

中国（上海）自由贸易试验区金融创新研究

仰 炬 唐 莹

（上海对外经贸大学金融管理学院，上海 201620）

摘 要：本文首先分析了中国（上海）自由贸易试验区建设的背景、核心、自贸区建设关键因素及相互关系，指出：渐进式改革是中国（上海）自由贸易试验区的必然选择，发展离岸金融是上海跨越区域金融中心的重要一步，在上海自贸试验区建设离岸人民币中心并由上海清算所实现双向人民币资金池统一清算、结算、交割，同时监管银行离岸市场和在岸市场头寸，动态调整渗透程度；此外，上海清算所还可以在自贸区试点以大宗商品场外交易为核心的OTC市场作为国内期货市场配对交易、现货市场创新交易、规避风险的完善和补充，使各交易主体打通基于国内外金融衍生全品种的风险管理体系，更有效的管理和控制风险、发现价格。

关键词：自贸区；金融创新；资金池；OTC市场

中图分类号：F830.3

文献标识码：A

文章编号：1006-1894（2014）03-0038-08

改革开放30多年，中国的成就举世瞩目。同时，可持续发展遭遇瓶颈，主要表现在：资源的粗放使用与污染、房价高企、汇率已经上升到使曾经强大的出口制造业陷入困境、人口红利消失、未富先老……可持续发展、产业结构调整与升级等问题已经迫在眉睫。

纵观全国，风起云涌的改革已经扑面而来。

在金融领域的改革中，以新三板为代表的多层次资本市场建设已经顺利展开，这是真正意义上鼓励创新与创业的创业板；国债期货重启从本质上释放券商及银行的巨额国债资金沉淀；而互联网金融已经以几何级数的增长方式如火如荼地发展，民营银行等更多的新兴、创新的金融服务已经箭在弦上。而作为中国改革开放重要里程碑的中国（上海）自由贸易试验区（简称“上海自贸区”）是我国政府设立的第一个国家级自由贸易试验区，于2013年9月29日挂牌成立。该试验区是我国启动新一轮改革开放的标志性试点。

然而，上海自贸区从2013年9月29日挂牌成立到上海市人民政府公布《中国（上

收稿日期：2014-02-15。

基金项目：国家自然科学基金项目（No：71173145）、上海市教育委员会和上海市教育发展基金会“曙光计划”（项目编号：11SG53）、上海市高校人文社会科学重点研究基地上海对外经贸大学国际经济贸易研究所及上海对外经贸大学085工程项目（项目编号：Z08512604）、上海市教委重点学科（项目编号：J51201）。

作者简介：仰炬，男，博士，上海对外经贸大学金融学院副教授，战略性大宗商品研究院副院长，硕士生导师，上海市普通高校人文社科重点研究基地上海对外经贸大学国际经贸研究所兼职研究员，研究方向：大宗商品、金融市场、风险投资、风险管理；唐莹，女，上海对外经贸大学法学院硕士研究生，研究方向：金融法。

海)自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2013年)》,除了自贸区概念股连续涨停遭到爆炒、大量国内企业在自贸区注册公司火热异常外,总体而言乏善可陈。

作为中国重要的改革试验区,上海自贸区到底试验什么?后续如何定位与发展?业界与学界争论纷纭。直到2013年12月2日央行出台《关于金融支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见》(以下简称《意见》),在众多敏感的问题上给出了实质的方向指引。尽管后续相关配套细则目前尚未出台,但改革的魄力和决心已经非常明确。

本文拟通过深入分析解读《中国(上海)自由贸易试验区总体方案》(简称《总体方案》)及《意见》的核心问题,就后续细则的取向及关键问题展开探讨。

一、中国(上海)自由贸易试验区——试验什么?

上海自贸区挂牌成立后,大量的媒体报道集中在通关、公司注册等政府职能的转变和提升、效率的提高等方面。但据报道,早在1989年,新加坡政府就推出其全国范围内的电子数据交换系统贸易网。这一系统打通了海关、税务、军控、安全、企业发展局、农粮局等逾35个与进出口贸易相关政府部门,所有通关程序统一经过贸易网执行。原本需要2天至7天的通关时间可以缩短至不到1分钟,需向各个不同监管部门提交的多份文件也锐减至1份电子文档即可。所以相比20多年前新加坡就已经达到的效率,目前上海自贸区应该再接再厉,消除官僚主义、提高效率是竞争的必然,但显然不是试验区试验的内容。

上海自贸区试验什么?金融改革与开放!《总体方案》与2013年12月2日央行出台《意见》给出了明确的指引。

(一)上海自贸区金融改革或中国金融改革与开放的核心

金融改革与开放具有全局性。可以说,上海自贸区金融改革与开放就是中国的金融改革与开放的先锋。这是上海自贸区要试验的本质内容。而此次上海自贸区金融改革与开放试验核心内容是:资本市场双向开放(“三中全会”公报关于金融改革与开放亦有明确阐述)。

我国引进国外直接投资(FDI, Foreign Direct Investment)和QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)早已大张旗鼓地进行,而且给我国经济和社会发展带来积极的作用。但是,国内资本(资产)的对外投资却约束重重。除极其有限的QDII(Qualified Domestic Institutional Investor)外,普通市民每年只能兑换5万美元作为旅游、求学、出国使用。目前合法的投资国外资本市场的渠道除了绕道香港,别无他法。因此,上海自贸区金融改革与开放试验核心是中国国内资本(资产)的对外投资。而中国国内资本(资产)的对外投资的核心问题,也是中国管理

层担心的核心，是国内资本是否会大规模外逃，或者说中国财富是否会流失并造成资产价格迅速下降（甚至崩溃）和人民币汇率波动（甚至崩溃）。这是上海自贸区要试验的核心中的核心。因此，中央政府及中国人民银行非常审慎。

（二）《意见》（上海自贸区金改30条）中的3个关键词

1. 双向人民币资金池 此前央行仅允许单向跨境人民币境外放款，而境外人民币资金回流受限，以防止“回灌”，就像防止从江河湖流入海洋的水回灌一个道理。

跨境人民币双向资金池业务是指企业通过设立资金池主账户，从境内外平台单位归集或下拨人民币资金，实现人民币资金自由跨境流动，从而提高资金使用效率，降低融资成本。从2013年1月中国人民银行深圳市中心支行下发《前海跨境人民币贷款管理暂行办法》后，凡符合条件的境内企业可从香港经营人民币业务的银行借入人民币，前海跨境人民币贷款试点开闸，贷款上限为500亿元人民币。这是探索人民币内外循环的重要步骤，由此人民币渐进、有序地朝着国际化方向迈进；人民币回流稳步扩大后，对离岸人民币资金池会产生积极影响，有利于离岸人民币市场的成熟，预示着我国资本账户的开放。

目前香港人民币存款超过6,000亿元，这些资金由于回流受限，且缺乏相应投资标的，地位较为尴尬。为推动香港银行人民币贷款业务，香港监管当局已逐步放宽对香港银行人民币贷款限制。随着前海跨境贷款试点成功，香港银行人民币资金使用增添了新的方向，符合境内外人民币资金池双向流通的需求。

2013年2月，国务院批准设立昆山深化两岸产业合作试验区，之后中国人民银行于7月正式批复同意在昆山试验区开展人民币跨境业务试点，主要针对台资企业集团内部人民币跨境双向借款业务，江苏昆山获准开展人民币双向借贷业务。昆山的人民币双向跨境借款试点为企业实现跨境人民币现金池试点推广打下了基础。实现跨境双向借款，最终为企业建立跨境人民币现金池提供了可行性。但是昆山的此次创新仅限于台资企业，且需要在昆山注册。

最终要实现跨境人民币资金池的目标，还有待实现如下两个条件：一是《意见》细则需要明确回流现金流的额度及管控方式。相应地，银行才能建立基于新规则的系统技术支持，以提供并完善符合政府监管的资金（物理）通路。这是推进人民币国际化基本步骤。二是企业层面基于其全球业务布局的人民币资金池的结算、归集、管理架构的整合及实现。尤其对于跨国公司（在华外资企业、国外中资企业等）在上海自贸区建立全球财务总部，实现人民币国际化视野下的跨境资金池重新整合和架构，以适应其全球经营的资金配置需要。在自贸区内，跨国企业可将境内总账户与国际总账户合二为一，在一个账户内完成企业境内外流动，提高企业资金使用和调度便利性。

由此，人民币才能真正国际化。

2. 外币资金池 以往企业的外汇资金进出都需要外管局审批。从2012年开始实施跨国企业外汇资金集中运营管理试点，参与试点的企业需要通过设立一个境内总账户与国际总账户，在监管部门给予的额度范围内，实现企业内部资金的跨境放款与自由流动。2012年底，资金进出首先在北京、上海两地启动外汇资金池试点，即不用再对单笔结汇进行申报，只需向外管局报外汇总额。这一试点在2013年5月扩容至江苏、浙江、广东、深圳、湖北等5省市。

外币资金池业务试点的意义在于推进外汇的额度管理，不再逐一审批，即境外放款不超过境内所有关联公司实收资本的30%无需逐笔清算，而是实行轧差清算。由于需要同时设立两个账户，资金运转有时差，效率仍有损失。

综上所述，《意见》第16条和第21条推动了人民币和外币资金池制度的完善，对吸引跨国公司在自贸区设立资金总部，推动资金池的双向运作提供了便利和可能。后续如果相关配套细则允许，跨国企业可以在自贸区内将境内总账户与国际总账户进行融合，在一个账户内完成企业跨境资金使用，大幅提高企业资金调度便利性；对于资金池内闲置资金，企业可以灵活运作海外投资账户、债券增值账户和自贸区专户，有望实现跨境投融资无缝连接，提高人民币使用广度。

3. 试验区分账核算单元 在《意见》第12和28条中“试验区分账核算单元”在使用和监管上有进一步的说明。“试验区分账核算单元可在一定额度内进入境内银行间市场开展拆借或回购交易。试验区分账核算单元业务计入其法人行的资本充足率核算。”

4. 上述三者间的关系 “双向人民币资金池”的返回比率，即中国人民银行允许人民币流回人民币资金池的比例以及人民币资金池与外币资金池兑换比率，即：在多大的程度上允许自由兑换，是后续细则最大的看点。同样，“试验区分账核算单元”是监管的核心问题。

上述3个关键词和相互关系构成了此次自贸区金融改革，乃至中国金融改革的核心。如果此次自贸区金融改革试验成功，有可能改变世界贸易新格局，上海或取代新加坡地位成为亚太贸易、物流、航运中心；同时也由此改变世界金融格局，上海将依托亚太贸易、物流、航运中心的形成，成为亚太乃至世界金融定价、结算中心，从而改变世界经济和战略格局。这也是此次中央决定建设上海自贸区的战略规划。

二、渐进式改革：中国（上海）自由贸易试验区的必然选择

我国金融改革的目的是优化社会融资结构，逐步提高开放程度适应全球金融大环境，促进我国金融体系稳健发展。上海自贸区的建设将探索人民币国际化、汇率

自由浮动和利率市场化，这是我国金融改革的重要内容。在自贸区对外开放的过程中，将通过建立在亚太区活跃的贸易市场和离岸金融市场，实现人民币在区域内的国际化，实现区域内经济体的金融自由化，并吸纳海外低成本的资金，促进国内经济的发展，真正达到“以开放促改革”，为全国金融体系改革提供可复制、可推广的经验。

具体而言，自贸区金融改革又可分为3个层次，即金融宏观环境、金融机构和金融产品。宏观环境改革包括人民币跨境结算、利率市场化、人民币资本项下的可兑换；金融机构改革涉及外资银（投）行的设立、中外合资银行以及中资银行的离岸业务；资本市场跨境融资自由化、综合金融服务平台、境外股权投资母基金以及面向国际的交易平台；保险涉及人民币再保险和外资设立健康医疗险。金融产品的创新包括允许外资参与国内商品期货和航运运价指数衍生品交易业务、国内企业可以投资国外金融及衍生品市场等。

改革开放30多年来，我国一贯采用渐进式改革积极、稳健地推进各项改革，取得了举世瞩目的成就。鉴于金融改革牵一发而动全身，渐进式改革是上海自贸区的必然选择。

（一）上海具有良好的经济和金融基础

上海是全国的经济、金融中心，具备了汇聚国内商贸并辐射全国乃至海外的作用。1992年至2011年，上海连续16年保持GDP两位数增长，增速快于全国。2008年GDP总量超过香港，人均地区生产总值首次突破1万美元，跻身世界中等发达经济体之列。

表1 上海金融市场建设大事记

市场	主要功能	设立年份	规模水平
上海证券交易所	资本市场	1990	占中国全部交易额的 80%
中国外汇交易中心	外汇交易市场	1994	交易总部
银行间同业拆借市场	货币市场	1996	中国银行间同业拆借交易中心
人民币债券交易中心	货币市场	1997	中国债券交易中心
上海期货交易所	橡胶 铜 铝 燃油	1999	占中国期货市场的 60%
上海黄金交易所	黄金市场	2002	中国唯一的黄金市场
票据市场服务中心	票据交换信息 服务	2003	中国重要的票据价格系统
中国金融期货交易所	金融衍生品交易	2006	中国唯一的金融衍生市场
上海清算所	安全、高效清算服务	2009	中国金融机构资产总规模的 70%

注：作者根据资料整理。

表2 2012年上海金融市场主要交易情况

市场	项目	成交额(亿元)	全球排位	亚太排位
证券市场	股票成交额	165,000	4	2
	股票融资额	2,890	3	1
	IPO	334	3	1
	市值	159,000	7	3
期货市场	天然胶	1,063	1	
	黄金	61,870		
	上期所	446,000	4	
	全国	1,710,000		

注：作者根据资料整理。

(二) 发展离岸金融是上海跨越区域金融中心的重要一步

根据2013年的国际金融中心指数(GFCI)，排名前5的金融中心依次是伦敦、纽约、东京、新加坡和苏黎世，它们的共同特点是均作为全球著名的离岸金融中心，而且正是离岸金融业务使其国际业务规模和影响力大幅提升。由于离岸金融市场具有巨大的业务发展空间，这就为较早推行该市场业务的金融城市带来了市场扩张的巨大动力，大大提升了其在全球金融中心成长中的竞争力，进而促进并强化了其国际金融中心地位。上海如果要在2020年成为全球排名前列的国际金融中心，离岸金融业务成为其跨越区域性金融中心走向全球的重要一步。

离岸金融市场打通了国际金融市场，促进资金在世界范围内低成本、高效率的最优配置，推动国际贸易发展，缓和国际收支失衡，推动跨国公司国际投资，促进金融市场全球一体化，为金融业的持续创新提供了较好的环境，刺激了大量国际清算和风险防范创新工具的产生，如货币互换、远期利率协定、浮动利率债券等。目前，国际主要离岸金融中心都是在经济基础雄厚、金融发达的国家和地区出现，如美国纽约、英国伦敦、日本东京、新加坡、香港等地。

鉴于我国金融开放程度低、资本项目未实现自由兑换、汇率和利率市场化机制改革仍在推进过程中，根据上海自贸区建设“一线彻底放开，二线高效管住”原则，在《中国(上海)自由贸易试验区总体方案》已经把自贸区与内地进行隔离，因此上海自贸区离岸市场初期应实行内外分离型模式，后期随着业务规模的扩大和产品的创新，根据需要逐步放松管制，逐渐过渡到渗透型模式，即采取有限渗透的离岸金融模式，既有助于风险控制，也可以保证资本项目可兑换等改革能够比较平稳地向前推进，是持续提升离岸市场竞争力的需要。

(三) 以上海清算所为核心试点系列金融改革具有建设性价值

《意见》第25条明确支持银行开展面向境内客户的大宗商品衍生品的柜台交易，完善结售汇管理。

上海清算所（Shanghai Clearing House）作为银行间市场提供以中央对手净额清算为主的直接和间接的本外币清算服务，包括清算、结算、交割、保证金管理、抵押品管理。其上海自贸区开展金融创新（比如：作为上海自贸区人民币离岸交易中心，为各银行提供的离岸人民币清算结算业务、以大宗商品场外交易为核心的OTC市场等）试点具有重要的实践意义。

随着人民币实现跨境结算，跨国公司必然灵活调度使用资金，境外人民币回流，即双向人民币资金池需要一个统一清算、结算、交割的离岸人民币中心。上海清算所的背景与功能天然具有得天独厚的优势，在上海自贸区建设离岸人民币中心具有建设性的价值。通过上海清算所在上海自贸区建设离岸人民币中心一方面可以为离岸人民币中心双向资金池提供一个统一清算、结算、交割场所，另一方面也借此可以便利地监管银行离岸市场和在岸市场头寸，动态调整渗透程度，为中国人民银行监管上海自贸区资金异常提供可能。同样，上海清算所在自贸区试点以大宗商品场外交易为核心的OTC市场也可以作为国内期货市场配对交易、规避风险的完善和补充，使各交易主体打通基于国内外金融衍生全品种的风险管理体系。

三、结论与展望

本文首先分析了上海自贸区建设的背景、核心、自贸区建设关键因素及相互关系，指出：鉴于金融改革牵一发而动全身，渐进式改革是上海自贸区的必然选择。进而提出发展离岸金融是上海跨越区域金融中心的重要一步，并大胆建议：通过上海清算所在上海自贸区建设离岸人民币中心实现跨境交易、结算、资金调度，使境外人民币回流，即双向人民币资金池统一清算、结算、交割，同时监管银行离岸市场和在岸市场头寸，动态调整渗透程度。上海清算所在自贸区试点以大宗商品场外交易为核心的OTC市场也可以作为国内期货市场配对交易、现货市场创新交易、规避风险的完善和补充，使各交易主体打通基于国内外金融衍生全品种的风险管理体系，更有效管理和控制风险，夺取世界大宗商品定价权。

上海市政府2014年重点工作已经将上海自贸区建设作为首要工作，上海建设自贸区的改革路径清晰而明确，随着相关细则的落实，政府的简政放权、让市场决定资源配置将首先在自贸区发挥根本作用，各项创新配套推进，上海自贸区一定会取得成功，并且为中国的金融改革乃至全国改革开放做出积极的探索和示范。

参考文献：

- [1] 冯德连, 葛文静. 国际金融中心成长机制新说: 轮式模型[J]. 财贸研究, 2004, (1).
- [2] 胡坚. 国际金融中心的发展规律与上海的选择[J]. 经济科学, 1994, (2).
- [3] 黄解宇, 杨再斌. 金融集聚论: 金融中心形成的理论与实践解析[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2006.
- [4] 潘英丽. 论金融中心形成的微观基础——金融机构的空间聚集[J]. 上海财经大学学报, 2003, (1).

（下转第67页）