

## 第八章

# 全球金融开放现状与前景

近年来，全球金融开放形势出现分化，发达经济体依然保持高水平的金融开放，部分新兴经济体和欠发达经济体的金融开放放缓甚至出现倒退迹象。中国坚持金融开放的决心一直未动摇，且在诸多领域加快付诸实践。全球金融开放短期正面临诸多挑战，在长期中推进开放仍是主流方向。在这一过程中，各国需要加强全球金融监管协调，磋商危机救助政策，平衡好金融开放与金融安全的关系。

### 一 全球金融开放格局

20世纪80年代以来，全球进入金融开放加速时代。2008年国际金融危机暂缓了全球金融开放进程，世界各国开始反思金融开放的收益与安全问题。分国别来看，一方面，金融市场发展成熟的发达经济体，继续保持了相对高水平的金融开放；另一方面，新兴经济体和欠发达经济体，更加注重金融开放的安全问题，部分经济体的金融开放速度放缓甚至出现倒退。

考虑到数据可得性的问题，本文主要依据资本账户开放程度来分析全球金融开放。The Chinn-Ito index (KAOPEN) 是衡量一国资本账户开放程度的指数，也是世界开放指数中衡量金融开放的重要分项指标。该指数以二元虚拟变量为基础，基于国际货币基金组织报告的跨境金融交易限制列表编制。一国的KAOPEN指数值越高，表明该国的资本开放程度越高。

### （一）发达国家金融开放现状

发达国家保持了高水平的金融开放。发达国家的金融开放程度显著高于欠发达国家。2019年发达国家的KAOPEN指数均值为1.34，而新兴市场国家、发展中国家的均值分别为-0.16、-0.23。发达国家内部的金融开放程度存在差异。2019年发达国家的KAOPEN指数中位数为2.32，最高值为2.32，最低值为-1.92，标准差为1.31。美国、英国、德国和日本等30多国皆为2.32，属于金融开放程度最高的经济体（见图8.1）。巴哈马在发达国家中垫底，为-1.92。从趋势上看，发达国家的金融开放程度仍在提升。整体上，2018年发达国家的KAOPEN指数均值为1.33，2019年上升了0.01。分国别看，2019年希腊大幅上升了1.07，冰岛和立陶宛上升了0.25。

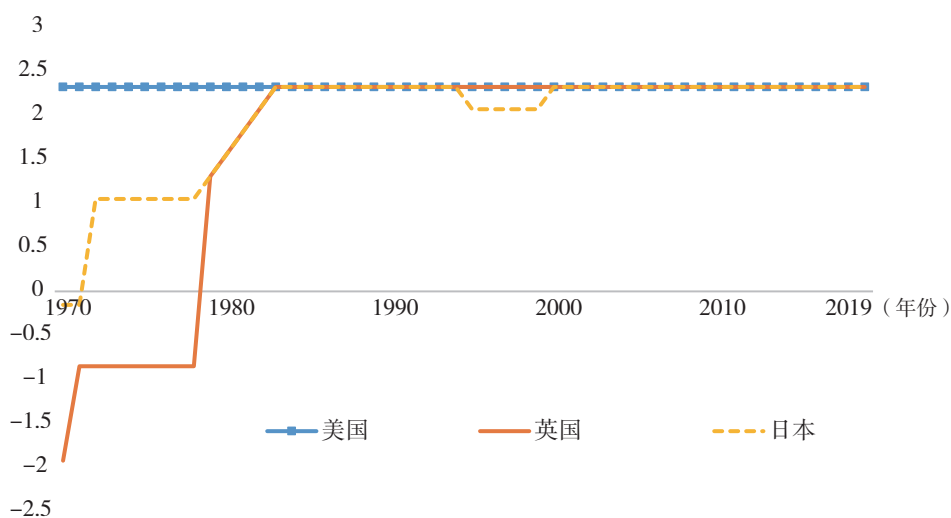


图8.1 美、英、日的KAOPEN指数，1970-2019年

注：德国的KAOPEN指数得分与美国相同，考虑到线条重叠，图中未展示德国数据。

### （二）发展中国家金融开放现状

全球发展中国家可以分为新兴市场国家和其他发展中国家。

新兴市场国家金融开放程度相对较高但部分出现倒退。新兴市场国家的金融开放程度整体高于其他发展中国家。2019年新兴市场国家的KAOPEN指数均值为-0.16，高于其他发展中国家的-0.23。新兴市场国家内部的金融开放程度

也存在较大差异。2019年新兴市场国家的KAOPEN指数的中位数为-0.15，最低值为-1.92，最高值为2.32，标准差为1.44。从趋势上来看，部分新兴市场国家金融开放出现明显倒退。例如，2013年俄罗斯的KAOPEN指数值为1.12，2019年下降至0.1；2009年巴西的KAOPEN指数值为0.36，到2019年下降至-1.23（图8.2）。

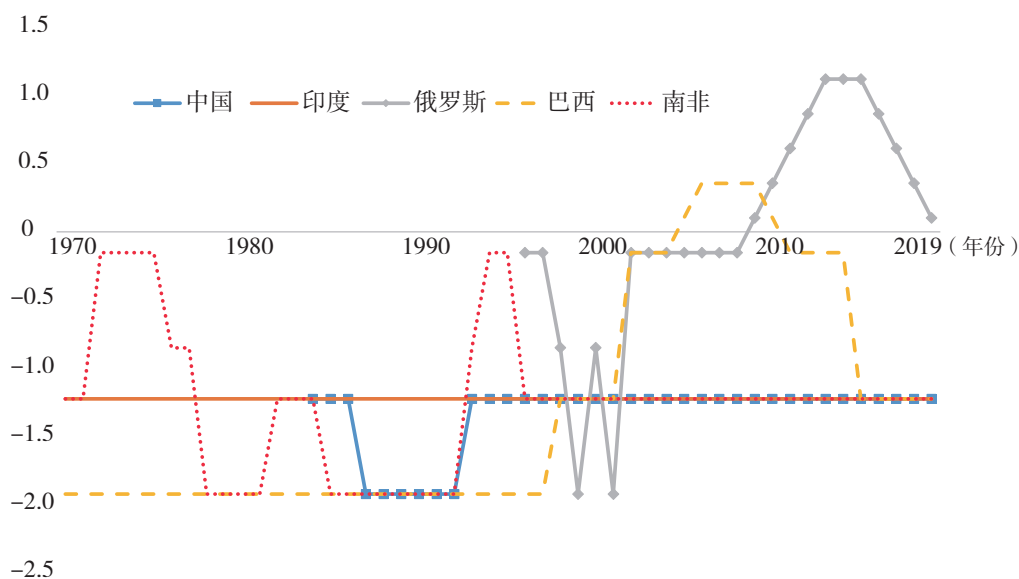


图8.2 金砖国家的KAOPEN指数得分，1970-2019年

注：1996年以来，中国、印度、南非的KAOPEN指数得分相同，皆为-1.23，三国的线条重叠。

其他发展中国家维持较低水平的金融开放。大部分发展中国家的金融开放程度整体低于发达国家和新兴市场国家。2019年，新兴市场国家之外的发展中国家KAOPEN指数均值为-0.23，低于世界均值。这些发展中国家内部的金融开放程度也存在较大差异。2019年，其KAOPEN指数的中位数为-1.23，最低值为-1.92，最高值为2.32，标准差为1.31。从趋势上看，这些发展中国家金融开放程度变化不大。整体来看，2018年这些发展中国家的KAOPEN指数均值为-0.23，与2019年持平，而中位数为-1.22，略高出2019年0.01。分国别看，2019年塔吉克斯坦的KAOPEN指数下降了0.44；保加利亚下降了0.25（图8.3）。

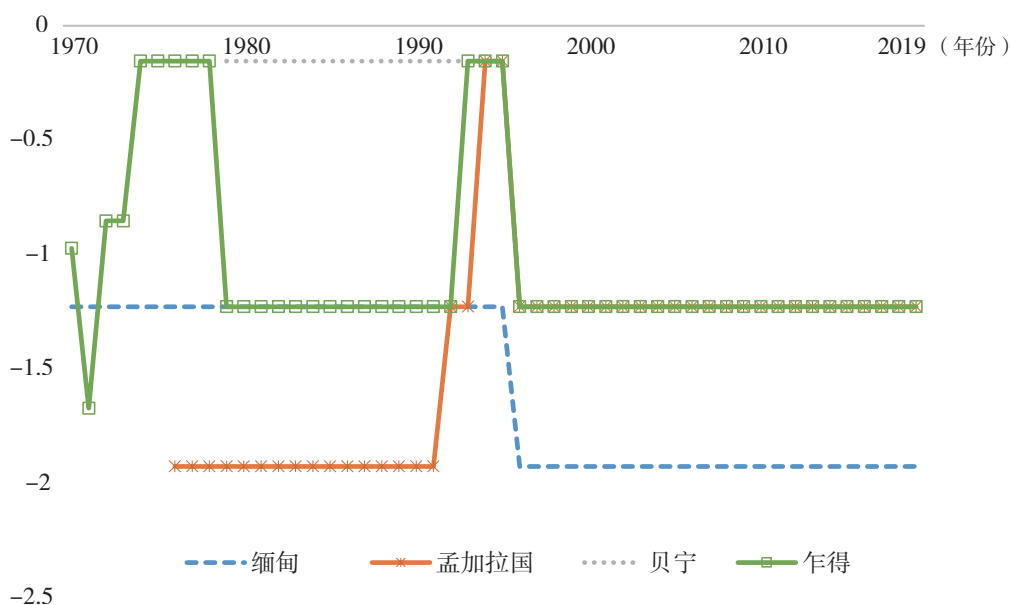


图8.3 KAOPEN 指数得分：缅甸、孟加拉国、贝宁、乍得，1970-2019年

## 二 中国金融开放现状

中国保持金融开放的决心一直未动摇，且在诸多领域付诸实践。2018年中国国家主席习近平在博鳌亚洲论坛上强调，在服务业特别是金融业方面要加大开放力度，政策落实“宜早不宜迟，宜快不宜慢”。中国人民银行行长易纲在论坛期间宣布了中国金融业对外开放的“三大原则、十二大举措”。2019年7月，国务院金融委办公室宣布，推出11条金融业对外开放措施，金融领域开放不断推进。

### 专栏8-1 中国金融业对外开放的三大原则与十二大举措

2018年中国人民银行行长易纲在出席博鳌亚洲论坛时，宣布中国金融业对外开放的“三大原则”如下：

一是准入前国民待遇和负面清单原则；

二是金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换进程相互

配合，共同推进；

三是在开放的同时，要重视防范金融风险，要使金融监管能力与金融开放度相匹配。

同时，宣布推出“十二大开放举措”，并给出具体落地的如下时间线。

1. 取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，内外资一视同仁；允许外国银行在我国境内同时设立分行和子行。

2. 将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至51%，三年后不再设限。

3. 不再要求合资证券公司境内股东至少有一家是中国证券公司。

4. 为进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，从5月1日起把互联互通每日额度扩大四倍，即沪股通及深股通每日额度从130亿调整为520亿元人民币，港股通每日额度从105亿元人民币调整为420亿元人民币。

5. 允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务。

6. 放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致。

7. 鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资。

8. 对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限。

9. 大幅度扩大外资银行业务范围。

10. 不再对合资证券公司业务范围单独设限，内外资一致。

11. 全面取消外资保险公司设立前需开设2年代表处的要求。

12. 目前沪伦通准备工作进展顺利，中英双方争取于2018年内开通“沪伦通”。

从实践结果来看，中国金融开放纵深推进，并呈现出以下特点。

### （一）金融机构准入门槛大幅降低

中国彻底取消银行、证券、基金管理、期货、人身险领域的外资持股比例限制，大幅扩大外资金融机构业务范围，降低资产规模、经营年限以及股东资质等方面的限制，企业征信、信用评级、支付清算等领域均已给予外资国民待遇。根据中国人民银行的公开数据，2018年以来，中国共批准外资来华设立了100多家各类银行、保险业机构、12家外资控股（含全资）证券、基金管理、期货公司，6家外资企业征信、评级、支付清算机构。

#### 专栏8-2 五个“更加注重”，加大银行保险开放力度

在博鳌亚洲论坛2022年年会“中国资本市场开放进行时”分论坛上，中国银行保险监督管理委员会副主席梁涛表示，下一步银保监会将从以下五个方面以更大力度促进银行保险业对外开放。

一是更加注重制度型开放。落实外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度，鼓励更多外资机构进入中国市场，加强国际金融监管协调合作，高质量实施RCEP，做好申请加入CPTPP和DEPA的相关工作。

二是更加注重开放的质量和效率。减少数量型准入限制。将取消境外金融机构作为中资商业银行法人机构的发起人或战略投资者总资产不少于100亿美元的要求，并尽快修订部分行政许可规章，明确境内外资银行投资入股中资商业银行的持股比例不受限制。

三是更加注重公平与透明。对内外资机构实行一视同仁的国民待遇。按照中外资一致原则，推动缩短外资法人银行下设分行筹建申请的办理时限至4个月，取消外资银行发行一般金融债券的审批。支持在华外资机构高质量发展。

四是更加注重开放的理念。贯彻绿色的发展理念，扎实做好碳达峰、碳中和工作，引导金融业关注能源消耗和转型升级所需要的资金投入与支持。

五是更加注重开放的节奏和安全。不断提高监管能力，继续加强对全球

货币政策调整、海外输入型风险和通胀等传统风险的监测，加强对疫情风险、气候风险、科技风险等新型风险的研究，做好海外突发风险事件的应对准备，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

## （二）金融市场开放力度显著加大

中国全面取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。放宽境外机构投资者本外币汇出比例限制，在沪港通、深港通、沪伦通等机制平稳运行基础上，开通债券“南向通”和粤港澳大湾区“跨境理财通”。金融市场开放成绩得到了国际市场的充分认可，外资加速抢滩中国。MSCI新兴市场指数、富时罗素指数、标普道琼斯指数等国际著名指数先后纳入中国股市；彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场政府债券指数、富时世界国债指数等先后纳入中国债市。根据中国人民银行的统计，截至2022年5月末，境外投资者持有境内上市股票3.25万亿元，占A股流通总市值的5.0%；持有境内债券3.78万亿元，占中国债券市场总量的2.8%。

### 专栏8-3 金融委11条金融业对外开放措施

为贯彻落实党中央、国务院关于进一步扩大对外开放的决策部署，按照“宜快不宜慢、宜早不宜迟”的原则，在深入研究评估的基础上，2019年7月国务院金融委办公室宣布推出以下11条金融业对外开放措施：

1. 允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级；
2. 鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；
3. 允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；
4. 允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；
5. 支持外资全资设立或参股货币经纪公司；

6. 人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期，由原定2021年提前到2020年；
7. 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于75%的规定，允许境外投资者持有股份超过25%；
8. 放宽外资保险公司准入条件，取消30年经营年限要求；
9. 将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年；
10. 允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照；
11. 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。

### （三）人民币国际化获得进展。

近年来，中国人民银行不断完善人民币国际化基础设施，深化与有关国家双边货币合作，人民币国际支付和储备货币功能进一步提升。截至2021年末，中国人民银行累计在25个国家和地区授权了27家人民币清算行，累计与40个国家和地区的中央银行或货币当局签署了双边本币互换协议。2021年12月，人民币在国际支付货币中的份额为2.70%，位列全球第四大支付货币。2022年5月，国际货币基金组织宣布，将特别提款权（SDR）篮子货币的人民币权重由10.92%上调至12.28%。2022年一季度人民币在全球外汇储备中的占比，由2021年四季度的2.79%升至2.88%，位居全球第五位。

## 三 影响全球金融开放的重要事件

美联储步入强劲加息周期，对外溢出效应显著，部分国家出于资本外流压力可能加强资本流动管理，放缓金融开放速度。基于数字货币和区块链的分布式金融体系正在逐步建立，有可能改变国际金融架构和国内金融生态，并成为推动金融开放和影响金融安全的重要力量。



### （一）美联储加息周期

本轮美联储加息周期更为强劲，对外溢出效应也更为强烈。2022年3月，美联储提高联邦基准利率25个基点，开启加息周期，5月、6月分别再次加息50个和75个基点。与2015年12月开启的加息周期相比，本轮加息节奏更快、幅度更大，且缩表时点提前，缩表速度更快、规模更大。美联储基于通胀压力加息，对其他国家的溢出效应更偏负面。如果美联储加息是基于就业改善和经济全面复苏，强劲的美国经济增长会增加对他国的进口需求，可部分抵消这些国家因美联储加息而出现的资本外流冲击。如果美联储加息是基于通胀压力，加息会进一步抑制美国进口需求，同时对其他国家产生资本外流冲击。本轮美联储加息周期，可能导致新兴市场国家和欠发达国家出现更大规模的资本外流。大多数新兴市场国家和欠发达国家的经济受疫情冲击更为严重，且财政刺激力度远不及发达国家，经济复苏也相对更为迟缓。尽管部分国家考虑到自身通胀压力、采取跟随美联储加息的策略，但偏弱的经济基本面难以支持其持续加息。利率水平较低且通胀偏高的国家，将会面临更为剧烈的资本外流风险。

出于汇率贬值压力和防范资金外逃风险，新兴市场国家和欠发达国家很可能倾向于放缓金融开放步伐，必要时可能加强资本管制力度。根据不可能三角理论，如果一个国家希望保持货币政策独立性和资本自由流动，那么将必须牺牲汇率稳定。在美联储加息周期中，新兴市场国家和欠发达国家普遍面临较大的资本外流压力和本币贬值风险，这可能导致外债负担较重的国家面临更为严重的债务压力。这些国家考虑到资本外流压力和外债风险，会倾向于放缓金融开放速度，更多关注金融安全。

### （二）分布式数字金融体系的逐步建立

基于区块链和数字货币的分布式数字金融体系将改变国际金融架构和国内金融生态，不仅有可能推动国际货币金融体系的多元化变革，还将对金融和经济开放产生积极影响。

### 1. 分布式数字金融体系对国际货币体系产生重要影响

分布式金融是指基于区块链和数字货币的新型数字金融系统，其核心特征是实现某种程度的去中心化。在现实社会中，无论是央行数字货币，还是单一机构发行的稳定币，其在货币发行环节都是高度中心化的（即：只有一家发行机构），而在流通环节具有点对点交易的去中心化特征。因此，未来的分布式金融系统，将是“单中心、多中心、无中心”的结合，形成多元化的治理结构，以此推动跨境支付体系和货币形态的多元化。受此影响，传统法币、数字稳定币、央行数字货币和无锚定数字货币的竞争—合作态势将会形成，国际货币体系有可能在长期中走向真正的多元化格局。

#### 专栏8-4 跨境支付的新生力量

基于区块链和数字货币的分布式支付系统将成为跨境支付的新生力量，与传统支付平台展开竞争。国际上现有跨境支付系统在技术平台与业务运行两个方面都是中心化的。从技术平台来看，传统跨境支付平台均采用中心化的底层技术架构，信息流和资金流完全分离，依赖批处理模式，缺乏实时处理的控制能力，数据交换和传输及处理的效率偏低。同时，为了增强系统安全性，支付机构还必须在底层平台上叠加开发新的安全平台，造成系统复杂性提升，运营维护成本较高。全球跨境支付最主要的运行模式为“代理行模式”，在这种模式下，通常需要至少四家银行中介来完成一笔跨境支付业务，手续繁复、费用高、效率低。基于区块链和数字货币的跨境支付平台，正在以全新的分布式技术架构和治理模式登场，通过区块链的点对点交易以及信息流与资金流的合一（或者接近于合一），提高跨境支付效率、降低成本，还可以增强信任机制、保护用户隐私、防止内部人操控，有可能在全球范围内建立更加公正、包容、安全、高效的跨境支付体系。

## 2. 分布式数字金融体系推动金融开放

分布式数字金融体系通过降低跨境交易成本、提升交易效率促进金融开放。传统跨境交易的“代理行模式”存在中介机构多、基础设施落后、自动化水平较低等问题，造成了跨境交易耗时长、费用高、操作复杂，支付交易通常需要3-5天。而基于区块链和数字货币的分布式金融系统的“点对点”交易模式，省去了依赖多个中介机构的“代理行链条”，跨境支付可以在一天甚至数秒之内到账。美国的商业银行通过代理行网络进行跨境支付的平均成本在25美元至35美元之间，是其国内支付平均成本的10倍多（麦肯锡，2016），<sup>①</sup>而若采用数字货币跨境支付，成本可以降至接近国内支付水平。因此，分布式金融系统能显著提升跨境金融服务的便利程度，加快跨境资本流动，从而促进金融开放。

分布式数字金融体系通过增强信任机制、保证交易安全促进金融开放。首先，分布式金融系统的信任机制基于算法和计算机网络，而不是基于中心化实体机构或者人的道德，因而具有去中介的“强信任”特征。其次，基于区块链和数字货币的支付网络天然可以实现交易可追溯、数据难以篡改等功能，为支付安全提供了有效保障。最后，分布式金融系统通过有效维护个人、机构和国家的数据安全与金融安全，将“信息互联网”提升为“价值互联网”，能够扩大基于互联网的跨境贸易和跨境金融服务，从而促进金融开放。

### 专栏8-5 分布式跨境支付系统正在全球兴起

目前，一些私营企业、国际组织和国家央行已经开始尝试构建分布式跨境支付网络。

2021年4月，美国最大的银行——摩根大通银行，与新加坡星展银行、淡马锡集团共同成立基于区块链和数字货币的全球支付公司Partior。该公司能够实现包括摩根币在内的多种数字货币跨境支付，并提供贸易融资、外汇

<sup>①</sup> McKinsey & Company (2016). *Global Payments 2016: Strong Fundamentals Despite Uncertain Times*. November 14. <https://www.mckinsey.com/>.

交易和证券结算等服务。摩根大通发行的摩根币 1:1 锚定美元，旨在利用区块链技术降低客户的跨境交易对手和结算风险、降低资本要求和实现即时价值转移。利用摩根币进行跨境支付结算可以在一天的任意时间即时完成结算，且使用摩根币可以降低开支票成本的 70%—80%。新加坡金融管理局首席金融技术官说：“Partior 的成立是数字货币的一个全球分水岭，标志着从实验和试点走向商业化和实时应用。”

基于传统中心化模式而建立的全球跨境支付报文提供机构——SWIFT（环球银行金融电信协会），同样将分布式技术作为当前的优先战略，已经开始着手创建一种基于区块链的新型报文信息系统，用于简化跨境支付流程。SWIFT 希望应用区块链技术以降低维护会员的独立数据库之间的核对成本，从而降低营运成本，因而 SWIFT 正在将开源区块链技术整合到系统中，从而创建一种可以替代账户验证的分布式账本系统的概念证明（Proofs of Concept）。

此外，许多国家（地区）已经就分布式跨境支付安排展开合作，如加拿大央行和新加坡金管局、日本央行和欧央行、泰国央行和中国香港金管局等。

## 四 全球金融开放前景

全球金融开放在短期内可能出现放缓，部分国家可能会倒退，但长期来看，全球金融开放的推进仍是主流。当前，全球正面临新冠肺炎疫情持续困扰、滞涨风险累积以及债务困境加剧，急需加强全球范围内的金融合作与交流，协调日常的宏观审慎与微观合规监管，同时磋商危机时的救助政策。随着数字货币和区块链技术的不断发展，分布式、智能化的数字金融开放模式将成为全球金融开放的新趋势，同时也需要通过提升监管的技术水平、开展国际协调并建立相应国际规则来加强相关的监管。

### （一）全球金融开放的趋势

短期来看，当前的全球金融开放面临诸多挑战，部分国家可能出现暂时的

放缓甚至倒退。发展中国家面临较大的资本外流压力和债务风险，暂时对扩大金融开放呈谨慎态度。世界银行估计，60%的低收入国家已经陷入债务困境，或面临债务困境的风险很高，且在2022年将更加恶化，而大国和国际组织帮助债台高筑的发展中国家重组债务的计划进展缓慢，发展中国家将面临更严峻的债务压力。后疫情时代，全球产业链收缩可能导致金融全球化速度放缓。一方面，疫情阻碍了生产原料、人才等在全球范围内的自由流动，迫使供应链长期部分中断，全球产业链“客观”上部分断裂。另一方面，疫情暴露了当前产业链过长和过细带来的脆弱性和不稳定，各国开始推动产业链本土化和区域化，导致全球产业链“主观”上断裂。与全球化方向相逆的产业链重构，将减少跨国投资，跨境资金需求也将随之下降。

长期来看，支持全球金融开放的力量依然强大，各国对于金融开放的推进仍是主流。

第一，跨国公司仍有动力在全球布局、配置资源，是金融全球化的重要支持者。20世纪80年代以来，跨国公司成为经济全球化的主要推动者。追求高利润是跨国公司全球性经营的主要目标，跨国公司仍会趋向于投资于营商环境好和生产成本低的地区，继续推动经济全球化和带动金融全球化。此外，随着信息技术的发展，新兴和传统企业结合的混合型企业成为跨国公司发展的新趋势，逐步突破地理条件的限制。

第二，以中国为代表的新兴市场国家成为金融全球化的重要推动力量。这些国家不仅是全球化的受益者，也成为全球化的推动者，仍将继续扩大金融开放。一方面，通过“引进来”，尤其是吸引长期的机构投资者和国际领先机构，为市场提供充足的流动性，提升市场提供服务、定价、投资等的水平，增强市场的韧性与活力；另一方面，积极“走出去”，让本国金融机构得以在世界范围内筹集与配资资金，提升本国金融机构参与国际金融市场竞争力和获得收益能力。

第三，分布式、智能化的数字金融开放模式将成为全球金融开放的一种新趋势。随着数字货币和区块链技术的不断发展，未来的国际经济活动——包括

跨境支付、跨境贸易、跨境投资和跨境金融服务——将会越来越多地由分布式金融体系来提供支持。分布式金融体系通过各类智能合约和不同程度的去中心化机制，在国际层面建立起“基于算法的规则”和“多中心的治理模式”，可以实现更加公正、安全和高效的全球数字金融开放模式。随着分布式跨境支付网络的不断发展，未来在全球范围内有可能形成多个跨越地理国界的“数字货币区”，成为数字金融开放和经济开放的亮点。

### 专栏8-6 数字货币区

数字货币区是指多个国家共同使用一种或者几种数字货币，并在同一个分布式跨境支付平台上开展国际经贸活动，这将是传统“最优货币区”理论与实践在数字经济时代的创新发展。基于区块链和数字货币的跨境支付平台具有强大的“网络效应”。随着加入该网络的机构、企业和消费者数量的增加，该网络产生的经济价值和社会价值将会不断增大。发展到一定程度，分布式跨境支付平台将超越金融平台，成长为以数字货币为载体，融合贸易、投资和金融服务的国际经济合作平台，“数字货币区”就此形成。近年来国际货币基金组织的实证研究发现，数字货币流通速度显著高于传统货币（Singh & Long, 2020）。<sup>①</sup>根据经济学原理，在其他条件不变时，货币流通速度的增加将提升GDP的增速。因此，数字货币区的形成，将深化区域经济合作，促进区内各国的经济增长。

## （二）全球金融监管面临的挑战

金融开放过程中跨境资金流动迅速、各国开放政策和法律体系差异较大、监管机构难以跨境协调，这些因素也对各国金融体系构成了系统性、结构性的严峻挑战，一些国家也遭遇过由于金融开放带来的金融危机。未来扩大金融开

<sup>①</sup> Singh, M., & Long, C. (2020). How programmable digital assets may change monetary policy? *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/773d0eac-8d75-43ea-b62e-ba8ef39e51f2>.

放仍是世界经济发展的大方向，但是只有“管得住”才能“放得开”，有效的金融监管是金融市场运转高效和金融体系保持稳定的必要条件，是金融开放的前提保证。为了持续推进金融开放，全球金融监管必须解决以下挑战。

第一，协同监管成本与收益不匹配，部分国家政治意愿不足。由于发展中国家金融发展起步较晚，金融市场较不成熟，金融机构竞争力偏弱，若全球采用统一化的监管模式，可能会限制发展中国家金融正常发展的空间，不利于发展中国家金融机构的长期发展。此外，各国的法律体系与监管标准差异巨大，全球性的金融监管还面临法律体系不兼容、监管标准不统一的难题。

第二，全球金融监管缺乏有效的执行机构。现有执行机构主要包括国际货币基金组织、国际清算银行、世界银行以及区域性的金融机构组织，但这些机构在风险防范、机构监管和危机救助方面，缺乏足够的资源和强有力的约束力，权威性受到质疑。当前的国际环境缺乏能够充分调动资源、具有法律约束力、政治相对独立以及执法合法性得到公认的机构来承担全球金融监管的责任。

第三，宏观审慎监管与微观合规监管难协调。2008年国际金融危机之后，世界各国开启了一轮以宏观审慎机制建设为重点的金融监管改革。然而，由于宏观审慎和微观合规的政策目标不同，且负责机构不同，政策工具既有不同又高度重叠，这使得机制设计时可能导致二者既相互补充、又存在冲突的可能。此外，由于各国宏观金融环境差异显著，微观金融机构发展更是千差万别，各国监管个性化要求高，在全球范围内协调宏观审慎与微观合规的监管难度将更大。

第四，分布式数字金融系统增加了反洗钱、反非法融资等方面的监管难度。现有的监管规则和技术不能有效监管无锚定数字货币和部分稳定币。以比特币为代表的无锚定数字货币，具有分布式存储与发行、交易匿名、加密级别高、难以破解等特点，可被用于资本外逃、非法洗钱、网络赌博、毒品枪支买卖等用途，难以被充分追踪和识别。虽然目前美国已经有科技公司可以追踪比特币交易背后80%的交易者信息，但是仍有20%的交易者信息无法有效识别。更有个别的加密货币完全是发币方出于非法集资、诈骗等目的而发行。对于市场化

机构发行的数字稳定币，如果没有纳入政府的严格监管，也存在担保不足、货币超发的问题。

### 专栏 8-7 分布式数字金融系统的监管

未来对于分布式金融系统的监管，预计将会朝以下两个方向并行发展。一是通过金融科技监管金融科技，提升监管的技术水平。分布式金融系统的创新与发展本质上得益于金融科技的发展，对分布式金融系统的监管也需要充分利用金融科技、提高监管科技的水平。实际上，与中心化网络相比，基于区块链的价值互联网在技术架构上决定了其自身是一个“亲监管、易监管、强监管”的系统，技术上可以实现“穿透式监管”。区块链技术具有可追溯、难以篡改、透明度高等特点，只要提高和完善监管科技水平，就能够对分布式金融系统进行有效的监管，使其成为安全、稳定的价值互联网。二是要加强国际协调，建立分布式金融系统监管的国际规则。数字货币与分布式金融系统的应用，将改变货币流通模型，提升金融效率，甚至重新定义央行和商业金融机构的功能，重塑国内金融生态和国际金融架构。全球范围内各种数字货币的复杂设计，以及各国现有法律框架的差异，导致数字货币目前处于零散无序的国际监管环境中，监管存在不一致性和漏洞。此外，如何改进不同国家数字货币与分布式金融系统的互操作性也将是一个挑战。所有这些问题，都需要通过建立新的国际规则来解决。世界各国可以在G20框架下共商共建分布式金融系统监管体系的国际规则。中国可以积极主动地参与数字货币和分布式金融系统的技术标准和监管框架制定，更广泛地开展双、多边交流与合作，参与新一轮全球金融基础设施建设，大力发展分布式金融体系和跨境平台经济，进一步推动金融和经济开放。