

中国：人民币可兑换前景展望¹

马库斯·罗德劳尔
国际货币基金组织 亚太部助理主任

1. 首先，很感谢中意协会邀请我出席这个重要而有意义的会议，并对我们在米兰受到的热情款待和周到安排表示谢意。我对中国货币可兑换的展望的发言分三部分：(I) 目前的状况；(II) 可兑换的目标；(III) 资本帐户开放的展望。最后是几点总结性评论。

I. 目前的状况

2、近几年来，中国的外汇和贸易体系越来越开放，但仍存在相当的管制。开放始于 70 年代后期，首先是直接投资的进入，然后是逐步开放外贸体制，并部分放开了证券和信贷市场。中国近年来在开放的道路最重要的里程碑是 1994 年的汇率并轨和 1996 年承诺接受国际货币基金组织第八条款的义务（即所谓“经常帐户可兑换”），这两项都伴随有相应的配套改革。

尽管如此，中国仍然保留了一个广泛的外汇管制体系，包括对资本自由流动的控制以及对经常和资本帐户交易的审批和核销。

3、目前对经常帐户的管理主要是基于审核的目的，而对于资本帐户的管理，还有基于政策方面的考虑。对于货物和服务方面的交易，现存的汇兑管理主要是为了证实外汇被用于真实、合法的交易。而对于资本项目交易的管理，除了证实它符合法规的要求，同时也服从于其他政策目标（主要用于保持独立的货币政策和稳定的汇率；降低资本撤出带来的不利影响；保护某些国内产业）。外汇管理和其他经济活动的管理有交叉，包括外贸、企业的成立以及银行经营等。这个体系主要有以下特点（表 1）：²

- 大力鼓励外商直接投资，但管理严格。大多数的部门已对外商开放，同时有很多优惠政策。每种投资都包括各种条件以使股本投入最大，有利于出口，本地化程度高，技术转让大，有利于就业，合资企业里（可能的情况下）由中方控股，特许权使用费和外汇流出最小。
- 国内证券投资严格区分居民和非居民。股票和债券市场都有两类：（1）非居民以外汇购买的投资工具，如 B 股、H 股、N 股以及海外发行的以外

¹在中意协会主办的名为“加入世贸组织后的中欧关系”的会议上的发言（2001 年 11 月 19 日，意大利米兰）如有任何问题请直接与国际货币基金组织驻华代表处驻华代表瑞·布鲁克斯先生联系。

² 中国外汇法规更详尽的说明请见国际货币基金组织汇兑安排及汇兑管理 2001 年年报。

币计价的债券³；(2) 居民以人民币购买的投资工具。

- 对其他投资（如贷款）的管理也区分内资企业和外资企业。对内资企业有总规模、年度及长期借款计划、外债额度分配等限制。对外资企业没有总规模限制，但要在成立时个别协商确定。有一些种类的借款不受这些限制，特别是 90 天以内的贸易信贷。

4、**资本管制是全面的，但效率有限。**近年来，特别是亚洲金融危机期间，逃套汇很严重，这促使外汇管理加强，同时，打击走私的力度加大，也部分利用了外汇管理系统。

II. 可兑换的目标

5、**中国以完全可兑换为最终目标有步骤地开放资本项目是一件大事。**总的来说，资本项目自由化是发展道路上不可避免、因此必然采取的一个步骤。应当注意，所有的最发达经济体都开放了资本项目。一个更具体但同样有力的观点是，综合看来，如果资本项目自由化是有序地并在一个稳健的宏观经济环境下进行的，那么它的收益是大于它的成本的。

6、**国际资本流动的好处是众所周知的，但仍值得重申。**它有利于全球储蓄更有效的分配，因此可以提高经济增长和福利。从一个国家的角度看，其好处是可用于投资的储蓄量增大，国内居民可以有更多的渠道进入国外资本市场。从全球看，开放资本项目可以通过扩大融资和投资渠道支持多边贸易体系的发展。这样扩大了证券投资多元化的可能性，并有利于高效深化的金融体系的发展（国内及全球）。这些观点听起来可能很抽象，具体说来就是：可以有更多的外商投资，成本更低的融资渠道，新的金融技术，更加多元化、风险更低的投资组合，更多的投资和更高的增长。另一个实际的考虑是，事实上资本管制的效率在长期内会越来越低，特别是金融市场更复杂而更有利于逃避管制的情况下。

7、**因此，中国自己确立了实现人民币完全可兑换的长期目标，这不足为奇，也是完全合适的。**在列举的好处中，资本项目自由化对金融市场深化并更具效率的潜在贡献，以及金融市场开放后越来越难的维持资本管制看起来是与中国特别相关的。我们基金组织的工作人员支持这个目标，同时也不会忘记，这是一个长期目标，必须逐步达到并且要与其他改革配套进行。

8、**尽管中国加入 WTO 不会对资本管制制度产生立竿见影的、直接的影响，但它会推动经济的进一步开放，由此促进资本项目自由化。**特别是，银行、保险等服务领域市场准入的放宽将促进这些行业的发展及外商直接投资的增加，产生进一步开放跨境交易的推动力。另外，从计划中的贸易自由化措施可以预见贸易量的增长，这将引起资本流动的增长，从而增加放松对其管制的需求。

9、**自由化的好处是众所周知的，风险也是同样。**资本项目自由化通过两个主要

³ B 股市场最近已对居民开放。

的、通常相关的渠道影响金融部门的稳定性：对宏观经济的稳定性形成风险（大量的资本流入可能使经济过热）；微观层面，为金融机构承担过度风险提供了动机和环境。这些都会导致资本流动的突然逆转，可能产生内部或外部的金融危机，使产出剧烈下降，引发经济和社会问题。而且，一个经济和金融体系最初的冲击会通过系统关联及传染效应更容易地传播到其他国家。降低这些风险需要在宏观经济调控及解决金融部门结构性缺陷方面采取一些具体政策。

10、当局明确意识到了这些风险，采取了一条谨慎的、渐进的资本项目自由化的道路。他们注意到：（1）除非国有企业和国有银行是预算硬约束，否则，自由化将引起过度的国外借款；（2）由于中国的资本市场仍很狭小，不加控制的证券投资将导致过度波动。国际货币基金组织完全支持当局的谨慎态度，因为实践表明，自由化的成功取决于对改革步骤的精心安排，并需于开放前在相关领域进行大量的改革。我的发言的其余部分将致力于讨论这些政策以及它们如何影响中国资本项目自由化的进程。

III. 安排中国改革的顺序

总体原则

11、过去二十年来，一些国家实行了资本项目自由化，从中我们可以得到两大经验：

- 那些避免了危机的国家通常都具有：（1）可持续的宏观经济政策，和（2）强大的、监管有力的金融部门，而遭受严重危机的国家正好不具备这些条件。
- **建立市场经济是一项复杂的、包含多种因素并互相依存的工作。**一方面，象前面提到的那样，它的成功取决于具有能够确保强劲的宏观经济增长和富有弹性的金融部门的政策。如果这些前提条件都能充分满足，那么，资本项目自由化当然应置于发展的后期阶段。然而，另一方面，大部分的市场改革又是互相依存的，某种程度上说，需要协作完成。如果采取每一个重大措施前，都要等待所有的前提条件满足，这意味着可能形成“锁住”的局面，也不是一个现实的选择。**严格的监测和执行中的灵活性**能够对难以预料的发展作出迅速而正确的反应，因此这和制定正确的**战略选择以确定改革的优先顺序和主要步骤的逐步推行**是同样重要的。

12、**哪些类型的资本流动应首先自由化，哪些应晚些？**普遍公认的做法是，首先放开外商直接投资，然后是进入股票市场的证券投资（不产生债务），对于产生债务的资本流动的限制应最后取消。对于后者，我确信，只有当一个国家的经济发展到高级阶段，具备强有力的风险管理系统，才能够放开国内银行和企业的外币借贷。在每一类型内，应先开放长期资本流动，然后是短期流动。

政策要求

13、中国目前的宏观经济状况良好，经济高速增长，通货膨胀低，对外部门发展很好。为确保未来宏观经济的稳定，主要问题是保持稳定的、可持续的公共财政，选择合适的汇率制度和货币政策的名义锚。为维持**良好的中期财务状况**，必须成功地处理银行系统大量的或有负债（主要是减少国有企业新的不良贷款产生）。

14、中国的**汇率政策**（保持人民币对美元汇率的稳定）近年来对中国和整个地区都发挥了重要作用。展望未来，灵活性不断加大的汇率制度将有助于中国融入世界经济，有利于正在进行的结构性变革，这已得到普遍公认。特别是，当资本项目更加开放的时候，为保持独立的货币政策，帮助消化资本项目开放带来的冲击，灵活的汇率愈加重要。反过来，更大的汇率灵活性必须伴随有外汇市场基础设施的改善和更好的外汇风险管理。同时，更大的汇率灵活性也意味着需要发展和改良货币构架，确保汇率锚可以被指导货币政策预期和行为的合适的国内锚所代替。

15、以加强金融体系、应对国际资本流动带来的风险为目的的结构改革应包含以下内容：

- 中国应优先**搞活国有商业银行和国有企业**，特别是，减少新的不良贷款出现，改善国有商业银行的财务状况，加强国有企业的预算约束。这些方面的成功是进一步进行资本项目自由化的先决条件。
- 加强**审慎监管**以抑制金融市场参与者承担的风险。尽管近来已取得了一些实质性的进展，但为达到这一领域的国际最佳做法仍有很多工作要做，这也是资本项目开放前必须确保完成的。
- 进一步发展**会计、审计、信息披露**标准，提高信息的准确性，这是有效、谨慎的金融中介所必须依靠的。
- 建立适当的**金融安全网络**，包括官方流动性支持和存款保险，加强金融机构**破产、债权和系统重组**的相关法律、法规。

IV. 总结发言

16、总而言之，其他国家的实践表明，可兑换是中国发展战略的一项可行的长期任务，但其实施的路径须仔细的安排，因为过早的开放会引发不稳定和危机。所有的发达经济体都已开放了资本项目，如能够很好地管理，自由化所获得的好处是明显超过其成本的。然而，我们建议，新兴市场的经济体在将自己置于开放的资本流动所带来的风险前，一定要确保具有充分的审慎性监管，市场基础设施，管理私人部门风险的能力和宏观经济基础。

17、对中国而言，这意味着，实现完全可兑换的目标仍很遥远。目前宏观经济状况良好，以市场为导向的改革已取得了很大进步，但有大量改革工作仍未完成，包括金融部门和国有企业的改革，这些部门的健康发展是资本项目开放的至关重要的先决条件。

18、尽管如此，我仍要重申，我并不赞同只有当一切就绪、能够消除所有风险时才进一步进行自由化的做法。向市场经济的转型是一项错综复杂的实践，不可避免地会带来一定程度的波动。一个部门的开放必定带来另一部门的自由化，而一个领域的改革也需要其他领域改革的成功来支持。中国当局已认识到这一点，我相信这就是为什么他们开始进行历史性的、极其重要的加入世界贸易组织的事业的原因。加入世贸组织，使很多部门进一步面对国外的竞争，外资对许多部门增长的贡献也加大，其中包括至关重要的金融行业。它由此为确保成功开放的必要改革以及逐步扩大对跨境资本流动的开放提供了动力。

19、我们希望当局的这些努力能够取得成功，这不仅对中国具有重大意义和好处，对于亚太地区及整个实施开放国际贸易的国家都是如此。