



配合三中全会全面深化改革的决定，
创造内地与香港互惠双赢

刘遵义

研究专论第二十三号

二零一四年四月

香港中文大学全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

鸣谢

全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人及机构的慷慨捐赠
对我们的支持（以英文字母顺序）：

捐助人及机构

查懋德	银联金融有限公司
郑海泉	恒隆地产有限公司
胡祖六	恒基兆业地产有限公司
刘佐德及刘陈素霞	刘佐德基金有限公司
刘遵义	新鸿基地产发展有限公司
	东亚银行有限公司
	香港上海汇丰银行有限公司

活动赞助人及机构

周松岗	盘谷银行
蔡清福	中国银行金边分行
方方	北山堂基金
冯国经	国家开发银行
李伟波	金陵华软
黄桂林	厚朴投资管理公司
	中国工商银行金边分行
	金陵控股有限公司
	新华集团
	The Santander-K Foundation
	银联国际

配合三中全会全面深化改革的决定， 创造内地与香港互惠双赢

刘遵义¹

2014年4月

一、中国共产党第十八届三中全会全面深化改革的决定

中国共产党第十八届中央委员会于去年11月举行三中全会后，公布了令人鼓舞的全面深化改革的决定。其中有三方面，香港可以利用它本身的比较优势，配合国家需要的改革与发展，先行先试，协助国家达到目标，同时也可以从中获益，创造内地与香港互惠双赢。这三方面就是决定中第12，第24与第25条所勾画的改革目标：

(12) 扩大金融业对内对外开放，多管道推动股权融资，提高直接融资比重。完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化，推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换。

(24) 放宽投资准入。扩大企业及个人对外投资，允许创新方式走出去开展绿地投资、并购投资、证券投资、联合投资等。

(25) 扩大对香港特别行政区开放合作。

下面让我提出一些香港应当如何充分利用它的优势，配合国家需要的改革与发展，进行创新与试点，协助国家达到最终目标的意见和建议。

¹香港中文大学蓝饶富暨蓝凯丽经济学讲座教授、美国斯坦福大学李国鼎经济发展荣休讲座教授及中投国际(香港)有限公司董事长。本文仅代表作者个人意见，并不必然反映与作者相关的各机构的观点。作者并感谢刘麦嘉轩女士的宝贵意见与建议。

二、多管道推动股权融资，提高直接融资比重²

中央与香港政府可考虑允许与推动内地优质企业，尤其是民企，在香港发行以人民币计价和交易的股票和债券。内地民企极需要的是资本金，而不是贷款。为保证金融安全，国家需要降低企业杠杆作用，提高资本金相对于贷款的比例。倘若因为在上海证券交易所排队等候上市的企业太多，短期内不能在上海上市的内地优质企业，可先来香港以人民币计价方式上市或发行债券（包括可转换股权债券）。所筹得人民币资金可允许拨回内地使用。因为是以人民币计价与交易，香港居民可以用人民币购买这类在香港上市的证券，内地居民亦可用人民币在港购买这类证券。这扩大了人民币在香港的使用范围，也增加了内地居民储蓄与投资的管道。在适当时机，这类在香港上市的内地企业证券，也可以在上海以第二市场（secondary listing）的方式上市交易。因为这是直接以人民币集资，无论是发行股票或债券，都不会有外汇流入内地，不会有外币计价债务的潜在风险，也不会影响内地外汇市场和人民币汇率。香港的人民币资金池现时尚小，只有内地的 1%，但假如人民币在香港的使用范围能够扩大的话，人民币资金池也必然会相应地增长。

三、完善人民币汇率市场化形成机制，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换³

首先，我国一方面应鼓励增加利用人民币作为境外交易的媒介，降低对美元的依赖性，另一方面应建立高效并可行的资本流动管理制度，为我国金融和资本市场与国际接轨以及人民币资本项目可兑换创造条件。一个必须的基本要求就是不论是自然人或是注册法人的资本项目进出，都需要严格实行实名制。其中一个重要原因（但不是唯一的原因⁴），就是考虑到要落实资本流动的高效但并不扰民的管理制度，就必须有一个一年或一次（或两者并行）的豁免额

²中国共产党第十八届三中全会全面深化改革的决定，第（12）条。

³中国共产党第十八届三中全会全面深化改革的决定，第（12）条。

⁴其它原因包括限制人头的使用，同时也达到反洗钱与反恐怖分子的目的。

（例如在内地，每个公民每年可汇出境外五万美元，不须申请批准。在美国，一次超过一万美元的资金流入或流出美国，才需要申报）。只有豁免额但不实行实名制就会造成一个大漏洞，让不法之徒大量利用豁免额，资本就可以无限地流进流出，资本流动管理形同虚设。豁免额不宜太低，例如可以考虑每年 200 万人民币。⁵ 我国可以用香港作为各种管理制度的试点，例如豁免额使用的监控与管理，可以由香港人民币最终清算的银行（香港中国银行）负责，或由人民银行深圳分行负责，成功的话，就可以在内地推广与复制。

（1）放宽香港居民人民币余额的可兑换性，便利人民币存款作为香港居民的有效储蓄保值的工具

现在，香港的永久居民每天可以以港币买入或卖出最高额 2 万元人民币。但万一有紧急用途，需要将人民币兑回港币时，也只能每天兑换 2 万元，这就造成不便。实际上香港并没有落实每人每天的限额，因为每一个居民都可以在香港不同的银行开设人民币户口，2 万元限额实际上是以每户口每天计算。所以假如一个居民不怕麻烦的话，基本上可以说是没有上限。⁶ 但需要将人民币兑回港币时，也只能每户口每天兑换 2 万元，这就不便于应急之用。

当前港币存款利率极低，亦显著地低于香港通货膨胀率，这就意味着港币储蓄回报率实际上是负的。原则上，香港居民可以把港币存款转换成利率较高的人民币存款，同时还可以分享人民币对美元（和港币）的长期少量升值。但这些人民币存款并不能作为预防性资金（precautionary demand）。建议人民银行考虑在香港实行试点，在香港银行个人户口存满一年或以上的人民币，可以随时全数转换为港币或其它外币，不受 2 万元最高额的限制。对一般居民而言，这是一个很大的方便，会鼓励他们多利用人民币存款作为储蓄保值的工具。当然，这只是一种过渡性的安排，等到人民币资本项目基本可兑换时，就不再需要这种特殊安排。

⁵人民币从境内汇出，或境外汇入，都需要联网集中登记，以便落实每人每年豁免额的限制，在现时的资信与通讯技术之下，是绝对做得到的，例如可考虑由提供香港银行人民币头寸的深圳市人民银行分行负责管理。

⁶至 2014 年 1 月，在香港经营人民币业务的认可金融机构，一共有 145 家。

人民银行除了可以考虑增加香港居民人民币余额的可兑换性外，也可考虑提高香港居民每天转换人民币的上限，例如从 2 万元人民币到 10 万元人民币，但应当实行实名制，变成每人每天只可以以买入或卖出总数最高额 10 万元人民币，⁷不再以每人每天每个银行户口计算。实施实名制，易于管制与监控资本的跨境流动。这也可看作是一种试点，假如在香港做得成功，也可以推广到其它地区，甚至全国。

(2) 试点实行对资本账户项目进出征收托宾税 (Tobin tax)，有效地区分短期与长期资本

短期资本流动频繁不是好事，会导致汇率大幅波动，进出口商与长期投资者无所适从，严重影响实体经济。我国政府可以考虑对资本帐户项目每次进出境征收托宾税 (Tobin tax)，例如 1%。对于直接 (或其它长期) 投资，典型投资期是 5 年以上的，托宾税对资本一进一出总共征收 2%，分摊 5 年，年均成本只增加 0.4%，长期投资者完全可以承受；但对于短期 (例如 1 月往来) 炒卖人民币的投机者，年均成本却高达 24%，可以产生遏制的作用。托宾税可以有效地区分短期与长期资本，发挥节制短期投机性资本 (游资) 大量进出的功能，帮助国家达到长期资本实质上完全自由可兑换的目标。

香港可以作为实行托宾税的一个试点。我国政府可以考虑授权一些在香港经营外汇业务的商业银行，经营在资本项目下外币汇入境内转换成人民币的业务。假如汇款数额超过该汇款者当年当时的豁免额，就由汇款银行负责代中央政府向汇款者征收托宾税，严格实行实名制，⁸ 实时申报，税款实时缴纳中央政府。对于拒绝代征收托宾税的商业银行，我国政府应取消它们在资本项目下通汇的资格。同样地，我国政府也可以考虑授权一些在境内经营外汇的商业银行，经营在资本项目下人民币汇出境外到香港转换成外币 (包括港币) 的业务，并负责代中央政府向该汇款者超过当年当时豁免额的汇款征收托宾税。拒绝代征收托宾税的境内商业银行，也可取消它们在资本项目下通汇的资格。另外一个可行的方式，就是无论资本汇入还是汇出境外，都由境内通汇商业银行负责

⁷每人每天 10 万元人民币，若以每年 220 工作天计算，原则上每人每年最高可以达到 2 千 200 万元。

⁸自然人实行实名制比较容易，注册法人实行实名制，需要有最低正式成立年限的限制，也需要最终控制者与受益者的完全披露，这样也符合反洗钱与反恐怖分子的原则。

代中央政府征收托宾税。在香港的试点，只是开放被批准的香港商业银行在资本项目下以外币汇入境内银行转换成人民币，但它们在該方式下就不需要负责代收托宾税。

因为经常项目下的跨境资金流动，已从 1994 年起完全自由开放，无须征收托宾税。实行资本项目下征收托宾税，就必须防止资本项目下的资金假装成经常项目流入或流出。以往，有贸易商利用低报出口价格，或高报进口价格（假如关税不高的话），来达到资本流出的目的。近年来，也有不法之徒假出口，真结汇，来达到资本流入的目的。我国海关应当严厉管制与处罚这类行为，千万不能让我国的跨境资本流动管理形同虚设，导致我国经济所面临的风险升高。

(3) 构建人民币预买预卖机制

外汇的预买预卖，对我国进出口商来说，实在是一种保险。出口商接下以美元计价的订单，但它很大成分的生产成本（工资，租金，水电费等等），是以人民币计价的。交货的时候收到的美元，按当时的汇率转换成人民币，不一定足够抵补成本，所以我国出口商是有意愿预先卖出远期的美元转换成人民币，规避美元兑人民币汇率的风险（当然，假如出口商的订单是以人民币计价，它就不需要承受汇率的风险）。同样地，我国进口商下了以美元计价的订单，在收货的时候，需要以美元支付，也需要承受美元兑人民币汇率的风险，也有意愿以人民币预先买入远期的美元。一般进出口商利润微薄，承受不了汇率大幅波动的风险。最近人民银行宣布，自 2014 年 3 月 17 日起，人民币兑美元每日汇率上下浮动幅度从 1% 扩大至 2%，更加增加了进出口商的风险。人民银行应当通过建立可交割的期货市场，提供给我国真正的进出口商一种低成本的工具，以对冲他们的汇率风险。

同样地，下了或接了以人民币计价的订单的香港进出口商，也有意愿预买或预卖人民币，以规避人民币汇率风险。现时香港缺乏一个可交割的人民币期货市场。中央政府可以考虑委托中国银行（香港），允许有实绩在案的香港合法进出口商，凭订单与信用状，预先买卖数量与期限匹配的远期人民币，让它们有效地规避人民币汇率的风险。这些期货交易，应当是当作保险看待，所买卖的远期人民币，只能用来支付原定的内地进出口商，不可随意转换。期货市

场参与者都需要有可保利益（insurable interest），绝对不能让没有可保利益者的参与，因为那就会将这个期货市场变成一个赌场，只会增加风险，与降低香港进出口商的风险，是背道而驰的。⁹

四、加快推进利率市场化，推动资本市场双向开放¹⁰

（1）增加人民币国债和准国债在香港发行与交易，扶持香港人民币债券市场

由于香港人民币利率比内地低，国家在港发国债和准国债，¹¹可以显著地降低国家的利息成本，最少可以减少两个百分点。国债利率是基准利率，国债利率下调可以加快内地“利率市场化”，另外也方便了持有人民币的香港居民购买国债和准国债，扩大了人民币在香港的使用范围。香港的资本市场作为人民币债券在境外交易的平台，可以发挥很大的作用，尤其是吸引东亚经济体的企业与个人的投资。因为差不多所有的东亚经济体，对我国都是出超，所以有赚得大量人民币的能力。假如有适当的管道，这些经济体的企业与个人，会有意愿与能力，长期持有人民币和人民币为计价单位的金融工具。人民币债券市场在港成功建立之后，东亚的经济体也可以在香港发行人民币计价的债券，替代以美元计价的债券，深化人民币在国际货币体系中的效用与角色。

（2）开放人民币从香港回流内地的多种管道

允许香港的被授权商业银行，以人民币购买内地国债或其它债券，参加内地银行同业拆借市场，增加银行间的竞争，降低内地利率，提高香港人民币利率，使内地与境外的人民币利率更加接近，“加快推进利率市场化”。也可以考虑开放香港居民使用自有人民币直接购买内地上市股票和债券。

⁹关于这个人民币期货市场应当如何运作，请参看 Lawrence J. Lau (刘遵义)"The Age of the Renminbi Is Just Beginning," Working Paper, Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, April 2014, Section 5.

¹⁰中国共产党第十八届三中全会全面深化改革的决定，第（12）条。

¹¹例如国家开发银行与进出口银行发行的债券，就是准国债。

五、扩大企业及个人对外投资，扩大对香港特别行政区开放合作¹²

(1) 利用香港作为我国机构投资者、企业与个人境外投资的平台

鼓励我国机构投资者、企业与个人充分利用香港作为境外投资的平台。香港是仅次于纽约与伦敦的国际金融中心，资金流通自由，企业注册便捷，税制简明优惠，规章制度健全，信息实时完整，专业人才鼎盛，交通网络发达，基础设施完备。所以国家外汇管理局与中国投资有限责任公司（国家的财富基金）都先后选择在港设立据点，管理利用国家外汇储备对外投资的业务。香港已先后与二十多个国家与地区签署互相避免双重课税协议，同时也在积极争取与未签署的国家与地区达成协议。内地机构投资者、企业与个人，都可以充分利用香港作为境外投资的平台与跳板。

(2) 规避“走出去”直接投资的汇率风险

内地投资者境外直接投资的一大风险，就是汇率风险。投资者在若干年后，可能以被投资国的货币计算赚了钱，但以人民币计算就亏了本。这种长期汇率风险，可以利用以被投资国货币作为计价单位的长期贷款进行直接投资来规避。假如被投资国货币贬值，中国投资者在被投资国的资产与收益都会贬值，但它们以被投资国货币计价的负债也会同时贬值，可以达到一定程度的抵消。而香港的金融机构正可以为内地向境外投资者提供这种服务，安排这类贷款。

¹²中国共产党第十八届三中全会全面深化改革的决定，第（24）与（25）条。