



张礼卿：中国资本账户开放的意义与风险防范



作者：张礼卿 中央财经大学国际金融研究中心主任、普华永道中国首席经济学家

资本账户开放是我国对外开放的重要组成部分。2001 年在入世后，经过一些年的积极准备之后，资本账户开放开始进入比较快速的发展轨道。近年来，从启动“深港通”、“沪港通”、“债券通”、“跨境理财通”，取消 QFII 和 RQFII 的投资额度限制，推动交易所与国外知名股票和债券指数公司合作，到取消金融机构外资持股比例限制等一系列举措的密集出台，标志着资本账户开放进程正在加快。据人民银行统计，截止今年 6 月底，境外主体持有境内人民币股票、债券、贷款及存款等金融资产金额合计已破 10 万亿元，同比增长 42.8%。

不过，应该看到，我国的资本账户开放还有很大的提升空间。目前，境外投资者所拥有的境内债券市场托管余额仅为总额的 3% 左右，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，甚至低于韩国、巴西等新兴市场经济体。

一、扩大开放的意义

当前，中国正面临百年未遇之大变局，正在努力迈向中国共产党领导下的第二个百年奋斗目标。纵观当前的国内国际环境，适当加快资本账户开放，具有多方面的重要意义，其中包括更多地引入市场竞争机制，促进全球范围金融资源合理配置、提高金融服务效率，加快资本市场发展和便利居民投资和财富增值等。

首先，促进我国外部经济的长期均衡。中国原本是个高储蓄率国家，但是这种局面正在发生变化。由于国民储蓄率从 2010 年的 50%降为目前的 45%，我国的经常项目顺差占 GDP 的比重已从 10%下降至 2%以内。从中长期看，伴随着老龄化时代的来临和扩大内需战略的实施，国民储蓄率将会进一步降低，从而很可能导致经常项目出现持续性逆差。允许更多的外资自由进入，以此来弥补经常项目逆差，可有助于我国外部经济的长期均衡。

其次，促进人民币国际化。今年是布雷顿森林体系瓦解 50 周年，学界再次聚焦现行国际货币体系的缺陷。人民币国际化的成功，不仅会给中国带来利益，对于国际货币体系改革也具有非常重要的意义。2009 年人民币国际化从零起步，十多年来成绩显著。展望未来，继续推进面临的主要障碍就是资本账户开放程度不足。加快开放，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值的金融资产，从而有效推动人民币国际化。

最后，降低中美脱钩风险。近年来尽管中美关系有不断趋于紧张的迹象，但华尔街对中国热情不减。高盛、JP 摩根等国际头部投资机构正加大在中国市场的布局。扩大开放，可以鼓励外国投资者更多地进入中国资本市场。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越高，制裁发生的可能性就会越小。

二、扩大开放的风险

扩大开放当然也会带来更多的风险。主要有三个方面。其一，资本账

户自由化之后，更加容易遭受外部冲击。受国际经济增长波动、主要发达经济体货币政策变化以及一些突发性国际事件的影响，国际资本（尤其是证券组合资本）在短时间内大进大出难以避免，并可能导致国内资产价格和汇率的剧烈波动。2014-2015 年出现人民币贬值和今年 5-6 月的升值，都与跨境资本流动有关。未来，这类冲击还会发生，而且有可能会比较剧烈。

当前需要注意的是，美联储缩表进程已经启动，一般预计将在明年 6 月底完成。近日，美联储主席鲍威尔频频释放有可能加快实施缩表甚至加息的信号。在未来一年左右的时间内，美联储货币政策的正常化是否会导致我国资本流出的增加，进而引起资本市场的动荡？我觉得，这是个大概率事件。当然，也有可能出现相反的情形，因为过去一年的市场动向似乎显示，人民币其实已经呈现出一定的避险功能。如果因为美联储货币政策正常化过快，导致美国金融市场和资产价格调整过快，中国也有可能面临资本流入、人民币面临升值压力。不过，无论是大规模的流出还是流入，对中国经济的稳定都会构成一定的挑战。

其二，伴随着资本账户开放程度的提高，国内外金融活动的联动将会显著增多。国内经济波动和金融体系风险积聚以及监管政策调整变化，很可能成为国际资本大进大出的起因，甚至成为投机资本攻击的由头。1997 年亚洲金融危机期间，很多经济学家在指责国际游资投机的同时，也承认“苍蝇不叮无缝的蛋”。此话形象地说明了这样一个道理，即：一国国内

经济金融状态以及相关政策方面任何瑕疵所产生的影响，在资本账户开放后有可能被放大，从而很容易遭遇国际资本的冲击。

去年疫情爆发以来，我国采取了一系列应对举措，率先实现经济恢复，成为全球唯一正增长的主要经济体。抗疫成功，不仅导致外国资本大量流入，也为我国加快推进各项结构性改革、解决重大风险隐患提供了宝贵的时间窗口，这些对于我国实现高质量经济发展，提升经济金融体系的韧性具有重要意义。不过，今年下半年以来，受疫情反复、房地产融资收紧、双控目标推进、整顿教培行业和反不正当竞争风暴等因素的影响，经济恢复明显放缓，预计全年经济增长速度将落在 8% 以下，低于多数市场人士的预期，更重要的是明年的情形也不乐观。同时，与房地产市场调整相关的金融风险也有所扩大。

中国经济存在很多结构性问题，从长远看这些问题必须得到解决。不过，如果在短期内过于密集地推进这些改革，有可能对短期的经济稳定产生叠加冲击。在资本账户开放程度日趋提升的环境下，如果这些冲击过于显著和持久，很可能会动摇投资者信心，并导致资本流出增加和汇率动荡。

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_30786

