



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

管涛：在资本市场开放中提高防控涉外金融风险的能力

谢谢剑峰，非常高兴参加今天的年会，我给大家做一个汇报，根据单元的要求是讲金融开放，在开放过程中怎么防范涉外金融风险。

前不久中央政治局搞了一个集体学习，其中一个重要内容就是强调要深化金融供给侧改革，金融供给侧改革的重要内容就是要扩大金融开放，包括在开放条件下提高经济、金融管理能力和防控风险的能力，提高参与国际金融治理的能力。下面我从四个方面进行汇报：

第一，扩大资本市场开放是我国实施高水平对外开放的应有之意。为什么这么说？首先**发展资本市场、提高直接融资比重是优化融资结构和增强金融服务实体经济能力的内在需求**。本身发展资本市场，监管部门包括国务院也明确提出，要以开放促改革、促发展，从机构、市场、产品等准入角度全方位地推动资本市场的高水平对外开放。这是资本市场发展的应有之意。

第二，下一步要扩大对外开放不可能再回到原点，一讲到中国对外开放，我们说**中国是渐进式的对外开**

管涛

中国金融四十人论坛高级
研究员

中国国家外汇管理局国际
收支司原司长

放，我们先开放经常项目，后开放资本项目，资本项目中先开放流入，后开放流出，先开放直接投资后开放间接投资，先开放机构再开放个人。说起来津津乐道，确确实实，改革开放 40 年，中国是少数的没有发生过典型国际收支危机的，如果有的话有一些小型的支付困难，在 80 年代的时候，但是没有发生典型的国际收支危机。除了中国经济本身基本面不错以外，很重要的原因就是因为有渐进式的开放，在开放过程中趋利避害。但是实际上中国通过这么多年的开放，在经常项目这一块已经和国际规范接轨了，2001 年已经加入了世贸组织，我们和多边贸易体系接轨，1996 年底接受国际货币基金组织第八条款义务，实现人民币经常项目完全可兑换，在汇兑环节和国际规范是接轨的。所以我们再说下一步的开放不能再把以前的拿出来经典式的，再回到以前，那是不可能的，下一步要有新的考虑，不得不进入金融开放的深水区。

第三，扩大资本市场双向对外开放也是对外经济再平衡的客观要求。从短期来看，大家都知道我们在 2015 年以后由于国内金融市场，包括股市、汇市出现振荡，中国曾经遭遇资本集中流出、汇率贬值的压力。所以，**扩大国内金融市场开放，吸引外资流入，成为对冲资本流出的工具。**从长远来看，大家知道中国是一个最大的对外净债权国，但是常年的投资收益是逆差。这涉及到两方面的问题，一方面是对外资产里面大部分是外汇储备的应用，实际上中国民间对外投资比较少，这就需要我们扩大这方面的开放，**来提高我们外汇资源的使用效率。**

另外一方面，我们为什么投资收益为负？原因是利用外资的成本很高，我们利用外资大部分是直接投资，百分之六七十都是直接投资。直接投资是股权投资，要求的回报就高，像美国、日本很多利用外资是债券投资或者是证券投资，它相对的成本就比较低。特别是日本非常特殊，长期的经济停滞，利率都

是零利率附近，所以债券投资基本上没有成本。中国通过多渠道的利用外资实际上也有利于优化我们利用外资的结构，降低利用外资的成本。大家看到外汇局周末的时候公布了去年的国际收支正式数据，我们的投资收益又是 600 多亿的逆差，很重要的原因就是我们的投资收益回报和投资收益的汇出或者是利用外资的成本之间的收益差是 2.4 个百分点。所以从长远来看我们也需要通过扩大开放，特别是资本市场的开放来**优化我们对外投融资的结构**。

实际上从 2015 年下半年以后，中国对外开放的重点就是扩大金融市场的对外开放，很多人都讲 2015 年以后由于遭遇资本外流，储备下降、汇率贬值的压力，所以我们的货币可兑换和国际化都停滞了。实际情况不是这样的。在那以后我们更多的是调整了我们的节奏、调整了我们的方向，**更多的是扩大在岸市场的开放**，包括“股票通”“债券通”等等，这些让我们把可兑换和国际化作为一个整体在推进。然后，我们**把在岸上的发展优先于离岸上的发展**。在 2015 年以前更多是给离岸市场便利，促进离岸市场的发展。后来发现在 2015 年金融市场波动过程中离岸市场给在岸市场带来一定的冲击和压力。

这里有几个案例。中国是世界最大对外净债权国，仅次于日本，但是常年投资收益为负。日本是最大的对外净债权国，它的投资收益是正，一个重要原因是他们利用外资主要是低成本的债权投资和股票投资，对外投资主要是高回报的对外直接投资。而美国是最大对外净债务国，但是投资收益为正，很重要的原因是利用外资的成本很低，以债券投资和股票投资为主，对外投资的收益比较高，是对外直接投资。

在这个过程中，过去这些年除了扩大金融市场开放，根据第五次全国金融工作会议的精神，我们也意识到在扩大金融开放过程中，**要推进人民币汇率形成的市场化改革**，这已经作为扩大金融开放的首要工作。实际上我们去年取得

最大的成果就是当人民币汇率双向波动弹性增加以后，我们发现市场适应力大大提高。去年人民币年初的时候升值，年底又贬到 7 附近，但是外汇市场没有出现大的波动，我们说汇率有贬值压力却没有出现资本流出的冲击风险。去年资本项下（含净误差与遗漏）环比净流出 302 亿元，同比下降了 70% 多。尤其是从短期资本看，去年只净流出只有 1000 多亿，短期资本净流出规模和基础国际收支顺差的比例只有 88%，虽高于 2017 年的 59%，但远低于 2015 年和 2016 年分别为 192% 和 376% 的比例。尽管去年下半年有关方面对外汇市场顺周期行为加强了调控，但是由于国际收支形势比较平稳，外汇供求也基本平衡，所以去年当局只采取了宏观审慎的措施，没有像 2016 年那样采用比较严厉的资本管制措施。所以，同样在 7 附近，我们的市场和以前的表现已经有了很大的变化。

第二个我想汇报的是支持外资进入国内资本市场具有多方面的积极含义。

一是，通过引入境外投资者参与资本市场，有利于改善国内上市公司的治理。一般他们投资理念比较先进，有利于大家投资的价值发现，提高上市公司的质量。而且我们发现通过引入境外投资者可以学习境外投资者基于基本面的、长线的、成熟的、先进的投资理念。今年以来中国 A 股“牛冠全球”，其中一个非常重要的触发因素是外资进场了。去年 A 股跌得很惨，但是自股票通 2014 年开通以来，第一年实现了北上资金的净流入，今年一季度累计的北上资金已经超过了南下资金，所以股票通项下已经实现了累计的净流入。去年行情大家非常悲观的时候，外资已经开始进场了。而且从过去的历史看，发现外资不但喜欢抄底，还非常擅长逃顶。2014 年 QFII 和 RQFII 向下资金合计净流入 253 亿美元，显然外资赶上了 2014 年下半年的飙升行情；但 2015 年上半年净流出 88 亿美元，也就是说股市高歌猛进的时候外资已经在减仓了。所以说引进这些境外投资者特别是机构投资者可以帮助国内投资者成长。从综合方面来看有

利于改变国内股市“牛短熊长”的格局，真正建立一个规范、透明，开放有活力有韧性的资本市场，更好发挥金融支持实体经济的作用。

二是，**外资进股市和债市对于国际收支平衡也有好处**。根据外汇局公布的最新数据，去年证券投资项下流入减流出，去年证券投资项下顺差是 1067 亿美元，直接投资项下顺差只有 1070 亿美元。大家知道直接投资是长期资本，实际上从去年的贡献来看，证券投资的贡献已经和直接投资的贡献基本持平了，我们其他投资项下是净流出。

第三个我想汇报的是，任何事情都是有利有弊的，我们要关注跨境股权投资增多有可能诱发的**资本流动冲击风险**。

一是，跨境资本流动的顺周期波动风险。我们过去喜欢讲短期资本流动或者热钱，像股票和证券投资是典型的短期资本流动，是顺周期的，形势好的时候进来，推高国内资产价格，形势坏的时候流出，会加速资产价值调整。有人说我们把自己搞好了，自己平稳了，这些热钱就会变成冷钱，短期资本会变成长期资本。但是非常遗憾的是，我们仍然很难在比较长的历史时期中消灭这种经济和金融周期，**跨境资本流动会放大这种周期性的波动**。

二是，境内外市场互相传染、互相作用的风险。因为外资参与当地资本市场以后，境内外市场的联动性就会增强，而我们对境外的很多因素的控制力比较弱，**很可能境外市场的剧烈波动会传染给境内市场**。大家知道 3 月 22 号美股出现了大幅调整，实际上这是 3 月 25 号转过来第一个交易日 A 股下跌的重要外部因素。现在大家都在非常紧张地看着美股的走势，一种说法是美股跌了，因为美股估值过高，美股跌了以后，因为 A 股最近这些年调整比较充分，A 股是价值洼地，可能会有更多的资本进入 A 股市场。但是也不排除在这个情况下，美股

下跌降低了市场风险偏好，加速资本流向安全资产，因为人民币资产在一定程度上还是风险资产，在这种情形下 A 股不一定能够起到“避风港”的作用。

三是，国内金融政策受到更多掣肘的风险。市场开放以后，外资在市场上的参与度提高以后，**对国内金融政策也会产生影响**。这里举一个例子，2006 年年底泰国曾经发生一件事，当时泰国遭遇了热钱流入、泰铢升值的压力，所以在 2006 年 12 月 18 号晚上宣布了一个政策，从第二天开始对所有外资进入泰国证券市场要征收 30% 的无息存款准备。结果 19 号一开盘泰国股市跌了 15%，这个跌幅是 31 年来最大的单日跌幅。当天晚上泰国政府宣布取消这个政策，这个管制新政就只有“一日游”。所以，开放以后，我们要考虑我们的所有资本流动的管理政策，可能对国际投资者的影响。以前能够做的事情以后就不一定能做了，所以我是建议在开放过程中进行动态评估。

四是，关于境外恶意发起跨市场攻击的风险。现在国内股票、债券、货币、期货、外汇市场均在不同程度上对外国投资者开放，未来外国炒家就有可能利用境内各个市场，甚至境内外市场的联动性**发起立体性攻击**。像 1998 年的港币保卫战就是索罗斯带外汇对冲基金，利用股市、期市、汇市发起了立体式攻击。越开放实际上意味着我们的金融调控面临的市场环境就越发复杂。

最后提七条对策，提高防控涉外金融风险的能力。

第一，牢牢把握金融开放的主动权、主导权，成熟一项推出一项，扩开放和防风险要同时研究、同时部署；

第二，建设有深度、广度、有流动性的金融市场体系，提高吸收内外部冲击的能力，这是防范风险的第一道防线；

第三，深化利率、汇率市场化改革，健全货币政策框架，疏通传导机制，提高宏观调控的自主性和有效性；

第四，在国家金稳委的领导下，加强部门信息共享和组织协调，形成监管合力；

第五，加强跨境资本流动监测预警，做到风险早发现、早预警、早处置，并在情景分析、压力测试的基础上拟定应对预案，重点要模拟演练防范化解跨市场的传染和攻击风险；

第六，健全法律法规，加大执法力度，严厉打击内部交易和市场操纵行为；

第七，建立健全舆情监测分析机制，加强市场预期引导。

最后我要声明，首先我没有妖魔化跨境证券投资，只是一个事情都是有弊有弊，我这里只是客观描述。其次，我并不是说这个风险马上就会发生，而只是未来的可能性。

我的汇报就到这里，欢迎大家批评指正。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。