

中国面临的短期资本外流:现状、原因、 风险与对策*

张明

〔摘要〕从2014年第2季度至今,中国开始面临短期资本持续外流的新局面。本文从国际收支表数据与银行跨境收付数据这两种视角分析了短期资本外流状况,发现本轮短期资本外流由本国居民与外国居民共同主导,而本国居民又由企业部门而非家庭部门主导。造成本轮短期资本外流的主要因素包括人民币兑美元贬值预期的形成、中美经济增速以及中美利差的收窄、全球投资者风险偏好程度的下降、中国房地产市场的下行以及中国政府资本账户开放进程的加快等。本文的估算表明,未来在不利情景下,中国面临的短期资本流出的规模可能达到5.13万亿美元,显著超过中国外汇储备存量,相当于中国2014年GDP的50%。短期资本外流的加剧可能成为触发中国金融系统性危机的重要因素。为更好地应对短期资本外流风险,中国政府应该更加审慎地开放资本账户、尽快建立健全宏观审慎监管与微观审慎监管框架、在保证经济适度增长前提下加快结构调整、加快人民币汇率形成机制改革以避免本币持续高估。

关键词:短期资本外流 金融系统性风险 资本账户管制

JEL分类号:E32 F32 G01

一、引言

继1998年之后,中国在2012年首次迎来了资本与金融账户逆差,这意味着持续十余年的国际收支双顺差格局被打破。尽管2014年全年中国仍维持着资本与金融账户的小幅顺差,但在2014年的后三个季度均出现了资本与金融账户逆差,该逆差在2015年第一季度显著扩大。这表明中国从2014年第2季度起开始面临跨境资本外流、特别是短期资本外流的新局面。

笔者认为,中国在过去面临的短期资本持续流入的格局已经基本终结。在未来一段时期内,中国可能面临短期资本大进大出的新形势。而在特定情形下,中国可能面临短期资本大举流出的情况,而这将会严重损害中国金融体系稳定,如果应对不当的话,这甚至可能引发系统性金融危机。

本文试图廓清当前中国面临的短期资本外流的现状及其原因、分析潜在短期资本外流的可能规模及其危害,并给出如何应对短期资本外流加剧的政策建议。本文剩余部分的结构安排如下:第二部分与第三部分分别从国际收支表与银行跨境收付数据的角度来梳理当前短期资本外流的情况及背后的主导力量^①;第四部分分析当前短期资本外流的主要原因;第五部分展望潜在短期资本外流加剧可能造成的风险;第六部分为简要的结论,以及提供中国政府如何应对短期资本外流的政策建议。

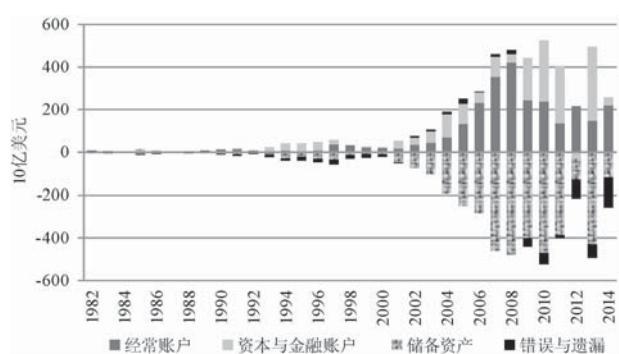
* 张明,中国社会科学院世界经济与政治研究所,研究员。本文的写作受到国家万人计划首批青年拔尖人才支持计划“中国政府应如何系统地管理短期国际资本流动”的资助。

① 张明和匡可可(2015)提出了如何综合运用季度国际收支表与月度银行跨境收付数据来研判中国面临的跨境资本流动的分析框架。本文沿用了这一框架,并进行了一定的改进。

二、近期短期资本外流状况:基于国际收支表的分析

图 1 展示了 1982 年至 2014 年中国的年度国际收支状况。从中可以看出,在 1999 年至 2011 年期间,中国出现了连续 13 年的国际收支双顺差,也即经常账户顺差和资本与金融账户顺差的组合。国际收支持续双顺差的自然结果,是储备资产的快速增长。1993 年至 2014 年期间,中国储备资产连续 22 年呈现正增长态势,这 22 年储备资产流量累计增长 3.95 万亿美元^①。然而,中国的国际收支结构在 2008 年全球金融危机爆发前后发生了重要变化。如图 1 所示,在 2009 年之前,中国的经常账户顺差规模显著超过资本与金融账户顺差规模,换言之,储备资产增长的主要来源是经常账户顺差。而从 2009 年起,经常账户顺差显著下降,资本与金融账户顺差显著上升,以至于在 2010 年、2011 年与 2013 年,资本与金融账户顺差超过经常账户顺差,成为储备资产增长的主要来源。然而与此同时,资本与金融账户余额的波动性也显著增强。例如,在 2012 年,资本与金融账户出现逆差,终结了中国连续 13 年的国际收支持续双顺差格局。又如,2014 年中国的资本与金融账户顺差仅为 382 亿美元,远低于 2013 年的 3461 亿美元。

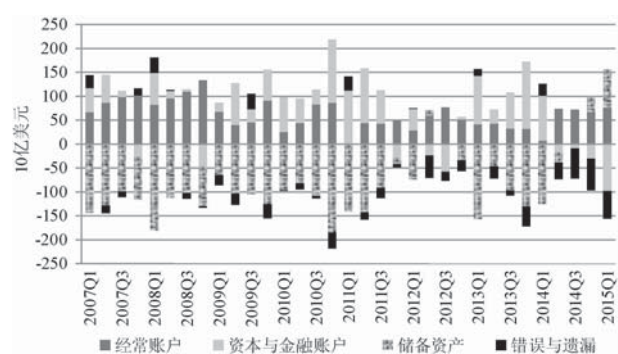
考虑到年度数据为低频数据,有时候掩盖了季度之间的变动趋势,因此有必要分析更加高频的季度国际收支数据。图 2 展示了 2007 年第 1 季度至 2015 年第 1 季度中国的季度国际收支状况。如果比较图 2 与图 1,笔者可以发现,前者揭示了 2014 年以来一些关于国际资本流动的最新情况:第一,从 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度,中国已经出现持续 4 个季度的资本与金融账户逆差,这 4 个季度的资本与金融账户逆差累计为 1539 亿美元,其中仅 2015 年第 1 季度就高达 981 亿美元;第二,在 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度,中国也出现了持续 4 个季度的错误与遗漏项净流出。更重要的是,与之前相比,错误与遗漏项净流出的规模显著放大了。例如,在 2007 年第 1 季度至 2013 年第 4 季度期间发生了错误与遗漏项净流出的季度中,平均每个季度的错误与遗漏项净流出规模为 207 亿美元。而在 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度,错误与遗漏项的净流出规模平均达到 556 亿美元;第三,一般认为,资本与金融账户统计



注:根据国际收支表编制规则,储备资产数据为负,表示储备资产增长,反之亦然。

资料来源:CEIC。

图 1 中国的年度国际收支状况



注释:根据国际收支表编制规则,储备资产数据为负,表示储备资产增长,反之亦然。

资料来源:CEIC。

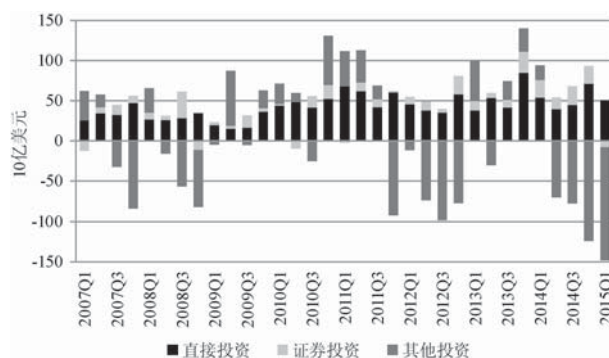
图 2 中国的季度国际收支状况

^① 国际收支表上的储备资产属于流量概念,不包含存量资产的估值效应。而中国人民银行发布的储备资产月度数据则包含了存量资产的估值效应。

了合法的跨境资本流动,而错误与遗漏项则在真正的错误与遗漏之外,反映了官方统计口径之外的地下资本流动。那么 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度的国际收支状况,则反映了在这一年时间内,无论是合法的跨境资本流动还是地下资本流动,都出现了资本持续较大规模外流的局面。这种资本与金融账户和错误与遗漏项同时连续 4 个季度发生净流出的现象,在过去还从未出现过;第四,作为上述资本持续外流的结果,储备资产在 2014 年第 3 季度至 2015 年第 1 季度期间出现连续 3 个季度的负增长,这一状况也是过去从未出现的(2012 年第 2、3 季度,中国外汇储备资产曾经出现连续两个季度的负增长)。

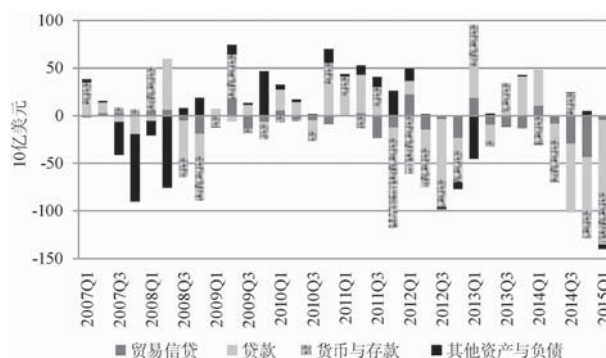
从上述分析中可以看出,自 2014 年以来,中国的跨境资本流动的确出现了一些新的趋势性变化。要更加深入地观察这种变化,就有必要更加细致地研究中国国际收支表中资本与金融账户的变化。由于在中国的国际收支表中,资本账户的规模(2005 年至 2014 年年均余额为 36 亿美元)远低于金融账户的规模(2005 年至 2014 年年均余额为 1347 亿美元),因此,笔者在下面将重点分析中国金融账户的变化。图 3 展示了中国季度国际收支表中金融账户细项的变动状况,从中不难看出:第一,中国的直接投资余额持续为正且相对稳定,在 2007 年第 1 季度至 2015 年第 1 季度这 33 个季度中的季度平均余额为 428 亿美元;第二,中国的证券投资波动性稍大(过去 33 个季度中有 5 个季度为负),但规模相对较小(过去 33 个季度平均余额为 90 亿美元);第三,中国的其他投资波动性最大(过去 33 个季度有 18 个季度为负),且规模也相对最大(在 15 个净流入的季度中平均规模为 328 亿美元,在 18 个净流出的季度中平均规模为-604 亿美元);第四,其他投资项净流出具有明显的规律性。在图 3 中出现了 3 次较为集中的其他投资项净流出。第一次发生在 2007 年第 3 季度至 2008 年第 4 季度之间,这是美国次贷危机爆发的时期;第二次发生在 2011 年第 4 季度至 2012 年第 4 季度之间,这种欧洲主权债务危机集中爆发的时期;第三次发生在 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度之间。不难看出,在 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度出现持续的资本与金融账户逆差的原因,恰好是同期内出现了规模不断上升的其他投资净流出。尤其是 2014 年第 4 季度与 2015 年第 1 季度,这两个季度的其他投资净流出均超过 1000 亿美元,接连创出历史新高。

为更深入地理解其他投资的变动,笔者在图 4 中列示了中国季度国际收支表中其他投资细项的各子项。从中不难看出,至少在 2012 年与 2014 年的这两波其他投资净流出浪潮中,主导其他投资变化的主要是贷款以及货币与存款这两个子项的变动。例如,在 2011 年第 4 季度至 2012 年第 4 季度期间,季均金融账户逆差为 705 亿



资料来源:CEIC。

图 3 中国的季度金融账户细项



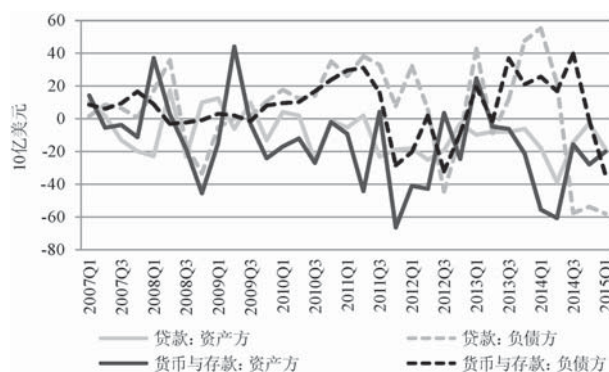
注:“其他资产与负债”子项为《国际收支与国际投资头寸手册第六版》中的其他股权、保险和养老金、其他应收款与其他应付款等子项之和。

资料来源:CEIC 以及作者的计算。

图 4 中国的季度其他投资子项

美元,其中季均贷款子项净流出达到 186 亿美元,季均货币与存款子项净流出达到 518 亿美元。再如,在 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度期间,季均金融账户逆差为 1026 亿美元,其中季均贷款子项净流出达到 555 亿美元,季均货币与存款子项净流出达到 257 亿美元。

在图 5 中,笔者进一步从资产方与负债方来探究其他投资细项中贷款和货币与存款这两个子项的变动。在国际收支表中,资产方指本国居民对外资金流动,因此一般为负值,而负债方指外国居民对内资金流动,因此一般为正值。从图 5 中笔者可以发现,首先,在 2007 年至 2008 年、2011 年



注:资产方为本国资金对外流动,在国际收支表中一般为负值;负债方为外国资金对内流动,在国际收支表中一般为正值。

资料来源:CEIC。

图 5 从资产方与负债方来审视贷款和货币与存款子项的变动

至 2012 年、2014 年至 2015 年这三波其他投资净流出中,贷款子项负债方都由显著为正变为显著为负,这意味着外国居民对本国居民提供的贷款发生了显著收缩,这既可能是国外贷款人提前收回了资金,也可能是由于国内借款人提前偿还了款项;其次,在上述三波其他投资净流出中,货币与存款子项资产方的流出额都曾经显著放大(2008 年第 4 季度流出额突破 400 亿美元;2011 年第 4 季度与 2014 年第 2 季度均突破 600 亿美元),这表明本国居民货币与存款资金外流规模在上述期间都显著放大;再次,在上述三波其他投资净流出中,货币与存款子项负债方也都由显著为正变为负值,但由正转负的幅度要显著低于贷款子项负债方;第四,相比之下,贷款子项资产方较为稳定,波动性较小。综上所述,在其他投资细项发生显著净流出时,贷款和货币与存款细项通常扮演着重要角色。然而不同的是,贷款细项的净流出由外国居民主导(境外贷款扩张变为境外贷款收缩),而货币与存款细项的净流出则由本国居民主导(本国居民存款资金外流显著放大)。

总结一下从国际收支表视角反映的近期跨境资本流动变化,主要结论包括:第一,从 2014 年第 2 季度至今,中国出现了持续的跨境资本外流;第二,在这一波跨境资本外流中,其他投资细项外流是最重要的原因,也即短期跨境债权债务类资金出现了持续净外流;第三,贷款子项和货币与存款子项的净外流是其他投资细项净外流的最重要原因;第四,贷款子项净外流由外国居民主导,而货币与存款子项净外流则由中国居民主导。

三、近期短期资本外流状况:基于银行收付数据的分析

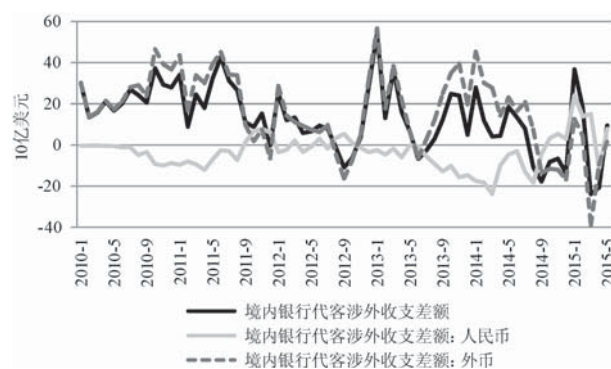
国际收支表的数据尽管更为全面详实,但可惜中国央行目前只发布季度而非月度的国际收支表数据,要想分析更加高频的跨境资本流动,就要求助银行层面的数据。事实上,银行层面的两套数据(代客涉外收支数据与代客结售汇数据)能够帮助笔者从另一个视角来观察跨境资本流动状况。有趣的是,从银行月度数据视角,笔者可以观察到居民、非金融企业与银行等不同部门的资产或负债调整行为。

图 6 展示了 2010 年 1 月至 2015 年 5 月的中国境内银行代客涉外收支状况。从中可以看出,在 2012 年 8 月至 10 月、2013 年 6 月至 7 月、2014 年 8 月至 12 月,以及 2015 年 3 月至 4 月这四个期间,境内银行代客涉外收支状况出现了逆差,这意味着在居民与非金融企业层面出现了跨境资金净流出。不难发现,上述跨境资本净流出的时间段,与国际收支表资本与金融账户出现逆差的

时间段是大致对应的。中国政府还公布了分币种的银行代客涉外收支数据。从图6中可以看出,第一,迄今为止,银行代客涉外人民币收支的规模仍显著低于外币收支规模,但这一差距正在缩小;第二,由于涉外人民币收支差额与涉外美元收支差额似乎存在较强的负相关性,造成的结果是涉外美元收支差额的波动幅度通常要比涉外总体收支差额的波动幅度更大一些。例如,正在上述发生净流出的四个时期,涉外外币收支逆差均要大于涉外总体收支逆差。

银行结售汇数据包括银行自身结售汇数据与银行代客结售汇数据。如图7所示,除极个别时期(例如2013年1月)之外,银行自身结售汇规模均显著低于银行代客结售汇规模,因此笔者以下主要分析银行代客结售汇数据的变动。如图7所示,在2011年11至12月、2012年的4、6、8月以及2014年9月至2015年4月期间,银行代客结售汇出现逆差,这意味着居民与非金融企业在净购买外汇。而在其他时期,居民与非金融企业在净出售外汇。通常来讲,居民与非金融企业是净购买外汇还是净出售外汇,除了与当时的进出口状况相关外,主要与人民币兑美元的变动预期相关。当市场存在人民币兑美元升值预期时,居民与非金融企业倾向于净出售外汇,银行代客结售汇出现顺差;相反,当市场存在人民币兑美元贬值预期时,居民与非金融企业倾向于净购买外汇,银行代客结售汇则会出现逆差。

笔者还可以通过比较银行代客涉外收支差额(外币)与银行代客结售汇差额来分析居民与非金融企业持有外汇的意愿。如图8所示,在大多数时期,银行代客结售汇差额要高于银行代客涉外收支差额(外币),这意味居民与非金融企业在这些时期内出售的外汇资产超过了同期内他们通过跨境交易获得的外汇资产,这种行为主要是受到人民币兑美元升值预期的驱动。与之相反,在少数时期(2010年5至7月、2011年6月、2011年11月至2012年8月、2013年8月、2014年4月至2014年8月、2014年10月以及2015年1至4月),银行代客结售汇差额却低于银行代客涉外收支差额(外币),这意味居民与非金融企业在这些时期内出售的外汇资产低于同期内他们通过跨境交易获得的外汇资产,这说明随着人民币兑美元升值预期逆转为贬值预期,居民与非金融企业更加倾向于持有外币资产,“藏汇于民”的格局开始形成。



资料来源:CEIC。

图6 境内银行代客涉外收支状况



资料来源:CEIC。

图7 银行结售汇状况



资料来源:CEIC。

图8 银行代客涉外收支状况与银行代客结售汇状况的比较

事实上,除了银行代客收付数据与银行代客结售汇数据之外,笔者还可以从中国银行体系的外汇存贷款数据变动来分析居民与非金融企业持有外汇资产或负债意愿的变动。如图9所示,最近5年时间内,中国外汇贷款同比增速出现阶段性下降,由2010年初的高达70%以上,逐渐下降至2015年5月的接近零增长。外汇存款同比增速呈现出较强的周期性波动特征,在2012年中期与2014年中期达到两次高峰。事实上,如前所述,在2012年与2014年,中国面临两波短期资本的集中流出。此外,外汇贷款同比增速与外汇存款同比增速之间,存在较为强烈的反相关。事实上,外汇存款与贷款的变动也与人民币升值预期密切相关。当市场上存在较强的人民币升值预期时,居民与非金融企业将会进行“资产本币化、负债外币化”操作,这将导致外币存款增速下降、外币贷款增速上升;反之,当市场上存在较强的人民币贬值预期时,居民与非金融企业将会进行“资产外币化、负债本币化”操作,这将导致外币存款增速上升、外币贷款增速下降。

如图10所示,中国企业外币存款的波动性要显著高于居民外币存款(也即外币储蓄存款)的波动性。此外,从存量来看,2014年12月底的企业外币存款达到4220亿美元,而同期的外币储蓄存款仅为741亿美元。这就意味着,中国外币存款的变动主要源自非金融企业的资产调整行为。

总结一下从银行跨境收付数据反映的近期跨境资本流动变化,主要结论包括:第一,在2014年下半年至2015年上半年期间,中国出现了跨境资金的持续流出;第二,在跨境资金持续流出期间,居民与非金融企业持有外币的意愿显著增强,导致银行代客结售汇差额持续低于银行代客涉外外币收付差额;第三,在跨境资金持续流出期间,发生了外币贷款同比增速显著下行、外币存款同比增速显著上行的现象,表明居民与非金融企业在进行“资产外币化、负债本币化”的财务操作;第四,居民与企业的上述行为均与人民币兑美元贬值预期的出现密切相关;第五,从外币存款的变动来看,其波动性主要来自非金融企业的行为变化,而非源自居民的行为变化。



资料来源:CEIC。

图9 外汇存贷款同比增速



资料来源:CEIC。

图10 企业外币存款与居民外币存款的变动

四、导致近期短期资本外流的原因

迄今为止有大量的国内外文献研究跨境资本流动的驱动因素。笔者所在团队就此也进行了持续的研究。张明和肖立晟(2014)在对2000年第1季度至2012年第3季度52个经济体的面板研究中发现,对新兴市场经济体而言,本国经济增长率是吸引国际资本流入的最重要劳动因素,而全球风险偏好与美国经济增长率是跨境资本流动最重要的推动因素。本国经济增长率越高、美国经济增长率越低、全球风险偏好越高,新兴市场国家面临的资本流入规模越大,反之亦然。张明和谭

小芬(2013)研究了2000年1月至2012年6月中国短期资本流动的主要驱动因素。结果发现:第一,人民币升值预期是吸引短期资本流入的最重要因素;第二,中外利差仅能在短期内吸引短期资本流入;第三,国内股价上升是比国内房价上升更重要的吸引短期资本流入的因素;第四,中国经济增速在一定时滞后也会影响短期资本流动。结合这两篇文献,笔者认为,导致2014年第2季度以来短期资本持续外流的主要原因包括:

1. 人民币兑美元升值预期逆转为贬值预期

自2005年7月中国央行启动人民币汇率形成机制改革以来,人民币兑主要国际货币均显著升值。例如,2005年6月底至2015年5月底这10年间,人民币兑美元、欧元、日元的升值幅度分别达到26%、32%与34%。同期内,人民币名义有效汇率指数与实际有效汇率指数更是分别升值了44%与55%^①。过去10年内人民币汇率的持续快速升值,已经从根本上改变了人民币有效汇率低估的基本面。2007年,中国经常账户顺差占GDP的比率超过10%,意味着人民币有效汇率存在显著低估。然而,2011年至2014年这四年间,中国经常账户顺差占GDP比率已经持续低于3%,这意味着人民币有效汇率已经相当接近于均衡汇率水平。事实上,从2013年第2季度美联储宣布考虑退出量化宽松起,美元兑全球主要货币呈现出强劲升值态势,而由于人民币兑美元汇率基本保持稳定,导致人民币跟随美元,兑欧元、日元等发达国家货币以及其他新兴市场货币显著升值。2013年以来人民币有效汇率的强劲升值无疑会显著影响中国的出口增长。例如,王宇哲和张明(2014)的研究表明,在控制了外需变化之后,如果人民币汇率基本盯住美元,那么人民币的名义有效汇率每升值1%,中国的出口量将会下降1.28%或1.62%。事实上,在2015年的前5个月内,有4个月出现了出口同比负增长。事实上,从2014年第2季度以来,外汇市场上已经出现了持续的人民币兑美元贬值预期。由于目前中国央行依然控制着人民币兑美元汇率的每日中间价,这就造成在人民币兑美元的中间价与市场价之间存在显著差距。如果人民币兑美元的市场价显著低于中间价,这就意味着市场上存在人民币兑美元贬值预期,以至于中国央行不得不通过干预中间价的方式来维持人民币汇率稳定,反之亦然。如图11所示,从2014年3月起,人民币兑美元汇率市场价,开始由之前持续高于中间价的状态,转变为持续低于中间价。这意味着人民币兑美元汇率的运动预期,从2014年3月起由升值预期转为贬值预期。人民币兑美元贬值预期的产生,自然会导致短期资本流出中国。不难看出,2014年3月人民币兑美元贬值预期的产生,与2014年第2季度起的短期资本流出,在时点上基本重合的。

2. 中国经济增速下降、美国经济增速回升

如前所述,中国与美国的经济增速,也会对中国的短期资本流动状况产生影响。由于经济增速会大致决定该国的投资回报率,因此如果中国经济增速显著高于美国,中国将会面临短期资本持续流入,反之亦然。一方面,近年来,随着中国人口老龄化的加剧、农民劳动力由农村转移到城市的过程基本结束、制造业产能过剩的加剧、企业融资成本的上行以及全要素生产率的放缓,中国经济的增长速度显著下滑。另一方面,随着美国经济逐渐从次贷危机造成的



资料来源:CEIC。

图 11 人民币兑美元升值预期的变化

① 上述数据系笔者根据 CEIC 数据库中中国外管局与 BIS 提供的双边汇率与有效汇率数据进行计算的结果。

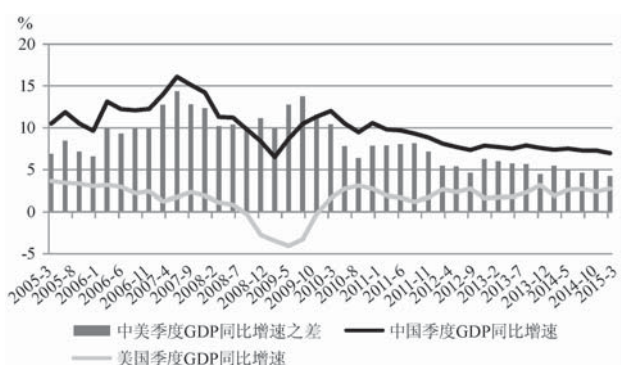
低谷中逐渐复苏,其经济增长率开始再度接近潜在经济增速。如图 12 所述,中国季度 GDP 同比增速已经由 2007 年第 2 季度的 16.1%下降至 2015 年第 1 季度的 7.0%,而美国季度 GDP 同比增速已经由 2009 年第 2 季度的-4.1%会升值 2015 年第 1 季度的 2.7%。中美经济增速之差已经由 2007 年至 2009 年期间的超过 10%,下降至 2015 年初的不到 5%。换言之,中美经济增速之差的下降,是导致短期资本在近期流出中国的原因之二。

3.全球风险偏好重新下降(风险规避程度上升)

如前所述,包括中国在内的新兴市场国家面临的短期资本流动,也会受到全球投资者风险偏好程度变化的影响。当全球投资者风险偏好程度上升时,短期资本通常会由发达国家流向新兴市场国家,反之亦然。笔者可以用 VIX 指数(美国芝加哥期货交易所的市场波动指数,衡量的是美国标普 500 股指期货的隐含波动率)来刻画全球投资者的风险偏好。该指数越低时,全球投资者的风险偏好程度越高,反之亦然。如图 13 所示,VIX 指数在 2014 年第 4 季度与 2015 年第 1 季度处于相对高位(该时期内 VIX 指数均值为 16.31),显著高于 2013 年年初至 2014 年第 3 季度的水平(该时期内 VIX 指数均值为 13.93)。2014 年底 2015 年初全球投资者风险偏好的下降,很可能与美联储加息预期以及希腊主权债危机重燃导致的全球市场动荡有关,而这将会导致短期资本流出中国的规模加大。

4.中美利差收窄

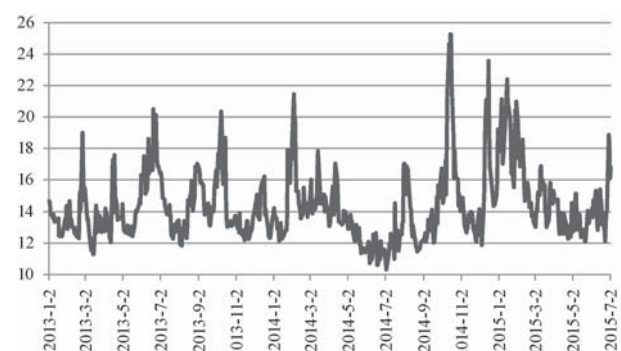
自 2007 年夏天美国次贷危机浮出水面后,美联储在一年多时间内将联邦基金利率由 5.25%降至 0~0.25%,由此产生了大量的美元套利交易,即借入美元贷款,转换为新兴市场国家货币后,到新兴市场国家进行高收益投资。如图 14 所示,以可比的三月期银行间利率来衡量,则在 2009 年至 2013 年期间,中美利差大约相差 5 个百分点,再加上这一时期内人民币兑美元汇率呈现出缓慢升值态势,导致中美套利交易不但没有汇率风险、反而有汇率收益,由是造成套利交易大行其道,大量短期资本流入中国国内。然而,从 2014 年第



注：此处的中美季度 GDP 同比增速都使用的是 IMF 国际金融统计数据中的口径。

资料来源：CEIC。

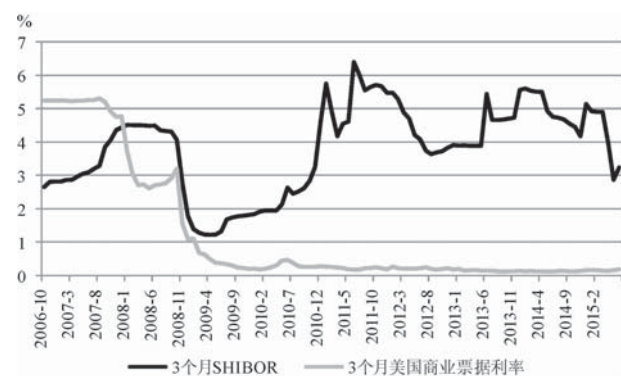
图 12 中美季度 GDP 同比增速的比较



注：本图中采用的是 VIX 指数的每日收盘价。

资料来源：YAHOO Finance。

图 13 VIX 指数的变化



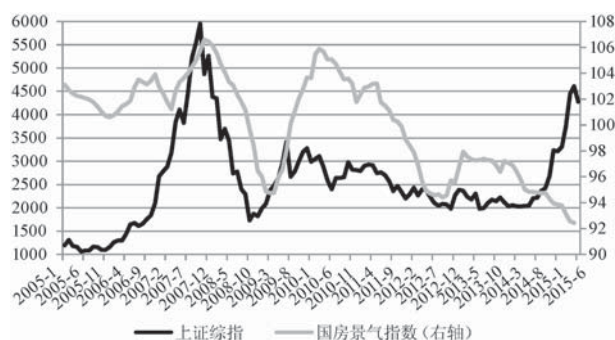
资料来源：CEIC。

图 14 中美短期市场利率比较

二季度起,随着中国宏观经济下行,中国央行开始采取从量化宽松到全面宽松的策略来应对,导致国内银行间市场利率显著下行,到 2015 年 5 月,中美利差已经由 5 个百分点以上收窄至不足 3 个百分点。更重要的是,随着人民币兑美元汇率的升值预期逆转为贬值预期,过去的中美货币套利交易开始面临汇率风险。此外,随着市场预期美联储将在 2015 年下半年步入新的加息周期,预计未来中美利差将会继续收窄。因此,中美利差的收窄以及进一步收窄的预期,是造成近期短期资本流出中国的重要原因。

5. 中国房地产市场下行

短期资本流动也与一国国内资产价格走势有关。如图 15 所示,从 2014 年年初起,国房景气指数开始持续下行,表明中国房地产市场开始向下调整。由于在本轮房地产上升周期中,部分二线城市、很多三、四线城市积累了大量的房地产库存,导致本轮房地产市场下行周期可能变得旷日持久。中国房地产市场由盛转衰,可能是导致短期资本流出中国的重要原因。从 2014 年 11 月至 2015 年 5 月,中国股票市场走出了一波波澜壮阔的牛市行情,按照常理,这将导致短期资本流入中国。不过,根据外管局披露的截至 2015 年第 1 季度的资本流动数据以及中国央行公布的截至 2015 年 5 月的外汇占款数据,短期资本持续外流的情况尚未改观。



资料来源:CEIC。

图 15 上证综指与国房景气指数

6. 资本账户加速开放导致国内居民与企业加快海外资产配置

虽然中国政府过去在资本账户开放方面一直采取了审慎、渐进、可控的策略,但是随着中国央行开始推进人民币国际化,资本账户开放的步伐明显加快。2012 年央行调查统计司发布的一份报告宣称,央行将在 2015 年实现资本账户的基本开放,在 2020 年实现资本账户的全面开放。近期,央行领导人再次重申了在 2015 年基本实现资本账户开放的目标。在过去,由于中国央行实施了人民币利率管制与资本账户管制,导致大量国内资金只能在中国国内进行有限的资产配置。随着资本账户的加速开放,国内居民与企业将会有很强的动机进行全球资产配置,而这将造成大量的国内资本外流。例如,从 2015 年下半年起,家庭净资产超过 100 万元人民币的家庭,将可以通过 QDII2 渠道直接投资于国外金融市场。尤其是考虑到随着利率市场化的推进,国内金融风险在未来几年将会显性化,如果管理不善则可能酿成区域性甚至系统性金融危机,如果这种情形发生,国内居民与企业的海外资产配置进程无疑会加快,这会成为中国面临的资本外流加剧。例如,根据 Bayoumi and Ohnsorge(2013)的估算,中国的资本账户开放将会导致中国的海外资产发生相当于 GDP 15%~25%的存量增长,以及中国的海外负债发生相当于 GDP 2%~10%的存量增长,这意味着资本账户开放将会导致显著的资本净流出。

五、未来短期资本大规模流出的风险

尽管如前所述,从 2014 年第 2 季度至 2015 年第 1 季度,中国出现了持续的短期资本流出。但这一短期资本流出的规模是较小的,对中国政府而言风险完全可控。但是,对未来短期资本大规模流出中国的风险却不容小觑。在本部分中,笔者将首先估算潜在资本外流的可能规模,其次分析潜在资本外流加剧的原因,最后分析资本外流加剧可能造成的危害。

1. 潜在资本外流的可能规模：人民币套利交易平仓与国内储蓄多元化

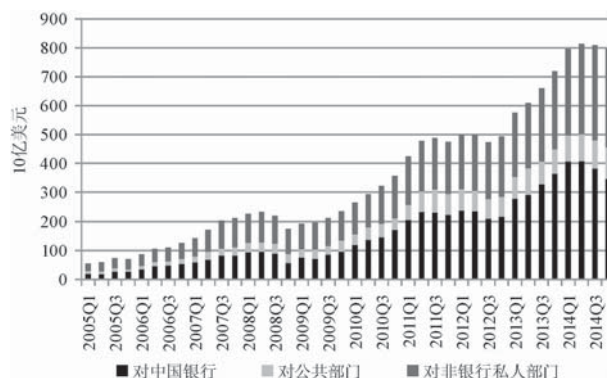
在本部分，笔者将估算潜在资本外流的规模。笔者将潜在资本外流分为外资外撤与内资外流两部分。

在估计潜在的外资外撤规模时，笔者将主要讨论流动性较强的短期资本，特别是债权债务类资本，而并不包含 FDI。截至 2014 年底，中国国内的 FDI 存量高达 2.68 万亿美元，占到同期中国外汇储备规模的 70%。因此，一旦中国国内 FDI 存量大规模外流，则无论是其规模还是其冲击都不容小觑。

笔者可以初略将潜在的外资外撤规模分三块进行估计：第一块是外国银行对中国的各类贷款。如图 16 所示，根据 BIS 的数据，截至 2014 年第 4 季度末，全球银行对中国各类机构的贷款余额达到 7982 亿美元，其中对中国银行、非银行企业与政府的贷款余额分别为 3468、3409 与 1090 亿美元。尽管贷款可以分为短期与中长期，但欧债危机的爆发生动地表明，当一个经济体爆发金融危机时，外国贷款人通常会全面撤回贷款，甚至包括中长期贷款。

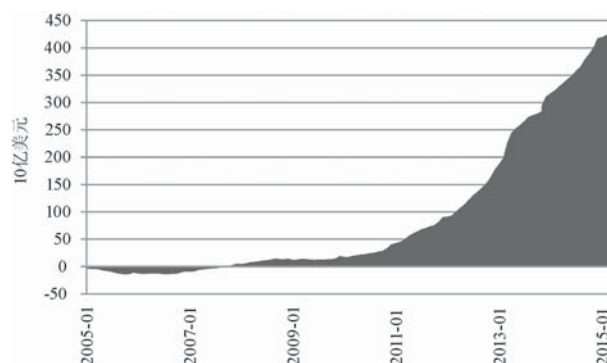
第二块是通过内地与香港之间的关联交易流入内地的套利资金。如前所述，自 2009 年全球金融危机后，由于中国内地的利率水平显著高于全球利率水平，再加上人民币兑美元汇率呈现稳中有升趋势，导致人民币套利交易有利可图。大量的套利资金通过贸易渠道的转移定价（特别是通过内地关联企业高报出口的方式）由香港流入内地。如图 17 所示，其浅色阴影部分即是笔者通过“内地对香港的出口-香港从内地的进口”这一粗略方式估算的两地之间通过转移定价方式流入的套利资金。截至 2014 年 12 月底，通过转移定价方式流入的套利资金的累积规模达到 4175 亿美元。值得指出的是，由于香港关联公司的资金来源主要源自香港本地公司向外国金融机构的贷款，因此第二块估算的资金规模与第一块估算结果重复计算的不会太高。

第三块是中国各类主体发型的国际债券规模。如图 18 所示，从 2010 年起，中国居民发型的国际债券的未到期余额显著增长，从 2010 年第 1 季度末的 500 亿美元飙升至 2014 年第 4 季度末的 4368 亿美元。



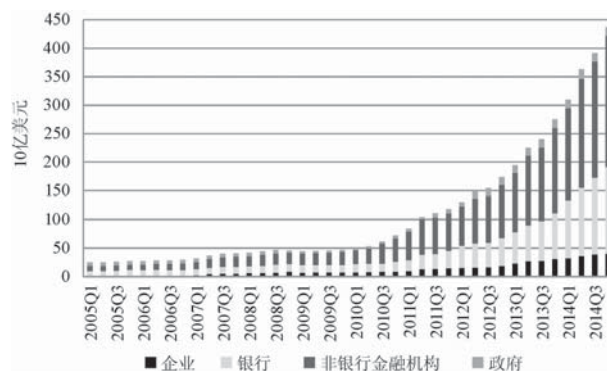
资料来源：BIS。

图 16 全球银行对中国的债权规模



资料来源：CEIC 以及作者的计算。

图 17 内地与香港之间通过转移定价的套利资金流入



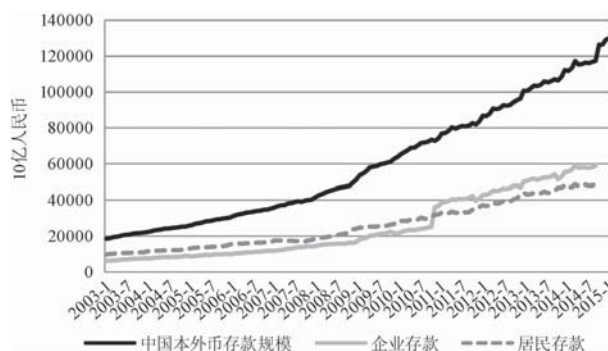
资料来源：BIS。

图 18 中国居民发行的国际债券的未到期余额

在 2014 年底,由非银行金融机构、银行、企业与政府举借的国际债券的未到期余额分别为 2305、1507、404 与 153 亿美元。当然,债券资金与银行信贷资金相比,前者不会发生提前抽贷的现象,但由于中国主体的海外债券通常为中期债券(以 3~5 年居多),这意味着在未来几年内,每年仅国际债券的还本付息额就比较可观。

综合上述三块资金,通过简单的计算,假定发生不利情形时,外国银行可以抽离全部贷款、通过贸易转移定价流入的套利资金也可以全部撤出,再假定中国居民发行的国际债券平均期限为 3 年(也即分三年还本付息)。那么在不利情形下,最大可能得外资外撤规模约为: $7982+4175+4368\div 3=1.36$ 万亿美元。

在估计潜在的内资外流规模时,笔者主要分析中国储蓄的全球多元化动机。如图 19 所示,截至 2014 年 12 月底,中国的储蓄总额为 117 万亿人民币,其中企业储蓄为 59 万亿人民币,居民储蓄为 49 万亿人民币。按照人民币兑美元汇率 6.2 比 1 计算,则 2014 年底中国储蓄总额为 18.87 万亿美元。假定在资本账户全面开放后,一旦中国发生不利的经济金融情景,因此中国企业与家庭决定将五分之一的储蓄配置到海外,那么潜在的内资外流规模将达到 3.77 万亿美元。



资料来源:CEIC。

图 19 中国的存款规模及部门分布

将潜在的外资外撤与内资外流规模相加,则如果中国国内金融风险上升,那么中国可能面临的潜在资本外流高达 5.13 万亿美元,这显著超过 2014 年底中国 3.84 万亿美元的外汇储备,相当于 2014 年中国 GDP 的 50%。如果真的发生如此大规模的资本外流,这将对人民币汇率、国内金融体系稳定与中国经济可持续增长造成严重负面影响。

需要指出的是,有几个因素可能造成上述潜在资本流出规模高估,例如在三块外资外撤资金规模的计算中可能存在重复计算(例如在外国银行债权与跨境套利资金之间、或外国银行债权与国内机构海外发债规模之间)。但与此同时,也有几个因素可能造成上述潜在资本流出规模低估,例如笔者还没有考虑存量 FDI 资金的撤出,以及一旦发生危机时,国内储蓄外流规模可能超过 20% 等。因此,上述估算结果在一定程度上还是具有较强的参考价值的。

2. 短期资本外流加剧的可能原因

在未来几年内,可能造成短期资本外流加剧的主要原因包括:

一是随着中国政府加快开放资本账户(例如放大 QFII 与 QDII 的额度、QDII2 的推出、沪港通与深港通的推出、内地与香港基金互认的实施、自贸区开放力度的加大等),跨境资本流动面临的约束将显著减少,资本大进大出的概率将显著上升。

二是国内经济增速进一步下行,爆发系统性金融危机的可能性加剧。在内外需持续低迷前提下,宏观经济下行将使得中国企业部门高杠杆能以持续,而企业部门去杠杆将会导致银行系统坏账显著上升。随着利率市场化的进一步推进以及全国性存款保险公司的推出,未来几年中国的隐形金融风险将会逐渐浮出水面。如果处置适当,中国可能爆发区域性甚至全球性金融危机。在这种情况下,国内居民对国内金融体系的信心可能显著下降,从而导致短期资本加剧外流。

三是人民币兑美元贬值压力加剧。目前人民币兑美元汇率已经出现高估,如果这一高估状态不但没有纠正,反而有所加剧的话,那么随着未来资本流动的逆转,人民币兑美元可能出现大幅贬

值。更为重要的是，在资本外流与人民币贬值之间可能形成恶性循环。

四是美联储步入新的加息周期。尽管美联储步入加息周期的具体时点已经不确定，但未来美联储必将逐渐上调联邦基金利率。在美国货币政策正常化的过程中，中美利差将会进一步收窄，从而提高国际市场对中国国内资金的吸引力，进而导致人民币套利交易平仓甚至反转。

五是地缘政治动荡加剧。目前全球地缘政治冲突有加剧之势。在中国的周边，东海、南海、东北亚、中亚、南亚，世界都不太平。随着中国经济的崛起，中国政府的外交策略开始由韬光养晦变为有所作为，与美国、日本等发达国家以及部分相邻新兴市场国家爆发各种冲突的概率正在上升。而一旦中国面临的地缘政治动荡加剧，那么国内外主体的避险情绪将会上升，以寻求投资多元化、规避投资风险为目的的外资外撤与内资外流将会显著加剧。

3.短期资本外流加剧的危害

张明(2014)建立了一个从私人部门、公共部门与对外部门联动角度来分析中国金融系统性风险的框架。在这个框架内，在特定冲击下，对外部门面临短期资本外流加剧，则可能成为引爆中国金融系统性风险的动因。金融危机的爆发可能从对外部门开始，随后传递至私人部门，进而传递至公共部门，最后传递至对外部门，从而形成一个恶性循环。

危机的起因可能是一个外部冲击，例如美联储快速加息。如上所述，随着未来中国制造业产能过剩问题的加剧，以及房地产价格的向下调整，中国商业银行体系可能出现大量坏账，这会降低中国居民对本国金融体系的信心。而一旦美联储开始快速加息，那么外部对中国国内资金的吸引力上升。再加上中国政府正在加快开放资本账户，上述原因的结合，可能引发大规模的国内资本外流，国内资本持续大量外流将会导致已经市场化的人民币汇率显著贬值。对外部门的危机随即出现。

国内资本外流将会降低中国国内市场的流动性，造成国内整体利率水平上升。利率水平快速上升将会带来两种不利后果：第一，中国制造业企业融资成本上升、财务负担加剧，从而不得不进入痛苦的去杠杆化阶段；第二，利率上升可能加快房地产价格向下调整，甚至捅破房地产价格泡沫。无论是制造业的出杠杆化，还是房地产价格的显著下降，都会导致中国商业银行体系坏账飙升，从而引爆银行业危机。私人部门的危机就此爆发。

鉴于银行业依然是中国金融体系的最重要环节，一旦银行业爆发危机，中国政府不得不出手救市。从目前来看，中国政府拯救银行业无非有三种手段，一是重新走1998年的老路，即财政部发行特别国债募集资金，将资金注入不良资产管理公司，由不良资产管理公司以账面价值从商业银行购买不良资产，之后再由财政资金来核销坏账；二是直接动用财政资金或外汇储备对商业银行补充资本金，由商业银行在资产负债表内消化坏账；三是采用更加市场化的手段，例如引入公私合作的资产证券化来帮助商业银行处置不良资产。无论采用哪种手段，中国政府救市的结果，必定是用政府部门的加杠杆来应对私人部门的去杠杆。换言之，债务负担必然会由私人部门转嫁至政府部门。

问题在于，1998年中国政府救助商业银行时，政府债务占GDP比重处于很低水平，可能仅在20%上下。而目前即使根据审计署的普查数据，截至2013年6月底，中国政府债务占GDP比率也已经达到56%。根据市场估计，中国政府的全口径真实债务水平可能达到GDP的70%上下。那么，如果中国政府再启动一次救助商业银行的行动的话，中国政府债务占GDP的比重最终可能上升到90%以上，甚至超过100%。届时，中国政府未来能否还本付息，就可能成为市场关注的焦点。部分市场主体甚至开始做空中国国债，或者大举买入中国国债的CDS(信用违约互换)。公共部门的危机可能因此而生。

最后，私人部门与公共部门的危机，最终可能再次传递至对外部门。随着银行业危机的爆发，

以及主权债务危机风险的加剧,国内外主体对中国金融体系的信心可能进一步下降,从而引发更大规模的短期资本外流,这会导致更大的人民币贬值压力。央行从而不得不进行外汇市场干预,这又会导致外汇储备规模快速下降。外汇储备骤降可能进一步加剧市场恐慌情绪,引发更大规模的资本外流与贬值压力。

危机还未完结。更大规模的资本外流可能导致国内利率水平进一步上升,从而加剧制造业企业去杠杆、房地产价格下跌与政府偿债压力。人民币汇率贬值会导致中国企业的外债负担加剧。因此,对外部门的动荡可能再次传递至私人部门与公共部门,从而构成一个致命的危机螺旋。

如果上述危机真的爆发,那么其破坏性将是相当大的。危机结束后,中国政府可能需要很长时间,才能修复家庭、企业、金融机构与政府自身的资产负债表。而在人口日益老龄化、传统增长模式难以为继的大背景下,中国经济要在危机后重塑增长动力,无疑将会面临巨大挑战。这一切,与日本在泡沫经济破灭后的情形颇为类似。如果应对适当,中国经济也可能陷入长期低速增长的困境,从而最终陷入中等收入陷阱的泥潭。

六、结论与政策建议

从2014年第2季度起,中国开始面临持续的短期资本外流。从国际收支表视角来看,本轮短期资本外流主要是其他投资子项出现资金净流出,而这又主要源自贷款细项以及货币与存款细项的资金净流出,其中贷款细项净流出由外国居民主导,而货币与存款细项资金净流出由本国居民主导。从银行跨境收付视角来看,这一轮短期资本外流的主要原因,是在人民币兑美元汇率的贬值预期形成后,中国家庭与企业开始实施“资产外币化、负债本币化”财务操作,“藏汇于民”的格局正在形成。在这一过程中,企业所起的作用远较家庭重要。

导致这一轮短期资本外流的主要原因,一是人民币兑美元的升值预期转变为贬值预期;二是中国经济增速下降与美国经济增速回升造成中美经济增速之差收窄;三是全球投资者风险偏好程度下降;四是中美利差收窄;五是房地产市场下行;六是中国资本账户开放加速加快导致中国居民加大了海外资产多元化配置的力度。

未来一旦发生短期资本外流加剧,则资本外流的潜在规模不容低估。根据笔者的估算,在不利情形下,外资外撤与内资外流的规模合计可能达到5.13万亿美元,相当于2014年中国GDP的50%。造成潜在资本外流加剧的原因包括中国政府加快资本账户开放、潜在经济增速下行加剧金融风险以及风险显性化过程、人民币贬值预期与资本外流形成恶性循环、美联储步入新的加息周期以及地缘政治动荡加剧等。如果管理不当,短期资本外流可能成为引爆中国金融系统性风险的导火索。

换言之,尽管当前的短期资本外流是可控的,但如果广义的人民币套利交易(包括全球银行对中国的贷款、香港与内地之间通过转移定价进行的套利交易、中国企业在海外发行的债券)发生反转,以及中国居民开始加速向海外配置资产,那么资本流出的规模将会显著上升。有一种观点认为,随着资本账户的进一步开放,中国居民会向国外配置资产,但与此同时外国居民会向中国配置资产,这两者抵消后不会出现大规模资本净流出。但问题在于,这两种资产配置行为都是周期性的、逐利的。在中国宏观经济增速下行、房地产市场持续向下调整、金融体系风险上升、人民币出现贬值预期强化的背景下,外国资金流入抵消中国资金流出的可能性微乎其微。目前国内唯一利好的因素恐怕就是股市不断飙升了。但股市的泡沫(尤其是创业板的泡沫)终究会破灭,一旦股市泡沫破灭,中国居民的资金外流与外国居民的资金外撤可能同时发生,这种共振的格局将会导致短

期资本外流规模显著放大。

为更好地应对短期资本流出可能加剧、甚至引爆中国金融系统性危机的风险，笔者在此提出如下政策建议：

第一，在当前应该格外慎重地对待资本账户开放问题。在国内金融体系尚存在较大的脆弱性、美联储即将步入新的加息周期的背景下，一旦全面开放资本账户，中国可能面临短期资本大举流出的格局，这或者可能引发金融危机，或者可能导致中国央行重新收紧资本账户管制。发展中国家资本项目自由化大都伴随金融危机的发生。历史经验值得注意！此外，中国的资本项目在很大程度上已经开放，所剩管制主要限于对短期跨境资本的额度控制。中国并不存在如果不“完全”或“基本”开放资本项目，金融改革就无法推进、宏观经济稳定无法实现的形势。所谓通过资本项目自由化“倒逼”中国金融改革的提法缺乏理论和经验的根据。中国不应该放弃渐进开放资本项目的政策。

第二，应该尽快建立起系统的宏观审慎监管与微观审慎监管框架，在资本账户全面开放之前，尽可能抑制金融风险的继续累积，最好能够逐渐降低金融风险。这包括让全国存款保险公司尽快投入运营、允许部分影子银行产品违约与中小金融机构破产清算、建立风险预案与危机管理机制等。近期中国股市的大起大落，生动地说明了，即使在经验丰富的外国投资者全面参与中国金融市场之前，中国国内投机者凭借杠杆就可以将市场搅得天翻地覆，而相关监管者不但反应滞后而且彼此之间缺乏协调。在国内宏观审慎监管框架建立健全之前、在国内金融市场上既有的金融风险得到全面监控与妥善处理之前，加快资本账户开放无疑是引火烧身。

第三，在当前应该通过系统的宏观经济政策组合来保证宏观经济以合理速度增长，并在增长的前提下加快结构调整。如果经济增速过度失速，那么不但短期资本可能加剧流出，而且调结构也将无从做起。与货币政策相比，财政政策应该进一步发力。而无论货币政策还是财政政策，在操作方面都应该注重前瞻性、注重预期管理，避免出现头痛医头、脚痛医脚式的应激式操作。此外，要避免出现短期资本大规模外流，中国政府必须通过加快结构性改革来提振市场信心。在笔者看来，目前最重要的结构性调整包括：提高居民收入占国民收入的比重；打破国有企业对若干服务业部门的垄断，对民间资本真正开放这些部门；加快国内要素价格的市场化等。

第四，中国央行应该加快人民币汇率形成机制改革，让人民币汇率在更大程度上让市场供求来决定。在当前的情形下，这意味着人民币兑美元汇率应该顺势贬值，从而消除人民币汇率显著高估的状况，避免人民币汇率失调引致的短期资本大规模外流。

参考文献

- 王宇哲、张明(2014):《人民币升值究竟对中国出口影响几何》,《金融研究》,第3期。
- 张明(2014):《论中国金融系统性风险》,《中国资本市场研究季刊》(日文),第3期。
- 张明、匡可可(2015):《中国面临的跨境资本流动:基于两种视角的分析》,《上海金融》,第4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。
- Bayoumi, T. and F. Ohnsorge (2013): "Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China", *IMF Working Paper*, No.WP/13/189, August.

(责任编辑:罗 滢)