

跨境资本流动新特征与资本账户开放新讨论

张明 国家金融与发展实验室副主任

时间：2022年2月18日 来源：财经智库

内容提要：中国的持续双顺差格局在 2012 年之后显著改变，此后资本流动的波动性显著上升，且跨境借贷资金的波动性显著高于直接投资与证券投资。2014 年至 2020 年，中国总体上面临持续的资本流出。中国的资本开放过程并非单调与线性的，而是经常出现放松与收紧的循环。考虑到当前国际环境依然复杂严峻、2014 年至 2016 年的历史可能重演、经常账户顺差缩小或逆转将会放大跨境资本流动的负面冲击、防范化解系统性金融风险的需要、资本账户开放与利率汇率改革的先后次序、不宜用人民币国际化来倒逼资本账户开放等因素，未来中国政府仍应审慎开放资本账户。中国政府应适当放松对 ODI 与 QDII 的管制、将发展离岸人民币金融市场与自贸区自贸港建设有机结合、将资本账户管理与宏观审慎监管更好地结合起来、加快利率汇率形成机制改革、对跨境银行借贷保持适当管制以及引入托宾税。

一、引言

自 2020 年初新冠疫情全面爆发之后，为了应对疫情对实体经济与金融市场造成的负面冲击，全球主要发达经济体均实施了史无前例、极其宽松的财政货币政策。由于中国对疫情防控得力，中国经济率先在 2020 年第 1 季度触底，随后逐季反弹。相比之下，主要发达

经济体均在 2020 年第 2 季度触底。随着中国经济逐渐反弹，中国央行开始实施货币政策正常化，短长期利率从 2020 年 5 月起逐渐回升。在主要发达经济体利率仍处于较低水平的背景下，中国利率的回升意味着中外利差显著拉大，并造成短期资本流入压力加大与人民币兑美元汇率升值。此外，中国政府在 2019 年 9 月已经取消了 QFII 与 RQFII 的投资额度限制。因此，从 2020 年第 2 季度起，中国迎来短期证券投资的大规模流入，这在利率债市场表现得尤其明显。如图 1 所示，境外投资者通过债券通持有的国内债券余额由 2019 年底的 2.19 万亿元上升至 2021 年 9 月底的 3.84 万亿元。短期资本流入推动了人民币汇率升值。2020 年 6 月至 2021 年 9 月底，受资金流入推动，人民币兑美元升值超过 9%。

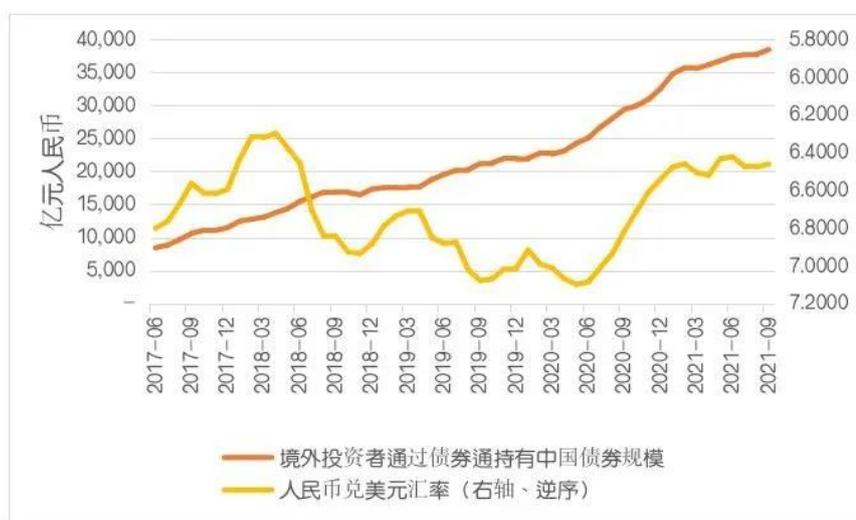


图 1 外资持有中国债券规模与人民币兑美元汇率

注释：境外投资者通过债券通持有中国债券规模等于中央结算公司与上清所各自统计的数据之和。

资料来源：Wind。

微信号: zhangming_iwep

为应对疫情后大规模短期资本流入与人民币汇率快速升值压力，有观点认为，中国政府应通过放松资本流出来进行对冲。盛松成与孙

丹(2020)认为,在当前国内外利差高企背景下推动资本账户双向开放,内外利差决定了资本外流的规模非常有限,同时能够对冲以邻为壑式的大水漫灌,有利于调节与平衡中短期资本流动,减少国内未来的政策成本。此外,在当前加快资本账户双向开放,还有助于促进人民币国际化、推动中国经济进一步融入世界经济体系。张礼卿(2020)指出,在当前加快资本账户开放有助于促进双循环新发展格局的形成、促进金融体系平衡发展、提高人民币国际化程度以及降低中美经济脱钩风险。由于监管与开放之间是一种互动过程,加快资本账户开放也有助于促进监管体系的完善。

后疫情时代中国政府是否应该加快资本账户开放?如果要加快开放,具体放开哪些项目?需要进行哪些重要的配套改革?如何在资本账户开放进程中把握好效率与风险的平衡?本文试图回答上述问题。后续部分结构安排如下:第二部分梳理自全球金融危机爆发以来中国资本流动的趋势性变化;第三部分总结资本账户开放的历程与特点;第四部分分析为何中国政府仍应审慎开放资本账户;第五部分提出相关政策建议。

二、自全球金融危机爆发以来中国跨境资本流动的趋势性变化

1994年初,中国实施了外汇体制改革,将官方汇率与市场汇率并轨,实施以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。1996年12月,中国实现了经常账户的自由兑换。在1994年至2011年这18年间,除1998年出现非储备性质金融账户逆差外,中国有17年面临经常账户与非储备性质金融账户双顺差,外汇储备也从

1993 年底的 212 亿美元上升至 2011 年底的 31812 亿美元。

自 2008 年全球金融危机爆发以来至今，中国国际收支出现的新变化主要包括：一是经常账户虽然继续保持持续顺差，但经常账户顺差占 GDP 比率显著下行，该比率在 2007 年一度接近 10%，但近年来已经多年低于 1-2%；二是非储备性质金融账户由持续顺差格局转变为在顺差与逆差之间不断交替的格局；三是错误与遗漏项呈现出持续净流出，且净流出规模显著放大，这意味着通过地下渠道的资本外流规模不容忽视；四是外汇储备存量在 2014 年 6 月达到接近 4 万亿美元的顶峰后持续回落，迄今为止长期在 3.1-3.3 万亿美元的区间内波动。

如图 2 所示，从 2012 年起，中国非储备性质金融账户频繁在顺差与逆差间波动。在 2012 年至 2020 年这 9 年间，中国有 5 年面临非储备性质金融账户逆差。受 2015 年 811 汇改影响，在 2015 年与 2016 年，非储备性质金融账户逆差均超过 4000 亿美元。此外，在 2009 年至 2020 年间，中国国际收支表的误差与遗漏项连续 12 年出现逆差（净流出）。尤其是在 2015 年至 2020 年这 6 年间，误差与遗漏项逆差年均达到 1836 亿美元，累计超过 1.1 万亿美元。

如果用非储备性质金融账户余额和误差与遗漏项余额之和来刻画整体跨境资本流动，那么在 1997 年至 2000 年间，中国面临持续 4 年的跨境资本流出；在 2001 年至 2011 年间，中国面临持续 11 年的跨境资本流入；从 2014 年至 2020 年间，中国再度面临持续 7 年的跨境资本流出。

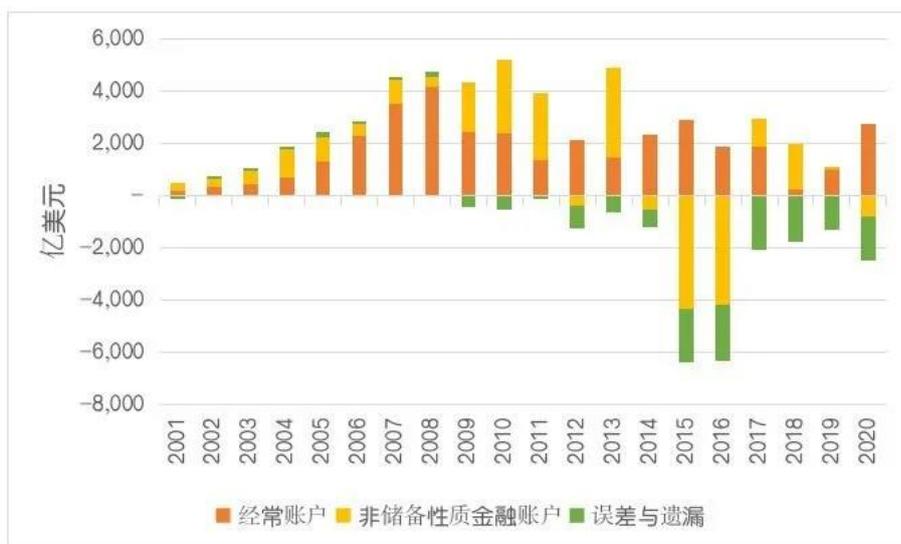


图2 中国的年度国际收支

资料来源：CEIC。

微信号: zhangming_iwep

如图3所示，在非储备性质金融账户中，直接投资是最稳定的流入贡献项。在2001年至2020年这20年间，除2016年外，直接投资在19年内都是净流入。20年间年均顺差991亿美元，累计顺差19813亿美元。证券投资的波动性显著高于直接投资。在上述20年间，证券投资有15年是净流入。20年间年均顺差198亿美元，累计顺差3964亿美元。其他投资既是最不稳定的项目，也是最大的流出贡献项。在上述20年间，其他投资仅有9年是净流入。20年间年均逆差751亿美元，累计逆差15019亿美元。值得注意的是，在2014年至2020年这7年间，除2017年外，中国在其他6年均面临其他投资逆差，7年间年均逆差高达1933亿美元。在2014年至2020年间，中国仅在2016年面临直接投资、证券投资与其他投资的同时净流出，仅在2015年面临证券投资与其他投资的同时净流出，在其他年份，其他投资逆差是导致中国面临整体资本外流的唯一因素。

考虑到其他投资项主要反映跨境借贷，因此至少对中国而言，跨境借贷资金的波动性与影响要显著高于跨境直接投资与证券投资。

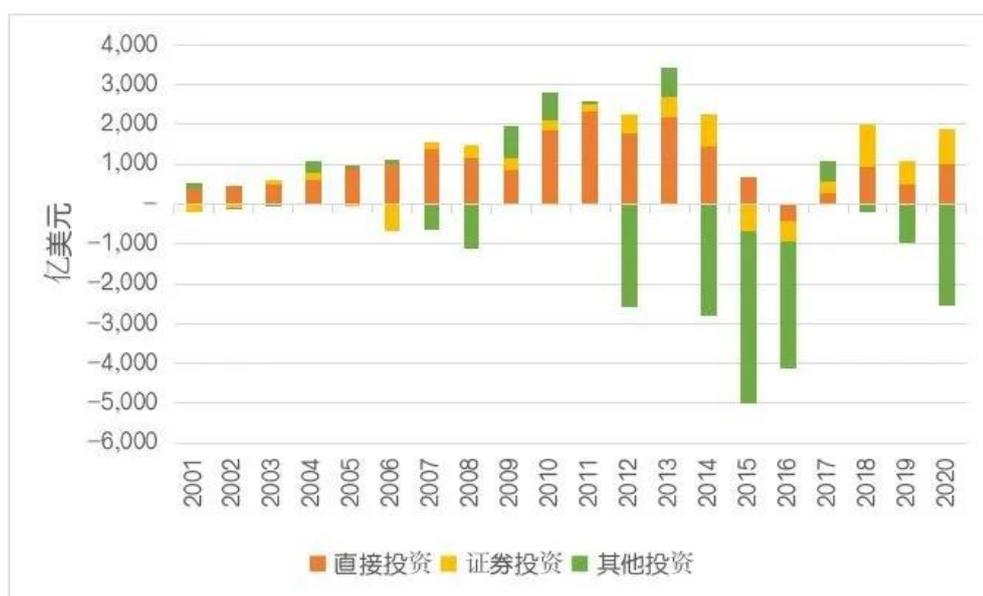


图3 中国的年度非储备性质金融账户

资料来源：CEIC。

微信号: zhangming_iwep

如图4所示，中国的跨境资本流动和新兴市场与发展中经济体相比，存在鲜明的异质性。在美国次贷危机与欧洲主权债危机之间的2009年至2011年，新兴市场与发展中经济体面临持续显著的跨境资本流出，中国却面临持续显著的跨境资本流入。在2013年，受美联储表态退出量化宽松政策（The Taper Tantrum）影响，新兴市场与发展中经济体再度面临大规模跨境资本流出，而中国的跨境资本流出要到2015年811汇改之后才发生。中国在跨境资本流动方面的异质性，一方面与中国是一个大型经济体，跨境资本流动同时受内外部因素影响有关；另一方面则与中国成功的资本账户管制有关。



图 4 中国跨境资本流动的独特性

注释：选用的指标均为非储备性质金融账户余额。

资料来源：CEIC。

微信号: zhangning_iwep

三、中国资本账户开放的现状与特点

自 2008 年全球金融危机爆发至今，国际经济学界关于新兴市场国家是否应该实施资本流动管理的观点发生了重要变化。例如，Erten 等 (2019) 为资本流动管理提供了一个被广为接受的理论基础：国际资本流动既有成本也有收益，但其中一些成本与收益没有被微观主体内部化，从而构成了外部性；国际资本流动的外部性倾向于导致金融不稳定和经济衰退；因此，通过实施反周期的资本流动管理来应对国际资本流动的盛衰周期就具备了自然而然的合理性。又如，Magud 等 (2018) 对四十余项关于资本流动管理的实证研究的元分析 (Meta-analysis) 指出，一方面，没有普适性的对任何国家都有效的资本管制措施，任何特定资本管制措施都是在一定国情下才能生效的；另一方面，价格型资本管制措施与数量型资本管制措施的效力能

否等价，则要取决于短期资本流动的水平。此外，在大多数情况下，在繁荣时期限制私人部门过多举借外债，对避免未来资本外流可能造成的负面影响，都是非常有效的。

在 2008 年全球金融危机爆发之前，IMF 鼓励新兴市场经济体开放资本账户、取消资本流动管理。在全球金融危机之后之后，IMF 认为，资本流动管理应该进入新兴市场国家应对跨境资本异常流动的工具箱。针对资本流动管理的观点转变，也导致了 IMF 关于资本账户自由化的看法的转变。在 2013 年，IMF 关于资本流动自由化的综合方法所确定的资本账户开放次序是：先长期资金后短期资金、先外国直接投资与其他非债务资金后债务资金、先流入后流出(IMF ,2013)。IMF (2016) 指出，一国应抓住适当时机、按照适宜顺序来取消资本流动管理措施。各国通常都是在国内经济条件有利、经济增长良好、通货膨胀率较低背景下推进资本账户开放的。

有趣的是，从 1990 年代启动的中国资本账户开放历程与 IMF 的最新建议大体一致，采取了“先流入后流出、先长期后短期、先直接后间接、先机构后个人”的渐进模式(盛松成、孙丹，2020)。在子项方面，率先开放直接投资，其次开放证券投资，最后开放其他投资。在流入与流出方面，先开放资本流入，后开放资本流出。例如，在 1992 年小平南巡与 1993 年十四届三中全会后，中国就开始大规模引入外商直接投资。直到 2001 年中国加入 WTO 后，中国政府才开始鼓励中国企业“走出去”，到海外进行直接投资。又如，QFII 在 2002 年正式起航，而 QDII 问世则是在 2006 年。笔者认为，IMF 关于资本

账户开放与资本流动管理的新观点，很可能是借鉴了中国资本账户开放的历程以及成功防范应对国际金融危机冲击的经验。

表 1 梳理了当前中国资本账户开放现状。目前中国直接投资开放程度最高，证券投资开放程度次之（证券投资流入的开放程度显著高于流出），货币市场、衍生品市场与跨境借贷方面依然保留着较多管制（对货币市场与衍生品市场的管制更为严格）。目前针对中国资本账户开放程度的评估结果仍存在较多争议。一些研究指出，在 IMF 规定的 53 个资本账户细项中，中国在绝大多数细项上都已经开放。但也有观点指出，中国政府对很多细项的开放并不充分，事实上依然保留着一定程度的管制。在 2017 年初，时任 IMF 驻华首席代表的席睿德（Alfred Schipke）指出，一方面，“IMF 的研究表明，在资本账户的 53 个类别中，中国仍有 43 个类别存在一定程度的管制，因此，可以说资本账户仍然相对封闭。”另一方面，“中国资本账户实际上比以前开放得多，也就是比我们预计的开放得多。”

表 1 当前中国资本账户开放现状

市场类型	主体类型	流入	流出
直接投资	非居民	负面清单管理	允许
	居民	允许	发改委、商务部与外管局审核
货币市场	非居民	不允许	不允许
	居民	需要人民银行和外管局事前批准	不允许，授权主体除外
股票市场	非居民	QFII 与 RQFII（无投资上限），沪港通、深港通与沪伦通，B 股市场买入股票，跨境理财通	QFII、沪港通、深港通与沪伦通申请赎回外汇，B 股市场卖出股票，跨境理财通申请赎回
	居民	QDII、沪港通、深港通与沪伦通申请赎回，跨境理财通申请赎回	QDII，沪港通、深港通与沪伦通，跨境理财通
债券市场	非居民	QFII 与 RQFII（无投资上限）、债券通（北向通）	QFII 申请赎回外汇、发行熊猫债券后将资金汇出
	居民	发行外债需要人民银行和外管局事前批准	债券通（南向通）
衍生品市场	非居民	不允许	不允许
	居民	通过金融机构从事此类交易需要提前通过资格审查，对公开外汇仓位有限制	通过金融机构从事此类交易需要提前通过资格审查，对公开外汇仓位有限制
跨境借贷	非居民	在外债额度内、经过批准可以举借外债	还本付息资金允许
	居民	在外债额度内、经过批准可以举借外债、还本付息资金允许	国内商业银行在一定额度内可进行操作

资料来源：余永定（2016），笔者进行了修订与更新。

微信号: zhangming_iwep

迄今为止中国的资本账户开放进程不是朝着特定目标均速推进的，其开放速度往往是随着宏观经济与国内风险的变化进行调整，开放进程在特定负面冲击下甚至可能回调。例如，在 2013 年至 2015 年上半年，中国资本账户开放进程明显加快。但由于 2015 年 811 汇改后中国开始面临跨境资本大规模流出与人民币汇率显著贬值，央行在 2016 年与 2017 年显著收紧了跨境资本流动管制。对 ODI 的真实

性审核、资金额度管理与行业限制性管理显著增强。从 2016 年下半年起，对跨境短期资本流出的限制从美元资金扩展至所有币种资金。截至 2020 年年底，资本流动管理格局表现出强烈的“宽进严出”特征，这一特征恰好是在 811 汇改后形成的。

中国资本账户开放的灵活性与弹性，既能获得资本自由流动带来的资源配置与效率提升效应，也能降低资本大进大出引发系统性金融危机的风险。事实上，中国的跨境资本流动之所以表现出与其他新兴市场经济体不同的异质性，以及中国金融体系迄今成功经历了东南亚金融危机、美国次贷危机、欧债危机、中美经贸冲突、新冠疫情爆发等重要外生性冲击的考验而没有爆发金融危机，在一定程度上都与适度的资本账户管制有关。

资本账户开放的灵活性与弹性既秉持了中国渐进式改革的总体策略，同时也是充分吸收了其他新兴市场经济体资本账户开放经验教训的结果（张明，2016）。在经典的“三难选择”上，中国政府避免了选择角点解，而是选择了中间解（易纲与汤弦，2001）。换言之，中国政府没有在资本自由流动、固定汇率制与独立货币政策之间三选二，而是保留了一定程度的资本账户管制、实现了一定程度的汇率浮动，并在较大程度上保持了货币政策独立性。这一模式可谓中国特色的资本账户开放道路。

Rey (2015) 指出，由于全球金融周期的显著作用，实际上无论一国采取的是固定汇率制度还是浮动汇率制度，该国都不愿意本币汇率对美元汇率出现过大的波动，这就意味着，事实上一国不是在资本

自由流动、固定汇率制与独立货币政策之间进行“三难选择”，而是只能在资本自由流动与独立货币政策之间进行“两难选择”。不难看出，Rey 的观点进一步论证了进行资本流动管理的重要性，也即除了美国之外的其他国家要真正实施独立的货币政策，就不得不进行一定程度的资本流动管理。上述 IMF 关于资本流动管理作用的观点转变，以及 Rey 关于两难选择的观点，都反映了中国特色的资本账户开放道路，无论从经济学逻辑还是从现实功效方面都具有相当程度的合理性。

四、为什么仍应审慎开放资本账户的六大理由

笔者将从以下六个方面来论证为何中国政府仍应审慎开放资本账户：一是当前中国面临的外部环境依然严峻复杂，且中美处于不同的经济周期与金融周期，可能导致资本外流的放大；二是当前关于加快资本账户开放的讨论与 2013 年的相关讨论非常相似，我们要做好警惕历史重演的准备；三是中国经常账户顺差的缩小与逆转未来将会放大跨境资本流动的负面冲击；四是处于防范化解国内系统性金融风险的需要；五是从改革的次序上来看，资本账户全面开放应晚于人民币利率与汇率的充分市场化；六是不应该以人民币国际化为目标来倒逼资本账户开放。上述六个方面理由的展开逻辑是先从外部风险到内部风险，再到改革次序与政策选择。

（一）未来中国面临的国际环境依然严峻复杂，外部负面冲击的不确定性很强

展望未来，中国面临的国际环境依然严峻复杂，这意味着一旦全

面开放资本账户，短期资本大进大出将是大概率事件。

从政治层面来看，中美博弈必将长期化持续化，甚至面临不定期激化的风险。在特朗普执政时期，中美贸易战爆发并不断深化。拜登政府上台后，尽管对华政策正在发生调整，但遏制中国崛起的战略方向不会发生根本变化。拜登政府将会回归到奥巴马政府的多边主义外交路径，通过团结盟友来向中国施压。从近期的中美安克雷奇会议、新疆棉花事件以及美日印澳首脑峰会来看，中美博弈注定会长期化持续化，存在进一步加剧的风险。未来一段时间内，中国周边的地缘政治冲突存在加剧的风险，例如台海、南海、西藏、新疆、香港等。拜登政府擅长将政治与经济两手牌一起打，同时也试图与其他具有共同诉求的国家联合起来，拿特定问题对中国施压。不排除上述地区地缘政治冲突加剧的风险。

从经济层面来看，未来美国新一轮货币政策正常化可能对全球范围内的新兴市场经济体造成显著不利冲击。新冠疫情爆发后，美国政府采取了极其宽松的财政货币政策用于救市。这原本无可厚非。然而在美国经济已经开始复苏后，拜登政府依然出台了大规模财政刺激计划。市场担心此举可能造成未来美国通货膨胀显著上升，进而带动长期利率上升。美国长期利率上升将给全球资本流动造成新的冲击，很多新兴市场国家将会因此而面临短期资本外流与本币贬值压力。例如，在2021年第一季度，土耳其就因为资本大规模外流、本币显著贬值而不得不连续被动加息。

受新冠疫情冲击不对称性、国内金融监管周期的不一致性、经济

结构的差异等因素的影响，当前中国与美国处于经济周期与金融周期的不同阶段。如图 5 所示，一方面，中国目前面临经济周期与金融周期的双下行压力。2021 年中国经济增速具有前高后低的特点，疫情后经济复苏存在转折下行压力。与此同时，目前中国的金融周期正处在缓慢下行通道。另一方面，以美国为代表的发达国家正处于经济金融周期的双上行阶段。美国等发达国家的经济增速于 2020 年第 2-3 季度触底，2021 年美国前低后高，经济复苏尚未出现明显拐点；金融周期也持续上行。从 2021 年第 2 季度起，中美增长差已经出现反转（也即中国 GDP 季度同比增速低于美国 GDP 季度同比增速），该趋势可能持续多个季度，这是过去很多年来未曾发生过的状况。中国经济与金融周期的双下行趋势与美国经济金融周期的双上行趋势形成显著背离，这是把握当前国际国内周期环境的关键。在未来一段时间内，美国长期利率有望显著上行，中国长期利率有望显著下行，中美利差收窄将会导致中国面临新一轮短期资本外流与人民币贬值压力。尤其需要防范的是，外部不利冲击与国内系统性风险之间形成共振。特别是要防止外部不利冲击导致国内利率显著上升，从而引爆国内系统性金融风险。

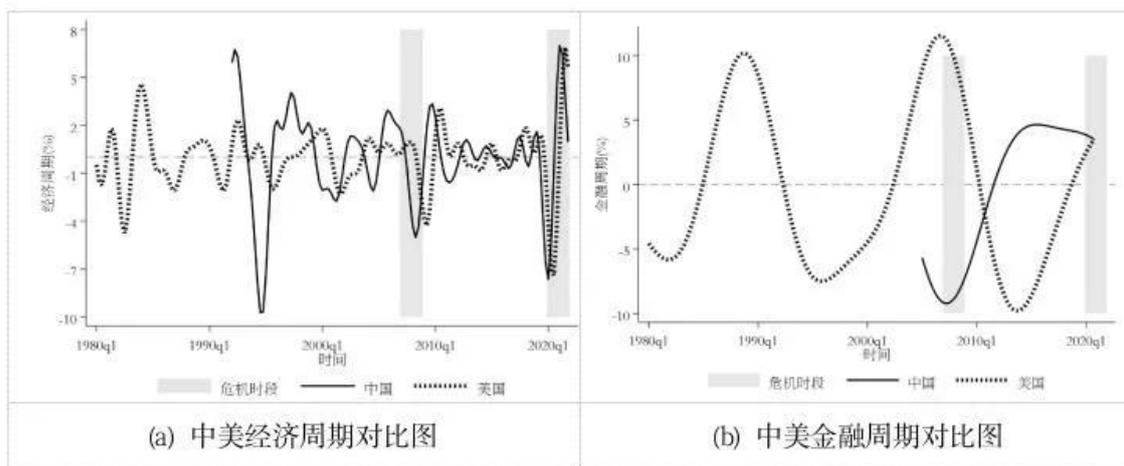


图 5 当前中美经济周期与金融周期的比较

微信号: zhangming_iwep

资料来源：作者的计算。

综上所述，考虑到未来一段时间内，中国面临的外部政治经济环境都存在较大不确定性，中美经济金融周期又处于不同阶段，因此，中国政府应该保留适当的资本流动管理，以防范外部不利冲击加剧短期资本外流与人民币贬值压力，甚至与国内系统性风险发生共振。

（二）以史为鉴，警惕历史重演

在 2013 年左右，中国国内学术界与政策制定界曾经发生过一次是否应该加快资本账户开放的大讨论（陈元与钱颖一，2014；张明，2016）。而在新冠疫情爆发至今，国内再度出现类似讨论。如果仔细比较 2013 年与当前的国内外形势，可以发现存在较多的相似之处。例如美国经济正在从次贷危机（新冠疫情）冲击下复苏，美联储正在考虑如何逐步退出量化宽松与低利率政策等。

在 2013 年的有关讨论中，反对过快开放资本账户一方的主要意见包括：第一，随着美国经济从次贷危机中复苏，美联储将会逐渐实现货币政策正常化。这意味着中美利差将会收窄，人民币兑美元汇率

可能由升值压力转为贬值压力；第二，中国国内系统性金融风险正在集聚并在逐渐显性化，全面开放资本账户可能引发国内主体处于避险目的的大规模资本外流；第三，人民币汇率与利率形成机制尚未充分市场化，不能很好地缓冲短期资本大进大出对宏观经济与金融体系造成的负面冲击。反方的上述担忧在后来得到了现实的印证。最终的事实是，在 2015 年 811 汇改之后，中国央行非但没有加快开放、反而显著收紧了资本账户管制。

在当前的新一轮讨论中，笔者依然反对过快开放资本账户，主要观点包括：第一，随着新冠疫情后美国经济的复苏，美国财政货币政策将会逐渐实现正常化。美联储货币政策正常化可能再度造成中美利差收窄、美元指数上升以及人民币兑美元汇率由升转贬；第二，中国系统性金融风险尽管已经在增量上得到控制，但在存量上尚未根本性出清。一旦资本账户全面开放，资本大规模外流可能成为引爆系统性金融危机的扳机性因素；第三，虽然人民币利率与汇率形成机制改革取得一定进展，但利率与汇率市场化改革均未最终完成。在此之前全面开放资本账户，很可能导致风险加剧；第四，拜登政府上台后，中美摩擦不会结束，而是会以新的方式演进，不排除再度加剧的风险；第五，当前资本账户管制具有鲜明的宽进严出特征，这意味着人民币潜在贬值压力并未完全释放；第六，虽然在市场平静时期内资外流与外资流入在一定程度上可以相互抵消，然而在市场动荡时期，内资外流与外资回撤大概率将会同时发生，这会加大资本外流压力并放大相关负面冲击（张明与李曦晨，2020）。

2021 年 11 月，由于国内通胀率快速上升，美联储不得不宣布缩减量宽的方案。按照该方案，美联储将在 2022 年 6 月底退出量化宽松。2021 年 12 月，美联储宣布加速缩减量宽。按照新方案，美联储将在 2022 年 3 月底退出量化宽松。根据 2021 年 12 月美联储会议的点阵图，与会所有委员都认为美联储将在 2022 年下半年开始加息，且在 2022 年与 2023 年将会分别加息三次。如果上述预测成为现实，这就意味着本轮美联储货币政策收紧的速度将会显著快于 2014-2018 年美联储货币政策收紧的速度，该行为对中国跨境资本流动与人民币汇率水平的冲击也可能强于 2014 年至 2018 年。要防止历史重演，中国政府就必须在保持人民币汇率充分弹性的同时，保留适当的资本流动管制，以防止短期资本外流与人民币贬值压力之间相互交织与强化，甚至形成恶性循环。

(三)经常账户顺差的缩小与逆转将会放大跨境资本流动的负面冲击

如图 6 所示，自 1994 年至 2020 年，中国国际收支的经常账户连续 27 年出现顺差。然而，顺差绝对规模在 2008 年达到 4206 亿美元的历史性峰值，到 2019 年下降至 1029 亿美元。虽然中国经常账户顺差在 2020 年显著反弹至 2740 亿美元，但这一反弹主要是新冠疫情冲击的非对称性显著提振了中国的出口增长，从而仅仅是一种短期扰动、而非长期趋势。中国经常账户顺差占名义 GDP 的比率在 2007 年达到 9.9% 的历史性峰值。但在 2016 年至 2020 年，该比率已经连续五年低于 2%，2018 年与 2019 年更是分别低至 0.2% 与

0.7%。中国经常账户顺差的缩小并非偶然。一方面，由于经常账户顺差反映了一国的储蓄投资缺口，因此，中国经常账户顺差的缩小与人口老龄化趋势加剧必然带来的储蓄规模缩小密切相关，而且这一现象会持续发生。随着人口老龄化的加剧，中国将在未来某个时点之后由经常账户顺差国转为经常账户逆差国。另一方面，中国经常账户顺差的缩小也与人民币实际有效汇率的长期持续升值有关。例如，从2007年底到2021年9月底，BIS计算的人民币实际有效汇率指数由90.28上升至127.87，升值了41.6%。人民币实际有效汇率的长期持续升值可以用巴拉萨—萨缪尔森定理来解释，也即长期高速增长经济体的各种要素价格将会趋向于持续上升。



图6 中国经常账户余额的变动：绝对规模与相对规模

资料来源：CEIC。

微信号: zhangming_iwep

国际经验显示，一国经常账户顺差的缩小甚至逆转将会对该国经济增长与金融稳定产生一系列不利影响：第一，经常账户顺差的缩小

与逆转将会导致一国实际有效汇率面临贬值压力，且一国制造业规模越大，经常账户顺差缩小与逆转对实际有效汇率的负面冲击越大（张明、刘瑶，2021a）。而当一国通胀率本身处于较低水平从而很难继续下行之时，该国名义有效汇率也将面临较大的贬值压力；第二，经常账户顺差的缩小与逆转将会显著增大一国国内风险资产价格的波动性，且经常账户余额由顺差转为逆差对国内风险资产价格的负面冲击更加强烈（张明、刘瑶，2021b）；第三，经常账户顺差的缩小与逆转将会压缩一国货币政策调整的空间，而资本管制可以成为缓解经常账户负面冲击（通过金融渠道与贸易渠道）的防火墙（张明、刘瑶，2021c）。

当一国存在持续的经常账户顺差时，跨境资本外流对该国货币汇率与金融稳定性的冲击较小。然而，当一国的经常账户顺差显著缩小甚至转为逆差后，跨境资本外流对该国货币汇率、资产价格波动性、国内货币政策操作等方面的负面冲击将会显著增强（Zhang 和 Tan，2015）。由于中国当前正面临经常账户顺差趋势性下降的格局，中国政府应该更加重视与关注跨境资本外流可能造成的负面影响。这就意味着，未来的资本账户开放仍应秉持审慎渐进的原则。

（四）要防范化解系统性金融危机，需要保持适当的资本流动管制

笔者曾经提出一个从私人部门、公共部门与对外部门三部门视角出发的中国系统性金融风险框架（张明，2020）。在该框架中，危机传递与放大的核心机制是金融风险在各部门之间的轮动。当前中

国最大的风险隐患在于地方政府债务与居民债务。一方面，截至 2020 年底，在估算了相关隐性负债之后，天津、贵州、云南、内蒙古、湖南、福建六省的全口径债务率超过 120%，其中天津与贵州更是分别高达 220%与 168%（张明、孔大鹏，2021）。另一方面，中国的居民部门杠杆率已经由 2008 年底的 17.9%上升至 2021 年 6 月底的 62.0%。

在情景分析中，引爆中国系统性金融危机的驱动因素既可能来自外部（例如国际利率显著上升），也可能来自内部（例如经济增速与 PPI 增速的过快下降）。危机的发展与放大可能经历以下六个步骤：其一，国内利率显著上升或者国内经济增速显著下降导致企业、居民与地方政府还本付息能力下降，出现大规模违约；其二，随着借款主体违约加剧，各类贷款主体拒绝为前者提供新增融资，导致更大规模违约的出现；其三，随着企业、居民与地方政府违约加剧，商业银行体系出现大量坏账，银行危机迫在眉睫；其四，为避免银行危机爆发，中央政府不得不介入救援，导致中央政府被动加杠杆；其五，中央政府杠杆率上升使得市场主体关于通胀或（和）增税的预期加强，从而引发更大规模的资本外流；其六，为避免持续资本外流，央行不得不提高国内利率，而国内利率上升将会造成企业、居民与地方政府进一步违约，从而形成恶性循环。

为避免金融风险在部门间的轮动与放大，相关政策建议包括：第一，尽量避免发生引爆系统性金融危机的扳机性因素，例如避免国外利率上升引发国内利率被动上升，这意味着要加大人民币汇率弹性以

及保留适当的资本账户管制；第二，要坚持房住不炒的原则，避免房地产泡沫过度膨胀引发居民杠杆率进一步上升；第三，商业银行要为未来的不良资产浪潮做好准备，并采取多种方式处置不良资产，避免中央政府以全额买单的方式过快地加杠杆；第四，中央政府在处置地方政府债务时应该更加积极主动，采用透明化与新老划断的方式，在早期积极介入、部分买单，以避免最终被动介入、全额买单的结局；第五，为避免加税与通胀预期引发私人部门大规模资本外流，中国政府一方面应该稳定私人部门关于税率与通胀的预期，另一方面应该保持适当的资本账户管制。

在上述防范化解系统性金融风险的政策建议中，资本账户管制至少在两个方面发挥重要作用，一是避免外部环境变化显著影响国内货币政策（也即保持国内货币政策独立性），二是避免国内资本外流与人民币贬值预期之间的相互强化。对于资本账户管制的重要性，不妨换种方式来理解：在处置系统性金融风险的过程中，只要资本账户保持适当管制，“肉烂在锅里”，中国政府就可以比较从容地在各部门之间调配资源来解决问题（张明等 a，2021）。但如果资本账户门户大开，短期资本自由出入，化解系统性金融风险的努力就可能因为资本持续外流而功亏一篑。

（五）从改革的次序上来看，资本账户全面开放应晚于人民币利率与汇率的充分市场化

关于资本账户开放与人民币利率、汇率形成机制改革之间的关系，自1990年代以来，国内有众多文献进行讨论，形成了两种主要观点：

一种观点认为，资本账户全面开放应该晚于人民币利率、汇率市场化改革（余永定等，2013）；另一种观点认为，资本账户开放可以与人民币利率、汇率市场化改革同时进行、统筹推进（中国人民银行调查统计司课题组，2012）。最近十年以来的主流文献似乎越来越赞同前一种观点。

一类文献分析资本账户开放与利率、汇率市场化改革之间的先后次序。陈创练等（2017）利用时变参数向量自回归模型分析了国际资本流动与利率、汇率之间的时变和互动关系，发现在利率—汇率—资本流动的相互传导过程中，利率渠道最不顺畅。为了避免难以控制的资本外逃导致系统性金融风险，金融市场化改革应该遵循如下顺序：利率市场化—汇率改制—资本账户开放。胡小文与章上峰（2015）发现，保持资本账户开放程度不变，仅仅扩大汇率弹性会导致经济波动增大。扩大汇率弹性与资本账户开放协调推进并先行完成汇率市场化，既能够减小经济波动，又能够增强货币政策的调控效果。因此，理想的次序安排为首先完成利率市场化，然后是汇率市场化，最后完成资本账户开放。黄志刚与郭桂霞（2016）指出，扰动来源对金融自由化次序有重要影响。如果经济只面临国内扰动，那么不同改革路径对经济波动性的影响差别不大。如果经济同时还面临明显的国外扰动，则资本账户开放先行的经济波动性显著高于利率市场化先行。因此，对一个面临各种经济扰动的开放经济而言，在利率市场化前提下推进资本账户开放有助于保持宏观经济稳定，而资本账户开放先于利率市场化会带来宏观经济的不稳定。陈中飞等（2017）的研究发现，汇率自

由化与利率市场化互为因果相互促进,二者促进了资本账户开放进程。汇率自由化不仅有利于利率市场化、资本账户开放改革的实现,而且更有助于抑制货币危机的爆发。因而三项改革的顺序应该是汇率先行,利率跟随,资本账户最后。彭红枫等(2018)的研究表明,在现行管理浮动汇率制下,一味降低汇率市场干预力度或者放松资本管制,反而会降低经济福利水平。数值模拟结果显示,中国应当协同推进汇率市场化和资本账户开放,并且在汇率完全市场化之前,有必要保持一定程度的资本管制。

另一类文献分析资本账户全面开放的其他前提条件,例如加快经济结构性改革或稳健的银行体系等。杨小海等(2017)认为,无论在何种政策安排下,放松资本管制均会导致中国面临资本外流的压力,且流出的度会随着管制程度的放松而加快。因此,结构性改革应优先于资本账户开放。与此同时,降低居民的风险厌恶程度以及加快金融体系改革,对缓解资本账户开放后的资本外流压力大有裨益。方显仓与孙琦(2014)的研究发现,资本账户开放水平越高,越容易加剧国内银行体系风险。银行体系风险的加剧反过来又会延缓资本账户开放进程。方意等(2017)从银行资产负债表分项视角出发,系统论述了资本账户开放对银行风险的影响机制。在资产层面,资本账户开放导致资金流入、流出规模及频率大幅增加,加剧了国内金融市场和实体经济的风险,并通过信贷需求摩擦机制对银行资产端造成风险。在负债层面,资本账户开放一方面通过拓宽海外投资渠道降低银行业零售存款吸收能力;另一方面通过作用于不同金融周期阶段下的批发融资

来影响银行杠杆，导致银行脆弱性增加。在资本金层面，资本账户开放可能加剧银行股价波动，从而影响银行资本端风险，进而在风险共担效应下通过改变银行融资成本的方式影响银行风险。

（六）在改革策略上，不宜用人民币国际化作为目标来倒逼资本账户开放

一直以来，国内学术界与政策制定界都存在一种观点，也即制约人民币国际化的一大核心障碍是中国资本账户依然存在多重管制，这限制了非居民购买与出售人民币金融资产的能力，降低了人民币金融资产的吸引力与流动性。因此，为了进一步推进人民币国际化，就必须加快资本账户开放。事实上，2009年至2017年，人民币国际化已经走完一个完整周期。其中2009年至2015年上半年是上升期，2015年下半年至2017年是下降期。从2018年起至今，人民币国际化进入了一个全新周期的上升期（张明、李曦晨，2019）。

从2018年起，中国政府在推进人民币国际化方面进行了明显的战略切换，从鼓励跨境贸易与直接投资的人民币结算、大力发展以香港为代表的离岸人民币金融中心、与多家央行签署双边本币互换的旧“三位一体”，转变为大力拓展人民币的计价货币功能、加快向境外机构投资者开放国内金融市场、在中国周边与一带一路沿线国家培育人民币的真实粘性需求的新“三位一体”（张明、李曦晨，2019）。其中加快开放国内金融市场就与资本账户开放密切相关。例如，2019年9月，中国政府取消了QFII与RQFII的投资额度限制。

不过，归根结底，一国货币究竟能否成功国际化，取决于以下三

个核心因素：一是该国经济能否持续快速增长，并向其他国家提供广阔的国内市场；二是该国金融市场发展的深度、广度与流动性；三是该国能否避免系统性经济金融危机的爆发，以及一旦爆发危机后是否具备快速的修复能力。从这三个因素来看，美元在未来较长时期内的全球储备货币地位仍然是难以撼动的。而人民币的国际货币地位能否持续提高，归根结底取决于在上述三个领域能否持续发力。试想，如果过快开放资本账户，最终导致中国经济增长与金融市场波动性上升，甚至引发系统性金融危机的话，这非但不能促进人民币国际化，甚至可能导致人民币国际化的严重倒退。上世纪 80 年代、90 年代的日本泡沫经济与日元国际化轨迹，就在这个方面提供了极其宝贵的经验教训。

人民币国际化是中国经济持续增长与金融市场深化发展的结果，而不应该是目标。货币国际化最终是市场选择的结果，政府能够扮演的角色终究有限。因此，我们不应该用人民币国际化作为目标来倒逼资本账户开放。中国的金融开放可以分为金融市场开放、资本账户开放、人民币汇率形成机制市场化以及人民币国际化四个维度。但这四个维度的金融开放之间存在优先次序。具体来看，人民币汇率形成机制改革在前，人民币国际化居中，资本账户全面开放在后；金融市场开放在前，资本账户全面开放在后。无论如何，资本账户全面开放应该是中国金融开放的最后一步（张明等 b，2021）。

五、政策建议

经过二十余年来的渐进改革，中国资本账户已经变得较为开放了。

因此未来中国央行面临的问题不是要不要继续开放资本账户，而是究竟放开哪些细项的管制、如何把控开放节奏、怎样有效防范系统性金融风险。笔者提出如下政策建议：

首先，适当放开对 ODI 与 QDII 的管制。自 2015 年 811 汇改之后，为了遏制人民币兑美元汇率的过快贬值，逐渐形成了宽进严出的资本管制格局。当前为了对冲短期资本流入压力，不妨适当放松对 ODI 与 QDII 的管制。一方面，在保留真实性审核基础上，适度放松对 ODI 的审批，并为其获得外汇资金提供更多便利。另一方面，显著提高 QDII 的海外投资额度。考虑到历史经验教训，对 ODI 与 QDII 的放松管制还是要渐进实施，以避免出现短期大规模资本外流。值得一提的是，2021 年 10 月开始推行的大湾区跨境理财通项目，可以看做是中国政府推动资本账户下证券投资细项渐进开放的一大新举措。

其次，充分发展离岸人民币金融市场，并将其与自贸区自贸港建设有机结合。一个品种齐全、流动性充足、交易者类型多样化的离岸人民币金融市场如果能够发展起来，在一定程度上就能够替代在岸金融市场来吸收外国投资，从而显著降低在岸市场面临的跨境资本流动压力。目前中国已经有了 20 多个省级自贸区、自贸港，但迄今为止建设方案高度雷同、开放思路缺乏新意。不妨将人民币离岸金融市场建设与自贸区自贸港建设结合起来，考虑首先在具备相关资源禀赋的自贸区自贸港试行开设不同类型的离岸金融市场，之后再将不同类型的离岸金融市场统合起来。目前上海自贸区、深圳前海、珠海横琴、

海南自贸港在一定程度上都具备发展人民币离岸金融市场的潜质，可以考虑在统筹协调的前提下试行不同的金融政策创新。

再次，让资本账户管理与宏观审慎监管更好地配合起来。宏观审慎监管可以帮助缓释系统性金融风险，提升金融体系安全调节跨境资本流动的能力。宏观审慎政策在降低资本流动引发的系统性风险方面能够发挥三重作用：首先，宏观审慎政策可以增强金融体系抵御总体冲击的韧性，包括与资本流动逆转有关的冲击；其次，宏观审慎政策可以降低随时间积累的系统脆弱性，通过控制资产价格或汇率与信贷之间的顺周期反馈，防范杠杆融资和不稳定融资的不可持续增长；再次，宏观审慎政策还有助于降低由全球金融体系互联引发的系统性风险（孙天琦等，2020）。

第四，加快利率汇率形成机制改革。一方面，利率与汇率形成机制市场化意味着人民币内外价格均能根据市场供求变化灵活调整，不会形成持续价格错配（高估与低估），进而不会引发大规模跨境投机行为；另一方面，利率与汇率的灵活调整也是经济金融运行的稳定器，在一定程度上可以吸收内外冲击的负面影响。

第五，对跨境银行借贷保持适当管制。与直接投资、证券投资相比，跨境银行借贷的规模更大、波动性更强。从国际经验来看，跨境银行借贷资金大进大出所造成的外债压力的积累与爆发，是很多新兴市场与发展中经济体爆发金融危机的直接原因。在对直接投资与证券投资放松管制的同时，仍应对跨境银行借贷进行密切监测，并保留适当管制。

第六，引入托宾税。迄今为止中国资本账户管制仍以数量型措施为主，缺乏价格型措施。与数量型措施相比，价格型措施更透明、可预测性更强、对资源配置的扭曲性更小。中国政府应充分借鉴巴西、智利、泰国等新兴经济体的相关经验，通过逆周期征税的方式来调节短期资本的异常流动。在托宾税的税率方面，可以考虑实施与资本流动规模挂钩的可变税率（施康等，2020）。