

人民币资本项目开放的成本与收益分析

王俊方

(厦门大学 金融系,福建 厦门 361005)

摘要 随着经济全球一体化步伐的加快,人民币已经实现了在经常项目下的可自由兑换,资本项目下的自由兑换问题也越来越成为人们关注的热点之一。本文从成本收益分析的角度及中国加入WTO的角度对我国资本项目的开放是否应在我国实行进行了分析,最后得出结论:我国在短期内不宜实行资本项目的完全开放,应结合中国的实际情况与金融监管能力,制定一个审慎的、渐近式的开放策略,从而在较长时间内顺利实现人民币在资本项目下的自由可兑换。

关键词 资本项目;自由兑换;人民币;成本收益

[中图分类号]F822.1

[文献标识码]A

[文章编号]1003-9031(2004)10-0044-05

在亚洲金融危机爆发之时,中国之所以没有受到直接冲击,一个重要原因是资本项目的管制限制了国际和国内之间资本的自由流动。随着我国经济体制改革的深入和对外开放的深化,特别是在我国加入世贸组织后,资本项目下的管制成本越来越大,如何实现资本项目的逐渐有序开放并获得开放利益便成为一件十分迫切的任务。与其他经济理论分支相比,有关资本项目开放的成本与收益的理论还处于非常原始的阶段,严谨的理论分析及经验研究还很缺乏。已有50年历史的Mundell—Fleming分析模型是最早的国际金融领域的模型。该模型的基本构架是IS/LM/BP模型,它在IS—LM模型的基础上引入了国际收支均衡线BP,由于不同的资本自由流动情形下各国BP斜率不同,从而导致各国货币政策和财政政策的不同,进而对各国造成不同的经济影响。但该理论还是非常初级的理论。目前经济学界对此问题还没有统一的结论。本文针对我国实际情况,试图从我国加入世贸后资本项目开放的成本与收益对比的角度分析此问题,并提出自己的看法。

一、人民币资本项目开放的成本分析

国际货币基金组织(IMF)将资本项目开放(也称资本项目可兑换)定义为“消除对国际收支资本和金融账户下各项交易的外汇管制,如数量限制、课税及补贴”,即对资本项目交易的资金转移支付不加限制和拖延。资本项目开放具有以下特点(1)居民既可以通过经常项目的交易获得外汇,也可以自由地通过资本项目的交易获得外汇(2)所获外汇既可以在外汇市场上出售给银行,亦可以在国内或国外持有(3)经常项目和资本项目下交易所需要的外汇可自由在外汇市场上购得(4)国内外居民可自由地将本币在国内外持有来满足资产需求。

20世纪80年代以来的货币危机表明,资本项目开放和货币危机之间存在因果关系。就中国实际来看,中国开放资本项目后的潜在成本主要表现在以下几个方面。

1. 国际资本流动会导致人民币汇率的不稳定并冲击中国的宏观经济

资本项目开放后,如果国内外资产价格存在明显的差异,更大规模的资本流动将不可避免。而迅速增加的资本流动很可能引起实际汇率的相应变动,并对国内出口乃至整个实际经济部门产生不利影响。过去二十年里

收稿日期:2004-07-06

作者简介:王俊方(1977-),男,厦门大学金融系硕士研究生。

发展中国家资本项目开放的经验表明,当各种管制措施被取消后,大规模的资本流入(特别是短期资本流入)发生的可能性更大。在多数情况下,大规模的资本流入会导致一国的实际汇率升值,通货膨胀压力、出口产品竞争下降、贸易收支恶化,以及国内金融市场不稳定等,这是资本项目开放对宏观经济的冲击带来的成本。

对于在大规模资本流入的情况下实际汇率可能出现的升值,发展中国家必须予以高度重视。因为实际汇率升值会损害一国的实际经济部门,并进而危及国际收支状况。持续的实际汇率升值势必会使一国的资源由可贸易品部门转向非贸易品部门,从而导致经常项目恶化。当经常项目赤字变得难以维持时,名义汇率的贬值将迅速增强,资本流入的逆转就成为不可避免的事情。短时间内大规模的资本外逃和货币的急剧贬值(特别是在缺乏弹性的汇率制度下)将最终将一国推向金融危机的深渊。有研究表明,70年代末,导致拉美国家资本账户开放失败的主要原因就是大规模资本流入引起的实际汇率升值。1994年的墨西哥金融危机和1997年的泰国金融危机,也可以在很大程度上归因于实际汇率的升值和僵化的汇率安排。

我国目前虽然实行的是一种有管理的浮动汇率制,但实际上,汇率很少变动,不反映实际汇率,这种缺乏弹性的汇率制度在资本项目开放后必然会带来汇率的异常波动,进而冲击宏观经济的稳定。

2. 兼顾内、外部均衡难度加大的成本与可能丧失货币政策独立性的成本

在资本项目开放后,资本的自由流动和货币的自由兑换使货币市场和外汇市场融为一体,央行在货币市场上的任何调控行为都会直接而迅速地传递到外汇市场,同样,央行对外汇市场的调控政策也会影响到货币市场。因此,在资本项目开放条件下,一国将面临内部均衡和外部均衡的冲突,两者兼顾的难度加大,尤其是货币政策独立性与汇率稳定两者之间的明显冲突。三元悖论认为,一国政府最多只能同时实现下列三项目标中的两项:完全的资本流动性、货币政策独立性和汇率的稳

定性。如果一国货币当局要想成功地在保持固定汇率的情况下紧缩银根,它就必须牺牲资本的流动性,因为只有严格的资本管制条件下,提高利率才可能有效地减少总需求。如果允许资本完全自由流动,提高利率会导致大规模的资本流入,从而促使利率下降至世界利率水平,使紧缩政策失效。这实际上意味着在资本完全自由流动的情况下,要想维持汇率的稳定性,就只能牺牲货币政策的有效性和独立性。如果想在允许资本完全自由流动的情况下有效地紧缩银根,即保持货币政策的独立性,就必须实行浮动汇率制。因为在浮动汇率制下,虽然利率提高短期内会导致资本流入的增加,但随之而来的汇率升值很快会阻挡资本的进一步流入和利率的下降,从而维护紧缩政策的有效性。

中国是一个在亚洲和世界范围内具有经济个性的大国,在经济发展和宏观调控上有许多不同于其他国家的特点,不可能为汇率稳定而采取货币局制度。既要实现资本的自由流动,又不能放弃货币政策的独立性,就对我国汇率制度的改革提出了一个必须面对的课题。

3. 由于资本外逃所带来的成本

当前在资本项目管制的情况下,中国仍存在大量的资本外逃现象。有人估算出在1992—1996年间资本外逃总规模达875.3亿美元,平均每年175亿美元。开放资本项目后,由于资本流动的便利,资本外逃的成本便大大降低。而且基于逃避金融压制,规避国内风险,维护资产保密性等引起的资本外逃规模便会加大。资本大量外逃带来的成本有:

(1) 危害经济增长。持久性的资本大量流出,将导致国内资源流失,减少政府税收收入,同时会降低国内储蓄,造成国内资金短缺,从而损害经济增长的稳定性。

(2) 加重外债负担。资本外逃将减少国内资金的供应,使借款成本上升,偿债资源下降,从而加剧债务危机问题。

(3) 危及金融安全。短期内大量资本流出,会使外汇储备急剧下降,金融机构对外清偿能力随之减弱,货币贬值预期增强,投机者会大量抛售即将贬值的货币,引

起全面恐慌,从而导致货币乃至金融危机发生。

(4)导致社会分配的不公平。巨额的资本流出将降低国内厂商创造就业的能力,并进一步扭曲国民收入的不公平分配,加剧政府官员的腐败和扩大社会矛盾。

4.由货币替代所带来的成本

资本项目完全开放后,可能遇到货币替代问题。货币替代将使货币政策目标难以确定,使货币政策的操作复杂化。外币的流入和流出除影响汇率外,还可能动摇国内金融的传统供需机制,使利率的决定变得更加复杂。货币替代还会约束政府融通财政赤字的能力,因为本国货币与外国货币的投机性转换将削弱本国居民购买政府国库券的能力和愿望。

5.由于导致金融业(银行业)不稳定所带来的成本

当资本项目开放后,由于我国现行的是由银行主导的金融结构,无论这些外国资本最初是采取商业银行贷款,还是证券投资或者直接投资等形式,其中大部分都会以直接或间接的方式进入银行体系,并相应增加银行的信贷资金(各类存款和储备金)。根据国际清算银行1995—1996年报告,由于外资大量流入,1980—1995年亚洲新兴国家和地区银行对私人部门的贷款占国内生产总值的比重几乎增长一倍以上。银行信贷资金增加,如果国内信贷决策程序简单,风险评价和控制能力不足,以及银行监管体系不完备,则必然导致不良贷款增加。另外,资本流入增大会导致银行体系中对外负债增加,如果银行对外资产增长慢于对外负债增长,则对外净负债率上升,这不仅使银行面临较多的外汇业务和更大的汇率风险,而且,如果人民币贬值则又会增加对外债务负担,招致严重损失。

6.导致国内金融市场风险增大的成本

资本项目开放后,外国证券投资流入的增加意味着巨大风险的存在,因为国内证券市场和国际证券市场上的联动性会增强。而由于国内证券市场信息披露制度不健全、交易清算等基础建设不完善以及证券市场不成熟等多种原因,国际证券市场上价格波动会引起国内证券市场上更大的波动,甚至演变为急剧的金融动荡。

此外,在资本项目开放的情况下,我国经济将受到资本市场预期的影响。当国内外投资者对我国经济和资本的流入情况持乐观预期时,这种预期会导致资本流入的增加,造成投资热和通货膨胀。然而,一旦投资者的预期转为悲观,将会导致资本外流,造成泡沫破裂和严重的信用危机,导致金融危机的产生。同时,在资本自由化的背景下,对大型国际金融机构而言,我国这种具备低效率资本市场和高额外汇储备的国家无疑是最佳的袭击对象。一旦我们未能成功抵御袭击,资本市场的动荡会导致整个金融体系崩溃和经济危机。事实上我们并不能保证自己成功抵御袭击,资本市场预期的影响常常是外部因素造成的,很难为国内的决策者所控制。预期的影响力是巨大的,一个极端的形式就是对汇率投机性攻击所导致的自我达成的预期,亚洲金融危机就是一个最好的例证。

二、人民币资本项目开放的收益分析

国际资本流动的积极影响无疑为保持一个开放的资本项目提供了必要的支持。近年来,对于消除资本管制将会产生的经济效率和福利影响,不少国外经济学家给予了肯定。总的来看,他们认为:首先,外资的进入可以提高国内资本积累水平,促进一国国家金融体系的发展。发达的金融体系反过来可以更有效地动员储蓄和分配资源,减少信息不对称和交易成本,促进风险管理和公司治理,便利贸易发展。其次,金融部门的对外开放,通过外资机构的设立,可以扩大整个金融体系的规模,促进金融创新,提高金融服务质量。第三,通过对国际金融市场的开放,一个国家可以利用外来资金更有效地稳定消费,减少产出波动的不利影响,创造财富效应。同时,与国际金融市场的融合还可以使资本稀缺国家更有效地利用世界储蓄,加速经济发展与世界金融市场的趋同。第四,开放资本项目与开放商品和劳务市场一样,可以产生巨大的财富效应。资本的自由流动可以促进资源的更有效分配,给国内居民提供更多的分散投资风险机会,从而减少各种来自国内金融或实际部门冲击的不利影响,并尽量保证其收入和财富的稳定性。当然,这都是

一些理论上的分析,针对我国的实际,我们分析一下资本项目开放后,我国是否可以从中获得潜在的益处。

1. 资本自由流动能提高国内经济效率及生产力

一国解除资本管制会减少对市场自由流动的重要扭曲,从而提高资源配置的效率。就我国的实践来看,建立开放型经济,对外贸易不仅是物资的国际交换,更是生产要素的全面交流。资本项目开放不仅有助于商品劳务的广泛国际交流,也同样有利于国际技术经济合作的不断扩大。从这个意义上讲,资本项目开放可以提高国内经济效率是有其合理性的。但也有国外不少经济学家持不同意见。如哈佛大学的DaniRodrik通过对多个国家经济发展情况进行严谨的分析后,没有发现资本项目自由化与经济增长之间有任何关系。洛杉矶加州大学的Sebastian Edwards也指出:“只有当一个国家达到一定发展水平后,资本项目的开放与生产率之间的积极关系才有可能显示出来。……只有当国内形成较为先进的金融市场后,这个国家才能利用增大资本流动性的条件。……当国内金融市场处于较低发展阶段时,加大资本项目的开放可能会对经济产生不利影响。”

2. 有利于引进外资,优化外资的投资环境

人民币自由兑换后,外资将取得真正的“国民待遇”,增加外资对中国市场的信心,从而有利于扩大引资。从我国目前的实际来看,我国现在的经济环境和金融环境对世界各地的投资者特别是进行直接投资的投资者而言已不存在什么大的障碍,如果资本项目完全自由化将更多的是吸引短期资本流入而不是长期资本流入。我们吸引外资的目的更主要的是在于长期资本的流入,短期资本的流入在许多经济学家看来甚至是应该限制的,因为它极易引起一国的资本市场的震荡。因此,从吸引外资的角度来讲,资本项目的完全开放并不是非常重要的。

3. 有助于完善我国金融市场,促进金融市场现代化和效率的提高

外汇管制的放松首先使外汇市场趋于完善,并由此形成真实的人民币汇率,外汇交易品种也将得到极大丰

富。同时,外资进入股市也使证券市场获得充足的资金来源,有利于推动中国资本市场的发展。另外,来自国外同业的竞争压力将迫使国内的金融提供者不断改进服务质量,降低成本,从而变得更加讲究效率。这种竞争鼓励金融创新活动,可大大提高金融业的效率。但就我国目前的金融业状况来看,资本项目的自由化将造成国外金融企业凭借其强大实力和良好信誉大量侵蚀我国金融业的市场份额,而我国金融企业则由于治理结构的不合理和不良资产的重压,以及落后的管理手段等原因,会在竞争中处于劣势地位。因此,如何在资本项目完全开放之前,进一步提高中国民族金融业的竞争实力与管理绩效应该引起高度重视。

4. 可以推动人民币国际化

如果让人民币成为可用于国际交易结算的国际货币,资本项目的自由化是必不可少的条件。资本项目开放,会推动人民币国际化的进程。如果人民币能够成为国际上接受的货币,其经济方面的好处是巨大的。当其他国家愿意持有人民币时,这就意味着中国向全世界发行了一种长期无息债券,这也就是经济学家所指的“铸币收益”。人民币成为世界货币之一也会大大提高中国的国际地位,增强中国对全球经济活动的影响力和发言权。但是,人民币要成为国际通货还是受许多其它条件制约的。从世界范围来看,虽然许多国家实现了资本项目的自由化,但能享受“铸币收益”的货币还主要是美元、欧元、日元。这主要是因为一国货币要为其他国家所愿意持有是需要强大的经济实力作支撑的,并要使持有者对该货币有信心而愿意继续持有。中国虽然经济规模巨大,发展前景广阔,但由于经济效益方面的不足难以保证人们对人民币的信心。因此,我们即使实现资本项目的完全开放,短期内也是难以享受充分的“铸币收益”的。

5. 有利于我国居民对冲来自国际贸易的风险和分散资产风险

对于一个国际贸易非常开放、对外依存度非常大的经济体而言,资本自由流动的一个重要的好处是对冲来

自国际贸易的风险。资本项目的放开使得一国居民可以在国际范围内进行资产组合来分散资产风险,这对我国的国内企业和金融机构实施“走出去”战略是有其积极意义的。当前,我国的QDII(合格境外机构投资者)制度的推出正在紧锣密鼓的进行之中,可以说,我国居民在这一方面的需求还是比较强烈的。当前,更重要的是要在规范中发展,进一步提高监管机构的监管水平与风险防范能力。

6.有利于中国经济进一步融入国际经济的分工合作体系,参与国际经济大循环

资本项目开放可以促进中国对外经贸活动和国际交流的开展,尤其将推动中国对周边国家地区的经济贸易和境外投资,并将有力地推动中国金融体系的现代化、全球化步伐。同时,它还可以成为国内企业和金融机构在对外贸易和金融活动中的结算货币,从而避免汇率风险。

三、结论

一个国家是否应该实行资本项目的完全开放需要综合考虑多方面的因素。实现资本项目的开放应该是一个自然而然的过程,而不是不顾条件的冒进。发达国家之所以能实行资本项目完全开放,那是市场经济长期发展的结果,而不是跳跃性的选择。因此,这些国家能够享受到资本项目自由化所带来的好处。综合以上分析,我国目前还不具备立即推进人民币资本项目开放的条件,当前我国资本项目完全开放所付出的成本与其所能获得的收益相比要大。因为对我国来说,许多资本项目开放的好处在现阶段还不能完全落到实处,而可能付出的代价却是实实在在的。我们如果选择资本项目完全开放,自然是因为它能给我们带来的收益要大于其成本。但是如果资本自由化给我们带来的是本国金融业的溃退与金融风险的增大,甚至是金融危机,那我们就需要认真考虑如何选择资本项目渐进式开放的策略了。

由于我国经济体系尚处于转轨过程中,市场机制的发育尚不健全、微观经济主体的适应性有待培育,宏观经济间接管理和调控的能力也有待发展,所以,必须认

识到改革目标、改革内容和改革对象之间的互动效应,考虑到改革所需的配套性和阶段,分步骤实现资本项目的完全开放。因此,人民币资本项目自由化的现实选择应是渐进式开放,即通过部分开放引入竞争,对微观企业、金融机构和中央银行的调控能力形成压力和动力,促进进一步开放的条件逐步成熟。具体步骤可采取:在国际收支项目上先放宽对资本流入的限制,后放宽对资本流出的限制;先放宽对长期资本流入的限制,后放宽对短期资本流入的限制;先放宽对直接投资的限制,后放宽对间接投资的限制;先放开对银行贷款的管制,后放开对证券投资的限制;先放宽居民从境外筹资的限制,后放宽对非居民到境内筹资的限制。在外汇管理上先放开对金融机构的管制,后放开对居民的管制。

总之,资本项目开放已不可逆转,尽管现阶段对中国来说成本大于收益,策略的重心应是:一要争取时间,二要练好内功,采取谨慎和务实的态度,通过深化金融体制改革和其他相关的体制、政策改革,不断完善并创造条件逐步推进资本项目开放的进程。■

参考文献:

- [1] 胡祖六.入世:中国开放资本项目的催化剂[J].国际经济评论,2001(7-8):9-12.
- [2] 吴念鲁.论人民币汇率机制及人民币自由兑换的前景[J].国际金融研究,2000(6):40-44.
- [3] 陈炳才.我国加入WTO后的外汇管理与政策建议[J].金融研究,2000(9):53-57.
- [4] 江春.WTO与人民币自由兑换[J].武汉大学学报,2000(7):480-485.
- [5] 姜波克.国际金融学[M].北京:高等教育出版社,1999.
- [6] 易纲,张磊.国际金融[M].上海:上海人民出版社,1999.
- [7] 景学成,王建华.人民币可兑换性理论与政策探索[M].北京:中国金融出版社,1995.