

中国的资本账户开放：行为逻辑与情景分析*

摘要：新兴市场国家是否应该保留适当的资本流动管理措施以应对日益增强的国际资本流动的波动性，这既是当前国际学术界的热点问题，也是过去几年内中国国内政策界与学术界讨论的焦点问题。最近几年以来，国际学术研究越来越强调新兴市场国家在特定情形下实施资本流动管理的必要性，IMF 对资本账户管制的态度也发生了明显的变化。自 2012 年以来，国内学术界对是否应该加快资本账户开方争论不休，尚未达成共识。中国政府在资本账户开放方面最初遵循了一条渐进、审慎、可控的路径，但从 2008 年全球金融危机爆发后，中国政府开放资本账户的速度明显加快。资本账户开放速度的转变反映了中国政府行为逻辑的变迁，但这背后可能低估了潜在风险。考虑到目前中国经济所处的错综复杂的国内外形势，中国政府依然应该审慎渐进可控地开放资本账户，否则就可能遭遇系统性金融危机的爆发。因此，中国政府在未来的资本账户开放中仍应遵循恰当次序，加快建立宏观审慎监管框架，大力推进国内结构性改革以及建立危机预警、管理与应对机制。

关键词：中国；资本账户开放；学术争论；潜在风险；应对策略

*张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员，国际投资研究室主任，经济学博士。（北京 邮编：100732）

本文的写作受到中组部首批青年拔尖人才支持计划课题“中国政府应如何系统地管理短期国际资本流动”以及国家社科基金重大课题“一带一路战略实施中推进人民币国际化问题研究”（项目号：2015ZDA017）的资助，在此表示感谢。同时感谢《世界经济与政治》杂志匿名审稿人提出的富有建设性的修改意见，文责自负。

本文已发表于《世界经济与政治》2016 年第 4 期。

一 序言

中国政府在 1996 年实现了国际收支经常账户的全面开放。1997 年至 1998 年东南亚金融危机的爆发使得中国政府充分认识到资本账户开放可能引致的潜在金融风险，此后中国政府走上了一条渐进、审慎、可控的资本账户开放道路。截至 2011 年年底，根据国际货币基金组织（IMF）《汇兑安排与汇兑限制年报》，在中国资本账户的 40 个子项目中，实现基本可兑换的项目为 14 项，主要集中在直接投资及其清盘、信贷工具交易等方面；实现部分可兑换的项目为 22 项，主要集中在股票市场交易、债券市场交易、房地产市场交易与个人资本交易等方面；不可兑换项目为 4 项，主要包括非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及衍生产品交易等。¹

2012 年 2 月，中国人民银行调查统计司课题组公开发表了一篇名为《我国开放资本账户条件基本成熟》的研究报告。该报告指出，当前中国正处于资本账户开放的战略机遇期，并提出了在短期（1—3 年）、中期（3—5 年）与长期（5—10 年）内推进资本账户开放的具体建议。²这一报告引起了国内外的广泛关注，并在中国引发了当前是否应该加快资本账户开放的学术辩论。

2013 年 11 月，中国共产党十八届三中全会报告指出，要“推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换”。³2015 年 10 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（简称“十三五”规划建议）指出，要“扩大金融业双向开放，有序实现人民币资本项目可兑换，推动人民币加入特别提款权，成为可兑换、可自由使用货币”。⁴资本账户可兑换进入上述两个官方纲领性文件，意味着前者已经成为中国政府的中期政策目标。然而，正如党的十八届三中全会决定中“加快实现人民币资本项目可兑换”与“十三五”规划建议中“有序实

¹ 中国人民银行调查统计司课题组：《我国开放资本账户条件基本成熟》，载《中国证券报》，2012 年 2 月 23 日。

² 中国人民银行调查统计司课题组：《我国开放资本账户条件基本成熟》，载《中国证券报》，2012 年 2 月 23 日。

³ 中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议：《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，2013 年 11 月 12 日，

http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2013-11/16/nw.D110000renmrb_20131116_2-01.htm。

⁴ 中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，2015 年 10 月 29 日，

<http://politics.people.com.cn/n/2015/1103/c1001-27772701-2.html>。

现人民币资本项目可兑换”之间存在鲜明对比一样，关于下一阶段究竟应该如何继续开放资本账户，目前在国内的争论依然悬而未决。

本文试图在回顾国内外相关文献的基础上，厘清迄今为止中国资本账户开放的行为逻辑，展望未来中国资本账户开放的可能情景，并借鉴其他新兴市场国家的经验教训，对未来中国政府如何更好地开放资本账户提出政策建议。

二 文献综述

根据经典的宏观经济学理论，资本账户开放大致可以为一国经济带来如下好处：首先，资本账户开放有利于资源在全球范围内进行配置，这无疑可以纠正过去存在的市场扭曲，通过提高资源配置效率来增进国民福利。其次，资本账户开放打破了金融抑制的环境，有助于一国居民与企业在全球范围内开展投资，这有助于该国居民与企业提高投资收益率以及规避本国系统性风险。再次，资本账户开放可以通过引入外国投融资主体来增强国内金融市场上的竞争，从而促进金融深化，增强该国金融市场的深度、广度与流动性。⁵最后，资本账户开放通常能够缓解一国中小企业面临的融资约束，降低其融资成本。⁶

然而，近年来尤其是自 2008 年国际金融危机爆发以来，很多开放了资本账户的新兴市场国家都遭遇了短期资本大进大出的冲击，部分国家甚至因此而爆发了金融危机，因此资本账户开放的上述好处遭到了越来越多的质疑，例如，在资本账户开放与资源配置优化以及相应的经济增长之间是否真的存在显著为正的关联性？资本账户开放是否会加剧新兴市场经济体的金融脆弱性，甚至引爆金融危机？究竟是资本账户自由化能够促进金融市场深化，还是深化后的金融市场才能较好地承受短期资本大进大出造成的冲击？

近期的文献除了质疑资本账户开放的好处之外，也越来越开始强调适当的资本账户管制或资本流动管理的必要性。例如，安东·科瑞涅克（Anton Korinek）的研究表明，对资本流入激增进行管制并非一种扭曲性政策，而可能是一种最优政策。这是因为，由于投资者并没有将其快速投资与撤资的行为可能给金融体系造成的风险内部化，这可能加剧金融体系的不稳定，因此，为纠正这种内在失灵，对资本流入征收反

⁵ Eswar Prasad, et al., "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence," IMF Occasional Paper, No.220, 2003.

⁶ Kristin J. Forbes, "One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms," *Journal of International Economics*, Vol.71, No.2, 2007, pp.294-323.

周期的庇古税就具有理论上的合理性。⁷又如，奥利弗·珍妮（Olivier Jeanne）与科瑞涅克指出，新兴市场国家通常会面临短期资本大进大出的冲击，而实施审慎性资本流动控制可以缓解短期资本流动给新兴市场国家造成的冲击，这意味着新兴市场国家应该在经济繁荣时抑制资本流入，这样就可以降低经济衰退时资本流出的潜在规模。换言之，反周期的资本流动管理可以降低宏观经济的波动性以及增进国民福利。⁸

最近二三十年以来，国际经济学界有大量的经验研究分析新兴市场国家进行资本账户管制的有效性，这些研究至少形成了如下共识：第一，对资本流入的管制要比对资本流出的管制更加有效。⁹第二，资本流入管制的有效期较短，通常不到一年。¹⁰第三，对资本流入的管制未必能够降低资本流入的规模，但却能够显著改变资本流入的期限结构，即降低短期资本占资本流入的比重。¹¹第四，就资本账户管制的具体工具而言，数量型工具造成的经济扭曲要比价格型工具更大。¹²

在 2008 年国际金融危机爆发之后，就连过去支持资本账户自由化的 IMF 也不得不承认，对跨境资本流动进行某种程度管制的国家，通常是受到金融危机冲击程度较轻的国家。¹³ IMF 随即提出了资本流动管理的新思维：资本流动管理可以与宏观经济政策、宏观审慎监管一起，成为新兴市场与发展中经济体应对资本流动波动性的工具之一。¹⁴

波士顿大学帕迪中心（Pardee Center Task Force）提出了一些适用于新兴市场国家资本流动管理的新准则：第一，资本账户管制应该被视为宏观政策工具箱中不可或缺的一部分，而非最后的救命稻草。第二，尽管价格型资本账户管制工具更加市场中性，但是数量型资本账户管制工具通常更为有效，尤其是在资本账户比较封闭、中

⁷ Anton Korinek, "The New Economics of Prudential Capital Controls," *IMF Economic Review*, Vol.59, No.3, 2011, pp.523-561.

⁸ Olivier Jeanne and Anton Korinek, "Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach," PIIE Working Paper Series, WP10-5, May 2010.

⁹ Akira Ariyoshi, et al., "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization," IMF Occasional Paper, No.190, 2000.

¹⁰ Mahir Binici, et al., "Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows," IMF Working Paper, WP/09/208, September 2009.

¹¹ Peter Montiel and Carmen M. Reinhart, "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidences from the 1990s," *Journal of International Money and Finance*, Vol.18, No.4, 1999, pp.619-635.

¹² 余永定、张明：《资本管制和资本项目自由化的国际新动向》，载《国际经济评论》，2012年第5期，第68-74页。

¹³ Jonathan Ostry, et al., "Capital Inflows: The Role of Controls," IMF Staff Position Note, No.10/04, 2010.

¹⁴ Jonathan Ostry, et al., "Managing Capital Inflows: What Tools to Use," IMF Staff Discussion Note, No.11/06, April 2011.

央银行比较虚弱以及资本流入的动机很强之时。第三，资本账户管制并不应该仅仅针对资本流入，资本流出管制不仅能够有效地阻吓不合意的资本流入，而且还能发挥其他功用。第四，资本管制措施不应该被视为临时性措施，而应被视为一种熨平经济繁荣与萧条的反周期的永久性机制。第五，资本流动管理的重担不应全部由新兴市场与发展中国家来承担，国际资本的来源国也应该在其中发挥重要作用。¹⁵

2012 年中国人民银行调查统计司课题组发布的一篇研究报告引发了中国国内关于是否应该加快资本账户开放的学术讨论。该报告认为，基于如下理由，2012 年前后正是中国加快资本账户开放的战略机遇期：第一，国际金融危机降低了西方企业的估值水平，因此开放资本账户有助于促进中国企业对外投资。第二，开放资本账户有助于推动跨境人民币使用与人民币离岸中心建设。第三，开放资本账户可以通过促进低附加值产能转移和拓宽家庭海外投资渠道等方式来促进国内经济结构调整。第四，现有资本账户管制效率不断下降。第五，目前中国宏观经济稳定、金融体系稳健、外汇储备充足、金融风险可控，故而满足了资本账户开放的基本条件。¹⁶央行调统司在 2012 年发布的另一篇研究报告中声称，一方面，罗伯特·蒙代尔（Robert A. Mundell）的不可能三角理论与利率平价理论均存在一定的局限性；另一方面，对美、日、英、德等国家的经验分析表明，在利率改革、汇率改革与资本账户开放之间并不存在固定顺序。因此，人民币利率市场化改革、人民币汇率形成机制改革与资本账户自由化可以协调推进。¹⁷

余永定、张明与张斌针对上述央行研究报告提出了如下质疑：第一，考虑到中国经济潜在增速的下行与金融风险的显性化以及美联储即将步入新一轮加息周期，2012 年前后如果加快资本账户开放，中国很可能面临规模巨大的资本外流，因此 2012 年前后绝非加快资本账户开放的战略机遇期。第二，如果在人民币利率与汇率形成机制尚未充分市场化的前提下推进人民币国际化，会造成人民币离岸市场与在岸市场之间的跨境套汇与套利行为大行其道。第三，用开放资本账户来倒逼国内结构性改革的做法是巨大的冒险。第四，中国的资本账户管制依然大致有效，在人民币离岸与在岸市

¹⁵ Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones and Jose Antonio Ocampo, "Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach," *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Developments*, Pardee Center Task Force Report, March 2012.

¹⁶ 中国人民银行调查统计司课题组：《我国开放资本账户条件基本成熟》，载《中国证券报》，2012 年 2 月 23 日。

¹⁷ 中国人民银行调查统计司课题组：《协调推进利率汇率改革和资本账户开放》，载《中国证券报》，2012 年 4 月 17 日。

场之间存在的较大息差就是证据。第五，资本账户开放需要遵循适当的顺序。¹⁸林毅夫也提出了如下理由来反对过快开放中国的资本账户：第一，短期国际资本通常会进入流动性较强且有投机性质的股票市场与房地产市场，因此容易导致股市与房地产泡沫。第二，自 20 世纪 70 年代起，发展中国家加快资本账户开放的结果是经济波动更为频繁、金融危机爆发概率大增。第三，发展中经济体在金融结构上本身就是扭曲的，短期资本大进大出可能造成更大的波动。第四，在长期性停滞风险凸显、全球流动性泛滥的背景下，中国加快资本账户开放的结果很可能是资本大进大出。第五，一旦资本账户开放之后要重新收紧管制，那么国内外的既得利益者就会群起反对。泰国在 2008 年国际金融危机中的表现就是绝佳的例子。¹⁹

值得指出的是，目前中国国内关于资本账户是否应该加快开放的争论主要是围绕短期资本流动项目展开的。而关于长期直接投资项目的开放，正反双方都认为没有问题。事实上，无论是对外直接投资还是外商来华投资，只要符合相关产业政策与真实性审核，面临的管制已经基本上放开了，因此未来的资本账户开放进程将主要围绕短期资本流动而展开。

国内正反双方多轮激烈辩论的结果客观上对中国央行下一阶段的资本账户开放进程产生了显著影响。例如，尽管中国央行多次重申要实现在 2015 年年底基本开放资本账户的时间表，但央行也多次强调加强宏观审慎监管以及对短期资本流动的监测与管理的重要性。又如，在 2015 年 4 月 IMF 春季年会上，中国人民银行行长周小川表示，中国政府将从国际金融危机中吸取经验教训，实现有管理的资本账户可自由兑换，这是一种在吸取各种经验教训基础上、基于自身意志而进行的有序安排。²⁰事实上，自 2015 年 8 月 11 日汇改之后，由于面临短期资本持续流出以及人民币兑美元贬值压力，中国央行已经开始收紧对短期跨境资本流动的管理，例如加大对地下非法资本流动的打击、收紧了对居民的换汇限制与汇出限制以及开始限制离岸市场上的非居民通过银行渠道获得人民币等。尽管有央行官员将上述做法解释为加强宏观审慎监管，但宏观审慎监管侧重于对金融机构的整体行为以及金融机构之间的相互影响进行监

¹⁸ 余永定、张明、张斌：《中国应慎对资本账户开放》，《金融时报》中文网，2013 年 6 月 4 日，<http://www.ftchinese.com/story/001050727?full=y>，登录时间：2016 年 11 月 5 日。

¹⁹ 林毅夫：《我为什么不支持资本账户完全开放》，载陈元、钱颖一主编：《资本账户开放：战略、时机与路线图》，北京：社会科学文献出版社 2014 年版，第 60-65 页。

²⁰ Xiaochuan Zhou, IMFC Statement on Behalf of China, 31st Meeting of the International Monetary and Financial Committee, April 18, 2015.

管，上述针对居民换汇、境外非居民获得人民币等行为的限制并不属于宏观审慎监管的范畴，而属于资本管制措施的加强。

三 中国资本账户开放的行为逻辑

（一）迄今为止的中国资本账户开放路径

受东南亚金融危机爆发的经验教训影响，从 20 世纪 90 年代晚期开始，中国政府在资本账户开放方面采取了一条渐进、审慎与可控的开放途径。这条途径可以总结为：一是先开放资本流入，再开放资本流出；二是先放开对中长期资本流动的管制，再放开对短期资本流动的管制；三是具体的资本账户开放措施一般采取试点推广的方法，即先在特定资本流动配额下实施开放，在观察开放的效果后决定是否进一步扩大配额，直至最终取消配额管理。

到 2008 年国际金融危机爆发之前，中国的资本账户已经实现了部分开放。首先，在跨境直接投资方面，只要是符合相关产业规定、经过真实性审核以及履行了相应审批程序的，无论是外商直接投资（FDI）还是对外直接投资都已经基本放开。其次，在跨境证券投资方面，中国政府实施了双向额度管理。外国来华证券投资受到合格境外机构投资者制度（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）的额度限制，而中国对外证券投资则受到合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investor, QDII）的额度限制。这种额度管理体系实现了中国政府对跨境证券投资的可控开放。最后，在跨境其他投资（即跨境债权债务类资金流动）方面，中国政府采取了分类管理的做法：其一，对于跨境贸易融资，只要通过真实性审核，基本上可以自由流动。其二，对于外商投资企业，在投注差范围内，可以向境外母公司申请跨境贷款。²¹其三，对短期外债、外国机构在国内申请贷款或发债等方面，依然存在较为严格的管制。

1999 年至 2011 年，中国国际收支出现了连续 13 年的经常账户顺差与资本账户顺差并存的“双顺差”格局。持续双顺差的一个直接结果，是中国外汇储备规模直线飙升，最高时接近 4 万亿美元，以至于中国成为持有外汇储备最多的国家。由于大部分外汇储备投资于以美国国债为代表的美元资产，中国外汇储备的保值增值问题日益突

²¹ 所谓投注差，是指外商直接投资在注册资本金与实际投资额之间的差距。一般而言，实际投资额低于注册资本金。在投注差范围内，外商投资企业可以向境外母公司申请贷款。

出。

2008年美国次贷危机以及2010年欧洲主权债务危机的相继爆发深刻改变了全球主要大国在经济领域的力量格局。受到危机冲击，主要发达经济体资产价格下跌、经济增速放缓。相比之下，主要新兴市场经济体受到的危机冲击不大，且受到危机后发达国家集体实施的量化宽松政策所形成的全球过剩流动性的推动，出现了本币汇率升值、资产价格上涨与经济增速较快的局面。中国经济在此期间一举超越日本成为全球第二大经济体，同时成为全球最大的贸易国以及最大的外汇储备持有国。

受到上述相对格局变化的推动，在2008年国际金融危机爆发之后，中国政府在资本账户开放方面推出了两大新举措：一方面，大力推动中国企业“走出去”，抓住金融危机爆发后发达国家资产价格估值较低、发达国家企业亟须获得资本注入的机会，开展大规模对外直接投资。这样做不仅有助于增强中国企业的国际竞争力，而且有助于更加多元化地利用中国庞大的外汇储备，实现外汇储备的保值增值。另一方面，努力推动人民币国际化，扩大人民币在国际范围内的使用，以此来降低中国在对外贸易与投资中对美元的过度依赖，进而降低外汇储备的积累速度，降低中国企业面临的外汇风险与兑换成本，促进国内金融市场改革。

中国政府采取了一种三管齐下的方式来推动人民币国际化：一是扩大人民币在跨境贸易与投资中的计价与结算；二是发展香港、台北、伦敦等离岸人民币金融中心；三是由中国央行与其他国家或地区的中央银行签署双边本币互换，以此来向各国人民币离岸市场提供流动性。截至2015年6月底，人民币国际化在上述三个维度上已经取得显著进展。当前中国跨境贸易总额已经有大约1/4是由人民币来进行结算的，人民币当前已经在全球结算货币中排到第四或第五位。当前全球离岸市场人民币存款已经超过两万亿元，其中香港市场人民币存款约为1万亿元。迄今为止，中国央行已经与20多个央行签署了双边本币互换，互换总规模接近3万亿人民币。

人民币国际化与资本账户开放本质上是一枚硬币的两面。²²事实上，自2009年中国政府推动人民币跨境贸易结算试点以来，中国央行基本上就是在通过推动人民币国际化来实现资本账户的进一步开放。这是因为，为了促进人民币的国际使用，中国政府必须通过特定途径对外输出人民币，也必须通过特定途径实现离岸人民币的回流。只有这样做，才能既满足境外主体获得人民币的需求，又能满足境外主体利用手中的

²² Yongding Yu, "Revisiting the Internationalization of the Yuan," ADBI Working Paper, No.366, 2012.

人民币到中国在岸市场开展投资的需求。而人民币的输出与回流就意味着中国政府必须进一步开放资本账户。

在人民币国际化背景下的主要资本账户开放措施包括：第一，央行放松了对通过人民币结算的跨境贸易与投资的管理。当前，以外币计价的跨境贸易与投资依然由外管局在各地的分支机构实施管理，而以人民币计价的跨境贸易与投资则由央行货币政策二司（这是央行为推动人民币国际化而新设立的机构）在各地的分支机构（跨境办）负责管理。一般而言，跨境办对人民币跨境流动的管理要显著弱于外管局对外币跨境流动的管理。第二，为了方便境外人民币资金回流内地，一方面，中国政府对境外央行、境外人民币清算行等机构开放了国内债券市场；另一方面，中国政府推出了人民币合格境外机构投资者（R-QFII）制度，允许境外机构投资者利用在境外获得的人民币资金，在特定额度内投资于中国境内的金融市场。第三，在跨境金融产品提供方面，中国政府鼓励各种类型的境内外机构在离岸人民币市场发行以人民币计价的债券（点心债券），逐渐放开境外机构在在岸人民币市场发行以人民币计价的债券（熊猫债券），并已经推出了沪港通，未来即将推出深港通等境内外资本市场的联通机制。第四，除了传统的 QDII 之外，中国政府还即将推出允许境内个人直接投资于境外金融市场的 QDII2 制度。在前海实验区内，中国政府还推出了不限制境外投资产品类别的 QDLP 制度。

然而，由于中国央行是在人民币利率与汇率形成机制尚未充分市场化的前提下推进人民币国际化以及资本账户开放的，这就造成境内外主体利用离岸与在岸两个人民币市场的利差与汇差进行跨境套利的行为大行其道。一方面，境内在岸人民币市场上，央行对利率与汇率均存在一定程度的干预；另一方面，在境外离岸市场上，人民币利率与汇率是由市场供求力量决定的。这种不同就导致了在很多时候离岸与在岸市场上的人民币价格（包括利率与汇率）存在显著的差距，这就为跨境套利行为提供了空间。其一，在 2009 年至 2013 年期间，市场上存在显著的人民币升值预期，造成离岸市场上的人民币价格要显著高于在岸市场，这就使得很多关联公司以进口人民币结算为伪装，将人民币从在岸市场输送到离岸市场以赚取汇差收入。其二，2009 年至今，在岸市场人民币利率水平远高于离岸市场人民币利率水平，这就使得很多关联公司以跨境人民币结算为伪装，通过内保外贷的方式从境外银行处借入人民币资金，再运回国内

使用以赚取利差收入。²³在过去几年内，跨境套利与套汇行为的规模非常庞大，这种跨境投机行为不仅降低了中国政府宏观调控的效果、损害了中国国民福利，而且导致官方的人民币国际化数据存在明显的“泡沫”。

（二）中国资本账户开放背后的行为逻辑及其转变

从上述中国资本账户开放路径来看，在 2008 年国际金融危机爆发之前，中国的资本账户开放进程总体上是渐进的，而在金融危机之后，中国的资本账户开放速度显著加快。

笔者认为，在 2008 年国际金融危机爆发之前，中国政府之所以选择渐进的资本账户开放路径，背后的行为逻辑可以归纳如下：

第一，秉持中国渐进式改革的总体策略。自 1978 年改革开放以来，中国政府就一直秉持着渐进式改革路径。与激进式改革路径相比，渐进式改革的好处在于可以通过“试错”+“推广”的模式来探索改革的最优模式、减少改革带来的震荡，并通过增量式改革来凝聚社会各阶层的共识。但渐进式改革路径的问题在于，这种路径倾向于将困难的改革推到后面，从而在改革后期不得不面临“惊险的一跃”。此外，在渐进式改革的过程中将会形成各种新的既得利益集团，而这些利益集团会设法从维持现状中获益，并会阻挠进一步的改革。对于资本账户开放这种不确定性较大、需要较多配套条件的改革而言，采取渐进式改革的策略无疑是利大于弊的占优策略。

第二，配合中国出口导向的发展策略。自改革开放以来，尤其是 1994 年外汇市场并轨以来，中国在借鉴亚洲四小龙发展模式的基础上，选择了出口导向的发展策略。出口导向发展策略具有几大核心要素：一是实现人民币汇率的相对低估，从而保持中国产品在价格方面的国际竞争力；二是压低土地、劳动力等生产要素价格；三是通过加入世界贸易组织（WTO）来降低国际关税与非关税贸易壁垒。此外，大力引入加工贸易型外商直接投资也是中国政府实施出口导向发展策略的重要举措。这就决定了在资本账户开放方面，中国政府优先开放了对 FDI 的限制。此外，中国地方政府在引入 FDI 方面给与了非常多的优惠政策，例如所得税减免、廉价土地与财政补贴等。

第三，积累外汇储备资产。截至 1996 年年底，中国的外汇储备仅为 1000 亿美元左右。1997 年至 1998 年爆发的东南亚金融危机深刻揭示了一旦新兴市场国家爆发金

²³ 张明、何帆：《人民币国际化进程中在岸离岸套利现象研究》，载《国际金融研究》，2012 年第 10 期，第 47-54 页。

融危机，很难指望美国与 IMF 等发达国家或国际金融机构及时出手相救的事实，这就使得包括中国在内的东亚新兴市场经济体走上了通过积累外汇储备来保障自身金融安全的道路。在 1999 年至 2011 年间，中国持续实现了经常账户顺差与资本账户顺差的国际收支双顺差，这最终使得中国的外汇储备上升至近 4 万亿美元。而之所以中国能够出现持续的资本账户顺差，则是因为中国政府采取了先开放资本流入、再放开资本流出的次序。而随着近年来中国政府开始加速放开资本流出，中国的外汇储备已经由顶峰时期的近 4 万亿美元下降至 2016 年 1 月底的 3.22 万亿美元。

第四，吸取了其他新兴市场国家开放资本账户的经验教训。无论是 20 世纪 80 年代的拉丁美洲债务危机，还是 90 年代的东南亚金融危机，均生动地表明：第一，国际资本的大量流入将会使得东道国产生实施顺周期宏观经济政策以及放松资本账户管制与金融监管的诱惑。而当一国屈从于这些诱惑后，金融危机通常会尾随而至。第二，要避免资本流入导致的金融危机，关键在于避免资本流入可能导致的实际汇率升值与经常账户逆差。第三，在资本账户开放的进程中，保留一些能够对资本账户波动性进行直接管理的工具，这一点经验至关重要。²⁴中国政府之所以采取了渐进可控的资本账户开放路径，在很大程度上是充分吸取了其他新兴市场国家的经验教训，尤其是在国内金融市场发展还不健全、金融脆弱性程度还比较高的前提下，应该审慎开放资本账户，特别是应该审慎放开波动性比较强的证券投资与债权类资金流动。此外，中国在资本账户开放的次序方面，事实上也充分借鉴了日本的成功经验。例如，荒卷健二(KenjiAramamaki)指出，日本的资本账户开放遵循了如下次序，即对内投资的自由化通常先于对外投资的自由化，直接投资的自由化通常先于其他投资的自由化，对跨境证券发行等高风险交易保持审慎态度等。²⁵不难看出，中国政府的资本账户开放也基本遵循了这一次序。

然而，自 2008 年国际金融危机爆发之后，中国的资本账户开放进程明显加快，其背后的行为逻辑自然也发生了重要变化。

第一，中国经济体量的扩张与全球排序的上升使得中国政府试图在全球范围内扮演更为重要的角色，而推进人民币国际化需要资本账户开放的配合。金融危机爆发之

²⁴ 何塞·安东尼奥·奥坎波、比尔吉·尔顿：《拉丁美洲资本账户开放的经验》，载凯文·加拉格等主编，中国社会科学院世界经济与政治研究所译：《中国资本账户开放：一种平衡的方法》，北京：中国金融出版社 2015 年版，第 49-65 页。

²⁵ 荒卷健二：《资本账户自由化——日本经验及其对中国的启示》，载凯文·加拉格等主编：《中国资本账户开放：一种平衡的方法》，第 34-48 页。

后，欧、美、日等发达国家和地区的经济增速显著下滑，而中国经济依然保持了较快的增长速度，这就使得中国经济的全球地位在危机后快速上升，超过日本成为全球第二大经济体。然而人民币的国际地位显著落后于中国经济的国际地位，因此，中国政府试图通过推进人民币国际化来缓解货币地位与经济地位的不匹配。而为了更快地推进人民币的跨国使用，中国政府就需要更快地推进资本账户开放。这一方面要求中国政府通过贸易、投资与金融渠道向境外输出更多的人民币，另一方面则要求中国政府通过开放国内债券、股票等金融市场，以吸引海外人民币的回流。

第二，中国的产业结构转型升级需要促进企业对外直接投资。中国经济体量的放大、国内要素价格的上升、人民币汇率的持续升值等因素决定了出口导向发展模式已经难以持续，中国企业需要从传统的低附加值的劳动密集型产业向更高附加值的资本与技术密集型产业转型升级。而为了更好地向微笑曲线的两端攀升，通过海外兼并收购来学习外国先进技术与管理经验，再转而用于提高自身国内竞争力，就成为中国企业海外直接投资的重要诉求。²⁶然而，过去中国的资本账户管制对外商直接投资的开放程度较高，而对中国海外直接投资的开放程度较低。因此，放松对中国企业海外投资的各种限制、促进中国企业“走出去”就成为大势所趋。

第三，外汇储备规模已经积累到相当大规模，保值增值面临重大挑战。随着中国外汇储备规模的一路飙升，外汇储备的保值增值问题逐渐成为中国央行面临的一大挑战。迄今为止，中国的外汇储备主要投资于以美国国债为代表的发达国家政府债券。然而，自 2008 年国际金融危机爆发以来，美国、欧元区、英国与日本央行一方面将国内利率下调至接近零的水平，另一方面实施了以量化宽松为代表的非常规货币政策。这就使得中国外汇储备既面临投资收益率偏低的局面，还面临发达国家货币显著贬值可能产生的汇率风险。例如，温家宝总理就曾对奥巴马总统公开表示过对中国外汇储备投资于美国国债的安全问题的担忧。为了提高外汇储备的收益率，中国政府在国际危机爆发后就开始力推中国企业“走出去”，即鼓励中国企业到海外开展绿地投资或兼并收购，通过增加对外直接投资的规模来提高中国外汇资产的收益率。此外，由于外汇储备规模已经超过了充分适度的水平，中国政府也改变了过去“宽进严出”的资本账户开放思路，显著放松了对各类资本流出的限制。

第四，中国政府试图通过资本账户开放来倒逼国内结构性改革。中国经济体制改

²⁶ Yiping Huang and Bijun Wang, "Investing Overseas Without Moving Factories Abroad: The Case of Chinese Outward Direct Investment," *Asian Development Review*, Vol.30, No.1, 2013, pp.85-107.

革已经走过了 30 多年的渐进式改革之路，目前比较容易的改革已经大致上推进完毕，剩下的都是一些难啃的“硬骨头”，例如如何降低政府税收与企业利润占国民收入的比重、如何打破国企垄断并向民间资本开放服务业、如何进一步实施国内各种要素价格的市场化等。这些改革之所以困难，是因为都涉及存量利益的重新分配，因此必然遭到强势既得利益集团的反对与阻挠。然而，上述改革对于中国经济增长模式的转型与中国经济的可持续增长而言，又是不可或缺的。在国内结构性改革知易行难的背景下，通过资本账户开放来引入外部竞争压力，倒逼国内结构性改革，就成为以中国央行为代表的中国政府做出的重要选择。²⁷

自 2008 年全球金融危机爆发以来，中国央行加快资本账户开放的行为逻辑固然有可圈可点之处，但却在较大程度上忽视了加快资本账户开放的潜在风险，高估了中国政府管理持续大规模资本外流的能力。一旦资本大规模外流引爆金融危机，那么上述中国政府的战略诉求就可能难以实现。

例如，中国政府试图通过加快资本账户开放来推进人民币国际化。但由于人民币汇率、利率形成机制尚未充分市场化，导致在过去几年人民币国际化的成就背后存在大量跨境套汇套利交易造成的泡沫。而从 2015 年下半年起，随着人民币升值预期的逆转以及境内外利差的缩小，用离岸人民币存款规模来衡量的人民币国际化的进展已经显著放慢，甚至出现了逆转。如果未来的资本账户开放管理不善，进而引爆金融危机，那么人民币国际化不仅难以更进一步，反而可能停滞甚至逆转。正如 20 世纪 80 年代进展较快的日元国际化因为 90 年代初期的资产价格泡沫破灭而陷入停滞一样。

又如，中国政府试图通过加快资本账户开放来实现外汇储备的保值增值。但如果资本账户开放导致大规模的净资本流出，将会加剧人民币兑美元的贬值压力。如果人民币汇率形成机制依然缺乏弹性，那么中国央行将不得不通过出售外汇储备来维持人民币兑美元汇率的稳定。换言之，如果在汇率形成机制充分市场化之前过快开放资本账户，非但不能实现外汇储备的保值增值，而且可能造成外汇储备的大量流失。

再如，中国政府试图通过加快资本账户开放来倒逼国内结构性改革，其最终结果是高度不确定的、甚至是相当危险的。试想，如果加快资本账户后爆发了金融危机，

²⁷ 一个经常用来做类比的例子是，在 2001 年中国加入 WTO 之时，中国政府承诺要在 6 年时间内实现银行业的对外开放。当时很多人担心一旦对外开放后，中国银行业会爆发重大危机。然而在对外开放的压力下，中国政府成功地实现了国有商业银行的股份制改革与国内外上市，最终强化而非削弱了中国商业银行的国际竞争力。

那么危机爆发后，中国国内的结构性改革究竟是会加快，还是会放缓、停滞甚至逆转？笔者担心后一情形发生的概率更大，正如中国国内的结构性改革在 2008 年国际金融危机爆发后陷入停滞一样。换言之，通过一个本身后果高度不确定的进程来倒逼阻力很大的结构性改革，是过于理想化的举动。一旦中国政府在资本账户过快开放后遭遇危机，就很可能成为既得利益集团的口实，被后者用来阻挠国内的其他市场化改革。

四 未来中国资本账户开放的情景分析

如此所述，中国央行公布了将在 2020 年底实现资本账户全面开放的时间表。然而在未来 5 年内，无论全球经济还是中国经济都面临着较大的不确定性。这些不确定性主要体现在以下 4 个方面：第一，全球经济在 2008 年国际金融危机爆发之后一直复苏乏力，以至于可能陷入“长期性停滞”的局面。全球经济增速在未来 5 年内都很难回到危机爆发前 5 年 4-5% 的增长速度。第二，无论是发达国家内部还是新兴市场国家内部，目前都存在复苏路径苦乐不均的分化现象。经济增速的分化将会导致货币政策的分化，而货币政策的分化又会对货币汇率与资本流动产生显著影响。第三，美联储即将在未来几年步入新一轮加息周期。而历史经验表明，每当美联储进入新一轮加息周期之时，就是全球新兴市场国家面临负面冲击甚至爆发金融危机之时。美联储加息的频率在未来几年内都将是全球金融市场面临的重要震荡之源。第四，在全球经济增速放缓、金融风险日益凸显的环境下，各国之间爆发汇率战与贸易战的概率将会显著上升。WTO 等全球贸易规则正在遭遇诸如跨太平洋伙伴关系协定（TPP）、跨大西洋贸易与投资伙伴协议（TTIP）、国际服务贸易协定（TISA）等区域性贸易投资协定的挑战，全球经济的碎片化趋势正在增强。

在未来几年内，中国经济将至少面临如下外部不利冲击：首先，全球经济增长乏力，这意味着中国经济面临的外部需求将持续低迷，通过出口增长来拉动经济增长与就业的空间很小。其次，美联储步入新的加息周期，意味着中国可能持续面临短期资本外流的格局，人民币兑美元汇率也可能因此而面临持续的贬值压力。最后，全球需求疲弱与美元升值共同导致的全球大宗商品价格持续低迷，这固然有助于降低中国企业的进口成本，但同时也加大了中国经济当前面临的通货紧缩压力。

此外，中国经济目前还面临如下一些重要的内部问题：其一，随着人口老龄化的加剧、制造业产能过剩的凸显以及国内要素价格的上升，传统的依靠投资与出口来拉

动经济增长的模式难以为继，而增长动力的换档会带来不确定性以及潜在经济增速的下降。其二，在 2008 年国际金融危机爆发之后，中国政府实施了过度宽松的财政货币政策，出现了地方政府债务大幅上升、房地产市场出现大量库存、企业债务占国内生产总值（GDP）比率攀升等不利后果，而在未来几年内，企业部门的去杠杆、房地产市场的下行以及地方债务的攀升都可能造成中国商业银行体系不良贷款比率显著上升、金融脆弱性明显增强。如果处理不当，很可能酿成区域性乃至系统性金融危机。

在中国经济内部问题与矛盾上升、全球经济停滞与动荡格局并存的局面下，如何进一步开放资本账户是一件至关重要的事情。如果处理失当，资本账户全面开放之后可能引发的短期资本大进大出，很可能给中国的经济增长与金融稳定造成新的挑战，甚至导致中国爆发系统性金融危机，进而陷入中等收入陷阱的泥潭。笔者认为，从目前来看，中国的资本账户开放可能面临如下 4 种情景。

第一，快速开放，未出现危机。在这种情景下，中国央行按照之前给出的时间表，在未来 5 年内实现了资本账户的全面开放。而且幸运的是，在资本账户加速开放的过程中以及开放之后，中国并未出现较大规模的金融危机。然而如前所述，在复杂多变、不确定性凸显的国内外背景下，这种情景得以实现的概率非常低。

第二，快速开放，遭遇危机，重新管制。在这种情景下，中国央行按照之前给出的时间表，在未来 5 年内实现了资本账户的全面开放。然而，由于国内结构性改革的推进跟不上资本账户开放的步伐，造成结构性改革显著滞后于金融改革的局面。在中国经济增速放缓、金融风险浮出水面，且美联储连续加息增强了美国市场对资金的吸引力的背景下，资本账户加速开放导致中国面临持续大规模的资本净流出。例如，IMF 的一项研究指出，中国的资本账户开放可能导致中国对外资产出现占 GDP15%-25% 的存量增长、中国对外负债出现占 GDP2%-10% 的存量增长，这意味着中国的海外净资产（相应的资本净流出）出现占 GDP11%-18% 的增长。²⁸

资本净流出不但加剧了人民币兑美元贬值预期，从而导致了更大规模的资本流出，而且通过提升国内市场利率而加剧了企业部门去杠杆、房地产价格下行以及地方政府债务攀升，从而显著放大了国内金融脆弱性。在这一情景下，中国很可能爆发货币危机、银行业危机，甚至主权债务危机。

资本净流出首先可能导致的危机是货币危机。2015 年 8 月 11 日人民币汇率形成

²⁸ Tamim Bayoumi and Franziska Ohnsorge, "Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China," IMF Working Paper, WP/13/189, August 2013.

机制调整至今，中国央行大致采取了汇率维稳的做法，即通过央行在外汇市场上卖美元买人民币的方式来稳定汇率。这种做法已经导致中国的外汇储备由 2015 年 1 月底的 3.81 万亿美元降至 2016 年 1 月底的 3.23 万亿美元，一年之内缩水近 6000 亿美元。仅仅在 2015 年 12 月这一个月，外汇储备就缩水 1079 亿美元。²⁹如果这种外汇储备缩水的趋势持续下去，中国目前 3.23 万亿美元的外汇储备可能在两三年内就消耗殆尽，届时人民币兑美元汇率可能出现大幅贬值，即爆发货币危机。

紧随着货币危机的可能是银行业危机。一方面，人民币贬值预期的加强将会导致更大规模的资本净流出，如果央行没有能够及时对冲，国内银行间利率水平可能显著上升；另一方面，为了保卫本币汇率，中国央行可能被迫加息。国内利率水平的上升将会加快企业部门去杠杆的速度以及房地产市场的下行速度，同时也会加快地方政府债务水平的上升幅度。如果控制不好，房地产泡沫破灭、地方政府债务违约可能接踵而至，而这最终将会导致银行体系坏账规模显著增长，甚至引爆银行业危机。

银行业危机之后，可能爆发主权债务危机或者高通货膨胀。无论是房地产泡沫破灭、地方政府债务违约还是银行业危机爆发，最终都需要中国政府动用财政资金进行救援。但考虑到目前中国政府广义负债占 GDP 规模已经超过 70%，如果中国政府再次动用财政资金大规模救市，中国政府负债占 GDP 规模超过 90% 的国际警戒线，这可能引发市场对于中国政府债务可持续性的担忧，甚至引发做空行为。而为了缓解债务负担，中国政府可能被迫通过制造通货膨胀的方式来稀释债务负担。

最悲观的情景是上述危机相继爆发，从而酿成系统性金融危机。而一旦危机爆发，中国政府很可能通过重新收紧资本账户管制的方式来缓解危机冲击。这不仅意味着中国的资本账户开放进程走了回头路，而且会对中国经济与金融市场造成显著负面冲击。

第三，审慎开放，未出现危机。在这种情景下，考虑到内外经济面临的不确定性，中国央行在未来的资本账户开放方面依然采取了渐进、审慎与可控的方式。在逐渐取消数量型管理措施的同时，引入了大量新的反周期的宏观审慎监管政策，并保留了在特定情景下重新采用数量型管制措施的权利。虽然中国经济增速的放缓与金融风险的显性化给中国经济增长与金融稳定依然造成了一定的负面冲击，但由于没有出现短期资本大进大出的状况，中国政府依然有充裕的国内政策空间来应对上述负面冲击，因此最终并未出现大规模金融危机。中国经济实现了理想中的平稳过渡。

²⁹ 以上数据来自国家外汇管理局网站。

第四，审慎开放，遭遇危机，开放放缓。在这种情景下，尽管中国央行在未来的资本账户开放方面采取了渐进审慎的方式，但由于国内积累的金融风险太高，抑或是外部冲击过于持久与剧烈，最终中国依然爆发了一定程度的金融危机，不过危机程度显著低于第二种情景。在危机爆发后，为了应对危机造成的负面冲击，中国央行不得不收紧资本流动管理，资本账户开放进程也发生了一定程度的放缓。但与情景二相比，资本账户开放的逆转幅度较小，对中国经济与金融市场造成的负面冲击也相对较小。

通过比较上述 4 种情景，不难看出，未来潜在风险最大的是第二种情景，因此这应该是中国央行需要竭力防范与避免的。尽管第一种情景看似一种合意的结果，但能够实现概率太低。因此，审慎开放资本账户就成为未来中国央行的一种理性选择。

五 结论

本文梳理了关于新兴市场国家资本账户开放的理论及实证文献，回顾了近年来中国国内学术界与政策界关于当前是否应该加快资本账户开放的讨论，分析了迄今为止中国政府开放资本账户的行为逻辑，并展望了未来中国政府开放资本账户的潜在路径。

本文得到的主要结论如下：第一，自 2008 年国际金融危机爆发以来，越来越多的国际文献开始质疑资本账户开放与经济增长以及金融深化之间的关系，并开始强调资本自由流动可能加剧金融脆弱性，因此，新兴市场国家应该将资本流动管理作为抵御短期资本流动波动性的工具，已经成为国际学界的主流看法。第二，2012 年之后中国国内针对是否应该加快资本账户开放展开了激烈讨论，尽管正反双方并未达成共识，但这一讨论事实上已经影响到央行进一步开放资本账户的行为。第三，在国际金融危机之前，中国政府在资本账户开放方面采取了渐进、审慎、可控的做法。国际金融危机之后，在大力推进人民币国际化的背景下，资本账户开放明显加快，但这造成了跨境套利交易大行其道等新问题。第四，在全球经济处于停滞、分化与动荡格局以及中国经济增速下行与金融风险凸显的背景下，为了避免金融危机的爆发以及资本账户开放的逆转，中国政府最好依然遵循渐进审慎的资本账户开放模式。

为了更加稳健、可持续地开放中国的资本账户，笔者在此提出如下政策建议：第一，未来的资本账户开放仍应遵循特定的次序。在人民币汇率形成机制市场化改革基本结束之前、在金融市场充分消化人民币利率市场化改革造成的冲击之前、在当前国内金融市场的脆弱性充分暴露并得到妥善解决之前，中国政府不宜过快开放资本账户。

第二，尽管总体上中国资本账户开放应该审慎渐进，但中国政府应该进一步鼓励中国企业海外直接投资，尤其是应该简化民营企业海外直接投资的各种审批程序。第三，对于当前的资本流动管理，中国央行应该逐渐用一些价格型工具（例如托宾税等）来替代数量型工具，但也不要主要放弃在极端情形下重新使用数量型工具的权利。此外，中国央行应该加快构建宏观审慎监管体系，并逐渐用宏观审慎监管措施来逐渐替代资本流动管制措施。第四，中国政府应该突破利益集团阻力，大力推动包括国企改革、土地改革、服务业开放、国内要素价格市场化等在内的结构性改革，只有推动上述结构性改革，才能重塑中国经济的中长期增长动力，也才能在较快的经济增长中来消化过去积累的金融风险。第五，中国政府应该未雨绸缪，建立金融危机预警、管理与应对机制。毕竟，在过去所有的国家跨越中等收入陷阱成为发达国家的过程中，都无一例外地经历了金融危机的洗礼，中国恐怕也不能例外。金融危机爆发本身并不可怕，但在金融危机爆发后惊慌失措、束手无策，这才是最可怕的。

The Capital Account Liberalization in China: Operational Logic and Path Selection

Zhang Ming

Abstract: Whether emerging market economies should maintain some capital flow management tools to deal with the increasing volatility of cross-border capital flows is not only a hot topic in international academic circle, but also the focus of debate in China's policy making and academic community in the past several years. This paper reviews the recent international literatures of capital flow management and the past academic debate in China, analyzes the operational logic of Chinese government's capital account openness till now, and predicts the future path of China's capital account liberalization. This paper recommend that Chinese government still pursue capital account liberalization in a gradual, cautious and controllable way in order to avoid the burst of potential systemic crisis. Chinese government should follow an appropriate sequencing to fully liberalize the capital account, establish a macro-prudential regulation framework as soon as possible,

promote domestic structural reform and make preparations for the burst of potential financial crisis.

Key Words: China, capital account liberalization, academic debate, potential risk, policy suggestion

Author: Zhang Ming, The Director of Department of International Investment and a Senior Fellow in Institute of World Economics and Politics, CASS.

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。