



连平：稳慎推进金融高水平开放



意见领袖 | 连平

加入世贸组织以来，我国金融对外开放持续稳步推进，金融行业和金融市场开放的广度和深度不断提升。按照百年奋斗目标的要求，金融高水平开放将成为新时期改革开放的重要任务。在此过程中会有哪些潜在风险、如何做好风险防范是值得重视和需要厘清的重要问题。



一、金融高水平开放的潜在风险

金融高水平开放意味着我国金融领域将在目前开放水平的基础上进一步扩大开放，继续向金融开放的深度和广度进军，进一步提升金融开放的质和量，金融开放的领域、水平、层次和方式达到国际金融开放的平均最高水平。

金融开放意味着要素可以自由地跨境流动，具体来看，即资本、人力、产品、服务等在金融服务业和金融市场内进行跨境资源配置。各类要素跨境流动必然受到所在国的相应管理，因此金融开放必然涉及到资本和金融账户的开放，其核心的内容是资本与货币跨境流动和交易所带来的管理限

制的减少，包括跨境资本流动和货币自由兑换管理的宽松与开放。货币兑换和交易的开展必然涉及本外币之间的价格机制，因此汇率机制市场化和便利化也就顺理成章地成为金融高水平开放的重要内容。而大型和重要性经济体金融行业与金融市场的高水平开放、要素大规模、频繁地跨境流动，必然会产生降低风险和交易成本的市场需求，因而本币国际化自然就会发展起来。由此可见，金融高水平开放涉及宏观与微观、短期资本与长期资本、直接投资与证券投资、市场与管理、行业与政策等一系列相关的重要领域。

2000 年以来，我国金融开放稳步推进。银行业、保险业率先对外开放；2015 年以来证券和资管等领域加快开放；迄今为止，银行准入方面的限制已基本放开。金融市场的开放近年来动作频频，目前外资占我国股票市场和债券市场的比重逐步提升。与此同时，我国资本和金融账户开放持续推进，港股通、陆股通、债券通等境内外投资渠道不断拓宽，企业部门资本流动和货币兑换限制日趋减少，但在人民币自由兑换方面仍有不少限制。人民币汇率机制市场化改革持续推进，人民币汇率在区间内保持双向波动，弹性增大，但人民币外汇市场的供求关系仍有待进一步减少限制。经过十三年的历程，人民币国际化在支付结算功能、交易功能以及储备功能方面取得了一系列成果；但迄今为止，仍处在初步发展阶段，尤其是在日趋恶化的国际环境下，人民币国际化正在面临新的机遇和严峻的挑战。可见，未来我国金融高水平开放的任务是十分艰巨的，同时金融高水平开放的过程也必然伴随许多潜在风险。

金融由较低水平开放向较高水平开放通常伴随着潜在风险的显性化。这一点已经为不少发达经济体和发展中经济体的痛苦经历所证明。亚洲金融危机导致亚洲“四小龙”经济大幅倒退，在此前这些经济体曾经历了一轮快速的金融对外开放，尤其是资本项下的开放。日本在上世纪九十年代后经济持续处于零增长水平，之前的八十年代后期和九十年代亦曾经历了高歌猛进的金融自由化过程。一些拉美国家经济长期处在中等收入陷阱，难以有效提振，其重要原因是金融开放过快、过度举借外债导致了外债风险。一些经济体“吃一堑，长一智”，在金融过快过早开放受到挫折后，采取了审慎的宏观政策和监管政策，吸取教训后稳步实施金融开放政策。但也有少数经济体在金融扩大开放问题上并没有真正吸取教训，在跌倒过的地方再次跌倒。由于采取十分审慎的政策，确实也有不少发达经济体在金融高水平开放过程中总体上较为平稳。

从所涉及的领域和要素来看，金融高水平开放可能带来的风险主要涉及两个核心问题：资本大规模跨境流动和汇率单向趋势性变化。在允许资本高度自由流动、金融市场高度开放的条件下，经济基本面、宏观政策以及市场预期等相关因素的变化往往会导致资本在短期内大规模快速流动，从而对所在国的股票市场、债券市场及外汇市场形成冲击，进而波及经济体的各个方面，对宏观经济运行带来伤害。由于允许资本自由流动，又允许汇率较大幅度的浮动，市场供求关系波动带来的汇率单向趋势性变化，也会对本币资产价格形成较大的扰动。由资本大规模流动和汇率趋势性波动所形成的风险，往往表现为外汇风险、市场风险和信用风险。

自 2000 年我国加入世贸组织推进金融开放以来，中国经历了资本流动和汇率波动所引发的两个风险较为典型的阶段。第一轮是 2003 年以后，中国经济连续五年保持两位数增长，国际收支大幅顺差，资本持续大规模流入，2003-2011 年非储备性质的金融账户平均每年顺差约 1300 亿美元；人民币持续大幅升值，外汇储备跨越式增长。2005 年 6 月至 2007 年 10 月的 29 个月内，上证综指由 998 点快速上行至 6124 点，涨幅超过 500%。以至于 2004-2011 年货币政策持续收紧，存款准备金率上调至 21.5% 历史高位。这一阶段的特点是资本大幅流入、人民币持续升值和股票市场大幅攀升。第二轮是 2015-2016 年，伴随着经济增速的持续下行，资本大规模外流，2015 年与 2016 年非储蓄性质的金融账户逆差快速扩大至 4345 亿美元与 4161 亿美元；两年间人民币贬值 13.3%；资本市场出现较大幅度震荡，自 2015 年 6 月开始的 8 个月内上证综指跌幅超过 40%。此阶段的特点是资本大幅外流、人民币快速贬值和股票市场明显下跌。

在未来金融高水平开放的过程中，风险表现形态可能性较大的是资本阶段性快速外流和人民币阶段性大幅贬值。未来五至十年，我国将面临较为严峻的国际经济环境，尤其是金融领域可能会持续受到外部势力抑制，甚至不排除所谓的制裁和打压。伴随着人口老龄化加快和城镇化速度放缓，我国的投资空间收窄，潜在增长水平会降至 5% 以下，经济增长速度会进一步放缓，再次回到 7%-8% 增速的可能性很小。在 GDP 增长走缓的情况下，货币政策较大可能处在相对偏松的状态，利率水平抬升的难度较大。伴随我国人均 GDP 增长和国内市场规模的持续扩大，进口将长期增长，我国经

常项下顺差有可能改变过去持续较高的状态，可能会逐步收窄。鉴于长期以来的审慎管理，居民部门积累了持续增长的境外投资和兑换外币的需求。以上这些因素对未来金融高水平开放带来的风险，可能性较大的类型是阶段性资本流出和人民币贬值的风险，甚至进一步发展为资本短期内大规模流出、人民币阶段性贬值、资本市场大幅震荡三者之间联动的风险。中长期来看，中国经济的基本面将保持平稳运行，国际收支双顺差格局仍将维持，外汇市场供求关系将保持相对平衡，汇率调节机制逐步完善，有效调控的能力有所增强，未来可能出现的资本流出和汇率贬值的风险将会是短期性的风险，难以维持长久。

二、如何做好风险防范

目前，外商来华直接投资保持较快增长，2021 年全年增长 32%；外债规模较为合理，约 2.7 万亿美元，外债负债率（外债余额占 GDP 比重）为 15.5%，占比相对不高。从国际角度来看，证券投资中外资占比尚处于较低水平，2021 年末陆股通和 QFII 合计持有的 A 股总流通市值占比约为 5.6%，境外机构持有的银行间债券市场债券金额占总托管量的 3.5%。资

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43941

