

金融瞭望
译丛

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财经理论经典译库子项目

(美)

本·斯泰尔

罗伯特·E.利坦 著

黄金老 刘伟 曾超 译

黄金老 校

金融国策

美国对外政策中的金融武器



Financial Statecraft

The Role of Financial Markets in American Foreign Policy

Benn Steil

Robert E. Litan

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

金融瞭望

译丛

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财经理论经典译库子项目

(美)

本·斯泰尔

罗伯特·E.利坦 著

黄金老 刘伟 曾超 译

黄金老 校

金融国策

美国对外政策中的金融武器



The Role of Financial Markets in American Foreign Policy

Benn Steil

Robert E. Litan

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 东北财经大学出版社 2008

图书在版编目 (CIP) 数据

金融国策：美国对外政策中的金融武器 / (美) 斯泰尔 (Steil, B.), (美) 利坦 (Litan, R. E.) 著; 黄金老, 刘伟, 曾超译. —大连: 东北财经大学出版社, 2008. 6

(金融瞭望译丛)

书名原文: Financial Statecraft

ISBN 978 - 7 - 81122 - 369 - 9

I. 金… II. ①斯…②利…③黄…④刘…⑤曾… III. 金融 - 美国
对外政策 - 研究 IV. F837. 120

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 075638 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06 - 2007 - 65 号

Copyright © 2006 by the Council of Foreign Relations and the Brookings Institution.

DUFEP is authorized by Yale University Press to publish and distribute exclusively this bilingual edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database of retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由 Yale University Press 授权东北财经大学出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾) 销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)
总编室: (0411) 84710523
营销部: (0411) 84710711
网 址: <http://www.dufep.cn>
读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 155mm × 235mm 字数: 190 千字 印张: 14 1/4 插页: 1
2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 季 王 莹 责任校对: 蔡丽 石真珍
封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 81122 - 369 - 9

定价: 32.00 元

致 谢

本书在内容上力求覆盖广泛的知识领域。在本书的写作过程中，我们得到了 Michael Punzalan、James Bergman、Jesse Gurman、Daren Tedeschi、Erik Daly 和 Hallvard Omholt 等六位青年才俊的大力帮助，他们为我们提供了至关重要的研究支持。我们还有幸得到了美国对外关系协会（Council on Foreign Relations）一个特别研究小组的睿智建议和批评，他们是 Peter Baird、John Biggs、Lael Brainard、Domingo Cavallo、Joyce Chang、Saj Cherian、Blair Effron、Mallory Factor、Tom Farmer、Sergio Galvis、Anna Gelpert、Jon Hartzell、Manuel Hinds、Gary Hufbauer、Peter Kenen、John Lipsky、Karin Lissakers、David Malpass、Michael Moskow、Ernie Patrikis、Adam Posen、Paul Sacks、Frank Savage、Brad Setser、Dan Tarullo 和 Ted Truman，以及这个小组的主席 Jeff Shafer，在此谨向各位小组成员表达最诚挚的谢意。另外，我们还从三位匿名评审人的详细评论中获益匪浅。在过去的十年里与一些美国金融国策关键人物的私下长谈，也让我们受益良多，在此对他们花费的时间和率直的真知灼见表示感谢。同时，我们还要感谢 Harry Freeman 给予的经济支持。最后，我们要特别感谢 JP 摩根的 ADR.com 的 Jack Ferrer 和 Thomson Financial 的 Nadav Glucklich，他们为本书查阅并提供了重要的相关投资数据，这是非常宝贵的帮助。当然，本书中所有的错误和瑕疵都将只由我们负责。

作 者

译者前言

探索我国的金融外交之道

—

2008年，我们迎来了改革开放30周年，我国的GDP早已跃居全球第4位，加入WTO也已6年多，中国因素之于全球影响举足轻重。我国银行业金融机构的资产达到7.2万亿美元，以金融机构产权多元化和资金/服务价格市场化为标志的金融改革开放深度也在近年迅速提高，中国的金融影响力同样泽被全世界。我国的经济外交、金融外交有了坚实的基础。

迄今，国际金融秩序还不是遵循公平的市场机制运行的，在可以预见的将来也不会。2007—2008年的美国次贷危机再次给我们上了生动的一课。20世纪90年代拉美、亚洲金融危机发生时，国际组织和美国给出的药方是宏观上的央行提高利率和微观上的机构破产重组。“你不得不接受一个经济学上的事实，就是当货币崩溃时……不提高利率往往就是火上浇油。”（p. 108^①）但在次贷危机中面对美元贬值，美国却是迅速大举降息，同时对受损金融机构、债务人的救助更是不遗余力。出自华尔街的保尔森对金融市场震荡下行的焦灼感同身受，一介书生伯南克则在有意无意中把次贷危机当成摆脱格氏光环、出人头地的大好机会，二人联手矢志大力度干预市场。美国的危机救助政策是成功的，“避免了美国陷入一场大灾难”，可以说绝对符合美国的国家利益。但输出的过多流动性迅速把油价推高到130美

① p. 108，特指本书第108页，下同。



元/桶之上，并造成美元的进一步贬值，苦果由全球共担，对我国经济金融更是灾难。当今天我国和全世界还在争论次贷危机何等严重以及何时结束时，美国一定又在准备待金融喘息初定之后，怎样把全球性通货膨胀和市场失灵责任归为他国经济政策蓄意失当，并替这些国家开出纠偏措施以及“不纠正罚单”。

笔者十分不赞同阴谋论，也不同意经济战争、金融战争这样的噱头。但西方社会对我国的怀疑甚至敌意是存在的。“尽管大多数中石油的恶意批评者们都对苏丹的人权和宗教权利表示关注，但他们只是出于对中国的厌恶才联合在一起。”（p. 60）2007年10月，在布鲁塞尔举办的第二届“中欧论坛”上，笔者试图说服欧洲的同行与我们一起对美国的美元刻意贬值政策施压，但一位前葡萄牙财长却这样回敬说：“我不明白，你们中国人为什么总想把美国排除在外……”此言萦绕在耳际实可谓三月不去。欧美之间的关系根深蒂固，有矛盾也是“人民内部矛盾”。我国与其关系仍是浅层次的，民众基础并不深厚，从而屡见当权者更迭带来对华政策基调更改的事例。一年来中法、中德关系的不和谐，再添新证。也由此，2008年我国政府抓住机遇主动与东邻修好，其政治勇气与智慧笔者甚为钦佩。

金融外交之道，指运用金融手段达到金融本身的目的（维护我国金融利益）以及非金融的目的（维护我国整体国家利益）。现在，已有足够的数据、事例、视野，容许我们静心总结我国对外金融关系的得失，思索金融外交之道。30年来，我国的金融内被窄化、外被矮化，在很多人看来，满是自身不保形象，遑论发挥金融影响力以维护国家利益。我国是全球第二大出口国，因之连续12年成为首大反倾销目标国而遭他国贸易调查甚至制裁。我国又是最大的外汇储备国，却很少看到公开层面上我国用之或威胁用之发挥影响力。其实，金融财团对各国政治都有巨大的影响力，能够迅速传导到政府决策。出口对政府决策的影响则慢得多，它需要法国的农民把农用车开到香榭丽舍大街上，或者美国的纺织工人集体抗议，再由行业协会、议会讨论，上升为政府政策。“与美国的军事力量可以保卫美国人——这让美国人在世界各地备受羡慕——同样重要的是美国的软实力”



(p. 142), 金融应该成为我国重要的软实力之一。特别是在全球或局部地区金融动荡中, 金融外交的作用更为显著。1997—1998 年的亚洲金融危机和新近的美国次贷危机, 原本都应是我国金融凸现张力的大好时机, 却遗憾地被简单纠缠于我国应否贬值、升值之中。在国际经济金融关系中, 我国需要发挥与实力相称的影响力, 不能只是被动招架、辩解, 必须要有还手之力。“2005 年 5 月 17 日, 美国财政部公布了《国际经济和汇率政策报告》, 敦促中国‘毫不迟疑’地采取行动增加汇率体制的灵活性, 并声称‘中国目前维持的固定汇率, 严重扭曲了世界市场, 阻塞了价格机制发挥作用, 妨碍了国际失衡的调整’。”——语气十分直白强硬且扣的“帽子”很大。我国完全可以像连续 9 年发表《美国的人权记录》一样, 公开表达对美元刻意贬值政策的不满。

系统地维护我国的金融和国家利益, 需要建立清晰的、利己的金融外交战略, 这个战略是整体的、一以贯之的。正如十七大报告所指出的, 面对“发达国家在经济科技上占优势的压力长期存在, 可以预见和难以预见的风险增多”, “我们必须始终保持清醒头脑, 立足社会主义初级阶段这个最大的实际, 科学分析我国参与经济全球化的新机遇新挑战”。在国际规则不明、朋友和非朋友不清的情况下, “有限开放”或可长期秉持。

二

汇率、资本流动、金融机构和储备资产是一国对外金融关系中的四个关键词。

(一) 汇率

长期内汇率会反映两国经济实力的对比, 但中短期内从来就不存在市场均衡汇率, 特别是大国之间的汇率向来是各自汇率政策博弈的结果。1991—1995 年, 日本深陷经济衰退、金融危机之中, 但日元对美元则是十分强劲的升值。就经济基本面而言, 最近 5 年来, 美国远远好于欧洲和日本, 但美元对欧元、日元却是持续的大幅度贬值。2002 年 10 月以来, 人民币汇率一直处于国际社会主要是美国压力的



漩涡之中，仿佛人民币不升值到位，我国就“理亏”。笔者当时即判断，人民币升值与否和所谓均衡汇率没多大关系，也无助于缓解美国的贸易逆差和财政赤字，美国的真正目的首先是借此迫使我国在资本账户开放上做出更大的让步，以及更多地从美国进口^①，其次为掩盖和降低美元对其他货币大幅度贬值的影响。

面对升值压力，我国应该怎么办？一是迅速削减出口产业、FDI优惠政策，让我国的出口品比较充分地反映自然资源、土地、劳动力和税务成本，我国的出口增速会因价格上升而立即放慢。升值压力减轻了，好处又都留在国内，当属最佳方案，但这需要政府极强的协调力和执行力。二是允许人民币“小幅升值，比如2%~3%左右，而且小幅升值的幅度应以留住这部分游资为限，要使这些游资在扣除交易成本之后基本上得不到升值的投机收益”。^②2005年7月21日以来，人民币基本遵循小幅升值之路，所以尽管累计升幅较大，却没有发生大规模的获利资本外逃，也没有在实质上损害我国的出口增长。三是确保资本账户不因升值压力而被动开放，要开放也是我国从自身利益出发主动为之^③。

4年多时间过去了，人民币对美元累计升值已达到19.95%，超过当年美国的一般升值要求“15%”，距离最高升值要求“27%”也已相距不远。同时，我国放宽了资本流出政策，来自美国的进口也大幅增加。美元对欧元累计贬值已超过40%。当年美国向往的人民币升值、资本账户开放、增加进口和掩护美元贬值这些战略目标均已在相当程度上达到。这些都已成为往事，有意义的是接下来我们该怎么走？现在人民币已经破“七”，美国的压力丝毫没有减轻，而一些国际投行无视美元的刻意贬值幅度之深，还在名为“预测”实为怂恿我国更大程度的升值。面对严峻的国内外经济情势，笔者坚决主张

^① “我个人判断，国际压力的真正目的并不是人民币升值，而是希望中国在资本账户开放上做出更大的让步”，见《中国经营报》以“热点访谈：棒杀人民币棒杀中国经济？”为题对笔者的访谈，2003-09-09。

^② 见《21世纪经济报道》以“强辐射下人民币汇率改革的机理”为题对笔者的访谈，2005-05-21。

^③ 见拙文《人民币升值与资本项目开放之间的权衡》，载《经济界》，2003（5）。



“调利率以反胀、稳汇率保增长”当为2008年我国宏观政策的单项选择，这样能够同时解决当前我国经济面临的两大疑难，实为两全之策。

稳汇率保增长，即减缓人民币升值速度，稳住我国的出口，保持经济增长。人民币升值，对减缓通货膨胀压力作用甚微。我国的进口，特别是大宗产品，定价权被操纵，提价幅度远超人民币升值幅度，导致人民币升值并不能降低我国进口品的价格，缓解资源产品输入性通货膨胀的压力。人民币升值确实能够抑制出口，但出口品并不是当前我国物价上涨的主要动力。人民币快速升值到位，会使大量旨在升值套利的国际资本达到目的而撤出我国。资本流动的负面影响主要不在于其规模，而在于资本流动方向的突然改变。1996年，印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国及韩国吸收外国私人资本930亿美元，到1997年，流出资本在1050亿美元左右。最近，越南又在重复这样的悲剧。资本突然的大规模流出，只会给所在国留下大量的烂尾工程、储备资产枯竭和货币危机、资产泡沫大破灭。人民币汇率在破“七”之后，适当地徘徊较长时间，迫使套利资本留在我国，和我国经济一起共度时艰。恰如投资者广泛预期我国股市将在奥运后大跌而拟在奥运举办前两三个月出逃一样，现在我国股市提前深度调整，让绝大部分准备奥运前出逃的资本都留在资本市场里，一起经历股市调整。人民币累计升值18%之后，我国的出口产业已到忍耐的临界点，人民币升值必须停下来，以稳住出口，进而保证适当的经济增长。

美元汇率何时见底，是让我国最揪心的一个问题。美元跌幅如此之深，是完全不能用经济理由来解释的。经济基本面解释不了美元弱势，另一个抽象的词汇“全球经济失衡”则大行其道，本书也持这样的观点。其实，全球经济从没有平衡过，美国的双赤字也由来已久。第二次世界大战以后，美国绝大多数时间是赤字，其他国家对它就是顺差，然后用贸易盈余去投资美国金融市场，几十年来一直是这样运转的。美元的深幅贬值，根本原因还是美国拒绝经济本身的自然调整，通过美元利率、汇率将其调整成本转嫁给国际社会。2001年1



月，经历了持续近十年的强增长之后，美国经济应该有所调整，但格林斯潘却在随后的两年半内连续降息 13 次，至 1958 年来的最低位 1%（这大概是格老作为美联储主席晚节不保、令其终生为憾的行为），以此拒绝调整。结果，美国经济只是稍稍咳嗽了一下又恢复了强劲的增长，次贷危机的种子也由此种下。面对通货膨胀威胁，美联储虽在 2004 年 6 月启动加息周期，但一年多后，美国通货膨胀威胁犹存，美元依旧不稳，美联储却早早放风说加息周期行将结束，美元汇率遂应声再跌。到了 2007—2008 年，美联储的降息手段完全可以用“凶狠”来形容，特别是 2008 年 1 月 22 日竟然罕见地降息 75 个基点，完全背弃了美元的国际货币义务。美国拥有最强的综合国力，又拥有最发达的金融市场，足可以控制、摆布美元的基本汇率水平，特别是可以主导美元贬值。美元的持续走贬只能视为美国政府有意使用的“金融武器”，“进入 2005 年，布什政府对美元的下跌似乎不仅依然完全不担心，反而把下跌看成一种可以减少美国贸易赤字的自然而健康的调整机制。”（p. 160）遗憾的是，无人阻止美元的刻意贬值行为。可以想象，假设德国马克和法国法郎仍是独立货币，面对本国疲弱的经济表现，德国和法国的中央银行一定会像日本央行那样干预以防止本国货币过分升值，而不会像现在奉行“善意的忽视”的欧洲央行那样没有主张。只可惜亚洲 3 万多亿美元的外汇储备资产遭受巨额贬值，我国还要承担更大程度的人民币升值义务来抵消美元贬值的负面影响。前美国财长鲁宾在任时反复说但从来没有践行的“强势美元政策符合美国的利益”的名句，迷惑了包括我国在内的无数国际投资者。笔者也在 2003 年错误地认为美元是“阶段性贬值”。直到最近，布什政府还在这样说，“我能说的就是本届政府执行的是强势美元政策，政府相信市场是决定汇率的最佳场所”。不知谁还相信这话？谁还在做这样的期待？

美国赤裸裸的国内经济利益至上政策，短期内看不到改变的可能。除非弱势美元从根本上动摇美元的国际货币地位。“如果布什政府继续表现出对美元命运的漠不关心，这将损害美元作为绝佳的世界计价标准这一来之不易的地位，减弱美国在制定国际贸易准则方面的



影响力。”(p. 161) 美元贬值, 虽然降低了美元储备资产份额, 但对美元标价和支付手段则影响甚微, 也即总体上还没有动摇美元的国际货币地位。在笔者看来, 美元是否见底, 并非是美国经济何时扭转, 而是新兴市场国家何时发生金融动荡或者政局不稳。在发生金融危机时, 中央银行以及国内外的投机者都需要美元。20 世纪 80 年代以来的拉美债务危机、墨西哥金融危机、亚洲金融危机以及俄罗斯金融危机, 都曾引起美元的大幅升值。最近越南发生的金融危机, 初步判断尚不至于大面积波及周边新兴市场。

谈汇率, 利率不得不说。新世纪以来, 我国最突出的宏观经济政策争议, 非负利率政策莫属。2004 年, 笔者以“提高利率是一种柔性的市场化手段”为题, 详加论证“果断提高存贷款利率是适当、必需的”^①, 并特别强调“现在的企业等经济主体对利率相当敏感”, “调高利率并不会对人民币汇率构成显著升值压力”, “负的存款利率将破坏金融稳定性”, “调息与否不应以 CPI 为唯一风向标”, “调高利率的负面影响可以综合权衡”。众多反对上调利率的理由中, 有两个最有影响却最为无稽。一是说我国的经济主体对利率不敏感, 调高利率没用处。这样的看法, 完全没有考虑到数年来我国企业和银行改革的成果, 属于“睁眼说瞎话”。现在的企业对利率非常敏感, 利率提高 0.5 个百分点往往会与银行谈判几个月, 以至更换贷款银行。个人贷款更是如此, 2008 年市场最紧缺的东西除了石油就是央行的“贷款额度”, 但各家银行切分用于个人贷款的额度却用不掉, 主因之一是房贷利率由过往的下浮 15% 变成了上浮了 10%。二是说提高利率对人民币升值造成更大的压力, 所以不能调。实际上, 对国际资本而言, 是否投资我国金融市场, 比较的不是中美两国的银行存款利率之差, 而是金融投资收益率的差别。如果提高利率这个金融市场基础价格, 会降低房地产、股票等资产收益率, 就会抑制国际资本流入我国。因此, 提高利率不仅不会对人民币升值造成压力, 反而会下拉

^① 见拙文《调高利率是一种柔性手段》, 载《经济日报》, 2004-06-21; 拙文《提高利率是一种柔性的市场化手段》, 载《金融研究》, 2004(11)。



人民币汇率。^①

理论上的纠缠不清，加之利益主体的掣肘，形成了大概是建国以来持续时间最长、程度最重的负利率。1988 年负利率 9.3%，占名义利率的 108%，但仅持续了 4 个月，随后变成了 57%。1993 年负利率 2.2%，占名义利率的 16.6%。1993 年负利率 13.2%，占名义利率的 119%。但其时对于三年期定期存款，均有保值补贴额^②。而 2008 年 6 月负利率占名义利率的比仍超过 100%。今天我国的通货膨胀终由此酿成。“发行不付息的本国货币，换回生息的外汇资产（如美国国库券），这之间的利差就是铸币税……从铸币税中所获利益的大部分都是以摧毁性的高通货膨胀为代价的，这种获利是不稳固的。”（p. 130）央行发行货币，兑换美元资产产生利，银行存款留住了大量货币，初期的资产价格飞涨也吸收了部分货币。这看上去挺美，利率没动，汇率没大动，一般物价也没上升，各方利益（存款人除外）都得到了保护。然而，长期的负利率，迫使储蓄资金持续流出银行体系，加速社会资产结构转换，带来普遍的流动性过剩，资产价格的上涨最终传递到一般商品和服务价格，美梦到此终止。存款是我国人民最主要的金融资产，长期的负利率严重损毁了普通国民的最基本财产，最近三年在我国无论投资什么都大幅度增值，唯独持有人民币现金和存款是巨亏，这个黑色的幽默应该令不少宏观政策议决者抱憾。如果碰到美元升值，影响会更坏，“这些国家的公民就会涌向美元，试图保护自己储蓄的价值……公民们常常担心的是通货膨胀和货币贬值……一场货币危机产生了。”（p. 171）由此，现在大家都在期待美元走强，但只有在人民币正利率之后，走强才利好于我国。反胀成为 2008 年我国宏观经济政策的首要任务。“保护好他们的存款，不让他们的存款因为通货膨胀和货币贬值而再次大幅缩水。”（pp. 98 ~ 99）面对投资需求、成本推动的通货膨胀，我国必须要“调利率以反

^① 见拙文《调高利率不对人民币汇率构成升值压力》，载《中国证券报》，2004 - 07 - 02。

^② 1988 年 9 月 10 日开办保值储蓄业务。对储户 3 年以上的定期存款中因物价上涨而相应贬值的部分给予补偿。保值补贴率 = 物价上涨幅度 - 利率。1991 年停办，1993 年重新开办，1996 年再停办。



胀”，通过提高利率来压制总需求以抑制通货膨胀。目前 CPI 高达 8% 以上，一年期存款利率仍维持在 4.14% 显然大不合适，必须要提到 6% 左右，至少要提高到政府 2008 年的目标通货膨胀率 4.8%。

（二）资本流动

2005 年我国首次成为资本净输出国，对外金融净资产高达 2 875 亿美元，且 12 182 亿美元对外金融资产中很大一部分是美国国债。^①我国人民的勤劳，积累了大量的人口红利美元，再回流美国政府债券市场。我国市场上资金充裕，成本低廉，“到中国去筹资”，资本市场的吸引力已不亚于商品市场。美国的金融集团并不看好我国的银行信贷市场，美国有着世界上最强大的银行体系，但美国全部银行业在我国设立的分支机构总计也就 20 家左右，实际信贷投放更小，但稳拿佣金不承担任何后续风险的美国投资银行则全方位地介入我国市场。美国的金融市场、金融机构对我国 3 万多亿美元的居民存款及个人金融资产管理市场非常看重。但我国的资本项目管制则使这一理想不可能实现。因此，如何尽快促使我国开放资本项目是国际集团的战略利益所在。

资本流动自由化，包括经常项目下的资本自由流动和资本项目下的资本自由流动两个层次。资本账户自由化作为金融自由化进程的最后一步，是没有争议的。“在与一些国家就自由贸易进行谈判时，美国不应考虑本国金融界关于开放资本账户的要求，应停止要求谈判对方实行资本账户自由化。实际上，在时机不成熟的情况下实行资本账户自由化，对发展中国家而言一直以来都是一场灾难。”（p. 172）权衡人民币升值和加快资本项目开放进程之间的利弊得失，笔者一直主张“松汇率，守资本”，这在 2003 年 5 月《人民币升值与资本项目开放之间的权衡》一文中被详加阐述。在经济全球化的背景下，资本流入管理政策一旦放松就不可逆转。汇率则可以随时调整、波动。迄今为止，还没有哪个新兴市场国家的货币币值能保持中期升值趋势。2002—2005 年，我国的政策是既不想升值，也不愿意开放资

^① 见《海外并购：危险的跃进》，载《中国投资》，2008（3）。



本项目，这样做的结果只会两者尽失。不希望升值，就要纾解人民币升值压力，主要方法就是允许居民更自由地持有和运用外汇。当企业和居民拥有越来越多的外汇之后，其面临的汇率风险必然加大。为便其管理汇率风险，监管当局不得不允许这些持汇主体自由地运用外汇于国际金融市场。这样，境外金融投资解禁，部分资本项目开放。国际压力集团的国内利益共同体越来越多，所形成的合力最终使得我国资本项目在不知不觉中开放。

宽流入、紧流出，曾是我国资本项目管理的基本方针。利用外资是 30 年来我国最成功的经济政策之一，外商投资企业（FIEs）创造了巨额工业产值、出口、就业机会和税收，显著地推动了我国经济的发展。但在我国变成资本净输出国后，FDI 政策也应调整。对 FDI，我国给予大量税收优惠、土地使用权优惠、行政管理优惠和金融服务优惠，以至于 FDI 中存在大量的假外资，或称为“迂回投资”（round-tripped capital）。笔者曾由 FDI 的来源地分布与行为趋向（地域分布、规模与存续期间、行业结构）推算出，我国 FDI 中有 35% 左右属于迂回投资。“国际社会特别是周边国家力压人民币升值，不仅出于贸易上的考虑，也很看重 FDI 问题。周边国家在经历亚洲金融危机之后，都强烈认同 FDI 的重要性和宝贵性……他们认为正是我国对 FDI 以过多的激励优惠政策和固定、低估的人民币汇率，将全球的 FDI，特别是原本有意落户于他们国家的 FDI 吸引走了。”^① 对此，我国一方面应澄清事实，勇于承认我国利用的 FDI 中存在较多的“迂回投资”、“假外资”，本来就是我国自己的资本，是铁定要回流我国的，即便我国改变汇率政策，这部分 FDI 也不会流向周边国家。另一方面应大幅度调整，主要是消减外资优惠政策。2008 年，我国统一内外资企业所得税税率就是恰当的举措，同时应从产业技术、环境保护、能源消耗等方面规制 FDI。特别是没有多少技术含量的房地产业不应继续成为我国第二大外商投资行业，目前房地产开发企业中约有 10% 是 FIEs，外商投资房地产业规模占全部 FIEs 投资规模的比重长

^① 见拙文《中国利用 FDI 中的“迂回投资”问题研究》，工作论文，2003。



期维持在 17% ~ 26% 的高位。

FDI 之外的证券投资资本流入,宜继续采取严格的限制,QFII 的规模则可以扩大。对以财务投资或战略投资为旗号的外资并购性资本流入,也应从产业安全和财务公平的角度加大审查力度。2005 年中海油以高出对手报价 16% 且纯现金竞购美国优尼科公司 (Unocal Corp.), 最终却被美国外国投资委员会 (CFIUS) 否决,给所有轻信全球化的人士当头一棒。优质企业大规模境外上市亦引起了较大的争议。在政策法规的鼓励下,1998 年开始一大批规模大、战略意义深远的国企巨擘登陆香港等境外股市,名为融资,实为促进改制——借国际资本的力量改变公司治理机制。这一思路是成功的,确实造就了管理规范的企业巨头,近年来 150 家央企的良好效益在相当程度上当归功于此。但部分企业借外方股东力量维持行业垄断地位、保护利益集团,以致滞缓市场机制改革,也是事实。更觉遗憾的是我国以 50 年积累的企业和资源家底在短短的七八年内集中上市,由此给外国投行、会计师事务所、律师事务所等中介行业带来了天文数字的无风险收益^①,却没有考虑应以此利益来整体交换我国金融的战略利益。在国有企业境外上市大潮过后,我们除了收获不菲的写字楼租金和酒店住宿收入之外,似乎没有获得多少投资银行技术转移、人才积累,更没有以此换得外国对我国金融利益的让渡。在当前国内资本市场容纳量足够、外汇储备过多的形势下,需要果断限制国内企业境外上市。本书在力主单边资本市场制裁无效时,指出资金流动无边界,我国不在美国和欧洲上市同样可以使用美欧资本。当前全球和我国都是资本过剩,不去美国筹资,反会削弱美国资本市场竞争力,迫使美国政客偃旗息鼓。至于境外企业来我国 A 股上市,实在没有什么坏处,早就应放开。我国的资金过剩将会长期存在,从开放外商投资企业登陆 A 股市场开始,既没有多大的资本流动风险,又可提升我国

^① 仅 2003 年至 2005 年 10 月中国在境外上市的公司 IPO 筹资合计 380.05 亿美元,全由外资、合资投行承销,按 2.5% ~ 4% 的承销费率折中计算,估计获得的承销利润为 12.35 亿美元 (102 亿元人民币)。外资证券公司两年多获得的对中国公司承销利润是内资证券公司四年累计获得承销利润的 2.30 倍。



资本市场的影响力。

“松流出”的政策已在实行，结售汇制度被大幅取消。“港股直通车”和 QDII 都是便利资本可控流出的制度，争议很大，这里重点探讨一下。在“港股直通车”业务模式下，境内银行（如天津银行）为客户在境内开立境外证券投资外汇账户，香港券商在香港为客户开立证券交易账户，客户资金存于境内银行，通过香港券商网络下单交易，成交后由境内银行代理与香港券商结算，所有贷方余额均回到境内。可见，资金是“天津进、天津出”，全封闭运行，境内资金不可能由此管道出逃香港，香港资金也不能由此管道流入境内，因此，这绝非资本项目下可兑换。同时，境内银行也没有直接在香港联合交易所开立账户，它所做的只是代理业务，并非混业经营。当时不少专家大呼资本项目和银行混业经营由此洞开而焦灼万分，实属误解。笔者至今认为这是一项伟大的金融创新，对于全球新兴市场国家收放资本流动政策都有借鉴意义，既使境内居民实现了参与国际资本市场的便利，又杜绝了资本项目开放资本流动方向突然改变的破坏可能。经过扎实的投资教育以及扩大直通市场（不仅仅是香港）之后，应该择机启动“港股直通车”。QDII 业务由专家替客户投资，但风险也不小：国内的机构投资者短期内大批量建仓，缺乏经验积累；存在道德风险。若是个人直接境外投资，一般总会由小到大，逐渐积累投资经验，同时也不可能发生道德风险。不过，QDII 业务虽然现在损失惨重，但仍然是一种有效的、有管理的资本流出方式。

国际金融中心听起来很美，上海、北京等都愿意为之，但现在还不到我国建立国际金融中心的时候。目前，全球国际金融中心数量和交易能力过剩，电子交易的发展也降低了国际金融中心对所在国的价值。由建设国际金融中心所推高的商务成本反而会使上海等中心城市得不偿失。建成国际金融中心，需要我国的市场开放程度、金融法律制度、货币制度、政府服务能力和专才队伍全面与国际接轨，深度融入金融全球化。这需要做足功课，绝不是新建了若干市场，就足以奢望的。若为建国际金融中心，而过早开放了资本账户限制（主要是证券投资资本自由流动）那就得不偿失了。我国能不能设想在资金



流动相对封闭的情形下建立达到国际水准的境内金融中心？不是没有可能，境内的金融中心可以在市场规模、产品结构、法规制度、人才积累上大力探索，市场主体也可以吸收在境内注册的合格境外机构参与。

随着人民币境外流通的增多，人民币国际化成为饶有兴趣的一个论题。政府是支持，还是限制？笔者认为，对待人民币国际化，政府最好持“善意的忽视”，如同美国政府对待美元化、欧洲央行对待欧元汇率一样，不支持、不限制，顺其自然，随时观察。人民币国际化所获得的铸币税收入，远不足以抵补履行国际货币责任所带来的风险。货币国际化是很漫长的过程，20 世纪 80 年代日本人为推动日元国际化的教训需要汲取。人民币跟随跨国贸易流，辐射周边国家和地区，任其自然发展，俟达到一定规模后，央行即与其签订货币兑换协定。中美洲、加拿大、拉丁美洲的美元化，西欧、东欧甚至中东的欧元化，似成趋势。亚洲怎样走？现在看来，人民币化、日元化的可能性还没有美元化大。

（三）金融机构

对于金融机构的引进，我国已经做了很多，特别是在银行服务市场，地域、客户、业务等均基本实现了国民待遇。那种声称“1982 年……随后，几百家外国银行在我国设立了代表处。20 多年来，外国银行在我国的开销以及高层所花的时间成本，不知等到何年才有回报。表面上看起来，受伤的是外国银行，实际上受伤的是我国经济”^①，是没有根据的。在我国加入 WTO 的谈判中，我国以银行业全面开放为代价换取证券业少开放。但我国内地大小企业多去香港上市，或至少采取 A + H 形式，外资证券公司趁此赚得厚利，国内证券业并没有因为少开放而获得较多保护。银行业还在股权领域的开放程度超过了当初的承诺，将单一外资股权比例提高到 20% 和合计外资股权比例提高到 25%。与此相对的是，单一内资股权比例至今不能超过 10%。所以，在金融机构的引进上，我国已经做了很多，没有

^① 见《财经》，2005（8）。