

# 对中国资本账户开放进程的一些观察与思考

张礼卿

**摘要:** 在 20 世纪 90 年代以前,我国一直实行严格的资本管制,无论是资本流入还是资本流出,都受到严格限制。1996 年 11 月,在中国人民银行宣布接受 IMF 第八条款,即实现经常项目可兑换后,我国外汇管理体制改革的重点开始转向推动资本账户开放。在经历了近 30 年的努力之后,我国资本账户的开放程度有了明显提高,在推进过程中也积累了一些成功经验。展望未来,除非发生极端情形,中国应该适当加快资本账户开放步伐。

**关键词:** 资本账户;资本管制;跨境资本流动

**中图分类号:** F832      **文献标识码:** A

## 一、中国资本账户开放历程回顾

### (一) 简要历程

在 20 世纪 90 年代初,为了解决经济发展中的资金和技术瓶颈,在浦东新区开发战略的推动下,我国开始鼓励跨国公司来华投资。不过,总体而言,该阶段投资规模相对有限,且需要通过严格的审批程序。与此同时,我国对于证券资本流入、向外国银行借款等,仍然维持严格的管制,而对于各种形式的资本流出,更是采取了非常严格的控制。

进入 21 世纪,伴随着中国成功加入世界贸易组

织这一历史性事件,我国在制造业领域的对外开放步伐显著加快。受其影响,放松资本管制的驱动力量在不断增强。为更好地顺应经济开放的需要,我国资本账户的开放进程逐渐加快。

在直接投资领域,一方面,自 2001 年起,我国逐步放松了针对外国直接投资的各种限制,包括简化外商直接投资项目的审批手续、简化外商投资项下资本金结汇管理、取消外商对部分开放行业境内企业的并购限制,以及允许外资对国内上市公司进行战略投资等。直到 2018 年,这些鼓励外商直接投资流入的措施主要集中在制造业。2018 年 4 月,习近平总书记在博鳌亚洲论坛上宣布,中国将扩大金融服务业的对外开放。随后几年中,外资在中国的银行、证券、保险和基金等行业的持股比例显著放宽,并很快完全取消。另一方面,在“走出去”战略的指引下,过去 20 年左右的时间里,有关部门也陆续放宽了限额以下境内企业对外直接投资的购汇限制,简化了各种手续。2007 年美国次贷危机后,在“藏汇于民”等政策的推动下,我国对外直接投资规模呈现加速扩大趋势。

证券投资领域的开放始于 21 世纪初。最初几年里的工作主要是引入合格境外机构投资者安排(QFII)和引入合格境内机构投资者安排(QDII),在一定程度上放宽了保险、基金、银行等金融机构境外证券投

资和代客理财等限制。美国次贷危机后，从允许“三类外资银行”进入银行间债券市场，推出 RQFII 和 RQDII，再到实施“沪港通”“深港通”“熊猫债”和“债券通”等诸多创新安排，以及将对外发债审批制改为备案登记制等，证券投资双向开放程度有了较大的提升。2019年9月10日，国家外汇管理局宣布取消 QFII 和 RQFII 的投资额度限制，标志着证券资本流入的进一步开放。在交易所与明晟、彭博等国外知名股票和债券指数公司开展合作之后，国际证券资本流入的规模有所放大。此外，酝酿中的“跨境理财通”业务已经准备完毕，一旦启动将成为中国资本账户开放的重大举措。

在其他投资领域，直到五、六年前，我国对于境内机构借用中长期外债一直保持着较为严格的审批制管理。2015年9月，为了鼓励长期资本流入，国家发改委宣布取消企业对外发债的额度审批，实行备案登记制管理。而差不多在此前一年，有关主管部门也已放松了对跨境担保业务的限制，取消了内保外贷业务的数量限制。

## （二）开放程度

应该如何评价我国的资本账户开放程度？这是一个重要的问题。本文认为，资本账户开放程度可从两个维度衡量。一个是基于法规角度。根据 IMF《汇兑安排和汇兑限制》年报提供的资料，在其设计的 40 类交易项目中，我国 20 世纪末大约 90% 以上的资本交易项目都是不可兑换的。但经过 20 多年的开放，目前完全不可兑换的交易项目数量已经下降到 10%，部分可兑换和基本可兑换的项目合计达到了 90%。具体来看，据统计，在所有 40 类子项中，我国的不可兑换项目有 4 项，占 10%；部分可兑换项目有 22 项，占 55%；基本可兑换项目有 14 项，占 35%。另一个是基于事实角度，也即实际开放度。通常我们可以用各种数量指标（占比）来衡量这种实际开放度，并辅之以横向国际比较。数据显示，截至 2020 年 6 月末，境外投资者所拥有的境内债券市场资产托管余额仅为总额的 2.4%；持有境内股票规模占 A 股流通总市值的比重仅为全部市值的 4.5%，远低于美国、日本、欧盟等发达国家和地区，甚至低于巴西等新兴市场经济体。另外，外资银行在华的资产占我国全部银行资产

的比率不足 2%。

不难看出，我国实际的资本账户开放程度远低于法规显示的水平。继续积极推进资本账户开放任重道远。

## 二、中国资本账户开放的主要经验

回顾我国 30 多年来推进资本账户开放的历程，根据我们先前的研究（张礼卿，2019），发现至少有四点经验值得肯定。

第一，正确选择改革措施的出台时机和顺序非常重要。在我国，面向现代市场经济体制的改革始于 20 世纪 90 年代初，最初的改革涉及贸易、财税、信贷、外汇和企业改革等领域。1994 年年初出台了外汇体制改革方案，其中，包括人民币汇率并轨、实行银行结售汇制度和建立银行间外汇市场等，并在 1996 年 11 月宣布实现经常项目可兑换。值得指出的是，在这次外汇体制改革方案中，并没有涉及资本账户的可兑换（开放）；相反，还明确宣布要继续加强外债的计划管理和对其他资本流动的管控。事实上，资本账户的可兑换或开放一直到新世纪之初才真正启动并逐步取得进展。不难看出，资本账户开放在我国整体经济转型的过程中是相对较晚的，是在其他经济改革进行到一定程度之后才开始实施的，这与拉美、前苏联以及东欧一些国家所实行的激进式改革模式完全不同。实践证明，这样的选择是正确的。

在资本账户开放的顺序方面，也呈现出稳健和渐进的特点。大体上，遵循了先放松与实体经济活动紧密相关的资本交易的限制，例如，直接投资限制和股权类证券投资限制（如 QFII、QDII、沪港通和深港通等），然后再放松债券投资和贷款限制的顺序。在资金流向方面，先放松流入限制，然后再放松流出限制，逐渐实现双向开放。上述顺序较好地适应了我国国际收支总体状况演变趋势，避免了整体经济改革过程中的潜在金融风险，也在一定程度上适应了居民和企业 在经济发展到一定阶段后需要进行全球资产配置的客观需要。

总体而言，资本账户开放在我国经济转型改革中的推出时机和顺序是比较合理的。可以认为，我国从计划经济向现代市场经济的转型改革，实际上已经成为著名国际经济学家罗纳德·麦金农教授所倡导的“渐

进式”市场化改革模式的成功范例（麦金农，2014）。

第二，“试点与推广”有助于降低改革风险。我国几十年的改革和开放实践表明，几乎所有重大举措的出台都经历了从试点到推广的过程。这是一个成功的模式，是我国在经济转型和政策改革实践上对世界的重要贡献。而过去30年间我国资本账户的开放实践，就是这一模式运用的成功案例。在放松直接投资限制方面，从行业选择到金额逐渐扩大，经历了试点与推广；在减少证券投资限制方面，例如，QFII、QDII、RQFII和沪港通等实践，从机构选择、品种选择到金额的逐步扩大，也经历了类似的过程。这一模式的主要优点是可以显著降低改革风险，并及时纠正一些错误和不成熟的举措，以免对整体经济的稳定产生过大冲击。资本账户的开放可能是诸多改革领域中风险最大的，充分运用试点和推广这一模式，可大大降低这项改革的风险。

第三，面对比较严重的内外部冲击，应及时进行临时性调整（即暂时加强或恢复某些管制）。资本账户开放是我国面向市场化经济转型的重要组成部分。在中共十八届三中全会上，实现资本账户可兑换（开放）被确定为一项长期改革目标。在实践中，近30年的历程也证明了这一方向的正确性。然而，跨境资本流动管理的加强和放松有时候也可以被用作实现宏观经济与金融稳定的短期政策工具。2015年“8·11”汇改后，外汇市场出现剧烈波动，资本显著外逃，导致人民币贬值压力增大，监管部门消耗了近万亿美元外汇储备进行干预。在这一情形下，有关部门及时加强了对跨境资本流动的管理，例如，对对外直接投资实行严格的限额管理，同时暂停了一些已经或正在实施的改革措施，例如，内保外贷、人民币资金池等业务。这些措施产生了一些负面冲击，包括一定程度上影响了投资者的信心，对人民币国际化进程也构成了一定的不利影响；但总体上看，其对维持当时金融市场和汇率的稳定发挥了不容忽视的作用。

第四，加强宏观审慎管理，对于资本账户开放的稳步推进具有重要意义。由于市场信息的不完备性，国际投资者常常会表现出过度乐观或过度悲观的非理性情绪，加上金融市场内在的顺周期性，国际资本流动往往会引发或加剧金融动荡。正因如此，在资本账户开放的进程中，应该加强宏观审慎管理。近年来，

我国这方面的相关政策经验值得肯定。例如，为应对2015年外汇市场动荡，外汇管理部门引入了远期售汇保证金制度（实施之初的比例为20%），针对人民币汇率中间价形成机制中存在的非理性因素，引入“逆周期调节因子”，以及2021年6月初通过提高金融机构外汇存款准备金率来抑制资本过度流入等。这些措施都产生了比较积极的影响。

### 三、适当加快中国资本账户开放的理由

大约十年前，国内学术界发生了一场关于是否应该加快资本账户开放的争论。中国人民银行时任调查统计司司长盛松成提出，全面开放的条件已经基本成熟，主张加快实现资本账户开放。社科院余永定教授认为时机尚不成熟，主张慎重对待。当时，笔者也参加了这场讨论，基本看法是应该稳步推进，继续实施渐进的、选择性的开放战略。十年过去了，现在我们面临的客观环境已经有了很大的改变。中国已成为世界第二大经济体，2025年之前有望成为高收入国家。在新的形势下，我们是否需要一些新的分析框架来分析资本账户开放的战略呢？这是一个值得思考和深入研究的问题。

展望未来，除非大国关系和整个国际环境发生根本性的变化，我国仍然应该坚持扩大对外开放，继续成为经济全球化的推动者和建设者。同时，推进资本账户的进一步开放也是自然而然的一个政策选择。其实，综观当前的国内国际环境，有不少理由使我们相信，开放的步伐不仅不应该停止，而且可以适当加快。

第一，促进“双循环”新发展格局的形成。“双循环”需要生产、流通、分配和消费各个环节的顺利运行，也需要每个环节之间的畅通连接。加快资本账户开放，引进更多的外国金融机构，可通过扩大竞争，鼓励产品创新，形成更多优质的现代金融服务。此外，扩大资本账户开放，允许更多的外资进入中国，也有助于缓解我国人口老龄化引起的经济增长潜力下降趋势，有助于实现更高水平的均衡发展。

第二，改善金融结构，促进金融体系的平衡发展。目前，我国银行的资产规模已经远超美国，但资本市场规模和非银行金融的规模明显低于美国。截至2019年年底，中国上市公司总市值只有美国的18%左右。

同期，我国保险和养老金的规模仅相当于美国的10%不到，其他非银行金融机构的规模则不及美国的3%。形成这一格局的原因很多，但其中一个重要方面就是中国的资本账户开放程度偏低，在机构准入和跨境资本流动等方面都存在较多限制。

第三，提高人民币国际化程度。如前所述，目前我国资本账户的实际开放程度还比较低。近两年来，伴随着中国国债被相继纳入摩根大通和彭博巴克莱的债券指数，加上中国的国债收益率明显高于同期很多发达国家的国债收益率，外国投资者对中国国债的兴趣显著增强，持有量持续上升。适当加快资本账户的开放，将有助于外国投资者更多地持有中国国债和其他人民币计价的金融资产，从而有助于人民币国际化程度的提高。

第四，降低中美“脱钩”风险。扩大资本账户开放，可以鼓励包括美国在内的外国投资者更多地进入中国的资本市场。有人担心扩大资本账户开放会导致中国的金融和经济更容易受到美国制裁。实际情况也许正好相反。如果中美两国在金融领域的联系日趋加深，那么美国对中国进行金融制裁的成本就会更高，制裁发生的可能性就会更小。

第五，加快资本账户开放的条件已经日趋成熟。经过多年的探索，我国在宏观审慎政策和金融监管方面已经积累了比较充足的经验。对于因市场信息的不完备性、市场投资主体非理性，以及金融市场内在的顺周期性等引起的问题，我们已经有了比较好的应对措施。例如，为应付外汇市场动荡，外汇管理部门引入了远期售汇保证金制度，以及针对人民币汇率中间价形成机制中存在的非理性因素而引入的“逆周期调节因子”等。另外，我国利率和汇率的市场化改革，以及货币政策工具体系的创新也都已取得了很多突破性的进展。这些制度性变革和创新，加上必要时可以实施临时性管制措施，为更为开放的资本账户提供了重要的监管保障。

## 四、总结与建议

第一，从制定政策的角度看，扩大资本账户开放意味着实施一种更为面向市场的制度性变革。然而，这种制度性变革究竟能不能带来预期的效果，能不能

得到国际投资者的积极响应，在很大程度上取决于市场环境和投资气候。当前，因新冠肺炎疫情引起的经济复苏既不平衡也不稳定，国际供应链和价值链持续重构，逆全球化趋势有所加剧，大国之间的关系日趋紧张和复杂。这些形势的发展都将影响到跨境资本流动的规模和方向。结合我国的实际情况，要想使扩大开放取得预期的效果，还需进一步加强和完善法制建设，努力改善国内投资营商环境，以更加优越的制度吸引外国投资者。

第二，下一步扩大开放的主要任务是继续推进跨境投融资便利化，在鼓励资本流入的同时，适当加快资本流出自由化的改革步伐。具体建议如下：一是落实跨国公司本外币一体化资金池试点，并逐步推广到试点以外的地区，推广到国内企业；二是完善私募股权投资基金跨境投资管理，对合格境内有限合伙人（QDLP）、合格境外有限合伙人（QFLP）、合格境内投资企业（QDIE）和人民币海外投贷基金的现行管理办法进行规范和完善；三是推进外债管理改革，逐步放宽企业对外借债限制；四是进一步扩大资本市场双向开放；五是加快货币期货、货币期权等衍生品市场的发展，创造更多的跨境资本流动避险工具。

第三，扩大开放的风险不容忽视。从理论上讲，资本账户更为开放之后，外国证券组合资本在短时间内的“大进大出”难以完全避免，投机性的跨境资本流动有可能导致证券资产价格和汇率的剧烈波动，出现货币与期限错配。外债管制放松后，也有可能导致短期内外债的过度积累。

为有效控制潜在的宏观金融风险，监管部门应努力保持健康的宏观经济政策，维持适度灵活的、有管理的汇率安排，及时利用宏观审慎政策进行逆周期调节。如果短时间内出现过度资本流入或流出，可调高外汇存款准备金比率（面对过度流入）、远期购汇风险保证金比率（面对过度流出），甚至实行临时性的、更为严厉的资本管制措施。

### 参考文献：

[1] 罗纳德·I·麦金农. 经济市场化的次序：向市场经济过渡时期的金融控制[M]. 格致出版社，2014

[2] 张礼卿. 我国资本账户可兑换的历程：经验和前瞻[J]. 中国外汇，2019（7）：30-32

（责任编辑：赵廷辰）