

# 中国金融开放：感知政策的温度\*

◎徐奇渊 等

**摘要：**近年来，我国在金融领域锐意推动改革和开放举措，相关政策不断向前推进。同时，外资机构也感受到了政策和市场环境的改善，但外资机构仍然认为其在华业务面临较大挑战。可见，金融开放政策和外资机构感受之间仍然存在显著的温差。如何理解这种感知差异？过去该领域缺乏系统的研究，课题组基于四个视角进行了研究：其一，基于现有政策和外资机构经营数据，对事实进行研究；其二，对外资机构进行匿名式的问卷调查；其三，对外资机构进行专门的访谈调研；其四，对欧盟、美国、日本三大外商会的年度报告中与金融开放相关的诉求进行文本分析。从理论视角出发，对上述不同视角的观察进行交叉验证。在此基础上提出了外资金融机构进入东道国面临的五道障碍的分析框架，并且以外资银行在华经营为例进行分析。此外，还对中美摩擦背景下，外资机构对上海国际金融中心、中国金融开放的长远观察进行了分析。最后，本文还结合金融改革对金融开放的作用进行了阐述，并给出了政策建议。

**关键词：**金融开放 金融改革 中美关系 金融服务业开放 资本金融账户开放

---

本文作者为徐奇渊、郑联盛、杨盼盼、熊爱宗，徐奇渊系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员、中国金融四十人论坛研究部主任；郑联盛系中国社会科学院金融研究所副研究员；杨盼盼系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员；熊爱宗系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员。

\* 本文为中国金融四十人论坛课题“2020外滩金融开放报告：感知政策的温度”的阶段性成果。课题组成员包括徐奇渊、郑联盛、杨盼盼、熊爱宗、韩冰、朱鹤、张佳佳、杨悦珉、钟益、祝修业、戴雨汐、邓扬眉、刘禹、张振。感谢课题评审人和审稿人的建议，文责自负。

近年来,中国金融开放衔枚疾进。2018年4月,习近平主席在博鳌亚洲论坛上宣布“中国将大幅放宽包括金融业在内的市场准入”。随后,中国人民银行行长易纲聚焦于外资准入和业务限制的放开,具体阐述了金融开放的措施。两年多以来,我国金融业开放迈出里程碑式的步伐,集中宣布了50余条开放措施,在实施准入前国民待遇、负面清单管制模式方面,以及外资股比限制取消、开设分支机构限制放松、债券通和沪伦通发展、取消QFIII限额等具体方面都取得了重要进展。同期,即使经历了中美关系紧张,外资持有中国金融市场的资产规模、占比也明显上升。中美在多个领域面临脱钩挑战的背景下,两国在金融领域的关系却得到了强化。

在此背景下,外资金融机构感受到了中国金融开放的机遇。但与此同时,外资机构也认为中国业务仍然面临着较大挑战。在2020年10月24日的外滩金融峰会上,易纲行长也指出,“尽管我国金融业开放的步伐很快,但外资……仍需申请诸多许可,面临不少操作性问题,对金融业开放的诉求依然较多”。这表明,中国金融开放的政策努力与外资机构的获得感之间仍有一定的温差。

## 一、中国为什么要推动金融开放?

中国的金融开放是为了更好地服务实体经济,推动形成国内、国际双循环相互促进的新发展格局。和商品市场对外开放一样,金融开放将通过全球范围内的资源优化配置提高中国经济的效率。具体来说,金融开放将通过以下机制推动中国的金融发展和改革。

从竞争角度来看,金融开放能够促进竞争,提升我国金融体系的国际竞争力。金融开放可以引入更多的竞争,通过优胜劣汰提升中国金融机构的竞争力。外资金融机构在产品设计、中间业务、国际化管理等方面都有一定优势,国内机构的成长必然要经历相应的挑战和学习阶段。金融开放也将有助于推动我国的国际金融中心建设。

从互补关系来看,金融开放能够改善中国金融服务实体经济的能力。外资和外资机构的引入,与我国现有的金融市场有一定的互补效应。目前,我

国金融市场结构仍以商业银行为主导、以间接融资方式为主。而在经济发展过程中，我国服务业比重不断提升，技术创新和大量新的商业模式不断涌现。但是，与传统工业部门有很大不同，这些新兴的经济活动都严重缺乏抵押品，而且风险较高。这就更加需要直接融资，特别是股权融资的方式来满足其融资需求。这也对我国金融供给侧结构性改革提出了更高要求。在此背景下，将外资和外资机构引入中国金融市场，有助于金融服务补短板。

从政策的视角来看，金融开放可以倒逼国内金融改革。目前，国内金融监管体系与最佳实践之间存在差距，国内金融市场基础设施还不完善。外资机构在这些领域的诉求比较突出。这方面很多问题实际上也是国内金融机构的诉求，符合我国金融市场的发展方向。这时候，金融开放不但将倒逼国内改革，而且还将与国内金融改革的呼声形成合力。没有金融改革的配套，金融开放的改善空间也非常有限。只有金融改革、金融开放齐头并进，才能促进形成更高质量的金融开放局面。

当前，全球疫情蔓延、保护主义抬头、中美关系紧张。在此背景下，金融开放是加深中国与世界经济互动的重要方式。这将有力推动、塑造新形势下各国经济的相互依存关系，推动形成国内、国际双循环相互促进的新发展格局。

当然，金融开放与商品市场的开放又有所不同。一方面，金融市场开放本身并不必然导致金融不稳定问题。另一方面，中国的金融市场、金融监管体系发展不成熟，如果金融市场开放走得过快，特别是资本与金融账户开放过快，可能对国内金融稳定带来更大挑战。

从防范风险角度来看，推动国内金融改革、完善国内金融市场和监管体系，是保障金融开放行稳致远的前提条件。金融开放不是一个孤立的概念，也不是某一个政府部门的工作任务，而是摆在中国政府面前的一个系统性课题。

## 二、如何了解外资机构的诉求？

效率和风险，这两个视角贯穿于中国金融开放争论过程。我们的研究则另辟视角，聚焦于外资金金融机构的诉求，以此为出发点来观察中国金融开放。

金融开放最终服务于国内经济发展,但其最直接的还是服务于外资金融机构。因此,外资机构的视角不容忽视。本研究通过以下三种方式了解外资机构诉求,如未注明,本报告所有数据均来源于下述渠道。

第一,线上问卷调查。课题组得到了中国欧盟商会(European Union Chamber of Commerce in China)、美中贸易全国委员会(The US-China Business Council)、日本贸易振兴机构(Japan External Trade Organization)的支持。通过上述三家机构,课题组对其会员单位进行了匿名方式的问卷调查。其中,日本、美国、欧盟商会反馈问卷分别为7份、9份、14份,共计30份。

第二,访谈和会议。2020年6月1日至9月22日,课题组组织了13场次会议和访谈,主要对外资金融机构,也包括中资机构、监管部门。尤其是对外资金融机构的深入访谈,为我们理解问卷数据背后外资机构的深层次想法提供了非常重要的参考。

第三,对外资机构诉求进行整理。2020年8月至9月期间,中国美国商会(American Chamber of Commerce in China)发布了《2020年度美国企业在中国白皮书》、中国欧盟商会发布了《2020/2021 欧盟企业在中国建议书》、日本贸易振兴机构发布了《中国经济与日本企业2020年白皮书》。课题组就其关于中国金融开放方面的诉求进行了专门的整理和分析。

### 三、中国金融开放的现状、中美关系的影响

在金融业外国直接投资(FDI)领域,近年来我国开放水平显著提高。OECD数据显示<sup>①</sup>,2019年中国金融业FDI限制指数为0.24,较2014年下降了0.34。在过去5年中,中国在这项指标上的改善幅度超过其他所有经济体。值得注意的是,这种改善主要发生在2018年以来,而且在2020年又有加速(但没有反映到2019年公布的OECD数据中)。

---

<sup>①</sup> 资料来源:OECD. FDI Regulatory Restrictiveness Index, 2020。该指数衡量了包括金融业在内的各经济部门对FDI的法定限制信息,数值均在0到1之间,完全开放得零分,完全封闭得1分。

中国在金融业 FDI 领域的开放程度达到发展中国家较高水平，但仍低于 OECD 国家平均水平。2019 年，中国金融业 FDI 监管限制指数为 0.24，在 OECD 的统计中，仅低于新加坡、巴西、越南三个非 OECD 国家。不过，中国的限制指数仍明显高于 OECD 国家平均水平（0.04）。

我们的问卷调查显示：对于过去一年，外资机构总体上认为中国金融开放程度有所改善。67% 的外资机构认为中国金融开放程度有提升，27% 的外资机构则认为没有明显改善，仅有 6% 的外资机构认为开放程度有所下降。具体来看，美国机构对金融开放感受最显著，欧盟机构感受次之，日本机构感受最弱。三者认为中国金融开放程度有提升的比例分别为 89%、71%、29%，其感受不一，可能是由于三者金融市场结构差异较大，而中国过去一年来的金融开放政策以非银行领域的开放为主。

在总体肯定中国金融开放政策进展的背景下，外资机构对不同开放政策的评价也不一。按照外资机构的打分，我们对近三年来的 6 项金融开放政策进行排序（满分为 10 分）：股比限制取消 6.5 分、债券通 6.4 分、取消 QFII 限额 6.3 分、沪伦通 5.0 分、高管任职限制放松 4.4 分、设立分支机构 4.2 分。总体上，这反映了我国在放开机构准入方面的积极进展。同时，外资机构对通道类开放和资本项目自由化内容持相对更加积极的评价。

不过，外资机构也认为在中国的业务面临较大挑战。问卷数据显示，仅有 17% 的外资机构认为机遇大于挑战，有 60% 认为挑战与机遇一样大，甚至

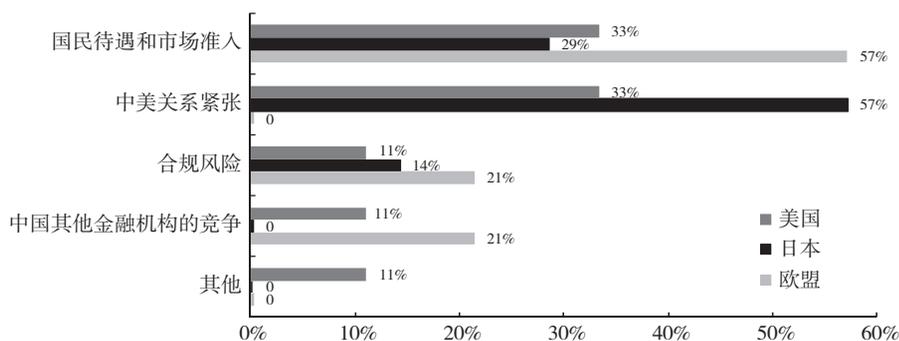


图 1 外资机构在华面临的主要挑战：美日欧三大商会机构

（资料来源：课题组问卷调查数据）

有23%认为挑战大于机遇。根据问卷数据,各项挑战按重要性排序分别为:国民待遇和市场准入(43%)、中美关系日益紧张(23%)、合规风险(17%)、中国其他金融机构的竞争(13%)、其他(3%)。

中美关系带来的挑战尤其突出,但没有影响到美国金融机构在华经营。日本、美国机构对中美关系带来的挑战感受更为强烈,两国商会分别有57%、33%的比例选择了中美关系是最大的挑战(或至少与市场准入是同样最重要的挑战)。同时,欧盟机构在这方面的压力感受甚弱。不过,对照前文数据可以发现,目前美国机构对中国金融市场的实际感受甚至更加乐观。美国机构并没有受到中美关系紧张带来的负面影响。这也显示了中国金融开放具有普惠性。

虽然中美关系经历严峻考验,外资机构仍然普遍看好上海国际金融中心。香港、新加坡、上海是东亚地区的三大国际金融中心。课题组邀请外资金融机构就三座城市的国际金融中心地位进行排序。问卷结果显示,在2020年,三大国际金融中心的排位依次是:香港、新加坡、上海。展望2030年,问卷结果预期国际金融中心的排位将变为:新加坡、上海、香港。

具体而言,对排名的问卷结果取平均值,结果显示:2020年,香港、新加坡、上海的排名平均值分别为1.6、1.8、2.6。在访谈中我们了解到,外资机构代表性的观点认为:上海金融市场的很多规模性指标确实巨大,但是国际金融中心更强调国际化程度,而不仅仅是市场体量。另外,上海国际金融中心在法律体系、金融市场环境等软件方面与国际市场的对接程度还需要提高,资本与金融账户的不完全自由可兑换也限制了上海国际金融中心目前的国际地位。上述评价中肯而富有建设性。不过我们也认为,资本与金融账户的开放还需要放到更加全局性的框架中进行深入讨论。

问卷结果还显示,预计到2030年,新加坡、上海、香港的排名平均值分别为1.7、1.9、2.3。与2020年排名相比,上海、新加坡排名均上升一位,香港排名则相应下降。其中,上海排名的平均值上升幅度最大,从2.6上升到1.9。这表明,外资金融机构对上海国际金融中心的长期地位比较乐观。

同时,外资机构的预期还显示出一定的分歧和共识。其中,对于新加坡国际金融中心的排名有较大分歧。认为新加坡在2030年将排位第1的比例为53%,

较2020年的相应比例上升了13个百分点。但与此同时，认为新加坡在2030年将排位第3的比例也达到了27%，较2020年相应比例上升了10个百分点。

另一方面，对于香港和上海的排名变化则具有较强共识。其中，认为上海在2030年将排名第1、第2的比例分别为30%、47%，较2020年的相应比例（14%、13%）均有大幅上升。这表明外资金金融机构对上海的预期比较乐观。特别是上海在2030年排名第1的比例大幅上升，这说明上海国际金融中心的强势预期并不完全以香港排名下降为代价。

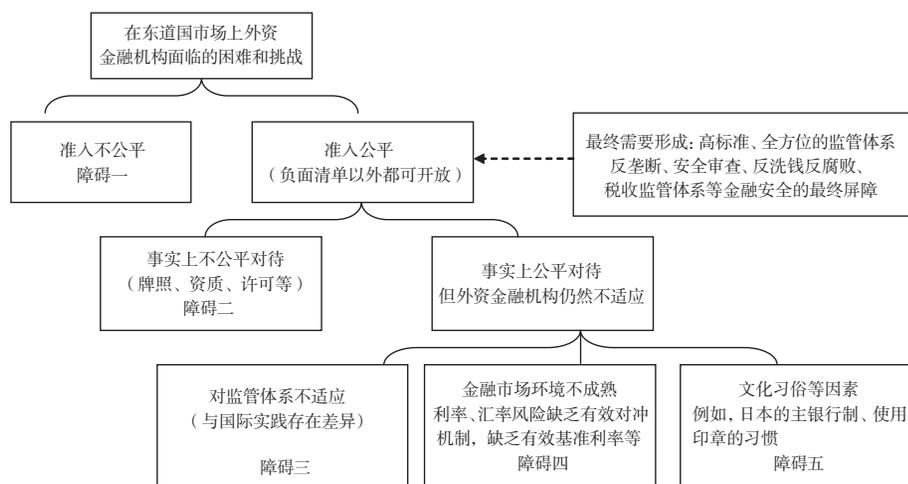


图2 金融开放的分析框架：外资金金融机构进入东道国的五道障碍

#### 四、外资机构的抱怨：不公平还是水土不服？

在所有问卷结果中，有23%的受访者认为公平待遇不是主要问题、水土不服更重要，持有这种看法的人占到一个可观的比例，有33%的人认为两者同样重要，同时有44%的人认为公平待遇才是主要问题。基于访谈，我们从外资机构的角度来进行梳理，将其进入东道国金融市场面临的约束总结为五类问题。

第一，法规层面的不公平对待。即名义和事实上均受到不公平的对待，

这是准入前国民待遇、负面清单开放要解决的问题。从OECD金融业FDI的限制指数来看,我国在这方面的金融开放已经走在发展中国家的前列。

在《外商投资法》的基础上,我国自2020年7月23日起实施的《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2020年版)》《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2020年版)》,两者分别适用于全国范围、自贸试验区范围。两者都进一步放宽了包括金融业在内的市场准入条件,实行了更高水平的对外开放。

在法规层面,我国对内资、外资金融机构已经基本上采取了相同的对待。访谈中,一些外资金融机构对中国金融开放在这一层面取得的成就表示了充分的肯定。甚至有外资金融机构表示,“中国在金融行业通过负面清单管理方式推动金融开放,已经走在了诸多行业的前端。”

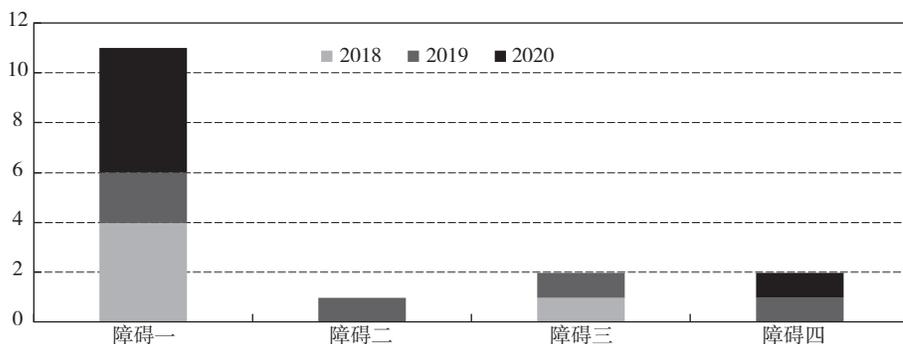


图3 三大外资商会对我国“落实”政策诉求的分布:主要集中在第一、二类障碍

对欧盟、美国、日本三大外资商会2018年以来关于金融业的诉求来看,对第一类障碍的诉求数量已经较少,而且呈现逐年递减趋势。2020年,三大商会关于第一类障碍的诉求为12项,在全部166项诉求中占比为10%。在这12条诉求中,有5条内容与相关政策的“落实”有关,占比达到42%。

第二,事实上仍然面临不公平。在一些东道国,外资金融机构虽然名义上在法律、政策上得到了公平对待,不过在获得机构准入之后,其在获得牌照、许可等资质上仍然面临事实上的困难。需要说明的是,负面清单和牌照

制度并不矛盾。负面清单意味着外资可以进入未禁止的领域，牌照则是进入必须得到监管机构的批准，两者并不冲突。这类似于开车必须要有驾照。

不过在第二类障碍上，在华外资金融机构仍有较多诉求。外资金融机构认为：目前在一些资质标准的制定过程中，外资金融机构的参与度较低。由此导致资质标准更有利于国内机构。基于此，外资金融机构认为，在事实上其发展空间仍然面临诸多约束。2018年以来，第二类障碍的诉求数量一直较多，2020年三大商会的相关诉求达到38条，在全部数量中占比达到31%，仅次于第三类问题。具体来说，银行间市场债券主承销商资格、债券回购市场准入条件、在岸市场的“债券通”做市商资格等，都是外资金融机构的重点诉求。

第三，东道国的监管体系不成熟。即使在法律、政策上都给予公平对待，但由于东道国现有监管体系与发达国家有差异，仍然可能导致外资金融机构不适应。在中国，这方面的问题包括：资本金融项目没有完全开放，外汇衍生品交易的实需原则，会计制度、审计制度与国际准则不对接，监管政策的窗口指导，合规成本高，网络安全和数据管理规则，等等。

这些问题对中资金融机构来说同样存在，但是由于外资金融机构的固有特点，这些问题对外资金融机构的影响更大。三大商会近3年年度报告显示，明确基于“国际最佳实践”的视角对中国政策提出的诉求中，几乎全部集中于第三类障碍。

第四，东道国金融市场环境的不成熟。即使法律政策在名义和事实上都给予公平对待，但是外资金融机构也难以适应东道国不成熟的金融市场环境。例如，中国国内投资者投资的价值投资逻辑尚未建立，资产价格波动幅度较大。同时安全资产规模相对较小。再如，中国衍生品市场发育程度不够，股票、债券、外汇市场的风险对冲工具不足，难以对风险敞口进行有效的管理。这也一定程度上限制了外资金融机构在中国扩大经营业务的规模。

第五，对东道国的文化传统、商业习惯不适应。即使前述问题都得到解决，外资金融机构也可能仍然面临不适应的问题。例如日本的金融市场在法律、政策层面上已经完全开放，而且金融监管也符合国际最佳实践、金融市场发展也比较成熟。但是由于日本在传统上的主办银行模式，以及文化习惯

等原因,外资银行在日本金融市场的占比也很低。这方面的不适应,是外资金融机构跨国经营普遍存在的问题。这类问题很大程度上需要外资金金融机构通过本土化的做法来应对。

从五类障碍视角来观察,过去3年外资商会在金融领域的诉求有以下特点:(1)第一类障碍的诉求占比较低,仅为13%,而且近3年呈现显著下降趋势。这表明中国金融开放在准入前国民待遇、负面清单领域确实取得了重要进展。(2)总体上,诉求主要集中在第二、第三类障碍,过去近3年中两者占比分别为33%、49%,合计为82%。这表明,随着中国金融开放走向深入,外资金金融机构也提出了更高的要求。特别是障碍三的数量还有明显上升,这意味着外资金金融机构越来越关注中国金融监管体系改革的问题。国内金融改革本身,也已经成为金融对外开放的重要内容。

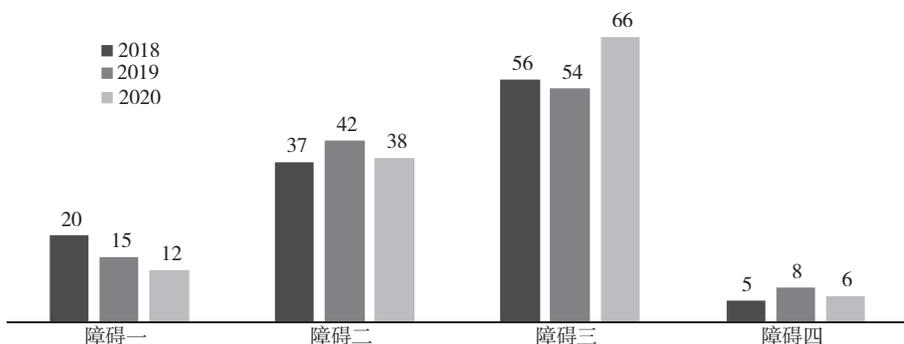


图4 三大外资商会诉求的分类变化:外资诉求重点从开放转向改革  
(障碍一、障碍二缓解,障碍三压力更突出)

金融开放离不开金融改革,两者需要齐头并进。在五类障碍的分析框架中,金融开放要解决的是第一、第二类障碍,金融改革则应对第三、第四类障碍。实现法律、政策在名义和事实上的平等对待,这是金融开放政策本身的努力方向。另一方面,在结合我国国情的同时,对标国际经验、完善监管体系,以及推动金融市场走向成熟,这些国内金融改革措施也关系到中国金融开放的最终效果。因此,对外金融开放离不开国内金融改革,金融改革不但是国内市

场改革、打通国内循环的要求，也是金融开放、连接国际循环的需要。

但是，金融开放也不是简单地消除进入障碍。在金融开放实践中，很多发展中国家凭借前四类障碍对外资金融机构进行限制。不过这些措施也降低了国际资源配置的效率，阻碍了本国金融系统的进一步发展。另一方面，欧盟、美国、日本的金融市场似乎是完全开放的，但这些国家如何维持在金融开放中的主动权、保证金融系统的安全？一般来说，发达国家的金融系统发展成熟，更具有韧性。从国际最佳实践（Best Practice）的视角来看，主要发达国家在金融领域建立起了一套广义上高标准的金融监管体系，除了金融监管体系本身之外，还包括严格的税收监管体系、反垄断、反洗钱、反腐败、安全审查等内容。

中国金融开放正是这样的一个过程：在前四类障碍尚未完全清除之前，建立全方位、高标准的金融监管体系的紧迫性不太显著。但是，在我国通过金融开放、金融改革不断清除前述四类障碍的同时，完善广义上的高标准的监管体系，这方面的紧迫性在日益上升。

## 五、外资银行为什么“越小越不行”？

本课题对中国证券市场对外资开放的状况进行了分析，还对外资银行、证券、基金公司在华发展状况进行了观察。以外资银行为例，其在华业务规模相对较小，但这种小还不是小而美（Small and Beautiful），而是越小越不行（Small and Incapable）。具体而言：

从负债端来看，外资银行网点有限，难以像中资银行那样获得低成本的居民储蓄。同时，中国的银行间同业拆借市场发展不成熟（障碍四），导致外资银行面临资金成本较高，资金来源受限，业务规模难以扩大。

从资产端来看，过去20年，中国的房地产市场、地方政府融资平台、影子银行一度快速扩大。国内银行趁势做大，甚至形成了一定的金融风险。而外资银行因为严格的合规和内部约束，较少参与这些业务，错过了一段发展的窗口期（障碍三）。2018年以来，中国着手重塑和强化金融监管体系，外资

银行面临的监管环境也变得更加中性了。

中间业务是外资行的竞争优势，但是在华中间业务的发展也面临约束。例如，获取债券承销资格比较困难（障碍二）、金融衍生品市场发展不成熟（障碍四）、资本金融账户不完全开放（障碍三）等。事实上，外资银行在中国银行系统的资产占比在2019年是1.56%，明显高于其同期利润占比（1.08%）。这也说明，外资银行的中间业务优势没有充分发挥出来。

但是，外资机构的发展受限也和水土不服有关。负债端，外资银行个人存款占比极低，受限于网点较少等因素，这个结果当中也蕴含了商业逻辑。资产端，近些年来中资银行贷款增长较快的行业与普惠金融、中小微企业贷款、高技术产业相关，而外资银行较少涉及这些领域（障碍五）。此外，外资银行更重视中间业务发展，虽然这些业务也受到前述条件约束。

从商业环境来看，国内的会计制度和审计制度与国际不匹配（障碍三），这对于外资机构影响较大，不过中国金融机构“走出去”也面临相同的问题。这些是中国金融监管体系与国际最佳实践的差异，也是国内金融改革的未来方向。

最后，外资银行的业务和产品设计更多是和成熟的金融市场相匹配，中国金融市场的发展不成熟，会制约外资机构的业务开展。例如，中国的衍生品市场发展不够，较难满足外资银行对冲风险的需求（障碍四）。这些问题也会随着中国金融市场的逐步完善而得到改善，目前中国正处于这样的过程中。

## 六、高质量的金融开放离不开金融改革

在五类障碍的分析框架中，金融开放要解决的是第一、第二类障碍，金融改革则应对于第三、第四类障碍。可见，国内金融改革需要结合中国国情，并对标国际最佳实践，以实现高水平的金融开放。金融开放、金融改革需要齐头并进。

在金融开放过程中，有必要对金融服务业开放、资本与金融账户开放进行区分。前者对应于长期直接投资，对于引入竞争、金融服务补短板都有直

接作用，各方共识也较多，而后者则存在一定争论。2012年IMF发布了《资本流动自由化与管理：机构观点》（*The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*），标志着IMF在这方面态度有明显转变。该报告认为，只有在条件成熟情况下进行有序开放，发展中国家才能顺利实现跨境资本自由流动。

对于中国而言，明确产权保护、推进市场化改革，尤其是推动利率市场化、汇率形成机制改革，这都是资本与金融账户开放的前提条件。当然在政策实践中，资本与金融账户开放不是0、1的二元选择，而是统筹协调推进的过程。

此外，在中美博弈的背景下，提升人民币国际使用程度的紧迫性在上升。同时美元进入了一个为期较长的弱周期，也为中国的金融改革和资本与金融账户开放提供了相对较好的时间窗口。但是我们仍然需要从长远出发，对开放资本与金融账户的风险有充分关注，稳步推进这一过程。中国的金融开放将是一个比较长期的过程。

#### （一）债券市场应成为下一步中国金融开放的重点

从外资机构持有债券占比看，中国债券市场的开放程度仍然远低于主要发达市场和很多新兴市场经济体。根据中国人民银行数据，截至2020年6月，境外投资者总体上持有中国债券的占比仅为2.4%。而在欧美市场，国际投资者持有的债券占比为30%~40%。中国债券市场的开放存在巨大空间。

截至2020年9月末，富时罗素、彭博巴克莱、摩根大通三大主流债券指数都已经宣布纳入中国债券市场。这有利于外资机构以更大热情参与中国债券市场中来。不过，中国债券市场还面临诸多问题，需要采取以下措施来推动。

1. 从债券交易的风险视角来看：（1）加快发展债券和外汇的衍生品市场，同时逐步扩大境外投资者参与衍生品的交易。另外，境外投资者还不能参与国债期货市场，该领域的市场准入也需要逐步扩大。（2）逐步打破信用评级下限，重塑国内信用评级公信力。目前国内、国际信用评级存在较大错位。部分情况下国内信用评级未能真实体现风险，对债券定价的指导作用有限。

2. 从流动性视角来看,特别要加强国债市场的流动性建设。要从金融基础设施的高度来认识国债发行,真正发挥国债收益率曲线作为债券市场无风险收益率曲线的基准作用。目前,我国国债买卖价差仍高于成熟市场。流动性不足使部分券种难以在市场上找到对手方,导致交易无法实现。

3. 在交易开始阶段,应显著提升开户流程的便利性。目前,境外主体投资银行间债券市场只需要备案,但完成备案及开户耗时长、流程繁琐。完成全部交易前流程通常需耗时数月。

4. 在交易过程中的托管业务方面,中国银行间债券市场应从一级托管模式逐渐向多级托管模式转变。同时,应增强境内托管机构的连通、全面实现电子化操作,提高交易效率。在税收环节,应明确税收政策,以便计算税后收益并合理安排缴税资金。当前,税收安排不明确,仅有部分券种的特定税收安排散见于一些文件之中。这对境外投资机构的成本核算、预留资金等方面带来了不确定性。

5. 增强跨境资本流动政策的透明度、可预见性,避免政策本身波动对市场预期造成冲击。目前,国际投资者对这方面政策仍有担忧,这对境外投资者参与中国债券市场的意愿产生了较大影响。跨境资本流动政策不宜出现大幅度反复。资本账户开放应在权衡各种条件的情况下渐进推进,并保持不断走向开放的趋势和时间上一致的政策框架。

6. 在债券一级市场的资质标准方面,将外资金融机构的特点更多纳入考虑。中国要提高债券市场的国际化程度,需要将外资金融机构的国际竞争力和国际网络优势纳入考虑。在债券主承销商资格、发行人民币债券资格等方面,可以让外资机构发挥更多作用。

## (二) 从长远来看,中国金融开放更是一个事关全局的系统性工程

1. 中国的金融开放确实需要向最佳实践学习,外资金融机构的建议也应该更多从最佳实践的角度出发。过去3年,三大商会的年度报告中,明确基于“最佳实践”提出的诉求在全部诉求中的占比仅为11%~13%(当然,这一比例可能存在一定低估)。

其中部分诉求甚至超出了“最佳实践”的要求。例如，“允许金融机构灵活调整地方分支机构（关闭、退出）”。实际上金融机构关闭、退出有较强溢出效应，涉及当地消费者金融服务、企业资产负债表等。因此，国际实践一般对机构撤出设置了很多条件，机构退出的成本都极高。中资银行“走出去”也遇到了相同问题。外资金融机构应更多对照“最佳实践”提出建议。

2. 需要加快推进利率市场化、汇率形成机制改革。唯有利率、汇率实现充分的市场化，债券等资产才可能实现合理定价。在此基础上，才能减少制度套利空间，并使金融开放能够在资源配置方面发挥更大作用。这方面的部分措施包括：

(1) 比较成熟的基准利率，特别是成熟的国债收益率曲线。要更加重视国债市场的金融属性、金融功能。(2) 进一步完善汇率形成机制，完善外汇市场的衍生品种类，减少“真实性需求”等交易限制。(3) 增加市场的金融避险工具，推进建设较为成熟的国债期货指数、外汇期货等产品，逐步增加外资金融机构参与度。

3. 更加清晰、可理解的金融监管框架。在调研过程中我们看到，在国内市场上，中资金融机构对于与外资机构展开竞争充满信心，银行业更是如此。因此，进一步推动金融开放有其现实基础。不过金融监管框架还需要完善，这方面的建议包括：

加强政策协调，保证各部门政策的一致性。(1) 加强横向协调。外资金融机构通常会遇到多个部门之间解读不一致、协调效率低的问题。有必要通过部门调整、权责重新划分进行改善。同时，调查过程中受访者也较多反映监管人员的业务水平有待提高。应增加从市场机构甚至外资金融机构中招收监管人员的比例。(2) 加强纵向条线的政策协调机制。在新政策出台时，应尽量描述具体以减少解读存在的歧义。关键概念应尽量有清晰界定（例如《网络安全法》中关于“重要数据”的界定）。如果解读存在模糊的问题，需要尽快打上政策补丁。

监管抓手，宜从对机构的监管转向对业务的监管。在分业经营的情况下，机构与业务完全重合。而目前的趋势是综合经营，机构与业务并不完全匹配，

所以需要将金融监管的对象转向以业务为抓手,以此为出发点来对外资金融机构的许可、资质、日常经营活动进行监管。同样,对国内金融监管的思路也需要进行调整。

金融开放政策是一项长期政策,要避免将长期政策短期化。过去这方面的一些做法对外资金融机构的预期产生了影响,提高了其经营风险、合规成本。金融开放政策需要从长远考虑,避免从权宜之计的角度来推进金融开放。

4. 沪港金融中心形成良性互动,共同提升中国金融市场的全球竞争力。可以预见,随着中国金融基础设施的完善,以及金融开放带来的国际化程度提高,上海将建成境外人民币回流的业务中心和全球人民币清算中心。上海债券市场、股票市场、大宗商品期货市场都将获得快速发展。目前,境外机构对于上海在未来10年内国际金融中心地位的上升具有强烈共识。

不过,中国的资本与金融账户开放仍然需要时间。在此背景下,香港建成全球人民币离岸中心仍然面临较大机遇。同时,中国内地的金融改革、金融开放,以及中国产业与金融资本的国际化程度提高,也都使香港金融中心受益,并且对香港金融中心提出了更高的要求。

从长期来看,来自上海国际金融中心的竞争压力,将推动香港进一步提升其国际金融中心的竞争力。香港应当从现在国际金融产品的分销、批发中心,更多转向金融产品的创新、研发中心,尤其是离岸人民币产品开发和创新中心。唯有如此,香港才能不断提升其国际金融产业链中的地位,获得新的发展空间。