

# 加入世界贸易组织后 人民币资本项目自由兑换的策略选择

周茂荣 贺春临

**摘要:** 我国加入世界贸易组织客观上加快了人民币资本项目自由兑换的进程。本文在比较和总结发展中国家和地区资本项目开放的不同模式与共同经验的基础上,分析了我国开放人民币资本项目的条件差距,并提出了我国人民币资本项目自由化的策略选择,同时对人民币资本项目自由兑换的目标进行了展望。

**关键词:** 资本项目 自由兑换 自由化 策略选择

## 一、问题的提出

2001年12月11日,我国经过了长达14年的艰苦努力,成为世界贸易组织的正式成员。入世不仅是我国进一步扩大对外开放、融入世界经济主流的一个积极步骤,而且在客观上加快了人民币自由兑换的进程。一方面,入世本身要求我国扩大外商投资领域,尤其是增加银行、保险、证券等服务行业的市场准入机会,这将进一步推动人民币资本项目的对外开放。另一方面,世贸组织各项义务的核心就是减少政府对经济活动的行政干预。而且其成员国可以利用争端解决机制将其他成员可能扭曲贸易和投资自由化的汇兑管制措施提交仲裁,甚至可以采取集体报复,这对各国政府履行国际规则具有很强的外部约束力。同时,从入世后我国国际收支的发展趋势看,由于我国产品国际竞争力较弱,而进口需求弹性较大,在市场准入进一步扩大之后,经常项目顺差可能减少,国际收支平衡对资本项目的依赖加大,也要求我国放松对资本流入的控制。

## 二、发展中国家和地区资本项目自由兑换的不同模式与共同经验

由于潜在的外部效应和信息的不对称性,货币自由兑换的开始阶段可能出现大量的资金流入,其规模经常会超过资金流入国家的吸收能力,一旦这些资金由于某种原因逆向流出,就会对该国的经济产生破坏性作用,这种作用又将加剧国内金融自由化的各种不利影响。因此,像我国这样的发展中国家和地区在资本项目自由化过程中正确把握开放的时间和顺序具有极其重要的战略意义。

### (一) 发展中国家和地区资本项目自由兑换的模式比较

从世界各发展中国家和地区的实践可以总结出资本项目自由兑换的两种模式。第一种为渐进式,即采取谨慎的态度,分阶段实现资本项目的开放。在20世纪70-80年代,除“南锥体”少数国家外,绝大多数发展中国家的资本账户开放进程是比较缓慢的。“渐进式”的拥趸者认为实现经济自由

化过程的顺序是十分重要的。如麦金农和肖(Ronald I. McKinnon & Edward Shaw, 1973)提出:先控制财政赤字;再开放国内资本市场;而后实现国际收支经常项目的汇兑自由化和外贸改革;最后实现国际资本项目的自由化。同样,放开资本项目时也应按一定的顺序进行:一般是先放开长期资本限制;再放开证券投资的限制;最后放开短期投资的限制。肖还指出,货币改革和贸易自由化应在开放资本项目之前进行。而且,不仅有必要提高国内利率水平(使其达到实际正利率),而且还有必要对国内金融市场进行改革。

第二种为激进式。即一国随着国内经济改革的全面铺开,就立即宣告货币自由兑换。持这种观点的人认为这样可以尽早给予改革中的宏观经济和微观企业以国际竞争的压力和动力,促进其适应新的环境,加速改革的进程。同时,也可以争取到更多外资。这种方式对货币自由兑换的先决条件的要求很小,从而能够显著地强调改革的不可逆转性,提高人们的信心。采用这种方式比较典型的例子是泰国。泰国1992年允许国内投资者直接通过银行获得低息的外国资金,1994年就进一步放松资本项目管理,实现资本项目自由化。但1996年以来泰国经济不稳定,泰铢贬值压力增大,加之资本项目自由化客观上便利了投机者对泰铢的冲击,以致泰国货币贬值成为1997年东南亚金融危机的导火索。

### (二) 发展中国家和地区资本项目自由兑换的共同经验

发展中国家和地区资本项目自由化的进程虽然具有不同的模式,但成败的关键基本上都取决于其是否能打破“资本项目自由兑换—资本大量流入—实际汇率升值(高利率、高通胀)—经常项目持续逆差(经济过热、资本进一步流入)—危机”的恶性传导机制。而要打破这种机制,就应该在满足以下主要条件的情况下逐步实现资本项目的自由兑换:

1. 经常项目实现自由兑换。世界上大部分国家都是在实现了经常项目自由兑换之后才逐步实现资本项目的自由兑换的。实现前者的基本条件包括:(1)适当的汇率;(2)充足的国际清偿能力;(3)合理的宏观经济政策;(4)经济主体有动力和能力对市场价格作出反应。

2. 汇率浮动。根据蒙代尔—弗莱明模型 (Mundell, R. A., 1963; Fleming J. M., 1971) 引申出来的“三元悖论 (Trilemma)”, 一国的货币政策独立性、汇率稳定和资本自由流动三者不能同时实现, 只能择其二作为政策目标。具体模型如图 1 所示:

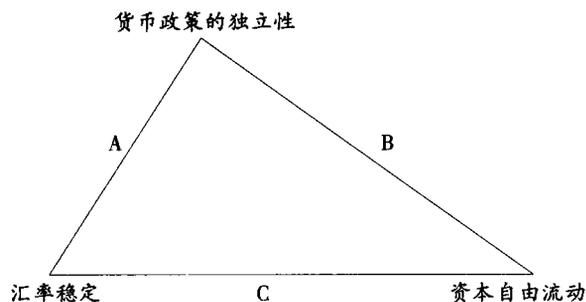


图 1 金融发展模式的永恒三角形

克鲁格曼 (Krugman, 1999) 也认为, 自布雷顿森林体系崩溃以来, 世界各国的金融发展模式都可以用这个三角形来概括。A 边表示选择货币政策的独立性和汇率稳定, 我国就是典型代表; B 边表示选择货币政策的独立性和资本自由流动, 美国和亚洲一些新兴经济体都是这种模式; C 边表示选择汇率稳定和资本自由流动, 实行货币局制度的中国香港、南美洲的部分国家和欧元区采用此种模式。

国际货币基金组织有关研究也表明, 绝大多数国家在实行资本项目自由化时都是采用浮动或管理浮动汇率制度, 即放弃汇率稳定换来资本自由流动和货币政策的独立性 (阿根廷是唯一实行钉住汇率的国家, 但它在实现资本项目自由化时对其货币进行了大幅度贬值)。

以上理论和实证分析都表明, 由于实现货币自由兑换的过程存在较大的不确定性, 对均衡汇率的要求经常变化, 固定汇率要在长期内维持均衡水平很困难。因此, 有管理的浮动汇率是我国平稳实现资本项目自由化的一个必要条件。而且在初期由于仍存在一定的金融管制, 可参考以下模型制定汇率标准:

$$R_d = R_f + E_e + P \quad E_e = R_d - R_f - P$$

这是蒙代尔—弗莱明模型中使用的代替无抛补利率平价的一个表达式。其中,  $E_e$  表示静态的汇率预期;  $P$  表示流入国内的套利资本所要求的风险溢价;  $R_d$  表示以本币计价的资产的平均收益率 (年率);  $R_f$  表示以外币计价的资产的平均收益率。由此可以得出, 在利率平价有效的条件下, 本币预期贬值率 (即  $E_e$ ) 越高, 本币利率与国外利率的正向差额 (即  $R_d - R_f$ ) 就越大, 越能引发短期套利资本的流动。反之亦然。同时, 在实行金融管制的国家, 政策风险是短期套利资本面临的主要风险, 唯有在资本输入国资产所提供的风险溢价  $P$  足以弥补套利资本流入可能承担的交易成本时, 套利资本的流动才可能发生。因此, 制定合理的汇率不仅取决于本外币利差, 还取决于本国的政策风险。

3. 利率市场化。有效的短期资本控制措施是发展中国家和地区资本项目自由兑换成败的又一关键, 而利率工具是调节短期资本流动的有力手段。对 20 个发展中国家和地区在墨西哥金融危机后的表现的研究表明: 一国金融的脆弱性和货币的稳定性与短期资本流入的数量, 而非所有外资的数

量密切相关 (Sachs, 1996)。如果没有实现利率市场化, 经过经常项目和资本项目流入的外资往往会直接形成过多的外汇、本币资金投入, 在国内引起“输入型”通货膨胀; 相反, 经过经常项目和资本项目流出的外汇资金过多的话, 本币对外币汇率会大幅度贬值, 造成汇率不稳定, 加重通货膨胀的压力, 影响国内经济稳定。因此, 利率市场化应列为实行资本项目自由兑换的先决条件之一。

4. 完善的金融市场和审慎的金融监管体制。资本项目自由化必将带来国际游资对国内金融市场 (特别是证券市场 and 外汇市场) 的冲击, 一个完善且稳定的资本市场才具备一定的应对突发性的资本流入或流出的承受能力。而建立健全金融监管, 应当成为发展中国家资本帐户开放不可或缺的一个前提条件。

资本管制解除之后, 随着外国资本的大规模流入, 银行体系的信贷资金将相应地迅速膨胀。如果没有有效的银行监管, 那么结果将是灾难性的。因为在这种情况下, 银行很可能会放松风险约束, 大举涉足高风险、高回报的部门或行业, 不可避免地把经济推向泡沫化, 并以巨额不良贷款的生成而告终。因此, 为了防止银行系统的风险加大, 在决定开放资本帐户之前, 发展中国家必须健全和强化对银行的各项监管措施。根据 1997 年通过的“巴塞尔银行有效监管核心原则”, 这些措施至少应当包括: 对银行部门的市场准入建立起严格的审批制度; 对银行投向某一部门或行业的贷款比例作出严格限制; 对银行的信贷业务程序和财务状况进行严密的审查和监管; 及时制止各种违规操作等。

在证券市场方面, 当外国证券资本大量流入时, 如何防止市场过度投机, 将成为发展中国家政府面临的艰难课题。加强证券市场监管, 无疑是解决这一难题的主要出路。具体措施包括: 建立健全各种交易法规; 健全上市标准和程序; 实行国际会计准则, 完善信息公开披露制度; 积极培育会计、评估、审计、法律等证券中介机构, 并使其客观公正地提供各种服务; 选择高效运作的交易系统, 并通过监管确保其安全等。同时, 作为证券市场基础设施的一项内容, 建立和完善信息公开和披露制度对于开放环境下证券市场的稳定具有十分重要的意义。

5. 稳定的宏观经济环境及财政政策。稳定的宏观经济可以使自由化过程更为平稳。实际上, 在通货膨胀率较低和预算赤字较小的条件下, 金融自由化可以形成较高的且能够维持的 (表现为正值, 但又是适度的) 实际利率水平。在这种条件下, 信贷风险减小, 加上审慎监管, 可以降低金融部门各类问题的解决成本。因此, 资本项目自由化应在财政政策得到明显好转, 且协调了各项宏观经济政策 (如财政、货币、汇率和工资政策) 后出台。

资本帐户开放的经验表明, 当资本管制措施逐步减少甚至完全解除时, 如果一国存在着高额的财政赤字, 那么短时间内必然出现大规模的资本流入或流出, 从而给汇率和宏观经济稳定造成压力。由于补偿的来源不同, 财政赤字可能产生两种不同的结果。如果是通过发行债券的方式来维持财政赤字, 那么结果就是引起市场实际利率上涨, 并且可能远远高于国际市场的水平。在这种情况下, 一旦资本管制放松

(尤其是资本流入管制的放松),就会引起大规模的短期资本流入,进而引起实际货币升值,并最终造成出口产品国际竞争力的下降和经常帐户的恶化。如果是通过向中央银行借款(或透支)来维持财政赤字,那么结果必然会引起货币供应的增加,并造成通货膨胀和实际利率水平的下降。在这种情况下,放松资本管制就将引起短期资本的大规模流出,进而引起货币贬值。当市场产生强烈的贬值预期时,资本的外逃将会加速发生,并引起货币的进一步贬值,最终导致严重的汇率危机。总之,实行稳健的财政政策,对于避免资本帐户开放过程中发生过度的资本流动,从而防止国际收支和汇率的动荡,是至关重要的。

6. 国内企业具有国际竞争力。一般而言,一国的资本项目开放一方面能够加速该国经济的国际化进程,从而促进国内企业素质及竞争力的提高;另一方面也能使国内企业(尤其是国有企业)在产品生产、销售、进出口贸易等各方面直接面临国际市场的竞争。如果国内企业竞争力不强,资本项目自由化将导致大量国内企业亏损、破产,致使本国失去经济增长的支柱,由此还将直接影响本国银行的不良资产比例,对本国证券市场也会造成冲击。因此,在实现资本项目自由化前应致力于提高国内企业的国际竞争力。

### 三、人民币资本项目自由兑换的策略选择

#### (一)人民币资本项目自由兑换策略的现实依据

从国内经济、金融条件看,与上文所分析的发展中国家和地区的共同经验相比较,目前我国实现人民币资本项目自由兑换尚欠缺以下条件:

1. 人民币汇率水平不合理,尚未实现汇率市场化。1994年,我国外汇体制改革确定了以供求为基础的有管理的浮动汇率制度,但实质上汇率的变化仍以贸易项目的平衡来决定,显然不符合人民币资本项目自由化后汇率决定的要求。因为人民币完全自由兑换后,非贸易项目特别是短期外资的流动不可避免地在很大程度上影响汇率,甚至在某些时期内会成为决定汇率变化的主导因素。目前的人民币汇率虽然稳定,但水平并不完全合理,不能客观地反映外汇市场的供求状况。

2. 人民币利率尚未实现市场化,调节短期资本流动的作用难以发挥。在我国现行的利率管理体制下,利率的形成由国家统一法定,远未达到利率市场化和高度灵敏有效的程度。虽然国家自1995年以来数次降息,但利率水平仍然相对较高,对国际游资的吸引力很大,易造成后者对我国经济的冲击。

3. 人民币完全自由兑换缺乏必要的市场基础。我国的货币市场发展滞后,限制了其自身的整体融资功能和资本市场的进一步发展。表现在:货币市场主体的行为缺乏健全有效的法规制约,不仅危害自身,也助长了资本市场的投机活动;货币市场的利率市场化程度低,使资本市场与货币市场之间的资金流动缺乏灵敏有效的市场传导机制,加之资本市场的法规建设、监管机制相对落后,为货币市场中的一部分违规资金流入资本市场创造了便利条件,进而影响了二者的有序发展。这些问题的存在,表明我国金融市场体系尚未健

全,人民币完全自由兑换的市场基础薄弱。

4. 国内银行体系尚未达到平稳实现人民币完全自由兑换的条件

(1) 商业银行抗风险能力较差。商业银行的状况可用如下三方面指标衡量:资本实力。从表1不难看出,国内各大银行的资本资产率与世界1000家银行差距较大。不仅如此,工、农、中、建四大银行的资本充足率也仅分别为4.35%、3.4%、4.84%、4.81%,远未达到8%的国际标准要求。盈利能力。除交通银行和招商银行外,四大专业银行与世界1000家银行相比都有较大差距,特别是工商银行和农业银行,总资产利润率和资本收益率极低。资产质量。资产质量可用不良贷款比例衡量。目前,被四大国有资产管理公司剥离出去的银行不良贷款数额为1.4万亿元,在经过一番剥离之后,据估计四大银行现有的不良资产仍占其总资产的大约20%,在2万亿元左右。

表1 1998年世界1000家银行与中国国内银行比较

	资本资产率 %	总资产利润率 %	资本收益率 %
1000家银行	4.48	0.617	13.77
工商银行	2.39	0.08	3.2
中国银行	3.47	0.54	16.1
建设银行	2.95	0.6	21.2
农业银行	2.53	0.05	2.0
交通银行	5.20	1.16	23.2
招商银行	4.43	2.41	61.7

资料来源:《世界金融格局变化千家银行座次排定》,载《金融早报》,1998-08-21。

(2) 中国人民银行市场化调节和监管能力尚待加强。资本项目自由化意味着资本流动的更大波动和金融活动的日益复杂,因此,中央银行强有力的市场化调节能力和监管能力是经济金融稳定的重要保障。而我国利率尚未市场化,汇率制度过于僵化,中央银行市场化调节所需的债券市场、货币市场尚需建设,对银行体系、证券市场、外汇市场的监管仍很薄弱,信息披露和公开制度亟待完善。这表明我国中央银行的市场调节能力还远未成熟。

5. 债务规模庞大,偿还债务本息存在压力和隐患。2000年底我国在政府财政之外的国有银行和企业的债务规模约为4~5万亿元,加上中央财政的债务余额1.5万亿元,整个国家财政的债务规模达5~6万亿元,约占国内生产总值(GDP)的60%,已经逼近了国际警戒线标准。因此,在实现人民币完全自由兑换之前,实行财政改革以减少预算赤字,避免用通货膨胀为财政赤字融资,是十分必要的。

6. 国有企业改革尚未完成。国有企业三年扭亏的目标虽然基本实现,但部分行业、企业亏损问题仍未根本解决,人民币完全自由兑换缺乏坚实的微观基础。入世后,由于国有企业将在很长一段时期内无法与国外企业展开有效竞争,必然引起出口创汇的减少,贸易项目甚至出现逆差,在这种条件下要保持充足的外汇储备只能依靠资本项目的长期顺差,而这种情况极易导致泡沫经济。

此外,再从国际经济、金融条件看,在当代国际经济环境和货币体系条件下,金融风险的增加与发展中国家和地区风险防范能力之间存在着严重的不对性,主要体现在:

(1) 金融风险的增大与现行的风险防范机制不对称。经

济、金融的全球化强有力地推动了国际间的资本流动和金融机构的跨国经营,全球金融风险大大增加。而现行国际金融体系基本上仍是 20 世纪四五十年代形成的,与封闭经济条件下的金融运行相适应。因而在当代国际金融体系下,金融监管主体(国家)与监管对象(跨国流动的资本和跨国经营的金融机构)之间存在着严重的不对称性,国家在试图监管无国界的国际金融资本时越来越心有余而力不足。

(2) 金融风险快速蔓延与阻止蔓延的能力不对称。在当今各民族国家经济相互融合程度空前加深的同时,金融风险的蔓延和传递速度也空前地加快。但市场体系本身和各国政府阻止风险传递及危机感染的能力却未能同步提高。这种不对称性大大增加了开放经济下国内金融体系的脆弱性。

同时,全球化条件下金融风险普遍增大,但各国由于经济实力和金融制度、结构的不同,在风险抵御和承受能力上存在显著差异。一般而言,发达国家在适应和抵御金融风险的能力方面较发展中国家为强,往往使得后者成为金融危机的突破口和牺牲品。东南亚金融危机正是这种不对称性的反映。

### (二) 人民币资本项目自由兑换的策略选择

从国际经验看,发展中国家和地区资本项目自由兑换的实践表明,谨慎的、渐进的资本项目自由化措施有利于降低和化解开放过程中的风险,与激进式相比更有利于金融开放中的经济金融稳定。事实上,不仅大多数发展中国家和地区,而且绝大多数发达国家的资本项目自由兑换都是渐进式的,如美国和日本从经常项目开放到资本项目开放前后经历了 26 年。如前所述,资本项目的激进式开放只有在国内经济、金融状况极差的条件下才有可能获得成功,在一般情形下会导致资本流入激增、实际汇率升值、通货膨胀和金融危机。改革开放 20 多年来,我国一直保持了快速、稳定的经济增长,对外资有较强的吸引力,因此,若我国采用激进式的资本项目自由兑换模式,容易重蹈泰国的覆辙。同时,激进式开放往往意味着资本项目一步到位地全面开放,而以我国目前的国内经济、金融状况而言,这种做法无异于饮鸩止渴。

从国内实际看,我国入世只有部分开放资本项目的义务(即开放与服务有关的资本流动),而且即使这种部分开放要求也是渐进的。

综上所述,人民币资本项目自由兑换的现实选择应是:渐进式开放,即通过部分开放引入竞争,对微观企业、金融机构和中央银行的调控能力形成压力和动力,促进进一步开放的条件逐步成熟。具体步骤可采取在国际收支项目上先放宽对资本流入的限制,后放宽对资本流出的限制;先放宽对长期资本流入的限制,后放宽对短期资本流入的限制;先放宽对直接投资的限制,后放宽对间接投资的限制;先放开对银行贷款的管制,后放开对证券投资的限制;先放宽居民从境外筹资的限制,后放宽对非居民到境内筹资的限制。在外汇管理上先放开对金融机构的管制,后放开对居民的管制。

### (三) 人民币资本项目自由兑换的目标展望

虽然实现人民币资本项目的自由兑换是我国外汇体制改革和经济体制改革的最终目标,我国入世又势必在客观上

加快了这一进程,但我国对实现资本项目自由兑换并没有设立具体明确的时间表。主要原因在于建立和维持资本项目的自由兑换要求长期的经济改革和全面的政策调整。总结上文的分析,我们认为,入世后 5 年至 8 年实现人民币资本项目下的基本可兑换是可行的。所谓“基本可兑换”即长期资本项目和与金融服务有关的项目能够自由兑换,而对金融性短期资本流动仍实施一定的管制。

#### 1. 这一目标符合国际货币基金组织相关规定

国际货币基金组织第 8 条款仅规定了成员国实现经常项目下完全可兑换的义务,而未对资本项目自由化作出明确规定。虽然基金协定第 6 条第 3 节为维护经常项目可兑换的完整性和可行性涉及了资本可兑换。该条规定,成员国可对国际资本转移支付采取必要的管制,但除非另有规定,这种管制的实施不得限制经常性交易的支付或延迟资金的转移以及各项承诺的交割。1977 年国际货币基金组织在其有关监督决定的政策中又强调了审查资本运动和资本控制的原则:“基金组织除了要考虑有必要与成员国磋商讨论外,还将审议下列事态进展情况...(IV) 出于国际收支考虑对资本流入流出实行限制或者实质性地修改其原有的措施或刺激机制,(V) 与基本经济和金融条件无关的汇率行为,包括影响竞争力和长期资本转移的因素”。因而在现行国际货币基金组织规则下,即使在可以预见的将来,我国实行资本项目基本可兑换仍符合国际货币基金组织规定。

#### 2. 这一目标符合世界贸易组织相关条款及中国承诺

世界贸易组织的《服务贸易总协定(GATS)》也仅要求资本流动的有限自由化,GATS 条款对金融服务贸易中的“消费者移动”要求资本自由流入流出,而对“商业存在”原则上仅要求资本流入自由化。同时,GATS 中的发展中国家和地区特殊条款的“逐步自由化”规定:“自由化进程取决于各国政策目标及整体和个别服务部门发展水平,对发展中国家和地区的市场准入应根据其发展情况给予适当灵活性”,另外 GATS 中还有“紧急保障措施、国际收支平衡限制以及一些例外条款”。而且中国在加入世界贸易组织中的金融服务开放承诺也是一个渐进的(有的长达 5 年以上)、部分的开放。因而即使完全按有关条款和承诺,中国在加入世界贸易组织后 5 年至 8 年实现资本项下基本可兑换也符合相关要求。

#### 3. 这一目标符合国际、国内的开放实践

首先,从各国开放实践来看,几乎所有实行资本项目自由兑换的发展中国家和地区都对资本跨境流动保留了一定的限制(特别是对短期资本),即使号称完全自由兑换的发达国家,也仍然存在着或明或暗的、间歇的、短暂的资本管制。其次,发展中国家和地区资本项目自由兑换的实践表明:一定的资本管制是现行国际金融体制下成功开放和经济、金融稳定的必要条件。最后,从国内货币兑换经验看,我国在 1996 年底实现经常项目自由兑换之前,曾在 1994 年实现了经常项目下的有条件兑换。有条件兑换不仅没有阻碍我国经常项目开放的步伐,而且还为我国经常项目开放积累了经验、创造了条件,从而大大加快了完全兑换的进程。因此当前国际金融风险急剧增大而国际金融制度又存在严重缺陷,国内金融体系还不健全、银行体系比较脆弱的条件下,谨

慎、渐进地推进资本项目自由兑换进程,在中国加入世界贸易组织后5年至8年实现资本项目的基本可兑换是比较稳健和现实的。

#### 注释:

按国际货币基金组织的定义,资本项目自由兑换是指对国际资本交易不进行跨国界的控制或不征收相应的税金或不实行补贴。具体而言,其包括三方面内容:长期与短期资本交易、金融服务、外汇兑换。长期与短期资本交易主要包括直接投资、有价证券投资、证券发行、无证券债权,金融服务包含资金划拨、结算、信托、咨询等。外汇兑换主要包括有交易背景的本币买卖、套利目的的外汇交易或远期交易等。一般看来,资本项目自由兑换的第一阶段是长期和短期资本交易的自由化,第二阶段是与资本交易有关的金融服务和外汇兑换的自由化,第三阶段是有真实交易背景的金融服务和外汇兑换自由化。

《国际货币基金组织有关决议》,第8卷,1993年6月30日。

消费者移动是指国内消费者在本国之外购买服务,如国内消费者到国外旅行并消费国外金融机构提供的旅行支票、信用卡业务等服务。

商业存在是指外国服务供给者通过收购、兼并本国的金融机构或自己建立分支机构、子公司为本国消费者提供服务。商业存在是金融服务贸易中最主要的形式,占了国际金融服务近70%。

我国在金融开放方面做出了如下承诺:银行业,中国加入世界贸易组织(WTO)后5年内,应取消现在的限制所有权、经营及外国金融机构法律形式的任何审慎性措施,包括关于内部分支机构和营业许可的措施。保险业,将允许外国非寿险公司设立分公司或合资企业,外资占51%,加入WTO两年后,将允许外国非寿险公司设立外资独资子公司。自加入WTO时起,将允许外国寿险公司设立外资占50%的合资企业,并可自行选择合资伙伴。对于大型商业保险经纪等,自加入WTO时起,外国将允许设立外资股比例不超过50%的合资企业;加入WTO3年后,外资公司股比应增至51%,5年后,允许建立独资公司,并取消地域限制。证券业,外国证券机构可以(不通过中方中介)直接从事B股交易;外国证券机构驻华代表处可以成为所有中国证券交易所的特别会员;允许外国机构设立合营公司,从事国内证券投资基金管理业务,外资比例不超过33%,加入WTO后3年内外资比例不超过49%;加入WTO后3年内,允许外国证券公司设立合营公司,外资比例不超过1/3。合营公司可以(不通过中

方中介)从事A股的承销,B股和H股、政府和公司债券的承销和交易,以及发起设立基金。

#### 参考文献:

1. Milton H. Marquis, 1996. *Monetary Theory and Policy*, West Publishing Company.
2. Fleming, J. Marcus, 1971. *Dual Exchange Rates for Current and Capital Transactions: A Theoretical Examination*, In *Essays in International Economics*, Cambridge: Harvard University Press.
3. Mckinnon. R. I., 1993. *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, 2nd Edition, Baltimore, MD: John Hopkins University Press.
4. Mundell, R., 1963. *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, *Canadian Journal of Economics and Political Science* 29.
5. Stiglitz J. E., 1991. *Government, Financial Markets, and Economic Development*. NBER Working Paper No. 3669 April.
6. 陈彪如:《迈向货币自由兑换》,载《国际金融专题研究》,1993(4)。
7. 秦月星:《关于中国从WTO到资本项目进程的思考》,载《世界经济》,2000(3)。
8. 管涛:《中国资本项目管理现状及人民币资本项目自由兑换前景展望》,载《世界经济》,2002(3)。
9. 殷小茵:《资本项目下人民币可兑换前景的探讨》,载《国际金融研究》,1997(3)。
10. 裴长洪:《经常项目下人民币可兑换的国际收支风险及其防范》,载《国际经济评论》,1997(3)、(4)。
11. 戴乾定:《关于货币自由兑换问题》,载《国际金融研究》,1993(2)。
12. 罗平 编译:《货币可兑换和金融部门改革》,北京,中国金融出版社,1996。
13. 施兵超:《经济发展中的货币与金融》,上海,上海财经大学出版社,1997。
14. 姜波克:《人民币自由兑换论》,上海,立信会计出版社,1994。
15. 齐晓安:《中国经济若干问题研究》,长春,吉林大学出版社,2000。

(作者单位:武汉大学经济发展研究中心 武汉 430072)  
(责任编辑:Q)

(上接第97页)利益进行博弈斗争的过程,通过多次博弈使制度不断发展完善。金融控股集团财务监督制度的具体内容应结合金融监管机构的财务监管要求和金融控股公司及其子公司的实际情况确定,涵盖金融控股集团业务经营的全过程。

#### 2. 财务激励制度。

监督是为了防止代理人的逆向选择和道德风险,但现代企业中的委托人与代理人均是理性的经济人,各自目标并不一致,并且普遍存在代理人占有更多信息的不平衡现象,因此委托人仅采取财务监督制度约束代理人是不现实的。财务激励制度通过各种激励关系,提高代理人与委托人的利益相关度,使代理人的行为选择有利于委托人。因此,从全面的财务控制角度来说,财务激励制度与财务监督制度具有互补性,如果说财务监督制度是代理人履行代理责任的压力,则财务激励制度就是代理人按照委托人的委托扮演好代理人角色的动力。具体而言,财务激励制度包括合理的报酬结构,有效的竞争机制,以及完善的自我价值实现的环境。同财务监督制度一样,财务激励制度也应适应金融控股集团中的多个委托代理层次,以行之有效的制度框架,充分激发人

的创造性,达到委托人目标和代理人目标的协调统一。

#### 注释:

- ① 周雄:《集团混业经营分业:我国金融控股集团的现实选择》,载《国有资产管理》,2001(7)。
- ② 夏斌:《金融控股——现实的选择》,载《中国证券报》,2002-08-29,第11版。
- ③ 徐有轲:《从花旗和汇丰集团透视国际金融控股公司治理结构》,载 [www.drcnet.com](http://www.drcnet.com), 2000-05-21。
- ④ 葛兆强:《我国金融控股集团的构建:制度基础与途径选择》,载《金融与保险》,2001(6)。
- ⑤ 纪敏:《金融控股显山露水》,载《中国证券报》,2002-08-29,第11版。
- ⑥ 元丕华:《如何打造金融航母》,载《中国证券报》,2002-08-29,第11版。
- ⑦ 周道许:《现代金融监管体制研究》,29页,北京,中国金融出版社,2000。
- ⑧ ⑨ 叶辅靖:《全能银行比较研究——兼论混业与分业经营》,236、241页,北京,中国金融出版社,2001。
- ⑩ 彭海颖:《略论强化现代企业的财务控制》,载《商业经济与管理》,2002(8)。

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072)  
(责任编辑:M)