



No. C2005009

2005-11

中国资本帐户自由化的战略

Shinji Takagi 施建淮

No. C2005009 2005年11月23日

中国资本帐户自由化的战略

Shinji Takagi 施建淮

No. C2005009 2005 年 11 月 23 日

摘要：本文讨论与资本帐户自由化顺序相关的理论问题，以及中国资本帐户自由化的战略。文章讨论了在一个自由化环境下资本控制的有效性，一般意义上的经济改革次序和特别意义上的资本帐户自由化顺序，中国目前的资本管制体系，以及如何进一步实现中国资本帐户的自由化。一个宽泛的结论是，随着经济的自由化和一体化，资本管制本身存在的意义和资本管制的有效性都将越来越弱，直至消失，而采取切实步骤进一步自由化资本帐户是正当必然的。同时，为了能够从自由的资本流动中获得充分的利益，特定的先决条件必须被满足。强势的国际收支状况和稳健的宏观经济表现，为中国去除资本帐户方面残留的管制措施提供了一个坚实的基础。然而考虑到公共财政和金融体系的结构弱点，中国进一步开放资本帐户的顺序，应该与结构性改革领域取得的进展相适应，还应与旨在防止自由化过程中脆弱性积累的审慎规制体系的发展相适应。

关键词：资本帐户，资本管制，自由化顺序，中国经济

JEL 分类：E52，F21，F31，G28

中国资本帐户自由化的战略

Shinji Takagi

(日本大阪大学经济学系和国际货币基金组织独立评估部)

施建淮

(北京大学中国经济研究中心)

引言

本文讨论与资本帐户自由化顺序 (sequencing) 相关的理论问题, 以及中国资本帐户自由化的战略。资本帐户开放, 过去一直被认为是跻身国际金融社会的先决条件, 而现在却不再被认为是绝对必要的, 至少, 资本帐户开放不再被认为是每个国家都急切希望实现的经济政策目标。认识到资本帐户开放在 20 世纪 90 年代一些国家的货币和金融危机中可能扮演了增加金融脆弱性的角色之后¹, 对自由化速度的主流看法发生了微妙的变化。即使在长期资本帐户开放仍然是一个希望达成的目标, 但大多数经济学家都开始认为, 对于从一个压抑的金融体系到一个完全自由化的体系的转型过程的处理必须慎之又慎。

如果转型不是一蹴而就的, 那么顺序问题就变得至关重要。整个转型过程必须建立在对如下一些基本因素进行考虑的基础之上, 即先决条件、制度发展、监管状况以及转型对宏观经济稳定性的潜在影响等。这些因素对中国而言显得特别重要, 因为在 1996 年人民币经常帐户实现自由兑换以及 2001 年中国加入世贸组织后, 通过对外贸易和外国直接投资, 中国经济正快速实现着与世界经济的一体化。当一个国家变得与世界经济越来越一体化的时候, 维持对资本自由流动的广泛限制就显得越来越困难, 并且成本越来越高昂。因此, 如果中国资本帐户开放客观上已成为必然的需要, 那么如何把它做到最好, 即在开放的同时维护宏观经济的稳定和最大限度地降低金融体系受到的冲击, 将成为一个核心议题。

¹ 注意, 实际上资本帐户开放与货币危机之间的关系并非是不证自明的。例如一些研究表明, 资本管制会提高——而不是降低——货币危机的风险 (见 Eichengreen, 2001)。

本文的结构安排如下：第一部分提出一些关于资本管制的理论观点；第二部分讨论广义层面上经济改革步骤的宽泛原则，以及狭义层面上资本帐户自由化的顺序问题；第三部分简要描述中国资本管制体系的现状；第四部分探讨进一步开放中国资本帐户的实践步骤；最后，第五部分是总结性评论。

一、关于资本管制的一些理论观点

在国际经济学界，资本帐户自由化一直是一个颇有争议的论题。这主要是因为学术界在自由化的成本和收益问题上缺乏一个专业共识。资本帐户自由化的理论基础主要源于这样的观点：资本的自由流动能够促进储蓄在全球范围的有效配置和更好的风险分散，从而促进经济更快的增长和福利更大的提高。而一个相反的观点则认为，在国际金融市场上，信息不对称相当严重，所以资本的自由流动（尤其当国内存在高度扭曲时）并不必然导致资源的最优配置²。一方面，对于很多经济学家来说，资本自由流动增进经济福利是一个很吸引人的观点；但另一方面，在实证上却鲜有证据能够完全支持或驳倒这样的观点。

因此是否应该将资本帐户自由化作为经济政策的长期目标，这仍然是一个悬而未决的问题。但不管怎么样，实体经济的一体化会提高资本管制的成本和降低管制效率，这一点很少有人怀疑。不仅如此，随着时间的推移，制度的发展和规制能力的提高本身将削弱资本管制理论上存在的理由，这一理由是基于在给定一个国家维持总体金融或宏观经济稳定的能力时，资本流动的私人回报和社会回报之间存在一个“楔子”的观点。因此，我们在这里接受“资本帐户的高度（如果不是‘完全’）开放是一项合意的长期政策目标”这一命题，作为下面进一步讨论的起点。

在讨论与资本管制有关的问题时，将 Kawai 和 Takagi（2002）建议的框架加以扩展并且在概念上对以下几组概念做出区分是有益的：（1）证券投资与直接投资；（2）资本流入与资本流出；（3）永久性管制与暂时性管制；（4）有选择性的管制与全面管制；（5）以价格为基础的管制与行政管制；（6）管制的强度与管制的有效性；（7）直接管制与审慎规制；（8）预防性管制与补救性管制。下面我们将按照这几对概念逐一（可能会彼此交叉）探讨有关资本管制的一些理论观点。

- 证券投资与直接投资。从资本管制的初衷看，没有理由去限制直接投资的流动，因为它们是基于实体经济方面的考虑，并且也倾向于更为稳定。在经常帐户已经完全自由化的情况下，对直接投资的管制应该全部取消。
- 资本流入与资本流出。在实践中对资本流出的管制比对资本流入的管制更为普遍（Johnston 和 Tamirisa，1998）。但是大量的证据表明，对资本流出的管制一般

² 介于这两种截然相反的立场之间，存在一个观点认为自由化是有好处的，但从自由化中获得的收益相对较小（Gourinchas 和 Jeanne，2004）。

来说效率是比较低的——在危机期间实行资本流出管制尤其如此——因为该措施本身产生了更高的经济激励去绕开管制，迂回地实现资本外流。资本流出管制乃是败多胜少（Dooley，1996a）。另外，资本流出管制对未来的资本流入有一种“逆信号”效应。

- 永久性管制与暂时性管制。永久性的管制不如暂时性的管制有效，因为时间一长，经济主体便能够寻找出更多逃避管制的方法。逃避管制的可能性意味着，如果资本管制确实是有效的，那么它在短期一定比在长期更有效。比如说，在智利，对资本流入的管制不得不越来越紧，因为人们总是能找出方法去逃避管制。而另一方面，有证据表明，马来西亚对资本流出的管制运作得相当好，因为管制措施在出台之初就明确地附上了时间界限（Kawai 和 Takagi，2002）。
- 有选择性的管制与全面管制。有选择性的管制允许一些例外，因而它的有效性比不上覆盖所有交易的全面管制，因为免于管制的那些交易可能成为整个管制体系中的漏洞。在一个高度开放的、承诺了透明性和责任机制的经济体中，对资本管制的覆盖范围以及管制所能被实行的严格程度都会是有限度的（Neely，1999），因而，某些交易不可避免地会成为免于管制的对象，从而使剩下的管制变得相对低效。
- 以价格为基础的管制与行政管制。与行政管制相比，以价格为基础的管制扭曲性和生硬性较小。因此，越来越多的假说认为，如果要实行资本管制，则应该实行以价格为基础的管制，从而保证实行资本管制的国家在进入国际资本市场的进程中获益更多。智利型的对资本流入的准备金要求和托宾税就是基于价格的资本管制的例子。不过这些措施在实践中被发现既无效率，也不可行（见 Kawai 和 Takagi，2002；Garber 和 Taylor，1995）。
- 管制的强度与管制的有效性。增加资本管制的强度并不一定意味着它就可以有效地达到既定目标。实证文献对“资本管制的力量”——资本管制在影响诸如“私人资本流动的总量及构成、国际储备的变化或汇率水平”等变量方面的能力——普遍持有怀疑态度³。在防止“固定汇率制下成功的投机性攻击”方面，资本管制也没有显示过有效性（Dooley，1996b）。
- 直接管制与审慎规制。直接管制可能是为了一个审慎管理的目的，而一些本来属于没有什么负作用的审慎规制，包括报告或审批要求、指定机构以及对外汇风险敞口的限制等等，也可能达到一种资本管制想达到的效果。因此，将审慎规制与资本管制严格区分开来通常并没有太大的意义。在实践层面，审慎规制通常限于用在银行业和公司部门等对政府监管和规制更负有服从义务的部门。

³ 仍有一些研究表明，资本管制能够影响资本流动的构成（如果不能影响量的大小的话）。

- 预防性管制与补救性管制。资本管制可能是为了预防金融体系脆弱性的积累而实行的（如智利的例子），也可能是出于“补救性”的目的，为了应付一场已经发生的危机（Jadhav, 2003）。由于“预防性”资本管制倾向于是长期性的，因而更可能是无效的。如果补救性管制是作为一种短期措施来实行的话（如马来西亚的资本流出管制），则在某些情况下，它可能是有效的（Kawai 和 Takagi, 2002）。

对于资本帐户自由化战略而言，上面讨论的意义在于，当局在推动资本帐户完全开放的过程中，必须同时构筑起一套必要的基础设施，以便对银行和公司部门的国际借贷活动实行审慎监管，以及在必要时有效地实施暂时性的直接管制。此外，为了保持审慎规制或暂时性直接管制措施的有效性，加强行政管理能力也是极端重要的。通过对 1985 - 1992 年间 55 个国家的样本的研究，Johnston 和 Ryan (1994) 发现，在总体上，资本管制在工业化国家比在发展中国家更有效，这反映了政治官僚体系的能力差别。在新兴市场经济中，一个能力强的官僚体系解释了 20 世纪 90 年代智利和马来西亚实行资本管制措施的有效性，而能力弱的官僚体系则被引用为一个限制了哥伦比亚和印度尼西亚资本管制有效性或可行性的因素。

可以考虑一些审慎性规制，包括限制银行和公司的短期对外借款等，这需要一个成熟的行政管理体系。同样地，对于危机时的暂时性直接管制而言，政府强力政策决策的能力也是必需的。除非暂时性管制是在一个旨在应对危机的可靠经济方案的框架下引入的，它们在控制那些不计成本想把钱带出国的人们的资本外逃激励方面很难是有效的。由于很多审慎性规制是针对银行、或者是可以通过银行实行的，所以当局必须和银行发展起一种密切的监管关系。最低限度的报告或审批程序应该维持，并且当局应准备好在最短的时间内对报告或申请做出迅速处理。

二、资本帐户自由化的顺序

建立起一套必要的基础设施来对银行和公司的对外借款以及风险管理实施审慎规制，是需要一定的时间的。并且，为了充分享受资本自由流动的长期利益，银行部门必须受到很好的监管⁴。如果银行的资本金充足、资产充分地分散化，那么对于潜在的资本流动逆转和相应的宏观经济冲击，银行就会表现得更具韧性。一个受到很好监管的金融部门和一个很好执行财务纪律的公司部门，是不可能在一夜之间一蹴而就的。同时，资本帐户自由化的过程也会导致一系列金融脆弱性的形成和积累，因此需要采取谨慎的方法和合适的顺序。

⁴ 资本帐户开放与经济增长之间的关系，对模型设定是敏感的，其结论会随着模型设定的不同而不同，通常来说关系较弱。然而有一项研究发现，仅仅在一国的发展水平达到一个临界值之后，资本帐户开放对该国生产率增长的正面影响才会出现，这显示了金融市场发展对经济增长的可能的重要性（Edwards, 2001）。见 Edison 等（2002）的一个文献综述。

始于 McKinnon (1982)，关于经济改革次序 (order) 的文献关注于经常帐户和资本帐户谁先进行自由化的问题⁵。虽然这方面的文献没有为资本帐户自由化本身提供特别的指南，然而它们对于如何进行资本帐户自由化的决策，给出了一些有用的指导原则。例如：

- 宏观经济的稳定性是一切改革努力得以成功的先决条件。宏观经济的稳定性是重要的，这是因为当价格稳定时，价格中所包含的信息容量就会更大。一个不稳定的宏观经济环境会导致需要施加一个高的准备率要求来征收通货膨胀税，这在资本帐户是开放的情况下，就会导致资本外逃的结果 (Edwards, 1984)。Arteta 等 (2001) 报告了一个跨国研究的证据，只有在一国消除了主要的宏观经济失衡时，资本帐户开放才会显示出一种对该国经济增长的正效应。
- 扭曲应该在整个进程中被降低到最低限度。在国内金融系统的自由化和经常帐户的自由化之前去开放资本帐户，会恶化现存的扭曲对资源配置的不良影响。一个自由化的金融系统能够更好地提供利率信号；而一个自由化的贸易体系能够更好地提供相对价格信号。所以应在开放资本帐户之前实现国内金融系统的自由化和经常帐户的自由化，从而消除或降低资源配置中存在的扭曲现象。
- 在资本帐户开放的进程中，宏观经济变量受到的影响应该被小心地监控。给定新兴市场潜在的高利率水平，开放资本帐户以后会吸引世界各地的大量资本流入，这会导致实质汇率的大幅升值。在达到外债/GDP 比率的稳态值之前，短期资本流入、进而短期实质汇率可能会大大超过长期水平 (Edwards, 1984)。实质升值对于一个正在实行贸易开放的经济体而言是无益的，因为它阻碍了出口部门的扩展。基于这些考虑，资本帐户自由化需要采用渐进的方法，以便控制初期资本流入的数量。
- 自由化的速度包含有政治经济学的考虑。一方面，步伐缓慢的自由化由于会降低改革失误的成本，因而容易得到广泛的政治支持，但同时它也给各式各样的利益集团抵制改革创造了时间。有时候，快速改革，通过削弱顽固的既得利益者的力量和减弱对私人部门活动的官僚控制，能够为整体改革进程提供一种推动力 (Johnston 等, 1999)。步伐缓慢的改革还通过可能会出现政策逆转预期，而降低改革努力的可信度 (Edwards, 1984)，从而弱化改革措施应有的作用，因为政策可能逆转的预期会使经济主体的行为并不按照改革方案所预想的方向变化。

⁵ 基于阿根廷和智利的有限经验，McKinnon (1982) 主张自由化的次序应遵循：(1) 稳定宏观经济；(2) 国内金融自由化；(3) 贸易自由化；(4) 资本帐户自由化 (亦见 McKinnon, 1991)。McKinnon 关于经常帐户应该在资本帐户之前开放的观点，在文献中已经被广为接受 (参见如 Edwards, 1984)。

- 耗时长的改革内容应该在整个进程中及早启动。特别地，制度的建立——包括市场和规制框架——就是一个长期的过程。

接下来让我们来更为具体地集中于资本帐户自由化的“顺序”⁶。在东亚危机之后，出现了一类政策导向的文献，主要是作为国际货币基金组织（IMF）研究人员的工作成果的总结。这类文献把资本帐户自由化作为一个更全面的经济改革计划中的一部分来考虑，并且将其与相应的宏观经济政策、汇率政策、以及强化金融系统的政策并列在一起进行综合性研究（Johnston 等，1999；Ishii 等，2002）。该文献强调必要前提（包括审慎监管系统）的建立，以及资本帐户自由化的顺序要与国内经济金融的改革和宏观经济政策框架的发展相协调。

这类文献通常视直接投资自由化为实体经济部门改革的重要组成部分，强调将直接投资自由化与增强实体经济部门和出口潜力的改革（包括改革贸易和投资体制，调整汇率以提高竞争力和取消对经常性交易的兑换限制等）同时实施。这种自由化的目的在于通过管理知识和技术转移、注入外国资本以及提高贸易融资能力等方式来支持国内某些行业的发展和重组。而对于证券投资的自由化顺序，这类文献强调需要将其与国内金融部门的自由化和改革，如利率市场化、发展间接货币控制方法和改善监管能力等增强银行与资本市场稳健性的改革加以协调；如果资本帐户自由化没有与金融部门的改革相协调，那么就会产生与内在经济条件不相关的扭曲性资本流动，从而引发金融不稳定。

如果金融体系是脆弱的，那么就应该在资本帐户自由化之前或在资本帐户自由化的同时解决这种脆弱性。不应过度依赖资本管制来保护特别的金融机构和市场，相反，在增强金融机构和金融市场方面取得迅速的进展是非常重要的。考虑到一国将其与国际市场相隔离的程度是有限的，加速这些相关领域的改革对于准备自由化其资本帐户的国家而言是合意的。该研究文献也强调建立适当的和协调的宏观经济政策和汇率政策组合的重要性，这要求重新定位货币政策和汇率政策目标以便货币政策能自主地应对资本流动。

同时，这类文献也承认，不存在一个简单的顺序法则，并且“资本帐户自由化与其它政策的协调必须建立在对具体国家情况通盘考察的基础上，因而将不可避免地需要判断、相机抉择和一定的灵活性”（Ingves，2003）。例如，在有些国家，出于审慎的原因，短期资本流入的自由化最好在整个进程中较晚实行⁷；而另一方面，在其它一些国家，短期资本流入可能在较早的阶段就需要鼓励，以此来支持货币市场的发展（Karacadag 等，2003）。

⁶ “顺序”是一个具操作性的概念，包含制度建设的具体措施等，须和经济改革文献中用到的“次序”一词相区别。

⁷ 比如说，印度就采用了一套谨慎的做法，鼓励 FDI 流入，同时不鼓励债务型短期资本流入（Jadhav，2003）。

由于受限于各国具体情况，所以只能给出宽泛的原则，即实施那些能够促进金融部门稳定性的宏观经济政策和结构性改革，同时在前提条件得到了满足时渐进地推进资本帐户的自由化。这里，稳健的宏观经济政策必须包括财政纪律、审慎的外债管理、有弹性的汇率、以及货币政策及汇率政策施行的透明性等。金融政策的设计必须能够在充足的资本金、严格的披露要求、和设计良好的流动性管理和支持方案的支持下促进审慎的风险管理。

三、中国资本管制的现状

从改革开放初期开始，中国就对外国直接投资采取了鼓励和开放的政策。在过去的十多年中，随着中国商品和服务对外贸易的自由化，中国的资本管制体系也在逐步地走向自由化。1996年12月1日中国正式接受国际货币基金组织第八条款、实现了人民币经常项目可兑换，2001年12月11日中国正式成为世界贸易组织第143个成员国，这些贸易自由化方面的努力极大地推动了中国的对外贸易和资本流动，促进并加快了中国经济与世界经济的国际化。对外贸易和资本流动规模的不断扩大对中国的资本管制体系产生了巨大的冲击和进一步开放的客观要求，中国因此加快了资本帐户开放的步伐（除了在东亚危机的一段短暂时期，资本管制曾被暂时性地加强），并且在资本帐户开放方面取得了显著的进展。例如，根据中国人民银行前行长戴相龙的讲话（Dai, 2002），到2001年时，在国际货币基金组织分类的43项资本帐户交易中，中国已有12项交易实现了完全自由化，16项交易部分自由化，只有15项交易是被禁止的。

2002年以来，部分地由于对中国加入世界贸易组织的反应，部分地由于中国外汇储备的迅速增长，中国资本帐户开放的速度进一步加快了，中国采取一系列步骤来促进资本帐户的开放。例如，降低了国内外贸企业开设外汇结算帐户的要求、放宽了国内企业购买外汇偿还国外贷款的限制、提高了打算出国留学的学生所能购买外汇的限额和提高国内居民携带出境的人民币限额、放松了国内企业对外直接投资的外汇管制（包括对外投资外汇资金来源管制政策和境外投资汇回利润保证金制度），允许对境外投资的企业将利润及其它收益留在境外自行使用，以及放松了对移民将合法财富转移海外的限制等等。

特别值得注意的两项进展是：2002年12月1日，中国推出了“合格境外机构投资者”（Qualified Foreign Institutional Investor，简称QFII）制度（中国证监会和中国人民银行，2002；国家外汇管理局，2002），获得中国证监会资格批准和国家外汇管理局额度批准的合格境外机构投资者，可以通过该制度投资中国境内证券市场⁸；在促进亚洲金融合作及发展中国债券市场的背景下，经过长期的酝酿，2004年年末

⁸ 到2004年年底，中国资本市场上具有QFII资格的机构有27家，获批的QFII总投资额度达到35亿美元。

中国财政部批准三家国际金融机构在中国境内发行总额为40亿元的人民币债券⁹，2005年3月1日中国人民银行等部门正式发布《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，对国际机构发行人民币债券进行规范。这两项资本帐户开放的进展具有重大意义，标志着过去一直受到严格管制的国际证券投资帐户进入了中国当局的开放视野，中国资本帐户开放又迈出了重要的一步。

中国现有的资本管制体系分成直接投资管制、证券投资管制和外债管制三个部分。其中，外债管制包括了对外发债的管制，而按照国际收支统计对外发债属于证券投资，因此外债管制与证券投资管制在内容上有所交叉，这导致了资本管制口径与国际收支统计口径有一定的差异。对于每一具体资本项目，资本管制又包括了对跨境资本交易本身的审批，以及对与跨境资本交易相伴的外汇交易的数量限制两个方面。其中跨境资本交易的审批由国家发展和改革委员会、中国人民银行、财政部、商务部以及中国证监会和银监会等有关行政管理部门执行；而外汇交易的数量限制则由国家外汇管理局执行。下面，我们按照国际收支平衡表的统计口径对中国目前的资本管制体系作一个概览式的介绍，涉及到直接投资、证券投资和借贷款三大交易类别和管制过程的两个方面，即对跨境资本交易本身的审批程序和对相伴外汇交易的数量限制。表1给出了一个对中国目前资本管制体系更全面的描述。

(表1插入这里)

(一)、直接投资

中国对于对外直接投资(FDI)的管制，无论是流入还是流出管制，已经基本上自由化了，事实上，中国在对外直接投资这一资本项目上比某些OECD国家更加开放(Icard, 2003)。非居民如果遵循中国政府的产业政策指导方针并得到有关当局批准，来中国直接投资是不受限制的。按照对世界贸易组织所做的承诺，中国现在不仅允许非居民投资于制造业部门，而且允许非居民投资于电信业、零售业和包括商业银行、投资银行和保险业在内的金融服务业等服务业部门。在非居民直接投资的汇兑方面已没有限制。

中国居民对外直接投资要经过商务部或省级商务主管部门审批，商务部和省级商务主管部门主要是从投资所在国(地区)的投资环境、安全状况、与我国的政治经济关系等相关方面进行投资风险的评估；在汇兑方面，申请企业外汇资金的来源需经国家外汇管理局审查，汇寄款项必须在国家外汇管理局登记。对于国务院批准的战略性投资项目，其所需外汇可以直接购买。为了配合中国政府在“十五计划”中制定的“走出去”战略，2002年国家外汇管理局开展境外投资外汇管理改革试点。对于浙

⁹ 这三家机构分别是：世界银行下属的国际金融公司、亚洲开发银行和日本的国际协力银行。

江、广东、上海、江苏、山东和福建等省市的合格企业，如果要进行对外投资但它们自身没有外汇来源时，可以由外汇管理局分局批准购买外汇。2003年以来，境外投资外汇管理改革的试点地区进一步扩大¹⁰，同时，取消境外投资外汇风险审查和汇回利润保证金要求，简化境外投资外汇资金来源审查手续，改进境外投资外汇登记办法，境外投资企业利润再投资由审批制改为登记备案制（国家外汇管理局，2003）。对于中国企业对外投资的外汇需求方面的限制正在越来越放松。

（二）、证券投资

长期以来中国对国际证券投资的流入和流出，无论是股权投资还是债务投资，都有相对严格的限制。非居民在原则上不允许在中国境内购买以人民币计价的股票（所谓A股）、政府债券和公司债券，他们只被允许在中国境内购买以外币计价的股票（所谓B股）。非居民也被禁止在中国市场上发行以人民币计价的股票和债务工具。在2003年执行“合格境外机构投资者”制度以后，这类投资者可以在中国境内购买以人民币计价的证券，但在汇寄款项的流入流出交易上要受到数量限制（国家外汇管理局，2002）。2004年末以来，经过批准的国际金融机构已经可以在中国境内发行人民币债券，目前发债主体还限于国际开发机构，并要求其人民币债券信用评级为AA级以上，已为中国境内项目或企业提供的贷款和资金在10亿美元以上，而且发行债券所融资金只允许用于投资中国境内项目（中国人民银行等，2005）。预计中国将会继续研究是否向境外其它金融机构和工商企业开放在中国境内发行人民币债券，以及所融资金可否投资境外等问题。

在居民方面，国内的个人和机构基本上被禁止在境外市场上购买证券，除非能够通过中国证监会、保监会等行业监管部门的批准和国家外汇管理局对于外汇资金来源的验证和审核¹¹；向国外汇寄款项必须得到国家外汇管理局的批准。国内机构在国外发行债务证券需要得到中国人民银行和国家外汇管理局的事先批准，并且必须纳入国家外债计划范围之内。中国企业如果得到证监会的事先批准，可以在一些指定的国外股票交易所发行股票（称为H、N和S股）¹²。“海外上市”被认为是中国企业改革（特别是国有企业（SOEs）改革）的重要措施。

¹⁰ 截至2004年6月30日，全国共批准了20个境外投资外汇管理改革试点，批准额度达22.8亿美元。

¹¹ 2004年8月，中国保监会和中国人民银行联合发布了《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》，允许保险公司和保险资产管理公司用自有的外汇资金进行境外投资，以拓宽保险公司资金运用渠道和更好地分散投资风险。这是首部保险资金投资境外市场的管理办法。

¹² H股的面值以港币计价，在香港联合证券交易所上市。而N股和S股则分别在纽约股票交易所和新加坡证券交易所上市。

尽管有许多管制，1997年以后中国国际证券投资仍然保持了快速的增长，这反映了资本管制效率的下降和管制本身的放松（见图1）。中国当局目前正在研究实施境内合格机构投资者制度（Qualified Domestic Institutional Investor，简称QDII），它将允许符合条件的非银行金融机构用自有资金或向社会筹集的资金对外进行证券投资。这也将是中国朝着资本帐户自由化迈出的又一重要步骤。

（图1插入这里）

（三）、借、贷款

中国对国际借款和贷款都有严格的限制。国内机构和企业向非居民借款，其作为合格借款主体的资格以及计划的借款量必须得到相关当局的批准和认定，借款条件必须得到国家外汇管理局的审核和批准。这些借款还必须纳入国家外债计划范围之内；外汇收入必须在一定的时间期限内调回中国，债务的还本付息要经过国家外汇管理局的审批。不过，外资企业向非居民借款，除了要在国家外汇管理局登记的要求外，没有其它限制。经中国人民银行授权的国内金融机构可以向海外机构发放贷款，也可以签订海外信用合约。然而对外贷款的展期只有在符合外汇资产负债管理规则和得到有关当局事前批准的条件下方能够进行，事后还必须在国家外汇管理局登记。提供贷款的机构必须首先使用自己的外汇资金，差额要得到国家外汇管理局的正式批准。另外，国内的非金融企业被严格禁止进行对外发放贷款。

对国际借贷款的管制，在操作上是作为中国总体外债管制体系的一个组成部分对待的。根据官方的表述，外债管制的主要目的是，使得外债的增长与中国的经济增长率、总量投资计划以及财政预算和对外帐户能够相符合、相协调，并且保证货币政策的有效性。在改革开放的早期，中国维持了一个相对合理的外债期限结构，然而从2001年以来，短期外债余额在快速增长（图2）。国家外汇管理局2004年12月30日公布的数字表明，2004年头9个月，中国新借入外债1241.38亿美元，比去年同期增长71.27%，其中短期外债余额为996.54亿美元，占到总额的44.63%，比2003年末增加226.10亿美元，这一数字超过国际公认的25%的警戒线。可以认为短期外债的快速增长与人民币升值预期下的大规模热钱流入有关，这表明了中国当局对短期资本流入管制正在逐渐失去效率。

（图2插入这里）

四、中国资本帐户的进一步自由化

随着过去十多年间对一些资本项目管制的逐步取消和放松，中国的资本帐户现在已经高度开放了，巨大数量的跨境资本流动部分地表明了这一点。即便如此，在某些

资本帐户交易上，仍然存在相对严格的限制。在经常项目可自由兑换和加入世界贸易组织之后，中国对外贸易规模迅速扩大，贸易体制越来越开放，逃避资本管制的渠道和手段也越来越多，过去几年中，中国经历了大量的资本外逃和热钱流入。此外，中国服务业对外国投资者的开放极大地促进了跨境资金的流动，大大增加了实施现有资本管制的复杂程度，使得以行政主管部门人工逐笔审批为主要手段的管制方式越来越没有效率。因此在中国资本管制当局的内部，已经渐渐形成了一种认识，即现存的资本管制体系开始变得过时而低效（Zhang，2003）。不仅如此，目前正在加速进行的国有企业和国有商业银行的民营化、社会保障制度改革、信息技术产业的发展等都对外国直接投资和证券投资产生了巨大需求，由此对大幅度放开资本帐户产生了强大的推动力。在这样的形势下加速人民币资本帐户的自由化、逐步取消残留的管制已经是一个可预知的结论。中国外汇管理当局已经明确表明了希望在五到六年内实现人民币完全自由兑换的意向¹³。所以，现在的问题不是中国“要不要实现”资本帐户的自由兑换，而是“如何实现”、“多快地实现”资本帐户的自由兑换。

当中国从一个受压抑的金融体系转向一个更加自由化的体系、当中国与世界其他地区的实体经济一体化程度不断增进的时候，前面的讨论可以得出一些对中国有意义的启示。首先，随着经济的自由化，维持全面的资本管制越来越困难，从而使所有残留的管制都必然属于选择性的管制。其次，越来越大的贸易流量创造了资本管制体系中的漏洞，随着时间的推移，任何残留的资本管制都将趋于无效。比如，跨国公司可以通过极低的帐面价格把货物和服务出售给海外的母公司，因而就把实质价值转移到了国外；当外国投资者想绕开资本管制时，他的资金可以通过互换安排（swap）成为某个国内居民的海外资产。第三，在这些情形下，为了预防性目的，当局将越来越需要依赖审慎规制的手段。

宏观经济方面的良好表现，使得中国处于一个非常有利的局面来取消残留的资本管制，表2 给出了近年来中国主要宏观经济指标的变动情况。最近几年，中国经济的增长率一直保持在7%以上，而通货膨胀率则低于4%。出口增长在已经比较稳定的情况下，受到2001年12月加入世界贸易组织的刺激，更加张显加速之势。近几年中国一直保持着经常帐户和资本帐户的双顺差，显示出一个强健的国际收支地位。在2004年底，中国外汇储备余额总计已达6099亿美元。稳健的国际收支状况和充足的外汇储备为抵御外部冲击提供了重要保障。

（表2 插入这里）

¹³ *Financial Times* 在其 2004 年 3 月 7 日在线版（FT.com）中引用了时任国家外汇管理局局长郭树清的话：“在五到六年的时间里，我们将看到，在绝大多数情况下，绝大多数[资本]帐户都将实现自由兑换。”

与此同时，中国也受到某些领域存在一些结构性弱点的制约，这为在进一步开放资本帐户的过程中采用谨慎方法提供了依据。特别令人担忧的是，中国财政和金融系统的脆弱性。但这并不意味着资本帐户自由化只能推迟到所有问题都被解决掉以后才能进行。资本帐户自由化并不是一个“是”与“否”的事件。对某些资本交易类别的管制可以率先放开，同时要清醒地意识到内在的结构性缺陷导致的潜在脆弱性。这些率先放开的措施又可以为再下一步的资本帐户开放提供实践基础。下面，我们将首先讨论中国资本帐户进一步自由化还需要满足的一些先决条件，然后再转向讨论中国资本帐户进一步自由化的顺序问题。

（一）、中国资本帐户进一步自由化的先决条件

- 稳健的财政。稳健的财政是资本帐户开放的一个必要条件，因为在资本帐户开放的情况下，脆弱的财政很容易导致货币危机。1997年东亚危机之后，中国开始实行积极的财政政策，每年财政赤字占GDP的比重都在3%左右，中央政府债务余额占GDP比重也不断攀升。现在中央政府债务占GDP的比重，官方数字大约是18%，国外的估计则要高得多，从60%到140%不等（Li, 2003），这些显性的财政赤字和债务应该说不算严重，因为中国经济的高速增长将会降低政府债务占GDP的比重，同时经济增长所带来的税收的增加也会增强政府的还债能力。然而真正反映中国财政脆弱性的是大量的准债务和隐性债务。这样的债务包括1994年税制改革以来未上报的地方政府债务，财政和国有企业改革造成的国有商业银行背负的呆帐，以及对社会养老保险金的补贴等（Lin, 2003）。在未来很可能需要非常充足的财政资金，才能够填补金融部门和社会保障系统中的隐性债务。此外，国企重组的成本和日益上升的社会公共服务需求，会使政府预算面临更紧的约束，这确实使得中国的财政前景不那么乐观¹⁴。
- 健康和富有竞争力的银行部门。健康和富有竞争力的银行部门对于资本帐户开放具有基本的重要性，因为银行在很多国家是主要的金融中介和媒介国际资本流动的渠道。对中国而言，较高的不良贷款率、较低的资本充足率和微弱的资产收益率构成了中国四大国有商业银行的特征，而这四家银行的资产总和要占到全体银行业总资产的56%左右。到2003年底，中国四大国有银行的资本充足率，除了中国银行外，其余3家均低于7%，不良贷款率平均为21%，资产质量最好的中国银行的不良贷款率也高达16%，而目前世界排位前100名银行的不良资产率大约是2%至3%。这样的现状使中国金融部门承受着很大的金融风险。2004年以来为了把四大国有商业银行重组为股份制银行在国外上市以增强银行的公司治理，中国政

¹⁴ 认识到问题的严峻性以后，中国当局正在收紧财政政策。例如，在2004年，中国政府宣布他们将把财政赤字维持在前一年的3200亿人民币（或者说390亿美元）水平。此外中国政府也正准备着手解决隐性债务问题。

府采取多种措施使这些银行的不良贷款率有了较大幅度的下降（例如截至 2004 年底，工行不良贷款比率降为 14.9%），资本充足率有所上升¹⁵。然而，国有银行不良贷款率的下降主要体现了政府财务重组的成效而非真正的信贷资产质量的改善，因为 2004 年银行业总体不良贷款率的下降更多是依靠信贷规模扩张和国有银行不良资产剥离产生的结果。如果宏观经济出现波动，信贷规模紧缩，中国银行业不良资产的规模和比率可能会出现反弹。所以中国还需要一个范围更加广泛的（包含解决国有银行内在激励问题的）银行业改革议程。银行业改革的成功与否，将在很大程度上取决于国有企业改革的总体进展。

- 利率自由化。利率的自由化也是资本帐户开放的一个必要条件。在资本帐户开放条件下，一国要受到国际利率平价条件的约束，而市场化的利率是调节资本流动的重要机制。如果利率没有市场化，不能及时自主地对国际利率水平变动以及汇率及其预期的变化进行调整，那么就会导致资本频繁地大规模流进流出，对国内宏观经济的稳定造成冲击。利率没有市场化也会造成资金价格信号失真，导致资金配置的无效率，从而不能获得资本帐户开放理应带来的利益。在过去的二十年里，中国的利率虽然已经在缓慢地向自由化迈进，但目前仍然处于行政管制之下。中国的低利率对资本流入是一个消极因素（资本流入会导致实际汇率升值），但它同时会是资本外流的一个潜在诱因。为了避免资本帐户开放使扭曲进一步恶化，并对宏观经济的稳定造成不利影响，应该在资本帐户开放前使相关国内利率更加灵活，并且与国际水平相适应。然而，利率自由化会使已经很虚弱的国有企业面临进一步的困难。任何显著的利率提高都会迅速吞噬掉国有企业的获利可能性，导致破产事件的大量上升。在另一方面，国有商业银行尚未习惯于依据市场原则运作，其整个行为模式都需要改变。基于这些原因，如果没有成功的国有企业和国有商业银行改革，利率自由化有可能变成一部危险之旅，应该谨慎操作。
- 灵活的汇率制度。开放经济的不可能三角原理表明，在资本帐户开放的情况下，固定的汇率制度将难以保持一国货币政策的独立性。自 1994 年中国统一了官方汇率和调剂市场汇率之后，中国采取了所谓的“管理浮动”汇率制度。但是人民币对美元的汇率却一直保持稳定，特别是 1997 年东亚危机之后，人民币汇率已经被固定在 8.28 元对 1 美元的水平，所谓的“管理浮动”汇率制度变成了事实上的“钉住美元”汇率制度。2005 年 7 月 21 日中国人民银行宣布实施汇率改革，一次性将人民币升值 2.1%，同时放弃钉住美元的制度转向参考一揽子货币的有管理的浮动汇率制度。但从仍然维持原来的中央银行每日指定中间价和每日汇率波动不超过 0.3% 的限制看，新汇率制度仍缺乏必要的弹性。随着中国走向完全的资本帐户自由化，在资本流动性越来越高的情况下，中国将越来越难维持现有的汇率政策，除

¹⁵ 2004 年 1 月 6 日，中国政府宣布，从官方外汇储备中拿出资金向中国银行和中国建设银行注资 450 亿美元，以提高它们的资本充足率，作为将其重组为股份制银行和在国外股票市场上最终上市市的准备。

非中国愿意放弃货币政策的独立性。对于中国这样一个大国而言，放弃货币政策的独立性几乎是不可能的，这就意味着中国没有选择，只能在资本帐户完全自由化之前，实现更有弹性的汇率体制。灵活的汇率及审慎的货币和财政政策将大大减少在开放资本帐户条件下货币危机和国际收支危机发生的可能性，因此，采取更有弹性的汇率制度将有利于中国资本帐户进一步的自由化。

- 坚实的银行监管体系。在资本帐户开放前应加强金融基础设施建设和健全银行审慎监管体系。财务状况脆弱、公司治理弱化的银行和企业部门会系统性地滥用资本帐户开放的机会，如果没有建立起坚实的银行监管体系，外债的突然大量增加将会导致货币和期限的双重不匹配问题，以及银行大举涉足高风险部门，从而引发货币和金融危机。2003年4月，中国政府设立了一个新的银行监管部门，即中国银行业监督管理委员会（简称银监会），来加强对银行的监管。不过到目前为止，中国还没有建立起结构完整、层次清晰的监管体系，银行业监督管理法规也还不健全；对商业银行资本风险、信用风险、市场风险、流动性风险、利率风险、操作风险的监管存在诸多缺陷；对商业银行内部控制机制不健全的问题尚没有提出一整套有效的办法。中国迫切需要加强银行的监管信息系统建设，在信息披露机制、会计制度规范、商业银行市场退出法规等方面都急需加以改进，以进一步提高监管效率。

（二）、资本帐户进一步自由化的顺序

根据以上这些先决条件的实际状况，中国应该遵循一套渐进的、能够不断校准的方案，来进一步推进资本帐户自由化。同时，考虑到中国的资本帐户已经高度开放，现存的管制变得越来越累赘而没有效率，因此转型过程并不一定是极其漫长的。如此看来，中国外汇管理当局陈述的时间表（见注释 13），即用 5 至 6 年的时间取消掉绝大多数限制，似乎也是合理的。中国应该加速结构性改革并随着结构性改革取得进展的步伐来推进资本帐户自由化。应该优先进行的关键性改革包括：

- 建立可持续的公共财政。潜在的财政风险必须得到有效控制，以保证中长期的确定行动，如处理银行系统不良贷款、社会保障基金匮乏以及地方政府大量或然负债的工作，是可以持续的。为此中国政府应该稳步地减少财政赤字，例如从现在起每年将财政赤字占 GDP 的比率减少 0.25 ~ 0.5 个百分点。
- 使国有企业和国有商业银行具有活力。国有企业改革取得进展是其它结构性改革取得进展的关键和前提。为了使国有企业具有活力，国有企业的预算必须“硬化”，公司治理和风险管理能力应该加强；对于国有商业银行而言，关键是国有商业银行不能再背负新的呆帐，应该改善它们的财务状况。要做到这些，将需要一个强有力的规制体系，包括一个在债权人权利和破产程序等方面改进了的法律框架。

- 在利率自由化方面取得进展。在微观层面，利率自由化将帮助银行学习如何给风险正确定价和管理风险，提高银行经营的商业取向。这方面改革将在很大程度上依赖于国有企业和国有商业银行改革的速度，如果国有企业和国有商业银行的公司治理没有得到改进，利率自由化将带来严重的道德风险和逆选择问题。
- 使汇率体制更富弹性。中国政府应该利用当前良好的宏观经济形势、稳健的国际收支状况和人民币面临升值压力的有利时机适时在汇率管理中引入更大的灵活性。随着汇率变得更有弹性，制度发展将会提供一个合理的汇率形成机制所需要的市场基础设施。
- 加强审慎规制和监管。审慎性规制体系应及早加以建立，以便对银行和公司部门的国际借贷活动实行审慎监管，以及在必要时有效地实施暂时性的直接管制。市场参与者可能预见到的风险，要在资本帐户完全自由化之前就得到控制。需要进一步升级会计、审计和信息披露的准则，来增强正确的信息流，这是有效率的金融交易所依赖的。

上述结构性改革将能够保证中国在资本帐户开放的过程中保持宏观经济的稳定性。在给定中国强劲的国际收支状况和稳健的宏观经济表现，并前瞻性地考虑到结构性改革的进展，中国的资本帐户自由化顺序的设计应能够把整个转型时期可能出现的扭曲和对宏观经济的破坏减小到最低限度。在这个过程中，对于资本流入与流出、长期流动与短期流动、居民与非居民、个人与机构等，可以赋予不同的改革速度，这取决于当局对不同交易类别各自风险大小的估计。如果是基于一个 5~6 年的时间框架，那么中国的资本帐户进一步的自由化可以按照以下四个阶段来进行¹⁶：

- 第一阶段（或许 2 年）。（1）对外直接投资的限制日益被放宽，最后完全取消。（2）通过“合格境外机构投资人”方案（针对非居民投资于中国的证券）与“合格国内机构投资人”方案（针对中国机构在国外投资），逐步实现机构和公司进行国际证券投资的自由化。在该交易类别里面，可进一步为流入与流出、股权投资与债券投资制定先后次序，例如先开放非居民投资国内证券，再开放居民投资国外证券，先开放股权投资再开放债券投资。
- 第二阶段（或许 2 年）。（1）除了短期债务工具的出售外，取消其它证券投资流入的限制。（2）无论是中国企业和机构到海外发行证券或上市，还是国外企业和金融机构在中国市场上发行证券，都逐步取消对初级证券发行的限制。在该交易类别里面，可进一步为流入与流出、股权投资与债券投资制定先后次序。

¹⁶ 当然实现中国资本帐户自由化的时间跨度，最终是由决策当局根据结构性改革取得进展的情况来决定的，但文中四个阶段揭示的自由化的顺序依然是适用的。

- 第三阶段（或许1~2年）。（1）在流入和流出两个方向上都取消对证券发行的限制。（2）实现包括个人在内的居民证券投资自由化。（3）逐步放宽金融机构的对外商业借款，最终取消所有限制。
- 第四阶段。放宽国内非金融企业的对外商业借款，取消所有剩下的限制，取而代之的是审慎规制，实现中国资本帐户的完全开放。

这个顺序体现了如下原则：（1）直接投资率先实现自由化（因为直接投资更多地反映了实体经济活动）；（2）涉及大型经济主体——如金融机构和公司——交易的自由化，要比含有小型企业和个人的交易类别进行得早，这是为了在转型过程中维持更高的控制能力；（3）二级市场在一级市场之前实现自由化，目的是保证初级证券的定价能够更好地反映市场条件；（4）股权资本流入的自由化比债权资本流入要早，因为前者不会产生流动性问题；（5）借款（特别是短期借款）的自由化在整个进程中实行的较晚，这不仅是出于对那些正在加强体质的银行部门的保护，而且因为，与证券发行不同的是，借款易于牵涉到更广泛的经济主体，包括小型交易者。

五、结论

本文探讨了资本帐户自由化的顺序以及相关问题，并将重点置于中国资本帐户自由化的战略。特别地，文章讨论了在一个自由化环境下资本控制的有效性；一般意义上的经济改革次序和特别意义上的资本帐户自由化顺序；中国目前的资本管制体系；以及进一步实现中国资本帐户自由化的步骤。一个宽泛的结论是，随着经济的自由化和一体化，资本管制本身存在的意义和资本管制的有效性都将越来越弱，直至消失，而采取切实步骤进一步自由化资本帐户是正当必然的。同时，为了能够从自由的资本流动中获得充分的利益，特定的制度和规制前提条件必须被满足。由于建立所需要的基础设施是需要时间的，因此采取审慎的方法、按一定顺序实施资本帐户自由化是更为合适的。

强势的国际收支状况和稳健的宏观经济表现，为中国去除资本帐户方面残留的管制措施提供了一个坚实的基础。然而考虑到公共财政和金融体系的结构弱点，中国进一步开放资本帐户的顺序，应该与结构性改革领域取得的进展相适应，还应与旨在防止自由化过程中脆弱性积累的审慎规制体系的发展相适应。同时，一个最低限度的报告和审批程序应该被保留，以便当形势需要时当局具有实施一种临时性管制的力量。

参考文献

- 国家外汇管理局，2002，《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》。
- 国家外汇管理局，2003，《关于进一步深化境外投资外汇管理改革有关问题的通知》。
- 中国人民银行等，2005，《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。
- 中国证监会和中国人民银行，2002，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》。
- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Okter-Robe, Jorge Ivan Canales-Kriljenko, and Andrei Kirilenko, 2000, "Capital Controls: Country Experiences with their Use and Liberalization," Occasional Paper 190, International Monetary Fund.
- Artena, Carlos, Barry Eichengreen, and Charles Wyplosz, 2001, "When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?" NBER Working Paper 8414, August.
- Dai, Xianglong, 2002, Speech at the ASEAN +3 High Level Seminar on the "Management of Short-Term Capital Flows and Capital Account Liberalization," Beijing.
- Dooley, Michael P, 1996a, "Capital Controls and Emerging Markets," *International Journal of Finance and Economics* 1, July, 197-205.
- Dooley, Michael P, 1996b, "A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions," *IMF Staff Papers* 43, December, 639-687.
- Edison, Hali J., Michael Klein, Luca Ricci, and Torsten Slok, 2002, "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," Working Paper 02/120, International Monetary Fund, July.
- Edwards, Sebastian, 1984, "The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries," *Princeton Essays in International Finance*, No. 156, December.
- Edwards, Sebastian, 1999, "How Effective Are Capital Controls?" *Journal of Economic Perspectives* 13, Fall, 65-84.
- Edwards, Sebastian, 2001, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper 8076, January.
- Eichengreen, Barry, 2001, "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" *World Bank Economic Review* 15, No. 3, 341-365.

- Garber, Peter and Mark P. Taylor, 1995, "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Market: A Skeptical Note," *Economic Journal* 105, January, 173-180.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and Olivier Jeanne, 2004, "The Elusive Gains from International Financial Integration," Working Paper 04/74, International Monetary Fund.
- Icard, Andre, 2003, "Capital Account Liberalization in China: International Perspectives," BIS Papers No. 15, Bank for International Settlements, April, 14-18.
- Ingves, Stefan, 2003, "Sequencing Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability," Age F. P. Bakker and Bryan Chapple (eds.), *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 43-57.
- Ishii, Shogo, Karl Habermeier, Jorge Ivan Canales-Kriljenko, Bernard Laurens, John Leimone, and Judit Vadasz, 2002, "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability," Occasional Paper 211, International Monetary Fund.
- Jadhav, Narendra, 2003, "Capital Account Liberalization: The Indian Experience," Reserve Bank of India, November.
- Johnston, R. Barry and Chris Ryan, 1994, "The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications," Working Paper 94/78, International Monetary Fund, July.
- Johnston, R. Barry and Natalia T. Tamirisa, 1998, "Why Do Countries Use Capital Controls?" Working Paper 98/181, International Monetary Fund, December.
- Johnston, R. Barry, Salim M. Darbar, and Claudia Echeverria, 1999, "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from Chile, Indonesia, Korea, and Thailand," R. Barry Johnston and V. Sundarajan (eds.), *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*, International Monetary Fund.
- Karacadag, Cem, V. Sundararajan, and Jennifer Elliot, 2003, "Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing," Working Paper 03/116, International Monetary Fund, June.
- Kawai, Masahiro and Shinji Takagi, 2002, "Rethinking Capital Controls: Malaysian Experience," November.

- Li, Liming, 2003, "China's Fiscal Risk Is Not As Severe As Imagined," *Business Watch Magazine*, No 23.
- Lin, Shuanglin, 2003, "China's Government Debt: How Serious?" *China: An International Journal* 1, No. 1, March.
- Mathieson, Donald J., and Liliana Rojas-Suarez, 1993, "Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues," Occasional Paper 103, International Monetary Fund, March.
- McKinnon, Ronald I., 1982, "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 17, Autumn, 159-186.
- McKinnon, Ronald I., 1991, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore and London: The Johns Hopkins University Press.
- Neely, Christopher J., 1999, "An Introduction to Capital Controls," *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, November/December, 13-30.
- Nsouli, Saleh M., Mounir Rached, and Norbert Funke, 2002, "The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reform: Issues and Guidelines for Policymakers," Working Paper 02/132, International Monetary Fund, August.
- Quirk, Peter J., Owen Evans, and others, 1995, "Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies," Occasional Paper 131, International Monetary Fund, October.
- Zhang, Xiaopu, 2003, "Capital Account Management and Its Outlook in China," BIS Papers No. 15, Bank for International Settlements, April, 19-24.

表 1. 中国资本管制的总体概况

	对交易本身的管制	对外汇的管制
1. 直接投资		
对内投资	除了涉及环境和国家安全方面考虑的某些产业，原则上无限制。要遵循产业政策指导。清算和撤资不受限制。	在满足真实性验证的条件下，无限制。
对外投资	要经过商务部（或其它相关部门）审批。清算或变更资本要事先报经原审批部门批准。	外汇资金的充足性和相关风险要经过国家外汇管理局评估和审核，汇寄款项必须登记注册。对于国务院批准的战略项目，可以购买外汇。
2. 证券投资		
股权证券投资		
非居民在本地购买	除了通过“合格境外机构投资者”方案的，只能购买 B 股。	对 B 股交易和通过“合格境外机构投资者”方案的交易没有限制；对汇寄款项有数量限制。
非居民在本地发行/出售	初级证券的发行不被允许；只有 B 股才允许出售。	无限制。
居民在海外购买	原则上禁止；除了那些经过中国证监会、保监会等事先批准和国家外汇管理局资金验证的合格主体。	向国外汇寄款项要经过国家外汇管理局审批。投资者必须自筹外汇。
居民在海外发行/出售	需要得到中国证监会的事先批准。	收汇必须按照一定的时间期限调回境内。
债务证券投资		
非居民在本地购买	不被允许；除非通过“合格境外机构投资者”方案。	对“合格境外机构投资者”的相关款项汇寄有数量限制。
非居民在本地发行/出售	初级证券的发行一般不被允许，经过批准的国际金融机构可以在中国境内发行人民币债券；只有通过“合格境外机构投资者”方案的才允许出售。	对“合格境外机构投资者”的相关款项汇寄有数量限制。
居民在海外购买	原则上禁止；除非是中国人民银行批准授权的银行或保监会事先批准的保险机构。	银行或保险机构必须使用它们自己的外汇。
居民在海外发行/出售	要经过中国人民银行和国家外汇管理局的事先批准；数量纳入“国家外债计划”范围之内。	初级证券发行必须通过国家外汇管理局办理外债登记。收汇必须在一定的时间期限调回境内。
3. 其它投资		
贷款		

居民贷款给非居民	经有关当局审批，国内金融机构可以遵照外汇资产负债比例管理规定对外发放贷款。严格禁止国内非金融企业对外放贷。	对外放贷必须在国家外汇管理局进行事后登记。相关机构必须使用自己的外汇，差额的购买要经过国家外汇管理局的批准。
非居民贷款给居民	外资企业可以向非居民自由借款。国内其它机构对外借款必须取得借款主体资格，并且其数量纳入“国家外债计划”范围之内。	外资企业的对外借款必须在国家外汇管理局注册登记。收汇必须按照一定的时间期限返回中国。债务的还本付息需经过国家外汇管理局的审批。
贸易信贷		
居民向非居民提供贸易信贷	无限制。	事后出口收汇核销。一年以上的延期付款需要国家外汇管理局审批。
非居民向居民提供贸易信贷	内资企业作为借款人需要借款主体资格认证。	无限制。
货币与存款		
流入	居民或非居民进入中国时，如携带超过一定数量外币或30000元以上的人民币，必须报关。对于存款流入没有限制。	无限制。
流出	居民或非居民离开中国时，如携带超过一定数量外币或30000元以上的人民币，必须报关。存款外流需要当局审批。	居民或非居民离开中国时，如携带10000美元以上的外币现钞，必须得到国家外汇管理局的批准。国内法人需经国家外汇管理局审批才能在境外开设外汇存款帐户。对自然人开设外币存款帐户没有限制。

资料来源：国家外汇管理局。

表 2. 中国的部分经济金融指标

	1999	2000	2001	2002	2003	2004 ¹⁾
国内经济 (百分比变动)						
实质 GDP	7.1	8.0	7.5	8.3	9.1	9.0
消费者价格指数 (时期平均)	-1.4	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.5
对外经济 (除特别注明外, 单位为十亿美元)						
出口	195	249	266	326	438	543
进口	-159	-215	-232	-281	-394	-512
经常帐户余额	16	21	17	35	46	40
资本与金融帐户余额 ²⁾	8	2	35	32	53	110
其中: 净外国直接投资	37	37	37	47	47	48
官方总储备 ³⁾	158	169	219	295	412	562
经常帐户余额占 GDP 的%	1.6	1.9	1.5	2.8	3.2	2.5
公共财政: ⁴⁾ (占 GDP 的百分比)						
总预算余额	-4.0	-3.6	-3.1	-3.3	-2.8	-2.2
收入	14.3	15.3	17.0	18.2	18.7	19.0
支出	18.3	18.9	20.1	21.5	21.6	21.2
货币与利率: (百分比变动)						
广义货币 (M2)	14.7	12.3	14.4	16.8	19.6	...
利率 ⁵⁾	2.3	2.3	2.3	2.0	2.0	...

资料来源: The 2003 & 2004 Article IV Consultation with the People's Republic of China, IMF, 截至2004年8月。

1) 基金组织工作人员的估计。

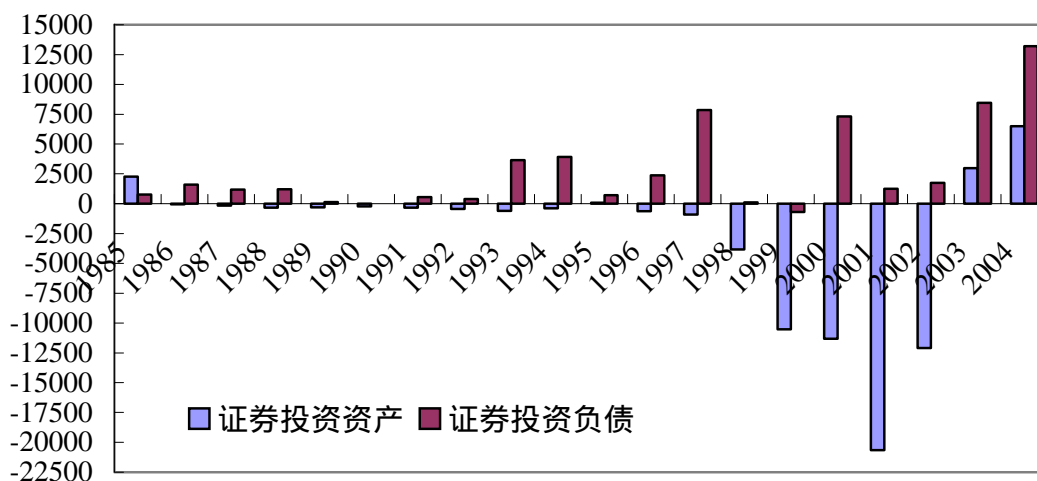
2) 不包括错误与遗漏。

3) 包括黄金、持有的特别提款权和在基金组织的储备头寸。

4) 中央和地方政府。数据包括由官方对外借款融资的所有支出、政府债务的利息支付以及2000年与财政刺激措施有关的未列入预算的支出。

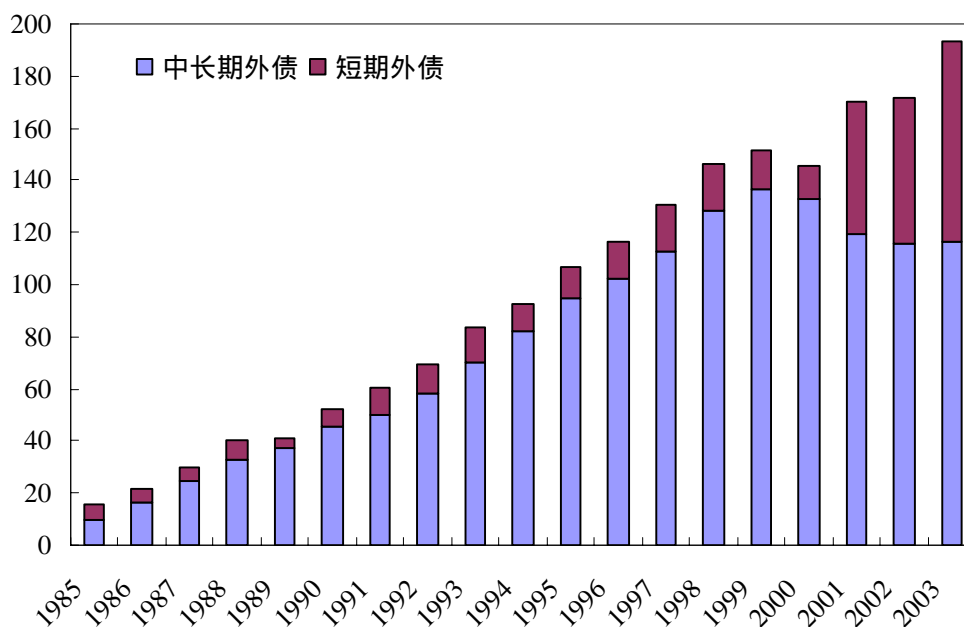
5) 一年期定期存款, 年底。

图1 中国证券投资流量（单位：100万美元）



资料来源：IMF, *International Financial Statistics*, 国家外汇管理局

图2 中国长期与短期外债余额（单位：10亿美元）



资料来源：国家外汇管理局