

张明

zhangming@cass.org.cn

匡可可

kekekuang@163.com

中国面临的跨境资本流动：基于两种视角的分析*

摘要： 本文从基于国际收支表的季度数据以及基于银行跨境收付的月度数据这两种视角出发，分析了 2010 年至 2014 年期间（尤其是 2014 年）中国面临的跨境资本流动。以债权债务类资本为特征的其他投资项净流出是 2014 年中国面临短期资本净流出的主要原因，而贷款子项和货币与存款子项净流出又是其他投资项净流出的主要原因。在 2014 年，货币与存款子项的净流出由本国居民主导，而贷款子项的净流出由非居民主导。2014 年下半年以来，银行代客涉外收付差额与银行代客结售汇差额均持续为负，且后者持续低于前者；涉外收入结汇比不断下降，涉外支出售汇比明显上升；外汇贷款增速显著下降，这些现象均意味着居民与企业持有外汇资产的意愿显著增加。无论是短期资本持续净流出，还是藏汇于民现象的强化，均与人民币升值预期的削弱甚至逆转密切相关。

* 张明为中国社科院世界经济与政治研究所副研究员、国际投资研究室主任，电子信箱：zhangming@cass.org.cn。匡可可为中国社科院世界经济与政治研究所博士后，电子信箱：kekekuang@163.com。本文的写作受益于与张斌研究员、肖立晟博士的讨论，在此深表感谢，但作者文责自负。

一、 引言

随着中国金融市场与资本账户的开放，中国开始面临规模更大、波动性更强的跨境资本流动。对跨境资本流动的研究日益成为国际金融研究的焦点问题。迄今为止，中国国内对跨境资本流动的研究主要分为四个方面：一是估算中国面临的不同类型的资本流动规模；二是厘清跨境资本流动的各种驱动因素；三是分析跨境资本流动对中国宏观经济、资本市场与宏观政策造成的冲击；四是提出如何更好地管理国际资本流动的政策建议。¹

在 2010 年至 2014 年期间，中国在大部分时期面临短期资本流入，但在 2012 年与 2014 年下半年面临短期资本流出。本文试图从基于国际收支表的季度数据视角以及基于银行跨境收付的月度数据视角出发，对过去 5 年间中国面临的跨境资本流动——尤其是 2014 年的短期资本持续外流——进行全面细致地分析。分析的目的一是试图厘清导致中国跨境资本流动的波动性加剧的具体资本流动类型；二是试图分析跨境资本流动部分的银行、企业与居民行为。

本文得出的主要结论包括：第一，从国际收支表的视角出发，中国在 2014 年面临的国际资本外流主要体现为债权债务类资本（其他投资项）的净流出，而在其他投资项中，贷款子项和货币与存款子项的净流出最为显著。在 2014 年，货币与存款子项的净流出由本国居民主导，而贷款子项的净流出由非居民主导。短期资本持续流出的最重要原因可能是人民币升值预期的削弱或逆转；第二，从银行跨境收付的视角出发，导致银行代客涉外收付款差额与银行代客结售汇差额之间的周期性缺口、涉外收入结汇比、涉外支出售汇比、外汇存贷款增速等指标变化的主要原因，源自中国居民与企业（尤其是中国企业）基于人民币升值预期变动而进行的行为调整。近期人民币升值预期的削弱或逆转事实上已经开始塑造“藏汇于民”的新格局。

本文剩余部分的结构安排如下：第二部分为基于国际收支表角度的季度数据分析；第三部分为基于银行跨境收付角度的月度数据分析；第四部分为结论。

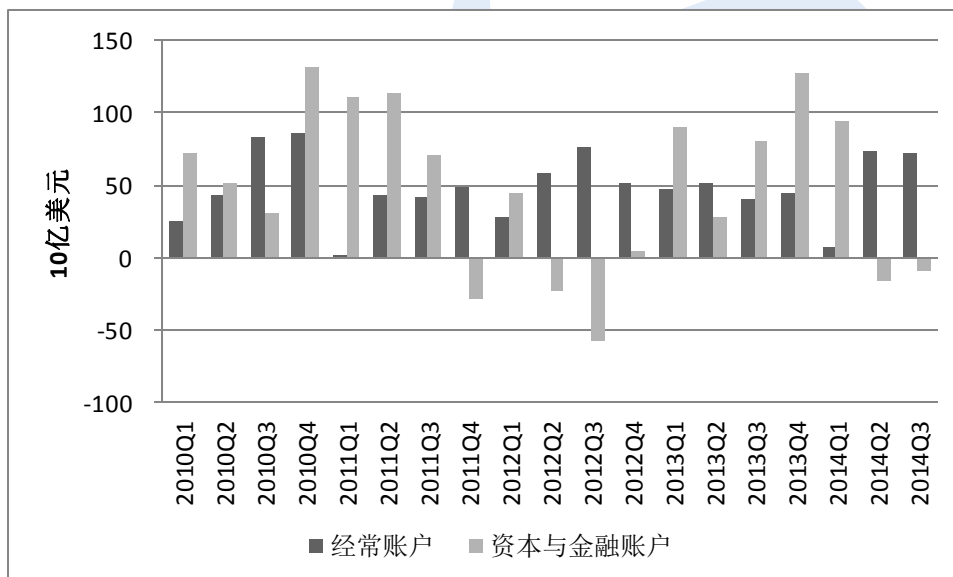
¹ 笔者所在的研究团队近年来对中国面临的跨境资本流动进行了较为系统的研究。中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室在 2013 年与 2014 年定期发布的《中国跨境资本流动季度报告》从国际收支表与国际投资头寸表的角度对中国面临的跨境资本流动进行了分析。张明、徐以升（2008）对中国面临的“热钱”流入规模进行了初步估算。张明（2011）系统估算了基于不同方法与不同口径的中国面临的短期资本流动规模。张明、肖立晟（2014）比较了发达国家与新兴市场国家面临的国际资本流动的驱动因素的异同。张明、谭小芬（2013）则分析了 2000 年至 2012 年期间中国面临的短期资本流动的驱动因素。Zhang（2012）分析了国际资本持续流入给中国央行造成的冲销压力，以及冲销压力是如何在不同主体之间分担的。余永定、张明（2012）介绍了关于资本流动管制与资本账户自由化的国际新动向，而张明（2011）则分析了新兴市场国家应对短期资本持续流入的国际经验及其对中国的启示。肖立晟（2014）则提出了一个分析中国面临的月度资本流动的分析框架。

二、 基于季度数据的分析——国际收支表视角

通过季度数据来分析中国面临的跨境资本流动，主要是通过季度国际收支表的数据展开分析。

在 2010 年第 1 季度至 2014 年第 3 季度的 19 个季度内，中国的经常账户持续为正；中国的资本与金融账户仅在 2011 年第 4 季度、2012 年第 2 与第 3 季度以及 2014 年第 2 与第 3 季度这 5 个季度为负，在其他季度均为正（图 1）。在资本与金融账户为正的 14 个季度中，有 11 个季度的资本与金融账户顺差均超过了经常账户顺差，这说明在此期间，资本与金融账户已经超过经常账户，成为中国外汇储备增长的主要来源。从图 1 中不难看出，中国资本与金融账户的波动性，显著超过了经常账户的波动性。

图 1 中国的国际收支状况



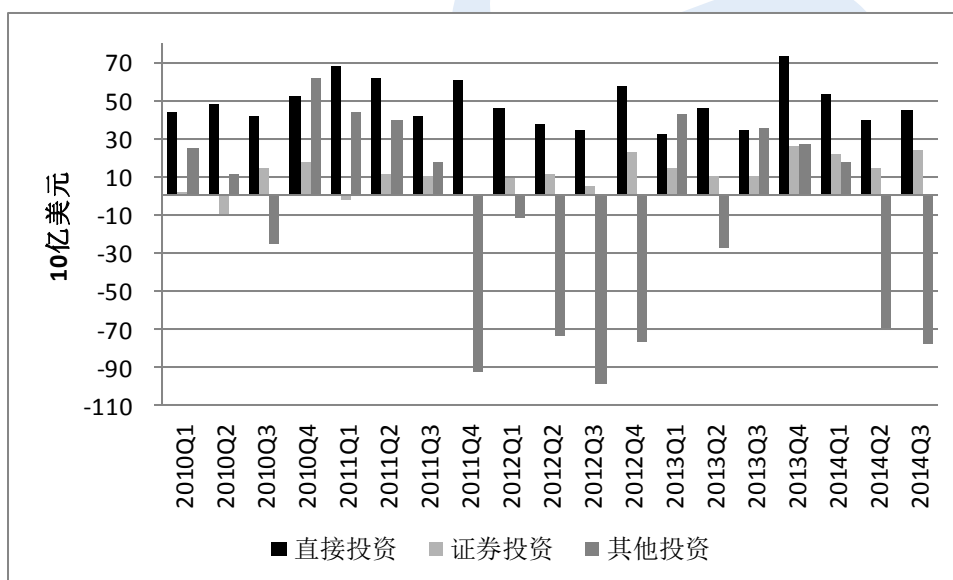
资料来源：CEIC。

在中国的国际收支表中，由于资本账户流量要比金融账户流量低几个量级，因此我们在下文中主要分析中国金融账户的变动。² 在金融账户的具体项目中，直接投资项呈现出持续净流入，而且最为稳定；证券投资项在 19 个季度中仅有一个季度（2011 年第 1 季度）出现净流出，规模相对最小；其他投资项则在净流入与净流出之间变动不居，不但波动性强，而且波动幅度很大（图 2）。

² 在国际收支表中，广义的资本账户包括狭义的资本账户与金融账户。这里的资本账户指狭义的资本账户。2010 年第 1 季度至 2014 年第 3 季度，中国狭义资本账户流量的均值仅为 9 亿美元，中国金融账户流量的均值高达 473 亿美元，中国经常账户流量的均值为 487 亿美元。

事实上，如图 2 所示，过去近 5 年内有 5 个季度的资本与金融账户逆差，全部是由其他投资项的大幅净流出所导致的。例如，受欧债危机恶化影响，中国其他投资项在 2011 年第 4 季度至 2012 年第 4 季度这 5 个季度期间出现持续净流出，从而造成其中 3 个季度出现资本与金融账户逆差；受美联储退出量宽预期与事实上退出量宽影响，中国其他投资项在 2013 年第 2 季度、2014 年第 2 与第 3 季度出现净流出，从而造成后两个季度出现资本与金融账户逆差。在出现资本与金融账户逆差的 5 个季度中，其他投资项的净流出均接近或超过了 700 亿美元，有两个季度（2011 年第 4 季度与 2012 年第 3 季度）甚至超过 900 亿美元。2010 年第 1 季度至 2014 年第 3 季度，中国的直接投资项、证券投资项与其他投资项的变异系数分别为 0.24、0.83 与 -4.42，这说明其他投资项的波动性远高于证券投资项与直接投资项。

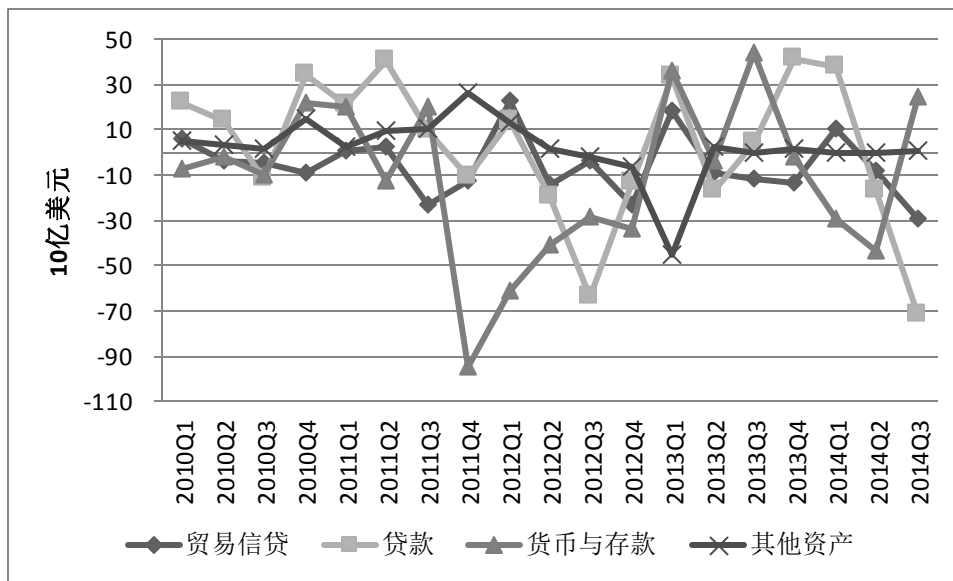
图 2 中国国际收支表金融账户的具体构成



资料来源：CEIC。

在中国的国际收支表中，其他投资项包括贸易信贷、贷款、货币与存款以及其他资产等四个子项。从图 3 中可以看出，在过去 5 年间，贸易信贷子项的流量最为稳定。在过去 6 个季度，其他资产子项的流量显著下降。相比之下，贷款子项和货币与存款子项的波幅更大、波动性更强。这一特点能够从各子项的净流出规模中看得特别清楚。例如，在 2011 年第 4 季度、2012 年第 1 季度与 2014 年第 2 季度，货币与存款子项出现了较大规模的净流出；而在 2012 年第 3 季度与 2014 年第 3 季度，贷款子项出现了较大规模的净流出。

图 3 中国国际收支表其他投资项的具体构成

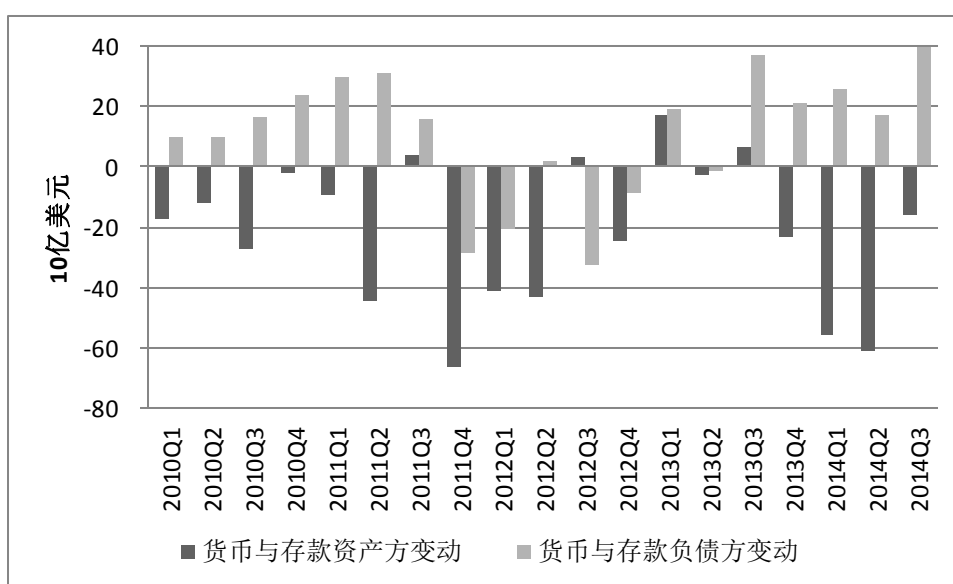


资料来源：CEIC。

从其他投资各子项的资产方与负债方变动中，我们可以发现，各子项的资金净流出究竟是由本国居民主导的、还是非居民主导的。这是因为，本国居民的资本流动反映在各子项资产方的变动上（流出为负、流入为正），而非居民的资本流动反应在各子项负债方的变动上（流入为正、流出为负）。

从图 4 中可以看出，在 2010 年第 4 季度与 2012 年第 1 季度，货币与存款子项的净流出，是由本国居民货币与存款外流加剧与非居民货币与存款回流外国共同导致的；而在 2014 年第 1、2 季度，货币与存款子项的净流出，主要是由本国居民货币与存款外流加剧导致的，同期内非居民货币与存款仍在持续流入中国国内。本国居民货币与存款外流加剧，可能反映了中国经济潜在增速下行与金融风险显性化降低了国内资产的吸引力，从而导致了中国家庭与企业向海外转移资产的行为。

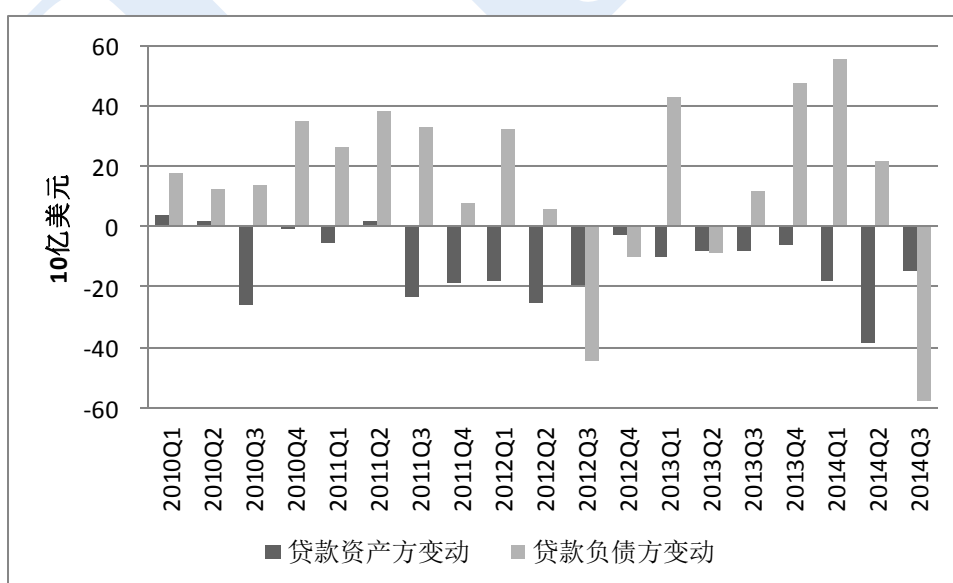
图 4 中国国际收支表其他投资项中货币与存款子项的变动



资料来源：CEIC。

从图 5 中可以看出，无论是 2012 年第 3 季度的贷款子项净流出，还是 2014 年第 3 季度的贷款子项净流出，在很大程度上都是由于非居民撤出贷款资金(贷款回流国外)导致的，因为同期内居民贷款流出大致保持稳定。

图 5 中国国际收支表其他投资项中贷款子项的变动



资料来源：CEIC。

从以上基于国际收支表季度数据的分析中，我们可以得到如下主要结论：第一，中国的

国际收支持续双顺差格局正在逐渐消失,进而演变为经常账户持续小幅顺差和资本与金融账户时而顺差时而逆差的组合 (Zhang and Tan, 2015)。这意味着中国国际收支格局的稳定性有所下降,外汇储备持续上升的局面将被打破;第二,导致中国出现资本与金融账户逆差的主要原因,是金融账户中的其他投资项出现了显著的资本净流出,因为直接投资项与证券投资项依然面临持续的资本净流入;第三,导致中国金融账户其他投资项出现资本净流出的原因,主要是由于货币与存款子项和贷款子项出现资本净流出所导致的,贸易信贷子项与其他资产子项的资本流动较为稳定;第四,迄今为止导致货币与存款子项资本净流出的原因,一方面源自中国居民的货币与存款外流加剧 (2011-2012 年与 2014 年),另一方面也可能源自非居民的货币与存款撤出中国 (2011-2012 年);第五,迄今为止导致贷款子项资本净流出的原因,主要源自非居民的贷款撤出中国 (2012 年与 2014 年)。

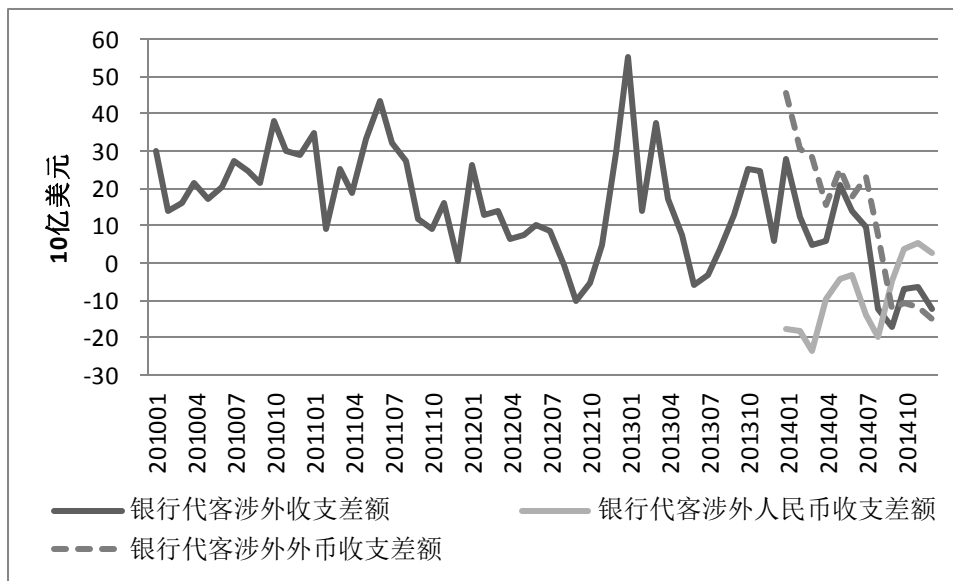
我们之前的一项研究表明,在 2000 年至 2012 年期间,人民币汇率升值预期的变动是导致短期资本进出中国的最重要原因,中国经济增速变动在经过半年左右时滞后也会对短期资本流动产生显著影响 (张明、谭小芬, 2013)。因此,导致 2012 年与 2014 年中国面临其他投资项资本净流出的原因,最重要的可能是人民币汇率升值预期转为贬值预期,其次也可能是中国经济增速的下降。

三、 基于月度数据的分析——银行跨境收付视角

通过月度数据来分析中国面临的跨境资本流动,主要是通过中国银行体系的跨境收付数据展开分析。

从中国银行代客涉外收支数据来看 (图 6),在 2010 年至 2014 年这 5 年期间,绝大部分时期的银行代客涉外收支差额均为顺差,也即中国面临国际资本净流入。然而在 2012 年 9 月至 10 月、2013 年 6 月至 7 月以及 2014 年 8 月至 12 月期间,银行代客涉外收支差额出现逆差,这意味着在上述三个时期内,中国出现了国际资本净流出。从 2014 年起,中国政府公布了不同币种的银行代客涉外收支数据。如图 6 所示,在 2014 年 1 月至 9 月,银行代客涉外人民币收支差额为净流出,而在 2014 年 10 月至 12 月,银行代客涉外人民币收支差额转为净流入。这反过来意味着,在 2014 年第 4 季度,银行代客涉外外币收支差额的净流出规模更大。

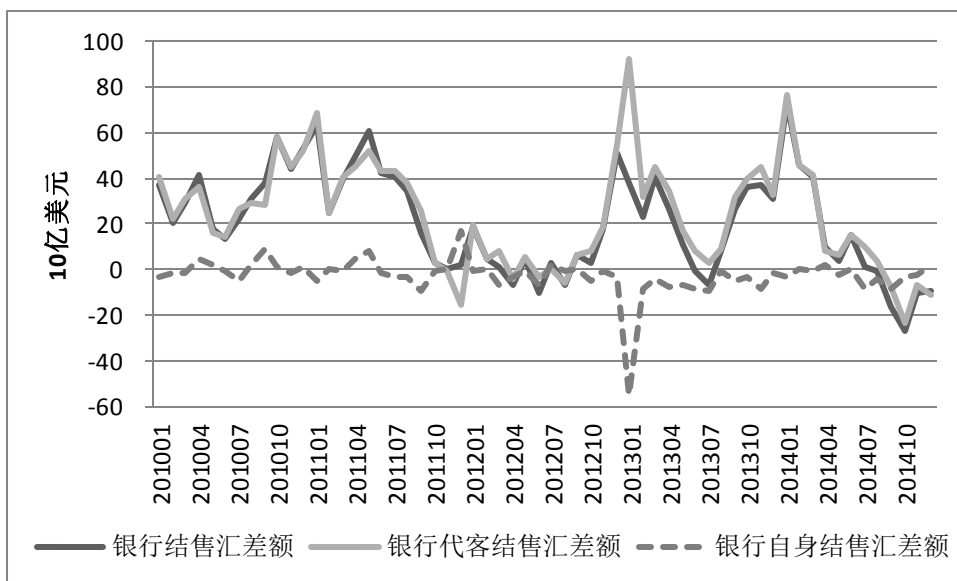
图 6 中国银行代客涉外收支差额



资料来源：CEIC。

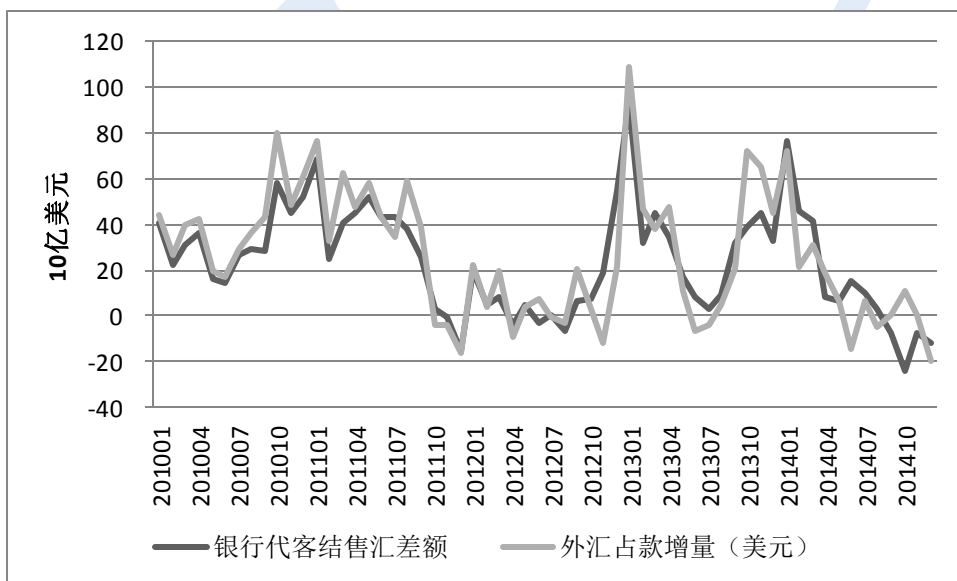
从中国银行结售汇差额来看（图 7），中国银行结售汇差额的波动主要源自银行代客结售汇差额的变动。只有在个别时期（例如 2013 年年初），银行自身结售汇差额才出现过剧烈波动。在 2010 年至 2014 年这 5 年的绝大多数时期内，银行代客结售汇差额均为正，这意味着居民与企业净出售外汇。然而，在 2011 年 11 月至 12 月、2012 年的 4 月、6 月与 8 月，以及 2014 年 9 月至 12 月期间，银行代客结售汇差额由正转负，这意味着居民与企业净购买外汇。居民与企业部门是净购买外汇还是净出售外汇，主要与他们的人民币汇率变动预期有关。一般而言，在人民币升值预期下，居民与企业部门倾向于净出售外汇，银行代客结售汇将会出现顺差；相反，在人民币贬值预期下，居民与企业部门倾向于净购买外汇，银行代客结售汇将出现逆差。这一点，从图 8 中可以得到印证。在图 8 中，银行代客结售汇差额，与外汇占款增量的美元值的波动高度一致。这是因为，外汇占款这一指标，统计的恰恰是中国银行体系在购入美元的过程中释放的人民币。

图 7 银行结售汇差额



资料来源：CEIC。

图 8 银行代客结售汇与外汇占款增量



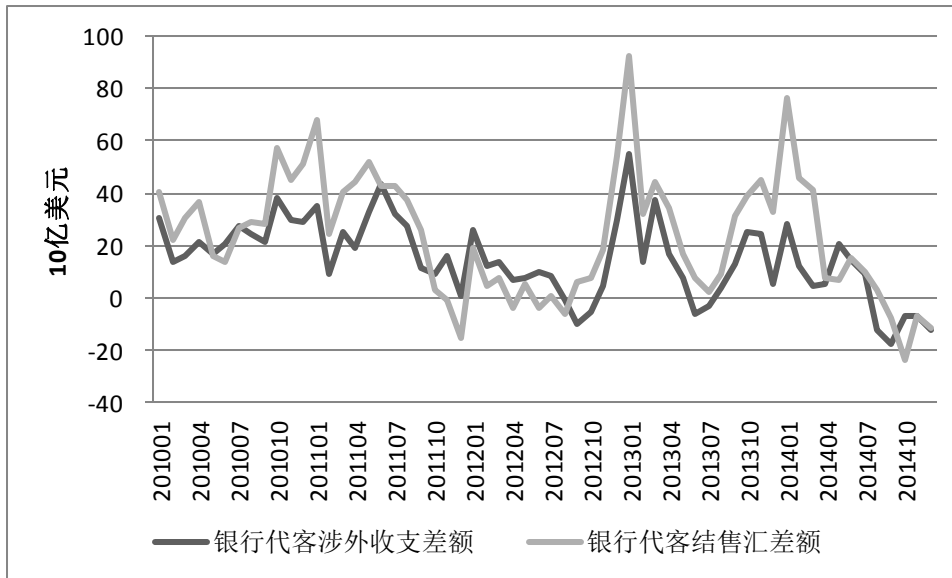
资料来源：CEIC。

我们从另外两个层面可以继续来分析人民币汇率变动预期对居民与企业买卖外汇行为的影响。

一方面，如图 9 所示，在 2010 年至 2014 年这 5 年的绝大多数时期内，银行代客结售汇差额都大于银行代客涉外收支差额，这意味着居民与企业净出售的外汇资产超过了同期内他们通过跨境交易收到的外汇资产，这一行为主要是受到人民币升值预期的驱动。然而，在

2010年5至7月、2011年10月至2012年8月以及2014年10至12月期间，银行代客结售汇差额持续低于银行代客涉外收支差额，这意味着居民与企业净出售的外汇资产低于同期内他们通过跨境交易收到的外汇资产。这说明随着人民币升值预期转变为贬值预期，居民与企业更加倾向于持有外汇资产，“藏汇于民”的格局开始形成。

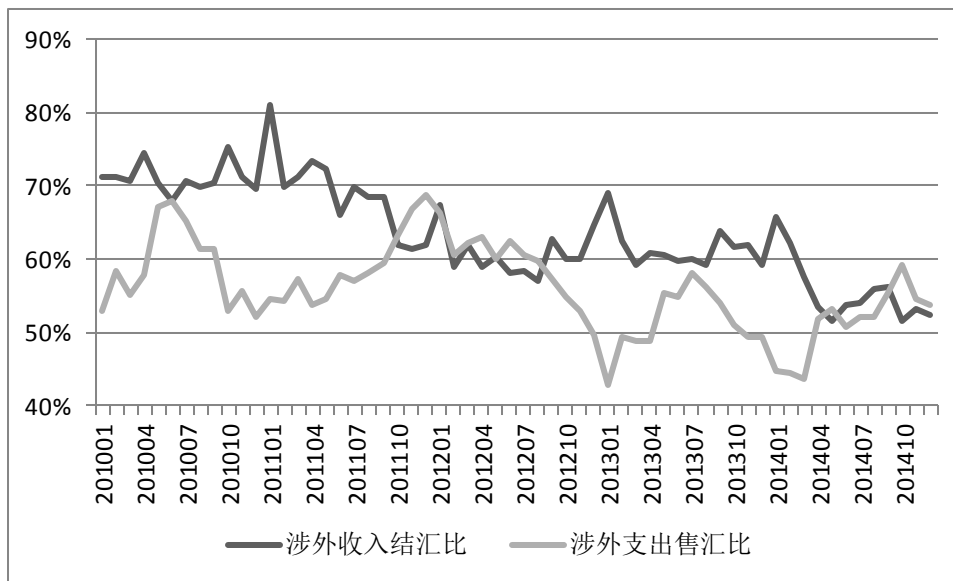
图9 银行代客涉外收支差额与银行代客结售汇差额



资料来源：CEIC。

另一方面，我们也可以用涉外收入结汇比或涉外支出售汇比来判断人民币变动预期的变化。所谓涉外收入结汇比，是用银行代客结汇额除以银行代客涉外收入额；所谓涉外支出售汇比，是用银行代客售汇额除以银行代客涉外支出额。如图10所示，涉外收入结汇比，已经由2010年至2011年期间的70%左右下降至2014年下半年的50%左右，这说明随着人民币升值预期的逐渐消失，居民与企业持有外汇收入的意愿趋于上升。这一比率，在短期资本持续流出的2012年全年与2014年下半年尤其处于低位，这再次印证了人民币贬值预期与短期资本流出之间的关系。此外，涉外支出售汇比的变动趋势，大致与涉外收入结汇比的变动趋势负相关。这说明了，在人民币升值预期逐渐淡化的背景下，居民与企业的购汇意愿趋于上升。

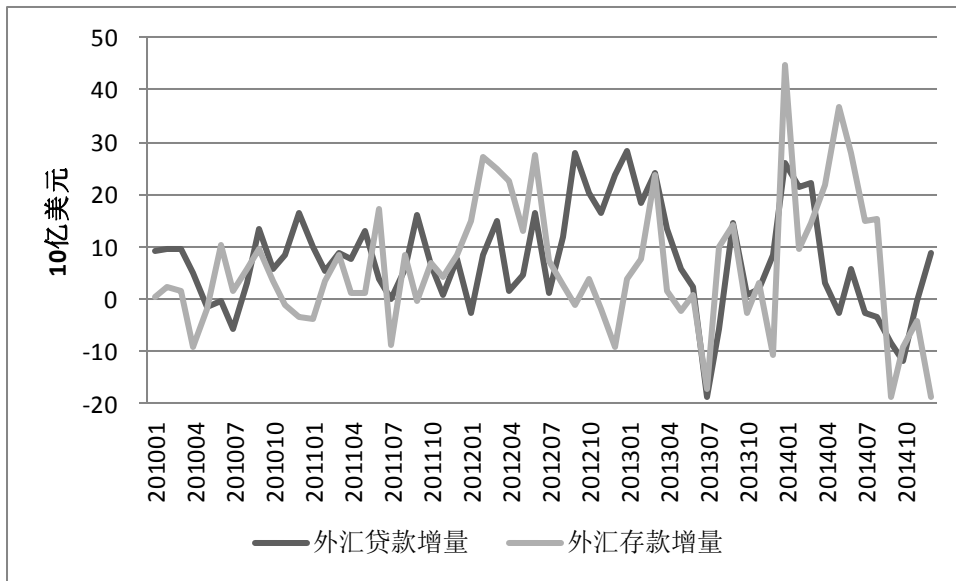
图 10 涉外收入结汇比与涉外支出售汇比



资料来源：CEIC 以及作者的计算。

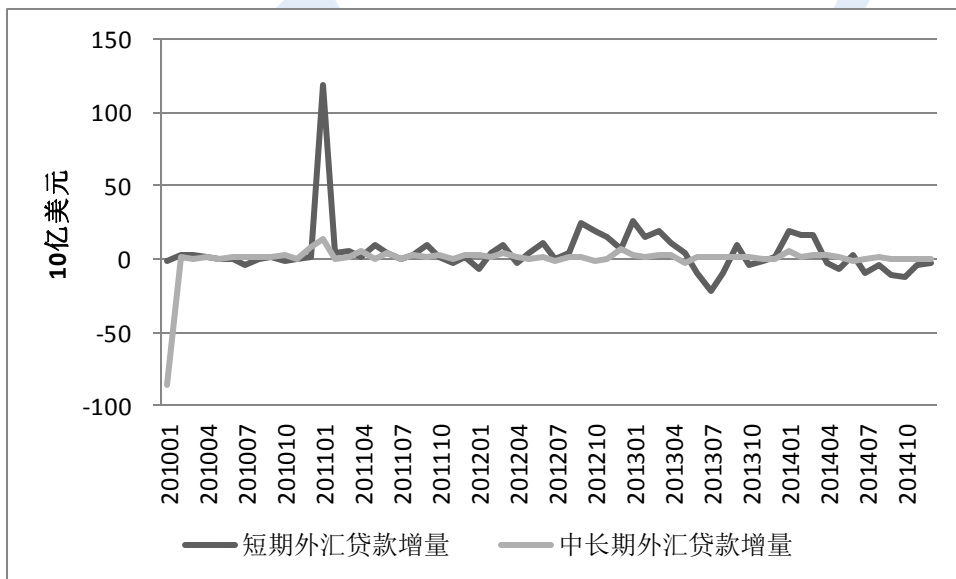
事实上，对居民与企业部门而言，除了可以通过购汇与售汇来应对人民币升值预期的变化之外，他们也可以通过外汇存贷款的变动来追求汇率变动的收益。如图 11 所示，外汇存款增量与外汇贷款增量在 2010 年至 2014 年这 5 年内的绝大多数时期内为正，但两者之间相关性不强。但在 2013 年 7 月以及 2014 年 9 至 10 月期间，外汇存款增量与外汇贷款增量均出现了较大幅度的负增长。如图 12 所示，外汇贷款的变动主要源自短期贷款的变动，而短期贷款的套利性质较强。如图 13 所示，外汇存款的变动主要源自企业外汇存款的变动，外汇储蓄存款的变动比较稳定。而在 2014 年 9 月至 12 月期间，企业外汇存款出现了持续大幅的负增长。最后，如图 14 所示，外汇贷款的环比增速与涉外收入结汇比之间存在着较强的正相关，这意味着外汇贷款的变动与人民币汇率变动预期存在密切的联系。当存在人民币升值预期时，外汇贷款增速上升，反之则反是。

图 11 外汇存款增量与外汇贷款增量



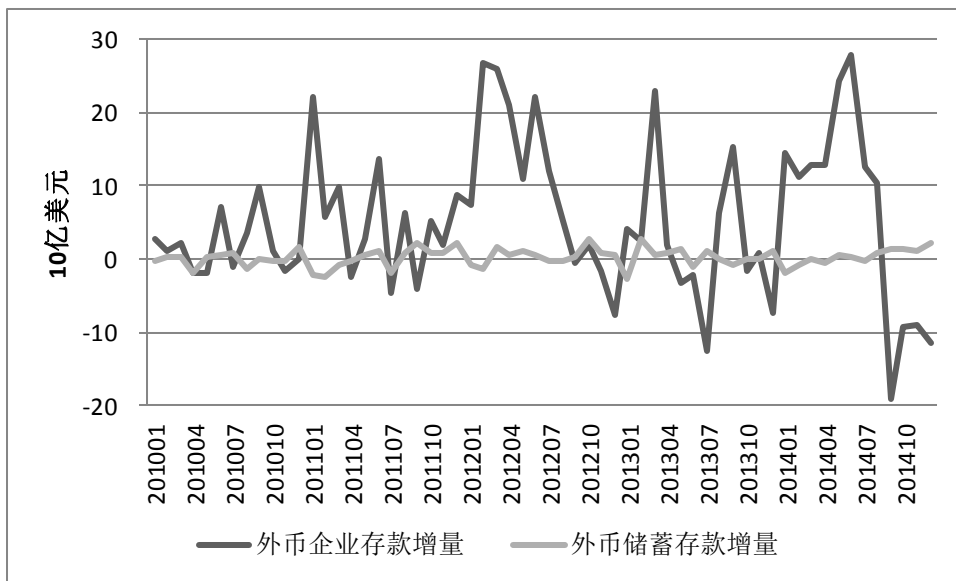
资料来源：CEIC 以及作者的计算。

图 12 短期外汇贷款增量与中长期外汇贷款增量



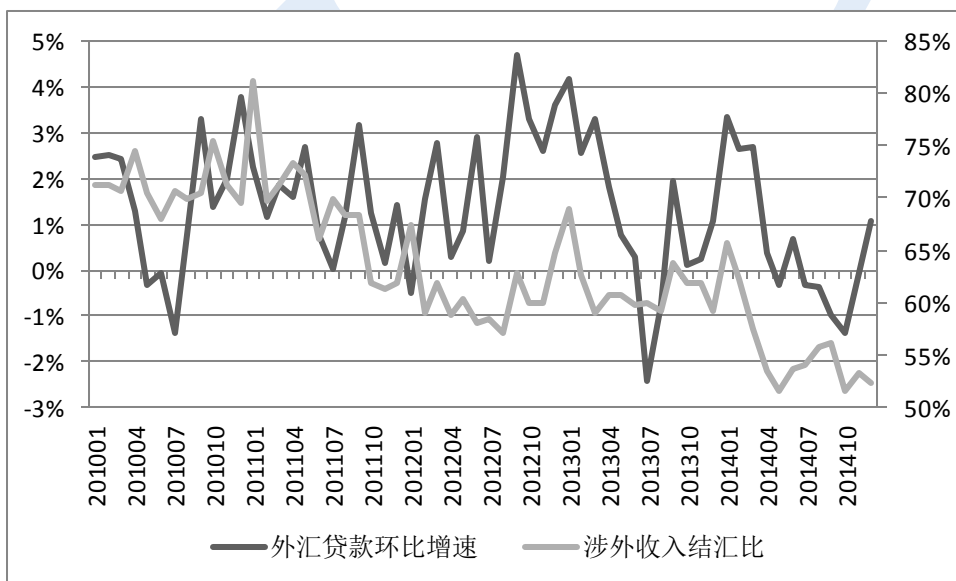
资料来源：CEIC。

图 13 外币企业存款增量与外币储蓄存款增量



资料来源：CEIC。

图 14 外汇贷款环比增速与涉外收入结汇比之间的关系



资料来源：CEIC 以及作者的计算。

从以上基于银行跨境收入月度数据的分析中，我们可以得到如下主要结论：第一，无论是银行代客跨境收入差额还是银行代客结售汇差额，在 2014 年下半年均出现逆差，这意味着这一时期内中国面临持续的国际资本净流出；第二，在 2014 年下半年，银行代客结售汇差额低于银行代客跨境收入差额，涉外收入结汇比下降，涉外支出售汇比上升，这三个现象都意味着居民与企业的人民币升值预期明显减弱甚至逆转，以至于出现了“藏汇于民”的局面；

第三，短期贷款变动与企业存款变动是中国外币存贷款变动的主因，近期内外汇存贷款增量的显著下降，在很大程度上依然源自人民币升值预期的减弱甚至逆转。

四、 结论

本文从两种不同视角（国际收支表视角与银行跨境收付视角）、两种不同频率的数据（季度数据与月度数据）出发，来分析 2010 年至 2014 年期间中国面临的跨境资本流动的变化。分析的重点在于 2014 年中国开始面临的持续短期资本外流。本文得到的主要结论如下：

首先，基于国际收支表的分析表明：第一，持续的国际收支双顺差正在逐渐消失，未来中国的资本与金融账户很可能出现顺差与逆差交替的格局；第二，在金融账户内部，其他投资项无论在变化幅度还是波动性方面都显著超过直接投资项与证券投资项，事实上，2012 年与 2014 年的金融账户逆差，均源自其他投资项发生的大规模净流出；第三，在其他投资项中，货币与存款子项以及贷款子项的波动幅度尤其显著，这两个子项的净流出是近期中国面临短期资本外流的最重要原因。在 2014 年，货币与存款子项的净流出由本国居民主导，而贷款子项的净流出由非居民主导。

其次，基于银行跨境收付的分析表明：第一，无论从银行代客涉外收付差额还是银行代客结售汇差额来看，2014 年下半年中国均出现了持续的国际资本净流出；第二，2014 年下半年，银行代客结售汇差额低于银行代客涉外收付差额，涉外收入结汇比处于历史低位，涉外支出售汇比显著上升，这说明居民与企业倾向于持有更多的外汇资产，“藏汇于民”正在发生；第三，中国外汇贷款的变动主要由短期外汇贷款的变动主导，而中国外汇存款的变动主要由企业外汇存款的变动主导，2014 年下半年无论外汇存款还是外汇贷款增量均出现负增长。

再次，无论是国际收支表的金融账户逆差，还是银行跨境收付逆差以及银行代客结售汇逆差，均与人民币升值预期的削弱甚至逆转有关。人民币汇率变动预期，既是中国面临的短期资本流动的重要驱动因素，也会显著地影响企业、居民与银行的外汇资产配置行为。因此，中国央行在进一步推进人民币汇率形成机制的市场化过程中，应该充分注重汇率预期变动对国际资本流动与微观主体行为的影响。

参考文献：

Zhang, Ming. "Chinese Stylized Sterilization: The Cost-sharing Mechanism and Financial Repression", *China & World Economy*, Vol.20, No.2, 2012, pp.41-58.

Zhang, Ming and Xiaofen Tan. "The Vanishing of China's Twin Surpluses and its Policy Implications", *China & World Economy*, Vol.23, No.1, 2015, pp.101-120.

肖立晟（2014）：“跨境资本流动月度分析框架”，中国社科院世经政所国际金融研究中心工作论文。

余永定、张明（2012）：“资本管制和资本项目自由化的国际新动向”，《国际经济评论》，第5期。

张明、徐以升（2008）：“全口径测算中国当前的热钱规模”，《当代亚太》，第4期。

张明（2011）：“中国面临的短期国际资本流动：不同方法与口径的规模测算”，《世界经济》，第2期。

张明（2011）：“新兴市场国家如何应对资本流入：中国案例”，《国际经济评论》，第2期。

张明、谭小芬（2013）：“中国短期资本流动的主要驱动因素：2000-2012”，《世界经济》，第11期。

张明、肖立晟（2014）：“国际资本流动的驱动因素：新兴市场与发达经济体的比较”，《世界经济》，第8期。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：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投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。