

## 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速快出、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，或外国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，对银行业资产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，央行货币政策独立不了。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，这反而又会吸引外资流入，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要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，往往无法发挥效果。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，而不再仅仅投向于国内的房地产市场，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外资仅占到到位资金的0.5%。因此，合计不到3%的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，遵循一个有弹性和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步。即便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“一路一带”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力、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。

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性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。

### 购汇额度，还是一次性取消额度限制，都会将极端情况下国际收支和汇率波动的风险放大。

#### 做好预期管理是关键

人民币全面可兑换进程的推进意味着市场供求关系将进一步对资源配置起基础性作用，但这并不意味着货币当局放弃对市场的管理，实际上全世界也不存在对市场完全不加干涉的国家，只是形式存在区别而已。

随着个人外汇管制的逐步放开，行政指令与直接干预的作用必然逐步弱化，此时货币当局的市场预期管理能力将面对重大挑战。必须有效引导市场预期，防止市场对人民币反复产生强烈的单边升值或贬值的趋同性预期，否则很容易造成跨境资金大规模集中进出，这不但将极大增加外贸企业的经营风险，同时也会通过冲击境内整体流动性对资产价格、通胀水平产生影响，进而对宏观经济调控提出挑战。

有效的预期管理一方面需要货币当局与市场保持有效沟通，积极引导市场情绪；另一方面则需充分利用央行中间价和雄厚的外汇储备，在 market 出现与经济基本面严重偏离的恐慌性行情时平抑市场过度波动。

总体来看，放开个人外汇管理是人民币国际化的客观需求，对提高居民个人全球资产配置水平及提高我国外汇资产投资整体收益均大有裨益。但在全球经济复苏进程仍不稳定的背景下，增强市场预期管理能力，以充分透明的信息沟通与市场化了的汇率管理手段有效引导市场情绪，确保人民币贬值预期得到有效控制，避免人民币暴暴跌跌对于稳步推进个人外汇管制的放松至关重要。

#### 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，海外进口商就愿意持有人民币，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）、“鹏城债”（新加坡）、“宝岛债”等国际债券市场，将扩大离岸市场人民币资产池，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大，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。

## 观点与观察Opinion

# 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化改革进一步完善，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，这其中最令个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放松，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，中国经济总量已经居于世界第二，出口额、外汇储备位于世界第一。然而，当前人民币的自外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，也有望提升多方各领域合作，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外发行股票和债券；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，过多人为干预可能造成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

### 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5亿美元的外汇兑换需求，我国不足4亿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，外汇储蓄存款和外汇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

#### 货币国际化。

根据主权货币国际化的三种模式分析，由于缺乏国际货币制度安排以及区域货币合作机制，人民币国际化较为现实的路径是内生性的货币国际化模式。内生性货币国际化模式基本是一个自然的历史过程，一般要与经济发展、金融深化和对外开放的进程相匹配，与经常项目、资本项目和金融体系开放相协调，如果采取激进的推进模式可能适得其反。一定意义上，人民币国际化是一个渐进的过程。

在过去几年的实践中，人民币国际化业已取得初步的成果。一是跨境人民币贸易结算占比持续提升，结算功能不断夯实。2014年人民币结算规模高达6.65万亿元，同比增长41%，占比整个贸易规模的比例从2013年的24.5%提升至25.2%。二是人民币计价功能开始发力，人民币资产多元化发展，境外人民币离岸市场蓬勃发展，人民币投资货币功能开始显现。三是官方接受人民币的程度提高，货币互换协议触发了人民币储备货币的基本职能。境外货币当局外汇储备资产中拥有人民币的经济体近20个。自2008年12月以来，中国央行已经跟28个国家和地区的央行签署了总额近3万亿元人民币的货币互换协议。