

新世纪中国资本市场开放的前景

周汉民 邱一川

摘要 新千年,中国即将结束历时14年的努力,实现加入世界贸易组织的宏愿。对于新世纪中国的经济发展,我们寄予了殷切的希望与期盼;而相对于商品市场的发展而言,人们对中国资本市场^①的未来走势倾注了更大的关注。十分显见的理由在于:其一,中国融入世界经济的过程同时也是自身实现由计划经济向市场经济转型的过程。而资本市场是实现资本有效配置的机制,是现代市场经济的中流砥柱;其二,经济一体化和金融一体化中也伴生了经济危机的一体化;资本市场又恰恰是经济危机传播并蔓延的重要枢纽。因此,本文将在国别比较与经验借鉴的基础上探索中国资本市场开放的模式,并以回顾资本市场开放的既有努力为依托展望新世纪我国资本市场开放的前景。

关键词 中国资本市场 开放 资本帐户

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2000)06-0041-05

一、中国资本市场开放的模式与战略

1973年,美国的经济学家麦金农(Mckinon)和肖(Shaw)提出了著名的金融深化理论,着重探讨了一国(尤其是发展中国家)的金融发展与经济增长的关系。这一理论经过20多年的发展与实践,不仅得到了国际货币基金组织和世界银行的赞同,也对许多发展中国家的金融改革与开放产生了深远影响。根据这一理论,发展中国家的金融发展往往经过金融抑制、金融约束和金融自由化三大阶段。在金融抑制阶段,一国常以低利率、高准备金率、信贷倾斜等方式抑制金融,其结果助长了低效率投资,对经济增长不利;在金融约束阶段,一国则逐步取消扭曲市场和抑制金融的措施,以最终实现金融的国内自由化和国际自由化。我国资本市场的开放,事实上也是我国从金融约束阶段向金融自由化阶段过渡和发展的过程。

前事不忘,后事之师。在资本市场开放的过程中,墨西哥、韩国和日本三国的经验与教训是值得我们汲取与反思的。墨西哥于1993年实行资本项目自由兑换,1994年彻底开放资本市场,允许51家外国银行、证券、保险和其他金融机构进入。资本市场的过早开放使得国内经济中潜在和积累的矛盾寻找到一处松动并彻底地爆发出来,酿成了1994年12月的经济危机。韩国的情形与墨西哥类似。1996年,为了加入OECD,韩国被迫接受金融自由化要求,接受允许企业自由借款的条款。一年之后的1997年,韩国也被卷入了严重的经济危机。^②

日本的情形则与墨、韩两国全然两样。从1964年承担IMF第8条款开放经常帐户义务,到1984年对《外汇及其外贸管理法》再次进行修改,日本用了整整20年使资本项目下的日元可

兑换体制基本形成,并且至今仍然保留许多限制外资或对国内金融机构保护的措施。在成功地实现日元完全可兑换、资本市场发展已经相当成熟的条件下,没有及时地改革缺乏竞争力的金融体系,使其适应世界金融一体化的要求,提高金融机构金融产品的创新能力和不良资产的处理能力,这是酿成90年代以来日本金融动荡的重要因素。

墨西哥与韩国急于开放资本市场,结果欲速则不达;日本则怠于开放资本市场,同与国际经济接轨的大好时机失之交臂。由此可见,中国资本市场的开放一方面应循序渐进,而不可操之过急;另一方面又应把握机遇,适时开放。在模式选择上,中国资本市场的开放应只能是政府推进式,而非自然演进式;只能是渐进式,而非大爆炸式。

具体而言,我国在金融逐步开放的过程中,应遵循如下的最优顺序:(1)建立良好的宏观经济和宏观政策环境;(2)实现外贸自由化和国内资本市场的自由化;(3)实现外部的金融自由化,即金融的开放或金融的国际化。宏观经济环境和国内的金融改革是实现外部金融自由化不可或缺的条件。外部金融的自由化包括了金融制度的自由化和金融市场自由化。金融制度的自由化一般应先进行汇率制度的调整,而后开放经常项目的货币自由兑换,最后实现资本项目下货币的自由兑换。而金融市场的自由化则首先应实现外资金融机构的准入,在此基础上才能进一步推进金融市场业务的开放——往往先一般业务,随后是银行与保险业务,最终才是证券和短期资本市场业务的开放。

可见,我国资本市场开放的渐进性体现在这一开放过程是多层面的,又是环环紧扣、依次推演的。每一环节的推进既有前一环节的准备,又为下一环节的开放奠定基础;同时,每一环节的推进又在社会经济可承受能力的范围内,在社会抵御风险的能力范围内。

以渐进模式为指导,我国在资本市场的开放上业已迈出了坚实的步伐。首先,值得一提的是在外汇管理体制及实现人民币自由流通上的重大改革。这一领域的改革是开放资本市场的前提。1979年,外汇留成制度的建立和外汇调剂中心的诞生标志着我国外汇管理体制改革的开端。1994年,在汇率并轨和结售汇制的基础上,我国建立起银行间的外汇市场,实行了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。1996年12月1日,人民币在经常项目下实现自由兑换——这一积极而审慎的举措极大地改变了外汇市场供求失真的现象,推动对外贸易和国际投资的正常发展,提高中国经济的开放程度。

在资本帐户尚未实现自由化的情况下,我国仍然在债券市场和股票市场的对外开放上进行了有益的尝试。从80年代初中国进入国际资本市场发行国债伊始,中国已有20多个发行体(含财政部)发行境外外币债务共110笔,累计发债187亿美元。与此同时,自1991年以来,中国股票市场的国际化也进入了实质性的探索阶段。截至2000年5月,中国共有境内外资股公司(B股公司)108家,筹资311.12亿元人民币;共有境外(香港、纽约、伦敦、新加坡)上市公司46家,共发行330.24亿股,筹集外资809.8亿元人民币。

在新的世纪里,在与世界经济联系更为休戚相关的条件下,中国应继续以循序渐进的步伐加快开放资本市场,尤其是在条件成熟的情形下实现人民币资本项目下的可兑换,为扩大资本市场的开放奠定基础。

新世纪,我国资本市场开放的任务可以概括为如下3个方面:(1)深化国内资本市场的改革,以为资本市场的开放创造条件;(2)适时推进资本市场的开放;(3)以开放资本市场为契机,推动国有企业改革,推动西部大开发。

二、新世纪我国资本市场开放前景

1. 深化国内资本市场改革,为资本市场的开放夯实基础 诚如前文所述,资本市场开放必须以国内资本市场的完善为前提,新世纪我国资本市场的扩大开放,必须首先改革国内的资本市场。只有构筑在国内金融体系健康运作的条件下,资本市场的开放才不至于危及金融和国家安全。

毋庸讳言,我国资本市场在迅速发展的过程中潜伏着诸多矛盾,尤其是计划经济所遗留的各种系统性风险。许多积聚的矛盾因资本帐户的暂时封闭而隐藏,但这些矛盾的积累反而日益构成对资本市场开放的阻碍。深化资本市场改革,解决我国国内资本市场隐藏的各种问题与矛盾,将成为新世纪我国资本市场改革与开放的当务之急。以下将依股票市场、国债市场和企业债券市场分述。

我国的股票市场,从1990年末初创,经过1994年6月至1996年4月的盘整和1996年4月至1997年4月的牛市发展,目前正逐步走上规范发展的道路。目前,我国股票市场存在的主要问题在于:(1)相对于间接金融而言,我国股票市场的广度和深度不够,规模偏小;(2)我国虽已进行了公司上市实行配额制度的改革,但公司上市中行政色彩浓厚和所有制歧视的现象依然存在,这便难以使效益最好的公司通过资本市场融资;(3)国有股和法人股流通的问题没有根本解决,流通股占总股本比重不足1/3。这也使得个体投资者始终处于非理性状态,短期的逐利充斥市场;同时,公司治理结构不能形成有效的监督和制约;(4)股票价格严重脱离企业业绩,难以引导社会资源的有效配置。因此,新世纪我国股票市场的完善应着重在如下3个方面实现突破:(1)在公司上市、新股配售等问题上要逐步消除行政干预,真正实现市场化;(2)在条件允许的情形下,要逐步实现国有股、法人股的上市流通,从而在制度上引导理性投资;(3)规范实施《证券法》,通过信息披露制度使公司的业绩能够通过股票的市场价格得以反映。

从1982年我国建立国债市场,到二级市场、一级市场和国债承购包销制度的相继建立,它的发展经历了从准税收性质向市场化发展的过程。目前我国国债市场存在的主要问题在于:(1)债务承受能力低,主要表现为:一方面中央财政承受能力超过50%,即财政部有一半的支出依靠债务融资;而另一方面,国债发行占GDP的比重小于10%,远小于同一时期的工业化国家和新兴市场经济国家。(2)国债的结构不合理。目前,我国的国债以3~5年的中长期国债为主,且大多数不可上市流通。同时,国债市场上个体投资者的比重过高,难以适应国债投资发展的需求。(3)债务资金的使用效率偏低,且主要用于非生产性支出。针对上述问题,新世纪国债市场完善的途径在于:拓宽思路,从数量和结构上双管齐下,以满足国债需求的多样化;与此同时,扩大国债使用中对基础设施和高科技产业的倾斜,并加强监管以形成国债使用的良性循环。

受企业改革等诸多因素的制约,我国企业债券市场的发展相对缓慢。企业债券市场存在的主要问题在于:(1)企业债券的发行机制先天不足,行政干预色彩浓厚;(2)企业债券的品种结构单一;(3)缺乏企业债券评级制度,缺乏企业债券使用的监管,缺乏偿债基金制度的保障,使投资者在选择和信心上都受到制约。新世纪,完善企业债券市场仍然任重道远。一者,在严格信息披露的前提下,应推动企业债券的发行朝登记制的方向发展;二者,以建立企业债券信誉等级制度为契机,推动企业债券二级市场的规范运行。

仍须强调的是,新世纪,在与世界经济的联系日益紧密的条件下,国内资本市场的改革将日显迫切。这一改革的原动力将不仅来自内部的需求,也来自于外部开放的压力。

2. 新世纪我国资本市场的逐步开放 开放资本市场,就是取消外国资本进入本国股票市场和债券市场的限制,实现本国资本市场与国际资本市场相互融合、实现本国资本市场国际化的过程。开放资本市场与开放资本帐户是紧密相关却涵义不同的两个概念。国际资本的跨国流动,首先要解决投资资本的本地化问题。因此,从这一层面上讲,我国资本市场的开放包含了两个层面的问题:

第一个层面,是实现人民币资本帐户下的自由兑换。实现资本自由化是资本市场真正开放的前提。

第二个层面,则是在实现资本帐户自由流通的基础上,进一步实现国内资本市场(包括相关金融机构和金融业务)的外资准入。

资本帐户的开放,是IMF职能范围的问题。因此,中国加入世贸组织以后本身并不用承担开放资本帐户的义务。然而,“入世”以后,我国将按承诺表逐步开放金融服务业,这又将对我国资本帐户的开放提出迫切的要求。也基于此,在中国加入WTO的谈判中有关金融业开放问题上,IMF也派代表参加。足以见得,实现资本帐户的开放,是新世纪我国金融开放的必然趋势。

1997年以来余波未平的金融危机已深刻地为我们敲响警钟:资本帐户是联系国内金融市场和国际金融市场的“安全阀”,开放资本帐户必须慎之又慎。

事实上,发展中国家在无序的国际金融体系中,都面临着“蒙代尔三角”的难题,即在“安全的资本流动”、“货币政策独立性”和“汇率稳定”三目标中,一国最多只能同时实施其中两项。

中国目前是以对资本流动严格管制以确保汇率的稳定。我国在入世后开放资本帐户,将是以失去对汇率稳定的有效控制为代价,以我国经济面临更大的外部冲击为代价。国际经验表明,开放资本帐户应以如下两个方面条件的满足为前提:第一是国家层面上的稳健政策;第二是国际层面上的有效协作。^③

资本帐户的自由化能够放大实际经济中存在的缺陷和隐患,使之凸现并暴露于外部投资之列。因此,在开放资本帐户之前,国内必须具有稳健的宏观经济政策、金融政策、外汇政策以及相关法律制度来确保宏观经济稳定发展和国内金融体系健康运行,消除国内金融市场与国际金融市场的差异,减少国际资金流向骤变的可能性。

同时,开放资本帐户的理论收益又是以国际间的有效协作为前提的。只有通过国际协作开放市场,资本自由流动才有物质基础;只有国际协作,才能对国际游资进行有效监管,保证国际资本的健康流动;只有国际协作,使信息得到充分、及时、有效的披露,才能使国际资本流动实现资源有效配置的目的。

在资本帐户开放的条件下,资本市场开放更为重要的意义在于金融性资本的国际自由流动。如果我们将资本市场的开放建立在稳定的宏观经济政策基础上,建立在完善的金融市场基础设施以及健全的资本管理体系上,建立在有效的国际资本监管基础上,这将使我国的资本市场更有吸引力,将有利于鼓励长期资本的流入而不是短期资本的流入,有利于我国更有效地利用外国资本,也将使我国具备更强的抵御风险的能力。

目前,我国无论在国内资本市场改革上、在宏观经济的稳健政策上,还是在国际有效协调上都尚不具备开放条件。根据我国《国民经济和社会发展的“九五”规划及2010年远景目标》,我国将在2010年“形成比较完善的社会主义市场经济体制”。预计到那时,我国开放资

本帐户和开放资本市场的条件将基本成熟。当然,在这一过程中,我们仍须坚持循序渐进的开放战略。

3. 以资本市场开放推动国企改革和西部开发 资本市场的开放,并不是一个独立的问题,它是我国整体改革开放中关键的一环,因此必然与我国其他领域的改革休戚相关。新的世纪,我国资本市场的开放将对国有企业改革和西部大开发战略产生巨大的推动和深远的影响。

由于历史原因,在实行“拨改贷”之后,我国国有企业面临的最大问题是资本金不足,债务杠杆过高。而股份制、公司制的改革是解决资本金难题的有效途径。通过资本市场的开放,能为国有企业开拓新的融资渠道。更为重要的是,通过资本市场的开放,尤其是将国外著名的投资基金引入中国,能够为国有企业带来先进的管理经验和先进技术,也能够一定程度上克服国有企业在公司治理结构上“所有者缺位”的问题。从这一意义上讲,资本市场开放将为国企改革注入新鲜血液,成为国企改革的催化剂。

当然,利用资本市场开放改革推动国有企业改革也必须加强监管,以防外国资本利用证券市场规避外资法及相关立法中关于股权比例限制,控制关系国计民生的重大部门。

在1999年11月的中央经济工作会议上,我国正式提出“把调整地区经济结构,实施西部大开发,促进区域经济、城乡经济协调发展,作为今后国民经济进行战略性调整的重要内容”。实施西部大开发这一跨世纪的战略,除了政府主导投资建设基础设施以外,利用市场手段,尤其是资本市场将成为重要的手段。可以预言,在经过了高价股和科技股的热点炒作后,西部概念股将填补股市的热点真空,迎合市场的需求,并且这一热点还将持续较长的时间。资本市场的开放,将为外资寻找新的市场空间,也将为西部大开发筹集雄厚的资金。同时,外资进入我国资本市场,也将有益于调整西部上市公司的产业分布,推动上市公司或非上市公司的资产重组和产业升级。可见,资本市场的开放,也是实施西部大开发战略至关重要的一个步骤。

三、新世纪我国资本市场开放的特点

作为本文的总结,我们可以将新世纪我国资本市场开放的特点做如下概括:

- (1)新世纪我国资本市场的开放在模式上应是采取政府推动下循序渐进的推进;
- (2)新世纪我国资本市场开放的原动力既有内部矛盾的推动,又有外部开放的压力;
- (3)新世纪我国资本市场的开放应以国内资本市场的改革为前提,资本市场的完善是当务之急;
- (4)新世纪我国资本市场的开放是在实现人民币资本帐户可兑换的前提下,逐步对金融机构和资本市场业务实施外资准入;
- (5)新世纪我国资本市场开放将对我国的国企改革和西部大开发产生深远影响。

(作者单位:上海对外贸易学院)

注释:

- ① 关于资本市场的概念界定,众说纷纭,主要有4种学说:(1)投资长期资金的证券市场,包括股票市场和债券市场;(2)一年期以上的融通资金市场,除股票、债券市场外,还包括银行信贷市场;(3)除第2种学说外还包括货币市场;(4)等同于金融市场。本文对于我国资本市场的界定采用第2种学说。
- ② 参见《WTO——中国九大行业的危机与决策》唐文琳著 广西人民出版社 2000年1月 第263页。
- ③ 参见《中国加入WTO到开放资本帐户并非一步之遥》秦月星著 载于《上海经济研究》2000年第1期 第40~42页。