不受欧盟法律的一些能力，即一票否决（EEA 协议第 102 条）。而这是英国作为欧盟成员国不具有的权利。而且，EFTA 秘书处确定了 1200 多个额外的豁免条款（例如，挪威邮政业、石油和天然气产业）。因此，事实上，英国的影响力进一步集中了，并保护了自己免受超主权利量的影响。

回应二：75%的欧盟法律

这完全是一种误解，75%是指单一市场相关指令确定被应用到 EEA 国家的范围。去计算多少法律来自欧盟本身也是没有意义的。而若真要去计算这一数字，那么，EEA 已经实施的欧盟法律仅为 21%。

EEA 的现实选择

事实上，英国的替代选择并不多。在贸易和经济领域，一个 EEA 协议就可以了，英国政府会在时间压力下加快达成交易的速度。与欧盟其他国家的其他替代协定可能需要 10 年多的谈判。而且，有些协议，像加拿大的 CETA，是非常局限的且不适合英国的需求。

与欧盟其他国家进行贸易协议谈判将比较困难。他们并不完全需要在单一市场，更无需完全自由化。这些国家并没有如英国一样的经济一体化水平，也没有面临类似英国这样试图结束与欧盟 40 年关系的巨大风险。而且，想要欧盟迅速采取行动，在两年内达成较好的贸易协议是几无可能的。这是一个庞大的组织，在同意一个小问题上就需要超过一年和多个会议。因此英国必须考虑和面对这一情况。

而且，我们与欧盟的合作并非单单在贸易领域，诸如科学、教育、安全、国防和外交事务、海外援助、警察、海关合作、引渡，甚至于即将完成的欧洲逮捕

令等，远远超越有限的自由贸易协议的范围，其中一些方面，我们可能希望在脱离欧盟后继续与欧盟合作。

综上，我们是支持英国退出欧盟的，但仅从政治领域，回收我们本身应当具备的主权和权力。而在经济方面，加入 EEA 是一个最为可行的替代选择，目前英国的文官们已经在着手准备相关方案以备 6 月 23 日的投票结果使得英国退出欧盟。这对于我们来说，可能不亚于另一次光荣革命。

本文原题名为“Evolution not revolution”。本文于 2016 年 4 月刊于 ASI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

区域战略挑战与东亚峰会

Dang Cam Tu /文 张文豪/编译

导读：南海地区的紧张局势吸引着世界的目光，也向我们揭示了如今东南亚地区大国战略利益冲突的复杂局面。如何在各方利益之间寻求平衡，建立一套能有效协调不同国家诉求的机制？作者认为，东亚峰会是我们拥有的最好的选择。编译如下：

在亚太和东亚地区，中美之间日益增加的纠纷已经成为了事关地区安全和稳定的重要议题。而地区安全论坛，尤其是东亚峰会(EAS)，则可以帮助缓和日益紧张的战略冲突带来的负面影响。我们可以从三个角度分析这一作用：东盟的角度、整个亚太地区的角度、以及对中美两国的角度。

中美两国间日益紧张的气氛，对东盟而言意味着三大挑战：首先，如果中美关系滑向对抗的局面，东盟将被撕裂，并再度成为大国对峙的前沿。这将彻底毁掉东盟近半个世纪以来的外交努力。其次，如果东盟的内部凝聚力遭到破坏，那么它在地区合作和稳定中的作用就会被大大削弱。事实上，外界已经开始质疑，随着大国纷纷开始干涉东盟在地区多边事务中的决策，东盟是否还有能力加以适应和应对。最后，在这种情景下，东盟是否有能力处理好东亚峰会与会国相当分歧的诉求，并平衡诸方的既得利益，也值得怀疑。从战略高度来讲，对东盟而说最好的局面是使各国在东亚峰会的机制内，依照由东盟制定的规则进行角力，而非游离于东亚峰会机制之外。

这些挑战正在考验着东盟的活力，但也同时令各成员国意识到，它们必须携手使东盟保持团结，并始终处于东南亚事务的核心地位。东盟肇始于冷战时期东南亚国家对大国介入地区事务的排斥心态。这启示我们，来自外部环境的力量将促使东盟国家走向团结。东盟国家深知，作为边缘和地区小国，如果单打独斗地深陷大国角力的丛林当中会有怎样的下场。而通过建立东盟，它们如今已能够熟练地在大国竞争当中保持平衡。而去年 12 月成立的东盟共同体（ASEAN Community）则标志着，东盟国家如今已能够成熟而团结地在地区事务中发挥作用。基于如此高度的成就，东盟国家已经很难放弃这一高度成熟的地区体系。

如今的东南亚事务中，无论是美国、中国、俄罗斯，还是日本或印度，都无法发挥地区领袖国家的作用，这也更加要求东盟国家加强东盟机制的作用。换言之，东盟是大国角力和纷争的受益者。这么说来，大国竞争反而是加强了东盟国家的向心力。

东亚峰会可以从两个方面表达东盟国家对大国角力带来的挑战的看法。首先，东亚峰会被认为是东盟国家所达成的最为显著的一项外交成就，在这一由东盟国家建立的机制下，各国得以共同讨论立场及利益，这在东南亚地区还是独一无二的。因此，维系这一区域安全体系对于彰显东盟国家的团结统一而言是至关重要的。其次，东亚峰会机制所推行的规范、理性地协调国家间利益的原则，对于保护地区内小国不受强权践踏也有着重要的意义。

中美双方都在通过推行由它们所领导的地区双边和多边协定来争夺更大的影响力。然而，它们之间的战略竞争也使得地区的未来变得疑云密布。如今，各方对中国未来的发展和力量投射都有许多猜测，而对美国的能力和可信度也日益怀疑。中美间的战略互疑也在与日俱增，双方都在怀疑对方的远期企图。由于中美两国在这一地区的支配地位，以及各国的战略立场和对中美政策的认知各有不同，因此中美间的战略互疑也增加了地区内国家的互不信任情绪。

因此，这种国家间互相疑虑的情绪也迫使东南亚国家转向东盟机制，来重构相互间的信任。东亚峰会对于地区小国而言也因此变得更加重要，因为这些国家既不想看到中美双方在地区内展开争霸，也不想双方在双方之间选边站，因为这样会限制其战略选择的空间。实际上，它们更想看到的是一套以东盟为中心的，基于规则和程序的地区秩序。因此，东亚峰会实际上是世界上唯一能够实现这一愿望的体系，因为它涵盖了包括中美在内的所有国家，并且它们在这一点上有广泛共识。于印尼巴厘岛召开的第六届东亚峰会，就是这一雄心最好的见证。从某种意义上来说，东亚峰会为传统的美国和新兴的中国提供了交流和沟通的平台，并确保它们在东盟的协调下妥善磋商双方的利益安排。

即便是对于中美双方争夺战略利益和影响力的目的而言，东亚峰会的机制也非常重要。对华盛顿而言，永恒不变的战略目标当然是阻止中国威胁其支配地位。然而，美国完成这一目标的方式是竞争加合作，换言之，华盛顿通过邀请中国在美国支配的体系中发挥更大作用的方式，来达成阻止中国挑战的目的。东亚峰会恰恰提供了这一契机，为中美开展地区合作提供了可能。而对于中国来说，亚太和东南亚地区是其扩展战略影响力最先面对的障碍。因此，参与东亚峰会既可以避免其成为美国一家独大的体系，又可以最大限度地借此发挥中国的影响。因此，对于中美双方而言，东亚峰会都是一个难得而宝贵的平台。

总之，随着紧张情绪的蔓延，东南亚国家普遍有单边、双边和多边的利益诉求。而东亚峰会正是一个能够表达几乎所有国家需求的沟通机制。由于建立新沟

通机制的交易成本，东亚国家逐渐发现继承和发展现有的东亚峰会体系才是最优的选择。当然，如何提高这一机制的运行效率，依然是一个有待解决的问题。

本文原题为“Regional strategic challenges and East Asia Summit”。本文作者 Dang Cam Tu 是越南外交学院地区与外交政策研究中心主任。本文于 2016 年 5 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

亚开行与亚投行：有条件的合作？

Robert M. Orr /文 李笑然/编译

导读：亚洲开发银行（ADB）和亚洲基础设施投资银行（AIIB）合作的限制条件是管理体制的不同，双方机构在亚投行的管理模式如何能够提供足够保障方面需要达成共识。作者指出，亚开行和亚投行之间健康的竞争并非坏事，而且还能够促进各自的改革。亚投行的存在将促进亚开行进行更广泛、更深入的改革，从而使得保障政策和项目本身都更有效率。最终，各方都将获益。编译如下：

由中国发起建立的亚洲基础设施投资银行（亚投行）引起多方关注，尤其是美国和日本。一些人将亚投行的建立看成是对二战后建立的布雷顿森林体系霸权的挑战，一些人将其看作亚洲区域势力转移的标志，还有一些人则对亚投行是否会遵循国际监管和公开采购政策表示担忧。

亚洲开发银行（亚开行）

华盛顿和东京对亚投行成立的态度，至少可以说，没那么兴奋。讽刺的是，这不是美国第一次对在亚洲建立多边开发银行提出质疑了。很多人将亚开行看作是日本-美国银行，早在 1966 年亚开行成立之前，华盛顿就有声音反对亚开行的建立。美国财政部长 C. Douglas Dillon 和美国国务院的一些人担心新成立的区域性多边开发银行将成为像世界银行一样的的金融机构。

1965 年在新西兰惠灵顿举办的联合国亚洲及远东经济委员会（现改为联合国亚洲及太平洋经济社会委员会）会议成为关键节点。美国方面对美国代表团的指示是不要对任何国家承诺建立亚洲区域性银行。然而，在最后一刻，约翰逊政府表明态度是：总统并不见得反对此事。这使得那些认为白宫一定会尽最大努力说服议会同意建立亚开行的政策制定者松了一口气。有了总统的批准，美国成为建立亚开行的主力。如今，多年之后，美国是否会加入亚投行成为人们讨论的话题，美国再一次面临议会是否会默许此事的问题。

时至今日，亚开行是最大的区域性银行。明年，由于合并了硬贷款窗口，亚开行的抵押资产净值将从 180 亿美元翻三番，达到将近 530 亿美元。亚开行的两大股东——美国和日本分别持有大概 15.7% 的股份，之后是中国持有 6.5%，印度持有 6%。大约 70% 的投资组合集中于五个国家，其中就包括中国。中国一方面是亚投行主要的借款方，另一方面又是世界第二大经济体，在开发银行和载人航天项目方面的发展非常迅猛，想要调和这两方面的关系，对美国国会来说并非易事。

亚开行的治理结构

位于菲律宾马尼拉的亚开行包括 67 个成员国，包括了从太平洋岛国到西欧国家的不同成员。由 24 人组成的董事会（Board of Directors）负责向理事会（Board of Governors）汇报。美国的董事是财政部长。董事对亚开行的财务报告进行监督管理、核准管理预算、复核并批准所有的政策文件和全部贷款、股权和技术援助项目。我在亚开行担任了五年多的大使，在此期间我与大使们有过多次讨论，讨论我们是否能够让亚开行支持各种项目，或者讨论在董事会层面支持某个项目，而董事会代表着美国的利益。

董事会设在马尼拉，亚开行的总部，带有着立法机构的性质。在董事会工作经常让我想起 20 世纪 70 年代的美国国会议员。

银行的“行政机构”同样与美国政府非常相似。董事会主席一直以来出自日本，类似于亚开行的“美国总统”。6 位副总统，由各个选区决定，通常包括一名美国人，类似于内阁官员。下面是总干事，类似于助理国务卿。亚开行还有类似于“听证会”的机制，董事会成员有权力质疑政策和项目。如果一项政策或项目进入由亚开行董事会主席主持的正式董事会会议中的时候，该项政策或项目仍可有少许改动，但会保证其通过。

董事会中的三个国家：日本、中国和美国各有一名执行董事。自 1966 年起，美国的执行董事是一名大使，这与其他董事会成员不同。其他选区由 5-10 个国家组成。

这些年间，美国着重于推进亚开行的问责制度，提高透明度和效率，同时在关于美国利益方面争取其他国家的支持。这些目标与其他国家是一致的。

亚洲基础设施投资银行（亚投行）

中国主席习近平在 2013 年 10 月访问东南亚期间提出建立亚投行。这一宣布背后的动因是多层面的。一些人怀疑亚投行的建立是为了寻找更多的中国市场机会。日本在建立亚开行的初期也遭受过同样的质疑。还有人推测建立亚投行是出于地缘政治的考虑，从而巩固北京的控制体系。这其中最重要的原因是，中国方面认为，尽管中国力量在强大，并成为世界第二大经济体，但在世界银行和亚开行中却没有充分地被认定为股东，并且没有足够的投票权。换句话说，中国认为他们没有得到与其水平相匹配的机会。

一开始，亚投行受到的关注不多。一些人甚至认为它根本不会成立。等到亚投行坚持下来的时候，其他国家已经做不了什么了。亚投行主要关心的问题是管理和保障政策。与一些媒体报道相反，美国的立场并非阻止其他国家加入亚投行，而是说——“如果我们被问起”——这是我们要与北京讨论的问题。

围绕亚投行是否应该成立的争论非常激烈，一些国家担心华盛顿或东京将采取措施应对。2014年10月，22个亚洲国家在北京签署了成立亚投行的《谅解备忘录》，亚投行很快成立。英国宣布加入亚投行成为重大时间节点，很快其他欧洲国家也随之签署了协议。日本和美国没有签署协议。虽然在东京和华盛顿有很多人呼吁，但两国在短期内不太可能加入亚投行。

从亚投行的信用来看，已经有人开始担心保障政策，并聘请来自其他多边开发银行的人员来起草实际文件。他们将重点放在透明度、问责制、开放性和独立性上。正如亚投行的新行长，前亚开行副行长金立群所说，亚投行将是“精干、廉洁和绿色的”。亚投行的秘书处将包括700名工作人员，比亚开行总部2000名的工作人员少得多。亚投行是否会遵循这些原则还有待观察，因为它在今年一月份才正式成立。一切还得需要实践来证明，但已经可以看到一些积极的信号。亚投行与亚开行和世界银行等其他多边开发银行进行了充分协商。亚投行已经开始寻求由世界银行发起的18个项目和由亚开行提交的8个项目的共同融资。其中的很多项目最早在今年夏季就能通过亚投行董事会的批准。亚开行已经明确表示只要其保障政策不同意，亚开行就不会与亚投行共同融资，然而这似乎并没有阻止亚投行的脚步。

亚投行包括58个成员国，与亚开行的侧重点不同，它还包括了教育和医疗等新领域。这对亚开行最适合的基础设施投资领域是一个小拓展，一些人认为亚开行（ADB）实际上代表“亚洲大坝和桥梁（Asian Dams and Bridges）”。这就是说，亚投行将保留基础设施和连通空间领域。

一些人认为亚投行管理上不妥的一点是坚持包括12个成员的非常驻董事会机制。常驻董事会显然是不必要的成本，但对于高效监管却是必要的。在亚开行，我和同事们可以在会议上面对面讨论，用几分钟解决问题。邮件和长途电话降低了效率。像加勒比开发银行这样只有大约30亿资本的小型多边开发银行可以采取这样的方式，但像亚投行这样庞大的银行很难维持这样的脆弱的管理模式。

尽管一直不承认，但多边开发银行确实带有政治目的。副行长很难纯粹地作出决定。亚开行是这样。亚投行的这种问题也开始显现，欧洲国家有两个副行长的席位，各欧洲国家会去争取。

我们看到亚投行有一些潜在的积极成果。亚洲发展中国家的基础设施建设需求远远超出亚开行和世界银行的供给。只要管理得当，亚投行的加入将受到欢迎。最终，私人投资才是发展和基础设施投资的主力军，但多边发展银行比私人投资释放出更加稳定和安全的信号。

有条件的合作？

亚开行和亚投行的合作将会受到管理模式的约束吗？我认为至少一开始会。因为亚投行的管理模式如何充分支撑保障政策对于亚开行和世界银行非常重要。各多边开发银行之间互相协调至关重要，如果政策选择不同，就很难互相协调。亚开行在环保问题上的要求将高于亚投行。

两家银行间的正常竞争并非坏事，并将对两者的制度改革起到催化作用。我认为亚投行的存在将促进亚开行进行更广泛、更深入的改革，这是很多股东多年来主张的事情。从而使得保障政策和项目本身都更有效率。最终，各方都将获益。

本文原题为“The Asian Development Bank and the Asian Infrastructure Investment Bank: conditional collaboration?”。本文作者 Robert M. Orr 在 2010-2016 年任亚洲开发银行美国大使，太平洋论坛 CSIS 董事会成员。本文于 2016 年 5 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国和 TPP 协定

李春顶 和 John Whalley /文 朱子杰/编译

导读：TPP谈判虽然已经结束，但依然面临在其12个成员国国内的审批过程。作为世界第二大经济体，未加入TPP的中国应该如何应对？本文分析了中国在这一问题上主要的关注点，并给出了可能的应对策略。编译如下：

尽管是全球第二大经济体，但中国却并未被包括在 TPP 框架当中，因此，中国对 TPP 的反应就显得尤为重要。针对 TPP 问题，中国应该重点关注哪些问题？本文认为有三点：首先，TPP 目前的条款主要关心贸易公平和反倾销，并未涉及中国最为关心的与贸易政策相关的内容。其次，与先前的宣传相比，目前的 TPP 条款远没有那么高标准和宽口径。在农业和服务业自由化上，TPP 条款实现的进步非常有限。反之，TPP 更关注的是传统商品领域的自由化，但这无论是从双边还是从多边的角度都已经在 TPP 成员国间实现了。从这个角度来讲，TPP 通过的大多数条文无非是对业已通过许久的 WTO 条文的重申。最后，由于 TPP 还需要在其 12 个成员国国内得到批准才能最终通过，因此距离其真正生效恐怕还有很长的时间。

在去年十月 5 日发布的一份总结中，美国贸易代表处表示，TPP 致力于建立一套高标准、宽口径的综合方案，并且强调 TPP 将推动其成员国国内的经济发展，在各国创造和保护就业岗位，同时也将强力推动科技创新，提高居民生活水平，减少贫困，提高政策透明度，并且加强劳工权益和环境保护。然而，只要经过仔细的审视，我们就会发现这份文件实质上仅仅把 TPP 协议当做是一份重申 WTO 原则和条款的文件，其创新之处仅仅在于多了几条有关电子商务、贸易竞争政策和国有企业内容的条款。

基于对 TPP 共计 30 个条款的仔细分析，本文认为：

TPP 对于中国来说并不意味着重大威胁。当然，由于覆盖了全球 12 个国家以及相当于世界总量 40% 的 GDP，TPP 是一项重要的协定。同时，通过制定 TPP 条款，美国在其中加入了不少针对中国的限制内容。但是，由于最终通过的内容却非常有限，远远构不成对我们重大的威胁。

TPP 并未过多涉及贸易政策。自从 2001 年加入 WTO 以来，中国经历了快速的贸易增长，并一路成为世界上最大的出口国。在中国面对的贸易壁垒中，最为重要的就是反倾销、反补贴政策和其他一些环境及技术壁垒。因此，中国对任

何贸易协定最为关心的内容永远都是明确而明确的市场准入制度，但 TPP 对此涉及甚少。

多个证据显示 TPP 对中国的冲击是很有限的。本文作者于 2014 年曾经做过一项研究，通过使用由 11 个国家数据模拟得到的一般均衡模型来研究 TPP 对中国的冲击程度。表 1 展示了 TPP 对中国和其他国家的冲击效果。模拟结果显示，中国的福利水平会受到 TPP 的负面冲击。而由于出口增长，中国的经济增速将会上升，其贸易盈余也会相应上升。而对于其他大国来讲，情况则有所不同。美国、日本、加拿大等国的福利水平会上升，而欧盟和韩国的福利水平则会下降。不难看出，TPP 对于几乎所有国家而言都会有利于其经济增长。虽然 TPP 会对中国的福利水平产生负面冲击，但这一冲击是有限的。另外，考虑到中国对 TPP 框架内发展中国家（如文莱、智利、马来西亚和越南）的投资和出口，中国的商品可以很容易地绕过 TPP 设置的贸易壁垒，并中转进入美国市场。

表 1 TPP 对中国和其他国家的冲击效果

| Items | Country | Δ Welfare | Δ Production | Δ Export | Δ Import | Δ Imbalance |
|-------------------------|---------------|------------------|---------------------|-----------------|-----------------|--------------------|
| Only tariff elimination | China | -0.0671 | 0.0107 | 0.2111 | -0.1649 | 3.3944 |
| | United States | 0.0175 | -0.0520 | 3.7242 | 2.4495 | -0.1537 |
| | EU | -0.0191 | -0.0031 | 0.1024 | 0.0227 | -0.3593 |
| | Japan | -0.0103 | -0.0791 | 1.6662 | 1.6984 | 2.4255 |
| | Korea | -0.0528 | 0.0125 | 0.0330 | -0.0981 | 2.4446 |
| | Canada | 0.1533 | -0.0407 | 4.8577 | 5.4138 | 22.8273 |
| 50% NTB elimination | China | -0.1758 | 0.0273 | 0.3077 | -0.4351 | 6.5965 |
| | United States | 0.2676 | 0.1941 | 7.8922 | 5.3079 | 0.0303 |
| | EU | -0.0477 | -0.0024 | 0.1094 | 0.0039 | -0.5013 |
| | Japan | 0.5891 | 0.3491 | 9.4239 | 8.8443 | -4.2433 |
| | Korea | -0.1379 | 0.0277 | -0.0062 | -0.2646 | 4.7482 |
| | Canada | 0.5385 | 0.2726 | 7.1674 | 8.1742 | 39.6966 |
| Trade cost elimination | China | -0.2004 | 0.0078 | 0.8774 | -0.5738 | 13.1647 |
| | United States | 0.6679 | 0.5567 | 13.8591 | 10.7280 | 4.3336 |
| | EU | 0.0600 | -0.0648 | 0.1612 | 0.9579 | 4.7753 |
| | Japan | 1.7761 | 1.0960 | 19.7910 | 22.7881 | 90.4559 |
| | Korea | 0.9290 | -0.2749 | -2.8899 | 1.9918 | -92.7179 |
| | Canada | 1.8883 | 0.7342 | 8.2223 | 16.3648 | 271.3036 |

注：数据来自于作者测算。

基于上述观点，本文认为中国应对 TPP 可以有四大策略：首先，中国可以推进地区和双边自贸协定；第二，即使现在看来还有点困难，中国可以考虑直接与美国谈判双边自贸协定；第三，如果中国希望加入 TPP，则中国应该尽快参与谈判，以尽早掌握主动权。最后，中国可以进一步深化国内改革和开放，从而抵消 TPP 带来的不利影响。

本文原题名为“China and the Trans-Pacific Partnership Agreement”。本文作者李春顶为中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员；John Whalley 为 CIGI 研究院特邀研究员。本文于 2016 年 5 月刊于 CIGI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

宏观经济政策再思考：有进步还是更令人困惑

Olivier Blanchard /文 张舜栋/编译

导读：去年，IMF 召开了两年一度的“反思宏观经济政策”系列研讨会。作为会议组织者之一，本文作者回顾了当时与会者的意见，并且分析了这些政策意见的实践效果。编译如下：

去年 4 月 15 和 16 号，IMF 举行了第三届“反思宏观经济政策”研讨会。我起先为这次研讨会定的标题是“第三届反思宏观经济政策研讨会：匍匐在战壕中”。第一次召集这次会议时，我认为其意义在于标志着先前政策的普遍失效，第二次在于指明了宏观方向，而这次则是对初步进展的总结。

而我为这次会议拟定的副标题被另一名会议的组织者 Larry Summers 驳回了。他认为我有点过于乐观，实际上我们离明确的宏观经济走向还远得很。我争论不过他，于是只好改为一个更为折衷的副标题：“是有进步还是更令人困惑？”

那么，如今我如何看待我们的进展呢？我认为 Larry 和我都是正确的。我这么说并不是因为客气，而是因为我们确实是在战壕中匍匐前进，但最终这条战壕会通向何方还有待观察。以下，我将分宏观审慎政策、货币政策和财政政策三个部分解释我的观点。

首先我想谈谈宏观审慎政策。这次大危机令大多数人达成了共识：面对这样的危机，我们必须掌握一定的工具手段。迄今为止，无论是研究还是政策，我们都已做了不少工作。而我们也已经更加注意监控系统性风险的程度，并兼顾对应的调控手段。仅近期一份由美国财政研究局进行的调查就发现了 31 种从不同维度识别系统性风险的工具，而这些工具毫无疑问还有更多。在实践上，一些国家将这些工具应用于央行之中，比如英国；也有一些国家在央行体系之外使用这一工具，比如美国。而更多国家也已经尝试用贷款比率等工具影响房价和房市需求。

但是，这些措施最终会带领我们去往何方呢？我们不知道未来的金融体系是什么样子。是会基于政府机关？还是基于央行或以市场为中心？当然，对于其他领域，比如高科技领域的进步，我们也同样无法预知。但是，金融部门不会仅仅坐视变化的发生，任何监管政策的变化都可能对市场产生重大影响。借用 Paul Tucker 的演讲，我将未来的监管原则定义为“动态调整的金融监管”。就拿基本跨境流动来说，我们需要好好研究一下多种跨境资本流动的宏观经济效果，以及不同资本管制和汇率操控措施的实际效率。会上的许多发言都表明，不少形式的资本流动都是有破坏性的。那么，我们金融开放的程度究竟应该是多少？我们是否应该永久性禁止一些类型的资本流动？这些问题还有待我们研究。

其次是货币政策的问题。我们已经从学界的研究和央行的实践中发现，零利率条件不仅可以达到，而且很难摆脱；金融资产确实是不完美的替代品；量化宽松政策可以永久性地影响金融周期；以及银行挤兑同样可以发生在非银行部门。我们在过去曾经做过一系列政策尝试，但最终这些政策将引向何处，我们还不是很清楚。

就拿美联储资产负债表的规模和成分来说，目前，其资产负债表总规模大约是 4.5 万亿美元，是危机前的五倍左右。而危机前占到美联储负债 25% 的短期国债如今已完全不在资产负债表上了。那么，未来美联储的资产结构应该是怎样的呢？是应该回归到危机前较小的水平，还是应该沿现有方向变得更为庞大？依我看来，各方对增加资产负债表规模的异议不大，但目前还缺乏相关的讨论。

最后我再简短讨论一下财政政策。通过近年的一系列实践我们发现，财政政策的刺激作用非常明显；经济衰退时公共债务的增长可能非常迅猛；财政整顿的效果促使学界加紧对乘数效应的研究——例如财政整顿的效果是否会被信心的作用所抵消？如果是的话，会抵消多少。另外，无可否认的是，目前并没有人关心长期来看借贷比多高才是最优的，因为各方都普遍认同现在借贷比就已经足够高了。不过即使是这样，一些人（如 Brad DeLong）依然坚持认为这一比例还是过低。毫无疑问，我们应该针对不同国家进行研究，分别制定正确的政策目标。

简单地讲，尽管一直在努力前进，我们仍然不知道目前的政策方向将通往何处。很明显，我们两年后还需要继续开会，届时进一步讨论这一议题。

本文原题为“Rethinking Macro Policy: Progress or Confusion?”。本文作者 Olivier Blanchard 是彼得森国际经济研究所高级研究员。本文于 2016 年 5 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美联储落后于形势了吗？

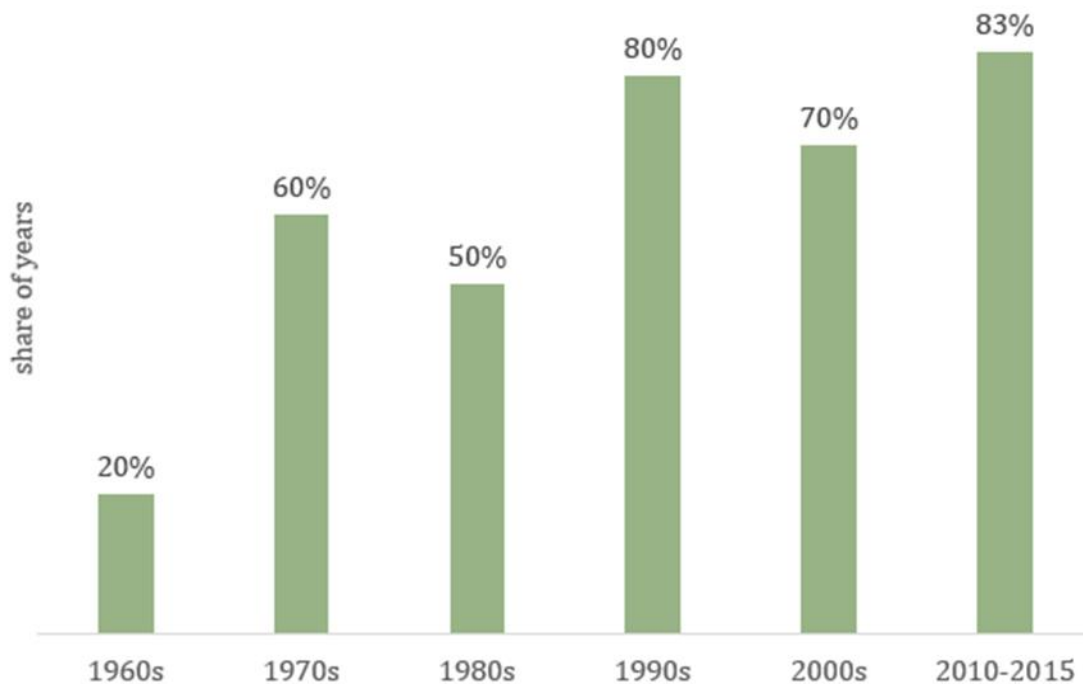
Julien Acalin 和 Jan Zilinsky /文 安婧宜/编译

导读：基于一季度的宏观经济数据，市场非常关注美联储是否会在今年内二次加息。本文作者认为，尽管美联储官员多次表示考虑在年内加息，但市场对此却倾向于不相信的态度。编译如下：

或许如今美国经济并没有在全速前进，但事情或许并没有最近的经济指标看起来那么糟糕。近期以来关于美国经济的悲观言论通常是由几个缺乏支撑力的因素，比如中国经济增长放缓，所武断地推论出的。而在最近的表态中，美联储已经明确排除了外部经济冲击因素，因此，现如今国内经济活动才是经济政策制定的决定因素。有以下三个原因说明了为何美国经济要比看上去更好一些：

首先，当前的 GDP 数据未必意味着整体经济增长的缓慢。因为即使是经过季度调整后，一季度的 GDP 增速也通常会比全年其余时间的平均增速低。如图 1 所示，近 25 年来，美国一季度的 GDP 增速通常都相对偏低。

图 1 历史上一季度 GDP 增速低于全年平均增速的年份所占比例示意图



注：数据来自于 Bureau of Economic Analysis (BEA)。

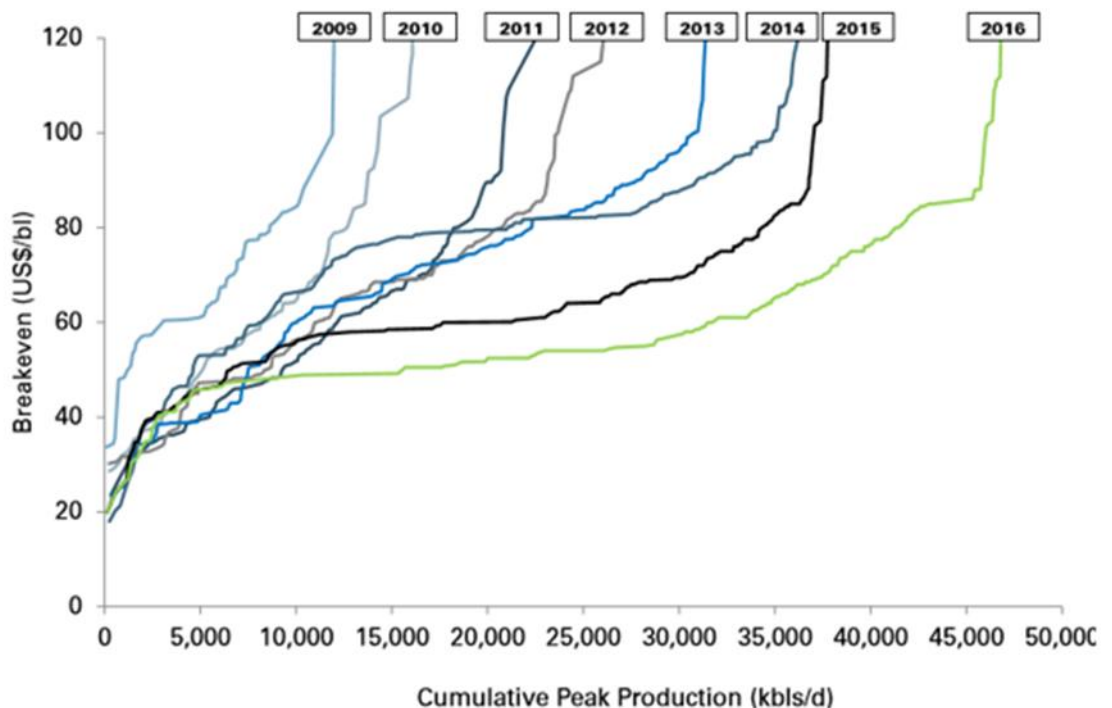
另外，我们还可以再重新研究一下被认为是衰退期的 2014 年。美国经济研究局在 2015 年 3 月对 2014 年一季度 GDP 增速的估计是-2.1%，但实际上宏观经济远远没有那么大的波动。如今，它们对这一数据重新估计的数值是-0.9%，

与先前相比有了明显的上调。因此，这也意味着我们在估计今年的一季度增速时也要留出一定的上调空间。

第二，由石油市场带来的利好可能很快就会惠及美国国内市场。今年三月，由于油价和股价的暴跌、减产协议的失败和美元的强势，美联储不得不谨慎放缓了加息速度。而今天的情况看起来要乐观得多。美元的贬值带来的出口利好、油价和股价的回升对于经济复苏而言都是好消息。

然而，由于原油业高度发达的生产能力和效率，供给侧压力正在显著提高。根据高盛的数据，过去几年间美国生产的页岩油已经大幅改变了全球石油市场（如图 2 所示）。有两件事值得我们注意：曲线的右移不仅意味着生产能力的提升，也意味着效率的改善。也就是说，除非短期内需求显著上升，否则油价的上升将会遇到天花板。这对于美国经济来说意味着利好：更低的油价将通过提升消费者实际收入来刺激消费，而如果油价相对稳定，也同样会刺激投资。不过，低迷的原油价格也可能通过拉低通胀预期而使得美联储的工作更为艰辛。

图 2 原油成本曲线图



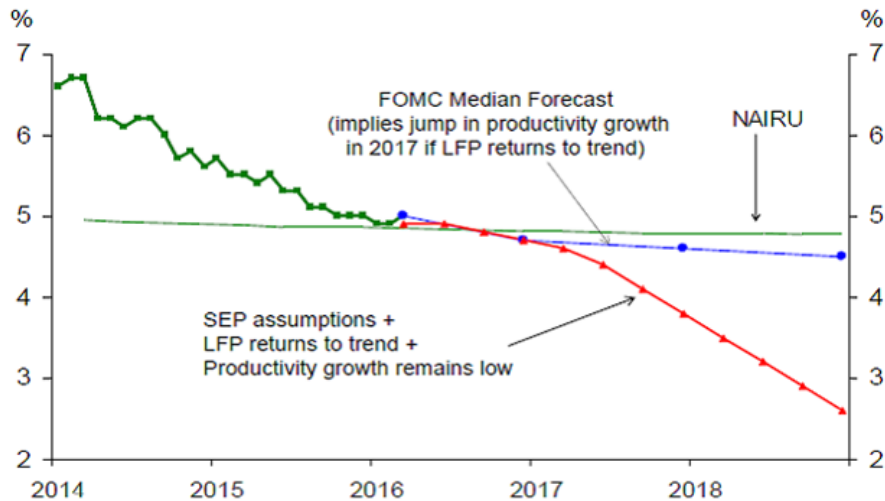
注：数据来自于高盛全球投资研究部。

第三，通胀的回归可能会比我们预计的更早。美国经济目前正在以缓慢但稳定的速度增长，同时生产率也有一些提升。有人认为目前的生产率被低估了，也有人认为过去的生产率高增长是反常现象，我们应该适应生产率缓慢增长的“新常态”。如果生产率真的持续稳步增长，而经济增长继续进行，我们将会看到

失业率的大幅降低。根据德银的报告（见图 3），今年年底之前，失业率就会降到自然失业率水平，甚至有望在 2018 年更进一步下降到 3% 以下。如此一来，根据菲利普斯曲线（指出失业率与通胀水平负相关关系的曲线），我们可以预计通胀水平的迅速上升，那也就意味着美联储完全落后于形势，甚至不得不匆匆加大加息力度。

图 3 FOMC 对失业率的预计

Figure 3 Unemployment: NAIRU, FOMC median forecast, and Deutsche Bank forecast with persistent low productivity



Source: FOMC, BLS, Haver Analytics, Deutsche Bank Research
Reprinted with permission

注：数据来自于 FOMC 和德意志银行研究部。

那么，美联储是否会在六月英国退出欧盟公投前继续加息呢？尽管旧金山联储主席 John Williams 明确表示支持，但市场给出的概率仅仅是 10% 左右。至于联储是否会在七月或九月加息，虽然联储成员也表示完全有可能，但市场通常倾向于否定态度，85% 左右的人都认为本年度只会有一次加息。联储与市场的意见分歧也可能增加接下来几个月内的不确定性。近期的日本就是一个例子：日本央行近期突然推迟了刺激计划，直接导致了日元贬值和股市下跌。

总之，尽管美国经济近期表现良好，但市场依旧希望美联储放缓加息的步伐。政策制定者们则试图找出平衡点，来确保在通知要继续加息的同时，尽可能提前地向市场发出预警——哪怕这么做会冒上失信的风险。

本文原题为“Is the Fed Behind the Curve?”。本文作者 Julien Acalin 和 Jan Zilinsky 为 PIIE 高级研究员。本文于 2016 年 5 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国需要财政政策改革

David A. Lipton/文 郭子睿/编译

导读：本文认为为了使中国的经济增长更加具有可持续性，中国需要财政政策改革。改革有四重目标分别是，平衡财政预算，纠正价格扭曲，高效使用国有资产和再平衡。然后针对这四重目标提出具体的改革路径。编译如下：

过去三十多年，中国的经济发展取得了瞩目的成就。但中国的增长主要采用投资和出口导向型的增长方式，这带来了宏观金融风险以及不可持续的环境成本。现在中国需要转向消费导向型的增长方式，这种增长方式更加具有包容性和可持续性。中国政府采取的财政政策既是中国往日成就的基础，也是未来面临的挑战。

改革的目标

财政政策改革有四重目标：第一，平衡财政预算。放缓高速增长的债务水平，阻止经济的大幅度下滑。第二，纠正价格扭曲。妥善处理资源使用的负面影响，尤其是能源使用。降低对国有企业的补贴。第三，高效使用国有资产。通过硬化地方政府和国有企业的预算约束，提高国有资产使用的有效性。第四，帮助经济从过度储蓄和无效投资向更高的家庭收入和消费再平衡。提高私人部门的高效投资，尤其是服务业部门。

中国的财政政策和改革在中国发展的过程中发挥了重要作用。随着人均收入的提高，中国对公共产品和服务的需求也日益增加。这些年来，包括税收政策，收入管理和支出政策以及国债管理在内的财政政策改革已经大大帮助中国公共部门处理这些日益上升的需求。公共财政管理改革大大提高了财政支出的效率。

尽管中国进行了这些改革，但最近金融体系出现的脆弱性会威胁长期增长的可持续性。日益严重的宏观失衡，财政和金融风险，日益加剧的收入不平等都值得注意。金融危机之后，中国采取了大规模的刺激计划，基础设施投资和房地产投资占 GDP 的 11%。刺激计划支撑了中国的快速增长，也大大提振了全球需求。但它也带来一系列问题：财政失衡和政府债务飙升。而且，刺激计划的大部分项目都是当地政府执行的，通过预算外融资，这进一步加剧人们对地方政府公共财政可持续性的担忧。

中国的快速增长带来了严重的环境问题。在 2012 年，中国二氧化碳排放占全球的四分之一，是世界上二氧化碳排放最多的经济体。根据世界卫生组织，在 2010 年户外的空气污染造成 140 万人过早死亡。交通堵塞也越来越严重：北京是世界上最拥挤的城市之一，据估计，其拥挤带来的成本超过北京 GDP 的 4%。

中国的化石燃料补贴，直接补贴或者口头的隐性补贴，相当于 2013 年 GDP 的 17.3%。

转型路径

鉴于上述挑战，财政政策改革对于中国转向更加平衡，更加包容性和更加绿色的增长方式有着重大意义。

平衡预算。为了降低财政赤字和公共债务，中国开始实施关键的税收，支出和价格等改革措施。中国从当前的五年计划体制转向中期的预算体制，考虑地方政府的公共财政以及增大财政的透明度。未来的税收改革应该在降低收入不平等的同时，扩大税收收入。在支出方面，加强可持续性增长的社会保障体系来解决社会不平等还有很大提升空间，尤其是要巩固抚恤金体制，促进抚恤金计划的流动性。

消除价格扭曲。有效的能源税对环境友好型的增长非常关键。能源税应该反映其对环境污染的贡献。碳排放税应该与二氧化碳排放率成比例，地方的空气污染应该与煤炭使用相关，对于污染严重的公司采用信贷控制。汽油税应该反映所有车辆使用的副作用，包括二氧化碳排放，当地的空气污染，交通拥堵、交通事故和对道路的破坏。

确保高效使用国有资产。国有企业改革有助于发挥市场配置资源的决定性作用。提高国有企业和其他民营企业的竞争，有助于提高他们的利润水平，增加政府预算，降低政府补贴，强化公司治理和改善这些企业的商业定位。最后，改革措施必须包括允许国有企业破产和退出，以便与民营企业充分竞争。

再平衡经济。再平衡是中国经济转型的关键。最近公共部门投资的大幅增加导致了低效资本支出，阻碍了经济的发展，增加了债务水平。鼓励消费者由储蓄转向消费，结合更有效率的私人投资，将使经济增长更具可持续性。中国当前的社会医疗保障支出约占 GDP 的 10%，这是 OECD 国家对应比例的一半。中国在加大医疗保障支出方面还有很大的空间。强化社会保障体系建设，既有助于降低居民的谨慎性储蓄也有助于降低社会不平等。

在过去的 35 年，中国已经取得了显著的成绩，实现了经济的快速增长和贫困降低。其中财政政策发挥了重要作用。现在中国需要新一代的财政政策改革，以维护过去的成就和为未来的持续发展奠定基础。

本文原题为“Preparing the Ground”。本文作者 David A. Lipton 为 IMF 第一副总裁。本文于 2016 年 3 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国资本账户自由化的影响

Mark Kruger and Gurnain Kaur Pasricha /文 谢晨月/编译

导读：本文预测了中国资本账户自由化之后，中国可能出现的资本流动变化。然后分析了资本账户开放带来的收益：支持经济增长，完善金融市场以及促进全球风险共享。最后，作者指出中国以及世界其他国家如何管理潜在的风险。编译如下：

如果像政策制定者所承诺的那样开放了资本账户，我们可以做出如下三个预测：第一，资本流入和资本流出会同时大幅度增加。这主要是因为与其它大型经济体相比，中国当前的总资本流动/GDP 比例相对较低。如果中国的金融一体化最终达到世界主要经济体的水平，资本账户自由化将弥补这一“开放缺口”，导致资本流入和资本流出大规模增加。第二，私人部门总资本流动增加幅度超过总资本流动增加幅度。由于中国对私人部门资本流出的限制较为严格，中国的对外资产主要是官方储备。随着中国资本账户的自由化，私人部门和公共部门的资本流出将会出现再分配，私人部门的资本流出超过资本流入。第三，投资组合资本流入增速超过 FDI。与其他主要经济体负债相比，中国负债的主要区别在于证券和衍生品比例，中国证券和衍生品比例占 GDP 的 5%，美国是 116%，G20 国家是 77%。如果中国的金融一体化水平达到 G20 国家水平，投资组合资本流入有可能是外资流入中增长最快的部分。

中国资本账户开放的益处

中国资本账户开放有利于中国和世界；有利于支持中国经济增长，帮助中国金融市场发展和提高生产率；有利于中国和世界共同承担全球风险。第一，支持中国经济增长。中国过去依赖便宜的劳动力和资本投入来刺激经济增长，但这种方式是不可持续的。资本账户自由化有助于中国将劳动力转向高附加值活动。资本账户开放有助于中国企业利用海外资源，将低附加值生产活动转移到劳动力更便宜的国家，通过引进高新技术，使本国生产者从事生产高附加值活动。此外，中国资本账户开放有助于在金融行业创造高附加值工作，提高中国金融业的竞争力。最后，资本账户自由化有利于人民币国际化。第二，完善中国的金融市场。资本账户开放通过具有“附带收益”，它有助于国内金融市场发展并提高生产率。国外金融机构的加入有助于金融中介服务质量和效率的提高。随着资本账户的开放，为满足国外投资者的需求，中国金融机构需要改善治理结构。第三，扩大全球风险共享。中国的资本自由化有利于改善全球的风险共享。以中国和加拿大为例。加拿大是资源净出口国，中国是净进口国。如果全球大宗商品价格上升，加

拿大获益，中国受损。二者的负相关关系可以削弱市场的波动，如果两国互相投资各自的金融资产，有助于平滑他们的消费曲线。

中国如何管理风险

根据现有文献梳理，我们认为资本账户自由化的成功需要三个前提条件：第一是稳定的宏观基础。稳健的宏观基本面是影响投资者信心的关键。中国宏观经济虽然存在一定的风险，但基本面还比较稳定。GDP 增速虽然在下滑，但全球范围内还比较高，通胀偏低且较为稳定，债务增长较快但整体债务水平可控；第二是浮动的汇率以及名义货币政策锚。根据三元悖论，一个国家要实现货币政策独立，在资本账户自由化的情况下，必须采取浮动的汇率制度。中国的汇率制度由盯住美元转向盯一篮子货币，这虽然可以增强人民币的汇率弹性。但一篮子货币也在不断变化，人民币并没有实现完全的自由浮动。人民币需要完全自由浮动，人民银行才能更好的管理通胀；第三是完善的金融体制。一个国家只有完善的金融体制，才能享受资本账户自由化的益处。如果金融部门不成熟，资本流动可能会带来资本错配，资产价格泡沫甚至危机。

世界其它国家如何管理风险

很显然，中国资本账户自由化会对世界其它各国产生影响。全球范围内的资产负债表会对中国的资产价格和人民币更加敏感。这意味着世界各国必须监测中国可能带来的风险敞口。更好的信息共享有助于脆弱性的评估和消除监管套利。

中国的货币政策框架也在不断变化。我们看到，最近人民币汇率形成机制的变化给全球带来重要影响。因此，中国货币当局应该及时向市场传达改革的目的以及具体实施的细节。同样，中国金融机构和市场的监管框架也在变化。随着中国资本账户变得更加开放，这些规则体系的变化也应该变得更加透明。

本文原题为“[What to Expect When China Liberalizes Its Capital Account](#)”。本文作者 Mark Kruger 和 Gurnain Kaur Pasricha 为加拿大银行研究员。本文于 2016 年 4 月刊于加拿大银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国的资本账户开放：行为逻辑与情景分析

张明/文

导读：面对目前中国经济所处的错综复杂的国内外形势，中国政府依然应该审慎渐进可控地开放资本账户，否则就可能遭遇系统性金融危机的爆发。因此，中国政府在未来的资本账户开放中仍应遵循恰当次序，加快建立宏观审慎监管框架，大力推进国内结构性改革以及建立危机预警、管理与应对机制。全文如下：

摘要：新兴市场国家是否应该保留适当的资本流动管理措施以应对日益增强的国际资本流动的波动性，这既是当前国际学术界的热点问题，也是过去几年内中国国内政策界与学术界讨论的焦点问题。最近几年以来，国际学术研究越来越强调新兴市场国家在特定情形下实施资本流动管理的必要性，IMF 对资本账户管制的态度也发生了明显的变化。自 2012 年以来，国内学术界对是否应该加快资本账户开方争论不休，尚未达成共识。中国政府在资本账户开放方面最初遵循了一条渐进、审慎、可控的路径，但从 2008 年全球金融危机爆发后，中国政府开放资本账户的速度明显加快。资本账户开放速度的转变反映了中国政府行为逻辑的变迁，但这背后可能低估了潜在风险。考虑到目前中国经济所处的错综复杂的国内外形势，中国政府依然应该审慎渐进可控地开放资本账户，否则就可能遭遇系统性金融危机的爆发。因此，中国政府在未来的资本账户开放中仍应遵循恰当次序，加快建立宏观审慎监管框架，大力推进国内结构性改革以及建立危机预警、管理与应对机制。

关键词：中国；资本账户开放；学术争论；潜在风险；应对策略

一 序言

中国政府在 1996 年实现了国际收支经常账户的全面开放。1997 年至 1998 年东南亚金融危机的爆发使得中国政府充分认识到资本账户开放可能引致的潜在金融风险，此后中国政府走上了一条渐进、审慎、可控的资本账户开放道路。截至 2011 年年底，根据国际货币基金组织 (IMF)《汇兑安排与汇兑限制年报》，在中国资本账户的 40 个子项目中，实现基本可兑换的项目为 14 项，主要集中在直接投资及其清盘、信贷工具交易等方面；实现部分可兑换的项目为 22 项，主要集中在股票市场交易、债券市场交易、房地产市场交易与个人资本交易等方

面；不可兑换项目为4项，主要包括非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及衍生产品交易等。¹

2012年2月，中国人民银行调查统计司课题组公开发表了一篇名为《我国开放资本账户条件基本成熟》的研究报告。该报告指出，当前中国正处于资本账户开放的战略机遇期，并提出了在短期（1—3年）、中期（3—5年）与长期（5—10年）内推进资本账户开放的具体建议。²这一报告引起了国内外的广泛关注，并在中国引发了当前是否应该加快资本账户开放的学术辩论。

2013年11月，中国共产党十八届三中全会报告指出，要“推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换”。³2015年10月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（简称“十三五”规划建议）指出，要“扩大金融业双向开放，有序实现人民币资本项目可兑换，推动人民币加入特别提款权，成为可兑换、可自由使用货币”。⁴资本账户可兑换进入上述两个官方纲领性文件，意味着前者已经成为中国政府的中期政策目标。然而，正如党的十八届三中全会决定中“加快实现人民币资本项目可兑换”与“十三五”规划建议中“有序实现人民币资本项目可兑换”之间存在鲜明对比一样，关于下一阶段究竟应该如何继续开放资本账户，目前在国内的争论依然悬而未决。

本文试图在回顾国内外相关文献的基础上，厘清迄今为止中国资本账户开放的行为逻辑，展望未来中国资本账户开放的可能情景，并借鉴其他新兴市场国家的经验教训，对未来中国政府如何更好地开放资本账户提出政策建议。

¹ 中国人民银行调查统计司课题组：《我国开放资本账户条件基本成熟》，载《中国证券报》，2012年2月23日。

² 中国人民银行调查统计司课题组：《我国开放资本账户条件基本成熟》，载《中国证券报》，2012年2月23日。

³ 中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议：《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，2013年11月12日，http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2013-11/16/nw.D110000renmrb_20131116_2-01.htm。

⁴ 中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，2015年10月29日，<http://politics.people.com.cn/n/2015/1103/c1001-27772701-2.html>。

二 文献综述

根据经典的宏观经济学理论，资本账户开放大致可以为一国经济带来如下好处：首先，资本账户开放有利于资源在全球范围内进行配置，这无疑可以纠正过去存在的市场扭曲，通过提高资源配置效率来增进国民福利。其次，资本账户开放打破了金融抑制的环境，有助于一国居民与企业在全球范围内开展投资，这有助于该国居民与企业提高投资收益率以及规避本国系统性风险。再次，资本账户开放可以通过引入外国投融资主体来增强国内金融市场上的竞争，从而促进金融深化，增强该国金融市场的深度、广度与流动性。⁵最后，资本账户开放通常能够缓解一国中小企业面临的融资约束，降低其融资成本。⁶

然而，近年来尤其是自 2008 年国际金融危机爆发以来，很多开放了资本账户的新兴市场国家都遭遇了短期资本大进大出的冲击，部分国家甚至因此而爆发了金融危机，因此资本账户开放的上述好处遭到了越来越多的质疑，例如，在资本账户开放与资源配置优化以及相应的经济增长之间是否真的存在显著为正的相关性？资本账户开放是否会加剧新兴市场经济体的金融脆弱性，甚至引爆金融危机？究竟是资本账户自由化能够促进金融市场深化，还是深化后的金融市场才能较好地承受短期资本大进大出造成的冲击？

近期的文献除了质疑资本账户开放的好处之外，也越来越开始强调适当的资本账户管制或资本流动管理的必要性。例如，安东·科瑞涅克（Anton Korinek）的研究表明，对资本流入激增进行管制并非一种扭曲性政策，而可能是一种最优政策。这是因为，由于投资者并没有将其快速投资与撤资的行为可能给金融体系造成的风险内部化，这可能加剧金融体系的不稳定，因此，为纠正这种内在失灵，对资本流入征收反周期的庇古税就具有理论上的合理性。⁷又如，奥利弗·珍妮（Olivier Jeanne）与科瑞涅克指出，新兴市场国家通常会面临短期资本大进大出的冲击，而实施审慎性资本流动控制可以缓解短期资本流动给新兴市场国家造成的冲击，这意味着新兴市场国家应该在经济繁荣时抑制资本流入，这样就可以降

⁵ Eswar Prasad, et al., "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence," IMF Occasional Paper, No.220, 2003.

⁶ Kristin J. Forbes, "One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms," *Journal of International Economics*, Vol.71, No.2, 2007, pp.294-323.

⁷ Anton Korinek, "The New Economics of Prudential Capital Controls," *IMF Economic Review*, Vol.59, No.3, 2011, pp.523-561.

低经济衰退时资本流出的潜在规模。换言之，反周期的资本流动管理可以降低宏观经济的波动性以及增进国民福利。⁸

最近二三十年以来，国际经济学界有大量的经验研究分析新兴市场国家进行资本账户管制的有效性，这些研究至少形成了如下共识：第一，对资本流入的管制要比对资本流出的管制更加有效。⁹第二，资本流入管制的有效期较短，通常不到一年。¹⁰第三，对资本流入的管制未必能够降低资本流入的规模，但却能够显著改变资本流入的期限结构，即降低短期资本占资本流入的比重。¹¹第四，就资本账户管制的具体工具而言，数量型工具造成的经济扭曲要比价格型工具更大。

12

在 2008 年国际金融危机爆发之后，就连过去支持资本账户自由化的 IMF 也不得不承认，对跨境资本流动进行某种程度管制的国家，通常是受到金融危机冲击程度较轻的国家。¹³ IMF 随即提出了资本流动管理的新思维：资本流动管理可以与宏观经济政策、宏观审慎监管一起，成为新兴市场与发展中经济体应对资本流动波动性的工具之一。¹⁴

波士顿大学帕迪中心（Pardee Center Task Force）提出了一些适用于新兴市场国家资本流动管理的新准则：第一，资本账户管制应该被视为宏观政策工具箱中不可或缺的一部分，而非最后的救命稻草。第二，尽管价格型资本账户管制工具更加市场中性，但是数量型资本账户管制工具通常更为有效，尤其是在资本账户比较封闭、中央银行比较虚弱以及资本流入的动机很强之时。第三，资本账户

⁸ Olivier Jeanne and Anton Korinek, "Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach," PIIE Working Paper Series, WP10-5, May 2010.

⁹ Akira Ariyoshi, et al., "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization," IMF Occasional Paper, No.190, 2000.

¹⁰ Mahir Binici, et al., "Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows," IMF Working Paper, WP/09/208, September 2009.

¹¹ Peter Montiel and Carmen M. Reinhart, "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidences from the 1990s," *Journal of International Money and Finance*, Vol.18, No.4, 1999, pp.619-635.

¹² 余永定、张明：《资本管制和资本项目自由化的国际新动向》，载《国际经济评论》，2012 年第 5 期，第 68-74 页。

¹³ Jonathan Ostry, et al., "Capital Inflows: The Role of Controls," IMF Staff Position Note, No.10/04, 2010.

¹⁴ Jonathan Ostry, et al, "Managing Capital Inflows: What Tools to Use," IMF Staff Discussion Note, No.11/06, April 2011.

管制并不应该仅仅针对资本流入，资本流出管制不仅能够有效地阻吓不合意的资本流入，而且还能发挥其他功用。第四，资本管制措施不应该被视为临时性措施，而应被视为一种熨平经济繁荣与萧条的反周期的永久性机制。第五，资本流动管理的重担不应全部由新兴市场与发展中国家来承担，国际资本的来源国也应该在其中发挥重要作用。¹⁵

2012年中国人民银行调查统计司课题组发布的一篇研究报告引发了中国国内关于是否应该加快资本账户开放的学术讨论。该报告认为，基于如下理由，2012年前后正是中国加快资本账户开放的战略机遇期：第一，国际金融危机降低了西方企业的估值水平，因此开放资本账户有助于促进中国企业对外投资。第二，开放资本账户有助于推动跨境人民币使用与人民币离岸中心建设。第三，开放资本账户可以通过促进低附加值产能转移和拓宽家庭海外投资渠道等方式来促进国内经济结构调整。第四，现有资本账户管制效率不断下降。第五，目前中国宏观经济稳定、金融体系稳健、外汇储备充足、金融风险可控，故而满足了资本账户开放的基本条件。¹⁶央行调统司在2012年发布的另一篇研究报告中声称，一方面，罗伯特·蒙代尔（Robert A. Mundell）的不可能三角理论与利率平价理论均存在一定的局限性；另一方面，对美、日、英、德等国家的经验分析表明，在利率改革、汇率改革与资本账户开放之间并不存在固定顺序。因此，人民币利率市场化改革、人民币汇率形成机制改革与资本账户自由化可以协调推进。¹⁷

余永定、张明与张斌针对上述央行研究报告提出了如下质疑：第一，考虑到中国经济潜在增速的下行与金融风险的显性化以及美联储即将步入新一轮加息周期，2012年前后如果加快资本账户开放，中国很可能面临规模巨大的资本外流，因此2012年前后绝非加快资本账户开放的战略机遇期。第二，如果在人民币利率与汇率形成机制尚未充分市场化的前提下推进人民币国际化，会造成人民币离岸市场与在岸市场之间的跨境套汇与套利行为大行其道。第三，用开放资本账户来倒逼国内结构性改革的做法是巨大的冒险。第四，中国的资本账户管制依然大致有效，在人民币离岸与在岸市场之间存在的较大息差就是证据。第五，资

¹⁵ Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones and Jose Antonio Ocampo, "Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach," *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Developments*, Pardee Center Task Force Report, March 2012.

¹⁶ 中国人民银行调查统计司课题组：《我国开放资本账户条件基本成熟》，载《中国证券报》，2012年2月23日。

¹⁷ 中国人民银行调查统计司课题组：《协调推进利率汇率改革和资本账户开放》，载《中国证券报》，2012年4月17日。

本账户开放需要遵循适当的顺序。¹⁸林毅夫也提出了如下理由来反对过快开放中国的资本账户：第一，短期国际资本通常会进入流动性较强且有投机性质的股票市场与房地产市场，因此容易导致股市与房地产泡沫。第二，自 20 世纪 70 年代起，发展中国家加快资本账户开放的结果是经济波动更为频繁、金融危机爆发概率大增。第三，发展中经济体在金融结构上本身就是扭曲的，短期资本大进大出可能造成更大的波动。第四，在长期性停滞风险凸显、全球流动性泛滥的背景下，中国加快资本账户开放的结果很可能是资本大进大出。第五，一旦资本账户开放之后要重新收紧管制，那么国内外的既得利益者就会群起反对。泰国在 2008 年国际金融危机中的表现就是绝佳的例子。¹⁹

值得指出的是，目前中国国内关于资本账户是否应该加快开放的争论主要是围绕短期资本流动项目展开的。而关于长期直接投资项目的开放，正反双方都认为没有问题。事实上，无论是对外直接投资还是外商来华投资，只要符合相关产业政策与真实性审核，面临的管制已经基本上放开了，因此未来的资本账户开放进程将主要围绕短期资本流动而展开。

国内正反双方多轮激烈辩论的结果客观上对中国央行下一阶段的资本账户开放进程产生了显著影响。例如，尽管中国央行多次重申要实现在 2015 年年底基本开放资本账户的时间表，但央行也多次强调加强宏观审慎监管以及对短期资本流动的监测与管理的重要性。又如，在 2015 年 4 月 IMF 春季年会上，中国人民银行行长周小川表示，中国政府将从国际金融危机中吸取经验教训，实现有管理的资本账户可自由兑换，这是一种在吸取各种经验教训基础上、基于自身意志而进行的有序安排。²⁰事实上，自 2015 年 8 月 11 日汇改之后，由于面临短期资本持续流出以及人民币兑美元贬值压力，中国央行已经开始收紧对短期跨境资本流动的管理，例如加大对地下非法资本流动的打击、收紧了对居民的换汇限制与汇出限制以及开始限制离岸市场上的非居民通过银行渠道获得人民币等。尽管有央行官员将上述做法解释为加强宏观审慎监管，但宏观审慎监管侧重于对金融机构的整体行为以及金融机构之间的相互影响进行监管，上述针对居民换汇、境

¹⁸ 余永定、张明、张斌：《中国应慎对资本账户开放》，《金融时报》中文网，2013 年 6 月 4 日，<http://www.ftchinese.com/story/001050727?full=y>，登录时间：2016 年 11 月 5 日。

¹⁹ 林毅夫：《我为什么不支持资本账户完全开放》，载陈元、钱颖一主编：《资本账户开放：战略、时机与路线图》，北京：社会科学文献出版社 2014 年版，第 60-65 页。

²⁰ Xiaochuan Zhou, IMFC Statement on Behalf of China, 31st Meeting of the International Monetary and Financial Committee, April 18, 2015.

外非居民获得人民币等行为的限制并不属于宏观审慎监管的范畴，而属于资本管制措施的加强。

三 中国资本账户开放的行为逻辑

（一）迄今为止的中国资本账户开放路径

受东南亚金融危机爆发的经验教训影响，从 20 世纪 90 年代晚期开始，中国政府在资本账户开放方面采取了一条渐进、审慎与可控的开放途径。这条途径可以总结为：一是先开放资本流入，再开放资本流出；二是先放开对中长期资本流动的管制，再放开对短期资本流动的管制；三是具体的资本账户开放措施一般采取试点推广的方法，即先在特定资本流动配额下实施开放，在观察开放的效果后决定是否进一步扩大配额，直至最终取消配额管理。

到 2008 年国际金融危机爆发之前，中国的资本账户已经实现了部分开放。首先，在跨境直接投资方面，只要是符合相关产业规定、经过真实性审核以及履行了相应审批程序的，无论是外商直接投资（FDI）还是对外直接投资都已经基本放开。其次，在跨境证券投资方面，中国政府实施了双向额度管理。外国来华证券投资受到合格境外机构投资者制度（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）的额度限制，而中国对外证券投资则受到合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investor, QDII）的额度限制。这种额度管理体系实现了中国政府对跨境证券投资的可控开放。最后，在跨境其他投资（即跨境债权债务类资金流动）方面，中国政府采取了分类管理的做法：其一，对于跨境贸易融资，只要通过真实性审核，基本上可以自由流动。其二，对于外商投资企业，在投注差范围内，可以向境外母公司申请跨境贷款。²¹其三，对短期外债、外国机构在国内申请贷款或发债等方面，依然存在较为严格的管制。

1999 年至 2011 年，中国国际收支出现了连续 13 年的经常账户顺差与资本账户顺差并存的“双顺差”格局。持续双顺差的一个直接结果，是中国外汇储备规模直线飙升，最高时接近 4 万亿美元，以至于中国成为持有外汇储备最多的国家。由于大部分外汇储备投资于以美国国债为代表的美元资产，中国外汇储备的保值增值问题日益突出。

²¹ 所谓投注差，是指外商直接投资在注册资本金与实际投资额之间的差距。一般而言，实际投资额低于注册资本金。在投注差范围内，外商投资企业可以向境外母公司申请贷款。

2008年美国次贷危机以及2010年欧洲主权债务危机的相继爆发深刻改变了全球主要大国在经济领域的力量格局。受到危机冲击，主要发达经济体资产价格下跌、经济增速放缓。相比之下，主要新兴市场经济体受到的危机冲击不大，且受到危机后发达国家集体实施的量化宽松政策所形成的全球过剩流动性的推动，出现了本币汇率升值、资产价格上涨与经济增速较快的局面。中国经济在此期间一举超越日本成为全球第二大经济体，同时成为全球最大的贸易国以及最大的外汇储备持有国。

受到上述相对格局变化的推动，在2008年国际金融危机爆发之后，中国政府在资本账户开放方面推出了两大新举措：一方面，大力推动中国企业“走出去”，抓住金融危机爆发后发达国家资产价格估值较低、发达国家企业亟须获得资本注入的机会，开展大规模对外直接投资。这样做不仅有助于增强中国企业的国际竞争力，而且有助于更加多元化地利用中国庞大的外汇储备，实现外汇储备的保值增值。另一方面，努力推动人民币国际化，扩大人民币在国际范围内的使用，以此来降低中国在对外贸易与投资中对美元的过度依赖，进而降低外汇储备的积累速度，降低中国企业面临的外汇风险与兑换成本，促进国内金融市场改革。

中国政府采取了一种三管齐下的方式来推动人民币国际化：一是扩大人民币在跨境贸易与投资中的计价与结算；二是发展香港、台北、伦敦等离岸人民币金融中心；三是由中国央行与其他国家或地区的中央银行签署双边本币互换，以此来向各国人民币离岸市场提供流动性。截至2015年6月底，人民币国际化在上述三个维度上已经取得显著进展。当前中国跨境贸易总额已经有大约1/4是由人民币来进行结算的，人民币当前已经在全球结算货币中排到第四或第五位。当前全球离岸市场人民币存款已经超过两万亿元，其中香港市场人民币存款约为1万亿元。迄今为止，中国央行已经与20多个央行签署了双边本币互换，互换总规模接近3万亿人民币。

人民币国际化与资本账户开放本质上是一枚硬币的两面。²²事实上，自2009年中国政府推动人民币跨境贸易结算试点以来，中国央行基本上就是在通过推动人民币国际化来实现资本账户的进一步开放。这是因为，为了促进人民币的国际使用，中国政府必须通过特定途径对外输出人民币，也必须通过特定途径实现离岸人民币的回流。只有这样做，才能既满足境外主体获得人民币的需求，又能满

²² Yongding Yu, "Revisiting the Internationalization of the Yuan," ADBI Working Paper, No.366, 2012.

足境外主体利用手中的人民币到中国离岸市场开展投资的需求。而人民币的输出与回流就意味着中国政府必须进一步开放资本账户。

在人民币国际化背景下的主要资本账户开放措施包括：第一，央行放松了对通过人民币结算的跨境贸易与投资的管理。当前，以外币计价的跨境贸易与投资依然由外管局在各地的分支机构实施管理，而以人民币计价的跨境贸易与投资则由央行货币政策二司（这是央行为推动人民币国际化而新设立的机构）在各地的分支机构（跨境办）负责管理。一般而言，跨境办对人民币跨境流动的管理要显著弱于外管局对外币跨境流动的管理。第二，为了方便境外人民币资金回流内地，一方面，中国对境外央行、境外人民币清算行等机构开放了国内债券市场；另一方面，中国政府推出了人民币合格境外机构投资者（R-QFII）制度，允许境外机构投资者利用在境外获得的人民币资金，在特定额度内投资于中国境内的金融市场。第三，在跨境金融产品提供方面，中国政府鼓励各种类型的境内外机构在离岸人民币市场发行以人民币计价的债券（点心债券），逐渐放开境外机构在在岸人民币市场发行以人民币计价的债券（熊猫债券），并已经推出了沪港通，未来即将推出深港通等境内外资本市场的联通机制。第四，除了传统的 QDII 之外，中国政府还即将推出允许境内个人直接投资于境外金融市场的 QDII2 制度。在前海实验区内，中国政府还推出了不限制境外投资产品类别的 QDLP 制度。

然而，由于中国央行是在人民币利率与汇率形成机制尚未充分市场化的前提下推进人民币国际化以及资本账户开放的，这就造成境内外主体利用离岸与在岸两个人民币市场的利差与汇差进行跨境套利的行为大行其道。一方面，境内在岸人民币市场上，央行对利率与汇率均存在一定程度的干预；另一方面，在境外离岸市场上，人民币利率与汇率是由市场供求力量决定的。这种不同就导致了在很多时候离岸与在岸市场上的人民币价格（包括利率与汇率）存在显著的差距，这就为跨境套利行为提供了空间。其一，在 2009 年至 2013 年期间，市场上存在显著的人民币升值预期，造成离岸市场上的人民币价格要显著高于在岸市场，这就使得很多关联公司以进口人民币结算为伪装，将人民币从在岸市场输送到离岸市场以赚取汇差收入。其二，2009 年至今，在岸市场人民币利率水平远高于离岸市场人民币利率水平，这就使得很多关联公司以跨境人民币结算为伪装，通过内保外贷的方式从境外银行处借入人民币资金，再运回国内使用以赚取利差收入。²³在过去几年内，跨境套利与套汇行为的规模非常庞大，这种跨境投机行为不仅

²³ 张明、何帆：《人民币国际化进程中在岸离岸套利现象研究》，载《国际金融研究》，2012 年第 10 期，第 47-54 页。

降低了中国政府宏观调控的效果、损害了中国国民福利，而且导致官方的人民币国际化数据存在明显的“泡沫”。

（二）中国资本账户开放背后的行为逻辑及其转变

从上述中国资本账户开放路径来看，在 2008 年国际金融危机爆发之前，中国的资本账户开放进程总体上是渐进的，而在金融危机之后，中国的资本账户开放速度显著加快。

笔者认为，在 2008 年国际金融危机爆发之前，中国政府之所以选择渐进的资本账户开放路径，背后的行为逻辑可以归纳如下：

第一，秉持中国渐进式改革的总体策略。自 1978 年改革开放以来，中国政府就一直秉持着渐进式改革路径。与激进式改革路径相比，渐进式改革的好处在于可以通过“试错”+“推广”的模式来探索改革的最优模式、减少改革带来的震荡，并通过增量式改革来凝聚社会各阶层的共识。但渐进式改革路径的问题在于，这种路径倾向于将困难的改革推到后面，从而在改革后期不得不面临“惊险的一跃”。此外，在渐进式改革的过程中将会形成各种新的既得利益集团，而这些利益集团会设法从维持现状中获益，并会阻挠进一步的改革。对于资本账户开放这种不确定性较大、需要较多配套条件的改革而言，采取渐进式改革的策略无疑是利大于弊的占优策略。

第二，配合中国出口导向的发展策略。自改革开放以来，尤其是 1994 年外汇市场并轨以来，中国在借鉴亚洲四小龙发展模式的基础上，选择了出口导向的发展策略。出口导向发展策略具有几大核心要素：一是实现人民币汇率的相对低估，从而保持中国产品在价格方面的国际竞争力；二是压低土地、劳动力等生产要素价格；三是通过加入世界贸易组织（WTO）来降低国际关税与非关税贸易壁垒。此外，大力引入加工贸易型外商直接投资也是中国政府实施出口导向发展策略的重要举措。这就决定了在资本账户开放方面，中国政府优先开放了对 FDI 的限制。此外，中国地方政府在引入 FDI 方面给与了非常多的优惠政策，例如所得税减免、廉价土地与财政补贴等。

第三，积累外汇储备资产。截至 1996 年年底，中国的外汇储备仅为 1000 亿美元左右。1997 年至 1998 年爆发的东南亚金融危机深刻揭示了一旦新兴市场国家爆发金融危机，很难指望美国与 IMF 等发达国家或国际金融机构及时出手相救的事实，这就使得包括中国在内的东亚新兴市场经济体走上了通过积累外汇储备来保障自身金融安全的道路。在 1999 年至 2011 年间，中国持续实现了

经常账户顺差与资本账户顺差的国际收支双顺差，这最终使得中国的外汇储备上升至近 4 万亿美元。而之所以中国能够出现持续的资本账户顺差，则是因为中国政府采取了先开放资本流入、再放开资本流出的次序。而随着近年来中国政府开始加速放开资本流出，中国的外汇储备已经由顶峰时期的近 4 万亿美元下降至 2016 年 1 月底的 3.22 万亿美元。

第四，吸取了其他新兴市场国家开放资本账户的经验教训。无论是 20 世纪 80 年代的拉丁美洲债务危机，还是 90 年代的东南亚金融危机，均生动地表明：第一，国际资本的大量流入将会使得东道国产生实施顺周期宏观经济政策以及放松资本账户管制与金融监管的诱惑。而当一国屈从于这些诱惑后，金融危机通常会尾随而至。第二，要避免资本流入导致的金融危机，关键在于避免资本流入可能导致的实际汇率升值与经常账户逆差。第三，在资本账户开放的进程中，保留一些能够对资本账户波动性进行直接管理的工具，这一点经验至关重要。²⁴中国政府之所以采取了渐进可控的资本账户开放路径，在很大程度上是充分吸取了其他新兴市场国家的经验教训，尤其是在国内金融市场发展还不健全、金融脆弱性程度还比较高的前提下，应该审慎开放资本账户，特别是应该审慎放开波动性比较强的证券投资与债权类资金流动。此外，中国在资本账户开放的次序方面，事实上也充分借鉴了日本的成功经验。例如，荒卷健二(KenjiAramamaki)指出，日本的资本账户开放遵循了如下次序，即对内投资的自由化通常先于对外投资的自由化，直接投资的自由化通常先于其他投资的自由化，对跨境证券发行等高风险交易保持审慎态度等。²⁵不难看出，中国政府的资本账户开放也基本遵循了这一次序。

然而，自 2008 年国际金融危机爆发之后，中国的资本账户开放进程明显加快，其背后的行为逻辑自然也发生了重要变化。

第一，中国经济体量的扩张与全球排序的上升使得中国政府试图在全球范围内扮演更为重要的角色，而推进人民币国际化需要资本账户开放的配合。金融危机爆发之后，欧、美、日等发达国家和地区的经济增速显著下滑，而中国经济依然保持了较快的增长速度，这就使得中国经济的全球地位在危机后快速上升，超

²⁴ 何塞·安东尼奥·奥坎波、比尔吉·尔顿：《拉丁美洲资本账户开放的经验》，载凯文·加拉格等主编，中国社会科学院世界经济与政治研究所译：《中国资本账户开放：一种平衡的方法》，北京：中国金融出版社 2015 年版，第 49-65 页。

²⁵ 荒卷健二：《资本账户自由化——日本经验及其对中国的启示》，载凯文·加拉格等主编：《中国资本账户开放：一种平衡的方法》，第 34-48 页。

过日本成为全球第二大经济体。然而人民币的国际地位显著落后于中国经济的国际地位，因此，中国政府试图通过推进人民币国际化来缓解货币地位与经济地位的不匹配。而为了更快地推进人民币的跨国使用，中国政府就需要更快地推进资本账户开放。这一方面要求中国政府通过贸易、投资与金融渠道向境外输出更多的人民币，另一方面则要求中国政府通过开放国内债券、股票等金融市场，以吸引海外人民币的回流。

第二，中国的产业结构转型升级需要促进企业对外直接投资。中国经济体量的放大、国内要素价格的上升、人民币汇率的持续升值等因素决定了出口导向发展模式已经难以持续，中国企业需要从传统的低附加值的劳动密集型产业向更高附加值的资本与技术密集型产业转型升级。而为了更好地向微笑曲线的两端攀升，通过海外兼并收购来学习外国先进技术与管理经验，再转而用于提高自身国内竞争力，就成为中国企业海外直接投资的重要诉求。²⁶然而，过去中国的资本账户管制对外商直接投资的开放程度较高，而对中国海外直接投资的开放程度较低。因此，放松对中国企业海外投资的各种限制、促进中国企业“走出去”就成为大势所趋。

第三，外汇储备规模已经积累到相当大规模，保值增值面临重大挑战。随着中国外汇储备规模的一路飙升，外汇储备的保值增值问题逐渐成为中国央行面临的一大挑战。迄今为止，中国的外汇储备主要投资于以美国国债为代表的发达国家政府债券。然而，自 2008 年国际金融危机爆发以来，美国、欧元区、英国与日本央行一方面将国内利率下调至接近零的水平，另一方面实施了以量化宽松为代表的非常规货币政策。这就使得中国外汇储备既面临投资收益率偏低的局面，还面临发达国家货币显著贬值可能产生的汇率风险。例如，温家宝总理就曾对奥巴马总统公开表示过对中国外汇储备投资于美国国债的安全问题的担忧。为了提高外汇储备的收益率，中国政府在国际危机爆发后就开始力推中国企业“走出去”，即鼓励中国企业到海外开展绿地投资或兼并收购，通过增加对外直接投资的规模来提高中国外汇资产的收益率。此外，由于外汇储备规模已经超过了充分适度的水平，中国政府也改变了过去“宽进严出”的资本账户开放思路，显著放松了对各类资本流出的限制。

第四，中国政府试图通过资本账户开放来倒逼国内结构性改革。中国经济体制改革已经走过了 30 多年的渐进式改革之路，目前比较容易的改革已经大致上

²⁶ Yiping Huang and Bijun Wang, "Investing Overseas Without Moving Factories Abroad: The Case of Chinese Outward Direct Investment," *Asian Development Review*, Vol.30, No.1, 2013, pp.85-107.

推进完毕，剩下的都是一些难啃的“硬骨头”，例如如何降低政府税收与企业利润占国民收入的比重、如何打破国企垄断并向民间资本开放服务业、如何进一步实施国内各种要素价格的市场化等。这些改革之所以困难，是因为都涉及存量利益的重新分配，因此必然遭到强势既得利益集团的反对与阻挠。然而，上述改革对于中国经济增长模式的转型与中国经济的可持续增长而言，又是不可或缺的。在国内结构性改革知易行难的背景下，通过资本账户开放来引入外部竞争压力，倒逼国内结构性改革，就成为以中国央行为代表的中国政府做出的重要选择。²⁷

自 2008 年全球金融危机爆发以来，中国央行加快资本账户开放的行为逻辑固然有可圈可点之处，但却在较大程度上忽视了加快资本账户开放的潜在风险，高估了中国政府管理持续大规模资本外流的能力。一旦资本大规模外流引爆金融危机，那么上述中国政府的战略诉求就可能难以实现。

例如，中国政府试图通过加快资本账户开放来推进人民币国际化。但由于人民币汇率、利率形成机制尚未充分市场化，导致在过去几年人民币国际化的成就背后存在大量跨境套汇套利交易造成的泡沫。而从 2015 年下半年起，随着人民币升值预期的逆转以及境内外利差的缩小，用离岸人民币存款规模来衡量的人民币国际化的进展已经显著放慢，甚至出现了逆转。如果未来的资本账户开放管理不善，进而引爆金融危机，那么人民币国际化不仅难以更进一步，反而可能停滞甚至逆转。正如 20 世纪 80 年代进展较快的日元国际化因为 90 年代初期的资产价格泡沫破灭而陷入停滞一样。

又如，中国政府试图通过加快资本账户开放来实现外汇储备的保值增值。但如果资本账户开放导致大规模的净资本流出，将会加剧人民币兑美元的贬值压力。如果人民币汇率形成机制依然缺乏弹性，那么中国央行将不得不通过出售外汇储备来维持人民币兑美元汇率的稳定。换言之，如果在汇率形成机制充分市场化之前过快开放资本账户，非但不能实现外汇储备的保值增值，而且可能造成外汇储备的大量流失。

再如，中国政府试图通过加快资本账户开放来倒逼国内结构性改革，其最终结果是高度不确定的、甚至是相当危险的。试想，如果加快资本账户后爆发了金

²⁷ 一个经常用来做类比的例子是，在 2001 年中国加入 WTO 之时，中国政府承诺要在 6 年时间内实现银行业的对外开放。当时很多人担心一旦对外开放后，中国银行业会爆发重大危机。然而在对外开放的压力下，中国政府成功地实现了国有商业银行的股份制改革与国内外上市，最终强化而非削弱了中国商业银行的国际竞争力。

融危机，那么危机爆发后，中国国内的结构改革究竟是会加快，还是会放缓、停滞甚至逆转？笔者担心后一情形发生的概率更大，正如中国国内的结构改革在 2008 年国际金融危机爆发后陷入停滞一样。换言之，通过一个本身后果高度不确定的进程来倒逼阻力很大的结构性改革，是过于理想化的举动。一旦中国政府在资本账户过快开放后遭遇危机，就很可能成为既得利益集团的口实，被后者用来阻挠国内的其他市场化改革。

四 未来中国资本账户开放的情景分析

如此所述，中国央行公布了将在 2020 年底实现资本账户全面开放的时间表。然而在未来 5 年内，无论全球经济还是中国经济都面临着较大的不确定性。这些不确定性主要体现在以下 4 个方面：第一，全球经济在 2008 年国际金融危机爆发之后一直复苏乏力，以至于可能陷入“长期性停滞”的局面。全球经济增速在未来 5 年内都很难回到危机爆发前 5 年 4-5% 的增长速度。第二，无论是发达国家内部还是新兴市场国家内部，目前都存在复苏路径苦乐不均的分化现象。经济增速的分化将会导致货币政策的分化，而货币政策的分化又会对货币汇率与资本流动产生显著影响。第三，美联储即将在未来几年步入新一轮加息周期。而历史经验表明，每当美联储进入新一轮加息周期之时，就是全球新兴市场国家面临负面冲击甚至爆发金融危机之时。美联储加息的频率在未来几年内都将是全球金融市场面临的重要震荡之源。第四，在全球经济增速放缓、金融风险日益凸显的环境下，各国之间爆发汇率战与贸易战的概率将会显著上升。WTO 等全球贸易规则正在遭遇诸如跨太平洋伙伴关系协定（TPP）、跨大西洋贸易与投资伙伴协议（TTIP）、国际服务贸易协定（TISA）等区域性贸易投资协定的挑战，全球经济的碎片化趋势正在增强。

在未来几年内，中国经济将至少面临如下外部不利冲击：首先，全球经济增长乏力，这意味着中国经济面临的外部需求将持续低迷，通过出口增长来拉动经济增长与就业的空间很小。其次，美联储步入新的加息周期，意味着中国可能持续面临短期资本外流的格局，人民币兑美元汇率也可能因此而面临持续的贬值压力。最后，全球需求疲弱与美元升值共同导致的全球大宗商品价格持续低迷，这固然有助于降低中国企业的进口成本，但同时也加大了中国经济当前面临的通货紧缩压力。

此外，中国经济目前还面临如下一些重要的内部问题：其一，随着人口老龄化的加剧、制造业产能过剩的凸显以及国内要素价格的上升，传统的依靠投资与

出口来拉动经济增长的模式难以为继，而增长动力的换档会带来不确定性以及潜在在经济增速的下降。其二，在 2008 年国际金融危机爆发之后，中国政府实施了过度宽松的财政货币政策，出现了地方政府债务大幅上升、房地产市场出现大量库存、企业债务占国内生产总值（GDP）比率攀升等不利后果，而在未来几年内，企业部门的去杠杆、房地产市场的下行以及地方债务的攀升都可能造成中国商业银行体系不良贷款比率显著上升、金融脆弱性明显增强。如果处理不当，很可能酿成区域性乃至系统性金融危机。

在中国经济内部问题与矛盾上升、全球经济停滞与动荡格局并存的局面下，如何进一步开放资本账户是一件至关重要的事情。如果处理失当，资本账户全面开放之后可能引发的短期资本大进大出，很可能给中国的经济增长与金融稳定造成新的挑战，甚至导致中国爆发系统性金融危机，进而陷入中等收入陷阱的泥潭。笔者认为，从目前来看，中国的资本账户开放可能面临如下 4 种情景。

第一，快速开放，未出现危机。在这种情景下，中国央行按照之前给出的时间表，在未来 5 年内实现了资本账户的全面开放。而且幸运的是，在资本账户加速开放的过程中以及开放之后，中国并未出现较大规模的金融危机。然而如前所述，在复杂多变、不确定性凸显的国内外背景下，这种情景得以实现的概率非常低。

第二，快速开放，遭遇危机，重新管制。在这种情景下，中国央行按照之前给出的时间表，在未来 5 年内实现了资本账户的全面开放。然而，由于国内结构性改革的推进跟不上资本账户开放的步伐，造成结构性改革显著滞后于金融改革的局面。在中国经济增速放缓、金融风险浮出水面，且美联储连续加息增强了美国市场对资金的吸引力的背景下，资本账户加速开放导致中国面临持续大规模的资本净流出。例如，IMF 的一项研究指出，中国的资本账户开放可能导致中国对外资产出现占 GDP15%-25% 的存量增长、中国对外负债出现占 GDP2%-10% 的存量增长，这意味着中国的海外净资产（相应的资本净流出）出现占 GDP11%-18% 的增长。²⁸

资本净流出不但加剧了人民币兑美元贬值预期，从而导致了更大规模的资本流出，而且通过提升国内市场利率而加剧了企业部门去杠杆、房地产价格下行以

²⁸ Tamim Bayoumi and Franziska Ohnsorge, "Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China," IMF Working Paper, WP/13/189, August 2013.

及地方政府债务攀升，从而显著放大了国内金融脆弱性。在这一情景下，中国很可能爆发货币危机、银行业危机，甚至主权债务危机。

资本净流出首先可能导致的危机是货币危机。2015年8月11日人民币汇率形成机制调整至今，中国央行大致采取了汇率维稳的做法，即通过央行在外汇市场上卖美元买人民币的方式来稳定汇率。这种做法已经导致中国的外汇储备由2015年1月底的3.81万亿美元降至2016年1月底的3.23万亿美元，一年之内缩水近6000亿美元。仅仅在2015年12月这一个月，外汇储备就缩水1079亿美元。²⁹如果这种外汇储备缩水的趋势持续下去，中国目前3.23万亿美元的外汇储备可能在两三年内就消耗殆尽，届时人民币兑美元汇率可能出现大幅贬值，即爆发货币危机。

紧随着货币危机的可能是银行业危机。一方面，人民币贬值预期的加强将会导致更大规模的资本净流出，如果央行没有能够及时对冲，国内银行间利率水平可能显著上升；另一方面，为了保卫本币汇率，中国央行可能被迫加息。国内利率水平的上升将会加快企业部门去杠杆的速度以及房地产市场的下行速度，同时也会加快地方政府债务水平的上升幅度。如果控制不好，房地产泡沫破灭、地方政府债务违约可能接踵而至，而这最终将会导致银行体系坏账规模显著增长，甚至引爆银行业危机。

银行业危机之后，可能爆发主权债务危机或者高通货膨胀。无论是房地产泡沫破灭、地方政府债务违约还是银行业危机爆发，最终都需要中国政府动用财政资金进行救援。但考虑到目前中国政府广义负债占GDP规模已经超过70%，如果中国政府再次动用财政资金大规模救市，中国政府负债占GDP规模超过90%的国际警戒线，这可能引发市场对于中国政府债务可持续性的担忧，甚至引发做空行为。而为了缓解债务负担，中国政府可能被迫通过制造通货膨胀的方式来稀释债务负担。

最悲观的情景是上述危机相继爆发，从而酿成系统性金融危机。而一旦危机爆发，中国政府很可能通过重新收紧资本账户管制的方式来缓解危机冲击。这不仅意味着中国的资本账户开放进程走了回头路，而且会对中国经济与金融市场造成显著负面冲击。

²⁹ 以上数据来自国家外汇管理局网站。

第三，审慎开放，未出现危机。在这种情景下，考虑到内外经济面临的不确定性，中国央行在未来的资本账户开放方面依然采取了渐进、审慎与可控的方式。在逐渐取消数量型管理措施的同时，引入了大量新的反周期的宏观审慎监管政策，并保留了在特定情景下重新采用数量型管制措施的权利。虽然中国经济增速的放缓与金融风险的显性化给中国经济增长与金融稳定依然造成了一定的负面冲击，但由于没有出现短期资本大进大出的状况，中国政府依然有充裕的国内政策空间来应对上述负面冲击，因此最终并未出现大规模金融危机。中国经济实现了理想中的平稳过渡。

第四，审慎开放，遭遇危机，开放放缓。在这种情景下，尽管中国央行在未来的资本账户开放方面采取了渐进审慎的方式，但由于国内积累的金融风险太高，抑或是外部冲击过于持久与剧烈，最终中国依然爆发了一定程度的金融危机，不过危机程度显著低于第二种情景。在危机爆发后，为了应对危机造成的负面冲击，中国央行不得不收紧资本流动管理，资本账户开放进程也发生了一定程度的放缓。但与情景二相比，资本账户开放的逆转幅度较小，对中国经济与金融市场造成的负面冲击也相对较小。

通过比较上述 4 种情景，不难看出，未来潜在风险最大的是第二种情景，因此这应该是中国央行需要竭力防范与避免的。尽管第一种情景看似一种合意的结果，但能够实现的概率太低。因此，审慎开放资本账户就成为未来中国央行的一种理性选择。

五 结论

本文梳理了关于新兴市场国家资本账户开放的理论及实证文献，回顾了近年来中国国内学术界与政策界关于当前是否应该加快资本账户开放的讨论，分析了迄今为止中国政府开放资本账户的行为逻辑，并展望了未来中国政府开放资本账户的潜在路径。

本文得到的主要结论如下：第一，自 2008 年国际金融危机爆发以来，越来越多的国际文献开始质疑资本账户开放与经济增长以及金融深化之间的关系，并开始强调资本自由流动可能加剧金融脆弱性，因此，新兴市场国家应该将资本流动管理作为抵御短期资本流动波动性的工具，已经成为国际学界的主流看法。第二，2012 年之后中国国内针对是否应该加快资本账户开放展开了激烈讨论，尽管正反双方并未达成共识，但这一讨论事实上已经影响到央行进一步开放资本账

户的行为。第三，在国际金融危机之前，中国政府在资本账户开放方面采取了渐进、审慎、可控的做法。国际金融危机之后，在大力推进人民币国际化的背景下，资本账户开放明显加快，但这造成了跨境套利交易大行其道等新问题。第四，在全球经济处于停滞、分化与动荡格局以及中国经济增速下行与金融风险凸显的背景下，为了避免金融危机的爆发以及资本账户开放的逆转，中国政府最好依然遵循渐进审慎的资本账户开放模式。

为了更加稳健、可持续地开放中国的资本账户，笔者在此提出如下政策建议：第一，未来的资本账户开放仍应遵循特定的次序。在人民币汇率形成机制市场化改革基本结束之前、在金融市场充分消化人民币利率市场化改革造成的冲击之前、在当前国内金融市场的脆弱性充分暴露并得到妥善解决之前，中国政府不宜过快开放资本账户。第二，尽管总体上中国资本账户开放应该审慎渐进，但中国政府应该进一步鼓励中国企业海外直接投资，尤其是应该简化民营企业海外直接投资的各种审批程序。第三，对于当前的资本流动管理，中国央行应该逐渐用一些价格型工具（例如托宾税等）来替代数量型工具，但也不要主要放弃在极端情形下重新使用数量型工具的权利。此外，中国央行应该加快构建宏观审慎监管体系，并逐渐用宏观审慎监管措施来逐渐替代资本流动管制措施。第四，中国政府应该突破利益集团阻力，大力推动包括国企改革、土地改革、服务业开放、国内要素价格市场化等在内的结构性改革，只有推动上述结构性改革，才能重塑中国经济的中长期增长动力，也才能在较快的经济增长中来消化过去积累的金融风险。第五，中国政府应该未雨绸缪，建立金融危机预警、管理与应对机制。毕竟，在过去所有的国家跨越中等收入陷阱成为发达国家的过程中，都无一例外地经历了金融危机的洗礼，中国恐怕也不能例外。金融危机爆发本身并不可怕，但在金融危机爆发后惊慌失措、束手无策，这才是最可怕的。

本文作者张明为中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员，国际投资研究室主任。[单击此处可以访问原文链接。](#)

“萨德”系统对南韩邻国的影响

Bruce W. Bennett/文 胡霄汉/编译

导读：美国将“萨德”系统部署在韩国的行为，引起了中国的坚决反对。本文作者站在美国的立场上，分析了中国反对部署“萨德”系统的动机和可能采取的应对措施，并对美国下一步行动提出了建议。编译如下：

受北朝鲜一月核武器试验和二月卫星发射/洲际导弹试验的影响，美国 and 南韩宣称将开启关于在南韩部署末段高空区域防御系统（“萨德”）的正式会谈。

萨德系统

美国 and 南韩现有的爱国者导弹防御，其首要目标是拦截北朝鲜的飞毛腿短程导弹，而“萨德”如今将加入这一防御系统。设计“萨德”的主要目的是拦截射程更长的导弹，譬如说北朝鲜研制的再次进入大气层时能更高速飞行的芦洞导弹。芦洞导弹很可能成为北朝鲜用来搭载核武器的第一种导弹。

迄今为止，美国仅部署了五个“萨德”连。为了维持一个在美国境内用于训练和人员维护的轮换部署机制，在和平时期向海外部署超过三分之一以上的“萨德”连是很困难的。已经有一个“萨德”连被部署到了关岛。一旦第六个“萨德”连在 2016 年形成战斗力，南韩就可以获得第二个被部署在海外的“萨德”连。

南韩既不拥有“萨德”系统，也没有部署该系统的计划。南韩关注的是研发它自己的“萨德”系统替代品：所谓的远程地对空导弹，或者叫 L-SAM，它在 2020 年之后才可能部署。

因此关于在南韩部署一个“萨德”系统，就是南韩部署一个以在北朝鲜核威胁下保卫南韩为重点目标的，由美国人组成的美国的“萨德”连，重点聚焦在美军从北朝鲜核威胁下保卫南韩。

南韩邻国的反应

多年以来，中国和俄罗斯认为美国发展区域导弹防御系统是为了针对自己的，并因此反对这个系统。它们拒绝承认美国/盟国有防御北朝鲜庞大导弹部队的必要性，尽管北朝鲜威胁要用核武器摧毁南韩、日本和美国。它们还向南韩施加沉重的压力，以使其不要加入美国领导的导弹防御系统之中。

中国在反对中占主导地位。“一国在谋求自身安全时，不能损害别国安全利益。”中国外交部发言人华春莹最近这样说。“中国的合法安全顾虑一定要被重视，中国必须获得一个有说服力的解释。”中国外交部长王毅补充道。中国驻韩

大使邱国洪在报道中称萨德系统“能瞬间摧毁中韩双边关系”，试图以此影响“萨德”系统的部署。这一言论和中国发出的其他威胁引发了南韩的忧虑，因为中国是韩国的最大贸易伙伴，中韩贸易额高于日韩、美韩贸易。

但从中国角度看这番说法有几个矛盾。尤其是中国经常言行不符。举例而言，中国并没有就最近在中国南海上部署 S-300 这类防空/反导系统，或在大陆上开发并部署 DF-21 这类进攻性导弹系统这类问题而向它的邻国做出解释。

中国也没有就它反对向南韩部署“萨德”系统一事提供有说服力的安全原理上的阐释。相比之下，中国在部署俄制 S-400 导弹防御系统（或能打到中国的韩制进攻性巡航导弹）一事上莫名其妙的保持沉默。一些中国评论员担忧“萨德”系统的雷达探测范围覆盖了中国大片领土，但这只不过是其他已经被部署在卫星、飞行器和船只上的观测手段的一种适当补充。

更明显的是，中国出于安全考虑支持在南韩部署“萨德”系统是合逻辑的。“萨德”系统加强了对包括局部进攻在内的北朝鲜挑衅的威慑，此外还有助于制止北朝鲜对地区稳定的威胁、而这一威胁是中国所不乐见的。总得来说，中国的反对更大程度上是出于政治动机而非有意义的军事安全考虑。

一种牵制战略？

如果中国的反对是出于政治动机，那是什么政治动力驱使它这样做？一个可能的解释是中国和北朝鲜之间的政治关系。中国不愿（或者说无法）控制其盟友北朝鲜不断增长的核力量和进攻性导弹威胁。中国有充分的动机这样做，包括居住在中朝边境附近的中国居民的忧虑，他们正受到北朝鲜核武器试验的威胁。

相比之下，美国在 20 世纪 70 年代成功说服了南韩停止其核武器计划。如果美国当年没有这么做，今天东北亚可能更不稳定。在中国拥有成为超级大国的野心时，这种对比对中国来说确实是个麻烦。在这一背景下，强烈反对部署“萨德”系统就可以被视为一种有效的牵制策略，把人们的注意力从中国不能有效影响北朝鲜行为这个问题上引开。

可能的反应

很难判断中国（或俄罗斯）将如何回应将“萨德”系统部署在南韩这一动作。中国可以继续现有的道路和言论，或许会从经济上惩罚南韩。或者部署“萨德”系统也可能会改变争论的动力和内容，使得中国向北朝鲜施加更大压力以控制其核威胁与导弹威胁。不论如何，南韩和美国需要向中国政府和人民更好的解释它

们的防御决心并阐释其防卫战略。它们的众多论据中最重要的是允许北朝鲜核武器项目不受控制的发展的危险性。

本文原题为“THAAD's Effect on South Korea's Neighbors”。本文作者为兰德公司高级分析师 Bruce W. Bennett。本文刊于 2016 年 4 月 5 日兰德公司官网。[单击此处可以访问原文链接](#)。

安倍主义的东南亚舞曲

Phuong Nguyen/文 贺杨/编译

导读:安倍主义作为日本对东南亚地区的战略规划,已经成为日本在东南亚地区的行动指南。历史上,日本就将注意力投向东南亚地区。随着亚太地区的日益重要和中国实力的崛起,日本再一次加大了对东南亚地区的投入,包括军事经济援助、推行安全政策合作、联合军事演习和基础设施建设。编译如下:

在东南亚,日本可以说享受无与伦比的声望。根据美国皮尤中心 2015 全球声望调查显示,四个东南亚国家有超过 80%的受访者表示对日本有好感。相对于中国在有争议的南海地区极具扩张的军事足迹,日本近些年对东南亚地区的影响力越来越坚实。

自从 2012 年安倍晋三当选日本首相以来,日本政府一直积极推行与东南亚国家建立紧密安全合作的政策,尤其是同与中国存在领土争议的菲律宾和越南建立合作,当然也包括老挝和东帝汶这样较小的国家。在更广大的背景下,安倍希望日本建立在东南亚地区的地缘政治身份和扩大在该地区的经济存在。

对于日本来说,未来几十年亚太地区秩序将是一个关键问题。它是否建立在冷战期间美日同盟的基础上,或者美国新旧伙伴关系继续发展?日本是否都将是这个系统的核心,很大程度上取决于未来美国政府能不能对亚洲保持持续关注,以及美国经济能不能在亚太地区维持领先地位。或者它将是一个以中国为中心的地区秩序,鉴于中日之间在领土和历史问题上的分歧和中日之间在地区问题上的不同利益,日本有理由对这一秩序保持谨慎态度。或者将以东盟为中心的松散的组织秩序,但东盟要发挥核心力量需要东盟国家保持经济繁荣,并能够发挥各自的战略作用。因此在同一时间,日本加强了与美国的安全合作。日本曾经在东南亚经济发展的过程中扮演了重要角色,近年来,日本面对东南亚的振兴议程通过与东南亚国家建立合作伙伴和遏制中国军事力量增长而实施,日本对该地区的兴趣不仅扩大了对越南和菲律宾的援助,还扩大了对整个地区的援助。

中国最近提出的“一带一路”计划吸引了各国的注意力,但是很少有人看到,日本从上世纪九十年代开始,已经制定了通过投资实现基础设施联通的愿景。这一构想包括三个方面的举措,其中有两个方面是路上即东西经济走廊,实现老挝、泰国、越南和缅甸的连接。第三项倡议是海上-东盟经济走廊,将巩固港口发展、海洋经济发展和文莱、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和新加坡的信息、通信和技术网络连接。日本基础设施建设已经成为东盟经济共同体的重要助力。这些工作的一大块是东西经济走廊的基础设施组件的完成,其中进军地方政府计划,能

够吸引能源、旅游和农业投资。这一举措被日本私有部门形容为“连接太平洋和印度洋的土地”，东南亚地区是日本的头号投资目的地。

最新的紧迫任务是加强同区域国家的海上安全联合演习。在很短的时间内，日本曾在东南亚有限的防御态势已经演变成正规化的空中巡逻任务和港口建设。日本和菲律宾去年进行了首次联合军事演习，今年早些时候签署了一项协议，将允许日本把防卫装备和技术转移给菲律宾，使其拥有现代化的海军，空军，和海上执法能力，从而能够抵御中国在海事领域的扩张。今年早些时候，日本和越南进行了第一次联合海上演习，两国在防务政策合作上保持了正常的协商渠道。东南亚国家都认为日本的兴趣和注意力，有利于盘活区域。同样重要的是，日本对该地区的经济前景和未来的强劲投资，有助于培养东南亚合作伙伴的信心。东京有一个机会的窗口，以形成新的区域秩序。

本文原题名为“Southeast Asia Dances to the Tune of Japan’s Abe Doctrine”。本文作者为美国战略与国际问题研究中心东南亚项目组主任 Phuong Nguyen。本文刊于 2016 年 3 月 17 日 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国的现状

Richard N. Haass /文 张麟/编译

导读：2016年3月24日美著名智库对外关系委员会网站发表文章《美国的现状》，作者对美国当前在社会、经济、政治等各方面的情况进行了分析，尤其突出对民众情绪的关注，十分宜于了解美国现时的民情社情。编译如下：

离美国总统大选还有大半年，现在还不可能明确地知道谁将被提名代表各主要政党，更不用说知道谁将是白宫的第四十五个主人。但此时对美国超过3.2亿居民的心情进行评估并没有操之过急，那些对于最终将会获胜的人有意义的东西，对于世界上大多数人来说就是一部无休止的政治肥皂剧。

如今在美国的主导情绪是一种过度焦虑，如果不是彻底愤怒的话。华盛顿邮报最近发表了一篇包含四个部分的系列文章，揭示出了对华尔街、穆斯林、贸易协议、华盛顿、警察枪击案、总统奥巴马、共和党人、移民和其他目标的普遍的愤怒。

如今对一个人最差的评价就是称其为“职业政客”。享受这种精神状态的人都是反政府的候选人，他们支持那些反对自由贸易、移民改革的政策，要求彻底改革当前的税收和开支政策。他们所拥护的细节可能不同，但他们的政纲都要求彻底脱离现状。

这种情绪的根源几乎是不言自明的。与六年前——2007-2008年的经济危机之后——相比，国家在经济上逐步好转。自那时以来，已经创造了超过九百万个工作岗位，低利率，油价的下跌相当于给每个美国家庭减少了700美元的税。此外，股票市场从7年前的低迷中恢复，到如今已经上涨了200%，数百万没有医疗保险的人如今都被纳入保障范围。

但是经济上的好消息在很多情况下被家庭收入增长乏力所抵消，家庭收入增长在15年里实际上是停滞的。美国人全职工作的比例还没有达到七年前的水平。很多人因为外国人的竞争，新技术或业务外包担心失去工作。

大部分美国人的寿命都更长，但易焦虑，因为他们难以存下能保障他们在退休之后过得舒服的存款。一些被用来支付医疗保险金，这部分钱以前是不用交的。

还有就是不平等的问题。这引起了真正的愤怒，但是这个问题与其说是不平等，还不如说是机会的减少。美国梦正在给阶级意识让位——对于一个信奉“任何人努力工作都可以改善自己的生活”的理念的国家来说，这是一场深刻的变革。

但是焦虑和愤怒的原因超越了经济现实和经济忧虑的层面。这是否由于犯罪率高或担心恐怖主义产生了实际上的不安全感呢？在很多社区，还体现出对文化和社会向何处发展的关心。

现代媒体往往会使事情变得更糟。我们的时代是一个“窄播”的时代，而非广播的时代。人们不断通过收看有线电视或上网来巩固他们的观点和意识形态。

几乎没有什么让人放心的事了。民族情绪超越了竞选大战，这将会给新的总统和国会提出切实的挑战。民主党和共和党内部和彼此之间的分裂将会使对于统治国家非常重要的妥协和组建联盟变得不可能。

人们对于养老保险和医疗保险负担能力的关注将会使改革福利制度变得更加困难，即使财政扩张将会使国家负债情况达到创纪录的程度。自由贸易被认为是造成失业的罪魁祸首并且正在失去支持，即使自由贸易也同时是新增就业和更多消费选择的来源——不仅如此，还巩固了美国在世界范围内的战略地位。移民，长期以来被认为是国家的传统和宝贵的人才来源，在改革前景黯淡的情况下也成为有争议的话题。

在美国社会中存在的这种主流情绪可能也会使官员们加强对国内的关注。在伊拉克和阿富汗进行的干涉行动被证明是付出远大于所得的，因此许多美国人对美国在海外所获得的利益表示怀疑，这之后的对外干预都已被叫停。他们对看上去没有公平分担共同义务的盟友感到很失望，而且他们越来越相信政府需要减少对外部世界的关注，把重心放到解决美国内部出现的问题上。

国外有些人无疑将对美国的现状非常满意；但是，总体来看，这对全球的大多数人是一个坏消息。一个混乱的、分裂的美国将更不可能有意愿和能力去带头促进在中东、欧洲或亚洲实现稳定，或应对全球挑战。并且，如果没有美国的领导，这些威胁很可能无法解决，进而转化成问题，或者更糟，变成危机。

本文原题为“The State of the United States.”。本文作者为美国智库 CFR 主席 Richard N. Haass。本文刊于 2016 年 3 月 24 日 CFR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

Center for Strategic and International Studies (CSIS) 战略与国际研究中心

简介：1964年由美国海军上将阿利·伯克和大使大卫·阿希尔成立。是一个位于华盛顿特区的跨党派的外交政策智囊团。CSIS主要就经济和安全问题，进行政策研究和政治战略分析，其重点放在技术、公共政策、国际贸易和金融、能源等。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，CSIS在全球（含美国）30大智库中列第5名，全球30大国际经济政策智库第11名。

网址：<http://csis.org/>

The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心

简介：经济政策研究中心成立于1983年。它包括七百多位研究人员，分布于28个国家的237家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org是CEPR的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

Peter G. Peterson Institute for International Economics (PIIE) 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten）成立于1981年，是非牟利、无党派在美国智库。2006年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE在全球（含美国）30大智库中列第10名，全球30大国内经济政策智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第1名。

网址：<http://www.iie.com/>

International Monetary Fund (IMF) 国际货币基金组织

简介：IMF于1945年12月27日成立，为世界两大金融机构之一，职责是监察货币汇率和各国贸易情况、提供技术和资金协助，确保全球金融制度运作正常，其总部设在华盛顿。IMF主要通过监督、贷款以及技术援助和培训三大职能来促成国际金融体系的稳定。IMF的工作论文及其他出版物在全球宏观经济政策研究方面拥有巨大影响。

网址：<http://www.imf.org/>

RAND Corporation (RAND) 兰德公司

简介：兰德公司成立于1948年，是美国最重要的以军事为主的综合性战略研究机构。在其成立之初主要为美国军方提供调研和情报分析服务。其后，RAND逐步扩展，并为其它政府以及盈利性团体提供服务。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，RAND在全球（含美国）30大智库中列第6名，全球30大国内经济政策智库中列第8名，全球30大国际经济政策智库第13名。

网址：<http://www.rand.org/>

The Center for International Governance Innovation (CIGI) 国际治理创新中心

简介：CIGI 是关注全球治理的独立智库，由 Jim Balsillie 成立于 2001 年。它的主要活动包括资助研究、创造交流网络、促进政策讨论、提高多边治理能力。具体而言，它的研究集中于以下四个方面：全球经济、环境与能源、全球发展、全球安全。它致力于将学术应用于政治，通过优秀的研究与分析来影响政治决策。

网址：<http://www.cigionline.org/>

Council on Foreign Relations (CFR) 外交关系协会

简介：成立于 1921 年，是美国非政府性的研究机构，致力于对国际事务和美国外交政策的研究。CFR 是一个由精英学者组成的组织，成立伊始就成为 20 世纪美国最有影响力的智囊机构，曾为威尔逊总统在第一次世界大战中出谋划策。该协会主办的《外交事务》杂志曾刊登过乔治·凯南、基辛格和斯坦利·霍夫曼等美国知名外交家、国际政治学者的论文。在《2011 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，CFR 在全球（含美国）30 大智库中列第 4 名，全球 30 大国际经济政策智库第 6 名。

网址：<http://www.cfr.org/>

Adam Smith Institution (ASI) 亚当斯密研究所

简介：ASI 是英国的市场经济和社会政策自由化的改革领导者。它以《国富论》的作者亚当斯密命名，方针是经济自由主义。从二十世纪七十年代建立以来，它在积极实践把选择和竞争引进到公共服务上来，在巩固个人主义、减税、消减落后法规和杜绝政府浪费扮演着重要的角色。此协会通过他们的研究、报告、学术会议、政治家和期刊的简报、网站和博客、报纸、广播和电视来推广和散播他们的理念。

网址：<http://www.adamsmith.org/>