



金融改革与开放丛书

资本账户开放与 中国金融改革

Opening of
Capital Account and China's Finance
Reformation

主 编 ◆ 王国刚
学术顾问 ◆ 李 扬
◆ 戴根有



社会科学文献出版社
social sciences documentation publishing house

金融改革与开放丛书

资本账户开放与 中国金融改革

Opening of Capital Account and China's Finance Reformation

主 编 王国刚

学术顾问 李 扬

戴根有

社会科学文献出版社

序 言

20 世纪 80 年代以后，在高新技术和经济贸易全球化的推进下，金融全球化在国际社会范围内快速展开，从而，使中国金融的进一步发展面临着一个新的国际金融环境。如果说在前 20 年时间内中国金融改革还主要集中在境内展开，借鉴国际金融的经验、引进境外金融机构等是金融对外开放的重心所在，从而境内金融受国际金融走势的影响相对较小的话，那么，进入 21 世纪以后，要实施“引进来”与“走出去”相协调的发展战略，中国金融改革就不能不充分考虑国际金融格局的变化和走势并进一步调整发展走势和金融结构，以利于推进中国金融融入全球化的过程。在此背景下，2000 年 5 月由我们申请了中国社会科学院重大研究课题《金融全球化与我国金融改革和金融发展研究》，以期对金融全球化背景下的中国金融改革和发展进行深入的探究。

由于在 2000 年初，中国加入世贸组织的可能性虽已比较明晰，但时间表和中国开放金融业的承诺都尚不明确，所以，本课题最初设想是以加入 WTO 后的中国金融变化为主要切入点，将研究重心放在探讨金融全球化条件下中国金融的基本制度框架、基本结构和运行机制及其对中国经济发展、企业改革、经济结构调整等各方面的影响。其中包括：（1）分析金融全球化及中国加入 WTO 后，中国金融体制、金融结构和金融

机制将发生的各种变化，这些变化对中国金融各业、金融市场发展的影响；（2）评估现行的中国金融体制的市场化程度及金融体制市场化程度低下对实体经济面的各种效应；（3）探讨中国金融市场国际化的条件、步伐、效应，并据此探讨中国金融体制改革深化和金融市场发展的进程、速度和对应政策；（4）研究中国金融改革与金融发展对金融全球化进程的深刻影响。但两年多来，随着中国加入世贸组织，有关加入 WTO 后的中国金融改革和发展方面的研究成果已相当丰硕，继续从这一角度来展开本课题的研究，虽也将有更加深化的新认识和新成果，但相当多的篇幅将重复前人已有的论述和结论。同时，在加入世贸组织以后，对中国金融进一步的改革和发展来说，最重要的问题已不是如何实现入世承诺，而是如何以此为新的起点，加快市场化和国际化步伐，从而，不仅接受金融全球化的国际影响，而且加入金融全球化的过程中并影响金融全球化进程，由此，经课题组反复研讨，最终确定从“中国资本账户开放”切入来展开本课题的研究。

两年多来，随着加入世贸组织，中国境内的金融改革和发展快速深化，这一方面给本课题的研究提供了大量实践素材，从而，有效推进了本课题研究成果的深化，但另一方面也使本课题的研究进展受到明晰制约。一个突出的现象是，一些前期研究的成果尚未定稿就因“落伍”于实践进程而重写甚至“淘汰”，所以，本课题的相当一部分成果几易其稿才最终封笔。在各分报告初稿完成以后，课题主持人用了半年多时间进行了大量补充、修改和调整工作，其中一些内容近乎重写，但即便如此，也许还能发现一些难以如意乃至败笔之处，对此，我们深表歉意并诚意地期待着同仁的批评指正。

本课题研究成果由两部分构成：其一，全球金融发展趋势分析。这一部分从全球金融自由化浪潮、国际资本流动、跨国公司功能拓展、机构投资者快速发展、商业银行新发展、国际

金融竞争、金融风险增大和国际金融协调与区域合作等八个方面集中探讨了全球金融发展的各主要趋势和未来走势，努力揭示其中的基本机理、内在规律、运行机制和正负面效应。其二，资本账户开放与中国金融改革。这一部分从开放资本账户的动因、基本原则和主要内容，中国金融业的对内开放与对外开放，资本账户开放的理论与实践，资本账户开放与中国外汇管理体制改革的理论与实践，资本账户开放和中国的货币政策，资本账户开放与中国商业银行改革，资本账户开放和中国证券业的发展，资本账户开放与中国保险业的发展，资本账户开放与中国养老金运作，资本账户开放与中国金融法律法规的调整，资本账户开放与中国的国家金融安全等方面集中探讨了为了实现资本账户的基本开放，中国金融在进一步发展中应进行的各方面改革和调整，提出了相关政策建议和操作措施。如果说前一部分成果属国际背景和客观基础研究的话，那么，后一部分成果则属境内实践和发展政策研究，因此，本课题的这两部分成果有着相互呼应的有机联系。

本课题组由王国刚、易宪容、管涛、殷剑峰、黄金老、钟伟、刘菲、李建勇、吴锦宇、王国言、贺力平、李舸、何彰、李晓峰、何白云、胡松明等人组成，并由李扬、戴根有担任学术顾问，对本课题研究过程中一些重点难点问题予以指导。本课题在研究过程中得到了中国人民银行、中国证监会、国家外汇管理局、北京师范大学、复旦大学和上海大学等单位的积极支持帮助，特致以谢意。

最后，本课题成果的出版得到了社会科学文献出版社社长兼总编谢寿光同志的大力支持；于渝生同志、周丽同志在编辑过程中辛勤劳动，为本书增色甚多，特致以诚挚的谢意。

王国刚

2002年11月于北京

目 录

序 言	1
-----------	---

总报告：直面资本账户开放的中国金融政策选择	1
-----------------------------	---

一 开放资本账户的动因、基本原则和主要内容	3
-----------------------------	---

二 中国资本市场的对外开放	32
---------------------	----

三 中国金融业的对内开放与对外开放	64
-------------------------	----

分报告一：资本账户开放的理论与实践	125
-------------------------	-----

一 资本管制与金融自由化	127
--------------------	-----

二 从资本管制到资本账户开放	132
----------------------	-----

三 资本账户开放的内涵	146
-------------------	-----

四 资本账户开放的前提条件	152
---------------------	-----

五 资本账户开放的顺序	162
-------------------	-----

六 资本账户开放的国际经验与模式	169
------------------------	-----

七 人民币资本账户可兑换的态势	184
-----------------------	-----

八 资本账户开放条件下的国际资本流动	191
--------------------------	-----

九 资本账户开放条件下的中国金融格局	194
--------------------------	-----

分报告二：资本账户开放与中国外汇管理体制改革	198
一 中国外汇管理体制的演变	198
二 中国资本项目管理的基本情况	208
三 深化外汇管理体制改革与资本账户的开放	220
四 完善人民币汇率制度与资本账户开放	233
五 培育和发展外汇市场	246
 分报告三：资本账户开放和中国的货币政策	 258
一 资本项目开放下的货币政策目标和效果	260
二 资本项目开放下货币政策的中间目标	268
三 资本账户开放下的货币政策	
——发达国家的经验	276
四 国际金融市场中的资金流动和货币政策	285
五 中国货币政策无效的根源	298
 分报告四：资本账户开放与中国商业银行改革	 310
一 中国商业银行的改革与发展	311
二 银行市场开放与资本项目可兑换	314
三 资本项目可兑换对商业银行的利弊	324
四 商业银行应对资本项目可兑换的对策	340
 分报告五：资本账户开放和中国证券业的发展	 358
一 资本账户开放和资本市场的结构变迁	358
二 股票市场的有效性、开放性及其整合	368

三	资本市场中上市公司的调整	384
四	资本市场中券商的结构性调整	395
五	资本市场监管框架的完善	404
分报告六：资本账户开放与中国保险业的发展		416
一	资本账户开放与保险业开放	416
二	保险业开放的背景：保险市场和保险业务的 全球化	420
三	中国保险业的发展状况	423
四	中国保险业开放的状况	433
五	资本账户开放过程中保险业面临的挑战	444
分报告七：资本账户开放与中国养老金运作		450
一	问题的提出	450
二	现收现付制向养老基金制的转轨	455
三	养老基金的运作与资本市场	461
四	资本账户开放下养老金运作的国际经验	472
五	中国养老金发展的现状及问题	475
六	中国养老金进入资本市场的难点	487
七	资本账户开放下的中国养老基金运作	492
分报告八：资本账户开放与中国金融法律法规的调整		500
一	资本账户开放的法律管理要点	500
二	中国有关资本账户管理的法律法规	502
三	中国资本账户开放中存在的主要法律问题及 对策建议	531

分报告九：资本账户开放与中国的国家金融安全	545
一 金融安全与金融风险	545
二 资本项目开放对金融安全的影响：一般分析	549
三 中国的资本账户开放与金融安全	561

总报告：直面资本账户开放的 中国金融政策选择

2001 年 12 月，随着加入世贸组织，与国民经济的其他产业部门一样，中国金融也进入了一个新的改革与发展阶段。

自 20 世纪 70 年代末以来，中国金融的改革开放进程大致可分为三个阶段。所谓“大致”，是指这种划分仅考虑一些重要的标志性政策调整，因此，并不完全严格。例如，从资本账户开放来说，20 世纪 70 年代末，中国改革开放伊始就实行了引进外资政策，而准许外资直接投资属资本账户开放范畴。由于实践是丰富多彩的错综复杂的，在理论上很难予以完整概括，所以，将中国金融的改革开放进程划分为若干个阶段，仅具有描述性意义，以便于把握分析，并不具有界定性意义。

第一阶段，20 世纪 70 年代末至 1996 年，这是中国金融体系初步形成并逐步按照市场经济的要求展开改革开放的阶段。在这一阶段，中国不仅初步形成了由银行业、证券业、信托业、保险业及其他金融产业构成的门类比较齐全的金融机构体系，也形成了由同业拆借市场、票据贴现市场、国债回购市场、外汇交易市场、国债市场、企业债券市场、股票市场、基金证券市场及其他金融市场构成的金融工具、金融市场较为充分的金融市场体系，而且形成了由金融法律法规、金融监管部门、金融自律机构及其他金融执法机构构成的大致能够覆盖

金融活动各方面的金融法制和金融监管体系。在这个过程中，外资商业银行分支机构、外资保险公司分支机构、外资投资银行分支机构等在中国境内的业务种类和业务量明显增加。

第二阶段，1996 年至 2001 年，这是中国金融加快改革开放的阶段。1996 年 12 月，中国正式接受国际货币基金协定第八条款，取消所有经常项下汇兑限制，实现了人民币经常项下完全可兑换，确立了“人民币经常项目可兑换，资本项目外汇实行管制”的外汇管理框架。这标志着，在与国际金融市场接轨、融入金融全球化的进程中，中国金融迈出了新的具有决定性意义的一大步。在此背景下，中国一方面加快中资金融机构和金融市场的市场化改革进程，其中包括确立商业银行的总分行体制、发展城市商业银行、整顿城乡信用社等以完善存贷款金融机构系统，改革证券公司的产权结构、调整证券经营机构、规范综合类证券公司与经纪类证券公司的业务界定、发展证券投资基金等以完善证券经营机构系统，分立人寿保险、财产保险和再保险的经营机构、加快中资和中外合资保险公司发展等以完善保险经营机构系统，整顿和重组信托投资公司、明确信托投资公司业务边界等以完善信托经营机构系统。在这个过程中，对应完善和发展了相关金融市场和金融工具。另一方面，进一步完善了经常项目开放后的外汇管理体系，其中包括实行了人民币汇率有管理的浮动、经常项下外汇收入的银行结汇、进出口收付汇核销、国际收支统计申报等一系列适应中国市场经济的外汇管理制度，取消了经常项下外汇支付的限制，进一步完善了全国统一的银行间外汇市场。

第三阶段，2001 年 12 月以后，这是根据加入世贸组织承诺开放中国境内金融服务业的阶段。加入世贸组织，中国在金融服务业开放方面做出了一系列重要的承诺，主要包括在金融业监管中改变中资金融机构与外资金融机构的差别政策，实行平等的国民待遇；在入世后五年左右时间内在银行业、保险业

等金融产业中逐步开放人民币本币业务，使中资商业银行与外资商业银行、中资保险公司与外资保险公司在中国境内的金融业务方面处于平等竞争地位；外资投资参股中资商业银行、保险公司和证券经营机构等所占股权比重可分别达到 20%~30% 左右。

如今，尽管中国的金融改革开放尚处于第三阶段过程中，但境内外有关各方均对中国何时采取何种步骤开放资本账户的问题高度重视。究其直接原因，不仅在于开放资本账户将是中国金融对外开放的第四阶段，由此，分析和探讨从加入世贸组织到资本账户开放这一进程中可能发生的各种新情况（包括制度调整、政策变动、改革深化、经济发展、市场成长等等）对中国境内外各方都至关重要，而且在于如何适时适度地开放资本账户对中资金融机构和外资金融机构均有着直接和长远的利益影响。在条件尚未成熟时，开放资本账户可能使中资金融机构在国际市场竞争中处于不利地位，引致中国境内的国民财富流失，反之，则可能严重限制中资金融机构的发展和国际竞争力的提高。

一 开放资本账户的动因、基本原则和主要内容

开放资本账户已是大势所趋，但何谓“开放资本账户”，为什么要开放资本账户，开放资本账户的基点是什么，在现今中国境内条件下开放资本账户主要包括哪些内容，应选择哪些步骤等等都是一个有待进一步深入探讨的问题。这些问题不弄清，“开放资本账户”只能是一句空话。

1. 开放资本账户的内涵

“资本账户”，又称资本项目，属国际收支账户范畴。按照 1993 年以前国际货币基金组织《国际收支手册》的分类，国际

收支账户的两个基本大类名称为“经常账户”和“资本账户”；1993年，国际货币基金组织在《国际收支手册》第五版中将“资本账户”进一步细化为“资本与金融账户”。其中，资本账户包括资本转移，债务减免，移民转移和非生产、非金融资产（如专利、版权等无形资产）的收买或放弃等内容；金融账户则包括的是各类投资方式，主要有直接投资、证券投资和其他投资（如贸易信贷、各种贷款、货币和存款等）。由于在战后几十年的进程中，“资本账户”一词已为人们广为接受，在1993年以后，除在一些特别正式的场合需要准确地使用“资本与金融账户”一词外，在绝大多数场合，人们依然用“资本账户”一词来表述“资本与金融账户”的内容，并且在一般情况下不会发生歧义，所以，我们也用“资本账户”来表述“资本与金融账户”。

迄今为止，对于“资本账户开放”的含义，国内外有着各种不同的认识和界定^①，但尚未有一个清晰且获得多数人一致同意的界说。我们认为，可以从三个方面来把握资本账户开放（及其与资本项目可兑换）的内涵：

第一，资本账户开放主要是指放松或取消对国际收支账户中的“资本与金融账户”项下各子账户的管制，其中包括放松或取消对跨境资本转移、直接投资、证券投资及其他投资等的管制。因此，开放资本账户绝不仅仅意味着放松或取消对跨境证券投资、资本交易的管制。从中国实践情况来说，自20世纪70年代末开始实施引进外资政策开始，资本账户实际上就已处于逐步放松管制的过程中。鉴此，现今所强调的开放资本账户从严格意义上说是指放松或取消资本账户项下尚未放松或取消管制的子项。

第二，“资本账户开放”与“资本项目可兑换”是不同的

^① 详见本研究报告中的分报告一和分报告二。

概念。资本账户开放主要强调资本交易的放开，并不一定要求资本项目下的汇兑自由。在资本跨境运作中，与资本交易相关的外汇管制主要表现在两个方面：一是对本外币兑换的管制，二是对资本跨境流动的管制。所谓资本项目不可兑换，通常指的是一国货币当局同时在这两个方面进行管制。虽然，随着资本账户开放的扩大和深入，跨境资本交易对实现资本项目可兑换的要求将不断提高，同时，对跨境资本流动的监管难度也将加大，从而最终将导致资本项目完全可兑换。但是，在实践中，资本账户开放与资本项目可兑换依然是两个既相互关联又有着明显区别的范畴；从政策调整来说，资本项目的开放与资本项目的可兑换是两个可以分阶段操作的步骤。因此，不能认为只要实现了资本账户开放就同时实现了资本项目的可兑换。

需要指出的是，既然“资本账户开放”与“资本项目可兑换”不是等值的概念，而“资本项目可兑换”又不等于“货币完全可兑换”，那么，“资本账户开放”与“货币完全可兑换”就更不是等值概念，因此，不可相互替代。“资本项目可兑换”与“货币完全可兑换”的主要区别在于“可兑换”的深度有着明显差别。例如，“资本项目可兑换”只是允许居民有实际交易背景的外汇汇兑与汇出，但允许保留货币当局对交易的真实性审核；而“货币完全可兑换”则允许居民在从事外汇汇兑和汇出活动时，不必有任何的实际交易背景。

第三，资本账户开放在国际社会中是一个相对概念。从世界各国（包括发达国家）的资本账户开放和汇兑安排实践中可以看到：世界上既没有绝对的开放，也没有绝对的管制。在放松或取消资本账户中一些主要子项管制的条件下，一国货币当局依然可以对资本账户中另一些子项实施管制；在国内外条件变化的情况下，一国货币当局也可以对已取消管制的资本账户子项再度实行管制。因此，在资本账户开放的条件下（或资本

账户开放以后), 一国货币当局仍然可以维持对部分资本账户子项的管制。值得强调的是, 迄今在国际社会中, 尚无一个国家真正实现了资本账户的完全开放。例如, 美国是公认的资本账户自由化程度最高的国家之一, 但是, 按照国际货币基金组织的界定, 美国仍然存在一些限制条款, 其中包括对外国共同基金在境内出售和发行股票等存在一定限制; 对非居民购买证券存在一定的行业限制; 对居民对外直接投资则存在国别限制等。因此, 所谓资本账户开放, 不是指资本账户下任何子项都不受限制的完全开放, 而是指资本账户的基本开放, 即大部分或绝大部分子项已充分开放而少部分或个别子项依然有所管制的状态; 另一方面, 所谓资本账户开放, 不是指资本账户只能对外开放不能再依据条件变化再度对某些子项实行管制, 而是指资本账户的总走向是对外开放但也可根据具体情况的变化对某些子项有开有收。总之, 对“开放资本账户”不应作绝对化的理解。

2. 推进资本账户开放的动因

纵观国际社会, 推进资本账户开放的动因, 因各国(和地区)的具体情况不同而差异甚大, 也因各国(和地区)的立场、取向等不同而不同。

对发展中国家来说, 实现资本账户开放可能是为了鼓励外资流入, 以利于克服它们在发展中长期且普遍遇到的储蓄和外汇不足的“双缺口”困难, 进而促进本国(和地区)经济增长; 也可能是通过准许外国(尤其是发达国家)直接投资的自由进入, 引入国际性竞争机制, 以完善东道国的市场功能, 提高东道国金融服务的效率。同时, 通过技术、管理等的扩散, 提高东道国的技术水平和管理水平。

对发达国家来说, 强调发展中国家应开放资本账户, 可能是为了更便利地获得发展中国家的市场份额, 提高母国金融机

构为其在他国的工商企业或投资的金融服务质量；也可能是通过资本自由流动来影响甚至制约发展中国家的金融市场走势引致影响或制约其他市场的态势，获得超过正常水平的收益；还可能包含有某些非经济意图。美国等发达国家不遗余力地鼓吹资本账户开放的主要原因在于，这些发达国家在金融产品和金融服务等方面居于全球优势地位。同时，又掌握着全球绝大部分的金融资源，一旦发展中国家开放资本账户，这些金融强势国家的金融机构势必将从这些资本账户开放中获得更多的利益。

从全球范围来说，主张实现资本账户开放，意图可能在于通过资本跨国界自由流动，促进资源在全球范围内的配置效率提高，从而增进全球的经济福利；也可能在于促进发展中国家的居民进入国际市场进行资产组合与管理，分散内外部冲击的风险，提高其收入和财富的稳定性，分享高增长市场的经济利益；还可能在于通过发达国家资本流动对发展中国家经济的巨大影响力来形成发达国家对全球经济及金融的主导作用，甚至形成“贫富”两极差距进一步扩大的全球经济及金融架构和趋势。

显然，不能认为一切主张开放资本账户的动因都是有利于发展中国家经济社会发展的，也不能认为一切有利于资本账户开放的政策和步骤都是有利于发展中国家金融发展的。

从中国境内来说，重视并积极创造条件来推进资本账户开放的主要动因包括：

第一，加速深化金融改革。中国境内的金融改革是一个渐进式过程。在金融经营机构主要采取国有制（或国有机制）、金融市场主要由政府行政管制的条件下，推进金融改革的直接动力与其说是各种金融经营机构不如说是政府部门。20世纪90年代以来，虽然随着金融业对外开放的展开，金融改革的步伐明显加快；虽然加入世贸组织以后，金融改革的深化程度将

明显提高，但是，这些改革均可以在基本不改变中国金融体系的制度基础的条件下展开。例如，在入世以后，只要对外资（或中外合资）金融机构的行政管制与对中资金融机构的行政管制相一致，就属实行国民待遇范畴。要切实深化金融改革，就不仅要重视解决“引进来”的问题，更重要的是从金融制度基础上解决好“走出去”的问题；而要建立“走出去”的金融制度基础，仅仅在现有的金融制度基础上通过“引进来”是难以达到的。为此，需要有外部的更加有力的推动和压力，这就是“开放资本账户”。其内在机理是，在资本账户开放的条件下，如果依然固守以国有制（或国有机制）为主导、以行政管制为主要方式的金融制度，不仅将难以有效遏止境内资本的大量外逃趋势，也不必将难以有效提高中资金融机构在国际金融市场上的综合竞争力和中国金融的国际地位，更重要的还在于，难以有效调控汇率波动、防范由巨额资本跨境流动带来的风险、防止国民财富的大量流失、保障中国境内的金融安全。因此，从深化金融改革出发来研究“资本账户开放”，实际上强调的是，将中国境内的金融改革引向制度深处——改革以国有制（或国有机制）为主导、以行政管制为主要方式的金融制度，建立以民营产权（或民营机制）为主导、以市场监管为主要内容的金融制度，真正实现金融体系和金融运行机制的国际接轨。

第二，完善金融监管体系。1996年实现了经常项目开放以后，中国继续对资本账户实施管制的成本越来越大。其内在机理是，一国放弃了对经常项目的管制之后，其对资本账户的管制在一定程度上会失效。如果勉强继续实施严格的资本账户管制政策，其管制成本将逐渐提高。其中，区分经常项目交易和资本项目交易的工作量将呈上升之势，实施管制的行政成本将逐日增大，同时，也将造成国际收支政策方面的一系列不协调和对外经济活动方面的一系列困难。由此，