

中国资本项目开放政策调整的动因及内容*

周 宇

论文摘要 进入 21 世纪后，我国资本项目开放政策开始进入调整时期。从改革、开放政策实施初期阶段到 20 世纪末期为止，我国资本项目开放采取了鼓励资本流入和限制资本流出的开放策略。2001 年以后，随着人民币升值压力的出现，资本项目开放政策开始进入调整阶段。这一调整具体表现为弱化资本流入激励机制和开放资本流出渠道。从原因来看，对外金融结构变化是引起资本项目开放政策调整的主要因素。

关键词 资本项目 开放政策 债权国 人民币汇率

作者简介 周宇 上海社会科学院世界经济研究所副研究员

在经历了近 30 年的改革、开放后，我国对外金融结构已经发生了巨大的变化，在这一背景下，早期传统的资本项目开放政策已经无法适应环境变化的需要，受这一因素的影响，进入 21 世纪后，我国政府开始大幅度调整资本项目开放政策。早期的开放政策采取了鼓励资本流入和限制资本流出的策略，而新的开放政策主要进行了以下两方面的调整：其一，弱化资本流入激励机制；其二，开放资本流出渠道。以上变化表明，我国资本项目开放正在从局部的政策性开放转向全面的市场性开放。

一、中国资本项目开放政策调整的动因

我国资本项目开放政策的调整主要起因于对外金融结构的变化，这些变化可以概括为：第一，我国已经从外汇短缺国转化为全球第一大外汇储备大国；第二，从资本净输入国转化为全球第一大资本净输出国；第三，从对外债务国转化为全球最大的对外债权国之一。以上变化引起了对外利益关系的变化，而对外利益关系的变化又进一步推动了资本项目开放政策的调整。

1. 储备大国的开放策略选择

我国资本项目开放政策调整的重要契机之一是外汇储备的过度积累。在 21 世纪的最初几年中，外汇储备是否过多一直是国内学术界争论的热点问题之一。2006 年，我国外汇储备不仅超过 10000 亿美元大关，而且还超过日本成为全球

*本文系国家社科基金课题“人民币升值对我国发展的影响及对策研究”（项目批准号：08BGJ014）的一部分阶段性研究成果。

第一大外汇储备大国，在此背景下，外汇储备过度积累成为了一个不争的事实。以上变化增加了我国开放资本流出渠道的压力。

在一般的情况下，一旦外汇储备规模超过预防性储备需求，超额部分的外汇储备具有明显的投资性质，因此可以将这部分外汇储备视为“投资性外汇储备”。设投资性储备为 IFR，预防性储备为 DFR，总储备为 FR，那么下面的等式成立，即：

$$IFR=FR-DFR \quad (1)$$

通常，投资性储备（IFR）的过度增长会促使政府开放资本流出渠道，这是因为为了实现国民财富的快速增长，政府有必要将投资性储备（IFR）转化为资本项目下的对外投资。实现这一转化的理由有以下几点：第一，用资本项目下的对外投资取代投资性储备，一方面可以缓解本币升值压力，另一方面可以减少外汇占款和降低通货膨胀压力；第二，外汇储备的增加是政府干预外汇市场的结果，因此，这一状况有可能激发贸易摩擦，由此可见，用资本收支项目下的对外投资取代投资性储备有利于缓解外部矛盾；第三，央行是金融监管部门，而不是盈利性机构，监管部门参与金融市场盈利性投资活动不符合金融市场的游戏规则；第四，从央行的性质和职能来看，央行不具备进行大规模投资活动的能力。

表 1 2007 年我国预防性储备和投资性储备规模的估算

不同标准	最佳预防性储备标准	预防性储备需要	投资性外汇储备
(1) 贸易支付标准	三个月的进口额	2262 亿美元	13021 亿美元
(2) 债务偿还标准	外债的 10-15%	560 亿美元	14723 亿美元
(3) 流动性供给标准	短期外债余额	2201 亿美元	13082 亿美元
(4) 综合国力标准	GDP 的 10%	3378 亿美元	11905 亿美元

资料来源：根据国家外汇管理局数据编制。以上为 2007 年年末数据，外汇储备余额为 15283 亿美元。

表 1 是根据不同最佳外汇储备数量标准估算的我国预防性外汇储备（DFR）和投资性外汇储备（IFR）的规模。从表中的数据可以看到，根据债务偿还标准估算的投资性外汇储备最大，已达到 14723 亿美元的规模，根据综合国力标准估算的投资性外汇储备最低，但也已经超过 11905 亿美元的规模。从我国的这一实际情况来看，投资性外汇储备规模的膨胀是促使政府开放对外投资渠道的主要原因之一。

2. 资本净输出国的开放重点调整

从资本净输入国转化为资本净输出国是我国对外金融结构的另一重要变化，这一变化一方面要求我国政府弱化资本流入激励机制，另一方面也要求我国政府将资本项目开放重点从资本流入转向资本流出。

资本净输出国通常有两个不同的身份：其一，在实体经济层面是经常收支顺差国；其二，在资金层面是资本收支逆差国。从对汇率变化的影响来看，经常收支顺差会引起外汇供给增加和导致本国汇率升值，而资本收支逆差会引起外汇需求增加和削弱本币升值压力。后者可以在一定程度上对冲前者对汇率产生的不利影响。然而，如果资本净输出国对资本流入实施激励政策和对资本流出实行严格限制，那么该国就无法从资本收支顺差国转化为资本收支逆差国，其结果，双顺差会引发强劲的本币升值压力，而本币的过度升值又会对实体经济产生巨大的负

面影响。基于以上原因，资本净输出国通常会面临取消资本流入激励政策和开放资本流出渠道的压力，这一压力会使资本净输出国将资本项目开放重点从资本流入转向资本流出。20 世纪后期，德国和日本是全球两大主要资本净输出国，这两个国家在成为资本净输出国后，都先后全面开放了资本流出渠道。

从国际收支的内在联系来看，一国是资本净输入国还是资本净输出国取决于经常收支的状况。等式（2）反映了资本净输出国与经常收支顺差的关系，其中 CA 为经常收支，KA 为资本收支，FR 为外汇储备。

$$CA = - (KA + FR) \quad (2)$$

上式中的（KA+FR）反映一国资本移动的净值，在国际收支表中，（KA+FR）出现负值是一国成为资本净输出国的主要标志。（KA+FR）出现负值意味等式左面的CA出现正值，即经常收支出现顺差。以上联系表明，一国成为资本净输出国的条件是该国出现结构性经常收支顺差。1994 年以来，我国连续 14 年维持了经常收支顺差的格局，这一事实表明我国已经成为资本净输出国。另外，从等式（2）的右边项来看，外汇储备（FR）的增加为负值，资本收支（KA）顺差为正值，因为我国外汇储备（FR）的增加大于资本收支（KA）顺差，因此，（KA+FR）为负值，这一事实也表明我国已经成为典型的资本净输出国。最后，值得强调的是：我国不仅已经成为资本净输出国，而且已经成为全球最大的资本净输出国。IMF 的数据显示，2006 年以后，我国已经超过日本，成为全球第一大资本净输出国¹。

如前所述，资本净输出国通常应该成为资本收支逆差国，为了实现这一转化，资本净输出国通常会弱化资本流入激励机制和开放资本流出渠道。结合我国的现实情况来看，一方面我国是全球第一大资本净输出国，另一方面又是资本收支顺差国，这一反常状态严重助长了人民币升值压力。基于以上事实，我国政府正在将资本项目开放重点从资本流入转向资本流出。

3. 基于债权国利益的开放策略调整

我国作为对外债权大国的崛起同样要求政府开放资本流出渠道。对债权大国而言，与对外负债管理相比，对外资产管理具有更为重要的战略意义，而改善对外资产管理质量的重要条件之一是开放资本流出渠道。

等式（3）提供了区别对外债务国与对外债权国的标准。（3）式中的CA为经常收支，GA、GD和NGA分别为对外总资产、对外总负债和对外净资产²。一国是对外债务国还是对外债权国取决于NGA为正值还是为负值，负值为债务国，而正值为债权国。

$$\sum CA = GA - GD = NGA \quad (3)$$

结合我国的情况来看，外汇管理局公布的《中国国际投资头寸表》显示，从 2004 年到 2007 年的四年中，我国对外净资产分别为 2928 亿美元、4226 亿美元、6620 亿美元和 10220 亿美元。另外，从 IMF 提供的数据（表 2 和图 1）来看，2006 年年底，我国成为仅次于日本和德国的第三大对外债权大国，2007 年我国超过德国，成为仅次于日本的第二大对外债权大国。（3）式表明对外净资产的增速取决

¹ IMF (2007, 2008), *Global Financial Stability Report*.

² （3）式假设对外资产和负债的价格不发生，这一假设有助于我们理解经常收支顺差与债权国的关系。

于经常收支顺差的规模，由于我国经常收支顺差的增加速度快于日本，因此，我国有可能在不久的将来超过日本成为全球第一大对外债权大国。

表 2 全球主要债权大国的对外净资产比较(亿美元)

	日本	德国	中国	香港	瑞士	挪威	比利时	新加坡	法国
对外资产	46919	59514	16265	19292	24708	7971	19294	7163	64606
对外负债	-28838	-51134	-9645	-14109	-20066	-5842	-17883	-5871	-63463
对外净资产	18081	8380	6620	5183	4642	2129	1411	1292	1143

资料来源：IMF：《国际金融统计》，2008 年。

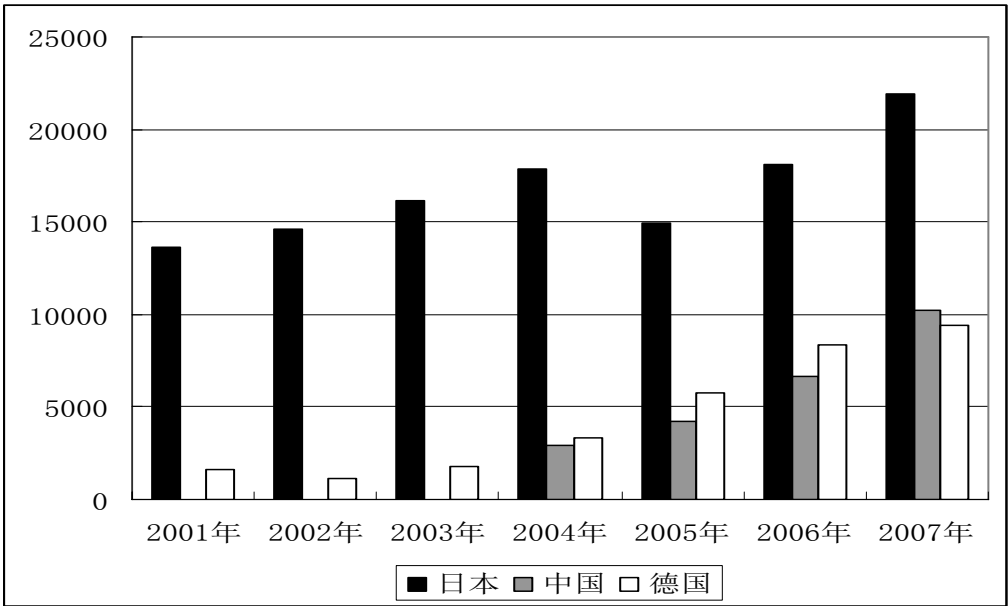


图 1 中国、日本与德国对外净资产规模的比较 (亿美元)

资料来源：IMF：《国际金融统计》，2008 年。

！

最后，就我国的资本项目开放而言，债权大国的利益关系要求我国开放对外投资渠道。首先，从分散投资风险和提高投资收益的视点来看，政府有必要为投资者提供多种形式的对外投资渠道。其次，不同的投资者对风险、收益和流动性有不同的要求，从满足投资者多样化需要的视点来看，政府有必要提供多样化的投资选择。另外，国际金融市场具有变幻无常的特性，这就要求投资者具有高度的应变能力，为了从制度上保证投资者的调整速度，政府也有必要提供宽松的对外投资环境。

二、中国资本项目开放政策调整的内容

如前所述，我国对外金融结构的变化是引起资本项目开放政策调整的主要因素。这一调整主要涉及资本流入和资本流出两个方面，下面我们具体考察这一调整的内容。

1. 弱化资本流入激励机制

在 21 世纪的头 10 年中，我国资本项目开放政策的重要变化之一是政府开始

弱化资本流入激励机制。改革、开放政策实施以来，我国资本项目开放具有四个重要特征：其一，在资本流入和流出之间，采取了优先开放资本流入的开放策略；其二，在直接投资和间接投资之间，采取了优先开放直接投资的开放策略；其三，在进口和出口之间，采取了优先支持出口的外资优惠政策；其四，在政策引导和市场引导之间，选择了政策引导优先的开放策略。以上“四个优先”开放策略的制定立足于外汇和资本短缺状况，从过去 30 年的情况来看，这一开放策略为我国克服外汇和资本短缺瓶颈做出了贡献³。

然而，随着我国外汇和资本短缺状况的消除，传统资本项目开放策略的负面效应明显上升，其负面作用具体表现在三个方面：首先，过度的资本流入成为助长人民币升值压力的重要诱因之一；其次，资源利用型投资 and 环境污染型投资导致了生态环境的恶化；最后，外资企业的“超国民待遇”妨碍了内资民营企业的正常发展。由于以上问题在很大程度上起因于“四个优先”的开放策略，因此纠正“四个优先”成为了资本项目开放政策调整的主要内容之一。

图 2 弱化资本流入激励机制的改革措施

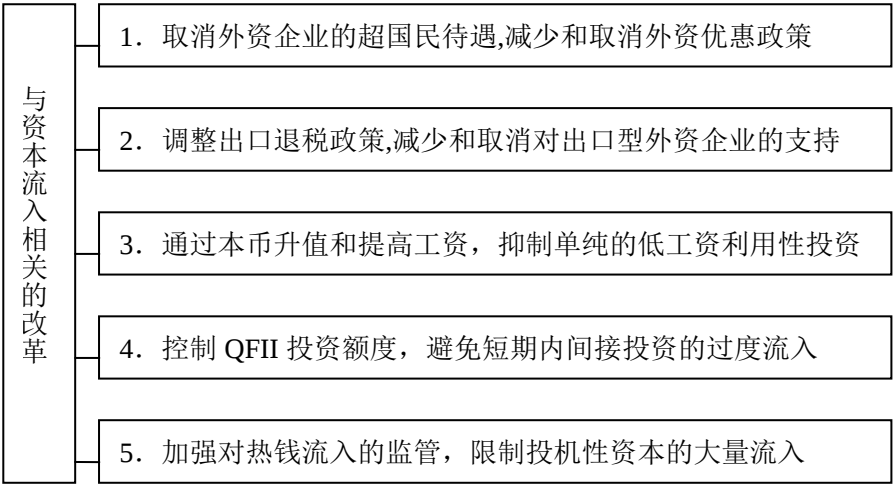


图 2 概括了一部分具体的调整措施。其中第一点是取消外资企业的“超国民待遇”，这一措施一方面可以起到弱化资本流入激励机制的作用，另一方面还有助于削弱外资利用向直接投资的过度倾斜。此外，这一措施也有助于实现资本移动从政策引导向市场引导的转型。

图 2 的第二点和第三点措施不仅有助于弱化资本流入激励机制，而且还有助于纠正外资利用向出口的过度倾斜。在传统的资本项目开放政策中，为了吸引出口型外资企业，政府采取了“低汇率”、“低工资”和“低税率”的“三低”发展策略。但是，进入 21 世纪后，政府相继弱化了这些政策激励机制。在汇率方面，2005 年 7 月以后，央行放弃人民币汇率保持稳定不变的政策，开始允许人民币升值；在工资方面，政府放弃“低工资”策略，开始通过提高最低工资标准和制定劳动法等手段，积极疏通工资的上升通道；在税收方面，政府开始逐步降低出口退税的税率⁴。

³ Nurkse, R.(1953)的研究为我国早期开放策略的制定提供了重要的理论依据。Dooley, Michael P. (2003) 和 Bergsten, C. Fred (2006) 的研究在不同程度上肯定了这一开放战略的重要作用。

⁴ 受 2008 年上半年我国贸易收支顺差减少的影响，政府重新提高了一部分产品的出口退税率。但是，从发展趋势来看，这一调整不会改变政府弱化政策性激励机制的改革方向。

最后，图 2 中的第四点和第五点属于控制资本流入的措施。引入 QFII 机制有利于实现资本流入渠道多样化的改革，但是为了减少资本流入规模，政府又采取了严格控制 QFII 额度的措施。另外，随着“热钱”进入的增加，作为谨慎性监管措施，政府加强了对热钱流入的监管。

2. 大幅度开放资本流出渠道

在经历了近 30 年的高速经济发展后，中国资本项目开放政策出现的另一重要变化是大幅度开放资本流出渠道⁵。

如前所述，早期的资本项目开放采取了积极开放资本流入渠道和严格限制资本流出渠道的开放策略。就限制资本流出的手段而言，金融监管当局采取了以下几方面措施：第一，限制对外投资形式，对外投资主要限于外汇储备投资；第二，限定投资主体，对外投资主体限于央行和一部分商业银行；限制对外投资产品，投资产品限于固定收益类产品。

表 3 与开放资本流出渠道相关的改革措施

调整对象	调整内容	调整时期
投资方向	开放的重心从资本流入转向资本流出	第一，2002 年以后，开始采取鼓励对外直接投资的政策。 第二，2006 年以后开始加速开放对外间接投资。
投资形式	对外投资形式从直接投资扩大到间接投资	第一，2004 年以后，开始放宽保险公司等机构投资者的对外投资。 第二，2006 年出台 QDII。 第三，2007 年建立中国投资公司，加速对外间接投资。
投资主体	对外投资主体从央行扩大到金融机构、个人和企业	第一，2002 年以后，放松企业的对外投资。 第二，2004 年，放宽对保险公司等机构投资者对外投资的限制。 第三，2006 年出台 QDII，进一步扩大了金融机构、企业和个人对外投资的渠道。
投资产品	对外投资产品从固定收益类产品扩大到非固定收益类产品	进入 2007 年后，开始放松对投资产品的限制，允许一部分金融机构投资股票等非固定收益类产品。

然而，进入 21 世纪后，传统资本项目开放策略赖以存在的金融环境已经发生明显变化。如前所述，从对外金融结构的变化来看，我国已经从外汇短缺国转化为外汇储备大国，从资本净输入国转化为资本净输出国，从对外债务国转化为对外债权国，与以上变化相对应，资本项目开放的重点也开始从资本流入转向资本流出。表 3 归纳了我国资本流出渠道开放的内容和进程，从表 3 的内容可以看到，资本流出渠道的开放涉及投资形式、投资主体和投资产品的开放。

图 3 记录了 2000 年以来我国对外投资的进展状况⁶。从该图可以看出，2005 年以后，受资本流出渠道开放的影响，对外投资出现了快速增长的趋势。2005 年的对外直接投资从头一年的 18 亿美元上升到 113 亿美元，2006 年和 2007 年

⁵ 有关我国资本项目开放策略调整的具体内容，请参考张幼文（2007），周宇（2007）和张燕生（2005）。

⁶ 有关我国对外投资的资料参考国家外汇管理局（2006-2007），中国人民银行（2006-2007）。

分别达到 178 亿美元和 170 亿美元的规模。与直接投资的稳定增长相比，对外证券投资经历了大起大落的变化。2005 年，对外证券投资从头一年的负增长转变为 262 亿美元的净增加，2006 年又进一步激增到 1104 亿美元。2007 年，受美国“次级债危机”和世界经济状况恶化的影响，该投资的增幅又下落到 23 亿美元。与证券投资相比，其他投资的增加显示出相对稳定的特点。2005 年，其他投资由前一年的负增长转变为 490 亿美元的净增加，2006 年和 2007 年的增加幅度分别达到 318 亿美元和 1515 亿美元。

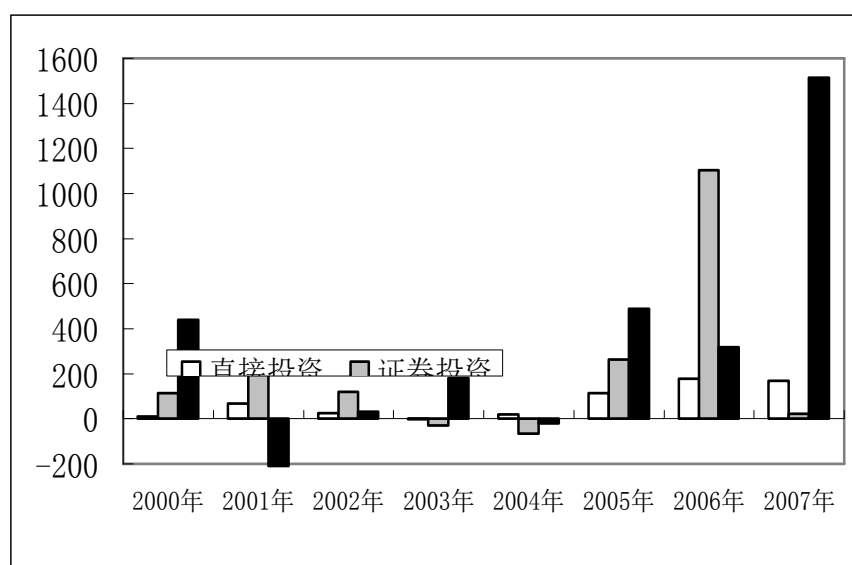


图 3 中国资本收支项目下的资本流出（亿美元）

资料来源:根据外汇管理局《中国国际收支报告》的数据编制

表 4 中国对外金融资产的构成（金额：亿美元，比重%）

项目	2004 年		2005 年		2006 年		2007 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
对外总资产	9299	100	12226	100	16442	100	22881	100
1. 直接投资	527	5.7	645	5.3	906	5.5	1076	4.7
2. 证券投资	920	9.9	1167	9.6	2292	13.9	2395	10.5
3. 其他投资	1666	17.9	2157	17.6	2515	15.3	4061	17.8
4. 储备资产	6186	66.5	8257	67.5	10729	65.3	15349	67.1

资料出处：<http://www.safe.gov.cn>

我国对外投资的以上变化表明：开放资本流出渠道是增加对外投资的必要条件之一，但是对外开放本身并不能保证对外投资的增加。在相对开放的对外金融体制下，资本流向何处取决于投资收益率和投资风险的变化，而投资收益率和投资风险的变化又取决于不同国家经济和金融市场状况的变化。

我国政府开放资本流出渠道的重要目的之一是减少外汇储备在对外总资产中的相对比重，从而实现“藏汇于民”的战略性调整。表 4 记载了我国对外金融资产的分布情况，从表 4 可以看到：我国对外总资产的规模，2004 年为 9299 亿美元，2007 年上升到 22881 亿美元，三年的增幅高达 146%。从不同资产的比重来看，从 2004 年到 2007 年，证券投资资产的比重略有上升，直接投资、其他投

资和外汇储备资产的比重没有显著变化。在人民币持续升值的背景下，人民币资产的收益率明显高出其他货币资产的收益率，受这一因素的影响，投资者纷纷将外币资产转化为人民币资产，这一市场调整助长了外汇资产向储备资产的转化。然而，表 4 的数据显示，2004 年以来，尽管我国外汇储备资产维持了快速的增长，但其相对比重并没有上升。因此，从总体上来说，资本项目开放政策的调整有可能起到了抑制外汇储备资产比重上升的作用，但是并没有起到降低外汇储备资产的作用。

3. 资本项目开放的“三个转型”

在前面的部分，我们已经从资本流入和资本流出两个方面考察了资本项目开放政策的一些主要变化。通过这些变化，我国资本项目开放正在实现以下三方面转型：

第一，从政策性开放到市场性开放的转型。在改革开放初期阶段，我国的对外金融开放明显具有政策性开放的特点，即政府主要依靠政策手段引导资本的流向和流量。进入 21 世纪后，随着政策性因素的弱化，市场机制对资本移动的影响作用上升。

第二，从非对称性开放到对称性开放的转型。早期的资本项目开放局限于资本流入渠道，政府对资本流出采取了严格限制的政策，在这一意义上，当时的对外开放具有非对称性。进入 21 世纪后，政府加速了资本流出渠道的开放，这一变化意味着资本项目开放正在实现向对称性开放的转变。

第三，从选择性开放到全方位开放的转型。早期资本项目开放的重要特点之一是政府对投资形式、主体和产品都有一定的筛选，这一特征表明这一阶段的开放具有选择性开放的特点。2006 年和 2007 年，政府大幅度放宽了限制范围。由此，我国对外金融开放正在实现从选择性开放到全方位开放的转变。

三、资本项目开放的风险与对策

2006 年和 2007 年，我国大幅度开放了对外投资渠道，与这一制度改革相对应，同一时期，我国主权财富基金和 QDII 对外投资出现了快速增长的势头。然而，从当前的情况来看，这一改革并未取得预期的效果。开放资本流出渠道的目的是提高对外投资效益，但事实上，在起步的初期阶段，我国主权财富基金和 QDII 对外投资不仅没有达到增值的目的，反而出现了大幅度缩水。从外因来看，起因于“次级债危机”的金融市场突变是导致以上结果的重要因素之一。就内因而言，这一结果与金融大国意识、长期投资意识和监管意识的缺失有着密切的联系，针对内因方面的问题，我国需要加强以下几方面的对策：

第一，在战略层面上，提高我国作为金融大国的意识，做好成为金融大国的思想准备和制度准备。进入 21 世纪后，尽管人们普遍意识到我国已经成为经济大国和贸易大国，但是很少有人意识到我国已经成为对外金融大国。“金融大国”意识的缺乏在一定程度上耽误了我国担当金融大国角色的准备工作。由此造成的急功近利的投资是导致部分失败的主要原因。

第二，在策略层面上，要立足于长期投资和避免短期投资风险。当前，在有关投资损失的解释问题上，一些人认为机构投资者注重长期投资收益，因此人们不应该在意资产价格的短期变化。以上说法其实值得商榷。长期投资一般会注重市场价格的长期走势，因此此类投资会在市场价格的底部入市，而短期投资着眼

于短期利差，因此不会在意市场价格总体水平的高低。我国一部分机构投资者之所以遭受巨额损失是因为违背了长期投资应该遵循的底部入市原则。

第三，在制度层面上，在开放资本流出渠道的同时，应该建立和完善谨慎性监管制度，这是降低开放风险的基本对策之一。在存在信息非对称性和道德风险的环境下，对外投资的开放为一部分投机者利用国民财富实现个人冒险致富提供了方便，为了避免以上结局，政府一方面需要建立严格的投资奖惩制度，另一方面，还需要建立一整套周密的谨慎性监管制度。

参考文献：

国家外汇管理局国际收支分析小组：《中国国际收支报告》，2006-2007 年。

中国人民银行上海总部国际金融市场分析小组：《国际金融市场报告》，2006-2007 年版。

张幼文等著：《新开放观》，人民出版社，2007 年。

张燕生等编：《增加国内发展与对外开放的协调性》，中国计划出版社，2005 年。

周宇：《人民币汇率机制》，上海社会科学院出版社，2007 年 9 月。

Bergsten, C. Fred, Bates Gill, Nicholas R. Lardy and Derek J. Mitchell (2006),
China: The Balance Sheet, IIE.

Dooley, Michael P., David Folkerts-landau, and Peter Garber. (2003) . “An Essay on the Revived Bretton Woods system”. NBER Working Paper 9971.

Nurkse, R.(1953), *Problem of capital formation in underdeveloped countries*, New York: Oxford University Press.