

# Causes and Countermeasures of Cross-border Capital Flow Risk in China

## 我国跨境资本流动风险的成因与应对

■ 汤柳

伴随美元加息的步伐，人民币汇率存在贬值压力，这使得我国资金流出规模放大，跨境资本流动风险压力陡增。2017年中央经济工作会议强调，要把防控金融风险放到更加重要的位置。在此形势下，明确跨境资本流动风险成因并做好相关应对，对于维护我国金融稳定尤为重要。

### 我国跨境资本流动风险的成因分析

#### 风险成因之一：金融外部性

**贷款约束的放松。**汇率和资产价格的上升提高了借款人抵押品的价值，放宽了借款约束，从而被允许获得更多的贷款。自2000年以来，我国汇率升值与房地产价格基本处于同一上升周期，根据利率平价原理，汇率的升值以及中美间的利差促使资金不断流入，增加了国内市场的资金供给并降低了利率水平，放宽私人部门的贷款约束，促使资本品的价格上升，提高了借款人的抵押品价值。

**财务扩张的冲动。**在跨境金融交易中，市场参与者面临风险-收益的平衡问题，一方面，他们倾向于选择相对价格更低的债务工具，另一方面，也倾向于承担更多的风险，以获得更高的风险收益来弥补国际投资活动中的额外风险，如涉及外币债务、股权和FDI等。具体包括以下几个方面：

一是资产负债的货币配置。在美元贬值时期，企业通过内保外贷、海外代付、远期信用证等方式获得贸易信贷、贸易融资，以实现最大化的“资产本币化、负债美元化”。国际收支平衡表的其他项目的资产负债变动项非常清楚地说明了这一点。在2009~2014年人民币升值期间，以贸易贷款为主的其他项目的负债规模不断上升，表现为资金不断流入；与此同时，以境外存贷款为主的外汇资产增速下降。2014年之后，随着美元升值预期的加强，企业又反向操作，尽可能地实现“负债本币化、资产美元化”。

二是全球化资产配置地增加。我国“一带一路”和“走出去”战略推动了我国对外投资的意愿，低利率带来的融资成本下降，以及海外投资的高风险高收益，也是形成增加全球资产配置的重要因素。自2014年以来，我国对外直接投资规模增加迅速。

2016年度，我国企业对外直接投资总额首次超过外商直接投资规模，而外商对中国的直接投资规模在近年来呈现缓和下降趋势。欧债危机之后，欧洲国家出现了资产估值较低的局面，从而促使我国在欧洲的投资资产迅速增加。2015年中国内地企业发行近30亿美元的欧元债券；2010~2015年，我国对欧投资迅速增长，2015年中国企业对欧直接投资流入量达108亿美元，创历史最高水平。

三是短期外债的持续增加。尽管我国的短期外债规模仍然处于安全线内，但2010~2013年期间，我国的短期外债从3757亿美元迅速上升至6766亿美元，增幅高达80%。有关实证研究表明，我国外债与货币供应量（M2）的相关性已高于外债与进出口等其他因素。因此，短期外债的增长因素从经常项目转化为资本项目，一方面来自于人民币单边的升值预期因素，另一方面短期外债的增加也是我国对外投资业务不断扩张的结果。

四是违规违法操作逐渐增加。在我国外汇管理改革进程中，涉及经常项目、资本项目的多项汇兑项目均由审批制转为备案制，在事后执法监管未能及时跟进的情况下，私人部门利用虚假贸易、出国汇兑宽松等进行违法违规操作，以获得汇差利差收入。自2014年以来，随着我国对资金流出的收紧，我国错误与遗漏净流出额均超过1000亿美元，这一现象表明地下渠道可能成为资金流出的重要渠道。服务贸易逆差的增加也暗含由于个人换汇管理的放松，导致通过该项目渠道获得境外房产投资、证券投资的违规活动增加。此外，人民币离岸市场的发展，使套利套汇成为可能，当前出现了人民币流出规模增大，而同期离岸人民币存款却未相应增加，本币流出可能成为资金外流的新形式。

**缺乏集体行动的协调。**正如宏观审慎监管得以推崇的原因，市场参与者的最优决策并不意味着集体决策的最优，并且个人存在从他人集体协调行动中获取个人利益的冲动。对于外汇市场，汇率预期的改变意味着市场参与者的个体行动形成合力，共同决定市场价格的未来走势，而这种个人行动产生的合力可能导致资金流动的加剧，不利于金融稳定的实现。

#### 风险成因之二：资产负债表效应和金融放大效应

我国应提防出现资产负债表效应和金融放大效应。当前，美元升值预期犹在，我国经济增速放缓，部分领域金融杠杆率过

高，内外因素交织形成对人民币贬值的压力。在此形势下，应关注资产负债表效应和金融放大效应出现的可能性。由于2014年以来货币政策的扩张以及出现金融自由化的现象，非金融企业部门杠杆率过高，全社会杠杆率攀升，M2/GDP的比率持续走高。

2017年我国政府开始强调货币政策的“中性”，并意欲收缩过高的杠杆率，尤其是债券市场和房地产市场的有关融资活动。在此形势下，应关注汇率贬值预期促使外债压力增大，资金持续流出与国内金融整顿共同作用，促使国内流动性减少及利率上升，加速资产价格的回落和信贷收缩，引发资产负债表效应和金融放大效应。

## 当前资本外流风险应对之策

### 审慎的资本管控

研究表明，以资本管控为主的资本流动管理相当于协调了市场主体的分散化行为，通过提高私人部门的持有流动性，提高市场主体的财务约束水平，从而限制这些部门的金融外部性行为，减少外部冲击下的价格下降产生的资产负债表效应和金融放大效应，防止总需求的持续收缩，有助于减少金融危机的发生率和严重程度。在实践方面，新兴市场经济体启动对国际资本流动采取审慎的控制，而IMF对于资本流动管理立场也在国际金融危机之后，有着根本性的转变。

在前期资本流入阶段，我国使用了审慎的资本流入限制，有效控制了资本流入的节奏。例如，对银行结售汇头寸月的下限管理、征收准备金等，这些措施具有宏观审慎政策工具的特点，注重宏观总量和逆周期调节效果，具有灵活性和突出市场机制的特点，有利于抑制资本流入的规模与速度，有效地限制了私人部门增加外币负债的行为。

当前，采取限制资本流出的管理措施同样重要。自2015年以来，由于人民币汇率贬值导致资本流出加剧，引发了争论。境外有观点认为，对于我国采取的资本限制的管理手段是回到原点，是倒退。从本文分析可知，无论是稳定汇率亦或是外汇储备，或是放宽汇率浮动幅度，审慎有效的资本管控都起到逆周期的调节作用，防止汇率出现大幅度下跌，防止出现系统性风险的可能。

### 具体政策建议

**构建更加稳健的经济特质。**IMF对智利、马来西亚、捷克的资本流动情况分析结果表明，抵御能力更强的新兴市场经济体有以下特点：（1）财政政策更具逆周期性、货币政策更健全；（2）体制更完善；（3）汇率机制更灵活；（4）更大力度的金融调整。因此，在研究针对性的管理工具的同时，应考虑将增强资本流动抵御能力纳入整体经济改革目标，建立更加富有弹性

的、更加稳健的、更加灵活的经济特质。

**把握资本管控的程度。**审慎适度的资本控制与完全的资本账户封闭是不同的，设计精准的跨境资本管理框架有利于提高市场发展的稳定性，反之则会限制金融市场发展。当前，在保证市场正常运行的基础上，监管当局应考虑适当增加执法和行政管理力度，以杜绝各类违法违规行为。此外，在公布新的资本管理措施的同时，应加强与市场的有效沟通，防止出现市场过度反应。另外，应当与国内金融条件相结合。从金融监管角度而言，审慎监管措施应当是逆周期的特点，对于当前我国为了规范金融秩序，降低社会杠杆率过高的情况，一定程度上收紧了信用扩张速度。考虑到美元升值预期仍然存在，监管当局应通盘考虑可能出现的资产负债表效应和金融放大效应，加强外债审慎管理，提前做好相关预案。

**加强国际监管协调。**从全球角度来看，流动性具有全球公共产品的特点，资本管理需要各国加强协调。在当前美元升值预期增大、新兴市场国家面临汇率贬值、资本流出加剧的形势之下，我国应通过G20以及中美经济金融对话渠道，加强与美国的汇率机制对话与沟通，建立全球流动性管理机制；借“一带一路”倡议推进，加强与周边国家的金融合作，推动亚洲金融稳定体系的拓展与完善，建立应对跨境风险和危机处置的交流合作机制。

**完善跨境资本流动管理体系。**首先，资本流动管理理念需进一步强化。金融危机之后，尽管我国强调资本管理的重要性，但是随着市场化甚至自由化的加深，有关金融监管较为宽松，助长了企业金融外部性行为。其次，建立系统化管理体系。当前，多以临时性的资本管控措施应对突然加剧的资本流动规模，未能形成系统性工程，以抵御资金的套利套汇、短期资金流入等外部性行为。此外，价格规则与数量规则应遵守并重原则。研究表明，资本管控的价格型工具和数量型工具并不对立，目前对于资本流出的限制多集中于数量型工具，此外，鉴于我国金融机构主要在风险激励方面存在差异而非信贷计划，数量型工具也是可取的，而非并非因为市场化需要而一味强调价格型工具。最后，需要进一步提升对本外币全口径的跨境资本流动的监测管控能力，提高人民币自由兑换程度，使得人民币与美元等外币一样成为跨境资本流动的承载形式。<sup>①</sup>

（作者单位：中国社科院金融研究所）

责任编辑：韩晓宇  
Hxymy2007@126.com