



THE MANAGEMENT of
EXCHANGE RATE and MACROECONOMY

外汇管理与宏观经济

国际收支顺差与人民币可兑换改革

柴青山◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



外汇管理与宏观经济

国际收支顺差与人民币可兑换改革

柴青山◎著

经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

外汇管理与宏观经济：国际收支顺差与人民币可兑换改革/柴青山著. —北京：经济管理出版社，2006

ISBN 7-80207-659-5

I. 外... II. 柴... III. ①国际收支—中国—文集 ②人民币（元）—自由兑换—文集 VI. ①F812.4—53 ②F832.6—53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 089879 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

选题策划：房宪鹏

责任编辑：谭 伟

技术编辑：蒋 方

责任校对：全志云

787mm×1092mm/16

18 印张 218 千字

2006 年 8 月第 1 版

2006 年 8 月第 1 次印刷

印数：1—4000 册

定价：38.00 元

书号：ISBN 7-80207-659-5/F·575

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

前 言

2003年9月刚到国家外汇管理局的时候，我还在担心自己不能很快地适应外汇管理工作。没想到此后三年我居然写了那么多文章。撇掉没法公开的一些报告和论文，将外汇管理方面的其他文章拾掇在一起，刚好可以编成一本书。这本书所体现出来的观点，既与我本人的阅历有关，又充分反映了外汇管理当前所面临的复杂形势。

1997年之前我曾经在中国银行浙江省分行营业部工作了整整8个年头，积累了比较丰富的实务经验。这些经验不仅有助于深刻了解商业银行的业务风险点；还使我能够从商业银行和涉外企业的角度来分析外汇管理措施的操作性、实用性以及对投资贸易便利化的具体影响。我一直认为，外汇法规不能变化太快，管理措施不能过于约束银行和企业的经营行为；否则外汇行为主体所付出的成本会比较高，而法规的有效性则不一定有政府部门想象得那样大。比如说，进出口贸易的逐笔核销制度给企业带来的成本就比较明显；企业对外支付佣金需向银行提供正本水单的规定，对企业会计账册的妥善保管就有一定的负面影响。在考虑外汇管理对银行和企业有何影响的同时，我还会从被监管者的角度来考虑即将出台的新措施的实际效果。比如在待结汇账户出台之前，我就坚决反对推出这种类似“稻草人”的管理措施；理由是企業可以通过分拆将资金打给关联企业或先使用待结汇账

户资金等办法来加以规避，而且设立临时账户对银行和企业而言，都有可能增加操作性风险和道德风险。能从这样的视角来思考问题，相信对外汇管理的完善和改革是有帮助的。

从1997年10月香港隔夜拆息被扯高至300厘那天起，我开始调入中银集团经济研究部工作。初到香港那一天，我坐在中银大厦68楼的餐桌旁，一边看着美丽的维多利亚海湾，一边急切地思考：一个基层的业务人员到底能否做好经济金融研究工作？当时的我根本没想到，香港这一开放、自由、多元化的金融市场，以及评论和消息满天飞的信息中心，对我成长为一个合格的研究员会有多么的重要。此后两年多时间里，在香港平静的海湾周围和上空，一直飘散着亚洲金融危机和中资企业债务危机的硝烟。就从近距离研究危机开始，我逐步把自己从一个业务操作员培养成一个研究宏观经济、金融市场和银行管理的研究员。到2000年中银集团开始重组时，我又参与了体改办的工作，并在新组建的中银香港从事发展战略研究以及流程优化和产品开发工作。这段经历使我到了外汇局后能轻车熟路地开展有特色的调研，而且善于从外汇局以外的视角来看待国际收支平衡和人民币汇率问题。比如当资金流出时，许多“老外管”就会主张加强对资金流出的监管；当资金流入时，又有许多人希望反其道而行之。而我则坚持认为，引导资金流向的主要因素始终是经济基本面、本外币利差以及与此相关的心理预期。以当前形势为例，国际收支大幅顺差就与内部需求不足、储蓄率偏高、政府对外资外贸的优惠偏多、国际产业分工大调整，以及我国在劳工和环境保护方面做得不够有很大的关系。在每年流进来的1800亿~2300亿美元中，确实有一部分所谓的“热钱”；但即使是这些“热钱”，也大都是在经济基本面引起的升值预期的作用下，个人、企业和银行不断调整资产负债结构——即减少外汇资产、增加人民币资产和外汇负债的结果。如果我们从现在开始就严

堵流入，不仅效果非常有限，而且流入流出同时受限，一定会给外汇行业主体带来很大的负面影响。

除了从宏观角度来理解外汇管理外，我还习惯于从金融市场和跨国比较的角度来分析当前所存在的一些问题。比如，我曾经提出学习台湾实行结售汇总量监管，鼓励三类公司（信托、保险、证券）到境外投资，进一步开放香港人民币业务以及通过银行理财及 QDII 的方式来疏导资金流出等建议。针对人民币应该一次性升够的舆论，我始终认为心理预期是没有准确底线的，就像亚洲金融危机中炒家抛低港股从来没有合理的底线一样。行政性的大幅升值措施，不仅会导致更多资金流入我国，导致美国政客的要价越来越高，还会对中资企业和农村经济带来较大的负面影响。与此同时，在生产成本很低以及加工贸易占我国进出口的比重超过 55% 的情况下，人民币一次性升值的幅度无论是 3% 还是 10%，都不一定会导致贸易顺差的大幅缩减（研究一下 20 世纪 80 年代日元的升值幅度和日本的国际收支平衡表就知道所言非虚了）。

2003 年 9 月，因机缘巧合，我从港澳中国银行被调到了国家外汇管理局，角色从“老鼠”变成了“猫”。经过近 3 年的学习和思考，我逐渐融入了监管队伍，而且越来越意识到科学管理的重要性。在中国这样一个诚信意识还不够强，金融机构的体质还不怎么健康的转型国家，适当的行政管理是很有必要的。外汇管理也一样，适当的管理可以起到促进国际收支平衡和维护汇率稳定的作用。通过维护国际收支平衡和打击外汇领域的违法犯罪行为，在某些情况下外汇管理甚至可以发挥维护金融稳定、促进国民经济健康发展的作用。比如外汇检查曾经揭发过一件案子：某香港上市公司在内地的合资企业，在伪造 7 本假账、虚构大量利润后，将“利润”汇往境外，并以新增投资的名义汇回内地。通过造假的手段，该公司的利润被放大了几倍，投资

规模从表面上看越滚越大；但由于银行和股民不知情，因此许多银行争相放贷，该公司的股价也节节攀升，为大股东套取银行和股民资金提供了大好机遇。企业汇出虚构的利润从外汇管理的角度看是非法套汇行为；但从更深的层次看，它又是一种可能给银行和股民带来损失甚至影响金融市场稳定的危险因素。

当然，在国家外汇管理局的3年时间里，我在认识到行政管理重要性的同时，也更加深刻地体会到外汇管理所面临的巨大挑战：挑战之一是国际收支在过去几年及以后若干年都将处于大幅顺差的状态。这不仅增加了投资贸易便利化改革的必要性，还意味着原先针对“流出”的法规体系必须作出较大的调整。放松对流出的限制、疏导资金有序流出（主要是资本项目），以及加强对异常资金流入的监管在今后几年都将成为外汇体改的主要方向。挑战之二是已经可兑换的经常项目成为资本项目资金进出境及售付汇的便捷通道。在检查实践中我们发现，由于我国已经实现经常项目可兑换，因此，看似严密的资本项目管理防线已经出现许多难以防守的漏洞。外债、资本金、证券投资资金都可以以个人侨汇、服务贸易或进出口贸易等名义轻易地进出境。这种情况表明，逐笔监管应该尽早让位于主体监管，资本项目应该逐步、有序地迈开可兑换的步伐。挑战之三是在行政管理链条中，属于上游管理的外经贸、银监、保监、工商、税务及海关等部门对属于下游管理的外汇局的影响越来越大。比如当前国际收支大幅顺差的形势，与外资优惠和鼓励出口政策、房地产税和个人所得税政策、人民币利率和本外币利差、本外币存款准备金率和对存贷比例的监管标准等，就有相当大的关系。从某种程度上说，这些因素可能比外汇管理本身要重要得多。在限制及开放的进程中，外汇管理基本上处于被动的地位。只要政府的管理体制一直朝市场化的方向发展，外汇管理最终也必须朝市场化及可兑换的方向发展。最后一个挑战是外汇业务

量和外汇行为主体的剧增以及外汇行为方式的隐蔽性，严重影响了以行政手段和逐笔监管为主的外汇管理的有效性。据统计，1984年至2004年20年间，我国经常项目外汇收支增加了22.5倍，资本及金融项目增加了58.4倍；在此情况下，一直固守逐笔监管或直接管理和间接管理显然是不可能了。外汇管理方式如果不适应形势的急剧变化，积极走价格管理、主体监管及事后监管的路子，以致最终迈向以市场调节为主，不仅整个社会的成本会越来越大，管理效果也一定会越来越差。

上述观点都已体现在我结集出版的这本书中。本书共分三个部分，上篇是讲宏观经济诸多领域对外汇管理的巨大影响；中篇是分析国际收支持续大幅顺差的原因；下篇主要讲作者本人对外汇管理体制改革的认识。希望广大读者在阅后，能对我国国际收支当前所面临的形势以及外汇管理体制今后的改革方向有一个清晰的认识。也希望更多的读者能关心、研究人民币汇率和国际收支平衡问题，并为更加有效的外汇管理积极献计献策。

柴青山

2006年6月21日

目 录

上篇 外汇管理与宏观经济

警惕繁荣背后的隐忧

——亚洲金融危机对我国的启示	(3)
维护国际收支平衡是各级政府的共同职责	(12)
溺爱出口与双循环困境	(21)
劳动者缺乏保障是国际收支失衡的重要原因	(26)
升值预期	
——在天平的那一端	(33)
虚假外资的政策反思	(40)
外资税收优惠让中国付出沉重代价	(47)
返程投资对外汇管理及相关政策的影响	(55)
开曼离岸法域和离岸公司考察报告	(63)

中篇 国际收支顺差与宏观经济

企业资产负债本外币置换的表现形式及其影响	(83)
隐性外债的主要表现形式及有关政策建议	(92)

如何看待新形势下的出口收汇率·····	(102)
政策上内外有别给我国外汇管理带来的影响·····	(110)
关联交易的危害性、监管难点及对外汇管理的影响·····	(119)
从流入角度看资本项目管制的局限性·····	(130)
资金倒流的可能性及其渠道分析·····	(139)

下篇 人民币可兑换改革

国际收支持续顺差形势下外汇管理的新思路·····	(175)
外汇检查面临的挑战及今后的发展方向·····	(192)
外资银行经营特点以及对我国外汇管理的影响·····	(206)
在华外资银行“离岸业务”的现状与监管建议·····	(218)
透析居民个人投资香港证券市场问题·····	(228)
外汇检查部门应积极利用和发展各种非现场手段·····	(239)
关于香港人民币业务进一步开放的几点建议·····	(250)
允许内地对港出口收取人民币的风险不大·····	(259)
香港人民币业务新开放措施对外汇管理的影响·····	(262)
对允许参加行开展人民币资产业务的几点思考·····	(265)

上 篇

外汇管理与宏观经济

警惕繁荣背后的隐忧^{*}

——亚洲金融危机对我国的启示

1997年以前的泰国，是与马来西亚和印度尼西亚齐名的“亚洲三小虎”之一。从1990~1996年，泰国经济年平均增长率约达8%。1995年，泰国人均国民收入超过了2500美元，被世界银行列为中等收入国家。

然而，亚洲金融危机的突然来袭，犹如一场剧烈的台风，横扫了这个从经济到旅游都一度炙手可热的国度。—1.4%，—10.5%，这分别是泰国1997年和1998年的经济增长幅度。

大厦绝不是有一天之内倒塌的。时至今日，我们当然已经知道，泰国当年引进外资、迅速推进金融自由化的一系列改革，其实就已经埋下了忧患的种子。

反观今日的中国，经济的高速增长已经持续了数年，经济总量甚至超过了英国，位居全球第四，亚洲巨人的崛起举世瞩目。同时，外资“热钱”大量流入，短期外债比重偏高，人民币面临巨大的升值压力，整体经济过热，房地产价格迅速上涨……所有这些现象无一例外地牵动了我们警惕的神经，似乎在暗示着我们：切勿过早地陶醉，想

^{*} 本文发表于2006年6月5日《二十一世纪经济报道》。

想那前车之鉴吧！此时的我们，是否也潜藏着危险的基因呢？

诚然，比起当年的亚洲伙伴，我们的优势还是很明显的。除了充裕的外汇储备后盾，还有历经打磨日渐娴熟的宏观调控。尽管如此，这些经济问题一旦应对不当而可能造成的灾难性损失，是万万不容我们掉以轻心的。所以，对这段历史的重思和对眼下现实的考量，毫无疑问，仍旧有着不凡的意义。

防患于未然，繁荣才会来得更持久。

当前我国经济发展的总体状况是健康的。但从居安思危的角度我们也不难找出一些危险因素，包括跨境资金大量流入、短期外债比重偏高、人民币升值预期强烈、房地产价格涨幅过快以及外资的优惠过多等。这些不太健康的因素在亚洲金融危机爆发之前的泰国、日本，都可以依稀找到它们的影子。从金融业改革开放的进程看，我国目前正处于金融机构健全性改革、金融业对外开放以及利率、汇率和资本市场等市场化改革三头并进的时期，这一历史特征与 20 世纪 90 年代的泰国也非常相似。正因为当年没有处理好三大改革之间的关系，所以泰国经济在 1997~1999 年受到了非常沉重的打击。前事不忘，后事之师。为确保我国经济能保持健康发展势头，我们认为，结合日本、泰国金融危机之前的历史，对我国当前的一些潜在风险进行深入分析，并从中找出应对之策是非常必要的。

一、亚洲金融危机以前的泰国

由于泰国是亚洲金融危机的始发国，而且其病症颇具典型意义，因此我们就从泰国先谈起。受各种因素影响，1989 年我国香港曾一度出现了信心问题及走资、迁册、移民浪潮，内地的外商投资也明显下滑。从那个时候起，泰国就订下了宏伟计划，一方面想吸引更多外

资以推动经济发展；另一方面，试图把曼谷建设成与香港相媲美的国际金融中心。为此，泰国颁布了“一揽子”措施，迅速推进金融自由化改革和对外开放步伐。泰国 1989 年实行利率浮动，1990 年允许外汇自由兑换，之后又陆续推出了许多自由化措施，包括允许境内外汇结算，证券投资及居民对外投资 1000 万美元以下可自由汇出，居民对非居民贷款不受限制，居民可以自由对外举债，外债本息汇出无须经过事先批准，商业银行可以进入境外货币市场自由发债，以及大力发展货币期货和期权、国债期货、利率期权和调期等衍生金融工具。与此同时，泰国还积极扩大金融业的对外开放，允许外资银行进入国内货币市场，努力将国内的资本市场国际化。1993 年泰国引进 OUT-OUT（从国外吸收存款和借款，在外国以外币形式贷款）和 OUT-IN（从国外吸收存款和借款，在泰国以外币形式贷款）的国际银行业务，1995~1996 年又将开办国际银行业务的外资银行升格为全面银行，允许它们增设机构，使外资银行的数目迅速接近本土银行。

泰国上述一系列改革确实达到了引进外资、加速经济发展以及培育金融市场的目的。但是，它们也带来了许多负面影响，为金融危机爆发埋下了不安定因素。其一是境外资金大量流入，民间机构借外债的风气非常盛行，导致泰国外债总额节节攀升至 1996 年底的 857 亿美元，而且短期外债比重超过 50%。其二是大量外资流入房地产行业，金融公司投放于房地产的贷款比重也高达 25%，致使空置率偏高，地产商面临着开发用外汇、售房收入收泰铢的货币错配风险。其三是金融自由化和外资的大量流入，使泰国股市、楼市乃至整体经济都出现过度的繁荣。从 1990~1995 年，泰国 GDP 的平均增幅高达 9.04%。经济过热使房租、楼价、劳工价格和消费品价格全面上扬，严重削弱了出口产品的竞争力，导致经常项目赤字急剧扩大，泰铢面

临贬值的压力。其四是泰国虽然迅速推进金融自由化，但泰铢仍然钉住美元，以致泰铢汇率逐渐被高估，矛盾被积累至一触即发的地步。其五是泰国政府没有贯彻金融机构改革优先的原则，金融自由化改革和对外开放步伐过于急促，以致当六年间市场化改革基本到位之后，本地银行及金融机构的素质仍然很差，金融人才仍然很缺乏，监管法规也很不完善。甚至当衍生产品市场迅速发展之后，泰国央行的大部分监管人员仍然对此缺乏认识。

金融自由化不仅发育了过度繁荣的货币市场和资本市场，还为外资大规模撤出提供了便利。最突出的是危机期间外资金金融机构针对泰国经济出现的问题和监管上的漏洞，运用舆论攻势和雄厚的资金实力操控市场，对危机的孕育、恶化和扩散起到了巨大的破坏性作用。其中，过早发育的衍生产品市场更为对冲基金利用其杠杆效应，以超出实际资金量数十倍的效应来冲击泰铢和资本市场提供了大好机会。在外资及金融危机的冲击下，泰国损失极其惨重，仅 1997 年 7 月至 1998 年 1 月，泰铢就贬值了 56.7%，楼价跌幅超过了 35%。最后，泰国 91 家金融公司中，被关闭和接管的超过 63 家，15 家本地银行中未被政府接管或外资控制的仅剩下 4 家。

二、金融市场中的不安定因素

从泰国及其他国家在危机期间的惨痛经历看，我国经济金融领域存在的一些不健康因素确实应当引起我们的高度警惕。首先是挥之不去的人民币升值预期，以及与此相关的境外资金的持续大量流入和短期外债比重的快速上升。自 2003 年以来，在西方国家政府及投资银行的肆意炒作下，境内外出现了非常强烈的人民币升值预期，加上我国长期实施刺激出口、鼓励外资的政策，因此，国际收支一直处于大

幅顺差的状况，每年顺差的规模约 2000 亿美元即 1.6 万亿元人民币左右。跨境资金的持续大量流入，一方面导致我国基础货币投放增加，经济领域出现明显的过热迹象，央行不得不靠发行票据来回笼资金；另一方面，由于加息势必会减少投机者的机会成本，从而刺激更多的境外资金流入。因此，我国不得不对加息尤其是存款加息采取慎重的态度，这难免会使政府遏制经济过热和房地产泡沫的努力面临市场化手段的局限性。这与日本在 20 世纪 80 年代所面临的困局是比较相似的。

在资金大量流入的同时，我国外债余额于 2005 年底达到 2810 亿美元，其中短期外债余额高达 1561 亿美元，比重为 55.56%。虽然我国外汇储备充裕，偿债率、负债率、债务率均在安全线之内，而且短期外债比重较高与 2001 年调整统计口径有一定的关系，但是，短债比重从 2002 年底的 31.4%，跳升至 2004 年 3 月底的 40% 以及 2005 年底的 56.56%，大幅偏离国际公认的 25% 的警戒线，却是无可否认的事实。短期外债过多，对一般企业而言，一旦形势逆转可能会面临被集中索债及资金链断裂的风险；对那些借外汇收本币的企业来说，可能还会像泰国房地产企业那样，面临着债务负担在贬值情况下因货币错配而骤然加重的困局。在亚洲金融危机期间，受打击最重的几个国家短期外债比重都相当高；其中，韩国高达 67%，印度尼西亚高达 62%，泰国六家最大商业银行的短债比重更超过了 77%。依照前车之鉴，我国对短债比重的持续、快速上升，确实应当予以高度重视。

三、避免经济过热和泡沫化倾向

经济持续偏热，导致国内出现一定程度的资产泡沫，房地产价格