

编者按

2021年12月22日,《金融市场研究》2021年度学术研讨会在北京召开。此次研讨会由中国银行间市场交易商协会主办。围绕“新格局下的宏观经济与绿色发展”这一主题,北京大学国家发展研究院副院长黄益平、中国社会科学院金融研究所所长张晓晶、中国人民银行参事室主任纪敏、中国国际金融股份有限公司董事总经理黄海洲、中央财经大学绿色金融国际研究院院长王遥、中邮证券有限责任公司总经理步艳红等六位专家发表演讲。现刊发演讲内容,以飨读者。

(文章根据录音整理,经演讲者审定。)

新发展格局下的 金融开放与稳定

Financial Opening and Stability Under the New Development Pattern

黄益平

中国的金融开放,最早始于改革初期,第一家到中国来的金融机构,是一家日本的政策性银行。^①20世纪80年代搞试验区,鼓励外资流入,可以看成是资本项目开放的起步。同时我们也看到从20世纪80年代初期开始对汇率政策、汇率水平的逐步调整。可以说金融开放自始至终伴随着经济改革、经济开放的

作者系北京大学国家发展研究院副院长。

① 1979年2月,日本输出入银行在北京首设代表处,拉开了改革开放以来中国银行业对外开放的序幕。参见:在改革中发展 在开放中成长——改革开放30年我国银行业发生历史巨变[EB/OL].(2008-11-2)[2021-12-28].http://www.gov.cn/govweb/jrzg/2008-11/02/content_1138174.htm.



全过程。但是如果把中国的金融体系和其他的经济部门，尤其是实体部门作一个对比，总体来说金融开放的程度还是比较低的。如果看中国的经济开放，早期可能更多地集中在实体部门。

金融行业也有开放。过去有一个说法，资本项目的开放策略就是先长期后短期、先股权后投资组合。但是今天中国经济进入新的发展阶段，在高质量发展、双循环下，金融开放可能成为一个新的、比较大的挑战。

探讨金融开放如何支持高质量发展，重要的是弄清金融开放面临一些什么样的问题，可能会有一些什么样的挑战，可以考虑一些什么样的思路。当前或者下一步要面对的金融开放问题，可以分成三个方面的工作。一是金融服务业的开放，二是资本项目的放开，三是人民币国际化。这三个方面互相连接，但在工作的内容、具体的影响上，可能是有一些差异的。

金融服务业的开放

金融服务业的开放，改革初期日本的政策性银行进来，可以看成最早的开放，一些国内的金融机构到主要的国际金融中心开办分支行，也可以看成金融服务业开放的一个重要方面。但最大的决心，可能

是2001年底加入WTO的时候，决心要放开国内的银行业。当时决心对外资银行每年开放人民币业务、开放5个城市，5年以后基本上就放开了。这样的决策，在当时是有很多争议的。最大的争议，就是大家感觉“狼来了”，国内银行业可能要被冲垮了。确实有一个客观背景，就是在20世纪末的时候，我国银行业总体比较脆弱，亚洲金融危机时不良率高达30%以上，当时对国内的银行比较悲观。在这样的背景下讨论外资银行到中国开展业务，大家感觉有可能会对国内的银行造成大的冲击或影响。

中国加入WTO时，笔者和当时《比较经济杂志》（*Journal of Comparative Economics*）的主编John Bonin合作写了一篇文章，看加入WTO对中国银行业会发生什么样的影响^①。研究发现，在国际上，尤其是在主要的发展中国家，几乎没有一个案例是外资银行进入之后，把国内银行全部都给冲垮了的；普遍的挑战是外资银行进入之后开展业务举步维艰，只有一个国家外资银行占据主导地位，但原因在于外资银行并购了国内最大的一家银行。所以总体来看，不用担心狼来了把羊都给吃掉了，最大的困难是进来之后有很多玻璃天花板，外资银行开展业务其实是困难的。

① Bonin John P,Huang Yiping.Dealing with the bad loans of the Chinese banks[J].Journal of Asian Economics,vol. 12(2),2001:197-214.

《径山报告》关于金融开放的一个基本判断是，加入WTO以后，我们在金融服务业开放方面可能做得还不是特别理想，还有很大的改进空间。^①过去几年采取了很多措施，应该说是有很多改进的，尤其是外资机构到中国来拿牌照变得容易了，业务相对来说变得比较广了，同时对一些股权的限制也慢慢地放宽了，甚至有的就取消了。所以对于金融服务业开放，过去形成的第一个误导性看法，就是觉得外资银行进来了，就把中国的银行都给冲垮了。

最近国内银行业的观点发生了比较大的改变，经过十几年改革治理，自信心上升很多。现在很难评论当时的做法一定是对还是不对，但客观来说，现在其实有更大的空间、更好的条件来进一步开放。这是第一个方面，过去对金融服务业开放有一些误解。

但其实对金融服务业开放过去有一个更大的误解，这也是很多人担心的，觉得外资银行进来了，肯定会造成很大的金融风险，金融不稳定，因为外资银行进来了，想进就进、想出就出，搞一团糨糊，自己跑掉了。这种风险有，但总体上来说，这也是一个误解。笔者和John Bonin在二十年前合作的文章里提到，外资金机构到中国来开办业务，其实就像外国机构到中国来直接投资办厂，当然要赚钱，

但没有强烈的动机把你搞乱，因为搞乱之后它自己也赚不了钱。这还不是最根本的问题，最根本的问题是如果外资金机构到中国注册成立分支机构，其实可以把它看成一家中国的金融机构，只不过是外资的。最终会不会造成额外风险，不在于它是外资、民企还是国企，而在于监管能力怎么样，风险能不能控制住。从这个方面来说，过去有一些担忧可能是不必要的。

金融服务业的开放，对下一步构建新的发展格局非常重要，起码可以增加竞争，学习好的管理经验和好的业务模式。而且双向学习对双方都是有利的。双循环要更重视国内循环，但国内循环仍然需要一个对外经济的循环来支持我们提升质量，强化竞争能力。

金融服务业的开放，其实是一个风险相对较低，同时能带来很多显而易见的好处的一个政策。与此同时，监管能力要跟上。过去很多做法，比如一些监管、调控，不是清楚的、标准的市场做法，跟外资机构能不能对上，需要双方共同探讨。举个例子，我们比较喜欢窗口指导，有的金融机构容易领会，有的不是那么容易领会，将来金融服务业要开放，在监管的框架、监管的方式上，也要更加市场化、更加国际化，这是金融服务业开放可以做的事情。

① 《径山报告》课题组.中国金融开放的下半场[M].北京:中信出版集团,2018.



资本项目的开放

这个问题永远都有很大的争论。一方面，一个国家发展到一定程度，到最后要开放资本项目，因为资本项目的开放提高效率、改善资金配置，甚至支持创新，是各方面都需要的。经济发展到一定水平以后，资本项目开放对经济的持续发展至关重要。另一方面，很多发展中国家开放资本项目以后直接就发生了金融危机，带来很大的困难。亚洲金融危机，印度尼西亚放开之后出现很大问题；泰国在一定意义上来说也是因为一开始放开了，大家对泰国经济非常乐观，钱很多进去了，但当资金往回走的时候，金融稳定就出现比较大的问题。所以二者如何平衡，这可能是一个比较大的课题。

资本项目开放当然还是要往前走，但可能有几个方面的因素需要考虑。

第一个方面的因素，资本项目开放需要考虑改革次序的问题。如果汇率没有改革，把资本项目放开，将来会有很大的问题。但也不是说前面的那些都要做完了，才能继续往下走，所以怎么样在不同措施之间相互协调、相互配合，可能是一个重要的改革方针。下一步可能还是应该考虑成熟一个，放开一个。

有一些领域，过去资本项目放开有一些基本的策略：鼓励资本进来，资本出去相对谨慎；鼓励长期投资，短期投资组合相对谨慎；对股权投资相对乐意。总体上来说，过去的理念就是钱进来是帮助我

们，钱出去就不知道到底是帮助谁了。还有一个就是钱进来，稳定在这里，但如果钱容易进出，就比较容易导致风险。听起来好像是一个比较初级的经济学的思想，但对于发展中国家来说，其实可能就是一个比较好的开放的策略，因为任何放开的措施，最后判断好不好，就是一条：有没有帮助我们提高效率、支持增长，且同时没有带来严重的金融风险。

过去对资本管制有一些担心，一说资本项目管制觉得是不太好的事情，原来国际货币基金组织对资本项目管制也一直持负面态度。比较近的一个例子是2015年汇率中间价改革，出现了资本外流、人民币贬值、市场波动。后来央行采取了一系列措施，最后把外汇市场给稳定住了。但是央行官员在表达的时候，是加强了对跨境资本流动的管理。

传统观念认为管制本身是一件坏事情，在已有框架下做一些管理，也许更容易被接受。为什么会有这样的看法？是因为在全球化的过程中，总体上大家感觉管制不是一件非常好的事情。典型的例子就是亚洲金融危机之后，马来西亚加强了资本项目管制，受到国际资本市场的普遍的批评和谴责。

但2012年国际货币基金组织专门发布报告，对资本项目管制问题发布新的观点，比原来的态度立场往回退了一步。主要观点是如果一些国家面临金融不稳定，

甚至金融危机的风险，这时采取一些资本项目管制的手段是可以理解的。现在，国际货币基金组织官员对资本项目管制的态度变得相对更为中性。事实上，不存在开放一定是好的，管制一定是不好的，最后看好不好，是能不能保持稳定的金融市场环境，同时支持经济增长。

下一步资本项目开放要成熟一个、放开一个，如果一些领域条件不是很具备，那就没有必要急着开放。讨论比较多的两个领域，一个是房地产投资问题，就是要不要允许居民对境外、非居民对境内房地产市场投资，这是可以讨论的。另一个是居民对衍生品市场投资问题。衍生品是资本市场上配置资产和管理风险的重要组成部分，但如果管理不善，很容易放大风险，甚至让风险看不清楚。美国次贷危机就是一个非常好的例子，最后造成了严重的后果。所以在资本项目的开放上，要稳步往前走，也要更加重视效率和风险之间的协调。能开多少就开多少，不要担心被人指责而不敢用或者不愿用资本项目管制，最高目标还是应该维持金融稳定，支持经济增长。

同时，可以考虑宏观审慎政策，以之应对开放过程中积累的风险。一个例子就是泰国，泰国在亚洲金融危机时爆发了严重问题。一开始，投资者对泰国经济，包括房地产市场非常看好，大量外资流入。泰国的决策者非常开心，认为国际投资者“用脚投

票”支持他们的政策和经济。但资本大量进来，总有一天有一部分资本要往回走。信心一旦开始动摇，就看有没有成熟的市场机制、有效的监管框架。如果不具备，资本回流可能会造成灾难性的后果。

并不是说所有的资本流入都是不行的，其实是看市场机制有没有成熟。有的国家每年不断地有资本流进流出，也有一些市场波动，但没有发生金融危机。另外一些国家一有资本流进流出，马上就发生金融危机了。

在上一轮美联储收紧货币政策的时候，俄罗斯、土耳其、南非发生了金融危机。最近资本市场上又开始讨论美联储一收紧，哪几个国家可能又会发生金融危机。面对同样的外部因素，土耳其再次名列其中，说明上一次经历危机以后，并没有明显改进——既没有在资本项目管制上做文章，也没有改进内在的市场机制——只要国际上风吹草动，它就跟着发生危机。

这是值得吸取教训的。第一，有时候采取一些资本管制，并不是不可接受，反而可能利大于弊。第二，宏观审慎政策也很重要。在资本大量流入的时候，是不是可以用一些办法让资本流入适度放缓？如果会有一些风险积累，风险积累的速度相对来说慢一些。这可能是比较稳健地开放的办法。

人民币国际化再出发

“十四五规划”提出要稳慎地推进



人民币国际化，也有专家说现在是人民币国际化再出发。2009年开始人民币国际化政策密集出台，但当时的政策有几个比较突出的特征。第一，当时主要还是政策推动、主导人民币国际化的进程。第二，当时的政策主要还是集中在增强人民币国际支付功能，包括对一些跨境贸易、跨境投资用人民币来做结算，其主要是一个支付功能。

2016年之后重新走上了新的道路。其中最大的进展就是：第一，人民币加入了SDR；第二，中国的一些金融市场加入了国际市场指数。这对于外资进入中国资本市场，增强中国资本市场投资功能是非常重要的。

为什么现在要讨论人民币国际化再出发？确实需要重新考虑什么样的人民币国际化策略是可持续的。举一个简单的例子。中国香港原来有一个比较大的人民币离岸市场，后来汇率波动，对离岸、在岸汇率和利率造成了干扰，流动性一下子减少了。因为两边出现了价格水平的不一致，一些业务也走了回头路。

现在再看人民币国际化问题，可能需要在策略上考虑什么样的业务是可持续的，最终要保证人民币国际化水平不断提高。

如果人民币国际化再出发，在两个方

面可能会有所调整。

第一，如果说上一轮人民币国际化更多是政策主导，这次会更加重视市场需求，就是看市场需要什么、投资者需要什么，这是更有长期效益的。

第二，如果过去集中讲人民币的国际支付功能，这次会更加重视人民币作为一种投资工具的功能，这是至关重要的。一种货币要走向国际市场，最终还是应该让它能够被持有；如果没有资产可以持有，国际化是不能持久的。

香港人民币存款始于2004年，当时人民币处在强升值压力下，很多人每天都去香港的银行里换人民币。但后来人民币出现贬值预期，持有意愿就开始减弱了。货币升值贬值当然对持有有影响，但如果成为主要影响因素，那么人民币国际化将会有很大的短板。所以现在这样的策略调整，应该说是一件好事情。

具体跟以前相比会有一些什么样的变化？笔者和樊纲教授做过一个研究，对成为国际货币需要的主要条件进行量化分析。^①决定一个货币是能不能成为国际货币，最主要的因素可以分成三类。

第一类因素，一个庞大、开放、活跃的经济体，其货币成为国际货币的可能性就会高很多，因为有很多投资、贸易等方

① Huang Yiping, Wang Daili, Fan Gang. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and its Implications[R]. Asian Development Bank Institute, 2014.

面的国际交流。如果是一个闭关自守的国家的货币，别人要用到它都很难。这是对经济体本身的要求，但仅有这一条是不够的。美国经济早在20世纪初就在全世界排到第一，但美元并没有成为主要的国际货币，说明还有其他重要条件。

第二个重要条件是一个有效运行、产品丰富多样、流动性充裕的金融市场。是要让人能持有资产，人民币国际化的功能才能持续下去；如果像过去那样只是支付功能，规模就做不起来。

第三类因素，一套健全、国际标准的市场与法律制度。内外市场要能接上，同时更重要的是保护产权。比如外国人投资国内资产，晚上不会担心明天起来像委内瑞拉一样被没收资产。只要发生过一两次这样的事，将来外国投资者就不会有信心。

第一类因素，庞大、开放、活跃的经济，我们已经完全具备；第二类因素，开放、产品丰富多样、流动性充裕且市场制度和国际能接轨的金融市场，我们还有较大缺口；第三类因素，对产权的保护、对市场规则的维持也很重要，我们需要进一步完善。下一步人民币国际化，关键可能是金融市场的进一步开放和制度的进一步改革。

客观来说，国内资本市场无论从企业融资还是老百姓投资的角度，功能上应该说还有很多不尽如人意的地方，需要进一步改善。监管部门提出“建制度、零容

忍、不干预”，这是非常好的，但短期内能走多远，还值得进一步思考。国际上能接受的、有效的、开放的金融市场，我们要努力构建，但实际上中国已经有一个高度开放的、国际上能接受的、有效运行的资本市场，就是香港的资本市场。要把香港建设成中国最大的国际金融中心、全世界最大的人民币金融中心。香港市场的投资者构成、市场制度、跟国际市场的连接，都是国际水平的，如果能把香港市场建成国际水平的人民币金融中心，人民币投资功能的问题就比较容易解决。非居民海外机构、个人投资者要持有人民币资产，完全可以首先通过香港市场来持有。

以衍生品市场为例，我们对衍生品市场的开放还是有一定疑虑的，因为它可能会带来一些风险，投资者能不能理解也不知道。但如果在香港发展衍生品市场，第一可以给投资者提供管理风险的必要工具，第二可以把这个市场和内地的风险市场适当分离，即便个别出现问题，也不会影响国内经济。

并不是说将来只靠香港，上海、深圳、北京都要持续建设。但建立一个国际能接受的、有效运行的、流动性充裕的、产品丰富的金融市场，需要很长的时间。我们有捷径可走，就是把香港市场变成中国最重要的国际金融中心，以此助力人民币国际化，这其实是一件一举两得的事情。



点评

纪敏

新 发展格局对于金融来说，实际上也是国际国内双循环相互促进。或者说，在整体双循环相互促进的新发展格局中，金融双循环还不够，还有很大的潜力。

看金融的国际化程度，无论从市场、从机构的维度，从货币的维度，从非居民的持有份额占比，金融双循环都还有很大的潜力。我们是一个金融大国，从金融资产、金融市场的规模、体量来看毫无疑问，但我们还不是一个金融强国，其中一个原因在于我们的国际化程度、国际化水平还不够。

金融双循环意义重大。我国现在人均国民总收入1万美元以上，进入高收入国家门槛，在这样的一个起点上再往前去看发展的路径，国际化、全球化或者开放的红利应该是一个加快释放的过程。

我国国际收支有大量的盈余，尤其是经常项目，但是国际投资头寸表，或者说跨境国际收支活动最终效益如何，还有很大提升空间。^①中国是世界上最大的净债权国，有两三万亿美元的净债权；美国是世界上最大的净债务国，有十几万亿美元的净债务。但如果看国际投资头寸的净资产收益率，中国甚至比美国还要低。这样的状况，是由中国、美国所处的发展阶段决定的，是由这个阶段参与国际分工、参与国际大循环决定的，改变需要一个过程。但从另外一个角度讲，这样的状况跟金融国际化或金融双循环程度不够，没有把实体经济红利更多地转化为金融投资、在货币国际化程度上反映出来是有关系的。

作者系中国人民银行参事室主任。

① 国际投资头寸表，在很大程度上是国际收支平衡表效益的反映。

新发展格局下，高水平尤其是制度型对外开放是开放的核心。制度型开放，实际上是在国际范围内制度的“竞争中性”的概念。这样的制度，现在正从各个层面、各个维度积极地推进。金融业、金融市场的开放，包括一些区域经贸协定（如RCEP等）的积极签署落地生效，都意味着制度型开放正在加快推进。在这个过程中，金融业的国际化水平、国际化程度应该有一个加快的提升空间。这方面还有很大的潜力。

这一过程中有不少法规需要进一步完善和修改。原中国外汇交易中心党委书记、现中国人民银行参事裴传智最近对离岸金融市场做了一个调研，指出实际上我国的离岸金融市场现在已经是本币、外币于一体，各种金融服务境内境外对非居民都在做，但是法规到现在还是1997年的《离岸银行业务管理办法》，还有一些散见在自贸区或者其他区域金改试点改革的文件中。目前的法规制度建设跟不上形势发展的需要，随着制度型的开放的深入，我们的金融国际化水平会有一个比较大的提高，对于实体经济的高水平双循环也会有很大的促进。 N

学术编辑：陈俊君

