

实现高质量对外开放的战略调整

余永定

2023年11月15日 香港

免責聲明：演講內容只反映演講嘉賓的個人意見，並不代表任何政府的立場。
Disclaimer: This presentation reflects only the views of the speaker and does not represent the viewpoint of any government.

什么是“高质量对外开放”

- 对外开放：

从经常项目开放（货物贸易、服务贸易、金融服务开放等）到资本项目开放（资本项目自由化）

- 高质量对外开放：

什么是“高质量”？高质量可不可以度量？如果不可度量，在诸种开放状态中，我们如何判断哪种质量高，哪种质量低？

“双循环”思想的提出

- 2020年7月30日，中共中央政治局提出
“加快形成以国内大循环为主体、国内国际**双循环**相互促进的新发展格局的战略部署”
- 如何理解双循环？
 - 改革开放之后，中国在相当时期内的发展战略称为“两头在外、大进大出”的国际大循环战略，其实质是：以加工贸易和**FDI**为特征的出口导向战略
 - 双循环的提出是对这个战略的调整，而绝非改革、开放方针的改变

外汇短缺是中国经济起飞的最重要制约

- 1978年，计委《1978年引进新技术和成套设备计划》，计划用汇总额85.6亿美元
- 1978年外汇储备1.67亿美元；
- 1980年中国的外汇储备为：-13亿美元（？）
- 1979-1989年，除两年外都是贸易逆差。

国际大循环战略的成功

- 国际大循环战略（以加工贸易和FDI为特征的出口导向发展战略）成功克服了中国外汇短缺、缺乏现代化资本的发展瓶颈，为中国经济走上高速发展道路做出了重要贡献
- 1979年中国GDP全球排名第11，排在荷兰之后，在世界经济当中的比重仅占1.79%。1978年中国出口97.5亿美元，在世界出口中的比例微不足道。2009年，中国成为世界第一大出口国。2013年成为世界上第一大贸易国。2010年超过日本成为世界第二大经济体，2022年中国GDP总量达到18万亿美元，在世界GDP中占比为18%，是日本GDP的4倍多。

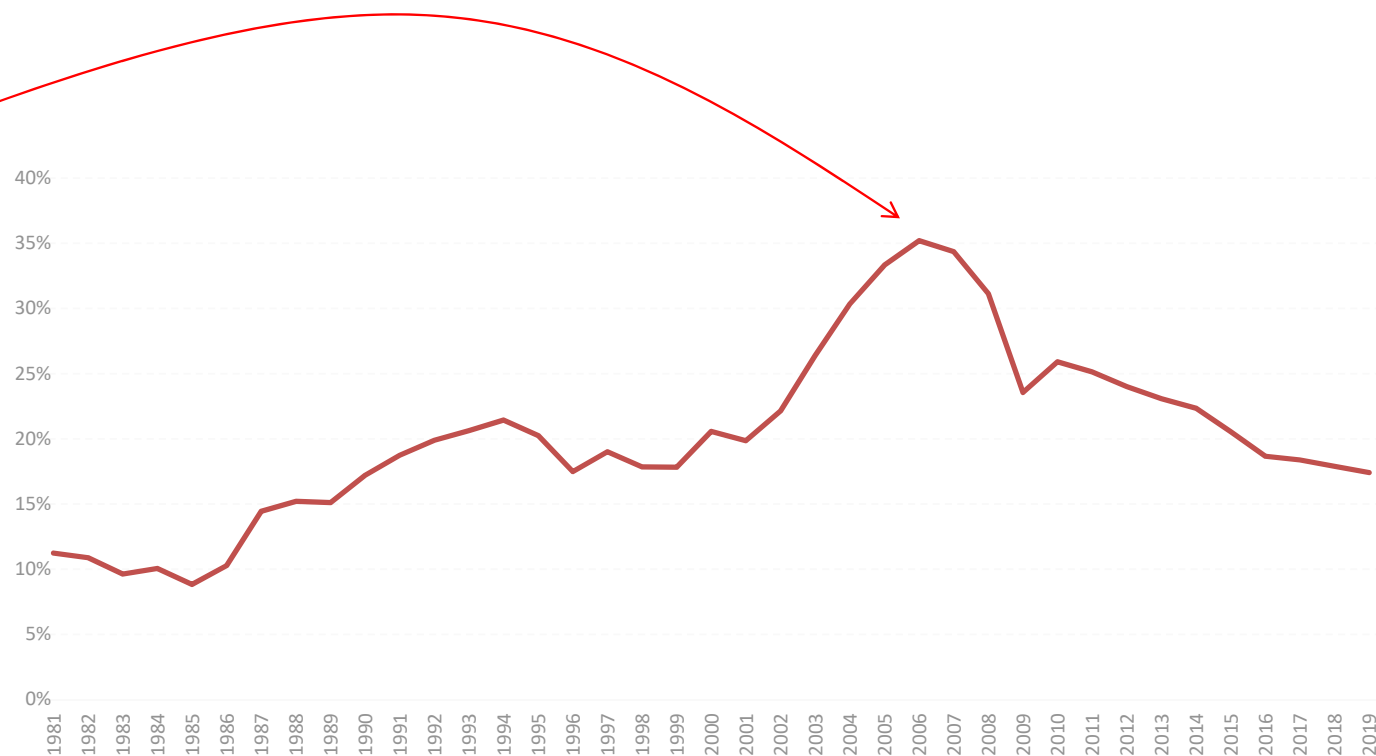
既然出口导向政策取得成功，为什么中央提出“推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”？

辩证法

1. 国际市场容纳能力有限
2. 产业体系抵御外部冲击到能力下降
3. 自主创新动力不足
4. 资源的跨境、跨时错配
5. 地缘政治环境恶化

1. 中国的调整：出口/GDP比

2006年，中国出口占GDP的比是35.21%，此后就开始持续下跌。
2019年17%。
2020年因疫情，会反弹，但长期看会进一步下跌。



2.产业体系安全与效率的统一

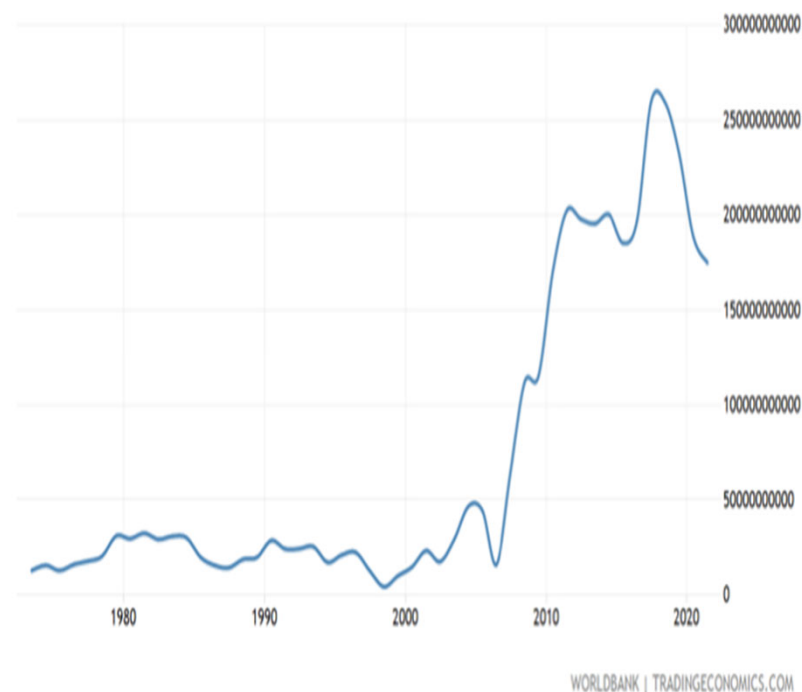
- 二十届中央财经委员会第一次会议提出，要“建设具有**完整性、先进性、安全性**的现代化产业体系”。
- 其实完整性意味着安全性。但完整性意味着效率的下降。
- 深度嵌入全球价值链则意味着生产效率和经济增速的提高，而这种提高必然以安全性的下降为代价。
- 另一方面，片面追求安全性的结果可能是更不安全。闭关自守的完整性会导致什么结果已有前车之鉴，毋庸赘言。在新的地缘政治条件下，全球供应链问题的出现给**效率和安全**对立统一问题增加了一个全新的维度（“body-lock”和“spare wheel” tactic, “foreign affairs”）

高质量金融开放

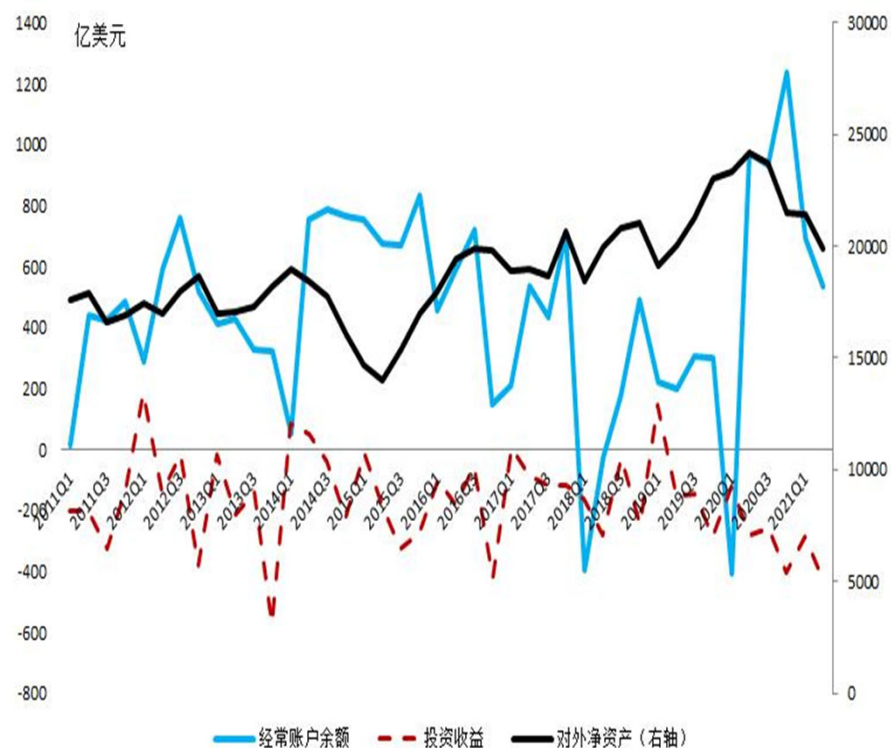
- 我想应该包含两个维度：安全性+改善资源跨境配置
- 安全性：
 - 投机性攻击 (currency attacks) 亚洲金融危机 (任志刚先生怒斥做空者，曾荫权特首处置“double play”记忆犹新)
 - 美国国际收支逆差、18万亿净外债，美元贬值、违约 (US external sustainability) 2009年3月温总理：“我们把巨额资金借给美国，当然关心我们资产的安全。说句老实话，我确实有些担心。因而我想通过你再次重申要求美国保持信用，信守承诺，保证中国资产的安全。”
 - 未来美国的“external sustainability”会不会再次成为问题？
 - 2013年12月martin wolf的警告，特朗普的公开威胁。2022年2月底的美元武器化
- 改善资源配置：
 - 金融服务自由化 (WTO承诺)
 - 最终实现资本项目自由化
 - 海外投资净头寸的保值
 - 改善海外投资收益

“高质量” 金融开放：美国样板

- 世界最大的负债国，每年获得大量投资收入
2021年18万亿美元净债务、GDP的近80%。2022年净海外收入16万亿；对GDP比60%
- 不用付息，反倒向债权人收息，这就是“高质量”的最高境界



中国的经常项目顺差、海外净资产 和投资收入



1. 经常项目顺差国，海外净资产持有国投资收入为负，世所罕见
2. 既然是净债权国（两万亿美元），投资收入却一直是负值，**与日本形成对比**
3. 海外净资产= Σ 每年的经常项目顺差。但2021年，中国的海外净资产仍2014年的海外净资产相差不多（2万亿美元）
4. **估值作用**，但估值作用不足以减少经常项目顺差累积与海外净资产（存量）的巨大差额。
5. 不排除各种可能性，但至少应该把帐算清楚。
6. 2022年中国海外净资产有大幅度增加，可能同美元升值有关。原因还应进一步分析

资本外逃：实现高质量金融开放必须面对的问题

- 资本外逃按定义很难统计，有些外逃可能无法进入国际收支统计，进入国际收支统计后，主要表现为误差与遗漏。误差与遗漏按定义是统计问题造成的。既然如此，误差与遗漏应该是random walk，不应表现出系统偏差。但中国的误差与遗漏数量巨大且基本表现出的都是流出。2022年误差与遗漏是-901亿美元。国内外一些研究者把误差与遗漏作为资本外逃的代表变量是有道理的。
- 只有正视和客观地评估资本外逃的严重性，并客观分析造成**这种状况的原因（包括制度、法律原因）**，我们才能找出相应的办法，减少资本外逃对中国经济造成的福利损失和对经济的冲击，才能真正实现“高质量”的金融开放。

小结

- 高质量对外开放意味着

1. 建立完整的产业体系和深入参与国际分工的平衡

2. 提高金融资源跨境配置效率和保障金融安全的平衡

- 对外金融开放“质量”的高低，如何衡量？

1. **经济增长的贡献**如何测度金融资源跨境配置对实体经济的贡献？学术挑战

2. **投资收入**多年为负数，与美国形成鲜明对比（**暗物质**）

3. **海外投资头寸**（NIIP）的保值增值，对不上账，扣除价值重估之后，依然难以解释

4. **资本外逃**严重，通过国际收支平衡表的各个项目，误差与遗漏是白噪音，应该是双向波动，中国并非如此。

5. **美元武器化**，中国海外资产已经不是传统意义上的保值、增值。美欧冻结俄罗斯央行外储，再次敲响警钟

6. **人民币国际化**还不足以解决这些问题，40多万亿元的**人民币跨境收付**到底意味着什么？

- 中国决策者面临的挑战是如何把“双循环”的新发展战略和对外开放战略转化为具体的对外贸易和金融开放政策，并进一步深化体制的改革

- 香港在中国的对外开放中居功至伟，相信香港在未来将继续发挥至关重要的作用