

# 人民币资本项目可兑换现状与展望

管涛

## 资本项目可兑换的现状

目前,人民币已经实现了资本项目部分可兑换。在IMF划分的七大类40个资本交易子项目中,中国官方评估有85%的交易项目已经实现了不同程度的可兑换。有人据此认为,我们现在离资本项目完全可兑换只剩“最后一公里”或者只差“临门一脚”了,因为只剩下五六个交易项目完全不可兑换,其他项目均实现了不同程度的可兑换。

但市场人士更多是从另一个角度看待这个问题,他们认为现在只有五六个交易项目完全可兑换,其他项目均是不同程度的不可兑换,因此,人民币远非可兑换货币。总之,看问题的角度不同,大家得出的结论大相径庭。市场上对于人民币资本项目可兑换程度的感受总体低于官方评估的结果。

值得注意的是,即便法律意义上的人民币资本项目可兑换程度不一定很高,但实际中的可兑换程度可能远高于名义上可兑换程度。这是因为:第一,中国对外贸易程度很高,外商对内投资和本国资本对外投资的规模都很大,很多交易可能隐藏在正常的贸易和跨境投融资活动之中;第二,我国跨境人员往来频繁,每年出入境人数很多,全球还有几千万华人华侨,由人员往来带来的蚂蚁搬家式的资本转移是中国跨境资本转移的一个重要特点;第三,中国内地毗邻香港这个自由的金融市场,这也使得跨境资本流动实际上较高。

## 资本项目可兑换是政府既定目标

1993年11月的十四届三中全会通过的《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》中首次提出“逐步使人民币成为可兑换货币”。2013年11月召开的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确提出,“加快实现人民币资本项目可兑

换”。2015年3月22日,中国人民银行行长周小川在中国发展高峰论坛上表示,年内努力实现人民币资本项目可兑换,这是第一次给出了时间表。2015年4月18日,在国际货币基金组织/世界银行春季年会上,周小川行长从六个方面进一步阐释了中国将使人民币更自由使用的计划,并强调采用“有管理的可自由兑换”,即在可兑换之后,中国将继续管理资本账户交易,包括使用宏观审慎方法限制跨境资本流动以及维持币值稳定和金融环境安全。

## 对人民币可兑换的各种观点

尽管国家已经明确了实现人民币资本项目可兑换的目标,但国内仍存在诸多分歧。

支持者认为,实现人民币资本项目可兑换的条件已基本具备。目前人民币可兑换程度已经很高,只有五、六项不可兑换,只要把剩下的这几个项目突破一下,可兑换就差不多完成了,风险不大。有人提出,资本项目可兑换没有国际统一标准,可兑换与改革没有先后次序,开放也没有先决条件(即“无标准、无次序、无条件”),所以不必等到所谓的条件成熟才做这件事。有人认为,现在推动人民币国际化需要人民币资本项目可兑换的配合,否则人民币的国际使用会遇到很多的不便利。

另外,还有人认为,随着开放程度的扩大,资本管制的有效性越来越低,成本越来越高,开放是大势所趋。例如,官方统计居民每年在海外购房十几亿、几十亿美元,但从外电报道情况看,仅在美国就有一、二百亿美元。虽然后者是大口径统计,其数据也不一定准确,但与前者差距确实很大,这个钱肯定是通过各种渠道出去的,我们不能采取鸵鸟政策,说没看到就不存在。如果不正式开放渠道,资金还是会通过各种不正规渠道出去。

还有一种观点认为,我们现行的跨境资本流动管理体制是在原来外汇短缺的环境下建立起来的,基本框架是“宽进严出”,但中国现在长期顺

差,资本项目流出渠道少,造成国际收支自动平衡能力下降,非对称的资本管制已经构成国际收支平衡的体制机制障碍。

对人民币资本项目可兑换持反对观点的人,有的是从阴谋论出发,强调货币战争,他们认为,我们的金融能力比老牌的市场经济国家要弱,一旦开放就会被人剪羊毛。但更多的人是从怀疑论的角度质疑资本项目可兑换的必要性。贸易部门开放利大于弊,这已是基本共识,但对于金融开放的利弊本身存在有争议,它有很多前提条件,不同的条件下开放结果是不一样的。从亚洲的经验来看,过往的贸易开放,搞出口导向经济,获得巨大成功,实现了亚洲经济奇迹,但一些国家(如泰国)搞金融开放,准备建立区域国际金融中心,结果引起了亚洲金融危机。

还有人认为,资本账户可兑换已经不是国际潮流,国际货币基金组织最近也在资本账户开放问题上持谨慎态度,支持对资本流动实行适当的资本管制和宏观审慎管理(MPM)措施。

也有人提出,在人民币可兑换和国际化之前应该先打扫好自己的屋子,以降低开放风险。在国内利率、汇率等价格体系没有理顺的情况下,搞人民币可兑换会有很多麻烦。有人担心,资本账户开放有可能成为富人转移财富和贪官洗钱的渠道。还有人认为,目前加快人民币资本项目可兑换的时机不太有利,一方面国内存在“三期”叠加,经济下行,资本有外流的压力;国际上,主要国家货币政策正常化,美国已退出QE,即将加息,国际资本正流向美国,此时搞金融开放将加剧资本外流的压力。

## 金融开放措施仍在稳步推进

经历了2015年夏季的股市和汇市震荡之后,中国政府保持了继续推进金融对外开放的定力和决心,一些开放措施还在稳步推进,下半年出台的措施有:中港两地基金互认计划,扩大银行间债券市场和外汇市场开放,扩大境内商品期货市场开放,推广跨国公司本外币资金集中管理试点,实施外债比例自律管理试点,允许境外人民币业务清算

行参与境内人民币外汇衍生品交易,全球人民币清算系统(CIPS)投入使用,中国人民银行在伦敦发行50亿央行票据,等等。

9月份,中央发布《关于构建开放型经济新体制的若干意见》,近期又在进一步推进上海自贸区金融创新试点和国际金融中心建设。总的来看,中国金融开放的动作并没有因为股市和汇市动荡而延缓,仍在继续推进之中。

仔细观察这些措施可以发现,当前开放主要集中在流入方面。当前开放资本流入既符合长期目标,同时也能解决短期问题,可以对冲掉一部分流出压力。还有一块开放是银行间债券市场的开放,主要是对外国中央银行、主权财富基金和国际金融组织等机构的开放,这些都是有条件、有选择的开放。

十八届五中全会通过的关于“十三五”规划的建议中,提出五个“发展”理念,其一是坚持开放发展理念,其中就包括扩大金融业双向开放。在具体措辞上,十八届三中全会提出“加快人民币资本项目下的兑换”,十八届五中全会则提出“有序实现人民币资本项目可兑换”。经过市场动荡后,虽然人民币资本项目下的兑换目标没有变,相关的措施也在稳步推进,但安排部署上更加务实、更加谨慎了。

在资本项目可兑换问题上,我既没有支持者那么乐观,也没有反对者那么悲观。我的观点是,现在已不是要不要开放资本账户的问题,而是要探讨在越来越开放的市场环境下如何管理国际资本流动的问题,即管什么、如何管的问题。

第一,中国一直说“先流入后流出、先长期后短期、先机构后个人”阶段,事实上我们已经走过了这个阶段,再回到起点讨论开放问题无意义,只能认真思考下一步如何推进。

第二,中国实际的开放程度已经远远高于法律许可的程度,名义上的不开放只是一种鸵鸟政策。资本流动客观上在发生,在最近公安部门查处的地下钱庄案件中,跨境资金交易金额十分巨大,这里面有一部分是因为合法渠道不允许而被逼通过地下渠道进行。再如,如果不给居民海外购房正常资金汇出渠道,他们也会通过其它渠道去实现。不正视这些现实,继续实行不适当的管

制,只会进一步刺激市场逆向选择,导致诸多市场扭曲。

第三,即使资本项目不开放,随着开放型经济日益发展,贸易投资便利化不断推进,实施资本管制的市场和法律环境已经发生了巨大变化,一些传统的外汇管理手段也已经不再有效。

原来的货物贸易外汇管理,也叫进出口核销管理,它要求资金流、货物流一一匹配,这种管理方式效果很好,但成本很高,给企业造成了很大的不便。这种管理方式已经改成了总量核销,资金流已经没有海关报关单编号,现在即使要恢复这种管理也已经不可能,因为连数据都没有了。所以,在现在的环境下,很多领域已经无法用以前的办法去管,这是我们必须面对的问题。

## 对跨境资本流动如何管理的思考

“十三五”规划建议明确提出,坚持开放发展,扩大金融业双向开放,有序实现人民币资本项目可兑换,推动人民币加入SDR,使其成为可兑换、可自由使用货币。可兑换之后,对于国际资本流动管什么、怎么管的问题仍是当务之急。

第一,资本项目可兑换尽管没有像经常项目可兑换那样统一国际标准(IMF的第八条款),但还是有些基本的国际惯例,如负面清单管理、取消境外收入的强制调回要求,不管是本币收入还是外币收入均不要求强制调回(外汇管制的前提之一就是只有外汇调回境内才能实行有效管理),取消外汇交易的实需原则等。所以说,资本项目可兑换还是有一些基本的要求,如果这些要求做不到就不能说资本项目是可兑换的。

第二,抓紧建立健全与国际规范接轨的跨境资金流动统计监测体系,并按照“公开原则、不公开是例外”的标准不断提高统计数据透明度。不能既没有管制,又没有数据,这次股市大幅波动也说明可靠统计数据的重要性。同时,外汇统计数据不能只供内部使用,要根据公开性原则,提高数据透明度,数据完善后,有利于决策者与市场之间形成良性的沟通。

第三,转变管理方式,从规则管理

转向原则管理。借鉴国际上在反洗钱、反避税、反恐融资方面的成熟做法,督促金融机构按照“了解客户、了解业务、尽职审查”的展业原则办理相关外汇业务,理顺监管政策的传导机制,提高监管的有效性。过去是实行规则管理,要求银行审核客户单证,单证都提供了,银行就没有责任了。在这种管理方式下,银行给客户出谋划策如何做单证,最后出了监管部门无法处罚,因为它符合规则。现在可以借鉴反洗钱的办法,将“了解客户、了解业务、尽职审查”的展业原则“向外汇管理领域延伸,这样有利于提高外汇管理的有效性。

第四,在相关交易或市场开放之初设计内嵌式的宏观审慎措施(例如托宾税),以发挥其在减震器的作用。鉴于货币攻击常常是跨市场传染,境内外联动,在现行金融监管框架下,要建立健全体制机制保障,加强相关部门的信息共享和政策协调,提高危机反应和处置能力。从国际上看,一些拉美国家原来外汇上一些危机管理措施,已经常规化了,原来被认为是危机管理的措施,事实上变成了宏观审慎管理措施。例如,在危机期间实行的外汇交易征税,在危机过去后将其制度化,可以将税率降为零,但不予以取消。这对我们有很大的启示,我们可以在对一些产品和工具开放之初提前设立一个宏观审慎措施,可以起到逆周期调节的减震器的作用。如果开放之初不提任何要求,等到市场出现情况时再实行管制,会造成不必要的震荡。

第五,认真做好国外金融危机的案例分析,梳理货币攻击的各种做法和危机发展演变的机制,搞清楚每个交易项目开放的风险。在做好情景分析、压力测试的基础上,不断充实政策工具箱,完善相关应对预案,可做到未雨绸缪。过去这些年由于我们实行渐进开放的策略,外汇市场未出现大的波动,这同时也使得我们缺乏危机管理经验。但国际上的危机层出不穷,研究危机发生国家的经验教训,有利于我们提前做好预案。

第六,继续完善市场化人民币汇率形成机制,哪怕这不是前提条件,也应该是扩大资本账户开放必须的配套措施之一。

(作者为中国金融40人论坛高级研究员)

# 从多层次入手改革完善国资监管

黄亚玲

2015年11月,党中央、国务院印发《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》,明确提出当前改革和完善国有资产管理体制的方向和举措。概括起来,《意见》要突出完善的主要有三个方面:一是要突出完善国有资产监管机构职能转变,明确国资监管重点和边界;二是要通过改组国有资本投资、运营公司,探索用市场化的方式和手段来改革国有资本授权经营体制;三是通过建立国有资本布局和调整机制,推进国有资本优化重组,从而提高国有资本配置和运营效率。

结合党中央、国务院的要求和我国的现实情况,笔者认为,对我国国有资产的监管可以从四个层次入手。

## 一是借鉴经合组织(OECD)国家经验,以法治监管为前提。

政府对国有资产的监管并不仅仅在于权力划分、机构设置和干部任免,而是要以满足国有资产管理制度的有效性为前提,虽然世界上没有唯一普遍适用的国有资产监管体制,但是在发达国家尤其是OECD国家,对国有资产有效监管的前提条件是有共识的。我国国有资产监管体制改革的重点,应该是对照分析这些条件。按照《指导意见》推进国有资产监管机构职能转变”的要求,要建立以法治为基础的国有资产监管制度。法治是OECD国家监管国有企业的基础,与这些国家相比,我国国有资产管理立法滞后,立法的系统性不强,层次不高,缺乏应有的连续性和权威性,要借鉴发达国家经验,加强国有资产立法,提高立法层次,为国有资产监管提供法律支持。

1. 确立监管机构的法律主体地位要从立法层面明确国有资产监管机构及其监管人员的职责和法律地位,保证国有资产监管机构具有充分的独立性,并且得到必要的法律保护。没有明确使命任务和独立性的国有资产监管当局,既没有可信度,也得不到市场的尊重。现行的《国有资产法》明确规定国务院国有资产监督管理机构和地方人民政府按照国务院的规定设立的国有资产监督管理机构对国有企业履行出资人职责,并在第十四条中指出“履行出资人职责的机构应当依照法律、行政法规以及企业章程履行出资人职责,保障出资人权益,防止国有资产损失”,但是在实际操作中,国资委作为监管机构并不具备独立的诉讼主体地位,从而导致国有资产流失后难以通过司法途径进行追溯。

2. 动态调整国有资产法律制度根据《宪法》对现行的中央和地方各层级的国有资产监管办法进行梳理,查漏补缺,按照上位法高于下位法的原则来统一下位法的制定和实施,为国有资产推进统一监管提高制度支持。我国现行法律体系对于国有资产监管的法律体系主要包括《公司法》、《破产法》、《国有资产法》,尤其是2003年国资委成立以后,针对国有企业战略规划、财务监督、产权管理、企业改革、董事会建设、收入分配、业绩考核等问题出台了多项文件和办法,在一定程度上弥补了制度空白。但是随着国有企业外部市场环境的变化,现有的法律体系表现出了局限性,比如制度之间存在冲突、制度存在漏洞、制度存在空白。针对这些问题,建议结合国有企业实际情况,对相互矛盾和冲突的条款进行修订,同时出台新法,

弥补制度缺陷。比如在《破产法》中明确国有企业破产的条件和程序,避免恶意破产,允许低效、无效、长期亏损的国有企业破产;通过《刑法》加大对中介机构弄虚作假的处罚力度,建立事后追责制;尽快出台《资产评估法》、《国有企业招标投标法》、《国有企业采购法》等。

## 二是以市场为导向改革监管体制,准确定位政府功能。

以OECD、淡马锡、挪威政府全球养老基金为代表的三类国有资本运营机构的经验表明,国有资本运营机构的政企关系有多种,比如除传统的通过行使股东权利使国有企业实现政策性功能以外,还可以通过特殊合同约定,以及通过信托法律关系实现政府目标,甚至可以依靠企业自身的长期发展需求来实现各自不同目标。这些关系虽然有所不同,但是政府对国有企业的管理却表现出了共性,即政府的定位在于为国有企业的运营培育提供更优质的市场和制度环境。

根据《指导意见》,国资监管机构与两类公司的关系是,政府授权国有资产监管机构依法对国有资本投资公司、运营公司履行出资人职责。两类公司与所出资企业的关系则是,国有资本投资、运营公司对所出资企业依法行使股东权利,以出资额为限承担有限责任。显然,在这种新的授权经营体制下,政府要妥善处理与两类公司的关系,必须围绕着市场这条主线来分析哪些事情两类公司自己可以自行确定,哪些需要政府来干预。在必须实行政府干预时采取谨慎的态度,重视利用市场机制进行干预,以减少政府干预的负面效应。从新加坡淡马锡的运营来看,政府(财政部)是淡马锡的唯一股东。不论是新加坡总统或是新加

坡政府(股东),均不参与淡马锡的投资、退出或任何其他商业决策。

为了避免政府对两类公司过度干预,鼓励两类公司实行市场化和专业化管理,两类公司应该在内部治理结构上引入现代企业制度。以淡马锡为例,淡马锡有明确的股东会、董事会、经营层职责以及科学的董事产生程序,保障法人治理结构的有效运转。政府通过对董事会的管理,来达到高效管理淡马锡和“淡联企业”即淡马锡所投资企业的目的。

政府要高度重视维护国有企业(包括两类公司)独立的市场主体地位,强调两类公司自主经营、自负盈亏,赋予国有企业较大的经营自主权,同时保持竞争中性原则,鼓励国有企业公平参与市场竞争。一方面,国有企业具有工商性质和独立的法人地位,应该像非国有企业一样,按照市场经营规律来运作,通过有效经营增强自身活力。另一方面,政府必须保持竞争中性原则,鼓励国有企业公平参与市场竞争,减少政府信用背书。国有企业和公平竞争之间的矛盾和不协调是客观存在的,不可避免的。国有企业依托国家的所有权可以获得一系列竞争优势会导致与非国有企业的不公平竞争。但这种矛盾不是中国独有的,很多国家都存在国有企业和非国有企业并存的情况。从OECD的经验来看,通过竞争中性原则政策,可以有效解决这个问题。

## 三是从人事、财务和信息披露为监管手段。

以管资本为主加强国有资产的监管可以从人事、财务和信息披露制度入手。首先要加强对国有企业的人事监管。国有企业董事会应该进行专业和客观独立的判断,应该由具有相当能力和经验的成员组成,因此,应当加强外派董事和监事的用人制度建设,逐步推进外派董事和监事选拔机制的市场化,提高外派董

事和监事的专业能力。

其次,要加强对国有企业的财务监督。对国有资产实行财务监督的目标主要有二,即防止国有资产流失和促进国有资产保值增值。要加强对国有资产的财务监督,完善国有资产经营财务预算约束、财务状况监督,以及独立审计监督制度。监管机构对国有企业的财务监督主要表现在三方面:一是财务预算约束,对国有企业的财务预算约束根据国有企业的分类来制定;二是对国有企业财政状况的监督,对企业经营的财务状况和资金往来进行监督;三是独立的审计监督,由监管机构委托第三方独立审计机构对国有企业进行经常性审计监督。实践中,由于资产评估、审计费用由国有企业支付,中介机构的利益在一定程度上受制于国有企业,为了保持独立性,建议由监管机构统一支付审计费用。财务监督的内容除了每年的年度报告和账目外,还应当包括对公司股权、债券、存款、资产价值、债务清单以及董事会、监事会成员的薪金总额等。

第三是加强对国有企业的信息披露监督,尤其对资金密集和资源密集的国有资产运营、交易和转让等重点环节,必须建立强制信息披露制度。提高信息透明度有两个潜在好处,一是为国有资产运营、交易和转让培育充分竞争的市场,二是确保国有资产运营、交易和转让程序的公开透明,尽可能防止国有资产流失。

## 四、以现代企业制度为监管边界。

国有资产监管机构职能转变,要求

要科学界定国有资产出资人监管的边界,要引入现代企业制度,确保监管机构与国有资产保持“一臂之距”。

这首先要履行董事会职责,其次要避免直接干预企业。除此之外,监管部门还要做积极的股东,依法维护股东权益,公平处理与其他股东的关系,实现国有资本的保值增值。OECD公司治理指引指出,国家无论是作为控股股东或者重要股东,正确处理与其他股东之间的关系是非常重要的。国家作为控股股东,可能会在没有小股东同意的情况下就在董事会中做出决定。此外,国家往往承担其它的政策目标和政策目标,而执行政治和政策目标可能会损害小股东利益。非国有小股东的权利同国有股东一样平等受到承认和保护,国家所有权机构常常会采取明确的措施来防止对小股东和其它非控股公司造成损害。中小股东的权利范围包括向董事会内派出代表的权利、股东大会的决策权和获知公司状况相关信息的权利。

总的来说,公平对待其他股东是监管机构作为国有资产终极代表人妥善处理与其他股东关系所采取的一项基本原则,例如挪威政府国有企业良好公司治理十大原则中的第一条就是:股东应该受到公平的对待。OECD国有企业改革过程中,保护中小股东权益是一个重要议题。

国有资产监管体制是一个动态的过程,必须随着本国经济发展阶段和环境的调整,从而尽可能减少政府监管体制与企业发展阶段不匹配所导致的问题。

(作者单位:国资委研究中心)

