

WAIHUI GAIGE SHIJIAN DIANDILUN

外汇改革实践 点滴论

北京市国际金融学会◎编

 中国金融出版社

外汇改革实践点滴论

北京市国际金融学会 编



中国金融出版社

责任编辑：王雪珂

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

外汇改革实践点滴论 (Waihui Gaige Shijian Diandilun) / 北京市国际金融学会编. —北京：中国金融出版社，2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8828 - 7

I. ①外… II. ①北… III. ①外汇管理—经济体制改革—研究—中国
IV. ①F822. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 315598 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14

字数 243 千

版次 2016 年 12 月第 1 版

印次 2016 年 12 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8828 - 7/F. 8388

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

随着我国参与全球经济一体化程度的提升，特别是人民币加入SDR，未来国际货币储备的格局，以及人民币在国际市场的影响力都将发生巨大的变化，由此带来的汇率变动，又对企业及个人的对外投资、结算、损益和个人生活发挥重大影响。一切参与涉外经济金融活动的企业都需要与国际市场的运行机制融合，才能在我国深化外汇体制改革中稳步前进。为此，北京市国际金融学会围绕北京市外汇管理工作的中心任务，以及北京市社会科学联合会2016年要求各学会开展学术研究工作的计划，开展了有关外汇改革理论与实践的课题研究。学会向各会员单位发出了倡议，提供了课题研究的参考题目。各银行会员单位积极响应，报出了课题申请，经过不断地学习和研究，以及自己在工作实践中的经验及对外汇改革政策的理解，写出了一批有学术和实用价值的论文。学会聘请了五位专家：北京市银行协会的武鸣丽秘书长、国家外汇管理局北京分局的史炳栋处长、首都经济贸易大学的谢太峰博导、北京工商大学研究生院院长杨德勇博导、首都经济贸易大学的王曼怡博导，对课题论文进行了认真的评阅，并给予了很好的评价。

为了促进学会更好地开展科学研究活动，鼓励会员学习提高理论政策水平和工作能力，学会决定将这次科研活动的课题论文出版为论文集。在此，对会员单位的积极参与和支持，对五位专家的鼎力支持，表示衷心的感谢！在活动中如有不当之处请会员单位包涵。外汇业务的理论与实践探索永远在路上，我们期盼通过本书与包括商业银行在内的广大金融从业者一起探讨外汇相关业务，为提升首都国际金融的影响力贡献我们的力量。

北京市国际金融学会秘书处

2016年10月28日

目 录

一、外汇改革篇

资本项目开放的政策措施与国际经验借鉴

..... 中国银行北京市分行贸易金融部 张 旭 (3)

“8·11”汇改是否提升了汇率中间价的基准汇率地位

——基于美元兑人民币汇率中间价和在岸即期汇率的实证研究

..... 北京银行 范莉丽 (16)

“8·11”汇率改革及企业汇率风险管理

..... 平安银行股份有限公司北京分行 国际业务部 (28)

顺应资本项目外汇管理改革趋势巩固发展银行业务

..... 中国工商银行股份有限公司北京市分行 田 芳 (38)

浅谈资本项目外汇政策改革对商业银行的影响及应对措施

..... 中国建设银行北京市分行国际业务部 马 亮 (43)

商业银行外汇业务市场准入管理研究

..... 中国建设银行北京市分行国际业务部 孙宇宁 涂潇潇 (50)

贸易金融之路“窗口指导”影响几何

..... 中国银行北京分行贸易金融部 严 爽 (54)

人民币可兑换进程中外汇管理合作机制及其改革挑战

——从合作进化视角分析

..... 招商银行北京分行国际业务部 (64)

应对资本项目开放的政策措施研究

..... 海航资产集团有限公司 李海风 (74)

二、人民币国际化篇

跨境人民币项下跨境电商业务研究

..... 中国工商银行北京分行课题组 (87)

人民币加入 SDR 的影响浅析

..... 中国银行北京分行贸易金融部 周 辰 (94)

浅谈人民币国际化背景下商业银行经营战略

..... 中国建设银行北京市分行国际业务部 袁晓云 费霞 安琳 (103)

人民币汇率研究

..... 交通银行股份有限公司北京分行国际业务部 (109)

人民币加入 SDR 的影响研究

..... 中国邮政储蓄银行北京分行课题组 (121)

人民币加入 SDR 影响研究

——基于商业银行的视角

..... 中国民生银行股份有限公司北京分行交易银行部 (126)

后 SDR 时期人民币国际化的发展动力与挑战

..... 中国人民大学财金学院 涂永红 王芳 赵雪情 (132)

世界经济新常态背景下人民币国际化进程探索

..... 首都经济贸易大学经济学院 李婧 (144)

三、理论战略篇

商业银行国际业务在经济下行阶段的业务探索

..... 广东发展银行北京分行环球交易服务部 (155)

新常态下商业银行外汇资金业务发展思路及展望

..... 中信银行总行营业部 2016 年 9 月 (163)

北京地区商业银行国际化发展策略研究

..... 中国建设银行北京市分行国际业务部 张舒涵 (172)

浅析英国“脱欧”对银行业务发展的影响及对策

..... 中国建设银行北京分行国际业务部

费霞 李文艳 张舒涵 张意霄 赵斌 (179)

“一带一路”战略下商业银行合作重点与发展建议

..... 中国农业银行北京分行 刘依荫 (184)

转口贸易及银行风险控制探讨

..... 华夏银行北京分行国际部 (193)

新常态下我国居民家庭资产配置的影响因素研究

..... 首都经济贸易大学金融学院 唐伟霞 (197)

中国货币政策的两难选择：捍卫人民币汇率还是维持资产价格

..... 首都经济贸易大学金融学院 李梦 陈奉先 (206)

一、 外汇改革篇

资本项目开放的政策措施与国际经验借鉴

中国银行北京市分行贸易金融部 张 旭

摘要：资本项目开放是我国参与经济全球化进程中的必经之路，是我国经济从封闭过渡到开放关键性的一步。近年来，资本项目的开放具有双面的作用已经在学术界达成共识，一方面，资本项目的开放能够为一国带来多种政策福利；但另一方面，如果开放的节奏过快或者未采取适当的政策措施，也会带来一系列金融问题甚至危机。为避免在资本项目开放过程中可能对我国产生的负面效应，我们应借鉴已经实现资本项目开放的国家成功经验、汲取其失败的教训，从而形成我国资本项目开放的最优路径和政策措施，为我国实现资本项目开放提出有益建议。

关键词：资本项目开放 国际经验 渐进派 保守派 资本项目改革

一、引言：我国资本项目逐步放开的历程

改革开放后，我国渐进式推进资本项目开放。1993年，国务院发布了《国务院关于进一步改革外汇管理体制的通知》，明确提出“我国外汇管理体制改革的长远目标是实现人民币可兑换”^①。2001年底，我国加入世界贸易组织后，大力推进贸易自由化，比较充分地发挥了我国的比较优势。2003年，党的十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》进一步明确，“在有效防范风险的前提下，有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制，逐步实现资本项目可兑换”^②。2010年10月，党的十七届五中全会决定，将“逐步实现资本项目可兑换”目标写入“十二五”发展规划。^③2012年1月，第四次全国金融工作会议提出，继续稳妥、有序地推进人民币资本项目可兑换。2013年，党的十八届三中全会通过《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确提出“加快实现人民币资本项目可兑换”^④。

在过去，由于我国政策对跨境资本流动的限制，我国在外部金融危机期间

① 我外汇管理业务办理繁杂、面临管理领域不全等诸多问题 <http://www.aiweibang.com>。

② 资本项目可兑换的国际经验与启示 管涛、黄昊、邵洁、王春红、赵敏：《中国证券报》，2000-11-24。

③ 同上。

④ 同上。

所受到的冲击相对较小,我国资本项目开放的步伐较为谨慎。近年,随着沪港通、自贸区的推出,以及人民币加入 IMF 特别提款权之后,中国资本项目开放呈现提速之势。根据“十三五规划纲要”:有序实现人民币资本项目可兑换,提高可兑换、可自由使用的程度,推进人民币国际化^①。

根据国家外汇管理局网站所公布信息:2015 年,我国实现“部分可兑换”及以上程度的资本交易项目达 37 项(国际货币基金组织将资本项目交易分为 7 大类 40 子项^②)。我国官方在自评估中,将资本项目交易分为“不可兑换”“部分可兑换”“基本可兑换”和“可兑换”四种程度,比例提高至 92.5%;不可兑换项目仅剩 3 项(包括非居民境内发行股票类证券、非居民境内发行货币市场工具、非居民境内发行衍生工具和其他工具)^③。这较 2009 年 72.5% 的可兑换水平又有了较大幅度的提升。

目前,在资本账户交易 40 项分类中,尽管中国有 35 项已经基本或部分实现可兑换,但其中较大部分(22 个子项)仍为部分可兑换,涉及债券市场、股票市场、房地产交易、货币工具和个人资本交易等方面^④,对境外机构进入中国金融市场有不同程度的限制,或设置了投资交易额度,因而目前中国资本项目开放状态距离可自由兑换尚有一定距离。

二、目前我国资本项目开放现状

我国资本项目开放的进程在 2002 年之后进入了提速阶段,在直接投资、外债、证券投资等多方面改革力度大、新政策频出,近年的改革发展呈现如下特点:

(一) 在开放方向上,直接投资方面的进展较多

1. 持续完善外商直接投资可兑换程度,推动吸收外资规模稳步增长

初次奠定外国投资者在中国境内直接投资的合法性基础是在 2003 年初,对外经济贸易合作部等发布了《外商投资创业投资企业管理规定》,“允许外国投资者或外国投资者与根据中国法律注册成立的公司、企业或其他经济组织,在中国境内设立的以创业投资为经营活动的外商投资企业”^⑤。此后几年内,商务部也陆续出台政策,规范了外国投资者并购境内上市企业、非上市企业以及特

① 《十三五规划建议:有序实现人民币资本项目可兑换》<http://money.163.com/15/1103/15/B7GN3IH600252G50.html>。

② 国家外汇管理局网站。

③ 同上。

④ 从“十三五”规划看中国资本项目放开 巴曙:《金融博览》,2016-01-08。

⑤ 《外商投资创业投资企业管理规定》http://news.xinhuanet.com/zhengfu/2003-02/19/content_735514.htm。

殊目的公司返程投资等行为。

随着外国投资者境内直接投资的进一步规范,投资的币种范围也扩大到人民币。2011年10月12日《商务部关于跨境人民币直接投资有关问题的通知》,允许境外投资者以人民币到境内进行直接投资,其投资范围和其他直接投资等同^①。

2013年,外汇管理局发布《外国投资者境内直接投资外汇管理规定》,进一步规范、简化了外商直接投资(FDI)业务的外汇管理规定,我国外商直接投资(FDI)外汇管理形成以外汇登记为主的政策框架。2014年年初,国家外汇管理局上海市分局发布《支持中国(上海)自由贸易试验区建设外汇管理实施细则的通知》(上海汇发〔2014〕26号),上海自贸区先行先试,将自贸区企业大部分直接投资外汇登记业务下放至辖内银行。试点试行1年以后,国家外汇管理局发布《关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》(汇发〔2015〕13号),将直接投资外汇登记业务下放银行推广至全国,并且下放的业务种类比试点时期更多,下放程度更彻底。改革后,我国外商投资企业绝大部分外汇登记、账户开立、资金汇兑业务都可在银行一站式办理,大量节省了企业的“脚底成本”。

至此,外汇局对外商投资企业监管模式发生转变,由事前逐笔审批的直接管理向事后监督的间接管理转变,直接投资方面的资本项目开放完成较大的迈步。

2. 扩大对外投资的可兑换度,支持境内企业“走出去”

对外直接投资(ODI)的改革历程主要是取消行政审批,扩大、取消投资额度,下放外汇登记等。2003年4月国家外汇管理局取消部分资本项目外汇管理行政审批,不再进行境外投资外汇风险审查。同时,简化境外投资外汇资金来源审查手续^②。2006年7月1日,国家外汇管理局将不再对各分支机构核定境外投资购汇额度,同时允许境内投资者经批准为境外投资项目开立境外账户^③。境内投资者计划到境外投资用汇,可选择使用人民币购汇、自有外汇及国内外汇贷款。2009年,国家外汇管理局发布《境内机构境外直接投资外汇管理规定》,取消境外直接投资(ODI)资金购汇核准等多项事前审批手续,境外直接投资(ODI)外汇管理基本形成以登记为主的政策框架^④。

2015年6月,ODI直接投资登记同样下放银行,进一步简化了境内机构境

① 中国资本项目开放与人民币汇率市场化路径选择研究 庄芳:《华中科技大学博士论文》,2014-05-01。

② 同上。

③ 同上。

④ 同上。

外投资的手续,更大程度地释放直接投资便利性政策措施。

(二) 证券投资方面的步骤较为审慎

2002年和2006年,我国分别推出了合格境外机构投资者(QFII)制度和合格境内投资者(QDII)政策^①,QFII政策允许符合条件的境外机构投资者投资于境内证券市场,QDII政策允许符合条件的境内机构投资者投资于境外证券市场。2011年12月,人民币合格境外机构投资者(RQFII)政策开始试点,符合资格的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司,可以运用在香港募集的人民币资金投资境内证券市场^②。2012年12月14日,国家外汇管理局对《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》有关条款进行修改。目前QFII以及QDII业务均由国家外汇管理局将额度分配给合格投资者,再由银行审核真实背景、把握额度范围,为企业叙做业务。

2013年2月7日,国家外汇管理局又发布了《关于境外上市外汇管理有关问题的通知》,进一步完善境外上市外汇管理制度,放开了境外上市企业境内开立外汇账户的个数限制,允许其在多家银行开立多个账户,允许调回资金意愿结汇,较大幅度简化手续,便利境外上市相关资金跨境流动。

(三) 外债管理从个体额度控制转变为整体总量控制

我国外债管理模式已经持续了二三十年:在国务院领导下,发改委、财政部、外管局等多部门合作监管,其行政审批色彩明显。在规模管控方面,外商投资企业借用外债需在“投注差”(即投资总额与注册资本的差额)范围内,中资机构使用中长期外债需由发改委进行立项审批、给予额度,短期外债需向外汇局申请额度指标。2013年,国家外汇管理局发布《外债登记管理办法》(汇发〔2013〕19号)文件,统一规范了外债无论中长期还是短期,无论人民币还是外币,均需要在外汇局履行登记手续,并且统一规范了外债账户和资金汇兑等管理办法。

从2015年初,外汇局在包括北京中关村国家自主创新示范区核心区、深圳前海、江苏省张家港保税区等部分特殊经济区域,实施以外债比例自律为主要方式的宏观审慎管理试点。试点政策将企业外债余额与净资产按比例挂钩管理,即按照企业净资产的2倍进行外债余额控制,外汇局从整体经济形势出发,关注宏观、系统性风险,来设定一定时间段内的宏观审慎系数,因而可从整体总量调整可借入外债的规模。2016年,人民银行发布《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》(银发〔2016〕132号)文件,在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理,把握与宏观经济热度、

① 我国资本项目外汇管理的现状及对策探讨 张大龙:《吉林金融研究》,2015-08-15。

② 我国外汇管理业务办理繁杂、面临管理领域不全等诸多问题,《金融观察》<http://www.aiweibang.com>。

整体偿债能力和国际收支状况相适应的跨境融资水平,控制杠杆率和货币错配风险,实现本外币一体化管理。

(四) 个人资本项目业务开放程度仍有较大空间

我国个人资本项目跨境外汇流动开放度较低,主要有以下几种途径:经外汇局核准、登记的个人移民财产转移、继承财产转移、个人通过基金公司等投资 QDII、个人参与境外上市公司期权、股权激励计划特殊目的公司等。虽然增加了境内居民个人境外投资的途径,但境内居民个人境外投资管理并没有全面放开,现行有效的直接投资管理办法也只对机构明确了境外投资管理制度,个人境外投资等行为在目前没有全面配套法规支持下,相应的跨境投资行为也会受到严格限制。但随着我国涉外经济发展的逐步加快,个人资产的充实和境外投资需求逐渐增多、投资意愿较为强烈。在个人不能通过正规合法渠道进行购付汇时,要达到境外投资的目的,也可能出现通过蚂蚁搬家式分拆购汇、地下钱庄等非法途径解决个人需求的问题,但随着银行尽职手段和科技甄别系统建设的不断强化,地下灰色交易也得到遏制。

(五) 涉及资本项目开放的利好政策

1. 上海自贸区

2013年8月22日,中国(上海)自由贸易试验区获批准正式设立,2013年12月,中国人民银行发布《关于金融支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见》(以下简称《意见》)。《意见》为资本项目开放试点措施确立了宏观发展思路及推进方向,建立了以贸易便利化为重点的贸易监管制度和以负面清单管理为核心的投资管理制度^①。2015年10月30日,《进一步推进中国(上海)自由贸易试验区金融开放试点加快上海国际金融中心建设方案》决定率先在自贸区内实现人民币资本项目可兑换。上海自由贸易试验区是我国资本项目改革开放的重要里程碑^②。

上海自贸试验区关于资本项目开放的创新在于:通过设立自由贸易账户与境外打通的创新形式,区内的机构及自然人可以开展对外贸易投资活动,区内符合一定条件的个人允许开展境外实业投资、不动产投资和金融类投资活动,另外,符合一定条件的机构和个人,可按规定开展境内外证券期货投资活动^③。数据显示,截至目前,上海自贸试验区累计开设自由贸易账户超过5万个^④,为我国资本市场有序双向开放提供了进一步支撑。

① 我国资本项目开放进程与推进对策 周工:《当代经济管理》,2016-02-02。

② 同上。

③ 同上。

④ 《上海自贸区:自由贸易账户已达51000个账户》<http://mt.sohu.com/20160605/n453035683.shtml>。

2. 跨国公司资金集中运营业务

跨国公司资金集中运营业务是近年来人民银行和外汇局重点推进的业务类型,该业务的重要意义在于首次在政策层面打通了集团境内外资金融通的渠道,将集团外债和对外放款额度集中,由主办企业在成员单位间统一调配,额度内的资金调拨遵循无因性原则,均视为借贷资金,不再逐笔审核具体背景。这种政策开放性对于我国资本项目开放的探索具有显著的先行先试的意义,其实这也是监管部门选取资质良好的跨国企业来进行的小范围资本项目开放试验,等政策成熟将推广至全国范围普遍适用,如已经推广实施的意愿结汇政策、宏观审慎政策等。

跨国公司资金集中运营业务从2012年国家开始试点以来,已经历了3次政策升级更新,同时,人民银行也推出并不断升级人民币双向资金池,不断释放更多的促进资本项目开放的政策利好。目前,较为遗憾的是前期酝酿的关于额度内资本项目可兑换的政策没有真正出台,目前额度内借入的资金仍需要按照资本项目资金结售汇管理,需审核真实背景。期待日后能尽快推出“额度内可兑换”,助力资本项目开放迈出关键性的一步。

三、国际经验借鉴

我国资本项目可兑换一直在渐进式推动中,并且积累了丰富的政策试点经验。至于如何走好资本项目可兑换的最后一公里,特别是在当前国际形势复杂多变的情况下,如何使资本项目全面可兑换对国家有利、对企业有利、对个人有利,如何选择时机、方式、步骤的安排就显得弥足重要。此时研究和借鉴其他国家开放资本项目的经验具有重要意义。

(一) 渐进派的模式:智利失败与成功的经验

渐进式开放模式是最通常也是最受理论界和多数发展中国家政府所推崇的资本项目开放模式。智利是发展中国家较早开放资本项目的国家之一,也是渐进式开放中既有失败又有成功的国家^①,因此,有较多的经验值得我们学习,也有不少教训值得警醒。

智利长达20年的资本项目开放可分为两个阶段:

1. 1974—1984年失败的资本项目开放阶段

智利的经济市场化改革始于1974年。一方面,政府发布了关于放开外商直接投资企业资本账户使用的法规;另一方面,政府发布多种措施开放对个人的资本项目管理,但对银行等金融机构的资本仍保持了较为严格的限制,禁止自由流动。但从1977年开始,智利加快了国际金融自由化的步伐。首先,外资银

^① 发展中国家资本项目开放模式比较及启示 廖发达:《经济纵横》,2001-07-30。

行被允许设立分支机构并开展业务；其次，1979 年中央银行开设了一个可以出售不超过 1 万美元外汇的外汇“窗口”，以便于资本流动；最后，1977 年修改了《外汇管制法》，允许银行引入外资，但对引进外资的期限有所限制^①。

一系列政策出台后，便引发了银行海外融资的放开，使外资流入成倍增长，而外资的大量流入引起了实际汇率、实际利率升值及物价快速上升、经常账户急剧下降，1981 年智利经常账户逆差高达 GDP 的 14.5%。相应地，经济形势也不断恶化，1982 年智利 GDP 增长率为 -14.5%，失业率超过 25%。与此同时，外汇储备流失，银行体系清偿力急剧下降，智利陷入了经济衰退和金融危机^②。

2. 1985—1996 年成功的资本项目开放

1985 年智利慢慢走出金融危机阴影，重新开始了资本项目开放进程。这次智利总结了 1974—1984 年开放资本项目导致金融危机的原因：在缺乏严格监管条件下的银行借款开放必将导致过度借贷和外资流入的激增，并最终酿成金融危机^③。第一阶段的失败经验，使智利政府认识到健全金融体系和加强金融监管的重要性，因而智利在第二阶段开放的同时，加快了改革和监管力度，如 1986 年对金融监管、银行业务范围及存款保险制度进行了改革；1989 年确立了央行独立性等，保证了第二阶段开放的稳定和成功^④。

（二）激进派模式：泰国与阿根廷的鲜明对照

与智利的渐进式开放不同，泰国、阿根廷等国家在资本项目开放时选择了激进模式。泰国从 1989 年开始，实施了多轮放松外汇管制的措施。如 1990 年泰国实现了经常项目可兑换，取消了经常项目下的全部外汇交易限制；1991 年泰国推行了包括修改 1977 年订立的投资鼓励法案在内的三项重大措施鼓励外国直接投资；与此同时，泰国加快了证券投资自由化步伐，取消对外国投资者基金和利息支付汇回的限制；汇出境外红利的税率由 20% 降为 15% 等^⑤。以上多轮上述快速开放资本流入的措施加上高利率政策和国内股票市场改革以及高速增长使泰国在 6 年间经历了占 GDP 9% ~ 13% 的大规模净资本流入；商业银行负债从 1991 年年底的 206 亿美元增加到了 1996 年的 419 亿美元；非银行债务也从 206 亿美元增加到了 318 亿美元^⑥。

一方面境外资本快速流入，另一方面国内又缺乏可盈利投资项目，因此大

① 发展中国家资本项目开放模式比较及启示 廖发达：《经济纵横》，2001-07-30。

② 同上。

③ 资本项目可兑换的国际经验与启示 管涛、黄昊、邵洁、王春红、赵敏：《中国证券报》，2000-11-24。

④ 人民币资本项目开放进程中的风险管理研究 朱晓华：《湖南大学硕士论文》，2006-04-10。

⑤ 发展中国家资本项目开放模式比较及启示 廖发达：《经济纵横》，2001-07-30。

⑥ 同上。

部分境外资本流向了国内的股票和房地产等行业。另外,泰国国内企业借入外债的平均期限大为缩短:短期债务从1989年的26%迅速增至1995年的50%^①。大规模资本流入以及过高的短期债务造成了泰国高实际汇率、高利率、高通胀的现象,泰国经常项目出现了持续巨额逆差,股市和房产产生了很大泡沫,银行体系脆弱不堪,在外部冲击下终于爆发了1997年的金融危机^②。

与泰国相比,阿根廷在国内经济金融状况严重失衡条件下快速开放了资本项目,却取得了好的结果:阿根廷在资本项目开放前,国内经济出现了严重的高通胀,政府政策的可信度丧失殆尽,金融体系信誉也迅速降低。于是阿根廷政府被迫在1991年推出了货币可兑换方案,主要内容包括:建立货币局制度,取消对资本项目和经常项目的控制等^③。在阿根廷资本项目开放措施实施后,国家整体资本流入明显增加,尽管在墨西哥金融危机发生后受到一定冲击,引发了阿根廷一定程度的资本外流,但阿根廷并没有恢复资本管制,而是实施了紧缩的货币政策,同时,对银行提供流动性支持,从而以市场化方式度过了墨西哥金融危机的冲击。

同样选择激进式资本项目开放模式,而泰国与阿根廷的结果完全相反,关键在于两国选择的开放时机不同。泰国的快速开放是在经济金融状况良好背景下进行的,从而资本项目的开放使外国投资者信心和预期进一步增加,导致了外资急剧流入并最终酿成了危机;而阿根廷却是在经济金融状况极差情形下进行快速开放的,此时的快速开放向投资者传递了一个坚决推进改革的信号和政府迫切希望吸引国际资本赢得可持续发展的决心,从而吸引了资本大量流入,扭转了极差的经济局势^④。

(三) 保守渐进模式:日本

日本的资本项目开放是保守渐进性的。日本用了20年的时间,从1960年起准备经常项目的开放,到1980年初步实现资本项目开放;此后又花了20年时间,通过对外汇法再次修改,实现了全面的资本项目开放。在开放过程中,日本根据本国的需要,有选择地开放子项目,以减少国际资本流动对日本经济的消极影响^⑤。

在资本项目开放之初,日本政府采取非常谨慎态度,因为对本国的经济不够自信。为了防止开放中出现风险,日本十分注意控制资本项目开放的顺序:一般先开放小风险项目,再开放大风险项目。为防止外部风险的发生,日本的

① 发展中国家资本项目开放模式比较及启示 廖发达:《经济纵横》,2001-07-30。

② 同上。

③ 人民币资本项目开放进程中的风险管理研究 朱晓华:《湖南大学硕士论文》,2006-04-10。

④ 同上。

⑤ 日本资本项目开放与汇率政策研究 黄继炜:《现代日本经济》,2010-03-05。

政策还出现急刹车甚至开倒车的情况^①。

日本认识到，应对外国的直接投资，仅仅依靠防堵是无法保障日本企业长远利益的。因此在渐进开放的同时，日本将更多的精力用于提高科研水平，以缩小日本和外国企业的技术差距，实现其产业政策的目标，将资本项目开放所带来的冲击缩到最小：一方面日本政府致力于改进产业结构、强化产业技术开发能力；另一方面加快技术引进。二十世纪六七十年代起，日本技术输入规模较 20 世纪 50 年代成倍增加。到 70 年代中期，上述钢铁、汽车、石化、机械制造等传统产业的许多技术已达世界领先水平^②。

即便如此，日本在资本项目开放后，还是出现了通产省所担心的问题：资本的流动对日本的宏观经济稳定性造成冲击，这是导致日本后来出现经济萧条的一个重要因素。

四、未来适应我国现状的资本项目全面开放的动向探讨

（一）各国资本项目开放经验给我们的几点借鉴

具体到各国的情况，尽管资本项目开放存在多样化的模式，并且各种不同模式都有成功和失败的实例，但成败的关键取决于能否避免陷入“资本项目开放—资本大量流入—经济过热和货币错配—资本外逃—金融危机”的路径^③。从各国的经验和教训中，可以总结出一些值得我国参考的经验。

1. 资本项目开放的路线，应是主动、渐进，结合国内形势，同时，也需要政策和时间表上的灵活性

从发展中国家的经验看，资本项目开放经历了从“大爆炸”向“渐进”式改革的转变。20 世纪 90 年代早期，大部分研究支持转轨国家以激进“大爆炸”的方式进行资本项目自由化，而随着亚洲金融危机的爆发，更多学者开始支持“渐进”式的改革方式^④。

渐进式的资本项目开放对我国更具有现实意义。由于发展中国家一般宏观金融监管能力不够完善，金融体系不够健全，贸然放开资本项目，必然会加大开放的风险，尤其对转轨经济国家而言，不但有发展经济的任务，更有建立健全市场体系的重担^⑤。同时，渐进式开放也不是等所有前提条件都具备后才开始放开资本项目，而是一个各项措施相互配合、相互促进的过程。

① 日本资本项目开放：背景、内容与经验 黄继炜：《金融经济》，2010-08-25。

② 同上

③ 资本项目可兑换的国际经验、趋势及启示 崔莹、莫万贵：《金融与经济》，2012-06-25。

④ 资本项目可兑换的国际经验与启示 管涛、黄昊、邵洁、王春红、赵敏：《中国证券报》，2000-11-24。

⑤ 同上。