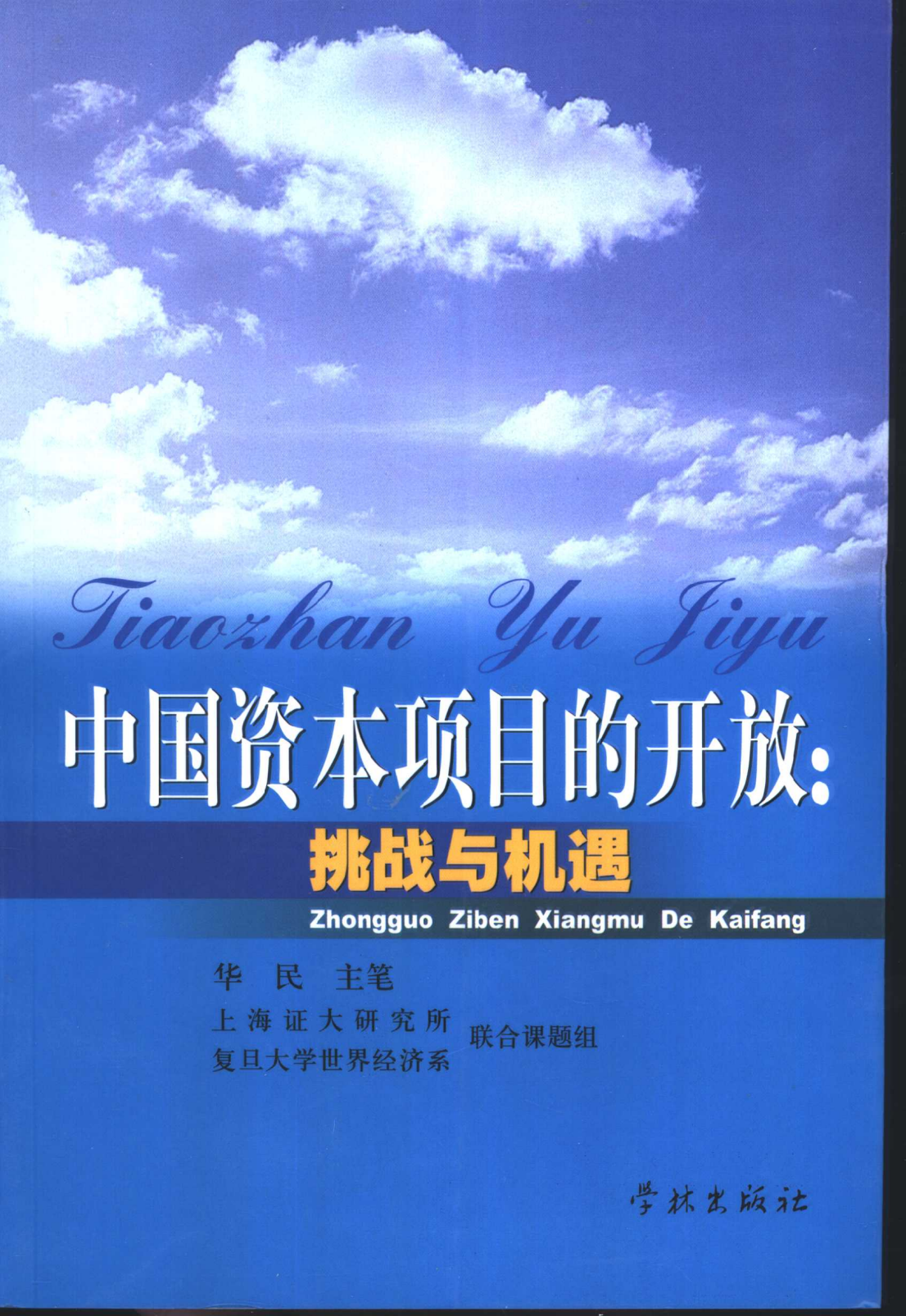




Tiaozhan Yu Jiuyu

中国资本项目的开放:

挑战与机遇

Zhongguo Ziben Xiangmu De Kaifang

华 民 主 笔

上海证大研究所 联合课题组
复旦大学世界经济系

学林出版社



中国资本项目的开放： 挑战与机遇

Zhongguo Ziben Xiangmu De Kaifang

华 民 主 笔

上海证大研究所 联合课题组
复旦大学世界经济系

学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国资本项目的开放:挑战与机遇/华民主笔. —上海:学林出版社,2003.7

ISBN 7-80668-516-2

I. 中... II. 华... III. 对外开放—研究—中国
IV. F125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 033067 号

中国资本项目的开放:挑战与机遇



主 笔——华 民
责任编辑——乐惟清
特约编辑——刘益民
封面设计——周剑峰

出 版——学林出版社(上海钦州南路 81 号)
电话:64515005 传真:64515005
发 行——新华书店上海发行所
学林图书发行部(钦州南路 81 号 1 楼)
电话:64515012 传真:64844088
印 刷——上海港东印刷厂
开 本——889×1194 1/32
印 张——4.5
字 数——10 万
版 次——2003 年 7 月第 1 版
2003 年 7 月第 1 次印刷
印 数——5000 册
书 号——ISBN 7-80668-516-2/F·35
定 价——12.80 元

序

身处日新月异的时代和日益壮大的市场,作为浪尖弄潮的投资者和经营者,我们最关心的莫过于所处经济环境及其变化趋势——把握好经济暗潮的脉搏节律,把握好经济革新的核心变量,即握住了时代的咽喉。

经济全球化的加速是当今世界经济的主流趋势,贸易自由化和资本流动的自由化是经济全球化的两大主题。以此为背景,我们面临着两大框架性约束:其一,国际贸易自由化。中国加入 WTO 后,打开了商品与服务自由贸易的瓶颈,其具体进程已从不确定的动态走向相对可预见的参量;其二,资本流动国际化,即资本项目的对外开放。1993 年十四届三中全会提出人民币将逐步走向资本项目下自由兑换的大方向,但具体进程并未明确,因而成为我们最关注的约束变量——唯其不确定,其研究价值尤为突现;唯其不确定,其酝酿的潜在机遇也就更为巨大。

由此,我们开始着重思考中国资本项目开放的种种问题,希冀对此获得更为清晰和完整的认识,总体来说,围绕着两个方面:

序

1. 国际国内的经济发展趋势对中国资本项目开放要求的紧迫性

国际资本的自由有序流动,可以充分利用各国的比较优势,改善全球资源的有效配置,提高资源的使用效率,促进全球经济增长。中国改革开放以来,就不断地推进资本项目对外开放,统一协调资本开放、人民币利率和汇率政策;1994年实现了汇率并轨,成功地建立了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度;1996年12月实现了人民币经常项目可兑换,在资本项目方面实行非对称性的管制,即长期的资本流入相对自由,同时严格限制资本的流出和短期资本的流入。

在新的时代背景下,资本项目开放的紧迫性与日俱增。一方面,人民币在经常项目下的可自由兑换使资本的管制更加困难,资本管制的成本进一步增加;另一方面,封闭的国内金融市场使本国丧失了利用国际金融市场来为国内经济发展服务的利益,国内数量庞大的融资主体不得不负担远较国际水平为高的融资成本,外来投资和对外投资亦大量遭遇搁置。

因此,在经济和金融全球化发展的形势下,如何尽快推动资本项目开放、利用国际资本推动国内经济和金融市场的发展,不仅是政府经济管理层、金融投资界人士,而且是所有关注中国经济社会发展的有识之士所共同面临的一个非常紧迫的重大课题。

2. 资本项目的开放对金融体系会有怎样的影响

资本的自由流动,直接地改变了资本市场资金供求关系基础、增加了金融体系的系统风险,间接地通过汇率制度、货币政策等一系列机制影响着宏观经济的发展。回顾世界发达国家资本项目的开放进程,从美国1974年取消利息平衡税,到冰岛1995年实现资本项目自由化为终点,时间跨度21年,无不渐进

式地推动了金融市场、监管政策和各项经济制度的改革和发展。汇率变动和资本自由流动则极大地改变了人们的经济生活方式、经营者的投资决策环境、国家的经济决策参量。

资本自由流动固然对世界经济效率的提高和经济发展有着巨大的推动作用,但“水能载舟,亦能覆舟”——其同时对金融系统乃至国家经济的冲击却令人畏惧。简单地回顾日本 1980 年资本项目开放后 80 年代的巨大泡沫和 90 年代的长期衰退、1998 年遍及亚洲诸多国家和地区的金融危机,足可知国际自由资本的力量。

“凡事预则立,不预则废”。因此我们必须思考:中国资本项目的开放,其利灼灼,其弊几何?——自由度大了,变量也就多了,问题也就会更复杂。面对日益转型和开放的中国市场,资本项目开放可谓最重要的核心变量,因为,突破这个边界,我们所面对的将是崭新的时空。如何扬长避短?如何踩稳潮起潮落的节奏?如何有效防御国际资本对金融市场的冲击,维护经济和金融稳定?对国家而言,关系到社会经济的稳定;对企业、机构而言,关系到各自的生死存亡;对于社会个人而言,既是管锥国事的匹夫之责,也会影响到各自的切身利益!

基于这些问题,我们上海证大研究所联合复旦大学世界经济系成立专门课题组,展开关于“中国资本项目开放”的课题研究。通过这个研究,我们希望更深地认识影响中国资本项目开放进程的重要因素,及其对经济、金融的影响,从而为我们的投资决策作为参考。我们不可能完全分析中国资本项目开放的所有方面,我们的目的在于构建一个相对完整的分析和判断框架,并知道将来发生什么的时候应当做些什么。同时,亦希望这个课题的研究成果可以为社会经济各界提供一种思考和意见,为推进中国资本项目的开放贡献一份微薄之力。

本书是我们研究成果的汇编。其特点在于结合了中国现有的经济研究和发展状况,从中国经济、世界经济的多个层面、多个角度系统地分析了中国资本项目开放的必要性及其后果,并以此为鉴,提出了若干政策建议。同时,本书在语言风格上力求严谨、精炼,避免了大量数学语言的纯理论分析,使之具有较强的可读性和应用性,对于金融机构和国家政策的决策者,都具有较强的参考价值。当然,本书一定也会存在不尽完善之处,敬请读者批评指正,也希望听到来自社会、经济各界更大、更广的声音。

复旦大学世界经济研究所所长、世界经济系主任华民教授主持并主笔了本书的写作,其多年在世界经济领域的研究成果和独到的见解在本书中均有所体现,更增添了本书的学术内涵。华民教授同时兼任证大研究所副所长,亦对上海证大投资集团的投资决策和研究工作提供了很多指导与帮助,在此一并表示衷心感谢!

朱南松

2003年4月

目 录

第一部分 中国资本项目开放的必然性	1
一、资本项目开放是化解贸易冲击的需要	2
二、资本项目开放可以带来结构调整所 需的新的资金流量	5
三、资本项目管制的有效性下降要求开放资本项目	8
四、资本项目开放是深化国内金融体系的要求	11
五、资本项目开放是提高中国经济对外 开放效率的要求	12
第二部分 中国开放资本项目会带来什么后果	15
一、开放资本项目的后果之一:汇率制度将 发生根本性变化	16
1. 蒙代尔三角	17
2. 汇率制度变化的微观效应:金融市场的自由化	20
3. 汇率制度变动的宏观效应:需要更加灵活的 宏观经济政策	24
二、开放资本项目的后果之二:国际资本大量流入	28
1. 国际资本流动的一般规律	28
2. 国际资本大量流入的基本面分析	35
3. 国际资本大量流入的金融面分析	36
三、开放资本项目的后果之三:中国金融业 将面临巨大的外部冲击	39

1. 中国金融体系存在的结构性问题	39
2. 中国融资系统的效率十分低下	40
3. 中国金融体系改革的关键何在?	47
第三部分 如何应对资本项目开放所带来的冲击	49
一、如何有效地吸引国际资本流入	50
1. 保持宏观经济长期持续稳定的增长	50
2. 深化国有企业的改革、创造宏观经济 稳定的微观基础	57
3. 加快金融转型	61
4. 保持经济增长与社会保障之间的平衡	66
5. 保持经济增长与环境之间的平衡	70
二、如何防范国际资本周期性流动产生的风险	73
1. 关于国际资本流动的一般概念	73
2. 从吸引跨国公司的直接投资到开放资本市场	79
3. 深化资本市场的改革	94
三、如何防止国际收支危机	104
1. 避免汇率高估	105
2. 控制货币资产的风险溢价	106
3. 控制资本流动的部门结构	107
4. 控制资本流入	109
5. 汇率、储备与国内外政策的协调	114
结论:有序地推进资本项目的自由化	127
参考文献	130
后记	134

第一部分 中国资本项目 开放的必然性

内容提要:

开放资本项目可以为经常项目的不平衡提供缓冲机制,使国内价格和汇率趋于稳定,避免内部经济的高成本调节;同时也能为应对国际竞争而必然要发生的国内产业结构调整提供更好的金融支持;此外,由中国入世所造成的贸易自由化,将使中国资本项目管制的成本上升,带来的扭曲增加,因此开放资本项目也是减少上述效率损失的理性选择。再从国内金融体制改革的角度看,资本项目的开放可以形成以开放倒逼改革的局面,打破阻碍改革进行的利益僵局。最后,从开放的效率和深度来看,资本项目开放意味着中国经济的对外开放将会发生质的变化,并最终完成从行政主导型开放走向市场主导型开放,从政策性开放走向体制性开放的根本转变。

资本项目开放有诸多收益,这些收益都构成开放资本项目的理由。在众多收益中,较为明显的主要有以下几点:

(1) 开放的资本项目使国内的经济主体享受更多借贷、投资和资产交易的选择,从而可以更大程度地分散财富和收入的风险。

(2) 开放的资本项目使跨期消费的国际交易成为可能,为国内消费的跨期平滑提供了方便。

(3) 增强了一国利用国际储蓄的能力,降低了融资成本。

(4) 开放的资本项目对国内的财政政策和货币政策的谨慎性提出了更高的要求,因此,这种约束在很大程度上可以防止国内宏观经济政策的滥用。

以上提及的收益从不同角度为开放资本项目提供了理论上的支持,然而本文主要关注中国在开放资本项目问题上的特殊必要性。在中国开放资本项目不仅具有一般的收益,而且由于其面临的一些特殊情况,使之开放资本项目具有特殊的收益。换句话说,中国需要通过开放资本项目来解决中国经济当前所面临的一些特殊的压力。因此,开放资本项目对于中国来说不仅是为了直接增加国民福利,而且也是为了化解国民经济发展所面临的压力。下面主要从三个方面来论述中国开放资本项目的特殊必要性。

一、资本项目开放是化解贸易冲击的需要

中国于2001年11月加入世贸组织(WTO)。随着中国入世,不仅中国的贸易流量会增加,而且经常项目下的国际收支也将变得更加不确定。面对贸易流量的增加和经常项目收支的不确定性,资本项目开放可以提供新的外部平衡的调节渠道。我们这样说的根据在于:

(1) 资本项目管制下贸易冲击要求国内经济调整的成本

太高。

如果资本项目不开放,经常项目收支的不平衡必然体现为央行外汇储备的相应变动。在经常项目顺差的情况下,央行被动吸入外汇储备,而作为央行资产的外汇储备增加之后,在商业银行存款创造的扩张作用下,货币供应会有更大幅度的增加,从而对国内价格水平形成通胀压力。反之如果出现较大逆差,则对国内价格水平产生通缩压力,更严重的问题在于:央行持有的储备如果持续流失可能影响到汇率的稳定。为了防止经常项目的波动(随着贸易流量的增加,可以预见这种波动幅度的增大)对国内价格和汇率稳定的不利影响,则必然考虑冲销政策。问题在于中国目前是否具备实行大规模冲销政策的能力。中国在这一问题上的困难之处在于实施冲销政策的两大主要工具,即央行再贷款和公开市场操作,都不具备应付持续大规模国际收支不平衡的能力。

我们首先来看央行再贷款。再贷款是中国人民银行一项传统的货币政策工具,央行通过发放和回收对商业银行的再贷款来影响商业银行的信用创造能力,这项工具通过改变央行持有国内资产的变动来抵消其持有的国外资产的变动对基础货币的冲击。1998年以前,面对持续的双顺差,央行主要是回收再贷款;此后在国内出现通缩压力时则改为鼓励商业银行向其贷款。从再贷款余额来看,已从1994年的9626.45亿元下降到1998年的5420.81亿元。可见,1998年之后,再贷款余额规模缩小,且其中部分再贷款具有最后贷款人的功能,所以,如果加入世贸组织之后几年中国经常项目持续出现较大顺差,通过回收再贷款进行冲销已经不再可行。此外,由于利率管制和东南亚金融危机以后当局对金融风险的日益重视,国有商业银行出现“惜贷”现象,低利率使银行持有超额准备金的机会成本下降,而当

局对国有商业银行从领导考核评定向风险控制的偏重使商业银行的行为也随着偏向风险而忽视了利润。这种超额准备金的存在使央行不能如愿地扩大再贷款发放力度。所以在利率管制的制度环境下,可以预见,央行增加发放再贷款难度很大。从上面的分析来看,央行对再贷款的调节能力受到了很大的制约,已不再适合作为冲销工具。

现在我们再来看公开市场操作。公开市场操作作为货币投放的连续微调的政策工具应是中国日后的发展方向,但是目前公开市场业务在我国还处于起步阶段,表现为规模小;市场分割;债种单调;交易手段落后;缺乏足够的交易者。这些缺陷的存在严重削弱了公开市场操作作为冲销工具的有效性。

综上所述,在资本管制下,经常项目的不平衡会导致央行储备的变动,而在冲销不可行的情况下,国内货币供给就会被动地扩张或收缩,从而引起国内价格水平不必要的波动。这对于内部经济稳定是十分不利的。而开放资本项目之后,则可以用资本项目来平衡经常项目,从而保证外汇储备和国内价格水平的稳定,这对于国家经济安全来说十分重要。

(2) 开放的资本项目可以作为调节经常项目的工具,对贸易冲击具有一定缓冲作用,并且可以保持外汇储备的适当水平,而保持一定规模的外汇储备对于一个国家来说,不但具有经济安全的作用,同时也具有明显的政治意义。

亚洲金融危机使人们更多地把资本项目看作是增大国际收支不平衡的因素,这在一国经济基本面恶化时可能如此。然而在经济基本面良好的情况下,资本项目恰恰可以作为平衡经常项目的稳定因素。如果一国面临经常账户逆差,则储备的减少、从而国内货币供给的减少首先会使利率水平上升(资本市场调节速度快于商品市场),而利率的上升将吸引外资流入。这样储

备和货币供给就能保持稳定,价格水平也就不会被动波动。同样,在经常账户顺差的情况下,资本项目会出现逆差来抵消对国内经济的冲击。当然经常项目最终还是需要靠其本身来弥补和平衡的,但是资本项目的存在在短期内倾向于自动平衡贸易冲击。中国加入世贸组织之后,国内产业会有很大调整,这个调整期也是经常项目的不确定性最大的时期,这时候需要开放资本项目作为平衡国际收支和稳定国内经济的方式。

二、资本项目开放可以带来结构调整 所需的新的资金流量

加入世贸组织之后我国企业在商品市场上会面临更大的竞争,然而,在商品市场竞争的背后,则是各国企业所能得到的金融支持的竞争。所以,很难想象融资环境恶劣的国内企业在与国际同行竞争时能处于有利的地位。

中国一方面存在大量甚至过量的民间储蓄,另一方面,作为资金中介主渠道的银行又不能有效地将这些金融资源转化为企业投资。存在于中国资金转化方面的这种瓶颈一方面需要改革国内的金融体系、盘活国内储蓄存量来加以解决,另一方面则需要引入国外资本,以新增的流量来弥补国内资金的“不足”。这也就是说,我国企业的资金缺口需要通过改革和开放并行才能有效地获得解决。对此,我们可以分析如下:

(1) 国民收入的分配变化和银行配置金融资源的中介作用。

从 1978 年改革开放至今,国民收入每年以平均 9.5% 的速度增长,同时国民收入在国家、企业和居民这三个部门的分配也发生了重大的变化。其中个人收入的增长速度远远超过国家和

企业收入的增长速度。国家、企业、居民三者的收入比例在改革之初(1978)分别为31.6%、17.9%、50.5%。而在1989年,则分别为14.4%、21.5%、64.1%;到1997年时则分别为17.5%、14.4%、68.1%。可见,居民收入在国民收入中所占的比例已经从过去的1/2左右迅速地上升到目前的2/3左右。与之相对应的是企业资金来源的变化,中国企业过去那种财政主导型的资金来源已经不复存在,居民储蓄成了企业主要的资金来源。这一转变使银行在经济生活中的作用越来越大。由于国内的直接融资市场发展还处于初步阶段,银行作为将居民储蓄转化为企业投资的中介机构担负着至关重要的责任。这一中介的效率高低直接关系到国民经济的健康发展。

(2) 银行失灵和企业融资的困境。

目前中国金融配置由于银行失灵而渠道不顺。企业和银行双方都陷入了困境。一方面,银行持有的大量居民存款找不到合适的贷放出路,另一方面,国内企业特别是中小型私营企业资金缺乏而得不到银行的支持。其中的原因部分在于企业自身,主要是可用于担保抵押的资产不足和资信的低。另一方面则不得不归咎于国内金融体系特别是银行系统的败血症。这里既有宏观金融制度的责任,又有银行自身效率低下的原因。

首先,宏观金融制度存在着金融压制现象,主要体现为人为控制的低利率。在目前的金融体系改革中,银行在发放贷款方面的自主程度有所提高,但是贷款的定价权却还是受到了严格的管制,这就意味着银行不能根据具体贷款的风险大小相应调高利率。低利率必然与低风险相对应,而对低风险的过度强调则必然使发放贷款的渠道变得十分狭窄。

其次,从微观银行的角度来看,由于缺乏科学有效的资信评估体系,为了防范贷款风险,很多银行机构只是简单地实行信贷

员责任制。过度地偏重于增量风险的控制而不顾持有过多准备金的机会成本,也是造成近年来银行惜贷的一个主要的原因。由此可见,国有商业银行还未能在风险、流动性和收益率这三者之间找到利润最大化的均衡点。从这个意义上来说,国有商业银行还不是真正意义上的商业银行。因此,处于这种状况的国有商业银行将无法为国内企业提供有力的金融支持,而缺乏足够金融支持的国内企业在加入世贸组织之后的激烈竞争中很可能处于不利地位。

(3) 开放金融市场和资本项目可以增加资金供给。

中国入世对于深化中国银行业的改革,提高作为市场中介的中国商业银行配置金融资源的效率将产生极为重要的影响。根据中国入世的承诺,外资银行已经获得了在中国境内经营人民币业务的市场准入权,外资银行在国内信贷市场上与国内银行的竞争已经开始,这对于提高中国商业银行的金融资源配置效率无疑具有积极的作用。但是,金融服务贸易的开放和商品市场的开放一样,外资银行的大量进入也会给本国的供应者(中国的商业银行)带来巨大的冲击。为了防止出现国外的金融机构与国内金融机构在国内市场上争夺有限的金融资源,我们就必须在按照入世承诺、对外资银行开放信贷市场的同时,逐步地开放资本项目。资本项目的开放对于中国信贷市场的发展至少会产生以下两种积极的影响:第一,由于外资银行的介入,信贷市场的竞争将被激活;第二,伴随着外资银行市场准入而来的对国内有限资金的争夺,将会随着资本项目的开放与外部信贷资金的流入而得到缓解。其中,竞争激活效应将提高我国金融资源的配置效率,而外资流入效应将增加流入我国的资金总量,从而可以大大缓解我国企业在加入世贸组织之后进行产业调整与

规模扩张时所需要的资金来源问题。

三、资本项目管制的有效性下降 要求开放资本项目

管制需要成本,但是在管制无效的情况下,管制的成本便成为纯粹的损失。

(1) 经常项目自由兑换之前的资本控制。

相对来说,经常项目自由兑换之前的资本控制应该是较为有效的,然而正如美国花旗银行前董事长沃尔特·B. 里斯顿(Walter B. Wriston)所说:“资本总是流向需要它并且善待它的地方。它总是力图逃离对其价值和使用实行管制的地方,任何政府都无力长期束缚它。”(Dorn, 2000 年 10 月)即使在 1997 年之前,当时中国尚未实行经常项目的可兑换,资本管制的效果也不尽如人意。特别是在 1994 年,当时国内一年期存款的官方利率达到了 11%(非官方利率超过 20%),比当时美国的利率高出 7 个百分点。当年中国外汇储备增加了 304 亿美元,比 1993 年增加了 143%。然而,当年的贸易顺差只有 52 亿美元,引入的外商直接投资 338 亿美元,其中一半为实物投资(比如机器设备)。这样大约 80 亿美元的外汇储备的增加找不出合适的来源。据有关研究(Yonghao, Pu, 2001 年),当年通过非正当途径进入中国的实际资本规模远大于这一数字。可见,资本总是在寻求套利的机会,即使在经常项目自由兑换受到限制的情况下管制也并不是总是有效的(Dorn, 2000 年 10 月)。

(2) 经常项目自由兑换之后的资本控制。

中国于 1996 年 12 月接受国际货币基金组织(IMF)第八条款,对经常项目实行了自由兑换,同时对资本项目继续实行严格