

# 中国资本市场国际化过程中的金融政策

中国证券业协会秘书长

北京大学中国金融政策研究中心研究员 聂庆平

女士们、先生们：

非常高兴有这样一个机会出席北京大学的赛瑟论坛。我今天想和大家一起探讨中国资本市场国际化过程中的金融政策问题。这个题目虽然与赛瑟论坛的社会保障和保险问题的联系不是很密切，但从金融全球化的发展趋势看，中国资本市场的开放也包括机构投资者的开放，保险和以养老基金为代表的机构投资者同样面临全球化的发展战略问题。我选择这个题目进行演讲，其目的是引起理论界和学术界的注意，金融的全球化问题是一个涉及国家发展战略的问题，需要展开深入的研究。亚洲金融危机发生后，在一段时间内曾经形成了一个对亚洲发展模式、问题和对策的研究热潮，但很快过去了，没有引起大家的足够重视，实际上这个问题是长期存在的，并没有解决。认真研究中国金融国际化过程中的各种政策问题，对于制订中国金融的长期发展战略，对于维护国家的金融安全，对于充分利用好战略机遇期保证国民财富不会因金融动荡而流失都具有重要意义。

随着中国经济的高速增长，围绕中国经济与国际经济关系的诸多问题成为议论的焦点，譬如贸易平衡问题、人民币汇率问题、

银行不良资产问题和资本市场开放问题等。中国的崛起是和平的、发展的，但还是会遇到西方的遏制，尤其是美国的遏制，甚至存在冲突，这些都不以人的意志为转移。从美国由 20 世纪初的一个新兴资本主义国家发展到当今称霸世界的超级强国的百年历史看，军事、金融和贸易始终是美国外交政策和全球战略的核心。强大的军事是保证美国对全球战略资源控制和美国货物通行到世界各地的无敌舰队。第二次世界大战后美国主导的国际货币体系确定了美元的优势地位，为美国对全球金融的控制发挥了巨大作用。不平衡的贸易则是推动美国经济持续增长、获取财富的基础。因此，在一国经济增长的过程中，金融政策的重要性具有战略意义。根据国际经济学家对 1500-1990 年世界经济霸权的分析，货币和金融因素对经济霸权的影响可以为 16 世纪的意大利，17 世纪的低地国家，18 世纪的法国，19 世纪的英国和 20 世纪的美​​国崛起过程所证明。

从全球化经济发展的过程看，西方国家把对全球金融资源控制放在十分重要的战略位置。美国国际问题专家塞繆尔·亨廷顿在《文明的冲突与世界秩序的重建》一书中，列举西方国家作为世界经济霸权国家的衡量指标有 14 项，其中前 5 项指标是：第一，拥有和操纵着国际金融市场；第二，控制着所有的硬通货；第三，世界上主要的消费品主顾；第四，提供世界上绝大部分的制成品；第五，主宰着国际的资本市场。前五项指标中有三项与货币和国际资本市场有关。

美国的经济学家查尔斯·金德尔伯格在分析英国经济由盛变衰过程时，把英国 1851 - 1950 年的经济增长分为强劲扩张时期、适度扩张时期、停滞时期和缓慢增长期。其中，1873-1895 年的大萧条时期，导致衰退的重要原因是黄金产量的增长速度放慢、货币混乱和高金融成本；1919-1931 年的停滞时期，最重要的负面因素是英镑的升值。1987 年英国的金融大爆炸，实质上并没有给英国的金融市场带来强劲增长和维持国际金融中心强有力的地位。

以上是从世界经济成功的一面看国际化过程中金融政策的重要性。如果从负面来看，不成功的例子可能就是 1997 年亚洲金融危机了。这场危机不一定是人为的有意识的，但是新兴国家在经济增长过程中不注意金融问题，不注意对资本市场和货币主导权的控制所导致的金融危机普遍爆发的趋势应该引起大家的重视。世界银行曾经做过一个统计，1965 年东亚国家人均 GDP 的比例和美国相比大体上只相当于美国的 17% 左右，到 1990 年这一比例已经达到 60% 的水平，东南亚国家的人均国民经济增长速度已经接近美国的水平。经过亚洲金融危机以后，由于货币的大幅贬值，比如说印度尼西亚、韩国的货币大量地贬值，这个比例又回到六十年代的水平。从这个过程中可以看出金融全球化过程中不重视金融政策的战略思考所带来的负面影响问题。

大家都谈到中国的经济要崛起，包括国外有中国威胁论或者是中国崩溃论等等各种各样的说法，但是有一点是肯定的，在中

国经济强劲的增长过程当中，这个过程可能是一个自然累积的增长过程，并不是由于技术领先的因素很大，而是一种需求推动的经济增长，体现了劳动力成本低工业化经济增长的特征，这种增长的趋势是不可以压制的。对于这种增长趋势怎么看，我们还需要从国际化的环境来分析。应该说，西方国家对我国的贸易政策和金融政策，会对中国经济的增长趋势产生影响。美国在这方面采取遏制和竞争的关系，甚至是一种对抗的关系，都可能是不可排除的。越是在这样的背景下我们可能越要研究一些国际重要的金融政策问题。金融政策问题很多，刚才谈到了很多方面，从我国的银行体系、保险体系，资本市场体系存在的问题中可以引出许多战略性的金融政策研究课题。我认为根本性的几个金融政策问题可能需要进一步探讨。第一个问题是关于中国汇率的问题，这是一个焦点性的问题，我们再从资本市场的角度来看，这也是一个核心的问题，如果这个问题不解决，整个资本市场的结构设计都可能会面临很大障碍。因为我国在 1990 年开始在深圳进行股票市场试点，1991 年推出了中国的 B 股进行境外融资，1992 年末到 1993 年初我们又推出了 H 股在香港上市，这样中国资本市场的结构变成 A 股市场、B 股市场和 H 股市场。在这个过程中，我们在资本市场也没有容许国有股的全流通，当时是为了坚持社会主义公有制的一种体现形式，所以只是允许少量的股份进行流通。这种市场结构的形成，在现在的新形势下面临着一个怎么解决结构性问题的方法。这个方法的前提障碍和核心就是汇率

问题，和国际资本流动的问题。当时为了保持汇率的稳定，我们采用了三八线的方法，把境内市场和境外的市场严格划分开来，把境内和境外的投资者严格区分，把境内和境外上市的股票严格区分开。从我国资本市场这么多年发展的经验看，逐步进行中国资本市场的国际化，首先应是汇率制度的选择，这是一个重要的选择战略的问题。一种是完全市场化的、自由浮动的汇率政策，另一种是比较僵化的、固定不动的汇率政策，很显然对于后者大家都是持有否定的态度，对前者大家认为是一个趋势。但这个转轨过程有多长是值得研究的。

从美国的情况来看，是不是实行完全浮动的汇率制度了？应该说美国经济在 30 年代以前完全是以金本位制度支撑的经济体系，40 年代以后，随着金本位制垮台，美国又设立以美元为中心的布雷顿森林体系，没有接受英国的方案采用了美国自己的方案，主导了世界的货币政策。美元实质上是一个相对固定的汇率制度，不是完全浮动的。1973 年支撑不下去后才是一个浮动的汇率制度。我认为，汇率的波动是与商品和劳务的自由流动相匹配的。在经济全球化的过程中，为什么美国只谈货币这一面的自由流动，不谈劳务和商品方面的自由流动？如果说在劳务和商品不自由流动的状况下，单方面地调整汇率，强迫汇率的自由波动，可以说是不对称地、不公平地采取了货币和商品的自由流动方式。我感觉，中国的汇率政策不应该现在就选择完全浮动的方式，事实上从大国经济增长的过程来看也没有实行完全浮动的方式。

一种有管理的可调整的汇率模式，可能对未来的十年或者是二十年，对中国的经济是非常有帮助的。

在这个过程中，关于人民币的问题，看来作为一个大国的经济体必须要有一个自己所能控制和拥有的货币体系。我比较主张中国应该建立一个以人民币为中心的区域性的货币体系。因为与这一个货币体系相对应的整体的经济体是非常大的，大家可以顺着推，首先是中国内地经济体，然后是加上香港甚至加上台湾的大中国经济体，如果再加上马来西亚、印度尼西亚甚至包括菲律宾与中国紧密的贸易往来和经济联系，这个经济体本身是非常之大的。在这个经济体下面应该形成一个稳定的货币体系和货币制度，这个货币体系和货币制度有可能是以人民币为中心的货币体系和制度。这需要我们去想象、去创造和努力。

第二是国际资本流动的问题。第二次世界大战后，欧洲国家在 40 多年的时间是通过各种手段实行信贷控制，没有让利率和汇率自由化，采取外汇管制和信贷总额限制（Quantitative credit ceiling），其目的是使政府能够降低借贷利息成本和鼓励信贷流向所需的行业、地区和企业。

表一：战后 OECD 国家实行金融限制的情况：政策采用时期

国家	外汇管制	信贷总量控制和其他国内 限制性措施
澳大利亚		60 年代初期 ~ 1982 年
奥地利		1972 年 ~ 1975 年 , 1977 年 ~

		1981 年
比利时	1955 年 ~ 1990 年	直到 1978 年
丹麦	1950 年 ~ 1980 年	1970 年 ~ 1980 年
法国	1950 年 ~ 1989 年	1958 年 ~ 1985 年
德国	1950 年 ~ 1959 年 , 1960 年 ~ 1981 年	无
爱尔兰	1950 年 ~ 1992 年	1969 年
意大利	1950 年 ~ 1990 年	1973 ~ 1983 年
日本		1960 年代
荷兰	1950 年 ~ 1986 年	1962 年 ~ 1967 年 ;1969 年 ~ 1972 年 : 1977 年 ~ 1981 年
新西兰		直到 1972 年
挪威		1967 ~ 1984 年
葡萄牙	1950 ~ 1992 年	1978 ~ 1991 年
西班牙	1950 ~ 1992 年	1959 ~ 1966 年
瑞典		1969 年 ~ 1970 年 ;1974 年 ~ 1977 年 ; 1981 年 ~ 1983 年
瑞士	1955 年 ~ 1966 年 ; 1971 年 ~ 1980 年	1962 年 ~ 1966 年 ;1969 年 ~ 1972 年 ; 1973 年 ~ 1975 年
英国	1950 年 ~ 1979 年	1964 年 ~ 1971 年
美国		1980 年

资料来源：《Financial Liberalization: How Far How Fast?》，

Cambridge University Press, 2001 年

还有一点需要说明的是，取消资本流动限制，实行浮动汇率制，一定会带来金融危机，或者说一定会有金融危机的振荡过程。这一结论已经由学术研究和全球各国实践所证明。墨西哥金融危机和拉美金融危机暂且不说，就欧洲国家战后取消外汇管制的过程看，也都遇到了金融危机。Charles Wyplosz 就 1957-1997 年间欧洲 9 国利率水平波动性进行的一项回归分析表明，资本流动控制和固定汇率制度对利率水平波动特别是实际利率水平的波动有显著的影响，贸然放弃资本流动管制和固定汇率制度，必然伴随利率水平的大幅波动，这就代表了国家的宏观经济层面的振荡。而亚洲金融危机最重要的经验教训也是过快放开外汇管制，遇到国际资本的大量流出与流入，尤其是短期国际资本流入和流出，导致汇率、利率大幅波动，最终引发全面经济危机。

至于怎么放松对国际资本流动的管制，大家说最好的方法是 QDII 和 QFII，对于这种方法我一直持有不同的看法和认识。可能它便于政府的管制，但是它最大的缺陷在于损害了资本流动或者说国际资本市场运作的结构。因为它是在审批制下形成的，一定是不利于市场的。大陆实行的 QFII 和台湾实行的 QFII 有一个很大的差异，台湾的 QFII 资金进入不需要每一笔都进行严格的审批，只要报一个额度就可以了，因此，台湾的 QFII 申报的投资总额上限都在 25 亿美元以上，最高的额度为 75 亿美元，但进入大陆的 QFII 申报额度通常只有 5 千万到 1 亿美元，因为我们



有一个经过外汇管理当局的审批过程，而且要求资金一定要进来、一定要在指定的日期使用出去，整个行为非常谨慎。尽管国际资本流动方面管制的条件越来越松，但是对总量仍然需要有一个很好的监测，我认为这是中国国际资本流动模式的重要特征，也决定了我们整个资本市场国际化的走向和策略。

第三，现在我国的证券市场分为上海和深圳两个市场，深圳现在恢复了中小企业上市，有人也称它为中小企业板市场，香港是国际金融中心，但是整个金融的结构是在一起的。在香港上市的大的蓝筹公司无论从市值和规模看都是中国内地最大的企业，如中国电信，中国人寿、中国人保等等，这个市场从长远的发展来看应该是一体化的，而且经济增长也一定需要有一个统一的经济金融中心，它是整个金融资金、金融技术和金融人才聚集的地方，只有这样才能形成整个国家经济增长的长远发展融资的一个渠道。而怎样去协调，也是未来金融政策当中需要考虑的问题。对于中国来说，在经济发展的过程中，逐步地通过 DR 的方式连接不同的市场，形成一个统一的市场体，甚至到最后逐步演化成一个强有力的金融中心，可能也是我们未来金融政策所需考虑的重点。

最后一点，在国际化的进程中一个很重要的方面是我们准备得怎么样。刚才谈到很多的严峻挑战和历史的经验，我们确实面临着很大的困难，原有工业的衰老、1992 年的房地产和股票泡沫、道德风险、管理水平落后等因素都会导致银行的不良资产，

而证券虽然只有 14 年的历史，但也有这样类似的问题。另外，我们整体的金融体系管理水平还不太适应全球化竞争的需要，大家现在都在谈公司的法人治理结构，在中国的体制下往往是一把手说了算，可是西方的任何一个金融集团都是一种矩阵式的结构、是一种功能结构，通过这种功能结构可以对每一个环节的风险都有严格的控制和制约。我认为，在全球化的过程当中，推动中国金融的结构调整应该是我们政策的重中之重。结构调整包括对机构的调整，对混业方向的调整，对管理水平的调整以及对金融管理人事制度的调整等方方面面。这些都将决定中国未来金融的竞争力，决定我们未来能不能够有效地应对金融全球化，或者说资本市场国际化所面临的挑战。

谢谢大家！

二〇〇四年六月二十七日于北大赛瑟论坛