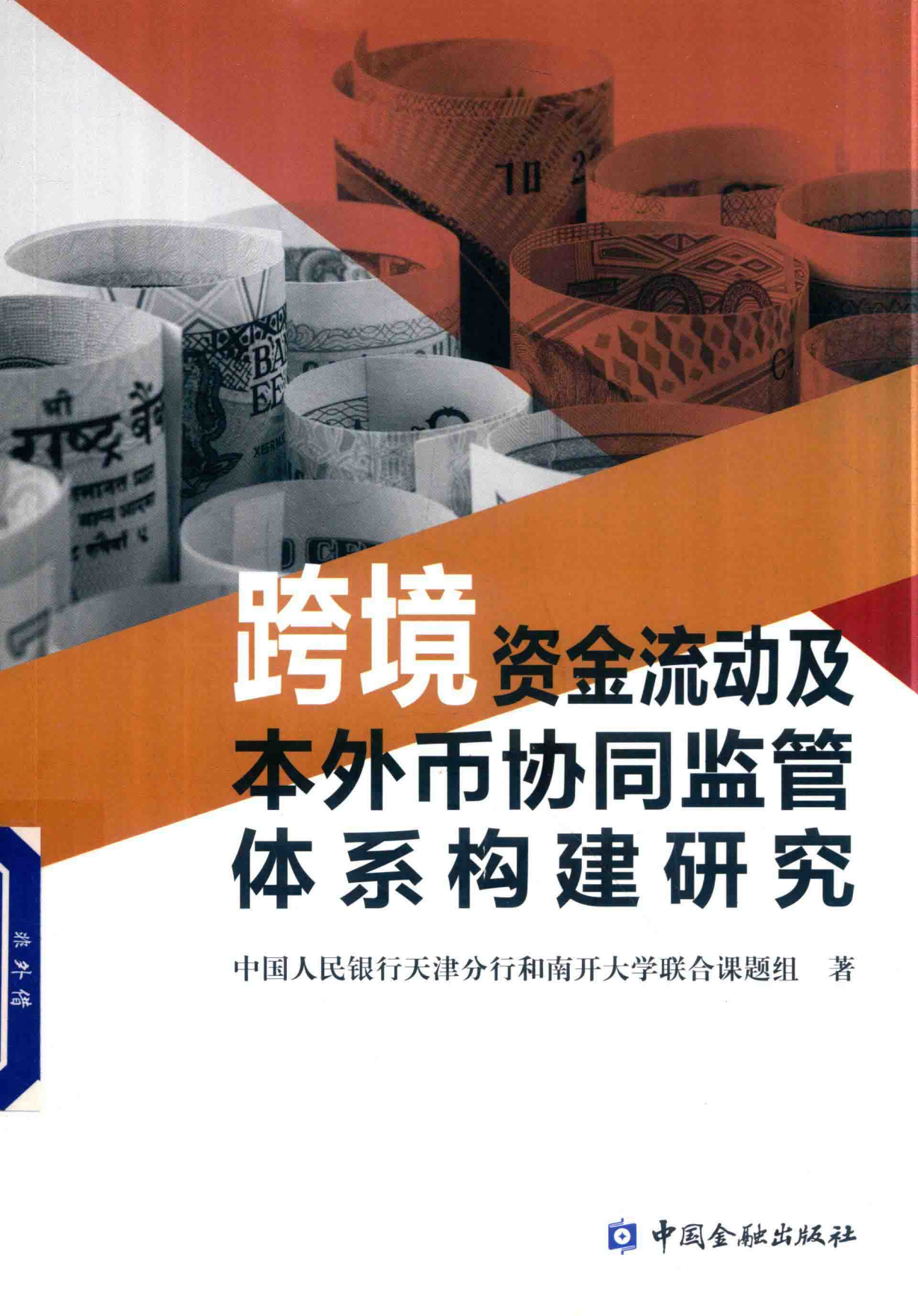




跨境资金流动及 本外币协同监管 体系构建研究

中国人民银行天津分行和南开大学联合课题组 著

 中国金融出版社

中国特色社会主义经济建设协同创新中心重点合作课题

跨境资金流动及 本外币协同监管体系构建研究

中国人民银行天津分行和南开大学联合课题组 著

 中国金融出版社

责任编辑：张翠华

责任校对：潘洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

跨境资金流动及本外币协同监管体系构建研究 (Kuajing Zijin Liudong ji Benwai bi Xietong Jianguan Tixi Goujian Yanjiu) / 中国人民银行天津分行和南开大学联合课题组著. —北京: 中国金融出版社, 2018. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9563 - 6

I. ①跨… II. ①中… III. ①国际金融—资本循环—金融监管体系—研究—中国 IV. ①F832.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 086931 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 18.25

字数 203 千

版次 2018 年 7 月第 1 版

印次 2018 年 7 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9563 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



序

跨境资金流动及其监管是国际金融领域的焦点问题之一，随着经济全球化、金融一体化的不断深入，跨境资金流动大幅提高了金融资源配置效率，但同时也对货币政策和金融稳定提出了挑战。特别是2008年金融危机后，全球资本流动引起了广泛关注，在金融市场逐步实现和扩大双向开放的背景下，如何健全完善风险防控体系、切实维护经济金融安全，已成为国际国内金融领域重点研究课题。

21世纪以来，我国跨境资金流动主要经历了两个阶段。一是2000—2013年，国内经济增长强劲、发达经济体实施量化宽松货币政策，国际资本高强度流入阶段；二是2014年以后，我国经济进入新常态、发达国家货币政策分化，跨境资本遭受流出冲击阶段。短期资本快速集聚和大规模跨境流动，干扰了人民币汇率稳定和国际收支平衡，容易引发金融风险。党的十九大明确提出，要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革，健全金融监管体系，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。第五次全国金融工作会议确定的金融工作“三大任务”，其中非常重要的一项任务就是防控金融风险，突出强调加强金融监管协调、补齐监管短板，强化金融监管的专业性、统一

性和穿透性，及时有效地识别和化解风险。中国人民银行和国家外汇管理局作为国家重要的金融管理部门，高度重视跨境资金流动监管及风险防控工作，特别是在构建跨境资本流动的宏观审慎管理与微观市场监管体系等方面作了大量工作，为分支行更加有针对性地开展提供了重要遵循和政策指导。

作为人民银行基层行，天津分行认真学习贯彻党的十九大精神 and 全国金融工作会议精神，始终把防控金融风险放在重要位置，持续加强跨境本外币一体化管理，有效防范跨境资金流动风险，切实维护地区金融安全稳定运行。自 2015 年底，分行就积极构建跨境本外币创新工作机制和跨境资金双向平衡管理机制，统筹抓好跨境本外币管理的机制建立、改革创新、政策研究、联合监管等重要工作。2016 年，分行和南开大学成立联合课题组，合作开展跨境本外币管理研究，全面梳理国内外跨境资金流动监管的基础理论和管理实践，总结吸取国际经验和教训，紧密结合我国跨境资金流动现状、特点及规律，全面对比分析本币和外币监管政策在不同阶段、不同项目、不同区域的一致性和差异性，并在此基础上，积极探索构建适应新形势下我国经济金融发展要求的跨境资金流动本外币协同监管体系。

本书研究的跨境资金流动及本外币协同监管体系，是宏观审慎管理制度建设的重要内容之一，也是现代金融监管框架的重要组成部分。本书立足于国内外跨境资金流动及其监管的实践历程，坚持维护金融安全稳定和国际收支平衡的总体原则，牢牢把握新时期健全金融监管体系、推动全面开放新格局的改革目标，坚持以加快推进跨境资金流动监管工作制度化、规范化为努力方向，

对跨境资金流动本外币协同监管开展了一系列具有前瞻性、探索性、建设性的理论研究，以及务实可行、有操作性、有针对性的实证研究。本书研究兼顾政策性和实务性特点，其主要特色体现在“三个有机结合”。

第一，坚持历史梳理与现实思考有机结合。以我国跨境资金流动及监管发展历程为研究主线，运用资产组合平衡理论和套利理论，分析我国跨境资金流动的客观性和监管的必要性。同时，结合我国不同时期经济金融发展实践，详细对比分析本币和外币跨境资金流动监管政策在目标、尺度上的差异，深入研究在岸与离岸人民币市场、人民币汇率制度改革和外汇管理改革对跨境资金流动的影响及对本外币协同监管的影响。特别是，针对近年来我国金融风险跨市场、跨行业、跨区域、跨国境交叉感染传导等严峻复杂形势，对照国际理论和成功做法，深入分析研究我国跨境本外币监管上存在的问题和不足，着重从监管部门、政策尺度、信息共享、统计监管等方面提出一系列符合我国实际、符合监管要求、符合履职实践的政策建议，理论研究和实证分析具有较强的针对性、可行性和前瞻性。

第二，坚持国际借鉴与我国国情有机结合。本书着眼于对世界主要货币国家资金流动及监管的比较分析，力求为我国跨境资金流动监管体系构建提供有益参考。特别是，重点研究总结了美元、马克以及日元等世界主要货币在国际化过程中的本外币协同监管经验，以及巴西、印度、新加坡、马来西亚等主要新兴市场国家动态资本监管经验。通过理论和实证研究，我们认为当前国际上跨境资金流动监管目标基本一致、措施逐步趋同，不同阶段

措施与国内经济及汇率波动高度相关，并就此深入研究总结出对我国跨境资金流动监管具有指导意义的规律性认识，为我国人民币国际化以及本外币协同监管提供了思路性、方向性的借鉴和参考。

第三，坚持理论与实践探索有机结合。我们牢固树立跨境本外币管理“一盘棋”的思想，结合理论研究和我国金融监管现状，系统提出我国跨境资金流动监管体系的政策框架和实现路径，具有很强的现实意义。我们探索性地提出，本外币协同监管可分两步走，第一步，本币与外币相对独立的协同监管，采取“监测先行，差异化管理并存”的协同监管方式；第二步，本外币一体化监管，最终实现“无差异、一体化管理”。同时，为确保协同监管有效运行，创新地提出本外币协同监管时期，需加强制度协同机制、信息管理协同机制、协同监测评估机制、联合行动机制等四个方面的协同监管机制建设，为最终实现本外币一体化管理奠定理论和实践基础。

本书是近年来人民银行天津分行关于跨境资金本外币监管研究成果的集中体现，反映了人民银行基层一线人员对当前跨境人民币、外汇管理的实践和探索，为今后我国跨境资金流动监管、提高防范化解金融风险能力提供了有益参考。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究框架、主要内容与创新	3
一、研究框架与主要内容	3
二、研究的创新之处	5
第二章 跨境资金流动及监管的相关理论	6
第一节 跨境资金流动的理论研究	6
一、跨境资金流动经典理论研究	6
二、跨境资金流动影响因素分析	18
三、新兴市场跨境资金流动与管理	24
第二节 跨境资金流动的实证分析综述	28
一、跨境资金流动相关理论的实证分析综述	28
二、跨境资金流动影响因素的实证分析综述	34
三、跨境资金流动对经济影响的实证分析综述	39
四、我国跨境资金流动的实证分析综述	43
第三节 我国跨境资金流动监管相关研究	50

一、我国跨境资金流动监管现状与问题	50
二、我国跨境资金流动本外币协同监管研究	53

第三章 跨境资金流动监管的国际借鉴 57

第一节 美元国际化与美国跨境资金流动监管 57

一、美元国际化进程	57
二、美国跨境资金流动监管	60

第二节 德国马克国际化及德国跨境资金流动监管 65

一、德国马克国际化进程	65
二、德国跨境资金流动监管	71

第三节 日元国际化及日本跨境资金流动监管 72

一、日元国际化进程	72
二、日本汇率改革与跨境资金流动监管	74
三、日本离岸金融市场监管	82

第四节 新兴市场国家跨境资金流动的监管 85

一、巴西跨境资金流动监管	85
二、印度跨境资金流动监管	90
三、马来西亚与新加坡应对亚洲金融危机跨境资金流动 监管	96

第四章 我国跨境资金流动发展情况分析 104

第一节 我国跨境资金流动的国内背景分析 104

一、我国外汇管理制度的发展历程与背景	104
--------------------------	-----

二、我国跨境资金流动的宏观经济与金融背景	110
第二节 我国跨境资金流动的国际背景分析	131
一、国际经济形势	131
二、国际经济政策	136
三、跨境资金流动的国际新变化与新趋势	140
第三节 区块链等新技术发展的影响	141
一、区块链的技术内涵	141
二、区块链技术对经济金融的影响	143
第五章 我国跨境资金流动影响因素分析	149
第一节 宏观经济因素对跨境资金流动的影响	149
一、货币供给变化影响	149
二、政府债务变化影响	151
三、投资者风险认识变化影响	154
第二节 市场价格因素对跨境资金流动的影响	160
一、基于风险溢价的套利条件	160
二、风险溢价与我国本外币跨境资金流动	161
第三节 我国制度安排对跨境资金流动的影响	163
一、人民币汇率制度改革与跨境资金流动	163
二、我国外汇市场与跨境资金流动	165
三、在岸离岸人民币市场与跨境资金流动	168
第六章 我国跨境资金流动本外币监管政策分析	172
第一节 人民币跨境资金流动监管政策分析	172

一、经常项目下跨境人民币监管政策分析	172
二、资本项目下跨境人民币监管政策分析	174
三、自贸试验区跨境人民币创新政策分析	176
第二节 外汇跨境资金流动监管政策分析	184
一、经常项目下外汇监管政策分析	184
二、资本项目下外汇监管政策分析	185
三、自贸试验区外汇管理改革政策分析	191
第三节 跨境资金流动本外币协同监管分析	192
一、跨境资金流动本外币监管政策比较	192
二、本外币政策差异对跨境资金流动管理的影响	198

第七章 我国跨境资金流动渠道与本外币协同

监管	201
----------	-----

第一节 跨境资金流动总体路径分析	201
一、无资本流动限制情况下跨境资金流动渠道	201
二、有资本流动监管情况下跨境资金流动渠道	202
第二节 跨境资金流动具体渠道分析	203
一、基于资产配置跨境流动渠道分析	203
二、基于套利投资的跨境资金流动渠道分析	205
第三节 跨境资金流动本外币协同监管	210
一、跨境资金流动策略对本外币协同监管的影响	210
二、跨境资金流动协同监管的典型案例分析	212
第四节 我国本外币跨境资金流动协同监管体系设想	213

一、本外币跨境资金流动协同监管的两个阶段	213
二、本外币跨境资金流动协同监管框架和机制	215
三、本外币跨境资金流动协同监管长期展望	220
附录	222
参考文献	256
后记	279

第一章 绪 论

第一节 研究背景

跨境资金流动及其监管是国际金融监管实践领域关注的焦点问题之一，长期以来存在诸多争论。一方面跨境资金流动可以提高资本配置效率，促进国家经济的发展，推动全球经济金融一体化；另一方面跨境资金流动也会影响一国汇率的稳定以及货币政策的独立性。因此，各国应当根据其实际经济情况、汇率制度安排以及国内外具体经济金融形势等因素来决定如何对跨境资金流动实施有效监管，充分发挥其积极作用，抑制其负面影响。

就我国而言，随着人民币国际化进程逐渐加快，人民币的国际影响力显著提升。2016年10月1日，人民币正式纳入国际货币基金组织特别提款权（SDR）货币篮子，是人民币国际化的重要里程碑。据环球银行金融电信协会（SWIFT）统计，2016年12月，人民币成为全球第六大支付货币，市场占有率为1.68%。截至2016年末，我国境内（不含港澳台地区，下同）银行的非居民人民币存款余额为9 154.7亿元，主要离岸市场人民币存款余额约为1.12万亿元，人民币国际债券未偿余额为7 132.9亿元。共有18个国家和地区获得

人民币合格境外投资者（RQFII）额度，合计人民币 1.51 万亿元；共有 407 家境外机构获准进入银行间债券市场，入市总投资备案规模为 1.97 万亿元。据不完全统计，共有 60 多个国家和地区将人民币纳入外汇储备。^① 人民币国际合作成效显著，截至 2017 年 7 月末，我国与 36 个国家和地区的中央银行（或货币当局）签署了双边本币互换协议，协议总规模达到 33 437 亿元人民币。^②

同时，人民币跨境流动规模越来越大，稳居我国跨境收付第二大货币。2016 年，跨境人民币收付金额合计 9.85 万亿元，占同期本外币跨境收付金额的 25.2%，人民币已连续六年是我国第二大跨境收付货币。其中，经常项目人民币收付金额 52 274.7 亿元，对外直接投资（ODI）人民币收付金额 10 618.5 亿元，外商直接投资（FDI）人民币收付金额 13 987.7 亿元。截至 2016 年末，使用人民币进行跨境结算的境内企业约 24 万家。^③

伴随人民币资本项目可兑换稳步推进，全口径跨境融资宏观审慎管理试点推广至全国，进一步开放和便利境外机构投资银行间债券市场，完善沪港通机制，启动深港通，拓宽了人民币跨境资金流动渠道，有利于人民币国际化稳步发展，同时也增加了跨境资金本外币监管难度。

复杂多变的国内外经济形势以及我国独特的人民币国际化和资本项目开放进程，使得我国跨境资金流动同时涉及本币与外币监管。目

① 数据来源于中国人民银行公布的《人民币国际化报告（2017）》，<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/214511/214695/3398597/index.html>。

② 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/214511/214541/3353449/index.html>。

③ 数据来源于中国人民银行公布的《人民币国际化报告（2017）》，<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/214511/214695/3398597/index.html>。

前,我国对人民币与外币监管分属不同部门,中国人民银行负责本币跨境流动监管,国家外汇管理局负责外币跨境流动监管。在实际的监管中,由于人民币跨境流动的影响与外汇流动不同,央行立足于宏观审慎角度建立人民币跨境交易监管框架,在管理理念、管理方式、管理工具上与外汇管理有区别。因此,本外币不同的管理理念、管理方式会引起管理松紧程度不同,在一定程度影响到监管的效果。

第五次全国金融工作会议提出服务实体经济、防控金融风险 and 深化金融改革三项任务,跨境资金流动管理在坚持服务实体经济,服务改革开放,支持和推动金融市场的双向开放,提升贸易投资便利化水平的同时,还要防范跨境资金流动风险,防止跨境资金无序、高强度流动对宏观经济和金融稳定带来的冲击,为改革开放创造健康良性稳定的市场环境。因此,研究并构建跨境资金本外币协同监管体系,进一步提升跨境资金管理有效性,防范异常跨境资金流动,不仅具有理论价值,更具有重要的现实意义。

第二节 研究框架、主要内容与创新

一、研究框架与主要内容

本书的总体研究框架是,首先介绍基本背景,提出需要研究分析的主要问题。在此基础上,梳理与跨境资金流动以及监管相关的文献资料,并对有关文献进行评述。研究并总结美国、德国、日本等发达国家以及巴西、印度、马来西亚、新加坡等新兴市场国家的经验与教训,将其中可供借鉴的经验运用于人民币国际化过程中的



跨境资金管理。其次分析我国跨境资金流动发展的历史沿革及现状，以及跨境资金流动管理的现状。在此基础上，根据资产组合理论和套利理论分别分析我国本外币跨境资金流动机理和运作方式，以及市场主体通过不同渠道实现跨境资金流动的策略。最后结合理论分析与我国本外币跨境资金管理实践，研究提出构建我国本外币跨境资金流动协同监管体系的意见建议。

本书包括七章内容。

第一章介绍研究的是国内外背景，尤其是人民币国际化的现状和问题，并提出研究的问题。

第二章总结和梳理跨境资金流动以及监管相关的国内外主要文献，掌握有关理论的基本逻辑、主要观点以及科学的研究方法，为后续的分析奠定研究基础。

第三章是跨境资金流动管理的国际经验分析。本部分不仅研究了美元、德国马克以及日元在其国际化进程中的管理实践经验，还分析了巴西、印度、马来西亚以及新加坡等新兴市场国家的跨境资金流动管理经验，对我国人民币国际化及本外币跨境资金流动监管具有借鉴意义。

第四章是我国跨境资金流动发展情况及现状分析。本部分分析了跨境资金流动的国内背景，回顾我国跨境资金流动的发展进程及实践经验，分析了跨境资金流动的国际背景，重点研究 2008 年国际金融危机以来全球跨境资金流动变化趋势，介绍区块链等新技术可能对跨境资金管理带来的影响。

第五章是对我国本外币跨境资金流动影响因素进行分析。本部分重点分析了宏观经济因素、市场价格因素和制度安排对我国跨境

资金流动的影响。

第六章是我国本外币跨境资金流动管理政策分析。本部分侧重于我国本外币跨境资金流动现有管理政策的梳理,分析其可能引发的协同管理问题。分析研究内容包括跨境人民币和外汇管理政策,以及自贸试验区先行先试政策。

第七章重点研究基于资产组合平衡动机和套利行为的跨境资金流动策略,为规避监管本外币跨境资金流动采取的主要渠道。结合我国实际国情,提出构建我国本外币跨境资金流动协同监管体系的设想,建议从本外币跨境资金流动协同监管的框架体系和协同机制两个方面来构建,并从长期角度,展望了我国本外币跨境资金流动监管的未来趋势。

二、研究的创新之处

第一,根据资产组合平衡理论与套利理论,并结合我国本外币监管实践以及投资者金融实践,从理论的角度深入分析了我国跨境资金流动机制与原因,给出了本外币跨境资金流动协同监管的理论与现实依据。

第二,系统总结了国际上主要货币国际化过程中跨境资金流动监管经验,以及主要新兴市场国家动态资本监管的经验,为我国人民币国际化以及跨境资金流动协同监管提供了国际上的经验借鉴。

第三,在综合有关分析的基础上系统提出我国本外币跨境资金流动协同监管的体系框架、协同机制等具体内容,并给出了不同阶段的参考思路,提高了我国本外币跨境资金流动协同监管体系构建的可操作性。