

金融开放的成就、不足与变革

■ 恒大集团首席经济学家、恒大经济研究院院长 任泽平



我国当前正处在新一轮开放的起点上,面临着各种挑战与机遇。本文旨在从国际案例和历史回顾中吸取经验和教训,站在新一轮开放的起点上展望未来。

2、资本“大出大进”易引发危机。金融市场存在的羊群效应、传染效应和短期资本的亲周期性导致国际资本的“大出大进”,影响经济稳定。(Guillermo, 1998; Rodrik, 1999等)

3、引起失业率上升。在劳动力市场不大灵活的发展中国家,若金融开放造成资本外逃,将导致投资下降,失业率升高;而劳动力市场灵活的发展中国家和发达国家不存在失业率与金融开放的正相关关系。(魏尚进, 2018等)

二、金融开放的国际经验

理论表明,金融开放能带来增长也会引致风险。纵观历史,部分国家经济体的金融开放稳步推进,取得积极成果,而部分国家则在金融开放的过程中出现政策失误,未能充分评估经济体金融开放的时间窗口,而爆发严重的金融危机。

2.1 日本金融开放:内外压力打乱开放节奏

■ 日本金融对外开放分两个重要阶段:

(1)阶段一:1955-1984年,资本账户稳步开放,金融服务业开放缓慢。

二战后,由于贸易疲弱,日本对外汇实施严格监控。1955年到1973年,日本经济开启高速增长模式,日本央行运用“发展经济学”,人为维持利率保持较低水平,企业融资高度依赖银行体系,央行高度管控资本流动,外国投资者无法参与金融与资本市场。随着经济的发展,放松外汇管制的需求凸显。1964年,日本承诺接受货币的外汇组织第八条款,正式打开经常账户开放的外汇管制。

资本账户开放方面,遵循先开放流入后开放流出的顺序。在资本流入方面,1967年至1976年陆续取消外商直接投资限制。而对内间接投资则是按照风险递增程度逐步开放,1973年先放开国内机构进行国外借款,1979年允许日本企业通过审批制在海外市场发展债券,1980年改为备案制,由于国内债券发行流程繁琐、费用高昂,以“可转债”为主的海外发债快速发展。在资本流出方面,先放开对外直接投资,再允许对外间接投资。1969年放宽私人部门对外直接投资,逐步取消境外投资项目逐项审批限制。1970年,允许非居民在日本发行以日元计价的外国债券(“武士债”),然而同样因为流程及成本问题,发行规模不大。

经过这个阶段的稳步推进,资本项目可兑换程度不断提高,但金融服务业开放仍较为缓慢,利率市场化进程推进迟缓,除银行业外的金融体系开放程度也慢于其他发达国家。但这一阶段金融开放进度整体审慎、渐进,有效防止金融开放过快带来的金融不稳定因素。

(2)阶段二:1984-1996年,内外部压力聚集,开放节奏错乱。

60年代末,日本成为仅次于美国的第二大经济体。石油危机后,日本经济账户陷入了滞胀困境。为解决困境,美国将矛头指向了日本;首先从贸易方面着手,要求日本“自愿”签订一系列出口限制协议来减少其对美贸易顺差,又将问题引向金融层面,包括要求日元升值、日本金融市场开放等。同时,日本国内要求放松金融管制的呼声也随着经济的快速增长日益增强,加上担忧日元升值对经济产生不利影响,日本政府开始了以去监管化为核心的金融开放,并实施宽松的货币政策。

在外部压力下,1984年,日本与美国形成《日元美元委员会协议》,成为日本金融开放

加速的关键,其中要求:(1)日本金融与资本市场自由化,主要涉及利率自由化,取消或放宽资本项目限制;(2)确保外国金融机构自由进入日本金融、资本市场,包括外国证券公司可以申请东京证券市场会员权,向外国银行开放信托业务、管理投资基金;(3)创设自由的海外日元交易市场,放开欧洲日元市场,允许日本企业发行欧洲日元债,允许外资券商承销欧洲日元债。但日元并未如美国预计升值,日本对美顺差继续扩大,美国从而寻求其他手段。1985年9月,美、日、英、法、德五国财长,央行行长在纽约举行G5会议,签订《广场协议》,随后日元迅速升值,日元兑美元汇率在一年内从236下降至154。与此同时,资本账户及金融市场均持续开放。

资本账户方面:一是资本账户快速开放,利率市场化滞后。1984年4月,根据日元美元协议要求,日本废除了远期外汇交易的实际需求原则,两个月后进一步废除了外汇兑换日元的限制,标志着日元不仅是经常项下可自由兑换,而且在资本项下的自由可兑换也基本放开。而此时期国内金融管制依然较强,利率市场化进度明显滞后。1985年日本开始引入小额货币市场存单,后取消大额和较小定期存款利率管制。直至1994年,日本完成活期存款利率市场化,利率市场化才最终完成。

二是日元美元协议后,欧洲日元市场管制放松,境外普通债券发行快速增加。1984年允许日本企业发行欧洲日元债,1986年允许日本企业可以在英国伦敦市场发行以美元为单位的信用债和可转换债。截至1989年,日本境外企业债发行量相比1984年增加了3倍,总额达11.13万亿日元。80年代后期,一方面国内利率市场化进度缓慢,金融监管严格,另一方面,汇率制度基本形成自由浮动汇率,资本项下可兑换基本放开,此外离岸市场管制放松,多方面因素作用下,日本企业在海外发债机构,冲击国内正常融资市场,金融结构扭曲。

金融市场方面:一是放开了外资金融机构准入限制,甚至在某些领域给予美国金融机构超国民待遇,如在混业经营方面,1985年外资银行已被允许从事证券业务,但直到1993年国内银行才开放该业务。二是证券市场进一步开放。1984年放开非居民境内投资,自此国内外证券投资原则上可自由进行;1989年放松日本离岸市场和国内市场之间资金流动限制。

■ 日本金融开放的问题:利率市场化及国内金融改革滞后于资本账户开放。

日本金融开放受外部环境影响,节奏错配。在国内金融体制改革尚未实现有效改革的时候,对外开放带来三方面问题:一是,日元快速升值带来国内经济衰退压力,货币政策极度宽松;二是国内金融体制改革滞后,利率市场化推进缓慢,融资主体为绕开监管,通过境外债券市场融资,货币政策无论数量型还是利率型均不能有效调控经济行为;三是大型企业金融脱媒,金融机构丧失优质客户,转而将信贷资金投向房地产、股市,推高资产价格,刺激经济泡沫。具体来看,

第一,长时间采取过度宽松的货币政策对冲日元升值冲击,埋下“泡沫隐患”。由于是典型的出口型经济,日元大幅升值对出口和经济增长均产生较大冲击,日本采取宽松的货币政策刺激经济,流动性极度宽松。

第二,资本项目及汇率自由化快于利率市场化,导致跨境套利行为频繁发生,风险加剧累积。资本流出方面,离岸市场的设置,使得一些金融机构可以在境外开展在国内受监管的业务,套利风险累积。国内利率市场化推进较快的背景下,银行可利用国内低成本资金在国际市场上投资,日本海外资产快速增长,扩大国际金融风险对日本的传导。资本流入方面,资本账户的开放导致日元与外汇兑换限制的放开,企业及金融机构可以轻易从国外获得资金兑成日元在国内使用,规避了信贷总量的控制,货币政策无法通过利率型

及数量型产生影响。

第三,企业金融脱媒,股权及债权融资占比快速提升,银行丧失大量优质客户,被迫提高风险偏好,资金大幅流向收益可观的房地产和股票市场,叠加海外投机资金,助推股市暴涨,房价迅速上升,金融脱媒风险累积。

进入90年代,日本政府在经济泡沫高位选择主动挤泡沫,采取了非常严厉的行政措施,调整了税收和货币政策,导致了股票泡沫和房地产泡沫先后破灭,从1989年最后一个交易日至1992年日经指数跌幅超过60%,1991-1998年日本房地产价格缩水了80%。但由于政府调控利率的态度不够坚决,力度不够强劲,泡沫破灭后陷入近二十年的长期衰退。

总体来看,我国现阶段与80年代初期的日本较为相似。第一,成为仅次于美国的第二大经济体,经济体量大;第二,中美贸易摩擦具有长期性,不排除后续扩大到金融战、经济战等,美方将动用其二战以来建立的霸权体系从贸易、金融、汇率、军事等全方位遏制中国崛起;第三,经济存在去杠杆压力。日本金融开放的经验与教训对我国有很大的借鉴意义,需加快国内金融体制改革,谨防外部环境恶化对我国金融体系冲击,全面统筹协调资本账户开放顺序,防止汇率、利率及资本账户开放节奏不匹配。

2.2 韩国金融开放:开放政策酝酿不当导致金融危机

■ 第一轮(1980s-1997):不当的开放引爆金融危机。

20世纪60年代,韩国提出“贸易立国,出口第一”,凭借国内丰富的劳动力资源以及开放的西方市场,经济迅速发展,这一阶段国家高度控制金融体系并广泛干预信贷资源配置,“发展经济学”为先。但进入80年代后,随着经济增长减速和动力转换,原有发展模式弊端凸显,资源配置效率低下,内外部失衡和腐败问题逆差。外部压力,维持了对不公平的贸易壁垒和币值低估,要求韩国升值,实施贸易自由化和开放国内市场。同时,随着中国对外开放融入全球化,中国丰富廉价的劳动力优势吸引了大量国际FDI,迅速抢占了韩国劳动密集型产品的出口市场。在产业升级和加大的压力下,韩国开始了金融业的改革与开放。

金融服务业:快速放松、监管滞后带来的是金融风险累积。金融机构方面,韩国政府希望通过引入外国金融机构,推动国内金融机构改革及发展。80年代起韩国向外国银行提供多种优惠政策,豁免外国银行接受国内金融管制,外资银行获得丰厚利润。然而国内金融体制僵化,金融监管滞后,改革流于形式,商业银行私有化等措施并没有根本性改变政府对金融行业的干预,外国银行的竞争压力加大国内银行监管套利动机。此外由财阀渗入的非银机构大量涌现,然而相应监管配套措施没有跟上,金融服务业快速开放带来的是风险的累积。金融市场方面,80年代起韩国开始构建外国投资者参与本国市场框架,允许设立国际投资信托的方式参与韩国证券市场投资,1992年完成股票市场对外开放,外国投资者可以在上限的约束下投资名单企业。

资本账户方面:一是资本账户不对称开放引起期限错配,短期外债快速增加,风险暴露。80年代伴随提高金融市场开放,韩国资本账户开放程度不断提高。80年代末90年代初,美国和七国集团等向韩国金融开放进一步施压,为了加入OECD和加快韩国融入全球化的需要,韩国放松了对资本流入特别是国外短期信贷的限制,而依然保留中长期外债限制,处在监管真空中的财团非银金融机构也可获得短期海外借款。1994-1996年,国内商业银行在海外开设了28家分支机构,海外借款大量流入国内,导致90年代短期外债迅速增长,从1993年到危机爆发前1997年9月,韩国外债从440亿美元增加到1300亿美元以上,短期外债占比40%以上,数额超过外汇储备1.5倍。

二是汇率、利率制度改革滞后于短期资本项目自由化。1980年,韩国引入钉住一篮子货币汇率制度,韩元开始在政府管理下浮动。美国为实现对韩元升值的诉求、减少贸易顺差的目的,1988年将韩国定义为汇率操纵国,韩元币值重估,1988到1989年升值了17%。1990年起实行市场平均汇率制度,汇率开始由银行间外汇供求决定,每天波动限制在一定范围,但由于韩国银行频繁入市干预,汇率仍不完全由市场决定。利率自由化进程一再推迟,1984、1986、1988年韩国都曾推出过相关措施,但均没有取得实质性进展,直到1991年四阶段利率市场化改革方案才推出,但执行依旧被推迟,直到1996-1997年才完成。

总的来说,80-90年代,韩国在内外双重压力下推动下的开放出现两方面问题,一是资本项目开放不对称,短期资本项目限制放开,投机资本流入,导致短期外债迅速增长,风险暴露,二是金融机构及金融市场领域没有形成相应的配套监管措施,滋生监管套利空间,金融风险累积,过剩产能难以出清。1989年前后是韩国经济高速增长期(Barry, Dwight等, 2012),经济减速导致重化工业产能过剩状况进一步加重,企业效益恶化与高负债引起金融机构坏账累积,在政府隐性担保的情况下,过剩产能难以退出。在加大金融开放和非银机构扩张的背景下,总体宽松的货币政策使杠杆的恶性循环,加重经济结构扭曲。

■ 第二轮,危机后协调金融体系全方位改革开放。

进入90年代中期,美国经济开始强劲复苏,美元步入新一轮强势周期,采取固定汇率制度的东南亚国家货币被迫升值,出口大幅减弱,中国在美国贸易和资本压力下大幅贬值,中国在吸引外资和增加出口方面具有强大竞争力。1997年泰铢、比索、印尼盾、韩元等先后成为国际投机资本攻击对象,资本大幅流出。在内部经济结构扭曲叠加外部东南亚危机沉重打击下,金融开放引入的短期资本的逃离成为韩国外汇危机的重要原因,引发了金融危机,最终升级为全面经济危机。

1997年12月,外汇危机的出现导致韩元大幅贬值,在外汇储备不足的情况下,央行已无力通过干预外汇市场维护汇率波动区间,只能被迫废除汇率每日波幅限制,自此韩国走向自由浮动的汇率制度,至此汇率及利率市场化均完成。

为克服外汇危机,韩国接受了IMF 580亿的援助,并在其要求下推动进一步的改革开放。

资本账户方面:主要是大幅放开直接投资限制,主要包括放开外商行业投资限制、外资保护、提供国民待遇和允许外国投资者收购兼并国内企业。到2000年底,除个别涉及国家安全和保护国家文化等项目外,韩国所有资本项目交易已放开。

金融服务业方面:一是继续积极对外国投资者开放金融市场,1997年12月开始允许外国投资者购买政府和公共债券,完全放开债券市场;1998年2月,放开外商投资期货市场限制,5月完全放开外国机构和个人的投资者持有除公共法人的所有上市公司的股份限制。资本市场的快速发展使企业过分依赖银行贷款的情况有所改善,促进金融市场健康发展。

二是对金融机构进行根本性改革,首先,迅速整顿不良金融机构,包括清理不良债权,调整银行、非银金融机构的结构,果断关闭无法恢复正常经营的金融机构,对于可恢复正常经营的机构,要求其迅速采取自救措施。其次,改革金融机构的经营机制,提高金融服务效率。要求金融机构努力实现以盈利为目的,同时提高其贷款审查能力,改革财会制度和公告制度,提升经营透明度。最后,建立独立统一的监管体系,将此前分散执行监督职能的财政经济部、银行监管部、证券期货保险监督管理委员会与非银行监管局于1998年4月整合成金融监管委员会和金融监管院,实现有效监管,提高了金融系统安全性。

韩国危机后的开放路径是继续推进金融服务业开放,在汇率、利率改革到位的前提下,大幅放开资本账户,开放措施与金融部门改革的一部分,与其他改革措施一起帮助修复了金融系统政策融资功能,也为其他部门改革提供了宏观稳定的环境。

■ 韩国金融开放的问题:国内结构性改革、金融监管、利率及汇率自由化滞后于短期资本项目开放。

韩国金融开放自由化先于结构性改革是金融危机爆发的根本原因,短期外债快速增加是危机爆发的导火线。在经济结构性问题尚未解决、金融体系不成熟、利率及汇率自由化进程缓慢的情况下贸然放开短期资本流动,同时缺乏统一监管措施,无法穿透资本实质流向,国际资本的快速涌入使得国内对外部资本的依赖大幅上升,因而资本整体的快速撤离对韩国经济造成巨大打击。危机后的开放虽是在国内经济结构尚未改革到位的情况下开始的,但由于协调了金融结构性改革、监管与开放的进度,韩国顺利走出危机。

(下转 A3版)

2018年4月10日上午,习总书记应邀出席博鳌亚洲论坛2018年年会开幕式并发表题为《开放共创繁荣 创新引领未来》的重要主旨演讲,向世界宣布“中国开放的大门不会关闭,只会越开越大”,为新时代中国改革开放确定整体基调。随后,易纲行长进一步宣布扩大金融业对外开放的具体措施和时间表。4月以来,我国金融业对外开放各项措施加快落地,包括放宽银行、证券、保险股权限制比例,发布《外商投资负面清单(2018版)》等。扩大金融业对外开放,既是多年来我国经济持续健康发展的重要经验,也是未来始终坚持的基本原则。

在我国40年改革开放进程中,金融开放取得了巨大的成就,但仍存在不少的问题。我国当前正处在新一轮开放的起点上,面临着各种挑战与机遇。本文旨在从国际案例和历史回顾中吸取经验和教训,站在新一轮开放的起点上展望未来。

一、金融开放的内涵

1.1 金融开放的定义

国际学者常用“金融自由化”(Financial Liberalization)来囊括“金融开放”(Financial Openness)的范畴。最早出现于McKinnon和Shaw的金融深化与抑制理论,该理论主张取消政府对金融的管制,过渡到由市场力量起主导作用的“金融自由化”阶段,实现对内外两部分,对内指消除国内金融抑制,促进国内金融自由化,对外指放松跨境资本流动的金融管制。

总的来说,金融对外开放可以概括为两大类,一是资本与金融账户相关,从实际操作来看,也就是放开跨境资本、投资项目和人民币国际化;二是金融服务业相关,即对境内外金融机构从事银行、证券、保险等金融服务的放开,及境内外居民或机构参与金融市场交易的放松,包括金融机构对外开放、金融市场对外开放。

从国际收支平衡表来看,资本与金融账户开放主要反映在其对应项目下,而金融服务业的开放除了反映在“金融账户”中,也体现在经常账户中的“金融服务”和“保险服务”。

1.2 金融开放与“三元悖论”

“三元悖论”是国际金融学中研究开放经济的政策分析框架,最早由蒙代尔提出,即货币政策的独立性、汇率稳定和资本自由流动三者不可兼得。近年来多数教科书、学者、国际组织等将“三元悖论”的含义延伸,提出“如果一个国家想要货币政策自主权,那就需要实行资本账户管制,或者推行浮动汇率制度”。

然而实证结果显示,只要金融开放,本国货币政策总会受制于其他国家货币政策。H. Rey在2013年首次提出“二元悖论”,她认为发展中国家资本管制程度才是影响跨境资本流动和本国经济运行与国外风险因素隔绝情况的重要因素,与采取何种汇率制度无关。魏尚进和韩雪辉(Journal of International Economics, 2018)实证结果显示,当考虑本国基本面因素后,对于金融高度开放的发展中国家而言,汇率制度是否浮动对货币政策传递没有影响,只要金融开放,本国货币政策总会受制于美国货币政策。因此只有当资本跨境流动有较多限制时,央行政策才能只看本国基本。

1.3 金融开放是否一定会促进经济增长?

从已有的文献来看,金融开放与实际经济增长关系仍具有模糊性和争议性。部分观点认为,金融开放对要素积累、技术进步等都具有积极作用,从而能推动经济进一步增长和经济福利的提高。具体来看,开放是通过以下四个方面产生积极作用的:

1、提升投资数量和资金使用效率。资本的流动使资本缺乏的发展中国家得到发展资本,同时资本富裕的发达国家获得更高的投资回报率;其次,资金的流入降低了国内利率和风险收益率,从而降低了资本成本。(Stulz, 1999; Bekaert, 2001等)

2、风险分散。跨国的资产组合可分散风险,降低资本成本,从而吸引更多投资。(Obstfeld, 1994; Bekaert, Harvey and Lundblad, 2006等)

3、改善金融技术。开放引入竞争,同时也推动了国内金融中介的发展。金融机构通过获得前沿金融技术、改善公司治理等,提高了经营效率和资金使用水平。(Green Wood and Jovanovic, 1990; Claessens, 2001等)

4、制度改革和配合效应。开放降低了发展中国家微观机制的扭曲,为与扭曲化解相匹配,政府加大改革力度,如金融深化,提高国内金融机构效率。(La Porta, 1998; Bekaert, 2001等)

但是,也有部分观点认为,金融开放会带来一定成本,造成经济波动,主要原因是:

1、加大消费和生产扭曲。如果国内金融体系不完善,将会导致流入的资本配置失当,加重原有的结构扭曲。(Brecher, 1977; 魏尚进, 2018等)