

Column

■ 内外

# 适当资本项目管制：最后一道防火墙

——“我看热钱与资本管制”之五

张明  
中国社科院世界经济与政治研究所博士

中国的资本项目今天其实已经相当开放了。而在证券市场尚未健全、投资群体的投资策略和风险意识仍有待加强、人民币汇率尚未完全市场化的前提下,适当的资本项目管制是中国政府防范金融危机的最后一道防火墙。放松资本管制既不能是缓解国内流动性过剩的权宜之计,也不能成为缓解人民币升值压力的政策工具。唯有中国金融体系改革彻底完成之日,方是资本项目完全自由化之时。

去年夏天,备受争议的“港股直通车”曾热闹了一阵。且不论其中的是非曲直,现在回过头来看,“港股直通车”传闻推出之际,恰好是香港股市一轮行情的最高点。如果当时真的放开内地投资者去买港股,不知道现在有多少大陆散户会被港股彻底套牢!

在大量热钱已经涌入中国境内,更多热钱在境外伺机而动的背景下,一旦中国打开资本管制的闸门,毫无疑问,中国的股市和楼市都可能成为热钱的自动提款机。中国的资产价格泡沫可能先被吹大到一个难以置信的水平,然后突然破灭。结果无非是重演11年前东南亚金融危机的悲剧:金融机构坏账累累,国民财富惨遭洗劫,经济社会显著倒退。正如香港金管局总裁任志刚1998年8月在新加坡《联合早报》上所愤怒指出的那样,“无论人们怎样指责印尼那种裙带关系式的资本主义、用人唯亲、贪污腐败、种族主义、宏观经济管理不善、忽视金融发展等,但即使这一切指控都成立,也不致令他们的货币和金融制度崩溃至此,国家陷入这样悲惨的绝境。”

如果我们不谨慎应付,我们的处境也很可能会一样。罪魁祸首是那些少数的对冲基金,它们毫不关心香港,更遑论港人的福祉。它们对香港的兴趣只在于香港是一个自由市场,可以由它们操纵,就如其他人所说,好像提款机一样,随时可以提款。”

必须说明的是,中国的资本项目其实已经相当开放了。早在1996年,人民币就实现了经常项目下的可兑换,与商品和服务贸易、职工报酬、投资收益和经常转移相关的资金在很大程度上已经可以自由兑换并出入中国国境。这也是为什么近期大量热钱通过贸易渠道进入中国,以及以未汇出投资收益形式滞留在中国国内的原因。而资本项目的开放也一直在积极有序地推进,早在2004年5月,外管局副局长在马德里的一次讲话中说,在IMF划分的43个资本项目中,中国有大约50%的项目已基本不受管制或有较少限制,有40%左右的项目受较多管制,而大约10%左右的项目受严格管制。最近3年来,资本项目开放的进程一直在持续。

从国际收支表的结构来看,资本与金融项目包括直接投资、证券投资、信贷与货币存款等。以下我们分项目概览一下当前中国资本项目的开放状况。

府对外商直接投资(FDI)已相当开放了。除发改委与商务部发布的《外商投资产业指导目录(2007年修订)》中禁止外商投资的行业(如稀土开采、航空业等)外,外资均可涉足。除该目录列出的限制外商投资的行业(如证券公司、电解铝等),外资还可以控股甚至独资经营。可以说,除了金融业外,中国政府能够对FDI开放的,基本上也都开放了。而金融业还是历次中美战略经济对话中美方的主攻方向。而针对中国对外直接投资,目前仍需经过商务部或其他相关部门的批准,只有国务院批准的战略性项目才能购汇。这说明在直接投资方面,中国的对内开放程度已经远远超过对外开放程度。

从证券投资来看,中国政府原则上禁止外国居民或机构投资中国资本市场,以及禁止中国居民或机构投资外国资本市场。然而,QFII和QDII制度为证券投资的双向流动各开了一个小口子。从2003年7月起,中国通过QFII(合格境外机构投资者)制度逐渐放开了境外证券投资资金的流入。截至今年4月,已有52家海外机构获准作为QFII进入中国证券市场,总体投资额度为102.95亿美元。而在去年12月,国务院已批准将QFII总体额度从100亿美元扩展至300亿美元。从2006年4月起,商业银行获准开办代客境外理财业务,从而正式启动了QDII(合格境内机构投资者)机制。截至2007年9月底,QDII规模已经超过QFII。但近期受人民币对美元加速升值影响,QDII出现大面积亏损,民生银行旗下的一只QDII基金甚至被迫清盘。

去年8月,外管局宣布,天津滨海新区将首家试点个人直接投资境外证券市场,初期个人可在该地区通过中国银行和中银国际买卖香港证交所公开上市交易的证券品种,该业务被命名为“港股直通车”,且投资规模不受居民年度购汇总额限制。“港股直通车”甫一推出并引发如潮争议,最终由于美国次贷危机爆发加剧了监管当局对于风险的担忧而暂时被叫停。日后“港股直通车”在条件成熟时成行,则中国内地居民的对外证券投资基本被放开,而热钱也多了一条可资利用的退出通道。

从信贷来看,外管局目前对于贸易信贷和外债的管制相对较为宽松。从货币存款来看,外管局对于中国居民的购汇和结汇限制正不断放松。2007年1月,外管局将境内个人年度购汇总额从以前的2万美元大幅提高至5万美元,同时对境内个人和境外个人结汇也实行年度总额管理,这有利于更好地满足居民用汇需求,实现藏富于民的目标。有趣的是,由于近年来人民币对美元汇率呈加速升值态势,藏富于民的目标暂时无法实现。据估计,仅2007年中国居民结汇规模就超过千亿美元。

综上所述,中国的资本项目今天已经相当开放。而在证券市场尚未健全、投资者的投资策略和风险意识仍有待加强、人民币汇率尚未完全市场化的前提下,适当的资本项目管制是中国政府防范金融危机的最后一道防火墙。放松资本管制既不能是缓解国内流动性过剩的权宜之计,也不能成为缓解人民币升值压力的政策工具。唯有中国金融体系改革彻底完成之日,方是资本项目完全自由化之时。



■ 知无不言

# 铁路市场化改革不能再例外了

袁东  
中央财经大学教授

凡属“重大责任事故”,无一不是“重大管理问题”。而“重大管理问题”,无一不是背后制度难以维系的反映。最近发生的十年来最为严重的铁路灾难,正是这一逻辑的现实印证。

尽管过去二十多年的高速公路建设,在相当程度上减轻了铁路运输的压力,但遗憾的是,这并没有被视为改革铁路系统的机会,反而成为拖延改革的借口。铁路运力的滞后已成制约中国经济持续增长和社会发展的一个难以容忍的瓶颈。就拿作为当前中国快速工业化核心投入品之一的煤的运输讲,尽管铁路运输成本不到公路的八分之一,但由于铁路运输的严重饱和,致使大量煤通过公路运输,其中造成的损耗浪费和成本就可想而知了。

这种滞后,在铁路网的扩展与升级,以及融资、运营、管理调度、线路规划、价格确定与调整,掌权人员寻租等诸多方面,均有明显体现。可以说,目前中国铁路的运力,已是现有铁路管理与体制所能达到的极限。任何突破,都不是现有制度和体制内的任何动作所能做到的。所以,针对现有铁路制度和体制,早已不是要不要改革的问题,而是应当如何加大步伐予以“补课”性改革的问题。

在经过了长达30年市场化改革的今天,依然是政企不分并自我封闭的铁路运输制度,即是在公用事业领域,也格外刺眼。融资投资、资产运营、生产调度、行业监管等微观与宏观活动完全集中在一个行政部门之下,因而也就谈不上行业与企业、宏观与微观的区分,至于基于社会公众利益的行业监管就更是自欺欺人了。

当行政手段和市场手段被集中在一起而没有外在约束的区分时,结果总是行政手段假借市场手段无所顾忌地寻租,市场手段假借行政手段取得不断巩固的垄断地位。无论是哪种方式,对于同时拥有这两种手段的主体而言,获取的都是不正当利益。对于其他主体讲,就只能是增加交易成本并降低效率了,或者,应有的运输需求根本得不到满足。但这对于一个正处于加速工业化与城市化的发展中国家来说,实在是个致命障碍。

铁路网的建设、扩展、升级及其运力的持续提升,是工业化的基础条件。尤其是对人口众多、面积广袤的国家,铁路更是至关重要。正是19世纪下半叶开始的大规模铁路建设与运营,才使得美国有条件充分发挥其自身资源丰富、国土广阔、市场庞大以及政治制度先进的优势,工业化与城市化速度得以快速推进,劳动生产率持续提高。离开了铁路的大规模建设,以及这种可靠性强的运载力的空前扩展,美国恐怕还会尾随英国等欧洲国家更长时间。

更为重要的是,美国铁路建设与运输运营史告诉世人的经验更在于一种制度层面上:一种有效支撑快速工业化和经济持续增长的铁路运输业,依赖于相应良好的制度保障。这种制度的核心是,既能够确保应有的竞争和市场效率,又能够满足自由竞争基础上的市场化兼并和自愿联合的需要。对此,钱德勒在1965年出版的《铁路:这个国家的第一产业》中明确总结道:“19世纪70年代铁路业来自各自扩张转化为相互间的竞争这一变化几乎影响了所有商业运作方式。激烈的竞争导致联合与兼并,由此引发了对政府管制的需求。大宗兼并的出现诱发了新的金融问题,投资银行对美国铁路业的影响由此得以增强。新的巨型组织的管理问题渐渐变得复杂。”

正是基于市场化内涵的制度保障,才促使美国铁路投资的主体由早期的英国很快转化为美国本土资本,使之成了铁路网扩张中的主角。也正是自由竞争,确保了本土各类投资主体的极大投入热情,使得铁路融资成为前所未有的规模最大、效率最高的金融典范。现在,任何一位经济学家的本科生都知道,是市场化的铁路建设与扩展,有力地推动了资本市场的发展,铁

路运输业也成为资本市场的最大受益者之一。铁路业的兼并联合,是市场自由竞争而非行政主导的结果,因而也主要是依靠资本市场及其中介——投资银行——这样的市场化手段进行的。即便是针对铁路业的必要政府管制,也是基于市场化联合与兼并的需要,而不是自上而下、先入为主的硬性行政安排。所以,钱德勒才认为,铁路对美国(间接对世界)经济增长的最重要的贡献是在制度领域,例如新的融资方式、劳动关系、管理、竞争和政府法规。”

可见,无论是中国现行铁路系统所显示的重大问题,还是发达国家的铁路发展经验,都昭示了铁路运输主要是个基于市场化机制而运营和扩展的行业。只有充分依靠市场力量,才能获得持续稳定的融资,也才能保持高效有序的应有活力,运力扩张才能够持续。任何政企不分的制度和体制,都只能应一时之急,而无法确保其长期效率。

因此,在铁路运输已严重滞后于中国快速推进的工业化与城市化需要的当今,改革难以维系的铁路制度和体制,不管采取何种措施,首要的目标是打破政企不分的局面,将行政手段与市场手段分离不同主体,而在铁路运营领域普遍引入市场竞争力量。否则,在铁路运输瓶颈以及种种“重大责任事故”面前,无论什么层次的严厉指责,也不管是如何周密的工作部署、严格的纪律要求,抑或声势浩大的宣传,都显得极其苍白和软弱无力,无法使人相信会有助于根本问题的切实解决。

■ 大西洋边

# 减排声中,黑煤却在欧洲再度得宠

张祖谦  
上海欧洲学会副秘书长

一向重视环保,特别是对减少温室气体排放态度非常积极的许多欧洲国家近来却争先恐后地增建燃煤电厂了。谁都知道,燃煤电厂是温室气体排放的“大户”。欧洲为何“明知故犯”?

意大利最大的能源企业埃尼尔公司宣布,将在意大利中部的滨海城市奇维塔韦基亚建设一座大型燃煤电厂。5年后,燃煤电厂所生产的电力在该公司发电总量的比重将增至50%,而意大利全国能源消耗对煤的依赖程度也将从目前的14%提高到33%。除此以外,近年来欧洲各国已决定建设的燃煤电厂大约有50座,它们建成后的使用寿命将长达50年。连拥有丰富北海油气资源的英国也决定在肯特郡建设一座燃煤电厂,这将是英国在完全放弃烧煤发电以后建设的第一座燃煤电厂。

看来,提高煤在能源消耗中的地位,在欧洲既有普遍性,也是一项长期政策。针对民众和环保组织的担心,包括意大利埃尼尔公司在内的有关能源企业都强调,它们新建的燃煤电厂都采取了清洁煤技术。对此,环保人士都不以为然。他们认为,按照目前的科技水平,燃煤电厂可有效减少烟尘颗粒、二氧化硫和一氧化二氮的排放,但是对截留和处理产生温室效应的一氧化碳和二氧化碳仍没有行之有效的办法。目前,发达国家大多将燃煤电厂产生的温室气体收集后灌入地下洞穴。埃尼尔公司采取的就是这种办法。

专家认为,这种办法不仅成本很高,而且有难以预测的风险。首先,必须寻找适合储存温室气体的地质构造,并且要由地质专家去周密检测和必要的施工修补;其次,一旦因检测不周、施工质量问

■ 一叶知秋

# “杭萧钢构案”警示意义有限

高明华  
北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任,教授,博导

对被成为“年内内幕交易第一案”的“杭萧钢构案”已经落幕,罗高峰(浙江杭萧钢构股份有限公司证券办副主任、证券事务代表)犯泄露内幕信息罪,判处有期徒刑一年六个月;陈玉兴(原系浙江杭萧钢构股份有限公司证券办主任,2006年12月辞职)、王向东(与陈玉兴是合作炒股关系)犯内幕交易罪,分别被判处有期徒刑二年六个月和有期徒刑一年六个月,缓刑二年,并各处罚金人民币4037万元。

有专家认为,浙江省两级法院对杭萧钢构三位主要涉案人做出的刑事判决,具有前所未有的破冰意义。对此,笔者想说,“杭萧钢构”案的确有破冰意义,但警示意义有限。比较一下美国对内幕交易的处罚,便可理解这一点。

美国在1984年通过的《内幕交易处罚法》规定,对那些根据内幕信息买卖股票而获利或减少损失者,按照其“违法所得”或“避免损失”处以3倍的罚款,这是所谓的“民事罚款”。4年后,1988年里根总统签署了《内幕交易及证券欺诈制裁法》,又引入“行政处罚”制度,即不考虑内幕交易者是否有“利润所得”,一概罚款。对自然人的处罚金额为10万至100万美元,法人则可被处以高达250万美元的行政处罚。2002年通过的《公众公司会计改革及投资者保护法》(即SOX法案)更进一步规定,任何人通过信息欺诈或价格操纵、内幕交易在证券市场获取利益,最多可监禁25年或处以罚款,对违法的注册会计师可判10年以下监禁或罚款。此法案同时还延长了对证券欺诈的追诉期,起诉时间可以延长至非法行为发现的两年内,或者非法行为实施后的五年内。

反观对“杭萧钢构案”三位涉案人的判决,处罚力度显然小得多。从刑事责任看,三名涉案人的最高刑期只有两年半,只有美国最高刑期的十分之一;从民事责任看,罗高峰没有获得任何处罚,陈玉兴和王向东两人合计罚款只有违法所得的一倍,而且没有考虑“避免损失”的情况,这与美国无论是是否“利润所得”均要罚款,且是违法所得的三倍相比,实在不能同日而语。

我国自1990年重建资本市场以来,对于包括内幕交易在内的各种违规行为,无论是刑事处罚还是民事处罚,力度一直不大,违规成本始终过低,造成大量内幕人铤而走险,诸如亿安科技、科隆系”、ST金泰、ST长运等涉嫌内幕交易的

违规行为接连发生。“杭萧钢构案”的判决,尽管较之以前,使得违规成本有了一定程度的提高,但提高的幅度还很小,仍然难以有效地威慑违规行为。

还想说说执法的严肃性和灵活性。美国证券交易委员会(SEC)是证券市场监管机构,其对于内幕交易等违规行为的锲而不舍和穷追猛打的精神令人肃然起敬。如1995年IBM收购莲花软件期间发生的内部交易案,美国SEC历经4年,传讯近千名证人,深挖到六层之外的内幕交易者,最终22名涉案人全部被SEC以内幕交易罪起诉,除3人被判无罪外,其他人或者妥协和解,或者被判有罪,其中3人因此而破产。这种锲而不舍的精神在SOX法案的理念上进一步得到了诠释,即假设上市公司的诚信是不可靠的,因此必须加强对责任人的处罚。为了强化惩戒作用,美国法律还规定,SEC可以将内幕交易民事罚款的10%奖励给举报者,从而大大提高了内幕交易被追究的可能性。

美国执法尽管非常严肃,却又不失灵活性。SEC追诉的案件90%以上在审判前以和解结案。如果有足够的非法所得可以分配给受害投资者,在和解判决中通常就会规定被告将非法所得支付给法院,或者支付到一个第三方保管的账户,然后按照SEC设计、法院批准的方案分配给受害投资者。

而我国的执法却经常虎头蛇尾,不少责任人逍遥法外,至今得不到应有的惩处,“银广夏”、“科隆系”等案均有此种情况。另一方面,在处罚上又过于刚性,缺少灵活性的和解判决,致使受害投资者得不到应有的救济或赔偿。如亿安科技案,对于涉嫌内幕交易的4家公司,尽管做出了没收违法所得4.9亿元,并处以4.9亿元罚款的判决,但这4家公司早已成为空壳,处罚判决根本无从实现,投资者的赔偿也就变成了不可能兑现的奢望。

想从根本上消除内幕交易,借鉴美国的经验,非得大幅度提高违规成本不可,而且要提高到使违规者不敢越雷池一步的程度。具体包括:一是出台严厉的《内幕交易处罚法》,在民事和刑事处罚上的规定均要足以威慑违规者;二赋予证券市场监管机构足够大的行政处罚权,如有权对内幕人行政处罚,包括禁止入证券市场、责令内幕人缴出非法利润、处以数倍于非法所得的罚款等;三是鼓励举报,对于具体奖励方式,可在《内幕交易处罚法》中予以明确。

第二次能源战略调整:逐步增加了从前苏联的能源进口。在80年代,西欧曾为是否应该从前苏联大量进口天然气与美国里根政府吵得不可开交。美国指责西欧“饮鸩止渴”,西欧辩解称,作为能源供应地,前苏联比动荡的中东可靠。到目前为止,德国和意大利等国所消耗的25%以上的天然气(主要用于发电)来自俄罗斯。

然而,在普京领导的俄罗斯开始有意识地利用能源扩大对外影响和谋求大国地位,特别是2006年年初对乌克兰挥舞“天然气大棒”以后,欧洲国家认识到依赖俄罗斯能源供应的危险性。据瑞典防务研究所统计,从1992年至2006年,俄罗斯出于政治目的而使用能源武器的次数达55次。而爱沙尼亚政府说,仅在2007年一年内,莫斯科就有41次以中断能源供应为要挟,向有关国家提出政治要求。在这种情况下,欧洲国家不得不另谋出路,其中包括把视线转向自己脚下的煤矿。据说,欧洲蕴藏的煤储量足够开采200年。这是欧洲一笔巨大的战略资产。

分析家们由此还在思考一个大问题:欧洲的这一动向是否意味着世界能源市场的游戏规则正在发生重要变化呢?以前,人们普遍认为能源的生产方(或输出方)与能源的需求方(或进口方)之间有一种相互依存的关系,双方应该有必要的相互妥协和协调,以实现双赢。因为,在一定程度上石油和天然气是可替代的产品。如果输出方把石油和天然气的价格提得太高,进口方就可能通过开源节流来减少进口,这对能源输出方也是不利的。正是由于这个原因,最大的能源输出国——沙特阿拉伯为了维持“适当高的”石油价格,一方面在国内维持30%的剩余生产力,以便在必要时平抑国际能源价格,另一方面经常“劝说”有的石油输出国不要因短期的考虑而一味抬高价格。

然而,现在世人们看到的是,一方面国际能源市场的价格失控般地飞涨,另一方面最大的能源进口者之一的欧洲开始认真考虑调整能源战略了。这一变化的意义不可小觑。