

金融开放的测度

华秀萍 熊爱宗 张 斌

[摘 要]现有文献对于金融开放的测度主要从资本账户开放和金融市场开放两个层面展开。资本账户开放测度一直是金融开放测度的重点,其包括两个方法,基于资本跨境交易法律法规等限制措施的名义测度和基于实际资本流动的事实测度,其以各国政府为中心,侧重于金融开放的宏观层面;金融市场开放测度主要衡量金融服务部门的对内和对外开放水平,也可以分为名义承诺开放水平和实际开放水平,其以金融市场和金融中介为中心,侧重于金融开放的微观层面。在金融开放的实际测度中,应结合两种测度方法以求反映金融开放的全貌。

关键词:金融开放 资本账户开放 金融市场开放

JEL 分类号:C82 F21 F30

1973年布雷顿森林体系解体之后,全球金融体系发生深刻变化,其重要表现之一是金融全球化与自由化迅速展开。从这一时期开始,国际货币基金组织由先前的支持资本管制转向支持资本账户自由化(Gallagher, 2011),越来越多的国家也开始放弃资本项目管制转而支持金融开放(Bakker and Chapple, 2002; Tseng and Corker, 1991)。然而,全球金融开放在促进世界各国经济发展的同时,也为各国特别是新兴市场经济体和发展中国家带来了一系列挑战,金融开放的利弊之争成为学术研究热点。然而无论是在政策层面还是在学术研究层面,有关金融开放的争论一直难有定论,其中一个重要原因来自于金融开放缺乏一个为大家普遍接受的恰当的测度方法(Chinn and Ito, 2008)。

金融开放的测度历来是国际经济学领域的难点和热点。金融开放到目前为止仍没有一个普遍接受的定义,学者对金融开放关注范围的不同导致对金融开放的测度也不相同。目前,学者主要从两个角度来测度金融开放:一是从资本账户开放角度出发,将金融开放等同于资本账户开放(资本账户自由化),在实际测度中,主要利用资本账户管制程度和实际资本流动来测度金融开放水平;二是从金融市场开放角度出发,认为金融开放来自于金融市场的开放,在实际测度中,主要测度的是金融服务开放水平。在具体的金融开放测度方法上,学者主要利用两种测度方法:一种是基于法律(法规)的名义测度法,一种是基于价格或数量的实际测度法。然而到目前为止,有关金融开放学者仍未给出一个明确而又广泛接受的定义,这导致了对金融开放测度关注范围的不同。基于不同的测度方法,得到的结论也会有所不同。这都增加了金融开放相关研究分析的难度。

本文主要对金融开放的测度方法进行梳理。本文随后安排如下:第一部分主要介绍金融开放的相关定义;第二部分主要介绍资本账户开放的名义测度;第三部分主要介绍资本账户开放的事实测度;第四部分主要介绍金融市场开放的测度;最后为本文总结。

* 华秀萍, 诺丁汉大学商学院(中国)金融学助理教授;熊爱宗, 南开大学国际经济研究所博士后;张斌, 中国社会科学院世界政治与经济研究所研究员。作者感谢英国外交与联邦事务部的研究经费资助。本文是宁波诺丁汉大学与中国社会科学院财经战略研究院联合获得的中国繁荣战略项目基金“中国金融、贸易与创新的未来”研究项目的金融开放指数的重要研究内容。

一、什么是金融开放

关于金融开放,学术界并无一个统一的定义。Clark et al.(2012)指出金融开放(Financial Openness)、金融一体化(Financial Integration)、金融相互依存性(Financial Interdependence)以及资本流动(Capital Mobility, Capital Flow)这几个概念可能会相互混淆。他们指出金融开放与贸易开放一样也有广义和狭义之分:广义概念是指一国依赖于国际资本流动或者受其影响的程度,狭义的概念则与一国的政策相关,例如开放度越高意味政府对于资本流动施加的限制措施越少。因此,金融开放与国际资本流动及相关政策密切相关。

Le(2000)认为,在实践中金融开放是指现存资本跨境流动的行政障碍和市场管制措施被清除的状态,在某些国家中,还包括引入措施来吸引外国资本流入以及降低外国金融机构在本国市场运作的歧视。在理想的金融开放条件下,一国的金融市场结构和产品将与海外市场类似,国内的金融市场将会成为世界金融市场的一部分。大部分研究将金融开放认定为金融自由化(Financial Liberalization)的一种重要形式(Huang, 2006),金融开放只是金融自由化的对外开放方面,其中资本账户开放和金融市场开放是最核心要素(陈雨露和罗煜, 2007)。

在实践中,大部分学者通过资本账户开放(Capital Account Openness)来测度金融开放,例如Chinn and Ito(2008)所构建的金融开放指数测度的就是资本账户交易的开放程度。资本账户开放或资本账户自由化^①是指不对国际收支的资本和金融账户交易施加任何限制措施(Eichengreen and Mussa, 1998)。因此,对资本账户开放测度的一个重要方法就是考察一国法律或法规对跨国金融交易、国际资本流动的限制程度,限制程度越低则资本账户开放度越高。

Akyuz(1993)认为金融开放或金融自由化意味着本国居民可以更容易地获取外币标价的资产与负债,而外国居民可以在本国金融市场上更便利的运作。在金融开放条件下,以下三方面交易将更加便利:(1)对内交易方面,居民可以在国际金融市场自由借入资金,非居民也可以自由投资国内金融市场;(2)对外交易方面,居民可以向国外自由转移资本,也可以持有国外金融资产,非居民可以在国内金融市场发行负债筹集资金;(3)外币的国内交易方面,允许本国债权人-债务人以外币进行交易(如进行外币存款或借入外币资金)。因此,在Akyuz看来,由于包含了本国居民的外币交易在内,金融开放是一个比资本账户开放更为宽泛的概念。

除资本账户角度外,另外一部分学者从金融市场角度对金融开放给出了定义。Ye(2007)认为金融开放包括两个方面,一是资本账户开放,二是金融服务业或资本市场开放,后者的开放意味着外国金融机构可通过独资、合资、兼并等方式进入一国银行、证券与保险产业。Yu(2011)认为从广义角度看,金融开放就是一国对其他国家金融市场的开放。张金清和刘庆富(2007)认为金融对外开放是指一国或地区放宽或取消金融对外开放参与者的市场准入,放松或取消金融对外开放具体经营和服务项目的管制,以及放宽或取消金融对外开放经营和服务项目的途径和方式。从这个角度看,金融开放主要是逐步开放国内银行市场、保险市场、证券市场等金融市场的过程。由于股票市场在一国国民经济中居于重要地位,对股票市场开放的研究成为金融市场开放研究的重点。

因此,从目前来看,尽管金融开放仍没有统一定义,但其包括资本账户开放和金融市场开放两个层次的内容却取得共识。为把握金融开放的总体特征,需要对资本账户开放和金融市场开放两种测度进行综合考察。在接下来的部分,我们将按照金融开放的两个层次分别梳理相关测度指标。

^① 我们认为资本账户开放是金融自由化对外开放的一个方面,因此,我们认定资本账户开放与资本账户自由化是一致的。

二、资本账户开放——法定测度

资本账户开放的法定(De jure)测度主要是测度一国或地区对资本账户交易的限制程度,即通过考察一国或地区约束跨国金融交易、国际资本流动的法律、法规以及其他法律文件来测度资本账户开放的程度,也被称为名义测度。

资本账户开放的法定测度主要基于国际货币基金组织(IMF)的《年度汇率安排和汇兑管制报告》(AREAER,简称《汇兑年报》,下同)。在1996年之前,《汇兑年报》在“成员国汇率和贸易体系特征概要”E.2行专门就“资本交易支付限制”做出说明,利用此信息学者可为资本账户管制设置二元变量:当一国存在资本管制时为其赋值为0(或1^①),表示其资本账户为封闭状态;而当该国不存在资本账户管制时为其赋值为1(或0),表示该国资本账户处于开放状态。Rodrik(1998)利用此类方法对23个发展中经济体自1973年至1996年的资本账户开放程度进行了考察,其分析发现,中国香港、印度尼西亚、巴拿马、马来西亚四个经济体自1974年之后,其资本账户一直保持着对外开放状态,而其他多数经济体也都维持有较长时间的资本账户对外开放。

利用二元变量识别资本账户开放状态方法较为简单,但是1996年之后IMF对《汇兑年报》进行了改版,对资本账户交易限制措施提供了更为详细的说明,原来通过简单观察的方法不再可行。更为重要的是,简单的二元变量考察存在较大缺陷(Eichengreen et. al., 1998):第一,二元变量并不能反映资本账户开放的“程度”,其假设一国资本账户要么完全开放要么完全封闭,但实际情况是,一国可能处于资本账户开放的某种中间状态;第二,这种测度方法将会低估资本账户的实际开放水平,因为一些只对资本账户进行部分开放的国家,也为被赋值为“0”显示为完全封闭状态;第三,这种测度方法只反映了居民资本流出的限制措施,而对于一些非居民资本交易限制措施则未能囊括,不能完全反映一国金融开放的全貌。

为克服二元变量测度法未能反映资本账户开放程度的缺陷,一个最简单的方法就是对资本账户限制措施进行更为详细的分类和赋值。如Montiel and Reinhart(1999)将一国对资本账户的管制程度分为三档,并对其进行0-2的赋值操作,其具体的赋值规则是:对于某一年份来说,如果一国在该年大部分时间没有对资本流入施加限制或税收措施,同时也没有对国内金融机构的举债规模进行限制,则对其赋值为0;如果限制措施只是采取审慎监管措施(如对于银行的外汇头寸施加严格限制),则赋值为1;如果存在明显的限制,如禁止、存款要求、金融交易税等,则赋值为2。根据各国中央银行发布的信息,Montiel and Reinhart(1999)考察了15个新兴市场经济体1990年至1996年的资本管制程度。

与Montiel and Reinhart(1999)为资本账户管制措施进行多元赋值不同,Tamirisa(1999)根据改版后的《汇兑年报》对资本账户交易细项进行了考察,通过对不同交易细项的赋值最后加总平均得到资本账户开放度。Tamirisa将资本交易分为9个分项,包括资本和货币市场、衍生品、信贷操作、直接投资、房地产交易、商业银行特别条款、其他信贷机构和机构投资者、资金上缴和汇回要求等,其每一分项资本交易下又分为诸多细项,例如直接投资又可分为对外直接投资和外商直接投资。一国总体的资本管制指数^②构建分为两个步骤,首先,计算出每一分项的资本管制指数:

① 赋值为0或1,主要根据研究者的需要和定义。

② Tamirisa(1999)测度的是资本管制程度指数,如果要测算资本账户开放指数,只需改变相应的赋值顺序即可。

$$CI_k = \frac{1}{N_k} \sum_1^{N_k} D_i \quad (1)$$

其中 D_i 表示每一细项资本交易的二元变量,当存在资本管制时为其赋值为 1,否则赋值为 0, N_k 表示某一分项资本交易下的细项数目, CI_k 表示的是某一分项资本管制指数,其为各细项资本管制程度的平均数。一国总体的资本管制指数为:

$$KCI = \frac{1}{N_{KCI}} \sum_1^{N_{KCI}} CI_k \quad (2)$$

KCI 为一国总体的资本管制指数,其中 N_{KCI} 为分项资本交易的数目。通过这一方法计算的资本管制指数不再是 0、1、2 这样的正数,而是在 $[0, 1]$ 之间的一个数,从而可以刻画出资本管制强度的变化。

测度资本账户开放程度的第二个方法是构建一个时间窗口指标,该指标表示为一定时间段之内未施加资本管制年份占总年份的比例,以此来表示某一段时间内资本账户开放程度的变化。Klein and Olivei (2006) 以 IMF 的《汇兑年报》为基础,仍利用 0/1 的二元变量赋值方法为资本管制赋值,不过,与以往方法不同的是,其不再考察某一年份的资本账户开放指数,而是考察某一段时间内的整体开放程度。Klein and Olivei (2006) 将各国 1986 年至 1995 年的资本账户开放指数构造如下:

$$KALIB_{86-95} = \frac{\sum_{86}^{95} C_i}{N_{86-95}} \quad (3)$$

其中, $KALIB_{86-95}$ 为一国在 1986 年至 1995 年的资本账户开放指数, N_{86-95} 为 1986 年至 1995 年时间间隔, C_i 为某一年该国资本管制状态,当不存在资本管制时为其赋值为 1,否则为其赋值为 0,因此,总体的资本账户开放指数也是处于 $[0, 1]$ 之间的一个数。

然而,以时间窗口考虑资本账户开放程度也存在一个问题 (Edison et. al., 2002)。例如一国在 10 年的考察期中其资本账户自由化指数为 0.5,这意味着该国有 5 年是不存在资本管制的,但是我们无法识别这 5 年是前 5 年,还是后 5 年,还是在中间的某一段 5 年,抑或是其经历了断断续续 5 年的无资本管制时期。因此,这种考察方法并不能识别出一国资本账户开放的动态变化,特别是对于一些发展中国家来说,从较长历史来看,其资本账户的开放与封闭往往会经历反复变化,而这一方法无法体现。

即使解决了测度资本账户开放“程度”问题,以上方法还存在另外一个问题,其未考虑资本管制的规避行为。以上方法主要从资本账户角度出发,然而即使存在资本管制的情况下,资本账户交易仍可以通过经常账户或其他方式进行规避,从而降低资本管制的有效性 (Mody and Murshid, 2002)。因此,在测度资本账户程度时,也必须对这些因素进行考虑。

为考虑资本管制的规避行为,最常见的方法是在测度资本账户开放度(或资本管制度)时引入对经常账户的考察。基于这样的考虑,Grilli and Milesi-Ferretti (1995) 以 IMF 的《汇兑年报》为基础对三种汇率管制进行了关注:第一类是对资本交易支付的限制措施,这一措施主要针对居民资金流动;第二类措施是对一些或全部资本交易实行不同的汇率安排,包括针对不同国家(或国家集团)实行不同的汇率安排,以上两类限制措施主要是对资本流动的限制措施;第三类限制是对经常账户交易支付的限制,以此来反映资本管制是否可通过经常账户进行规避。然而,Grilli and Milesi-Ferretti (1995) 主要考察的是三类汇率限制措施,其并没有得到一个总体的资本管制指数。

Quinn (1997) 也从三个方面考察了各国的国际金融监管水平,除了资本账户限制措施和经常账户限制措施外,与 Grilli and Milesi-Ferretti (1995) 不同的是,Quinn 还考察了一国对于国际法律

和协议的参与程度而不是关注多重汇率安排,因为国内法律和国际法律的差异也会对国际金融交易产生影响。为了测度出金融监管程度的变化,Quinn 对以上三个方面进行了进一步的细分,其中经常账户交易限制分为进口支付、无形产品支付、出口收入、无形产品收入四个方面;资本账户限制措施分为资本支付、资本收入两个方面;国际协议是指如果一国加入经合组织、欧盟或国际货币基金组织,那么这也意味着该国将会遵守相关国际组织的规则去开放其金融市场。因此,对国际协议的遵守和认可程度可以看作是一国政府对经常项目和资本项目开放的一种间接测度。

Quinn(1997)对于以上限制措施的赋值原则为:对于经常账户限制措施的四个细项,每项分为四档,总分为 2 分,从 0 开始每档梯度 0.5 分,其中 0 代表该国在某一方面完全封闭,2 则代表该国在该方面完全开放,0.5、1、1.5 则分别代表程度逐渐加深的开放水平。资本账户限制措施两个细项也分为四档,每项总分为 2 分,赋值原则与经常账户相同。因此,如果一国经常账户和资本账户完全开放的话,总计为 12 分。国际协议分为两档,可累加,最高分为 2 分,其设定为如果一国为 IMF 第八条款国,则为其赋值为 1,如果一国是经合组织成员国或是某一自由贸易区或者货币区成员国,那么为其赋值为 0.5。详细赋值方法如表 1。

表 1 Quinn(1997)对于各项交易限制的赋值原则

分值	经常账户	资本账户	国际协议
0	收入必须上交;支付完全禁止	几乎不批准并且完全上交收入	
0.5	需通过批准(除非是自动生效)	需要批准但通过概率不高	如果该国加入自由化贸易区;如果该国是货币区成员国
1	需通过批准(往往是自动生效的)并被课以重税	需要批准但通过概率较高;或无需批准,但是收入被课以重税	如果该国同意基金组织协定第八条款;如果该国是欧盟成员国
1.5	转移受市场机制影响,只征收一定税收	无需批准,只征收一定税收	
2	完全自由	完全自由	

资料来源:Quinn(1997)。

Quinn(1997)基本上解决了以往资本账户开放测度方法没有关注资本账户管制规避和无法测度资本管制强度的问题,因此,后续研究主要是对资本管制的关注范围和测算方法进行完善。Gruben and McLeod(2001)也通过测算经常项目和资本项目限制措施来考察资本账户开放程度,其主要考察了多重汇率制度、经常账户限制措施、资本账户限制措施、出口收益上缴四个方面,但在测算开放指数上其利用的是某 10 年内交易项目平均的限制情况,具体开放指数的测度为:

$$\tau_{10s}=1-(1/n)\sum_{i=1}^n\tau_i \quad (4)$$

τ_i 为以上四种限制措施的状态变量,当 $\tau_i=0$ 是表示完全开放, $\tau_i=1$ 当表示完全封闭, $\tau_{10s} \in [0,1]$ 为四种限制措施在 10 年时间内的平均开放程度,当 $\tau_{10s}=0$ 是表示该项措施在 10 年内完全封闭, $\tau_{10s}=1$ 时表示该项措施在 10 年内完全开放。将以上四种措施的开放指数简单相加即得到总体的资本账户开放指数,其值介于 0-4 之间。

Gruben and McLeod(2001)所采用的四组变量被多个学者作为研究资本账户开放的测度变量(Mody and Murshid,2002;Chinn and Ito,2008 等)。在此基础上,Chinn and Ito (2008)对时间窗口测度方法进行了改进,他们并没有对以上四组变量都进行时间平均,而只是对资本账户交易限制进行了滚动时间处理,建立 $SHAREK_{3,t}$:

$$SHAREK_{3,t} = \left(\frac{k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}}{5} \right) \quad (5)$$

其中 k_3 为资本账户交易限制变量, $SHAREK_{3,t}$ 反映了资本账户交易在过去 5 年的平均开放水平, 这样既熨平了资本账户在特殊年份可能出现的管制异常(贾秋然, 2011), 同时又考察了资本账户交易限制在整个考察期内的变化。对多重汇率制度($k_{1,t}$)、经常账户限制($k_{2,t}$)、资本账户限制($SHAREK_{3,t}$)、出口收益上缴($k_{4,t}$)四组变量提取第一标准主成分即构造为金融开放指数($KAOPEN_t$), 该指数越高意味着一国跨境资本交易的开放度越高。

从目前来看, Quinn(1997)和 Chinn and Ito(2008)的方法成为测度资本账户开放两个最为常用的方法, 不过以上两个方法也并非完美无缺, Quinn(1997)建立的金融开放指数并不对外公开, 这在很大程度上限制了其使用, 而 Chinn and Ito(2008)所建立的开放指数在刻画某些国家的金融开放程度时往往变化不是很明显, 这一方面可能来自于该国实际金融开放水平并没有变化, 也可能是由于这一方法分得不够细致。不过总体来看, Chinn and Ito(2008)所建立的 Chinn-Ito 指数由于包括国家众多、数据定时更新、公开等优点, 成为大多数关于资本账户开放和金融开放研究的首选。^①

三、资本账户开放——事实测度

资本账户开放的事实测度(De facto)为事后测度, 主要是从实际资本流动角度来反映资本账户开放水平, 其基本假设是, 如果一国资本账户开放水平越高, 则国际资本流动越顺畅。事实测度具体的测算方法包括储蓄和投资关系、利率平价差异、国际资本流动状况等。

(一) 储蓄-投资法

Feldstein and Horioka(1980)最早通过研究投资率和储蓄率的关系来考察一国对资本流动的限制程度。他们认为如果国家间资本完全流动, 那么一国的投资和储蓄就不会存在一一对应关系, 相反, 如果投资组合偏好、制度因素等阻碍了国家之间的长期资本流动, 那么一国国内储蓄的增加将会在国内投资上有所反映, 也就是说, 在资本流动存在限制的情况下, 国内储蓄和投资的关系将更为紧密。因此, 可以利用储蓄和投资的关系作为测算资本流动程度的良好指标。Feldstein and Horioka(1980)对以下方程进行估计:

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta(S/Y)_i \quad (6)$$

其中 $(I/Y)_i$ 和 $(S/Y)_i$ 分别为国家 i 的投资率和储蓄率, 系数 β 刻画了一国的金融一体化程度。如果资本完全流动, 那么对于小国来说 β 应该为 0, 而对于大国来说, β 应该接近于该国资本占世界资本总额的比例, 而如果 β 接近 1 的话, 则说明该国的资本流动存在较大困难。在此基础上, Feldstein and Horioka 通过对 OECD 国家 1960-1974 年的数据研究发现, 这些国家的平均储蓄率和平均投资率高度正相关, 从而得出这些国家之间存在显著的资本流动障碍。

Feldstein and Horioka(1980)结论被称为 Feldstein-Horioka 之谜, 成为国际宏观经济学六大谜团之一(Obstfeld and Rogoff, 2000), 其通过考察储蓄-投资关系来测度国际资本流动的方法也引发广泛的争议。Obstfeld(1985)指出, 储蓄和投资关系并不必然反映国际资本流动程度, 例如储蓄率和投资率在共同因素的作用下也会呈现高度相关关系, 但是却和资本流动无关。同时 Obstfeld 还指出不同经济规模国家其所展现的储蓄和投资关系也是不一样的, 经济规模大的国家其储蓄率和

^① Chinn-Ito 指数详见 http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm, 目前该指数已更新至 2010 年。

投资率的相关性就要比经济规模小的国家要高。Coakley et. al.(1998)指出 Feldstein-Horioka 的结果对于资本流动并不具有指示性意义,因为一系列理论模型证明即使在完全资本流动下,储蓄与投资之间的相关性也可以非常高,这已在文献中逐步形成共识。因此,Feldstein-Horioka 方法在测度资本账户开放上并不常用。

(二)利率平价法

在国际资本自由流动的条件下,国内利率与国际利率将符合利率平价关系,因此,可以用一国或地区的利率水平对利率平价关系的偏离来考察该国或地区对资本流动的管制程度。

Edwards and Khan(1985)指出经济的开放程度将会影响一国国内的利率行为,因此,一国的名义利率可以分为两部分的线性组合:一部分为完全开放条件下的利率水平,一部分为完全封闭条件下的利率水平。在完全封闭条件下,利率决定为:

$$\dot{i}_t = rr_t + \pi_t^e \quad (7)$$

其中, $\dot{i}_t$ 为一国名义利率, rr_t 为实际利率, π_t^e 为预期通胀率,也即在完全封闭下,利率仅由国内条件决定。在完全开放条件下,利率决定为:

$$\dot{i}_t = \dot{i}_t^* + \dot{e}_t \quad (8)$$

其中, $\dot{i}_t^*$ 为世界利率水平, $\dot{e}_t$ 为预期汇率变化,也即在开放条件下,一国利率遵循(非抵补)利率平价关系。

因此,在一般化条件下,一国的利率水平为(7)(8)式的加权平均组合,

$$\dot{i}_t = \varphi(\dot{i}_t^* + \dot{e}_t) + (1 - \varphi)(rr_t + \pi_t^e) \quad (9)$$

其中 $\varphi \in [0, 1]$, 表示为一国的金融开放程度,当 $\varphi=1$ 时,该国利率完全由利率平价决定,表明该国资本账户完全开放,而当 $\varphi=0$ 时,该国利率完全由国内条件决定,表明该国资本账户完全封闭。

Eichengreen(2001)指出以利率差异测度资本流动性存在着一些不足,比如这种方法只适用于那些离岸市场和远期货币市场都较为发达的国家,同时,利率对于利率平价关系的偏离也不仅仅只反映资本管制的强度,相关的政策和经济环境也会对其造成影响,而我们往往很难将这种影响完全区别出来。

(三)资本流(存)量法

另一个测度资本流动性的指标是直接测度实际的资本流入与流出规模。这方面较早的文献是 Kraay(1998),其利用实际资本流入和流出之和占 GDP 之比作为评估金融开放的“结果”指标,其定义的资本包括外商直接投资(FDI)、组合投资以及国际收支项下金融账户下的其他投资等。与 Kraay(1998)不同,Lane and Milesi-Ferretti 对于资本账户开放的测度则用的是资本存量数据,他们定义国际金融一体化程度为(Lane and Milesi-Ferretti, 2003, 2007):

$$IFI_u = \frac{(FA_u + FL_u)}{GDP_u} \quad (10)$$

其中, IFI_u 表示国家 i 在时刻 t 的金融一体化程度(开放度), FA_u 和 FL_u 分别表示为国家 i 在时刻 t 的对外资产和负债存量。进一步 Lane and Milesi-Ferretti(2007)将外部资产和负债分为五大类:组合投资(包括股票和债券)、外商直接投资、其他投资(包括贷款、存款、贸易信贷等债务工具)、金融衍生品和储备资产,因此,可以根据细项分类考察不同类别投资的金融开放程度。

这种方法也存在较多争议。第一,实际资本流动不但受到资本流动管制措施的影响,同时还会受到其他因素的影响,例如经济政策(包括货币政策、财政政策以及汇率政策等)、全球经济和金融

气候以及政治环境都可能对资本流动产生影响。因此,这一测度并不能成为资产账户开放程度的指引性指标(Eichengreen,2001)。第二,资产/负债价格的变化将会对资产/负债存量产生影响,从而影响资本账户开放的实际测度(Miniane,2004)。第三,如果一国资本供给恰好可以满足自身资本需求,那么该国将不会产生任何资本流动,通过这一方法测度将会显示该国资本账户完全封闭,但实际情况可能与此相差甚远(Montiel,1994)。

四、金融市场开放测度

除从资本账户角度测度金融开放水平外,还有一部分文献从金融市场角度测度金融开放水平。资本账户开放主要着眼于削减限制资本流动的汇兑措施,而金融市场开放则是通过放开金融服务和金融中介限制,从而吸引更多的资本流动,推动金融开放。

Hoekman(1995)在测度服务部门开放方面进行了开创性工作,为后续测度金融服务开放奠定了基础。Hoekman(1995)将一国对于服务贸易的开放承诺分为三类:(1)完全开放,一国的任一服务部门以及任一服务提供形态无论是在市场准入还是国民待遇方面都不存在任何限制;(2)完全不开放,一国在任一服务部门以及任一服务提供形态都不存在政策开放承诺;(3)中间情形,一国在某一服务部门或某一服务提供形态上存在一定的限制,但是这些限制措施是有限度的。为评估各部门的开放或限制水平,Hoekman 为以上三种情形分别赋值为 1、0、0.5,将各部门的数据加总就可以得到总体的服务贸易开放水平,数值越大,该国的服务贸易开放程度越高。

基于这一思路,Claessens and Glaessner(1998)对 8 个亚洲经济体的金融服务开放程度进行了测度。他们将金融服务部门(包括银行业、保险业和证券业)涉及市场准入的活动分为五类,包括建立和所有权、开设分支与布置自动提取款机(ATM)、贷款活动、全能银行业务开展、居住要求等,然后根据限制程度对五类活动进行 1-5 分的赋值,其中 1 分表示封闭,5 分表示开放,2-4 分的情况则介于其间,对以上五类限制活动分数加总可得每一金融服务部门的开放水平。

与 Claessens and Glaessner (1998) 对某一金融部门市场准入行为测度不同,Mattoo(1998,2000)按照服务贸易提供形式分类对金融部门自由化进行了考察。通过为不同服务形式赋予不同的权重,其构造了如下金融服务自由化指数:

$$L^j = \sum w_i r_i^j, i=1,2,3 \quad (11)$$

其中 L^j 表示为国家 j 在某一金融行业^①的对外金融自由化指数, i 表示为不同的金融服务提供形式(跨境交付、境外消费、商业存在^②), $w_i \in (0,1)$ 表示为不同金融服务形态的权重, r_i^j 表示为国家 j 在金融行业 i 以某种服务形态所承诺的开放水平的赋值。Mattoo(2000)对于开放水平的赋值原则如表 2。根据公式我们可以得出每一个行业不同形态的金融开放水平,数值越大,金融开放程度越高。

后续研究在 Mattoo(1998,2000)的基础上逐步进行完善。Pointes(2002)利用 Mattoo 方法将证券市场也纳入到考察范围之内,从而对完成了对所有金融服务部门的覆盖,同时其不但考察了各国金融服务部门名义的承诺开放水平,也测度了金融服务部门实际的开放水平,对金融服务部门的开放测度更加全面。Valckx(2002)则从三个方面对 Mattoo 方法进行了调整与改进:第一,对于金

① Mattoo 所涉及的金融行业只包括两类:保险业和银行业,其中保险业分为寿险业务和非寿险业务,银行业分为存款业务和贷款业务。

② 在分析中,Mattoo 并没有包括自然人存在。

表 2 Mattoo(2000)对于不同金融服务提供形态开放程度的赋值原则

跨境交付	境外消费	商业存在	赋值
完全不开放	完全不开放	完全不开放	0
-	-	没有新项目或对新项目不做承诺	0.1
-	-	对新项目进行酌情许可	0.25
存在限制	存在限制	外资股权上限低于 50%	0.5
-	-	外资股权上限高于 50%	0.75
-	-	对于商业存在法律形式存在限制	0.75
-	-	其他一些微小限制	0.75
完全开放	完全开放	完全开放	1

资料来源：Mattoo(2000)。

融服务部门限制措施的赋值原则进行了调整^①；第二，所关注的金融服务部门从 Mattoo 的两部门扩展到四部门，除增加证券部门外，还增加了一个提供金融信息、支付、结算和清算的金融支持部门，同时，在部门内部划分上比 Mattoo 更为细致；第三，利用无加权平均方法、基于 GDP 加权平均方法以及主成分分析法计算了基于地区的金融服务总体开放指数。

Mattoo 等人所关注的金融服务开放只是一种单边的对外金融开放，然而除了外国金融机构进入本国市场外，金融开放也意味国内金融机构可以自由进入国外市场。Haggard and Maxfield (1996)认为金融国际化(Financial Internationalization)涉及两个政策领域：一是资本账户管理规则，二是金融机构国际行为管理规则，其认为金融机构国际行为既包括国内金融机构参与国际业务活动，也包括外国金融机构进入本国市场。他们将国内和外国商业银行的业务活动分为四档，0 分表示国内银行没有或只有很少国际运作，同时外资银行或被禁止或交易受到严格管制，3 分表示无论是国内银行还是外资银行对内与对外交易都拥有足够的自由度，1 分和 2 分情况则介于其间，得出的商业银行开放指数就可以并入到总的金融开放指数中。然而 Haggard and Maxfield (1996)也存在一些不足，首先，其并没有单独考虑除银行部门之外的其他金融服务部门，其次，在考虑双向金融开放的情况下，其并没有考虑非对称开放条件下如何为其赋值问题。

在金融市场开放测度中，对股票市场开放的测度一直是研究的重点和热点。Bekaert(1995)指出外国投资者投资新兴市场经济体面临三组障碍，其中两组为直接障碍措施，一组为间接障碍措施，包括对外资所有权的直接限制障碍、汇率和资本管制措施以及监管和会计环境等。为此，针对股票市场，Bekaert 共建立了三个股票市场开放测度指标：开放指标 I 表示为国际金融公司(IFC)可投资指数占国际金融公司全球指数之比^②，其测度的是对外资所有权的限制。开放指标 II 主要是利用国际金融公司的新兴市场数据库(EMDB)来评估市场和公司信息可获得性、会计标准和投资者保护质量等，其主要是测度股票市场的间接障碍，为概要测度(Summary Measure)指标。开放指标 III 测度的是国家基金与公司证券跨境上市的数目。几个开放指标相互结合，可以对股票市场开放有一个总体的测度。

与 Bekaert(1995)股票市场开放指标 I 类似，Edison and Warnock(2003)和 Ahearne, Grier

① 但与此同时，Valckx 没有再考虑不同服务提供形式。

② 国际金融公司全球指数(IFC Global Index)为 32 个新兴市场经济体股票市场市值加权指数，包括：中国、韩国、菲律宾、中国台湾、印度、印度尼西亚、马来西亚、巴基斯坦、斯里兰卡、泰国、阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、委内瑞拉、捷克、埃及、希腊、以色列、匈牙利、约旦、摩洛哥、尼日利亚、波兰、俄罗斯、沙特、斯洛伐克、南非、土耳其和津巴布韦。国际金融公司可投资指数(IFC Investable Index)是全球指数的子集，其包括那些可投资的证券，如可以为外国机构投资者自由买卖的股票。因此，Bekaert(1995)主要测度的是新兴市场经济体股票市场开放。

and Warnock(2004)利用国际金融公司全球指数和可投资指数构建了关于股票市场的限制指数:

$$FOR_{i,t} = 1 - \frac{MC_{i,t}^{IFCI}}{MC_{i,t}^{IFCG}} \quad (12)$$

其中 $MC_{i,t}^{IFCI}$ 与 $MC_{i,t}^{IFCG}$ 分别为 i 国家在时间 t 的国际金融公司可投资指数市值和全球指数市值, $FOR_{i,t} \in [0, 1]$ 为国家 i 在时间 t 的外资所有权限制程度, 当取值为 0 时表示该国股票市场完全开放, 当取值为 1 时表示该国股票市场完全封闭。然而, Edison and Warnock(2003)指出当可投资股票和非可投资股票受到非对称冲击时, 这将会导致二者相对价格的变化, 从而造成限制指数发生变化。因此可考虑利用可投资指数价格和全球指数价格对式(12)进行平滑以过滤非对称冲击所带来的指数变化:

$$FOR_{i,t} = 1 - \frac{MC_{i,t}^{IFCI} / P_{i,t}^{IFCI}}{MC_{i,t}^{IFCG} / P_{i,t}^{IFCG}} \quad (13)$$

$P_{i,t}^{IFCI}$ 和 $P_{i,t}^{IFCG}$ 分别为可投资指数价格和全球指数价格, 因此, 式(13)更适合在较短时间频率内考察一国股票市场管制程度的变化。很明显, 这种方法由于只刻画了股票市场的管制程度, 未能反映所有金融管制的全貌(Eichengreen, 2001; Miniane, 2004)。

五、总 结

资本账户开放和金融市场开放是金融开放两个最为重要的要素, 现有文献对金融开放的测度也主要从以上两个方面展开。资本账户开放主要在于跨境资本流动限制措施的削减, 主要测度方法包括两个, 一个是基于政府法律法规等管制措施的名义测度, 一个是基于实际国际资本流动的事实测度。金融市场开放主要是本国金融服务部门在市场准入、国民待遇等方面的对外开放, 也包括本国相应实体对于国外金融活动的参与, 与资本账户开放测度类似, 其也可以分为名义承诺开放水平和实际开放水平。

对金融开放的测度应注意两个问题。第一, 应结合资本账户开放测度和金融市场开放测度以力求反映金融开放的全貌。资本账户开放与金融市场开放二者存在相互重叠的部分, 如在 IMF 的《汇兑年报》中, 资本账户限制措施就包括对于证券工具的跨境交易限制, 而这又属于金融市场开放的范畴。同时二者也存在相互补充的地方, 如基于 IMF《汇兑年报》的资本账户开放测度可能会遗漏掉一些限制资本流动的措施, 如对于国内银行持有外汇头寸的审慎监管措施, 在一定情况也会对国际资本流动产生影响, 但是在《汇兑年报》中并没有反映(Kose et. al., 2006), 而结合金融市场开放测度就可以避免这种情况。因此, 在测度金融开放水平时, 应同时考虑资本账户开放和金融市场开放, 剔除二者相互重叠部分以求相互补充, 在实际操作中, 可考虑在建立资本账户开放指数和金融市场开放指数的基础上, 利用主成分分析提取总体的金融开放指数。

第二, 应结合名义测度和实际测度力求更准确反映金融开放的实际情况。一般情况下, 金融开放的名义测度与实际测度会保持一致走势。然而, 两种测度方法可能会出现不一致。例如 20 世纪 70 年代和 80 年代拉美一些国家虽然存在较为严格的资本管制, 但是其国际资本流动规模依然很大, 相反的例子如一些非洲国家, 虽然其资本账户限制措施很少, 但是国际资本流动的规模并不高(Prasad et.al., 2007)。名义开放度和实际开放度出现较大差异来自于多方面的原因, 如全球流动性状况、一国国内的资本收益率高低等都会对其造成影响。在这种情况下, 究竟选择何种测度指标作为金融开放衡量指标值得考虑。

参考文献

- 陈雨露、罗煜(2007):《金融开放与经济增长:一个述评》,《管理世界》,第4期。
- 贾秋然(2011):《金融开发测度方法与指标体系述评》,《经济评论》,第3期。
- 张金清、刘庆富(2007):《中国金融对外开放的测度与国际比较研究》,《国际金融研究》,第12期。
- Ahearne, A., W. Grier and F. Warnock(2004): “Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities”, *Journal of International Economics*, 62, 313–336.
- Akyuz, Y. (1993): “Financial Liberalization: the Key Issues”, United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers, No. 56.
- Bakker, A. and B. Chapple (2002): “Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization”, *IMF Occasional Paper*, No. 214.
- Bekaert, G. (1995): “Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets”, *World Bank Economic Review*, 1, 75–107.
- Chinn, M. and H. Ito (2008): “A New Measure of Financial Openness”, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 3, 309–322.
- Claessens, S. and T. Glaessner (1998): “The Internationalization of Financial Services in Asia”, Policy Research Working Paper Series, World Bank, No.1911.
- Clark, W., M. Hallerberg, M. Keil, and T. Willett (2012): “Measures of Financial Openness and Interdependence”, *Journal of Financial Economic Policy*, 1, 58–75.
- Coakley, J., F. Kulasi and R. Smith (1998): “The Feldstein–Horioka Puzzle and Capital Mobility: A Review”, *International Journal of Finance and Economics*, 3, 169–188.
- Edison, H., M. Klein, L. Ricci and T. Slok (2002): “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, IMF Working Paper, No.02/120.
- Edison, H. and F. Warnock (2003): “A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls”, *Journal of Empirical Finance*, 10, 81–103.
- Edwards, S. and M. Khan (1985): “International Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework”, NBER Working Paper, No. 1531.
- Eichengreen, B. (2001): “Capital Account Liberalization: What Do Cross–Country Studies Tell Us?” *World Bank Economic Review*, 3, 341–365.
- Eichengreen, B. and M. Mussa (1998): “Capital Account Liberalization and the IMF”, *Financial Development*, 4, 16–19.
- Eichengreen, B., M. Mussa, G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, G. Milesi–Ferretti and A. Tweedie (1998): “Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects”, *IMF Occasional Paper*, No. 172.
- Feldstein, M. and C. Horioka (1980): “Domestic Saving and International Capital Flows”, *Economic Journal*, 358, 314–329.
- Gallagher, K. (2011): “Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis”, Working Paper, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, No. 250.
- Grilli, V. and G. Milesi–Feffetti (1995): “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls”, *IMF Staff Papers*, 3, 517–551.
- Gruben, W. and D. McLeod (2001): “Capital Account Liberalization and Disinflation in the 1990s”, http://www.fordham.edu/economics/mcleod/Rio2000_draft.PDF.
- Haggard, S. and S. Maxfield (1996): “The Political Economy of Financial Internationalization in the Developing World”, *International Organization*, 1, 35–68.
- Hoekman, B. (1995): “Tentative First Steps: An Assessment of the Uruguay Round Agreement on Services”, Policy Research Working Paper Series, The World Bank, No.1455.
- Huang, W. (2006): “Emerging Markets Financial Openness and Financial Development”, University of Bristol, Department of Accounting and Finance Discussion Paper, No. 06/588.
- Klein, M. and G. Olivei (2006): “Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth”, NBER Working Paper, No. 7384.
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff and S. Wei (2006): “Financial Globalization: A Reappraisal”, NBER Working Paper, No 12484.
- Kraay, A. (1998): “In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization”, Unpublished, Washington: World Bank.

- Lane, P. and G. Milesi-Ferretti (2003): "International Financial Integration", IMF Working Paper, No. 03/86.
- Lane, P. and G. Milesi-Ferretti (2007): "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics*, 2, 223–250.
- Le, H. (2000): "Financial Openness and Financial Integration", Working Papers, Asia Pacific School of Economics and Management, No. DI00–4.
- Mattoo, A. (1998): "Financial Services and the WTO: Liberalization in the Developing and Transition Economies", WTO Staff Working Paper, No. TISD9803.
- Mattoo, A. (2000): "Financial Services and the WTO: Liberalisation Commitments of the Developing and Transition Economies", *World Economy*, 3, 351–386.
- Miniane, J. (2004): "A New Set of Measures on Capital Account Restrictions", *IMF Staff Papers*, 2, 276–308.
- Mody, A. and A. Murshid (2002): "Growing Up with Capital Flows", IMF Working Paper, No. 02/75.
- Montiel, P. (1994): "Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates", *World Bank Economic Review*, 3, 311–350.
- Montiel, P. and C. Reinhart (1999): "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s", *Journal of International Money and Finance*, 18, 619–35.
- Obstfeld, M. (1985): "Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement", NBER Working Paper, No. 1692.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2000): "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There A Common Cause?", NBER Working Paper, No. 7777.
- Pontines, V. (2002): "The Role of the General Agreement on Trade in Services (GATS)–Financial Services Agreement (FSA) in the Financial Liberalization Efforts of APEC Economies", Philippine APEC Study Center Network Discussion Paper, No. 2002–03.
- Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei and M. Kose (2007): "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries", In: A. Harrison (eds.), *Globalization and Poverty*, University of Chicago Press.
- Quinn, D. (1997): "The Correlates of Changes in International Financial Regulation", *American Political Science Review*, 3, 531–551.
- Rodrik, D. (1998): "Who Needs Capital Account Convertibility?" <http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Research%20papers/essay.PDF>.
- Tamirisa, N. (1999): "Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade", *IMF Staff Papers*, 1, 69–88.
- Tseng, W. and R. Corker (1991): "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries", *IMF Occasional Paper*, No. 84.
- Valckx, N. (2002): "WTO Financial Services Liberalization: Measurement, Choice and Impact on Financial Stability", De Nederlandsche Bank, Research Memorandum WO, No. 705.
- Ye, F. (2007): "Financial Opening and Financial Security", *Chinese Journal of International Politics*, 1, 559–587.
- Yu, N. (2011): "The Measurement of Financial Openness: From the Perspective of G20 Countries", International Conference on Economics and Finance Research, 4, 36–40.

(责任编辑:罗 滢)