



No. 2131

Working Paper

开放没有回头路：中国应对资本流动冲击的经验及启示

管 涛

殷高峰

【摘 要】 本文回顾了 1994 年汇率并轨以来中国六次应对资本流动冲击的经验，认为中国逐渐从最初的以行政管制手段为主，转变为更多发挥市场调节和宏观审慎措施的作用。坚持用发展的办法解决前进中的问题，保持经济基本面稳中向好，增加汇率政策弹性，维护经济金融体系健康，健全跨境资本流动宏观审慎管理等经验，进一步增强了中国扩大金融对外开放的信心。然而，扩大开放后，金融政策的外部制约增强、资本流动的顺周期波动和跨境传染风险上升，以及国内宏观政策溢出效应放大等，将更加考验中国金融风险的应对能力。为实现金融高水平对外开放，中国需要完善金融对外开放配套基础设施，坚持稳慎推进人民币国际化和金融开放，牢牢把握金融开放的主动权和主导权，同时做到扩大开放与防范风险齐头并进。

【关 键 词】 对外开放 金融开放 资本流动冲击 风险防控

【文章编号】 IMI Working Papers NO.2131



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆  国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

开放没有回头路：

中国应对资本流动冲击的经验及启示

管 涛¹

殷高峰²

【摘要】本文回顾了 1994 年汇率并轨以来中国六次应对资本流动冲击的经验，认为中国逐渐从最初的以行政管制手段为主，转变为更多发挥市场调节和宏观审慎措施的作用。坚持用发展的办法解决前进中的问题，保持经济基本面稳中向好，增加汇率政策弹性，维护经济金融体系健康，健全跨境资本流动宏观审慎管理等经验，进一步增强了中国扩大金融对外开放的信心。然而，扩大开放后，金融政策的外部制约增强、资本流动的顺周期波动和跨境传染风险上升，以及国内宏观政策溢出效应放大等，将更加考验中国金融风险的应对能力。为实现金融高水平对外开放，中国需要完善金融对外开放配套基础设施，坚持稳慎推进人民币国际化和金融开放，牢牢把握金融开放的主动权和主导权，同时做到扩大开放与防范风险齐头并进。

【关键词】对外开放 金融开放 资本流动冲击 风险防控

一、引言

汲取两次世界大战期间贸易战、货币战的教训，推动贸易开放和货币经常项目可兑换，允许资本流动管制是战后初期全球经济治理重构的重要内容。然而，从 20 世纪 60 年代开始，随着战后经济重建，对外贸易开放，以及布雷顿森林体系瓦解，资本管制的效力降低、成本上升，欧美发达国家不得不放开资本管制。^[3]以美国为例，20 世纪 70 年代美元持续贬值，而彼时欧洲美元存款不存在利率上限和存款准备金制度限制，这导致美国资本大量流向欧洲。为此，美国逐渐废除了对银行存款利率进行管制的 Q 条例（Regulation Q），实现了利率市场化。^[4]利息平衡税作为美国政府试图限制本国资本外流而采取的重要资本管制措施，也由于在平衡国际收支方面收效甚微，于 1974 年宣告终结。^[5]因此，西方金融开放的驱动力是“管不住了就放”。

改革开放以来，中国逐步确立了开放型经济发展战略，对外开放采取了渐进式道路。这让中国成为少数没有发生过国际金融危机的新兴经济体，也让中国成为了经济全球化的最大受益者。但是，中国渐进式开放也给人留下了“管不住了就收”的印象。但事实果真如此吗？本文首先回顾了 1994 年以来中国六次应对资本流出冲击的经验；接着，从六次应对中归纳了对中国进一步扩大

^[1] 管涛，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中银证券全球首席经济学家、武汉大学董辅初经济社会发展研究院博士生导师。

^[2] 殷高峰，武汉大学董辅初经济社会发展研究院 2019 级博士研究生。

^[3] 付伟：“资本账户开放与经济增长实证研究及对我国启示”，《西南金融》，2019 年第 3 期。

^[4] 傅勇：“危机与契机：美国存款利率市场化回顾”，《金融市场研究》，2013 年第 12 期。

^[5] 齐秀丽：“美国的利息平衡税及其效果和影响(1963-1974)”，《安徽史学》，2014 年第 5 期。

金融开放的启示；然后，进一步分析了中国扩大金融开放面临的挑战；最后，结合“十四五”规划和2035年远景目标，提出了中国进一步扩大金融对外开放的应对之策。

二、1994年以来中国六次应对资本流动冲击的经验

1994年初，中国实施了重大外汇体制改革，实现了人民币汇率并轨及人民币在经常项目下有条件可兑换，1996年底又实现了人民币经常项目完全兑换。自1994年以来的二十多年里，中国遭遇了六次资本流动冲击，人民币汇率^[1]经受住了考验，应对资本流动冲击的手法也日趋成熟。

（一）1998年亚洲金融危机

1994年初汇率并轨以来，在以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度框架下，人民币汇率稳中趋升，外汇储备持续增加。但1997年东南亚货币危机逐渐演变成亚洲金融危机，重新引燃了人民币贬值预期。在许多亚洲货币纷纷大幅贬值的情况下，中国政府1998年初向国际社会做出了坚持人民币不贬值的承诺。^[2]同时，为了应对亚洲金融危机给国民经济带来的影响，中国采取了积极的财政货币政策，扩大内需。^[3]在这种情形下，根据开放经济的“三元悖论”，即货币政策独立、汇率稳定和资本自由流动三者不可兼得，当时中国只能选择了加强资本流动管理。尤其根据外汇政策的“不可能三角”，如果外汇供求失衡，要么靠价格出清即汇率浮动，要么靠数量出清，即外汇干预和资本管制。在不能消耗外汇储备却要稳汇率的情况下，对加强和改进外汇管理提出了更高、更迫切的需求。^[4]

当时，中国加强和改进外汇管理面临最大的约束条件，就是要遵守经常项目可兑换原则。1996年底，中国接受《国际货币基金组织协定》第八条款义务，实现人民币经常项目完全可兑换，避免对国际收支经常项下对外支付和资金转移的限制。中国从第八条款只管支出不管收入入手，督促企业外汇收入调回境内，打击出口逃汇；从第八条款只管汇兑限制不管真实性审核入手，开发进出口报关单联网核查系统，堵住货到付款项下进口假报关单骗购外汇的漏洞，并加大对进口骗汇的执法力度；从第八条款只管经常项目不管资本项目入手，进一步严格资本项目用汇管理，限制购汇提前偿还外债和对外直接投资。^[5]

最终，中国成功实现了汇率稳定、储备增加的目标。危机期间，人民币汇率基本稳定在6.28比1左右的水平，外汇储备不减反增。这不仅维护了中国经济金融稳定，还阻止了危机向亚洲乃至全世界的进一步传染，体现了中国负责任大国的风范，提高了人民币的国际声誉。2001年以后，随着美联储为应对IT泡沫破灭和“9·11”恐怖袭击，大举降息，中国重现资本回流、汇率升值。2005年“7·21”汇改，人民币汇率一次性升值2%以后，重归真正的有管理浮动汇率制度。自此，人民币汇率又重拾升势。

（二）2008年全球金融危机

^[1] 以下如非特指，人民币汇率均指人民币兑美元双边汇率。

^[2] 钟正生、张璐：“中国金融改革：经验、困境与未来”，国际经济评论，2017年第5期。

^[3] 赵志君：“人民币汇率改革历程及其基本经验”，《改革》，2018年第7期。

^[4] 管涛：《汇率的本质》，北京：中信出版社，2016年。

^[5] 管涛：《汇率的本质》，北京：中信出版社，2016年。

2008年9月，以美国雷曼兄弟公司倒闭、美国政府接管房利美和房地美公司为标志，美国次贷危机演变成为全球金融海啸。这是亚洲金融危机之后，又一次更大规模、更广范围的国际金融危机。2008年三季度到2009年一季度，中国短暂出现了资本外流。为应对席卷全球的金融危机，中国政府强调信心比黄金更重要，自2008年9月起主动将人民币汇率中间价收窄至6.80~6.85比1的区间，并于同年11月出台了刺激经济以应对金融危机的“4万亿”一揽子投资计划，要求扩大投资出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实。[1]

为防范跨境资本流动冲击，2009年初，中国外汇管理部门拟定了应对资本异常流出的预案。但是，随后二十国集团（G20）领导人在匹兹堡峰会上提出了“强劲、可持续、平衡增长”的行动框架，该框架在全球一致行动中发挥了积极作用，加之主要西方国家普遍实行了量化宽松货币政策，全球经济快速触底反弹。在此背景下，中国于2009年二季度起重现资本回流、汇率升值。2010年初，中国又拟定了应对资本异常流入的预案。[2]

2010年6月19日，中国人民银行决定“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”，正式宣告金融危机应对时期人民币汇率波动收窄的临时性政策退出。[3]同时，国家外汇管理局分别于2010年11月、2011年3月和2013年5月，三次启动了应对资本异常流入的预案。[4]

（三）2011-2012年欧美主权债务危机

为了应对2008年全球金融危机带来的经济衰退，全球主要央行普遍实施“大放水”，导致中国从2009年二季度起重现国际收支“双顺差”和人民币汇率升值压力。2011年前三季度，中国保持资本净流入。然而，随着同年7月美国债务上限谈判陷入僵局和8月美国主权信用评级下调，加之9月欧债危机进一步蔓延，市场避险情绪加剧，引发美元指数上涨。2011年底，中国骤然变为资本净流出。当时，中国刚启动跨境人民币业务试点，结果10月27日香港人民币跨境贸易清算行中银香港突然宣布人民币购汇额度告罄。紧接着，同年12月份第一周，银行间市场人民币汇率的交易价格连续一周呈跌停态势。[5]

但是，这次中国没有采取资本外汇管制措施应对，因为外汇管理部门成功预见冲击的开头和结局。

2011年9月欧洲主权债务危机爆发初期，市场普遍认为中国金融市场不会被波及，甚至会“一枝独秀”。但外汇管理部门分析指出，人民币并非避险货币，当欧美债务危机引发全球避险情绪上升时，人民币作为风险资产仍可能被抛售，中国未来大概率会遇到资本流出和汇率贬值的压力[6]。

[1] 本报评论员：“信心比黄金更重要”，《人民日报》，2008年11月11日；“中国出台十项措施扩大内需”，《人民日报》（海外版），2008年11月10日。

[2] 易纲：“加快外汇管理理念和方式转变 深化外汇管理体制改革”，《中国金融家》，2011年第1期。

[3] 中国人民银行货币政策司：“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”，中国人民银行网站，2010年6月19日，

<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125217/125922/125945/2845819/index.html>[2021-09-06]。

[4] 国家外汇管理局：《国家外汇管理局关于加强外汇业务管理有关问题的通知（汇发〔2010〕59号）》，国家外汇管理局网站，2010年11月9日，<http://m.safe.gov.cn/safe/2010/1109/5349.html>[2021-09-06]；国家外汇管理局：《国家外汇管理局关于进一步加强外汇业务管理有关问题的通知（汇发〔2011〕11号）》，国家外汇管理局网站，2011年3月30日，<http://m.safe.gov.cn/safe/2011/0330/5351.html>[2021-09-06]；国家外汇管理局：《国家外汇管理局关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知（汇发〔2013〕20号）》，国家外汇管理局网站，2013年5月5日，<http://www.safe.gov.cn/safe/2013/0505/5354.html>[2021-09-06]。

[5] 张茉楠：“人民币跌停与全球钱荒”，《金融经济》，2012年第1期。

[6] 管涛：《汇率的本质》，北京：中信出版社，2016年。

当 2011 年年底资本流出冲击如期而至，市场预期普遍悲观时，外汇管理部门又分析指出，中国保持了良好的经济基本面，本次冲击只是暂时的，冲击过后市场将重归经济基本面，中国可能会重回资本流入和汇率升值。当时，外汇管理部门运用内部高频数据模拟了这次冲击持续的时间和力度，预测冲击大致会在 2012 年 5 至 10 月间结束。事实印证了数据模拟结果的正确性，2012 年 10 月，数据模拟的监测指标出现了反转。同时，外汇管理部门建议，尽管欧美主权债务危机加剧了中国跨境资本流动变动，但这也是一个市场预期分化、汇率双向波动的窗口，应该抓住时机继续深化人民币汇率机制改革。[1]

2012 年 4 月 12 日，央行宣布从 4 月 16 日起扩大人民币汇率浮动区间：银行间市场人民币兑美元交易价格波动幅度从 0.5%扩大至 1%，同时按照权责发生制对银行本外币结售汇综合头寸进行正负区间限额管理。[2]本次汇改是中国少有在贬值压力下主动进行的改革，并取得了较为理想的效果。2012 年，中国国际收支经常账户顺差 2138 亿美元，较上年增长 58%，（线上）资本账户逆差（不含净误差与遗漏）1173 亿美元，外汇储备资产增加 347 亿美元，增加额较上年减少 74%；反映零售市场外汇供求状况的银行即远期结售汇顺差 878 亿美元，顺差额较上年减少 74%。

（四）2015-2016 年美联储货币政策正常化

2015 年“8·11”汇改，央行调整了人民币兑美元汇率中间价报价机制：做市商在确定当日汇率中间价时，首先参考上日银行间外汇市场的人民币兑美元收盘汇率；同时在一篮子货币兑美元汇率发生变化时，为保持人民币兑一篮子货币汇率基本稳定，对人民币兑美元汇率实施调整。[3]彼时，恰逢美联储正逐步退出量化宽松并酝酿加息，引发美元指数快速上涨。由于汇改后人民币汇率中间价由上日汇率收盘价和一篮子货币汇率走势共同决定，到 2016 年底，该报价机制决定的人民币汇率跌至 7 比 1 附近水平，外汇储备规模也即将跌破 3 万亿美元。当时，市场激辩保汇率还是保储备。

根据前述外汇政策的“不可能三角”，在这轮资本流动冲击中，中国采取了“三管齐下”的政策措施：一是增加人民币汇率弹性，总体上坚持参考篮子货币调节，逐渐释放汇率失衡的市场压力；二是以抛售外汇储备的方式，平抑外汇供不应求的缺口；三是加强和改进资本外汇管理，引入远期购汇外汇风险准备金制度、跨境融资宏观审慎系数、逆周期调节因子等宏观审慎措施，规范企业境外投资行为、加强对个人因私购汇申报管理。

特别是在人民币汇率中间价报价机制中引入逆周期调节因子，创造性地解决汇率政策公信力问题。如前所述，中国自 1994 年初汇率并轨起，就实行有管理的浮动汇率制度。从理论上讲，这种汇率制度属于汇率选择的“中间解”（固定与浮动汇率制度属于汇率选择的“角点解”）。而“中间解”有两个问题，一个是市场透明度，即有管理浮动安排下，人民币汇率为什么涨为什么

[1] 管涛：《汇率的本质》，北京：中信出版社，2016 年。

[2] 中国人民银行：《中国人民银行公告（2012）第 4 号》，中国人民银行网站，2012 年 4 月 14 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2859878/index.html>[2021-09-06]；国家外汇管理局，《国家外汇管理局关于完善银行结售汇综合头寸管理有关问题的通知（汇发〔2012〕26 号）》，国家外汇管理局网站，2012 年 4 月 16 日，<http://m.safe.gov.cn/safe/2012/0416/5712.html>[2021-09-06]。

[3] 中国人民银行：“中国人民银行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明”，中国人民银行网站，2015 年 8 月 11 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2927054/index.html>[2021-09-06]；中国人民银行：“中国人民银行新闻发言人就完善人民币汇率中间价报价问题答记者问”，中国人民银行网站，2015 年 8 月 11 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2927057/index.html>[2021-09-06]。

跌？另一个是政策公信力，即在官方强调人民币汇率基本稳定的情况下，人民币汇率涨跌是不是市场接受和认可的汇率稳定？

根据第二代货币危机（多重均衡）模型，市场主导下的公众面对投机行为时，将通过判断政府承诺的公信力来采取行动，判断依据是政府放弃已有汇率制度的成本以及政策的透明度。如果公众判断政府承诺的公信力高，则不会发生恐慌；如果公众信不过政府的承诺，公众将会恐慌性跟进投机者的行为并争相抛售本国货币资产，在市场机制的影响下，市场汇率就会出现“超调”。一旦外汇储备不足，中间汇率制度就会崩盘[1]。

“8·11”汇改初期，中国面对前述挑战，分步骤地加以解决。首先是在 2015 年 12 月 11 日授权中国外汇交易中心公布了三个口径的人民币汇率指数，分别为：中国外汇交易系统（中心）（China Foreign Exchange Trade System, CFETS）人民币汇率指数、参考国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）货币篮子和参考特别提款权（Special Drawing Right, SDR）货币篮子计算的人民币汇率指数[2]，再于 2016 年初透过外汇市场自律机制秘书处披露人民币汇率中间价报价，即由上日收盘价和篮子货币汇率走势共同决定。[3]结果，2016 年美元指数先抑后扬，到年底人民币汇率跌至 7 附近。但这没有引发新的股汇双杀，因为市场理解，这主要是因为美元强、人民币弱，而非竞争性贬值。只是，这依然酿成了外汇市场恐慌。

在境内企业近九成跨境外币收付是美元的情况下，人民币汇率持续下跌引起了市场对于汇率维稳政策公信力的质疑。为此，2017 年 5 月底，外汇市场自律机制秘书处宣布在中间价报价机制中引入逆周期调节因子，以更好反映经济基本面对冲外汇市场顺周期行为。[4]结果，在外汇依然供不应求的情况下，当年人民币汇率不仅没有破“7”，反而涨了 6%以上。这重塑了汇率政策公信力，打击了市场做空人民币的投机势力，教育了国内企业不要单边押注人民币贬值行情。同时，外汇储备也没有跌破 3 万亿美元，反而增加了 1000 多亿美元。因为保汇率和保储备都不是保具体水平或规模，而是保信心。汇率是价格，储备是数量，这是一个硬币的两面。解决了一个问题，另一个问题也就迎刃而解了。[5]

2017 年 9 月，中国将远期购汇外汇风险准备金率降至零。2018 年初，外汇市场自律机制秘书处宣布暂停使用逆周期调节因子[6]，央行宣布汇率政策回归中性，基本退出外汇市场常态干预。这宣告中国成功渡过了“8·11”汇改初期高烈度的跨境资本流动冲击。[7]

（五）2018-2019 年中美经贸摩擦

2017 年，中国刚刚成功逆转了“8·11”汇改以来汇率贬值、储备下降的趋势，2018 和 2019 年又遭遇了对外经贸摩擦。美国政府发起了对中国三轮加征进口关税的措施，并对中国企业实施制裁，限制美国投资中国上市公司。这令中国再次遭遇资本外流、货币贬值压力，2018 年末和 2019

[1] 易纲、汤弦：“汇率制度‘角点解假设’的一个理论基础”，《金融研究》，2001 年第 8 期。

[2] 中国货币网特约评论员：“观察人民币汇率要看一篮子货币”，中国人民银行网站，2015 年 12 月 11 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2988677/index.html>[2021-09-06]。

[3] 中国货币网特约评论员：“2015 年人民币兑美元汇率中间价更加市场化”，中国人民银行官网，2016 年 1 月 7 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3002076/index.html>[2021-09-06]。

[4] 中国人民银行：“外汇市场自律机制在人民币中间价报价模型中引入‘逆周期因子’（货币政策执行报告专栏文章）”，《2017 年第二季度中国货币政策执行报告》，2017 年 8 月 11 日。

[5] 管涛：“反思对中国外汇储备问题的讨论”，《国际经济评论》，2018 年第 1 期。

[6] 外汇市场自律机制秘书处：“外汇市场自律机制秘书处就逆周期因子调整答记者问”，中国货币网，2018 年 1 月 19 日，<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/jzdt/20180119/1050099.html#cp=jzdt>[2021-09-06]。

[7] 潘功胜：“我国外汇管理改革事业 70 年”，《中国金融》，2019 年 19 期。

年5月，人民币汇率两次跌至7附近。但是，中国除了在2018年8月先后提高外汇风险准备率、重启逆周期调节因子等宏观审慎措施外，没有采取新的资本外汇管制措施。[1]人民币汇率又两次成功守住了“7”这个心理关口。

2019年8月初，因为中美经贸谈判再次破裂，美方威胁要对剩余中国进口商品加征关税，人民币汇率再次跌至7附近。这一次，人民币汇率应声破“7”。当地时间8月5日，美国财政部立即给中国贴上了“货币操纵”的标签。[2]但是，8月8日，国际货币基金组织（IMF）发布的中国年度第四条磋商报告指出，人民币汇率水平与经济基本面基本相符，并不存在明显高估或低估[3]，从国际管辖上证实了中国并未实施汇率操纵。

特别地，这次人民币汇率破“7”，尽管既不涉及中间价报价机制的改变，也不涉及汇率浮动区间的调整，但打开了人民币汇率可上可下的空间，增加了汇率双向波动的弹性，提高了汇率形成的市场化程度。所以，这仍成为“不叫改革的改革”。[4]

（六）2020年新冠肺炎疫情大流行

2020年初，突如其来的新冠肺炎疫情，给中国经济金融造成严重冲击。疫情持续演变成全球大流行，在世界范围内造成了经济大停摆、金融大动荡的冲击。1月底人民币汇率冲高回落，2月份又重新跌破“7”。

中国政府及时加大宏观政策对冲力度，积极支持抗疫和复工复产。耗时约两个月时间，就基本阻断了本土疫情传播途径，4月初宣布疫情防控常态化，统筹疫情防控和社会经济发展工作，取得重大战略成果。自2020年二季度起，国内经济持续稳定复苏，全年增长2.3%。在主要经济体中，中国是少数实现经济正增长的国家。中国的抗疫工作，交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。[5]

面对新冠肺炎疫情导致的人民币汇率大起大落，以及由此带来的资本大进大出冲击，中国也没有采取新的资本外汇管制措施：首先维持了前期的宏观审慎管理，并继续按照2018年公布的金融服务业开放的路线图和时间表，推进金融服务业开放，实现金融业外资机构准入负面清单基本清零[6]，如期取消合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）和人民币合格境外机构投资者（RMB Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII）的投资额度审批等。[7]随后又择机调整宏观审慎政策应对人民币升值压力，如再次将远期购汇的外汇风险准备金率降至

[1] 中国人民银行：“中国人民银行决定将远期售汇业务的外汇风险准备金率调整为20%”，中国人民银行网站，2018年8月3日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3595337/index.html>[2021-09-06]；外汇市场自律机制秘书处：“人民币对美元中间价报价行重启‘逆周期因子’”，中国人民银行网站，2020年8月24日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3610722/index.html>[2021-09-06]。

[2] USDT, “Treasury Designates China as a Currency Manipulator”, U.S. Department of the Treasury, 2019-08-05, <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm751>[2021-09-06]。

[3] IMF, “The People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation”, International Monetary Fund, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/08/Peoples-Republic-of-China-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-48576>[2021-09-06]。

[4] 管涛：《汇率的突围》，上海：东方出版中心，2020年。

[5] 董惠敏、周素丽、李懿、贺胜兰、蔡圣楠、罗婷、司文君、臧雪文、李金澍：“2020年度国家治理领域100个精彩观点归纳”，《国家治理》，2020年第48期。

[6] 国务院金融稳定发展委员会办公室：“关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措”，中国人民银行网站，2019年7月20日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3863019/index.html>[2021-09-06]。

[7] 国家外汇管理局：“取消合格境外投资者（QFII/RQFII）投资额度限制 扩大金融市场对外开放”，2019年9月10日，<http://m.safe.gov.cn/safe/2019/0910/14035.html>[2021-09-06]；中国人民银行、国家外汇管理局：《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定（中国人民银行 国家外汇管理局公告（2020）第2号）》，2020年5月7日，<http://www.safe.gov.cn/chongqing/file/file/20200508/51673b6495614960bdc859a3d96aaebc.pdf>[2021-09-06]。

零，将逆周期调节因子淡出使用^[1]，扩大合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investor, QDII）和合格境内有限合伙人（Qualified Domestic Limited Partner, QDLP）审批额度、调整跨境融资宏观审慎系数等。

在此背景下，中国进一步发挥汇率对国际收支平衡和宏观经济稳定的自动稳定器作用。叠加地缘政治因素的影响，到2020年5月底，人民币汇率跌至7.20附近，创下2008年全球金融海啸以来的新低。但6月份以来，受疫情防控好、经济复苏快、中美利差大和美元走势弱等多重利好共振的影响，人民币汇率震荡走高。到年底，后7个月累计升值近10%，全年升值近7%。人民币汇率先抑后扬、双向波动，成为了吸收内外部冲击的“减震器”。

三、中国金融进一步扩大对外开放的信心更加充足

党的十九大提出中国特色社会主义建设进入新时代。面对逆全球化的外部环境，习近平总书记多次强调，中国要坚定不移走对外开放的道路。“中国利用外资的政策不会变，对外商投资企业合法权益的保护不会变，为各国企业在华投资兴业提供更好服务的方向不会变”^[2]“中国开放的大门不会关闭，只会越开越大”^[3]“中国将采取一系列重大改革开放举措，促进更高水平对外开放”^[4]“坚持开放、不搞封闭”^[5]。

结合前述中国六次应对资本流动冲击的实践，有以下几条经验值得借鉴。

第一，坚持用发展的办法解决前进中的问题。2015年国内出现股市异动和汇市震荡以后，外界普遍认为中国金融开放和人民币国际化脚步似乎陷入停滞甚至逆转。但事实并非如此。2015年以来，中国稳步加快境内股票、债券、期货和外汇市场开放，成为对冲资本流出压力的重要手段。随着金融市场扩大开放，与“8·11”汇改之前相比，到2020年底，境外机构和个人对境内人民币金融资产的持仓量翻了一番，资产持有结构从以存贷款为主转为以股票、债券为主；境外央行持有人民币储备资产及份额稳步增加，人民币已成为全球第五大储备货币；人民币国际化从离岸市场驱动转为在岸市场驱动，人民币国际化与资本项目可兑换合二为一。^[6]当前，拓宽对外投资渠道，有序推动资本账户双向开放，又成为中国化解人民币升值压力的重要政策思路。^[7]

第二，经济基本面强劲是保持汇率稳定的基础。正所谓“经济强则货币强”。一个国家经济基本面的好坏，很大程度上决定了该国应对资本流动冲击的韧性。即便是采取一些宏观审慎或者资本流动管理的措施，本质上也只是为经济调整“争取时间”。亚洲金融危机应对强调实施积极的财

^[1] 中国人民银行：“中国人民银行决定将远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为0”，中国人民银行网站，2020年10月10日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4108179/index.html>[2021-09-06]；外汇市场自律机制秘书处：“人民币对美元中间价报价行调整报价模型”，中国货币网，2020年10月27日，<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/jzdt/20201027/1817138.html>[2021-09-06]。

^[2] 习近平：“发挥亚太引领作用 应对世界经济挑战——在亚太经合组织工商领导人峰会上的主旨演讲”，2015年11月18日，<http://cpc.people.com.cn/n/2015/1119/c64094-27831308.html>[2021-09-06]。

^[3] 习近平：“共建创新包容的开放型世界经济——在首届中国国际进口博览会开幕式上的主旨演讲”，2018年11月5日，<http://cpc.people.com.cn/n1/2018/1106/c64094-30383522.html>[2021-09-06]。

^[4] 习近平：“齐心开创共建‘一带一路’美好未来——在第二届‘一带一路’国际合作高峰论坛开幕式上的主旨演讲”，2019年4月26日，<http://cpc.people.com.cn/n1/2019/0427/c64094-31053291.html>[2021-09-06]。

^[5] 习近平：“在庆祝中国共产党成立100周年大会上的讲话”，《求是》，2021年第14期。

^[6] 管涛：“‘十四五’规划部署稳健推进人民币国际化”，《第一财经日报》，2020年11月17日。

^[7] 叶海生：“深化改革 稳步推进高水平资本项目开放”，《中国外汇》，2021年第21期。

政货币政策保增长，就是非常典型的例子。2008 年全球金融危机之所以没有触发中国拟定的应对资本异常流出预案，正是因为包括中国在内的全球经济在 G20 行动框架下出现了 V 型反弹，迅速逆转了市场风险情绪。而 2020 年人民币汇率先抑后扬，成功化解了新冠肺炎疫情蔓延、地缘政治冲突等内外部冲击，也是因为 2020 年下半年中国疫情防控取得了重大战略性成果，国内生产活动和社会正常秩序快速恢复，经济基本面的多重利好对人民币汇率的支撑作用开始逐渐显现。

第三，汇率灵活有助于提高政策独立性和减轻管制依赖度。近年来，中国越来越注重发挥市场调节的力量，基本上已经退出了对外汇市场常态化干预。人民币汇率双向波动的特征更加明显，有助于及时释放市场压力，避免预期积累，市场“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用基本正常发挥。如前述 2011-2012 年欧美主权债务危机应对的经验表明，即便在人民币汇率升值趋势下，如果汇率双向波动、市场预期分化，外汇供求和国际收支自主平衡也是有可能的。同时，这也增强了中国对资本流动冲击的承受力。如果不是 2019 年 8 月人民币顺势破“7”，2020 年在疫情大流行背景下，人民币汇率维稳将面对更大的挑战。从这个意义上讲，汇改没有所谓无风险的最佳时间窗口。中国现在已初步享受了人民币汇率弹性增加带来的好处。大国货币政策坚持对内优先，即优先考虑国内增长、就业和物价稳定情况，汇率波动被当成政策选择的结果。[1]2018 年，为应对国内经济下行、对外贸易摩擦，中国人民银行顶住美联储四次加息并缩表的压力，三次降准引导市场利率下行，尽管这付出了 2018 年底人民币汇率再次跌至 7 附近的代价。而且，自 2018 年以来，无论人民币汇率升值还是贬值，央行和外汇管理部门都没有采取新的资本外汇管制措施，基本上是靠汇率的双向波动，辅以部分宏观审慎管理和金融双向开放的措施来应对。

第四，维护经济金融体系健康才能更好享受汇率灵活的好处。“8·11”汇改之初，中国曾经遭遇了资本集中流出、外汇储备下降，其中原因之一是，之前因为长达二十多年的人民币汇率单边升值，民间货币错配较为严重。“8·11”汇改，人民币汇率意外贬值，触发了“藏汇于民”和“债务偿还”的集中调整，导致了预期自我强化、自我实现的恶性循环。但事情发展往往存在两面性。尽管“8·11”汇改后的一年多时间，中国经历了资本集中流出，但民间对外资产增加和对外负债减少，民间对外净负债大幅减少。到 2021 年 3 月底，民间对外净负债（对外净头寸剔除官方储备资产）较 2015 年 6 月底下降了一半多，相当于年化名义 GDP 之比回落了十多个百分点。民间货币错配大幅改善，增强了市场主体对于汇率双向波动的容忍度和适应性，经受了 2019 年人民币汇率破“7”和 2020 年人民币汇率大起大落的考验。近年来，金融系统扎实推进防范化解重大金融风险攻坚战，有序处置了重点领域突出风险，有效遏制了系统性风险上升势头，金融风险趋于收敛，金融业总体平稳健康发展，有助于进一步发挥汇率的自动稳定器作用。[2]

第五，对跨境资本流动的宏观审慎管理框架越来越健全。根据“二元悖论”，当一国资本自由流动时，无论汇率政策采取固定汇率制还是浮动汇率制，该国货币政策都无法保持完全的独立性。[3]因此，IMF 越来越支持并呼吁跨境资本流动管理，面对跨境资本流动可能面临的风险，建

[1] 中国人民银行：“易纲行长在 2018 年 G30 国际银行业研讨会的发言及答问”，中国人民银行网站，2018 年 10 月 14 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3643836/index.html>[2021-09-06]。

[2] 中国人民银行金融稳定分析小组：《中国金融稳定报告（2020）》，北京：中国金融出版社，2020 年 11 月，<http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/07/5558567/files/d7ba5445e5204c83b37e3f5e07140638.pdf>[2021-09-06]。

[3] Rey H., “Dilemma not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence (No. w21162)”, National Bureau of Economic Research, 2015.

议采取各种宏观审慎措施进行逆周期调节，防范化解系统性风险。[1]近年来，中国在这方面积累了一定的经验。比如，中间价报价机制中的逆周期调节因子，对于抑制贬值压力下的外汇市场顺周期行为就有较好的作用，是 2017 年实现“8·11”汇改成功逆袭、重塑汇率政策公信力的关键。再如，远期购汇的外汇风险准备金制度是央行外汇宏观审慎逆周期调控的重要工具，央行提高外汇风险准备金，会增加商业银行代客远期售汇成本，抑制贬值情形下的外汇市场顺周期波动以及“羊群效应”。[2]外汇风险准备金率的调整确实对外汇衍生品交易的总量和结构均产生预期中的影响。[3]

四、中国金融进一步扩大对外开放面临的挑战更加严峻

一方面，中国金融进一步扩大开放后，很多传统的政策工具在开放经济环境下受到较大制约。2006 年，泰国曾经面临泰铢升值和热钱流入的压力。当年底，泰国央行宣布对外国投资者进股市实行无息存款准备金制度，结果次日泰国股市、汇市双双大跌，当晚不得不宣布取消无息存款准备金制度。[4]2018 年 8 月，中国重新将外汇风险准备金率从零调升至 20%，但考虑到有很多境外机构通过股票通、债券通进来投资，为了维护外商投资环境，央行最后豁免了对这部分境外机构的外汇风险准备金要求。[5]当前，面对汇率升值压力，适当调控资本流入是政策选项之一。但“控流入”会影响正常的贸易投资活动，让决策者“投鼠忌器”。这正是 2002 至 2013 年资本流入期间，“控流入”政策效果不佳、外汇储备持续大幅增加的主要原因。[6]现在，境外投资者也高度关注，中国是否会重新对跨境证券投资流入施加控制。此外，亚洲金融危机期间，打击出口逃汇是重要手段之一，但允许跨境贸易用人民币计价结算后，严格出口收汇管理就很容易被规避；增加储备物资投放，是现阶段保价稳供、平抑原材料价格上涨的重要手段，但在以人民币计价的大宗商品交易向外国投资者开放的情况下，国内调控效果将会被削弱。

另一方面，中国金融扩大开放后，在开放条件下提高风险防控和应对能力的要求更高。“十四五”规划强调要统筹发展和安全，“建设平安中国”在规划中单独成篇，金融安全是国家非传统安全的重要组成部分[7]。金融越开放就意味着金融调控面临的市场环境越发复杂，不可避免会出现一些风险和隐患，主要包括但不限于以下方面。

一是境外恶意发起跨市场攻击的风险。当前中国证券市场、货币市场、衍生品市场和外汇市场均对外国投资者实行了不同程度的开放，国外资本可能会利用国内外市场的联动性进行立体式攻击。如 1998 年港币保卫战，国际炒家就利用股票、期货和外汇市场对香港金融市场发动立体式

[1] 梁涛：“‘二元悖论’视角下中国跨境资本流动的宏观审慎管理——兼论新冠肺炎疫情影响与应对”，《首都经济贸易大学学报》，2020 第 6 期。

[2] 邓志超、陆心然：“外汇风险准备金的汇率影响机制与政策建议”，《中国货币市场》，2018 年第 10 期。

[3] 管涛：“人民币汇率‘破 7’之后为何境内外汇衍生品市场头寸未出现大幅增加”，《国际金融》，2019 年第 12 期。

[4] 唐珏岚：“无息准备金：管理短期资本流动的重要工具”，《上海经济研究》，2008 年第 5 期。

[5] 中国人民银行：“中国人民银行关于外汇风险准备金相关问题的政策问答”，中国人民银行网站，2018 年 8 月 10 日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3601258/index.html>[2021-09-06]。

[6] 管涛：“要不要管理跨境资本流动：这是个问题”，《上海金融》，2018 年第 1 期。

[7] 新华社：“中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议”，中国政府网：2020 年 11 月 3 日，http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/03/content_5556991.htm[2021-09-06]。

联合攻击。特别是中国在国际金融市场仍然缺乏影响力和话语权，因此市场预期更容易被国外的强势方控制。

二是跨境资本流动引发的顺周期波动风险。跨境证券投资是下一步扩大金融双向开放的重点领域，但跨境证券投资是典型的国际短期资本流动，具有明显的顺周期和超调特点。当经济处于上行周期，外资集中流入可以推高国内资产价格；当经济处于下行周期，外资集中流出会导致国内资产价格加速调整。因此，资本流动冲击不仅惩罚政策失败者也会惩罚成功者，因为所有资本流出引发的危机都是从资本流入开始的。

三是境内外市场互相传染的风险。境内外市场的联系会随着境外投资者参与国内金融市场而变得越来越紧密，境内外市场的联动性也会加强。在这种联动性的作用下，跨境证券投资具有更低的可控性和更高的风险，由此引发的资本流动在境内外市场联动作用下可能会在边际上放大人民币汇率的波动，进而带来风险。

四是国内宏观政策溢出效应进一步增强。这要求国内进一步提高政策措施的透明度、公信力和可预期性。甚至有些政策并不直接与经济相关，但可能也涉及相关经济利益的调整。2021年7月底，国内“双减”政策的调整，就引发了境内外资本市场震荡。^[1]为此，证监系统年中监管会议提出，要加强宏观研判，强化对外溢性、输入性和交叉性风险的防范化解，更加突出稳预期，完善信息沟通和政策协调机制，防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险，努力维护市场平稳运行。^[2]

五、中国金融进一步扩大开放的应对之策

根据“十四五”规划和2035年远景目标，中国要实行高水平对外开放，推进贸易和投资自由化便利化，持续深化商品和要素流动型开放，稳步拓展规则、规制、管理、标准等制度型开放；审慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。^[3]这为构建更高水平开放型经济新体制明确了方向。

与此同时，针对中国对外开放可能面临的风险与挑战，中国要构筑与更高水平开放相匹配的监管和风险防控体系，防范和化解影响中国现代化进程的各种风险，实施金融安全战略，完善跨境资本流动管理框架，加强监管合作，提高开放条件下风险防控和应对能力^[4]。为实现中国金融高质量对外开放，除继续深化汇率市场化改革外，还要加强以下几方面的工作。

第一，完善金融对外开放配套基础设施建设。实现金融对外开放不能急功近利，更不能指望一蹴而就，^[5]必须要有相关配套设施才能落地。金融基础设施建设不仅包括交易系统、清算结算系统、支付系统、交易产品等硬件设施建设，还包括法律体系、会计标准、信用体系、反洗钱规

^[1] 刘柯：“‘双减’之下，资本如何抉择？”，《金融投资报》，2021年7月27日。

^[2] 中国证券监督管理委员会：“中国证监会召开2021年系统年中监管工作会议”，中国证券监督管理委员会网站，2021年8月20日，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202108/t20210820_403971.html [2021-09-06]。

^[3] 新华社：“中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议”，中国政府网，2020年11月3日，http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/03/content_5556991.htm [2021-09-06]。

^[4] 谭小芬、李兴申：“跨境资本流动管理与全球金融治理”，《国际经济评论》，2019年第5期。

^[5] 欧阳洁：“中国金融业开放是经济高质量发展的内在要求也是对全球的贡献”，《人民日报》，2020年11月30日。

则、金融消费者权益保护机制等软件设施建设。要补齐金融对外开放硬件和软件设施上的短板，为金融对外开放打下坚实基础。中国既要解决让不让外资投的问题，更要解决外资敢不敢投、愿不愿投的问题。

第二，坚持稳慎推进人民币国际化和金融开放。对于贸易开放，基本共识是利大于弊，但对于金融开放的看法却分歧巨大。如果金融开放进展顺利，有助于凝聚改革共识；如果进展受挫，则可能招致更多的阻力。如果出现政策反复，每次反复都可能损害国家对外开放形象。“十四五”规划“稳慎推进人民币国际化”相对“十三五”规划“稳步推进人民币国际化”的提法更加偏稳健，体现了“十四五”期间统筹发展和安全的基本原则，有助于积小胜为大胜，避免走回头路。“稳慎推进”更加强调市场驱动、企业选择，更加强调低调务实、顺势而为。“稳慎”还包含人民币国际化进程要坚持系统观念、整体推进。在推进人民币国际化过程中，还要着眼于提升国家经济金融实力，完善金融监管政策，推动外汇市场开放，丰富外汇交易产品，加强与“一带一路”沿线国家的经贸往来和投融资合作，甚至可以考虑通过“一带一路”建设带动资本项目下的人民币输出。^[1]

第三，牢牢把握金融对外开放的主动权和主导权。2018年以来，中国宣布了加大金融业对外开放的具体措施，金融业对外开放有明确的时间表和路线图。^[2]中国不仅要按照既定计划和节奏稳步推进，还要灵活主动，相机抉择。例如，汇率政策方面，根据“三元悖论”，汇率稳定、货币政策独立性和资本自由流动不可能同时实现，中国想要同时实现币值稳定和货币政策独立目标，就不可能完全放开资本管制。也就是说，人民币汇率的市场化程度，决定了中国资本账户开放和人民币国际化可以走多远。但是，实施资本管制要注意方式方法，要审时度势、与时俱进，相机调整相关制度安排。

第四，扩大开放和防范风险要做到齐头并进。一是加快发展境内金融市场，使其兼具深度、广度与流动性，提高金融市场吸收内外部冲击的能力；二是以深化利率和汇率市场化改革为抓手，建立现代中央银行制度，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，着力提高宏观调控的前瞻性、自主性、科学性和有效性，着力改善中国宏观审慎政策存在的“数量手段多，价格工具少”问题；三是金融监管要与时俱进，尤其要在国务院金融稳定发展委员会领导下加强部门间信息共享和政策协调，提高监管协同能力；四是提升风险监测预警能力，加强对跨境资本流动流量和存量的监测预警，及时发现并处置风险，同时在情景分析、压力测试的基础上对可能出现的跨境资本异动及跨市场传染风险拟定应对预案；五是建立健全金融风险防范相关法律法规，加大执法力度，规范市场行为，加强信息披露，对于破坏金融市场交易秩序的行为“零容忍”，要坚决予以严厉打击。

^[1] 申岚、李婧：“人民币国际化新的可能性：人民币跨境循环体系的升级与发展”，《国际经济评论》，2020年第5期。

^[2] 中国人民银行：“易纲行长在博鳌亚洲论坛宣布进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表”，中国人民银行网站，2018年4月11日，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3517821/index.html>[2021-09-06]。

No Turning Back from Opening Up: China's Experience and Enlightenment in Coping with Capital Flow Reversal

Guan Tao and Yin Gaofeng

Abstract: This article reviews China's six experiences in dealing with capital flow shocks since the unification of exchange rates in 1994, and highlights that China has gradually shifted from focusing on administrative control to tending to market regulation and macro-prudential measures. The confidence of China's further financial opening up has been strengthened by keeping on the development of solutions to ongoing problems, maintaining stable and improved economic fundamentals, increasing the flexibility of exchange rate policies, maintaining the soundness of the economic and financial system, improving the macro-prudential management on cross-border capital flows. However, after expanding opening up, China's ability to cope with financial risks will be further tested because of increased external constraints on financial policies, pro-cyclical fluctuations in capital flows, increased cross-border contagion risks, and the amplification of domestic macroeconomic policy spillover effects. To achieve high level of financial opening up, China needs to improve the supporting financial infrastructure, adhere to the steady and prudential promotion of RMB internationalization and financial opening, firmly grasp the initiative and leadership of financial opening, and promote opening up and risk prevention simultaneously.



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn