

9.65%  
優惠貸款  
解決資金需求中央金融改革提速  
系列報道之四  
(全文完)

針對中國企業大量「走出去」和人民幣進一步的國際化，中國人民銀行調查統計司課題組近日發布報告強調，當前加快資本帳戶開放正處於難得的戰略機遇期。鑒於此，中國管理層近來推出了一系列舉措，包括上調合格境外機構投資者(QFII)和人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度，國際金融機構ING銀行據此判斷，5-10年內，中國資本帳戶或可實現完全自由兌換。

本報記者 李 理

根據國際貨幣基金組織(IMF)的定義，資本帳戶開放是指消除對國際收支資本和金融帳戶下各項交易的外匯管制，其實質是實現資本項目下貨幣可自由兌換。央行課題組在最新名為《加快資本帳戶開放條件基本成熟》的報告中指出，目前中國一半以上的資本項目交易已實現可兌換，不可兌換項目僅餘4項，佔比10%。主要是非居民參與國內貨幣市場、基金信託市場以及買賣衍生工具。

### 利擴大消費促人幣發展

對外經濟貿易大學金融學院院長丁志傑表示，儘管直接投資、證券投資項下各子類項目已經有選擇性地開放，但中國與完全資本帳戶開放距離尚遠。他強調稱，未來進一步放開資本帳戶應重點放在促進資本境內外對稱流動方面。他認為，放鬆資本管制一方面對內有利於擴大居民消費，另一方面則對外有利於推動跨境人民幣使用和香港人民幣離岸中心建設。

作為長期研究國際資本的學者，北京大學經濟學院教授曹和平認為，中國資本帳戶開放是金融改革最重要的系統工程，涉及金融對內開放和對內改革等領域。就現時實踐而言，「先流入後流出、先長期後短期、先直接後間接、先機構後個人」的開放原則已成為決策層的共識。

事實上，近來資本帳戶開放已有加速之勢。以QFII和RQFII額度獲得上調為例，決策層主動放鬆資本項目管制意圖不言而喻，溫州個人資本獲准外流更被外界看做是助力人民幣國際化的重大信號。國家外匯管理局認為，QFII等制度穩步實施，初步構建了證券投資項下資金雙向流動機制，促進了境內資本市場對外開放和發展。外管局表示，目前中國證券投資可兌換程度明顯提高，跨境證券投資趨於活躍。

曹和平續稱，在亞洲金融危機發生之後，由於當時資本外逃現象比較嚴重，中國對國際資本流動的管制基調是「寬進嚴出」，而目前央行對企業和居民海外投資已經放開。在資本流動期限方面，考慮到長期資本流動較為穩定，且具有真實交易背景的比較高，決策層料將逐步放鬆商業信貸管制，助推人民幣國際化。

### 交易人幣外幣將平等化

至於資本交易類型，曹和平認為，在直接投資限制放寬後，下一步非居民參與證券投資的限制可能放寬，實現資本帳戶交易人民幣和外幣平等化。「這是由於證券市場報價和審批比較完善，利於監管機構識別境外資本流向和風險。」

央行報告指出，目前市場完善程度從高到低依次為房地產市場、股票市場和債券市場。因此，從資本帳戶開放長期安排(5年至10年)分析，本着「先開放流入、後開放流出」的原則，開放順序應為不動產、股票和債券交易。對此，曹和平強調稱，房地產市場是非貿易市場，在完善監管的前提下，房地產市場向境外資本開放伴隨的風險總體可控。

按照風險程度排序分析，央行報告稱，資本帳戶開放順序應為個人資本交易、與資本交易無關的金融機構信貸、貨幣市場工具、集合投資類證券、擔保保證等融資便利、衍生工具等資本帳戶子項。與資本交易無關的外匯兌換交易自由化應放在最後。投機性很強的短期外債項目可以長期不開放。

中國自1996年宣布實現經常帳戶可兌換以來，經濟穩步增長，並未出現大範圍的金融動盪。丁志傑指出，與當年外匯儲備不足等相比，人民幣匯率雙向浮動安排和市場化利率改革已為資本帳戶開放奠定基礎，是項金融改革已進入「最佳時間窗口」。

### 資本帳戶開放具雙保險

上述央行報告強調稱，目前中國已經是世界第二大經濟體和第二大貿易國。若要等待利率市場化、匯率自由化或者人民幣國際化條件完全成熟，資本帳戶開放可能永遠也找不到合適的時機。過分強調前提條件，容易使漸進模式異化為消極、靜止的模式，從而延誤改革的時機。央行調查統計司課題組也強調，利率市場化、匯率形成機制改革、人民幣國際化與資本帳戶開放是循序漸進、協調配合、相互促進的關係，具體的改革開放措施應該成熟一項，推進一項。

曹和平則認為，除了外匯儲備豐裕外，人民幣匯改重啓以及箭在弦上的利率市場化改革等於為資本帳戶開放上了「雙保險」。首先，靈活的匯率變動可減少貨幣危機發生概率，並在資本大出大進時發揮逆向調節作用。其次，在利率市場化呼聲日漸強烈的背景下，市場化利率可作為調節資本流入流出的主要手段。他又強調稱，管制利率可能造成資金價格信號失真，無益於資本項目開放。

# 資本帳戶自由兌換可期

## 循序漸進 協調推進 相互促進

▲中國人民銀行行長周小川

### 中國資本帳戶開放結構概覽

#### 不可兌換項目

4項，佔比10%，主要是非居民參與國內貨幣市場、基金信託市場以及買賣衍生工具等

#### 部分可兌換項目

22項，佔比55%，主要集中在債券市場交易、股票市場交易、房地產交易和個人資本交易等四個方面

#### 基本可兌換項目

14項，佔比35%，主要集中在信貸工具交易、直接投資、直接投資清盤等方面

資料來源：國際貨幣基金組織2011年《匯兌安排與匯兌限制年報》



▲人民幣逐步走向國際化



▲香港人民幣離岸中心在積極建設

▼QFII等制度穩步實施，初步構建了證券投資項下資金雙向流動機制，促進了境內資本市場對外開放和發展

## 當前正是加快開放機遇期

中國人民銀行調查統計司課題組近日發布報告稱，當前，中國加快資本帳戶開放正處於難得的戰略機遇期，報告分析稱，首先，中國企業「走出去」已進入戰略機遇期，過剩的產能向對外直接投資提出了要求，雄厚的外匯儲備為對外直接投資提供了充足的外匯資金，西方金融機構和企業的收縮，都為中國投資創造了條件。

其次，人民幣國際化正處於難得的戰略機遇期。開放資本帳戶，拓寬人民幣流入、流出渠道，將進一步提高人民幣在國際貿易結算及國際投資中的地位，也將進一步促進香港離岸市場建設，

加快離岸人民幣金融工具創新。

可以設想，隨著人民幣國際計價、國際支付以及國際投資等職能逐步實現，人民幣成為國際儲備貨幣將為時不遠。

報告稱，雖然加快推進資本帳戶基本開放，不需要等待利率市場化、匯率形成機制改革或者人民幣國際化條件完全成熟，但這絕不意味着利率市場化、人民幣匯率形成機制改革不向前推進。報告認為，中國當前需要進一步推進利率市場化、匯率形成機制改革等各項金融改革，漸進審慎開放資本帳戶，將開放的風險控制在最小範圍。



▲中國企業「走出去」已進入戰略機遇期，西方金融機構和企業的收縮，為中國投資創造了條件

## 資本管制效率降反逼開放

中央決策層力推資本帳戶開放，背後亦隱含資本管制效率下降的無奈。中國央行課題組坦承，由於資本管制效力不斷下降，擴大開放可能是最終選擇。報告指出，隨著金融市場發展，金融產品創新，市場之間、國別之間的限制不再嚴格，繞開管制的渠道越來越多。

數據佐證，儘管近10年來淨誤差和遺漏帳戶與貿易額比值都在5%以內，但是項指標的變化仍說明有大量國際資本通過非正常渠道進出中國。

據統計，2006年淨誤差和遺漏項為流出6億美元，2007年轉為流入116億美元，2010年流出提高到597億美元，佔當年儲備資產變化的12.7%，不排除部分資金可能繞過資本管制進而流出境外。

亞洲開發銀行高級經濟學家莊健說，表外資本流動一般通過三種渠道進入中國。一是虛假的進出口貿易，即在人民幣升值和貶值預期下，企業分別通過

高報和低報進出口額，實現資本外流或資本外逃。二是虛假直接投資，一些以外商直接投資名義進入中國的資金並沒有投入到實際生產部門中，而是挪作他用。三是貨幣走私和地下錢莊。

對於部分資金繞過管制流出境外的原因，央行課題組分析稱，這是由於規避管制的金融工具增多。報告舉例稱，貿易品和服務價格轉移，境外設立公司對倒，境內外貨幣互換，全球第三方支付網絡，在境外買賣國內資產等均屬這種金融工具。

莊健指出，為防止資本帳戶開放後對金融體系造成衝擊，中國需建立跨境資本流動的監測和管理體系，重點加強對短期資本流動的監管，防止無貿易背景的短期資本以出口名義混入境內結匯套利，另外，還需嚴密監控短期外資併購行為。

▼在人民幣升值和貶值預期下，企業通過高報和低報進出口額，實現資本外流或資本外逃



## 央行：資本帳戶開放不逆轉

儘管資本帳戶開放將促進國內外金融市場相互融合，但也將帶來相應風險。多名經濟學家指出，在當前融資格局仍以間接融資為主的背景下，資本帳戶開放將令銀行業受到衝擊。此外，一旦資本帳戶完全放開後，中國將有可能面臨流動性過剩、資本流動逆轉等多重風險。

對此，中國央行課題組報告指出，不能因為有可能發生熱錢流動和資本外逃就放棄資本帳戶開放，資本管制是一項長期性制度安排，不宜作為熱錢流動、資本外逃等臨時性衝擊的應對措施。

亞洲開發銀行高級經濟學家莊健表示，資本帳戶開放將暴露銀行貨幣錯配風險並加劇證券市場波動性。他強調，很多發展中國家金融體系脆弱的最主要原因就是貨幣錯配。

與此同時，在資本帳戶開放國際資本流入的刺激下，銀行貸款容易誇張，從而引起投資過熱，最終危及銀行體系

安全。

不過，央行課題組報告認為，由於中國商業銀行資產負債絕大部分以本幣計價，貨幣錯配風險不大。報告援引數據稱，截至2012年1月末，銀行體系各項存款79.5萬億元，其中97.7%以人民幣計價，各項貸款58.4萬億元，其中94.3%以人民幣計價。

除了銀行業所面臨的挑戰外，中國銀行國際金融研究所主管鍾紅認為，資本帳戶開放還可能加劇國內流動性過剩狀況並加速熱錢流入。同時，在資本帳戶開放以後，人民幣匯率雙向波動將會日益明顯，進出口企業需要承受匯率變動的風險。

面對資本帳戶開放和匯率波動帶來的風險，鍾紅建議企業可採取兩方面對策：一是通過產品升級抵銷人民幣升值帶來的損失。二是充分利用套期保值等金融衍生品交易，對沖人民幣匯率變動的風險。