


自贸区研究系列  
中国自由贸易试验区协同创新中心

陈文成 著


# 自由贸易账户论

中国(上海)自由贸易试验区  
金融改革的理论与实践

# 金融

出版社  上海人民出版社





陈文成 著

# 自由贸易账户论

中国(上海)自由贸易试验区  
金融改革的理论与实证

格致出版社  上海人民出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

自由贸易账户论:中国(上海)自由贸易试验区金融改革的理论与实践/陈文成著.—上海:格致出版社:上海人民出版社,2015

(自贸区研究系列)

ISBN 978-7-5432-2501-5

I. ①自… II. ①陈… III. ①自由贸易区-金融改革-研究-上海市 IV. ①F832.751

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 052854 号

责任编辑 钱 敏 邱盈华  
装帧设计 路 静

自贸区研究系列

自由贸易账户论——中国(上海)自由贸易试验区金融改革的理论与实践  
陈文成 著

出版 世纪出版股份有限公司 格致出版社  
世纪出版集团 上海人民出版社  
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)



编辑部热线 021-63914988  
市场部热线 021-63914081  
www.hibooks.cn

发行 上海世纪出版股份有限公司发行中心

印刷 苏州望电印刷有限公司  
开本 787×1092 1/16  
印张 15.25  
插页 3  
字数 244,000  
版次 2015年5月第1版  
印次 2015年5月第1次印刷

ISBN 978-7-5432-2501-5/F·823

定价:42.00 元

# 序 言

账户是最基础的金融设施,上海自贸试验区以账户为核心的金融改革将对我国金融业产生深刻影响。如果说加入 WTO 是我国的制造业融入世界,那么资本项目开放则是我国的金融业融入世界。自由贸易账户是资本项目可兑换先行先试的载体,为实现本外币之间、外币之间自由兑换提供了金融工具。分账核算单元创造了一个与境外资金相通、与境内金融体系风险相对隔离的金融环境,在这个环境中可以构建与国际金融同步的规则,对内试点推进金融业的综合经营、加速金融市场化改革进程;对外构建金融要素市场的国际板、推进金融机构的国际化经营。青木昌彦等提出了制度变革中的“多米诺骨牌战略”:首先在各种制度中确定位于最基础部位的制度结构,通过改革这些基础结构,像推倒多米诺骨牌那样地对相互关联的制度结构进行改革。而上海自贸试验区在账户层面的改革,有可能产生多米诺骨牌效应。

自由贸易账户为金融机构的业务创新提供了广阔空间。金融机构为客户提供自由贸易账户服务的基础是构建分账核算单元,而分账核算单元完全是建立在信息技术基础上的虚拟金融机构,金融机构创建分账核算单元的过程也是整合、拓展金融业务并与信息化、数字化技术紧密结合的过程,分账核算单元业务报文所涉及的金融业务将促进金融机构开展综合服务。自由贸易账户本外币合一的特征,使得非银行金融机构的分账核算单元直接取得外汇交易的资质,而自由贸易账户关于跨境资金的管理规定,使得金融机构可以将境内金融服务的链条一直延伸到境外。自由贸易账户本质上是为国际贸易和投资服务,金融机构将在为实体经济提供更好的服务中拓展业务创新空间,并扩大我国金融服务业的出口。

本书是国内首部专题论述上海自贸试验区金融改革的著作。书中系统介绍了改革的背景和框架,核心围绕金融机构分账核算单元和自由贸易账户的制度设计

和金融实践,提出了关于上海自贸试验区金融机构业务创新和金融要素市场开放的有益建议,并对试验区金融改革进行了阶段性总结和前景展望。作者长期在我国央行系统工作,曾经参与了上海自贸试验区金融改革的过程。该书将金融理论和实践进行了较好的结合,相信对于国内其他拟设的自贸区、相关金融政策研究人员及金融实务工作者都有启示意义。

是为序。

万建华

上海新金融研究院理事长、国泰君安证券董事长

# 目 录

第 1 章	上海自贸试验区金融改革的背景	001
1.1	内部因素:增强金融服务实体经济的力量	001
1.2	涉外因素:人民币国际化下的资本项目开放	005
1.3	触发因素:中美双边投资协定谈判	016
第 2 章	上海自贸试验区金融改革的框架与内容	022
2.1	金融支持上海自贸试验区建设的整体思路	022
2.2	金融支持上海自贸试验区建设的主要内容	027
第 3 章	分账核算单元	052
3.1	FTU 的概念	052
3.2	FTU 与相关国际经验	057
3.3	FTU 的建设要求	067
第 4 章	自由贸易账户	074
4.1	自由贸易账户的概念	074
4.2	自由贸易账户的功能	083
4.3	自由贸易账户的监管	091
第 5 章	自由贸易账户与金融机构业务创新	099
5.1	上海自贸试验区客户需求与金融创新	099
5.2	商业银行业务创新	103
5.3	证券公司业务创新	106
5.4	其他金融机构业务创新	115

第 6 章	自由贸易账户与金融要素市场开放	126
6.1	金融要素市场国际板的参考模式	127
6.2	各类金融要素市场国际板的特殊性	136
6.3	新型国际金融资产交易市场的构建	147
第 7 章	上海自贸试验区金融改革的经验、挑战与前景	153
7.1	上海自贸试验区金融改革的经验与模式	153
7.2	上海自贸试验区金融改革的困难与挑战	157
7.3	上海自贸试验区金融改革的前景与建议	162
7.4	总结与展望	179
附录一	国务院关于上海自贸试验区建设的总体方案	181
附录二	中国人民银行金融支持上海自贸试验区建设 30 条意见	191
附录三	中国银监会金融支持上海自贸试验区建设 8 条意见	195
附录四	中国证监会支持上海自贸试验区建设 5 条意见	197
附录五	中国保监会支持上海自贸试验区建设 8 条意见	198
附录六	上海自贸试验区扩大人民币跨境使用政策	199
附录七	上海自贸试验区外汇管理改革政策	203
附录八	上海市支付机构开展跨境人民币支付业务政策	209
附录九	上海自贸试验区分账核算业务及风险审慎管理政策	214
附录十	上海自贸试验区小额外币利率市场化政策	227
附录十一	上海自贸试验区反洗钱政策	230
附录十二	上海自贸试验区银行业监管制度安排	234
附录十三	上海自贸试验区简化保险行政审批政策	238

# 第 1 章

## 上海自贸试验区金融改革的背景

中国(上海)自由贸易试验区(以下简称“上海自贸试验区”)金融改革是我国史无前例的一次银、证、保综合性地方金融试验。改革的出发点是支持实体经济发展,而不是单纯为金融创新而创新;核心是以自由贸易账户制度为基础,而不是局限于物理的自贸区地域;目的是探索一种新型、示范性的金融开放模式,而不是以离岸金融为建设目标。上海自贸试验区金融改革有着深刻的国内、国际背景,同时也是在自贸试验区试行中美 BIT 谈判条款的考虑下,为国家而进行的金融压力测试。

### 1.1 内部因素：增强金融服务实体经济的力量

中国政府一直将实体经济的发展与需求放在首位,通过金融体系将资源配置到实体经济最需要的环节。2008 年金融危机之后,政府进一步强化了“金融服务实体经济”的基本方针,这也是上海自贸试验区金融改革围绕的中心思想。这个政策基调的确立,主要源自两方面的原因:

一是对美国次贷危机的深刻反思。金融发展历史上出现的多次危机,都从反面印证了脱离实体经济、单纯逐利的金融创新将集聚巨大风险,美国次贷危机也是在重复历史。次贷危机暴露了美国金融业与实体经济严重脱节的缺陷,再次警示金融创新的边界以及国民经济发展必须立足于实体经济的客观现实。

二是对本国经济金融现状的深刻认识。我国的理论界和经济金融实践一直高



度重视实业发展。新中国成立以来的长期经济建设都强调物质财富的创造,金融业一直定位于服务实体经济,政府对金融机构自我繁荣、自我膨胀产生的风险比较警惕,历史教训也确实很多。因此,对内在物价改革和企业产权改革之后很长时间才缓慢推进金融改革,对外则一直是将引进外商直接投资置于重中之重,对金融性融资慎之又慎,这种改革思路保障了三十多年来中国经济的高速发展和社会的基本稳定,实践证明是正确的。

目前的现实是,中国金融业过分挤占实体经济的利润、工商企业脱实就虚、经济发达地区产业空心化等情况已比较明显,长期发展下去将产生严重负面影响,甚至超出经济金融的范畴。在金融业和实业的天平中,一个更高层次的考虑因素是中国人口众多,就业压力巨大的现实。没有就业,就没有稳定;没有稳定,其他的都是空谈。欧美可以将劳动密集型产业转移到发展中国家,发展高科技、智力密集型产业,用第二、第三产业的征税补贴人口占比2%—4%的农民,但中国很难复制同样的道路。在中国,城市的工资水平远高于农村,在工人和农民的收入基本拉平之前,农民工大规模进城的过程将不会结束。而在地域空间上,我国东、中、西部经济发展的不平衡性,会引导发达地区的过剩产业逐步向欠发达地区转移,而不是大规模转移到境外。我国已经建立了完整的产业链,本土的工业化革命将会一直持续下去,并将世界产业革命终结在本国,这里的核心是解决就业,保障社会秩序。美国政府在金融危机后提出重振本土制造业,也是为创造更多的就业机会,但美国昂贵的人力成本很难从世界产业链条中取走能够高容纳劳动力的制造环节。金融业的本质是一个中介产业,也属于服务业,但其吸纳的劳动力有限。中国银行业在过去的黄金十年拿走了与其在国民经济中不匹配的超额利润,未来是应该缩小利差、回补实体经济,回归到服务实业的本质。实体经济是解决中国主要就业人口、保证社会安定的基础,实体经济要得到金融业更好的服务,需要降低融资成本,需要获得合理的利润分配比例以保证基本的发展。

### 1.1.1 实体经济对金融业的现实需求

实体经济——主体包括企业和个人,客体包括生产实物的农业、制造业和服务业——发展与金融支持之间的矛盾,或者说实体经济对金融业的意见主要表现在

三个方面。

### 1. 企业融资难,融资成本高

缺钱的中小微企业很难融到资金,能够通过银行方便融到资金的多是国有企业、大型企业;低成本融资的大企业并不缺钱,而是将很多资金投向委托理财等领域,变相推高了资金成本,导致中小微企业的融资成本畸高,只能被动接受扭曲的利率;但金融市场上资金并不紧张,M2的总量与增速决定了货币供应总量十分充足,但绝大多数货币沉淀在央行票据、国企负债、地方政府融资平台,效率低下,而本应通过商业银行输送的信用,很大比例又被金融同业业务所消耗。这里需要解决两个问题:

一是低成本融资问题。缓解融资成本高是一个系统性、长期性的工作,包括需要保持货币信贷总量合理增长、加快利率市场化改革、丰富融资渠道、大力发展直接融资、缩短企业融资链条、清理不合理的通道和过桥环节、取消不合理的融资收费、降低金融业准入门槛等。但从融资来源角度分析,有境内和境外之分。从境内角度看,境内融资的贷款利率虽然放开,但是存款利率还是管制,不论是央行确定的基准利率,还是余额宝、民间借贷等为代表的市场化存款利率,都处于一个较高水平,资金成本高企决定了靠行政指令解决一点融资手续费问题,对降低融资成本无济于事。从境外角度看,2009年起我国施行人民币跨境使用政策,目前在境外离岸市场估计保有2万亿左右的人民币,其中中国香港在1万亿左右,中国台北存有4000亿,新加坡、伦敦、布鲁塞尔、法兰克福等国家或地区都在千亿规模以上。由于我国资本项目未完全开放,境外人民币的投融资渠道狭窄,这造成境外人民币价格较大幅度低于境内,由此也是银行通过国际贸易融资、企业通过转口贸易获取境内外利差的原动力。此外,在发达国家宽松货币政策下,境外美元、欧元等国际货币的利率更是远低于国内金融市场。是否可以在有效控制资金套利的条件下,利用境外人民币及外币支持境内实体经济?这里涉及资本项目开放的尺度和把握问题,相对于经常项目物流跟踪下资金的有因性,资本项目下的资金流动是无因的,资本项目开放是双刃剑,新兴发展中国家发生的金融危机几乎全部与其相关。在境内外存在较大利差的情况下,资金套利是不可避免的。上海自贸试验区通过一般人民币结算账户下实缴资本倍数境外人民币借款、分账核算单元下的自由贸易账户制度等探索,在降低试验区内企业融资成本的同时,有效抑制跨境套利方面进行了积极探索并取得良好成效。

二是利率市场化问题。发挥市场在资源配置中的决定性作用就必须实现利率

的市场化。为了稳步推进利率市场化改革,人民银行确定了“先贷款后存款,先外币后本币”的四步走战略。在上海自贸试验区推进外币利率市场化改革试点工作,是四步走战略的其中一步。上海自贸试验区外币存款的规模有限,市场套利空间不明显,在自贸试验区率先实现外币存款利率的完全市场化,在负债产品市场化定价上先走一步,可以为下一步深入推进利率市场化改革积累经验。

### 2. 金融管制过多,业务程序复杂,不利于企业参与国际竞争

实体经济普遍感到跨境资金流动管制还比较多,包括外汇管理和人民币跨境使用政策方面审核程序偏严、办理时间较长,不仅是资本项目,还包括经常项目下的许多业务,金融机构须按照监管机关设定的环节与要素进行审核的各类结算凭证过多过细,并且审核的过程较长,增加了实体经济不必要的成本。此外,上海自贸试验区内很多跨国企业反映,与新加坡、中国香港等亚洲其他国际金融中心比较,企业在账户使用的便利化和自由化程度、跨国资金的集中管理方面、货币自由兑换方面以及资产配置和风险对冲管理上,上海的差距还比较大,存在的各类管制还比较多,不利于企业参与国际竞争。

上海自贸试验区金融简政的思路是希望与国际金融界惯例接轨,赋予一线金融机构更多的权利和义务,切实简化手续,提高金融服务效率,更好地服务中小企业,更多地吸引跨国公司,将投资、管理、运营和研发中心更多落户上海。上海自贸试验区金融改革将“了解你的客户”、“了解你的业务”和“尽职调查”三项国际展业原则作为开展业务的基石,放权金融机构,监管机关主要通过事中、事后监督,以非现场监测方式进行风险监控。同时,在账户管理方面、资金汇兑、跨国集团资金池业务、经常项目下集中收付、满足企业全球资产配置和丰富风险对冲工具方面,推出了可操作性的政策措施。

### 3. 金融业市场准入过严

民营企业在新设或者参与投资金融机构的权利、机会和规则方面受到限制,金融机构分支行(公司)设立审批程序过严。尽管我国经济中大多数领域都实现了市场配置资源,但是在一些关键领域,尤其金融领域却一直由公有经济控制,完全意义上由民营企业设立的金融机构只有民生银行一家。民间资本进入金融业,对于动员社会资金进入实体经济,促进金融机构股权结构多元化,激发金融机构市场活力具有重要意义。上海自贸试验区金融改革在民营企业设立金融机构方面理应走

在前列。此外,长期出于审慎监管的考虑,我国金融监管机关对于某些类型的金融机构,比如财务公司、汽车金融公司、信托公司等并不批准设立分支机构,而对于能够设立分支机构的审批程序极为严格,在批准筹建、开业、高管人员任职审查等环节上的要求,与国际上比较则过于苛刻。上海自贸试验区金融改革在分支机构设立与审批方面,理应探索进一步简政放权、从事前审批向事后报告转变等市场化管理道路。

### 1.1.2 金融业自身发展的问题

“金融服务实体经济”是对欧美发达国家金融创新严重脱离实体经济、金融业过度虚拟化的反思。但是,我国金融业的发展水平与欧美国家不是一个层次。我国的利率还未实现市场化,金融业还受到严格的分业经营法律框架的约束,金融机构国际化经营程度以及国际竞争力都还比较低,金融产品还比较初级,金融市场的规模、深度、开放程度等也还相当的不足。

上海自贸试验区金融改革坚持“金融服务实体经济”的基本原则,并非是限制金融创新,而是强调在风险可控的条件下,金融机构在为实体经济提供更好服务的同时获得经营机遇,在实体经济真实需求基础上开发深化金融产品。上海自贸试验区金融改革的核心是账户管理制度改革,各类金融行为的共同特征是资金的运动,资金的起点和终点都要落实到金融账户上,账户是最基础的金融设施,账户改革是金融改革和创新的基点。通过在自贸试验区构建起与境外资金相通、与境内区外风险相对隔离的“电子资金围网”,为市场主体提供一个相对与国际通行规则衔接的金融环境或者平台,为金融机构探索国际化经营积累人才、经验与技术,为金融要素市场面向国际投资者开放提供载体、工具与通道,通过在区域扩大金融开放的力度,为全局性改革提供经验、教训和启示,并有可能对内推动金融业的改革。

## 1.2 涉外因素:人民币国际化下的资本项目开放

如果说加入WTO是中国第一次入世,是商品和服务的入世,那么资本项目开

放将是中国第二次入世,是金融和资本的入世。资本项目开放、资本项目可兑换和人民币国际化是三个相互联系的概念。

一是资本项目开放,指国际货币基金组织(IMF)定义的“资本和金融账户”下外币(自由兑换成本币)和本币的跨境自由流动,包括外币资本管制的取消和本币资本管制的取消,或者说是外币资本项目开放和本币资本项目开放。在本书中资本项目开放、资本账户开放、资本账户自由化是同义语。

二是资本项目可兑换,指对“资本和金融账户”取消外汇管制(针对本外币汇兑环节设置的行政管制),实现外币自由兑换并进出国境,它是以政策供给为主导,本质是逐步放松对外币资本跨境流动的管制。资本项目可兑换是对外币而言的,是资本项目开放的一种形式,但不是唯一一种。

三是人民币国际化,指人民币逐步被国际市场接受,进入非居民的资产负债表,在国际经济活动中承担计价、结算、价值储存等货币功能的过程,它以非居民对人民币的需求为主导,包括人民币在“经常项目账户”与“资本和金融账户”下自由进出国境,前者已经实现,后者正在推进,本质是逐步放松对人民币资本跨境流动的管制,从此意义上讲也是资本项目开放的一种形式。即使实现资本项目可兑换,也未必会实现人民币国际化;而实现人民币国际化(主要标志是人民币成为国际货币)的条件则包括资本项目可兑换,即要保证外币能自由兑换成人民币。

在人民币跨境使用之前,资本项目开放政策围绕本外币汇兑、且由外币主导;2009年以来人民币跨境使用规模迅速扩大<sup>①</sup>,为本币主导的资本项目开放奠定了基础。目前推进的以本币主导的资本项目开放进程,不同于其他新兴转轨国家以外币主导的资本项目开放,其具有更多有利条件规避风险。上海自贸试验区在投融资汇兑便利化(即资本项目开放)改革中也是主要采取了本币主导的思路,同时在放松资本项目可兑换的外汇管制方面进行积极探索。

---

<sup>①</sup> 截至2014年10月,前三季度人民币跨境收支已经达到4.8万亿,人民币已经成为我国第2大跨境支付货币,人民币占全部本外币跨境收支的比重已接近25%,货物贸易进出口的人民币结算比重则超过15%,与我国发生跨境人民币收付的国家达到174个。中国人民银行与26个境外央行签署了货币互换协议,总额近2.9万亿元。转引自《胡晓炼副行长出席跨境人民币业务五周年座谈会并讲话》,央行网站:[http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/54/2014/20141020175547848931415/20141020175547848931415\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/54/2014/20141020175547848931415/20141020175547848931415_.html)。

### 1.2.1 资本项目可兑换的制度安排

在我国,逐步扩大金融业的对外开放,已经不是一个需要争论的问题。金融业的对外开放与资本项目可兑换密切相关,甚至在很多领域是同一个问题。一国是否宣布本国货币资本项目下实现自由兑换并没有一个统一标准,资本项目可兑换从来就不是不受限制“完全”的、没有约束“自由”的可兑换。按照 IMF 的分类,目前我国多数资本项目已经可自由兑换或者基本自由兑换,剩余的皆为攻坚项目。过去,我国资本项目可兑换的基本模式是沿用专项资金封闭管理的专用账户方式,上海自贸试验区试图通过的自由贸易账户将为资本项目可兑换提供新的工具和载体。

#### 1. 可兑换的标准

首先,国际上并没有资本项目可兑换的统一标准。IMF 章程第 8 条规定了经常项目可兑换,成员国宣布接受该条款约束,即被认为该国实现了经常项目可兑换,这里有明确的标准。但 IMF 并没有给出资本项目可兑换的定义和标准,IMF 也不判定一国是否实现资本项目可兑换。

其次,要理性看待 IMF 对资本项目可兑换的态度。在法律意义上,章程赋予了 IMF 推动各国经常项目可兑换的责任,但并没有赋予其推动资本项目可兑换的职责,IMF 也没有对成员国施加压力的法定义务,也不充当裁判员。但由于 IMF 在国际金融界的地位和影响力,其观点和态度被各国政府所高度重视。

IMF 对可兑换的态度大概可以分为三个阶段:一是成立之初到布雷顿森林体系瓦解之前,IMF 反对资本的自由跨国流动,维护固定汇率制度。当时美国的怀特和英国的凯恩斯都认为造成国际贸易秩序混乱的原因是各国竞相货币贬值与资本的自由流动,贸易自由与金融自由是冲突的。资本管制和抑制资本投机流动是布雷顿森林体系的核心思想。二是布雷顿森林体系瓦解之后,IMF 积极建议资本账户自由化。特别是基于 1989 年倡导的“华盛顿共识”,IMF 的多篇研究报告力推转轨国家和发展中国家减少政府干预,促进贸易和金融自由化。三是东南亚金融危机以后,IMF 的研究报告建议更加重视可兑换的前提条件、开放次序,并主张对短期资本流动进行必要限制,而不再是完全的、自由的、不受管制的可兑换。

再次,要理性观察各国的金融实践。就欧美发达国家而言,也不存在不受限制的跨境资本流动,自由可兑换只是相对的,各国在反洗钱、反恐、反逃税、维护国家安全及宏观审慎管理名义下,都可以保留管制措施,特别是针对短期资本。就新兴和转轨国家而言,其宣布资本项目可兑换时,实际上仍然保留很多管制。如在宣布资本项目可兑换时,韩国对内外双向证券投资、境内房地产投资保留严格管制;俄罗斯除了在直接投资清盘和房地产交易两大项实现了完全可兑换外,其余五大类、26个子项均存在不同程度的资本管制;印度对单一外资及所有外资持有一家印度公司的股份比例有特殊限制。<sup>①</sup>

## 2. 可兑换的条件

根据IMF及诸多学者的研究,资本项目可兑换需要满足宏观经济稳定、金融监管完善、外汇储备充足和金融机构稳健等四项前提条件。但是很多国家,比如法国、西班牙、俄罗斯、波兰、巴西、哥伦比亚等宣布可兑换时的经济条件并不好,至少综合指标并不如现在的中国,但从可兑换之后的效果来看,基本上还是成功的。因此,资本项目可兑换并没有绝对的前提条件,很大程度上是政府的决心问题。

我国宣布实现经常项目可兑换是基于1994年政府决定人民币汇率双轨制的并轨,当时主要部委都持反对意见,只有国家体改委认为不存在充分条件<sup>4</sup>,应当并轨,这一观点得到了国务院领导的支持,后来事实证明决策是果断成功的。支持资本项目可兑换的主要理由是:可兑换有利于资本在全球分散风险,促进经济增长,而管制的本质是政府干预,会扭曲市场行为。但在近几十年历次金融危机中,新兴发展中国家发现资本项目管制是抵御危机的有效手段,因为其有效隔离了国内外金融市场。

## 3. 可兑换的距离

根据2011年IMF的《汇兑安排与汇兑限制年报》及相关研究报告,目前我国不可兑换项目为4项,主要是非居民不能在境内发行股票类证券、货币市场工具、衍生品,居民在境外不能发行衍生品,但实际上我国没有绝对不可兑换的项目,只是判断的标准问题。部分可兑换项目有22项,集中在债券、股票、房地产和个人资本交易。基本可兑换项目14项,集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等

<sup>①</sup> 郭树清:《中国资本市场开放和人民币资本项目可兑换》,《金融监管研究》2012年第6期,第15页。

方面。简单而言,主要体现在境内外金融市场的双向投资方面存在较多管制,包括非居民在我国资本市场直接发债、发行交易股票以及参与货币市场交易等受到很大限制,我国居民到境外做同样的事情在境内资金汇兑环节受到严格管制。因此,目前我国距离可兑换还存在一定差距,未来资本项目可兑换也集中在金融市场的双向开放。按照可兑换改革从易到难的程度,未来可能会陆续推进债券市场开放(境外机构境内发行熊猫债常态化)、合格境内个人投资者对外投资、合格境外个人投资者对内投资、股票市场开放(允许境外机构来我国 IPO)、货币市场与同业拆借开放等。

#### 4. 可兑换的时间表

一国实现经常项目可兑换以后,资本项目管制的有效性就会明显下降,因为外汇资金会利用政策漏洞以经常项目的面目进行资本项目转移。但在实践中我国的外汇管制还是成功的,境内外的本外币依然保持较大利差、内地和香港证券市场上同一支股票价差巨大即是管制有效性的现实证据。我国从1996年实现经常项目可兑换至今已有近二十年,期间1998年东南亚金融危机和2008年美国次贷危机,由于资本项目管制没有对境内金融市场造成大的冲击,这在客观上是影响我国政府一直没有宣布资本项目可兑换时间表的一个重要因素。正如经常项目可兑换并非完全取决于经济因素,资本项目可兑换推进的速度和进程,与政府的决心、改革的力度、换届周期等也存在密切联系。

有一个重要时间点可能需要关注,即在2015年底或2016年初,IMF将重新评估特别提款权(SDR)一揽子货币组成及权重。2008年金融危机以后,国际社会普遍认为目前的国际货币体系存在问题,需要改革。我国央行对改革国际货币体系的呼声很高,“国际货币体系应该向国际化发展,应该考虑发挥特别提款权(SDR)在国际货币体系中的作用,我们认为SDR有这个潜质和可能性。”<sup>①</sup>与此相关的另一个问题是人民币要不要进入SDR?目前SDR包括美元、欧元、英镑和日元,IMF对加入SDR设定两个条件:一是该国出口额世界居前;二是该国货币“可自由使用”。对我国而言,毫无疑问,前者条件已经具备;后者与资本项目可兑换在很大程度上相

---

① 周小川:《国际货币体系改革:背景、关联与建议》,载于周小川著:《国际金融危机:观察、分析与应对》,中国金融出版社2012年10月版,第135页。



等同。IMF 一些专家和部分国家,如法国也曾主动提出要把人民币纳入 SDR。“当人民币实现了资本项目可兑换,不论别人再定什么样的条件,再提什么苛刻要求,也不能阻挡人民币进入 SDR。”<sup>①</sup>IMF 对 SDR 的评估据惯例是 6 年一次,上次是在 2010 年底评估,2011 年初执行。因此 2015 年底的评估会议以及之前我国政府对人民币资本项目可兑换的制度安排值的关注,否则可能要等下一个五年。

人民币加入 SDR 与资本项目可兑换是两件密切联系的事情,虽然从历史上看后者并非是前者的前提条件,如三十年多年前德国马克和日元加入 SDR 时也并未达到自由兑换,但当时国际金融界刚开始推进自由兑换。根据目前的国际环境,一国货币如果不是自由可兑换货币,则其加入 SDR 的阻力较大。当然,我国政府宣布资本项目可兑换时间表是一个独立自由的决策过程,人民币加入 SDR 只是一个重要考量因素,不会为单纯为加入 SDR 而宣布可兑换。

#### 5. 可兑换的金融账户制度安排

在资本项目实现完全可兑换之前,政府对汇兑的管制是通过金融账户管理实现的。事实上,境内外企业或者个人对于自己所拥有的货币财产进行双向投资是应有权利,在我国的法律体系中也没有任何一部法规对此进行禁止性规定。所谓管制,主要是在账户的汇兑环节和支付结算环节上设置审查制度,境外资金通过支付结算系统汇到境内银行的账户时,是进入待核查账户,银行的工作人员根据币种不同,分别依据人民银行和外管局政策,对入境资金的性质和用途进行审查,符合规定的,外汇资金或者汇兑后的本币进入收款人的账户,这个账户一般是专用账户,专款专用,资金封闭运行,账户之间资金不能融通,这种行政化的管理模式被称为专户制度。

我国改革开放以来经过三十多年的制度演进,目前外汇专户有 60 多个,本币的开放也采用专户方式,比如资本金专户、外债专户、QDII 专户、QFII 专户、QFIIIR 专户等。这种碎片化的改革方式造成企业资金割裂,不利于资金集约管理,不利于企业国际化经营。随着改革推进,这种管理模式需要改进,向单一集中账户方向改革。在上海自贸试验区推进的外汇管理制度改革中,允许跨国公司开立国内外汇资金主账户,集中管理境内成员单位的资本金、外债、资产变现等,相当于将多个外汇专户合并为一个。在投融资汇兑便利化改革中,自由贸易账户设计为本

<sup>①</sup> 周小川:《人民币资本项目可兑换的前景和路径》,《金融研究》2012 年第 1 期,第 8 页。