

人民币

资本项目开放问题研究

RENMINBI

ZIBEN XIANGMU KAIFANG WENTI YANJIU

潘海红 著



对外经济贸易大学出版社

University of International Business and Economics Press

人民币资本项目 开放问题研究

潘海红 著

对外经济贸易大学出版社

中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币资本项目开放问题研究 / 潘海红著. —北京:
对外经济贸易大学出版社, 2014
ISBN 978-7-5663-1029-3

I. ①人… II. ①潘… III. ①人民币兑换 - 自由兑换
- 研究 IV. ①F832.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 097443 号

© 2014 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

人民币资本项目开放问题研究

潘海红 著

责任编辑: 郭华良 张俊娟

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

北京市山华苑印刷有限责任公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 170mm × 230mm 8 印张 114 千字

2014 年 6 月北京第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-1029-3

定价: 30.00 元

前 言

自 1993 年党的十四届三中全会《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中提出“加快金融体制改革，逐步使人民币成为可兑换货币”以来，人民币一直在向着可自由兑换的方向前进。根据国外经验，有关国家在实现经常项目可兑换后，平均用 7 年左右的时间过渡到资本项目可兑换，而人民币从 1996 年实现经常项目下可自由兑换迄今（2014 年）已经有 18 年，人民币资本项目仍然没有实现完全可自由兑换。

虽然“人民币资本项目可兑换”目标被写入了我国的“十一五”规划及“十二五”规划，但是关于人民币资本账户是否需要进一步开放的问题，在理论界的争议似乎从来没有停息过，并且现在还在争议过程中。基于此，作为一名主讲“国际金融”的教师，我对人民币资本项目开放问题进行了深入的学习，阅读了大量的资料，进行了深刻的思考。

我认为人民币资本项目开放是不可逆转的趋势，主要理由是：我国目前已经成为高度开放的经济体，经过 35 年的改革开放，我国的 GDP 总量、进出口总额、吸引外资额等数据已经处在世界的前列，高度开放的经济体要求人民币走出国门，在贸易投资领域更加便利化；从世界经济格局来看，目前正处于后危机时代，世界经济格局正在发生变化，美国、欧盟等启动的 TPP 以及 TTIP 等新一轮贸易谈判，倒逼人民币资本项目开放，而我国新一轮经济增长也需要通过人民币资本项目开放来倒逼中国的改革，为我国经济持续发展提供动力。既然人民币资本项目开放为不可逆转的趋势，那就有必要研究人民币资本项目如何开放等一系列问题。

本书共分为 4 章，第 1 章从理论界的争议入手，提出了人民币资本项目开放是不可逆转的趋势的观点；第 2 章主要分析了资本项目的构成以及资本

项目开放度的衡量问题，提出了人民币资本项目开放并非是百分之百的全部开放的观点；第3章阐述了日本、美国、俄罗斯、泰国等国家的资本项目开放的主要做法，以及它们的成功经验及失败教训，为人民币资本项目进一步开放提供借鉴；第4章论述了人民币资本项目开放的主动性、渐进性和可控性的原则，以及在推广跨境人民币贸易结算、人民币离岸市场建设、推进资本项目可兑换进程、扩大人民币资本输出、完善金融监管体制等方面的具体措施，为进一步开放人民币资本项目提供了政策建议。

人民币资本项目开放是一个十分复杂的问题，本书的写作得到了单位领导以及同事的关心和支持，在此一并表示感谢！由于水平有限，书中难免有不当之处，欢迎各位读者批评指正。

潘海红

2014年5月4日

目 录

第1章 理论界的争议及人民币资本项目开放的趋势	1
1.1 关于人民币资本项目是否需要进一步开放的争议	1
1.1.1 反对人民币资本项目进一步开放的主要理由	2
1.1.2 支持人民币资本项目进一步开放的主要理由	4
1.2 资本项目开放的相关理论	6
1.2.1 货币替代理论	6
1.2.2 最优货币区理论	6
1.2.3 三元悖论理论	7
1.3 人民币资本项目开放是不可逆转的趋势	7
1.3.1 我国经济高度开放需要人民币资本项目进一步开放	7
1.3.2 人民币国际化战略目标要求人民币进一步开放资本项目	10
1.3.3 实现新一轮经济增长需要人民币资本项目开放	14
1.3.4 国际新形势要求人民币资本项目进一步开放	16
第2章 资本项目的组成因素及开放度的衡量	19
2.1 资本项目的组成因素	19
2.2 资本项目开放度的衡量标准	23
2.2.1 国际货币基金组织 (IMF) 资本项目开放的标准	23
2.2.2 经济合作与发展组织 (OECD) 资本项目开放的标准	24
2.3 人民币资本项目开放度的衡量	24
2.3.1 人民币资本项目开放的演变历程	24
2.3.2 人民币资本项目管制的现状	25

第3章 资本项目开放的国际经验及对我国的借鉴意义	29
3.1 日本资本项目开放及对我国的借鉴意义	29
3.1.1 日本资本项目开放的背景	29
3.1.2 日元资本项目开放的进程	33
3.1.3 日本资本项目开放对我国开放资本项目的启示	38
3.2 美元国际化及对我国的借鉴意义	40
3.2.1 美元国际化的进程	40
3.2.2 美元国际化对我国开放资本项目的启示	48
3.3 俄罗斯资本项目开放及对我国的借鉴意义	49
3.3.1 俄罗斯资本项目开放的背景	49
3.3.2 卢布开放的进程	53
3.3.3 俄罗斯资本项目开放对我国资本项目开放的启示	56
3.4 泰国资本项目开放及对我国的借鉴意义	57
3.4.1 泰国资本项目开放的背景	57
3.4.2 泰国资本项目开放的进程	60
3.4.3 泰国资本项目开放对我国资本项目开放的启示	64
第4章 人民币资本项目开放的原则及具体措施	67
4.1 人民币资本项目开放的原则	67
4.1.1 主动性原则	67
4.1.2 渐进性原则	67
4.1.3 可控性原则	68
4.2 人民币资本项目开放的具体措施	68
4.2.1 全面推广人民币跨境贸易结算	68
4.2.2 稳步推进人民币离岸市场建设工作	81
4.2.3 稳步推进资本项目可兑换进程	93

4.2.4 扩大人民币资本输出	106
4.2.5 完善金融监管体制	112
参考文献	118

第 1 章

理论界的争议及人民币 资本项目开放的趋势

1.1 关于人民币资本项目是否需要进一步开放的争议

自 1993 年党的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中提出“加快金融体制改革，逐步使人民币成为可兑换货币”以来，人民币一直在向着可自由兑换的方向前进。

根据国外经验，有关国家在实现经常项目可兑换后，平均用 7 年左右的时间过渡到了资本项目可兑换，而人民币从 1996 年实现经常项目下可自由兑换迄今（2014 年）已经有 18 年，人民币资本项目仍然没有实现完全可自由兑换。2008 年全球金融危机发生以来，人民币是否有必要进一步开放的问题在理论界引起非常大的争议。例如，林毅夫（2013）在《我为什么不支持资本账户开放》一文中写到，资本账户开放不是高增长的必要因素，资本账户开放，实际上导致的结果是发展中国家经济波动更为频繁，危机发生更多^①。而周小川、郭树清、吴晓灵等人则建议，尽快制定并公布人民币可兑

^① 林毅夫：我为什么不支持资本账户开放 [N]．21 世纪经济报道，2013-8-5（23）．

换的路线图、时间表，明确在 2015 年末实现可兑换^①。

1.1.1 反对人民币资本项目进一步开放的主要理由

1. 人民币资本项目开放不能解决中国投资不足的问题

消费、投资和出口是拉动经济增长的三驾马车。北京大学国家发展研究院教授、世界银行前首席经济学家林毅夫认为，保持一国经济持续增长的最关键因素是技术创新、产业升级、基础设施完善、制度结构合理，这些要靠投资，投资需要资本。但是人民币资本项目开放并不能解决资本不足的问题，根据日本、韩国以及我国台湾地区的成功经验，其高投资的资本主要来自于国内的积累。资本项目开放的三个主要领域为外国直接投资、国内外银行或企业互相举债以及短期的资本流动。除外国直接投资对经济拉动作用非常明显外，另外两项虽然在短时间内能拉动投资和消费，但通常以危机的爆发收场；而短期的资本一般是进入到流动性较强及有投机性质的股票市场和房地产市场，除了带来短期的虚假繁荣外，对发展中国家的经济发展而言弊大于利。

2. 充分开放人民币资本项目将对中国经济产生巨大冲击

中国社会科学院学部委员余永定认为，“资本项目自由化是中国经济改革的最后一道防线，资本项目自由化意味着中国改革彻底完成”，而现在是比较危险的时期，特别是在美国和其他国家都面临退出量化宽松的时候，在美联储宣布或将退出量化宽松货币政策后，“金砖五国”的经济受到重创。亚洲金融危机后，他在我国香港、东南亚的调查发现，各国、各地区对当时没有把资本市场管好以致造成极为严重的后果表示后悔。几十年的经济发展毁于一旦，经济陷于停滞状态。他表示，“如果我们过早把屏障拆了，以后哭也来不及”。所以，“千万不要说 2020 年人民币完全可兑换，如果这样做，

^① 央行行长周小川建议三年内实现人民币资本项目可兑换 [EB/OL]. <http://news.cnfol.com/130521/101,1277,15147288,00.shtml>.

可能给自己置于非常被动的地位”。^①

3. 开放人民币资本项目的基本条件不具备

资本项目完全开放必须具备一定的条件，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资室主任张明认为，一个国家完全开放资本账户有几个基本前提条件，包括利率和汇率的基本市场化，以及本国金融市场要发展到一定程度，如果在这三个条件没有实现的情况下贸然推行资本项目自由化，很可能会爆发金融危机。“中国的金融市场还有很多缺陷，我们不反对资本账户开放，但资本账户开放应遵循渐进、可控的节奏，不应该加快资本开放的节奏，因为这背后隐藏着比较大的金融风险”。国际金融危机之后，IMF对资本项目开放的标准已经不再像以前那么严格，允许在特定情形下，一国可以采用特定工具来加强资本流动管制。而其他新兴市场国家，例如韩国和巴西，都在考虑重新引入一些手段来控制资本流动，如果中国反方向放松的话，这样会蕴含风险^②。

4. 资本账户开放并没有理论上那么多优点，以开放促改革有成功经验也有失败教训

中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济室主任张斌认为：资本项目开放看似不会伤及部门利益，推进的阻力小。但是应该看到，没有利率和汇率市场化，资本项目开放走不远，走远了就是货币危机甚至是金融危机。北欧、拉美、东南亚等国家都有类似的经验教训可以借鉴。汇率和利率市场化改革涉及了很多部门利益，推进很难。这样的背景下，过快开放短期资本项目不仅难以得到资本项目开放的收益，反而会付出高额成本。“以开放促改革”有成功的经验，也有不成功的教训，国内外皆如此。加快资本账户开放确实会对宏观经济管理带来新的压力。但在压力面前，未必一定

① 余永定 张明 PK 秦晓 巴曙松：资本项目开放是否引发金融危机？[EB/OL] <http://m.sohu.com/n/380277177/?v=3>.

② 张明：资本项目开放应是中国金融改革基本完成的标志 [EB/OL]. 中国改革论坛网，http://www.chinareform.org.cn/economy/finance/Practice/201310/t20131009_177588.htm.

能做出正确选择,以放松短期资本流动倒逼国内改革是巨大的冒险。短期资本流动通常是顺周期的,放松对短期资本流动的限制未必能实现资本平衡流动^①。

1.1.2 支持人民币资本项目进一步开放的主要理由

1. 资本账户开放有利于中国经济增长

根据比较优势原理,人民币资本项目进一步开放,将使得资本可以在国内外自由流动,从而达到优化资源配置的作用。资本项目开放将有利于对外贸易的发展,有利于我国产业结构的调整,以及有利于提高我国的海外投资收益,从而进一步提高我国的整体消费水平。中国人民银行调查统计司司长盛松成认为:开放资本账户有利于我国经济结构调整,有助于将部分低附加值的产能转移到劳动力更具比较优势的国家和地区,以提升我国产业的整体附加值水平。此外,开放资本账户,拓宽家庭海外投资渠道,可促进家庭财富积累,提高我国的消费水平^②。

2. 资本管制会扭曲市场行为,容易产生道德风险

中国人民银行调查统计司课题组《我国加快资本账户开放条件基本成熟》一文指出,美国、德国的经验教训表明,资本管制的效果有限。资本管制可能在短期内约束资本流动,但不能从根本上改变因经济失衡带来的资本流动。企业可能通过低报进口、高报出口等方式,通过经常项目来逃避资本项目管制,2006年净误差和遗漏项为流出6亿美元,2007年转为流入116亿美元,2010年流出提高到597亿美元,占当年储备资产变化的12.7%,不排除部分资金绕过资本管制流出境外的可能^③。随着金融市场的发展,金融产品不断创新,

① 廉薇,周慧兰. 资本账户开放:提速还是放缓? [EB/OL]. 21世纪网, <http://www.21cbh.com/HTML/2013-6-22/xNNjUxXzcwOTUxNQ.html>.

② 任晓. 盛松成:我国正处于资本账户开放战略机遇期 [N/OL]. 中国证券报, 2012-02-23. http://www.cs.com.cn/xwzx/11/201202/t20120223_3253545.html.

③ 中国人民银行调查统计司课题组. 我国加快资本账户开放的条件基本成熟 [J]. 中国金融, 2012 (5).

绕开资本管制的途径会越来越多，与其扭曲市场，不如顺应市场。

3. 扩大资本账户开放条件基本成熟，风险可控

资本项目开放必须具有四个前提条件，即宏观经济稳定、金融监管完善、外汇储备充足及金融机构稳健。从我国经济具体情况分析，我国已经是世界第二大经济体和第一大货物贸易国。我国金融体系稳健，2012年末，中国银行业的资本充足率为13.25%，不良贷款率仅为0.95%，远高于巴塞尔协议规定的标准，好于已经实现资本账户开放的俄罗斯、巴西、印度等国家。从结构上来说，我国商业银行的资产负债绝大部分以本币计价，货币错配风险不大；外汇储备资产以债券为主，市场价格波动不影响外汇资产的本息支付；短期外债余额占比较低，2011年9月末，短期外债余额5 076亿美元，占外汇储备比例为15.9%，处在比较安全的水平；2010年，投向房地产等商务服务行业311亿美元，占当年国际收支顺差的6.6%，房地产市场和资本市场风险基本可控。

4. 以开放促改革，形成倒逼机制

资本账户开放是开放经济的必然要求，全球主要的发达国家无一不是资本账户较为开放的国家。我国1993年实行汇率体制改革，1996年实现了人民币在经常项目下的可自由兑换，这些改革极大地促进了我国经济的发展，若要等待利率市场化、汇率自由化改革完全完成，人民币资本账户开放可能永远也找不到合适的时机。国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松认为：“没有一定的时间约束，我估计再讨论十年，措词还是积极稳妥推进资本项目可兑换。”当前的国际国内形势为人民币国际化提供了良好的时间窗口。目前，人民币在国际贸易和国际投融资活动中的使用得到明显促进。下一步，建议在完善汇率形成机制、推进资本项目可兑换的基础上，逐步实现人民币国际化，以此倒逼并带动外汇市场、跨境投资、债券市场、金融机构本外币综合经营等领域的改革^①。

^① 巴曙松：新一轮金融改革四大突破口 [N]. 经济参考报，2013-11-21.

1.2 资本项目开放的相关理论

1.2.1 货币替代理论

自 20 世纪七八十年代以来,随着经济全球化、自由化的发展,货币的跨境流动成为一种比较普遍的现象,有很多货币在本国之外进行流通,也即产生了货币替代现象。“货币替代”这一思想最早是由美国学者 V. K. Chetty 于 1969 年 3 月在《美国经济评论》上发表的论文“On Measuring the Nearness of Near-Moneys”中提出,但他在该文中所涉及的货币替代是指美国国内的准货币与货币之间的替代。货币替代现象最早出现于 1904 年,巴拿马政府允许美元在其境内流通。20 世纪 70 年代以阿根廷“自由兑换计划”的实施为典型代表的拉美国家出现的美元化现象反映的是发展中国家在经济发展和体制改革过程中遇到的货币替代问题。

关于货币替代的定义,国内外学者有不同的观点,我国学者如姜波克、杨槐(1999)认为,货币替代是开放经济中所特有的一种货币性扰动,表现为货币自由兑换前提下外币在价值尺度、支付手段、交易媒介和价值贮藏等方面全面或部分地取代本币。支撑一国货币替代他国货币的是他国居民对本国货币的需求,一国若开放了资本项目下的货币可兑换,则可能引发他国货币替代本国货币,或者本国货币替换他国货币的现象,从而进一步影响本国货币政策的制定。货币替代反映了开放经济条件下各国货币之间的竞争,背后凸显的是一国在世界经济中的地位。

1.2.2 最优货币区理论

被誉为“欧元之父”的美国经济学家蒙代尔在 20 世纪 60 年代提出了“最优货币区”理论,该理论研究了一组国家在具备一定条件的基础上可以组成货币区,在经济趋同的基础上实行单一货币。最优货币区理论的核心在

于,在肯定浮动汇率的同时,认为货币区内应实行同一货币或者是固定汇率。蒙代尔的理论将固定汇率与浮动汇率有机地结合在一起,欧元的诞生是最优货币区理论的最好实践。

1.2.3 三元悖论理论

20世纪60年代,蒙代尔和弗莱明提出了蒙代尔—弗莱明模型,该模型指出,在资本完全可流动情况下,货币政策处于固定汇率时在影响与改变一国的收入方面是完全无能为力的,但在浮动汇率下,则是有效的。由此得出了著名的“蒙代尔三角”理论,即货币政策独立性、资本自由流动与汇率稳定这三个政策目标不可能同时达到。

1999年,克鲁格曼在蒙代尔的基础上提出了“三元悖论”,即资本自由流动、固定汇率制度、货币政策的独立性不能同时满足,一国至多能在三个目标中选择两个目标同时满足,与此同时放弃第三个目标。

1.3 人民币资本项目开放是不可逆转的趋势

1.3.1 我国经济高度开放需要人民币资本项目进一步开放

1. 我国对外贸易快速发展,要求人民币资本项目进一步开放

据海关统计,2013年我国进出口贸易额达到4.16万亿美元,首次超过美国,成为全球最大货物贸易国。中国从2009年超过德国成为全球最大货物出口国,到2010年超过日本成为全球GDP总值第二大国,再到2013年货物进出口总额超过美国,中国经济体量的不断壮大,凸显出中国在世界经济体中的重要作用。表1-1显示了1980—2013年中美贸易额与世界贸易额的对比情况。

表 1-1 1980—2013 年中美贸易额与世界贸易额对比 单位: 亿美元

年份	世界贸易额	中国进出口贸易额	美国进出口贸易额
1980	41 090	381. 4	4 826
1985	39 690	696	5 712. 8
1990	69 990	1 154. 4	9 105. 79
1991	71 470	1 357	9 300. 9
1992	76 470	1 655. 3	10 020. 8
1993	76 570	1 957	10 682. 1
1994	87 540	2 366. 2	12 018
1995	104 470	2 808. 6	13 556
1996	109 470	2 898. 8	14 471
1997	113 280	3 251. 6	15 877
1998	111 820	3 239. 5	16 265
1999	116 330	3 606. 3	17 522
2000	131 800	4 742. 9	20 412
2001	126 740	5 096. 5	19 099. 83
2002	132 340	6 207. 7	18 962. 9
2003	154 530	8 509. 88	20 279
2004	187 860	11 545. 6	23 442
2005	213 550	14 219	
2006	245 640	17 604. 4	29 547. 12
2007	283 230	21 765. 76	31 686
2011	366 930	36 418. 65	
2013		41 603. 3	39 100

资料来源: 根据 CSMAR 数据库整理所得。

从表1-1中可以看出,世界贸易额从1980年到2011年增长了7.9倍,美国进出口总额从1980年到2013年增长了7.1倍,而中国的进出口总额从1980年到2013年增长了108倍。中国对外贸易的快速增长,使得我国在对外经济交往中参与程度迅速提高,与世界经济来往越来越紧密,虽然人民币经常项目已经开放,但是资本项目的限制显然不能适应开放经济发展的需要。

2. 我国对外投资快速发展,要求加快人民币资本项目开放进程

中国改革开放35年获得的巨大成就,离不开中国坚定不移的改革开放政策,通过引进外资,也引进了国外的先进技术及先进的管理经验,对加快我国经济发展起到了重要作用。2001年中国加入世界贸易组织(以下简称“入世”)之后,外资流入中国的步伐加快,尤其是2005年中国实行了人民币汇率形成机制改革,外资流入中国的速度进一步加快,2011年达到顶峰,2012年有所下降。《全球投资趋势监测报告》显示,2012年我国吸引的外资名列全球第二位,仅次于美国。2000—2013年上半年外国来华直接投资状况如图1-1所示。

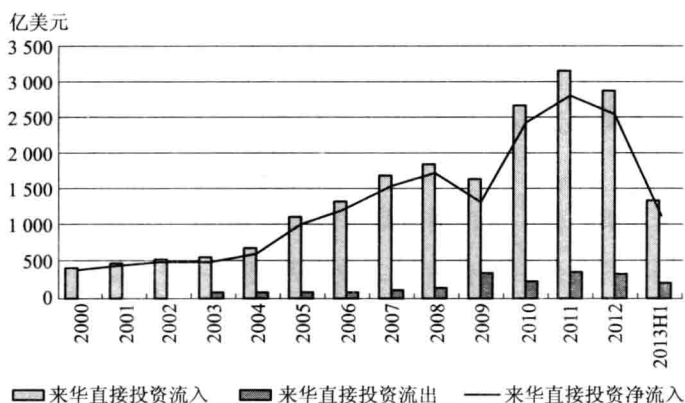


图 1-1 2000—2013 年上半年外国来华直接投资状况

资料来源：国家外汇管理局。

我国的对外开放不仅包括“引进来”，还包括“走出去”。中国企业逐