



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS



径山报告
JINGSHAN REPORT

改革开放40年
中国金融开放的发展进程及未来方案

中国金融开放的下半场



《径山报告》课题组 _ 著

黄益平 | 张宇燕 | 朱民 | 朱隼 | 张斌 | 管涛 | 徐忠 联袂巨献

中信出版集团

中国金融出版社 中国金融出版社

中国金融出版社
中国金融出版社

中国金融开放的下半场

41

中国金融出版社
中国金融出版社

中国金融出版社

中国金融开放的下半场

《径山报告》课题组 著

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融开放的下半场 /《径山报告》课题组著

. -- 北京 : 中信出版社 , 2018.3

ISBN 978-7-5086-8490-1

I . ①中… II . ①径… III . ①金融 - 研究 - 中国

IV . ① F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 330423 号

中国金融开放的下半场

著 者 :《径山报告》课题组

出版发行 : 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者 : 北京通州皇家印刷厂

开 本 : 787mm × 1092mm 1/16

印 张 : 26.75

字 数 : 366 千字

版 次 : 2018 年 3 月第 1 版

印 次 : 2018 年 3 月第 1 次印刷

广告经营许可证 : 京朝工商广字第 8087 号

书 号 : ISBN 978-7-5086-8490-1

定 价 : 69.00 元

版权所有 · 侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融领域前沿课题，
引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台，专注于经济金融领域的政策研究与交流。论坛正式成员由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。论坛致力以前瞻视野和探索精神，夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版60余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

中国金融四十人论坛《径山报告》项目介绍

中国金融四十人论坛（CF40）于2017年年初正式启动《径山报告》项目，每年针对经济金融领域的重大议题，邀请学界、政界与业界专家进行研究、辩论，提出相应的政策和建议。此项目由CF40学术委员会主席、北京大学国家发展研究院副院长黄益平牵头，由项目协调小组确定年度研究主题并邀请学术素养深厚、专业经验丰富的专家承担课题研究工作。项目协调小组成员包括：黄益平、管涛、刘晓春、王海明、徐忠、张斌。

《2017·径山报告》的主题是“积极、稳健地推进中国金融开放”，由浙商银行独家支持。此报告于2017年11月交付出版，并根据报告主题，将书名定为《中国金融开放的下半场》。

径山，位于杭州城西北，以山明、水秀、茶佳闻名于世，《径山报告》项目选择以“径山”命名，寓意“品茶论道悟开放”，让中国金融实践走向世界。

中国金融四十人论坛《2017·径山报告》课题组

课题组成员：

综合报告：黄益平

分报告一：张宇燕、冯维江、刘玮

分报告二：朱民、陈卫东、周景彤、盖新哲、熊启跃

分报告三：朱隽、郭凯、艾明、赵岳、白雪飞

分报告四：张斌

分报告五：管涛、张岸天、谢亚轩、高铮、马昀

分报告六：徐忠、张雪春、曹媛媛、汤莹玮、万泰雷

分报告七：朱隽、郭凯、艾明、白雪飞、赵岳

序 言

中国金融业开放的目标模式和路径

余永定

《中国金融开放的下半场》(又简称《2017·径山报告》)是一部讨论改革开放40年来中国金融开放的历史背景、国际环境、历史经验和今后政策选择的重要研究报告。报告的撰写者都是来自中国权威机构相关领域的权威人士。报告的权威性是毋庸置疑的。

按我的理解,中国的金融开放主要包括两个部分:资本项目自由化和金融服务业开放。中国最终应该实现资本项目自由化和金融服务业开放,这是学界的共识,但对于如何实现资本项目自由化和金融服务业开放,特别是如何实现资本项目自由化,学界存在不少分歧。该书对中国数十年来,特别是近几年来推进资本项目自由化和金融服务业开放的经验教训做了详尽的研究,并提出了一系列非常公允的政策建议。

在阅读该书时,我们首先需要考虑的问题是:中国经济改革和开放的目标模式是什么?在20世纪50年代,我们的口头禅是“苏联的今天就是我们的明天”。当日苏联今何在?从20世纪70年代末期到80年代初,比较时髦的是匈牙利和南斯拉夫模式,但这些模式要么胎死腹中,要么夭折。以威权政治加自由市场的

“东亚模式”也曾热闹过。自然,中国不可能模仿这些“蕞尔小国”。

十一届三中全会确立了“社会主义市场经济”的目标模式。此后,关于中国改革目标模式的提法似乎并没有改变过。十八届三中全会提出,经济体制改革的核心问题是“处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府的作用”。这种提法同“社会主义市场经济”的提法是一致的,但更加具体化了。十八届三中全会提法中最关键的是“使市场在资源配置中起决定性作用”。如何通过改革“使市场在资源配置中起决定性作用”呢?这种改革不外有两条途径,“摸着石头过河”或“某某的今天就是我们的明天”。我以为,中国过去三十多年的改革之路就是两者的结合。先以某某为师,再摸着石头过河。在实践中不断向着目标模式前进,碰到难以克服的障碍,再回过头看看有没有更好的目标模式。中国取得的巨大成就,是通过反复调整目标模式和通往目标模式的路径而取得的。

毋庸讳言,资本项目自由化和金融服务业开放是以发达资本主义国家为目标模式的。发达资本主义国家都实现或基本实现了资本项目自由化和金融服务业的开放。该书可以分为三大部分:其一,全面介绍发达资本主义国家资本跨境流动和金融服务业开放的现状。这实际上是给出目标模式。其二,详细描述中国金融机构、金融市场、金融工具、中国金融机构的海外业务,以及资本跨境流动和金融服务业开放的现状。其三,通过对中、外现状的比较,找出差距,提出由此及彼,最终实现改革目标的路线图、时间表和具体政策措施。报告的这种结构同中国数十年来对经济改革的探索非常契合。当然,这只是我的个人浅见,报告的设计

者并不一定同意我的解读。

该书的撰写人具有天然的信息优势，对中国金融发展以及中国与发达国家之间的差距的描述非常翔实。这一部分内容本身就可以独立成篇、构成一本简明“金融手册”。其他分报告也都具有这种可以独立成篇，改写成简明手册的特质。

该书的内容十分丰富，我没有全面评价的资格，下面仅就报告中本人比较熟悉的几个问题谈些粗浅的感想。

首先是资本项目自由化问题。由于各国国情不同，即便最终目标是实现资本项目自由化，实现这一目标的路线图可能非常不同。该书是在资本跨境流动管理这一框架下讨论资本项目自由化问题的。尽管所讨论的实质上是同一个问题，但由于视角的变换，资本项目自由化目标被淡化了。通过对我们自己和其他国家资本跨境流动管理的成败经验的讨论，报告提出了改善跨境资本流动管理的具体建议。我认为这种思路符合中国改革的“摸着石头过河”的特点：先不多谈未来的愿景（也不是没有，但不必十分清晰），小步走、见招拆招、就事论事。这种研究思路回避了一些不必要的意识形态问题。根据这种思路制定的政策大概不会是最优政策，但可能使我们避免犯下不可挽回的错误。世界充满了不确定性，推进资本项目自由化过程中的外部条件处于不断的变化过程中，谁能事先设计好一条最优路径呢？

最近5年来的事实已经证明，亮出一份资本项目开放（或资本项目下人民币可兑换）的时间表是不明智的。当一个国家仍然存在产权保护欠缺、政企关系不正常、税赋过重、汇率缺乏弹性等大量结构性和制度性扭曲的时候，即便拥有大量外汇储备，这

个国家金融体系的抗冲击能力也是脆弱的。放弃资本管制就使这个国家的金融体系暴露在大规模资本外流冲击的威胁之下。经济发展过程充满不确定性，无人知道何时大规模资本外流的压力会突然上升。许多学者相信“倒逼”，但用资本外流来“倒逼”改革是一种风险极高的策略。这种“倒逼”的结果很可能是改革进程的失控。你愿意冒这种风险吗？

同资本项目自由化相关的另一个重要议题是人民币国际化。坦率说，我不认为当初我们有必要大张旗鼓地推动人民币国际化。本币国际化对任何国家来说都是一把双刃剑。世界上很少有国家把本币国际化作为一项政策加以推进。德国始终回避马克国际化。日本一度想推进日元国际化，但很快搁置了这一政策。美国大部分学者认为美国根本不曾有过美元国际化政策。本币国际化应该是由市场推动的自然过程，人为推进往往欲速不达。

本币国际化的重要前提条件是资本项目自由化。国际学术界和国际金融组织对资本项目自由化的时序早已形成了比较成熟的、经过实践检验的路线图——例如，汇率浮动应该发生在资本项目自由化之前。人民币国际化的路线图必然实际上暗含着相应的（但可能是不正确的）资本项目自由化路线图。两张路线图可能会发生冲突，并导致对资本跨境流动的失控。例如，人民币进口结算和人民币回流机制的建立实际上是以资本的部分跨境自由流动为前提条件的。但在人民币国际化路线图上，这一步骤并不以汇率自由浮动为前提。这样，人民币国际化的路线图就否定了资本项目自由化的公认的正确时序。

随着中国经济的继续增长、中国金融开放程度的提高，人民

币国际化的程度自然会进一步水涨船高。国际经济形势的变化也会不断为人民币国际化提供机会与空间。例如，中国方兴未艾的海外投资就为人民币国际化提供了极好的机会。企业自己是会抓住这些机会的。我们没有必要根据坐在房间里设计出来的路线图，以刻舟求剑的方式推动人民币国际化。

与资本项目自由化密切相关的另一个问题，而且是更重要、更现实的问题是中国汇率制度的改革。为了维持货币政策的独立性，加大汇率弹性是扩大资本跨境流动自由度的前提条件。长期以来中国患上了严重的汇率浮动恐惧症。在世界上中国是最不应该害怕汇率浮动的国家。按照国际货币基金组织的分类，中国目前的汇率制度是“软钉住”类中的“类爬行钉住”。到2015年实行这种汇率制度的国家，除中国外，还有牙买加、克罗地亚、伊朗、利比亚、白俄罗斯、埃塞俄比亚、乌兹别克斯坦、卢旺达、塔吉克斯坦、亚美尼亚、多米尼哥、危地马拉、安哥拉、海地、老挝、巴布亚新几内亚和突尼斯^①。中国的许多政策，包括资本项目自由化进程都被汇率政策绑架了。该书对汇率体制改革采取了非常积极的态度。对此，我表示完全赞同。最近两年，由于央行逐渐停止了对外汇市场的常态化干预，中国的汇率制度已经具有越来越明显的浮动汇率的特征。当然，真正的考验大概还未到来。

^① 2016年以后，国际货币基金组织将中国汇率制度重新归类为“other managed”。同以前一样，除中国外，属于这种类型的国家都是经济不发达的中小国家。IMF: Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions 2016. IMF. October 2016. <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements>。

该书用很大篇幅讨论了中国金融服务业开放的现状、问题和进一步开放的路线图。2017年11月9日，据中国外交部网站，中方按照自己扩大开放的时间表和路线图，将大幅度放宽金融业，包括银行业、证券基金业和保险业的市场准入。看来该书的完成恰逢其时。应该看到，金融服务业的开放是中国履行“入世”之初的开放承诺。开放金融服务业同开放资本项目是不同的两件事。开放金融服务业并不等于放弃资本管制。事实上，中国完全应该大幅度地放宽金融业的市场准入。海外金融机构的进入，竞争压力的增加将促使中国金融机构改善服务，更好地为实体经济和公众服务。与给出资本项目完全开放的时间表不同，给出金融服务业开放的时间表和路线图是可行的和有益的。但是我们也必须看到，金融服务业开放不可能不涉及资本的跨境流动。因而，在进一步开放金融服务业的同时，我们必须提高管理资本跨境流动的水平。

该书不但讨论了中国金融服务业的“请进来”，而且讨论了中国金融服务业的“走出去”。近年来，中行马德里分行和农行纽约分行遭受驻在国金融监管机构处罚，遗憾的是报告并未讨论这些问题。我以为，在不涉及商业机密的前提下，报告应该深入讨论这两个案例，总结经验教训。我们的金融机构需要痛切地认识到：走向世界的道路并非铺满鲜花而是长满荆棘。一味退让并非解决问题的办法。

中国的资本项目自由化和金融服务业开放固然是以发达资本主义国家为目标模式的，但是这并不意味着中国要照抄发达资本主义国家，并且不同发达资本主义国家的金融模式也是各有特色

的。在以发达资本主义国家的资本项目自由化和金融服务业开放为目标模式的同时，如何在这种目标模式上打上中国印记，对于中国经济学家来说，是一个重要的理论挑战。令人略感遗憾的是，报告对这个问题似乎着墨不多。

积多年拜读各种政策报告的经验，我感觉一般政策报告有三个通病。其一，政策建议与整个报告的推论过程（如果还有真正的推论过程的话）没有逻辑的必然联系。其二，政策建议过于空泛，或面面俱到，说了等于没说。其三，由于是合作的产物，各个分报告往往不能有机地结合成一体。当然，克服这三个缺陷是困难的。这也是我本人从不敢接受撰写政策报告任务的原因。该书在相当程度上克服了上述三个通病，但还是有可改进的余地。《中国金融开放的下半场》是一份可以作为其他政策研究报告“对标”基准的报告，反映了中国学术界在这个研究领域的最新研究成果，值得决策部门、金融机构和科研院所认真研究。

能够激起激烈讨论是一份政策报告的最大成功。石沉大海则是一份政策报告的最大失败。希望《中国金融开放的下半场》的出版能够引起学界的关注、讨论乃至尖锐批评。

本书摘要

积极、稳健地推进中国金融开放

金融开放政策贯穿了中国的整个改革开放时期。在 20 世纪 80 年代,政府就通过逐步调整高估的汇率改善对外经济贸易关系,同时通过建立经济特区试验市场经济制度与对外开放政策。在 20 世纪 90 年代,政府一方面积极推行“以市场换技术”吸引外国直接投资的策略,另一方面在 1994 年年初将官方与市场两个汇率并轨之后开始实行有管理的浮动汇率体制。2001 年年底加入世界贸易组织时,政府承诺境内金融业的对外开放以及外资金融机构享受准入前国民待遇。全球金融危机之后,政府又顺势而为,加速推进人民币国际化进程,同时还建立了亚洲基础设施投资银行并提出了“一带一路”的倡议。

近 40 年的金融开放政策有几个明显的特点,一是“缓慢、反复”,二是“决心大、推进难”,三是政策协调性不够。这些特点与中国的渐进式改革方式有关,但对金融开放政策的总体评价应该是“成绩很大、问题也不少”。汇率政策改革一直在朝着双向波动和市场决定的方向努力,但始终没有呈现出足够的灵活性;资本项目开放和人民币国际化取得了很大的进展,但在最近两年出现了一些反复;金融机构的对外开放经常是“雷声大、雨点小”,

实际进展相对有限，甚至出现了一定程度的倒退；金融市场的对外开放严重受制于境内外市场规则、制度方面的差异以及我国“通道式”的开放模式；对外投融资合作才刚刚开始，金融机构“走出去”明显滞后于企业“走出去”，跨境金融的服务能力还比较弱。

虽然金融开放政策存在一些问题，但迄今为止似乎并没有显著影响我国的经济增长与金融稳定，而且确实有不少新兴市场国家在实施金融开放政策之后发生了金融危机。那么中国的金融业是否还应该进一步开放？从目前看，中国金融开放的程度不但明显滞后于实体经济，也大大落后于其他新兴市场国家。除此之外，起码还有三条理由支持中国金融业的进一步开放。第一，金融开放是实现经济可持续增长的重要条件。经济增长要靠创新，经济创新要依靠金融创新，金融开放有利于促进金融创新。第二，金融开放是防控系统性金融风险的重要手段。扩大金融开放，不仅可以引进先进的经营管理理念、技术和规则，还可以强化市场纪律，消除金融风险的痼疾，同时也有利于分散风险。第三，金融开放是积极参与国际经济治理的重要途径。无论是积极维持经济全球化的方向，还是推动人民币国际化和落实“一带一路”倡议，都要求中国与国际金融体系接轨。

与40年前相比，中国与世界经济都发生了巨大的变化。政府在制定新的金融开放政策的时候，应该制定与发生变化的经济现实相适应的理念与策略。一是作为大国经济，中国制定金融开放决策需要认真考虑对国际经济的溢出效应；二是在积极推动资本项目开放的同时，当局也应该考虑设立适度的、临时性的跨境资本流动管理机制，支持金融稳定与货币政策的独立性；三是汇