

发展中国家资本项目可兑换的模式比较及其借鉴

□余文建 陈南华

摘要:由于初始国情、经济形势和监管能力的差异,发展中国家资本项目可兑换开放的速度和顺序也不尽相同,形成了与之相关的不同模式。通过比较和借鉴,本文认为渐进式、正向式模式应该是我国资本项目可兑换开放的现实选择。同时从国际收支的角度提出了相应的政策建议,并指出对资本项目开放的设想不应该有确切的时间表。

关键词:发展中国家;资本项目;开放;比较借鉴

中图分类号:F832.6

文献标识码:A

文章编号:1671-8402(2004)03-0033-04

无论从理论认识还是从政策取向上看,我国外汇体制改革最终的目标都是“实现人民币的可兑换”。自1996年我国接受IMF第八条实现经常项目可兑换之后,问题的核心就顺理成章地落到人民币资本项目可兑换之上。期间,亚洲金融危机的冲击又使得我们清醒地意识到资本项目可兑换的艰巨性和复杂性。鉴此,笔者拟通过对发展中国家资本项目可兑换模式的比较,结合对我国资本项目可兑换现状的评价分析,研究提出我国资本项目可兑换的模式选择和相应的政策建议。

一、发展中国家资本项目可兑换的模式比较

发展中国家的资本项目可兑换开放,除少数国家外,大多起步于20世纪80年代,而90年代以后较为普遍展开,但不仅进展十分缓慢,而且问题甚多,反复无常。由于初始国情、经济形势和监管能力的差异,发展中国家资本项目可兑换开放的速度和顺序也不尽相同,因而形成了与之相关的渐进式和激进式模式、正向式和逆向式模式。

1、渐进式和激进式模式的比较:智利从失败到相对成功的例子

智利是发展中国家中较早开始开放资本项目可

兑换的国家之一,其长达20余年的开放过程,大致可以分为两个阶段。第一阶段是从1974-1984年。70年代中期,伴随着国内金融自由化,智利在很短的时间里推出了许多实质性的经常项目和资本项目开放措施。但是,这一经济自由化的进程很快被1982年发生的金融危机所打断,并且被迫进行为期三年的调整。第二阶段是1984年至今。同上一阶段相比,这一阶段的整体设计和具体措施都显得更加渐进和谨慎。或许正是因为早期不成功的开放尝试使得智利放弃了激进型的开放模式,转而采取渐进型的开放模式。20世纪90年代初以来智利相对成功的开放设计和运作,使其经济保持了良好的增长势头,迄今不曾发生严重的金融动荡。国外不少著名经济学家甚至将智利这一阶段的资本项目开放实践视为成功的典范。

智利1985年前资本项目开放的失败尝试表明,资本项目的开放是一项高风险的改革实验。通过对智利前后20余年的资本项目开放实践的考察,笔者认为,以下一些经验和教训值得引起重视。

第一,智利开放资本项目过程中出现的资本项目盈余(有时甚至是过于庞大的盈余)说明,在私人资本取代官方资本成为国际资本流动的主要形式的情况

作者简介:余文建(1968-),男,厦门大学金融系博士生研究生,主要研究金融理论与政策;陈南华(1971-),女,厦门大学财政系博士研究生。

下,保持资本项目的开放是发展中国家吸引外资的有利条件。

第二,资本项目的开放几乎不可避免地会导致外资流入的大量增加,进而引起本币实际升值,并且很可能最终导致贸易收支和经常项目的恶化。因此,为了增强贸易部门的对外竞争力,减轻或抵销资本项目开放对贸易收支和经常项目可能带来的不利影响,应该先期或至少同时对经常项目和贸易部门进行自由化。

第三,健全国内金融体系和加强金融监管应该早于资本项目自由化。1985年前,智利试图在很短的时间内消除金融压抑,建立市场化的金融体系,同时快速开放资本项目。但事后发生的金融危机表明,以不成熟的国内金融体系去迎接资本项目开放需要付出巨大的代价。作为发展中国家,对于国内金融改革的难度和时间要有充分的估计,对其国内金融体系的健全程度不要抱有过高的信心,进而对资本项目开放不要操之过急。

第四,智利20世纪80年代后期开始的资本项目开放之所以相对成功,一个重要原因是它通过无偿准备金制度保持着对短期资本的排斥。有关专家研究发现,智利的无偿准备金虽然对外资流入的数量没有(在统计意义上)显著的影响,但对资本流入的期限结构却有明显的作用,从而在保持金融稳定和防止货币危机方面取得一定的成效。

需要指出的是,发展中国家为数不多的国际经验表明,资本项目的激进式开放只有在国内经济金融状况极差条件下才有可能获得成功,而在一般情形下通常会导致资本流入剧增、实际汇率上升、通货膨胀和金融危机等。实际上,象波兰这样政治改革和经济转轨实行“休克疗法”的国家,资本项目的开放也不是一蹴而就的,而是采取渐进的、审慎的策略。

2、正向式和逆向式模式的比较:印尼成功的例外

与众多发展中国家的正向式开放模式不同,印尼采取了逆向式开放模式并且取得了成功。一是资本流出开放先于资本流入开放。1967年出台了第一个资本项目开放的措施,允许出口商保留部分出口收汇并自主使用于资本项目支出;其后成立外汇交易所,允许外汇合法交易;1970年颁布16号法规,进一步放松资本流出限制,到1971年资本流出几乎完全放开。而资本流入如外商直接投资和证券投资等则是1971年以后,甚至是80年代和90年代的事。二是资本项目开放先于国内金融改革。相对于资本项目开放,印尼国

内金融改革相对滞后。如1982年6月取消利率管制,1988年允许外国银行和保险公司设立分支机构等。到1989年印尼才初步形成比较成熟的市场化金融体系,逐步增加了市场透明度和有效性,央行的市场化宏观调控机制开始建立起来。三是资本项目开放先于经常项目。与较早开始的资本项目开放相比,印尼一直保持保守的经常项目兑换政策,直到80年代中后期实施外向型经济发展战略后才加快了经常项目开放的步伐,并于1988年5月实现了经常项目可兑换,成为IMF第八条国。

印尼的这种逆向式开放的成功除了恰当的经济政策和谨慎、渐进的开放步伐外,还与当时特殊的国际、国内经济条件息息相关。一方面,20世纪80年代以前国际资本流动以直接投资和官方资本为主,短期资本流动规模很小,因而冲击较小。另一方面,印尼外贸出口以石油和天然气为主,而这种商品出口弹性很小,汇率升降对出口影响不大。这也是作为一个特例,印尼的逆向式开放得以成功。

二、对我国资本项目可兑换现状的基本评价

早在1993年,我国政府就提出,外汇管理体制改革的长远目标是实现人民币可兑换。按照这一目标,1996年实现了人民币经常项目可兑换,同时,根据我国经济发展阶段和金融监管能力,循序渐进地推进人民币资本项目可兑换,逐步放宽资本项目的交易管制和汇兑管制。一是实行直接投资鼓励政策,对外商直接投资只进行真实性审核。除出于环境和安全考虑,对极少数行业进行限制外商直接投资外,其他行业基本上已经开放,尤其是按照加入WTO的承诺,开始分阶段、分层次允许外商投资金融、保险、证券等行业。同时,实行外商投资企业外汇登记制度,资本金结汇虽须经批准但一般均予批准。而对外商投资企业清盘、撤资、转股后属于外方投资者的资金,只需经外汇局审核真实性后即可以现汇(或购汇后)方式汇出。二是严格控制对外借债,逐渐实现全口径管理。对短期外债实行余额管理,对中长期外债(除国有商业银行外)实行计划指标管理。限制对外借债主体,除外商投资企业在注册资本与投资总额的差额内可自行对外借债外,其他境内中资机构原则上要通过符合条件的金融机构对外借债,并需要事前获得有关部门的批准。将外资银行对外借款和3个月短期贸易融资纳入外债统计。三是谨慎开放证券投资,防范国际资本流动冲击。从一开始只允许外国投资者投资中国境内发行的B股和在境外发行的H股、N股等外币股票及外

币债券,到2002年12月实行QFII制度,允许合格的境外机构投资者,在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金并转换为当地货币,通过严格监管的专门账户投资当地证券市场。四是建立和完善以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度,保持人民币汇率长期稳定,提高国家外汇储备水平,增强了国际资本对中国投资的信心。

根据国际货币基金组织对资本项目交易管制状况的分类和统计,我国资本项目在管制项目和专项条款项目的13个大项中,除了机构投资者这个项目外,包括资本市场证券、货币市场工具、集体投资证券、衍生和其他工具、商业信贷、金融信贷、担保(保证)和备用融资工具、直接投资、直接投资清盘、房地产交易、个人资本交易以及商业银行和其他信贷机构等其他12个项目都有管制,归属资本项目严格管制的国家和地区(IMF,2002)。但如果不是停留于现象形态,而是从实践的具体情况来看,我国在资本项目方面实际的开放或者说事实上的开放,却比国际货币基金组织上述所描述的要大的多。

其一,大部分资本项目中或多或少有一些子项目已经开放。根据我国官方统计,对照国际货币基金组织确定的资本项下43个交易项目,我国完全可兑换和基本可兑换(经登记或核准)的有12项,占28%;有限制的16项,占37%;暂时禁止的有15项,占35%(戴相龙,2002)。如,资本市场证券交易中的非居民购买本地市场证券、居民发行境外市场证券;商业信贷、金融信贷中的居民从非居民获得信贷(包括贸易信贷);居民(主要是外资企业)从非居民获得担保;直接投资中的对境内直接投资;直接投资清盘;专用于商业银行的信贷机构条款中的从境外借款、维持境外帐户、境内外汇贷款等等,均已基本开放。真正严格管制的项目只剩下:居民购买海外市场证券、货币市场交易、衍生产品交易、房地产交易和个人提供贷款等。

其二,资本项目交易中设计审批的虽然较多,但这些审批基本不构成实质性限制,只不过履行手续而已。如对个人资本交易,我们目前是实行实需交易原则,即需要提供有关证明以证实具有真实的交易背景,并经不同等级的外汇管理部门审核后才可以购付汇,但实际上只要符合真实性条件,基本不会有什么障碍。

其三,在我国的外汇管理中,特批性质的资本交易相当多,与大多数发达国家的“名松实紧”相比,我

国资本项目管制实际上实行的是一种“名紧实松”的政策(王国刚,2003)。如,国内企业购买境外商品期货等衍生工具基本上是不被允许的,但7家大型国有企业被批准可以从事此类交易;境内个人通过个人外汇买卖参与了境外外汇市场,而且一些境内机构也参与了境外的金融交易,一个典型的例子就是人民币无本金交割远期(RMB Non-deliverable forwards,简称RMB NDF)交易,这一衍生金融工具从1996年开始在香港交易,至今已有6年多的历史,其中就有一些国内的机构投资者参与了交易(刘晓迟,2003)。

三、我国资本项目可兑换的模式选择和政策建议

综上对发展中国家资本项目可兑换的模式比较,我们不难发现,一国要实现资本项目的可兑换目标,开放模式的选择至关重要。正如麦金农(1997)所指出的,对于实行经济市场化而言,客观上存在一个如何确定最优次序的问题。如能正确地安排好次序,就能得到丰厚的经济回报;若弄错了次序,就会导致金融和经济灾难。而选择怎样的一种开放模式,在一定程度上取决于所面临的国际、国内的经济和金融条件。从国外形势来看,在经济全球化和金融化的条件下,金融风险大大增加,而相应的风险防范能力却没有同步提高。从国内情况来看,要真正实现资本项目可兑换,还必须具备一定的前提条件,如宏观经济的稳健发展、合理的汇率制度安排、利率的市场化建设、健康的金融体系、完善的宏观调控和金融监管等等,而我国实际状况与这些要求还有较大的差距。同时,在对我国资本项目可兑换现状的分析中,已经强调,在“实现人民币的可兑换”的目标框架下,我国已经于1996年实现了经常项目的可兑换,并逐步放宽了资本项目的部分管制。毫无疑问,渐进式、正向式模式应该是我国资本项目可兑换开放的现实选择。基于这一认识,笔者以为要实现资本项目可兑换的目标,可以考虑如下政策建议:

1. 实行意愿结汇,扩大人民币的国内可兑换

尽管意愿结汇不是IMF关于经常项目可兑换的必备内容,但它对于完善经常项目收支,促进合理汇率的形成,进而过渡到资本项目的放开具有重要意义。从目前情况来看,一方面意愿结汇作为近期的操作目标具有较好的现实基础。表现在:(1)有利于降低微观经营成本。在强制结汇的条件下,大额频繁的交易即意味着买卖汇差的巨大损失,意愿结汇则有利于从减轻财务负担的角度提高企业竞争能力。同时,企业能够根据经营的需要,自主地进行币种的选择,

提高资金的利用效率。(2)有利于提高中央银行货币投放的自主性。近几年由于外汇储备持续增加,我国外汇占款在中央银行基础货币投放中占有很大的比重,其结果是造成了资金在地区间和企业间分配的严重不均衡。而允许企业意愿结汇无疑有利于改善货币投放的结构,提高央行再贷款货币政策的自主性,并在一定程度上促进经济的健康发展。(3)有利于汇率生成机制的改进。意愿结汇实际上是对外汇储备和“民间藏汇”的重新分配。由于交易主体的多元化,短期内汇价可能在寻求价值回归中表现出更大的不确定性,但一段时期后就能够反映出市场供求变化的规律。而部分资本项下(如资本金)意愿结汇的加入,使汇率不但反映经常项目的供求关系,而且受资本项目供求的影响,向真正的均衡汇率靠近。汇率形成机制的改进一向被视为资本项目取消管制的基础之一。另一方面近期实现意愿结汇的也存在着可能。因为:(1)保持资本项目的严格管制,对资本的跨境流动进行充分的事前甄别,能够防止短期资本对本币的冲击。亚洲金融危机的经验从另一个侧面反映了我国资本项目管制的总体有效性。(2)相对充裕的外汇储备为熨平意愿结汇实行之初可能出现的供求波动提供有力的保障。(3)售汇与付汇具有高度的相关性,在对付汇行为事前(资本项目)或事后(经常项目)真实性的有效把握的前提下,意愿结汇本身并不会导致外汇的过度流失。

2、明确政策边界,重点是扩大以实物经济为背景的资本项目的开放

所谓以实物经济为背景的资本项目主要是指与直接投资、中长期直接债务相关的收支转移,也就是说是有真实交易背景的资本交易。与单纯的金融交易相比,直接投资与实物经济的联系更为紧密,就直接影响而言更多的是贸易商品的供求关系,对国际收支和实际汇率的影响有限,尤其是与证券投资相比其相对应的中长期项目的支出流量相对稳定,且具有较大的不可逆性,因而造成金融动荡的可能性较小。而单一的金融交易如证券投资由于价格易变,如果没有完善的金融监管制度,金融交易中的信息不对称性、投资性和泡沫性容易引发金融风险和金融动荡。所以,我国资本项目可兑换推进的策略应当考虑“先易后难、宽入严出”的原则。具体在国际收支项目上,先放宽对资本流入的管制,后放宽对资本流出的管制;先放开对长期资本流入的管制,后放宽对短期资本流入的管制;先放开对直接投资的管制,后放宽对间接

投资的管制;先放开对银行贷款的管制,后放开对证券投资的管制。同时,鉴于交易主体的风险不同和承受力差异,在开放的对象上,可以考虑按照先居民后非居民、先国内机构后跨国机构、先非金融部门后金融部门的次序,逐步开放。这样的政策边界一方面可以消除对放开资本项目的担心,似乎一谈资本项目可兑换就是取消一切管制;另一方面有助于避免在实现资本项目可兑换进程中毕其功于一役的简单化做法。

3、逐步建立跨境资金流动监测体系,有效地防止或减少资本项目开放的风险和负面影响

随着我国资本项目的开放,尤其是在当前经济和金融全球化发展的形势下,资金跨境流动频率越来越高,情况越来越复杂,外汇监管的难度也越来越大。可以说,资本项目的每一个开放步骤都会对国际收支平衡产生影响,稍有不慎,可能还会诱发金融市场的波动,甚至危及经济和金融稳定,引发政治和社会动荡。因而需要对资本项目的各子项科目的开放对国际收支的影响进行评估,同时建立起高度灵敏的跨境资金流动监测体系,使有关监管当局及时掌握大额资金流动状况,有效地防范国际游资大规模流动的冲击,防止或减少资本项目开放的风险和负面影响。考虑到我国资本项目开放的现状和重点以及加入WTO后的市场变化,这一跨境资金流动监测体系应该是一个依托外汇指定银行和全方位监测网络,其中主要包括实时银行代客跨境资金流动、金融机构境内外外汇资产划拨、直接投资外汇资金流出入、非贸易跨境资金流动、跨国公司外汇资金跨境流动和国际短期资本跨境流动的统计和监测。所有上述各项统计监测系统还必须建立相互间有机的内在联系和信息共享,以方便相关监管当局进行综合分析和判断,以作出正确的决策。

当然,这些政策建议只是从纯粹的国际收支角度来考虑的,要真正实现资本项目的可兑换,更重要的是需要逐步建立和完善相配套的宏观经济政策(尤其是利率、汇率政策)、审慎的监管框架和风险约束机制(重点是公司治理结构)等等,并且根据国内外条件的变化进行不断的调整。实际上,实现资本项目可兑换的进程是在与建立完善上述配套措施中交互实现,并适时推进的,是一个较长的发展过程。正因为如此,我们必须强调,对资本项目开放的设想并没有确切的时间表。

(作者单位:厦门大学,福建 厦门 361005)

(责任编辑:蔡雪雄)