

在实施全口径跨境融资的宏观审慎管理后,监管当局不仅要关注外债总量的变化,还应当根据宏观审慎原则密切关注跨境融资的结构变化

跨境资本流动与宏观审慎管理

彭兴韵 王伯英

对跨境资本流动的宏观审慎管理日益重要

随着信息技术的发展、各国放松金融管制和金融全球化的深化,跨境资本流动越来越频繁,规模也不断扩大,已成为引发系统性风险的重要因素。事实上,每次金融危机都伴随着信贷泡沫和跨境资本的大规模转移。资产泡沫和经济过热驱动跨境资本流入,进而推动资产价格膨胀和过度投资。一旦泡沫破裂,资本为避险而流出,加剧本币贬值和信贷收缩,引发资产价格循环式下跌及更大规模的资本流出,这会加剧国内信贷周期的不稳和信贷周期的自我强化,成为实体经济顺周期性和金融加速器的一部分。实践中,20世纪90年代末以来,历经多次金融危机后,国际社会对资本流动管理的主流态度,逐渐由完全的资本自由化转变到必要的资本流动管理。尤其是2008年的危机后,对资本流动实行宏观审慎管理逐渐成为共识。

由于国内经济的结构性减速、债务风险积聚和“走出去”战略的实践,中国跨境资本流动出现了一些新的趋势,正在形成宏观经济波动的新因素。2014年以来,我国国际收支结构出现了显著变化,在仍有大量贸易顺差的背景下,外汇储备却出现持续下降,这反映了近两年中国面临着资本大量外流的压力。数据显示,2015年,我国非储备性质的资本账户逆差为4856亿美元,2014年逆差只有514美元。

中国跨境资本流动的新趋势是多方面因素使然,但大致可以分为两类。首先是基于中长期战略需要而流出的资本,即基于全球供应链重组和全球经济再平衡、国家“走出去”战略而出现的资本流出,如中国对外直接投资大幅增加,或因中国土地和劳动力成本上升而导致FDI转移。这部分跨境资本流动是基于长期因素考量,国内外的货币政策和短期汇率的变化对此类资本流动基本没有什么影响。

其次是套利或规避汇率风险而流出的资本。尤其是2015年8月份汇改以来,人民币汇率波动加剧,贬值预期强化。根据国家外管局《2014年跨境资本流动监测报告》,人民币汇率预期的变化使得企业结汇意愿减弱、购汇动机增强,前期的“资产本币化、负债外币化”操作逐步转向“资产外币化、负债去杠杆化”。随着国内经济结构性减速风险显现,跨境资金流入放缓,基于汇率预期的资本流出增多,表明我国跨境资金流动表现出较强的顺周期性。与第一类的资本流动不同,此类跨境资本流动对国内外利差、汇率的短期波动异常敏感,其灵敏的利率、汇率嗅觉往往会导致汇率贬值的自我实现,央行为了稳定跨期资本流动对汇率的冲击而不得不耗散大量的外汇储备。这正是2014年下半年以来在中国不断发生的事情。为了更好地管理资本的流出,就应事前更好地管理资本的流入,是故,对资金流入的宏观审慎管理,便构成了整个国际资本流动宏观审慎管理的基础。

中国全口径跨境融资宏观审慎管理的确立与基本框架

党的十八届三中全会提出“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”。2015年2月,央行上海总部发布《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》,率先在国内试点跨境资金宏观审慎管理。同年9月,央行对开展远期售汇业务的金融机构收取20%的外汇风险准备金,是针对跨境资本流动实施宏观审慎监管的又一尝试。2016年1月下旬起,中国开始探索对27家金融机构和注册在上海、天津、广州和福建自贸区的企业扩大本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点。很快,央行就在总结前期试点经验的基础上,于5月正式在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理。在中国宏观杠杆率已相当高的情况下,对本外币实行一体化宏观审慎管理,可以更好地把握跨境融资水平,控制杠杆和货币错配风险,使其与宏观经济、整体偿债能力和国际收支状况相适应;可以通过控总量、调结构,从宏观、逆周期视角相机抉择,防范私人部门债务行为顺周期性带来的跨境收支失衡和外债风险累积。

总体而言,全口径跨境融资宏观审慎管理框架具有以下几个特点。

首先,事前的行政审批改为备案制。基于微观个体的外债总量控制改为以资本或净资产为基础的比例自律管理,金融机构和企业可在与其资本或净资产挂

构的跨境融资上限内，自主开展本外币跨境融资。这标志着我国外债监管的理念从计划向市场化转变。

其次，在组织方式上，由人民银行和外管局协同监管。前者负责宏观调控参数调整及对27家银行的跨境融资管理；后者负责非银金融机构和企业的管理及对全口径跨境融资的统计监测。

最后，建立跨境融资宏观风险监测指标体系，进行宏观审慎评估（MPA），在跨境融资宏观风险指标触及预警值时，采取逆周期调控措施。逆周期调控措施包括总量调控和结构调控。总量调控工具主要为跨境融资杠杆率和宏观审慎调节参数；结构调控主要设定不同风险因子权重，对不同类别、期限及币种跨境融资实施更有针对性的管理，包括：期限风险转换因子、类别风险转换因子、汇率风险折算因子等。期限风险转换因子突出对短期跨境资金流动的监管，鼓励中长期外债。中长期跨境融资（还款期限1年以上）的因子为1，短期跨境融资（1年及以下）的因子为1.5。类别风险转换因子不仅将或有外债全面纳入管理范围，也体现了不同类别外债的风险差异考虑，表内融资的类别风险转换因子设定为1，表外融资（或有负债）的因子暂定为1。汇率风险折算因子设定为0.5，强化对外币跨境融资的管理，体现了人民币外债优先的导向。跨境融资杠杆率方面，企业和非银行金融机构为1，银行为0.8；宏观审慎调节参数为1。企业和金融机构自主开展本外币跨境融资，但融资风险加权余额不得超过跨境融资风险加权余额上限。

全口径跨境融资审慎管理与宏观审慎管理的关系

2009年，我国开始研究强化宏观审慎管理的政策措施，在此基础上，央行于2011年正式引入差别准备金动态调整/合意贷款管理机制。随后，央行多次完善我国的宏观审慎管理制度，目前建立了包括

杠杆、外债风险等七大方面的综合评估指标。因此，全口径宏观审慎管理是国内宏观审慎管理的一个重要有机组成部分。

首先，完善了我国宏观审慎管理。在金融日益开放、跨境资本流动愈发便利化的今天，若缺乏对跨境融资的宏观审慎管理，则国内的宏观审慎管理就是不全面的。此前，我国外债实施的是国务院领导下的、跨部门联合管理的模式。具体地说，中资企业的中长期外债经发改委审批。外管局负责核定金融机构、中资企业的短期外债及外债汇兑与统计。外资企业借用外债则由商务部负责。财政部负责主权外债。多头监管下的差别化管理模式导致各部门管理思路存在差异，协调配合存在一定难度，也不利于对外债规模、结构的统计监测。同时，这样的外债管理主要是对外债的额度管理，并不属于宏观审慎管理的范畴。

全口径跨境融资宏观审慎管理放弃了对外债简单化的额度管理，推行本外币一体化管理，使得国内宏观审慎管理的触角很自然地延伸到了资本的跨境流动。人民银行和外管局协同监管，人民银行负责27家银行的本外币全口径外债管理及总体的宏观、逆周期调控；外管局负责非银金融机构和企业的管理及对全口径跨境融资的统计监测。短期外债及中长期外债均采取余额管理方式，提高

了外债管理的便利性与合理性。本币、外币跨境融资统一管理，确保了外债统计监测数据的完整性和准确性。因此，全口径跨境融资宏观审慎管理，有助于提高国内宏观审慎管理的有效性。

其次，弥补了社会融资规模指标的不足。2010年末，央行正式发布“社会融资规模”统计指标，并将其引入货币政策调控体系，成为我国宏观审慎政策框架中的重要组成部分。社会融资规模作为一个横跨金融体系内各行业的统计指标，其本意是检测全社会通过融资体系实现的信用交易总量及结构，以便于及时发现及预防系统性风险。但在克服传统指标缺陷的同时引发了市场的批评，如本国或本地区经济体从国外筹集资金等融资形式并未纳入其中。全口径跨境融资宏观审慎管理则主要针对境内金融机构和企业外债进行管理，实现对外债全口径的统计监测和系统性风险管理，很明显，它弥补了社会融资规模的不足。

最后，与宏观审慎评估（MPA）相呼应。随着中国金融对外开放的深化和放松资本管制，中国金融体系更深地融入全球化，中国将成为全球资本的重要配置场所，境外机构、企业和个人持有的对中国的债权（资产）将显著增加，宏观杠杆率将不再仅受制于国内信贷和融资的可得性，也有赖于境内金融机构



和企业从境外获取资金的便利性、成本优惠性和可得性。尤其是,在发达经济体长期保持低利率甚至零利率时,国内外较大的利差将促使更多境内机构和企业从境外获取资金,从而使单纯基于境内获取资金的杠杆控制和宏观审慎管理的效果被境外融资冲销。因此,若缺乏对跨境资本流动的宏观审慎管理其实是“不审慎的”。而中国的MPA将外债指标部分作为综合评估因素之一,反映外汇风险及其对宏观杠杆率的影响。全口径跨境融资丰富和完善了中国的宏观审慎管理的框架,它的实施将使国内宏观审慎管理的覆盖更全面,当然也会更有效。

政策协调

人民币贬值预期下“扩流入”的总量效果未必显著,更可能产生结构性效应

确立的全口径跨境融资宏观审慎管理改事前审批为备案制,结汇限制也有所放开,这无疑提高了境内银行和企业借用外债的便利性,既丰富了市场主体的融资渠道,又降低了融资成本。这在一定程度上意味着政府持有“控流出、扩流入”的逆周期调节态度。

然而,当前全球经济呈现不平衡复苏,经济增速不均衡导致了主要发达经济体的货币政策分化,新兴经济体普遍承受资金外流和货币贬值的压力。当前人民币存在贬值预期,企业外汇借款需求较弱,实体经济缺乏有效投资渠道,“去杠杆”和“资产荒”等因素叠加,预计短期内跨境资金流入难有显著地提升,也不会引发外债的系统性风险。此时谨慎地放松资本流入,并辅以全口径跨境融资审慎监管,显然表明了政府对外债风险管理的信心。

具体到不同主体和业务类型,全口径跨境融资宏观审慎管理可能产生如下结构性的影响。此前缺乏外债额度的中资企业受益最大,它将获得同等净资产的外债额度;一级资本较高的机构,按照新模式计算的外债额度相对此前外汇局

核定的短债额度将有大幅提高。境外同业存放、联行及附属机构往来均不纳入外债余额计算,而这恰是银行外债资金的主要来源之一,故此类外债的流入可能增加。外币跨境融资及短期跨境融资的风险权重更高,境内主体可能会选择增加人民币外债和中长期外债,正符合政策的结构化导向。在实施全口径跨境融资的宏观审慎管理后,监管当局不仅要关注外债总量的变化,还应当根据宏观审慎原则密切关注跨境融资的结构变化。

完善全口径跨境融资的界定有助于完善宏观审慎管理的总体框架

现行框架将跨境融资界定为“境内机构从非居民融入本、外币资金的行为”。它仅针对私人部门外债,也主要针对跨境资金的流入,且主要是债权性资金流入,直接投资、证券投资等资金流入形式都不包含在内,缺乏对跨境资金流出尤其是短期资金流出的全口径统计监测和预警机制。历史表明,金融危机时的资金流出会加剧货币贬值和资产价格下跌。因此,在推动资本项目开放进程中,有必要建立健全跨境资金管理框架,加强对跨境资金流动规模、方向、结构的监测预警,做好政策工具箱的储备。

此外,即便仅就“跨境融资”定义本身而言,其全口径的“口径”也有待完善。境外同业存放、联行及附属机构往来是银行外债资金的主要来源,此类外债不纳入余额计算,金融机构可能会增加该项业务,导致短期外债规模的继续攀升。集团内部资金往来中,如何区分生产经营和实业投资等形成的现金流以及集团外融资形成的现金流,也是突出问题。尤其在资本项目可兑换的国家,境外公司不区分账户管理的情况下,区分集团内资金与集团外融资将更加困难。未考虑外币存款的被动负债性质及特殊性,内保外贷的风险转换因子设定等也存在质疑。

“不可能三角”下的宏观审慎管理需要政策协调

“不可能三角”表明,资本自由流

动、货币政策独立性及汇率稳定三个目标不可能同时达到,最多只能同时实现两项。在我国资本项目开放推进过程中,要保持货币政策的独立性,人民币汇率就必须尽可能按照市场供求关系变化波动。但这可能加大汇率的波动,从而加剧跨境资本流动规模与方向的不确定性,影响经济金融系统的稳定。因此,货币政策、汇率政策和资本开放政策的协调配合,是有效实施金融宏观调控的基础。

跨境资金流动的宏观审慎管理恰恰是防范系统性风险、维护金融稳定的重要环节。从新兴经济体经验来看,跨境资本宏观审慎管理离不开同其他宏观经济政策的协调配合。2010~2013年,土耳其曾引入外汇缴存里拉准备金机制,试图以非主流的创新性货币政策框架打破“不可能三角”,在保持资本自由流动与独立货币政策的同时,寻找政策工具与空间维持币值与金融稳定,但终以失败告终。智利、巴西在实施宏观审慎监管的同时,注重开展区域性、国际性金融合作,并借助一些针对资本项目开放以及完善国内金融体系制度性建设的宏观调控政策措施,通过无息准备金、金融交易税等措施,对短期资本流动达到了较为明显的调控效果。

宏观审慎政策具有跨部门、跨行业、跨国界的多维特征,其政策实施、工具运用和处置机制等均需建立在有效协调基础上。协调机制的建立本身就是宏观审慎政策的重要内容之一。实现同货币政策框架转型等多种宏观调控政策,以及部门间、区域性的协调配合,是影响跨境资本流动宏观审慎监管实现既定目标的重要因素。因此,我国应该在区域性、国际性金融合作机制框架的支持下,加强不同宏观经济部门之间的政策协调配合,以改善对跨境资本流动的宏观审慎监管效果。

作者单位:中国社会科学院金融研究所;
中国社会科学院研究生院

(责任编辑 纪 崑)