

中国资本账户自由化政策抉择的战略思考

<http://www.criifs.org.cn> 2009年2月10日 马君潞 穆蕾

在资本账户对外开放的同时一定要增强金融发展的自主性和风险防范意识，把对外开放与抵御风险结合起来，金融市场尤其是资本市场的开放程度，要与国内市场的发育程度和政府的监管能力相匹配。

资本账户开放，在经济学界曾经被认为是一国跻身国际金融社会的先决条件，也是世界上大多数国家为参与国际经济而着重关注的经济发展目标。但在近期美国次贷危机及全球金融危机爆发的情况下，资本账户的自由化在某种程度上扮演了危害国家经济安全的角色，众多的不确定性因素使得资本账户开放受到了前所未有的质疑。就我国而言，资本账户的开放是基于加入世界贸易组织的国际大背景下而实施的开放战略。

资本账户自由化实践及经验启示

在国际经济学界，资本账户自由化的实践一直是一个颇具争议的论题，这主要是因为学术界在自由化的成本和收益问题上缺乏一个共识，尽管大多数人认为资本账户的自由化能够促进资本在全球范围内的有效配置，但往往也会在经济危机时期使国家的金融体系受到巨大的冲击，反而会促进金融危机的广泛传播和蔓延。由于近期国际金融形势急转直下，国际资本流动愈加频繁，国际资金链条的循环也呈现出与以往很多不同的特点，资本的外逃和流向逆转也对很多依靠外来资金发展经济的国家造成了不利影响，这些现实情况导致了资本账户的自由化在某种程度上也成了人们诟病的对象，其原因就在于资本账户自由化对国际金融危机的传导效应使人们产生了望而生畏的心理。然而，尽管资本账户自由化确实对金融危机的发生有所影响，但绝不是主要的原因，正像认为经济全球化导致全球经济危机一样，致使很多国家在全球化的背景下兴起了民粹主义的、不理性的反全球化浪潮。随着时间的推移、制度的发展和规制能力的提高，经济系统本身发展变迁的现实将削弱资本管制在理论和实践中存在的理由，相反，“资本账户的开放是一项长期的政策目标”却存在着相当的合理性，并可以作为进一步深入讨论的基础。

构建一套与资本账户自由化相适应的金融市场体系，可以在国家理想的金融市场框架内充分享受资本自由流动的长期利益，合理的制度设计对于潜在的资本流动逆转和相应的金融冲击无疑也是一个重要的缓冲媒介。当前，谈及经常账户和资本账户的自由化次序问题，国际金融危机的因素无疑成了一个举足轻重的砝码，不同开放次序的差异对于金融危机的抵御能力是迥然不同的。作为经济系统中的一个极其现实的问题，经常账户与资本账户的开放并不存在一个严格的顺序法则，单就资本账户自由化的策略也必须建立在对具体国情通盘考察的基础之上，因而将不可避免地需要判断、相机抉择和富有灵活性的开放政策。

世界上资本账户自由化比较成功的国家的经验无一例外地表明应采取适当的开放模式。英国于20世纪70年代末在经常账户自由化的基础上，开始放松资本账户中长期资本项目的管制，到20世纪80年代初才开始放松短期资本流动的限制，最终实现资本账户自由化。日本于1980年开始资本账户自由化，其率先取消的是长期资本交易的限制，再谨慎地放开短期资本的交易，在80年代中后期才最终实现了资本账户的完全开放。韩国、新加坡、中国台湾等在资本账户的开放过程中也同样采取了渐进的模式，并且按照资本账户开放的基本规律逐步开放资本账户，取得了良好的政策效果。相比之下，资本账户自由化效果不理想的国家，大体上均采取的是激进式的开放模式，例如南美洲的阿根廷和乌拉圭在资本账户开放的时间和顺序安排上，就采取了激进的方式，在自由化的初期就完全开放了资本账户的所有项目，尤其是短期的资本项目，这导致了两国较严重的金融危机，并且至今还没有完全走出经济萧条的泥潭。

极端的情况下，在没有经过本国金融体系自由化和经常账户开放的过渡期和适应期，甚至是在经常账户的自由化之前去开放资本账户，往往会扭曲国际收支账户进而为国际金融危机的传播创造条件。在亚洲金融危机爆发之前，印度尼西亚的资本账户开放就早于该国经常账户的开放，这实际上也成了亚洲金融危机能够在该国蔓延的一大诱因。

资本账户自由化模式的定位

世界各国的资本账户自由化模式存在着较大差异，因此也产生了各种不同的效果。通常情况下，在资本账户开放的过程中，依据其中短期资本账户和长期资本账户开放的时间及其顺序安排的不同可分为两种方式，一种是激进式(休克疗法式)，另一种是渐进式。激进式资本账户开放模式是指资本账户开放在时间和顺序方面无需缓冲期而直接实行全方位开放，即资本账户中长期资本与短期资本交易同时放松管制；渐进式资本账户的开放模式是指资本账户的开放需要逐渐展开，通常是先取消中长期资本账户交易的限制，然后放松对短期资本流动的限制，在时间上设置缓冲期，在顺序上有主有次。

就世界上大多数国家及我国经济社会发展的实践而言，经常账户与资本账户存在着一般意义上的开放顺序，由于不同经济实体发展路径的趋向性和同质性，对资本账户的开放也可以设计出一个宽泛的原则，在促进金融部门稳定性的宏观经济政策和结构性改革措施实施的条件下率先实现经常账户的开放，随着经常账户的开放，维持全面的资本管制将越来越困难，从而使资本账户的管制必然属于选择性管制。同时，日益庞大的贸易规模和金融交易必然会造成资本管制体系中的漏洞，使得任何残留的资本管制也将开始趋于无效。所以，现实的问题不是我国要不要实现资本账户的自由化，而是如何实现、多快实现资本账户的自由化。

从国际经验看，在资本账户未完全开放的限度内，监管资本跨境流动是需要相当大的政策空间和较为成熟的管理经验的。对此，国内学者已有高度统一的共识，认为我国资本账户自由化应遵循的基本原则为：先流入后流出；先直接投资后证券投资；先长期投资后短期投资；先机构后个人；先债权类工具后股权类工具和金融衍生品工具；先发行市场后交易市场；先放开有真实背景的交易，后放开无真实背景的交易。鉴于若干国家的深刻教训和我国经济发展过程中问题的复杂性，我国政府对于资本账户完全可兑换的进程应该持有一个非常谨慎、渐进的态度，不可以像国际社会和市场预期的那么激进，更不可以按照国际游资预测的或鼓噪的轨迹进行。

国际金融危机与资本账户自由化

进入21世纪，世界经济体系正处于一个风起云涌的动态调整过程之中，美国等发达国家经济实力的相对衰弱，金融危机和经济危机不断发生，以中国、印度为代表的新兴市场经济国家迅速崛起；各国之间经济的联动性和共振性加强；以美国次贷危机为开端的全球新型金融危机正通过贸易、金融等渠道的溢出效应在全球范围内蔓延。金融危机的防范和治理无疑成了最具有现实意义的事件。此次由美国次贷危机引发的全球金融危机的爆发及其传递方式，均与国际收支账户发生着千丝万缕的联系，这也是次贷危机的一个基本特征。

美国的次级贷款危机及其引发的全球金融危机，实质上是美国“低息经济”制造出来的“网络泡沫”和“消费泡沫”的破裂过程，并且让世界来承担着金融产品创新和资产证券化所付出的代价。贷款、消费和生产可以通过资产证券化的链条以负债或者债权的形式使全球的美元资产源源不断地汇聚到美国，以从全世界抽取储蓄的方式维持着经济的发展。在金融危机爆发的情况下，自由化的资本账户将使资产缩水和机构破产导致的坏账效应源源不断地传导到债权国国内，以寻利为动机的巨额国际游资的流动会对金融体系产生无法预期的冲击，外部需求的减弱、输入型通货膨胀和流动性泛滥诸问题也将直接或间接地影响各国的金融形势，导致经常账户的盈余减少，而资本账户下的资金流向逆转则加速了国际收支的失衡，通过商品运动和价值运动两大环节，经由贸易、投资和资本往来等渠道逐渐向经济体系深处渗透，就如同斯蒂格利茨所说的，“资本账户自由化是导致金融危机的唯一最重要因素”。作为一个新兴的市场经济体，我国的自身经济体系和金融结构存在着诸多缺陷，而合理的资本账户开放策略就成了金融危机的“防火墙”，积极稳妥地推进资本项目的可兑换也可以有效地防止相对脆弱的金融体系完全暴露在复杂多变的国际金融环境之中，进而降低各种外部不确定性。目前，我们要审慎放开资本账户，切实加强外汇和国际资本流动的监管，密切关注次贷危机的后续影响。当然，在经济金融化和金融全球化的趋势下，有条件、分步骤、分阶段地推进资本项目自由化也是必然的，这是由经济社会发展的现实决定的。

因此，在资本账户对外开放的同时也一定要增强金融发展的自主性和风险防范意识，把对外开放与抵御风险结合起来，金融市场尤其是资本市场的开放程度，要与国内市场的发育程度和政府的监管能力相匹配。对于一个金融技术还不是很发达的发展中国家来说，设置相应的市场准入机制是必要的，对进入我国市场的国际金融业务也要加以区分和限制，一方面可以预防国际金融风险的冲击，另一方面也可为本国资本账户的完全开放创造有利的条件。

我国资本账户自由化的政策抉择

一个相对封闭的金融体系向一个高度自由化的金融体系的过渡过程，同时也是一国经济与世界其他地区经济融合程度不断提高的过程。就其本质而言，我国资本账户自由化同样受到国民经济领域中结构性弱点的制约，通过促进各项制度的改革和完善进而为未来完全的金融自由化创造必要的前提条件，需要设计出一整套适合资本账户自由化的政策体系。因此，实施资本账户的开放就必须作出相应的政策抉择。

审时度势的宏观调控。合理的宏观经济政策是资本账户自由化的一个首要条件，在资本账户开放的情况下，脆弱的财政政策和滞后的货币政策很容易诱发政府的信用危机和货币危机。单就财政政策而言，其对我国国民经济系统的干预和管理的效果是时隐时现的，而且受地域广大、结构复杂和形式多样等因素的制约，调控效果还要打上折扣；而货币政策的固有时滞使得其本身必须具备一种居安思危的属性。将财政政策与货币政策二者相机抉择地配合和权衡性使用无疑需要相当高明的政策技巧。在资本账户开放的背景下，需要适宜的宏观经济政策为其提供充足的资金来源和必要的

制度安排，用以填补开放所带来的财政系统和金融系统的漏缺，为资本账户的自由化提供宏观经济层面的保障。

健康和富有竞争力的银行部门。对我国而言，较高的不良贷款率、较低的资本充足率和微弱的资产收益率，构成了我国商业银行的基本特征。值得注意的是，历史上我国商业银行不良贷款率的下降曾主要体现了政府财务重组的努力和成效，而并不是由于商业银行本身信贷资产质量的根本改善，如今银行业总体不良贷款率的降低又更多的是依靠信贷规模扩张和不良资产剥离来实现的，倘若宏观经济出现波动，信贷规模紧缩，银行业不良资产的规模和比率可能会出现反弹。因此，我国需要一个范围更加宽泛的(包含解决国有银行信贷机制问题)银行业改革方案，其改革的成功与否，将在很大程度上决定资本账户自由化的总体进程。

市场化的利率调节机制。在资本账户开放条件下，一国要受到国际利率平价条件的约束，而市场化的利率是调节资本流动的重要机制。如果不能建立市场化的利率机制，则不能及时灵敏地对国际利率水平变动以及预期利率的变化进行调整，那么就会导致资本频繁地大规模流进和流出，对国内宏观经济的稳定造成冲击。此外，利率市场化的缺位也会造成资金价格信号失真，导致资金配置的无效率，从而不能获得资本账户开放理应带来的利益。为了避免资本账户开放使国内外利率水平发生扭曲及造成的不利影响，应该在资本账户开放前使相关国内利率更加灵活，并逐渐与国际市场的水平相适应。

灵活的汇率制度。开放经济的不可能三角原理表明，在资本账户开放的前提下实行固定汇率制度将难以保持一国货币政策的独立性。随着参与世界经济程度的加深和资本账户的日益开放，我国难以维持以往的固定汇率政策，除非愿意付出放弃货币政策独立性的代价。但是，对于我国这样一个国家而言，放弃货币政策的独立性几乎是不可想象的，这就意味着需要在不可能三角框架中作出其他的选择，可行的路径就是在资本账户自由化之前实行更富有弹性的汇率体制，即我国目前实行的有管理的浮动汇率制度。灵活的汇率制度及其形成机制将大大减少在开放资本账户条件下货币危机和国际收支危机发生的可能性，保障国家经济和金融形势的稳定。

健全的金融监管体系。在资本账户开放的国际背景下，加强金融基础设施建设和健全金融监管体系是核心的环节。财务状况脆弱、治理结构僵化、信贷活动的盲目性及回收周期的不确定性会直接危害金融系统的健康程度，增加金融风险爆发的可能性；而金融监管体系的缺位在外债突然大量增加的情况下将会导致货币和使用期限的双重不匹配问题；此外，银行大举涉足高风险部门增加了监管的难度。目前，我国还没有建立起结构完整、层次清晰的金融监管体系，监督管理法律法规也还很不健全，在金融业的资本风险、信用风险、市场风险、流动性风险、利率风险、操作风险的监管等方面存在着诸多缺陷，对于内部控制机制不健全的问题也没有设计出一整套有效的方案。所以，适应资本账户自由化的需要，我国应该着力加强银行的监管体系建设，在信息披露机制、会计制度规范、市场退出机制等方面都需要加以改进，以进一步健全金融监管体系和提高监管效率。-

作者单位：南开大学经济学院，马君潞系院长

文章来源：中国金融 （责任编辑： zfy）

Copyright© 2005 财政部财政科学研究所 版权所有 All rights reserved
通信地址:北京海淀区阜成路甲28号新知大厦 邮政编码: 100142 联系电话: 86-10-88191430