

宏观经济

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

徐佳蓉

63081270

xujiarong@cindasc.com

信达证券*宏观研究*资本管
制是否可以放松 *徐佳蓉

资本管制是否可以放松

2010年5月14日

摘要

- 我国目前的资本项目管制针对的是资本项目的管制。基本情况是，在直接投资项目下，放开了对华直接投资，对外直接投资正在逐步放松，需由外汇管理部门审批。证券投资项目下，通过引进境外机构投资者方式逐步放开境外证券投资资金的流入。同时也放开了对境外证券投资以及境内个人直接对外证券投资业务。对外负债和信贷融资仍受到较为严格的管制。目前的资本项目正处于一种逐步放松管制的阶段。
- 进一步放松资本项目外汇管制已经成为了历史发展的必然趋势。一方面，外贸依存度水平较高。经常项目交易规模也越来越大，资本的流入与流出可以通过贸易项目逃避管制实现。
- 另一方面，随着金融服务业的逐步放开，资本与金融项目不断扩大。依靠审批制的资本账户管制有效性下降。首先，净误差与遗漏基本记录的隐性的资本交易规模扩大。一定程度说明热钱流入与流出的频繁。其次，短期外债余额在快速增长。在其他投资余额中，短期债务也较与长期债务的比重高。同时，资本管制的成本在上升。
- 判断资本项目下可完全兑换的时机是否已经成熟，主要是观察一国的经济金融水平是否满足若干条件，主要是，宏观经济基础的稳定性，国内的金融体系的完备程度，企业和金融机构的风险管理意识和管理能力的具备状况，国际收支格局稳定性，国内宏观调控的路径和手段的成熟度等。
- 当前中国资本管制放松条件还不成熟。一方面，作为应对短期国际资本流动的利率调控手段还没有完全市场化，汇率的浮动制度还在进一步探索中。另一方面，企业的竞争能力还待进一步加强。影响宏观的稳定。此外金融机构的规避风险能力与金融宏观调控手段还需要进一步完善。管制放松还是长期渐进的过程。

外汇管制的基本内容

我国外汇管制针对的是资本项目的管制。基本情况是，在直接投资项目下，放开了对华直接投资，对外直接投资正在逐步放松，需由外汇管理部门审批。证券投资项目下，从 2003 年开始，通过引进境外机构投资者方式逐步放开境外证券投资资金的流入。2006 年，商业银行开办代客境外理财业务，启动了 QDII 方式的运行。2007 年，我国放开了境内个人直接对外证券投资业务。对外负债和信贷融资仍受到较为严格的管制。目前的资本项目正处于一种逐步放松管制的阶段。

随着我国经济、金融的快速发展，经济运行的现状对放松资本项目管制提出了新的要求，经济对金融体系更高效配置资源的要求日益突出。在不断强化金融深化的基础上，进一步放松包括资本项目在内的外汇管制已经成为了历史发展的必然趋势。

外汇管制放松是趋势

外汇管制放松是必然趋势。一方面，外贸依存度水平较高。2005 年 12 月为 65%，在危机中有下降到 50% 以下，但是，危机之后上升为 52%。而同期全球外贸依存度为 45%。出口与进口依存度在 2005 年 12 月到 2009 年 12 月均值 30% 以上。随着贸易体系越来越开放，经常项目交易规模也越来越大，2009 年经常性项目顺差是 1997 年的 8 倍，复合增长率达到 15%。资本的流入与流出可以通过贸易项目逃避行政管理实现。

另一方面，随着金融服务业的逐步放开，资本与金融项目不断扩大。2009 年是 2001 年的 6 倍，复合增长率为 25%。证券投资的规模也越来越大，从 2004 年到 2008 年资产与负债的复合增长率达到 18% 与 21%。资产中以债务为主，负债中以股本投资为主，2004 年到 2008 年平均占比分别为 94% 与 86%。说明，中国从国际资产交易中获得的收益要远远小于外国投资者，风险防范的手段与方式还须优化。

随着资本金融规模的扩大，依靠审批制的资本账户管制有效性下降。首先，净误差与遗漏基本记录的隐性的资本交易规模扩大。从上世纪 80 年代到 2002 年，基本为负说明资本外逃。2002 年到 2009 年时正时负，在一定程度说明热钱流入与流出的频繁。从增速看，2009 年为 1992 年的 6 倍，复合增长率为 10%，增长趋势稳定。

其次，短期外债是管制重点的资本交易，因为短期外债的流动性非常高。从 2001 年以来，短期外债余额在快速增长。在其他投资余额中，短期债务与长期债务的比重，短期债务占比重较长期债务的比重高，2009 年 12 月，两者的比重分别为 74% 与 6%。

这种比重的差还在上升中，短期债务 2009 年较 2001 年提高 20 个百分点。资产交易规模的同时，资本管制的成本在上升，逐笔管理大规模的，带来更高的交易成本。放松外汇管制，建立市场的审慎规制体系应该是长期的趋势。但是，当前完全放松管制的条件还不成熟。

目前放松资本管制的条件还没有完全具备

判断资本项目下可完全兑换的时机是否已经成熟，主要是观察一国的经济金融水平是否满足若干条件，主要是，宏观经济基础的稳定性，国内的金融体系的完备程度，企业和金融机构的风险管理意识和能力的具备状况，国际收支格局稳定性，国内宏观调控的路径和手段的成熟度等。

当条件具备时，资本项目的放开，将带来资源配置效率的提高。否则，过早地将资本市场开放，货币实行自由兑换，外国资本在一国经济体中，在没有屏障的情况自由流动，对国内的薄弱环节形成巨大冲击，给本国的资本市场带来大幅振荡，损害金融市场的稳定，严重时甚至会爆发金融危机乃至影响整个社会秩序的稳定。比如说，上世纪 80 年代初，资本项目开放对一些拉美国家造成危害，10 年前的亚洲金融危机中国际游资的破坏性影响。

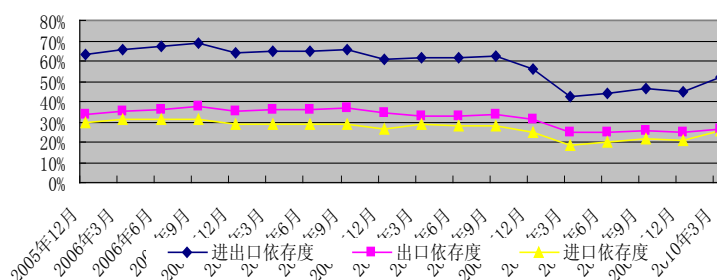
中国还不具备资本管制放松的条件。首先，人民币汇率与利率均尚未实现市场化。一方面，受在二元悖论约束，大部分国家在资本账户自由化时都是采用浮动或管理浮动汇率制度。另一方面，利率市场化。一国金融市场和货币的稳定性与短期资本流动密切相关，利率是调节短期资本流动的有力手段。如果没有实现利率市场化，通过经常账户和资本账户流入流出的外资往往会直接本币资金投入的剧烈增减，带来通胀与通缩的压力。

虽然 2005 年我国进行了人民币汇率制度改革，由原来的钉住美元的汇率制度改为钉住一篮子货币，汇率变得更有弹性，但是还没有实现自由浮动。同时，虽然一直在推进利率市场化改革，但是大量利率仍然是法定利率，实际利率为负，利率的运用尤其是短期利率的运用不够灵活，利率调节短期资本流动的作用难以发挥。

其次，国内企业市场竞争力还须进一步培育。在资本账户开放加速经济的国际化进程，国内企业在产品生产、销售、进出口贸易等都面临日益剧烈的市场竞争，波动的汇率与利率构成企业较为动荡的经营环境。因此，国内企业须具备较高的国际竞争力，随时应对汇率和利率的变化。当前中国企业在人口红利消失、劳动力成本优势丧失之后，企业自主创新能力与结构升级的路程还很漫长。此外，金融机构的规避风险能力与金

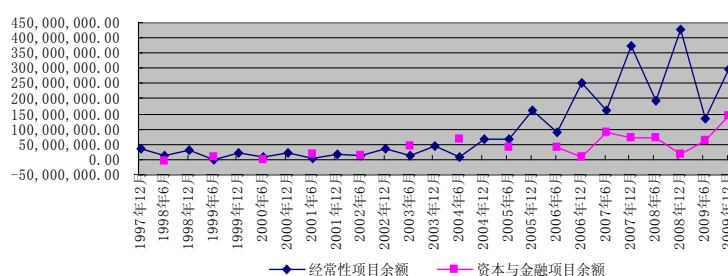
融宏观调控手段还需要进一步完善。综合看，资本管制放松条件并不具备，还是长期渐进的过程。

图 1：中国进出口的依存度



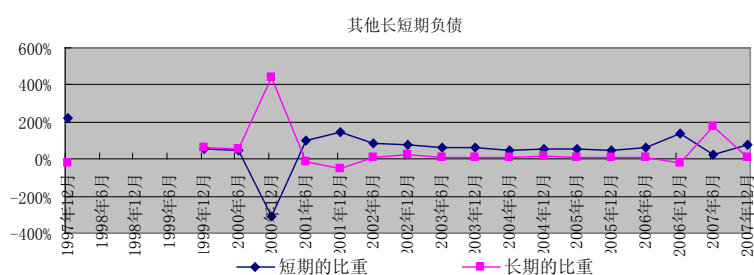
资料来源：信达证券

图 2：经常性项目与资本项目余额绝对值



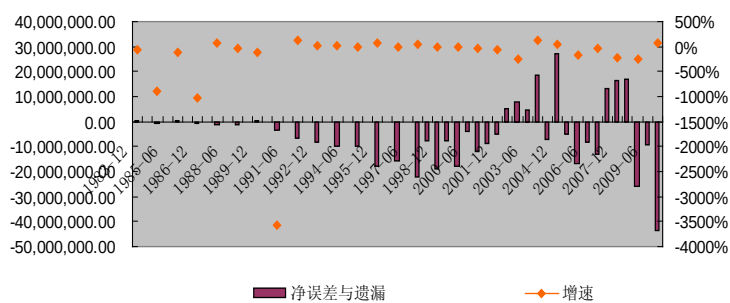
资料来源：信达证券

图 3：其他长短期负债



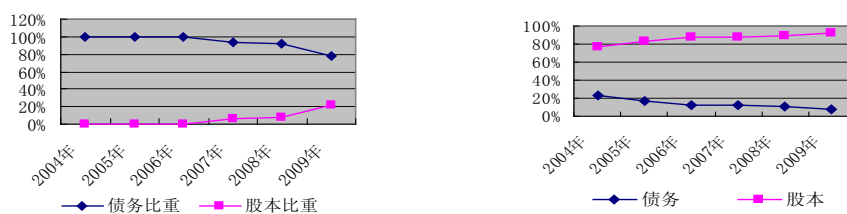
资料来源：信达证券

图 4：净误差与遗漏同比增速



资料来源：信达证券

图 5：投资资产的债务与股本投资比重



资料来源：信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102