

梁涛 张春生◎等著

金融改革前沿问题探索

JinRong GaiGe QianYan WenTi TanSuo

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

广东省哲学社会科学规划项目“强势美元周期下新兴经济体国际资本流动突停风险与我国的应对研究”（GD16CYJ07）

广东省自然科学基金项目“人民币国际化背景下中国跨境资本流动突停风险与应对策略研究”（2017A030313418）

金融改革前沿问题探索

梁 涛 张春生 等著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

金融改革前沿问题探索/梁涛等著. —北京:
经济科学出版社, 2019. 7

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0627 - 4

I. ①金… II. ①梁… III. ①金融改革 - 研究 -
中国 IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 118548 号

责任编辑: 白留杰 刘殿和

责任校对: 蒋子明

责任印制: 李 鹏

金融改革前沿问题探索

梁 涛 张春生 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材分社电话: 010 - 88191355 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxchs. tmall. com](http://jjkxchs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 14. 75 印张 250000 字

2019 年 7 月第 1 版 2019 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0627 - 4 定价: 45. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

中国 2001 年加入世界贸易组织后，一直致力于金融领域的改革和开放，不断在重点领域和关键环节实现突破。人民币国际化、资本项目开放和利率市场化是中国金融改革开放的重要举措，在金融改革开放的过程中如何做好相关金融监管，切实做到金融开放与金融监管两手抓两手硬，既加快金融开放，又加强金融监管，防范风险，确保金融安全。在当下，我们觉得对该等问题的思考和研究，既有重要的理论意义，也有迫切的现实意义。本书聚焦人民币国际化与资本项目开放、美元霸权与跨境资本流动监管、利率市场化与金融消费者保护和货币政策工具选择与宏观审慎监管四个前沿领域展开专题研究。

第一部分人民币国际化与资本项目开放，侧重探讨中国在人民币国际化的过程中资本项目开放的条件以及利率市场化、汇率自由化和资本项目的开放次第问题。人民币国际化和资本项目开放同为我国重要金融开放战略，“十二五”规划提出“扩大人民币跨境使用，逐步实现人民币资本项目可兑换”，“十三五”规划提出“有序实现人民币资本项目可兑换，提高可兑换、可自由使用程度，稳步推进人民币国际化，推进人民币资本走出去”，2017 年习近平在全国金融工作会议上提出“稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换”。党的十九大提出的“推动形成全面开放新格局”，构建科学完备的对外开放思想理论体系是习近平新时代中国特色社会主义思想的重要组成部分。本篇先在全球化视角下梳理探讨了人民币资本项目开放的国内争论，理顺了人民币国际化与资本项目开放的关系，从金融市场角度分析人民币资本项目开放条件是否成熟，金融市场不成熟决定了我国不具备资本加快开放的条件。《利率市场化、汇率自由化与资本项目开放的次序：理论、经验与选择》一文梳理国际市场利率、汇率项目开放次序模式，对我国利率市场化、汇率自由化和资本项目开放次序问题展开深入探讨。

第二部分美元霸权与跨境资本流动风险监管，讨论当代国际货币体系、

美元霸权对新兴经济体跨境资本流动的影响以及中国应该如何应对跨境资本流动风险的问题。《IMF设计的资本流动管理框架》一文从IMF设计的资本流动管理框架入手探索资本流动管理工具和资本流入流出管理以及资本流动监管四个方面对我国跨境资本流动提出建议。《美元霸权下的“中心—外围”博弈对中国的影响与应对》《强势美元周期下的“二元悖论”与对中国的启示》两篇文章主要探讨美国与新兴经济体博弈形成的“金融国家对贸易国家”的国际分工新格局对新兴经济体跨境资本流动的影响与中国的应对，文章建议中国推动人民币国际化、改变美元在国际货币体系中“一股独大”的局面，遏制美元霸权对外围国家的金融扼制；主动推进“世界加工工厂”向“世界制造工厂”的升级；把跨境资本流动管理纳入宏观审慎管理重点。

第三部分利率市场化改革与金融消费者保护，讨论中国利率市场化的必要性、影响及其对金融消费者的保护问题。《存款利率市场化：金融消费者权益保护视角下的路径选择》一文从金融消费者权益保护视角探讨存款利率市场化改革的必要性；《信贷规划管理下利率市场化改革对企业融资约束的影响》一文研究从企业融资约束视角研究信贷规划管理对利率市场化改革的影响和应对；《金融创新视角的金融消费者权益保护问题研究》一文关注金融机构的结构套利、透明度套利以及对监管的“竞次”博弈等行为对金融消费者权益保护产生的影响。提出在金融创新加速背景下对金融消费者权益保护不足，不仅会损害消费者的个体利益、影响公平交易，而且还会威胁一国金融体系的安全的观点。《中外金融消费者保护水平的比较分析》一文构建价值链的层次分析模型，从立法保护、监管力度、产品服务和消费者满意度四个维度综合评价中国、美国、欧盟以及台湾地区的金融消费者保护水平。实证结果表明，中国金融消费者保护水平较低，立法与监管滞后于金融产品和服务问题突出。当前迫切需要加强金融消费保护立法、设立专门金融消费保护机构以及进一步改进金融业务程序规则。

第四部分货币政策工具选择与宏观审慎监管，探讨社会融资规模、信贷规模对货币政策中介指标的意义以及对影子银行的监管问题。《社会融资规模适合作为货币政策中介目标吗》一文表明，当外在冲击来自商品市场时，社会融资规模作为货币政策中介的效果并不比货币供应量要好，加上其统计范围不精准及不可控制性，社会融资规模并不合适作为货币政策中介指标。《新常态下中国货币政策调控工具的选择》一文从中国货币政策的调控机理出发，剖析信贷规模管理在解决贷款利率市场化时出现流动性泛滥问题的高

效性与新常态经济下的局限性，建议在存款利率逐渐市场化进程中，伴随外汇占款减少，以及人民币国际化中国的货币政策调控应该逐渐淡化信贷规模管理。《分业监管模式下影子银行监管问题的进化博弈分析》指出分业监管模式下多个监管机构之间监管合作成本过高是导致监管真空、监管漏洞的主要原因；监管者与影子银行机构之间的进化稳定策略是由对影子银行机构违规处罚以及多个监管机构监管合作成本的动态调整决定的。

本书旨在从全球化视角探讨中国金融改革开放的前沿问题，为中国金融改革开放及其所涉及的金融监管有关问题进行粗浅的理论探讨，期冀对促进中国金融改革全面开放的新格局有所启发，并以此就教于方家。

作者

2019年6月

目 录

第一部分 人民币国际化与资本项目开放

- 人民币国际化与人民币资本项目开放：冲突和问题 张春生（3）
- 人民币资本项目开放：国内观点争论 张春生 蒋海（22）
- 我国资本项目开放条件成熟了吗？
——从金融市场分析 张春生 梁涛 蒋海（36）
- 利率市场化、汇率自由化与资本项目开放的次序：理论、经验与
选择 张春生 蒋海（51）

第二部分 美元霸权与跨境资本流动风险监管

- IMF 设计的资本流动管理框架 张春生（71）
- 当代国际货币体系下新兴经济体的跨境资本流动风险与
应对 梁涛（93）
- 强势美元周期下的“二元悖论”与对中国的
启示 梁涛 张春生 梅光仪（102）
- 美元霸权下的“中心—外围”博弈对中国的影响与应对 梁涛（117）

第三部分 利率市场化改革与金融消费者保护

- 存款利率市场化：金融消费者权益保护视角下的路径选择 梁涛（133）
- 中外金融消费者保护水平的比较分析 梁涛（146）
- 信贷规划管理下利率市场化改革对企业融资约束的影响 梁涛（160）
- 金融创新视角的金融消费者权益保护问题研究 梁涛（176）

第四部分 货币政策工具选择与宏观审慎监管

社会融资规模适合作为货币政策中介目标吗?	张春生 梁 涛 (189)
新常态下中国货币政策调控工具的选择	梁 涛 (202)
分业监管模式下影子银行监管问题的进化博弈分析	梁 涛 (213)

第一部分
人民币国际化与资本项目开放

人民币国际化与人民币资本 项目开放：冲突和问题

张春生

2008年的国际金融危机暴露了现行国际货币体系下我国金融的脆弱和劣势，人民币从属地位使我国经济金融受制于美元霸权，要根本上摆脱唯有人民币为国际社会广泛使用。基于此目的，2009年我国开启人民币国际化，并将之与人民币资本项目开放列为两大金融开放战略，“十二五”规划提出“扩大人民币跨境使用，逐步实现人民币资本项目可兑换”，《金融业发展和改革“十二五”规划》提出“稳妥有序推进人民币资本项目可兑换……坚持实需为主、先易后难、强化监测、风险可控原则，推动人民币跨境使用”，“十三五”规划提出“有序实现人民币资本项目可兑换，提高可兑换、可自由使用程度，稳步推进人民币国际化，推进人民币资本走出去”。

一国货币要实现国际化，前提之一是该国资本项目可自由兑换。绝大多数学者从此角度分析两大金融开放战略的关系，认为人民币资本项目开放度不高阻碍了人民币国际化进程，制约了人民币国际化速度与程度，导致人民币国际化进展缓慢，加快资本项目开放有助于推动人民币的国际使用，人民币要达到本该的国际化程度，当务之急是加快资本项目开放速度。

而对于人民币国际化是否影响了人民币资本项目开放？如何影响？则研究甚少。余永定（2011）认为人民币国际化实质是资本项目自由化，有人民币国际化之名却无之实，无资本项目自由化之名却有其实；接着余永定（2014，2015）认为人民币国际化隐含了人民币资本项目开放路径，人民币国际化隐含的开放路径与资本项目开放本该次序可能存在冲突；马骏（2013）认为人民币国际化与人民币资本项目开放有一定的替代性。但他们未分析人民币国际化如何引起人民币资本项目开放？导致哪些子项目的开放？人民币国际化隐含了何种开放路径？与资本项目开放存在哪些次序冲突并如何解决这种冲突？这些问题非常值得研究，处理不好可能影响我国的金融稳定与安全。

一、人民币国际化与人民币资本项目开放的次序冲突

资本项目开放指除少数例外情况下，取消对资本流动的直接和间接限制，取消对资本流动本身及与之相关的汇兑和转移限制（管涛，2001）。外币（主要为储备货币）与本币都为资本，因此资本项目开放指外币资本或本币资本可自由流出入，只要实现一者就可称资本项目开放。非储备货币发行国适用于前者，即资本流出入时本币（外币）可自由兑换成外币（本币），储备货币发行国则适用于后者，本币资本不受限制地自由流出入。货币国际化指一种货币的使用超出国界，在发行国境外使用和持有的现象及过程，即该货币在境外被本国居民和非居民用作标价、计价、结算、投资、价值储藏，该货币除在境内流通外，可用于居民与非居民在经常项目和资本项目下的跨境结算支付，也可用于非居民与非居民在经常项目和资本项目下的跨境结算支付。

由此，资本项目开放与货币国际化的关系可用图1表示，资本项目开放有两种表现形态：资本项目下本外币可自由兑换（即传统意义上的资本项目开放）及本币用于资本项目下的交易支付（资本项目下本币资金可自由流出入）。货币国际化表现为：本币用于居民与非居民在资本项目下的交易支付、本币用于居民与非居民在经常项目下的交易支付、本币用于非居民间在经常项目与资本项目下交易支付。因此本币用于居民与非居民间资本项目下的交易支付既为货币国际化也为资本项目开放，如美国银行向境外提供美元贷款同时体现资本项目开放及美元国际化。很显然，推进本币在资本项目下的交易支付实质为资本项目开放。

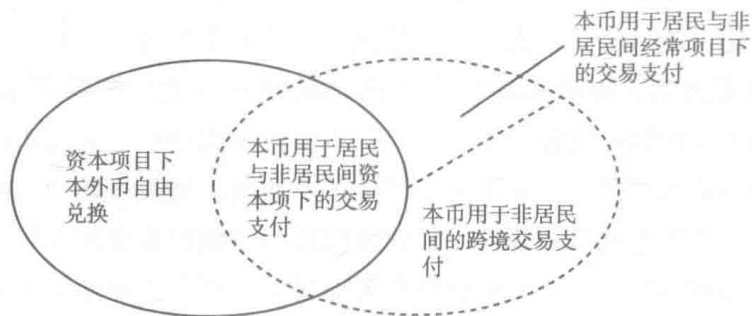


图1 资本项目开放与货币国际化的关系

2009年我国开启人民币国际化，推动人民币在居民与非居民间、非居民与非居民间的跨境交易支付，至2016年底涉及资本项目交易支付的政策有^①：（1）货币互换协议。2008年12月中韩货币互换后，共与36个国家签订33437亿元互换规模^②。（2）跨境贸易人民币结算^③。2009年7月沪粤（穗、深、莞三市）试点跨境贸易人民币结算，2011年7月结算范围扩大至全国。（3）RQFII。2011年12月中国香港首获200亿元额度，至2016年底向11个国家（地区）累计批准5284.75亿元^④；2016年9月改为备案制，取得证监会资格许可即可通过备案获取不超过资产规模一定比例的投资额度（基础额度），超过基础额度部分报国家外管局批准，境外主权基金、央行及货币当局等机构的投资额度不受资产规模比例限制，实行备案管理。（4）RQDII。2014年11月允许RQDII投资境外人民币计价产品，汇出规模以实际募资规模为准，不得超过报送的产品最大发行规模。（5）境外机构参与境内银行间债券市场交易。2010年8月允许境外央行、港澳人民币清算行、境外参加行在核准额度内投资交易；2015年6月允许境外清算行、境外参加行开展债券回购交易，回购资金可调出境外；2015年7月允许货币当局、国际金融组织、主权财富基金开展债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等其他经许可的交易，并可自主决定投资规模；2016年2月允许境外机构投资者（商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等）开展债券现券等经许可的交易，且取消额度限制，累计汇出外汇和人民币资金的比例与累计汇入外汇和人民币资金的比例上下波动不超过10%^⑤。（6）人民币境外直接投资。2011年1月允许非金融企业以人民币对外直接投资，境外利润可以人民币汇回境内。（7）外商人民币直接投资。2011年10月允许境外机构以人民币投资境内企业，2013年9月允许以人民币投资境内金融机构，利润分配、减资、转股、清算、先行回收投资等所得人民币资金可汇出境外。（8）银行人民币境外贷款。2009年7

① 资料来源于《2016年人民币国际化报告》、2016年中国货币政策大事记、国家外汇管理局网站、国家发改委网站。

② 与乌兹别克斯坦、巴西签订的7亿元、1900亿元互换协议已失效。

③ 此为人民币在经常项目下的支付使用，但进出商可通过高报出口、低报进口等方式进行融资，实现资本项目下的支付使用，也可视为资本项目开放的一部分。

④ 资料来源于《国家外汇管理局年报2016》。

⑤ 首笔汇出可不按上述比例，但汇出外汇或人民币金额不得超过累计汇入外汇或人民币金额的110%。

月允许境内结算行向境外企业提供人民币贸易融资，2011年1月允许银行向跨境贸易人民币结算试点地区的非金融企业在境外所投企业或项目发放人民币贷款，2011年10月允许银行向境内机构“走出去”过程中的各类境外投资和合作项目，包括但不限于境外直接投资、对外承包工程以及出口买方信贷等提供人民币贷款。（9）外商投资企业境外人民币借款。2012年6月允许外商投资企业在注册资本按期足额到位后自境外借用人民币资金（外商投资房地产企业除外），向境外股东、集团关联企业和境外金融机构的人民币借款和外汇借款的总规模不得超过投资总额与注册资本的差额。（10）跨境人民币资金池。2014年11月允许跨国企业集团建立跨境双向人民币资金池，净流入上限=资金池应计所有者权益×宏观审慎政策系数，净流出暂不设限，2015年9月放松建立双向人民币资金池的资格条件^①。（11）原油期货人民币计价。2015年7月原油期货以人民币计价，境外交易者、境外经纪机构可汇入人民币资金参与交易，人民币资金可汇往境外。（12）沪/深港通。2014年11月、2016年12月启动沪港通、深港通，沪（深）股通每日额度130亿元，沪（深）市流入港股通每日额度均为105亿元^②。（13）境内机构境外发行人民币债券（点心债）。2012年5月允许非银行机构赴境外发行人民币债券（之前采取个案审批），2015年取消外债额度审批，实行备案制，2009~2016年香港点心债发行总额6996.95亿元^③。（14）境外机构境内发行人民币债券（熊猫债）。2010年9月允许国际开发机构在银行间债券市场发行人民币债券^④，2014年9月允许境外非金融企业在银行间债券市场发行人民币债券，2016年12月发行主体扩大为外国政府类机构、国际金融组织、国际开发机构，以及在境外（含香港、澳门和台湾地区）合法注册成立的各类金融机构和非金融企业，2016年熊猫债发行1300多亿元。（15）内地与香港互发人民

① 2014年允许建立资金池的条件为：境内成员企业上年度营业收入合计金额≥50亿元人民币，境外成员企业上年度营业收入合计金额≥10亿元人民币；2015年条件为：境内成员企业上年度营业收入合计金额≥10亿元人民币、境外成员企业上年度营业收入合计金额≥2亿元人民币。

② 沪港通总额度为5500亿元人民币，2016年8月16日两地监管部门发布联合公告取消额度限制。深股通（港股通）当日额度余额=每日额度-买入申报金额+卖出成交金额+被撤销和被深交所（联交所）拒绝接受的买入申报金额+买入成交价低于申报价的差额。

③ 根据 <http://finance.sina.com.cn/roll/2016-01-29/doc-ifxnzpkx5650164.shtml> 的数据加总。2015年10月人民银行在伦敦发行50亿元央行票据。

④ 2005年发布《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，2010年9月进行了修订。2015年9月央行首次批准国际性商业银行——香港汇丰、香港中银在银行间债券市场发行10亿元、100亿元人民币债券。

币证券投资基金。2015年11月允许内地与香港跨境发行基金, 香港基金内地发行募集资金净汇出上限、内地基金香港发行募集资金净汇入上限均为3000亿元。(16) 境内企业境外人民币放款。2016年11月允许境内企业将人民币贷给其有股权关系的境外企业, 放款上限 = 最近一期经审计的所有者权益 × 宏观审慎调节系数, 不得使用个人资金、债务融资向境外放款。(17) 境内外银行间人民币借贷。2009年7月港澳人民币清算行可加入全国银行间拆借市场开展同业拆借业务。以上政策导致资本项目开放总结在表1。

表1 人民币国际化下的资本项目开放

人民币国际化政策	引起资本项目开放	流入		流出		流出人是否受限		
		境内交易	境外发行	境内发行	境外交易	较严	较少	不限
RQFII (2011.12)	股票证券	√					√	
沪/深港通 (2014.11)		√			√	√		
RQFII (2011.12)	债务证券	√					√	
RQDII (2014.11)、QDII (2013.8) ^①					√	√		
境外机构以人民币资金参与银行间债券市场交易 (2010.8)		√						√
境外机构境内发行人民币债券 (2010.9)				√		√		
境内机构境外发行人民币债券 (2012.5)			√				√	
RQFII (2011.12)	货币市场工具	√					√	
境外机构以人民币资金参与银行间债券市场交易 (2010.8)		√						√
RQFII (2011.12)	集合投资工具	√					√	
内地与香港互发人民币基金 (2015.11)			√	√		√		
RQFII (2013.3)	衍生品等工具	√					√	
原油期货人民币计价 (2015.7)		√					√	
境外机构以人民币资金参与银行间债券市场交易 (2015.7)		√						√
跨境贸易人民币结算 (2009.7)	商业信贷		√		√			√
货币互换协议 (2009)	金融信贷				√	√		
银行人民币境外贷款 (2009)					√	√		
境内外银行间人民币借贷 (2009)			√		√		√	
外商投资企业境外人民币借款 (2012.6) ^②			√			√		

续表

人民币国际化政策	引起资本项目开放	流入		流出		流出人是否受限		
		境内交易	境外发行	境内发行	境外交易	较严	较少	不限
跨境人民币资金池 (2014. 11)	金融信贷	√		√				√
境内企业境外人民币借款 (含金融企业, 2016. 4)		√					√	
境内企业境外人民币放款 (2016. 11)				√	√			
人民币境外直接投资 (2011. 1)	直接投资			√				√
外商人民币直接投资 (2011. 10)		√						√
外商人民币直接投资 (2011. 10)	直接投资 清盘			√				√

注：①2013年8月允许QDII将人民币资金汇出入。②2012年6月允许外商投资企业境外人民币借款，2016年4月《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》允许境内企业自主从境外融入本币债务。

我国资本项目开放采取“先流入后流出；先直接投资后证券投资；先长期投资后短期投资；先机构后个人；先债权类工具后股权类工具和金融衍生产品；先发行市场后交易市场；先开放有真实背景的交易后开放无真实背景的交易”的次序。从政策出台看，人民币国际化路径为：通过进口人民币结算、人民币对外贷款、人民币对外直接投资等渠道让人民币流出境外，再通过出口人民币结算、RQFII、点心债、境外机构投资境内银行间债券市场、外商人民币直接投资等渠道使人民币回流，随着外流与回流规模不断扩大，人民币在跨境贸易和金融交易中承担国际货币职能越来越广泛，用作计价结算、价值贮藏的范围领域、广度深度不断拓展，最终实现人民币国际化目标。

表1显示人民币国际化隐含的资本项目开放路径为：（1）先流出后流入。跨境贸易人民币结算、货币互换协议、银行人民币境外贷款、境内外银行间人民币借贷、境外机构境内发行人民币债券等措施先使人民币流出，而后RQFII、境外机构投资境内银行间债券市场、外商人民币直接投资、境内机构境外发行人民币债券等措施使人民币回流。（2）先短期投资后长期投资。跨境贸易人民币结算、境内外银行间人民币借贷、跨境人民币资金池、境外机构投资境内银行间债券市场等措施使商业信贷、金融信贷、货币市场工具这些短期项目先行开放，境外机构境内发行人民币债券、境内机构境外发行人民币债券、人民币境外直接投资、外商人民币直接投资等长期投资项

目而后开放。(3) 先证券投资后直接投资。RQFII、境外机构投资境内银行间债券市场、境外机构境内发行人民币债券等措施先开放了股票证券、债务证券、货币市场工具、集合投资工具市场，直接投资（人民币境外直接投资、外商人民币直接投资）滞后开放。(4) 先债权类工具后股权类（金融衍生品）工具。债权类工具（境外机构投资境内银行间债券市场、境外机构境内发行人民币债券、境内机构境外发行人民币债券）放开早于股权类工具放开（沪/深港通），股权类工具开放又早于衍生工具放开（原油期货人民币计价、境外机构参与境内银行间债券市场的衍生品交易）。(5) 先交易市场后发行市场。债务证券的交易市场（境外机构投资境内银行间债券市场、RQFII）开放早于发行市场（虽然熊猫债 2005 年开启，但发行规模很小），股票证券交易市场开放也早于发行市场（发行市场未开放）。(6) 先有真实背景交易后无真实背景交易。先推进了跨境贸易人民币结算、银行人民币境外贷款、境内外银行间人民币借贷、人民币境外直接投资、外商人民币直接投资这些有真实背景的交易，而后推进股票证券、债务工具、货币市场、衍生品等无真实背景的交易。(7) 先机构后个人，人民币国际化所有政策都针对机构。对照可见，人民币国际化隐含的资本项目开放路径与资本项目开放原则是相悖的，先流出后流入、先短期后长期、先证券投资后直接投资、先交易市场后发行市场与资本项目开放次序原则完全相左。

国际经验表明，先流入后流出、先长期后短期、先直接投资后证券投资三个次序尤为重要，关系一国金融稳定与安全，某一次序颠倒就会大大增加金融危机可能性，先流出后流入可能让资本外逃殆尽（尤其是新兴市场与发展中国家），先短期后长期、先证券投资后直接投资使本币易遭外部攻击^①并造成周期性的货币和收支危机，拉美债务危机、东南亚金融危机原因之一就是以上次序的颠倒。人民币国际化隐含的先流出后流入、先短期后长期、先证券投资后直接投资的次序对其本身来说是合理的，先开放流出才使人民币国际化有启动之源，先放开短期项目可加快人民币流出入速度，先放开证券项目可扩大流出入规模与速度，如按先流入后流出，先长期后短期，先直接投资后证券投资的次序则人民币国际化根本不可能推进。人民币国际化隐含的资本项目开放路径与资本项目开放原则相悖，无疑对我国金融稳定产生负面冲击。

^① 国内经济良好、本币预期升值时境外资本通过短期项目、证券项目大量流入，而国内经济不佳、本币预期贬值时套利资本通过短期项目、证券项目大量外流。