

上海自贸区金融创新与资本账户开放 ——兼论人民币国际化

焦 武

(上海金融学院,上海201209)

摘 要:本文简要分析了上海自由贸易试验区的金融创新。通过对照当前人民币资本账户开放和人民币国际化现状,分析了自贸区金融创新可能给它们带来的积极变化。文章探讨了自贸区金融创新的收益与成本,并对自贸区的未来发展提出几点建议。

关键词:上海自贸区;金融创新;资本账户开放;人民币国际化;政策建议

中图分类号:F822.1 文献标识码:A 文章编号:1673-680X(2013)06-0009-09

一、引言

2013年8月22日,国务院正式批准设立中国(上海)自由贸易试验区(FTZ)。按照中国政府设想,上海自贸区要集中体现三个特征:一是体现主动的、内在的开放;二是以制度创新为核心;三是具有较强的示范性。

上海自贸区最引人注目的一大制度创新是其负面清单(Negative lists)管理模式。即,将负面清单以外的投资领域由原先的核准(审批)制改为备案制,清单之外的投融资领域除另有说明外,均可自由投资,仅需备案,无需之前耗时耗力的严苛审批。

上海自贸区的改革主要聚焦六大领域:金融、航运、商贸、专业、文化、社会。其中,金融改革,目前设计主要分为四个方向:资本项目可兑换、跨境人民币的全面放开、利率市场化和外汇管理便利化,上海自贸区将在上述各方面进行先行先试,为全国进一步深化改革积累经验。

建设中国(上海)自由贸易试验区,是中国新一届政府顺应全球经贸发展新趋势,实施更加积极主动开放战略的一项重大举措,有助于以点带面激发培育我国面向全球的新的竞争优势群落,构建与各国合作发展的新平台,拓展经

收稿日期:2013-10-20

作者简介:焦 武(1973-),男,河北永清人,上海金融学院副教授,经济学博士。

济增长的新空间。

二、上海自贸区金融制度创新与资本账户开放、人民币国际化

资本账户开放 (Capital & Financial Liberalization) 主要包括两方面内容:一是资本金融账户各项目下的货币可兑换,即一国货币当局应该允许居民和非居民正常资本交易支付和转移项下,本国货币可自由兑换成他国货币;二是资本市场开放,即本国证券投资交易市场的对外开放。资本账户开放是货币国际化的前提条件,资本市场开放是货币国际化的基础性要求。因为,如此才可以形成一国货币在世界范围内的循环、流通、投资渠道,从而形成一个具有一定广度与深度的该国货币的世界市场。一般来说资本账户开放不是一蹴而就的,借鉴历史经验,资本账户开放更多表现为一个不断解除资本账户管制的渐进自由化过程。需要声明的是,资本账户开放或自由化并非绝对,即便已经实现资本账户开放的国家,比如,美国,对某些资本账户项目仍然有所管制。因此,资本账户开放是一个相对概念,现实生活中它实际上是一种有管理的资本兑换,区别仅在于管理的范围与控制的松紧。

另外,自 2008 年世界金融危机后,国际货币基金组织(IMF)对资本自由流动和资本账户自由化的态度有了某些转变,由之前的一味鼓励支持变为有保留的支持。IMF 在 2010 年有关此问题的多篇研究报告中认为,应根据不同国家的具体国情来确定资本账户开放程度与速度,资本账户开放进程中需要实施配套的经济、金融改革措施,并且需要注意开放的次序。

货币国际化 (Currency Internationalization) 是指一国主权货币跨越国界,成为国际上被普遍认可的计价、结算、交易、储备及市场干预工具的过程。货币国际化的关键点在于,此种货币能够被非居民在他们的交易中广泛使用,而无需来自此种货币发行国的交易对家参与。货币国际化层次见表 1。

表 1 货币国际化层次及用途

货币功能	外国政府用途	外国私人投资者用途
记账单位	被钉住的锚货币;货币篮子组成份	贸易、金融交易中的标价货币
交易媒介	用来干预外汇市场;货币海外流通;央行间货币互换	贸易、金融交易中的计价结算
价值贮藏	官方储备	投资

资料来源:Chinn & Frankel(2005)。

Tavlas(1991)提出一国主权货币成为国际货币须具备三个基础性条件:

稳定且较低的通货膨胀率;开放的,且具有相当广度、深度的金融市场;本国的对外贸易额和产出要占世界外贸总额和总产出较大比重。

Chinn and Frankel(2005)经实证检验后发现,上述三个条件中的两个:本国 GDP 份额占世界的比重和本国通胀率相对世界平均水平的大小会显著影响一国货币国际化进程。前者表现为正相关,后者为负相关。

上海自贸区有关资本账户开放的金融制度创新可能在于:在区内允许外资金融机构设立外资银行,允许民营资本与外资共同设立中外合资银行,中资银行可开办离岸业务,即可以帮助企业在境外融资;自贸区内,允许个人开立海外账户,银行对不同类别账户进行技术隔离,区别管理;允许区内符合一定条件的单位和个人,按照规定双向投资于境内外证券期货市场;在区内就业并符合条件的个人,可按规定开展境外期货投资。总之,上海自贸区通过银行分账经营、独立核算,很可能在区内构建一个涵盖离岸和在岸业务、本外币一体化、与国际金融市场高度接轨的独立金融运行环境。

上海自贸区资本账户自由化的演进方向可以由自贸区有关金融业的负面清单反向(不在负面清单上的项目原则上都是允许的)推之,见表 2。

表 2 上海自贸区金融业负面清单

J 金融业	J66 货币金融服务、J67 资本市场服务、J68 保险业、J69 其他金融业	J661 中央银行服务、J662 货币银行服务、J663 非货币银行服务、J664 银行监管服务、J671 证券市场服务、J672 期货市场服务、J673 证券期货监管服务、J674 资本投资服务、J679 其他资本市场服务、J681 人身保险、J682 财产保险、J683 再保险、J684 养老金、J685 保险经纪与代理服务、J686 保险监管服务、J689 其他保险活动、J691 金融信托与管理服务、J692 控股公司服务、J693 非金融机构支付服务、J694 金融信息服务、J699 其他未列明金融业	1.限制投资银行、财务公司、信托公司、货币经纪公司 2.限制投资保险(含集团公司、寿险公司外方投资比例不超过 50%),保险中介机构(含保险经纪、代理、公估公司),保险资产管理公司 3.限制投资证券公司(外方参股比例不超过 49%,初设时业务范围限于股票(包括人民币普通股、外资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销与保荐,外资股的经纪、债券(包括政府债券、公司债券)的经纪和自营,持续经营 2 年以上符合相关条件的,可申请扩大业务范围);证券投资基金管理公司(外方参股比例不超过 49%);证券投资咨询机构(仅限港、澳证券公司,参股比例不超过 49%);期货公司(仅限港、澳服务提供者,参股比例不超过 49%) 4.投资小额贷款公司、融资性担保公司须符合相关规定 5.投资融资租赁公司的外国投资者总资产不得低于 500 万美元;公司注册资本不低于 1000 万美元,高级管理人员应具有相应专业资质和不少于 3 年从业经验

资料来源: http://news.xinhuanet.com/local/2013-09/30/c_125471208_4.htm。

中国上海自贸区的金融制度创新势必会为中国资本账户进一步开放以及利率、汇率的市场化改革提供一块非常有价值的试验田。在这块实验田内,构建和国际金融市场高度接轨并谋求逐步一体化的金融环境,有利于人民币在境外的流通、循环与回流,进而有助于开发更多,更高质量的以人民币标价的金融产品,这必将会推动人民币国际化向更高层次与更高阶段发展。

三、中国资本账户开放与人民币国际化现状

2010 年中共十七届五中全会,将“逐步实现资本项目可兑换”列入“十二五”发展规划。

2012 年中国人民银行调查统计司课题组公布了他们的调查研究成果,认为中国资本账户开放的条件已经基本成熟。按照国际货币基金组织 2011 年《汇兑安排与汇兑限制年报》(AREAER),当前我国不可兑换项目有 4 项,占比 10%,主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具。部分可兑换项目^①有 22 项,占比 55%,主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易四大类。基本可兑换项目^②14 项,主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面。见表 3。

表 3 中国资本账户兑换情况

	不可兑换	部分可兑换	基本可兑换	完全可兑换	合计
资本和货币市场工具交易	2	10	4		16
衍生品及其他工具交易	2	2			4
信贷工具交易		1	5		6
直接投资		1	1		2
直接投资清盘			1		1
房地产交易		2	1		3
个人资本交易		6	2		8
小计	4	22	14		40

资料来源:中国人民银行调查统计司课题组(2012)。

由表 3 可知,在 7 大类 40 个小项中中国当前没有一项是严格意义上的完全可兑换的;完全禁止的 4 个项目都是风险极高,缺乏真实交易背景支持,易于投机的项目(具体指,非居民出售或发行货币市场工具,非居民出售或发行共同投资证券交易,非居民购买、出售或发行衍生品及其它工具交易);其余绝大多数项目都有所限制。限制形式主要采取数量控制和行政法规管理,其特征是:对资本流入管制少,对资本流出管制较多,且管制不对称,即对企业对外直接投资的资本流出管制相对宽松,对居民资本流出的管制相对严格;非居民向居民提供商业、金融信贷和担保存在一定管制,短期的信贷担保管制比较松,

但长期的信贷担保管制比较严格;对外汇资金投资房地产市场有严格管制,表现为对投资于房地产行业的外资从数量到来源均有要求,并且对外资投资房地产的用途也有明确规定。总体来看,中国当前的资本账户管制程度较高。

从上海自贸区公布的金融业负面清单(表 2)来看,在自贸区,以上不可兑换的 4 项依然禁止,可能放松的领域在于会有更多部分可兑换的项目升级为基本可兑换,比如,自贸区可能解禁个人投资限制。之前,都是通过 QFII 和 QDII 来完成个人投资事宜;在自贸区甚至可能出现基本可兑换升级为完全可兑换项目,比如,彻底解除对直接投资与直接投资清盘的限制。

2008 年全球金融危机后,中国政府采取了一系列人民币国际化举措。包括:和更多的外国央行建立货币互换业务;鼓励中国进出口商对外贸易以人民币计价结算;大力支持香港人民币离岸市场发展。

中国国家外汇管理局(2005)的一项研究,把人民币国际化划分为 5 个阶段,并刻画了每个阶段的一些具体特征,见表 4。

表 4 人民币国际化阶段及特征

阶段	功能	空间
起步阶段	边民互市贸易作为计价结算手段	货币发行国与个别邻国之间使用
初级阶段	扩展到边境贸易中作为计价结算手段	货币发行国与多个邻国间使用
中级阶段	扩展到一般贸易中作为计价结算手段	扩展到货币发行国与非邻国之间的贸易
中高级阶段	扩展到作为国际投资和国际借贷的工具	扩展到非货币发行国之间
高级阶段	扩展到政府的国际储备手段	被相当多的国家所接受

资料来源:中国国家外汇管理局(SAFE,2005)。

根据当前人民币国际化的实际发展情况来看,人民币国际化主要还处于初级阶段,正努力向中级阶段演进。目前,人民币无论是作为官方储备货币构成还是作为外国私人投资者投资渠道(中高级和高级阶段),几乎未体现出国际货币的价值贮藏功能。另外,人民币的交易媒介功能也主要体现在与周边国家或地区对外贸易的计价上,且这种计价交易是从 2009 年才开始迅速扩大^③。根据中国人民银行《中国货币政策执行报告》(2012 年第 4 季度)统计,2012 年,人民币跨境贸易结算量继续保持较快增长,银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 2.94 万亿元,同比增长 41%,其中货物贸易结算金额 2.06 万亿元,服务贸易及其他经常项目结算金额 8764.5 亿元。全年跨境贸易人民币结算实收 1.30 万亿元,实付 1.57 万亿元,净流出 2691.7 亿元,收付比由 2011 年的 1:1.7 上升至 1:1.2,人民币跨境贸易结算之初的“跛足”现象进一步得到缓解。2012 年银行累计办理人民币跨境直接投资结算业务 2840.2 亿元,其中对外直接投资结算金额 304.4 亿元,外商直接投资结算金额 2535.8 亿元。

Arthur Kroeber(2013)研究认为,按照相对规模计算,在2012年,中国进口的大约15%,出口的9%是以人民币计价,出口本币计价的比例甚至远低于1975年的日本。作为计价单位,人民币几乎没有国际地位,最多仅作为亚洲地区的“锚货币”。

国际清算银行(BIS)2013年9月的一份研究报告披露,人民币已经成为全球第9大外汇交易货币,当前日均交易额约为1200亿美元,占全球外汇交易总额的2.2%,美元在全球外汇交易市场上依然占据压倒性优势,全球外汇交易总额的87%使用美元,其余,按顺序,欧元、日元、英镑、澳元的交易比重分别为33%、23%、11.8%、8.6%。

露口洋介(2011)研究发现,世界上主要货币的外汇交易金额是其货物贸易交易金额的30倍以上,达不到如此交易量的话,在境外,具有一定广度与深度的本币交易市场就很难形成。2012年我国货物贸易进出口总额为37922亿美元,日均约为104亿美元,人民币日均1200亿美元的外汇交易额仅为其的11~12倍。因此,人民币作为世界资本市场主要交易货币虽初露曙光,但还有很长的路要走。

四、上海自贸区金融创新的收益与风险

上海自贸区金融创新的核心是资本账户自由化,上海自贸区成败的关键在于是否真正在贸易、投资自由化方面给予投资企业和个人自由。

其收益可能有:

第一、资本账户进一步开放,有利于资金等生产要素的优化配置,提升资金及与其配套的劳动、土地等生产要素效率提升。

第二、资本账户进一步开放,从长远看,有利于一国金融市场的发展,增强金融市场的竞争力,分散投融资风险,提高金融服务水平,增强投资者信心,便利资金流入,有助于提升金融市场的广度与深度。

第三、上海自贸区金融创新为加速国内金融市场自由化改革提供了一个可供借鉴与推广的样本。它可能会产生一种倒逼机制,以星火燎原之势,达成如同中国前总理朱镕基借中国2001年加入WTO的时机倒逼中国国内市场改革那样的巨大冲击效应。

第四、上海自贸区金融创新会进一步推动人民币国际化进程。人民币国际化就是资本账户自由化(余永定,2012)。人民币国际化可以最终规避货币错配,期限错配风险,可以从根本上降低我国规模庞大的美元外汇储备的机会成本。人民币国际化的核心利益在于,中国参与全球化经济活动可通过国际商品和资产的人民币计价摆脱汇率风险,并取得战略定价的主导权(潘英丽、吴军,2012)。

上海自贸区金融创新,资本账户开放也可能会带来潜在的风险:

其一、上海自贸区金融创新可能激发较大规模投机性资本流动。他们会利用政策差异套利,监管差异套利,制度漏洞套利。在短期,可能形成对自贸区的负面冲击,甚至形成溢出效应,殃及自贸区外。

其二、增加了宏观经济政策的制定与执行难度,容易出现政策两难冲突。根据开放经济的“三元悖论”理论,货币政策独立,资本自由流动,汇率稳定,这三者不可兼得,最多只能择其二。自贸区理应在政策制定方面保留自主权与独立性,自贸区成立的初衷应该是努力追求资本账户开放,资本自由流动,那么人民币汇率的稳定就无法保证。而在人民币国际化初期,保持人民币汇率的相对稳定,甚至缓慢升值是非常重要的。另外,之前主要针对国内货币金融状况制定的货币政策,因为加入了外生的国际资本循环而变得愈发难以把握和控制。

其三、洗钱、资本外逃的风险加剧。随着自贸区资本流动自由化程度的加深,以往基于实需的交易原则必然会弱化,这势必会为洗钱、资本外逃等非正常资本流出打开方便之门。

五、思考与建议

创建中国上海自由贸易试验区是新一届中央政府在新的历史时期,面对错综复杂的国内、国际经济环境,坚定走中国经济的内涵式发展道路,进一步通过制度创新来扩大改革开放的一项重大举措。自由贸易试验区的改革探索,将为中国经济继续保持快速、健康、可持续发展提供新的动力源泉。通过对上海自由贸易试验区已出台的自由化改革方案的初步分析,我们有如下思考与建议:

1. 上海自由贸易试验区的生命在于“自由”与“实验”

“自由”的真意在于自贸区经济主体的一切经济行为主要受市场经济规律的指引,政府部门只是搭建服务平台,便利、维护市场秩序,做市场的“守夜人”;“实验”的真意在于,勇于实践,允许犯错。自贸区作为金融改革的先锋,要积极勇于实践,任何实践都优于模拟意义上的“压力测试”,优于无休止的争论。只有在实践中才会发现真正的问题,甚至意想不到的问题,才会触发解决问题的急迫感,但在实践过程中很难不犯错误,错误也是财富,因为错误往往是解决问题的钥匙。

2. 上海自由贸易试验区的金融自由化改革要协同推进

不同金融市场往往是互通互联的,一个市场的改革必然会波及到其他市场,引起其他市场的反馈。对其他市场的变化不能因势利导或者人为阻止其他市场的改革,可能会导致满盘皆输,功亏一篑。比如,自贸区资本账户自由化改革要与人民币汇率市场化改革相配合,即,随着资本账户自由化改革的深入,要同时给予人民币汇率更大的弹性^④。这并不违反 Mundell-Krugman 的

“不可能三角”或“三元悖论”假说。“不可能三角”顶点代表的三项政策：货币政策独立、固定汇率制、资本自由流动都是非常纯粹的政策。在保持中国货币政策独立（大国的选择）的前提下，可以由“一半”的固定汇率，交换“一半”的资本自由流动，达到三者的共存状态。中国以及其他一些国家的实践，证明了这种体系的存在是可能的。

另外，自贸区资本账户自由化改革要与人民币利率市场化改革协同推进。因为，随着资本自由流动程度的加深，根据利率平价（IRP），外汇市场与利率市场间的相互影响会越来越密切。如果，利率市场化改革不能同步跟进，就会人为制造套利空间，破坏两个市场间的平衡。

3. 要注意金融自由化改革的速度与顺序

我们认为，金融自由化改革的方针也要遵循类似人民币汇率改革的“三原则”，即，主动性、可控性、渐进性。自贸区金融自由化改革的速度以可控为前提，因此，改革前期要严格执行不同金融交易账户分账管理的原则，同时不断完善自贸区内金融机构的资金监测系统，落实事中、事后监管。“分账管理”类似于设立了一个在岸与离岸资金交易相互隔离的“分离型”离岸金融市场。金融自由化改革的顺序是指，先易后难。就资本账户的情况而言，自贸区可以保留我们之前提到的4项不可兑换项目，积极创造条件，把占一半左右的部分可兑换项目升级为基本可兑换。

注释：

- ① 指存在严格准入限制或额度控制。
- ② 指有所限制，但限制较为宽松，经登记或核准即可以完成货币兑换。
- ③ 2009年7月1日，我国跨境贸易人民币结算试点正式启动。2012年2月3日，相关部委明确了所有具有进出口经营资格的企业均可选择以人民币计价、结算和收付，跨境贸易人民币结算业务全面放开。
- ④ 需要说明的是，这种“弹性”是相对的，就如同我们前文中指出的那样，在人民币国际化的初期特别需要保持人民币汇率的相对稳定。

参考文献：

- [1] Arthur Kroeber. China's Global Currency:Lever for Financial Reform [R]. Brookings - Tsinghua Center for Public Policy(Monograph Series Number 3), 2013.
- [2] Chinn Menzie, Jeffrey Frankel. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? [R]. NBER Working Paper No. 11510, 2005.
- [3] Tavlas, George S. On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark[C]. Princeton Essays in International Finance, 1991.
- [4] 国家外汇管理局. 货币跨境流通及边境贸易外汇管理问题研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2005.

- [5] 陈梁.IMF 报告对我国资本账户开放的启示[J].中国外汇,2013,(3).
- [6] 焦克,俞红梅.建立离岸金融中心推动人民币国际化进程[J].大连海事大学学报(社会科学版),2012,(4).
- [7] 周宇.论人民币国际化的两难选择[J].世界经济研究,2012,(11).
- [8] 露口洋介(日).人民币国际化的现状和展望[J].国际经济评论,2011,(3).
- [9] 张国兵,安烨.人民币国际化进程中的资本账户开放分析[J].当代经济研究,2013,(3).
- [10] 潘英丽,吴君.体现国家核心利益的人民币国际化推进路径[J].国际经济评论,2012,(3).
- [11] 中国人民银行调查统计司课题组.我国加快资本账户开放的条件基本成熟[J].中国金融,2012,(5).
- [12] 中国人民银行调查统计司课题组.协调推进利率汇率改革和资本账户开放[J].中国金融,2012,(9).

Financial Innovations and Capital Account Liberalization in Shanghai FTZ

—— Concurrently Discuss RMB Internationalization

JIAO Wu

Abstract: This paper analyzes financial innovations in shanghai FTZ and the possible positive changes to RMB capital & financial account liberalization and RMB internationalization. We also discusses benefits and costs of financial innovations, and proposes some suggestions for the future developments in shanghai FTZ.

Key words: Shanghai FTZ; financial innovations; capital account liberalization; RMB Internationalization; policy suggestions

(责任编辑:可 言)