

## 人民币外债对外汇储备的影响

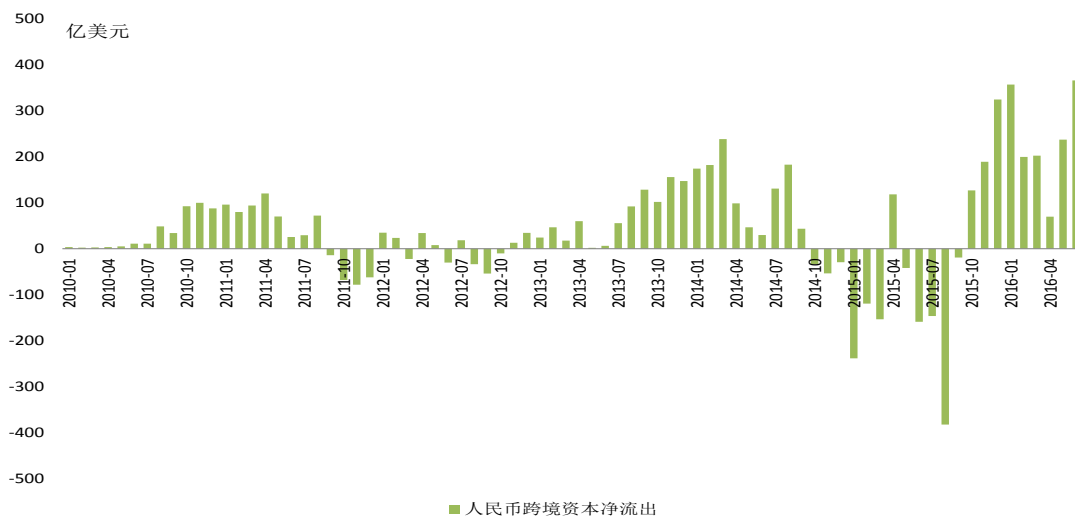
截至 2016 年 3 月底，我国本币外债余额为 39109 亿元人民币（6053 亿美元），占外债总规模 44%。与 2015 年 3 月相比，本币外债规模下降了 1994 亿美元，占外债总规模也下降了 4.1%。**人民币外债去杠杆的速度比美元外债更快。**

虽然都是外债去杠杆，但是人民币外债余额的变化并不正常。人民币相对美元贬值，企业应该借入更多的人民币，为什么偿还人民币债务的速度比还美元债务更快？而且，“8.11”汇改后，人民币汇率贬值预期飙升，大陆的人民币比香港更加值钱，为什么人民币跨境资本却并没有回流至大陆，反而大幅流出至海外？期间海外人民币存款并没有增加，这些人民币流到海外之后去哪里了？会不会对外汇储备造成影响？迄今为止，这些问题并没有一个完整的答案。

人民币和美欧日国际货币并不相同，海外投资者持有人民币的意愿跟汇率预期密切相关。由于资本项目下人民币尚不能自由可兑换，人民币外债主要是境内金融机构为进出口企业提供的融资产品。**在贸易渠道下，贸易商会根据人民币汇率预期，选择在境内还是境外结汇，随之形成人民币跨境资本流动。**例如，下图表明：2011 年下半年，因欧债危机冲击，人民币汇率出现贬值预期，境内人民币相对美元价格更高，进出口商会将海外人民币运回境内结汇。此时，人民币跨境净流入。2013 年下半

年，人民币汇率出现升值预期，境外人民币相对美元价格更高，进出口商都会尽量将人民币留在境外换汇。此时，人民币跨境净流出。

图 1 人民币跨境资本净流出



数据来源：Wind 数据库。

2015 年“8.11”汇改后，人民币汇率贬值预期飙升，按照以往的规律，人民币跨境资本应该回流至大陆。然而，自 2015 年“8.11”汇改至 2016 年 6 月，人民币跨境资本流动净流出规模达到 2300 亿美元。这一反常现象出现在 2015 年 10 月中国人民银行加强资本管制之后。显然，有一部分海外投资者选择以人民币的方式汇回资本，有一部分境内投资者也以人民币的方式进行资本外逃（不再考虑汇差损失）。虽然当前美元净流出相对稳定，但是，人民币跨境资本净流出规模已经达到每个月接近 300 亿美元，成为最主要的资本流出渠道。

过去，大多数人都认为以本币计价的债务并不会对外汇储备造成严重影响。因为本币流入和流出并不会直接和央行的外汇市场干预挂钩。然而，人民币尚不是可自由兑换货币，如果人民币没有升值预期，大多数海外投资者并不愿意持有人民币资产。所以，当人民币资本从境内流向境外后，境外投资者会用手中的人民币向海外人民币清算行兑换美元。此时，如果海外清算行向中国人民银行购汇，将会消耗央行的外汇储备。如果海外清算行不向中国人民银行购汇，自身将会承担巨大的外汇风险，并不是长久之计。事实上，由于海外人民币资产池的深度和广度都不够，人民

币从大陆地区流出，迟早都会向中国人民银行换取外汇，消耗外汇储备。所以，无论是人民币外债还是美元外债，最终还是会增加外汇储备的负担。

近期出现的反常情形，实际上反映资本外逃开始集中体现在人民币跨境支付渠道。监管当局应重视对人民币跨境贸易投资的相关监管，重新审视人民币外债对外汇储备的影响，防止资本外流恶化，威胁境内金融稳定。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。