

研究报告

2015年第28期

2015.03.18

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：马素红

suhong.ma@icbc.com.cn

跨境资金流动新趋势及其影响研究

要点

- 近年来新兴市场跨境资本流动规模上升且波动性加强，发达国家货币政策仍将继续成为新兴市场资本流动的主要驱动力量。
- 我国跨境资本流动步入新常态：一是从外部影响上，跨境资金流动的驱动因素日趋多样化、复杂化；二是从流动方向上，呈现“有进有出，双向波动”的新常态；三是从资金结构上，由此前的经常和资本项目“双顺差”局面转变为“经常项目顺差、资本和金融账户逆差”的局面。
- 下一阶段，美国货币政策正常化、中国进入结构转型期和金融改革开放提速期、人民币汇率双向波动加大等多重内外因素叠加，使得我国跨境资本流动的复杂性和不确定性上升。跨境资本虽然偏流出压力，

但风险总体可控。

- 跨境资本流动新常态将增加宏观流动性管理难度，对货币政策创新及跨境资金监测提出更高要求；同时使市场主体面临资金和汇率双向波动风险，外汇收支行为发生变化。
- 跨境资金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。从过去以防范人民币单边升值风险、防范跨境资金流入风险为主，转变为全面管理好资金和汇率双向波动的风险。此外，银行结售汇业务、外汇存贷款等业务将发生新的变化，为了帮助客户更好地管理资金和汇率双向波动的风险，金融机构应加快相关金融创新，特别是为客户提供更加丰富的外汇风险管理工具。

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。



跨境资本流动新趋势及其影响研究¹

全球金融危机爆发以来，在发达经济体量化宽松政策的推动下，包括中国在内的新兴市场跨境资本流动规模大幅增长且波动性加剧。从近一个时期看，在发达经济体货币政策分化、中国经济增长步入新常态及中国加快金融改革开放等国内外经济金融新形势下，我国跨境资本流动也出现一些新特征、新趋势。本报告旨在对跨境资本流动的新常态及其对国内宏观层面及微观主体的影响进行梳理，并着重从金融机构的角度提出应对策略。

一、全球金融危机后新兴市场跨境资本流动的主要特征

（一）资本流动的类型及其波动性

国际上测度跨境资本流动状况，一般用国际收支平衡表中的资本和金融项目，主要包括直接投资、证券投资和其他投资（包括银行贷款及跨境衍生品等）。也有按照投资期限，将跨境资本流动划分为中长期国际资本流动及短期跨境资本流动。从波动性来考察，FDI的波动性较低，证券投资及跨境银行借贷的波动性较高；中长期国际资本流动的波动性较小，短期跨境资本流动的波动性较强、流动规模变化较大、流动方向容易逆转。因此，中国外汇局在其发布的《2013年跨境资本流动分析》中，又把跨境资本流动分为稳定性较高的资本流动和波动性较大的资本流动，或者FDI和非FDI的资本流动。

（二）近年新兴市场跨境资本流动的主要特征

总体而言，近年来新兴市场跨境资本流动规模上升且波动性加强，具体呈现以下几个特征：

第一，跨境资本流动呈现出的波动性越来越强，稳定性越来越弱。根据IIF（国际金融协会）统计，2014年流入新兴市场的民间投资总额降至1.1万亿美元，较2013年创纪录的1.35万亿美元减少2500亿美元。新兴市场资金流入下滑，很

¹ 本报告系城市金融研究所2014年度重点课题。课题组负责人：詹向阳、周月秋、樊志刚，课题组成员：詹向阳、周月秋、樊志刚、马素红、王婕、罗宁，课题执笔人：马素红。

大程度上是受俄罗斯资本流入剧减所累，但其他地区也因美联储即将升息的预期而受到影响。从国际资本流动结构看，FDI仍然是最为稳定的资本流动，而证券投资 and 银行信贷的波动性极高。从表1的数字可以看出，2008年全球金融危机爆发，使得新兴市场的证券投资和其他金融投资的净流入额由正转负，即出现流向的逆转，但2008年新兴市场的外国直接投资的净流入额仍然稳中有升，2009年也只是略有下降，此后又恢复较为平稳的增长。

表1 新兴市场及发展中经济体近年资本流动净额

单位：十亿美元

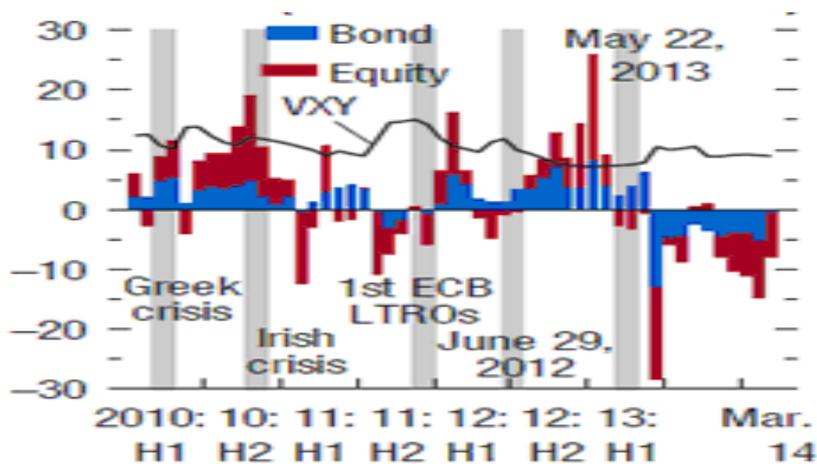
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
私人金融资本流入净额	316.2	310.7	698.1	201.1	281.9	572	499.3	237.1	398.4	366.6
私人直接投资流动净额	275.1	302.9	444.6	471.8	329.8	409.1	526.7	465.5	423	435.5
私人证券投资流动净额	38.1	-41.5	98.3	-78.4	57.3	184.5	79	229.9	154.3	130.4
其他私人金融资本流动净额	2.9	49.3	155.2	-192.3	-105.3	-21.6	-106.4	-458.3	-179	-199.3

资料来源：IMF

第二，对于新兴经济体而言，其国际资本流动方向及规模受外国投资者影响较大。全球资金的风险偏好变化、发达经济体的货币政策走向以及全球经济增长格局的相对变化是影响国际资本流动的主要因素。以全球金融危机之后流入新兴市场的证券投资为例，受欧债危机、欧洲央行进行长期再融资操作（LTROs）的影响，包括债券及股票在内的证券投资净流入显著增加，但受2013年5月美联储宣布退出QE的影响，证券投资呈现大幅净流出。

图1 新兴市场证券投资净流入情况

单位：十亿美元



资料来源：国际金融协会（IIF）

第三，对不同的新兴市场国家而言，由于各国在经济基本面以及所采取的宏观政策政策和结构性改革等方面存在差异，其受国际资本流动的影响也会有所区别。国际金融协会（IIF）²将新兴市场国家的国内外基本经济金融状况和政策措施等16项因素分为三个类别，一是与对外融资有关的脆弱性指数，包括经常账户余额占GDP百分比、外汇储备覆盖率、短期外债占全部外债百分比、实际有效汇率变动等；二是与国内金融有关的脆弱性指数，包括非金融公司债务和家庭债务占GDP比重、国内实际信贷增长率、外国投资者在当地政府债券的市场占有率、外债占GDP百分比等；三是与国内政策实施情况有关的脆弱性指数，包括通货膨胀率、实际利率、财政收支占GDP百分比、政府债务总额占GDP百分比等。经过对22个新兴市场国家的分项脆弱性评估，巴西、印尼、俄罗斯、南非及土耳其在对外融资、国内政策面以及政治风险上均面临着较高的脆弱性，其在抵御跨境资金流动冲击方面的总体脆弱性也为新兴市场最高。

（三）新兴市场跨境资本流动的前景预估

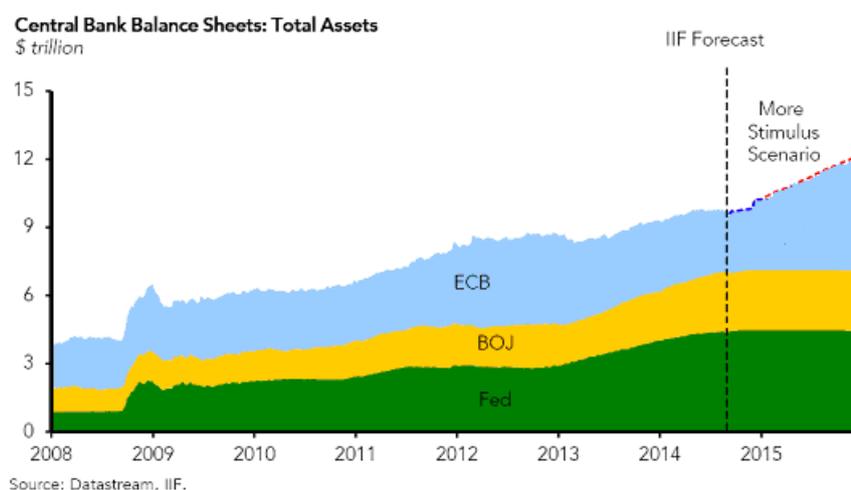
在未来几年内，发达国家货币政策仍将继续成为新兴市场资本流动的主要驱动力量，而美国与欧、日央行的政策分化将会增加资本流动的不确定性。一方面，全球货币流动性维持净增长将对国际资本流动构成支撑。由图2可以看出，

² IIF. Capital Flows to Emerging Markets, October 2014.

尽管美联储停止购买资产，但其资产负债表规模将维持在4.5万亿美元的水平，而欧洲央行推出新版QE之后，其资产负债表规模有望从2.2万亿欧元提升至3.3万亿欧元，日本央行维持超宽松货币政策将使其资产负债表规模稳步上升至2.6万亿美元的水平，G3经济体的央行资产负债表总体规模仍将继续扩大。特别是欧洲央行的大规模刺激政策，将会在一定程度上抵消美联储加息对资本流动的负面效应。另一方面，发达经济体货币政策的分化将加大市场的波动性。自2014年下半年以来，全球市场的波动性明显加大，特别是欧元区利率的波动性已经升至两年高点。波动性持续走高将导致国际资金的风险厌恶情绪升高，从而降低通过投资新兴市场资产取得套利的动机。

图3 G3央行资产负债表：总资产规模

单位：万亿美元



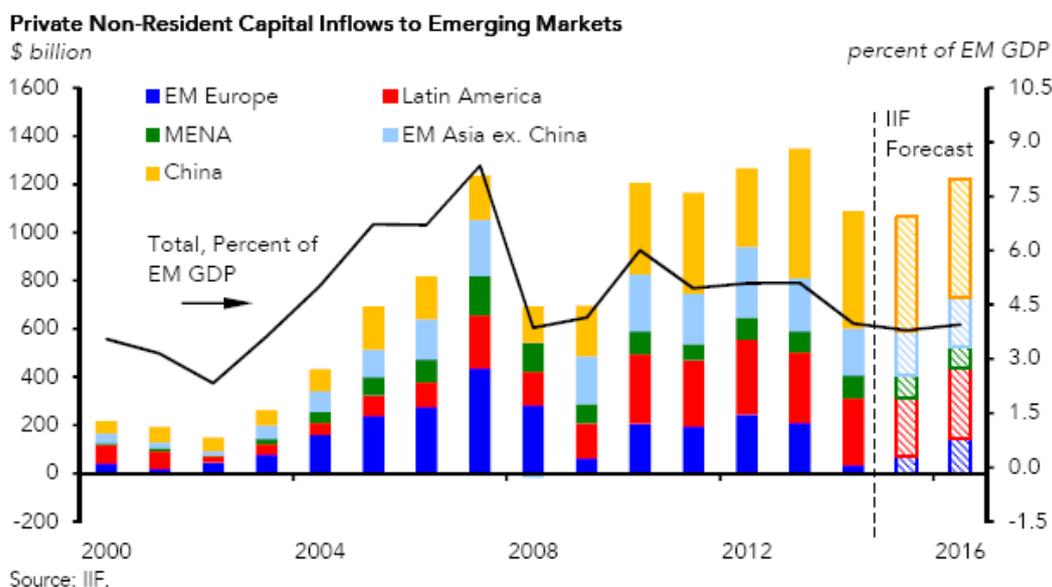
根据IIF发布的预测³，鉴于美国利率上升前景，2015年新兴市场的资金流入规模预计在1.06万亿美元，连续第二年下降。随着市场逐渐适应美联储政策变化、俄罗斯危机得到缓解，同时大宗商品价格企稳，2016年资金流入规模将回升至1.2万亿美元，但仍将不及2013年的峰值。这一资金流入规模将相当于新

³ IIF, Capital Flows to Emerging Markets, January 14, 2015.



兴市场年度GDP的4%，2007年时这一比重曾高达8%。

图4 新兴市场私人资本流动规模及占GDP比重



二、全球金融危机以来我国跨境资本流动主要特点及前景

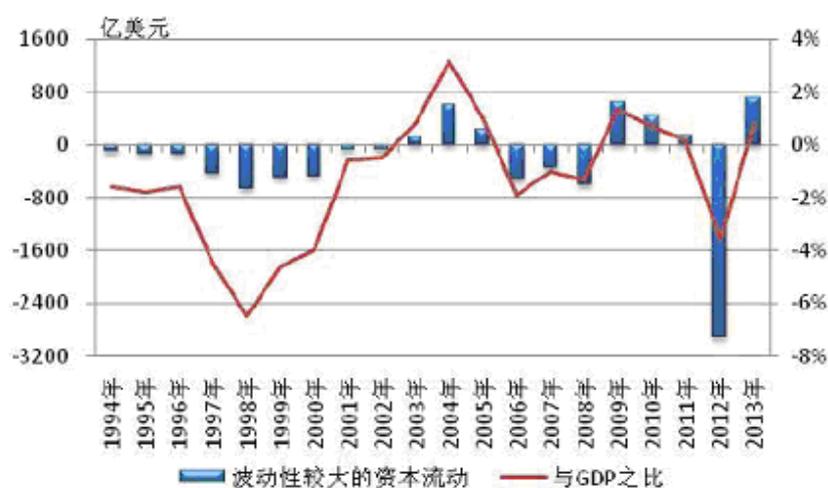
(一) 我国跨境资本流动的监测口径

为大致区分我国跨境资金整体流动中的稳定性因素和波动性因素，国家外汇局依托国际收支平衡表，按照国际通行的做法，将经常项目和直接投资的合计差额视为稳定性较高、与实体经济关系较大的跨境资金流动（即基础国际收支交易），将非直接投资资本流动（主要包括证券投资和其他投资）视为波动性较大的跨境资金流动。总的来看，波动性较大的资金流动净额与GDP之比并不高，说明随着我国经济实力的不断提升，对跨境资金波动的承受力越来越强。

根据我国外汇局的宽口径的跨境资金流动监测，除国际收支平衡表数据外，跨境资金流动还包括跨境收付和结售汇数据。跨境收付数据主要反映企业（含证券、保险等非银行金融机构）、个人等通过银行办理的对外收付款（包括外汇

或人民币)，即非银行部门跨境收付（或银行代客跨境收付）。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。

图 5 1994-2013 年我国波动较大的跨境资金流动净额与 GDP 之比



资料来源：中国外汇局

（二）我国跨境资本流动呈现“新常态”特征

全球金融危机后，除了资本流动规模的大幅增长之外，中国的国际资本流动表现出剧烈的波动性。从近期及下一阶段走势看，跨境资本流动将步入新常态：一是从影响因素上，跨境资金流动的驱动因素日趋多样化、复杂化；二是从流动方向上，呈现“有进有出，双向波动”的新常态；三是从资金结构上，由此前的经常和资本项目“双顺差”局面转变为“经常项目顺差、资本和金融账户逆差”的局面。

1. 资本流动的影响因素日趋复杂化和多样化

一般而言，跨境资本流动的驱动因素包括国外的推动因素和国内的拉动因素。其一，发达国家释放的流动性，以及金融市场的风险偏好的变化是影响资



本流动的重要推动因素。其二，一国经济增长率、境内外利差水平及汇率升贬值预期，是影响资本流动的主要拉动因素。就我国而言，资本项目自由化加快、人民币汇率形成机制改革、全球主要经济体增长周期的差异性以及全球货币政策分化带来的“外溢效应”等等，都将是决定跨境资金流动“新常态”的决定性因素。

2014年，我国跨境资本流动呈现两个较为明显的背离：一是贸易顺差与外汇储备增长相背离。2014年二、三季度，海关统计的外贸进出口顺差合计达2144亿美元，同比增长69%，同期国际收支口径的外汇储备资产（剔除了汇率和资产价格变动的估值效应影响）仅增加了224亿美元，同比少增85%。二是本外币利差与跨境资金流向相背离。2014年，尽管美联储逐步退出量化宽松的货币政策，但人民币利率仍然持续高于美元利率，下半年境内反映利差交易货币吸引力的夏普比率甚至由负转正、大幅回升，而境内主体却延续债务去美元化的调整，7至10月份即远期结售汇（即“即期银行结售汇差额+未到期远期结售汇差额变动额”）连月逆差，累计逆差619亿美元。

结合上述两个“明显背离”以及近一个时期我国国际收支状况新特点，可以看出，影响我国跨境资本流动的因素正日趋多样化、复杂化。具体体现在：一是资本项目对国际收支顺差的贡献开始超过经常项目，非直接投资形式的资本流动（包括证券投资和其他投资）更加活跃。二是人民币实际有效汇率变动与短期国际资本流动相互影响，明显呈同步变动走势。人民币实际有效汇率上升通常引起短期国际资本流进我国，反之则导致流出。三是境内外市场“分割”使得资本流动受利差水平的影响有限。考虑到我国金融市场对外开放程度较低，境内外金融市场一定程度上尚处“分割”状态，加之资本跨境流动需要支付交易成本和承担汇率风险，因此，目前中美两国息差对短期国际资本流动影响较小。

与此同时，其他国内外经济基本面因素也为市场日益关注，进而影响市场主体的风险偏好和财务运作。境内外汇市场的多重均衡特征更加凸显，在进出口顺差和本外币正利差的给定条件下，外汇市场既可能供大于求，也可能供不应求，跨境资本流动的波动性加大。

2. 有进有出的跨境资金双向震荡格局成为新常态

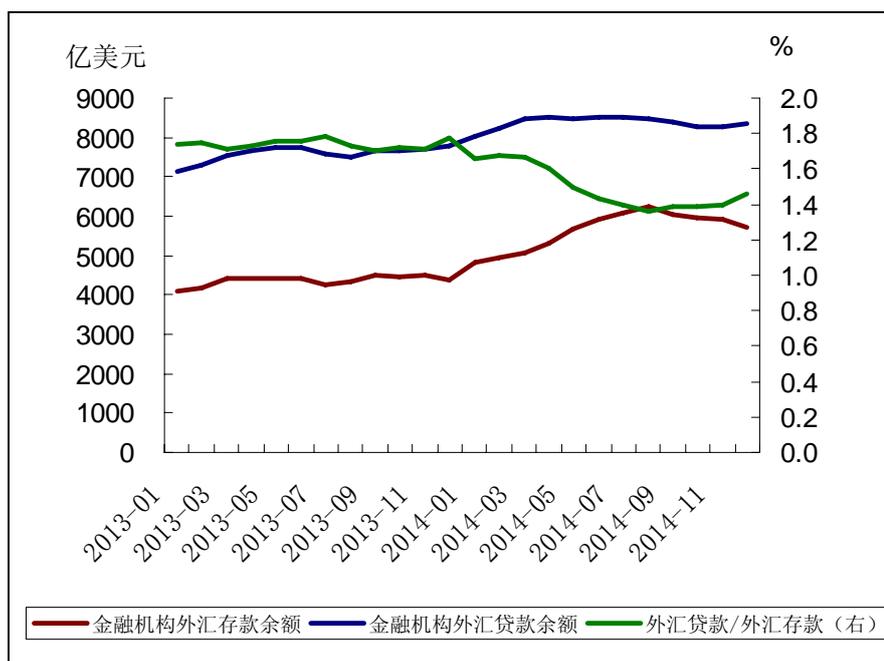
在人民币汇率波动幅度上升，外汇储备增速放缓的背景下，跨境资本流动会出现双向震荡的新常态，未来一段时间跨境资本流动将从偏流入变为偏流出，但是出现大规模恐慌性流出的可能性不大。

跨境资本双向流动在2012年和2013年就有所显现，这从当年外汇占款数据可见一斑。2014年跨境资金流动呈现“一波三折”的起伏变化。一季度，贸易和投资活动顺差合计286亿美元，而同期银行结售汇顺差1592亿美元，显示年初我国面临较大的跨境资金净流入压力。二季度，进出口和直接投资净流入顺差合计943亿美元，但银行结售汇顺差290亿美元，呈现偏流出的压力。三、四季度，资本和金融账户逆差大幅上升，银行结售汇顺差持续降低甚至变为负值，表明资本流出压力持续加大。

跨境资金流动波动加大主要受三方面因素影响：

其一，2014年3月人民币对美元汇率浮动幅度进一步扩大，汇率双向波动逐渐深入人心，人民币汇率预期分化，引发境内市场主体资产负债币种结构的调整，具体体现为增加外汇存款、减少外汇贷款的财务操作（2014年底境内外汇贷款与外汇存款之比较年初下降了26个百分点），直接的结果就是结售汇顺差以及银行代客收付顺差的收窄。

图6 境内金融机构外汇贷存比变化趋势图



资料来源：Wind

其二，2014年世界经济整体呈现一种不平衡的缓慢复苏，美联储逐步退出量化宽松货币政策，美元汇率全面走强，国际资本大量回流美国，许多新兴市场出现了资本外流、本币贬值的压力，这对中国也产生了一定影响。

其三，中国经济发展进入新常态以后，市场越来越关注我国经济运行状况，以及其中可能蕴含的一些风险和问题，市场情绪处于较大波动期，加之人民币汇率已经趋于均衡合理水平并被市场广泛接受和认可，激发了境内市场主体资产负债币种结构的调整。

展望2015年，我国国际收支运行的诸多影响因素中，较为确定的有：一是我国将继续保持较大规模的外贸进出口顺差；二是人民币将继续维持对美元、欧元、日元等主要国际货币的正利差；三是我国经济增长速度将维持在世界主要经济体中的较高水平。而不确定的情况有国内经济运行、人民币汇率走势、财政金融风险释放、货币政策调整，以及世界经济与货币政策分化程度等。

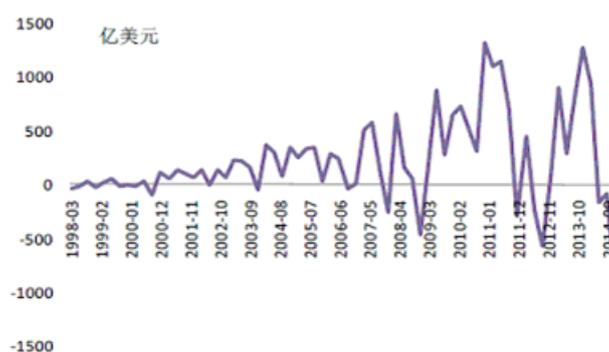
可以想见的情形是，在经常项目继续顺差的格局下，2015年我国跨境资本流动的双向波动将更为频繁：当境内外因素偏“多”时，跨境资本大量流入，

境内市场外汇供大于求，且供求缺口可能超过贸易顺差；当境内或境外因素偏“空”，尤其是境内外偏空因素叠加时，跨境资本流出压力加大，境内市场外汇供求趋向基本平衡，供求缺口小于贸易顺差，甚至有可能出现外汇供不应求。

3. “经常项目顺差、资本和金融账户逆差”的流动结构成为新常态

2014年第二季度起，我国国际收支连续三个季度出现经常项目顺差、资本和金融项目逆差的情况。特别是第四季，912亿美元的资本和金融项目逆差已创历史新高。此前2012年的第二、第三季度也曾出现过这种“贸易顺差、资本外流”的情况，当时创下的资本和金融账户逆差纪录是2012年第三季度的579亿美元。

图7 资本与金融账户差额



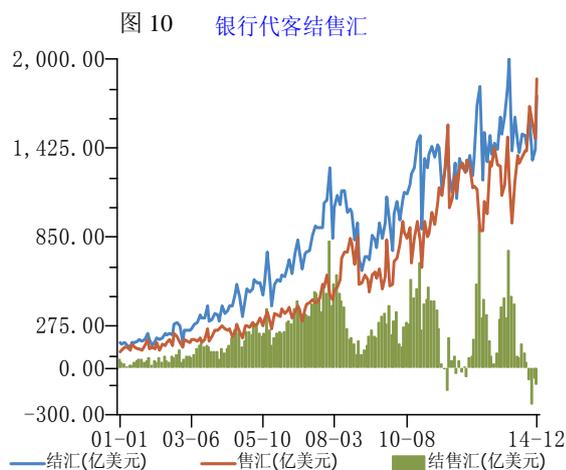
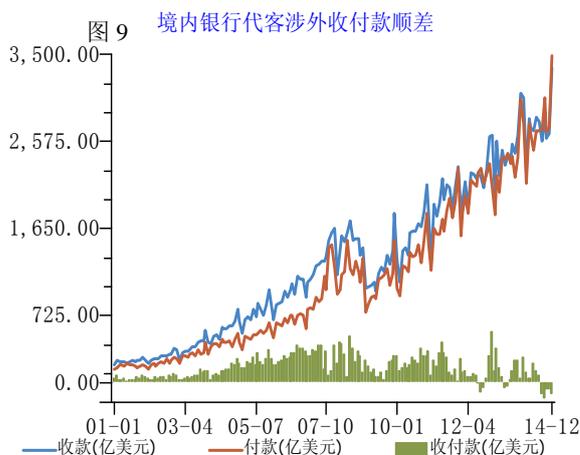
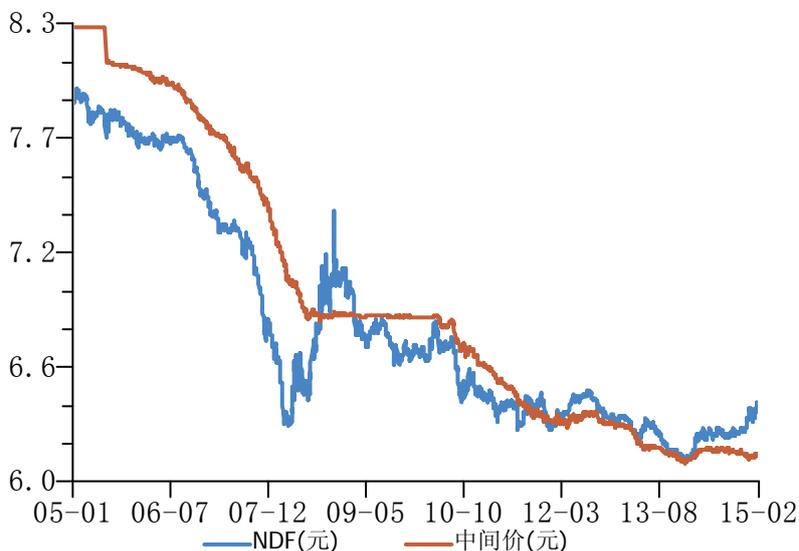
资料来源：WIND

我国资本和金融项目持续逆差的主要原因有两个方面：第一，资本流出与人民币汇率变化有着密切联系，每当人民币对美元汇率下跌或者市场出现对美元汇率下跌预期时，跨境资本往往出现异动。2014年10月美联储退出量化宽松货币政策以来，美元指数开始一路走强，人民币对美元汇率总体上呈现出不断下跌的趋势，境外资本撤离国内市场是导致我国连续三个季度资本和金融账户逆差的重要因素。从表征跨境资本流动的相关数据来看，2014年4季度，银行结售汇差额为减少423亿美元、银行代客涉外收付款差额减少465亿美元、外汇占款减少220亿美元（由于央行放弃常态化干预使得外汇占款指标反映跨境资金流



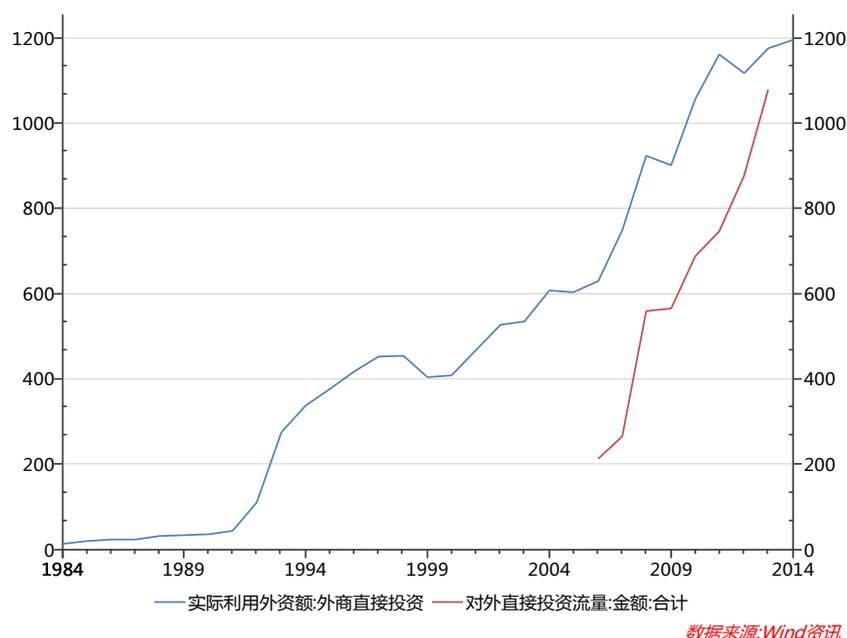
动的有效性减弱)。

图8 人民币汇率与12个月NDF



第二，资本和金融账户项目下的以贸易信贷、贷款等形式的跨境资本加速流出是境外资本撤离我国的主要组成部分，而本国资本流出则是与我国当前实施的一带一路、资本输出和企业走出去等战略有关。境内资本以对外直接投资、贸易信贷、长期贷款等形式的流出，规模也在不断增加。

图11 近年来我国对外直接投资增长迅速



(三) 下一阶段我国跨境资金流动的主要特点

下一阶段，美国货币政策正常化、中国进入结构转型期和金融改革开放提速期、人民币双向波动加大等多重内外因素叠加，使得我国跨境资本流动的复杂性和不确定性上升。

1. 外部环境：发达经济体货币政策分化给跨境资金流动增加不确定性

随着美联储货币政策转向及其带动的美元走强，全球金融资产的价格和利率水平将面临一轮重估，从而驱动跨境资金在资产板块、区域板块之间大幅流动，更多体现为从非美元资产流向美元资产，从新兴市场回流美国。而欧版QE的“杯水”恐难以有效抵补美元流动性撤离后的缺口。一方面，欧洲央行启动大规模QE能在一定程度上对冲美联储加息带来的流动性紧缩效应，从而给我国带来一定的资本流入；但另一方面，欧版QE将推动欧元贬值、美元升值，使得人民币对美元有更大的贬值压力，这可能通过汇率途径加大我国资本流出的压力。总之，欧美货币政策的分化进一步加大了我国管理跨境资本流动和汇率预期的难度。

从历史上来看，美联储收紧货币政策往往对新兴市场构成冲击，甚至引发



新兴经济体危机。不论是上世纪80年代拉美债务危机、80年代末台湾和韩国的资产泡沫破灭，还是94年墨西哥危机、97年亚洲金融危机以及2001年的阿根廷货币危机，都发生在美国持续紧缩货币政策之后。美联储收紧货币政策之所以会引发新兴经济体危机，主要在于美元的全球中心货币地位导致美联储货币政策具有显著的溢出效应，美国货币政策的持续收紧将通过国际资本流动、汇率及进出口等传导渠道冲击新兴经济体，甚至导致危机的爆发。

根据对近年新兴市场金融危机爆发时点的研究，可以发现，美国货币政策转向初期并不是对新兴市场经济体威胁最大的时期，新兴市场的危机一般发生在美联储加息周期的末期甚至更滞后。比如，拉美债务危机和阿根廷危机分别爆发于美联储开始加息之后的第5年和第2年，是加息到顶点之后的1年。从历史上看，在美联储加息周期中最为脆弱的新兴经济体有三个特征：一是汇率制度僵化和盲目开放资本账户；二是杠杆率高、外债比率高的国家脆弱性更高，内债率高同样也不容忽视；三是债务期限结构不合理，短期债务比重过高。

美联储货币政策变动与新兴经济体危机关系密切

►何时是最危险的时候？新兴经济体危机爆发的时点不是美国加息的初期，往往是加息的末期甚至更滞后。

新兴经济体危机	美联储货币政策	时滞
拉美债务危机（1982年）	1997年开始加息 1981年达到加息周期顶点 1982年利率已经下行	从加息时点：5年 从加息顶点：1年
台湾资产泡沫破灭（1989年）	1987年开始加息 1989年达到加息周期顶点	从加息时点：2年 从加息顶点：同年
阿根廷危机（2001年）	1999年再次加息 2000年达到加息周期顶点 2001年1月开始减息	从加息时点：2年 从加息顶点：1年

客观来说，中国经济目前有两个特征与陷入危机的新兴经济体接近：一是，

人民币汇率形成机制仍缺乏弹性；二是，国内债务比例高，特别是地方政府债务及企业债务率过高，短期外债比重也远超国际警戒线。因此，美联储货币政策的收紧无疑将在未来3年内对中国经济金融稳定构成非常现实的威胁，越是到美联储加息后期，威胁越大，必须正视。

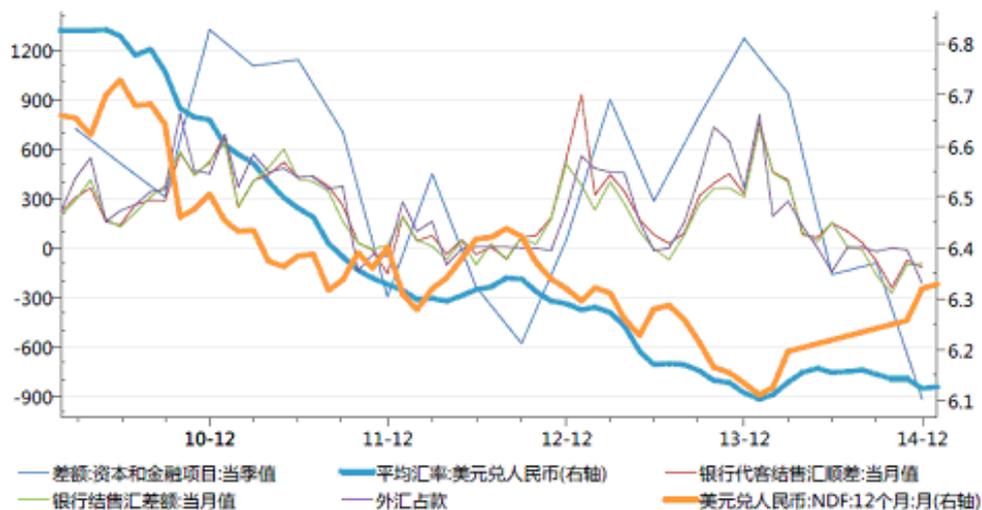
2. 内部环境：中国步入经济结构转型期和金融改革开放提速期

首先，中国步入结构转型期。在内外环境及长短期因素的共同作用下，国内经济金融领域长期积累的结构性矛盾逐步显性化。我国为促进可持续发展而推动的经济结构调整及增长方式转型，将为经济发展注入新动力，促进产业结构优化升级，但“去泡沫”、“去杠杆”和“去产能”仍会给经济带来较大的下行压力。在经济增长持续减速的背景下，潜在金融风险仍待释放，房地产等资产价格面临调整，地方债、影子银行的风险仍未化解，国内外投资者保持谨慎心态。特别是当国内经济运行的部分风险被市场关注和炒作时，可能引起跨境资金流动阶段性的剧烈变化。

其次，中国步入金融改革开放提速期，汇率市场化、资本账户开放进程进一步加快。从汇率市场化改革看，近期央行退出对外汇市场的常态化干预，人民币汇率日间波幅扩大，人民币双向波动趋势愈加明显，未来央行还将持续完善人民币汇率形成机制、提升人民币汇率弹性。从资本账户开放来看，在自贸区、沪港通等前期试点政策的基础上，预计下一步还将在放开个人对外投资、有贸易背景的借贷等方面实现突破。本币汇率波动与跨境资本流动如一对孪生兄弟，人民币汇率的大幅双向波动必将导致跨境资本流动的高频振动，而资本账户开放尽管总体上遵循渐进可控原则，但也会在一定程度上拓宽资本进出的渠道，使得中国经济金融体系更多暴露在跨境资本流动带来的冲击下。



图12 人民币汇率走势与我国资本流动变化



3. 前景评估：下一阶段资本偏流出压力，但风险总体可控

展望下一阶段，我国的跨境资本流动将呈现以下趋势：

首先，直接投资账户下长期资本的净流出是大势所趋。长期资本流动主要包含在国际收支平衡表中的直接投资账户中，包括外商直接投资和对外直接投资两个子账户。全球金融危机之后，我国吸引FDI规模在波折中前行、资金逐步向第三产业集中、资金来源向亚洲国家或地区集中等三个特点愈加突出。与此同时，我国企业走出去的步伐不断提速2014年我国对外直接投资规模首次接近外商直接投资。就未来的趋势而言，我们认为，一方面，随着我国劳动力成本的大幅度提升、企业利润率的下降，外商直接投资增长可能稳中趋缓；另一方面，随着企业“走出去”、资本输出以及“一带一路”等国家战略的实施，我国对外直接投资有望迎来大幅增长，并在未来1-2年内超过吸引外商直接投资的数额。总体而言，未来长期资本的净流出将是大势所趋。

其次，短期跨境资本的双向震荡成为新常态，下一阶段偏流出压力。在美国货币政策转向、国内结构转型期和金融改革开放提速期的三重叠加影响下，

我国面临的短期跨境资本流动的不确定性进一步上升。我们判断，尽管我国未来一段时间将面临较大的资本外流压力，但形成大规模资本外逃的可能性不大。

相对于其他新兴经济体而言，中国有两个重要的政策缓冲器来缓解美联储货币政策收紧带来的资本外流冲击：一是中国的资本项目尚未实现完全开放，下一步的资本项目开放也将遵循渐进可控的原则，国际资本缺乏大规模快速进出的通道；二是人民银行强调的两个“池子”，即超过3万亿的外汇储备及19.5%的法定存款准备金率锁定的基础货币，这两个“池子”的存在，使得央行可以在美元汇率上升和国际资本外流的情况下，通过干预外汇市场以稳定人民币汇率预期，同时降低存准率以稳定国内流动性环境。例如，2015年2月4日央行宣布全面降准0.5个百分点，其重要意图之一就是希望通过政策调整缓解资本外流加快导致的金融市场流动性趋紧。此外，人民币汇率的短期波动性加大，但中长期仍为强势货币，不存在大幅贬值的基础，且双向波动特征更为明显。在人民币汇率单边升值预期结束、双向波动加大的情况下，市场主体持汇意愿增强、结汇意愿减弱，这是国内居民理性配置本外币资产的需要，不属于纯粹的热钱流出，对我国金融市场冲击有限。

尽管中国平稳渡过跨境资本大幅震荡时期是大概率事件，但仍应警惕并监测跨境资金流动的动向，并提前做好风险预案。另外，政策缓冲只是为减缓美联储货币政策收紧带来的压力、为国内的制度改革、经济和政策调整争取了宝贵的时间，并不能完全规避资本外流带来的风险。只有“扶正祛邪”提升自身基本面的健康程度，才能抵抗外部“风寒湿邪”的侵袭。

三、跨境资本流动新常态的影响及对银行的策略建议

跨境资本双向流动成为新常态，人民币汇率双向浮动特征更加明显，这在宏观层面上有利于国际收支自主平衡及外汇供求平衡，在微观个体上有利于企业部门调整本外币资产负债结构、减少货币错配。但也应当看到，跨境资本双向大幅波动将对国内金融稳定、货币政策工具创新及微观个体风险管理带来较



大挑战。

（一）宏观影响：增加宏观流动性管理难度，对货币政策创新及跨境资金监测提出更高要求

在跨境资金双向流动、人民币汇率双向波动成常态的大背景下，国际收支趋于自主性均衡，金融体系流动性面临的形势更趋复杂。多年来，我国国际收支顺差较大，外汇占款客观上成为货币投放的重要渠道。在贸易顺差不断收窄、资本逆差有所增加的情况下，外汇占款作为基础货币投放主渠道的情况开始发生改变。例如，2014年全年，我国外汇占款增加7.7千亿元，远低于2013年的2.76万亿，外汇占款大幅下降即意味着向市场被动投放的流动性减少，需要增加新的主动货币投放渠道来对冲这一影响，以保证货币供给的基本稳定。这就对货币当局进一步创新调控方式、完善货币政策工具组合提出了新的挑战。2014年，央行多次使用了新创设的结构性货币政策调控工具来调节流动性。从当前看，这类创新工具的期限多为1年以下，未来还需酝酿并适时出炉更长期的（如3-5年期）创新工具。因为随着利率市场化的推进，也需要通过这种借贷便利工具来影响中长期的利率曲线。另外，还须创造新的货币工具箱，比如进一步发挥国债作为货币市场和资本市场基准的功能，为投资者提供无信用风险的金融工具或对冲工具等，以适应跨境资本流动的新常态。

与此同时，跨境资本双向流动的影响因素更趋复杂、流动渠道更趋多元，也对加快建立健全跨境资金流动的宏观审慎监管体系提出了更紧迫的需求。监管机构应及时改变以行政审批为主防范风险的惯性思维，加强对跨境资金流动形势变动的触发条件、实现渠道和潜在风险的监测分析，积极研究采用宏观审慎的逆周期手段，防范市场大幅波动风险。

（二）微观影响：促进市场主体调整本外币资产负债表、注重防范资金和汇率双向波动风险

随着人民币汇率双向波动及跨境资金双向流动趋势增强，包括银行、企业在内的境内市场主体开始对此进行适应性调整，主要表现在：企业结汇动机减弱、持汇意愿增强；企业美元债务去杠杆化进程启动；企业远期结汇签约减少、

购汇增加，未到期远期净结汇余额下降，推动银行增补外汇头寸。从国际收支角度看，上述调整均导致银行和企业等主体外汇资产增多且境内运用减少，大部分转向境外运用并表现为资本和金融项下资金流出。总体而言，市场主体的汇率预期或结汇意愿不仅会影响到其自身本外币资产负债结构的调整，还将反作用于外汇供求，成为影响国际收支的关键性因素。外汇由过去央行集中持有变成了企业、机构和个人分散持有，是“藏汇于民”的过程。

境内的市场主体，要注意适应跨境资金双向波动的新常态，调整自己的财务管理策略，从过去的线性单边思维转为双向思维，管理好资金和汇率双向波动的风险。

（三）跨境资金流动新常态下银行关注点及策略建议

针对资本流动的新常态，如何调整策略、趋利避害，是金融机构所需要高度重视的问题。

1. 抓住业务机会，加快外汇市场产品创新

跨境资金及人民币汇率双向波动的常态，将给银行结售汇业务、外汇存贷款等业务带来新的变化。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，需要金融机构加快相关金融创新，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。但根据金融为实体经济服务的要求，一直强调人民币外汇衍生品交易的实需原则。境内推出人民币外汇期货产品，实需原则也是一个重要的政策障碍。然而，从成熟市场的经验看，如果没有适度的投机，就容易影响外汇市场功能的发挥。境外无本金交割的人民币远期（即NDF）之所以能够随时出清，就是因为市场参与者既有套保的、也有投机的，市场才有足够的流动性。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，适当突破实需原则，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。金融机构也应当顺应市场需求、顺应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。

2. 树立双向思维、强化风险管控



随着国际收支平衡体制机制的不断完善以及境内外经济金融环境的不断演变，我国跨境资金流动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。从过去以防范人民币单边升值风险、防范跨境资金流入风险为主，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，加强对外汇流动性和结售汇头寸的监测预警，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。

从服务企业客户的角度看：一是高度警惕跨境资本流动新形势下的个体企业外币债务风险。近年来，受主要经济体实行量化宽松政策、全球主要货币利率水平偏低及人民币汇率长期单边走势的影响，境内企业普遍采取“负债美元化”的财务操作，积累了大量美元负债。在美元升值的大背景下，相关企业的债务负担将明显增加，而这一趋势随着美联储启动加息进程还将进一步加重。如果再考虑到国内经济下行压力加大导致企业经营活动下降、利润率下滑的叠加影响，不排除部分企业债务风险集中爆发的可能性。因此，金融机构须高度警惕个体企业的外币债务风险，并积极引导企业做好资产负债币种结构的调整，逐步化解相关风险。二是持续加强投资者风险教育。引导企业客户树立正确的汇率风险意识，积极管理汇率双向波动的风险。要帮助企业正确认识汇率避险工具的作用，不能把汇率避险当作赚钱的工具而应作为管理风险的手段，并引导企业对外汇敞口进行适度套保而避免过度投机。