

# 让人民币可兑换稳妥的办法

任志刚

研究专论第五号

二零一一年四月

全球经济及金融研究所  
香港中文大学  
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

# 鸣 谢



全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人、机构及团体的慷慨捐赠  
及对我们的支持：

郑海泉

周松岗

刘遵义

黄桂林

国家开发银行

恒基兆业地产有限公司

香港上海汇丰银行有限公司

新鸿基地产发展有限公司

# 《让人民币可兑换稳妥的办法》 (中文译本)\*

任志刚教授<sup>1</sup>

中国人民银行 中国金融学会 执行副会长

中文大学全球经济及金融研究所 杰出研究员

宏观审慎顾问有限公司 主席

## 引言

1. 国际货币体系的运作方式至今未能有助于全球金融的稳定。让人民币资本帐可兑换，是国际货币体系进一步发展重大的课题。一个经济体如果在今后二十年内可能成为全球第一大，它的货币不论是作为交易媒介还是藏富之所，都应当在国际货币体系内扮演一定的角色。但是，人民币资本帐如何迈向可兑换，尚未有明确的路子。发达和发展中经济体的金融当局正苦于国际资本威力日增、驾驭不易，由于资本帐可兑换可能对中国的货币和金融稳定性带来风险，中方还没有作出决定也就可以理解。本文尝试就此作点探讨，指出完全兑换（full convertibility）与自由兑换（free convertibility）两者重要的区分，最后就如何达致人民币资本帐可兑换提供一些看法，以供参考。

---

<sup>1</sup>本文的背景研究工作获香港中文大学全球经济及金融研究所黄凯儿小姐和许愆珊小姐协助，谨此致谢。

## 政策的目的是

2. 目前虽然并非国内外关注的焦点，中国似乎决心逐步朝人民币资本帐可兑换推进。目前中国的货币和金融前线主要关注控制通胀和冷却对通胀的预期，以及将货币政策的基调由「适度宽松」转向「稳健」，把好「流动性闸门」，完善人民币汇率形成机制和推进利率市场化改革<sup>2</sup>。这些都是当急要务，在政策上优先得多可以理解。但正如国家外汇管理局（英文缩写「SAFE」）网站一篇介绍外汇管理架构的文章说，中国让资本帐可兑换的决心是明确不过的<sup>3</sup>。就这方面来说，「下一个阶段」的目标是「有序可控地拓宽资本流出入管道，逐步实现人民币资本项目可兑换」。国家第十二个五年计划（2011-15年，简称「十二·五」）也重申了「逐步实现人民币资本项目可兑换」的意愿。
3. 但是，中国为什么应该让资本帐可以兑换，个中的理据仍然有待说明。SAFE 上述的文件提到，「外汇管理主动顺应加入世贸组织和融入经济全球化的挑战，进一步深化改革，继续完善经常项目可兑换，稳步推进资本项目可兑换，推进贸易便利化」。就资本帐可兑换来说，这似乎是中方自主的行动，而并非像经常帐可兑换那样，是加入世界贸易组织（WTO）正式的条件。虽然，某些资本帐如果可以兑换，对于开放服务业贸易，尤其是金融服务，很有必要。

## 资本帐可兑换的理论与实践

4. 由于开放资本帐的好处，至少在理论上十分清楚，国际上理所当然地认为，资本帐可兑换是好事。这方面理论上的理据是：资本帐要能兑换，才能让全球各地有余钱的人得到境外投资和分散风险，更好地满足他

---

<sup>2</sup> 例如，参见中国人民银行货币政策委员会召开第四季度例会后，在 2010 年 12 月 27 日发表的声明，以及中国人民银行 2010 年 1 月 6 日召开工作会议后，同日发表的声明。

<sup>3</sup> 国家外汇管理局网站的「历史沿革」页对中国外汇政策的架构有详细的介绍  
[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/whjjs/whjjs\\_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000).

们的风险胃口。而筹资者也有更多资金来源可供选用，以较低廉的代价，在境外找到与本身风险状况配对的风险承担者。因此，让资本帐可兑换，也就可以在国际层面上增加资本分配和金融中介的效益，更有效地推动经济的成长和发展。

5. 但其实目前尚欠实证，可以将经济成就具体归功于开放金融，尤其是让资本帐可兑换或自由兑换。似乎比较明确的只是，金融市场因为资本帐自由兑换而得以全球化后，至少在美国次按危机来袭前的一个长时间内，国际金融中介的盈利率得以大大提升。但有关资本帐自由兑换的好处，实证实实在太少，以致无论学术机构还是国际货币基金组织（IMF）这类国际金融机构，都未能坚定不移、由始至终地大力推动。
6. Fischer (1998)认为，一如开放贸易，「资本流动令储蓄得以在全球范围内作有效的分配，也有助于分散风险。」<sup>4</sup>但并非所有人都同意这个看法。Joseph Stiglitz 和另一些学者由于提出经济理论以说明资本市场自由化的消极作用，获颁 2001 年度的诺贝尔经济学奖。他们指出，只要资讯不对称的现象继续当道，利用市场为资源作最佳的分配纯属理论<sup>5</sup>。在任何一个地区进出的短线投机性资本流动，并不会令资本流向回报最高的经济体、带来实质的经济成长。这类投机通常很波动，带有破坏性，倾向周期性，甚至可能削弱经济、令金融不稳。
7. Fischer 和 Stiglitz 虽然就开放资本帐看法不同，但都强调，金融市场监管对资本流动的管理至为重要。Garber (1998)甚至说，削减金融市场监管连同开放资本帐，引来了金融危机<sup>6</sup>。IMF 的一份政策文件也说，「……

---

<sup>4</sup> Fischer, S. 1998. "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance, May 2007, pp.1-10.

<sup>5</sup> Stiglitz, J. E. 2000. "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, Vol. 28, No. 6, pp.1075-1086.

<sup>6</sup> Garber, P. M. 1998. "Buttressing Capital Account Liberalization with Prudential Regulation and Foreign Entry", in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance, May, 2007, pp.28-33.

开放资本帐应视为更全面经济改革方案的组成部份，与适用的宏观经济和汇率政策配合使用，并且透过政策来强化金融市场和有关机构。」<sup>7</sup>

## 国际货币基金组织的立场

8. 因此就资本帐可兑换的问题，IMF 的立场至今模棱两可，虽然这些年以来，IMF 亦曾不止一次尝试将有关课题纳入其管理范畴。早在 1995 年，IMF 就 1977 Surveillance Decision 所作的修订就界定了本身在资本帐上的角色：有权监察成员国有关的政策、提供技术指导，但未获授权订定可兑换的准则以施加于成员国<sup>8</sup>。1990 年代初期，国际上一度热衷于进一步修订条款，授权 IMF 管辖成员国对资本帐的限制。但亚洲金融危机爆发后，这个可能性宣告幻灭。
9. 有趣的是，相对较为近期，IMF 认识到资本大进大出会造成不稳，从而就资本大量流入制订一套政策建议准则，而且一反其早前反对管制的立场（2005 年），纳入资本管制的可能。IMF 2010 年 2 月发表的这份 staff position note，就其建议在某些情况下实施资本管制作出辩解，强调某些资本（例如债务和某些金融方面的外来直接投资）有可能对经济成长带来消极的影响<sup>9</sup>。当资本涌入时，在财政、货币和汇率方面采用传统的政策措施，仍被视为较为可取。但万一所有措施都失灵，正如图 1 所示，也就要考虑资本管制。但 IMF 提醒各方，要考虑到资本管制的有效性和对多边关系所造成的冲击。

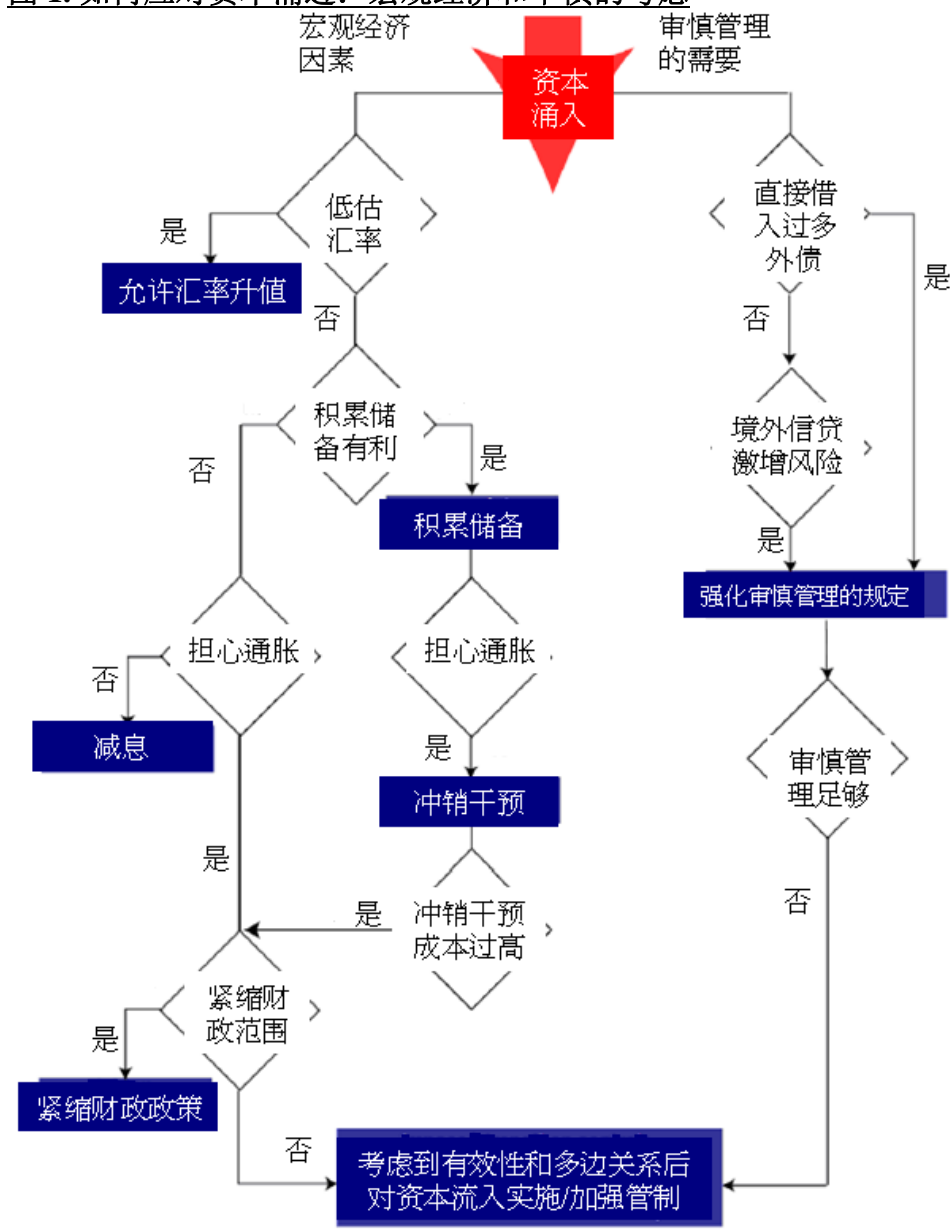
---

<sup>7</sup> International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department, “Developments and Issues in the International Exchange and Payments System – Background Studies”, SM/98/172, Supplement 2, 8 July, 1998.

<sup>8</sup> International Monetary Fund, Independent Evaluation Office, “Report on the Evaluation of the IMF’s Approach to Capital Account Liberalization”, SM/05/142, Chapter 2, 20 April, 2005.

<sup>9</sup> International Monetary Fund, Research Department, “Staff Position Note – Capital Inflows: The Role of Controls”, SPN/10/04, 19 February, 2010.

图 1. 如何应对资本涌进：宏观经济和审慎的考虑



资料来源：IMF Staff Position Note – Capital Inflows: The Role of Controls, February 2010

10. IMF 不论支持还是默许资本管制以应对资本涌入，都不等于其在资本帐可兑换上也采取同样务实的态度。但考虑到资本帐可兑换对货币和金融稳定性可造成的风险，朝向可兑换推进时，要求慎而慎之无疑是站得住脚的。因此，中国内部在这方面并没有可见的政治压力，不像在开放汇率的问题上，特别关注本身的国际收支不平衡会否持续不变。因此，中国在开放资本帐的进程中，得免被国际社会盯住不放。

## 中国的政策考虑

11. 事实上，虽然金融市场迈向全球化时，适逢全球经济也有可喜的成长，两者同时发生，但最近这十几二十年也经常爆发金融危机。这也就说明，让资本帐无约束地可兑换，可能对货币和金融稳定性带来风险。尽管缺少实证以确认资本帐可兑换的好处，中国深明个中的利弊。对中国来说，有鉴于本身的社会主义市场经济在全球独一无二，为了继续发展经济，有需要小心谨慎地物色一种资本帐可兑换方式，确保可以驾驭国际资本。
12. 但中国还有一个重要的考虑。这就是近年认识到，经济成长模式有需要调整，由出口导向相对地转向内需带动。这项认知至关重要，令人欣慰。转型的好处很多，除了加强经济成长和国家发展的可持续性，也可望更有效地协助国际社会纠正全球性的对外收支失衡，将不少人出于谬误和政治动机以一直推动（利用货币升值来达成）的补救办法移离国际关注。
13. 目前还不清楚，中国是否已充分认识到，成长模式想获得必要的调整，一个重要的因素是审慎地放宽资本帐的可兑换程度。从国民经济核算体系，也就是  $S - I = X - M$  这条公式就足以说明。S 是国民储蓄；I 是国内固定资本形成总额，说得简单些总投资；X 是出口额；M 是进口额。中国的贸易顺差  $X - M$  数目很大。虽然有人担心中国过度投资，但在这条公式里，国民储蓄扣除投资后就是中国略为庞大的贸易顺差。中国的储蓄率（估计相当于 GDP 的 50%）这样高，所反映的是社会安全福利不足，国民必须自保<sup>10</sup>。但金融体系不够发达，未能提供不同的管道为储蓄赚取足够的回报，也导致无法避免国民储蓄更多。尽管人民币升值，资本帐可兑换的方式如果更开放，国民也就可以利用储蓄到境外投资，经风险调整后，寻求较高而稳定的回报，从而降低储蓄率、刺激内需。

---

<sup>10</sup>以 GDP 百分比表示的年储蓄率估计数可以用世界银行的世界发展指数求取。



## 资本帐可兑换的现有立场

14. 无论是否最高决策者的想法，值得注意的是，SAFE 就中国在资本帐可兑换问题上的立场是明确而积极的。同样有趣的是，市场上虽然不乏预测，但官方在这方面没有时间表。也许是没有必要，并不存在政治压力。由于开放金融市场将面临国际金融的威力，必须审慎而为。因此，在资本帐可兑换这个改革领域上，正如 SAFE 明言，中国强调「循序渐进，统筹规划，先易后难，留有余地」。<sup>11</sup>
15. 就可兑换而言，中国多年来态度相当一致<sup>12</sup>。最初是 1993 年 11 月 14 日中共十四届三中全会所作的〈有关中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定〉。除了其他各方面，当时做了一项重大的决定：「改革外汇管理体制，建立以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场，逐步使人民币成为可兑换货币」。
16. 紧接着在 1994 年，经常帐方面开始有条件兑换。然后很快在 1996 年 12 月，撤销经常帐所有的兑换限制，做到了经常帐完全兑换的 IMF 第八款要求。但同一时间内，资本帐的兑换仍然受到严格的管制。要到 2001 年 11 月加入 WTO 后，中国才就「稳步推进资本项目可兑换」采取重大的行动。其后是 2004 年年底，SAFE 就 IMF 列举的 43 类资本帐交易，对国情进行自我评估，发现其中 11 类可兑换，有 11 类较少限制，15 类有较多限制，余下的 6 类仍然受到严格的管制。
17. IMF 每年都发表《交易安排及交易限制年报》（缩写 AREAER）。表 1 就 2008 年年报所列举的中国大笔资本帐交易，概括了有关限制的立场。内地居民以「合格境内机构投资者」（QDII）身份离境投资、以及非内地居民以「合资格境外机构投资者」（QFII）身份到内地投资这两项特

---

<sup>11</sup> 国家外汇管理局网站的「历史沿革」页对中国外汇政策的架构有详细的介绍  
[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/whjjs/whjjs\\_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000).

<sup>12</sup> 国家外汇管理局网站的「历史沿革」页对中国这方面多年来的发展有详细的介绍  
[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/whjjs/whjjs\\_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000).

殊安排，就是中国近年审慎地提升资本帐可兑换度的明证。至 2010 年年底为止，累计审批 QDII 88 项，离境总投资 683.61 亿美元；QFII 有 97 项，到内地的总投资 192.72 亿美元<sup>13</sup>。

表 1：中国对大笔资本交易限制的摘要（截至 2008 年）

		流入*	流出*
股票市场	非内地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 买入在中国证券交易所上市的 B 股(以美元或港元计价) (亦供内地投资者购买)</li> <li>- QFII 人士根据既定限制买入 A 股</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 卖出在中国证券交易所上市的 A 股和 B 股</li> <li>- 非内地居民发行 A 股或 B 股不受限制</li> </ul>
	内地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 经中国证券监督管理委员会 (CSRC) 批准，在境外发行 H 股</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 内地公司经国家外汇管理局(SAFE)准许回购在境外发行的股份</li> <li>- QDII 人士根据既定限制，在境外买入股份及其他投资工具</li> </ul>
债券和其他 债务证券	非内地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- QFII 人士可在本地买入国库券、可换股债券及企业债券</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 国际发展机构经财政部(MOF)、中国人民银行(PBC)及国家发展和改革委员会批准，可发行人民币债券</li> <li>- 经批准的外资企业可发行债券</li> </ul>
	内地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 经国务院监察部事先批</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 经中国保险监督管理委员会</li> </ul>

<sup>13</sup> 有关数据取自国家外汇管理局局长 2011 年 1 月 18 日在该局网站上发表的论文。

		准	会(CIRC)和国家外汇管理局批准，保险公司、证券公司、合格银行及团体可购买符合评级规定的境外债券
货币市场	非内地居民	- QFII 人士可在本地购买	- 不可
	内地居民	- 经国家外汇局批准，可发行货币市场工具	- 经保险监督管理委员会和国家外汇管理局批准，保险公司、证券公司、合格银行及团体可购买符合评级规定的货币市场工具
集体投资证券	非内地居民	- QFII 人士可在本地投资封闭和开放基金	- 不可
	内地居民	- 经外汇局批准，可发行集体投资证券	- 经中国保险监督管理委员会和国家外汇管理局批准，保险公司、证券公司、合格银行及团体可购买符合评级规定的集体投资证券
衍生物及其他工具	非内地居民	- 不可	- 不可
	内地居民	- 经中国银行业监督管理委员会批准，受监管的金融机构可出售衍生物以对冲、牟利、以及为客户提供买卖服务 - 衍生物业务事前须经监	- 经中国银行业监督管理委员会批准，受监管的金融机构可出售衍生物以对冲、牟利、以及为客户提供买卖服务 - 衍生物业务事前须经监管

		管机构检视和外汇未平仓合约受到限制	机构检视和外汇未平仓合约受到限制 - 符合风险管理规定的受监管金融机构可在内地市场买卖黄金期货
直接投资		- 非内地居民经（商务部）批准可自由在内地投资	- 外汇资金经审核来源、相关机关批准、完成离岸投资外汇注册后可获准

\*注：「流入」指非内地居民在当地购买或内地居民在境外销售或发行；「流出」指非内地居民在当地销售或发行、以及内地居民在境外购买

资料来源：IMF AREAER 2008

18. 2011年1月18日，SAFE的局长在该机构网站上撰文，就外汇管理工作总结了第十一个五年计划（十一·五）的成就、列举了第十二个五年计划（十二·五）的任务<sup>14</sup>。有关资本帐可兑换的任务是：「截至目前，按照国际货币基金组织划分的7大类共40项资本项目交易中，我国实施严格管制的主要是跨境金融衍生工具交易等，其他项目已实现一定程度的可兑换，人民币资本项目可兑换程度明显提高。」

19. 展望「十二·五」，SAFE上述文章有关资本帐可兑换的部份包括：「进一步推进贸易投资便利化」、以及「稳步放宽跨境资本交易限制，健全跨境资金监测分析体系，在资讯监测及时有效、风险可控的基础上，逐步实现人民币资本项目可兑换。」由此看，中国会以必要的审慎，继续充满信心地朝资本帐可兑换推进。

<sup>14</sup> 有关论文见于  
[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=9000000000000000,864&id=3&type=1,2](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000,864&id=3&type=1,2).

20. 有趣的是，SAFE 的文章提到一种监测和分析资金跨境活动的系统，显示中国已拥有监测资本流动和进行分析的精密系统。资本进出的问题十分敏感，资讯管理系统对管理风险不可或缺。中国看来已掌握了现代资讯科技的优势，建成这些系统，并正已采取步骤，对金融体系进行广泛的改革，尤其是就开放资本帐而言。中国人民银行（PBC）和 SAFE 的其他文件还提到 RCPMIS，也就是「人民币跨境收付资讯管理系统」（RMB Cross-border Payments & Receipts Management Information System 的英文缩写），以及「直接投资外汇管理资讯系统」（direct investment foreign exchange administration information system）。中国密切关注资本方面的监测和分析工作，印证了一众领导人尤其是国务院总理，就如何管理好改革所一再强调的主导思想：「可控、渐进、主动」。客观来说，过去这十几二十年国际金融起伏不稳，这看来是资本帐朝向可兑换的审慎之道。
21. 2010 年 7 月，相信是回应外界对中国外汇储备急增的关注、以及发达市场爆发金融危机后，中国外汇资产的质素可能恶化，SAFE 就外汇管理政策作了一次有趣的解说，强调「很注意与公众交流」、以及「积极采用不同的手段以增加政策和管理的透明度，以便社会大众熟悉和了解国家的外汇管理。」
22. SAFE 以 28 条问答（Q&A）的形式，在本身网站上发表了五篇文章，涵盖外汇管理的方方面面：由外汇储备的角色和管理方法谈到中国持有美国官方债券房利美(Fannie Mae)和房贷美(Freddie Mae)的情形、欧洲主权债务的冲击，以至如何深化改革和开放市场的主导思想。其中第 23 条问答将「外汇管理理念的五个转变」总结为「贯彻落实科学发展观的具体实践」<sup>15</sup>，分述如下：
- (1) 从重审批转变为重监测分析；
  - (2) 从重事前监管转变为强调事后管理；

---

<sup>15</sup> 这 23 个问与答分列于题为〈外汇管理政策热点问答〉（一）至（五）的五个文件里，收录于国家外汇管理局网站。其中第 23 个问与答见于（五），网址是 [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=9000000000000000.810&id=3&type=2](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000.810&id=3&type=2).

- (3) 从重行为管理转变为更加强调主体管理；
- (4) 从「有罪假设」转变到「无罪假设」；以及
- (5) 从「正面清单」（法无明文授权不可为）转为 「负面清单」（法无明文禁止即可为）。

23. 这五个转变虽纯属意愿，但仍然很大胆，予人的印象是过于信任外汇市场业务人士的操守。但与上述第 23 条的答案（A23）结合看，这些文件也许预示了中国管理外汇的手法或者某种资产可兑换的方式，说不定会成为外汇市场的新范式，在市场为经济服务和确保金融安全两者之间提供一种有趣（甚至是最佳）的平衡。这在国际金融近期的历史上，一直可望而不可即。这五个转变如何落实令人饶有兴味。A23 说得很对：这需要很长的时间，期间内这五个转变会不断地微调。

## 外汇市场

24. 市场为供与求寻求价位的功能被当作理所当然，久而久之，也就很少有人谈到市场在寻价过程中真正的效益，更莫说质疑。金融市场对此更深信不疑。即使微不足道的金融波幅也涉及重大的利害。一个回眸，一个流盼，都可能挤出或烧掉百万计的金钱。市场玩家靠价格起落维生。但日常买卖的金融产品起落仿佛不够大，缺乏牟利的机会，用衍生工具投注价格变化几乎成了今天金融市场的特色。
25. 熟悉香港回归前历史的人士相信都记得，当时负责为香港过渡到 1997 年 7 月 1 日商讨各项安排的中英联合联络小组一再重复的熟语「维持繁荣与稳定」。但这句话激怒了香港一些人，尤其是金融业人士。可以理解的是，他们很希望中英谈判有进展，以致也许纯属说笑地，有悖于业内的情绪。因为对他们来说，「在金融这一行，繁荣与稳定难以共存。」无论是否说笑，令人遗憾的是，这种情绪在金融界里显而易见。每当市场转趋沉静、价格保持稳定，也就有人抱怨缺少「vol」，也就是英文 volatility（波动）的简称（也许同时代表 volume，也就是英文里的交投量）。

26. 监管当局或者应该问，市场价格发现时是否有足够的效益，令市场有其当初得以存在的理由。又或者问，由于价格太波动、市场太扭曲，市场是否已沦为以进出市场为业者的私利，不再是为经济需要服务？说到底，后者才是首要的公共利益。此外，市场人士最爱价格波动，但这是否有损金融体系的健全性及其支援经济的能力？是否有成本效益较好的方法以驾驭市场分配资源的能力，减低其有损公共利益的风险？
27. 根据国际结算银行（BIS，内地译作「国际清算银行」）和联合国贸易与发展会议（UNCTD）公布的统计，明显出于对汇价变动的预期和居中寻利的外汇买卖和持仓行为占全球交易的 97%<sup>16</sup>。此外还有随着外汇风险积聚，为了合理地管理风险所进行的投机和非投机性对冲。余下的 3%才是实际经济活动的外汇需求，包括贸易和对外直接投资。外汇市场为 3%的实际需要去发现价格时，真的需要另外 97%的非实质交易来帮忙吗？不用说下去都知道，这少说也是值得质疑的。实证方面，短线大起大落对市场稳定性所造成的严重伤害、以及由此引发的偶见市场掠夺性行为，都似乎说明结论刚好相反。市场需要驯服这 97%的非实质交易，提醒这类交易它们存在的目的，即使此举会压缩市场规模、减少就业机会。

### 金融脆弱性的决定性因素

28. 1997-98 年亚洲金融危机和 2008-09 年发达市场次按危机的经验教训，令国际社会对于监管当局如何最有效地维持金融稳定性高度关注。这方面文献很多，特别是出自国际金融机构和负责制订标准团体之手。本文无意广泛介绍，而只是在探讨人民币资本账可兑换的过程中，作为必要的步骤，借着作者实际对付这两场危机的第一手经验，以宏观角度总结出三个令金融市场变得脆弱的决定性因素。这些看法当然说不上全面，但就这个问题，至少有两个因素尚未成为其他研究的焦点。

---

<sup>16</sup> 利用国际结算银行及联合国贸易和发展会议的 2007 年全球数据，用每年的商品服务总贸易额及外来直接投资之和除以该年的外汇总交易额，同时假设每年平均有 250 个交易日，即可大致估计实际经济活动所产生的外汇交易额。

29. 第一个决定性因素显而易见。这就是宏观政策的可信性。对此无须多费唇舌。对于金融危机为何会来袭，往往有一套热门的解释。这就是国际金融机构总是苦口婆心地指出的，宏观政策有欠审慎。这包括：负债过多又或者过分依赖向外举债，而且是借入外币；外贸逆差庞大，政府赤字很大，汇率定得太死，货币管理无效，诸如此类。但单靠审慎的宏观政策不足以确保金融稳定。1997 年亚洲金融危机爆发时，亚洲有些经济体的宏观数据比今天很多发达市场健全得多，但都惨遭市场「惩处」。由于这种区别「对待」，金融市场对不同地区所施加的宏观经济纪律，几乎是有欠公平的。这可以用导致金融脆弱的另外两个决定性因素来说明。
30. 第二个决定性因素是规模，说得具体些，区内市场规模相对于国际资本总量的比例。国际资本总量不但在经济好景的年头飙升，而且次按危机爆发后，由于少数发达市场的中央银行采取量化宽松政策，这个比例即使不再上升，也至少是维持。国际资本流动所掀起的波浪，对于一些最大的国家来说，只是市场岸边的浪花，但对较小的市场足以造成海啸。可是，金融脆弱性与市场规模的关系不是线性的。一些最小的市场根本不会引来短线逐利的国际资本。例如，澳门的汇率虽然与香港挂钩，货币在 1997-98 年并没有受到狙击。但香港市场一方面流动性大到足以引来国际资本，另一方面又小到足以被反转，遂遭受到当时最猛烈的冲击。亚洲其他中型的新兴市场也同病相怜。
31. 就规模引起的金融脆弱性，中型市场要加大规模，也许是共用一种货币以便增加总流通量。对亚洲来说，这也就是学欧洲成立货币联盟（但各国的财政缺乏紧密的协调，如今看来功效成疑）。但很难想象，亚洲各地愿意在货币（和财政）政策上让渡主权。货币安排对于亚洲，从而国际货币体系的未来至为重要，希望在日后的论文里再作探讨。
32. 金融脆弱性的第三个决定性因素是市场的开放程度。这里不仅涉及对国际资本开放，也包括对金融创新开放，前者关乎人民币最终达致可兑换的目标，后者则往往成为金融不稳定的源头。就开放市场来说，每当市场不稳甚至只是预见不稳，就有不少地区实施资本管制。实施的时间再



短暂，也都说明对彻底开放市场有所保留。就这方面来说，香港的市场正因为高度开放和自由，而且写入了《基本法》，维护金融稳定性成为极具挑战性的任务，在宏观、货币和金融事务上，都必须坚定不移地高度自律。正如上文说，学术上对于开放资本帐的好处并无共识。因此，像中国这些地区，必须深入探讨以何种程度和形式开放方最为有利。

### 完全兑换对自由兑换

33. 这也就需要就一种货币的「完全兑换」(full convertibility)和「自由兑换」(free convertibility)作一区分。国际上谈到货币兑换时，通常不作这种区分。所谓「兑换」似乎通常指本地货币与各种外币互换时，无须应询、填表、审批或申报的自由。例如，银行只要对客户交易对手风险，包括结算风险等感到满意，又做到「知客」、防止洗钱的法律规定，也就可以自由地与客户或者为客户进行交易。这也就是香港和多数资本主义自由市场经济体的情形。事实上，《基本法》第一百一十二条写道：「香港特别行政区不实行外汇管制政策。港币自由兑换。继续开放外汇、黄金、证券、期货等市场。香港特别行政区政府保障资金的流动和进出自由。」
34. 完全兑换可按照 IMF 就经常帐和资本帐列出的多个项目进行评估。简单地说，如果经常帐和资本帐的所有项目都可兑换，那也就是完全兑换。但完全兑换不一定等于在兑换上享有全部的自由，例如无须审批或向当局申报。不同的地区具体环境有别，作为保障金融稳定的必要措施，施加一些规定是合理的。只要认为有必要，审批特定目的的兑换时，规定兑换的额度用于所申请的目的，也是合理的。
35. 而不论是否需要审批，让前述资本帐的所有 43 个项目都可兑换是否在任何时势都有利，目前还不清楚。还有复杂的金融衍生产品，让这类买卖的收益可兑换是否可以在国际范畴内提升本身作为金融中介的效益，也缺少有说服力的全方位理据。与此相反，金融体系如果大力制作、分发

甚至购入复杂的衍生产品，将会无可置疑地在伤害金融体系的健全性上起到重要的作用，这方面却不乏例证。

36. 值得欣慰的是，中国官方文件在这个问题上的用词是「可兑换」。这可以解作「获准兑换」，而非「自由兑换」或者英文说的「free to convert」。为了让经济和金融活动有效地进行，提倡兑换简便当然很重要。但正如上述的 SAFE A23 条说，当局「以风险可控、金融安全为底线」。为此，「逐步减少事前审批，重点加强事后监测管理」即使再可取，也还需要有机制「对跨境资金流动全口径监测分析」。

### 策略建议

37. 考虑到本文上述的论点，建议采取下列策略，以达致人民币资本帐可兑换。

- (1) 正如其他领域的改革，朝向人民币资本帐可兑换所进行的改革，也应该强调「可控、渐进、主动」。
- (2) 正如上文说，应明确区分完全兑换和自由兑换，在外汇管理方面以完全兑换为改革的目标。
- (3) 应认真审视资本帐名下每一种项目可兑换的风险与好处，让合适的国际标准订定机构参与评估，特别是这样做对金融稳定性的风险和金融效益的好处。与此同时，在任何情况下都要强调，市场的功能是支援经济而不是提升金融中介的利润率。
- (4) 就资本帐的各个项目，只有在充分举证，此举可加强金融效益，又已审慎管理对市场稳定性的风险，明确符合公众利益后，才应该开放兑换。
- (5) 应建立机制，既为合法的买卖提供有效率的兑换，又做到有效的监测。
- (6) 至于金融中介机构，特别是有能力参与外汇批发市场的银行，应遵守「知客」的官方规定，负责弄清楚客户的兑换需要，确保兑换所得用于合法需要。
- (7) 有关当局应就滥用兑换保留制裁权，方式可以是惩罚或征税。

(完)

\*此中文工作文件为英文版本译本。如中、英文两个版本有任何不相符之处，应以英文版本为准。