

张明

zhangmingcass@vip.126.com

资本账户开放的迷思真的被破解了吗？

余永定按语：

六年前，我曾对中国经济学界的辩论发过这样的感慨：“在中国，经济学辩论像是一场运动员、裁判和观众一起上阵的‘足球比赛’。混战结束后，留下的只是一堆无人认领的鞋子。”中国经济学界存在两个突出的学风问题。第一，缺乏独立思考的精神。中国经济学家，特别是研究宏观经济政策问题的主流经济学家，通常以根据本部门领导意图解释、论证即将或已经推出政策为己任。大家都要做正方，结果就没有反方。即便有不同观点，也要把这些观点表达的尽可能圆通，难以被事实检验。事过境迁，留下一笔糊涂账，“今天天气，哈哈哈”。第二，缺乏反思和自我批评精神。尽管并非常态，但在某些情况下经济学界在某些重大问题上还是发生过重大分歧。正反两方都非常明确的阐明了自己的观点、这种观点的理论和事实依据、以及相应的逻辑推导过程。特别重要的是，这些对立观点是可以被事实检验的，而且确实被事实检验了。在这种情况下，辩论的双方就必须严肃、认真的对自己的观点加以检讨：自己所依据的理论和事实出了什么错？逻辑推导过程出了什么纰漏？没有永远正确的经济学家。凯恩斯、萨缪尔逊这样的经济大师都肯于在重大经济理论和政策问题上公开承认

错误，但在中国我们却很少看到有错误方的经济学家大方的说，“在这个问题上我错了”，更遑论去认真寻找错误的原因。另一方面，正确方的中国经济学家也没有勇气说，“对不起，先生，你当时是错的。”否则，就显得没有雅量，甚至会受到鄙视。于是乎，我们就在经济学的论坛上留下“一堆无人认领的鞋子”。

在过去 5 年，经济学界在人民币国际化和资本项目自由化问题上发生过一场非常尖锐的争论。由于正、反两方都有明确的立场，而且留下了可以检验的判断。而事实的发展已经相当充分地证明哪种观点正确、哪种观点错误。在这场争论中，谁对、谁错并不重要，重要的是什么观点正确、什么观点错误，以及为什么是这样的。我以为，在经济学的辩论中，复盘的机会是不多的。既然有了这样的机会，就不应轻易放弃。只有这样，中国经济学才能在中国这块经济问题丰饶的土地上茁壮成长。

张明博士是过去 5 年来学界的“人民币国际化和资本项目自由化之争”的主要代表人物之一。由于旗帜鲜明，也可能因为年轻，他的观点受到过一些批评。当下，学界在人民币国际化和资本项目自由化问题上似乎已经没有重大分歧。更重要的是，央行已经在实践中大大加强了对资本跨境流动的管理。在这种情况下，确实也没有必要重翻旧账。张明博士也早已把注意力转到其他研究领域。偶然的时机，我看到几位学者的文章。在文章中，他们对张明提出的有关资本项目自由化的八个命题提出批评。几年之后，潮水已经退去，事实已经对双方观点的对错做出了裁定。但事实的裁定不等于主观上的和理论上的裁定。现在我们既然有八个可以检验的正、反两方的命题，就不应该放弃这个难得的复盘机会。为了让经济学辩论场地上少留下几双“无人认领的鞋子”，我以老师的身份要求张明写一篇反批评的文章。他不情愿的答应了，于是便有了下文。我相信，这些学者也肯定不会因为张明现在的反批评而心生芥蒂。

2013 年 5 月，笔者在《财经》2013 年第 14 期上发表了《资本账户开放迷思》一文，提出了与加快资本账户开放有关的八大问题，反对过快地开放中国的资本账户。之后不久，一些学者发表文章，对笔者提出的八大问题逐一提出了反驳，支持加快开放中国资本账户。时光飞逝，现在距离当时的讨论已经有 3 年时间，中国经济面临的

国内外形势也发生了很大变化。在这一背景下，重新来回顾当时的讨论，有助于我们更加深入地认识中国资本账户开放这一问题，以避免今后在这个问题上重犯错误。在本文中，我们将重新来审视这八大问题。我将分别列示我的观点（反方，意味着笔者反对在当时加快资本账户开放）、一些学者的批评（正方：意味着他们支持在当时加快资本账户开放），以及我现在对这些批评的评论。

“迷思之一：当前的资本账户开放是无效的，既然无效，不如放开。”

反方（笔者）：当前的资本账户管制大体上依然有效，而且只要中国政府愿意，还可以加强资本账户管制。

正方（批评者）：中国资本管制有效性下降应是不争的事实。在这种背景下，通过转变管理方式，使隐形资本流动“显性化”，同时建立健全跨境资本流动的监测体系和宏观审慎管理框架，将更有利于妥善管理和应对潜在风险。

笔者的评论：

反方的观点很简单和直截了当：资本管制依然有效，不应放弃。既然要进行辩论，正方就应该指出资本管制无效，或资本管制的成本过高，因而应该放弃。但正方并没有采用这种辩论方式。他们仅仅通过一段文字，表达了一种不同意正方观点的意向。严格说，这不是真正的辩论。

正方这段文字有两个要点：“转变管理方式”和“隐形资本流动‘显性化’”。资本管制的另一种比较温和的说法是“跨境资本流动管理”。正方到底是主张“放弃”资本管制还是仅仅主张“转变”资本管制方式呢？在“有利于妥善管理和应对潜在风险”的表达中，这里的风险当然是指同资本跨境流动相关的风险。但如果不管理资本跨境流动，由这种流动所带来的风险又如何管理呢？这句话是否暗示正方不反对保留对跨境资本流动的管理，即并不主张完全放弃资本管制？如果是这样，正方同笔者的分歧到底在哪里？我以为，这里问题出在正方对“管理”这个概念缺乏清楚的界定。顺便指出，定义模糊，不知不觉中变换概念的问题，在中国经济学的辩论中是屡见不鲜的。

在社会问题的讨论中，我们常常接触到“显性化”的论点：通过使某些活动合法化，这些活动将由地下转到地上，政府便可以对这些活动进行管理，从而最大限度降

低这些活动对社会的危害。这种论点不无道理。但重要的是，要具体问题具体分析。

首先，众所周知，在中国一向有合法的资本流动与非法的资本流动。即使中国政府完全开放了资本账户，也必然会对非法的资本流动进行限制（例如腐败官员将赃款转移至海外、洗钱、为恐怖主义融资等）。因此，即使中国资本账户进一步开放，上述非法资本流动依然会通过地下渠道进行，这类资本流动并不会显性化。

其次，现实情况是，中国的资本项目已经大部分开放，已经“显性化”。而在依然有管制的项目中，对大多数主要项目而言，问题是管制还是不管制，而不是“显性化”还是“非显性化”。例如，对居民换汇的年额度限制是5万美元。由于存在限制，希望在海外购买房产的人可能会被迫通过借用身份证多次换汇，或通过地下钱庄和假海外投资等途径把资金汇出。如果放弃对居民换汇的额度限制，这个人就无需通过其他渠道把资金汇出。如此这般，由于这类资金流动的“显性化”，监管当局能够掌握此类资金跨境流动的真实情况。那又怎么样呢？此时的“妥善管理”又是什么意思呢？如果你要管理此类资本的流出数量和节奏，你就是没有放弃资本管制。如果你不打算这样做，所谓“妥善管理”基本上就是没有管理。2015年以来，短期资本外流与人民币兑美元贬值压力相互加强，成为扰动中国与全球金融市场的重要不确定性。面对这种现实，你必须做出的选择是：允许还是不允许这类资金流出。其他问题都是旁枝末节。

事实已经证明，在中国现实条件下，不要说放弃换汇额度限制不行，就是提高额度也是相当危险的。试想，在人民币升值压力逆转为贬值压力之后，仅仅在5万美元的换汇额度之下，中国外汇储备就缩水了超过8000亿美元。如果在2013年前后把换汇额度提高到10万美元或20万美元，到现在将会是怎样一种局面？

现在再回到笔者的基本命题：“当前的资本账户管制大体上依然有效，而且只要中国政府愿意，还可以加强资本账户管制。”事实已经对这个判断做了最好的回答；从2015年下半年起，随着资本外流的加剧，中国央行明显加强了资本流动管制，例如对居民换汇以及将外汇汇出境外的限制等。而这种管制有效地减轻了资本外流的压力，对人民币汇率稳定做出了重要贡献，以至于国际上有关各方都对中国政府加强资本管制表示理解和支持。遗憾的是，笔者还不能确信，中国经济学界现在已经接受了“中国目前还不能放弃资本管制、必要时还要加强资本管制”的观点。

“迷思之二：加快资本账户开放有助于优化资源配置？”

反方（笔者）：一是放松资本管制未必能够促进经济增长，反而可能爆发金融危机；二是资本账户开放促进经济增长有一定的门槛要求。

正方（批评者）：资本账户开放与金融危机没有必然的联系。宏观基本面的稳健才是抵御各种危机的良方。

笔者的评论：

与上一个问题的辩论类似。正方并未针锋相对地反驳反方的“放松资本管制未必能够促进经济增长，或者放松资本管制可能导致金融危机的爆发”，而是表示“资本账户开放与金融危机没有必要的联系”。“没有必然联系”是什么意思？如果是说资本账户开放不一定会导致金融危机。笔者并无异议。然而重要的是，由于其金融体系的脆弱性，投机资本的跨境流动大大增加了发展中国家出现金融危机的可能性，即便宏观经济基本面比较健康，这些国家也难逃一劫。这一点已经被大量国际经验以及相关实证研究所证明。

从 1980 年代至今，有大量的新兴市场国家爆发金融危机。当然，不同国家爆发金融危机的具体原因可能并不相同（例如 1980 年代拉美国家举借了大量外债、1990 年代东南亚国家普遍存在持续的经常账户赤字等），但大多数爆发金融危机的新兴市场国家，都放松了对跨境资本流动的管理。在危机前后，短期资本的大进大出通常会加剧这些国家危机的严重程度。因此，尽管资本账户开放不是新兴市场国家爆发金融危机的充分必要条件，但很可能是新兴市场国家爆发金融危机的必要条件之一。例如，东南亚金融危机期间，尽管中国国内同样面临严重的银行业坏账问题，但中国并未爆发金融危机，一个很重要的前提条件之一，就是中国政府当时尚未充分开放资本账户。过去几十年以来，国际上有大量经验研究都指出，即使在控制了其他因素之后，跨境资本大规模流动仍是金融危机爆发的显著驱动因素。在金融全球化的今天，没有灵活的汇率制度或资本管制，一个国家是难于独善其身，保持“宏观基本面的稳健”的。

从 2015 年起，中国发生的持续资本外流，与人民币贬值预期，股票市场的暴跌以及箱体震荡之间，存在密切的联系。当时，无论国内还是国际投资者，情绪都发生了显著恶化。如果应对不当，甚至有酿成系统性危机的风险。宏观基本面的稳健当然是重要的，但是随着中国经济潜在增速的下滑以及金融风险浮出水面，中国经济的系

统性风险在上升。在这一背景下贸然开放资本账户，后果可想而知。况且，宏观审慎监管的效力，未必有大家期望的那么有效。

自 2008 年全球金融危机爆发以后，国际经济学界就资本流动问题已经达成如下最低限度的共识：尽管直接投资对经济增长而言是非常重要的，但某些形势的国际资本流动，例如短期债务、套利套汇交易以及相关衍生品交易等，通常会导致金融不稳定与经济不稳定。甚至就连长期资本流动也可能是高度顺周期的，因而也会导致金融与经济的不稳定。既然如此，对某些类型的跨境资本流动进行限制与管理也就成为顺理成章之事。^{*}

近年来，IMF 已经转变为对资本流动管理的看法。IMF 的宏观分析团队认为，资本流动管理应该与宏观经济政策、宏观审慎监管一起，成为新兴市场国家管理短期资本大进大出的工具箱。2016 年 5 月，IMF 的宏观团队更是在杂志上撰文指出，要反思新自由主义经济学思想，特别是该思想对财政紧缩以及跨境资本自由流动的迷恋。[†] IMF 前首席经济学家布兰查德最近也撰文指出，资本管制是应对异常总资本流动的正确宏观经济工具。特别是当总资本流入骤然上升时，资本管制的作用要优于外汇市场干预。[‡] 事实上，这一波关于是否应加快资本账户开放的讨论中的正方，对国际经验以及国际宏观研究近年来的转向，存在认识不足的问题。

“迷思之三：加快资本账户开放、特别是促进资本流出，将有助于缓解人民币升值压力？”

反方（笔者）：一方面当前国际资本流动频繁，放松资本管制可能会加剧人民币对主要货币的汇率波动；另一方面，人民币汇率距离均衡水平不远，不存在通过放松资本账户管制来缓解人民币升值压力的强烈要求。

正方（批评者）：当前全球主要发达经济体继续实施宽松的货币政策，资本流入压力仍较为明显，这可能不是一个短期现象。在此情况下推进资本账户开放，有利于缓解当前人民币面临的较大的升值压力，促进汇率稳定。

^{*} 余永定、张明：“资本管制和资本项目自由化的国际新动向”，《国际经济评论》，2012 年第 5 期。

[†] Jonathan D. Ostry, Prakash Loungani and Davide Furceri. "Neoliberalism: Oversold", *Finance & Development*, June 2016, Vol.53, No.2.

[‡] Olivier Blanchard. "Currency Wars, Coordination, and Capital Controls", Peterson Institute for International Economics, May 6 2016.

笔者的评论：

最近 3 年发生的事实证明，正方低估了全球资本流动以及中国经济形势发生逆转的可能性。他们认为中国在较长时间内仍会面临资本流入压力，因此加快资本账户开放有助于缓解人民币升值压力。这种论点存在两个问题。第一，在存在升值压力的时候，开放资本项目为什么会缓解而不是加大人民币升值压力呢？正方似乎假设开放资本项目之后，资本的流出将大于资本流入。这种假设是没有理论和事实依据的。第二，正方显然低估了美联储加息可能给全球金融市场以及国际资本流动造成的冲击；事实上美联储加息和对美联储的加息预期已经导致，资本从发展中国家向美国流动的显著增加。

很多研究者倾向于将资本流动的方向理想化。例如，一种观点认为，如果中国放开资本账户，尽管中国国内的资金将会流出以寻求全球资产配置，但境外资本将会流入中国，以上两种资本流动能够大体平衡，因此资本账户开放对中国经济的冲击不会太大。这种观点忽视了跨境资本流动的顺周期性。事实上，当一国经济过热时，该国通常会面临大规模的总资本流入（包含外国资本流入与本国资本回流），而当一国经济剧烈下滑或金融危机爆发时，该国通常会面临大规模的总资本流出（包括外国资本回流与本国资本外流）。换言之，本国资本与外国资本的流动方向在很多情形下是一致的、而非相反的，两者的冲击通常会叠加、而非抵消。具体到中国目前而言，过去几个季度内，本国资金外流与外国资金外撤是同时发生的，两者事实上存在着共振。

§

从 2014 年第二季度起至今，中国已经连续 8 个季度面临资本净流出，而加快资本账户开放事实上加剧了人民币贬值压力。人民币汇率升贬值预期，是驱动中国短期资本流动的最重要因素之一，且短期资本净流入（出）与人民币升（贬）值预期之间，存在着相互强化的关系。^{**} 面对人民币贬值压力，央行不得不通过加强资本账户管制的方式来稳定人民币汇率。

“迷思之四：加快资本账户开放有助于倒逼国内结构性改革？”

§ 张明（2015）：“中国面临的短期资本外流：现状、原因、风险与对策”，《金融评论》，第 3 期。

** 张明、谭小芬（2013）：“中国短期资本流动的主要驱动因素：2000-2012”，《世界经济》，第 11 期。

反方（笔者）：资本账户开放可能挤压国内民间资本的发展空间，也很难显著推进国内收入分配以及在若干服务业打破国有企业垄断格局等结构性改革，反而可能导致金融危机爆发，并进而延缓国内改革。

正方（批评者）：加快资本账户开放对国内相关改革的促进作用可能体现在：进一步提高经常项目的可兑换水平，便利对外贸易和投资，加快“引进来”和“走出去”步伐，帮助我国融入新一轮国际贸易投资一体化；改变我国金融市场相对封闭的状况，促使金融机构摆脱“惰性”，改善和提升民间金融机构的竞争力，构建更具竞争性的金融服务体系，提高金融支持实体经济发展的能力。

笔者的评论：

中国的贸易自由化、特别是加入 WTO，确实为中国经济改革注入了新的动力。但是，金融自由化同贸易自由化的性质是完全不同的。如果希望论证加快资本账户开放将会对国内相关改革起到促进作用或“倒逼”改革，就必须具体论证这种促进或“倒逼”作用是如何发生的。但是我们至今仍未看到过这种论证。^{††}

那种通过资本账户开放（或人民币国际化）来“引入外部压力”，进而“倒逼国内结构性改革”的观点，实在有些过于一厢情愿。与此同时，至少在过去 3 年内，笔者也并未看见，资本账户开放“改变了中国金融市场相对封闭的状况，促使金融机构摆脱了惰性，改善和提升了民间金融机构的竞争力，构建了更具竞争性的金融服务体系，提高了金融支持实体经济发展的能力”。过去 3 年内，中国股票市场的暴涨与暴跌、一线城市房地产飙出天价、银行体系拼命掩盖真实坏账水平、企业债违约明显加剧，都生动地表明中国金融体系存在的巨大风险。在将这些风险厘清、处理之前贸然开放资本账户，很可能加剧危机爆发的可能性。

2016 年第 1 季度，根据有关报道，中国对外直接投资的规模接近 2015 年全年。然而，近期中国企业对外直接投资主要以海外并购为主，而非以绿地投资为主。更重要的是，关于不少案例的报道都显示，中国企业在进行海外并购时，开出的价格都显著地高于竞争对手的价格，或者市场估计的公允价格。这种趋势是否反映出，在其他

^{††} 一种通常被用来佐证“倒逼改革论”的论据是，2001 年中国加入 WTO（承诺在六年内将会显著开放本国银行业），显著推动了中国国内的商业银行改革。然而，一方面，如果没有从 1998 年左右开始的通过中央政府财政资源来处理商业银行坏账的努力，中国商业银行市场化改革不会如此顺利；另一方面，在 2008 年全球金融危机爆发以后，中国商业银行将大量信贷资源注入房地产市场与基础设施投资领域，已经为下一轮坏账浪潮埋下了隐患。

渠道的海外投资受到的监管已经加强的背景下，对外直接投资成为中国资本外流的新渠道？所幸的是，近期中国政府已经明显加强了对对外直接投资的管理。

试想，如果确实因为资本账户开放过快而引发了金融危机，一旦金融危机爆发，诸如国有企业改革、土地改革、金融改革之类的结构性改革，究竟会加快呢？还是会陷入停滞甚至逆转呢？笔者以为后一种情景发生的可能性更大。总之，参加这次辩论的正反双方，在进一步推动结构性改革的方向上是没有分歧的。但笔者认为，结构性改革的推动更多地有赖于社会各界达成共识、推动中国政府进行改革，而非简单地寄希望于“以开放促改革”。

“迷思之五：加快资本账户开放有助于助推人民币国际化？”

反方（笔者）：问题在于“为什么中国政府要大力推进人民币的国际化”，对人民币国际化是否能在现阶段对中国带来重要的福利增进表示怀疑，认为“货币国际化通常是市场选择的结果，而非政府人为推动的结果”。

正方（批评者）：人民币跨境使用的需求不但真实而且旺盛，人民币跨境结算额的突飞猛进和人民币离岸市场的快速发展即是明证。反复强调“加快资本账户开放却可能损害中国的宏观经济与金融市场稳定”，对此如不仔细研究，就有臆断之嫌，其推论的可靠性也难免大打折扣。

笔者的评论：

如果人民币跨境使用的需求真实而且旺盛，那为什么随着人民币升值预期的逆转，香港人民币存款规模已经由 1 万亿左右剧烈下降至目前的不到 8000 亿元？这恰好表明，笔者认为，过去的人民币国际化进展存在较大泡沫，在很大程度上受到跨境套利与套汇行为推动的观点。笔者所在团队早在 2011 年就曾经预测，随着人民币升值预期的逆转，以及境内外利差的缩小，无论使用人民币跨境结算额还是用人民币离岸市场规模来衡量的人民币国际化进展，都会显著放慢甚至收缩。当前的现实无疑证实了我们之前的判断。

此外，从 2015 年下半年起，为了抑制人民币贬值压力，特别是遏制离岸市场上做空人民币的而行为，央行对香港离岸人民币市场加强了监管（例如限制本国金融机构为离岸市场提供人民币流动性），这种行为已经导致了香港离岸人民币市场陷入停

滞。中国央行干预香港离岸人民币市场的做法受到了有关各方的质疑与担忧，很多外国投资者不再将香港市场视为一个离岸市场。其实，如果没有央行过去快速的“放”，就不会有现在这么被动的“收”。

至少，为了抑制人民币贬值压力，央行在应该降准与降息的时候畏首畏尾，这应该与害怕资本外流加剧密切相关吧？今年春节前后，有央行官员表示，之所以不降准的原因，是降准“未必会导致国内流动性水平增加”。这恰好说明，对资本外流以及人民币贬值压力加剧的担忧，已经限制了央行货币政策的独立性。

“迷思之六：加快资本账户开放不需要遵循固定次序，可以与利率、汇率市场化改革平行推进”？”

反方（笔者）：“资本账户开放既需要遵循特定的次序，也需要一定的前提条件”，而中国必须具备的三个前提条件分别是：人民币汇率形成机制市场化改革基本完成，人民币利率市场化改革基本完成，中国金融市场基本实现对民间资本充分开放。

正方（批评者）：资本账户开放与利率、汇率市场化改革的关系不是绝对的，并不是只有在利率、汇率市场化改革完全到位后才可以启动资本账户开放。近年来中国在利率和汇率市场化方面的进展已经为加快资本账户开放打下了比较好的基础。

笔者的评论：

迄今为止，有大量的相关文献均指出，要想降低资本账户开放对一国宏观经济与金融市场的负面冲击，或者提高资本账户开放对一国经济增长的贡献，该国的资本账户的开放就需要满足一系列前提条件，例如该国汇率与利率已经比较充分地市场化、该国金融市场发展已经达到一定的门槛值水平、该国具备了一定地实施逆周期宏观经济政策的政策空间等。

为什么汇率市场化是资本账户全面开放的前提条件呢？这是因为，如果汇率形成机制没有充分市场化，就容易形成本币汇率的持续高估或者低估，这就容易在资本账户开放后导致跨境资本的持续流出或流入（包括引发各种投机性攻击），从而对该国宏观经济与金融市场稳定造成负面影响。

为什么利率市场化也是资本账户开放的前提条件呢？这是因为，如果一国国内利率没有市场化，利率不能根据市场供求充分调整，那么在资本账户充分开放后，境内

外依然可能形成较大的利差，这就容易引发各类跨境套利活动，从而冲击宏观与金融稳定。此外，利率管制的环境通常意味着金融抑制，而随着利率市场化的进行，金融抑制的环境将被打破，过去各种隐含的金融风险可能快速显性化，而这将会降低投资者信心，引发大规模的资本外流。而如果能够在资本账户全面开放之前先完成利率市场化，并消化掉利率市场化造成的冲击，再开放资本账户的话，过程将会平稳得多。

2014年以来中国发生的故事，生动地表明，在汇率改革尚未充分市场化的前提下，贸然开放资本账户可能导致的风险。从2014年第2季度至2016年第1季度，中国已经连续8个季度面临金融账户逆差，累计资本外流达到7902亿美元。此外，从2014年第2季度至2015年第4季度的累计错误与遗漏项净流出也达到3223亿美元。换言之，这一期间中国资本净外流规模之所以超过1.1万亿美元，很大程度上就与市场持续人民币贬值预期有关。而如果人民币汇率形成机制改革到位，人民币兑美元汇率能够真正实现双向波动的话，人民币兑美元汇率就不会形成持续高估，也不会产生持续的人民币兑美元汇率贬值预期。简言之，要想在开放资本账户后不发生持续大规模的资本流动，人民币汇率与利率的充分市场化依然是重要的前提条件。

2015年年底，中国央行取消了金融机构一年期基准存款利率上限，这意味着狭义的利率市场化基本完成。国际经验显示，在一国利率市场化完成（金融抑制环境被打破）之后的几年时间，通常会面临金融市场动荡。过去潜藏在水下的风险，将会浮出水面。中国目前正在面临影子银行产品违约率快速上升的局面，无论是P2P、信托还是银行理财产品，一旦刚性兑付的格局被打破，未来的违约率将会显著上升。2016年上半年以来，企业信用债市场违约率开始激增。试想，如果当年加快开放资本账户，那么在目前违约激增的环境下，将会发生何等规模的资本外流。这说明，利率市场化不仅是资本账户全面开放的前提条件，而且在资本账户全面开放之前，一国最好能够充分应对利率市场化所导致的潜在风险的显性化。

“迷思之七：“当前是中国政府加快资本账户开放的战略机遇期”？”

反方（笔者）：“当前绝非中国加快资本账户开放的战略机遇期：第一，主要发达国家均在实施新一轮量化宽松政策，短期资本流入压力较大；第二，在这一背景下，部分新兴市场经济体开始重新采纳一些资本流动管理工具；第三，就连长期以来以推动资本账户自由化为己任的IMF也认可资本账户管理可作为新兴市场国家管理国际资

本流动的重要工具。

正方（批评者）：第一，推进资本账户开放特别是优先开放更多的流出渠道，有利于促进流出流入平衡；第二，国际上对资本账户开放在实践上和认识上的发展变化，为我国创造了相对宽松的外部环境，无疑有利于我国更加稳妥审慎地推进这一目标。因此，战略机遇期是存在的。

笔者的评论：

这里实际是对经济形势的判断。在判断经济形势时，中国经济学家习惯于把适用于一个历史阶段的长期判断用于定义一个仅仅跨越数年甚至更短的时期。“战略机遇期”这个概念早已被过度消费了。过去几年，在美联储收紧货币政策的背景下，全球经济陷入了停滞、动荡与冲突的环境中。中国遭遇的外部冲击远大于外部机遇，中国经济的下行也给全球经济带来了负面的溢出效应。回头来看，过去几年是中国加快资本账户开放的机遇期的说法，明显存在问题。此外，笔者也并未看到，推进资本账户开放促进了“流出流入平衡”。过去几年，无非是资本外流的失衡替代了资本流入的失衡。

此外，如果认为2012年前后是加快资本账户开放的“战略机遇期”，那么毫无疑问就应该加快资本账户开放。但是正方声称，“国际上重新认识到资本流动管理的重要性，为我国创造了相对宽松的外部环境，无疑有利于我国更加稳妥审慎地推进这一目标，因此战略机遇期是存在的”。这里所谓的外部环境到底是指什么呢？IMF“战略机遇期”这种重大判断恐怕不应该是西方国家政府对资本管制采取了较为宽容的态度吧？事实上，当我们希望推行某种政策的时候，我们会宣布目前是推行这种政策的战略机遇期。真正的论证根本就不存在。此外，正方对自己的论断似乎也不太有信心。如果正方也认为资本账户开放应该“更加稳妥审慎”的话，双方又在辩论什么呢？

“迷思之八：“中国庞大的外汇储备足以应对资本账户放开后的任何风险？”

反方（笔者）：一是从外汇储备/M2这一指标来看，中国的外汇储备可能并不高；二是资本账户会一夜放开，而放开后中国居民就会在极短的时间内到海外进行大规模多元化投资，再加上羊群效应，资本就会大举外流；三是一旦资本大举外流，我们的

外汇储备显然难以支撑，由此将无法控制风险。

正方（批评者）：外汇储备/M2 这种指标是否合理，值得存疑。前面张明还在担忧外围流动性加剧给新兴经济体带来的短期资本持续大规模流入的压力，这里就又开始忧虑资本流出风险了，逻辑上似乎有些凌乱。

笔者的评论：

从 2014 年 6 月底至 2016 年 3 月底，中国外汇储备规模由 4 万亿美元降至 3.2 万亿美元，不到两年时间内缩水了 8000 亿美元，其中绝大部分是央行用来干预外汇市场，缓解人民币兑美元贬值压力的结果。在外汇储备流失最剧烈的几个月内，无论是国内还是国外投资者都在估算，什么规模的外汇储备是中国央行的心理底线？这表明，一旦中国国内主体开始向海外转移资产，中国的外汇储备的确会大幅缩水。8000 亿美元是什么概念？无论世界银行还是 IMF，其可动用资金都不到 8000 亿美元。近期我们与之交流的很多外国学者与投资者都惊叹，中国政府为了维持汇率稳定，居然这么轻易就花掉了 8000 亿美元的真金白银！试想，如果我们之前就实施了人民币汇率形成机制的真正市场化，央行就没有必要通过干预外汇市场来维持汇率稳定，我们就不至于损失掉这么多外汇储备。当然，过去我们积累这么多外汇储备是不合理的，这意味着一轮国民财富的损失。然而，如果我们当前为了汇率维稳而轻易花掉这些外汇储备，我们将遭受另一轮更大规模的国民财富损失。这样的财富损失，难道不值得我们为之痛心疾首吗？

其实，外汇储备究竟多少是好，关键要看一国政府想把外汇储备用来干什么。传统上衡量外汇储备充足度的指标包括 3 个月至半年的进口额、一年内到期的外债规模等，这就意味着，如果只是把外汇储备用来支付进口或者偿还外债，那么中国需要的外汇储备并不高，1 万亿美元足够了。但是，如果在短期资本持续大规模外流的情况下，要用外汇储备来干预市场并防止人民币兑美元的贬值，那这需要的外汇储备规模无疑就上去了。从后一视角来看，用外汇储备占 M2 比率来衡量中国政府用外汇储备来干预外汇市场的可持续性，未尝不可。例如，IMF 近年来开始使用一系列指标的组合来衡量外汇储备的充足度。对于没有资本账户管制，且试图维持本币汇率兑美元稳定的国家而言，充足的外汇储备规模应该同时满足：第一，短期债务的 30%；第二，其他债务的 20%；第三，M2 的 10%；第四，出口的 10%。根据法兴银行在 2015 年 9 月初做出的估算，按照上述 IMF 的标准，则中国的外汇储备规模不能低于 2.75 万亿美

元。^{**} 不难看出，这距离中国目前 3.2 万亿美元的外储规模已经不远了。这也意味着，如果在收紧资本账户管制的前提下要继续维持汇率稳定的话，中国能够消耗的外汇储备规模已经不多了。

在 2004 年至本轮全球金融危机爆发前，笔者所在团队的确呼吁，积累过多外汇储备弊大于利，其机会成本、汇率风险与冲销成本都不容低估。例如，通过经常账户顺差来积累外汇储备，相当于中国这样的中等收入国家持续借钱给美国这样的发达国家。一方面，我们借钱给美国收取的利息太低，远低于中国国内的投资回报率，因此，这样的做法存在很高的机会成本；另一方面，如果我们持有太多美元计价资产的话，一旦美元兑人民币贬值，我们将遭遇显著的估值损失。而为了不让美元贬值，我们不得不借更多的钱给美国。这就意味着我们陷入了“美元陷阱”。因此，我们当时建议，央行应该顺应市场趋势，让人民币更快地升值，以此来缓解中国经济的外部失衡。

从 2014 年下半年起，笔者所在团队又在呼吁，如果人民币兑美元汇率面临贬值压力，就应该顺应市场趋势，让人民币汇率及时调整，这样就不会形成持续的贬值预期，更不会使得央行不得不通过出售外汇储备的方式来维持汇率稳定。

笔者结语：

笔者之所以在这次关于是否应加快资本账户开放的讨论三年之后再写这篇文章，原因是因为，三年前的这次讨论，正方与反方的观点都得到了忠实的记录。后来的观察者可以通过查阅这一记录，来了解三年前讨论的前因后果、来龙去脉，以及比较正反双方观点的异同，从而自己得出相应结论。事实上，三年前正反双方的观点，基本上都汇集在《资本账户开放：战略、时机与路线图》（陈元、钱颖一主编，中国金融 40 人论坛系列丛书，社会科学文献出版社，2014 年 4 月版）这本书中。这本书客观上起到了留此存照的作用。三年时间过去了，潮水已经退去。回顾过去三年，以致过去十年学界在资本项目自由化问题上的辩论，哪种观点更为正确似乎已经不必多加评论。

问题在于，为何三年前，有这么多学者与官员会支持应加快资本账户开放呢？在这种观点的背后是否还有更深刻的原因呢？笔者认为，原因可能包括以下几点。

^{**} <http://www.ftchinese.com/story/001063784?print=y>。

第一，对中国经济的增长动力、中国金融市场的稳健性以及中国政府管控经济的能力过于自信，认为中国与其他新兴市场是不同的，没有爆发与其他新兴市场类似的金融危机的风险。譬如，大家认为，中国政府管理跨境资本流动的能力超过了美联储，外管局能够从自己的系统中看到任何一笔异常资金流动，并且予以适当管控，因此加快资本账户开放没有什么大问题。然而事实上，从2014年第二季度至2016年第一季度，中国已经连续八个季度面临大规模资本外流，且近期央行明显收紧了对资本跨境流动的管理，这是否说明了过去的开放可能过快？又如，2015年以来中国股市的大起大落，使得国内外市场参与者一度明显质疑相关监管者的监管能力。正如罗高夫与莱因哈特在《这次不一样：800年金融危机荒唐史》中所指出的，历次金融危机的爆发，一大原因就是特定国家政府与监管者认为，该国与其他国家是不一样的，不会重蹈其他国家的覆辙。换言之，我们切不可因为过去中国经济的长期高速增长就对所谓的“中国奇迹”过于乐观，以为我们真的与众不同，能够突破各种经济规律办事。

第二，也是由于对中国的“独特性”过度自信，使得一些研究者与官员在一定程度上忽视了新兴市场国家的经验教训，以及国际学界对资本流动管理看法的转变。一方面，若干次新兴市场国家金融危机的经验教训均表明，对跨境资本流动失去了控制，是导致危机爆发或加剧的关键性因素。过早或过快地开放资本账户，或者资本账户开放没有遵循特定的次序，通常会加剧相关国家的金融脆弱性。另一方面，在本轮全球金融危机爆发之后，包括IMF在内的国际学界已经改变了对资本流动管理的看法，他们开始强调新兴市场国家保留对资本流动管理的必要性。未来，我们应该继续加强与国际主流经济学界与政策界的交流，尤其是要密切跟踪最新进展。

第三，在资本账户开放与人民币国际化相关讨论中，正方对来自市场的微观证据可能重视不足。例如，多年以来，很多在国内外金融市场上工作的金融家与基金经理在与我们团队交流时，都曾表示，他们私下里赞同我们关于资本账户开放仍应谨慎渐进的观点，但他们在公开场合不会支持我们，因为如果资本账户开放较慢，会影响到他们自己的业务开展。又如，关于人民币国际化的进展，我们团队多次在香港、广东、福建、云南等地进行调研。我们的调研表明，跨境套利与套汇现象，在人民币国际化的“招牌”下大行其道。从很大程度上而言，人民币国际化的快速开展背后，是由跨境套利套汇行为驱动的。在我们与央行一些官员交流时，他们承认这些现象的存在，但坚持人民币国际化的主流依然是真实需求的交易。时至今日，我们不难发现，随着人民币升值预期的逆转，以及境内外利差的收窄，无论采用哪种指标衡量的人民币国

际化，其速度已经显著放缓。这客观上印证了我们关于套利行为在相当程度上驱动人民币国际化的观点。当然，我们支持实现人民币国际化和资本项目自由化的终极目标，但这个过程应该是渐进的，欲速则不达。

最后，笔者希望再次强调，之所以撰写这篇文章，并不是为了针对某个机构或某个人，也不是为了证明什么，而是想就关于资本账户开放的讨论做个阶段性总结，以起到留此存照的作用。笔者真诚地希望，在未来新的讨论中，有关各方都能总结过去的经验教训，使关于中国经济改革开放的学术研究与政策讨论能够健康发展。

（笔者为中国社科院世经政所研究员）

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。