

自贸区金融改革为境外融资松绑

■ 邵宇 中国东方证券首席经济学家

《实施细则》的核心内容在于通过自贸区企业和金融机构境外融资的放开，来推动资本项目可兑换的全面有序实施，以及推进利率市场化改革、人民币国际化进程、增强金融机构服务能力、加强宏观审慎监管体制建设，从而为上海国际金融中心建设打下最坚实的基础。《实施细则》的主要内容，可以概括为“准、稳、强”。

准确择时,把握开放节奏

“准”体现在对于自贸区金改进程、时间点和全局的把握感，在恰当的时机推出了恰当的政策。中国改革历来采用的是先开枪再瞄准的实用主义，从先前自贸区相关政策出台的时间线来看，此次发布完全符合上海自贸区两年以来的改革和开放节奏：

(1) 先搭建框架，自上而下顶层设计。2013年9月18日出台的《中国(上海)自由贸易试验区总体方案》，明确了自贸区建设的总体目标与主要措施，其中金融领域改革是重中之重，核心内容是金融制度创新、金融服务强化和金融市场开放。通过自贸区建立起一个庞大的金融缓冲区和蓄水池，完善人民币的全球循环路径，并且最终在风险可控的条件下打通资本账户，进行双向投资、相互渗透，实现金融资源的全球优化配置，提升人民币的国际地位，将上海建造成类似伦敦和纽约的全面渗透型和内外一体化的真正的全球金融中心。

随后一行三会开始行动，《中国人民银行关于支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见》提出了30条具体建设意见(即“金融30条”)，2014年2至5月短短三个月间，涉及“金融30条”的五部细则陆续出台，分别从人民币支付业务、人民币跨境使用、放开小额外币存款利率上限、反洗钱和反恐怖融资、分账核算业务几个方面进行了具体的规定。同时，银监、证监、保监出台21条支持自贸区建设的意见和措施，以及相关细则文件，基本形成了以探索资本项目可兑换和金融服务业全面开放为主要内容的自贸区金改框架体系。

(2)再做基础设施建设，所谓“要致富先修路”。上述细则全部出台之后，2014年5月底分账核算制度细则发布，自由贸易账户体系建设正式启动。在自由贸易账户中，本外币资金按统一规则管理，可以与境外资金自由流动，这大大方便了国内企业在海外的跨境并购和投资业务。2014年7月4日，中国银行为上汽国贸开设首个区内机构自由贸易账户(FTE)，将资金从其一般结算账户划转至同名FT账户中，参照境外汇率兑换成美元启动智利投资项目，也有自贸区内的大型财务公司以极低的利率借入离岸人民币的成功案例。

一年以来，不断有新设立的各类法人金融机构和全国性金融机构的上海分支陆续接入央行上海总部的FT相关系统(含外汇局系统)。但总体而言，FT账户并未大规模铺开，区内大多数企业的海外融资依旧受到很多限制。路确实是基本修好了，但跑的车不多，业务量也很有限(发生额100多亿)。所以不奇怪市场一度怨声载道，质疑自贸区金改力度有限不达预期。

(3)升级功能,扩大开放。就在市场审美疲劳的时候，自由贸易账户进一步开放和功能升级不期而至。分账操作最重要的境外融资细则再推进，借助扩区东风，FT通道开始开闸扩容，逐渐路上会车水马龙。此次《实施细则》全面扩大了境外融资的规模和渠道，形成了全口径的境外融资概念。一般企业境外融资的杠杆率从原来资本的一倍扩大到二倍。新的政策框架下，银行和非银行金融机构如证券公司等也都可以从境外融入本外币资金来支持区内企业融资需求。

此次《实施细则》的落地，可谓天时地利：一方面，随着上海自贸区即将全面扩展到陆家嘴金融贸易区(含世博和前滩等沿江片区)、金桥开发区、张江高科三大片区，这是上

以资本账户开放为抓手的上海自贸区金融改革,火力正在逐渐展开。2015年2月12日《中国(上海)自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则(试行)》(以下简称《实施细则》)由中国央行上海总部发布，这意味着在自贸区金融改革和国际金融中心建设联动推进下，上海率先迈出了资本账户可兑换新路径的关键一步，自贸区的金融改革3.0版全面起航。

海建设国际金融中心以及推进科技创新、发展先进制造业、生产性服务业的核心区域，说明上海自贸区或将更加侧重金融和服务贸易以及新兴制造等领域的改革开放。这也将服务于国际金融中心的建设，提升上海的影响力、辐射力、创新力和资源配置能力。另一方面，随金融改革整体政策框架的明晰和自由贸易账户体系搭建的完成，使得目前自贸区金融改革所遇到的难啃的硬骨头，迎来了取得突破的良机。最关键的是通过《实施细则》，上海率先建立了资本账户可兑换的新通道、新路径和新管理方式(与现行严格的外债管理通道可以二选一)，技术线路的清晰为后续全面放开资本账户扫清了障碍。

稳健起步,创新监管

“稳”体现在FT框架下用境外融资杠杆率、风险转换因子和宏观审慎调节参数的控制来优化资本账户的监管。自贸区金改的首要前提是确保不发生区域性、系统性风险，这也是自贸试验区金融改革的底线。根据“风险可控、稳步推进”的总原则，央行必须同时做好金融监管，包括完成基于分账系统的核算管理、密切关注跨境异常资金流动、对区内机构实施分类管理等方面工作。

整个《实施细则》文件散发着浓厚的技术主义加“父爱精神”的气息，尽管中国人民的“老朋(dui)友(shou)”索罗斯已经退休，但中国对全球短期流动性的警觉也没有丝毫的放松。防控的要点就是监测并抑制短期资本的大规模单向流动，这会增加中国基础货币投放的控制难度和带来资产价格的急剧波动，引发泡沫或者刺破泡沫导致金融市场危机进而引发经济危机。如同1997的东南亚、2008年的美国和当下的俄罗斯。

控制的方法总归是三类：(1) 总量审批。就是原来计划经济最爱的管理模式，操作简单粗暴，但被批评为跟不上潮流，一方面存在审批者自由量裁，另一方面又缺乏动态调整的灵活性；(2)摩擦系数。例如对称或者不对称的托宾税，它可以根据管理者倾向的资本流动方向来设置流动性摩擦参数，由此来减缓或者削弱短期流动性的获利程度和动机，这个税种在全球都还处于争议阶段，欧洲一度动议进行试点。但可能因为顾虑到这会减少特定国家对于国际资本的吸引力，所以迟迟没有进行。本次《实施细则》中提到的如果有必要，对融入资金征收特别存款准备金、征收利息存款准备金应该就是属于这个广义的类别；(3)杠杆率。这是本细则的关键部分，央行控制的就是总杠杆率，然后再附加上一个自由量裁的反周期的宏观审慎系数。但潜在的问题是这可能不会改变资金流动的方向，但确实会影响流动的量级；(4)当然最后是在紧急情况下关闭资本账户，切断一切资金的跨境流动，即回归到总规模为0的总量控制。例如《实施细则》中提到的如有必要，延长融入资金的账户存放期限，为维护国家金融稳定采取临时规模控制等。这对于缺乏储备货币的国家来说(如目前危机中的俄罗斯)是尤其重要的最后一道防线，但这无疑会重挫一个开放性国家的国际声誉和未来融资能力。

魔鬼往往藏在细节中。我们仔细来看看以下两个重点的计算公式：



A) 走分账核算通道的境外融资总额=Σ境外融资余额×期限风险转换因子×币种风险转换因子×类别风险转换因子

这给出了各种融资来源折合出的总境外融资当量，它考虑到了对不同期限、币种、表内外的当量调节。其中隐含了政策鼓励的融资结构和资金性质取向。中长期融资的期限风险转换因子设定为1，短期融资为1.5。境外融资以人民币计价结算的，币种风险转换因子为1，外币为1.5。境外融资形式为表内的，风险转换因子为1，表外的(或有负债)为0.2和0.5二档。其中对长期资金、推广海外人民币和表外融资的好感暴露无遗。而这一折算出的融资当量的总量上限受制于以下公式：

B) 走分账核算通道的境外融资总额上限=资本×杠杆率×宏观审慎系数

看上去这像是一个改进了的“投注差”管理模式，所谓投注差是中国传统的外债管理模式，企业借用的外债规模不得超出其“投注差”，即借用的短期外债余额、中长期外债发生额及境外机构保证项下的履约余额之和不超过其投资总额与注册资本的差额(即投注差)。现行规则中蕴含的杠杆率大体在3倍左右。主要的改进体现在以下方面：

- (1)差别杠杆率取决于机构类型而不是资本多少。区内法人企业设定为其资本的2倍，区内非银行法人金融机构设定为3倍，区内新设法人银行机构设定为其一级资本的5倍；非银行金融机构的上海市级分账核算单元设定为其境内法人机构资本的8%，银行上海市级分账核算单元设定为其境内法人机构一级资本的5%(弹药比较充足)。
- (2)宏观审慎系数可调节，目前中性预设值为1。预期当资本外逃时会加大，而热钱涌入时会减小；
- (3)用的是实收资本(或者股本)加资本公积，而不是注册资本；
- (4)融资利率和汇率价格随行就市；
- (5)融资总额惯例为年度调整；
- (6)目前计入分账核算境外融资的业务类型包括：外币贸易融资、表外融资(或有负债)、跨境担保以及其它一般借款。不计入额度的业务类型包括：吸收的存款、贸易信贷、非融资性担保与人民币贸易融资、自用熊猫债、集团内资金往来、债务的转让与减免部分。

那么在此框架下的跨境金融风险监管又如何操作呢？这包含信息(预警指标)和反馈(政策工具)两个构成部分。主要预警指标包括：境外融资杠杆率、风险转换因子和宏观审慎调节参数。调控工具就包括调节这三个参数，并辅助前文提到的第2类摩擦系数和第4类应急措施等。一旦风险预警指标达到某个风险级别的临界值时，央行上海总部将向金融机构发出相应的风险预警，并可以采用上述工具进行调节(工具和对象都可灵活运用)。因央行参数调整导致境外融资余额超出

的，原有融资合约可持有到期；但在余额回复到新上限前，停止新增融资；如由于企业自身原因导致实际发生额超过限额或融资款项用途与规定不符的，未使用部分要退回，使用了要惩罚，屡教不改则暂停此类业务资格。

当然这一切还是纸上谈兵，有待自贸区先行先试，经过实战的反复冲刷打磨，才真正能体现它的有效性(特别是要经历完整周期)。调整的主动权在监管当局手里，不过调控方法的重心，已经从事前的前置审批，改为事中事后监管，这符合当下中国政府功能进化改革的价值取向。未来监管者将借此搭建起一套相对成熟的风险管控体系，进行24小时实时、逐笔地监测，以确保绝对安全。

监管政策的目标是阻止套利吗？应该不是，因为这毫无意义，毕竟天要下雨、娘要嫁人，资本总是要赚钱的。长期以来，国际金融体系中总是游荡着大量的热钱，这些流动性的运动始终服从着广义套息交易的动力学原理，即借入廉价的发达经济体货币购买高风险高收益的新兴市场经济体货币和资产，本质这是套两种经济体的GDP增速差(同时包括利率和汇率)。这是一种客观的存在，必须接受它并与之共舞。天下资本皆为逐利而来，监管者当然是想把短钱、热钱、投机资金转换为长钱、冷钱和投资资本，适当的管控会对那些在投资目标和期限上本就两可的流动性产生一定的冷却效果，这就行了。你赚你的钱，别太过分就行，我做我的人民币国际化，各取所需。其实就是一个风险收益合理匹配的问题。

对于按照合法路径的资本套利交易，大致可以视为发行了一个面向全球资金的基于中国自贸区市场利率的结构化产品，成本当然是那些发达经济体廉价的套利利率趋近于0的价格，不过它的优先劣后配资比率(杠杆率)是在2:1到5:1之间，此外还得买些人民币衍生品来锁定汇率风险，目前这大概至少还需要额外的2.5%左右的成本。总体来看盈利应该不会太夸张，跟原来走偏门隐藏在虚假贸易中的获利水平可能无法相比，但正门毕竟已经打开。

强化火力,加速开放

“强”体现在这次《实施细则》的出台，将会为自贸区金融改革和上海国际金融中心建设带来显著的多重叠加的乘数效应——用境外融资破解融资难融资贵难题，有效动员金融资源支持实体经济，以市场开放促金融结构改革和转型，以模式创新重构金融风险防范安全网，加快提升金融活动能级和市场参与度活跃度，加速人民币国际化从而有力推动上海迈向国际金融中心的步伐。

在宏观审慎监管的保驾护航下，区内企业和金融机构就可以大展拳脚自主开展境外融资活动。借债主体可按照自身资本规模的

大小、综合考虑期限、币种、融资类别等因素，自主决策以何种方式开展境外融资，融资多长期限，融什么币种的资金等，直接向银行提出申请，银行根据规则自行决策信贷的价格和数量，而银行自身的分账核算单元也将相应得到长足的发展。从而进一步促进自贸区的贸易投资便利化，提升金融服务试验区实体经济跨境发展的能力。总体而言，自贸区的投融资大致是这样几类流动方向：

(1)overseas2overseas，即原来需要通过海外实体完成的境外投资可以在直接自贸区内完成，同其他金融中心形成竞争态势；

(2)overseas2FTZ，即把境外的钱拿到区内使用，原来在外高桥贸易区的本地需求比较有限，但随着物理扩区，这些资金已经可以投资到浦东的几大核心区中——服务业金融区、制造业升级区、创新创业科技区，都可以用来支持可能是中国境内能级最高的产业、商业、经济和金融活动；

(3)offshore2onshore，即把区内的钱拿到区外使用。类似纽约的IBF，东京的JOM，FT账户群构成了有效的电子围栏。把FT账户中的资金划转到其他国内账户就算是区外使用了，这就要遵循渗透原则，仍旧按原来的央行30条执行，即3+1项目有限渗透——经常项目、直接投资、偿还贷款和其他项目(应该就是未来的证券投资)。因为FT账户的境外融资总额被参数有效管控住，所以笔者的理解就是区内企业能够有多少境外融资(本外币一体)就可以转多少到同一主体的区外账户上去，这就实现了资本账户的有序可控开放。

毫无疑问，资本账户开放的最高境界当然是资金自由流动、双向投资，全球配置资源。一方面引导全球廉价资本“走进来”，让全球金融资源为我所用，拿来支持中国的经济发展。在新一轮的深度城市化过程中，上海本身就需要建设超级城市群和智慧城市，升级新一代基础设施(医疗、环境、交通、教育、社区、文艺)，大力发展生产服务业。此外上海还肩负拉动长三角、沿海经济带甚至整个中国经济的重要任务，因此渗透可以继续对内延伸到长江经济带、京津冀城市群、京广沿线制造业集群、亚太大陆桥、一路一带国内区域等。大量廉价资金可以破解融资难融资贵的顽症，大幅降低企业融资成本，有效支持辐射区域内实体经济的高速发展。

另外一方面，就是中国4万亿巨额外汇储备和人民币的“走出去”，走向新丝绸之路经济带、海上丝绸之路、金砖国家集团、亚洲一体化基建、非洲拉丁美洲。在执行中国的马歇尔计划和区域地缘一体化战略中，在输出商品、工程、设备、服务、标准、治理的同时，全面输出资本和货币，实现人民币国际化。

但更重要的是，在这个过程中有效提升中国金融行业的核心竞争力，如何通过新一轮开放和改革，来实现价格发现和资源配置的市场决定(利率、汇率市场化)，如何通过金融市场深化、金融机构强化来重塑中国的金融体系，如何掌握足够的话语权和定价权来驱动全球流动性为我所用，并如何通过金融监管优化来有效管控和处置风险，从而最终给中国和世界新经济常态提供全方位的金融支持。

相信来自自贸区金改还有4.0、5.0等更高版本，后续改革措施仍然值得期待。预期年内监管部门会继续推动证券、保险等非银行机构以自贸账户为依托支持区内的合格个人投资者参与境外证券期货市场，并同时允许区内境外的个人和机构通过自贸账户进入上海本地证券及期货市场。只要证券投资指引方向的细则出台，就可以实现跨境证券的双向直接投资(沪港通再升级)。

这也就可以让上海金融市场实现与国际市场双向开放，其实当自贸区推进到陆家嘴，离岸在岸就已经一体化了。陆家嘴有完备的金融市场、众多的金融机构、完整的金融监管体系，同时也有着最丰厚的金融创新土壤。随着扩区和更多细则的出台实施，金融业准入会进一步扩大对内对外开放度，金融监管会全面实施负面清单，这就有望掀起一轮新的金融创新浪潮，这样才能使得上海真正成为人民币资产创新、定价、交易、清算的中心。大家都很想知道当自贸区遇见金融城(还有创新中心和高端制造业基地)会擦出什么样火花，会发生怎么样的化学或者物理反应。这一切都值得期待！

日本摆脱衰退后仍增长乏力

2014年第四季度，日本从衰退中复苏。不过，日本复苏的速度大大低于人们的预期，日本经济很难呈现增长态势。2月23日发布的数据显示，2014年第四季度日本经济年化增长率为2.2%。该季度环比增长率为0.6%，低于经济学家0.9%的预期。

这些数据或许表明，在去年年中陷入技术性衰退之后，日本经济正在重返正轨。不过，由于需求增长乏力，日本很难实现日本央行(BoJ)终结通缩的目标。东京瑞穗证券首席市场经济学家 Yasunari Ueno 表示：“日前发布的日本国内生产总值(GDP)第四季度初步数据证实，日本经济已度过了最艰难的时刻。不过，从目前开始的发展道路，还很难让人乐观。”

日本此次增长是私人消费带动的，该季度日本私人消费环比增长了0.3%，为增长贡献了0.2个百分点。此外，日元走弱带动出口增长了2.7%，也因此带动了经济增长。不过，由于进口也增长了1.3%，净贸易额总体对总的增长率只有0.2个百分点的贡献，凸显出日本贸易账户对日元疲软已经不那么敏感。

从第四季度的数据，仍能看到日本经济增长乏力。继去年第三季度严重下滑之后，第四季度住房投资在此基础上，再次环比下滑1.2%。商业投资增长率刚过0.1%。虽然出口可能会在一定程度上带动日本今年继续增长，但是强劲的复苏需要更加旺盛的消费，以及对投资日本的更大商业兴趣。



为努力促进消费开支的增长，日本政府正方向各企业施加压力，要求他们提高工资。

(FT 中文网)

中国楼市再次出现创纪录下跌

今年1月，中国新房价格再次出现了创纪录跌幅。中国国家统计局表示，1月份房地产价格指数显示，新房价格同比下跌5.1%。在此之前，自2011年当前数据开始统计以来的最大跌幅，是2014年12月的同比下跌4.3%。

在跟踪研究的70个城市中，64个城市的房价在当月出现了下跌，此前房价下跌城市数目是65个。

最近几个月，随着经济放缓以及投资

者将资金从楼市转移至股市，房价已出现降温。中国许多中等规模的城市也遭遇了供应过剩。房地产和相关产业占中国经济的比重接近1/4。分析师预计，今年房地产业还会继续下行趋势——特别是考虑到去年全年本已巨大的库存依然出现了增长。

北京房价同比下跌3.2%，上海房价则同比下跌4.2%。

(FT 中文网)