



您的位置：首页 - 最新观点

尹中立：实施QDII勿忘经济主权(2004年7月2日)

文章作者：

QDII和QFII一样，是推进中国资本项目开放的政策安排，它们是为了在资本账户不能完全兑换的背景下实现资本项目的开放的措施。从理论上来说，资本项目的开放对于发展中国家而言，可能是为了鼓励外资流入，以利于克服发展中国家的储蓄和外汇的“双缺口”；也可能是通过引进外资，从而引进国外的技术和竞争机制，完善本国的市场功能，提高本国的金融服务效率。中国金融开放的背景是在金融全球化的趋势下展开的，其根本目的不仅是要适应金融全球化的要求，而且是要通过外界的压力来完成中国的金融改革的任务，促进中国的劳动力资源与国外资本及技术的结合。

在QDII实施之前，QFII已经实施，到2004年5月，通过QFII引进的资金达到了17亿美元，占中国股票市场流通市值的1%左右，QFII对改善中国资本市场的投资者结构、引导投资理念等方面起到了一定的作用。笔者认为，QDII对国内资本市场的影响远远超过QFII的影响，它使中国的资本市场由一个封闭的市场变成开放的市场。在一个封闭的市场，我们可以强调“中国国情”而使很多不合理的东西保留下来，例如股价虚高问题、监管制度不完善问题、股权结构问题、操纵市场问题等等。当中国的资本市场变成一个开放的市场，我们将只能强调“国际惯例”，它会推动中国资本市场一系列制度改革。这是QDII带来的好的结果。

但QDII对中国的金融体系的冲击也是我们必须重视的，最现实的风险就是国内股市泡沫的破灭。有人曾经作过形象的比喻：香港的股票市场是太平洋，而中国内地的股票市场像青海湖。青海湖因为地处封闭的环境，因而可以保持很高的海拔。中国股票市场因为资本项目的严格管制，因此可以维持较高的市盈率不破灭。国内与国外的市场的管道打通，中国股市的价格形成机制及价格水平必然会和国际市场接轨。可能有人会找出A股价格偏高的很多理由（如经济增长速度快、股权分置等），但如果将A股与相同公司的H股价格作一个比较，我们可以看出，在2001年以前，A股价格是H股价格的近5倍，经过2001年至2003年H股持续的上涨，和A股的价格的不断下跌，到2004年6月20日，A股价格仍然是H股价格的2倍多。这样大的差距是不能用诸如经济增长速度快、股权分置等因素来解释的，因为同一个公司的H股和A股的股权结构是完全相同的，所在经济体也完全相同。惟一的解释就是A股的价格有泡沫。国内股票市场的相对封闭是股市泡沫存在的必要条件，当该条件消失时，国内A股的泡沫必然破灭。再比如说，未来建设银行在三地同价上市，估计发行价格不会超过10倍市盈率（H股的发行价格很少超过10倍市盈率），二级市场的价格不会超过15倍市盈率，那么根据比价效应，现在的招商银行、民生银行、深圳发展银行、浦东发展银行的股价就应该重新定位。

因此，我们在开放资本项目过程中要牢记“经济主权”这个基本出发点，也就是说资本项目的开放必须有利于增强中国主权经济和主权金融的发展。其原因有两点：一、从WTO的规则看，资本项目的开放并没有列入强制性条款或承诺要求；二、即使是世界发达国家，资本项目的普遍开放也是20世纪80年代后的事情，发展中国家在资本项目开放过程中因无力阻止资本流动给本国经济的冲击曾给我们留下了许多深刻的教训。在这里，我们应该指出两种不正确的认识，一是为了开放而开放，认为凡是开放的东西就是先进的东西，就是好东西；二是为了迎合外国投资者的需要而忽视中国境内的主权利益要求和条件。

当前，有人不是站在经济主权的角度分析QDII和QFII，而只是考虑到短期的政策利益，最典型的观点就是：“实施QDII可以缓解人民币升值的压力”。人民币升值的压力是暂时的，不可能永远都存在升值的压力，但QDII作为一项制度，只能不断完善和深化，不可能在将来的某个时间，人民币没有升值压力了，我们再回到QDII实施之前的状况。

还有一种观点认为：QDII至少会带来三大好处：通过较优的投资组合来提高内地投资者预期投资回报率；巩固香港的金融中心地位以及更有利于内地企业到香港资本市场融资。但惟独没有提到对国内市场的冲击，而这一点恰恰是对“金融主权”的挑战。

文章出处：《国际金融报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所