

再论人民币资本项目可兑换的必要性

程炼；《银行家》2014年第10期

货币可兑换通常指本国货币可以兑换为外国货币。根据交易性质，货币的可兑换状况可以划分为经常项目可兑换、资本项目可兑换，以及包括经常项目与资本项目可兑换在内的完全可兑换。资本项目反映了国际间资金流动的主要渠道，因此资本项目下的货币可兑换对于促进国内金融开放，便利金融交易，提高资源配置效率具有重要的意义。

在对资本项目可兑换政策进行利弊分析时，有着两种相反的视角：一种是从资本项目管制的视角出发，考虑其原因及成本；另一种则是从资本项目开放的角度出发，讨论其收益和风险。在理论上，这两种视角似乎是完全等价的，但在实际的政策讨论中却并非如此，因为不同的视角常常有着不同的初始条件假设和参照系。例如，主张资本项目管制的研究经常以资本项目开放和经济增长的不相关性来否定其作用，反之，赞成资本项目开放的研究则通过否定资本项目管制与金融稳定之间的正相关性来支持自己的观点。但这两类研究都经常忽视了其作为基准点的现行制度的运行成本。同时众所周知，现实世界中很少有完全自由的资本流动或无漏洞的资本项目管制，大部分的资本项目政策都是在两个极端之间取其折衷。因此，要对资本项目可兑换的相关政策做出严谨的判断，需要尽可能全面地分析相关的利弊因素，然后在此基础上做出综合的比较。

对于人民币资本项目可兑换，通常被列出的潜在收益包括以下几个方面：

第一，促进国内与国际资金的优化配置。资本项目开放将会使得资金的跨境流动进一步便利化，为国内金融市场带来充足的资金，引导国际投资者参与国内的风险投资和技术创新，也有助于加快国内企业“走出去”的步伐，使之能够在国际金融市场中进行投融资，在这一过程中促进资金与项目的优化匹配。

第二，为居民提供更多投资渠道，提高其资产收入和稳定性。目前我国居民的投资渠道还相当有限，金融资产结构单一，很难根据自己的投资和风险偏好进行投资组合的优化配置。这种情况不仅阻碍了居民财产性收入的提高，也在某种程度上导致了国内金融投资的“跟风”现象，推动了资产泡沫的形成，加剧了金融风险。资本项目开放可以为居民投资提供更为广阔的渠道，使其得以优化投资组合，分散风险，获得更高收益。

第三，提高国内金融市场的效率。资本项目可兑换不仅会扩展国内金融机构的业务范围与产品种类，还有利于引入外国金融机构及其先进的金融技术和管理经验，产生学习效应和竞争压力，推动国内金融机构的运营效率提高。金融市场的国际化还有助于推动金融产品与制度创新，促进监管者提高监管技术，提供更好的法律和制度环境。

第四，推动国内金融市场与国际金融中心的建设。对于金融市场的建设而言，开放的金融环境是一个重要的支持条件，尤其对于上海自贸区的国际金融中心建设，便捷的跨境资金流动更是其中的关键。由于资金的高度流动性，试图通过与大陆市场隔离的离岸金融市场来为上海自贸区提供开放的国际金融环境面临着很高的成本与不确定性，而实现资本项目可兑换则是更为根本和彻底的保证措施。

第五，为汇率体制改革创造条件，促进国际收支平衡。我国经常项目与资本项目的长期“双顺差”状态导致了外汇储备的迅速积累，给国内经济造成了巨大的通胀压力与资产泡沫风险。解决上述问题，汇率体制改革与资本项目开放是必要的手段。同时值得注意的是，资本项目可兑换也是汇率体制改革的重要前提，只有在开放的国际资本流动环境下，才能更好地了解人民币汇率是否处于合理的区间内，并发挥其对国内经济与国际收支的调节作用。

但是，尽管人民币资本项目可兑换存在着多种理论上的潜在收益，关于其能否在改革后得以真正实现却存在着很大的争议。这种争议有一部分是来自于国际经验上的不确定性。自上世纪九十年代以来，国际经济学界对于发展中国家资本项目开放与经济绩效之间的关系做了大量经验研究，而其结论并不一致。有的研究肯定了资本项目开放对于经济发展的积极促进作用¹，但另一些研究结论对此则是否定的²。这种状况也导致了一些国内和国际学者对于我国资本项目开放的必要性持怀疑态度。不过如果更为细致地对上述研究结论进行梳理，我们会发现资本项目开放与经济增长的关系在很大程度上取决于相关国家的具体经济与社会条件，尤其是其金融发展水平。对于那些有着良好经济制度环境并具备一定金融发展水平的国家，资本项目的开放能够与经济发展相互促进，这一点正越来越成为相关领域学者的共识³。

¹ 如 Fischer, Stanley (1998): "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", In *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?* 1–10, Princeton, NJ: Princeton University.

² 如 Stiglitz, Joseph (2000): "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, 28, 1075–1086.

³ 如 Prasad, Eswar and Raghuram Rajan (2008): "A pragmatic approach to capital account liberalization", *Journal of Economic Perspectives*, 22, 149–72.

对于人民币资本项目可兑换潜在收益的怀疑态度还有一个重要的来源，就是由于特殊经济与社会发展背景而对于金融功能产生的误解和偏见。根据默顿与博迪的总结⁴，金融体系具有6项基本功能：（1）提供支付结算方式以便利交易；（2）提供集中资源和投资分散化的机制；（3）提供跨时间、国界和产业的资源转移方式；（4）提供风险管理方法；（5）提供价格信息以帮助协调经济各部门的分散化决策；（6）当交易各方之间存在信息不对称问题时提供解决激励问题的方法。但长期以来，我国学界、政府与社会对于金融功能的理解更多地集中在其资金动员与配置功能上，而忽视了其他重要功能。这种现象有两个主要原因。第一，在理论上，由于特殊的历史环境，我国学界对于金融学的研究存在不足，金融学教科书长期为“货币银行学”所代表就是其中的一个例子。在这种陈旧的理论体系中，金融被看作为经济活动输送资金的“血脉”，却漠视了它作为市场制度有机组成部分的角色。第二，在实践上，高速经济增长对于资金的渴求和银行主导的金融体系也使得人们产生了金融的功能就是筹集和配置资金的概念，而对于金融的其他重要功能视而不见。

上述关于金融功能的误解不仅导致了我国金融体系建设中的诸多问题，如金融市场的长期发育不良，也在人民币资本项目可兑换的政策讨论中得到了反映。例如有些学者简单地将跨境资本流动划分为“长期资本流动”和“短期资本流动”，并认为前者是与实体经济结合的有益金融活动，后者则是导致金融不稳定的“热钱”。这种简单的思维方式也导致了“我们已经开放了外商直接投资，为什么还需要短期资本流动？”这样的问题，并且在实际上阻碍了关于资本项目可兑换讨论的深入。很多人没有认识到，便捷的资本流动是金融体系实现其诸多重要功能的必备条件，而随着我国的经济与金融发展，这些在简单资金筹集和配置之外的金融功能正变得越来越重要，并且与我国经济发展范式的转型密切相关。正如在人民币国际化问题上，许多人只强调伴随经常项目的资本输出，却没有想到一个高度发达的国内金融市场不仅能够为人民币国际化提供强大的助力，并且也是实现人民币国际化潜在收益的重要条件。因此，在人民币资本项目可兑换的政策讨论上，抛弃那种陈旧狭隘的金融功能观，代之以对现代金融体系更为全面和深刻的认识，是客观分析资本项目开放收益的一个前提。

与人民币资本项目可兑换潜在收益相对应的，是可能存在的成本或风险。除了在宏观经济政策上的挑战之外，人们高度关注的是资本项目开放可能给金融体系造成的冲击，包括“热钱”导致的资产价格波动和金融产业在国外竞争压力下的衰退。客观而言，上述危险确实存

⁴ Merton R. and Bodie Z. (1995): "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", in Crane D. et al (ed.), *The Global Financial System, A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Cambridge.

在，但是另一方面，它也在很大程度上由于对国际经济环境和自身条件的误解而被扭曲或夸大了。自改革开放以来，我国尚未直接遭受过境外资金的冲击，因此关于金融与货币危机的概念很大程度上来源于国际经验，尤其是拉美国家的货币危机和亚洲金融危机。对于国际经验的借鉴无疑是非常重要的，但也应该看到，我国与这些经济体，尤其是拉美国家，存在着相当大的差异。除了经济总量之外，我国强有力的中央政府、更具组织性的社会结构、庞大的外汇储备规模等都是独特的优势。回溯 2000 年之前关于加入 WTO 对于我国产业，包括金融业冲击的研究，我们会发现其中许多结论现在看起来都过于悲观。事实证明，我国的经济环境与经济主体远比当初所预想的要更为健康和富有活力。同时需要强调的是，国际资本冲击与金融危机毕竟不是国际经济运行的常态，在资本项目的管理上可以针对危机状况设置特殊应对措施，但是不应该将其与资本项目运行的常态相混淆。这种因噎废食的做法是以金融体系的效率损失为代价的。

以上关于人民币资本项目可兑换利弊的分析并不表明我们认为实行资本项目开放已经具备了充分的理由和到了适当的时机，后者还需要具体的政策部门再加以更为详细的论证，但在初步的政策讨论中，抛弃现有的错误观念则是必要的前提。在人民币资本项目可兑换问题上，政策分析的出发点应该是现代金融体系在经济运行与发展中的重要功能。从这个角度来看，资本项目开放并非孤立的政策领域，而是我国金融体系改革与发展战略的有机组成部分，它必须与其他相关的金融改革相协调，后者包括人民币汇率改革、利率市场化、金融市场开放等等。

在与人民币资本项目可兑换密切相连的金融市场化改革中，金融市场的开放是一个核心。正如前面所分析的，一个开放而富有活力的国内金融市场是最大限度发挥资本项目开放积极作用的基础条件。通过更为丰富的金融产品和多样化的金融机构，金融体系的市场支持功能会得到更有效的发挥，为经济发展和增长方式转型提供更多的助力。从这一角度来看，人民币资本项目可兑换本身就是金融市场开放的内在要求和有机组成部分。

到目前为止，我国金融市场的对外开放主要是通过合格境外机构投资者（QFII）机制展开的。除了受限于额度规模之外，这种投资机制着眼于境外资金的引入，却无助于国外先进金融技术与金融创新的引入，也难以创造国内外金融机构的良性竞争，因此与金融市场开放的真正要旨有着相当的距离。值得注意的是，尽管 QFII 的规模非常有限，其实际利用率却并不高，以致于有境外投资机构放弃 QFII 资格。这种现象反映了我国金融市场发展与单纯着眼于资金的开放方式之间的潜在冲突，即由于可交易的金融产品种类不足，使得外部资金缺乏

投资对象⁵。在以粗放型经济为服务对象的银行主导金融体系中，这样的特征很常见，也不会暴露出太大问题，但在经济发展方式转变之后，更为精细化的集约生产方式也要求更为多样化的金融服务来加以配合，同时金融市场也需要以更为丰富的金融产品来吸引投资者，这时我国金融市场的发育不足就可能成为一个现实瓶颈。

在实现人民币资本项目可兑换的同时，积极促进金融市场的开放，引入更多类型的金融主体，推动金融创新，是解决上述问题的一条有效路径。在这一过程中，一个重点环节就是改变银行主导的市场结构和信贷主导的产品结构，而境外金融机构、金融消费者和资金的进入无疑可以在其中起到推动作用。在这一意义上，资本账户开放也是金融市场开放的催化剂，它能够大大加速后者的进程。反过来，国内金融市场的发展则能够为国内外的投资者和企业提供更好的服务和环境，使资本项目开放的潜在收益得到更大程度的实现，形成良性循环。

⁵王国刚，“简论金融交易可兑换的市场条件”，《中国外汇》，2014年第1期。