

分类号 F83/559
U D C

密级
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 资本账户开放对金融安全的影响研究

研究生姓名: 霍萌萌

指导教师姓名、职称: 程贵、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融学

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2024年6月5日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 霍萌萌 签字日期： 2024.6.5

导师签名： 程贵 签字日期： 2024.6.5

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 霍萌萌 签字日期： 2024.6.5

导师签名： 程贵 签字日期： 2024.6.5

The impact of capital account opening on financial security

Candidate : Huo Mengmeng

Supervisor: Cheng Gui

摘要

在全球金融一体化的大趋势下,众多国家视资本账户开放为推动经济发展的一项关键战略手段,其提升了全球资本配置效率,推动了金融体系的完善和经济的繁荣。然而,资本账户开放的同时,也带来了资本流动的不确定性,研究表明,在资本账户开放过程中,世界性或区域性的金融危机屡次发生,因此,在推进资本账户开放的过程中,必须关注其对金融安全可能产生的影响。资本账户开放如何作用于金融安全以及如何有序、稳健地推进这一进程,已成为学术界热议的焦点。这些研究不仅关乎各国经济发展的全局,更对我国资本账户开放的扩大具有深远的研究意义。

首先,本文通过理论研究发现资本账户开放对金融安全具有双刃剑的特性,同时指出金融发展水平对此影响关系的作用呈现一定的门槛效应,并在此基础上提出研究假设;此外,本文从外源性金融安全水平和内源性金融安全水平出发,选取了71个样本国家2010-2022年数据,基于主成分分析法测度了金融安全水平,研究发现,发达国家的金融安全水平显著高于发展中国家,发展中国家金融安全水平基本趋势一致;其次,本文选择了2010-2022年涵盖71个国家的全球跨国面板数据,采用面板模型与门槛模型进行实证分析,结果显示,一是资本账户开放对金融安全具有积极的影响效果,且经过更换衡量指标、更换样本时间跨度以及消除样本极端值等稳健性检验,结论可靠,资本账户对金融安全的影响受到金融发展水平的制约,并表现出明显的阈值效应特征;二是进一步分析发现,金融机构发展水平在经过单门槛时,会对两者的关系产生积极影响,而市场发展水平只有经过第二个门槛时,才会对两者的关系产生积极影响,说明市场建设是一个长久持续才能见效的过程,而金融机构发展对两者的正向影响会更早地显现出来;三是通过异质性分析发现,当样本国家为发达国家时,资本账户开放对金融安全的影响依然为正,当样本国家为发展中国家时,虽然资本账户开放对其影响依然为正,但影响不显著;同时将样本国家按照制度质量分类时,在制度质量较高的国家样本中,资本账户开放对金融安全产生的积极效应仍然得以确立。最后从完善金融市场建设以及健全金融市场监管体系等方面为我国有序推进资本账户开放,维护金融安全提出对策建议。

关键字：资本账户开放 金融安全 门槛效应

Abstract

Under the global trend of financial integration, many countries view capital account liberalization as a crucial strategic tool to promote economic development. It enhances the efficiency of global capital allocation, facilitates the improvement of financial systems, and contributes to economic prosperity. However, the process of capital account liberalization also brings about uncertainty in capital flows. Research has shown that during the process of capital account liberalization, worldwide or regional financial crises have occurred repeatedly. Therefore, as we progress towards capital account liberalization, it is essential to pay attention to its potential impact on financial security. The mechanisms of how capital account liberalization affects financial security and how to promote this process in an orderly and stable manner have become the focus of intense academic discussions. These studies not only concern the overall economic development of various countries, but also have profound research significance for China's expanding capital account liberalization efforts.

Firstly, through theoretical research, this paper discovers that capital account openness has a double-edged sword characteristic on financial security. It also points out that the impact of financial development level on this relationship exhibits a certain threshold effect, and proposes

research hypotheses based on this. In addition, starting from the exogenous and endogenous financial security levels, this paper selects data from 71 sample countries from 2010 to 2022. Based on principal component analysis, the financial security level is measured. The study finds that the financial security level of developed countries is significantly higher than that of developing countries, and the basic trend of financial security level in developing countries is consistent. Secondly, this paper selects global cross-country panel data covering 71 countries from 2010 to 2022, and conducts empirical analysis using panel models and threshold models. The results show that, firstly, capital account openness has a positive impact on financial security. This conclusion is reliable after robustness tests such as changing measurement indicators, changing the sample time span, and eliminating extreme sample values. The impact of capital account openness on financial security is constrained by the level of financial development and exhibits obvious threshold effect characteristics. Secondly, further analysis reveals that the development level of financial institutions has a positive impact on the relationship between the two when passing a single threshold, while the development level of the financial market only has a positive impact on the relationship when passing the second threshold. This indicates that market construction is a long-lasting and sustained process to be effective, while the positive impact of financial institution development on the two

will emerge earlier. Thirdly, through heterogeneity analysis, it is found that when the sample countries are developed countries, the impact of capital account openness on financial security is still positive. When the sample countries are developing countries, although the impact of capital account openness on them is still positive, the impact is not significant. At the same time, when the sample countries are classified according to institutional quality, in the sample of countries with higher institutional quality, the positive effect of capital account openness on financial security is still established. Finally, this paper proposes countermeasures and suggestions for China to promote capital account openness in an orderly manner and maintain financial security from aspects such as improving financial market construction and improving the financial market supervision system.

Keywords: Liberalization of capital account; Financial security; Threshold effect

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 资本账户开放的相关研究	3
1.2.2 金融安全的相关研究	4
1.2.3 资本账户开放与金融安全的相关研究	5
1.2.4 资本账户开放对宏观经济门槛效应的相关研究	6
1.2.5 文献述评	6
1.3 研究内容与方法	7
1.3.1 研究内容	7
1.3.2 研究方法	9
1.4 本文的创新与不足	9
1.4.1 本文的创新	9
1.4.2 本文的不足	10
2 资本账户开放对金融安全影响的理论分析	11
2.1 相关概念	11
2.1.1 资本账户开放的概念界定	11
2.1.2 金融安全的概念界定	12
2.2 相关理论基础	13
2.2.1 三元悖论	13
2.2.2 金融抑制与深化理论	14
2.2.3 最优选择理论	15
2.3 资本账户开放影响金融安全的机制分析与研究假设	16
2.3.1 资本账户开放对金融安全的正向影响	16
2.3.2 资本账户开放对金融安全的负向影响	17

2.3.3 资本账户开放、金融发展水平与金融安全	17
3 指标构建与典型事实	20
3.1 资本账户开放的典型事实	20
3.1.1 全球样本国家资本账户开放净流入高于净流出	20
3.1.2 全球样本国家资本账户开放证券投资波动剧烈	21
3.1.3 发达国家资本账户开放净流入略低于净流出	22
3.1.4 发展中国家资本账户开放净流入高于净流出	23
3.1.5 发达国家资本账户开放证券投资占比较高	24
3.2 金融安全水平的指标构建与测度	25
3.3 金融安全的典型事实	27
3.3.1 发达国家金融安全水平更高	27
3.3.2 发展中国家金融安全水平基本保持一致	29
3.3.3 中国金融安全水平整体平稳	30
4 资本账户开放对金融安全影响的实证分析	32
4.1 模型构建与变量选取	32
4.1.1 模型构建	32
4.1.2 变量选取与描述性统计	32
4.2 基准回归分析	34
4.3 稳健性检验与内生性处理	35
4.3.1 稳健性检验	35
4.3.2 内生性处理	37
4.4 门槛效应	38
4.4.1 金融发展水平的门槛效应	39
4.4.2 金融发展水平门槛效应的进一步分析	40
4.5 异质性检验	42
4.5.1 不同发展程度的异质性分析	42
4.5.2 不同制度质量的异质性分析	43
4.5.3 不同维度金融安全水平的异质性分析	45
5 研究结论与政策启示	46

5.1 研究结论	46
5.2 对中国推进资本账户开放的政策启示	47
5.2.1 有序开放资本账户，适当加快开放进程	47
5.2.2 加强金融机构建设，推动金融市场健康有序发展	48
5.2.3 加强制度质量水平建设，完善金融市场监管体系	48
参考文献	50
后 记	58

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

半个世纪以前，McKinnon 和 Shaw 于 1973 年共同提出了金融抑制与金融深化的概念框架。该理论主张，发展中国家之所以未能充分实现经济社会发展，主要原因在于其面临的“金融抑制”现象。要解决这一桎梏，就需要实施“金融抑制”策略，具体措施包括逐步减少政府对金融体系的过度干预与管制，使金融市场趋向更为活跃与高效运作状态。这样一来，有望带动整个社会经济活力的全面提升。于是，许多国家深入地认识到金融体系对国家整体经济具有重大的影响力，随着政府逐步减轻金融市场和机构的管控力度，推动了全球性金融自由化的发展。全球各个国家纷纷增强了对资本账户的开放力度，从而导致了跨国资本流动的速率和范围都有了明显的增长。在这轮改革的大潮当中，许多国家成功地减缓了金融抑制问题，强化了金融结构，并提高了金融市场的运作效能，从而有力地加速了经济的迅速崛起。鉴于改革的进程加速，更多的国家选择了参与金融的开放和改革，而那些开始开放资本账户的国家也正在更快地推进其开放步伐。然而，在 20 世纪 90 年代初，全球多个国家面临着资本市场构成不平衡、金融机构发展不平衡的问题。在金融流动达到巅峰时期，它可能触发了一些区域的金融风暴，给全球经济带来了深重的打击。近些年，经济的全球化趋势和金融整合正在加速，各个国家的经济互动和依存关系也逐渐加强。资本账户的开放不仅增强了全球资本的流动和资源的分配，还成功地分散了金融风险，从而促进了金融市场的健康成长并使得资本能够共享。然而，在某一时刻，一旦金融危机爆发，它很容易在全球传播开来，对许多国家和地区的经济稳定带来严重的威胁。

党的二十大报告指出，在我国特色社会主义经济发展的新时代脉络下，资本账户开放是一项兼具战略意义的任务，既要抓住全球化带来的机遇，借力国际资本推动高质量经济发展，又要始终保持对金融安全的高度警觉，避免因开放速度过快或监管滞后导致的风险隐患。为此，报告着重强调，必须强化和完善现代化

金融监管机制，着力增强金融稳定保障体系效能，确保依照法律法规将所有金融活动全面置于监管范围内，坚决筑牢防范系统性风险的防线，从而更加有力地促进我国经济金融健康可持续发展。

自 1978 年中国启动改革开放政策以来，各项改革举措并行推进、相互协同，共同促进了中国经济长达四十多年的迅猛增长。这一波澜壮阔的改革浪潮始于建立经济特区以及引入外国直接投资的实践，标志着中国正式迈入了资本账户开放的历史新阶段。作为外汇管理体系改革的核心组成部分，资本账户开放对中国有效整合全球资源、吸纳国外先进技术及管理经验，从而积极推动本国经济金融的深层次发展起到了举足轻重的作用。纵观我国的发展状况，在追求经济高品质增长的新阶段中，我们正全力推行金融体制革新，并将充分发挥金融系统对整体经济发展的引擎功能，作为国家深化改革与发展策略的关键着力点。在全球经济深度融合的大背景下，积极推进资本账户开放被视作金融改革战略中的核心要务之一，鉴于资本账户开放对一个国家经济体系特别是金融领域的深远影响力，一旦在时机抉择上出现误判或者决策失误，可能导致国家经济乃至金融体系承受巨大风险。例如，亚洲金融危机生动展示了其潜在风险，因而各国政府在对待资本账户开放议题时无不表现得极其审慎。作为世界经济体中的重要一员，中国承担着重大的国际责任。深入探究和明晰资本账户开放与金融安全两者间内在联系的重要性不言而喻，这对于我国科学制定资本账户开放战略并切实保障金融安全提供了至关重要的理论依据和实践指导。

1.1.2 研究意义

本文的研究对象主要是在全球经济一体化背景下，资本账户开放对金融安全的影响研究，以期对中国资本账户开放提供参考意见，具有重要的理论意义和现实意义。

1.理论意义

本文基于现有研究成果，系统整理了关于资本账户开放对金融安全影响的基础理论，并进一步从金融发展水平视角深入探讨了资本账户开放对金融安全所产生的门槛效应，在一定程度上拓宽了现有理论的广度；同时本文为了进一步研究金融发展水平下，资本账户开放对金融安全的影响，将金融发展水平细化为金融

机构建设水平和金融市场建设水平，研究金融体系内部结构对两者的影响，在一定程度上加深了研究的深度。

2.现实意义

经济全球化和金融自由化背景下，未来长久阶段内，金融体系的开放与升级仍将稳居各国金融革新的核心议程。过往的经验揭示，资本账户开放对一国金融安全的作用纷繁交织，各国在这一历程中的利弊体验各有千秋。本文综合运用相关理论和实证研究结果，深入剖析了在不同金融发展层次下，资本账户开放对金融安全的细致影响，为各国资本账户开放决策提供一定的参考。

1.2 文献综述

1.2.1 资本账户开放的相关研究

1.资本账户开放的测度

众多学者已提出多种评估资本账户开放程度的标准。综合已有文献，本文梳理的观点表明，这些衡量标准主要包含两类：法定指标与事实指标。（1）法定指标是从各国现行法律法规出发，通过对相关法律文本的分析，以及采用特定计量方法估算得出的开放度。（2）事实指标是通过使用定量工具来直接衡量资本账户的开放程度。娄伶俐和钱铭（2011）主张，事实指标在描述一个国家的资本账户开放程度时更为准确和恰当，但在进行实证研究时，可能会遇到一些内在的问题；而法定指标虽然理论上严谨，但在判断法规实际对资本流动影响的程度上可能存在局限性，无法灵活反映实际情况，因此使用事实指标得出的结果通常被认为更为可靠。

2.资本账户开放的相关研究

（1）宏观经济

一方面，Edwards（2001）发现，资本账户的开放对工业化国家的经济增长具有积极推动作用。Klein（2003）也提出，资本账户的开放能够助力中等收入国家实现经济增长。随着国际间合作的深化，发达国家可将盈余资本投向市场回报率较高的发展中国家，这不仅有助于提升发达国家的边际回报率（Larrain, 2015），而且先进资本的流入还可以缓解发展中国家的融资压力，突破资源瓶颈，

进而增强其发展经济的能力（何剑等，2020）。另一方面，资本过度流入可能会加剧东道国通胀压力，累积金融市场的资本泡沫，进而对一国经济增长产生不利影响（Larryh, 2004; Hamdaoui 等，2021）。

（2）微观企业

一方面，资本账户开放对于企业信用评级水平的提升具有积极影响（Prati 等，2012; Andreasen 和 Valenzuela, 2016）。资本市场的开放不仅增强了企业进行信息披露的意愿，还提高了信息披露的精确性（唐建新等，2021），这进一步提升了会计信息的可比性，为企业提供了更为透明和可靠的财务信息（刘焱等，2020）。另一方面，资本账户开放不仅有助于提高企业资源配置效率（李青元，2021），还能降低资金使用成本（Vithessonthi 等，2012），魏熙晔等（2020）也发现外资持股显著降低了股票交易成本。此外，Luong 等（2017）发现境外投资者通过给管理者进行创新活动提供保障以及促进高创新国家的知识溢出效应两个途径，显著提升了公司的创新水平。

1.2.2 金融安全的相关研究

1.金融安全的测度

目前，国内外的研究者主要基于宏观经济变量数据的评估方法对金融安全进行度量，即通过一些经济指标来反映风险状况，如美国的 CAEL 和 CAMEL 体系法。Hollo 等（2012）则基于变量间随时间变化的相关系数矩阵，创新性地设计了一种金融压力指数，并基于对欧元区数据验证了其有效性。张安军（2014）以金融安全条件和金融安全能力为核心，构建了一套实时监测国家金融安全水平的指标体系，并进行了动态评价和原因分析，为提升国家金融安全水平提供了有益参考。进一步深入研究，张安军（2019）分析了我国省域金融安全的内涵特征，指出当省域防范金融风险的能力较弱时，受到外源冲击时，会对国家总体金融安全造成影响。同时从外源性金融风险和内源性金融风险出发构建了省域金融安全指数，对我国省域金融安全水平进行综合监测。张可心（2019）强调了国家主权信用评级的关键作用，并深化研究了国际上三家主流评级机构所采用的主权评级框架，揭示出决定主权评级高低的核心要素，并在此基础上，针对确保我国金融安全的战略视角，给出了相应的政策建议。朱子言等（2023）通过构建的 SFC-ABM

将实体经济与金融系统同时考虑在一个内生系统内，反映模拟金融子系统的安全性。这些研究不仅丰富了金融安全评估的理论体系，也为我们深入理解和把握中国金融安全的动态变化提供了有益的参考。

2. 影响金融安全的因素

外汇储备方面，曹春玉（2021）认为非储备货币发行国为保持与外国市场的利差，可以采取增加外汇储备的策略。这样做不仅有助于减轻资本外逃的压力，还能为构建流动性充沛的金融市场环境提供有力支撑。李雪松，罗朝阳（2019）和 Aizenman（2020）的研究都强调了外汇储备在维护金融安全中的重要作用，认为充足的外汇储备能够降低金融危机发生的可能性，作为宏观审慎政策的补充手段。汇率方面，康文茹（2020）研究发现人民币国际化的进程对金融安全具有显著影响。在升值阶段，它有助于提升金融安全；而在贬值阶段，则可能给金融安全带来一定冲击。吕剑（2007）认为中国实行的钉住汇率制度能在一定程度上增强金融安全；相对而言，那些采用更浮动汇率制度的国家更容易受到金融危机的冲击。

1. 2. 3 资本账户开放与金融安全的相关研究

探究资本账户开放与金融安全的研究，一方面，首先资本账户开放为实体经济部门带来了额外的投融资路径（Dooley 和 Michael, 1996），能增加金融市场的流动性，从而提高资本配置的整体效率（Falko, 2012）。其次，若利率市场化和资本账户开放能够同步进行，将能有效减轻资本流动对经济的冲击，进而有助于保持宏观经济的稳定（黄志刚等，2016）。最后，资本账户开放有助于提升金融市场各部门的效率（程定华，1999）。对于银行体系来说，可以引外资银行进入，从而提升银行体系的服务效率（庄起善等，2013），促进金融部门之间的深度合作（Mukherjee, 2021），提高金融监管力度，完善信息披露制度（张宜春等，2002）。

另一方面，资本账户开放会带来金融风险。首先，资本账户开放会带来汇率风险（梁勇，1999），并有可能成为金融危机爆发的导火索（朱孟楠，2017）。随着资本账户开放程度的加深，短期跨境资本流动量会不断增加，从而加剧通货膨胀（张泽华等，2019），且短期资本流动被证实对系统性金融风险具有持续性

的不利影响（戴淑庚等，2020），加剧系统性金融风险隐患（杨子晖，2023）。若跨境资本流动出现的“骤停”极端情景，会加剧了银行体系遭遇破产风险的可能性（陈奉先等，2020）。其次，罗融和陆文力（2021）也指出，资本账户开放可能加剧国外冲击的幅度。最后，Wu（2019）强调了资本账户开放所带来的风险效应与该国货币政策的紧密联系，指出一旦资本输出国货币政策突发性紧缩，极有可能触发东道国已流入资本的迅速撤离，继而导致融资链条断裂，从而引起经济活动剧烈动荡。

1.2.4 资本账户开放对宏观经济门槛效应的相关研究

关于资本账户开放对金融安全影响的研究日益深入，许多学者指出这种影响程度深受一个国家宏观经济状况的影响，其中经济增长是一个尤为重要的考量指标。例如，胡亚楠（2019）的研究采用阈值模型，发现资本账户开放对经济增长的影响在不同国家间存在显著差异，且其正面效果与国家的收入水平紧密相关。陈中飞和王曦（2019）深入探讨了宏观经济状况是如何对资本账户下的各种项目开放产生影响的，并观察到不同种类的跨国资本流动及其走向存在门槛效应。郭桂霞和彭艳（2016）在国家和省级的研究中，对资本账户的开放与经济增长之间的联系进行了深入的实证分析，并都观察到了明显的门槛效应。此外，Edwards（2011）的研究也表明，只有当一个国家满足特定的经济条件时，开放资本账户才能有效地推动经济增长。而 Philippe, Peter 和 David（2005）指出资本账户开放之前，提高金融发展水平，能促进经济增长。这些研究结论为我们理解资本账户开放是否会抑制国内生产总值增长提供了重要参考依据。与此同时，Bekaert 和 Harvey（2007）的研究进一步突出了金融系统运行效率在资本账户开放过程中的核心地位，他们指出，在金融系统运作良好且开放度较高的国家中，居民的消费支出表现得更为稳健。

1.2.5 文献述评

通过上述文献分析了资本账户开放的相关研究、金融安全的相关研究、资本账户开放与金融安全的相关研究以及资本账户开放对宏观经济门槛效应的相关研究。首先发现测度金融安全的指标大多从内部金融机构出发或者外部国家安全

出发，很少有研究从内源性金融安全与外源性金融安全两方面出发构建衡量指标，因此本文立足于内外视角，采用 2010-2022 年 71 国的跨国面板数据，构建适用于衡量样本国家金融安全水平的指标。其次对资本账户开放与金融安全的相关研究分析，发现学界并未得出一致结论，且对两者的研究都是从间接角度出发，大多研究是资本账户开放会促进金融市场的发展，但会带来金融风险，因此本文通过构建金融安全指标对两者的关系进行分析。最后通过文献分析发现，资本账户开放对宏观经济影响具有门槛效应，且资本账户开放会带来金融市场的发展，促进金融深化，从而提高该国应对风险的能力，基于此，本文探究在金融发展水平是否对两者的影响存在门槛效应，这是对现有资本账户开放影响金融安全的有益补充，且从金融发展水平视角为我国资本账户开放提出政策建议。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文主要是在资本账户开放对金融安全影响的理论分析和样本国家的资本账户开放状况与金融安全水平现状分析的基础上，选取全球 71 个国家 2010-2022 年的数据，通过双固定面板模型对两者之间的关系进行研究，此外，还深入探讨了金融发展水平作为阈值变量时，资本账户开放对金融安全产生的不同影响。基于这些深入的分析，为中国资本账户的进一步开放提出了具体且有针对性的政策建议，以期在保障金融安全的前提下，推动资本账户的稳步开放。

本文研究框架如图 1.1 所示，各章研究内容如下：

第 1 章，绪论。首先介绍本文的研究背景，并从理论认知与现实应用双重视角深入解析了此项研究的重要性，其次在分析前人研究的基础上总结了本文的研究内容及研究方法，最后归纳本文的创新和不足之处。

第 2 章，资本账户开放对金融安全影响的理论分析。首先对资本账户开放与金融安全的定义进行界定，其次阐述了资本账户开放影响金融安全的相关理论，最后基于理论分析，提出研究假设。

第 3 章，指标构建与典型事实。首先对所选样本国家的资本账户开放现状进行分析，其次分别构建了资本账户开放及金融安全的指标体系，基于所构建的指

标，分国家对资本账户开放以及金融安全的现状作出分析。

第 4 章，资本账户开放对金融安全影响的实证分析。本章主要从变量的选取和数据说明、模型构建、稳健性检验、门槛效应以及异质性进行分析。

第 5 章，研究结论与政策启示。通过理论探讨和实证检验得出结论并提出相关政策建议。

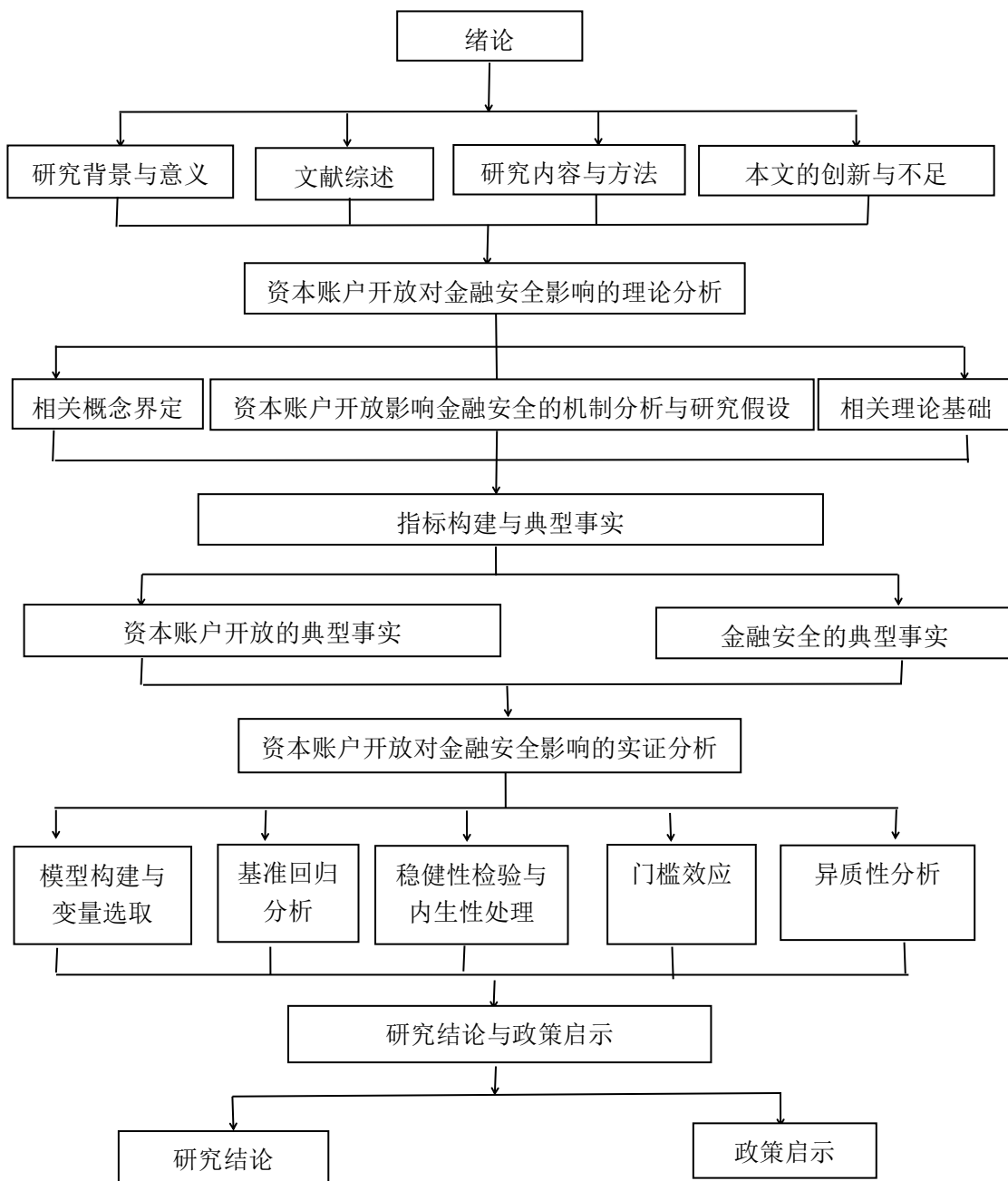


图 1.1 本文的研究框架

1.3.2 研究方法

1.定性分析法

在分析样本国家资本账户开放对金融安全影响的关系时,本文通过分析资本账户开放的子项目对资本账户开放的现状作出分析,其次从外源性金融安全水平和内源性金融安全水平两个方面基于主成分分析法构建了金融安全水平指数,并通过构建的指数对我国金融安全水平作出分析,从而对样本国家以及中国金融安全水平的现状有了更加清晰且科学的认知。

2.实证分析法

在资本账户开放程度度量上,本文选取了 LMF 指数测定的资本账户开放程度作为解释变量、金融安全水平作为被解释变量,构建基础回归模型,并引入金融发展水平作为门槛变量进行分析,最后对我国资本账户开放提出政策建议。

1.4 本文的创新与不足

1.4.1 本文的创新

本文创新之处在于:

第一,在研究视角方面。构建金融安全水平的指标时,本文从外源金融安全水平和内源金融安全水平出发构建了适用于样本国家的金融安全水平衡量指标,通过对发达国家与发展中国家金融安全水平比较以及新兴国家金融安全水平比较,在一定程度上验证了该指标的可行性。

第二,在研究方法方面。首先,本文运用主成分分析法对样本国家金融安全水平进行测度;其次,本文引入金融发展水平作为门槛变量,并为了进一步研究金融体系内部对两者关系的影响,将金融发展水平细分为金融机构发展水平和金融市场发展水平两个指标;最后,在异质性分析时,引入制度质量作为区分变量进行研究。这些研究方法的创新一定程度上是对现有文献的补充拓展,对我国资本账户开放政策选取、金融机构发展以及金融市场建设有一定的现实意义。

1.4.2 本文的不足

本文的不足之处在于：

第一，金融安全的量化评估手段存在多样性，没有任何一种单一的方法能够绝对地评判一个国家或地区在特定时间段内的金融安全状况。在本文探讨资本账户开放对金融安全水平影响的过程中，我们采用了特定的金融安全水平模型作为分析基础，而在实证分析阶段，不同的计算方法会对结论产生相应的影响。因此，如何更科学、合理、精准且全面地构建衡量金融安全水平的框架，是一个有待深入探究的重要议题。

第二，本文选用了—个涵盖了 2010 年至 2022 年期间共计 71 个国家的面板数据集，然而，鉴于所选时间范围的局限性，对于所获得实证结果的精确度及其代表性可能存在—定的局限和不确定性。

2 资本账户开放对金融安全影响的理论分析

2.1 相关概念

2.1.1 资本账户开放的概念界定

(1) 国际货币基金组织的定义

国际货币基金组织（IMF）对资本账户可兑换或货币可兑换制定了详尽的规定。关于货币的可兑换性，IMF 在其协议中向其成员国提出了第八条规定，这一规定被认为是评估成员国是否真正达到货币可兑换标准的关键标准。其中，第八条款的核心内容在于确认和维护国际经常性交易中货币自由兑换的原则，而资本账户的开放方面，成员国仍保有实施适当管控措施的权利。这意味着，在满足经常项目下的货币兑换要求之外，成员国可根据自身情况灵活管理和调控资本账户的开放程度。

(2) 国内学者关于资本账户开放的定义

国内学者关于资本账户开放的定义首先应提到的是管涛（2001），他对比前人的研究，界定资本账户开放为：“目标是努力消除对跨国资本交易及其相关支付和资金转移的所有限制，以避免对不同参与者实施差异化的货币制度，并避免给跨国资本交易增加额外的税务负担或提供不公正的补助。”同时，他强调资本账户开放概念的相对性和灵活性，并指出在推进资本账户开放的过程中，资本交易的自由化与资本的直接兑换是可以区别对待的两个不同方面。温建东（2001）对该主题进行了延伸解读，认为资本账户开放的进程应体现为逐步撤销对资本流动的管制措施。姜波克和朱云高（2004）从内部经济平衡与外部经济联系的互动角度出发，指出资本账户开放是一个动态的、持续演变的现象，这一演变过程由资本账户开放所带来的风险收益比与经济安全稳定增长需求之间的博弈所驱动。王文山（2005）明确提出，资本账户开放意味着一个国家允许其资本账户内的一切类型资本能够完全自由地流动，不再受任何形式的人为制约。而羌建新（2005）的观点则认为，资本账户的开放不只是一要消除可能增加跨境资本交易成本的管理措施，还需要打破所有与资本交易紧密相关的外汇管理制度的限制。

结合本文的研究内容，本文借鉴王文山（2005）对资本账户开放的定义：不仅撤销对跨境资本交易活动本身的直接管控，还确保与其相关的外汇兑换完全自由化，从而允许其资本账户内的一切类型资本能够完全自由地流动，不再受任何形式的人为制约。

2.1.2 金融安全的概念界定

当前学术界对金融安全的理解并未达成一致共识，国外学者着重关注内部金融安全的研究。Diamond 和 Dybvig（1983）、Kane（1995）从金融机构角度出发对金融安全网进行了定义，其设计目的旨在危机时期为金融机构提供抵御风险的能力。Hoenig（1998）认为金融安全架构的核心元素应包含存款保险制度、中央银行扮演的最后贷款人角色以及联邦储备银行间构建的大额货币清算系统等多个方面。Schich（2008）在其论述中提出，金融机构破产的法定程序能够在一定程度上抑制金融机构的道德风险问题，由此建议金融安全网在传统保障措施的基础上，应当补充和完善金融机构的破产退出机制。

国内学者更关注外部金融安全。王元龙（1998）首次明确了金融安全的概念，认为所有涉及货币与信用的经济金融活动都属于其研究范围。梁勇（1999）进一步扩大了金融安全的范围，将其视为国家战略安全的重要组成部分。他强调，金融安全不仅关乎货币资金的流通和金融信用事务，更体现在金融体制和经济体系面对突发状况或外来冲击时维持正常运作的的能力，以及快速恢复国民经济秩序、保护国民利益的能力。这种安全状态显性地反映在国民经济的良好运行和国民的信心感知上。王元龙（2004）进一步将资金融通与国家安全相结合，从内部和外部两个层次全面阐述了金融安全的构成要素和运行机制。他特别指出，金融体系的建设 and 有效运作是确保金融安全的关键所在。这些研究为我们深入理解金融安全提供了宝贵的理论支撑。

2014年，我国正式提出“总体国家安全观”的战略架构，这一理念强调了金融安全在国家安全体系中的核心位置。在此指导下，张红力等学者（2015）突出了金融安全的长期性和动态性，并指出这需要全面的战略规划和前瞻性的布局。金融安全观经历了从传统到现代的演进过程。随着时代进步，何德旭（2018）提出将金融网络安全纳入金融安全的范畴，并特别强调金融科技安全和金融系统

接口安全的重要性。这些研究从不同角度丰富和拓展了现有关于金融安全内涵的认识。虽然不同学者对金融安全的定义和理解存在差异，但他们都认同金融安全核心理念：金融安全是金融市场稳定与国家安全利益相结合的动态平衡。

综上，国内外学者从外部以及内部两个层次出发，且都认为金融安全是一个长期动态的过程，基于此，结合本文的研究内容，本文从内部和外部两个层次出发，将金融安全定义为综合了金融市场范畴和国家安全范畴的金融运行动态稳定状况。

2.2 相关理论基础

2.2.1 三元悖论

蒙代尔-弗莱明模型深入剖析了开放经济条件下一国实施不同政策的效果。该模型明确指出，若一国放开资本流动并维持固定汇率，其货币政策效果将大打折扣，甚至可能无效。这是因为在资本自由流动的背景下，货币政策的变动会引起资本流动的相应调整，进而对汇率产生压力。为了维持汇率的稳定，央行可能需要进行干预，这在一定程度上削弱了货币政策原定的效果。20世纪60年代，保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）在《萧条经济学的回归》中正式提出了“三元悖论”思想，又称为“不可能三角”。这一理论是在蒙代尔-弗莱明模型的基础上进一步发展和完善的结果。三元悖论的基本理论指出，在开放经济体环境下，一国无法同时彻底实现三个相互矛盾的目标：货币政策的完全自主决定、汇率的严格固定以及资本的绝对自由流动。这三个政策目标之间存在着内在的矛盾和平衡要求，意味着各国在制定经济政策时，必须依据各自的国情和发展需求，在这三个维度中进行必要的权衡和抉择。

鉴于各个国家的宏观经济状况各不相同，资本账户开放的具体实施方案并无统一模板。随着一国资本账户的逐步开放，资本流动的自由度会相应提升，然而多数国家仍倾向于保持货币政策的独立性。遵循“不可能三角”定理，资本账户的开放与固定汇率制度往往难以兼容，这就意味着在开启资本账户自由化的同时，汇率稳定性的维持将面临考验。在此基础上，Rey（2014）拓展了这一理论，提出了“二元悖论”，指出即使国家在开放资本账户时放弃了固定汇率安排，货

币政策的独立性也可能无法得到有效保障。因此,为了确保金融系统的稳定运作,有必要对资本账户进行适当管制,并逐步推进开放进程。这一观点突显了资本账户开放过程中所涉及的复杂性与必要权衡,为政策制定者提供了全新的观察角度和深思熟虑的依据。

资本账户开放的主要目的是促进资本的自由兑换与跨境转移。然而,基于“不可能三角”原理,当一国选择开放资本账户以增进资本流动的自由度时,对于那些采用固定汇率制度的国家而言,则会面临一定的难题。为了维系汇率稳定,这类国家可能不得不动用大量外汇储备,而这会削弱其运用扩张性货币政策刺激就业创造的能力,从而影响货币政策的实际效能。鉴于全球经济一体化进程的深化,许多国家已经放弃了固定的汇率安排,许多发展中经济体已不再坚持同时实现货币政策自主权和汇率绝对稳定这两个目标,而是更偏向于在确保货币政策的独立性的基础上,允许汇率在特定的范围内进行灵活调整。在此背景下,各国开始采取不同形式的外汇干预措施来维护本国货币当局对汇率波动所具有的弹性控能力。这样的策略在确保政策的独立性以促进经济发展和保持就业环境的稳定性时,可能会因为资本账户的开放而在某种程度上影响外汇市场的稳定性。

2.2.2 金融抑制与深化理论

金融深化初期的关键举措在于由中央银行主导推行利率市场化革新,其根本目标在于确立市场机制在决定利率过程中的决定性作用,致力于引导利率水平趋向合理与平衡状态,从而有效点燃投资者的热情与活力,有力驱动金融市场蓬勃向上发展,并进一步巩固金融体系对宏观经济促进的支撑效能。然而,在全球化进程中,金融深化的概念获得了进一步扩展和完善。当前,金融深化不再仅仅局限于国际资本能够更加畅通无阻地流动和资本项目的自由兑换,而且更加强调金融机构应当具备高效吸收和转换国际资本的能力,使其能够真正转化为实体经济的增长动力。这样的金融深化过程有助于提升金融体系的效率与活力,进一步推动全球经济的共同发展。因此,金融深化是一个动态演进的过程。在新的时代背景下,金融深化将继续发挥其重要作用,为全球经济的繁荣和稳定贡献力量。

从路径角度来说,金融深化对金融市场的发展具有显著的推动作用,它能够激发市场活力,提升金融发展水平,并增强金融市场抵御风险的能力,从而为国

家的金融安全提供有力保障。从根本上讲，深化金融改革是对金融体系机制的根本变革。在诸多发展中国家，金融体系通常顺应计划经济体制的要求运行，政府意图借助金融系统来驾驭经济活动，以达成预设的经济发展规划目标。因此，金融制度的变迁，特别是在经济转轨国家中，往往伴随着对金融安全的潜在威胁。这种威胁主要源于制度变革过程中的不确定性和可能的市场波动，需要政府和相关机构审慎应对，确保金融深化改革的顺利进行并维护国家金融安全。

综上所述，资本账户开放作为金融深化改革的关键环节，对于消除金融抑制、提升金融行业运行效率、推动金融市场发展、优化金融结构具有深远意义。从长期来看，资本账户开放是实现金融发展与经济增长良性互动的必要步骤，有助于提升金融安全水平。然而，在开放的过程中，价格机制可能会受限于现行的金融市场条件。若缺少健全的金融制度保障或相关配套制度未能同步跟进改革，便可能导致市场价格波动加剧、金融市场机能失调等一系列问题，进而对金融安全带来潜在的消极影响。因此，在推进资本账户开放的过程中，需要谨慎评估风险，建立健全的金融制度体系，确保各项改革措施协同推进，以实现金融安全与经济发展的双赢局面。

2.2.3 最优选择理论

资本账户的开放对金融安全产生的影响在不同的国家之间存在差异，这主要是因为各国的宏观经济环境各不相同。当一个国家的宏观经济状况进入特定时期，资本账户的开放可能对其金融稳定性产生积极影响。从国际经验看，随着本国经济发展水平不断提高，如果该国的宏观经济条件已基本具备，资本账户开放将有助于提升一国金融安全程度。但是，如果相关的经济环境还不够成熟，过早地开放资本账户可能会导致短期投机性资金的频繁跨境流动，从而增加金融系统的风险。这种差异可以通过最优选择理论来解释：在一个经济体内，当它已经达到某种程度的均衡状态，并且可以通过调整资源配置方式来单方面提升某些经济参与者的福利，同时不会减少其他参与者的利益时，这种调整被认为是达到了帕累托改进标准。相反，如果不存在这样的改进途径，则表明该经济体已经处在帕累托最优状态。反之，若不存在这样的改进方法，则说明该经济体已达到帕累托

最优状态。因此，各国在决定是否开放资本账户时，应充分考虑自身的宏观经济条件和发展阶段，以实现金融安全与经济平衡。

当一国的其他宏观经济条件均已具备，而资本账户管制成为推进经济自由化的唯一阻碍时，提高资本账户开放程度不仅不会威胁金融安全，反而能在外部冲击后迅速恢复至最优状态。开放资本账户有助于扩大经济领域、促进金融系统进步和经济增长，并减少金融危机的风险，因此在某些情况下被视为最佳策略。然而，如果宏观经济条件尚未成熟，过快地推进资本账户开放可能并非明智之举。虽然短期内吸引更多国际资本进入国内金融市场，可能推动金融自由化进程，但金融自由化对金融发展的影响具有不确定性。因此，过早地开放资本账户可能对该国的金融体系产生不利影响，需审慎对待。因此，一国在决定资本账户开放策略时，应深入评估其宏观经济条件和发展阶段。在条件成熟时，逐步开放资本账户有助于促进经济增长和金融体系发展；而在条件尚不成熟时，应审慎对待，避免盲目开放带来的潜在风险。

2.3 资本账户开放影响金融安全的机制分析与研究假设

2.3.1 资本账户开放对金融安全的正向影响

资本账户开放对金融安全的正向影响主要表现在以下几个方面：一是资本账户开放能够优化资源配置。资本账户开放最有可能带来的是国际资本的流入，开放资本账户引起的资本流动不仅可通过加大金融市场的流动性降低融资成本，而且还能有效地引导资金流向（Falko, 2012），使资金得到有效配置，提升资本配置效率（Dooley 和 Michael, 1996）。二是资本账户的开放将风险分散。Henry（2000）指出，资本账户的开放将导致证券市场的风险由国内和国外投资者共同承担，进而降低风险水平并带来相应的投资回报。黄志刚等（2016）在后续研究中进一步发现，如果利率市场化和资本账户开放能够同步进行，将能有效减轻资本流动对经济的冲击，进而有助于保持宏观经济的稳定。这些研究为资本账户开放的风险分散效应提供了有力支持。三是资本账户的开放为金融市场注入了大量的资本，提升了金融市场各部门的效率（程定华, 1999），从而提升了金融机构的活跃度（庄起善等, 2013），有利于加强金融部门的深度合作（Mukherjee 等,

2021), 各机构之间形成良性竞争。此外, 除了资金流入, 发展中国家还能获得先进的管理经验, 这促使它们进行金融体系的改革, 推动金融深化, 提升金融市场应对风险的能力, 从而提高了该国的金融安全水平。基于此, 本研究提出假说 1a:

H1a: 资本账户的开放会对金融安全产生正向影响

2.3.2 资本账户开放对金融安全的负向影响

资本账户开放对金融安全的负向影响主要表现在以下几个方面: 一是资本账户开放会促使原有的风险格局发生变化, 从而可能诱发金融风险的积累加剧, 梁勇(1999)的研究揭示, 资本账户开放所带来的金融风险不仅局限于微观层面, 宏观风险同样显著(梁勇, 1999), 可能会诱发汇率风险(朱孟楠, 2017), 随着资本账户开放程度的加深, 可能会带动短期跨境资本流动量的增长, 这一变化趋势可能进一步加剧通货膨胀率及产出波动幅度(张泽华等, 2019)。二是资本账户开放促进了国际金融风险的传播, 导致风险与危机的分担模式在国际层面发生转变。Dovern 和 Van(2014)通过金融压力指数的测算, 发现当一个国家的金融开放水平较高时, 更容易受到其他国家的风险传染。罗融和陆文力(2021)也指出, 资本账户开放可能加剧国外冲击的幅度。此外, 杨子暉等(2023)的研究发现, 经济体间的贸易与金融联系日益紧密, 这在某种程度上可能加剧系统性金融风险隐患, 使得在抵御国际系统性金融风险传染的过程中面临更大的挑战。这些研究揭示了资本账户开放对国际金融风险传播和分担模式的重要影响。三是三元悖论指出, 当一国选择开放资本账户以增进资本流动的自由度时, 该国可能会丧失货币政策的独立自主权, 也可能会放弃固定汇率。一般国家都选择保持货币政策的独立自主权, 放弃固定汇率, 实行更加浮动的汇率制度的国家更有可能遭受金融危机(马君潞等, 2007)。基于此, 本研究提出假说 1b:

H1b: 资本账户的开放会对金融安全产生负向影响

2.3.3 资本账户开放、金融发展水平与金融安全

金融抑制和深化理论为金融发展水平对资本账户开放对金融安全的影响提供了理论基础, 金融深化不可避免地要发展金融市场、增强金融市场活力、提升

金融发展水平、增强金融市场的风险处置能力，从而保障一国金融安全。而资本账户开放是金融深化改革的必经之路，金融深化改革旨在消除金融抑制，以达到提高金融行业运营效率，促进金融市场繁荣昌盛和金融结构合理优化的目的，这些都是创建金融发展和经济增长二者相互促进，共生共进良性循环体系中至关重要的一环。

金融发展水平较低的国家金融制度很大程度为计划经济，其金融市场抵御外界冲击的能力较低，当该国转变金融制度，开放资本账户后，可能会对金融安全产生影响，主要表现为以下几个方面：

从资金供应的视角来看，金融发展水平低的国家如果盲目地开放其资本账户，很有可能会导致大量的资本外流。这种情况下，国外的金融冲击波动可能会更为剧烈（罗融等，2021），进一步加剧了本已不发达的金融市场的困境。

从金融抑制的角度来看，那些金融发展水平相对较低的市场，通常也会伴随着较低程度的金融市场化，政府深度介入金融活动，表现出明显的金融抑制特征，如严格的货币与财政政策限制等。在这种环境下，政府往往未能充分将资金资源配置给对经济发展至关重要的中小型企业以及广大居民群体，这最终会导致该国企业创造的资源无法有效匹配金融业与整体经济发展的需求。另外，随着资本账户开放程度的加深，可能会带动短期跨境资本流动量的增长，这一变化趋势可能进一步加剧通货膨胀率及产出波动幅度（张泽华等，2019），通货膨胀加剧导致实际利率下降，从而增加了国家金融抑制问题。

从市场冲击的视角来看，金融发展水平低的国家开放资本账户对该国银行体系带来了挑战。此类国家本身的金融体系抗风险能力较弱，普遍面临着较高的银行坏账率以及地方债务负担等问题；此外，在低发展水平的银行体系中，流动性过剩容易触发过度放贷行为，从而使资金更倾向于流向投机性质更强的领域，这可能会产生大量的不良资产，从而加剧一个国家的金融体系的脆弱性。

反之，对于那些金融发展程度高的国家而言，在资本账户开放后，它们不仅不易出现大规模资本流出，反而可能吸引更多外来资本，从而为本国市场带来流动性的补充。这种国家资本向资金短缺的国家流动有利于降低后者获得资本的费用，而且随着资金输出国的货币需求增加，预计其货币价值将提高。同时这些国家高度发展的金融体系又使得它们可以充分地利用资本，从而又提高了总体的资

源配置效率。此外，由于这些国家的金融风险相对较低，它们更有能力抵御外部风险对金融系统可能产生的影响。因此，适当地开放资本账户可以进一步增强金融系统的运作效益并有效地分散风险。基于此，本研究提出假说 2：

H2：资本账户开放对金融安全的影响受金融发展水平的影响，且这种影响可能因为金融发展水平的高低而不同

3 指标构建与典型事实

3.1 资本账户开放的典型事实

3.1.1 全球样本国家资本账户开放净流入高于净流出

本文在选择测度资本开放程度的指标时，充分考量了现有数据的可用性和实际应用的广泛程度，最终决定采用事实指标测算法中的总量法——LMF 指数作为衡量资本开放程度的指标（LMF 指数测定的资本账户开放程度=（净直接投资+净证券投资）/ GDP），基于此，本文采用 LMF 指数的分类，分别从直接投资（包括流入和流出）和证券投资各自占 GDP 的比重对样本国家的资本账户开放情况进行分析。

图 3.1 展示了所选定的样本国家中直接投资占其各自国内生产总值（GDP）比例的情况。整体上观察到，直接投资流入的比重在大部分时间里稍微高于流出比重，两者的变化趋势基本保持同步。2010 年至 2022 年间，样本国家的直接投资流入与流出占 GDP 的比例大致分布在 0%至 7%区间内，多数时间段内保持在 2%至 7%的范围内变动。进一步分析，2016-2018 年间，流入和流出的占比均经历了显著下滑，其中直接投资流入比重和流出比重降幅超过 3%，《2019 世界投资报告》显示，受美国税改政策以及部分经济体加强外资项目审查的影响，2018 全球外国直接投资总额为 1.3 万亿美元，较 2017 年减少 13%，连续第三年出现下滑。

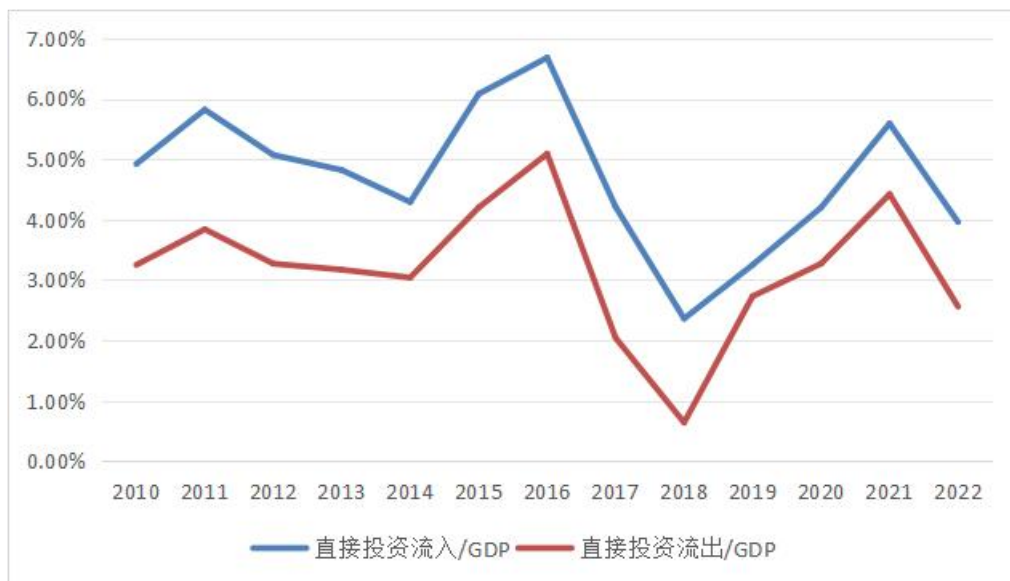


图 3.1 全样本国家直接投资情况

数据来源：世界银行数据库

3.1.2 全球样本国家资本账户开放证券投资波动剧烈

图 3.2 展示了所有样本国家的证券投资在 GDP 中所占的比例。首先，从长期平均水平来看，2010 年至 2022 年期间，样本国家的证券投资占其各自 GDP 的比例在 -4% 至 3% 区间内大幅度波动，显示出较大的不确定性，主要是因为证券投资项目下的资本流动具有短期性和波动性的特点。其次，深入观察各时间段的具体表现，样本国家的证券投资占 GDP 比重在多个短周期内经历了一系列剧烈的涨跌变化。例如，在 2012 年至 2015 年、2016 年至 2017 年以及 2020 年至 2022 年这三个阶段，该比重呈现明显的下降态势，甚至在某些时点落入负值区域，其中 2010 年该比重一度下跌超过 -3%。另一方面，在 2010 年至 2012 年、2015 年至 2016 年以及 2017 年至 2020 年这三个不同时间段，样本国家的证券投资占 GDP 比重却呈现出强劲的上升趋势。综上所述，相较于直接投资占 GDP 比重的波动情况，样本国家的证券投资占 GDP 比重的波动更为剧烈且频繁。

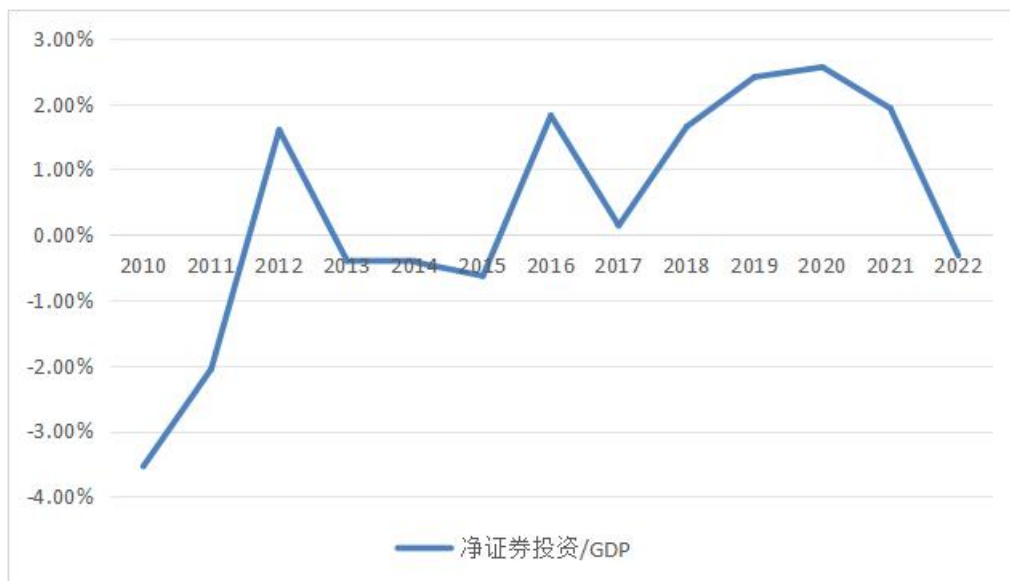


图 3.2 全样本国家证券投资情况

数据来源：世界银行数据库

3.1.3 发达国家资本账户开放净流入略低于净流出

图 3.3 描绘了发达国家群体的直接投资占各自 GDP 比例的趋势特征。从中我们可以观察到以下几个要点：首先，在直接投资占 GDP 比例的量级方面，这一比例的波动幅度则相对较大，它在-2%至 12%的区间内起伏，大部分时间维持在 0%至 8%之间。其次，直接投资流入与流出的占比总体上保持相对平衡状态，且较多时候显示出直接投资流出略高于流入的特点，根据徐文舸（2015）的研究，资本账户开放后，初期表现出资本大量流入阶段，此时会导致短期债务比例升高，国内信贷过于宽松，国内资产价格暴涨，资本账户开放到一定阶段之后，政府会进行政策干预，出现资本流出阶段，对于大多数发达国家来说，资本账户开放基本实现了资本自由化，表现出直接投资流出高于直接投资流入的特点。最后，直接投资流入与流出占比之间的差额较小，且二者波动的方向表现出较高的一致性。此外，发达国家 2016-2018 年间，流入和流出占比均有较大幅度的下降，且在 2018 年底，两者都将至近十年最低，例如，2017 年美国税改导致美国跨国公司海外资本回流美国，致使 2018 年欧洲吸引外资总量减半，另外，受“脱欧”影响，英国外资流入在 2018 年大幅度降低。

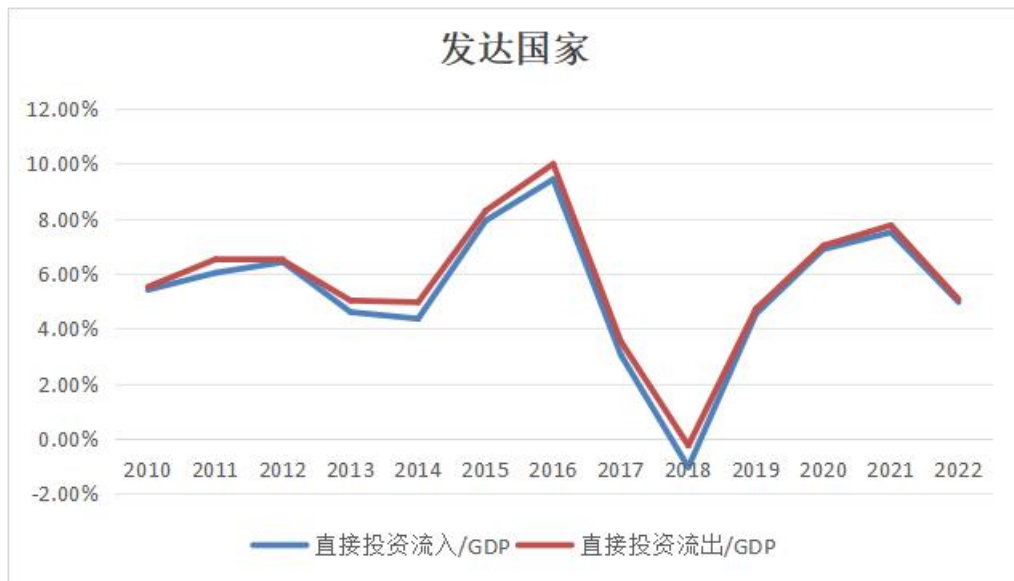


图 3.3 发达国家直接投资情况

数据来源：世界银行数据库

3.1.4 发展中国家资本账户开放净流入高于净流出

图 3.4 描绘了发展中国家群体的直接投资占各自 GDP 比例的趋势特征，从中我们可以观察到以下几个要点：一是直接投资占 GDP 比例的波动相对较小，集中在 0%至 7%区间内变化。二是发展中国家的外国直接投资流入占比通常显著高于其直接投资流出占比，这种差距在 2017 年达到了最大值，主要原因在于，吸引外资流入国内是众多国家，特别是发展中国家开放直接投资账户的主要动机。同时，这也是国内外学者与政策制定者支持资本账户开放的一个重要原因，因此，对于发展中国家来说，资本账户开放初期，直接投资流入必然是大于直接投资流出的，2017 年之后，流入和流出的差距在逐渐减少。

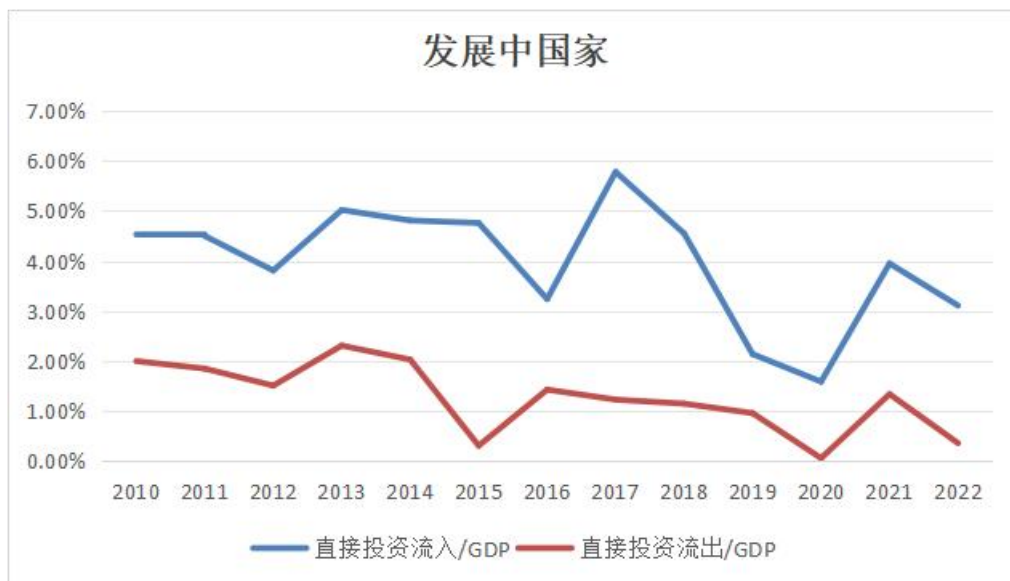


图 3.4 发展中国家直接投资情况

数据来源：世界银行数据库

3.1.5 发达国家资本账户开放证券投资占比较高

图 3.5 是样本国家中发达国家和发展中国家在证券投资占 GDP 的比例。可以看出，一是从整体来看，发达国家证券投资基本为正，发展中国家证券投资呈现出由负转正的特点，2011-2021 年，发达国家证券投资均为正，而发展中国家从 2016 年之后才逐渐转为正。证券投资项目开放将会引起大量外国资本通过股票投资等形式流入一国的股票、房地产等市场，20 世纪 70 年代，美国、英国、德国、法国、意大利等发达国家就率先进行了股票市场开放，而如墨西哥、阿根廷等发展中国家在 20 世纪 90 年代前后才进行股票市场开放。二是平均来看，发达国家的证券投资平均量高于发展中国家，发达国家净证券投资平均量基本保持在 2%-3% 左右，而发展中国家保持在 0%-0.5% 之间，早在 20 世纪 70 至 80 年代全球投向股票市场的资金对美国呈现净流入状态，对于多数投资者来说，更倾向于将资金投向发达的金融市场，如美国光中国的上市公司就有 7000 家，因此发达国家净证券投资的平均值大于发展中国家。

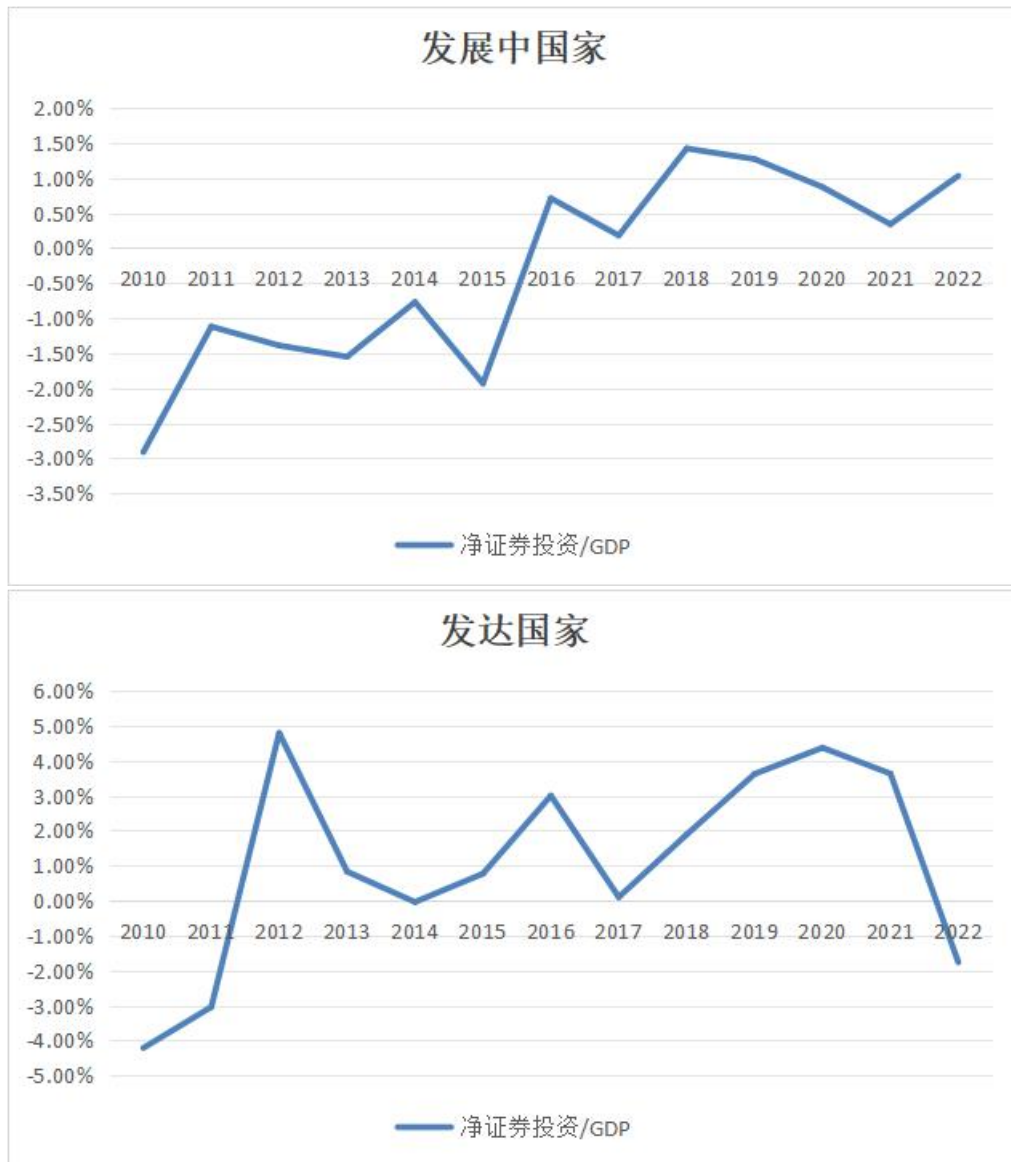


图 3.5 样本国家分组证券投资情况

数据来源：世界银行数据库

3.2 金融安全水平的指标构建与测度

本文以基于宏观经济变量数据的体系评估法为基础，参考张安军（2019），张可心（2019）等学者的构建方法，将金融安全划分为内生性和外生性两个维度来评估，表明一个国家的金融安全性可被理解为国内金融市场安全和国家安全两大部分。其中，内生性金融安全可通过三个主要指标来衡量：宏观经济运行状况稳定性、资产市场价格泡沫程度以及政府内部债务负担与偿债能力；而外生性金融安全则可通过两个关键指标加以考察：国际短期资本流动冲击强度和对外债务

偿还压力。为了更精确地评价金融安全状况，进一步将这五个核心指标细化为九个次级指标，这些次级指标广泛覆盖了金融安全的所有关键领域，并且相互之间交叉重叠较少，从而确保了测评体系的科学性和规范性。各二级指标数据分别来源于世界银行数据库、万得数据库、CEIC 数据库、联合国统计数据库、与国际货币基金组织发布的《国际金融统计》、《全球金融稳定报告》。具体的金融安全水平指标测评体系如表 3.1:

表 3.1 金融安全水平指标测评体系

金融安全水平	一级指标	二级指标
内源性金融安全水平	宏观运行水平	实际 GDP 增长率 X1
		通货膨胀率 X2
		失业率 X3
	资产价格泡沫水平	银行不良贷款/贷款总额 X4
		PPP 转换因子与市场汇率的比率 X5
		政府内偿还水平
外源性金融安全水平	政府债务占国内生产总值 X6	
	对外债务偿还水平	税收与 GDP 比率 X7
	国际热钱冲击水平	经常账户余额与 GDP 比率 X8
		外汇储备与 GDP 比率 X9

本文选取了 2010—2022 年间数据较完备的 71 个国家进行测算分析，其中缺失值利用线性插值法补全。首先，利用 KMO 检验检验数据是否适合使用主成分分析法，检验结果显示，P 值 0.000，P 显著，其次 KMO 值为 0.654，大于 0.6，适合使用主成分分析方法，因此，本文使用因子分析方法来处理指标之间的多重共线性问题，并对二级指标进行了降维操作。主成分分析法的原理是通过降低综合指数合成中基础指标的维数并赋予重要主成分对应的系数构建综合指数。

首先通过检测，总共提取了方差贡献率排名前三的基础指标作为主成分，三大主成分对于各国金融安全指标的贡献率达 81.07%。表 3.2 描述了主要成分影响强度的特征值和方差贡献率，从表中可以看出第一主成分的特征值为 1.5113，对应的贡献率为 46.37%；第二的特征值为 1.2709，对应的贡献率为 21.18%；第三

主成分的特征值为 1.1710，对应的贡献率为 13.52%。前三个主要成分占比超过 80%，且特征值大于 1，因此选用这三个主成分能够较为全面的反映所有指标的数据内容。

表 3.2 主成分分析提取结果

主成分	主成分特征值	特征值方差	特征值贡献率(%)	累计特征值贡献率(%)
1	1.5113	0.2404	0.4637	0.4637
2	1.2709	0.0998	0.2118	0.6755
3	1.1710	0.3938	0.1352	0.8107
4	0.7772	0.0951	0.0972	0.9079
5	0.6821	0.0926	0.0590	0.9669
6	0.5876	0.14735	0.0127	0.9796
7	0.5613	0.0996	0.0104	0.9900
8	0.4617	0.0868	0.0057	0.9957
9	0.3748	--	0.0043	1.0000

通过将每一个二级指标的相关系数与其对应的因子贡献率相乘，然后除以这三个因子的累计贡献率，并将这些结果相加，我们得到了金融安全指标的综合评价方程：

$$F_t = (0.4637 * f_1 + 0.2118 * f_2 + 0.1352 * f_3) / 0.8107$$

进而，将 F 值映射到[0,50]区间以方便我们判断这一综合指标价值的高低，映射后的数值就是金融安全指数 FSI。转换公式如下：

$$FSI = \frac{F_t - MinF_t}{MaxF_t - MinF_t} \times 50$$

3.3 金融安全的典型事实

3.3.1 发达国家金融安全水平更高

图 3.6 为发达国家与发展中国家金融安全水平对比。从图 3.6 可以看出，整

体来看，发达国家平均金融安全水平远高于发展中国家，发达国家组的金融安全水平基本保持在 20-25 之间浮动，发展中国家组的金融安全水平基本低于 20，原因可能是发达国家的金融市场经过长期的发展和完善，已经形成了较为成熟和发达的金融体系，比如美国股市成立于 1790，至今为止，已经发展了 200 多年。这些国家的金融市场不仅规模庞大，而且结构多样，包括股票、债券、外汇等多种金融产品和市场。这使得发达国家的金融市场具有更高的流动性和稳定性，能够更好地应对外部冲击和风险。与此同时，发达国家的金融体制已经非常健全完善，比如德意志联邦银行、美国联邦储备体系以及瑞典银行等，在很大程度上独立于政府，拥有较大的决策与管理权，能及时对本国突发情况以及外部冲击作出反应。此外，发达国家在金融监管和风险管理方面也积累了丰富的经验，比如虽然美国经历了一战以后的经济调整、大萧条以及次贷危机等数次金融危机，但如今美国依然是世界第一经济大国。在这个过程中，他们建立了完善的监管机制，能够有效识别和防范金融风险，确保金融市场的稳健运行。相比之下，发展中国家的金融市场起步较晚，比如中国股市成立于 1983 年，至今为止，发展了 40 年左右，且发展相对较为薄弱，监管和风险管理能力也相对较弱。这使得发展中国家在应对金融风险时往往面临更大的挑战。因此，发达国家在资本账户开放过程中，由于其金融市场的高度发达和应对风险的能力较强，能够更好地应对资本账户资金流入带来的各种挑战和风险。

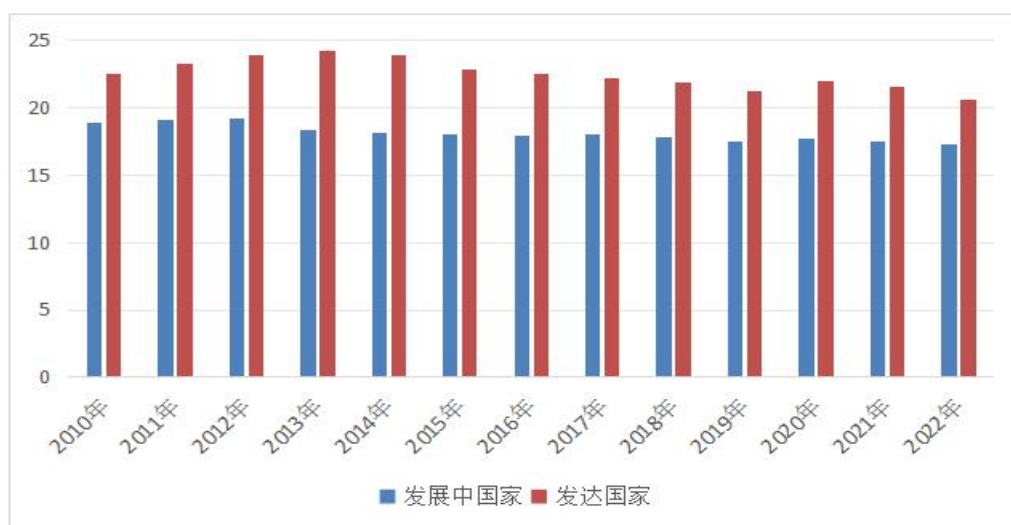


图 3.6 发达国家与发展中国家金融安全水平对比

数据来源：根据上述指标构建测算

3.3.2 发展中国家金融安全水平基本保持一致

图 3.7 为发展中国家金融安全水平对比。选取了中国、俄罗斯、印度尼西亚及巴西具有代表性的发展中国家。从图 3.7 中可以看出，整体来看，发展中国家金融安全水平变化趋势基本一致，在 12-16 之间变化，主要是这些国家的金融市场普遍处于发展和完善的过程中，在金融安全方面面临着相似的挑战和问题。首先，发展中国家通常都面临着相似的外部环境和经济压力。例如，全球经济衰退、贸易保护主义抬头等因素都可能对新兴市场国家的金融安全造成冲击。其次，发展中国家在金融风险管理方面也存在一定的共性。由于金融市场发展相对滞后，这些国家往往缺乏完善的风险识别、评估和管理机制。最后，发展中国家金融机构的风险管理能力也参差不齐，难以有效应对潜在的金融风险。然而，需要指出的是，尽管发展中国家金融安全水平基本一致，但各国之间仍存在一定的差异，这主要受到各国经济基础、政策环境、监管力度等因素的影响。相比较而言，印度尼西亚的金融安全水平一直低于其他发展中国家，常年保持在 12-14 左右，而其他发展中国家金融安全水平常年保持在 14-16 左右；中国和俄罗斯两国的金融安全水平常年高于巴西和印度尼西亚两国；中国和俄罗斯的金融安全水平基本差别不大。

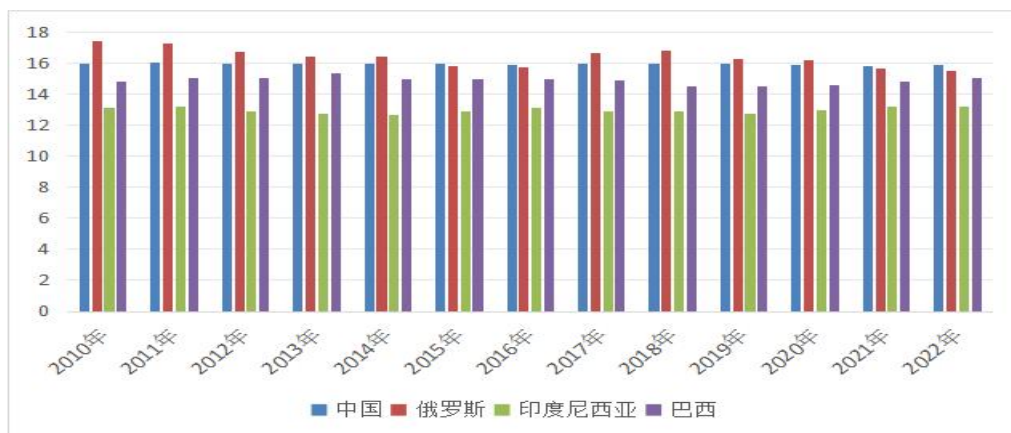


图 3.7 发展中国家对比

数据来源：根据上述指标构建测算

3.3.3 中国金融安全水平整体平稳

图 3.8 为中国金融安全水平分析图。可以看出，整体来看，我国金融安全水平整体呈现平稳的趋势，即使有细微变化，但金融安全水平一直保持在 15.75-16 之间。从图中可以看出，（1）2015 年，我国金融安全水平出现了第一次较大幅度的下降，主要原因有以下几点：一是 2015 年间，我国股市遭遇了一场异常剧烈的涨跌动荡，尤其是在当年下半年，市场陷入了明显的熊市态势。具体而言，自 6 月 15 日起至 7 月 9 日止，短短 17 个交易日内，股市发生了连续且大幅度的下挫，上海证券交易所综合指数在这期间的跌幅达到了 32 个百分点，而中小型企业 and 创业板块的表现则更为惨烈，其中中小板整体跌幅高达 39%，创业板块的跌幅更是达到了惊人的 42%。到了 8 月中旬，股市再度遭受连续的深度回调，千余只股票的价格接连触及跌停，形成了空前的大面积下跌行情，这段时期无疑成为了中国股市历史上极为罕见且严重的市场崩溃事件。二是新兴市场低迷。中国经济的疲软态势、大宗商品市场价格的持续低迷以及预期中的美国利率上调，这三个不利因素叠加起来，给新兴市场经济体带来了多重压力。在 2015 年，新兴市场出现了自 1988 年以来的首次整体资金净流出现象，几乎所有的新兴市场经济体及其资产都受到了不同程度的影响。（2）2018-2021 年这段时间，我国金融安全水平基本保持下降的状态，主要原因是贸易摩擦与新冠疫情的影响。新冠疫情对我国实体经济确实产生了一定的影响。总的来看，旅游、餐饮、酒店及交通运输等受到显著负面影响的行业，其在国民经济总量（GDP）和就业市场的总体占比估计可高达约 30% 左右；从微观来看，清华大学和北京大学联合对 995 家中小企业开展的调研报告显示：在新冠病毒疫情的冲击下，超过半数的企业在 2020 年度营业收入下滑超过 20%。而在现金流维持期限的问题上，数据表明，34.0% 的企业仅能支撑 1 个月的运营，另有 33.1% 的企业勉强能维持 2 个月的资金链。累计计算，这意味着 85.01% 的企业在其现金流状况下仅能维持不超过 3 个月的正常运营。相反，只有不到 10% 的企业，即 9.96% 的企业有能力保证半年以上的现金流供给。由此可得结论，新冠疫情对中国金融安全构成了一定程度的威胁。



图 3.8 中国金融安全水平分析

数据来源：根据上述指标构建测算

4 资本账户开放对金融安全影响的实证分析

4.1 模型构建与变量选取

4.1.1 模型构建

1.基础模型

针对本文的第一个研究假设，资本账户开放对金融安全的影响，本文首先构建基础的面板回归模型：

$$FSI_{it} = \beta_0 + \beta_1 CAO_{it} + \sum_i \beta_i X_i + \gamma_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

其中 i 代表国家， t 代表年份。 FSI_{it} 表示国家 i 在第 t 年的金融安全水平， CAO_{it} 表示国家 i 在第 t 年的资本账户开放程度。 X_i 表示其他控制变量，具体包括汇率水平（XR）、贸易条件调整（AOTT）、贸易额/GDP（TV/GDP）、GDP 取对数（LNGDP）以及外汇储备（FER）。 γ_i 和 λ_t 分别表示国家以及年份的固定效应， ε_{it} 表示模型估计的残差。

2.门槛模型

针对第二个研究假设，金融发展水平对资本账户开放与金融安全的影响是否存在门槛效应，本文基于前文的深入理论分析，采用了 Hansen（1999）提出的面板门槛模型作为研究工具。以单门槛为例，模型构建如下：

$$FSI_{it} = \beta_0 + \beta_1 CAO_{it} \cdot I(FD_{it} \leq \gamma) + \beta_2 CAO_{it} \cdot I(FD_{it} > \gamma) + \sum_i \beta_i X_i + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

其中 i 代表国家， t 代表年份。 CAO_{it} 表示国家 i 在第 t 年的资本账户开放程度， FD_{it} 表示国家 i 在第 t 年的金融发展水平。 X_i 表示其他控制变量，具体包括汇率水平（XR）、贸易条件调整（AOTT）、贸易额/GDP（TV/GDP）、GDP 取对数（LNGDP）以及外汇储备（FER）。 ε_{it} 表示模型估计的残差。

4.1.2 变量选取与描述性统计

本文的核心解释变量为资本账户开放水平（CAO），由 LMF 指数测定的资

本账户开放程度来衡量；被解释变量为金融安全水平（FSI），从内源性金融安全水平和外源性金融安全水平两个方面出发基于主成分分析法构建；控制变量为汇率水平（XR）、贸易条件调整（AOTT）、贸易额/GDP（TV/GDP）、GDP取对数（LNGDP）和外汇储备（FER）；门槛变量为金融发展水平（FD），这一指标是衡量金融体系规模及其实现功能效率的关键参数，突显了金融体系对经济增长的催化效能。金融体系的功能评估主要包括两个核心层面：金融深度和金融广度。尽管学术界通常借助私人信贷占GDP的比例来进行量化分析，但为更全面反映一国金融体系的发展状况，避免对金融市场发展的片面评价，本文借鉴李昊等（2023）的方法，采用IMF构建的金融发展水平指数（FD）作为衡量指标，数据来源于IMF数据库。在样本国家选取方面，本文遵循联合国开发计划署对国家和地区的分类标准，选取了共计71个样本国家，包括20个发达国家（主要包括美国、法国、英国、加拿大、葡萄牙及比利时等）和51个发展中国家（包括中国、俄罗斯、泰国、马来西亚、巴西及墨西哥等）。数据选取时，为了排除2008年美国次贷危机对实证的影响，选取了2010-2022年71个国家的数据。

本文变量选取及数据说明如下表4.1所示：

表4.1 变量选择和数据说明

类型	变量符号	变量含义	数据来源
被解释变量	FSI	金融安全水平	IBRD、CEIC、WDI 数据库
解释变量	CAO	资本账户开放程度	IBRD、UNSD
控制变量	XR	汇率水平	PWT 数据库 10.0
	AOTT	贸易条件调整	IBRD
	TV/GDP	贸易额/GDP	UNSD
	LNGDP	GDP 取对数	IBRD
	FER	外汇储备	IBRD
门槛变量	FD	金融发展水平	IMF 数据库

注：IBRD 为世界银行数据库；CEIC 为 CEIC 数据库；UNSD 为联合国统计数据库。

本文对所选取的变量进行了描述性统计分析，如表4.2所示：金融安全水平

的均值为 17.7649，标准差为 4.2503，说明样本国家的金融安全水平存在较大差异，同样，资本账户开放的最大值为 3.3398，最小值为 0.0581，说明各国资本账户开放程度也相差较大。

表 4.2 变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
FSI	923	17.7649	4.2503	0	50
CAO	923	1.0589	0.1594	0.0581	3.3398
FD	923	0.3977	0.2424	0.0783	0.9870
XR	923	547.7398	1882.907	0.2979	14849.85
AOTT	923	-10400	160000	-2770000	474000
TV/GDP	923	88.0562	52.7425	2.6988	379.0986
LNGDP	923	25.3011	2.1766	19.7865	30.6733
FER	923	1100	3800	40.8	39000

4.2 基准回归分析

本文首先针对方程式（4.1）采用了逐步引入控制变量的方法进行回归分析。在回归分析之前，使用 Hausman 检验来进行面板模型的选择。从表 3.5 的检验结果中可知，在 1% 的显著性水平下，拒绝原假设，选择固定效应。

表 4.3 Hausman 检验结果

原假设	Chi ² (2)	P
两种效应的估计参数不具有明显差异	79.63	0.0000

其次本文根据方程（4.1）进行基础回归，回归结果见表 4.4。根据回归结果显示，资本账户开放的系数在各个方程中均在 1% 的水平下显著为正，因此可以说明一国的资本账户开放对金融安全影响为正。由此，假设 H1a 成立。

表 4.4 基准回归

变量	(1)	(2)
	FSI	FSI
CAO	1.2510*** (0.5985)	1.4679*** (0.5835)
XR		0.0006*** (0.0002)
AOTT		0.0000 (0.0000)
TV/GDP		-0.0202*** (0.0073)
LNGDP		-2.9907*** (1.0654)
FER		0.0000*** (0.0000)
-cons	16.5355*** (0.6893)	92.1107*** (26.7472)
国家固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
N	923	920
R ²	0.621	0.672

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著，下同。

4.3 稳健性检验与内生性处理

4.3.1 稳健性检验

1. 替换解释变量

本文采用法定测量方法中的 Kaopen 指标解释变量进行替换,对方程 (4.1) 进行逐步加入控制变量的固定效应回归。同样使用 71 个国家 2010-2021 (Kaopen 指数官网更新至 2021 年) 的数据进行回归,其最终回归结果如表 4.5 所示:由回归结果可知,列 (1) 为未加入控制变量的资本账户开放对金融安全的影响分析,其影响为正;列 (2) 为加入控制变量后的回归,其结果依然正向显著,说明通过稳健性检验。

2.更改样本时间跨度

由于 2019 年末新冠疫情的到来,为了排除新冠疫情对结果的影响,仅保留 2010-2019 年间的对方程 4.1 进行回归,回归结果如表 4.5 所示:第 (3) 列为未加入控制变量的回归,列 (4) 为加入控制变量后的回归,结果显示,FSI 的回归系数仍然显著,说明资本账户开放对金融安全水平会产生正向影响,结果仍然稳健。

3.消除样本极端值

为了消除极端值对回归结果的影响,参考叶振宇和庄宗武 (2022) 的做法,本文对金融安全在 1% 的水平上进行双边缩尾进行回归分析。如表 4.5 所示,第 (5) 列为未加入控制变量的回归,列 (6) 为加入控制变量后的回归,其结果依然正向显著,说明通过稳健性检验。

表 4.5 稳健性检验

变量	更换解释变量		更换样本时间跨度		消除样本极端值	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FSI	FSI	FSI	FSI	FSI	FSI
Kaopen	1.2862*** (1.9615)	0.9361*** (1.2299)	1.5000** (0.7461)	1.5039** (0.7326)	1.4138** (0.4429)	1.6811** (0.7141)
XR		0.0004*** (0.0012)		0.0003 (0.0002)		0.0006*** (0.0002)
AOTT		0.0000 (0.0000)		0.0000** (0.0000)		0.0000 (0.0000)

续表 4.5 稳健性检验

变量	更换解释变量		更换样本时间跨度		消除样本极端值	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FSI	FSI	FSI	FSI	FSI	FSI
TV/GDP		-0.0037*** (0.0101)		-0.0017** (0.0098)		-0.0251*** (0.0090)
LNGDP		-8.0839** (1.5476)		-2.3049*** (1.4783)		-4.1872*** (1.3038)
FER		0.0000*** (0.0000)		0.0000*** (0.0000)		0.0000*** (0.0000)
-cons	15.1458*** (1.1660)	23.3626*** (3.3735)	16.2761*** (0.8275)	73.3180*** (37.2662)	17.3800*** (0.5066)	21.6203*** (3.1873)
国家固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
N	852	852	710	710	905	905
R ²	0.624	0.601	0.583	0.526	0.253	0.207

4.3.2 内生性处理

1. 滞后一期解释变量

为避免产生因果倒置等内生性问题，本文参考 Wooldridge (2010) 的做法，将解释变量滞后一期进行回归，结果如下表 4.6 所示，列 (1) 是对 CAO 滞后一期的回归，列 (2) 是对 Kaopen 指数滞后一期的回归，回归结果显示，滞后解释变量回归项后，无论是使用法定测算指标 (Kaopen 指数) 还是事实测算指标 (CAO)，结果依然显著，说明资本账户开放对金融安全呈现出正向影响。

2. 工具变量法

本文还采取了工具变量法解决内生性问题，用两阶段最小二乘法 (2SLS) 重新估计回归结果。本文参照 (马理等, 2023) 的处理方式，将过去 5 年资本账户开放的平均值 (CAO_mean) 作为工具变量，这是因为资本账户开放是一个累

积过程，长期来看，过去的平均开放程度能在很大程度上预测和体现未来的开放趋势，因此这个指标具备较强的外生性质。根据实证结果可知，资本账户开放对金融的影响为正，与基准回归结果一致，模型内生性问题较好地得以解决。

表 4.6 内生性处理

变量	滞后一期解释变量		工具变量法	
	(1)	(2)	第一阶段	第二阶段
	FSI	FSI	CAO	FSI
L.CAO	1.6828*** (0.6095)			
L.Kaopen		1.3524** (1.9668)		
CAO_mean			0.5262*** (0.1505)	
CAO				2.1020*** (1.0807)
_cons	91.5259*** (30.2517)	18.3426*** (2.4562)	0.5000*** (0.2416)	4.3909*** (6.3767)
控制变量	控制	控制	控制	控制
国家固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
N	849	781	923	923
R ²	0.147	0.3426	0.109	0.126
第一阶段 F 值			17.1604	

4.4 门槛效应

4.4.1 金融发展水平的门槛效应

对方程（5.2）进行门槛效应回归，经检验仅单门槛效应能在 5% 的显著性水平下显著，门槛效应的检验数据如表 4.7 所示，门槛值的估计数据如表 4.8 所示，表 4.7 和 4.8 表明当金融发展水平作为门槛变量时，资本账户开放对金融安全的影响存在单门槛效应，门槛值为 0.6412。而方程的回归数据则如表 4.9 所示。

表 4.7 以金融发展水平为门槛的门槛效应检验结果

Threshold	F-stat	Prob	Crit10	Crit5	Crit1
Single	39.6	0.0433**	33.3811	42.3540	59.0109
Double	14.58	0.2967	36.3145	61.3582	89.0799

表 4.8 以金融发展水平为门槛的门槛值估计结果

Model	Threshold	Lower	Upper
Th-1	0.6412	0.6310	0.6476

表 4.9 以金融发展水平为门槛的回归结果

变量	FSI
CAO ($q \leq \gamma_1$)	1.5520** (0.7502)
CAO ($q > \gamma_2$)	4.6209*** (0.7617)
_cons	16.9018*** (0.6364)
控制变量	控制
N	923
R ²	0.364

表 4.9 表明，资本账户开放对金融安全的影响程度与金融发展水平密切相关。

当低于门槛值 0.6412 时，资本账户开放对金融安全的回归系数为 1.5520，然而，当高于门槛值时，资本账户开放对金融安全的积极影响显著增强，此时系数增至 4.6209。这表明，金融发展较为滞后的国家，往往面临更为严重的金融抑制情况，利率市场化程度较低，使得资本利用效率不高，这会限制金融市场发展和经济的增长。与此相反，那些金融发展水平较高的国家在开放资本账户之后，能够吸引更多外资流入，增强市场流动性，借助外资提高资源配置效率，从而更有力地提升金融安全水平。据此，我们可以合理推断出第二个假设（H2），即金融发展水平的不同，确实会导致资本账户开放对金融安全水平产生不同程度的影响，即在高金融发展水平的国家中，资本账户开放将更大地提升金融安全水平。

4.4.2 金融发展水平门槛效应的进一步分析

为了深入探究金融发展水平的差异如何具体作用于资本账户开放的程度及其对金融安全的影响，在金融发展水平（FD）的基础上从细分金融机构建设指数（FI）和金融市场建设指数（FM），通过分别分析这两个细分指数对资本账户开放程度的具体影响及其与金融安全之间的动态关系，我们可以更准确地揭示金融发展内部结构性差异是如何作用于资本账户开放进程。

以金融机构建设为门槛变量时，对方程（5.2）进行门槛效应回归，经检验仅单门槛效应能在 5% 的显著性水平下显著，门槛效应的检验数据如表 4.10 所示，门槛值的估计数据如表 4.11 所示，方程回归结果如表 4.12。

表 4.10 以金融机构建设为门槛的门槛效应检验结果

Threshold	F-stat	Prob	Crit10	Crit5	Crit1
Single	34.61	0.0367**	33.0014	40.0442	54.4258
Double	18.65	0.4133	46.3309	52.4363	75.5143

表 4.11 以金融机构建设为门槛的门槛值估计结果

Model	Threshold	Lower	Upper
Th-1	0.6856	0.6789	0.6919

表 4.12 以金融机构建设为门槛的回归结果

变量	FSI
CAO ($q \leq \gamma_1$)	-0.0023 (0.6233)
CAO ($q > \gamma_2$)	3.0482*** (0.6794)
_cons	16.7952*** (0.6391)
控制变量	控制
N	923
R ²	0.364

表 4.12 表明，资本账户开放对金融安全的影响程度受到金融机构建设水平差异的影响。只有当金融机构建设水平高于 0.6856，资本账户开放才会对金融安全呈现出正向影响，即金融机构建设水平较低时，应对风险的能力较差，开放资本账户更多会对金融安全产生负面影响；当金融机构建设水平提高之后，金融机构会学习更多先进的经验和技能，应对风险的能力提高，开放资本账户对金融安全产生正向影响。

以金融市场建设为门槛变量时，对方程（5.2）进行门槛效应回归，经检验双门槛效应能在 5% 的显著性水平下显著，门槛效应的检验数据如表 4.13 所示，门槛值的估计数据如表 4.14 所示，方程回归结果如表 4.15。

表 4.13 以金融市场建设为门槛的门槛效应检验结果

Threshold	F-stat	Prob	Crit10	Crit5	Crit1
Single	29.92	0.0200**	29.1746	39.7355	53.6875
Double	28.72	0.0467**	26.4516	30.6588	47.9732
Triple	4.77	0.8867	24.9593	30.6024	47.9692

表 4.14 以金融市场建设为门槛的门槛值估计结果

Model	Threshold	Lower	Upper
Th-1	0.4020	0.3889	0.4371
Th-2	0.2851	0.2812	0.2920

表 4.15 以金融市场建设为门槛的回归结果

变量	FSI
CAO ($q \leq \gamma_1$)	-0.8415 (0.8118)
CAO ($\gamma_2 < q \leq \gamma_3$)	0.4994 (0.6264)
CAO ($q > \gamma_3$)	4.1588*** (0.7850)
_cons	16.3916*** (0.7018)
控制变量	控制
N	923
R ²	0.324

表 4.15 表明，资本账户开放对金融安全的影响程度受到金融市场建设成熟度差异的影响。只有当金融市场建设水平跨过第二个门槛 0.4020 时，资本账户开放对金融安全水平影响为正，且系数达到 4.1588。金融市场水平处于高水平的国家，开放资本账户能向金融市场注入更多流动性，能够有效地提升资源分配效率，进而对该国金融安全产生积极影响。

4.5 异质性检验

4.5.1 不同发展程度的异质性分析

为了考察资本账户开放对金融安全的影响是否会因为国家的发展程度而变

现出异质性, 本文将样本划分为发达国家和发展中国家, 实证检验结果如表 4.16 所示, 结果显示, 当样本选择发达国家时, 资本账户开放对金融安全的正向影响依然存在; 当样本选择发展中国家时, 资本账户开放对金融安全的影响依然为正, 但是影响不显著, 说明发展中国家资本账户开放对金融安全的影响并不明显, 只有当发展到一定程度后, 资本账户开放对金融安全的正向影响才会显现。

表 4.16 不同发展程度的异质性分析

变量	发达国家		发展中国家	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	FSI	FSI	FSI	FSI
CAO	1.3917** (0.5892)	2.6946*** (0.6298)	0.5710 (1.9215)	1.6579 (1.9016)
_cons	19.6064*** (0.7952)	210.6790*** (55.3576)	15.9825*** (2.0340)	63.1595** (30.2453)
N	260	260	663	660
R ²	0.220	0.357	0.162	0.102
国家固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
控制变量	不控制	控制	不控制	控制

4.5.2 不同制度质量的异质性分析

为了考察资本账户开放对金融安全的影响是否会因为该国制度质量的不同而变现出异质性, 本文根据所选样本国家制度质量的中位数, 将样本分为制度质量高的国家和制度质量低的国家。当前学术研究领域普遍采用综合指标方法来评估制度质量, 而在本文的研究中, 我们采纳了世界治理指标 (WGI) 体系来量化各国的制度质量。这一指标体系涵盖了六个不同的分项指标, 并通过计算这六个子指标的算数平均值, 构建出用于代表一国整体制度质量的综合性指标。实证检

验结果如表 4.17 所示, 结果显示, 第 (1) 列为制度质量高的国家未加入控制变量的结果, 第 (2) 列为制度质量高的国家加入控制变量的结果, 结果表明, 制度质量高的国家, 资本账户开放对金融安全产生正向影响; 第 (3) 列为制度质量低的国家未加入控制变量的结果, 第 (4) 列为制度质量低的国家加入控制变量的结果, 结果表明, 只有当制度质量发展到一定程度时, 资本账户开放对金融安全的正向影响才会出现。因为在制度质量较高的国家和地区, 其交易机制和法律环境相对健全和完善, 这促使更多外国资本倾向于选择此类市场进行投资, 从而降低了资本外逃的可能性。相反, 当资本流向制度质量较低的国家时, 出于追求利润最大化, 它们可能更容易被引导至高风险的投资领域。相较于那些制度建设薄弱的国家, 在同样吸引外部投资的情形下, 制度完善的国家能够在更大程度上管控因跨境资金流动带来的各类金融风险。此外, 良好的制度环境不仅有助于吸引更多外来资本, 这些资本在高标准制度框架下能够更加安全稳定地运营, 从而获取更高的收益, 这对所在国的金融体系建设具有积极推动作用。换言之, 制度质量高的国家能够凭借自身的优越制度条件, 在扩大金融市场规模的同时, 提升金融体系运行的效能和效率。

表 4.17 不同制度质量的异质性分析

变量	制度质量高的国家		制度质量低的国家	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	FSI	FSI	FSI	FSI
CAO	6.0300*** (1.9815)	5.8777*** (2.0190)	-4.0979 (3.2157)	-0.9039 (2.8254)
_cons	9.2171*** (0.7952)	23.5386*** (28.7723)	21.8622*** (3.4062)	144.4803** (57.7940)
N	312	312	611	611
R ²	0.243	0.171	0.334	0.132
国家固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
控制变量	不控制	控制	不控制	控制

4.5.3 不同维度金融安全水平的异质性分析

为分析资本账户开放对金融安全多方面的影响,本文聚焦于内源性和外源性两个维度的金融安全水平,实证检验结果如表 4.18 所示,结果显示,资本账户开放对内源性金融安全水平和外源性金融安全水平影响依然为正,但依然可以看出资本账户开放对内源性金融安全水平的正向影响程度大于对外源性金融安全水平的影响。

表 4.18 不同维度金融安全水平的异质性分析

变量	内源性金融安全水平		外源性金融安全水平	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	FSI	FSI	FSI	FSI
CAO	0.7282** (0.1028)	1.1050** (0.1082)	0.5287*** (0.1828)	0.2224** (0.1875)
_cons	0.0771*** (0.1101)	1.1723*** (0.2301)	0.5599*** (0.1958)	2.1566** (0.3986)
N	923	920	923	920
R ²	0.213	0.125	0.079	0.116
国家固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
控制变量	不控制	控制	不控制	控制

5 研究结论与政策启示

5.1 研究结论

本文基于 71 个国家 2010-2022 年的数据，运用双向固定模型研究了资本账户开放对金融安全的影响；并在此基础上使用更换解释变量衡量指标以及更换时间跨度的方法，检验测量结果的稳健性。研究结果表明：

第一，通过对选取的资本账户开放衡量指标的子项目分析发现，发达国家的直接投资流入低于直接投资流出，发展中国家与此相反，且发达国家资本账户开放证券投资波幅大于发展中国家；运用主成分分析法对金融安全水平测度，结果显示发达国家在金融安全方面普遍表现出显著优势，其安全水平明显高于发展中国家。对于部分发展中国家，其金融安全状况总体上走势趋同。

第二，通过基础回归分析发现，资本账户开放对金融安全有明显的促进作用，更换衡量指标以及更换时间跨度，结果依然稳健；通过门槛模型进一步研究，发现金融发展水平作为一个关键的阈值变量被引入模型后，资本账户开放对金融安全的影响显著地展现出依赖于金融发展水平的门槛特征，即金融安全受资本账户开放程度的影响会随着金融发展水平跨越特定阈值而发生显著变化。表现为金融发展水平到达一定程度时，资本账户开放对金融安全的正向影响更为强烈。

第三，门槛检验表明，金融机构发展水平对两者的影响存在单门槛，金融市场发展水平对两者的影响存在双门槛。当以金融机构发展水平作为门槛变量时，只有当金融机构发展水平高于门槛值，资本账户开放对金融安全正向影响显著；当以金融市场发展水平作为门槛变量时，只有当金融市场发展水平跨过第二个门槛时，资本账户开放对金融安全正向影响显著；最后通过异质性分析发现，当样本国家为发达国家时，资本账户开放对金融安全的影响依然为正，当样本国家为发展中国家时，虽然资本账户开放对其影响依然为正，但影响不显著；同时将样本国家按照制度质量分类时，在制度质量较高的国家样本中，资本账户开放对金融安全产生的积极效应仍然得以确立；然而，当考察对象转为制度质量较低的国家时，资本账户开放对金融安全的影响不显著。

5.2 对中国推进资本账户开放的政策启示

5.2.1 有序开放资本账户，适当加快开放进程

资本账户的开放进程不应追求一蹴而就，而需采取谨慎且逐步的策略，避免急功近利。实施过程中应强调“稳中求进”，首先让资本的有序流入，随后考虑流出；在时间维度上，优先保障长期资本的自由流动，相对限制短期投机性资本；在参与主体上，则是先鼓励机构投资者的跨境活动，再逐步放宽对个人投资者的限制。同时，在全球金融高度融合的大环境下，我国资本账户的开放尚存进一步深化研究的空间，这是我国迈向经济强国道路上不可或缺一步。全面放开资本账户，是中国作为全球经济大国实现长远经济蓝图的战略需求，未来持续推动资本账户开放仍将是我国对外开放的重要策略。一是稳步推升资本账户开放程度，紧密结合宏观经济未来的走势和发展需求。例如，积极推动人民币的国际化进程，鼓励在国际经贸活动中广泛应用人民币进行跨境结算，确保人民币的价值在真实贸易和经济活动中有充分的表现。目前，尽管我国经济实力显著，但人民币在国际货币体系中的地位与其应有位置尚不匹配，导致外国投资者对持有和使用人民币的积极性相对有限，一定程度上影响了人民币汇率的稳定性及其独立调控的能力。而在我国迈入新发展阶段，致力于构建国内国际双循环相互促进的新发展格局之际，外部市场主体对人民币的需求预期将会不断提升。因此，我国应当加强离岸人民币市场的建设，加大对人民币跨境使用的政策扶持力度，逐步提高人民币可自由兑换的程度，以期稳固并提升人民币在全球货币体系中的影响力，增强人民币的定价权，并保障汇率的稳定性和自主调节机制。二是推动金融业尤其是证券业的对外开放，放宽对金融衍生品交易的管控，充分利用金融创新产品服务于我国实体经济的发展。资本账户改革的成功实施，离不开宏观经济环境的稳定支撑。我国应始终保持宏观经济稳健前行，特别关注金融体系与实体经济的紧密联系，保持资本账户与经常账户之间的动态均衡关系，从而有效吸引并容纳国际资本流入，为我国经济的高质量发展创造有利条件。

5.2.2 加强金融机构建设，推动金融市场健康有序发展

我国金融体系虽然已经为资本账户开放准备好了基础，但是仍然有很大的发展潜力有待发掘。自2014年启动民营银行试点到2018年数家民营银行成功经营，中国银行业总体格局实现了明显飞跃。在此基础上，需要从更深的层次上调整和优化国内金融构架、放松新形态金融业务及工具市场准入条件、强力推进金融创新进程，丰富金融产品多样性，以提供给金融机构更加完善的风险管理策略及手段，进而提升金融机构的发展水平。与此同时，加强中小企业扶持，鼓励新兴企业更多扮演金融市场角色，逐渐削减金融抑制带来的不利影响。唯有当我国金融机构的发展达到更高水平，资本账户的稳步开放才更具可行性，进而推动金融深化过程的顺利进行，最终提升金融安全的整体水平。

经验显示，发达国家的金融市场通常更为成熟和完善。我国尽管长期推进资本账户的开放政策，金融市场的发展水平相比而言仍有差距。虽然开放资本账户，前期金融市场可能会带来金融风险，但随着金融市场深化，金融市场更多的是带来金融产品多样化以及先进的风险管理经验，能够提升金融安全水平。一个健全的市场不仅能够更高效地为中小企业分配资源，增强其活力，还能产生积极的长期效应。当前，我国中小企业群体庞大，资本市场正朝着多层次、包容性的方向演进。为了促进中小企业成长，可以重点构建以中小企业为服务核心的市场板块，构建一条从创业投资到私募股权，乃至区域性股权融资的完整链条，以支持创新活动。持续推动金融市场深化，利用市场机制优化资源配置，加速金融市场的进步，对于全面提升金融系统的安全性和稳定性至关重要。

5.2.3 加强制度质量水平建设，完善金融市场监管体系

当前我国的制度质量虽已位于较高门槛水平，但是相比较制度质量高的其他国家，我国制度质量水平偏低。为此，我国亟需加速推进制度质量水平的提升工作，旨在将制度环境推向更高层次，从而为我国金融领域的持续开放与金融体系的深层次发展提供更为高效优质的制度保障，为经济的长远稳健发展奠定坚实的基础。

为了加强我国制度质量水平建设，一是需要完善相关监管法律法规，强化监

管效能，同时调整和完善监管理念，倡导兼顾法规遵从与风险管理的精细化监管模式，既要确保市场公正透明，又要激发市场创新活力，首要任务是引导各类投资者秉持理性投资观念，制定针对性更强的法律法规，以规范和督导个人投资者的行为；二是要加强市场风险信息披露机制的建设，有效执行贷款质量分类标准，壮大资产评估行业规模，提升评估服务质量，确保市场参与者能获取全面详尽的市场资讯，从而增强他们在资本市场的参与度和决策自由度，进而有力地推动金融创新实践的健康发展；三是加强政治制度建设。政府首先注重自身提供公共服务的质量，严厉打击腐败现象、简化冗杂的审批流程，为金融机构和经济主体公平地参与经济活动提供良好制度环境，同时也为投资者参与资本市场活动提供信心。

参考文献

- [1]Ahmed A D.Effects of Financial Liberalization on Financial Market Development and Economic Performance of the SSA Region:An Empirical Assessment[J].Economic Modelling,2013,30:261-273.
- [2]Albulescu. C.T.,Goyeau, D., Pepin.D.. Financial Instabilityand ECB Monetary Policy[J].Economics Bulletin,2013,(33):388-401.
- [3]Alexander C.Capital account liberalization and poverty[J].Global Social Policy, 2002,2(2):163-188.
- [4]Andreasen E, Valenzuela P. Financial openness, domestic financial development and credit ratings[J]. Finance Research Letters,2016,16:11-18.
- [5]Bekaert Geert and Harvey Campbell R. and Lundblad Christian. Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets[J]. The Review of Financial Studies, 2007,20(6) :1783-1831.
- [6]Bhattacharyya, V.Nanda.Client discretion, switching costs,and financial innovation[J].Review of Financial Studies.2000,13(4):1101-27.
- [7]Chinn,,M.D., &Ito, H.(2006). What matters for financial development?Capital controls, institutions, and interactions. Journal of DevelopmentEconomics,81(1), 163-192.
- [8]Chinn,M.H,Ito.,2008,"A New Measure of Financial Openness".Journal of Comparative Policy Analysis,No.3,PP309-332.
- [9]Clark R W ,Hallerberg M ,Keil M , et al.Measures of financial openness and interdependence[J].Journal of Financial Economic Policy,2012,4(1):58-75.
- [10]Demir,2004,"A Failure Story:Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis",World Development,Vol.32,No.5,PP851-869.
- [11]Edison,Klein, Luca Ricci, Torsten Slok. Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis[R].USA: NBER Working Paper, 2002,w9100.
- [12]Edwards S. Capital mobility and economic performance: are emerging econ

- omies different?[J]. 2001
- [13]Edwards,S. Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?[J]. Social Science Electronic Publishing, 2011,4.
- [14]Evans D M ,Hnatkovska V V .International capital flows,returns and world financial integration[J].Journal of International Economics,2014,92(1):14-33.
- [15]Fecht,Gruener,Hartmann,2012,"Financial integration,specilization and systemic risk".ECB Working Paper,Vol.6,No.74,PP6-8.
- [16]Finnerty, J.D. An overview of corporation securities innovation[J].Journal of Applied Corporate Finance,1993 (4):23-39.
- [17]Gaies B, Goutte S, Guesmi K. What Interactions between Financial Globalization and Instability?—Growth in Developing Countries[J].Journal of International Development,2019,31(1): 39-79.
- [18]Glick,R.,GuO,X.,Hutchison,M.,2004,"CurrencyCrises,Capital-AccountLiberalization,and Selection Bias.",Review of Economics & Statistics,Vlo.88,No.4,PP698-714.
- [19]Greenbaum, Haywood. Secular change in the financial services industry[J].Journal of Money, Credit and Banking,1973(5):571-603.
- [20]Gygli, Savina, Florian Haelg, Niklas Potrafke and Jan-Egbert Sturm.The K OF Globalisation Index-Revisited[J].Review ofInternational Organizations,2019,14(3):543-574.
- [21]Hamdaoui M, Ayouni S E, Maktouf S. Capital account liberalization, political stability, and economic growth[J]. Journal of the Knowledge Economy, 2021:1-50.
- [22]Hannan, Timothy H, John M. Market Concentration and the Diffusion of New Technology in the Banking Industry[J]. The Review of Economics and Statistics,1984,66(4): 686–91.
- [23]Hartwell C A.If You're Going Through Hell, Keep Going:Non-linear Effects of Financial Liberalization in Transition Economies[J]. Emerging Markets Financeand Trade,2016,53(2):250-275.
- [24]Illing M, Liu Y.An Index of Financial Stress for Canada[R].Bank of Canada

- a,2003.
- [25]Kim,Koo,B.,&Park,M.Role of financial regulation and innovation in the financial crisis[J].Journal of Financial Stability,2013,9(04):662-672.
- [26]Kraay,A.,1998,"In Search of the Macroeconomic Effect of Capital Account Liberalization",Unpublished World Bank Working Paper,No.98.
- [27]Lane,P.R.,Milesi-Ferretti,G.M.,2007,"The External Wealth of Nations Mark I: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities,1970-2004",Journal of International Economics,Vol.73,No.2,PP223-250.
- [28]Le,H.Financial Openness and Financial Integration[D].Asia Pacific School of Economics and Management,2000.
- [29]Martin Schmitz. Financial reforms and capital flows to emerging Europe[J]. *Empirica*, 2011,38(4), 579 - 605.
- [30]Misati,Nyamongo,2011,"Financial Development and Private Investment in Sub-Saharan Africa",Journal of Economics and Business,Vol.11,No.63,PP139-151.
- [31]Molyneux, Shamroukh. Diffusion of financial innovations:The case of junk bonds and noteissuance facilities[J].Journal of Money, Credit & banking,1996,28(3):502-22.
- [32]Niehans.Financial innovation, multinational banking, and monetary policy[J].Journal of banking & Finance,1983(7):537-551.
- [33]Obstfeld,M.,Rogoff,K.,1995"Exchange Rate Dynamics Redux",Journal of Political Economy ,Vol.103,No.3,PP624-660.
- [34]Philip R, Lane, Gian Maria Milesi Ferretti. Europeand Global Imbalances[J]. *Economic Policy*, 2007(7),22:519-573.
- [35]Philippe Aghion and Peter Howitt and David Mayer-Foulkes. The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence[J]. *The Quarterly Journal of Economics*,2005, 120(1):173-222.
- [36]Prati A,Schindler M,Valenzuela P. Who benefits from capital account liberalization? Evidence from firm-level credit ratings data[J]. *Journal of International Money and Finance*,2012,31(6): 1649-1673.

- [37]Quirk, Evans. Capital Account Convertibility: Review of Experiences and Implications for IMF Policy[R]. IMF Occasional Paper ,1995, 131.
- [38]Reserve bank of India. Report of the committee on Capital Account Convertibility[R]. India: Reserve bank of India,1997.
- [39]Schmitz M .Financial reforms and capital flows to emerging Europe[J].Empirica,2011,38(4):579-605.
- [40]柏宝春.国际投机资本流动与金融风险传染相关性分析[J].经济与管理评论,2013,29(03):96-103.
- [41]蔡文靖,郭建娜.金融发展、资本账户开放与外汇市场风险——基于固定效应的面板 Logit 模型[J].金融与经济,2022,(05):23-33.
- [42]陈博雅,李柯楠.资本账户开放对金融波动的影响路径及门槛效应研究——基于 122 个经济体的实证分析[J].区域金融研究,2023,(07):60-68.
- [43]陈创练,张年华,陈经纬.国际资本流动、金融发展与技术溢出效应关系研究——对 1991-2013 年全球 73 个国家和地区的实证检验[J].产经评论,2016,7,(06):116-132.
- [44]陈奉先,薛伟,赵颖岚.资本账户开放程度、国际资本流动“突然停止”与系统性银行危机[J].金融监管研究,2020,(11):62-82.
- [45]陈旺,黄家炜,汪澜.金融开放与银行风险承担的异质性研究——基于 98 个国家的实证分析[J].国际金融研究,2020,(01):33-43.
- [46]程惠芳,朱一鸣,潘奇等.中国的资本账户开放、汇率制度改革与货币危机风险[J].国际贸易问题,2016,(11):165-176.
- [47]程小庆,葛璐澜,金洪飞.金融业开放对中国商业银行利润及风险的影响[J].当代财经,2020,(05):62-75.
- [48]戴淑庚,余博.资本账户开放会加剧我国的系统性金融风险吗——基于 TVP-FAVAR 和 SV-TVP-VAR 模型的实证研究[J].国际贸易问题,2020,(01):159-174.
- [49]戴任翔.论发展中国家资本账户开放过程中的银行稳定性问题[J].国际金融研究,1999,(02):59-65.
- [50]鄂志寰.资本流动与金融稳定相关关系研究[J].金融研究,2000,(07):80-87.
- [51]方意,颜茹云,郑子文.资本账户开放对银行风险的影响机制研究[J].国际金融

- 研究,2017,(11):33-43.
- [52]管涛. 资本项目可兑换的定义[J]. 经济社会体制比较,2001,(01):13-18.
- [53]何德旭,娄峰.中国金融安全指数的构建及实证分析[J].金融评论,2012,4(05):1-14+122.
- [54]何剑,郑智勇,张梦婷.金融开放化解了系统性金融风险吗[J].贵州财经大学学报,2020,(01):37-46.
- [55]何剑,郑智勇,张梦婷.资本账户开放、系统性金融风险与经济高质量发展[J].经济与管理研究,2020,41(05):91-106.
- [56]何雄伟.资本账户开放、金融发展和经济金融不稳定的国际经验分析[J].时代金融,2016,(36):7.
- [57]胡亚楠.资本账户开放的门槛效应及路径研究[J].世界经济研究,2020,(01):68-81+136.
- [58]黄均华.资本账户开放对货币市场稳定性的影响——基于PSTR模型的全球比较证据[J].世界经济研究,2017,(02):3-11+135.
- [59]黄益平.金融开放与金融稳定如何兼得[N].北京日报,2020-06-22(010).
- [60]李昊,王浩楠,陈创练.资本账户开放与系统性金融风险:基于金融发展水平的门限效应研究[J].国际经贸探索,2023,39(08):106-120.
- [61]李振,宋科,杨家文.银行业开放、外资持股与银行风险承担[J].财贸经济,2020,41(10):96-110.
- [62]林桂军,Ronald Schramm.我国储蓄/投资差额的结构分析与经常项目顺差[J].财贸经济,2008,(04):11-17+128.
- [63]娄伶俐,钱铭.资本账户开放测度方法:比较与综合[J].国际金融研究,2011,(08):41-49.
- [64]刘渝琳,周靖祥.FDI作用于资本金融项目与经常项目波动的实证研究:1982-2006[J].金融研究,2007,(12):65-78.
- [65]罗融,陆文力.资本账户开放与国际金融冲击的传导——基于DSGE模型的分析[J].经济理论与经济管理,2021,41(08):43-59.
- [66]黄志刚,郭桂霞.资本账户开放与利率市场化次序对宏观经济稳定性的影响[J].世界经济,2016,39(09):3-27.

- [67]罗斯丹,王东辉.关于中国金融安全问题的探讨[J].长春师范学院学报(人文社会科学版),2009,28(05):28-31.
- [68]马斌,张琦.资本账户开放对外汇储备的非线性效应——基于金融发展视角[J].国际金融研究,2022,(06):21-31.
- [69]马理,李厚渊.资本账户开放、跨境资本流动与金融稳定的相关性研究[J].金融理论与实践,2019,(11):7-16.
- [70]马理,朱硕.跨境资本流动的原因及对金融安全的影响[J].武汉金融,2018,(08):4-13.
- [71]毛建林,张红伟.基于 CCA 模型的我国银行系统性金融风险实证研究[J].宏观经济研究,2015,(3):94-103.
- [72]聂富强,周玉琴.基于行业融资结构协调的我国金融安全状态评估[J].当代经济科学,2017,(02):53-61.
- [73]彭红枫,朱怡哲.资本账户开放、金融稳定与经济增长[J].国际金融研究,2019,(02):3-12.
- [74]钱晓霞.外部冲击、人民币汇率波动和短期跨境资本流动——基于 MS-VAR 模型[J].金融发展研究,2018,(01):15-23.
- [75]羌建新.发展中国家资本账户开放原因浅析[J].国际关系学院学报, 2004,(06):15-23.
- [76]阙澄宇,李金凯.资本账户开放与经济发展方式转变——基于金融发展和金融稳定的中介效应分析[J].经济学家,2019,(04):80-88.
- [77]宋暄.货币影响力、金融脆弱度与资本账户开放——基于新兴市场国家的研究[J].金融论坛,2017,22(10):53-66.
- [78]孙俊,于津平.资本账户开放路径与经济波动——基于动态随机一般均衡模型的福利分析[J].金融研究,2014,(05):48-64.
- [79]童相彬,张书华.跨境资本流动、系统性风险与宏观经济波动[J].经济体制改革,2021,(04):132-139.
- [80]王思宇.资本账户开放与经济增长的非线性关系[J].中外企业家,2018,(11):53+56.
- [81]温健纯,范祚军,赵慧.基于金融安全视角的人民币资本账户开放现状评估及其

- 推进策略研究[J].广西大学学报(哲学社会科学版),2019,41(01):97-106.
- [82]温兴春,梅冬州.金融业开放、金融脆弱性以及危机跨部门传递[J].世界经济,2020,43(10):144-168.
- [83]吴婷婷,高静,应尚军.资本账户开放与货币危机的U型关系研究——来自中东欧与独联体转型国家的经验证据[J].上海金融,2019,(04):40-46.
- [84]伍志文.金融一体化和金融脆弱性:跨国比较研究[J].经济科学,2008,(06):78-90.
- [85]杨荣海,杜林丰.人民币国际化背景下资本账户开放风险测度研究[J].国际金融研究,2021,(10):67-77.
- [86]杨淼,雷家骥.基于风险防范的中国宏观金融安全指数测度与分析[J].经济纵横,2019,(08):84-88.
- [87]杨子晖,陈雨恬,黄卓.国际冲击下系统性风险的影响因素与传染渠道研究[J].经济研究,2023,(01):90-106.
- [88]张安军.国家金融安全动态监测分析(1992-2012年)[J].国际金融研究,2014,(9):89-96.
- [89]张安军.中国省域金融安全内涵与综合监测度量指标体系研究[J].宁波大学学报(人文科学版),2019,(3):67-76.
- [90]张成思,朱越腾,芦哲.对外开放对金融发展的抑制效应之谜[J].金融研究,2013,(06):16-30.
- [91]张方方,方霄.国际短期资本流动对我国商业银行体系稳定性影响的实证分析[J].亚太经济,2009,(06):23-27.
- [92]赵先立.国际资本流动:动因及影响研究——基于资本账户开放和金融稳定的视角[J].上海金融,2021,(04):33-47.
- [93]郑智勇,张梦婷,宋洒洒等.资本账户开放对经济增长和稳定的影响分析[J].新金融,2021,(11):30-38.
- [94]庄起善,张广婷.国际资本流动与金融稳定性研究——基于中东欧和独联体国家的比较[J].复旦学报(社会科学版),2013,55(05):94-107+157-158.
- [95]左正龙.哈萨克斯坦系统性金融风险预警研究——基于金融压力指数分析[J].新疆财经,2021,(4):70-80.
- [96]朱子言,刘晓星,任超.中国经济的增长质量与金融安全——基于存量流量一致

多主体宏观模型的动态模拟[J].金融评论,2023,(06):23-46.

后 记

弹指一挥间，研究生 3 年已经接近尾声，学生生涯也就此告一段落了。回首三年时光，努力过、悲观过、笑过、有些许缺憾，但更多的是感谢。感谢一路走来陪在我身边的老师、同学、挚友和家人。因为有你们的加油和激励，才让我充满信念和斗志，以一种乐观向上的心态去迎接困难和挑战。

在论文写作过程中，我要由衷的感谢我的导师。从论文的选题、开题到定稿，是老师一次又一次的悉心指导，让我的论文得以顺利完成。在未来的日子里，也祝愿老师万事如意、开开心心！

同时，我要感谢平凡而伟大的父母。他们给与了我很多精神的支持，感谢他们，让我在健康快乐地成长；感谢他们，替我遮风挡雨；感谢他们，让我站在他们的肩膀上走向了更广阔的世界。

此外，我还要感谢坚持不懈、不断努力、不断上进的自己。一路走来，不管是高山还是丛林，我都始终坚持不懈，一一迈过这些艰难险阻。但正是这些经历，让我变的内心更加的强大、更加从容稳定。前路漫漫亦灿灿，愿依旧保持初心，始终努力向上。

最终，要感谢百忙之中对论文进行评审和指导的各位专家、老师。你们辛苦了！