

摘要: 中国于1996年实现了人民币经常项目的自由兑换,此后资本项目可兑换就正式被提到议事日程上,且一直在积极有序地推进。当前人民币已经实现了资本项目部分可兑换,随着人民币国际化程度的提高及人民币升值预期的加强,要求资本项目可兑换的呼声也日益高涨。但必须认识到资本项目可兑换是一把“双刃剑”,存在着较大的风险,必须在做好各项准备的前提下稳步推进。

关键词: 人民币 资本项目可兑换 国际投机资本

中图分类号:F832.2 文献标识码:A
文章编号:1004-4914(2010)08-041-02

引言

按照国际收支口径,通常将一国货币可兑换的程度分为经常项目可兑换、资本项目可兑换和完全可兑换。资本项目可兑换,是指一种货币不仅可以在国际收支经常性往来中,将本国货币自由兑换成其他货币,而且可以在资本项目上进行自由兑换。实现资本项目可兑换是一个国家经济发展到一定阶段,参与世界合作与竞争所必须面临的问题。中国政府自1996年12月1日顺利实现人民币经常项目可兑换,此后人民币资本项目可兑换就正式被提到议事日程上,且一直在积极有序地推进。此间大部分文献的观点是主张谨慎推进人民币资本项目可兑换(王国刚,2003)。当时虽然存在争议,但文献表明已有不少学者提倡加快实现人民币可兑换进程,代表人物有管涛(2008)、丁志杰(2007)等,认为2010年应该是宣布人民币资本项目基本可兑换的最后时点,甚至提出应该在北京奥运会前夕宣布更为合适。可是自2008年9月美国金融危机发生之后,越来越多的学者通过媒体、公开讲座等形式发表放缓人民币资本项目可兑换进程的观点,而支持加快资本项目开放的声音越来越弱。

表1 目前中国资本项目开放的基本状态

项目	开放状态	
A 资本项目		
按国际惯例进行真实性审核		
直接投资	我国在外直接投资	1. 对外国企业在华直接投资限制很少,只有投资领域和投资比例的限制。
	外国在华直接投资	2. 对中国企业对外直接投资仍有较多限制。
证券投资	股本证券	1. 股本证券投资:允许外国合格的机构投资者(QFII)对内投资于B股市场,允许国内合格的机构投资者(QDII)对外投资,不过两者的投资额都有限制。
	债务证券	2. 债务证券、(中)长期债券、货币市场工具等的双向投资方面都有严格的限制。
	(中)长期债券	
B 金融项目	货币市场工具	
	贸易信贷	1. 对双向贸易信贷基本无限制。 2. 对境内金融机构对外放贷基本无限制,可对居民对外借款却严格管制。
	其他投资	3. 对货币的流入和存款没有限制,对货币的流出和存款有所限制。
	贷款	4. 其他资产中,对衍生产品的发行或投资的双向交易都有严格的限制,其中对外国投资者进入国内外汇市场或国内投资者进入外国外汇市场都是禁止的。而对租赁等其他形式的投资限制较少。
	货币和存款	
	其他资产	

注:根据中国国际收支平衡表,并结合新出台的相关政策整理而得。

一、人民币资本项目可兑换的发展现状

2004年底,按照IMF(国际货币基金组织)分类的43项资本项目中,我国有11项实现可兑换,11项较少限制,15项较多限制,严格管制的仅有6项。经过最近一段时间的改革,较多限制和严格管制的项目

人民币资本项目可兑换的相关问题研究

● 祁守成

越来越少,目前可以说人民币已经实现了资本项目下部分可兑换。IMF所列的43个资本项目分布在国际收支平衡表的资本与金融项目里(见表1),其中资本项目包括资本转移(有形资产和债务减免)和非金融资产(专利、版权、商标、经销权等无形资产)的收买及放弃。IMF所列的13大资本项目中除了不动产交易以外其他项目都包含在金融项目中。所以,通常资本项目的开放就是指金融项目的开放。金融项目包括引起一个经济体对外资产和负债所有权变更而产生的交易。因为金融项目的交易具有投资性质,所以在中国国际收支平衡表中将金融项目根据其性质分为直接投资、证券投资和其他投资三大类。从中国资本项目可兑换的现状来看,对外商来华直接投资基本没有限制(只有投资领域的限制),我国对外直接投资虽有所放松但仍然有行政许可管理,证券投资的外汇管制有所放松,采用的方式是允许外国合格的机构投资者(QFII)对内投资且只能投资于B股市场,允许国内合格的机构投资者(QDII)对外投资,不过两者的投资额都有限制,对居民对外借债(除了贸易信贷)一直是全口径严格管制,对外放贷有较少管制(见表1)。

我国加入WTO时,承诺将逐步开放资本市场服务业。其中包括银行业、保险业以及证券业的开放。加入世界贸易组织过渡期即将结束,我国资本市场将面对更加开放的经济和金融环境,我国承诺的证券业开放底线也面临着进一步松动的压力,开放的领域和部门也有进一步拓宽的趋势。随着WTO过渡期的结束和金融市场的不断开放,中国资本市场的国际化趋势已经成为一种必然选择。然而,中国证券市场是一个具有“新兴+转轨”双重属性的特殊市场,资本的自由流动将给我国的经济金融运行和金融监管带来许多难题。同时,资本市场仍是股票市场占主导,缺乏多层次、完善的市场结构和交易体系,市场参与者的结构不合理,有力的监管与完备的监管框架尚未形成,这些因素都给金融完全开放与资本市场国际化之间带来一定矛盾与冲突。

二、人民币资本项目可兑换的利弊分析

当前人民币已经实现了资本项目部分可兑换,但相对于我国经济发展需要仍明显滞后。尽快实现人民币资本项目可兑换是完善人民币汇率形成机制、进一步发展我国金融体系、提高我国企业国际竞争能力、提升外汇管制效率的迫切需要。当前的金融危机为人民币资本项目可兑换创造了良好机会。

资本项目可兑换也是一把“双刃剑”,存在着较大的风险。实现资本项目可兑换后,随着国际资本流动的增加,尤其是短期资本大量无序流动,将加剧金融市场的波动,甚至危及一国的经济和金融稳定,引发政治和社会动荡。总结1997年亚洲金融危机的成因,危机爆发国家和地区在经济高速增长过程中,各种经济矛盾激化和普遍存在的经济缺陷,是金融危机爆发的根本原因,但一些危机爆发国家和地区过早实现资本项目可兑换是“促成”危机爆发的一个重要原因。

1. 人民币资本项目可兑换的收益。就我国实际来看,资本项目可兑换后的收益主要表现在以下两个方面:

(1) 提高经济效率,促进经济发展。资本管制的解除会修正生产要素流动的扭曲机制,使资源配置效率得以提高。一方面减少了资本流动的成

本,促进资金在全球的流动,进而使得整个经济体系的资金使用效率得以提高。另一方面,资本账户开放有利于商品劳务的国际流通,促进国际经济技术合作的开展,从而有利于我国经济的发展。缺少资本的项目可以更容易找到资本,愿意向外投资的人可以分摊投资风险。特别是企业,它们会在开放资本账户中找到许多好处。如果它在国外设有许多分支,在不同的国家投资,当本国的市场转入低潮时,它在国外的投资赢利可以弥补国内的损失,保持总体利润,反之也一样。如果资本自由流动能带来更多的回报,反过来就会刺激储蓄与投资,也就会促进经济增长。

(2)完善国内金融市场,促进金融效率的提高。资本项目可兑换将使外汇市场趋于完善,国内外金融业的共同竞争有助于降低国内金融市场的成本,而进一步提高我国金融效率。资金的国内外合理分配也有利于分散资金风险,促进国内资本市场的健康发展。开放资本账户还可以减少一些投机性活动带来的压力。比如,目前人民币有升值预期时,大笔资金主要由美元转回国内,都要换成人民币,更加大了人民币的升值压力。一般来说,用人民币购买流进的大量美元,必须发行更多的人民币,那就有引起通货膨胀的可能。但因为政府可以通过发行其它债券来吸收这些人民币,所以并没有出现通货膨胀。但是,对付这些投机性的资金转移会越来越困难。如果要控制人民币供应,必须说服商业银行持有更多债券,或者减少信贷,那就意味着让商业银行减少利润。这对银行不仅不公平,也不利于银行“消化”自己的不良贷款。扩大人民币的交易幅度,允许升值,是一种选择,另一种选择就是让部分多余的中国资本流出去,进行冲销。如果人民币是可自由兑换的,理论上讲可能愿意向外转移的人很多,就会自然削减了人民币升值的压力。

2.人民币资本项目可兑换的风险。在资本项目开放带来许多收益的同时,开放资本项目也带来了不可忽视的潜在风险。主要表现在以下两方面:

(1)由于三元悖论的存在,开放资本账户会导致货币政策独立性与汇率稳定两者的冲突。“三元悖论”是由美国经济学家保罗·克鲁格曼在20世纪90年代末分析亚洲金融危机的原因时提出的。该理论认为:一国货币政策的独立性、汇率的稳定性、资本的自由流动这三大金融目标不可能同时实现,最多只能同时满足两个而放弃另外一个。从中国当前的状况看,大致可以说是以人民币经常项目可自由兑换而资本项目不可自由兑换、相对独立的货币政策和“有管理的浮动汇率制”为主要特征。这为我国开放经济下经济政策和金融监管目标的选择提供了不同的路径,例如,在放松资本管制的同时保持货币政策的独立性,进而逐步推进市场化的浮动汇率。虽然我国现在实行的是有管理的浮动汇率制度,但由于出口需求是我国经济增长的主要动力之一,汇率的频繁大幅波动增加了进出口的风险,不利于我国的经济增长,因此保持汇率的相对稳定对目前我国的经济增长非常重要。在这种情况下,开放资本账户势必会削弱货币政策的自主性、独立性和有效性。

(2)资本账户开放带来的国际资本的流动,特别是大量短期资本的频繁流动,会增加我国经济金融发展中的风险。一旦受到国内外的冲击,容易引发金融危机或受到别国危机的传染。我国是世界上最大的发展中国家,而且经济体制又处在转轨过程中,因此需要对资本项目中的一些子项继续实行适当的管制,其主要目的在于:一是防止我国资本大量外逃而严重影响境内的经济增长和可持续发展;二是防范境外短期投机资本大量流入境内而冲击境内经济和金融的平稳运行。毫无疑问,无论是发生资本大量外逃,还是境外短期投机资本大量流入,或者是两者同时发生,都将导致国内经济和金融的严重动荡。这种状况必然对我国经济金融发展和社会生活秩序产生极大的危害。因此,我国对资本项目中的一些子项继续实行管制,一方面是由我国现存的各种具体条件所决定的,是一种不得已而为之的选择;另一方面,则是出于维护国际经济金融秩序的稳定与健康发展的考虑,是从维护全球利益角度作出的选择。

三、应对人民币资本项目可兑换过程中相关问题的策略

金融投资机构在任何时候、任何地方都是以赢利为目的的,它们的投资主要以短期“投机”目标为主,根本不是以改善上市企业经营为目标。但是,由于市场上的竞争机制,使得众多的“投机者”向某些方向集中,客观上起到了惩罚经营效果不好、奖励效益优秀企业的作用。换句话说,资金使用效率的提高是金融市场运行的结果,而不是金融投资机构个体行为的后果。我们要想让金融活动更好地服务于经济发展,重要的是在于培育中国自己的金融市场,建立良好的金融秩序,从外国引进一

两个金融投资机构并不能解决自己的市场问题。

人民币资本项目可兑换作为一项系统工程需要考虑的问题涉及政治、经济、法律等不同层次的诸多方面。而其中最亟待解决且有可能在短期内获得成效的问题主要集中在以下几方面。

1.抓紧时间完成相关配套改革。虽然加快资本项目开放涉及国民经济各个方面,可相对紧迫的是利率和汇率的进一步市场化改革。2005年以来实施的汇率制度改革使得汇率市场化的条件已基本成熟,国民经济已经适应了汇率变动的现实,目前的稳定状态是否说明人民币汇率已接近均衡水平呢?只有实现浮动汇率制才能验证。所以趁中国内外经济状况仍保持着相对于世界经济的优势,而且人民币汇率还在升值期间内,应该尽快加大汇率波动幅度使其逐渐趋于均衡汇率。这有利于我国价格体系的国际接轨,保证政策的独立性和有效性,也有利于增强企业的市场竞争意识和抗风险能力。近两年我国利率市场化的进展已有所加快,除居民和企业的存贷利率、企业债券发行利率以外,银行同业拆借利率、外币市场存贷利率及货币市场利率都已市场化。但目前我国的利率体系仍是双轨制的,银行利率与货币市场利率相隔离,加快实现二者并轨显得非常重要。

2.采取必要措施防范外来冲击。资本项目开放是一把“双刃剑”,相对于严格管制时期更容易带来外部冲击。20世纪80年代以来各国发生的金融危机历历在目,尽管其中原因并不都是因为资本项目的开放,但毕竟外汇管制是一道防火墙,一旦推倒就不太容易重新垒起,所以各国经验表明面对全球化浪潮的强劲渗透,长期靠管制来保护国内资本市场固然不可取,但也不能无视风险。观察各国经验不难发现,一国良好的宏观经济状况、合理的汇率制度以及充足的国际储备是开放资本项目过程中避免风险的关键,中国在这些方面与众多已实现资本项目可兑换的发展中国家相比都要好得多,但这并不说明我们就可以高枕无忧了,大量短期资金的快速流动也是导致金融风险的催化剂,所以对于短期资金的流动需要格外关注。在这方面除了依靠国际监管,国内也需要采取利率、税率等各种经济手段来提高短期资金的流动成本以防范风险。

3.重视国际合作,加强金融监管。中国是个开放的大国,对国际经济的融入度已经很高,如果在中国产生金融危机,也必然会影响到全球经济,所以构建国际联合监管体系的重要性凸显。经过这次金融危机,可以预见国际监管合作和监管力度会进一步加强,国际金融环境有望得到改善,这也是人民币顺利实现资本项目可兑换的最好机会。中国已经和IMF、世界银行集团、国际清算银行等国际金融机构展开广泛的合作,截至2009年4月,中国人民银行与我国香港金融管理局以及韩国、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚、阿根廷五国中央银行签订了金额达6500亿人民币的货币互换协议,这些都是防范金融风险的有力保障。在目前已有的双边和多边国际合作基础上,还需要进一步通过申请加入OECD等途径参与联合行动机制及争取国际金融领域更多的话语权。

在WTO规定的中国金融业开放过渡期期满后,国际金融资本将会大量进入中国的金融领域,这对国内金融机构而言不仅是一种挑战,更是一种竞争,可以进一步促进和提升中国的资本市场的国际竞争能力,拓展市场广度和深度,提高市场效率,实现国内资本市场与国际资本市场对接。

参考文献:

- 1.斯琴图雅.推进人民币资本项目可兑换的相关问题研究[J].金融论坛,2009(6)
- 2.张宗新.中国资本市场国际化趋势及路径选择[J].社会科学,2007(3)
- 3.刘旺.如何理解人民币在资本项目下可兑换.http://lw1968.banzhu.net.
- 4.程思琦,杨洪波,于洋.中国资本市场现状及发展浅论[J].商业文化,2008(2)
- 5.方中.人民币资本项目可兑换的相关问题分析[J].财税金融,2009(3)

(作者简介) 祁守成,西北师范大学化学化工学院党委副书记 甘肃兰州 730070)

(责编 若佳)