

从国际比较分析看

我国资本项目的开放

余波

一、人民币资本项目可兑换的时机和条件

历史经验表明,一国货币实行资本项目可兑换往往需要一个漫长的过程,例如,多数发达国家在50年代末和60年代初实现了货币经常项目可兑换,但直到80年代才完全解除对资本流通的管制,近年发生在东南亚货币危机则是金融自由化过于急进的一个教训,发展中国家由于自身面临的经济结构调整以及金融抑制等问题,实施资本项目可兑换应采取渐进方式。纵观各国资本项目开放的经验和教训,我国资本项目的完全开放至少应具备以下几个条件:经济结构得以顺利调整,国内金融市场充分发育,国民经济保持低通胀增长,金融监管体系进一步完善。

1. 经济结构调整。人们对1994—1995年墨西哥金融风波尚记忆犹新,眼下东南亚货币危机又席卷而来,而危机的根源都可归结为发展中国家在经济开放和发展中结构调整的滞后。(1)经济开放超前于本国经济的基础结构是墨西哥金融危机形成的深层原因。墨西哥以进口替代和石油出口为基础的经济模式形成于二战期间,到70年代,这种模式已严重阻碍了国内经济的发展。为了提高整体经济的效率和竞争力,墨西哥从1983年开始实施贸易开放战略,并于1994年初成为北美自由贸易协定成员国,期间墨西哥调整了以石油出口为主的出口结构,总出口中非石油品出口所占比重从1982年的22%上升到1989年的66%,但由于没有形成以提高出口竞争力为中心的向出口倾斜的经济格局,以及进口需求过度膨胀,经常项目的赤字一直没有得到缓解。墨西哥开放贸易的同时伴随着金融的进一步自由化,靠吸收大量的国外资本弥补巨额经常项目赤字,资本流入中主要是国外证券投资。1980—1993年国外证券投资年增长61%,而同期直接投资只年增长7%,大量外资滞留在证券市场炒作,不能给生产领域以及产业结构调整注入活力,无助于从根本上扭转经常项目劣势。1994年末开始的外资急剧抽逃最终酿成了危机。(2)东南亚货币危机的根源在于其现有经济结构与发展速度脱节。东南亚各国立足本国廉价劳动力推行依靠外贸和外资的出口导向型经济发展模式,虽然近年来经济发展速度令世人注目,但各国在经济发展过程中普遍存在经常项目持续逆差现象,例如泰国1993、1994、1995三年的经常项目赤字分别占到GDP的5.4%、5.7%和7.1%,反映出出口产品结构单一,劳动密集型产品在国际市场上缺乏竞争力等问题,说明东南亚各

国的劳动密集型优势正在丧失。为了增加出口产品的国际竞争力,迫切需要调整产业结构,转向资本密集型和技术密集型生产,以维持经济增长后劲。但1992年以来,随着资本项目的开放,大量外资涌入投向房地产业,增加了经济中的“泡沫”成份,随后的房地产业道低迷导致银行呆坏帐急剧上升,经济的“虚假”繁荣使得去年以来以泰铢为首的东南亚各国货币成为国际外汇市场投机者的狙击

目标。(3)经济结构调整也是我国经济发展面临的一个主要问题。改革开放以来,我国外向型经济的发展模式类似于东南亚各国,多年来靠高投入支持经济的高增长,发展过程中已经形成了能源、交通等基础产业“瓶颈”,制约着国民经济发展的后劲。资本项目开放的成败很大程度上依赖于—国经济结构合理与否,我国应以东南亚金融动荡为前车之鉴,加快国有企业改制,积极发展资本密集型、技术密集型、信息密集型产业,转变经济增长方式,促使我国经济由粗放型经营转向集约型经营。

2. 金融市场的培育。金融的高度市场化是资本得以顺利流动为前提,汇率和利率被视作是货币和资金的价格,因而从某种意义上讲,汇率的自由化程度和利率的国际化程度标志着一国金融的市场化程度。(1)资本项目开放需要可灵活调节的弹性汇率制度。东南亚动荡反映出与美元挂钩的固定汇率制度的脆弱性:其一,近年来随着美元的持续走强,此种汇率制度使得东南亚各国出口竞争力趋弱,国力受到一定程度的损害;其二,在货币受到冲击的情况下,东南亚各国央行维护汇率盯住美元的努力很快失效,泰国最终宣布实行浮动汇率。菲律宾、马来西亚等国先后放宽了汇率的浮动幅度,盯住美元的汇率制度似是不堪一击。虽然港元凭借其强大储备的支撑继续走稳,但特区政府为捍卫固定汇率不得不提高利率,牺牲股市,造成了香港股市上下千点的震荡,暴露出港元联系汇率缺乏灵活性的弱点。货币危机从反面说明,资本项目开放后经济的高度国际化需要一种较为灵活的弹性汇率制度。我国自1994年以来实行“有管理的浮动汇率制”,其方向对头,不足之处是外汇供求以银行的强制结汇和有条件售汇为基础,央行在汇市上以持续净买汇方式托盘来稳定汇率,人民币汇率的市场化程度不高。今后应该逐步实施自愿结售汇制度,对外汇需求应从进一步削减关税和非关税壁垒等方面放松抑制。(2)资本项目开放需要推进利率国际化。一旦取消资本项目管制,细微的利率差异即会导致巨额套利资本的迅时流入或流出,从而给—国经济带来不稳定,泰国从1992年撤除对资本项目的管制以来,国内利率居高不下,吸引了大量套利资金流入。据统计,危机前夕,泰国各商业银行的海外借贷总额超过1万亿美元,其中95%属于不到一年的短期借贷。我国自1996年建立全国统一的银行间同业拆借市场

交易网络体系以来,市场利率初步形成。1997年10月22日调息后,一年期存款利率为5.67%,尚高于国际市场利率水平约1—2个百分点。目前我国一年期存款利率分别比去年1—9月全社会零售物价和居民消费物价涨幅高出4.37和2.27个百分点,从理论上讲还存在利率下调的空间,在现阶段资本项目尚未开放的情况下,央行制定利率政策除主要考虑国内经济因素外,还应适当参照国际市场利率,有利于增强国内经济对国际利率水平的适应性,避免国际套利资本对国内经济的冲击。

3. 保持经济的低通胀增长。法国法郎在当今国际贸易和金融交往中扮演着愈来愈重要的角色,主要得益于法国经济的低通胀增长。1970—1993年,在主要工业化国家中法国通胀率变动幅度很小,通货稳定性仅次于德、美居第三位,1970—1979年法国的平均通胀率不到2.5%,法国法郎成为一种稳定的货币,立足于通货稳定这一坚实的金融基础。80年代中期以来,法国取消尚存的外汇管制,在金融的自由化和国际化方面成效卓然,法国法郎已成为仅次于美元、马克、日元和英镑的世界第五大储备货币。相反,转轨国家(countries in transition,主要指东欧变革和苏联解体产生的国家)因物价飞涨和高失业率带来了严重的经济和社会问题,试图凭借休克疗法(shock therapy)以放松货币管制来摆脱困境,反而招致资本大量外逃,经济和社会状况进一步恶化,至今元气未复。而墨西哥和泰国开放资本项目后的高通货膨胀则是酿成灾难性危机的一个重要原因。我国前几年因经济过热,通胀率曾高达2位数,通过执行适度从紧的财政政策和货币政策,放慢经济增长速度,1996年物价上涨率控制在1位数,去年以来物价指数进一步回落。实行适度从紧的财政货币政策有利于保持我国经济的低通胀增长,从推进人民币资本项目可兑换角度出发,这一政策需要长期执行。

4. 健全金融监管体系。IMF曾对15个发展中国家和5个工业化国家1970—1995年间发生的76次货币危机进行调查。发现危机发生前几个月,各国主要经济指标如国内生产总值增幅,通货膨胀、财政赤字、货币供应、经常项目、外汇储备及汇率等都不同程度发出警告。早在东南亚货币危机发生的二年之前,新加坡克罗斯比证券公司在其针对亚洲七个国家经济状况所作的研究报告指出,东南亚国家劳工素质低下,贸易收支恶化,通胀上扬,面临景气过热危险,有可能陷入经济危机,遗憾的是东南亚各国并未采取有效措施。上述的调查和研究结果表明,如果东南亚各国存在健全的金融监管体系,金融危机是可以预测的,而一旦金融活动被置于严密监控之下并采取切实的预防措施,这场业已波及全球的金融动荡或许可以避免。由此可见,严密的金融监测和有效的金融管理对于我国开放资本项目来说非常必要。目前,我国国际收支统计申报工作刚刚起步,统计数据错报漏报现象比较严重,进出口收付汇监管还存在外汇局、海关、财税部门脱节情况,外汇银行在外

汇业务经营过程中缺乏自我约束机制,调查显示,进口开立远期信用证规模膨胀风险极大,等等,金融监管体系的健全还需要长期的努力。

二、逐步放松资本项目管制的措施

1. 坚持资本项目管理和放松管制两手抓。经济结构的顺利调整以及金融市场的发育等条件不可能一蹴而就,这就决定了我国资本项目的开放是个渐进的过程,在这个过程中放松管制要与完善资本项目的管理相结合。例如,条件成熟时,可以考虑放宽资本项目结售汇限制,但对蓄意混淆经常项目和资本项目结售汇操作的行为要严加管制。现阶段我国刚刚实现了人民币经常项目可兑换,应该重在管理,尤其要通过完善国际收支申报审核办法和进出口收付汇核销办法来严格区分经常项目和资本项目外汇收支。

2. 防止投机性短期资本涌入。目前我国通过从严控制资本项目外汇结汇人民币使用来断开资本项下外币与本币的联系,但对限制短期资本流入尚无有效措施。在这方面,我们可对流入资本不论期限长短,都按照一定比例将准备金无息存放央行一年,这样,流入外资的期限越长就成本越小,从而起到通过对短期投机性资本流入征税来限制其流入的作用。

3. 逐步开放国内证券市场。据研究,70年代以来,在发展中国家年平均资本净流入中,直接投资稳步上升,间接融资比重大幅下降,证券投资迅速增长。进入90年代后,以证券投资形式流入的资本已开始超过直接投资,成为发展中国家利用外资的主要形式,但另一方面,国际证券投资也屡屡成为金融动荡的导火线,针对国际资本流动这一现状,我国应主动调整利用外资方向,扩大境外证券投资资本在境外流入中的份额,谨慎引导外资投资我国证券市场。我国通过在境外上市N股、H股和境内上市B股的方式积累了一些吸收国际证券投资的经验,今后可考虑:(1)扩大B股在国内股票市场总量中的比例。(2)分步放松对非居民投资国内证券市场的限制。在完善证券立法的前提下先允许境外专业投资机构(主要是投资基金)投资国内证券市场,取得一定经验后再对非居民全面开放证券市场。

4. 谨慎开展人民币远期交易。资本项目的开放(例如对外开放证券市场)客观上要求建立起外汇“避险”市场,以满足投资者套期保值的需求,远期外汇市场甚至外汇期货市场都将是放松资本项目管理的必然产物。衍生工具交易存在巨大的财务杠杆作用,一方面可以用之避险,另一方面带来的风险也因巴林银行的倒闭等事件令世人“谈虎色变”。鉴于此,我国开展人民币远期交易应重在避险,现阶段可先建立远期外汇市场,交易品种和范围限于有贸易背景以及有资金流动需要(如偿还外债)的实盘交易。

总之,渐进的有管理的进行人民币资本项目的对外开放,是我国利用外资与参与国际经济大循环,防范金融风险的一个基本策略。

(作者单位:国家外汇管理局台州分局 责任编辑:鱼建光)