

资本账户开放次序的比较研究及中国的选择

○计国忠

内容提要 本文以排序问题作为研究主题,试图为中国的资本账户开放提供一个理论思路。笔者对世界范围内资本账户开放国家采取的排序作了一个比较研究,在总结经验的基础上,提出了我国资本账户开放的顺序安排。

关键词 资本账户 开放次序 次优理论

作者简介 计国忠,男,1979年生,江苏苏州人,华东师范大学商学院世界经济硕士研究生。

主要研究方向:国际金融。

中图分类号:F832.21 文献标识码:A 文章编号:1007-6964[2004]02-031205-1109

资本账户的开放是一国对外经济部门自由化的重要内容。它指的是避免对跨国界的资本交易及与之相关的支付和转移的限制,避免实施歧视性的货币安排,避免对跨国资本交易征税或补贴。扩展其外延,则资本账户开放包括取消各种管制手段、管制方向以及管制的范围。^①

我国在1994年外汇体制改革中实现了人民币经常项目有条件可兑换,1996年12月1日正式接受了《国际货币基金组织(以下简称IMF)协定》的第八条款,实行人民币在经常项目下的完全开放。而接下来推进的资本账户开放,则是一个更重大的课题。能否正确地对其排序,是决定其成功与否的关键之一。

一、海外资本账户

开放次序选择的比较研究

在资本账户开放的问题上,排序是一个关键的问题。在改革的排序问题中,资本账户的开放到底应排在改革的早期还是后期,是最主要的争论。而资本账户开放的排序问题,又分成三个方面,其一是资本账户开放与国内宏观经济改革(如所有制改革、财政改革、金融改革等),谁先谁后;其次是在对外经济领域中,与贸易改革的先后关系;最后是资本账户本身的领域内,哪些

改革先行,哪些后行。

不同的国家在这几个方面都采取不同的做法,因此对于这些国家的开放次序安排作一简单的比较研究,对中国的资本账户开放会有可资借鉴之处。

1、资本账户开放与国内宏观经济改革的先后次序安排

理论界对于资本账户开放与国内经济金融改革的次序研究显示:资本账户开放应在国内成功实现经济稳定之后才进行,并且需要改革国内金融市场,减少市场中价格扭曲的现象。但在各国经验中存在差异。

在实践中,多数国家在资本账户开放前都进行了国内金融改革。比如智利在第二次资本账户开放前的1986年,对金融监管、银行业务范围及存款保险制度作出了许多新的规定和安排。根据新的银行法,金融监管当局应加强对银行财务状况的监控,并提高银行经营管理信息的透明度。新的银行法还将银行的各项活动置于严格的监控之下。在国内金融体系日益壮大的情况下,智利央行才开始逐步放松资本管制。

而印度尼西亚的资本账户开放相对滞后于国内金融改革。其资本账户开放是从1967年开始的,而直至

^①温建东:“资本项目可兑换的内涵与外延”,《国际金融研究》,2001年第7期。

1982年6月才结束利率管制。1988年,印尼进行了第二次重大改革,包括:允许外国银行和保险公司在国内设立分支机构;允许设立私人银行等。经历了两次重大改革,到1989年,印尼已初步形成了一个比较成熟的社会化金融体系。相对而言,印尼的做法是与其他做法不同的,但由于其本国实际情况的特殊性,也取得了成功。

在资本账户开放与本国金融制度的结构性政策之间的排序,原则应当是强调宏观经济稳定的重要性,选择合适的汇率制度、优先进行旨在支持宏观稳定的金融改革。

2、资本账户开放与贸易改革或经常项目开放的先后次序安排

理论界中对此问题也存在分歧,少数经济学家主张两者可同时开放,甚至有极个别的主张资本账户可先于经常项目自由化,但多数经济学家的观点是,资本账户开放应在经常项目开放执行之后,以避免不必要的资源转移。同样,各国的实践为我们提供了各自的案例。

在已有的开放资本账户的这些国家中,绝大多数是在开放经常项目后再开放资本账户。纵观发达国家的货币,本身就经常项目开放而言,进程是相当缓慢的,以1945年二战结束作为基期,西方主要发达国家重建开放进程大约花了16年左右的时间。之后才开始更为渐进的资本账户开放,如法国。

发展中国家中,印度是于1994年8月承诺接受第八条款后才开始审慎推进资本账户开放。智利在经历了第一次激进开放的惨痛失败后,自1985年起,为增强贸易部门的竞争力,逐步下调关税,推进贸易自由化。捷克(1993年之前为捷克斯洛伐克)1990年1月开放批发与零售价格,开始了经济自由化进程;1991年1月,取消外汇计划,取消经常项目下对外支付限制;之后,她才加快了资本账户开放的步伐。这些国家都取得了改革的成功。

与上述国家相反的是,泰国在实现经常项目开放之前,就已经部分地开放了资本账户。在70年代中后期,尽管当时泰国政府对利息、红利和本金的汇回实行外汇管制,但外国证券的流入基本上是自由的。印尼的情况就更加具有超前色彩。它在1967-1970年用比较短的时间放松了全部资本流出的限制和大部分资本流入的管制;到1971年以后,印尼的贸易自由化、经常项目开放连同国内金融自由化等改革才逐步展开,至80

年代中后期才完成。同样,智利1974-1984年的开放进程中,也是激进地先对资本账户进行开放:先放开个人资本账户交易,又于1977-1981年基本取消了外汇银行的进入管制,完全取消了通过银行引入外资的限制,而其贸易部门改革却没有进行。

尽管印尼的改革最后取得了成功,但是泰国和智利(1974-1984年)的失败经历告诉我们,经常项目的开放滞后是存在巨大风险的,更需要各国在开放前充分的经济条件和政府有效搭配的政策实行。

3、资本账户开放的内在次序安排

资本账户开放涉及40多个子项目,由于各国情况不同,所以其内部先后次序也不同。如印尼对资本流出的限制很早就开放了,但对资本流入的限制是逐步开放的;以色列则是开放了对资本流入的控制,而保持了对资本流出的限制;还有一些国家是随着国际收支状况的改善放开资本账户管制,如韩国在国际收支状况好转时,放开了资本流出的限制,而不太好时则是放开了资本流入的限制;泰国将鼓励资本流入作为经济政策一个组成部分;匈牙利在国内储蓄率较低、资金不足的情况下,先取消了对境内企业境外投资、贸易信贷和个人海外投资等资本流出的限制,显示了政府的信心 and 政策的稳定,增强了外国投资者的信心,反过来促进资本流入,并且促进其进行长期而非短期的投资。

二、中国资本账户开放的次序选择

按照前文的分析思路,我们把中国的资本账户开放也分成三个部分:资本账户开放与国内经济政策的先后关系,资本账户开发与经常项目自由化和贸易改革的先后关系,最后是资本账户内部次序的排列问题。

1.“次优定理”已被用来证明了资本账户开放之前应先进行金融经济改革

按照次优理论而言,如果某一经济体虽然在进行改革,但在其改革过程中某些扭曲由于某种原因仍然存在,这时同时实行所有的改革,便不再是最优了。这是因为,为获得帕累托最优,必须同时满足所有的最优条件。次优理论是在假定存在宏观经济稳定的前提下,分析微观福利问题。这意味着,在经济改革排序时,具体的改革应在取得宏观经济稳定以后进行。否则,按次优理论,如果宏观经济稳定之前就推行经济自由化或放松管制,将是一种错误的排序,因为这时的福利结果,可能是误导的,或者说不能取得理想的

福利结果。

结合中国实际,我国处于发展中国家之列,市场经济尚不够发达,银行和非银行体系还比较脆弱。我国的央行市场化调节能力尚待加强;同时银监会对银行体系、证券和保险市场、外汇市场的监管仍很薄弱;信息披露和信息公开制度尚待建立和完善;各种违规现象和内部交易频频发生。这些都表明我国的央行市场化调控能力远远不够成熟,监管体系亟待建立和完善。

历史经验和理论分析都能表明,一国在国内金融市场不成熟的条件下开放资本账户是很危险的。而恰恰我国的金融发展还在继续深化之中,现在尚不足以抵挡开放资本账户后大规模的资本流动,容易导致国内收支危机乃至金融危机。同样,中国作为一个大国,其本身需要持续稳定的发展。所以,我国在开放资本账户前,应当先进行对内的经济金融改革。

2.国际上学者也运用了“迟滞理论”论证了由于商品、金融市场上的调节存在差异,因而资本账户自由化应晚于经常项目开放

“迟滞性理论”中反映的迟滞性现象是指当某种作用力的根本原因逆转之后,其效应本身却没有相应的逆转。它不等同与不可逆性,而是某种形式的路径依赖。这种理论适用于经济政策变动的场合:当经济政策框架发生转轨时,由于迟滞性效应,会产生对变动的抵制。在如何变动的问题上,先期的历史,起着重要的作用。因此,由于经济体制是路径依赖的,政策行动的先后次序,会影响到这些政策行动本身的效果。这可为政策次序安排提供理论依据。

我国于1996年12月1日开放了经常项目,实现了经常项目下人民币的自由兑换,这意味着我国放松了贸易及与贸易活动有关的服务性支付的外汇管制,依靠国家的产业政策、贸易政策、投资政策和金融政策等来指导和调控企业的外汇收支行为,加强了我国经济金融与世界经济金融的联系和交往。从实践结果看,在改革过程当中,我国宏观经济不仅保持了稳定,而且在当时经济“软着陆”的情况下保持了经济的快速增长。因此,中国的经常项目开放在事实上已经先与资本账户开放,尽管现在在结售汇体制上还留有稍许限制,但不影响它的实效及为资本账户开放所作的铺垫作用。所以,资本账户开放与经常项目开放在中国的孰先孰后,已经毋庸置疑了。

3.在内部次序安排上,也就是在资本账户交易领域内的改革排序问题,是中国当前的主要问题。而在

“一般次优理论”和“迟滞性理论”以及引发的路径依赖理论,为内部次序安排也提供了一定的理论支柱。关键是要尽量减少资本账户开放所带来的巨大冲击和阵痛,并用各种手段减少投机,为国民谋求福利。

宽泛地讲,资本账户开放包括长期与短期资本交易、金融服务及外汇兑换三个层面的内容。长期与短期资本交易主要包括直接投资、有价证券投资、证券发行、无证券债权(如除外汇交易外的金融期权、期货、掉期和远期交易)。金融服务主要囊括资金划拨(如信汇和电汇)、支付工具、结算、信托、咨询等。外汇兑换主要包含有交易背景的本币买卖、套利目的的外汇交易或远期交易等。

就一般次序而言,长期和短期资本交易的自由化是经常项目开放后对国民经济整体最有影响、最能引起金融变革的实质性内容,因此应置于优先地位,而开放与之相关的金融服务,是保证前者顺利进行的必要条件。放开外汇兑换意味着对外汇买卖的限制和对用本国货币进行国际支付的限制将被取消,也即是说,任何资本账户交易的限制均将失效。

具体而言,在第一层面上,应先放开长期资本流动,再放开短期资本流动;在长期资本范围内,又应先放开直接投资,再放开证券投资;证券投资中,先放开债券投资,再放开股票投资。同时,居民的国内交易先与非居民国内交易自由化。这其中又包含三点:首先,放开居民到海外实业部门投资和非居民对国内直接投资的限制,然后放开对居民海外有价证券投资的限制,接着放开非居民对国内资本交易的限制。^②

第二层面上,经常项目和资本账户交易的金融服务先于其他种类的金融服务。居民提供的金融服务自由化应先于非居民提供的金融服务自由化。非居民在国内设立的分支机构提供的金融服务应先于他们跨国提供的金融服务自由化。最后,与金融部门无关的资产管理和咨询服务的自由化应先于金融部门有关的经济和证券承销服务。

第三层面上,出于风险控制原则,与经常项目和资本账户交易有关的外汇兑换交易自由化,应先于无交易背景的外汇兑换交易自由化。接着便实行非居民卖

^②笔者认为,政府对居民和非居民的限制行为,某种程度上存在着悖论。一方面,允许居民在境外交易、金融服务先对居民开放等能够增强“狼来了”之前的自身抗风险素质和能力;但是这又涉及到资本外流,这是我国政府所不愿看到的。因此,这存在一个悖论。

出本币购买外汇的自由化;最后,放开非居民卖出外汇购买本币或者居民卖出本币购买外汇的限制。

三、一些说明

中国的资本账户开放进程在原则上可以采用上述次序安排,但是必须说明的是,由于资本账户开放是一项高风险的政策,在实行过程中会有各种各样的突变情况,我们必须及时调整开放的战略。

同样,这样的次序安排也只是理论和它国经验结合而成的。按照中国现在的开放进程,我国在几个方面显现出新的特点。

(1)我国资本账户开放进程中,某些阶段之间已经存在模糊性了。随着金融市场工具相互替代和流动性的提高,以及一些环境条件的变化,某些阶段次序的划分已部分失去了本来的意义。因而我国资本账户开放已经出现了某些阶段次序穿插进行、边界不是非常清晰的现象。比如,我国加入了WTO,在服务领域、金融领域、证券市场开放等都作出了承诺,这事实上已经导致了我国资本账户的部分开放,而且早于一般次序。

(2)我国在开放次序的第一层次上是具有改革的超前性的,其中一些内容是早在经常项目开放前就已经有了相当的进展,比如外国直接投资以及非居民在我国证券市场的投资,这意味着我国资本账户开放的第一层次到第二层次的引入时间缩短了,而紧接着我国将实行更为深层次的开放内容。这在实际上也要求我国目前的金融体制应加快适应国际化、市场化方向的改革。

(3)我国对于居民和非居民的待遇问题值得关注。在证券投资上,我国允许外国投资者在境内购买B股、以及中国在境外上市的H股、B股等外币股票和境外发行的外币债券,但限制居民到境外购买、出售和发行资本及货币市场工具。对外借债上,对外商投资企业筹借长短期外债没有审批要求,但境内其他机构对外借款条件相当苛刻,对外放款也同样严格。而特别明显的是,在直接投资上,非居民在我国的投资受到极大鼓励,在汇兑环节实行外商投资企业外汇登记制度,限制不多;而境内机构对外直接投资须经有关部门审批,外汇管理部门负责其外汇来源和投资风险审核。^①这种现象与开放次序有差别,这事实上与上文所提到的居民和非居民的交易限制悖论有关。

我国开放资本账户已经进行了很大一部分。^②在这

个过程中,我国的开放次序总体上是令人满意的。在接下来的改革中,一方面要根据理论中的次序进行开放,另一方面,也应及时根据现实情况作出政策和措施调整。在工作重点上,应当有序地实现资本外流,放松居民在境外的交易限制。□

(责任编辑:全惟幸)

参考文献:

1. 常志霄:“资本账户自由化发达国家和发展中国家的近期经验”,《国际金融研究》2000年第5期。
2. 鄂志寰:“国际资本流动风险与中国的政策选择”,《国际经济评论》1999年第1-2期。
3. 高海红:“资本账户自由化:模式、条件和泰国经验”,《世界经济》1999年第11期。
4. 管涛:“资本账户可兑换的定义”,《经济社会体制比较》2001年第1期。
5. 管涛、黄昊、邵洁、王春红、赵敏:“资本账户可兑换的国际经验与启示”,《中国证券报》2000年11月24日。
6. 国家外汇管理局:《各国汇兑安排和汇兑限制》,北京:中国金融出版社,2000年版。
7. 姜波克:《人民币自由兑换和资本管制》,上海:复旦大学出版社,1999年版。
8. 庞锦:“资本账户开放:泰国与印度的做法比较”,《济南金融》2000年第9期。
9. 温建东:“资本账户可兑换的内涵与外延”,《国际金融研究》2001年第7期。
10. 张志超:“开放中国的资本账户——排序理论的发展及对中国的启示”,《国际经济评论》2003年第1-2期。
11. 张礼卿、戴任翔:“智利的资本账户开放:一个从失败走向相对成功的案例”,《国际金融研究》1999年第5期。

①尽管这一政策已经有了改进——允许国家对外战略性投资项目(经国务院批准的项目)、境外带料加工项目及援外项目购汇投资,但相对而言,仍很受限制。

②2003年3月5日,中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长郭树清在回答记者时称,目前为止,我国有将近一半的资本项目交易已基本不受限制,或较少限制,有三成多交易项目受较多限制,严格管制的交易项目不到两成。