

论我国资本市场的对外开放

徐海宁

在我国的改革开放中,金融改革始终是国内外关注的一个焦点。自1996年12月1日起,我国政府开始接受国际货币基金组织(IMF)协定第八条的义务,实行人民币经常项目下的可兑换。在此以前不久,我国政府已经开始了允许外资银行经营人民币业务的试点;同时,正在考虑和即将开始允许外国投资基金进入我国资本市场的试点。这些都表明了我国金融市场正在扩大对外开放的程度,也表示了政府对金融自由化与国际化所持的积极态度。

在我国的金融自由化与国际化进程中,资本市场(这里主要指证券市场)的对外开放是一个十分复杂和风险较大的问题。总体上,这里涉及到三个方面的问题:一是我国资本市场对外开放所应选择的入口和顺序;二是我国资本市场开放的制度障碍;三是我国资本市场对外开放的风险控制。

一、我国资本市场对外开放的入口和顺序

我国资本市场的建立和发展是金融体制改革的产物。从80年代初银行开放中长期贷款后,企业中长期融资的主要来源是银行的中长期贷款;另一方面,证券市场的建立也增加了企业外部长期资金的融通渠道。用证券在资本市场上进行直接融资始于1981年发行国库券。1983年出现了公司债券和股票,1985年起发行了金融债券。此后,还陆续发行了重点建设债券、重点企业债券、以及多种形式的政府债券。1990年末和1991年初分别成立了上海、深圳两个证券交易所,开始进行证券的集中交易,从而为我国资本市场的建立奠定了基础。

我国在建立资本市场的同时,也开始了与国际资本市场的沟通。但是,这种沟通基本局限在国内企业通过国际资本市场发行证券以融通资金的范围内。即使是人民币特种股票(简称B股,又称外资股)也只是一种类似离岸金融业务的离岸资本市场,与境内的资本市场主体是相分隔的。我国资本市场的对外开放,现在的问题是要建立某种通道让外国投资者直接进入我国的资本市场,如果从股票市场的角度讲,也就是要让外国投资者直接进入A股市场,进入到我国资本市场的本体范围内。按照我国政府的习惯做法,这个通道就是通过建立中外合资的共同投资基金来加以实行,如同原先的中外合资企业、中外合资银行、中外合资外贸公司的做法一样。

我国的资本市场,尤其是股票市场的稳步发展,逐步走

向成熟的重要标志是以短期投机为主转变为以长期投资为主,由散户投资为主转变为机构投资为主。发展投资性股票市场的首要任务是要积极发展机构投资者,而发展机构投资者的重点则在于发展共同投资基金。我国通过建立中外合资共同基金的通道让外国投资者直接进入资本市场的意义在于:第一,可以进一步增加国内企业从国外融通资金的渠道,并且大大降低融资成本;第二,通过中外合资共同基金的市场运作,可以引进和吸收国际资本市场的通行规则与管理经验,有利于我国资本市场的成熟发展;第三,通过中外合资共同基金的规范化市场运作,也有利于国内上市公司严格按照国际通行规则,积极吸收世界先进管理经验,参考国际资本市场的要求,努力改善公司的经营管理机制。从这个意义上讲,也有利于我国企业制度的改革与现代企业制度的建立。

我国资本市场的对外开放应当遵循渐进的原则。这除了必须在数量上要对外中合资共同基金有所控制外,还包括对基金投资方向的引导。国际上共同基金的投资方向一般主要在股票市场、债券市场和货币市场。中外合资共同基金的投资方向应先从股票市场入手,然后在有条件的时候再逐渐开放债券市场。但是,在一个较长的时期内,我国仍不宜开放货币市场,这是因为货币市场的开放关系到短期资本的流动,是一个与人民币完全自由兑换相联系的问题。

从积极的意义上讲,我国通过建立中外合资共同基金来开放资本市场,其引进资本市场机制的体制意义要大于引进资本本身的资金意义。这种体制意义大于资本意义的实质也从一个方面决定了我国资本市场对外开放的基本顺序。从一个更大的范围来讲,一国经济自由化的顺序安排是个至关重要的问题。根据国际经验,一国应当首先实行贸易自由化,然后再实行金融自由化;在金融自由化的范围内,应当先实行经常项目自由化,然后再实行资本项目自由化;在资本项目自由化的范围内,应当先实行长期资本自由化,然后再实行短期资本自由化;而在长期资本自由化的范围内,则可以有先后开放股票市场、债券市场、国债市场等不同的选择。总而言之,开放的顺序安排将会直接关系到风险的大小,进而影响到开放的成功与否。特别是资本市场的开放,一般认为,即使在一个非常开放的经济中,也还是一个悬而未决的问题,一些最自由的工业发达国家也往往对资本项目保持程度不同的限制。

二、我国资本市场对外开放的制度障碍

我国以建立中外合资共同基金为通道来开放资本市场所要解决的第二个问题是制度上的障碍。外国投资者是否愿意进入我国资本市场的基本前提条件是投资人的权益保障和汇兑自由。外国投资者的权益保障关系到一系列的立法问题,其中包括《证券法》、《信托法》、以及《中外合资共同基金管理条例》等等。这些相关法律的制定,可以从根本上消除外国投资者进入我国资本市场的非商业性的制度风险与制度障碍。外国投资者更为关心的第二个方面是汇兑自由,即投资我国资本市场的投资收益和将来的本金的返还能否自由兑换与汇出的问题。这对于所有形式的直接投资和证券投资都是如此。

由于我国政府已经接受了国际货币基金组织(IMF)协定第八条的义务,因此外国证券投资的资本收益的自由兑换与汇出已经没有限制,现在需要解决的是本金的自由兑换与转移汇出的问题,这在一国的国际收支帐户中是属于资本项目的范围。按照我国现行的外汇管理制度,资本项目的外汇交易与转移仍然受到限制。按照《中华人民共和国外汇管理条例》第十九条规定,“境内机构的资本项目外汇收入,应当按照国家有关规定在外汇指定银行开立外汇

账户;卖给外汇指定银行的,须经外汇管理机关批准。”又按照第二十五条规定,“依法终止的外商投资企业,按照国家有关规定进行清算、纳税后,属于外方投资者所有的人民币,可以向外汇指定银行购汇汇出或者携带出境。”因此,可以参照外商投资企业(直接投资)的外汇管理做法,也为中外合资共同基金(间接投资)在我国境内外汇指定银行开立外汇帐户,实行专门帐户的监管制度,以防止可能引起的资本外逃与短期资本流动的波动影响。从制度上讲,这当然也需要政府制定一些相关法规来加以保证。在这个问题上,我国已经有了外商直接投资方面的成功经验,这些经验在原则上也适用于外国证券投资,不过后者的外汇管理要比前者来得复杂。

这里有一个问题需要我们清醒地加以区分,上面所述的是要建立一种制度允许外国投资者在我国资本市场的投资收益的汇出以及将来的资本金转移,但这并不妨碍我国政府在得到国际货币基金组织协定第六条第3款规定的许可前提下,可以继续保持对本国居民资本转移的限制,就象对短期资本流动的限制一样,因为这种流动可能对国内金融市场造成不稳定的影响。我们可以把这个制度称之为人民币在资本项目下对外的有条件汇兑制。在这个基本制度中存在着三个区分界限:一是实行某些种类资本流动的汇兑,这里指的是长期资本项目,包括直接投资与证券投资,而对短期资本流动仍然实行严格的限制;二是这些长期资本项目的汇兑是有条件的,需要得到外汇管理部门的批准,而不是无条件地自由兑换和自由转移;三是这种有条件的汇兑仅限于外国居民,而不适用于本国居民。

三、我国资本市场对外开放的风险控制

我国资本市场对外开放所涉及的第三个问题是风险的控制。一国对外开放资本市场所要求的资本项目可兑换性所产生的风险,要远远大于经常项目可兑换所产生的风险,在这方面的国际经验是不少的,尤其是1994年底墨西哥金融危机所引起的资金大量外逃与比索大幅度贬值的教训使人们记忆犹新。因此,在对外开放资本市场的同时,如何有效地控制风险是个值得引起高度重视的问题。这种风险主要包括了资本外逃以及汇率、外汇储备和利率经常波动等问题,这些问题涉及到一国的对外收支和国内宏观经济稳定两个基本的方面。

从一国对外收支的方面来看,对外开放资本市场可能会增加我国国际收支的不稳定性,增加外汇储备的波动性,从而削弱对国际收支的宏观调控能力。与此同时,由于外汇储备波动性的加剧和国际收支调控能力的减弱,也会使人民币汇率的波动增大起来。

从一国国内经济来看,我国对外开放资本市场,可能会从直接的方面增加我国货币政策执行的不确定性,从而引起宏观经济的不稳定性。但是,一般来讲,这种国内经济不稳定的风险要小于对外收支不稳定的风险。

要有效地控制开放资本市场所引起的风险,主要还在于国内宏观经济政策的稳定性。没有宏观经济政策的稳定性,任何控制风险的具体手段都将是有限的。目前,我国低通胀条件下的经济稳定增长与适度从紧的财政货币政策,显然为有效控制开放资本市场所可能引起的风险提供了一个良好的宏观经济背景条件。同时,我国从中外合资共同基金入手循序渐进地开放资本市场以及建立专门外汇帐户的监管制度,也为有效控制风险提供了技术性手段。

本文就我国资本市场对外开放所讨论的三个问题是相互关联的三个方面,其中开放资本市场的入口选择与顺序安排是最为重要的基本的方面,其他的两个方面都是服从于这一基本问题和与之相协调的。