

■ 高端视野

# 货币政策转型应把握两大方向

香港取消兑换上限  
助推人民币国际化

□民族证券 陈伟

近期,为配合沪港通政策的推出,香港金管局连续出台多项扩大人民币供给的便利措施,如从17日起取消香港居民每日2万元人民币兑换的上限;为参与香港人民币业务的认可机构提供100亿元人民币的日间流动资金等。笔者认为,这些政策的实施不仅可以为参与沪港通的投资者提供更多的资金支持,也将为香港离岸人民币业务发展提供契机,从而进一步推动人民币国际化的纵深发展。

香港居民兑换人民币每日2万元上限是由央行2005年制定的。近年来,在中央稳步推进人民币在香港市场扩大使用的情况下,人民币在香港市场经历了大发展,香港人民币存款从2005年的226亿元上升至今年9月底的超过万亿规模,居民对于人民币需求也显著提高,目前的2万元人民币兑换影响了居民对于人民币计价的商品需求;早在2012年8月起,香港就已经放开非香港居民兑换人民币的限制,非香港居民已经可以根据离岸人民币市场汇价自由兑换人民币,若长期保持政策的不变,对于香港居民不公平,而香港居民则会通过离岸绕道的方式无限制地兑换人民币;在其他离岸人民币金融中心,如新加坡、伦敦,由于没有居民或非居民的区别,实际上对于人民币兑换也就没有限制,香港对于居民的人民币兑换限制无疑变相地束缚了发展离岸市场的手脚。

因此,利用沪港通即将推出,香港居民需要获得更多的人民币资金用于投资A股之际,取消人民币兑换限制也就顺理成章。而这一举措不仅可以为参与沪港通投资的居民提供资金便利,还会释放香港居民更多利用人民币投资的需求,从而打开更多以人民币计价的金融产品发展的空间。

过去由于居民兑换人民币的不便以及香港人民币投资产品渠道的缺乏,香港居民偏爱人民币定期存款及人民币债券等产品,其他涉及市场波动大的产品则发展较为缓慢,这也使得目前近80%的香港人民币都是以定期存款的形式留存银行而非活跃在交易市场上。而在这一限制取消后,香港金融机构将适应居民投资多元化的需求,更加积极地推动各类人民币投资产品的发展,这对于吸引更多的人民币资金进入香港,激活香港的离岸人民币资金流动无疑会产生十分积极的作用。

此外,随着香港居民兑换人民币限制政策的取消,还可能产生政策的涟漪效果。比如该政策的实施也会带来作为兑换方,银行的资金头寸平衡方式的变化。在存在兑换上限时期,银行与居民兑换获得的资金头寸可以通过人民币业务清算行在在岸市场进行平盘,而目前银行可以直接在离岸市场平盘。由于银行在离岸市场的资金运用没有政策限制,这也意味着过去各种在岸的人民币融资、贷款等限制都不再适用(如根据现时条例,签署《清算协议》的银行,不可以向个人客户提供人民币贷款),基于离岸的人民币贷款市场也有望迎来较快发展期,这对于完善香港人民币离岸市场的结构,促进离岸市场更健康地发展无疑也具有重要意义。

目前由于政策的限制,香港银行更热衷于人民币跨境贷款,这就使得人民币资金通过跨境贷款回流内地,这无疑不利于香港人民币存款的增加。若银行可以针对本地居民发放人民币贷款,则一方面有利于通过贷存款的货币乘数效应更大程度上刺激人民币存款在香港市场的扩张,另一方面也有助于建立离岸人民币的海外循环机制,届时将有更多人民币资金通过香港居民的贷款资金运用可以在本地甚至是海外实现资金循环,这将大大拓宽香港人民币离岸金融市场的广度、深度,人民币国际化进程及其地位也将显著提升。

虽然这次人民币兑换限制取消对于香港人民币离岸市场建设的促进作用不可低估,但是也可能会产生一些负面影响。比如,香港银行应为应对沪港通推出后的人民币资金需求,已提前打响资金吸储战,目前人民币存款一年期及以下的短期利率已超过内地。若沪港通推出后引发香港居民兑换更多的人民币,人民币离岸市场有可能受到更大的冲击,届时流动性紧张,离岸汇率相对于在岸汇率升值的情形有可能出现,而这也容易引发更多的海外套利套汇资金的流入。再比如,人民币兑换限制取消也打开了更多香港居民期望将更多人民币引入内地市场投机套利的空间。

尽管管理层对这些都有所考虑,比如香港金管局宣布将向参与香港人民币业务的参与行提供人民币日间流动资金,并通过7家一级流动性提供行向市场提供人民币流动性,这将有利于预防离岸人民币市场的大幅波动;此次政策规定香港居民每日向内地汇款8万元的限额维持不变,这也一定程度上封锁了香港居民人民币资金进入内地套利的空间。

但是,对于逐利的资金来说,简单的政策限制并不能完全消除套利空间,而目前逐渐放开人民币跨境资金流动管制的大背景,也为它们的资金运作提供了更多便利。比如香港居民兑换人民币后,完全可以通过跨境贸易形式将人民币资金转入内地;香港人民币离岸市场的吸引力增强后,内地资金也有更强的动力以各种跨境贸易的形式流向香港。

因此,踌躇不疏,人民币兑换限制取消刺激离岸市场发展,也会倒逼管理层进一步加快在岸人民币利率与汇率市场化改革步伐,这有利于从根本上消除热钱套利的空间。在消除套利套汇的扭曲后,人民币国际化将走上更为稳健的道路。



□瑞穗证券首席经济学家 沈建强

最近市场对货币政策的讨论十分激烈,在笔者看来,新框架应主要涵盖两方面含义:一是以汇率为导向的框架转向以利率为核心。二是实现工具运用由数量型工具转向价格型工具。笔者建议,在汇率方面,未来应考虑人民币与美元彻底脱钩,实现浮动汇率;而在利率方面,完善建立基准利率体系与货币政策传导机制,通过确定短期利率进而引导中期利率,形成反映流动性偏好与风险溢价的收益率曲线仍是努力方向。

## 转向以利率为核心

不难发现,一直以来,我国货币框架主要是以汇率为导向。汇改启动以来(除金融危机暂停改革以外),人民币兑美元汇率基本上以5%的速度升值。期间,央行并未对外公布计算浮动汇率的权重,但根据人民币浮动规律反推来看,不难发现,美元浮动实际上解释了人民币走势的90%,这与美国所占中国贸易份额比重差别明显,说明即便中国近几年采取了汇率市场化改革,但仍未实现浮动,实质上为对美元爬行汇率机制。

当然,汇率为主导转向利率为主导甚至应

该纳入新货币政策框架,支持笔者观点的依据体现在以下几个方面:

第一,人民币国际化具有急迫性。金融危机以来,欧美国家反复尝试量化放松提振本国经济,美国资产负债表如今扩充至4.5万亿美元,已是第一轮量化宽松前的2倍,欧洲、日本也在相继走向量化宽松之路,而上述现象使得中国不得不面临一个严峻课题,即如何确保超过4万亿美元的外汇储备资产安全。加快汇率体制改革、加快人民币可兑换与人民币国际化或许是应对严重的美元资产安全问题,消除外汇储备“被动”积累的根本办法。

第二,汇率制度两极论显示,适合一国的汇率制度有两种,要么自由浮动,要么固定汇率,中间状态往往很难成功。中国目前是经济体量总量占世界第二位,外汇储备与出口额占全球首位的大国,固定汇率制度面临重大挑战,并不可取。汇率两极理论下,浮动利率制必然是选择。

第三,以汇率为主的货币政策框架导致利率不能完全做主,汇率改革与利率改革需要协同推进。人民币国际化需要有四大大支柱,资本账户自由化进程、人民币离岸市场的发展、汇率体制改革与利率市场化联系紧密,特别是汇率体制和利率体制改革,需要统一配套。毕竟汇率是

一国货币的对外价格,利率则是一国货币的对内价格,一旦其中一项改革滞后,必将削弱另一项改革的效果。此外,二者作为“十二五”期间中国金融体制改革的重要内容,共同推进也将为国内外金融环境创造市场化的条件。

因此,笔者认为,新货币政策框架从以汇率为核心向利率为核心转变是确有必要的,更加值得确定的是,这种转变的时机已经成熟。尽管短期来看,外贸顺差增加,为转型带来了一定挑战。今年7月、8月、10月中国外贸顺差分别达到473亿、489亿以及454亿美元,占据历史最高纪录的前三位。

但从长期来看,金融危机以来国际收支双顺差局面已经有明显改善,经常项目占GDP比重已经由2007年、2008年最高时的10%以上,下降至如今的2%左右。资本项目甚至出现小幅逆差局面,今年二季度资本和金融项目逆差为579亿美元,是2012年三季度逆差以来连续季度外汇“双顺差”的首次改变,而三季度逆差趋势再度出现,高达816亿美元的资金和金融项目逆差,甚至超过当季经常项目815亿美元的顺差,导致当季外汇储备减少。外汇占款被动增加的弱化,为货币政策框架转型创造了条件。

## 强化价格型工具应用

不难发现,纵观过去30年央行货币政策工具应用,央行实际上更多地依靠数量型工具,价格型工具的应用相对较弱。为何货币政策如此依赖数量型工具?其实与上文提到的人民币汇率缺乏弹性密切相关。为维持稳定的汇率,央行不得不被动积累巨额外汇,带来了巨大的对冲压力。与此同时,数量型工具的频繁操作也与中国金融定价市场化程度较低密切相关。

实际上,鉴于一直以来国内企业生产决策、商业银行放贷决策很容易受到行政性指令的影响和约束,资金供求双方对于利率价格往往缺乏之敏感性,间接地导致信贷额度等具有行政色彩的量型工具在政策调控时往往更加有效。

值得一提的是,在数量型工具的使用中,央行早前更倾向于通过公开市场操作直接调控基础货币规模,但由于央票余额的不断增加,央行政策成本也在逐步提高。相比于央票,提高法定准备金利率成本更低,因此自2007年以来,法定存款准备金便超过了央行票据成为冻结流动

性的主要工具。

如此看来,历史原因造成了价格型工具应用弱于数量型工具这一局面,笔者也并不否认特定数量政策起到的重要作用。然而,伴随着对市场化改革达成共识,以及一些经济金融体系的矛盾现象出现,笔者认为,这一状况到了必须改变的時刻。可以肯定的是,上述改变面临较好的历史机遇。

从目前来看,完善建立基准利率体系与货币政策传导机制方面都值得快速推进。例如,基准利率体系未建立。虽然货币市场利率市场化已经完成,Shibor运行7年有余,但毫无疑问Shibor距离基准利率的标准仍有一定差距。此外,国债市场规模过小,也难以作为定价基准,壮大国债市场同样紧迫。

而在中长期贷款市场方面,以一年期的存贷款利率来做基准,全球范围内鲜有先例。从实践角度看,虽然当前贷款下限已经放开,但存款利率上限仍未取消。央行制定的基准利率正逐步退出舞台,但金融机构市场化的贷款定价体系尚未形成。

此外,基准利率体系缺乏也导致在货币传导机制方面出现障碍。很长一段时间,央行虽然通过公开市场操作压低短端利率,但中长期利率仍然居高不下,实体经济始终面临融资贵的现象。

为应对这一困境,笔者认为,打造基准利率体系是第一步。同时,金融危机以来,不少国家都对货币政策工具展开了一系列新的尝试,特别是美联储在传统货币政策失效的情况下,通过量化放松、前瞻性指引等新手段带领美国经济率先走出危机,丰富了中央银行的理论与实践经验。虽然如此,货币政策仍处于不断的尝试之中,难言已经形成清晰框架,反而更强调灵活性。

更应该强调的是,中国与成熟经济体所处阶段不同,货币政策失效的原因也不一致,仿效美联储直接干预中期利率的定价水平,在利率市场化初期是应该慎重考虑的。在此背景下,笔者认为,未来中国货币当局的首要任务仍然是坚守两大方面的内涵:汇率方面,人民币与美元彻底脱钩,实现浮动汇率;利率方面,以完善建立基准利率体系与货币政策传导机制为重点努力方向。

率设计与风险控制思路。

其次,沪港通推出在推动A股上市公司治理优化方面将产生巨大的推动作用,其主要体现在:A股标的向香港与其他境外投资者开放,预示这些上市公司处于境内外投资者的一致监督之下,公众监督有利于促使上市公司规范经营。由于联交所对上市公司监管方面相对成熟与严厉,引进境外投资者的监督无疑可以增大上市公司违规成本,有利于促进优化A股市场强化监管机制,与成熟市场接轨,从而实现更好的监督目标。

其三,沪港通推出有利于推动A股市场创新。出于风险锁定与对冲方面的需要,A股需要更多的金融产品创设,同时进行其他制度创新、监管创新、组织机构等方面创新配合,比如实行新股发行注册制、上市公司退市机制,与成熟市场更多接轨等等。而规则、机制接轨也预示着A股市场许多不规范现象,可以得到有效治理。

总之,沪港通推出不仅是A股与港股投资者相互扩大业务交易范围的“重大利好”,它同时涉及两个市场更好融合、汇率市场开放、人民币国际化、制度优化等议题,成为A股市场制度建设的“重大利好”。对A股市场而言,沪港通启动体现出“以开放促改革”的政策效果;对香港市场而言,沪港通以及相伴随的配套政策实施,将可借助内地扩大投资、人民币离岸业务扩张等事实,强化自身国际金融中心的地位。

类似的全球贸易贡献率而言,内地目前在全球股票基准指数中权重较低,仅略高于MSCI全球指数的2%。A股纳入全球股票基准这一举动可能触发更多的资金流入,到2016年新增资金流入预计可多达210亿美元。

从长期来看,沪港通将推动A股和港股的一体化,打造全球市值第二大的市场。该市场对寻求加大中国内地敞口的全球投资者的重要性也将日益增加。A股并入全球指数后,投资者可以更加广泛地捕捉中国内地的增长机会,并获得目前仅限于境内市场的投资机会。国际投资者也可以从对石油、电信和银行等板块大盘股的投资,转而集中投资于医药、旅游、传媒等更注重内需消费的板块。

沪港通是朝进一步开放A股市场迈出的一大步,为全球投资者提供了前所未有的机会。同时,沪港通也是人民币国际化等中国内地市场改革的重要组成部分,这些改革将进一步提升中国内地在全球经济中的地位。

# 沪港通为优化A股制度提供契机

□万联证券研究所所长 傅子恒

沪港通即将正式启动,这标志着以内地和香港证券市场互动融合为契机,资本市场对外开放再度迈出新步伐。笔者认为,沪港通启动的直接效应是除了为内地与香港投资者提供了新的投资渠道,同时也有利于两大市场在交易制度建设与优化方面互相学习,尤其给内地A股市场在完善制度基础设施建设、交易制度、市场监管、市场创新等方面提供了较好的契机。

对内地市场而言,沪港通的启动在市场开放、股市运行波动、投资者投资行为与理念、跨境资金流动、汇率开放以及人民币国际化等等方面,均将产生直接影响。

首先,由于沪港通划定的投资标的范围大多属于估值相对较低的蓝筹股,A股蓝筹股将因此有机会受到更多国际资金关注。根据相关规定,目前沪股通568只A股标的股占上交所主板市场的市值比重约为90%,成交量占比约为80%,港股通266只港股约占联交所上市股票市值和交易量的80%,蓝筹群体获得更多关注,将使其市场的主体地位得以巩固与强化。从现实影响来看,自沪港通即将启动的消息公布之后,A股近两个月以来走出蓝筹股的“估值修复”行情,市场总量与结构运行都发生了巨大变化,预示着这种影响已经在现实层面展开。

从资本市场开放角度观察,沪港通的推出标志着人民币资本项下的正式开放。按照沪港通交

易规则,香港与A股市场投资者各自可以用本币购买对方市场股票,汇率结算由交易所系统按即时动态完成,预示人民币与港币之间进行直接兑换,人民币资产向香港投资者开放,而香港资本市场是全球开放市场的一部分,由此预示人民币A股资产在可交易额度内向全球市场开放。

目前沪港通在试点阶段的总额度是5500亿元,日均交易额度为235亿元,考虑到港股可以在当天进行回转交易(T+0交易),理论上的总交易额与日均交易额将会大大超过上述限额。由此,A股与港股为载体,人民币与港币之间做到了大规模的跨境适时流动。对比FDI、QFII等境外资本对境内市场投资需要履行严格的结售汇审批流程方可流进与流出,沪港通的这两种货币汇兑即时完成的交易制度安排,可以视为是内地资本市场直接开放的重要试验与尝试。虽然这种汇率兑换还只是满足证券交易之需,远不是两种货币直接的自由兑换与流动,但这种试验的意义无疑是巨大的。

沪港通的启动在推动人民币国际化的道路上继续迈出大步,一个直接的体现是,香港金管局将从本月17日也即是沪港通开通当日起取消香港居民每天兑换两万元人民币的上限限制。而由于人民币资本账户管制的存在,以及港币汇率与美元绑定的事实,沪港通在汇率兑换方面的影响可能远远超越股市,一些国际投机者可能借助沪港通这一规则进行货币套利。当人民币对其他货币升值时,境外投资者可以通过

# 沪港通推动A股加速全球化

者已通过投资在香港及其他市场上的中国企业,借此从内地的高速增长中分一杯羹。另外一些投资者则通过合格境外机构投资者(QFII)计划投资于境内A股,但计划的配额却是有限的。自2002年以来,中国内地批准了大量的合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者(RQFII)计划的配额,合计约1120亿美元,仅占A股流通股市值的5%。流通股是指除大股东持有的限售股票以外的可在交易所上买卖的股票。过去几年,QFII和RQFII计划在规模和范围上均有扩大。

今年6月份,MSCI宣布在经过与投资者的协商后,不会将A股涵盖在MSCI新兴市场指数之内,主要理由是A股的配额制度限制了可投资性。MSCI新兴市场指数中的中国成份股约占19%,这些成份股包括在香港上市或者在中国内地上市但以美元或港元报价的股票。为了让市场参与者做好迎接未来A股被纳入标准指数的准备,富时指数有限公司(FTSE)在6月份推

出了全球RQFII系列,提供了过渡期内进入中国内地股票市场的通道,同时肯定中国内地为市场的进一步开放所作出的努力。

沪港通启动后,外国投资者将能通过香港券商买卖568只在上交所上市的A股,市值约2.6万亿美元。尽管存在配额限制,但业内预计将像QFII和RQFII一样逐步扩大,从而为海外投资者提供更多的投资选择。沪港通一旦启动,A股成为全球投资者的主流投资机会也只是时间问题。结合韩国和中国台湾的经验,按照中国内地在开放金融市场之路上的已取得进展,A股距离成为全球基准指数之日不远,最快可能在明年公布,沪港通将使A股市场的参与度提升到另一个层次。

沪港通计划对中国内地市场具有重大、长远的影响。外国投资者通过现有的配额制度持有不到流通股5%的A股,但待A股被纳入全球股指之后,这比例将增加。资金配置也将产生变化,因为相对中国内地的全球GDP贡献率和

□高盛股票交易部董事总经理 孙逸潜

中国在金融市场化自由化的进程中即将树立起又一个里程碑。将于11月17日启动的沪港通将允许国际投资者在未申请自身配额的情况下,直接买卖规定范围内在上交所上市的股票,这在历史上尚属首次。

虽然计划初期仅涵盖了部分上交所上市股票,但具有重大的意义和深远的影响。通过提供进入中国内地市场的直接通道,让有史以来二者相分高的股票投资活动产生了交集。更重要的是,沪港通为中国内地股市登上国际舞台铺平了道路。沪深两市总市值高达4.8万亿美元,却未得到这样的机会。本地上市的A股可能即将加入全球主要股指之列,意味着外国投资者将能通过直接持有A股,从而参与中国内地的增长故事,流入全球第二大经济体的股票资金也将有所增加。

自中国内地经济高速增长以来,全球投资