

■ 大视野

人民币可兑换步入冲刺年

□瑞穗证券亚洲公司首席经济学家 沈建光

3月以来的一系列高层会议为投资者把握今年宏观政策与改革方向提供了绝佳时机。金融改革方面,央行行长周小川在中国发展高层论坛上表达了今年将立足于推动资本项目下可兑换,实现人民币资本项目基本可兑换的决心。在笔者看来,伴随着资本项目实现可兑换,人民币汇率与利率市场改革进一步完善,以及人民币离岸市场的日益发展,人民币国际化进程有望快于预期,今年将是人民币实现可兑换的最后冲刺年。

加快人民币可兑换的意义

2008年国际金融危机以来,央行推动资本项目开放与人民币国际化的进程十分迅速。截至目前,中国央行已与28个央行与货币当局签订了双边本币互换金额,与12个央行或货币当局签订了清算安排,30家央行与货币当局已把人民币纳入了外汇储备等。可以说,人民币国际化进程整体而言快于预期。为何央行意欲推动资本项目可兑换与人民币国际化进程?

其实,早在2009年央行行长周小川在央行网站上发表的《关于改革国际货币体系的思考》文章中便对此问题有深刻探讨。文章曾提出,当前以美元本位制的国际货币体系其实存在严重的内在缺陷和系统性风险,即对于储备货币发行国而言,国内货币政策目标与各国对储备货币的要求经常产生矛盾,货币当局既不能忽视本国货币的国际职能而单纯考虑国内目标,又无法同时兼顾国内外的不同目标;既可能因抑制本国通胀的需要而无法充分满足全球经济不断增长的需求,也可能因过分刺激国内需求而导致全球流动性泛滥。

为周小川行长此段文字做注脚的是美元本位制以来全球金融市场的几次动荡。自上个世纪

金融当局管理者日前在多个场合指出,今年将推动资本项目可兑换,具体路径包括使境内境外的个人投资更加便利化,资本项目更加开放等,这意味着我国资本项目可兑换路程上的“最后一公里”即将被突破。资本项目可兑换步伐应遵循什么样的节奏?资本项目可兑换将对股市、楼市、大宗商品等资产价格带来什么影响?资本项目开放与人民币国际化应保持什么关系?这些都是值得深入探讨的话题。在此,我们组织一批稿件,全面解读,以飨读者。

70年代初“尼克松冲击”开启美元本位制以来,美元每一次反转都往往有全球性的危机相伴。换言之,美元本位制下,美国之外的金融危机变得越加频繁。当然,这其中最令人记忆犹新的便是金融危机以来的全球金融市场动荡局面。可以看到,2008年金融危机虽然始于美国,但鉴于其在全球货币体系中的主导地位,先后通过三轮大规模的量化宽松,使得美国率先走出危机;相反,美国QE退出的外溢效应明显,新兴市场国家金融市场甚至实体经济都遭受了明显冲击。当然,除了外部动力以外,积极推动资本项目可兑换与国际化进程也符合中国政策操作与战略方向,具体体现在以下几个方面。

一是人民币成为国际储备货币与中国经济实力相称,符合国家根本利益。当前,中国经济总量已经位于世界第二,出口额、外汇储备位于世界第一。然而,当前人民币的自由兑换仅仅限于少数邻近地区,与中国的国际经济地位大不匹配。

二是配合“一带一路”战略的推进。“一带一路”战略自2014年提出以来,便得到国内外社会的广泛关注,这不仅有助于提高中国国际地位和腾挪空间,缓解中国产能过剩的局面,也有望提升多方领域合作,为人民币国际化打下基础。

三是“十二五”期间,中国经济面临增长方式的转变,从依赖制造业与出口作为经济增长动力转变为依赖国内需求与服务业为经济增长动力。现有的资本项目管制无疑将阻碍中国未来发展,

特别是国际金融中心的建立。

四是与美元联系汇率,可能会引起大量资本流入,促进国内货币供应迅速增加,破坏国内经济稳定,为央行操作增大难度。

五是放开资本管制,增加汇率弹性可以缓解国际社会对中国是汇率操纵国与贸易保护主义的压力,并且享受铸币税收益。

资本项目开放最后冲刺

在今年的中国发展高层论坛上,周小川行长曾表示,今年推动资本项目开放主要有以下三大着力点:一是境内外个人投资便利化;二是更加开放资本市场,包括推出深港通和允许国内外的企业自由选择在境内发行股票和债券;三是按照人民币变成一个自由可兑换的货币的要求修改《外汇管理条例》。在笔者看来,上述举措的适时推进,不仅是资本项目开放的内在需求,更体现了对公民权利的尊重。

对促进境内外个人投资便利化而言,实际上,个人的合法财富选择何种货币资产形式呈现,投资在什么国家的市场,本应为个人的权利之一,过多人为干预可能导致本国居民福利的损失。而伴随着我国经济的不断发展和居民个人财富的快速增长,进一步开放个人境外投资,拓宽资金出境渠道,毫无疑问将有利于满足居民多元化投资意愿,并可能带动大量中国居民的境外就业,对外贸和“走出去”投资格局也会有较大促进

作用。而除了资本项目开放以外,笔者认为,今年人民币离岸市场、利率市场化以及更有弹性的汇率浮动机制等也将有进一步进展。

具体来看,离岸市场建设方面,香港作为最主要的人民币离岸市场发展迅速。当前香港资金池存款总量已超过1.1万亿元人民币,进入香港银行初步贸易结算交易的总金额超过5.07万亿元人民币,截至去年前10月点心债发行1666亿元,香港居民兑换人民币每日兑换上限的限制也已取消。新加坡、伦敦、台湾等离岸人民币市场自2012年以来也获得飞速发展,同时,德国、卢森堡、美国、加拿大也在努力争取成为人民币离岸中心,一个全球性的人民币离岸中心网络初显雏形。

利率市场化方面,如今贷款利率市场化已经完成,唯有存款利率仍存在上浮限制。今年2月央行曾借降息之际,将存款利率浮动区间上限由基准利率的1.2倍扩大至1.3倍,结合近期央行表态,伴随今年存款保险制度的推出与相关配套改革取得重大突破,今年利率市场化将完成最后一跃,即取消存款利率浮动限制。

当然,完善利率传导机制仍然任重道远,未来重点在于发展各类金融市场,打造基准利率体系,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。

汇率改革方面,与美元高度相关的汇率制度需要适时而变。一方面,从外部环境而言,增强汇率透明度与灵活度一直是中国面临的强大外部压力;另一方面,从内部诉求来看,美元走强与避险资金回流美国,导致近一段时间人民币对美元贬值态势加剧,外汇市场政策操作面临不小挑战。从这一角度而言,进一步推动汇率改革符合市场化改革方向,预计今年有望在扩大对美元波幅方面取得进展。

资本账户开放助推 房地产渐进“去杠杆”

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

从过去经验看,资本账户开放往往在若干年后,会成为新兴市场国家资本流动快进快出、金融危机爆发和房地产泡沫破灭的触发因素。其原理在于,新兴市场国家利率、汇率、房价等要素价格形成非市场化,存在着错位和套利空间,而一般贸易、房地产或金融相对于实体经济优先得到发展,外资进来以后往往投资于金融产品或房地产。当房地产风险积累到一定程度,或外围市场套利空间更大时,热钱就会撤出,从而导致房价泡沫破灭、财政或金融危机爆发。

一直以来,我国资本账户相对封闭,被认为发挥了安全垫的作用,这是我国能够在1997年亚洲金融危机、2008年国际金融危机,以及近年来发达国家“量宽”泛滥下,金融体系和房地产市场相对安全的屏障。因为,我国实体经济是在长期利率管制、汇率低估的“政策红利”框架下生存,服务业对民间开放有限,实体经济自身创新和竞争能力不足,再加上对房地产的依赖,房价高企和泡沫积累,由此形成的地方债务和不动产抵押,对银行业来说是潜在的风险敞口。若没有资本管制,过去全球流动性泛滥的10多年内,我国的房地产和金融风险、地方债务风险难以被“盖住”。

同时,资本管制是有成本的,房价高涨和房地产泡沫与资本管制脱不了干系。低估汇率支持出口竞争,造成经常项目长期顺差,外汇储备一路攀升至4万亿美元,人民币长期升值预期不改。其结果就是,外资利用资本管制漏洞,借道FDI、经常项目顺差等,进入国内并投资于人民币计价的资产(近年来主要是房地产)。同时,由于国内市场主体无法对外进行境外证券投资或直接投资,被迫进行结汇而使得央行外汇占款、外汇储备居高不下,国内人民币供应被迫扩大,央行政策独立不了。因此,过去10年内,通胀如影随形、房地产投资盛行、房价高估,借贷利率难以降低,这反而会吸引外资流入,形成新一轮循环。

如果资本账户对外开放步伐加快,货币超发、利率高企等吸引资本流入的因素定价扭曲现象将缓解,由货币供应和游资炒作导致的高房价和房价泡沫会部分回归均衡,这是倒逼我国房地产渐进“去泡沫”、“去杠杆”的一个有效手段,而国内一些楼市降温措施(如银行信贷、利率政策和房地产调控政策),受制于中央地方关系、地方债务、基建投资、经济增长等,往往无法发挥作用。更为关键的是,2008年以后,金融危机后的发达国家普遍去杠杆、推行低利率,这给国际投资者带来了机会,我国国内企业和个人可以低成本地投资于国际金融市场,甚至是对外直接投资等等,而不再仅仅投向国内的房地产市场,这样也可以倒逼国内金融领域与国际接轨,倒逼房地产市场回归正常。

资本账户开放以后,国际资本将呈现双向流动的趋势,而不是过去10多年基本上单向流入的不平衡态势。在我国出口竞争力下降、制造业产能过剩的情况下,资本流出会增加,这对于本已处于过剩并开始“去杠杆”的楼市来说,并非好消息。但是,尽管目前非金融实体经济的债务占GDP的比例达到190%,但大多是由国内的储蓄转化来的内债,“QFII”在A股市场的份额只占2%,而印度股市中40%是外资,印度尼西亚甚至达到50%以上的水平。2014年,我国房地产开发企业利用境外资本流出对中国楼市的影响不大。

从国内资本来看,我国房地产在过去10年内不断加杠杆,目前房地产的风险已经开始显露。如果资本账户实现开放后,一个自然的顾虑就是,国内居民和企业会将杠杆从国内房地产转移到国外证券投资、资本市场投资,甚至是直接投资,加速房地产泡沫破灭和金融风险的爆发。但是,国家对于资本账户开放上的姿态一直比较谨慎,遵循一个有弹性且有回旋余地的渐进性制度安排。在国际货币基金组织认可中国及其他新兴国家管理资本的合理性后,这种谨慎的思路会更加明确。

因此,即使2012年发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》提出,以扩大个人用汇自主权为着力点,进一步放开个人其他资本项目跨境交易”,但目前来看,我国资本账户开放仍将遵循“先流入后流出、先长期后短期、先机构后个人、先实体后虚拟”的顺序,个人短期资本流出境外,将会被置于资本账户开放的最后一歩。即使短期跨境资本流动监测到异常,也可以通过提高流出的价格、税收等短期措施来堵塞。

同时也要看到,资本账户对外开放以后,资本流入也会增加,而非单向流出。通过“一带一路”和丝路基金、亚投行等,中国产能过剩、资本盈余这一国内局部问题将在亚太和全球的全局范围内缓解,甚至不再是问题。而且,通过重塑中国制造的竞争优势、产业结构的调整,城镇化将迎来“以人为本”的阶段。一方面,流入的资本会投向高端制造业和基础设施,这是练好内功、夯实国内实体经济,从而避免国内外资金逃离房地产最有效的手段;另一方面,城镇化也将会缓解资本流出房地产带来的需求空白。

做好预期管理是放松个人外汇管制的关键

□中国建设银行总行金融市场部 韩会师

近日,央行行长周小川在多个场合表示,2015年将加快推进资本项目可兑换,特别指出将进一步便利境内外个人投资,这预示着个人外汇管制的放松步伐有望加快。

我国个人经常项目下已基本实现可兑换,资本与金融项目下管制较多。目前境外个人参与境内投资的主要渠道还是QFII,境内个人参与境外投资的主要渠道则是QDII。“沪港通”虽然提供了境内个人参与香港股市、境外个人参与境内股市的通道,但资金封闭运行的特点使得境内外投资者不能将资金在对方市场长期停留。总体来看,境内外个人均不能便捷、自由地在对方市场投资。随着个人外汇管制的放松,境内外个人在对方市场大规模投资的障碍将被消除,并可自主决定资金回流时机,这不但有助于优化个人资产配置结构,还有利于提高我国外汇资产总体投资效率,促进境内外市场的互通互联,但同时也对跨境资金流动和汇率管理提出了更高的要求。

提高外汇资产运用效率

长期以来,外汇储备投资是我国对外投资主要渠道,然而随着外汇储备规模的扩张,提升投资收益难度渐增,特别是次贷危机爆发后,以美国国债为代表的低风险资产收益率大幅下挫,美国10年期国债收益率一度跌至1.5%以下。外汇储备一方面因规模庞大难以迅速调整资产组合结构,另一方面其安全性第一的投资原则也使得储备投资难以通过丰富投资品种提高收益。

与外汇储备投资相比,个人境外投资具有分散化、个性化、机动灵活的优势,个人投资者可将

庞大的外汇储备化整为零,在外汇存款、债券、股权、房地产、贵金属,乃至大宗商品等诸多领域分散投资,构建个人全球化的资产组合。从国际经验看,个人外汇资产投资收益率普遍高于政府或央行主导的储备投资。

应遵循渐进和可控原则

在个人外汇管制放开的顺序上,从政策的稳健性和个人风险管理的角度出发,一般需要遵循先经常项目后资本与金融项目,先高净值个人后中低净值大众,先专业投资精英后非专业人群,逐步扩大可兑换额度后完全放开额度限制,先部分区域试点后全国范围铺开的基本原则。

在具体操作中,可先从部分自由贸易区进行试点,首先放松自贸区范围内较多专业投资经验的高净值个人的外汇管制,逐步取消目前个人年度购汇5万美元的额度限制;在取得一定经验后,还有利于提高我国外汇资产总体投资效率,促进境内外市场的互通互联,但同时也对跨境资金流动和汇率管理提出了更高的要求。

挑战国际收支安全和汇率稳定

个人行为对跨境资金流动的影响并不小于企业。通常认为,企业层面的资本项目开放容易导致跨境资本大规模进出,但实际上,企业大规模运作资金进出需要较高成本,即使母国和东道国大幅降低交易成本,如利息率、税率、汇兑等方面政策的约束,跨国公司还要受到母子公司之间财务管理制度的限制。相对而言,居民个人资产结构调整远比企业更为灵活。个人作为独立的经济单位,一旦取消其汇兑上的约束,“船小好调头”的特点将得到充分发挥,个人对宏观经济波动及汇率涨跌的预期,会

十分迅速地反映在其个人资产结构调整上,从而直接影响跨境资本流动和汇率波动。

居民个人资产结构调整可以导致庞大的资本流动压力。根据我国现行法规,个人年度购汇额度为5万美元,这就意味着1亿国人的集体行动就会造成5万亿美元的外汇兑换需求,我国不足4万亿美元的外汇储备很难抵挡如此巨大的压力。

这并非杞人忧天。2014年以前,人民币单边升值预期主导市场,境内居民持有外汇的意愿很低,但2014年2月之后,随着人民币大幅双向波动,人民币单边升值预期弱化,随着美元指数在美联储加息预期刺激下持续走强,人民币贬值压力明显抬头,境内居民持汇意愿随之增强,外汇储蓄存款和外币现钞兑换量大幅增长。虽然由于境内人民币利率较高,目前并未发生集中的个人外汇兑换大潮,但如果民众对人民币产生了趋同的大幅贬值预期,出于财富保值目的而大规模兑换美元并非不可能,个人财富较多的居民也可以雇佣他人代其兑换以规避5万美元的个人购汇上限,所以极端情况下居民个人外汇兑换需求在理论上将远超5万亿美元。

一旦出现上述种情况,将把央行逼到死角。如果任由居民兑换外汇,外汇储备很可能迅速被兑换一空,央行将失去调控市场最重要的依仗,经济稳定堪忧;如果收紧居民购汇政策,则将严重恶化央行信誉,对人民币国际化进程的推进造成重大负面影响;央行如果允许人民币大幅度贬值以提高居民购汇成本,则将直接刺激人民币贬值预期的自我实现,随着人民币的贬值,居民增加外汇资产配置的意愿可能更强,这将进一步增大人民币贬值压力,形成贬值与贬值预期彼此强化的恶性循环。放松个人账户管制必然需要放松目前5万美元的年度购汇限制,但无论是采取逐步扩大个人外汇兑换需求在理论上将远超5万亿美元。

一旦出现上述种情况,将把央行逼到死角。

如果任由居民兑换外汇,外汇储备很可能迅速被兑换一空,央行将失去调控市场最重要的依仗,经济稳定堪忧;如果收紧居民购汇政策,则将严重恶化央行信誉,对人民币国际化进程的推进造成重大影响。

因此,即便2012年发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》提出,以扩大个人用汇自主权为着力点,进一步放开个人其他资本项目跨境交易”,但目前来看,我国资本账户开放仍将遵循“先流入后流出、先长期后短期、先机构后个人、先实体后虚拟”的顺序,个人短期资本流出境外,将会被置于资本账户开放的最后一歩。即使短期跨境资本流动监测到异常,也可以通过提高流出的价格、税收等短期措施来堵塞。

同时也要看到,资本账户对外开放以后,资本流入也会增加,而非单向流出。通过“一带一路”和丝路基金、亚投行等,中国产能过剩、资本盈余这一国内局部问题将在亚太和全球的全局范围内缓解,甚至不再是问题。而且,通过重塑中国制造的竞争优势、产业结构的调整,城镇化将迎来“以人为本”的阶段。一方面,流入的资本会投向高端制造业和基础设施,这是练好内功、夯实国内实体经济,从而避免国内外资金逃离房地产最有效的手段;另一方面,城镇化也将会缓解资本流出房地产带来的需求空白。

把握人民币国际化与资本项目开放节奏

□中国社会科学院金融研究所副研究员 郑联盛

2008年国际金融危机全面暴露了以美元为主导的国际货币金融体系的不稳定性、不对称性和不平等性等本质缺陷,摆脱美元“依赖症”并实现国际货币体系多极化发展已经成为金融危机后的重大历史趋势。在金融危机之后,人民币国际化成为国内金融改革的重大议题。在十八届三中全会全面深化改革开放型经济新体制的战略要求下,金融管理当局在不同场合都提出稳步推进人民币国际化。人民币国际化是完善金融市场体系、构建开放型经济新体制和顺应国际货币体系多极化发展趋势的重大支撑。

人民币国际化是渐进过程

主权货币国际化是指一个经济体的主权货币获得国际社会的广泛认可和接受,并发挥计价单位、交换媒介和价值储备的功能。回顾国际金融体系的发展和主要国际货币的形成过程,一个主权货币国际化的模式大致可以分为三种:第一种模式是通过国际货币体系的制度安排来实现本币国际化;第二种模式是通过区域货币制度安排来实现货币国际化;第三种模式是通过实体经济经济发展和金融深化来推进

人民币国际化进程中亦出现了诸多的问题。一是人民币跨境贸易结算存在“跛足型”结构,以规模和增速衡量其发展具有一定的“虚假繁荣”成分。人民币贸易结算80%-90%是进口贸易结算,而不是对出口商较为有利的出口贸易结算。二是投资货币功能仍然是极为初步的,人民币远未在国际资产市场中扮演重要角色。截至2014年中,人民币总资产总值仅为2500亿美元,约为全球市场的0.1%,与秘鲁新索尔、菲律宾比索相当。三是人民币在官方储备中的比例低,货币互换协议并未真正体现人民币储备货币功能。

更为重要的是,人民币国际化受制于资本项目开放。处理好与资本项目开放的关系是人民币国际化的第一要害。若以资本项目开放来促进人民币国际化,是本末倒置、得不偿失、缺乏大局观的危险行为。人民币不能自由兑换、资本项目没有完全开放使得人民币资金双向流动,资本市场双向开放以及人民币资金池、资产池制度性扩大面临制度性瓶颈,人民币国际化难以快速有效推进。人民币国际化最大的制约在于资本项目开放,但是,目前出于内外风险的统筹不宜全面快速开放资本项目,这决定了人民币国际化不能“拔苗助长”。

离岸市场是“桥头堡”

人民币离岸市场是人民币国际化的“桥头堡”。在协调好资本项目开放的条件下,大力发展人民币离岸市场,稳步推进人民币国际化。这是人民币国际化在资本项目开放受制约条件下最为重要的突破口。离岸人民币市场发展有助于深化跨境人民币贸易结算和对外直接投资机制建设。一旦离岸人民币市场高度发达,海外进口商愿意持有人民币,出口贸易结算将会发展起来,在通过政策引导、市场机制扩大出口环节的人民币结算比例,同时逐步扩大人民币对外直接投资的规模和范围,将进一步发挥人民币结算与投资功能。离岸人民币市场发展有助于夯实人民币投资货币功能强化的基础。发展“点心债”(香港)、“狮城债”(新加坡)、“宝岛债”等国际债券市场,将扩大离岸人民币资产池,同时形成与国债市场、金融债、企业债等国内债券市场互动格局,人民币资产市场广度不断扩深,深度不断深化,这将逐步形成人民币的投资功能。离岸人民币市场发展有助于推进人民币在周边地区贸易、投资和资本往来的使用,以至被周边国家货币当局所持有,进一步激发储备功能,同时,使得人民币周边化具有更为良好的基础,周边化是人民币国际化的重点和突破口。