

证券研究报告 / 宏观专题报告

加大资本账户双向开放，促进“外循环”

报告摘要：

当前世界经济金融循环阻滞，我国提出了以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的“双循环”战略安排。而“资本账户双向开放”，正是一个疏通“堵点”的关键抓手。通过便利跨境投融资活动、加快资本市场高水平双向开放、持续深化资本市场互联互通、积极支持中国企业海外并购等一系列措施，我们可以提高要素资源全球配置效率，为经济修复、产业发展、科学进步和技术创新提供更加有力的支持。

新冠疫情“黑天鹅”后，中国制度优势凸显。在社会稳定、货币政策稳健、经济增速与市场利率相对较高、结构性改革持续、人民币长期升值等多种因素作用下，未来很可能再次出现“双顺差”局面。现在是稳步推动资本账户双向开放、鼓励企业走出去、实现双循环大格局的较好时机。我国资本账户开放一直循序渐进、“宽进严出”，近年来又加快了“引进来”，那么“走出去”步伐理论上也应该加快。

市场一直担心资本账户开放带来的汇率波动可能引发央行干预，并因套汇而放大波动。但随着汇率市场化改革不断推进，当前已呈现出央行干预减少、人民币汇率弹性更强、市场理性程度更高的局面。如果要等到完全清洁浮动再开放就会错过时机。

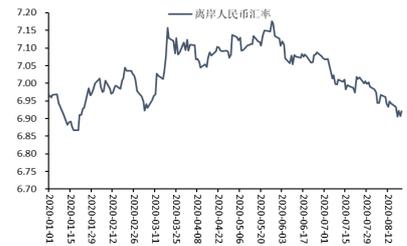
市场此前特别担心国内财政金融领域隐患因资本账户加大开放而酿成系统性风险。但2016年以来中央部署一系列强监管、去杠杆、防风险重大举措，金融体系脱离经济基本面的过快增长趋势已得到遏制，影子银行风险得到有效控制，互联网金融、房地产金融、地方隐性债务等诸多结构性问题均得到有效管控。

市场还担心欧美退出当前超宽松货币政策将带来流动性回潮，加大中国的资本账户波动。但从次贷危机后复苏期的经验来看，发达经济体普遍形成了过度的货币依赖，央行缩表规模较小或没有缩表。

推进资本账户双向开放需要科学的顶层设计和制度化的安排，并做好各种风险防范措施。从长远看，无论经历多少波折，全球化仍是历史趋势和潮流。未来中国要以自我革命的精神和更加开放的举措，积极推进高水平双向开放，打造未来发展新优势。

风险提示：全球货币政策超预期收紧。

相关数据



相关报告

《如何理解新形势下的“双循环”》

20200811

《货币政策表态中性，注重落地见效——2020年二季度货币政策执行报告点评》

20200807

《国内大循环与宽信用——7月政治局会议点评》

20200731

《短期扰动不改人民币稳中有升趋势》

20200726

《美联储预期偏悲观，零利率将长期维持——美联储6月会议点评》

20200611

《美国经济会出现V型反转吗？——海外宏观周度观察（2020年第23周）》

20200608

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1. 打通金融堵点、畅通国内国外双循环.....	3
2. 当前继续推进资本账户开放迎来有利时机.....	4
3. 稳扎稳打、科学施策，推进高水平双向开放.....	6

图表目录

图 1: 人民币汇率 5 月 27 日以来持续升值.....	4
图 2: 中国外汇储备维持稳定.....	4

前期我们在报告《如何理解新形势下的“双循环”》中曾指出，当下外部环境严峻，中国必须以更创新的方式和更有力的措施推动改革开放。在加速对内改革创新步伐、着重打造国内大循环的同时，我们不能闭关自守，而是要努力疏通外部循环，充分利用好外部的可得性资源，实现国内国际经济联动。如果说以往我们更多侧重“引进来”，那么“走出去”将是值得深入探索的未来方向。

近期盛松成教授发表的《推动资本账户双向开放，避免实体经济脱钩》一文也提出稳步推进资本账户双向开放，推动中国经济进一步融入世界经济体系，引起市场热烈讨论。我们认为，“资本账户开放”虽是理论与政策研究中久盛不衰的经典议题，但在当前特殊局势下却有着全新的历史意义，如果把握节奏、稳妥施策，很可能成为中国打通“外循环”的关键切入点¹。

1. 打通金融堵点、畅通国内国外双循环

过去中国通过改革开放、加入 WTO 组织，借助强大的人口红利融入全球化，获得飞速发展。但这一格局正在面临考验：新冠肺炎疫情大流行令各国实体经济普遍陷入困境，部分国家经济结构恶化与社会撕裂问题进一步凸显，逆全球化思潮与民粹主义不断膨胀，“以邻为壑”、对外转移矛盾行为日益增多。因此全球供应链产业链受到冲击，世界经济金融循环阻滞。对我国而言，这样的环境短期是挑战，长期将是大的机遇。相比欧美等主要发达国家，我国在党中央坚强领导下，经济决策执行与基层组织动员更加高效、社会政治更加稳定，资源和市场聚集的优势明显。如果施策得当、在未来的全球化深化过程中赢得引领地位，我国很可能在这轮波动周期后，国际地位迈上新的台阶。

在这一背景下，我国提出了以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的“双循环”战略安排。从学理上看，无论是经济还是金融领域，全球化互联互通将带来效率的提高。实践中虽然有纷争，但正如习近平总书记在第二届进博会开幕式上所提出的那样，“面对矛盾和摩擦，协商合作才是正道”。易会满主席在陆家嘴论坛上也指出，当前“没有哪一个经济体、哪一个金融市场可以独善其身”，“唯有加强合作，守望相助，才是唯一出路”。

既然当前局势的关键特征在于此前的经济金融循环不再通畅，那么如何疏通“堵点”，以开放求发展、深化交流合作、加强国内国际经济联动，就成为当下必须直面的问题，而“资本账户双向开放”正是一个关键抓手。

金融是经济的血液，“资本账户双向开放”可以疏通金融循环、从而促进经济循环。通过便利跨境投融资活动、加快资本市场高水平双向开放、持续深化资本市场互联互通、积极支持中国企业海外并购等一系列措施，我们可以更好地推进国际国内双循环、提高要素资源全球配置的效率，为经济修复、产业发展、科学进步和技术创新提供更加有力的支持。例如，我们可以通过鼓励中资企业在海外获取先进的或不可或缺的专利、技术和企业，充分发挥国内超大规模市场优势，提升产业链供应链现代化水平，有利于争夺下一代新技术制高点、提升我国的竞争位势。又如，新冠疫情以来，中国资本市场对外开放的步伐不仅没有放缓、反而加快：如证券投资基金期

¹ 为简化表述，我们称资本账户，具体指资本与金融账户，尤其是资本与非储备性质的金融账户。

货机构外资股比限制提前全面放开，6家外资控股证券公司顺利落地，QFII/RQFII全面取消投资额度限制等。这一系列措施不仅提高了中国国内市场对全球资本的吸引力，更提高了金融体系的整体效率。根据国家外管局8月初披露的数据，2020年上半年我国国际收支处于平衡区间，直接投资持续保持顺差，证券市场双向资金流动持续活跃。

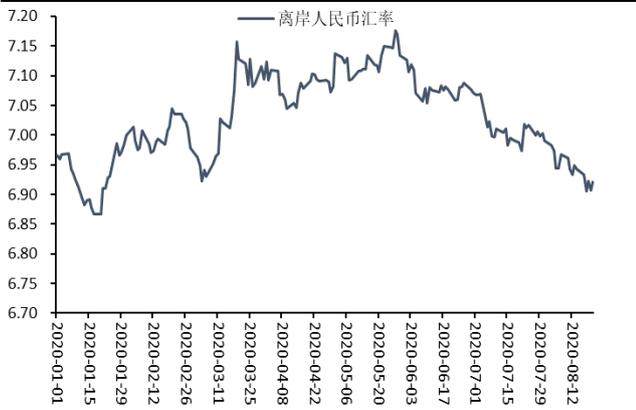
2. 当前继续推进资本账户开放迎来有利时机

为什么现在是继续推进资本账户开放的有利时机？关键在于大环境的变化。此前，国内普遍担心居民全球化资产配置的需求抬升和国际资本的看空情绪将带动资本外流和人民币贬值。但我们认为，次贷危机后本已长期陷入低增速、低通胀的世界经济，在新冠肺炎疫情“黑天鹅”后又进一步低迷，而当前中国制度优势凸显，经济基本面与资产配置两方面局势都与此前截然不同。

不可否认的是，现在中国仍面临巨大的稳增长、保就业等方面压力，但我们认为，从资金流向看，未来很可能再次出现流入外资持续大于流出资金的“双顺差”局面。首先，疫情防控高效使得我国的生产生活运行率先恢复，社会政治稳定、经济增速远高于其他主要国家，这已经得到广泛的认可。其次，与海外各国极度宽松的货币政策相比，中国货币政策始终较为克制、稳健，未有“大水漫灌”，市场利率远高于其他主要国家。此外，我国结构性改革也将提高生产力和利润率，实现可持续的高质量发展。最后，基本面因素决定了人民币长期升值趋势，人民币资产的吸引力也将继续提升。

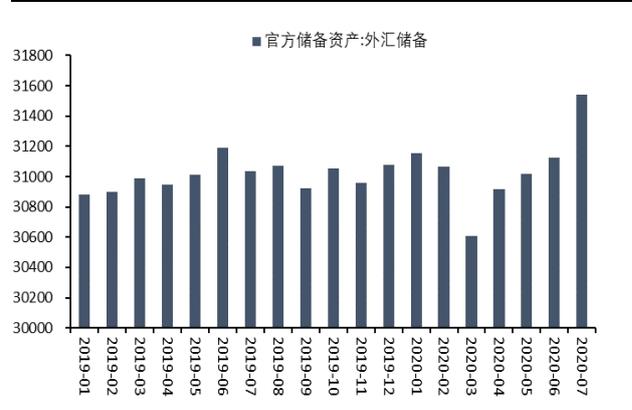
因此，现在我们可能最需要担心的是资金流入而不是流出。事实上，外资也确实在不断流入：人民币持续升值，离岸美元兑人民币由5月27日接近7.2升至近期的6.9附近；外资债券托管量连续21个月增长，显示外资对中国债券市场的信心；北向资金在A股成交量的占比上半年以来接近11%，成为A股具有影响力的力量。而在市场特别关心的官方储备资产方面，7月我国外汇储备3.15万亿元，近两年始终维持稳定。

图 1: 人民币汇率5月27日以来持续升值



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 中国外汇储备维持稳定



数据来源：东北证券，Wind

也正因为此，现在是稳步推动资本账户双向开放、尤其是鼓励企业走出去以进一步提高国际竞争力、实现双循环大格局的较好时机。我国资本账户开放一直循序渐进，总体上符合“宽进严出”特征。近年来我们又加快了“引进来”的开放步伐，那么“走出去”步伐理论上也应该加快。当前新冠肺炎疫情加大了海外经济压力，不少企业生存困难，很多优质资产可能被低估。实际上，此前中国企业海外并购的成功案例中，有不少发生在全球性金融危机后的海外经济低迷期（如吉利并购沃尔沃、中航工业收购 FACC、浙江龙盛收购德司达等）。

市场此前一直特别关心资本账户开放带来的汇率波动可能引发央行干预，由此形成的套汇空间将放大升贬值的波动效应。但如果要等到人民币汇率实现完全的清洁浮动，才能稳步开放资本账户，那就会错过时机。事实上，近些年汇率市场化改革不断推进，当前已呈现出央行干预减少、人民币汇率弹性更强、市场理性程度更高的局面。以前人民币存在“保 7”的争论，直接原因是市场预期的非理性，我们也曾经呼吁“保 7”。但 2019 年人民币汇率破 7 后，并没有沿着此前众多学者和机构担忧的持续性趋势继续贬值到 7.5 或 8，而是呈现有涨有跌的双向波动。这表明，突破心理关口后，市场预期已经更加理性。从根本上讲，坚实的经济基本面因素和不断凸显的制度优势是人民币汇率稳定的基石。目前央行也基本退出了外汇市场的常态干预，可以说已经实现较为清洁的浮动。当然，仍需要防范短期资金大规模流动的风险，实际上我们也有这方面的手段，如逆周期调节因子和外汇风险准备金等。

另一个市场此前特别关心的问题，在于国内的财政金融领域隐患。许多机构担心，资本账户加大开放可能引发系统性金融风险。应当承认，次贷危机后我国经济持续承压，影子银行快速发展、金融产品嵌套叠床架屋、资金脱实向虚，国内居民、企业、政府部门杠杆率快速上升，问题一度十分严重。但从 2016 年开始，中央部署一系列强监管、去杠杆、防风险的重大举措，“防范化解金融风险”攻坚战不断取得重要成果。从总量上看，金融体系脱离经济基本面的过快增长趋势已得到遏制。我国的 M2/GDP 在次贷危机后的 7 年间（2008-2015）每年上升 7.6 个百分点，但在中央着手部署化解金融风险以来（2016-2019）不再上升、反而总体下降了 2 个百分点。从结构上看，影子银行风险得到有效控制。以社会融资存量规模为例，信托贷款与委托贷款融资占比在 2016 年末达到峰值 12.51%，此后持续下降，到今年 7 月已降至 6.73%，较高峰时期几近腰斩。此外，在防范化解金融风险过程中，我国的互联网金融、房地产金融、地方隐性债务等诸多结构性问题均得到有效管控。这些措施不仅消除了诸多隐患，提高了金融体系服务实体经济的能力，更帮助我国经济在各种内外部压力下站稳脚跟、扎实进取。

此外，市场还担心欧美一旦退出当前采取的超宽松货币政策，流动性的回潮将加大中国的资本账户波动。但从次贷危机后弱复苏周期的历史经验来看，美联储采取了缩表措施但规模较小，而欧央行和日本央行没有缩表，主要是因为这些经济体已经形成了过度的货币依赖，“由俭入奢易，由奢入俭难”。刺激力度过猛的量化宽松政策虽然短期有利于稳定这些国家的经济金融体系，但长期看不利于资源配置的优化和新动力的培育，不仅不能缓解经济运行的固有问题，反而会因为资产价格泡沫的持续积累而拉大贫富差距、加剧社会矛盾，带来未曾预料的负面影响。从另一个角度说，开放是市场化的，资本会自主寻找安全地带和机会，并不一定会非理性的流入、流出。

3. 稳扎稳打、科学施策，推进高水平双向开放

推进资本账户双向开放并不是要一蹴而就地实施资本自由流动，而是需要在稳步推进市场化改革的同时，通过科学的顶层设计和制度化的安排，加快构建公开透明、稳定可预期的宏观调控与金融监管政策体系，并要做好各种风险防范措施。这样一方面可增强现有和潜在外资投资的信心，进一步做好“引进来”的工作；另一方面也帮助国内企业“走出去”，利用好国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲、更有活力、更具可持续的发展。

从长远看，无论经历多少波折，全球化仍是历史趋势和潮流。未来中国要在构建完整的内需体系、做好经济内循环的同时，以自我革命的精神和更加开放的举措积极推进高水平双向开放，通过经济金融的相互促进来联通国内市场和国际市场、创新合作方式、探索共享机制，促进国际国内双循环、打造未来发展新优势，同时为全世界的经济金融稳定做出更重要的贡献。

风险提示：全球货币政策超预期收紧。

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_2998

