

New Trends of Cross-border Capital Flows and Its Countermeasures after the Inclusion of RMB into the SDR Basket

人民币加入SDR后 跨境资本流动新动向及应对

■ 郑联盛

2016年10月1日起人民币正式加入了国际货币基金组织的特别提款权(SDR)货币篮子。人民币加入SDR货币篮子并成为第三大货币,充分体现了我国金融体系的改革成绩,全面体现了我国在经济发展金融改革以及全球经济治理中的重大作用。同时,人民币加入SDR货币篮子也提高了SDR的代表性。

人民币加入SDR显示人民币汇率形成机制改革、资本项目开放和人民币国际化卓有成效,人民币在国际金融市场体系的地位和作用明显提升,但是,人民币加入SDR对于我国跨境资本流动及其管理将带来新的影响,对于我国金融要素定价、资本项目开放、内外风险防范和金融系统稳定也将带来新的政策挑战。

人民币加入SDR后跨境资本流动的新动向

人民币加入SDR后,人民币国际化程度提高,人民币投资、交易甚至投机需求都可能增加,同时,人民币利率和汇率等定价机制可能逐步发生改变,加上外部因素的影响,跨境资本流动可能出现新的变化。

跨境资本流动规模将逐步上升。人民币加入SDR后,人民币资产将逐步成为新的基础资产,跨境资本流动将新增较

大的规模。截至2016年3月底,所有SDR的价值约为2850亿美元,人民币权重为10.92%,这意味着人民币加入SDR将可能使得各国央行累计持有人民币资产规模约310亿美元。再以未来的人民币国际债券市场发展为例,假设人民币国际债券占全球2%,即与日元相当,则人民币国际债券规模约4140亿美元,而目前规模约900亿美元,人民币国际债券缺口将超过3200亿美元。人民币加入SDR后,如果资本项目开放步伐加速,对人民币资产的配置将直接导致跨境资本流动性的规模显著上升。

跨境资本流动的双向频繁化将成为主导趋势。人民币加入SDR之后,人民币国际化程度提高,人民币可能会成为重要的基础资产,国外各类型投资者将会考虑增持人民币资产并作为资产配置的基础品种,国外资本可能持续流入以配置人民币资产。另一方面,国外投资者可能会在不同币种之间进行配置,会有部分资金流出;同时,国内的投资者有海外配置资产的需求,导致另外部分资金的流出。2015年中国对外直接投资(ODI)规模再创历史新高,对外非金融类直接投资1180亿美元,人民币加入SDR后,该趋势可能进一步强化。资本流入和资本流出的并存且相对频繁变化将成为未来我国资本流动的主导趋势。

金融要素价格波动加剧,资本流动可

能更加短期化。人民币加入SDR使得其在跨境资本流动中的地位和角色将上升,而利率和汇率定价更加市场化就会使得人民币资产价格波动加剧,风险管理的工具更加多元化,风险收益的套利亦可能更加频繁,导致资本流动可能更加短期化,人民币甚至可能成为热钱重要表现形式之一,以投机为目的的短期跨境资本流动可能明显增加。

资本流动可能呈现更明显的羊群效应。由于人民币国际化程度更高,市场化程度也逐步提高,人民币相关的利率和汇率定价更加市场化,交易可能相对便利,资金双向流动成为常态,在“轧差”效应下,资本净流入或流出水平可能相对较小。但是,在信息不充分的情况下,以投机为目的的短期跨境资本流动增加的情况下,外汇市场很容易形成自我强化的一致预期,市场投资者容易出现“羊群”行为。比如,在信息相对不透明的情况下,在美联储、欧央行等政策外溢效应的影响下,当人民币出现升值趋势或形成升值预期时,短期国际资本可能会群体性地流入国内金融市场;反之,当人民币出现贬值趋势或形成贬值预期时,短期国际资本可能会群体性地流出国内金融市场。

资本流动可能呈现出较为明显的结构性。第一,人民币加入SDR后,人民币资产属性就会有所强化,与资本项目相

关的资本流动相对于与贸易项目的资本流动可能更加频繁且剧烈。第二，人民币加入SDR后，资本双向流动更加频繁，以投机为目的的短期跨境资本流动可能明显增加，资金流向及其规模的变化将影响货币市场和外汇市场的供求结构，使得金融要素定价更加复杂。第三，国际收支平衡表中的项目可能呈现结构性的变化，比如误差与遗漏项变化可能加剧，其他投资余额（比如货币与存款余额、贸易信贷项目等）相对于证券投资余额波动性可能加大。

跨境资本流动新动向的潜在风险分析

人民币成为SDR篮子货币后，对于人民币的需求将会提升，这要求人民币资产规模要大幅扩大，期限要更加多元，市场要更加开放，资本流动亦面临规模提高、双向频繁化、短期化、群体性和结构性使得我国跨境资本流动管理体系以及金融体系面临较大的风险。

金融要素定价机制。资本流动短期化，使得金融要素价格决定更加嬗变，加上国内外汇差、利差以及估值体系的差异，对于整个金融体系的无风险利率、信用利差和风险定价等可能产生重要的影响。目前SDR利率是以美、日、英三个月期国债利率以及三个月期欧洲央行回购利率四者加权而得，我国三个月期国债利率成为SDR的利率定值参考之一。假如资本流动短期频繁流动，这对于我国国债收益率和短端利率决定可能产生反馈性影响。利率变化与资本流动又是互为因果，利率变化还直接影响汇率决定的利率平价机制，汇率波动可能随之加剧。这使得国内金融要素定价机制及其稳定性面临新的挑战。更重要的是，资本流动方向及其相关

的预期改变了金融要素定价权及主导性发生变化。比如，香港等离岸市场的人民币价格可能实质性地影响甚至决定内地在岸市场的人民币及其相关资产的价格。金融要素定价机制更加市场化对于我国的金融机构特别是银行提出了新的要求，特别是对业务发展、利润模式以及风险管理等带来的影响值得重点关注。

倒逼资本项目开放。SDR货币篮子的遴选标准核心要件是自由使用货币标准，而自由使用货币标准与自由兑换货币标准界定不清晰。2010年IMF决定暂时不会将人民币纳入特别提款权的货币篮子，主要原因在于“人民币的问题是不能自由兑换，而且中国的资本市场在很大程度上处于封闭状态，……”。至少人民币被纳入SDR的那部分（相关的交易）应实现可自由兑换”。在这个逻辑下，自由使用货币标准很大程度上被等同于自由兑换和资本项目开放问题。人民币加入SDR货币篮子后，最为核心的一个问题是人民币资本项目开放是不是会加速。在对资本项目开放没有清晰认识的情况下，很容易形成资本项目开放的倒逼机制。

跨境资本流动管理。一直以来，跨境资本流动管理是我国资本项目管理的重要工作之一，但是，随着人民币加入SDR后，跨境资本流动管理体系将面临更大的管理压力：第一，跨境资本流动的规模可能逐步扩大，该项目对于金融稳定性提升；第二，短期流动资本占比提升，短期化、投机化、群体性以及结构性的特征将较为明显，日常监测、用途检查以及风险处置的要求急剧提升；第三，市场预期及其管理的压力陡然提高；第四，资本流动“轧差”净值变化趋势及其对人民币资产估值体系的影响。境内金融机构和市场最应该防范资本流动导致的估值效应的

冲击。

系统性风险和宏观经济稳定性。跨境资金无序流动通过多种经济变量最后可能影响金融体系和宏观经济的稳定性。人民币加入SDR后，将刺激境外投资者持有人民币资产，人民币资产的估值体系可能产生重大的变化。短期大量资金涌入可能导致估值溢价，推高股票、债券、房地产等资产价格甚至诱发资产泡沫，当资本群体性流出之后，估值水平又出现超调，资产价格暴跌，最后导致金融经济体系面临重大的风险甚至危机。

应对措施

人民币加入SDR后，内外资源互动将强化，资本流动可能更加频繁，内外市场风险共振问题将日益凸显，这就要求我们要强化短期资本流动管理、防范金融风险跨境传染以及强化宏观审慎管理框架的建设，坚决守住不发生区域性和系统性风险的底线，确保金融稳定与金融安全。

建立健全跨境资本流动综合监测、预警与管理体系。建立涉及多部门、多币种立体化跨境资本监测管理系统，将人民币跨境支付系统（CIPS）、中国现代化支付系统（CNAPS）和央行反洗钱信息系统有效对接，建立一个集中、统一、高效的金融信息资源库，实现信息共享，提高预警水平和监测效率，实现对跨境资本流动进行实时监测，监控跨境资本的来源和流向，对各类性质、各类币种和各类主体的跨境资本活动进行监测分析。有效识别异常交易，做好风险防范和事前预警，并做好风险处置的预案。

稳步推进资本项目开放。资本项目自由兑换并非是成为特别提款权货币篮子的必要条件，成为SDR货币篮子与否与资本项目开放亦没有直接的关联性，相关经济

体的资本项目开放主要是以经济体内部的金融发展和内外协调为基础的。资本项目开放是一个长期过程，不能因人民币纳入SDR就不顾国内金融稳定和安全的现实情况加速资本开放项目，资本项目开放与国内金融稳定、内外经济互动应相互统筹，防范金融风险跨境传染特别是重要经济体的政策外溢效应。有效的金融风险管理及应对体系对发挥市场的决定性作用、提高金融服务实体经济效率而言是基础的保障，以加入SDR作为加快资本项目自由化进程的前提是本末倒置的逻辑。

完善国内金融市场体系，健全金融要素定价机制，强化金融要素定价权。人民币加入SDR需要利率市场化、汇率市场化、资本项目开放和金融市场深化以及制度改革等相互匹配，要防止跨境资本流动的负面影响更多需要苦练内功，“打铁

还须自身硬”。一是要深化利率市场化改革，发挥市场在金融要素配置的决定性作用。二是要进一步完善人民币汇率形成机制，真正建立以市场供求为基础、参考一篮子货币、有管理的浮动汇率制度。三是深化国债收益率曲线建设，健全信用利差定价机制。四是强化金融机构风险应对能力。金融机构需要适应内外风险共振的新形势，建立资本流动频繁化相关的风险管理体系，防范外部风险对资产负债表以及表外业务的冲击。最后是完善金融市场建设，提高我国金融市场体系广度和深度，特别是加快做大做强人民币外汇市场，提高市场内生的风险吸收和缓释能力。

建立健全宏观审慎管理框架。大力改造提升现有金融统计系统，逐步建立起覆盖所有金融机构、金融市场、金融基础设施、市场行为等与跨境金融交易和资本流

动相关的信息系统。进一步提高国际收支统计数据透明度，继续扩大数据披露的范围，提高数据发布的及时性、有效性和公开性。大力发展基于防范系统性风险的宏观审慎管理工具，更多运用汇率、利率、税率以及探索新型价格工具调节跨境资本流动，不断完善跨境资本异常流动的应对预案，加快构建外债和跨境资本流动的宏观审慎管理框架。协调与资本项目开放和金融市场开放的关系，注重短期资本流动管理及其对资产估值体系的影响，注重防范发达经济体政策的外溢效应，注重内外风险共振的冲击，坚决守住不发生区域性和系统性风险的底线，保障金融稳定。●

(作者单位：中国社会科学院金融研究所)

责任编辑：董治
Yhj_dz@126.com

宏观经济月度资讯

11月PMI升至两年来高点，经济趋稳向好基础再夯实

12月1日，国家统计局、中国物流与采购联合会联合发布数据，11月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.7%，比上月上升0.5个百分点，升至两年来的高点。分析认为，经济增长趋稳向好的基础进一步夯实。

央行11月投放流动性8029亿，后续开展MLF可能性加大

12月1日，根据央行最新公布的数据，11月份，央行通过SLF、MLF和PSL共向金融机构投放资金8029.69亿元，力求流动性处于合理充裕状态。分析人士称，后续央行开展MLF操作的可能性正在加大。

年末银行间资金面持续偏紧，分析认为央行隐性加息

12月2日，央行在公开市场开展1600亿元7天期逆回购、600亿元14天期逆回购、250亿元28天期逆回购。当日央行净投放量为50亿元。银行间市场资金紧张缓解的程度并不太明显。

央行MLF操作投放3390亿元，意在保持年末资金面平稳

12月6日，中国人民银行宣布，为保持银行体系流动性合理充裕，结合近期MLF到期情况，对24家金融机构开展MLF操作共3390亿元。分析认为，央行货币政策操作总体上会保持一种相对“紧平衡”的状态。

我国11月进出口数据三增，明年初出口压力有望减轻

12月8日，海关总署公布的数据显示，11月，我国进出口总值2.35万亿元，同比增长8.9%。其中，出口1.32万亿元，同比增长5.9%；进口1.03万亿元，同比增长13%；贸易顺差2981.1亿元，收窄12.9%。

我国11月PPI涨幅超预期，短期通货膨胀压力仍存

12月9日，国家统计局发布数据，今年11月份，全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨0.1%，同比上涨2.3%；另外，工业生产者出厂价格指数（PPI）环比上涨1.5%，同比上涨3.3%。

中央经济工作会议召开，明年GDP目标或定为6.5%

12月14日，一年一度的中央经济工作会议在北京召开。分析称，若考虑到全国迎接十九大和在国际国内引导积极预期以及深化改革有可能释放出来更多红利的可能性，明年增长速度超6.5%是一个大概率事件。

国务院解决养老PPP难题，国有建设用地可作出资或入股

12月24日，国务院办公厅印发《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》，其中提出对在养老服务领域采取政府和社会资本合作方式的项目，可以国有建设用地使用权作价出资或者入股建设。