

中国跨境资金异常流动:监测、驱动与对策

王 倩 周向南*

【摘 要】 跨境资金异常流动不仅事关经济金融安全,甚至影响未来国际经济格局。国际金融危机后中国跨境资金异常流动频率有所增大并呈现非对称性。排序选择模型显示套汇是异常资金流动的主要动因,中国的高利率反而刺激了投资者的避险情绪推动了资本外逃;进出口数据的异动会显著掩盖可监测的跨境资金异常流动;中国股市波动、经济增速放缓和美元流动性收紧会引发资本外逃的论断均被证伪;外币贷款会提高资本外逃的概率,但影响亦不显著。国内外经济金融环境对跨境资金异常流出的冲击具有非对称性,应对资金异常流出给予重点关注,并通过结构性货币政策和市场干预稳定利率和汇率预期、监测贸易数据和外币贷款余额异动、堵塞逃骗汇漏洞以及完善金融监管缓解资金外逃压力。

【关键词】 跨境资金异常流动;排序选择模型;金融监管

美元本位制下的金融史已经表明,美联储的每一次加息都伴随着危机的接踵而来^①。国际金融危机之后,美国量化宽松货币政策的实施与退出是否会引发新一轮新兴市场泡沫与危机自然成为人们关注的焦点(谭小芬,2010;易宪容,2014)。2008年“次贷危机”后美联储的资产负债表史无前例的扩张并推动廉价美元资金流入新兴市场国家。而2013年美联储暂停及逐渐退出量化宽松货币政策的声明,提升了美元升值的预期,导致热钱纷纷撤离新兴市场国家,加速了泡沫破灭。以巴西和俄罗斯为代表的经济危机重重,不仅货币大幅贬值,金融市场动荡,经济亦严重衰退,以至索罗斯和罗杰斯等国际炒家宣称金融危机模式再次开启。

同样作为新兴经济体的中国,当前不仅面临着与巴西和俄罗斯一样的外患,亦有内忧。中国在经济增长方式调整和经济结构优化的过程中,钢材与水泥等行业的产能严重过剩,经济增速逐步放缓。与此同时,为应对国际金融危机负面冲击所采取的经济刺激政策导致货币投放规模迅速扩张,产生了流动性过剩, M_2 占GDP的比例偏高。2015年股票市场大起大落、商业银行不良贷款激增、中央企业债券违约以及人民币汇率贬值等一系列经济事件更加剧了金融体系的不稳定性。防范跨境资本的异常流动和降低海外金融市场动荡的溢出效应,已经成为当前中国经济金融安全面临的巨大考验,同时也

*王倩,经济学博士,吉林大学经济学院教授、博士生导师;周向南,吉林大学经济学院博士研究生,130012。本文是国家社科基金重大项目“‘一带一路’战略实施中推进人民币国际化问题研究”(2015ZDA017)和吉林大学哲学社会科学“国际金融”创新团队建设项目(2012FRTD02)的阶段成果。感谢吉林大学经济学院硕士研究生王嘉泽为本文所做的贡献。

①二十世纪八十年代拉美债务危机、1997年东南亚金融危机以及2008年国际金融危机均在美联储提高利率后发生。详见,沈建光:《美元周期与金融危机的逻辑与应对》,华尔街见闻,2015年3月2日, <http://wallstreetcn.com/node/214727>。

可视为影响当前全球经济金融格局变迁的重要因素。成功则为中国经济转型和人民币国际化营造良好的金融环境,失败则极有可能重蹈拉美债务危机覆辙而坠入“中等收入陷阱”。2008年全球金融危机后热钱流入中国的规模有多大?唱衰中国及人民币资产贬值预期下的资本外逃是否已经发生?热钱流出的驱动因素是什么?美国量化宽松货币政策的实施和退出是否会引发跨境资金异动,并导致危机重现?我们应如何应对?这些问题的研究不仅对于危机经济学相关领域的讨论具有学术价值,而且可以为中国外汇与资本流动监管以及宏观调控政策提供理论指导与基础数据支持。

一、文献回顾

跨境资金流动往往伴生货币危机或加剧资本市场的波动。跨境资金流动的驱动因素与监管也因此倍受金融实践界与学术界的关注。新古典学派认为跨境资金流动是为了套利,风险与收益决定了投资者的资产组合,进而决定了资本跨境流动的流向与规模。国内外利差的加大是国际套利资本流入拉美国家的主因(Montiel & Reinhart, 1997)。金融自由化则推动了新兴经济体的跨境资金流动,且跨境资金流动与汇率及经济发展间存在互动关系(Bacchetta & van Wincoop, 2000)。但是,在全球金融危机期间,国际资本流动的主要驱动因素是投资者风险偏好的变化(Ferretti-Milesi, 2011)。国内学者对资金流动与金融生态环境做了相关性分析(陈志斌等, 2015),并分析了中国跨境资金流动的主要动因。学者们主要关注于货币因素对跨境资金流动成本与收益的影响,证实了对人民币汇率的预期是导致顺收顺差缺口变化的主要原因(马天禄, 2012;赵然和苏治, 2012)。虽然套汇和套利均是国际游资流入中国的主动因,但套汇的动机相对更为强烈(方先明等, 2012)。另外,中国股市波动也是引起国际游资跨境流动的主要因素(林辉等, 2012)。然而,一些学者更强调宏观经济环境的影响,认为中国经济增长趋势变化是资本流入激增和中止的最主要决定因素,而流动性状况和全球平均利率水平的影响并不显著(Forbes & Warnock, 2012)。而且市场在平静期和动荡期,驱动跨境资金流动的因素有差异。在市场平静时期,本币汇率变动率与经济增长率是新兴市场经济体短期资本流动的重要驱动因素,但这些因素在市场动荡时期不再显著(张明和肖立晟, 2014)。随着中国经济进入新常态,国内外错综复杂的经济金融形势会使跨境资金流动震荡加剧成为一种新常态(管涛, 2014)。

本文致力于研究金融危机后中国跨境资金异常流动的特征、驱动因素,并为监控跨境资金流动、遏制资本外逃提出有针对性的对策建议。本文的贡献在于,提出了可操作性强的跨境资金异常流动的监测方法,并在系统分析危机后中国跨境资金异常流动特点的基础上,运用排序选择模型刻画了国内外经济金融环境变化对跨境资金异常流动的影响,为加强金融监管及防范金融风险提供了理论依据与数据支持。

二、中国跨境资金异常流动的监测及特征

(一) 跨境资金异常流动的监测

跨境资金异常流动中的“异常”通常从动因和后果两个方面进行界定。从动因的角度看,是指资本跨境流动的动机不是用于正常的跨国投资或者头寸调整,而是为了规避政治、经济风险或者追求短期收益而出现的短期资金流异动。例如,为逃离管制或因担忧资产贬值而形成的资本外逃,以及套汇或者套利等投机行为形成的热钱流入或者流出。正常国际贸易投融资或者分散风险而产生的跨境资金流在短期内通常保持稳定,而且在现实外汇交易中,判断具体交易是投机性的还是投资性的极其困难,经济和金融环境的变化也会使资金从投资转变成投机,从投机又演化为逃离。因此,学者们通常用偏离正常资金流动规模来界定跨境资金的异常流动。通过分析资金流量的变动将跨国资本异动分

为四种情况,即资本激增、突然中止、资本收缩和资本外逃(Forbes & Warnock, 2012)。具体来说,以资金流量的波动幅度是否超过均值加减一个标准差作为判断资金异动的标准(刘骞文和陈凤, 2015)。

从后果来看,跨境资金异常流动是指损害了一国福利,增加其经济和政治成本的资本流动。因此,资本外逃也被称为脱离政府管控,未经批准的资金转移(管涛和王春红, 2000)。在当前动荡的国内外经济金融环境下,无论是短期资本流入还是流出都会影响中国的金融稳定和货币政策有效性,从而给中国造成福利损失(余永定, 2014)。现阶段,中国经常项目完全可兑换,而资本项目仍未完全开放。在金融危机后,特别是在“走出去”战略的推动下,2014年中国已从资本净输入国转变为资本净输出国。特殊的制度环境以及经济金融格局的变迁,使得以资本流动规模偏离正常情况作为判断资金异常流动的标准并不适用于中国,更无法反映危机后中国跨境资金异常流动状况。而且,本文的研究目的是为外汇管理当局提供避免异常资金流动冲击的对策建议。因此,从可操作性角度出发本文以是否“合规”作为判断跨境资金流动正常与否的重要标准,即超出政府管控范围之外的跨境资金流动属于异常流动。

目前中国跨境资金违规流动主要有以下渠道:(1)以虚假贸易渠道转移资金。如以高报出口、低报进口的方式帮助热钱流入,而以高报进口骗汇、低报出口逃汇的方式实现资本外逃;(2)以投融资渠道转移资金。如跨国公司通过转移定价或者低估、高估国际投资的资产价值以及提前或延后利润返还的方式绕过资本账户管制;(3)以地下钱庄或携钞方式转移资金。从外汇管理的操作层面来看,在上述三种跨境资金违规流动渠道中,资本项下和地下钱庄渠道的违规资金流动难以掌握或量化。只有虚假贸易渠道的资金异动可以通过对比贸易统计数据 and 参考国际贸易惯例进行日常监测,而且货物贸易外汇收支在我国国际收支中占比较大,是异常资金流入流出的主要路径。因此,本文以顺收顺差缺口衡量跨境资金异常流动的规模,通过比较货物贸易项下结售汇顺差与进出口顺差的差异,一方面反映出异常资金流动对外汇占款的影响,另一方面可以通过测算单一经济主体结售汇顺差与进出口顺差的差异来锁定异常的经济主体。2008年美国“次贷危机”引发了百年一遇的国际金融危机和市场动荡。为研究市场动荡期跨境资金流动对中国的冲击,本文采用中国2007年1月至2015年9月期间105个月的进出口数据和结售汇数据,计算得到顺收顺差缺口GAP的月度值、均值 μ 和标准差 σ 。借鉴主流货币危机模型对于“危机”的定义方法,将第 t 期缺口月度值 GAP_t 高于 $(\mu + \sigma)$ 阈值水平定义为资金异常净流入,而将第 t 期缺口月度值 GAP_t 低于 $(\mu - \sigma)$ 阈值水平定义为资金异常净流出。

(二) 跨境资金异常流动的特征

伴随着危机后主要经济体货币走势的分化、油价暴涨暴跌和全球通缩,中国面临着与日俱增的跨境资金异动。

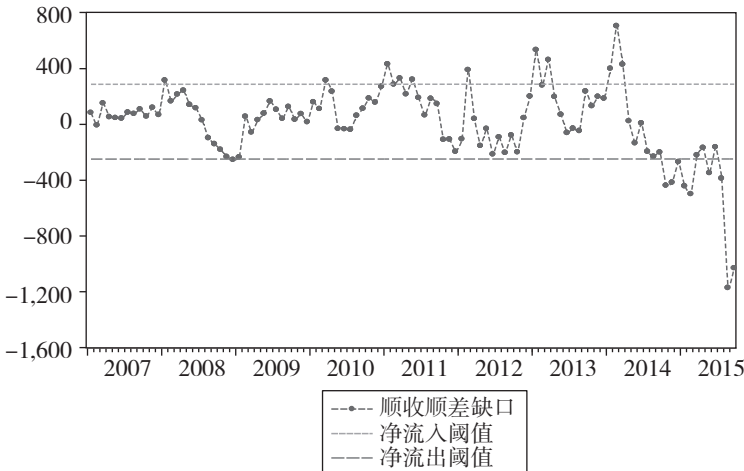


图1 顺收顺差缺口及异常流动阈值

一方面,货物贸易项下结售汇差额与进出口差额之间频繁出现异常偏离,偏离幅度呈扩大且非对称态势。从图1可见,顺收顺差缺口期初较平稳,但是随着2008年9月“次贷危机”演化为全球金融危机后,顺收顺差缺口的波动幅度呈扩大趋势,且自2014年7月开始呈现连续大规模净流出状态。可见,在危机的冲击下,中国跨境资金异常流动的频率有所增大,呈现出阶段性流入和流出交替波动的特征,但是资金净流入的频率和规模都低于资金净流出,具有非对称性。特别是在2014年下半年,连续性的资金异常流出表明我国已经出现了“资本外逃”。

另一方面,市场主体的融资行为和财务安排与境内外汇率、利率等价格因素高度相关,从而影响了地区跨境资金波动的总体趋势。在境外利率成本较低及人民币升值预期较强的时期,市场主体倾向于通过“资产本币化、负债外币化”的方式降低财务成本;而当境内外利差缩小及人民币波动风险增大的时期,市场主体则倾向于通过“负债去外币化”的方式降低财务风险。2010年3月在人民币单边升值及国内融资成本上升的情况下,中国外汇贷款余额的同比增长率高达74%。而随着2014年1月美联储缩减量化宽松规模,在美元升值和美联储提高利率预期下,中国外汇贷款余额的增长率持续下行,至2015年9月仅为0.05%^①。

三、中国跨境资金异常流动的驱动因素

(一) 模型与数据

本文试图探寻中国跨境资金异常流动的影响因素,而跨境资金流动分为异常净流出、正常和异常净流入三种情况,因此可以采用排序选择模型构建跨境资金流动的函数。基于上文阐述,资本流动最为核心的驱动因素是资本逐利性。其次,利差和汇差也可视为重要的影响因素。此外,中国经济“硬着陆”等唱衰中国的言论一再强调中国经济增速放缓和竞争力优势丧失会导致国际游资流向逆转。另外,考虑到2015年股票市场强烈震荡以及美国量化宽松货币政策的实施与退出是否引发了国际游资异常流动,并引发东南亚金融危机重现也是近期讨论的焦点和亟需解答的议题,本文对实证模型设定如下,以分析上述因素对中国跨境资金异常流出入出现概率的影响。

$$P(Y_t) = F(\Psi_t, \Phi_t, \varepsilon_t)$$

在上式中, Y_t 反映了上一节中构造的跨境资金流动状况。当第 t 期顺收顺差缺口小于均值减标准差时,视为资金异常流出,对应 Y_t 取值为0;当顺收顺差缺口介于均值加或减标准差之间时视为跨境资金正常流动,对应 Y_t 取值为1;当顺收顺差缺口大于均值加标准差,视为资金异常流入,对应 Y_t 取值为2。跨境资金异常流动的状况受国内经济变量 Ψ_t 和国外经济变量 Φ_t 的影响。 $F(\cdot)$ 设定为线性形式, ε_t 是误差项。

国内经济变量 Ψ_t 作为解释变量,体现中国经济及金融环境对跨境资金流动的影响。依据货物贸易外汇监管中对异常资金跨境流动主要渠道和影响因素的概括,具体包含指标如下:

汇率升值贬值预期 EE_t 。中国实行资本管制,汇率形成机制也并非完全市场化,这使得人民币在岸与离岸市场存在价差。离岸人民币汇率作为市场化价格通常被视为在岸人民币汇率走势的先行指标。因此,以香港一年期美元与人民币无本金交割远期外汇交易(Non-deliverable Forwards,简称NDF)的月平均价格与境内美元兑人民币即期汇率的月均价之比代表汇率波动预期。

^①由于缺少直接的外币贷款数据,本文基于WIND数据库通过本外币贷款数据和人民币贷款数据的差获得外币贷款的月度数据,并计算同比增长率。

利差 I_t : 本文选取3个月 SHIBOR 利率和美元 LIBOR 利率之比代表中外利差。

为体现宏观经济波动对跨境资金流动规模及方向的影响, 本文选取中国工业增加值的月度同比增长率 G_t 代表经济增长。以人民币的实际有效汇率 RE_t 代表中国商品的价格竞争力即贸易条件。货物贸易项下企业的跨境资金转移和波动必然反映为出口收汇和进口付汇两个方面。因而, 以对外出口 EX_t 和进口月度总额 IM_t 反映贸易状况。同时, 由于远期信用证、海外代付等银行贸易融资业务在异常资金短期套利波动过程中发挥着日益重要的渠道作用, 因而本文选取全国外币贷款同比增长率 FL_t 反映外币融资规模波动对于资金波动的影响。

中国金融市场未完全开放, 使得正规跨境资金只能通过 QFII 和沪港通渠道投资中国股市。若想逃避监管与投资主体的限制, 异常资金会借助货物贸易渠道进入股市。为体现国际热钱与股市泡沫形成及破裂之间的关系, 采用上证综指 S_t 代表股票投资收益率。

国外经济变量 Φ_t 主要体现美元本位制下, 美国货币政策对跨境资金流动的影响。金融危机后, 美国的量化宽松货币政策不同于常规以利率为中介指标的价格型货币政策, 而是通过美国联邦储备银行扩大自身资产直接向经济体注入流动性。量化宽松货币政策的影响力一方面取决于美联储购买资产的业务规模, 另一方面也受到银行贷款意愿与市场流动性偏好的影响。因此, 分别选择美国联邦储备银行的资产规模 (A_t) 和美国货币供应量 M_2 (M_t) 代表美国量化宽松货币政策的实施力度。

文中涉及到的所有数据均为月度数据, 样本期为2007年1月至2015年9月。结售汇数据来源于外汇局内部系统, 其他数据均来自于 WIND 数据库。为缓解异方差问题和统一数据量纲, 所有解释变量均采用对数形式, 但代表经济增长的工业增加值同比增长率除外^①。本文采用极大似然估计方法, 并假设随机变量服从逻辑分布 (logistic 模型), 针对不断增加的解释变量形成如下排序选择模型的估计结果。

(二) 实证结果分析

对中国跨境资金异常流动概率的估计结果如表1所示。估计结果表明, 在所有的模型中汇差和利差在5%的水平上显著, 且符号为负, 说明这些变量的值越高, 跨境资金流动情况取2的概率越大, 资金越倾向异常流入。进出口虽然均在1%的水平上显著, 但符号恰恰相反, 说明进口和出口对可监测到跨境资金流入概率的影响恰恰相反。其他变量的影响均不显著。

模型(2)加入了资本市场因素。显然, 加入上证指数较为明显地提高了模型的解释力。模型(3)和(4)分别加入了美国联邦储备银行的资产规模 and 美国的货币供应量, 以分析美国量化宽松货币政策对中国跨境资金异常流动的影响。计量结果表明, 这两个指标均不显著, 且未能显著提高模型的解释力。

与一般的线性回归模型不同, 排序选择模型的参数估计量并不能直接反映解释变量对被解释变量的边际概率影响。因此, 通常基于随机误差项的概率密度函数计算个别边际效应, 并以个别边际效应的均值度量各解释变量对被解释变量平均概率的边际影响。为完整地反映国内外经济金融环境变化对中国跨境资金异常流动概率的具体影响, 以模型4为基础, 得出的边际概率效应结果如下:

结合表1和表2的估计结果, 我们可以看出:

套汇对跨境资金流动有显著影响。当存在美元升值人民币贬值预期, 即离岸美元兑人民币 NDF 汇价高于美元兑人民币在岸即期汇价时, 异常资金流出概率提高, 而异常资金流入概率降低。而且, 这种影响呈现非对称性。美元升值预期每增加1%, 跨境资金异常流出的概率增加7.33%。而当美元贬值预期增加1% (EE 为负时), 跨境资金异常流入的概率仅增加1.58%。可见, 汇率升贬值预期对跨境

^①在样本期内, 工业增加值同比增长率有出现负数的情况。负数无法取对数, 因此在模型中 G 未经过对数处理。

资金流出的影响更大。

表 1 排序选择模型估计结果

解释变量	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	系数	Z统计量	系数	Z统计量	系数	Z统计量	系数	Z统计量
<i>EE</i>	-37.907**	-2.29	-48.007**	-2.51	-46.422**	-2.17	-47.957**	-2.50
<i>I</i>	-36.892**	-2.25	-47.007**	-2.48	-45.285**	-2.09	-46.964**	-2.47
<i>EX</i>	-14.960***	-4.58	-14.403***	-4.32	-14.382***	-4.30	-14.433***	-4.13
<i>IM</i>	13.231***	3.58	12.374***	3.25	12.218***	3.11	12.372***	3.24
<i>RE</i>	-46.576	-1.59	-38.555	-1.23	-35.649	-0.99	-39.948	-0.71
<i>G</i>	-0.0984	-1.04	-0.0732	-0.74	-0.0703	-0.70	-0.0736	-0.74
<i>FL</i>	-0.8754	-0.39	-1.0399	-0.46	-1.1843	-0.49	-1.0218	-0.44
<i>S</i>			-3.737	-1.11	-3.723	-1.10	-3.74	-1.11
<i>A</i>					-0.9577	-0.16		
<i>M</i>							0.65	0.03
临界值 1	-87.000	1.95	-89.2390	1.87	-91.5217	1.84	-89.067	1.85
临界值 2	-82.2982	1.82	-84.5600	1.77	-86.8450	1.74	-84.389	1.76
对数似然值	-61.9526		-61.3192		-61.3058		-61.3187	
Pseudo R ²	0.3690		0.3755		0.3756		0.3755	
LR统计量	72.47		73.73		73.76		73.73	

注：**和***分别表示在 5%和 1%的显著性水平上显著。

表 2 排序选择模型的平均概率边际效应

资金流动情况	<i>EE</i>	<i>I</i>	<i>EX</i>	<i>IM</i>	<i>RE</i>	<i>G</i>	<i>FL</i>	<i>S</i>	<i>M</i>
异常流出	7.33**	7.18**	2.21***	-1.89***	6.11	0.01	0.15	0.57	-0.09
正常	-5.56**	-5.44**	-1.67***	1.43**	-4.63	-0.009	-0.118	-0.43	0.08
异常流入	-1.58**	-1.74*	-0.53**	0.46**	-1.48	-0.003	-0.04	-0.14	0.03

利差对跨境资金流动亦有显著影响。通常，资本逐利性使得资金从利率低的国家流向利率高的国家。假设其它条件不变时，利差越大，套利资金从低利率国家向高利率国家流动的概率越大。但是，计量结果表明，在金融危机后，当中国利率在多数情况下高于美国利率时，跨境资金异常流出的概率反而增加，异常流入的概率却减少。而且利差的影响也有较大的非对称性，对资金异常流出的概率影响大于对资金异常流入概率的影响。这说明，套利并不是中国跨境资金异常流动的驱动因素。相反，这证实了在危机后的金融动荡期内，在美元本位制下美元所具有的避险功能，使得资金出现了从高利率国家向低利率国家流动的异常情况。金融危机爆发时，“利息收益不再是投资者考虑的主要因素，投资者出于恐惧或怀疑导致资本流出”（Kindleberger, 1937）。可见，在避险情绪增强的危机期，中国的高利率反而成为了高风险溢价的标志推动了资本外逃。

进出口对可监测的异常资金流动有显著影响。由于以顺收顺差缺口作为监测跨境资金流动的指标，当出口增加时可监测异常资金流入的概率减少，而在进口增加时可监测异常资金流出的概率减少。同时，由于企业会通过推迟结汇和提前售汇的方式，增加美元停留在国外的时间以实现资本外逃。因此，当其他因素不变，仅出口增加 1%时，可监测的异常跨境资金异常流出概率增加 2.21%，进口减少 1%可监测的异常跨境资金流出概率增加 1.89%。可见，虚拟贸易与调整结售汇时间会显著影响可监测的异常资金流动。

经济增长、资本市场以及外币贷款余额这些国内经济变量对跨境资金异常流动均无显著影响。工业增加值增加会减少资金流出的概率并增加资金流入的概率。这是因为在 2014 年 8 月鼓励中国企业“走出去”的战略实施之前，企业海外投资意愿随着中国经济增长而增加，而在投资渠道受阻时不得不借助贸易渠道，但规模较小所以影响并不显著。同时，这也说明，中国经济增长无助于热钱流入，跨境

资金流入不是用于实体经济发展。因此,中国经济增长放缓从而引发资本外逃的言论并未获得实证支持。外币贷款余额增加会降低跨境资金流入的概率,提高跨境资金流出的概率。这在一方面说明当中国企业“负债外币化”时,信贷融资渠道的畅通降低了企业通过虚假贸易违规转入资金的动机,另一方面也说明中国企业可能会通过外币信贷融资的方式加快资本外逃,但规模不大,所以影响不显著。上证指数每上涨1%,资金异常流出的概率增加0.57%,而资金异常流入的概率减少0.14%。这与海外资金精准短期投资中国股市的现状一致。例如2015年6月10日前的一周里,沪指创下7年半新高的同时,91亿美元资金流出了跟踪中国股市的ETF,而在中国股灾爆发、三周跌幅超过30%时,7月8日当周有132.95亿美元流入,在沪指强劲上涨的态势下A股外资净流入46亿美元^①。近期中国股市波动过程中,“沪港通”也出现出了股指大跌时沪港通资金净流入增加而大涨时净流出增加的情况。可见,跨境资金实现了对中国股市精准的短期投资,在股指大跌之前兑现前期收益成功出逃,在超跌后则精准抄底,获得廉价资产。

美国量化宽松货币政策未能对中国跨境资金流动状况产生显著影响。美联储资产规模增加反而减少了跨境资金流入的概率。当美国深陷金融危机,美联储通过扩大资产负债表向经济体注入流动性时,热钱非但没有流入中国反而出现了热钱流出。这与危机初期资金并未逃离危机发生国(美国)反而流向美国的异常现象相一致。这再次体现了美元体制下美元作为避险货币的功能。随着美联储量化宽松货币政策发挥作用,公众的流动性偏好及货币政策传导机制发挥作用,美国的货币供应量随着美联储基础货币的增加而增加时,美元充足的流动性才开始发挥作用。美国货币供给量M2每增加1%,中国资金异常流入的概率增加0.03%,异常流出的概率减少0.09%。可见,美元流动性的泛滥与紧缩会引发异常资金流动,但是影响并不显著。可见,美国量化宽松货币政策实施期间中国热钱流入规模并不大,从而没有必要过分担心随着美国退出量化宽松会有大量资金外逃甚至引发金融危机。

值得注意的是,所有解释变量对中国跨境资金流出概率的影响均大于对跨境资金流入的影响。这一非对称性体现了中国跨境资金流出对国内外经济金融环境变化的反应更为迅速。

四、结论与对策建议

本文基于中国特殊的金融制度环境以及外汇管理实践提出了跨境资金异常流动的监测方法,分析了金融危机后中国跨境资金异常流动的特征与驱动因素。研究表明,中国跨境资金异常流动频率增大且呈非对称性,异常流出规模大于异常流入。近期连续性的规模不断增大的跨境资金异常流出表明中国已经面临着资本外逃的压力。而且国内外经济金融环境变化对资金异常流出概率的影响远高于异常流入的概率。冲击的非对称性意味着相比资金异常流入,资金异常流出问题更值得关注。

汇差、利差和进出口对跨境资金异常流动有显著影响。因此,缓解当前资本外逃的压力应主要从这几个方面入手采取相应对策。人民币贬值预期是引发资本外逃的主动因素,而中国利率高于美国利率的利差非但不能吸引资本流入反而会刺激避险情绪引发资本外逃。因此,中国应避免提高利率,否则在付出高融资成本阻碍经济成功转型的代价时并不会获得吸引资金流入的收益。中国面临着经济增速放缓和经济转型的痛苦期,需要降低融资成本,并有助于降低投资者对中国金融风险过高的担忧。但是,考虑到利率平价理论,降低利率会对即期人民币汇率贬值造成更大的压力。因此,货币政策应配合汇率政策,保持利率稳定,放弃利率工具而应采用结构性货币政策工具提供流动性、支持经

^① 外资抄底中国股市三周净流入金额超千亿元,网易财经 <http://money.163.com/15/0714/07/AUFHPREV00254IU1.html>.

济转型。同时,适当的干预外汇市场保持汇率的稳定是必要之举。市场原教旨主义信奉者批评中国人民银行近期多次在离岸市场打击人民币空头,并主张减少干预外汇市场。然而,实证结果表明,非常时期应采取非常政策,在金融市场动荡期稳定投资者预期,可以有效降低资金异常流动。避免汇率超调所引发的大规模异常资金流出和流入,进而减少资金异动对实体经济稳定发展的负面冲击既有必要也非常有效。与此同时,应提高货币政策和汇率政策的透明度,增加与市场投资者的沟通,引导市场预期。

进出口对跨境资金异常流动显著且非对称性的影响表明,虚拟贸易以及进出口与结售汇时间的不匹配是跨境资金异常流动的主要方式。因此,应关注进出口数据的异动,为避免进出口数据掩盖违规的资金转移,当进出口数据出现异动时应参考港口货物吞吐数据和贸易伙伴国的贸易数据;与此同时,应加强对收付汇和进出口价格的管理,堵塞逃骗汇漏洞,加强对跨境资金异常流动的监测预警。

资本市场价格对跨境资金异常流动有影响,但是并不显著。跨境资金违规投机中国资本市场会使金融市场的监控失效,引发市场波动,上海司度贸易公司就被视为2015年股票市场大跌的元凶。因此,应严厉打击通过贸易渠道违规流入的资金投机中国股市,在完善跨境资金流监测的同时,进一步加强金融市场监管,从保护中小投资者的角度立法,以法律和法规切断违规资金流入资本市场的渠道,避免海外金融资本以代理人的方式引发金融市场动荡。与此同时,应积极推进“深港通”和“沪伦通”,通过“开正门,堵邪路”,引导资金合理跨境流动。虽然外币贷款余额对跨境资金异常流动无显著影响,但是鉴于其对资本外逃概率的正向效应,在外汇管理中应避免外币贷款成为资本外逃的渠道,关注和提醒企业外币负债的汇率风险和流动性风险。美元流动性的泛滥与紧缩会推动跨境资本异常流入和流出,但是影响并不显著。美联储退出量化宽松货币政策,不会通过货币机制引发资本外逃和金融危机。但是,需要密切关注其对人民币汇率预期的影响。中国的实体经济并不是跨境资金异常流动的驱动因素,因此经济增长放缓会引发资本外逃未获得实证支撑。考虑到本文的数据是月度数据,而实体经济对资金流动的影响可能是长期性的,在接下来的研究中会考虑以年度数据分析经济增长与跨境资金异常流动的关系。

(责任编辑:杨嵘均)

参考文献:

- 方先明、裴平、张谊浩:《国际投机资本流入:动机与冲击》,《金融研究》2012年第1期。
- 陈志斌、孔令伊:《公司治理、金融生态环境与企业现金断流》,《东南大学学报》(哲学社会科学版)2015年第3期。
- 管涛、王春红:《对中国资本外逃规模测算方法的思考》,《金融研究》2000年第12期。
- 管涛:《积极适应中国跨境资金流动新常态》,《中国外汇》2014年第11期。
- 刘骞文、陈凤:《美国宏观经济波动与新兴市场国家异常资金流动:基于内外主体资本流动的研究》,《金融经济研究》2015年第1期。
- 林辉、裴平、刘晓星:《中国股市引致国际游资冲击还是相反?》,《金融研究》2012年第10期。
- 马天禄:《我国跨境资金流动监测:顺收顺差差距分析与预警视角》,《金融监管研究》2012年第11期。
- 谭小芬:《美联储量化宽松货币政策的退出及其对中国的影响》,《国际金融研究》2010年第2期。
- 易宪容:《美联储量化宽松货币政策退出的经济分析》,《国际金融研究》2014年第1期。
- 余永定:《寻求资本项目开放问题的共识》,《国际金融研究》2014年第7期。
- 赵然、苏治:《升值预期真的驱动国际游资流入中国了吗?》,《金融研究》2012年第6期。

张明、肖立晟:《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》2014年第8期。

Bacchetta, P. & E. van Wincoop, 2000, "Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting, and Volatility", in S. Edwards (eds.), *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies*, Chicago: University of Chicago Press, pp.61—98.

Ferretti-Milesi, G. & C. Tille, 2011, "The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis", *Economic Policy*, vol. 26, no. 66, pp. 289—346.

Forbes, K. J. & F. E. Warnock, 2012, "Capital Flow Waves: Surges, Stop, Flight, and Retrenchment", *Journal of International Economics*, vol.88, no. 2, pp. 235—251.

Kindleberger, C. P., 1937, *International Short-term Capital Movement*, New York: Columbia University Press.

Montiel, P. J. & C. M. Reinhart, 1999, "Do Capital Controls and Macroeconomics Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, no. 4, pp. 619—635.

Abnormal Cross-border Capital Flows in China: Monitoring, Driving Force and Countermeasures

WANG Qian, ZHOU Xiang-nan

Abstract: Abnormal cross-border capital flow in China not only relates to China's economic and financial security, but also affects the future international economic landscape. By monitoring abnormal cross-border capital flow in China, we found that the frequency of abnormal flow increased asymmetrically. An analysis of the data by using the Order Choice Model shows: exchange rate arbitrage is the main motivation for abnormal capital flow; higher interest rates in China stimulate the risk aversion of investors and induces abnormal capital outflow; and the changes in import and export data reduce the detectable abnormal cross-border capital flow significantly. Such hypotheses are falsified as the fluctuation of China's stock market, the slowdown of economic growth and the tightening dollar liquidity trigger capital flight. Foreign currency loans have the effect of increasing the probability of capital flight, though it is not significant. Domestic and international economic and financial factors have asymmetric impacts on the abnormal cross-border capital flow. We should focus on the abnormal capital flow and alleviate the pressure of capital flight by stabilizing interest rate and exchange rate expectations through structural monetary policy and intervention, monitoring the change in the trade data and foreign currency loan balance, plugging up loopholes and improving financial supervision.

Key words: abnormal cross-border capital flow; Order Choice Model; supervision