

以证券投资为重点 加快资本账户可兑换步伐

□国家信息中心经济预测部

随着经济快速发展,我国金融体制改革力度不断加大,人民币资本金融账户可兑换条件逐步成熟。然而,目前我国资本账户可兑换程度偏低,不利于企业对外投资、跨国兼并重组获取国外先进技术。结合我国资本账户开放现状、存在问题和面临的挑战,建议加快推进资本账户可兑换步伐,明确时间表和路线图,主动适应新一轮国际谈判的规则与标准,以证券投资为重点,有计划、有步骤地取消资本项目管制,同时重视金融改革配套体系建设。

我国金融改革和开放的核心内容包括利率市场化、汇率形成机制改革、资本账户开放等。当前应抓住有利时机,积极推进资本账户渐进、有序、适度开放,为人民币进一步国际化和国际收支趋向平衡创造条件。

一、人民币资本账户开放程度逐步提高

资本项目可兑换,是指在国际收支经常性往来中,允许居民与非居民持有跨境资产及从事跨境资产交易,实现货币自由兑换。经过近年来的不断努力,我国资本账户可兑换取得较大进展,开放程度正在逐步提高。

1. 国际上对资本账户开放标准不断调整

国际社会不断呼吁减少资本管制,实现资本项下可兑换,但不同时期对于资本账户开放的标准在不断调整。1996年前,国际货币基金组织(IMF)《汇兑安排与汇率限制年报》定义表示,只要没有“对资本交易施加支付约束”,就表示该国基本实现了资本账户开放。1997年亚洲金融危机爆发后,国际货币基金组织将原先对成员国资本账户开放的单项认定细分为11项(包括7类11项40项子项),认为如果一国开放信贷工具交易,且开放项目在6项以上,即可视为基本实现资本账户开放。2007年国际金融危机爆发后,部分国家尤其是发展中国家开始实施资本管制以应对跨境资本流入,国际上对于资本账户开放标准进一步放宽。2011年4月,IMF明确表态新兴市场经济体为管理国际资本流入可以采用资本管制,并提出管理资本流入的政策框架。

可以认为,资本账户的开放并不是完全放任跨境资本的自由兑换与流动,而是有管理的资本兑换与流动。实际上,即使包

括美国、德国、英国等在内的发达经济体,其资本账户也不是绝对开放。这些国家对于短期国际资本流动监管一直没有放松。一方面,大部分国家在取消资本账户中主要子项管制的基础上,依然可以对部分子项实施管制,另一方面,根据国内外经济与金融市场变化,也可对部分已经取消管制的资本账户子项再度实行管制。

2. 我国资本账户开放程度正在不断提高

1978年来,我国启动了渐进的、审慎的资本账户开放进程。加入世界贸易组织后,我国资本项目改革步伐有所提速,资本项下可兑换范围逐步扩大,开放程度不断加深。按照IMF《汇兑安排与汇率限制年报》(2011年),我国不可兑换项目存在4个子项,占比10%,主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具等;部分可兑换项目有22项,占比55%,主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易等4个方面;基本可兑换项目14项,占比35%,主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面。

根据中国证监会研究成果,认为我国资本账户开放的实际情况好于IMF评估结果。我国目前在直接投资、直接投资清盘、信贷业务、不动产交易等大类已实现基本可兑换甚至完全可兑换;在资本与货币市场工具可兑

换方面也取得了显著成绩,不仅全部兑现入世时承诺的证券业开放五项内容,并先后推出QFII、RQFII和QDII制度。即使是IMF等机构评估的不可兑换的4项,在实践过程中,实际上已经实现了部分可兑换,但由于居民原则与国民原则使用不同,导致评估结构存在偏差。总体而言,相对于发达经济体,我国资本账户管制的程度仍然较严格,资本账户进一步开放,实现可兑换仍有较大空间。

3. 资本账户可兑换程度有待进一步提升

尽管我国资本账户的可兑换程度不断提高,但未来仍有进一步提升的空间。

一是直接投资开放仍具继续深化潜力。当前,我国直接投资项目已经基本实现可兑换。其中,对于外商在华直接投资管理较为宽松,除产业政策的非歧视性限制外,几乎没有其它限制;而外商撤资、转股等则须经有关部门批准。此外,境内机构对外直接投资也必须经有关部门审批,同时外管局负责外汇来源与使用的审批、登记。这意味着对直接投资项目仍保持着宽进严出的不对称管制。尤其是我国居民对外投资难度大于外商在华直接投资。一方面由于自身技术实力等客观因素,另一方面由于资本项下直接投资管理制度仍然较多,这导致国内外汇储备激增,民间资本投资领域狭窄,国外个人投资受阻,本币国际化程度偏低。

业与个人投资者资金流动受限较严。

二是加大证券投资项目开放要求愈发迫切。在合格境外投资者制度(QFII)与合格境内投资者(QDII)制度推出前,资本账户中证券投资方面实行了严格的“市场分割、投资者分离”的开放策略。QFII与QDII制度的颁布,是我国放松证券投资子账户资本流出入管制的初步尝试,二者本质上仍然是资本管制手段,表现为通过投资主体限制、对汇兑管理及资金汇出入的明确规定、托管制度以及额度管理对证券投资进行动态管制,属于过渡性政策安排,国内的个人和非金融机构还不能自由地对外进行资产交易。而且我国对非金融机构和个人直接投资国外股票、债券有严格限制。在某种程度上,管制使投资者的国外证券投资需求受到抑制。

三是对个人投资者限制有待放宽。长期以来,我国资本账户管理对于非机构投资者和个人投资者限制较为严格,尽管经过不断革新,对个人项目下资本交易的限制有所放松,如支持个人依法参与直接投资和证券等金融资产投资,逐步放宽对个人金融资产投资,逐步放宽对个人资本项目外汇交易的限制等。但由于个人投资者资质鉴别、投资行为管理等方面具有一定难度,资本账户中对个人投资者限制仍然较多,这导致国内外汇储备激增,民间资本投资领域狭窄,国外个人投资受阻,本币国际化程度偏低。



中国与主要发达国家资本账户开放情况对比

	国家数	中国	美国	英国	法国	德国	日本
对资本市场证券交易的管制	147	√	√	√	√	√	√
对货币市场工具的管制	124	√	√	√	√	√	√
对集体投资类证券的管制	123	√	√	√	√	√	√
对衍生工具和其他交易工具的管制	98	√	√	√	√	√	√
商业信贷	83	√					
金融信贷	112	√				√	√
担保、保证和备用融资工具	77	√	√				
对直接投资的管制	150	√	√	√	√	√	√
对直接投资清盘的管制	46	√					
对不动产交易的管制	145	√	√			√	√
对个人资本流动的管制	94	√					
专用于商业银行和其他信贷机构的条款155	168	√		√	√		
专用于机构投资者的条款	141	√	√	√	√	√	√

资料来源:国际货币基金组织,《2012年汇兑安排与汇兑限制年报》。“√”表示未开放。

新华社图片 合成/王春燕

二、人民币资本账户改革面临风险与挑战

随着我国影响力快速上升,经济运行基本稳定,外汇储备规模庞大,对外贸易与投资规模日益扩大,资本账户开放的条件不断改善。但是,人民币资本账户可兑换面临的风险与挑战也不容忽视。

1. 资本账户开放的风险仍需高度重视

资本账户开放有可能放大资本市场波动。在理论上,如果时机尚不成熟或者条件尚不具备时就进行金融自由化,会增加整个金融体系的风险,加剧银行体系的脆弱性,严重时会导致金融危机爆发。自20世纪90年代以来,资本流动自由化程度日益提高,与此同时接连爆发了1992年欧洲货币危机、1994-1995年墨西哥金融危机、1997-1998年亚洲金融危机,以及2007-2009年美国次贷危机和随后的世界金融危机等,可见资本市场开放与金融危机发生之间存在直接因果关系。

世界金融危机后,各国竞相实行货币宽松政策,外部流动性过剩与国际短期资本冲击风险对我国资本项目进一步开放带来威胁。目前随着经济全球化、金融深化和金融自由化趋势的发展,资本流动速度越来越快,国际短期资本的大量流动,将导致资产价格大起大落,货币汇率异常波动,金融危机频繁出现。国际游资以各种高流动资产形态出现,从短期资本流入的途径看,主要表现为政府债券、企业债券、商业票据、股票、大宗商品期货合约以及金融衍生工具。以上内容正是我国当前资本账户管理较为严格以及开放程度较低的领域。由于我国金融产品开发滞后、金融体系较为脆弱,仍

存在诸多问题:利率形成机制僵化,导致货币市场发育不良,金融结构过度垄断;民间借贷随意性、风险性、非法性极易造成企业资金链断裂和金融风险上升;银行表外业务激增并缺乏有效监管易导致国际短期资本蜂拥而入;汇率缺乏弹性,使人民币长期单边升值;金融衍生品种匮乏,衍生市场处于萌芽阶段,体制建设严重滞后等等。金融制度的不完善,将给资本账户可兑换带来难度与挑战,如果贸然实现可兑换,也很容易爆发金融风险。

3. 国内外对人民币资本账户进一步开放的要求不可忽视

世界新一轮贸易谈判要求人民币资本账户开放。传统的WTO多边贸易框架进一步受阻而走向衰落,新一轮贸易自由化浪潮正在兴起。不同贸易体系下的谈判内容更加侧重贸易与投资并重、服务贸易和投资协定相关联。在TISA(服务贸易协定)、TPP(跨太平洋战略经济伙伴协定)、TTIP(跨大西洋贸易和投资伙伴协定),以及我国正在与美国进行的BIT2012(双边投资协定2012年范本)谈判等更高标准国际自由贸易协定的框架、内容、要义等方面,我国由于理论视野、技术路线和相关制度的滞后而陷于被动。例如,大多数TISA谈判参与方在金融、证券、法律服务等领域已没有外资持股比例或经营范围限制,而我国这些领域的政策却还停留在传统的WTO多边贸易框架体制下,银行、证券、保险、电信等行业仍保留许多对外资的限制条件,使我国不具备参与TISA谈判的基

本条件。而我国资本账户未能全面实现可兑换,尤其是对证券投资限制与管制仍然较为严格。如果对于国际自由贸易发展的新趋势、新标准和新规则判断不清,延迟资本账户可兑换时机,将影响我国与国际新标准、新规则的接轨,进而影响我国国际贸易自由化的谈判,使我国对外开放进程受到制约。

国内资金对境外直接、间接投资需求加大。我国目前资本项下开放程度不足,影响对外投资的便利性,不利于分享国际金融成果,阻碍人民币国际化进程,不利于投资者对外投资需求的释放。一方面,当前国内实体经济需求不足,产能过剩问题严重,证券市场低迷,房地产投资受限,社会民间资金投资领域极为有限;另一方面,随着我国劳动成本上升、国际房地产等投资产品价格下降,按照比较优势向周边和亚洲国家进行直接投资、投资国际金融证券市场和海外购房等,成为众多国内机构及个人投资者的选择。由于资本账户中民间资本流出一直是管制的重点,国内民间资本对外投资长期没有畅通渠道,导致大部分资金通过非正规途径进行国际投资,不仅不利于国内成熟金融市场的建立,而且阻碍离岸金融中心资金循环,推迟人民币国际化进程。但是一旦放开个人投资者海外投资,可能引起民间资金外流,冲击国内资本市场。在资本账户可兑换过程中,如何进行合理的制度安排,在促进境外投资的同时规避风险,成为改革的挑战之一。

综上所述,尽管资本项下人民币可兑换是我国的必然选择,但它带来的各种风险也必须引起足够重视。我国不具备参与TISA谈判的基

三、资本账户可兑换应逐步推出不同阶段改革措施

资本账户可兑换改革应为渐进式改革,在条件成熟的前提下,逐步推出不同阶段的改革措施,同时注重资本项目可兑换与宏观经济及汇率政策相配合。此外,资本项目可兑换并不意味着跨境资本流动完全自由,资本项目可兑换后,仍然可以从金融稳定的度对投机资金、外债、短期资本流动等进行宏观审慎管理。

1. 资本账户可兑换目标侧重防范风险

在支持实体经济发展、促进经济转型升级和有效防范金融风险“三者的平衡中,人民币资本账户的开放与改革应以“有效防范金融风险”为首要目标,在此基础上,同时兼顾其他目标。

2. 资本账户可兑换时间表可提前

根据中央银行公开发表的研究报告,曾经认为我国在2020年左右完全实现资本项目可兑换较为稳妥。但是由于国内外经济形势发展、金融形势变化、贸易自由化要求以及投资需求扩大等方面因素,当前对于资本项目实现完全可兑换的要求更加迫切,时间应适当提前,同时考虑利率汇率市场化的制度建设、资本市场完善、金融机构改革、部分项目开放难度等因素,建议资本项目完全可兑换时间提前至2015-2017年较为稳妥。

3. 以证券投资为重点,有计划有步骤取消管制

(1) 充分考虑国际规则与标准,逐步开放人民币资本项目。我国在进行资本账户可兑换的改革过程中,对于直接投资、商业信贷、股票及债券、不动产交易等项目的开放,应以当前新一轮国际货币自由化准则为导向,充分遵循TISA、BIT2012、TPP和TTIP等达成或即将达成的协议与谈判规则,如TISA主要原则要求成员国全面给予外资国民待遇,即除各明确保留的例外措施外,所有服务部门包括证券、银行、保险等行业均需对外资一视同仁;原则

上充分考虑对不同国家和地区的不同情况,制定不同的资本账户开放政策。

(2) 针对不同合作伙伴,提高资本项目开放程度。目前,我国资本项目可兑换改革根据不同地区发展程度与情况,部分开放政策在有关区域实施了前期试点工作,如个人投资者开展境外直接投资、跨境人民币贷款等。在国际层面,也可适当考虑对不同国家和地区的不同情况,制定不同的资本账户开放政策。

(3) 鼓励境内民间投资者进行跨境投资。应认识到在发达国家货币宽松的背景下,引导人民币兑换成外币出国投资,让资金走出去,可以形成外汇市场对冲力量,缓解人民币升值压力。下一步,可考虑建立合格境内个人投资者境外投资制度,以温州金融改革为试点,逐步扩大试点范围,投资领域逐步扩展到直接投资、证券市场、债券市场、黄金市场等资本市场和实体经济。

(4) 完善资本市场跨境投资制度。推动人民币成为更广泛的交易和结算货币,推行股票市场、国际板、境外发行熊猫债等,形成以人民币定价的国际资产,并在条件基本许可时加大试点和推广力度。

(5) 重视金融改革配套体系建设。资本账户开放与所谓的“前提条件”并不是简单的先后关系,而是循序渐进、协调推进的关系。积极推进资本账户开放,同时必须进一步加快利率市场化和汇率形成机制改革与金融市场体系建设。一是综合利用利率、汇率政策和其他经济政策,协调资本在国内外和国际市场的有序流动,尽量实现经济的内外均衡。二是资本项目开放后,需建立强有力的金融宏观调控和监管体系,建立统一的应急领导机构,借鉴英国、澳大利亚、日本、韩国等国家的做法,成立超越目前几大金融监管机构的部门,以实现金融监管各组成部分之间的有效沟通与配合。三是尽快取消强制结售汇制度,还汇于企业。目前强制结售汇制度所带来的弊端越来越明显。还汇于企业后,企业会基于市场原则对外汇资产进行更加有效的运作,更好地分散风险和追求更合理的回报,即使部分企业决策失败,也不会造成系统性风险。四是稳步推进资本项目可兑换的同时,需加快转变外汇管理方式,做好应对跨境资金双向流动风险的政策预案,加强对跨境资金大进大出的监管力度。此外,要将资本项目可兑换纳入法制框架,加快推进相关法规的制定。(执笔:胡敏)