

中国金融开放：模式、基础条件和市场效应评估

吴晓求 郭 彪 方明浩 李诗瑶

内容提要：本文分析中国金融开放的进程和现状，总结典型大国和新兴经济体金融开放的经验和教训，提出中国金融全面开放的路径选择，并评估开放后的市场效应。本文的核心观点是：中国金融全面开放的过程中，在政策设计上建议选取“货币政策独立和资本自由流动”之组合，形成市场决定的汇率形成机制；金融机构的开放是中国金融开放的独特路径，但人民币自由化始终是一个不能绕开的坎；中国金融全面开放的硬实力基本具备，但软实力相对薄弱，金融基础设施亟待改进和完善；中国金融全面开放的目标有两个，即人民币自由化、国际化和形成新的国际金融中心；中国金融开放后的市场效应具有大国经济和新兴经济体双重特征，全面开放后中国金融的市场变化（主要指人民币汇率）会呈现短期波动、长期收敛的趋势。

关键词：金融开放 金融中心 人民币自由化 三元悖论

作者简介：吴晓求，中国人民大学副校长、教授，100872；

郭 彪，中国人民大学财政金融学院副教授、博士，100872；

方明浩，中国人民大学财政金融学院博士生，100872；

李诗瑶，中国人民大学法学院博士后，100872。

中图分类号：F831, F832 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2020)05-0005-14

2001 年 11 月中国加入世界贸易组织 (World Trade Organization, WTO)，意味着中国经济全面融入国际经济体系。19 年来，中国经济快速发展，经济规模由 2001 年的 11 万亿人民币增长到 2019 年约 99 万亿人民币，年均增长率约为 13%。与此同时，经济增长质量有很大提高，经济国际竞争力和国际影响力明显提升，2010 年经济规模超过日本成为全球第二大经济体。2019 年中国国际贸易规模超过 31 万亿人民币，是全球最大的货物进出口贸易国。这期间，虽然中国金融在深化改革的同时也在不断扩大开放，但总体而言，从开放度和国际影响力的角度看，中国金融相比较于中国经济而言，还有相当大的差距，不能适应中国经济全面开放的要求，仍处在较低水平的开放状态。如何进一步推动中国金融的全面开放，是未来一个时期我们面临的重要任务。

一、中国金融开放：历史、逻辑及比较

开放是改革的重要内容，也是为改革寻找国际通行的准则。中国金融的开放既是以金融体系

市场化改革为基础展开的,又是这种市场化改革的逻辑延伸。在既往的实践中,中国金融开放主要是通过人民币汇率的市场化改革、有限的国际资本流动、境外(国外)金融机构在华设立分支机构(或独立法人机构)以及投资于中国金融机构等三条主线展开(吴晓求,2018)。

(一) 人民币汇率市场化改革的实践

从 40 年的汇改历史看,人民币汇率机制改革的基本要点是:中间价定价基础由机构报价到市场收盘价;参考货币由单一美元到篮子货币;浮动幅度不断扩大;从直接管理、窗口指导到引入逆周期调节因子(吴晓求,2018)。由此可以看出,中国在人民币汇率机制改革上坚守市场化方向,在操作层面上秉持的逻辑是谨慎的、探索性的试错方法。人民币汇率在经过大幅度波动后正在寻求合理的估值区间(见图 1)。

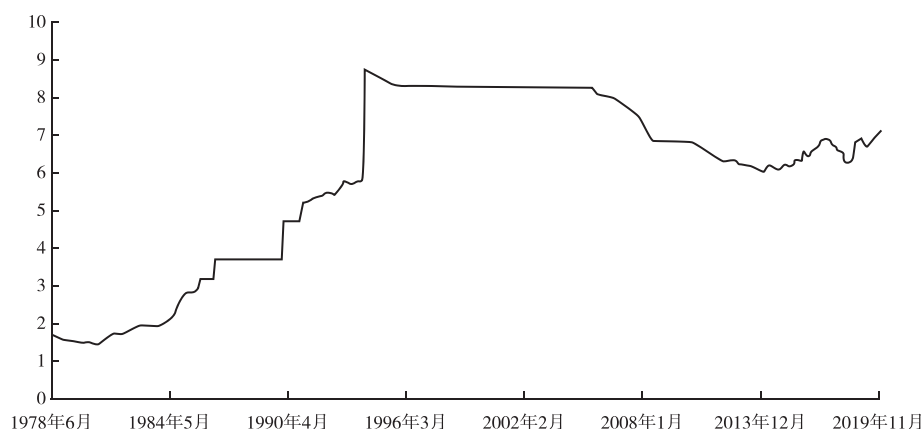


图 1 1978—2019 年人民币兑美元汇率变动趋势

资料来源:中国人民银行。

(二) 国际资本流动现状

国际资本流动包括境外资本对内投资和境内资本对外投资。境外资本对内投资主要包括两部分:一是外商直接投资(Foreign Direct Investment, FDI);二是资本项目的金融性投资。中国的 FDI 在 1983 年为 9.2 亿美元(含当年对外借款),到 2019 年则高达 1381 亿美元。在 1991 年之前,中国对外投资中对外投资净额一直没有突破 10 亿美元,2018 年达到 1298 亿美元。在国际资本流入与资本市场方面,1996 年 12 月,人民币实现了经常项目可兑换,仍未实现资本项目下的可兑换。为了推动中国资本市场开放和国际化,2002 年 12 月 1 日,中国正式颁布施行了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,合格境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investor, QFII)制度正式实施。2011 年底,央行发出人民币合格境外投资者(RMB Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII)试点通知。截至 2019 年 11 月 29 日, QFII 投资额度达到 1113.76 亿美元, RQFII 投资额度达到 6933.02 亿人民币。

中国资本市场对外开放的另一项过渡性制度安排是沪、深交易所与香港联交所的互联互通,分别简称“沪港通”“深港通”。2014 年 11 月 17 日沪港通正式实施,2016 年 12 月 5 日深港通正式实施。从统计数据看,“两通”中的沪股通、深股通的日交易金额整体呈上升趋势,到 2019 年 11 月,均保持在 200 亿元左右。

总体而言,中国金融投资性市场的对外开放程度相对不平衡。从规模上看,中国已成为全球第二大 FDI 国家,但来自境外资本投资于 A 股的比例从 2013 年的 1.5% 上升至 2019 年 3.0% 左右,因此,中国金融的对外开放仍然处于较低水平(见图 2)。

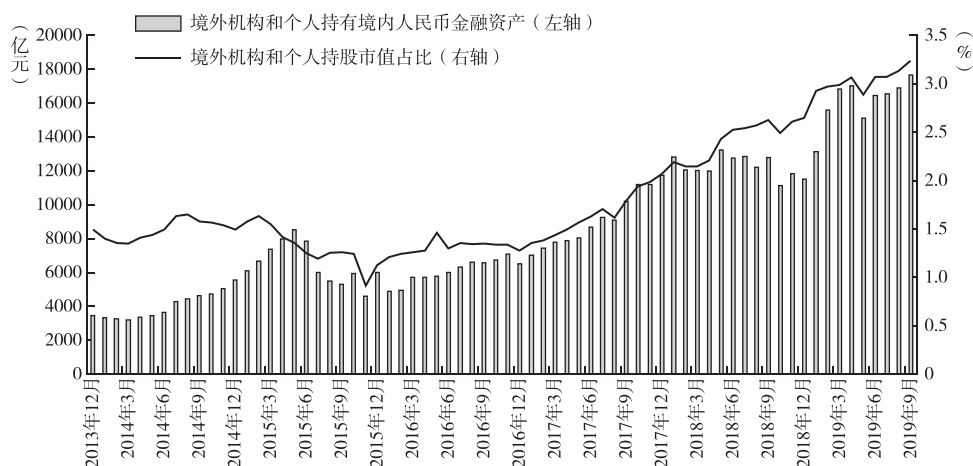


图 2 2013 年 12 月—2019 年 9 月境外机构和个人对 A 股投资情况

资料来源:中国人民银行、Wind 数据库。

(三) 商业银行等金融机构的对外开放

2017 年 11 月 10 日,中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至 51%。国务院金融稳定发展委员会于 2019 年 7 月 20 日推出 11 条金融业对外开放措施,国务院 2019 年 11 月 7 日发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》,指出 2020 年取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、寿险公司外资持股比例不超过 51% 的限制。

尽管如此,外资金金融机构多年来资产占比均不足 10% (见图 3)。截至 2018 年,银行业外资机构资产占比在 2007 年达到 2.36% 的高点后,长期处于下降趋势,2016 年达到最低点 1.26%,2018 年上升至 1.65%,2019 年 6 月为 1.57%。保险业外资机构资产占比自 2004 年以来总体处于上升趋势,2014 年达到最高点 6.54%,之后有所回落,2018 年占比 6.33%。

(四) 国际比较

总结中国金融开放现状可以看出,首先,人民币汇率市场改革不足。一是人民币国际化仍处于较低水平。在支付结算上,人民币为第五大国际支付货币,但市场份额低于 2%;在国际债券市场上,人民币计价债券存量占比不足 1%;在外汇交易上,人民币成为第一大新兴市场交易货币,但市场份额仅为 4%;在国际储备上,人民币在全球储备中份额仅为 2% 左右。二是人民币国际使用过度集中。区域方面,香港在人民币跨境收付金额和人民币离岸支付金额中占比分别为 40% 和 75% 左右,中国(含港澳台地区)、新加坡和马来西亚约占人民币国际支付交易 80% 的份额;职能方面,人民币大多使用在贸易、直接投资结算方面,国际投融资职能较弱。其次,外国投资者和外资金金融机构比例较低。外国投资者在中国资本市场近 6 年(2013—2018 年)投资比例平均为 1.68%,相比之下,该比例在美国资本市场为 21.75%。以外资银行总资产占比为例,中国近 6 年平均值仅为 1.57%,而同期美国、德国和日本该比例分别为 12.63%、12.83% 和 4.56%。

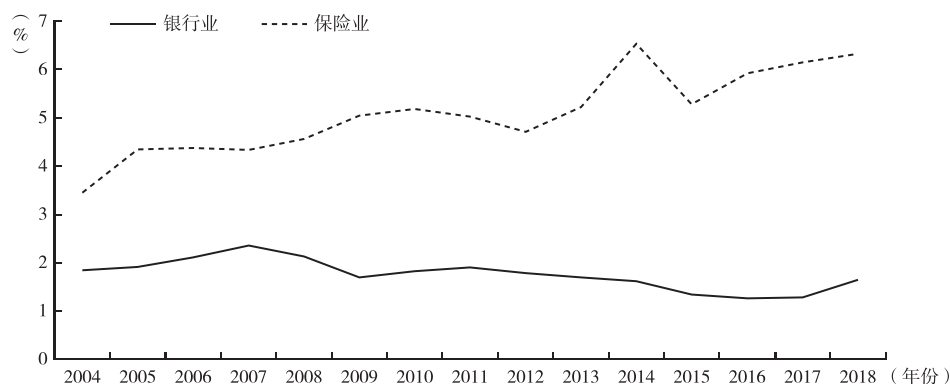


图3 外资机构银行业和保险业资产占比

资料来源:Wind 数据库。

根据国际上常用的衡量国家资本账户开放程度指标——Chinn-Ito 金融开放指数 (KA Openness, KAOPEN) (Chinn 和 Ito, 2005), 我国金融开放较发达经济体样本平均水平有较大差距, 且在 2002 年之后也落后于其他金砖国家的平均水平。我国 Chinn-Ito 指数自 1993 年开始长期为 -1.21, 1994 年开始长期低于其他金砖国家平均水平。目前, 美国、英国、日本和韩国等发达经济体的 Chinn-Ito 指数均为 2.35, 远高于我国水平 (见图 4)。

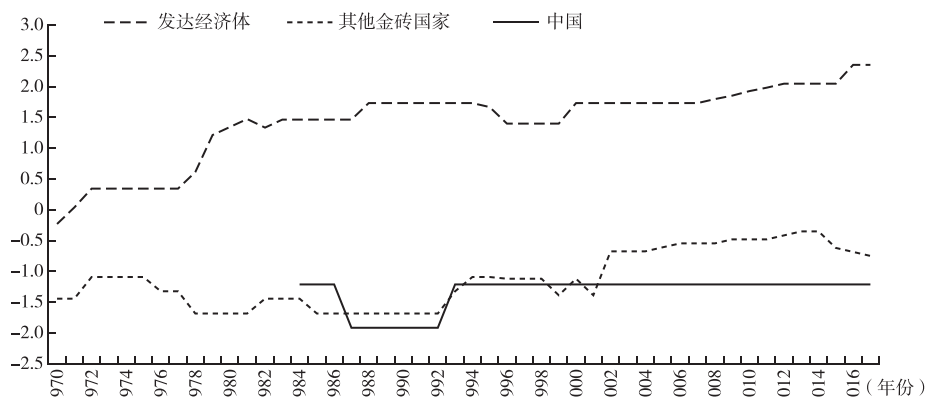


图4 Chinn-Ito 指数

注:发达经济体样本以美国、英国、日本和韩国为例,其他金砖国家包括巴西、印度、俄罗斯和南非。

尽管如此,从国际主要国家开放顺序来看,英国资本账户开放和汇率自由化先于金融业开放;日本先实行汇率自由化,之后资本账户开放,最后取消金融业外资控股限制;韩国汇率自由化和资本账户开放的起步早于金融业外资控股管制的放开;俄罗斯汇率自由化和资本账户开放快于金融业开放。中国金融开放将引进外资金融机构放在首要位置,正在寻求一条特殊的道路。

二、中国金融全面开放的路径模式

金融开放程度的衡量主要有两个指标:一是外国投资者在中国资本市场的投资比例。在中国,这个比例目前只有 3% 左右,与中国的国际地位并不匹配。二是货币是否可以自由兑换。人民币还没有完全实现可自由交易,虽然经常项目下已实现人民币自由兑换,但资本项目下的关键项目还没有实现。如何进一步推动金融开放,以及开放的路径模式需要深入研究。

(一) 金融开放:国际一般模式与国别路径

金融开放最重要的案例是日本、韩国、俄罗斯和印度,这四个国家是我们研究的重点。这四个国家在金融开放的策略、方法以及目标上虽有较大差别,但有一点是相同的,即都是从本币的自由化开始,差别在于日本和韩国采取的是渐进式分阶段改革,俄罗斯采取的是激进式改革,印度介于之间。

日本金融开放属于渐进式,主要是先放开经常项目外汇交易管制,再到逐步放开外商直接投资、证券市场、外汇市场、房地产市场等,后缓慢进行利率市场化,最后到日元国际化,实现资本项目自由兑换。总结日本金融开放模式可以得出以下结论:一是资本账户开放进程远快于利率市场化,导致跨境资本流入流出风险加剧累积;二是资本账户优先开放带来日元快速升值,从而带来泡沫,埋下隐患。

韩国金融开放亦属于渐进式,主要通过国内前期大量金融改革、渐进式利率市场化,后进行金融市场开放,并在一段时间后加速推进。总结韩国金融开放进程不难看出,韩国短期资本项目过早开放,其自身经济结构性问题未解决,对外部资本过度依赖,为后期资本快速撤离韩国对国内经济巨大打击埋下了导火线。

俄罗斯金融改革属于激进式。1992 年放开外汇管制,放开经常项目管制,卢布实行国内可兑换。1998 年金融危机期间进行外汇管制。2006 年 7 月 1 日,卢布可自由兑换。俄罗斯金融开放过程激进且缺乏连贯性,在国内经济结构尚处于初期阶段贸然进行金融开放。俄罗斯经济改革的起步比中国晚,但是金融改革却走在之前,是造成俄罗斯经济动荡和脆弱的重要原因(罗英杰, 2006),对我国的金融改革来说可谓前车之鉴。

印度自 1991 年开始金融自由化进程,属于激进式的改革。其在自由化之前将银行国有化,1991 后进行利率自由化、减少信贷管制和发展资本市场等改革。

表 1 金融开放国别路径比较

国家	模式	路径
日本	渐进式	先放开经常项目外汇管制,再放开外商直接投资、证券市场、外汇市场和房地产市场等,后缓慢进行利率市场化,最后到日元国际化,实现资本项目自由兑换;资本账户开放进程快于利率市场化
韩国	渐进式	前期大量金融改革、渐进式利率市场化,后进行金融市场开放;利率及汇率自由化滞后于短期资本项目开放
俄罗斯	激进式	直接进入国内可兑换,到金融危机期间进行外汇管制,最后可自由兑换;缺乏连贯性且经济改革落后于金融改革

续表 1

国家	模式	路径
印度	激进式	自由化前将银行国有化,1991 后进行利率自由化、减少信贷管制、发展资本市场等改革
泰国	渐进式	对外金融开放快于对内金融开放的渐进式改革;先实现经常账户开放,同时取消部分外汇管制,在利率市场化的同时,逐步开放资本账户
新加坡	渐进式	先建立盯住一篮子货币的浮动汇率制,实现利率自由化;设立亚洲美元市场,带动金融自由化和国际化;逐步放开外汇管制,并按经济发展需要,在不同时期将外资引向不同行业;最后逐步开放银行业、证券业和保险业等
印度尼西亚	渐进式	资本账户开放先于国内金融自由化,对外金融开放快于对内金融开放的渐进式改革;先进行货币可兑换方面的调整,迅速开放资本流出,再进行对资本流入的自由化改革,然后带动经常账户的可兑换
菲律宾	渐进式	先放宽资本流动管制,接着进行本币贬值,再实现资本项目可兑换,放宽进口,最后进行经常项目可兑换的调整
马来西亚	渐进式	对外金融开放快于对内金融开放的渐进式改革;先放松外汇管制,进行利率市场化,再实现经常项目下的货币可兑换,逐步消除资本流动中的限制

表 1 总结了日本、韩国、俄罗斯、印度以及几个亚洲代表性国家的金融开放模式与国别路径。从货币自由化到金融市场的全面开放是这些国家的共同特点。韩国、俄罗斯和印度开放之后本币出现了较大幅度贬值。日元虽然中间有些波动,但总体来看是相对稳定收敛的趋势。这里面隐含了一个道理,即较小经济体存在着汇率稳定与资本自由流动的内在冲突,但是对大国来说,本币的波动可能呈现出某种收敛的趋势,长期来看汇率稳定与资本自由流动或许可以相互并存。

(二) 中国金融的进一步开放:一般模式与特殊路径

中国之所以被称为大国经济中的大国金融,一定是开放性的金融。中国金融改革采取的是渐进式改革,这与日本、韩国等国家的模式相近。

除一般性规律外,中国金融的开放正在走一条相对特殊的道路。其主要特点之一是将引进外资金融机构放在首要位置,引进外资金融机构支持国内金融机构改组改造,弥补原有金融服务的一些短板,通过发挥外资金融机构的示范作用和“鲶鱼效应”,倒逼本土金融机构改革。

通过外资金融机构进入中国市场以实现目前中国金融的开放,是总结历史经验和教训的结果,与俄罗斯、印度、韩国和早期日本通过实现本币自由化进行金融开放的路径不同。中国在金融改革和开放中,除了渐进式特征外,还叠加了试错式方法。试错式方法就是先往前走一大步,发现问题后再退回半步。2015 年“8·11”汇改,是一次大踏步式改革,实行一段时间后,发现外汇储备很快减少,于是退回半步,在篮子货币中做了一些调整,在资本自由流动上适当紧一点,但是市场化改革的大方向没有实质性变化。

(三) 人民币自由化改革:中国金融全面开放无法绕开的坎

在实践中,中国金融开放首先是金融机构的开放,但人民币自由化改革是绕不开的坎。货币自由化是一个国家金融开放的基础和前提,但是过往的国别经验表明,货币自由化有可能带

来金融市场的动荡和金融体系的脆弱,从而引起本币的不稳定和汇率的大幅度波动。这是所谓的“三元悖论”(Mundellian Trilemma)的基点。“三元悖论”可以用图5来直观表示,一国不可能同时实现货币政策独立、汇率稳定以及资本自由流动三大金融目标,只能同时选择其中的两个。

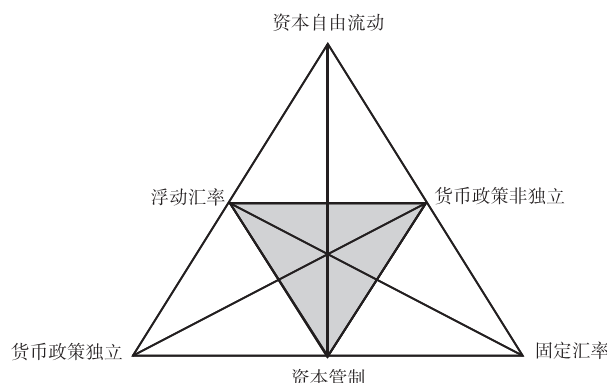


图5 “三元悖论”

在货币政策独立、汇率稳定以及资本自由流动这三项目标中,后续研究集中在三项政策改革的组合搭配效果上,对三项改革的顺序问题进行系统的定量分析。陈中飞等(2017)分析得出改革的顺序应该是汇率优先,其次是利率,最后是资本账户改革。张春生和蒋海(2015)发现汇率先行的模式往往更加理想。

Aizenman 等(2008)通过建立“三元悖论”指数,定量对全球超过170个国家的三个维度进行评分,包括货币政策独立性、汇率稳定性和资本自由流动性,其中一个国家的资本自由流动性也衡量了该国金融开放程度,从而为国别之间的发展目标提供建议和参考。

图6展示了中国、发达国家和新兴市场国家1970—2017年在“三元悖论”三个维度上得分时间序列图。可以看出:发达国家金融开放程度越来越高,中国金融开放指数甚至低于新兴市场国家;发达国家从20世纪90年代初期开始降低了货币政策独立性,作为对比,新兴市场国家以提高货币独立性为主要路径,放弃汇率稳定性。

总结而言,根据“三元悖论”原则,为了提高资本自由流动性,中国有必要尽快实施人民币自由化改革,在政策设计上建议选取“货币政策独立和资本自由流动”之组合,形成市场决定的汇率形成机制。

(四)中国金融全面开放的彼岸在哪里

中国金融全面开放的目标或彼岸,一是构建21世纪全球新的国际金融中心。以美国为例,通过纽约国际金融中心,美国一定程度上控制了国际资本的流动、定价与交易主动权,有效推动了美国本土产业的升级与经济发展。中国金融开放的目标当然是要构建全球新的国际金融中心,这个目标不会变(吴晓求等,2018)。二是人民币自由化和国际化。这是中国金融开放的重要标志,也是建设国际金融中心的重要基础。人民币国际化的第一步是实现人民币完全可自由交易,这是我们主动改革就能完成的。人民币国际化是基于人民币长期信用和中国经济竞争力的,是中国金融改革的近期目标。三是人民币计价资产全球配置和交易中心。我们所要构建的全球新的国际金融中心是人民币计价资产全球配置和交易中心,人民币计价资产的财富管理中心,而不是其他。

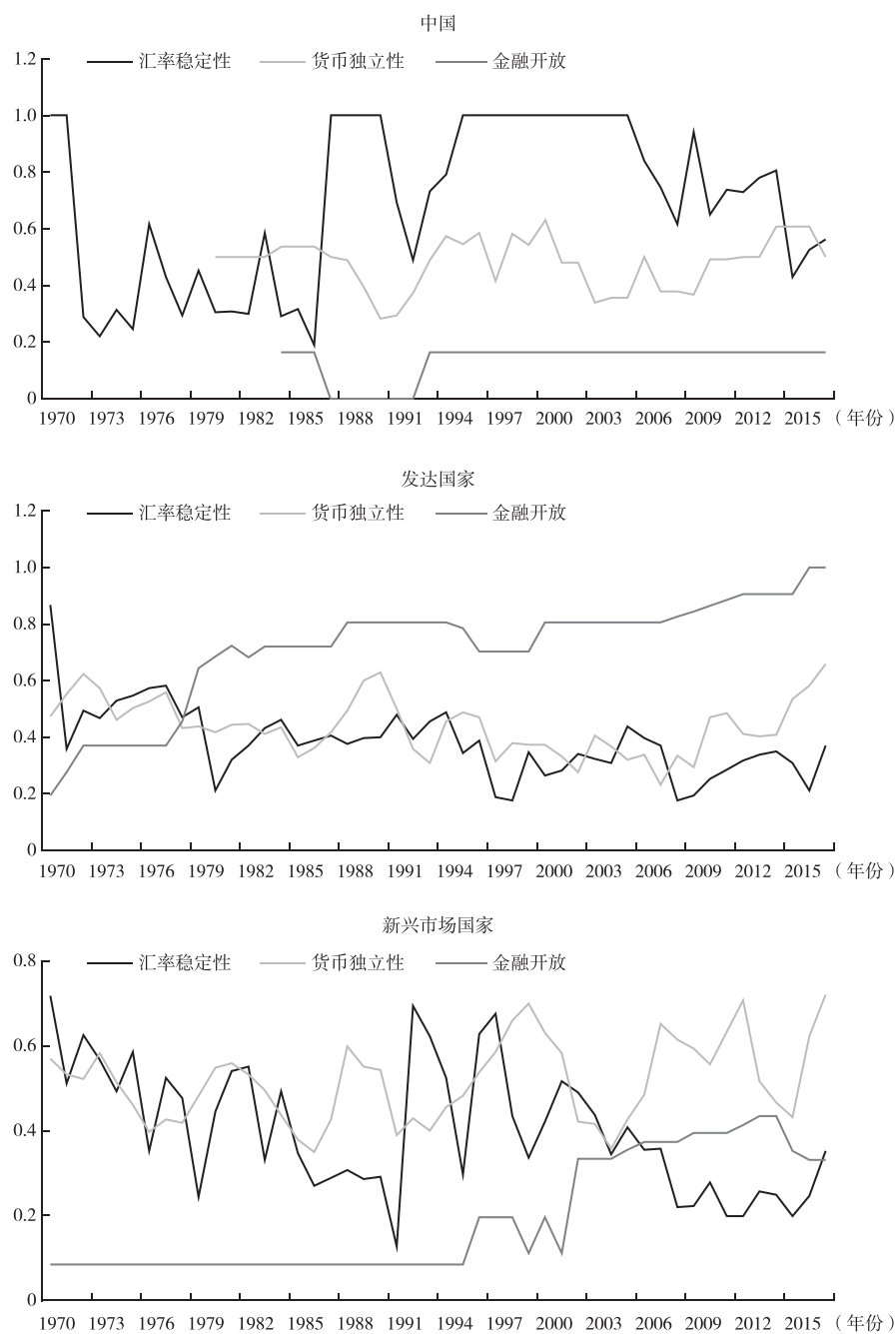


图6 “三元悖论”指数

资料来源: http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm。

三、中国金融全面开放的基础条件

中国金融全面开放的基础条件,即人民币的“锚”是什么? 这个“锚”既来自硬实力,也来自软

实力。硬实力主要指经济规模及其竞争力、国际贸易规模及结构、制度创新和技术创新能力,以及监管能力等。软实力主要指金融的基础设施、金融开放的法制和契约精神等。十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出要“加强金融基础设施建设,保障金融市场安全高效运行和整体稳定”。近年来,我国金融改革在硬实力方面取得显著成就,但金融基础设施领域等软实力方面的改革明显落后于硬实力的发展。

(一) 法律体系的调整和完善

法律体系的完善,依法治国是中国金融全面开放的重要基础。要建设完整的与国际金融中心相匹配的法律体系。虽然中国的法治建设在不断取得进步,但与国际金融中心的要求还有相当大的差距。我国应借鉴国际上最新立法,逐渐向综合立法演进,以构建清晰透明且具有可操作性的法律基础。中国是大陆法系国家,如何完善我们的法律体系,是否纳入英美法系一些必要元素,以满足中国金融的全面开放,包括资本市场开放之要求,是我们面临的一大挑战。

(二) 法治水平与能力

法律体系建设好后如何有效执行,即法制的力量与法的权威如何更好地体现,是软实力建设的关键。诚然,中国金融的法律体系和规则体系在逐渐完善的过程中,但是执行能力相对较差,社会和市场的法治水平低。我们经常是高标准低执行,今后必须做到高标准高执行。

(三) 严格的契约精神和完善的信用体系

随着经济的快速发展,社会越来越需要一种捍卫约定的契约精神。金融从业者的契约精神就是恪守承诺。美国的《谨慎投资人法》、英国的《受托人投资法》都要求受托人遵守契约、恪守承诺和谨慎履责。因此,现代金融业的发展需要契约精神,任何时候都不应该有人拥有超越契约的特权。有了契约精神,履行承诺,才能有效维护市场和社会秩序,提升金融市场参与者信心(唐双宁,2009)。

(四) 市场透明度和客观、独立的中介机构

信息披露和市场透明度是国际金融中心有效运行的基石。金融中介机构是信息的过滤者和发布者。需要建设一大批合格、客观和公正的会计师事务所、律师事务所、资信评估机构以及各种金融中介机构。

(五) 政策和规则的连续性和稳定性

中国的金融监管政策波动反复,缺乏连续性和预期性,客观上阻碍了中国金融的改革和发展。在推进中国金融开放和构建国际金融中心的过程中,政策的连续性和预期性非常重要。

四、中国金融全面开放的市场效应评估

在深入阐述中国金融开放的历史与现状、国际金融开放的一般模式与国别路径以及人民币自由化“锚”的基础之上,有必要对国际上其他国家金融全面开放后的市场效应进行评估,从而对中国金融全面开放后的市场效应做出预判。

(一) 大国的金融全面开放后的市场效应分析:以日本为例

首先,从日元兑美元的汇率变化情况看,从《广场协议》到 20 世纪 80 年代末,日元开始大幅升值。20 世纪 90 年代初至今,日元一直处于振荡阶段,且在近几年内的振幅逐渐收窄,具体如图 7 所示。

其次,分析 1960—2018 年日本经济规模(Gross Domestic Product, GDP)的变化情况(见图 8)。整体上看,日本 GDP 规模变化分为两个阶段:一是在 1964—1995 年,日本延续战后经济快速增长



图7 1964年1月—2019年11月日元兑美元汇率变化情况

资料来源:CEIC 数据库。

的趋势,加上日元不断升值,日本的 GDP 规模迅速上升;二是 1995 年至今,日本 GDP 规模一直跟日元汇率水平一样,保持在一定范围内的振荡状态,期间遭遇 1997 年的亚洲金融危机和 2008 年的全球金融危机,其中,影响较大的当属亚洲金融危机。但是,日本 GDP 能够在 2008 年全球金融危机中幸免于难,主要得益于日元的升值(吴晓求等,2016)。

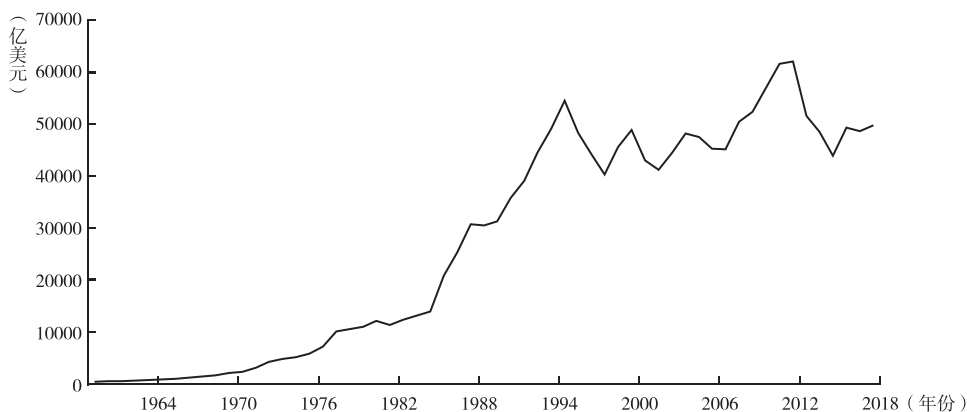


图8 1960—2018 年日本 GDP 变化情况

资料来源:世界银行。

具体地,从日本 1994—2017 年产业结构变化情况看(见图 9),可以发现日本服务业一直是支柱产业,占 GDP 比重长期保持在 63% ~ 72% 之间,整体呈微增趋势。其次是工业,一直保持在 27% ~ 35%,整体呈微减趋势,其中制造业一直维持 22% 左右。农业对经济贡献十分微小,一直低于 2%。因此,日本的第一、二、三产业结构一直比较稳定,为抵御外部冲击提供了坚实的后盾。

从 1960—2017 年日本商品和服务进出口占 GDP 比重变化情况看,日本商品和服务进出口规模占日本 GDP 比重一直维持在 15% 左右,且进出口规模很接近,说明日本商品和服务净出口额较低。其中,自 20 世纪 90 年代低迷的日本经济慢慢恢复以来,日本商品和服务进出口规模占 GDP

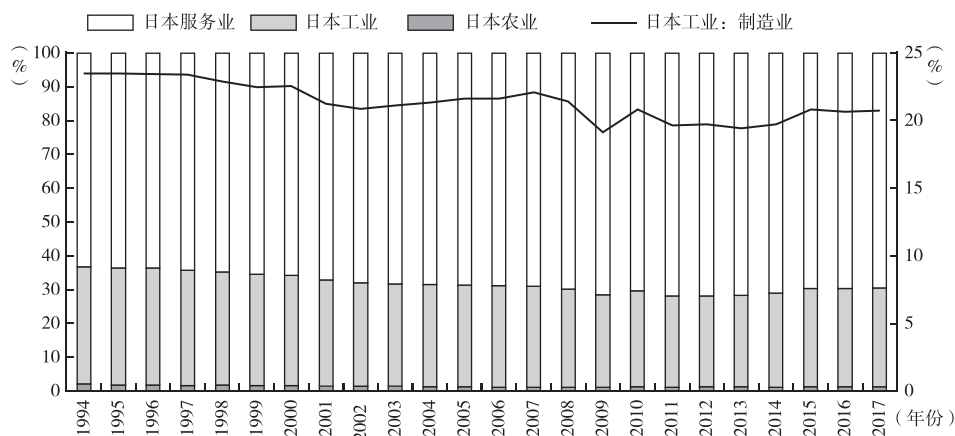


图 9 1994—2017 年日本产业结构变化情况

注：左轴是日本服务业、工业和农业占 GDP 比重，右轴是日本工业中制造业占 GDP 比重。

资料来源：世界银行。

比重也在缓慢上升，接近 18%，且进出口差额也在不断收敛。反观日本经济整体较为庞大的规模，说明日本国内经济一直占据主要地位，对进出口的依赖程度较小，能够很好地对外部冲击进行缓冲。

最后，分析日本金融开放后 FDI 净流入规模及其占 GDP 比重的变化情况。整体上看，日本的 FDI 净流入规模呈现较大幅度的增加。1995 年以前，主要受汇率大幅上升影响，FDI 净流入规模整体处在较低的水平，占 GDP 比重也相对较小。在此之后，FDI 净流入规模及其占 GDP 比重大致处于上升趋势，尤其是最近三年日元币值稳定，FDI 净流入规模能够保持在 GDP 规模的 0.5% 左右。

从日本金融开放对经济的影响来看，金融开放过程必然伴随着波动和不确定性。随着开放的不断深入，制度和法律等手段得以加强和完善，经济韧性也相应增强，经济增长过程中的不确定性所产生的冲击也会相应收敛。随着开放进程的不断推进，本币币值逐渐趋于稳定，这时可以获得更多的外来资本支持。因此，金融开放能为一国带来较好的财富效应，既吸引了较多的外来资本，也可以满足本国对外扩张的需求以及国际竞争力的提升。

（二）新兴经济体金融全面开放后的市场效应分析

相比之下，一些新兴经济体，如韩国、俄罗斯、印度和泰国，在金融开放后的经济规模、经济结构和币值稳定等方面，均与日本存在很大差距。这四国之间既存在很多共同点，又存在显著差异。

首先，从各新兴经济体的汇率变化情况看，进入 20 世纪 90 年代以后，随着金融开放的推进，俄罗斯卢布、印度卢比、泰国泰铢和韩国韩元的汇率都经历了剧烈的波动，整体上均呈大幅贬值趋势。2008 年全球金融危机期间，卢布、卢比和韩元都出现了较大幅度的下跌，其中韩元跌幅最大，泰铢则较为稳定，危机之后韩元和泰铢均呈小幅上升趋势，且韩元收敛趋势明显，而卢布和卢比却出现持续性的大幅下跌（见图 10）。

其次，分析韩国、俄罗斯、印度和泰国这四国 GDP 规模的变化情况。整体来看，各国的 GDP 规模均呈上升趋势，其中印度经济增长最快、增速较稳定，韩国经济增长较快、增速相对稳定，俄罗斯经历快速上升后因卢布大幅贬值而下降，泰国经济增长最为平稳，一直保持缓慢增长状态。全球

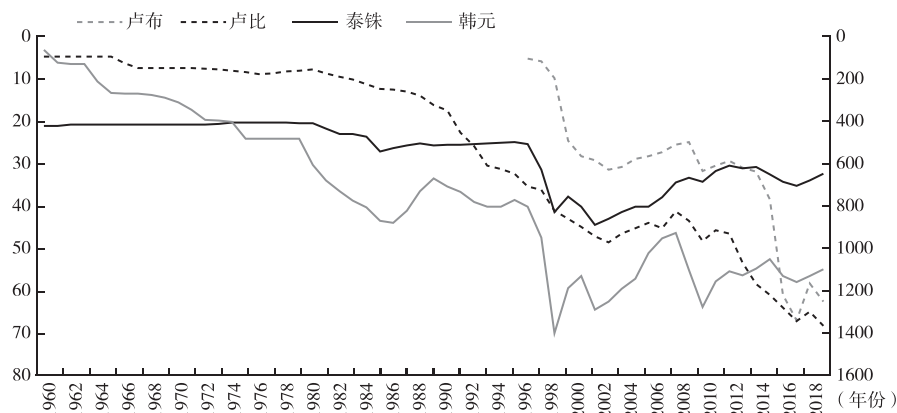


图 10 新兴经济体汇率变化情况

注:左轴为卢布、卢比和泰铢货币兑美元的汇率,右轴则为韩元兑美元的汇率。

资料来源:世界银行。

金融危机后,四国经济表现分化明显,印度增长最快、增速稳定,韩国增长较快、增速也较稳定,泰国依旧保持缓慢增长状态,俄罗斯则经历了过山车式波动。

具体地,从韩国、俄罗斯、印度和泰国 1989—2017 年产业结构变化情况看,各国服务业占 GDP 比重都很高,其中韩国、俄罗斯和印度大致从 1/3 增长到 1/2 以上,泰国则保持一致 1/2 左右。印度的农业占 GDP 比重最大,从 1/4 下降到 1/6,泰国次之,韩国和俄罗斯农业占比则相对较小。韩国工业在这四国中最为发达,一直保持 1/3 水平,其中制造业占比不断增加。俄罗斯工业占比从近 1/2 下降到不足 1/3,制造业占比相对稳定,在 12% 上下浮动。印度工业占比一直保持比较稳定,始终在 1/4 左右,其中制造业占比类似。泰国工业占比整体比较稳定,保持在 35% 左右,制造业占比也稳定在 28% 左右。因此,这四个新兴经济体金融开放后的服务业都比较发达,但是工业相对比较薄弱。

从新兴经济体商品和服务进出口占 GDP 比重变化情况看,韩国、印度和泰国的商品和服务进出口规模占各自 GDP 比重均呈上升趋势,俄罗斯除 1992 年放开外汇后出现短暂的上升、随后下降以外,一致保持在较低水平。其中,泰国上升趋势最为明显,近年来出口占 GDP 比重在 70% 上下浮动,进口占比浮动较大,维持在 55% ~ 70%。韩国的进出口占比也提升较多,进出口占比一度超过 50%,后回落至 40% 左右。印度进出口占比则增长较缓,从 10% 左右上升到 20% 左右。俄罗斯进出口占比自进入 21 世纪后,一直保持比较稳定的区间,其中出口占比在 28% 上下浮动,进口占比在 20% 上下浮动。由此看出,韩国和泰国的经济对进出口依赖较为明显,俄罗斯次之,印度则凭借较强的国内经济实力,对进出口的依赖程度较小,所以只有印度才能够在卢比大幅下降的情况下,保持以美元计价的经济规模高速且稳定地增长。

最后,分析新兴经济体金融开放后 FDI 净流入规模及其占 GDP 比重的变化情况。整体上看,新兴经济体与日本不同,FDI 净流入规模一直为正,占 GDP 比重一般不超过 5%,多数情况在 2% 上下浮动。从趋势上看,四国大致经历了 FDI 净流入规模先上升后下降的过程,其中俄罗斯最为明显。新兴经济体由于处于快速增长阶段,金融开放后外商直接投资不断增加,分享新兴市场的改革红利,并且能够持续较长时间,这与日本 FDI 净流入规模占 GDP 比重在 -0.5% ~ 1.0% 区间

浮动不同。

从新兴经济体金融开放对经济的影响效应来看,新兴经济体的货币会出现大幅贬值现象,但其经济会在波动中快速上升。一方面,新兴经济体存在较多的投资机会,吸引大量外资进入,特别是服务行业会取得较程度的发展机会,有利于经济的快速增长;但另一方面,由于工业基础相对薄弱,规模相对较小,对进出口依赖较多,所以国际竞争力有限,币值不稳定且贬值幅度大,经济受外部冲击后波动较为剧烈。

(三) 中国金融全面开放:市场效应评估

结合日本、韩国等上述国家金融全面开放后市场效应的综合分析,我们提出,中国金融全面开放应包括人民币国际化和资本市场开放。首先评估人民币自由化市场效应。总体而言,我国现阶段面临的世界格局和宏观情况与 20 世纪 80 年代初期的日本和 20 世纪八九十年代的韩国较为类似,因此,日本和韩国金融改革开放后的效应比较对中国有很强的借鉴意义。

第一,从世界格局来看,中国目前是仅次于美国的第二大经济体,中美贸易摩擦不排除会扩大到金融、经济领域的深层次较量,这点与当初日本相似。前面我们分析到,从 1985 年《广场协议》到 20 世纪 80 年代末,日元开始大幅升值。20 世纪 90 年代初至今,日元一直处于振荡阶段,且在近几年内的振幅逐渐收窄。

第二,从宏观经济来看,经济去杠杆、去产能等结构性改革、金融开放进程进入加速期,这点与韩国类似。韩国对短期外债投资依赖较多,币值不稳定且贬值幅度大,直至最近几年才收敛,经济受外部冲击后波动较为剧烈。在这一点上中国与韩国有一定区别,首先我国不过度依赖外资,其次中国经济规模远大于韩国。

第三,从经济体来看,中国与印度同为新兴经济体第一梯队国家,有一定可比性。虽然印度工业基础相对薄弱、规模较小,但全球金融危机后,亚洲新兴经济体国家经济表现分化明显,印度增长最快、增速稳定,大量外资的进入促进了印度经济的大幅增长。

综合而言,中国的效应可能是一般性和特殊性的结合。中国金融全面开放后的汇率市场效应可能是日本、韩国和印度的混合。中国是一个经济大国,金融开放既具有大国效应,又有新兴经济体的特征。人民币汇率会出现一个时期的较大幅波动,但人民币不会出现像东南亚国家或者韩国那样剧烈的、处于危机状态的市场效应。中国金融开放后的效应可能更多地会像日本,人民币大幅波动会趋于收敛,这是由中国的大国经济模式所决定的(吴晓求,2015)。应该说,人民币自由化后,从长期趋势看,是有稳定力的。对此,应有信心。另外,我们评估资本市场开放的市场效应。2019 年第 26 期全球金融中心指数报告发布,上海、北京和深圳均跻身全球金融中心指数排行榜前十。从时间序列上看,中国与金融指数排名靠前的中心城市差距越来越小;从时间循环和大历史周期看,全球新的国际金融中心已向中国移动。国际金融中心的这种漂移过程与经济规模、经济竞争力、国际贸易都有密切关系(许少强,2013)。

总之,我国金融开放最大的不足是金融的基础设施薄弱。在金融改革和发展过程中,基础设施没有跟上,给未来增添了很多风险,但中国金融开放市场前景是相当乐观的。

参考文献:

1. 陈中飞、王曦、王伟:《利率市场化、汇率自由化和资本账户开放的顺序》,《世界经济》2017 年第 6 期。
2. 罗英杰:《卢布可自由兑换:俄罗斯的“金融革命”》,《银行家》2006 年第 8 期。
3. 唐双宁:《提升中国金融“软实力”问题》,《银行家》2009 年第 4 期。

4. 吴晓求:《大国金融中的中国资本市场》,《金融论坛》2015年第5期。
5. 吴晓求:《改革开放四十年:中国金融的变革与发展》,《经济理论与经济管理》2018年第11期。
6. 吴晓求等:《股市危机:历史与逻辑》,中国金融出版社2016年版。
7. 吴晓求等:《中国金融监管改革:现实动因与理论逻辑》,中国金融出版社2018年版。
8. 许少强:《国际金融中心建设的决定因素:经济实力抑或金融政策——基于历史的思考》,《上海金融》2013年第6期。
9. 张春生、蒋海:《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》,《经济学家》2015年第5期。
10. Aizenman, J., Chinn, M. D., & Ito, H., Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time. NBER Working Paper No. 14533, 2008.
11. Chinn, M. D., & Ito, H., What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. NBER Working Paper No. 11370, 2005.

China's Financial Opening Up: Pattern, Fundamental Conditions and Market Effect Evaluation

WU Xiaoqiu, GUO Biao, FANG Minghao & LI Shiyao (Renmin University of China, 100872)

Abstract: This paper analyzes the process and current situation of China's financial opening up, summarizes the experience and lessons of financial opening up of typical major and emerging economies, puts forward the path selection of China's financial opening up, and evaluates the market effect. The core points of this paper are as below. (1) In the process of China's comprehensive financial opening up, we should make a choice among the three objectives of "monetary policy independence, exchange rate stability and free capital flow", and our suggestion for policy design is the combination of "monetary policy independence and free capital flow" to form a market-determined exchange rate mechanism. (2) At present, the focus of financial opening up is the opening up of financial institutions, which is a unique path for China, but RMB liberalization remains a task that cannot be dodged. (3) The hard power of China's financial opening up is basically available, but the soft power is relatively weak, and the financial infrastructure needs to be improved urgently. (4) There are two goals for China's comprehensive financial opening up: RMB liberalization and internationalization, and the establishment of a new international financial center. (5) The market effect of China's financial opening up has the dual characteristics of major and emerging economies. With the improvement of soft power, the Chinese financial market (mainly the RMB exchange rate), once fully opened, will show the trend of short-term fluctuation and long-term convergence.

Keywords: Financial Opening Up, Financial Center, RMB Liberalization, Mundellian Trilemma

JEL: G15, G18, G28

责任编辑:锦 心