

□ 韩继云

关于人民币资本项目管理的几点思考

1996年12月,我国外汇管理体制的改革取得了极大成功——实现了人民币经常项目可兑换。按照国际上通常做法,我们下一步的奋斗目标是要实现人民币资本项目可兑换,为最终实现人民币自由兑换作进一步铺垫。但目前国内要求加强资本项目管理的呼声却很高,笔者试对此谈一点不同的看法,供大家参考。

人民币资本项目可兑换是指取消对资本流出、流入的汇兑限制。其对象,即资本项目下的外汇收支,是国际收支中的另一个重要组成部分,包括直接投资如外商投资企业形式的对华投资和中国对国外的直接投资;各类贷款如国际组织贷款、外国政府贷款、股票、票据形式的国际间投资等。简单的说,就是对资本项目下的外汇,不加限制地允许其输入中国或无须凭任何凭证就可以到银行购汇对外支出。

目前国内要求加强资本项目管理的看法,主要集中在以下几个方面:

(1)人民币汇率形成机制尚不尽完善。即目前我国人民币汇率尚不是市场汇率,不能真实反映市场供求状况,汇率水平不合理,与资本项目可兑换所要求的市场汇率机制远不配套。(2)人民币利率水平不合理。即目前我国人民币利率水平与国际利率水平存在严重“倒挂”现象(如一年期的流动资金贷款利率水平约为10%,国际市场上同类利率约为5%),存在4—5个百分点的巨大利差。一旦实现资本项目可兑换,将会招致巨额国际游资套汇、套利性的强烈冲击。(3)国家宏观经济调控体系不健全。即我国的货币政策与财政政策尚不够平衡和协调,且调控手段刚性较强,不能有效调节社会总供需平衡,存在较大的通货膨胀压力。(4)国内企业对国内外市场价格机制缺乏灵敏的反应能力。即目前国内企业还不适应市场价格机制的作用,不能根据国内外价格体系的差异及世界价格的波动进行生产经营,其生产活动带有一定的盲目性,导致生产和投资效益普遍低下,国际竞争能力脆弱,与实现资本项目可兑换不配套。(5)墨西哥的教训。即墨西哥在条件尚不具备的情况下,过早地实现了资本项目可兑换,导致国家对资本项目管理失控,酿成1995年初深刻的金融危机,使国民经济遭受沉重打击。

客观地看,由于资本流动对一国经济会产生较大的影响和冲击,特别是短期资本的流动性和投机性非常大,如果一国没有完善的市场运行机制、合理的利率机制、严格的规章制度和规范化的操作,过早取消对资本流出、流入的限制,国内经济就容易受到国际市场的冲击,并由此对国内经济产生一系列的负面影响。在我国的现实经济生活中,的确还存在着诸多不利因素,制约着实现人民币资本项目可兑换。如果我们在各方面条件都不成熟的情况下,轻率地实

现人民币资本项目可兑换,确实不利于我国经济发展和宏观经济健康稳定。但任何一项改革都会有成本和风险。我认为目前我们应按照国际上货币开放的规律,在实现人民币经常项目可兑换的基础上,积极推进资本项目可兑换,为我国经济发展和最终实现人民币自由兑换进一步创造条件。

关于我的这一看法,主要是基于以下因素考虑:

1. 建立较为成熟的社会主义市场经济的需要。市场经济是指通过市场调节商品经济运行方式或资源配置方式的一种经济模式。根据市场经济的内涵,在现实经济活动中,资金(本外币)作为一种资源,也需要合理配置。实现人民币资本项目可兑换,就是在更大范围、更高层次上合理配置资金资源。它是建立较为成熟的社会主义市场经济的客观需要和重要标志之一。

2. 国家总体经济发展战略的需要。按照国家提出的“九五”计划和 2010 年远景目标,从现在到本世纪末,我们要实现国民生产总值翻两番,逐步达到小康水平,到 2010 年,则要实现国民生产总值比 2000 年翻一番。要实现这两大战略目标,我们必须要保持一个较快的经济发展速度。这就意味着经济建设对资金需求量比较大。积极推进人民币资本项目可兑换,增大我国的对外开放度,有利于吸引更多的外资流入我国,使社会总供给和总需求在一个较高水平上达到动态平衡,为实现国家总体经济发展战略目标服务。

3. 中国经济国际化的需要。目前世界经济发展已进入了相互融合时代,建立全球性的经济一体化体系,实现大开放、大市场、大经济、大流通的经济格局,已成为当代世界经济发展的主旋律。我国经济如要取得更大、更快的发展,不落后于其他国家,就必须抓住目前难得的历史机遇,加大改革开放的力度,尽快地将中国经济融入世界市场经济体系之中去,而实现人民币资本项目可兑换正是将中国经济进一步融入世界经济中去的重要契机之一。这有利于中国经济与国际经济接轨,并从中分享到更大的益处。

4. 人民币自由兑换的需要。根据国际惯例,一国货币对外开放的进程是:本币经常项目可兑换→本币资本项目可兑换→本币自由兑换。按照国际经验,逐步使人民币成为自由兑换货币,是我国为建立开放型的社会主义市场经济体制而确立的改革目标之一。为完成这一目标,在过去十多年中,我国进行了多次外汇体制改革,特别是 1994 年外汇体制改革统一汇率、建立银行间外汇市场、将外商投资企业纳入银行结售汇体系等,使我们顺利地实现了人民币经常项目可兑换。目前要求加强资本项目管理显然有违我们的改革方向和国际惯例,势必会延长实现人民币自由兑换的进程。而积极推进人民币资本项目可兑换,无疑将会大大缩短实现人民币自由兑换的时间,及时完成我们既定的改革目标。

5. 国际货币基金组织的要求。最近,国际货币基金组织根据各国经济的发展和国际金融市场的新变化,认为在一国国际收支活动中,经常项目与资本项目难以区分、资本类型亦难以区分,提出要将“基金组织协定”中第八条要求的货币自由兑换从原来规定的经常项目延伸到资本项目的更大范围。尽管目前这一提法受到了许多国家特别是经济实力不强又依赖国际资本发展经济的发展中国家的反对,但国际货币基金组织的立场没有丝毫改变。他们只允诺,在开始阶段各国可以采取一定的资本管制措施,如“冻结”、调整汇率等手段使资本流入带来的某些风险得到减轻,以后进而使资本流入本币化。由此可见,目前国际货币基金组织以世界经营形势巨大变化为由,要求全面推行资本项目的可兑换。所以,目前我们应积极推行人民币资本项目可兑换,与国际货币基金组织包括与其成员国之间发展更为密切的金融合作关系。同时也有利于我国参加世贸组织(WTO)。

尽管目前我国在实现人民币资本项目可兑换方面存在诸多不利因素,但从现阶段我国的实际情况和宏观环境方面看,我认为推进人民币资本项目可兑换已具备了一定的条件:

1. 人民币经常项目可兑换奠定了良好的制度基础。1996年11月27日我国金融管理当局对外宣布:从1996年12月1日起实行人民币经常项目下的可兑换。这意味着我国外汇管理水平已提高到了新的高度,正由较紧的外汇管制阶段向较为宽松的外汇管制阶段过渡。其中对国际间经常性交易发生的、不以资本转移为目的的外汇收支,包括进出口贸易收支、运输、旅游、个人外汇等非贸易收支,与国际组织往来、无偿援助和捐赠等无偿转让所产生的外汇收支以及贷款利息、投资利润、股息、红利等外汇收支的外汇管理,已同国际惯例基本吻合,步入了规范化、程序化、制度化轨道。这些都为实现人民币资本项目可兑换奠定了坚实的制度基础,有利于我们将我国货币开放向纵深推进。

2. 中国经济对外开放程度的不断扩大。从地域上看,基本上进入了全面开放时期,即从沿海开放转入沿江、沿边开放;从东部开放转入中、西部共同开放。从投资领域看,除极少数涉及国家安全领域外,其它大部分行业都对外资开放。为了更好地适应外向型经济发展的需要,近几年国家加大了财税、金融、外贸、投资、价格和流通等方面改革的力度,尤其是人民币汇率的统一和进出口关税不断下调,以及削减进口许可证和配额种类等,大大改善了我国投资环境和进出口条件,使我国利用外资总额和进出口总额逐年增长。据统计,1994—1996年,我国实际利用外资(仅指外商直接投资,不包括外债)分别为338亿、381亿、424亿美元;进出口总额分别为2367亿、2808亿、2900亿美元。我国经济对外开放度的不断扩大,说明我国经济与国际经济的联系更为密切,使推进和实现人民币资本项目可兑换有了政策保障。

3. 国民经济不断快速、持续、健康发展。由于国家采取了适度从紧的财政货币政策,我国经济连续保持了四年的两位数增长。据统计,1993—1996年我国GDP年平均增长速度为11.4%,最大振幅在3.5个百分点左右,没有出现经济增长大起大落,物价涨幅也明显回落,1994—1996年的商品零售物价指数分别为21.7%、14.8%和6.5%,完全进入了国家宏观调控目标区间以内,国内供需平衡状况良好,为推进人民币资本项目可兑换创造了较为稳定的宏观经济环境。

4. 国家外汇储备充裕。外汇储备是一国国际储备的重要组成部分,它对平衡一国国际收支起着关键性作用。一国实现资本项目可兑换,必须要有充裕的外汇储备作后盾,以便国家进行外汇调控,应付突发事件,平衡国际收支。自1994年国家推出以人民币汇率并轨为重点、完善外贸宏观调控体系、加快外贸企业经营机制转换等为内容的新一轮改革方案后,我国的投资环境和进出口环境明显好转,国内外汇供求状况大大缓解,国际收支连续顺差,外汇持续供大于求,国家外汇储备已突破1000亿美元大关,达到1050亿美元(仅次于日本,位居世界第2位),而且总额仍在不断上升,这为实现人民币资本项目可兑换奠定了坚实的物质基础。

5. 人们对货币开放——引进外资已有了正确的思想认识。纵观我国较快的经济发展速度,与国家货币开放——引进外资是分不开的。截至1996年底,我国实际利用外资2867.87亿美元(外商直接投资和外债)。外资在全国固定资产投资总额的比重已超过25%,外资企业产值已占到全国国民生产总值的近10%,外资企业自营出口总额已占到全国出口总额的47%;同时引进外资还带动了我国生产技术和水平的提高以及近2000万个就业机会。显然,日益发达的外资经济已成为我国经济快速增长的一个重要“助推器”。推进人民币资本项目可兑换,进一步与国际惯例接轨,加大我国货币开放——引进外资力度,人们对此并不感到陌生,已

有了正确的认识和较好的心理承受能力,这为推进和实现人民币资本项目可兑换提供了必不可少的思想认识基础。

从理论上讲,资本项目与经常项目、平衡项目是国际收支平衡表中的三大组成部分。其中资本项目反映的是以货币表示的债权债务在国际间的变动。目前随着各国之间资本输出及资本输入规模的不断扩大,资本项目在国际收支中的地位日益重要。资本项目一般分为长期资本和短期资本。基本国际收支差额是以经常项目差额加长期资本收支差额计算出来的。如果基本国际收支差额持平是经常项目发生逆差形成的,则此种状况是不健康的,于是以长期资本项目顺差来弥补经常项目的逆差,从当时看基本国际收支确已平衡,但其中却潜伏着在今后发生逆差的可能性。因为,长期资本虽在一定时期发生顺差,但主动权并不在输入国手中。短期资本的特点是移动频繁、趋利性强。当一国已发生或预期发生基本国际收支逆差时,该国往往首先考虑的是怎样利用吸收短期资本的流入来平衡国际收支,同样主动权也不掌握在输入国手中。所以,当一国在宏观经济政策、运行机制和市场基础不健全的情况下,贸然推进和实现资本项目可兑换将面临双重风险:一是国际游资大量涌入,形成输入性通货膨胀;二是本国资本大量外流,影响本币和汇率的稳定,造成国际收支失衡,打击国内经济和对外经济的正常运行(如1995年的墨西哥金融危机)。因此,我们在推进和实现人民币资本项目可兑换问题上需要慎重行事,采取正确的策略,循序渐进,以免国际收支失衡,加大国内通货膨胀压力或重蹈墨西哥的覆辙,影响我国宏观经济健康稳定。

关于我国推进和实现人民币资本项目可兑换,我认为可以采取“逐步放开,分步实施”策略,具体可分为五步走:

第一步:取消外商投资企业外汇平衡的限制。目前我国已实现人民币经常项目可兑换,再要求外商投资企业在生产经营过程中,以自身的外汇收入与外汇支出相抵无差额,显然已无现实意义。因此,今后各地在审批外商投资项目中应取消将外汇平衡作为审批的条件。

第二步:在规定的限额内取消境外投资的立项外汇审查。目前我国对境外投资管理较严,规定100万美元以上的对外投资由对外经贸部批准,外汇管理部门负责境内投资者的资格、境外投资的外汇风险和外汇资金来源审查。今后,除巨额境外投资外,限额内的境外投资应取消一切外汇审查,允许投资者以自有外汇对海外进行直接投资和证券投资。当然,境外投资者包括企业和个人应按时间向外汇管理部门交送外汇收支报表,以便国家进行外汇收支综合平衡,避免资本过度外流。

第三步:允许外资银行经营人民币业务。其顺序可以按照企业存款→储蓄存款→贷款业务逐步推进。国家对境内企事业单位和个人向设在我国境内的外资银行借款应不再纳入外债管理范畴,其项目审查、违约、逾期难以偿还等风险均应由外资银行自己承担,国家不必作为外债来承担。

第四步:允许国内金融机构吸收国外存款。在今后条件成熟的基础上,可允许国内金融机构到国际金融市场上筹资,对外国存款者的本金和利息应允许自由汇出。但要适当规定国内金融机构的外汇持有额,避免过度超借,增加国内流通领域本币数量,形成通货膨胀。

第五步:实现人民币资本项目可兑换。在上述各项改革进展顺利达到预期目的的基础上,我们可以全面放开人民币资本项目管理,允许资本项目下的外汇自由汇兑,实现人民币资本项

目可兑换。

毫无疑问,推进和实现人民币资本项目可兑换是一种更高级资金运动形式,它对我国的宏观经济政策、运行机制和市场基础等提出了更高的要求。为了能够顺利推进和实现人民币资本项目可兑换,减少我国潜在经济风险,促进我国经济更加快速、健康、稳定发展,现阶段我们必须努力做好与其相关配套的一系列基础性改革工作:

1. 加快人民币汇率形成机制建设,实现合理的汇率水平。即要求人民币汇率合乎实际,能够客观真实地反映外汇市场的供求情况,对国际收支起到调节作用,从而正确引导外汇资金的合理配置。目前我国人民币汇率虽然稳定,但其水平还不合理,仍属于名义汇率,具体表现是生成人民币汇率的外汇场所——中国外汇交易中心自身在许多方面还不完善,造成中央银行不得不直接干预外汇市场活动,使人民币汇率在一定程度上偏离了价值规律,不能客观真实反映外汇市场供求关系,形不成合理的汇率水平,与推进和实现人民币资本项目可兑换存在较大差距。因此,我们必须加快人民币汇率形成机制建设:(1)吸纳企业为外汇市场成员,实行意愿结汇制,改变目前银行“单边市”的状况,培养和提高外汇市场的有效需求。(2)建立外汇平准基金,中央银行主要通过外汇平准基金对外汇市场交易活动进行间接调控管理,将人民币汇率交由银行和企业自行定价成交,真正实现市场汇率和合理的汇率水平。(3)吸收国际外汇市场好的做法,在外汇交易币种、品种、交易方式等方面进一步完善,如将交易币种扩大到所有国际自由兑换货币,开展外汇远期交易、择期交易、调期交易、期权交易等,以及同纽约、伦敦、东京、法兰克福、香港、新加坡等主要国际金融市场联网,为企业提供更为便利、先进的交易手段和规避汇率风险的办法。

2. 进行利率改革,实现人民币利率市场化。目前我国人民币利率水平大大高于国际市场水平,这是制约推进和实现人民币资本项目可兑换的主要障碍之一。由于它对国际游资具有较大的吸引力,极易造成我国经济遭受国际游资套汇、套利性的强烈冲击。目前我们应尽快形成货币及资金的市场价格——即市场利率。利率应由金融市场形成,中央银行应根据国际金融市场一般利率水平确定基准利率,其余利率则通过间接调控手段予以调节。当前应尽快借鉴伦敦同业拆放利率规范和完善我国银行同业拆放利率;加强国债市场建设,通过公开市场业务形成短期国库券利率;并在以上两个利率基础上形成人民币市场利率。我们通过实现人民币利率市场化,可以有效防止国际游资的冲击;同时,能够密切利率与汇率之间的联系,即利率变动会通过国内资金供求、国际资本流动方向及远期外汇供求等方面变化来影响汇率,使人民币汇率形成机制更趋于完善,推动人民币远期汇率形成,为人民币远期交易、期货市场发育以及企业回避汇率风险打下基础。

3. 建立健全宏观经济调控体系,加强货币政策与财政政策的协调动作。推进和实现人民币资本项目可兑换,离不开强有力的宏观经济调控体系作基础。其中最基本的是货币政策和财政政策。稳健的宏观经济政策,是保持总供需平衡、国际收支平衡和汇率合理稳定的重要保证。低通胀的国内金融稳定,是使货币资本项目可兑换得以成功实现的必备条件。没有健全的货币、财政政策来促进宏观经济稳定,货币资本项目可兑换就不能获得成功。目前在货币政策方面,中央银行要逐步建立起汇率政策和国内货币政策的协调机制,建立健全监控货币供应量的政策操作手段,通过存款准备金、再贴现率和公开市场操作,使外汇吞吐和基础货币的投放保持动态平衡。同时,加快专业银行商业化改革步伐,其政策性业务和经营性业务要尽快分流,完善资产负债管理制度。在财政政策方面,主要是建立健全国家的财政投融资体(下转第 62 页)