

研究报告

2017年第06期

2017.01.17

课题组组长：周月秋

副组长：殷红

课题组成员：马素红 宋玮 郭可为
张静文 罗宁 王婕 吕振艳

执笔：马素红

suhong.ma@icbc.com.cn

资本账户开放对银行体系风险的影响研究

要点：

- 近年中国加快了资本账户开放步伐，但开放进程仍体现了渐进性和审慎性的特点。资本账户开放对银行体系风险的影响主要体现在以下方面：第一，跨境资金流动，通过外汇占款、人民币跨境支付等中间变量，影响到中国银行体系的流动性。第二，随着资本账户开放及配套的人民币汇率形成机制改革，人民币汇率波动性进一步加大，放大了我国商业银行面临的汇率风险。第三，旨在拓宽个人对外投资渠道的QDII2试点一旦推出，将对国内银行储蓄存款及客户造成分流。第四，由于我国商业银行跨境贷款等业务领域尚未放开，银行对外负债的结构较为合理，潜在的流动性风险和货币错配风险较小。
- 银行必须高度重视资本账户开放下的经营风险新特征及新影响，及时调整完善风险管理策略，加强监测和预警，审慎把握和控制风险，以夯实自身经营基础，保持稳健经营。一是从过去注重防范跨境资金及人民币汇率单边波动的风险，转变为全面管理好资金和汇率双向波动的风险。二是主动适应市场变化，逐步从被动的汇率风险防范转向主动的汇率风险经营，把我行的汇率风险管理优势转化为利润创造的工具。三是未雨绸缪，抢占先机，就可能出台的个人对外投资试点做好应对。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

随着中国逐渐加大资本账户开放力度，中资银行在更加灵活、自主地参与国际金融市场的同时，也将更直接地暴露在全球系统性风险之下，这对中资银行发展的韧性及风险管控能力提出了更高的要求。本报告结合中国资本账户开放的最新进展及未来方向，分析了中国资本账户开放对银行体系的影响机制及影响效应，并从银行角度提出了应对建议。

一、中国资本账户开放的最新进展及未来展望

（一）中国资本账户开放历程及最新进展

人民银行曾于2012年¹提出了未来十年中国资本账户开放的路径图，即遵循“先流入后流出、先长期后短期、先直接后间接、先机构后个人”的一般原则，先推行预期收益最大的改革，后推行最具风险的改革；先推行增量改革，渐进推进存量改革。具体的时间表：短期1~3年内，鼓励企业对外直接投资；中期3~5年内，放松有真实贸易背景的商业信贷限制，推进人民币国际化；未来5~10年内，先开放资本流入后开放流出，依次审慎开放不动产、股票和债券交易。这一路径图基本上体现了渐进性和谨慎性的原则。

从近年资本账户开放的实际进展来看，基本遵循以上原则和路线图，并体现以下具体特征：从投资规模来看，先采

¹ 中国人民银行调查统计司.《我国加快资本账户开放的条件基本成熟》，该文2012年2月23日发表在中国人民银行网站（www.pbc.gov.cn）上。



用审批额度的形式,比如通过QFII(境外合格投资者)、RQFII(人民币境外合格投资者)资质等方式放开外资机构进入国内资本市场的投资渠道,再逐步扩大或取消额度上限;从市场参与者来看,先开放机构投资者,对金融机构及个人投资者仍开放较少,比如通过QDII(境内合格投资者)形式放开境内机构对外投资渠道,RQDII(人民币境内合格投资者)仍未正式启动实施。从市场领域来看,加快开放境内股票市场、银行间债券市场及银行间外汇市场,对货币市场和跨境贷款等波动性较大的领域仍保持限制;从地区范围来看,先通过上海自贸区、前海自贸试验区等试点局部探索资本账户开放经验,再择机向更广泛的区域推广。

表1 中国资本账户开放进程中的关键进展

时间	举措
1979	改革外汇留成制度
1993	中国明确提出,“中国外汇管理体制改革的长远目标是实现人民币可自由兑换”
1994	人民币汇率并轨、取消贸易用汇限制
1996	接受IMF第八款义务,实现经常账户可兑换
2001	中国加入世界贸易组织
2002	证监会、央行联合颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,开始推行QFII制度
2003	党的十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》,进一步明确,“在有效防范风险的前提下,有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制,逐步实现资本项目可兑换”
2005	7月21日,央行宣布实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制。

2006	中国人民银行发布公告调整六项外汇管理政策,这是管理层对境内合格机构投资者(QDII)制度的突破性尝试。
2010	“逐步实现资本项目可兑换”目标被写入“十二五”发展规划; 向境外机构开放银行间债券市场。
2011	中国推出RQFII（人民币境外合格投资者）制度
2012	国务院正式公布了《金融业发展和改革“十二五”规划》,提出要加强金融改革和对外开放,促进资本项目的开放
2013	国务院批准成立中国(上海)自由贸易试验区 中国人民银行出台金融支持上海自贸区的政策意见文本,促进贸易投资便利化和上海自贸区资本账户开放试点
2014	中国宣布“沪港通”试点,离岸与在岸资本市场的联系进一步增强。
2015	央行提出“人民币资本项目基本实现可兑换”目标 8月11日,央行决定进一步完善人民币兑美元汇率中间价机制,被称为“新汇改” 央行发文推出RQDII制度,但并未启动实施。 12月,IMF批准人民币加入SDR。
2016	12月5日,深港通正式开启,内地与香港股票市场直投通路全部打开,沪深港“共同市场”正式形成。

资料来源：根据公开资料整理

（二）中国资本账户开放的下一步方向

从现实情况来看,从2015年下半年起,随着资本外流压力的加大,中国央行明显加强了资本流动管制,例如对居民换汇以及将外汇汇出境外的限制等。应当指出的是,这种根据环境变化采取的审慎性的资本流动管理政策,并未影响中国资本账户开放的长期大趋势,中国的资本账户开放进程仍在持续推进。

预计中国未来仍然将实际需求和风险大小作为判断标



准²，审慎渐进地推进资本账户开放。在现有的开放基础上，剩下的项目按照风险程度依次为，个人资本交易、与资本交易无关的金融机构信贷、货币市场工具、集合投资类证券、担保保证等融资便利、衍生工具等资本账户子项，可以择机开放。与资本交易无关的外汇兑换交易自由化应放在最后。投机性很强的短期外债项目可以长期不开放。具体而言，下一步主要开放可能集中在加快外汇管理制度改革、放宽组合投资限制、促进个人跨境投资的便利化、进一步便利跨境融资、持续升级自贸区内的金融实验并复制推广等领域。

1. 加快外汇管理制度的改革，修订《外汇管理条例》，以使之与资本账户开放的进展相适应。负面清单是资本项目可兑换基本要求，应转变外汇管理和使用方式，从正面清单转变为负面清单。

2. 放宽组合投资限制：放开 QFII、RQFII 和 QDII 的限制，包括参与者范围、投资额度、投资范围、资金进出条件，有可能最终将审批制改为注册制；完善深港通和沪港通制度，推进和完善陆港两地基金互认制度，以加强在岸和离岸市场的联系。允许境外主体在中国市场发行金融产品，包括股票和债券，但衍生品除外；放松外国投资者进入中国银行间市

² 中国人民银行调查统计司.《我国加快资本账户开放的条件基本成熟》，www.pbc.gov.cn.

场,特别是债券市场的门槛。

3. 促进个人跨境投资的便利化:放宽个人换汇额度,放松个人境外投资的限制;推出合格个人投资者制度(QDII2, Qualified Domestic Individual Investors)。

4. 进一步便利跨境融资:探索新的战略新兴产业板块,引导海外中国资产回国上市与融资;

5. 升级自贸区内的金融开放措施,并扩大自贸区试验的辐射范围。

6. 减少对人民币汇率的干预,进一步扩大人民币汇率的波动区间。

表 2 QDII2 试点可能的政策内容

	政策内容
政策含义	允许个人直接投资海外金融资产,突破自 2007 年开始实施的每人每年 5 万美元(之前为 2 万美元)的汇兑限额
政策进程	以上海、天津、重庆、武汉、深圳和温州为首批试点城市
资质要求	个人投资者净金融资产至少达到 100 万元人民币
限额要求	合格个人的境外投资不超过其净资产的 50%
投资领域	一是境外金融类投资,含股票、债券、基金、保险、外汇及衍生品; 二是境外实业投资,含绿地投资、并购投资、联合投资等,按相关主管部门的规定进行备案或核准后办理; 三是境外不动产投资,含购房等,须审核证明材料后办理。

资料来源:根据公开信息整理

二、资本账户开放对银行体系的影响机制及效应测度

资本账户开放引发的资本自由流动,从量和价两个维度



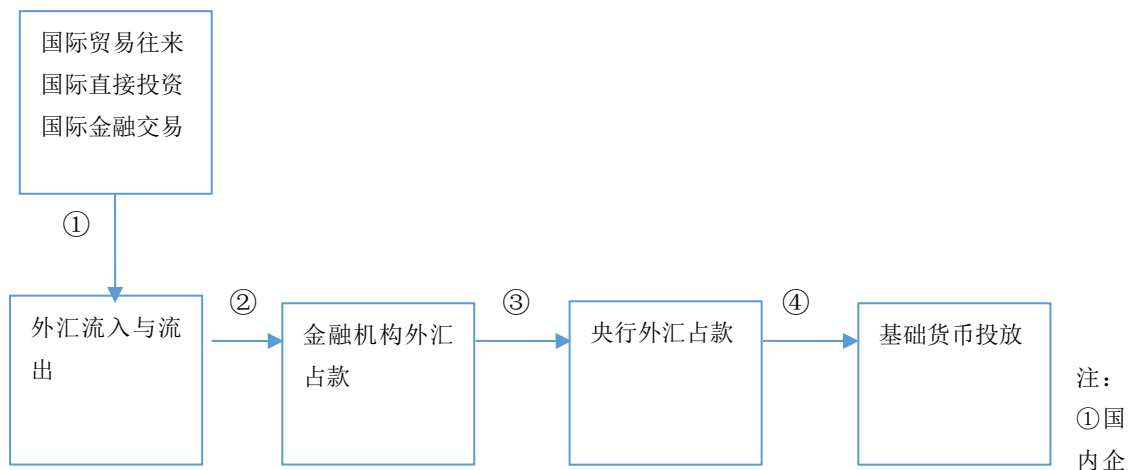
对银行体系产生影响。一般而言，外汇占款、跨境收付和银行结售汇数据，体现的是跨境资金流动的数量影响；而人民币汇率的波动，则体现的是跨境资本流动的价格影响。

（一）外汇占款是影响银行体系流动性的重要变量

1. 外汇占款的内涵及其对银行间流动性的影响机制

外汇占款本质上是一个人民币概念，指银行收购外汇资产而投放的本国货币。外汇占款主要分为央行及金融机构两类统计口径。央行外汇占款是指由于人民币尚未实现可自由兑换，国际资金进入中国后，需兑换成人民币才能流通使用。为了维持汇率稳定，央行以人民币购入外汇，付出外汇占款，所购买的外汇资产形成了外汇储备。央行外汇占款统计对应的是中国人民银行发布的《货币当局资产负债表》里国外资产项下的外汇资产，其变动对负债方基础货币的投放产生影响。金融机构外汇占款是指购买外汇而占用的人民币资金，对应着《金融机构人民币信贷收支表》中，计入资金运用方的外汇买卖项下。两种含义的外汇占款对国内的人民币货币、资金各有不同的影响。具体表现为：1、中央银行购汇→形成央行所持有的外汇储备→投放基础货币；2、整个银行体系购汇→形成全社会外汇储备→形成社会资金投放。

图1 外汇占款的形成过程及其对基础货币的影响



业和个人通过贸易、直接投资、金融账户往来等渠道，获取外汇。

②企业和个人向商业银行结售汇。

③商业银行向中央银行结售汇。

资料来源：作者自行整理

由于外汇占款会造成基础货币的被动投放，因此对国内流动性而言是重要的补充渠道。从历史数据反映的规律看，在剔除货币政策调整带来的影响的前提下，如果外汇占款增量明显超预期，则国内银行间流动性趋于宽松，利率回落；相反，如果外汇占款的增加量显著下降甚至负增长，则国内银行间流动性趋紧，利率上升。为了对冲外汇占款变动对国内流动性的影响，央行往往需要根据宏观调控的政策方向，采取相应的货币政策来调节流动性。例如，外汇占款增加较多的年份，如果资产价格和通胀水平上升过快，央行会以多种



方式主动收紧流动性。如果外汇占款增加较多，而央行的货币政策方向也是偏松的，央行就可能采取不对冲或少量对冲的方式。央行往往需要采用多重政策工具对冲外汇占款的大幅波动对银行体系流动性产生的影响。例如，在2000年以来的绝大多数年份里，外汇占款高增长导致的银行体系流动性超预期宽松，央行需要通过提高银行间回购利率³或上调存款准备金的方式来对冲相关影响。

2. 外汇占款双向波动对银行体系流动性带来新影响

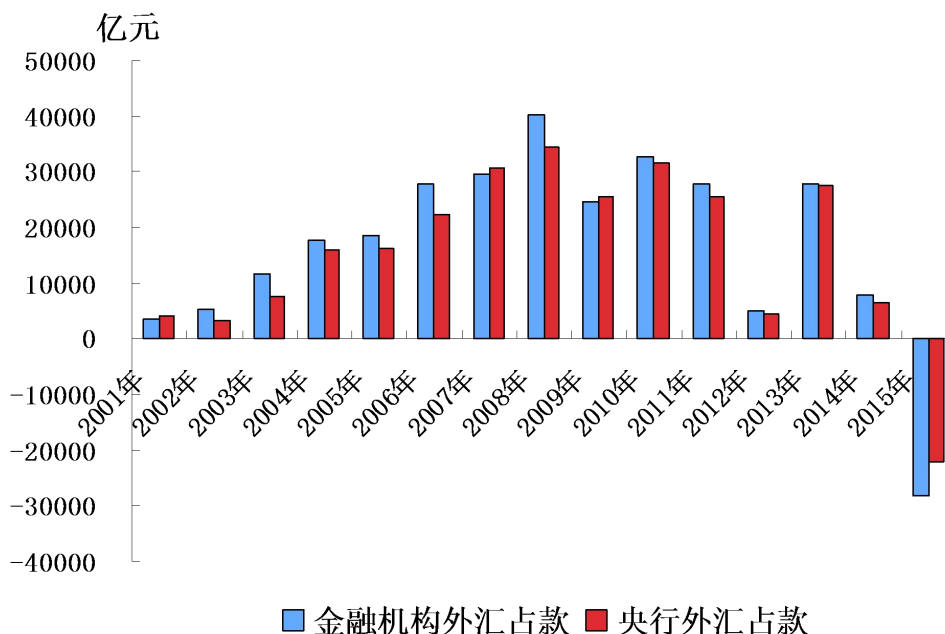
央行外汇占款在2001-2011年期间增长迅速，是基础货币投放的主要渠道。自2001年入世开始，在中国经济高速增长、人民币升值预期强烈等因素的驱动下，国际资本开始大幅流入中国。2003至2009年，经由央行外汇占款渠道投放的基础货币与全部的基础货币增量的占比都超过100%，并且该占比在2005年达到高峰的290%。自2012年以来，受欧债危机造成全球流动性收紧、中国经济增长持续放缓以及人民币贬值预期增强等因素影响，外汇占款增长减速，对基础货币增量的贡献也开始下滑，2012、2013、2014年外汇占款增量对基础货币增量的贡献分别为15%，68%，28%。2015年，

³回购利率，一般指国债回购利率，即使用国债借钱所需要偿还的利息，按照时间一般又被叫做7天回购利率。央行在进行正回购操作时，作为资金的借入方出现，从而使银行的超额准备金减少，进而从整体上使市场资金收紧，会形成引导短期市场利率上升的趋势。

在资金外流压力较大的背景下，央行外汇占款打破了自2001年入世以来的持续上升势头，首次出现全年负增长。“811汇改”后，外汇占款的波动性加剧，仅8月当月的金融机构外汇占款就环比减少7238亿元，下降规模创历史新高。2016年的多个月份，外汇占款再次出现大幅下降态势，说明资本外流呈加速迹象。

外汇占款由此前大幅增长转变为双向波动，使得过去以外汇占款为基础货币投放主渠道的模式发生根本性改变，可能导致基础货币投放不足以及流动性的被动减少。尽管央行会针对外汇占款的变化情况，通过各种政策工具组合来主动供应基础货币，但由于货币政策的滞后性，使其不能及时和足额对冲货币收缩效应的风险可能更高一些。

图2 2001-2015年外汇占款年度变化趋势



(二) 银行结售汇与跨境收付数据更真实地反应资本流动情况

历史事实表明, 外汇占款数据可能会由于受到诸如央行外汇市场干预等因素的扰动而失真, 而银行结售汇⁴、跨境收付⁵等数据较之外汇占款数据更能够反映跨境资本流动的真实情况。涉外收付款衡量资金在境内和境外的划转, 是中国与国外资本流动的直接反映。与跨境收付对应的是非银行部门结售汇 (或银行代客结售汇), 主要反映企业和个人在实

⁴ 银行结售汇包括结汇、售汇和付汇。结汇是指企业和个人通过银行或其他交易中介卖出外汇换取本币; 售汇是指企业和个人通过银行和其他交易中介用本币买入外汇; 付汇是指企业和个人通过金融机构对外支付外汇。

⁵ 跨境收付数据主要反映企业、个人等通过银行办理的对外收付款 (即银行代客涉外收付款), 其涉及的币种不仅有外币, 还包括人民币, 涉及的项目主要包括货物贸易, 服务贸易和直接投资、证券投资等。

现上述跨境资金收付前后，卖给银行外汇（结汇）或从银行购买外汇（售汇或购汇）的数额。银行结售汇和涉外收付款出现顺差时，代表跨境资金流入；银行结售汇和涉外收付款出现逆差时，代表跨境资金流出。

一般而言，银行结售汇、涉外收付款与外汇占款是同向波动的，相关度较高，但自2014年以来，前两项指标与外汇占款多次出现走势背离的情况，主要是以下原因造成的：一是受央行是否干预汇市的影响，央行减少干预或不干预的情况下，外汇占款与结售汇、涉外收付款的数据差距较大，且走势可能不一致。二是受居民结售汇意愿的影响，如结汇意愿较高、购汇意愿较低，金融机构外汇占款就会高于涉外收付款；反之，结汇意愿较低、购汇意愿较高，金融机构外汇占款就会低于涉外收付款。三是人民币跨境支付被统计入涉外收付款，但并不统计在外汇占款。在以上情况下，外汇占款指标对于观测跨境资金流动情况有所失真，应以银行结售汇和涉外收付款作为资本流动情况的主要判断依据。由图3和图4可以看出，自2014年以来，银行代客结售汇和涉外收付款顺差显著降低甚至出现连月逆差，显示跨境资金流出压力较大。



图3 银行代客结售汇差额变化趋势（2001.01-2016.10）

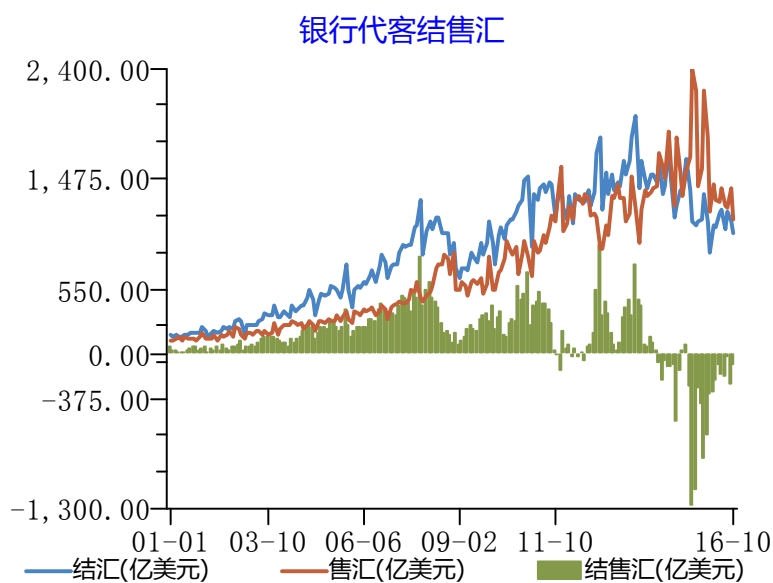
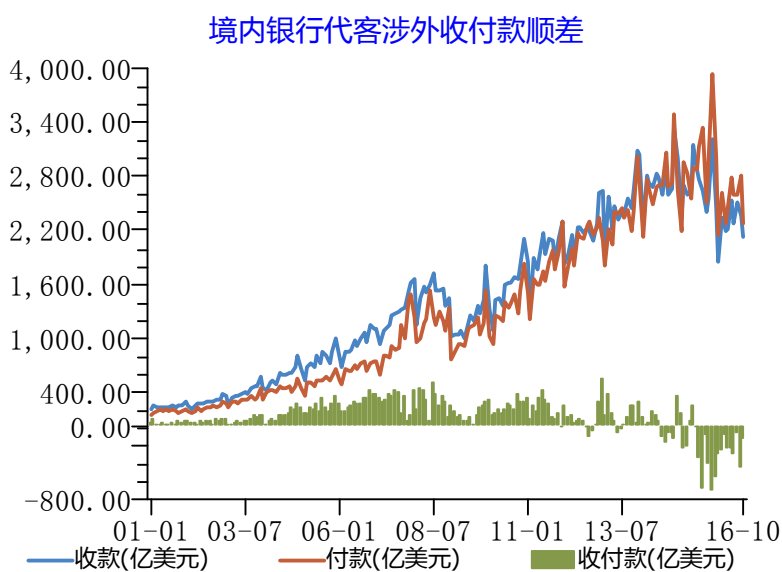


图4 境内银行代客涉外首付款差额变化趋势（2001.01-2016.10）



（三）人民币跨境资金流动是影响国内流动性的新变量
与人民币国际化相配套，中国将人民币资本项目可兑换

作为资本账户开放的优先事项来推动。近年来，随着人民币跨境资金流动的规模日渐加大，其对国内银行间流动性的影响力日益上升。以下将从人民币跨境结算对国内基础货币的影响机制、影响量级等进行分析。

1. 人民币跨境结算对国内基础货币的影响机制

以人民币跨境贸易结算为例。人民币跨境贸易结算业务有两种操作模式：清算模式和代理模式。清算模式指境内企业先通过境内代理行，境内代理行通过人民银行，人民银行再通过香港、澳门地区人民币业务清算行（中银香港、中银澳门）与境外企业完成人民币资金跨境结算和清算。代理模式则指境内企业直接通过境内具有国际清算业务能力的商业银行代理境外商业银行进行人民币资金的跨境结算和清算。人民币跨境结算净支付，无论是清算模式下境外清算行准备金的增加（对应着降低的货币乘数），还是代理模式下境内代理行境外人民币同业存款的增加（对应着减少的基础货币），实际上都可能意味着境内的基础货币投放减少了。

人民币跨境结算影响国内基础货币投放的另一渠道是，央行可能对新增外汇占款过度冲销。如前所述，央行外汇占款增加导致国内基础货币投放增加，但人民币跨境结算净支付相当于国内流动性的漏损并滞留境外，会使新增基础货币



中的一部分丧失货币创造能力。人民币离岸中心建设以及境外人民币清算行的落地，也意味着外溢的人民币资金未必就会很快回流国内，而是可能会以“体外循环”的形式存在。因此，央行“过度冲销”自然会给国内银行体系带来资金面趋紧的压力。

2. 人民币跨境资金净流出规模的估算方法

由于国际收支平衡表并无人民币跨境贸易结算数据，且收录的季度数据缺乏及时性，因此我们采用外管局于2010年1月开始公布的，时效性更强的银行代客跨境收付和银行代客结售汇数据。跨境收付表6与结售汇总表7之间的主要区别是，跨境收付包含了人民币跨境结算部分，未必存在人民币与外汇之间的转换，而结售汇数据则一定体现了人民币与外汇之间的转换。

在假设不持有外汇现金的情形下，企业和个人的外汇收入一般有四个去向：结汇、跨境支付、增加外汇存款、减少外汇贷款。同理，企业和个人的外汇支出也相应有四种用途：售汇、跨境收入、减少外汇存款、增加外汇贷款。由此可得： $\text{结汇} + \text{跨境支付} + \text{增加外汇存款} + \text{减少外汇贷款} = \text{售汇} + \text{跨境收}$

⁶银行代客跨境收付表主要反映的是非银行金融机构、企业、个人通过商业银行办理的对外收付款。

⁷ 银行代客结售汇数据表反映的是非银行金融机构、企业、个人在实现跨境资金收付时，向银行体系出售或者购买外汇的行为，体现了资金在外汇和人民币之间的转换。

入+减少外汇存款+增加外汇贷款，即：

$$\begin{aligned}& \text{人民币跨境收付差额} \\&= \text{跨境收付差额} - \text{外汇跨境收付差额} \\&= \text{跨境收付差额} - (\text{结售汇差额} + \text{外汇存款变动} - \text{外汇贷款变动}) \\&= (\text{跨境收付差额} - \text{结售汇差额}) - (\text{外汇存款变动} - \text{外汇贷款变动})。\\&\end{aligned}$$

上述公式赖以成立的前提假设有两个：一是企业和个人并不持有外汇现金，二是外汇流入流出只存在四种用途。由于现实情况比我们的假设要复杂得多，因此我们只能根据该公式大致推算出人民币跨境收付差额。

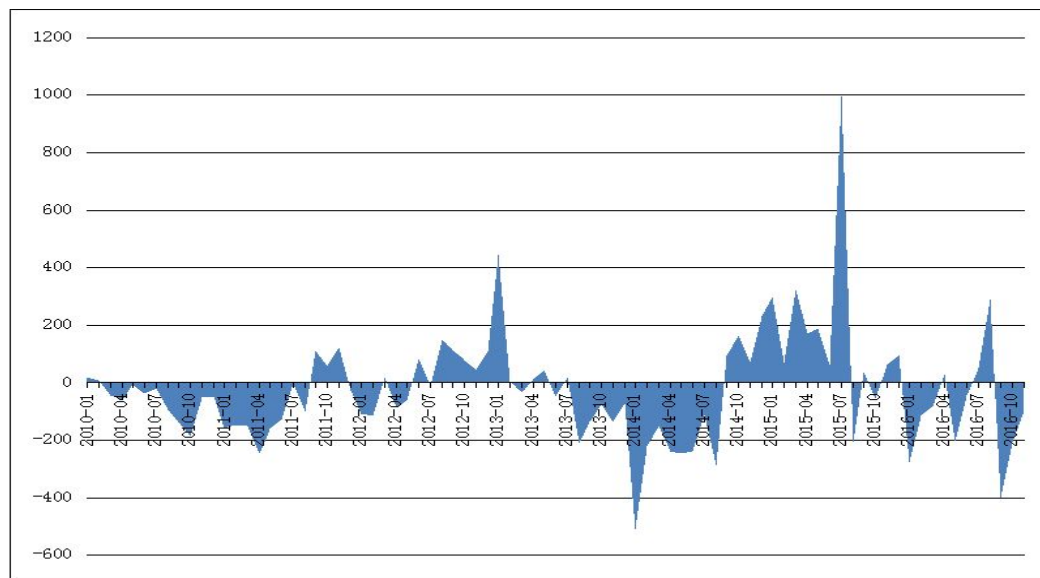
从图5可以看出，在大部分时间中，我国人民币跨境支付为负值，说明人民币跨境资金处于净流出的状态。事实上，这大部分时间中，人民币汇率都存在较强的单边升值预期，因此人民币跨境净流出规模不断扩大在情理之中。不过，2012年下半年和2014年上半年，情况发生了变化。随着人民币汇率贬值预期不断升温，跨境收付与结售汇差额超过了外汇存贷款变动之差（一个直观标记就是，外汇存款居高不下），人民币跨境净流出规模大幅下降。这是由于，人民币汇率贬值预期增强，境外持有人民币资产的动力减弱，人民



币跨境结算净流出的规模自然也会缩水。

图5 人民币跨境净支付变动趋势

(单位: 亿美元)



资料来源: 作者根据Wind相关数据计算得出。

(四) 资本账户开放对商业银行汇率风险的影响及测度

1. 商业银行汇率风险的测度方法

随着资本账户开放及人民币汇率形成机制改革进程的推进, 国际资本双向流动加大、央行逐步退出外汇干预, 人民币汇率的波动性进一步加大, 从而放大了我国商业银行面临的汇率风险。所谓商业银行汇率风险, 是指银行在持有或运用外汇的经济活动中, 因汇率变动而蒙受损失的可能性。汇率波动主要通过三种渠道给银行带来风险: 一是交易风险, 即银行对客户买卖业务或以外汇进行贷款、投资以及外

汇兑换业务中，因汇率变动可能遭受的损失；二是折算风险，即由于汇率变动而引起银行资产负债表某外汇项目全额变动的风险；三是经济风险，即由于汇率非预期变动引起银行未来现金流量变化的可能性。人民币汇率波动加大的情况下，银行需要进一步加强汇率风险管理，防范汇率波动造成的损失，而这需要以准确识别、测度汇率风险为前提。

一般而言，银行测度汇率风险的方法包括外汇敞口分析法、敏感分析法、压力测试法以及风险价值法（Value at Risk, VaR）等。随着人民币即期汇率浮动区间逐步放宽、远期汇率不设波幅限制，外汇兑人民币汇率的可预测性明显减弱。另外，可通过汇率预测来度量的外汇预期损失只是汇率风险的一部分，而另一部分则是由汇率波动性产生的外汇非预期损失，或者说是损失的波动性。因此，仅仅依靠汇率预测，或者外汇敞口分析、敏感度分析等静态方法，已不能衡量全部的汇率风险。VaR⁸法因其可以较全面地衡量金融机构所承担的市场风险，且便于理解和横向比较，已成为全球金融业进行市场风险管理的主流方法。因此，本文引入 VaR 方法来实现全面的汇率风险度量。

我国上市银行在使用 VaR 方法量化汇率风险时，多基于

⁸所谓风险价值，是指在一定持有期和给定置信水平下，汇率、利率等市场风险要素发生变化时可能对某项资金头寸、资产组合或机构造成的潜在最大损失。



历史模拟法计算。自 2010 年 5 月二次汇改启动以来，随着人民币对美元汇率波动区间数次扩大以及多项汇率市场化政策的陆续推出，人民币汇率走势特点也在逐步改变，仅以历史模拟法来衡量银行的汇率风险 VaR 值恐有欠准确。实证研究显示，指数广义自回归条件异方差（EGARCH）模型能较好地刻画时间序列数据波动中存在的波动集聚性和尖峰厚尾特性，因此本文尝试利用该模型预测人民币汇率的条件方差来测度银行外汇资产组合的风险价值。

2. 国内主要银行的汇率风险 VaR 值

表 3 和表 4 列出了利用该模型测算的工商银行、中国银行、建设银行，以及中资大型银行、中资中型银行、中资小型银行和外资银行以 2012 年末和 2015 年末的外汇敞口净额计算的 VaR 值⁹。

表 3 工商银行、中国银行及建设银行的外汇敞口及 VaR 值

单位：亿元人民币

		外汇资产	资产负债 表内外汇 敞口净额	资产负债 表外外汇 敞口净额	外汇敞口 净额	VaR 值 (1%)
中国工商 银行	2012	15515	2669	-1870	799	-1.92
	2015	22714	1898	-363	1534	-3.68
中国银行	2012	32487	2385	-1337	1048	-2.52
	2015	42189	-232	2233	2001	-4.8

⁹各机构的外汇资产、负债中实际涵盖多种外汇类别，但由于美元和港币占绝对比重，而港币对美元又采取联系汇率，为便于计算本文统一将其视作美元资产和负债，并按人民币对美元汇率加以计算。

中国建设银行	2012	8538	329	-331	-2	0.06
	2015	13558	1879	-1337	543	-1.3

资料来源：根据各家银行 2012 年及 2015 年年报数据计算得出。

对比中国工商银行、中国银行和中国建设银行的外汇敞口（见表 3）可发现，2012 - 2015 年期间，这几家大型国有银行的外汇资产都显著增长，工商银行、建设银行由于加速推进国际化发展战略，外汇资产累计增幅分别为 46.4% 和 58.8%，中国银行由于较早推进国际化发展战略，外汇资产基数较大，同期累计增幅为 30.0%。受此影响，中国银行、工商银行的外汇敞口净额同期分别累计增长了 91% 和 92%，建设银行的外汇敞口净额也从负值到正值。这使得三家银行的外汇敞口的汇率风险加大。根据 VaR 的计算结果，在 1% 的置信度下，当人民币升值时，工行外汇敞口 1 日内的最大可能损失从 2012 年末的 1.92 亿元人民币上升至 2015 年末的 3.68 亿元人民币；中行外汇敞口 1 日内的最大可能损失从 2012 年末的 2.52 亿元人民币上升至 4.8 亿元人民币；同期建行外汇敞口 1 日内的最大损失从 0.06 亿元人民币上升至 1.3 亿元人民币。

我们对中外资银行的外汇敞口及 VaR 进行了比较（见表 4），大体呈现以下特点：首先，中资大型银行的外汇敞口净额低速增长，2012-2015 年 3 年期间累计增幅均为 21.4%，



外汇资产的 VaR 值（1%的置信度下）从 38.4 亿元，上升到 46.58 亿元，说明大型银行的汇率风险管理风格整体较为稳健。其次，中资中型银行外汇风险敞口快速扩张，3 年里增长了 106%，促使汇率风险也快速扩大，外汇日最大可能损失额（1%的置信度下）从 2012 年末 12.89 亿元人民币增至 2015 年末的 26.50 亿元人民币。第三，中资小型银行同期的国外资产累计增长了 2 倍，国外负债累计增长了 1.6 倍，但外汇敞口持续空头，表明中资小型银行的国际化业务在此期间增长迅猛，但外汇资金以净借入为主，其 VaR 值表现为外汇最大收益，其敞口变动及 VaR 值的绝对额均比较小。第四，外资银行的外汇敞口为空头，但从 2012 年至 2015 年，其外汇敞口空头头寸有所下降。以 2015 年末的时点来看，中资银行外汇日最大可能损失为 46.58 亿元人民币，而外资银行则可能获得日最大收益 4.44 亿元人民币。这种差异固然是受到两类银行资产结构和业务结构不同的影响，但中资银行较外资银行在汇率风险管理技术上的差距也是不容忽视的原因。

表 4 中外资银行外汇敞口净额及 VaR 值

单位：亿元人民币。

	国外资产	国外负债	资产负债表 内外汇敞口	VaR 值（1%）

				净额	
中资大型银行	2012	20196	4203	15993	-38.43
	2015	24885	5467	19418	-46.58
中资中型银行	2012	6666	1303	5363	-12.89
	2015	13433	2388	11045	-26.50
中资小型银行	2012	220	312	-92	0.22
	2015	694	850	-156	0.37
外资银行	2012	1613	4083	-2470	5.94
	2015	2391	4241	-1850	4.44

资料来源：根据 2016 年 6 月《中国人民银行统计季报》相关数据整理、计算得出。

（五）QDII2 试点下银行储蓄存款外流的估算

如前文所述，中国资本账户开放的下一步举措中，个人投资便利化是一个重要方向，也是可能性最大的选项。中国人民银行于 2015 年提出了 QDII2（个人合格投资者）试点的设想，但由于人民币贬值预期下，短期资本外流的压力较大，因此，QDII2 试点方案的实施被暂时搁置。我们认为，继沪港通、深港通之后，扩大个人对外投资将是下一步资本账户放开的重点突破领域，QDII2 试点也有望被提上日程。由于 QDII2 试点下的个人对外投资便利化将分流银行储蓄，有必要对此影响进行量化估算。

如表 5 所示，我们估算了 QDII2 制度设立后潜在的资金流出量。初期试点的城市包括上海、天津、重庆、武汉、深圳、温州等六大城市。根据估算，这些城市的居民储蓄占全



国总居民储蓄的比例大约 12%，这一比例可以近似看作这些城市的居民可投财富占全国的比例。另外，截至 2015 年，A 股持股市值在 50 万以上的账户总数约为 429 万户。为了简化，我们假设持股市值在 50 万以上的居民，其金融净资产规模将符合 QDII2 试点设置的条件并且假设金融净资产规模在地区间的分布与上述居民储蓄的分布基本类似。在此条件下，假设每户可投资金融资产达 500 万，并假设每户可投资资产中有 20% 会投资于海外资产，那么这六大城市符合 QDII2 试点的居民可投资资金总量将达 5,535 亿人民币。如果 QDII2 在 5 年内扩充到全国范围，静态估计对应的潜在可配置海外的资金规模将是 4.3 万亿人民币，相当于 2015 年末全国居民储蓄总额的 8%。

表5 QDII2制度带来的资金外流规模估算

首批试点的六个城市的居民储蓄（2015，亿元）	a	63,857
全国居民储蓄（2015，亿元）	b	526,508
试点地区可投资资金占全国的比例	$c=a/b$	12.13%
全国范围有 50 万余额以上的股票账户数量（万）	d	429
估算全国金融净资产在 100 万元以上的居民数量（万）	$e=d$	429

人均可投金融资产（百万）	f	5
净资产在 100 万以上的居民可投金融资产总量(亿)	$g=e*f$	214,500
试点城市符合条件的可投资金总量（亿）	$h=g*c$	26,019
试点城市可投海外的资金量估算(假设可投比例为 20%,亿元)	$i=h*20\%$	5,204
全国潜在可投资金量估算（亿元）	$j=i/c$	42,900

资料来源：Wind 资讯，以及作者估算

（六）资本账户开放对银行业资产负债表的影 响及风险测度

从总体规模上看，截至 2016 年 6 月末，中国银行业对外负债总额为 9179 亿美元，在银行业总负债中占比仅为 2.8%左右，由此可以看出，由于资本账户管制的影响，特别是商业银行跨境贷款等业务领域尚未放开，中国银行业的外向型程度仍然不高，依靠国际市场提供的融资比例很低。在中国资本账户开放采取渐进式开放的路线指引下，预计未来 5 年内放开商业银行跨境贷款的可能性不大。因此，跨境贷款类资本流入中短期内对于银行业资产负债规模的影响不大。

从对外负债的类型上看，在债券、股权、存款等几种类型中，存款的占比最高，达到 50%以上；其次式股权，占 35%



左右；债券投资仅高于 10%。存款及股权均为较为稳定的资金来源，占到了负债的 80%以上。因此，中国银行业的对外负债的结构是较为合理的，潜在的流动性风险较小。

表 6 中国银行业对外负债各类型占比

单位：%

	债券投资	股权投资	存款
2015-12	15.00	34.00	51.00
2016-03	13.00	35.00	53.00
2016-06	12.00	34.00	54.00

资料来源：Wind 资讯

注：中国人民银行发布的中国银行业对外资产负债的数据，自 2015 年末开始。因此，截至 2016 年末，仅发布了三个季度的历史数据。

从对外负债的币种来看，人民币的占比最高，为 40%左右，其次是美元，占 30%。本币在对外负债中占比较高，有利于防范外债的货币错配风险。这也反映出，受 2009 年以来的人民币国际化及人民币离岸中心建设的推动，境外人民币流动性已经初具规模。如果未来人民币国际化能与中国资本账户开放协调推进，将有利于银行业对外负债中的人民币维持相对高的占比，从而较好地防范银行资产负债表的货币错配风险。应当指出的是，自 2015 年末至 2016 年 6 月仅半年的时间，人民币的占比下降了 7 个百分点，美元占比上升了 6 个百分点，相对差距明显缩小。这也反映了当期人民币贬值预期下，投资者持有人民币的意愿下降，持有美元的意

愿上升，而投资者的资产恰好反映为银行业的负债。

表 7 中国银行业对外负债各币种占比

单位：%

	美元	人民币	其他币种
2015-12	24.00	46.00	29.00
2016-03	27.00	42.00	31.00
2016-06	30.00	39.00	31.00

资料来源：Wind 资讯

三、商业银行关注点及应对建议

开放、创新与风险相伴而行。随着资本账户开放持续推进，内外金融市场不断融合，作为跨境资金流动通道和中介的商业银行面临的风险已经出现新的演化趋势。国际经验表明，如果一国银行体系本身存在较大的脆弱性，抵御外部冲击的能力较弱，在资本账户开放过程中极易引发系统性金融危机。因此，银行必须高度重视资本账户开放下的经营风险新特征及新影响，及时调整完善风险管理策略，加强监测和预警，审慎把握和控制风险，以夯实自身经营基础，保持稳健经营。

1. 树立双向思维，强化风险监测和预警

随着境内外经济金融环境的不断演变以及资本账户开放程度的扩大，我国跨境资金流动的双向波动将成为新常态。跨境资金双向流动新常态要求金融机构进行适应性调



整，从过去的线性、单边思维，转变为复合、双向思维。从过去注重防范跨境资金及人民币汇率单边波动的风险，转变为全面管理好资金和汇率双向波动的风险，通过套期保值等手段将双向波动的不确定性转变为确定性。同时，主动加强对外汇占款、结售汇及跨境收付等数据的监测，以及时掌握跨境资金流动的动向及其对银行间流动性的影响，并针对跨境资金流动异动风险制定预案，防止资本流动中的“黑天鹅”事件冲击金融机构的外汇业务运营甚至升级为重大损失。

2. 加快产品创新，主动“经营”汇率风险

资本账户开放及人民币汇率形成机制改革，使得人民币汇率的波动风险显著增加。我行应主动适应市场变化，逐步从被动的汇率风险防范转向主动的汇率风险经营，把我行的汇率风险管理优势转化为利润创造的工具。一方面，为了帮助市场主体更好地管理资金和汇率双向波动的风险，需要加快金融创新，特别是为客户提供更加丰富的外汇风险管理工具。我国已陆续推出了远期、掉期、货币掉期、期权等基础的人民币外汇衍生产品。下一步，预计监管部门有望根据人民币汇率市场化改革和资本项目可兑换进程，适当加快在岸市场人民币外汇衍生品交易的发展，增加外汇市场的深度和广度。我行应顺应市场需求及监管层鼓励金融创新的大方

向，稳步推进外汇产品创新，丰富外汇市场避险保值衍生产品。另一方面，借鉴国际领先银行的先进经验，进一步完善已有的汇率风险计量体系和控制技术，利用金融市场交易把我行吸收进来的汇率风险进行平衡、对冲，达到收益与风险相匹配，从而带动新型收入的持续增长。

3. 未雨绸缪，及早应对个人对外投资试点的影响

个人对外投资便利化是我国资本账户开放下一步开放的重点领域。可能推出的 QDII2 试点在拓宽个人境外投资途径的同时，也会对商业银行等金融市场参与主体带来深远影响，譬如，进一步分流银行的储蓄存款，同时分流部分银行高净值客户，抑制国内银行表外业务的扩张，并对银行外汇头寸管理提出更高的要求，同时也为银行产品创新带来机遇。因此，银行应顺应个人对外投资放开大趋势，在 QDII2 试点正式启动前，未雨绸缪，抢占先机。首先是着手研发相关产品。应针对高净值客户对于资金收益及风险的偏好，结合海外市场投资机会的深入研判，从结算、咨询、代客投资、境内外业务联动等方面研发相关产品，注重产品的便捷性和灵活性。其次是做好负债业务管理。QDII2 意味着国内银行部分存款及理财资金流失到境外，我行应从负债定价、服务水平等方面提高资金吸引力，保持高净值客户的粘性和忠诚



度，同时从存贷比、流动性管理等方面做好资金流失的预案。再次是做好外汇头寸调剂及风险管理。重视 QDII2 背景下外汇资产负债期限错配问题，预估外汇资金出入的期限及规模，制定新的外汇头寸管理方案，加大大本外币衍生产品创新。