

China's Cross-border Capital Flows

Scale Estimations, Driving Factors
and Managing Strategies

中国的跨境资本流动

规模测算、驱动因素与管理策略

张 明◎著

 中国金融出版社

中国的跨境资本流动： 规模测算、驱动因素与管理策略

张 明 著

责任编辑：王慧荣 赵京晶

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

中国的跨境资本流动：规模测算、驱动因素与管理策略/张明著.
—北京：中国金融出版社，2019.1
ISBN 978-7-5049-9829-3

I. ①中… II. ①张… III. ①资本流动—研究—中国
IV. ①F832.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 244193 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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 21

字数 310 千

版次 2019 年 1 月第 1 版

印次 2019 年 1 月第 1 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978-7-5049-9829-3

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947



作者
简介

张 明

中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任、研究员、博士生导师；中国社会科学院创新工程项目“新时代中国对外投资新格局”首席研究员；平安证券首席经济学家；上海国际金融与经济研究院特约研究员。研究领域为国际金融与中国宏观经济。兼任工业和信息化部工业经济分析专家咨询委员会委员、财政部国际经济关系司高级顾问、中国国际贸易促进委员会专家委员会委员、中国世界经济学会中青年委员会主任与中国首席经济学家论坛理事。

致 谢

本书的写作受到国家万人计划首批青年拔尖人才项目的资助，
在此表示感谢。

推荐序

20 世纪 80 年代，在里根和撒切尔影响下，市场原教旨主义崛起，资本项目自由化的理念也随之成为经济思想的主流。资本项目自由化浪潮在 20 世纪 90 年代末达到顶峰。

在亚洲金融危机爆发之前，当时的 IMF 总裁康德苏劝导发展中国家加速资本项目开放。他的论点是：“资本的自由流动可以帮助资源实现最有生产性的使用，从而提高经济增长速度。在实践中，过去这些年已有充分的证据证明：对于发展中国家来说，资本项目开放可以带来较多的投资和更高的生活水平；对于投资者来说，可以带来较高的回报和较多的资产分散化机会；对于那些同时开放金融部门以引入外国竞争的国家来说，资本项目开放可以带来更高效，更复杂的国内金融市场；对于全球经济来说，资本项目开放为全球可持续增长提供新的经济动力源。”

康德苏所说并非全无道理。在正常情况下，资本项目的开放确实能够改善资源的配置。但是，我们必须记住，资本的跨境自由流动与产品的跨境自由流动有根本的不同。产品的跨境自由流动可以改善资源的全球配置，可以使贸易的参与双方实现帕累托最优。生产要素（如人员和知识）的自由流动多少也可以达到同样结果。当出现外部冲击、市场失灵或失去关税保护的国家因为缺乏竞争力而出现贸易逆差、严重失业和经济陷入衰退等诸种情况之时，由于产品的跨境流动有较强的可控性，政府和企业可以抓紧时间对经济政策和结构进行调整，最大限度地降低负面冲击的影响。但是，资本跨境自由流动的情况与此有根本的不同。资本跨境自由流动即资本项目下人民币的自由可兑换：居民和非居民可以不受限制地将本币兑换成外币，用于购买外币资产；或不受限制地将外币兑换成本币，用于购买本币资产。资金跨境流动与产品跨境流动的不同在于：第一，资金的流动速度可以达到光速；第二，资金的流动可以与实体经济毫无关系，

完全为套利、套汇和投机所驱使；第三，由于不同国家资本市场的深度、广度和抗风险能力不同，资本的突然流入和突然流出将对受冲击国的金融稳定造成巨大破坏；第四，资本的大量外逃可能对一国经济造成致命打击，国民财富可以因资本外逃而急剧缩减。简言之，放弃对资本跨境流动的管理和控制，允许本币在资本项目下不受限制地自由兑换，有可能对一个处于发展和转型过程中的国家造成致命打击。

世界经济的发展经验充分证明，放弃对资本跨境流动的管制，后果十分严重。亚洲金融危机期间，一直以自由主义者自居的香港金融管理局总裁任志刚竟然也满腔义愤地说：“我们无须那些炒家来操控我们的货币，加深我们的痛楚，他们的目的只是要从沽空期指中获利。……无论人们怎样指责印度尼西亚那种裙带关系式的资本主义、用人唯亲、贪污腐败、种族主义、宏观经济管理不善、忽视金融发展等，但即使这一切指控都成立，也不致令它们的货币和金融制度崩溃至此，国家陷入这样悲惨的困境。然而，残酷的现实是，它们正身处这样的困境……如果我们不谨慎应付，我们的处境也很可能会一样。罪魁祸首是那少数的对冲基金，它们毫不关心香港，更遑论港人的福祉。它们对香港的兴趣只在于香港是一个自由市场，可以任由它们操控，就如其他人所说，好像提款机一样，随时可以提款。”^①事实上，泰国、中国香港、韩国、马来西亚等东亚国家和地区在东亚危机期间都成了国际投机者的“提款机”。不仅如此，成熟资本主义国家如英国、日本也一度成为国际投机者的“提款机”。相反，尽管国内经济处于不景气状态、银行不良债权居高不下、资本市场发展落后，当时的中国却因为资本管制的保护，顺利抗御了亚洲金融危机，并使经济在 2001 年后维持了十余年的高速增长。

国内一些学者认为开放资本项目可以倒逼国内经济改革。他们常援引中国加入世界贸易组织（WTO）经验作为依据。加入 WTO 何以倒逼中国的国内改革呢？中国在加入 WTO 时作出的主要承诺包括降低关税、减少出口补贴和国内生产补贴、接受歧视性的保障措施和反倾销标准、引入外

① 新加坡《联合早报》，1998 年 8 月 27 日。

国直接投资时不得有强制性国产化要求、用汇限制和出口要求、开放服务业、加强知识产权保护。这些措施到底“倒逼”了国内的什么改革？到底通过什么途径倒逼了国内改革？似乎没有人给予认真论述。即便我们承认，加入 WTO 倒逼了国内改革，但这也很难证明中国一旦开放资本的跨境自由流动就能倒逼国内改革。唯一明显的“倒逼”机制恐怕就是“用脚投票”。“你不改革我就走！”这种“倒逼”机制存在于拉丁美洲国家、存在于俄罗斯，但我们并不清楚这种“倒逼”最终成就了这些国家的什么改革。

遗憾的是加速资本项目自由化或加速资本项目下人民币可兑换的主张在 2010 年一度成为中国经济决策层和经济学界的主流思想。压倒性的观点是中国正处于战略机遇期，中国必须加速资本项目自由化。不仅如此，中国还应有具体的时间表：在 2015 年实现资本项目下人民币的基本可兑换，在 2020 年实现资本项目下人民币的完全可兑换。不知何故，我们的决策者和经济学家对实行起来容易得多、危险性小得多，同时也是世界经济界公认的应该先于资本项目自由化实行的汇率浮动却有一种莫名的恐惧。在汇率和其他改革不到位的情况下，加速推进资本项目自由化后究竟发生了什么，我们就不必赘述了。

中国经济学界存在的一个突出特点是缺乏独立思考精神。中国经济学家，特别是研究宏观经济政策问题的主流经济学家，通常以根据本部门领导意图解释、论证即将或已经推出政策为己任。大家都要做正方，结果就没有反方。即便有不同观点，也要把这些观点表达得尽可能圆通，难以被事实检验。事过境迁，留下一笔糊涂账。另一个特点是大而化之，不肯下功夫研究细节，特别是不愿意研究数字，只有定性分析、没有定量分析（当然，在较年轻经济学家中也存在有定量分析，但却不知道要分析什么问题）。

在长达五六年的关于资本项目自由化（或资本项目下的人民币可兑换）进程是否应该加速的激烈辩论中，中国的年轻学者和媒体人发挥了中坚作用。张明是反方的代表人物之一。他在这场辩论中不仅立场鲜明，而且为资本项目自由化的一系列重要问题，特别是资本外流问题的研究作出

了贡献。他的新著《中国的跨境资本流动：规模测算、驱动因素与管理策略》集中反映了在这一时期他对资本外流问题的研究成果。张明新著中的文章，不仅涉及资本跨境流动的诸多细节，而且还有详尽的数量分析。他的观点是可以证伪的，在很大程度上避免了不少经济学研究的大而化之、只有定性没有定量分析的缺憾。张明的新著不仅有助于有志于研究经济理论的年轻学生了解过去这许多年在学术界到底发生过什么争论，而且可以成为经济学教学和研究者的重要理论参考书。

张明说：“十余年来我的研究最为持续关注的问题，应该是中国面临的跨境资本流动。一般而言，跨境资本流动研究可以分为四个方面：资本流动规模的测算（特别对于存在资本账户管制的国家而言）、资本流动的驱动因素的分析、资本流动对宏观经济与金融风险的潜在影响，以及如何管理跨境资本流动。迄今为止，我的学术研究主要集中在规模测算、驱动因素与管理策略这三个方面。而在未来，我会加强对资本流动潜在影响的研究。”在对他的这些想法表示赞同的同时，我还想指出，除资本跨境流动外，还有三个可以关注的领域。

其一，中国通过长期的双顺差，累积了大量海外资产和海外负债。尽管中国的海外净资产最高时应该超过2万亿美元，现在也有1.7万亿~1.8万亿美元。但是尽管拥有巨额海外净资产，中国的投资收入项目却一直是逆差。中国应该如何调整海外资产-负债结构，结束不断输入暗物质的情况呢？

其二，中国自2014年以来大量海外资产下落不明，以至中国累计经常项目顺差同海外净资产增加量存在巨大缺口。除注意资本通过国际收支平衡表下各项非法逃离中国之外，还应确定合法流出的中国资本是否在海外真正形成了中国的海外资产。

其三，中美贸易战和未来中美在经济领域的激烈竞争已经为中国资本跨境流动研究带来了许多新维度、新视角。中国海外资产存量的安全性应引起我们的高度关切。例如，美国对伊朗进行制裁将是一个大概率事件。如果美国对伊朗实施了制裁，通过它的“长臂管辖”，中国的海外资产将会受到何种影响？中国有何应对之策？又如，中国外汇储备的安全如何保

证？希望张明也能够在这些领域作出自己应有的贡献。

相信张明和他的合作者们必能在过去研究成果基础上，不仅在资本跨境流动，而且在中国海外资产－负债结构调整和中国资产保值、增值等问题的研究上取得更大成绩。

余永定
中国社会科学院学部委员

序 言

十年磨一剑

——研究中国跨境资本流动的个人轨迹

屈指一算，从我博士毕业进入中国社会科学院世界经济与政治研究所（以下简称中国社科院世经政所）工作至今，已经整整十一年时间了。在进入中国社科院世经政所工作之时，我选择了国际金融作为自己的研究方向。我最早对国际金融问题产生兴趣，是自己在北京师范大学经济系读本科的时候，听了何璋教授讲授的“国际金融”课程。正因为如此，在获得研究生保送资格后，我选择了何璋教授作为我的硕士生导师。我的硕士论文题目是“金融全球化进程中国际货币体系的演进”。尽管现在来看，一个硕士生选择这种大而无当的题目，无疑是眼高手低，但这毕竟反映了我当时的学术志趣。进入中国社会科学院研究生院攻读博士期间，在导师余永定研究员的耳濡目染下，我进一步对国际金融问题产生了研究兴趣。尽管我的博士论文主题是探讨中国国民高储蓄现象产生的根源，这并非一个开放宏观的题目。但进入中国社科院世经政所求职时，我还是主动选择了从事国际金融理论与政策的研究。

过去十余年来，我在国际金融领域的研究可以大致分为以下几个部分：跨境资本流动、国际收支失衡与国际货币体系改革、人民币汇率与人民币国际化、外汇储备管理、国际金融危机与金融系统性风险。在这几个领域中，我都积累了一些研究成果。但十余年来我的研究最为持续关注的问题，应该是中国面临的跨境资本流动。一般而言，跨境资本流动研究可以分为四个方面：资本流动规模的测算（特别对于存在资本账户管制的国

家而言)、资本流动的驱动因素的分析、资本流动对宏观经济与金融风险的潜在影响,以及如何管理跨境资本流动。迄今为止,我的学术研究主要集中在规模测算、驱动因素与管理策略这三个方面。而在未来,我会加强对资本流动潜在影响的研究。

1982年至2017年,中国仅在1985年、1986年、1988年、1989年与1993年这5年出现过经常账户逆差,其余年份均为经常账户顺差。相比之下,中国出现非储备性质金融账户(即俗称的资本账户)逆差的年份要多一些,包括1982年、1983年、1984年、1990年、1992年、1998年、2012年、2014年、2015年、2016年这10年。但有趣的是,中国迄今为止还从未出现过年度的国际收支双逆差。这就意味着,在这36年间,中国有21年出现过国际收支双顺差。特别是1999年至2011年,中国连续13年出现国际收支双顺差。同期内,中国国际收支的误差与遗漏项仅有10年是顺差,而有26年是逆差。尤其值得注意的是,中国的误差与遗漏项存在持续逆差与持续顺差的现象。例如,1990年至2001年这12年间以及2009年至2017年这9年间,中国均存在持续的误差与遗漏项逆差。而2002年至2008年这7年间,中国存在持续的误差与遗漏项顺差。

事实上,我对中国面临的跨境资本流动的学术研究,与中国面临的资本流动状况的变化高度相关。我关于中国跨境资本流动的第一篇学术论文,是在北京师范大学攻读硕士期间,与师妹修晶合作在《世界经济文汇》(2002年第1期)上发表的“中国资本外逃的规模测算与因素分析”。这篇文章的背景,无疑与1997年至1998年东南亚金融危机爆发后,中国政府承诺人民币不贬值,导致人民币汇率被高估,进而引发了较大规模的资本外流有关(当然,20世纪90年代中国的资本外流还有很多其他驱动因素)。

2002年至2008年,中国面临着非储备性质金融账户余额和误差与遗漏项双双持续为正的罕见现象,这意味着官方渠道与地下渠道同时出现了大规模的资本流入。从宏观上来看,这与该时期内人民币汇率升值压力日益显著,但中国央行不愿意让人民币汇率过快升值,从而导致市场上存在持续的人民币升值预期有关。

2005年至2007年，在中国社科院研究生院攻读博士学位之余，我还在一家外资私募股权投资（PE）基金担任基金经理。这家基金在东京募集资金，在中国投资具有上市潜力的企业，并在这些企业在纽约或香港上市之后退出。换言之，这家外资PE基金的两头均在境外，但投资企业却位于中国境内。由于当时中国政府并未对外国投资者的股权并购完全开放国内市场（尤其对某些敏感行业而言），那么此类基金是如何长袖善舞地将资金转入与转出中国国境的呢？我将自己在外资PE基金的工作心得，用案例分析的方式写入“境外私募股权基金是如何规避中国政府管制的”一文。我还记得此文发表后，有几位基金经理给我打电话，指责我为何将行业操作惯例公之于众。在此，我还要特别感谢时任《世界经济》编辑部主任的何帆研究员。当时该杂志发表的文章基本上以模型推导或实证研究的论文为主，他能够采用我这篇纯案例分析的文章，应该说是有些破例了。

同样也是由于2002年至2008年我国出现了大量资本流入，这其中包含着大量的短期资本（即所谓“热钱”）。我与当时还在《第一财经日报》担任评论部主任的徐以升，合作撰写了“全口径测算中国当前的热钱规模（2003-2008年）”一文。这篇文章主要有两个贡献，第一是通过各种调整，计算了实际上的外汇储备流量变动；第二是运用“调整后的外汇储备流量-贸易顺差-FDI流量+贸易顺差中隐藏的热钱+FDI中隐藏的热钱”的方法，来计算2003年至2008年第一季度流入中国的热钱规模。由于我们采用了宽口径方法，导致我们的估算结果规模较大。这篇文章的工作论文一问世，立即引发了广泛关注。我还记得，这篇文章发布的当天，我坐飞机去西安讲课。刚下飞机，发现自己的手机已经收到来自各路记者的上百条短信。随后，我接到中央政策研究室的邀请，去参加关于中国面临短期资本流动的一个研讨会。到了这个会上，我才发现，这个研讨会召开的目的，就是批评我与徐以升的那篇文章。不过一路听将下来，我发现会上不少对这篇文章的批评者，其实根本没有看过这篇文章。再后来，国内也有知名学者专门撰文来批评我们这篇文章。记得当时《国际经济评论》的编辑部主任邵滨鸿老师，还邀请我再撰写文章去回应上述批评，最后我还是婉言谢绝了。在此，需要感谢当时担任《当代亚太》主编的张宇燕研究

员。在澳门地区召开的一次研讨会上听我报告论文之后，他热情地邀请我把这篇饱受争议的论文刊登在他负责的杂志上（《当代亚太》2008年第4期）。其实，《当代亚太》当时基本上刊发的是国际关系与亚太经济方面的文章，我们这篇文章出现在这本刊物上，的确显得有些另类。

2008年8月北京奥运会召开之后，我去中国香港金融管理局下属的香港货币研究所开展为期一个月的访问研究。该研究所位于当时香港最高的国际金融中心2期塔楼的超高层，可以同时俯瞰维多利亚海湾以及平视太平山山景。而我在研究所有一个独立办公室。在这里的一个月时间内，我撰写了“香港与内地之间贸易与资本流动的结构变化（1998 - 2007年）”这篇文章。这篇文章按照国际收支表的框架，系统梳理了1998年至2007年香港与内地之间贸易与资本流动的变化，发现总体上香港对内地的依赖性越来越强，而内地对香港的依赖性却逐渐下降。

正是由于我们在2008年发表的关于热钱规模估算的文章引发了广泛争论，使我有想法来系统梳理一下中国所面临的短期资本流动的估算方法。“中国面临的短期国际资本流动：不同方法与口径的规模测算（1991 - 2009年）”在系统梳理与评价国内外关于短期资本流动规模估算方法的基础上，选择直接法与间接法两种方法来估算中国的短期资本流动规模。在每种方法下，又分别采用了由窄到宽的三种口径进行估算。估算结果表明，尽管采用不同方法以及不同口径的测算结果存在差异，但这些方法的测算结果在很多时期内具有较强的一致性。这篇关于短期资本流动测算方法论的文章，在过去几年内被引用的频率还是比较高的。

在2008年美国次贷危机爆发之后，由于发达国家央行普遍采用了超低利率与量化宽松的货币政策进行应对，这加剧了全球流动性过剩，并使新兴市场国家迎来了新一轮大规模的短期资本流入。有趣的是，向来支持资本账户自由化的国际货币基金组织（IMF），在2008年之后却显著改变了自己对资本流动管理的意见，认为适当的资本账户管制，可以与宏观经济政策、宏观审慎监管政策等一起，进入新兴市场国家应对资本流动大起大落的工具箱。

“新兴市场国家如何应对资本流入：中国案例”一文认为，新兴市场

国家应该从国别、区域与全球三个层面来应对短期资本流入造成的不利冲击。而中国政府则可以采用增强人民币汇率形成机制弹性、实施冲销式干预、加强宏观审慎监管以避免资产价格过快上涨、提高现有资本账户管制有效性、积极推进东亚区域货币合作、积极支持 IMF 改革与全球金融安全网构建等具体方式来应对短期资本大量流入。

我与余永定研究员合作的“资本管制和资本项目自由化的国际新动向”则系统梳理了自 2008 年国际金融危机爆发以来国际经济学界关于资本账户管制的新共识、新思路以及部分国家进行资本账户管制的新实践，指出中国政府应考虑综合运用宏观经济政策（汇率、利率与储备变动）、宏观审慎监管（对金融机构外汇风险头寸、杠杆率与货币错配的限制）以及资本项目管制（包括数量手段与价格手段）来管理跨境资本流动。

为了更好地提出应对短期资本流动的相关政策，就必须准确厘清跨境资本流动的驱动因素。我与谭小芬教授合作的“中国短期资本流动的主要驱动因素（2000 - 2012 年）”通过构建非限制性 VAR 模型分析了中国短期资本流动的驱动因素，发现人民币汇率变动预期是最重要的驱动因素，且中国股市价格指数是比房地产价格指数更为重要的短期资本流动驱动因素。这就意味着，通过人民币汇率形成机制的市场化改革来消除持续的人民币升值（贬值）预期，有助于缓解短期资本流动的大起大落。

我与肖立晟博士合作的“国际资本流动的驱动因素：新兴市场经济体与发达经济体的比较（2000 - 2012 年）”通过面板回归、系统 GMM 方法与非线性面板回归模型讨论了在市场平静时期与市场动荡时期，发达国家与新兴市场国家跨境资本流动驱动因素的变化。文章发现，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国家短期资本流动的很重要驱动因素，但这些因素在市场动荡时期变得不再显著；而在市场动荡时期，利率与经济增长率对发达经济体短期资本流动的影响却转而变得显著。这篇文章可以得出两个重要的政策含义。第一，一旦爆发全球性金融危机，新兴市场面临的短期资本流出冲击要比发达国家更为严重；第二，对国际资本流动进行全面管理，离不开发达国家与新兴市场国家之间的政策协调。

在 2013 年，中国人民银行调查统计司先后发布了两份研究报告，认为

当时已经进入了一个中国开放资本账户的战略机遇期，建议在未来三年内实现资本账户的基本开放。对这一观点，我们团队表达了旗帜鲜明的反对态度。我和余永定研究员、张斌研究员合作的评论文章“审慎对待资本账户开放”一文指出，美国经济有望在 2015 年前后显著复苏，会导致美联储可能从 2014 年底或 2015 年初开始加息，而这将会加剧中国的资本外流。此外，中国经济则面临潜在增速放缓、企业去杠杆、地方政府债务压力加剧、商业银行不良贷款率上升等挑战。因此，2013 年至 2015 年绝非中国政府加快资本账户开放的战略机遇期。随后，中国经济学界开启了一轮是否应加快资本账户开放的大讨论。

我在“加快资本账户开放的八大迷思”一文中进一步阐述了自己的观点，认为以下八个用来支持资本账户加速开放的观点都是站不住脚的。第一，当前的资本账户管制是无效的；第二，加快资本账户开放有助于优化资源配置；第三，加快资本账户开放可以缓解人民币升值压力；第四，加快资本账户开放可以倒逼国内结构性改革；第五，加快资本账户开放有助于推动人民币国际化；第六，资本账户开放不需要遵循固定次序；第七，当前是中国政府加快资本账户开放的战略机遇期；第八，庞大的外汇储备足以应对资本账户开放之后的任何风险。

这篇文章发表之后，在国内外引发了较大反响。也曾有专家专门撰文，对我在文中提到的八大迷思进行逐条反驳。我在当时并没有给予及时回应，认为可以让时间来检验这次讨论的真伪。有意思的是，从 2014 年起，中国转为面临新一轮的资本大规模外流。2014 年第二季度至 2016 年第四季度，中国连续 11 个季度面临非储备性质金融账户的持续逆差。特别是在 2015 年“8·11”汇改之后，短期资本外流的压力明显增强，并与人民币贬值预期相互强化。为了抑制人民币贬值压力，中国央行从 2016 年起，不得不重新加强资本账户管制。这就自动驳斥了 2013 年至 2015 年是中国政府加快资本账户开放的战略机遇期的说法。

“资本账户开放的迷思真的被破解了吗”回顾了 2013 年至 2016 年中国学术界关于“人民币国际化与资本账户自由化”的争论，我认为，2013 年的“八大迷思”一文的观点，是经得住实践检验的、站得住脚的。此

外，本文还探究了为何众多学者与官员在几年前支持加快资本账户开放的深层次原因，包括对中国经济的增长动力、中国金融市场的稳健性以及中国政府管控经济的能力过于自信；在一定程度上忽视了新兴市场国家的经验教训，以及国际学界对资本流动管理看法的转变；对来自市场的微观证据可能重视不足等。

如果说“资本账户开放的迷思真的被破解了吗？”是从财经评论角度对这一轮资本账户开放讨论的回顾，那么“中国的资本账户开放：行为逻辑与情景分析”则从学术论文角度更为系统地对这次辩论进行了分析。这篇文章分析了中国政府为何在资本账户开放方面由审慎渐进转为了加快开放，认为这背后蕴含了中国政府行为逻辑的变化。第一，中国经济体量的扩张与全球排序的上升使中国政府试图在全球范围内扮演更加重要的角色，而推进人民币国际化需要资本账户开放的配合；第二，中国的产业结构转型升级需要促进企业对外直接投资；第三，中国外汇储备已经积累到很大规模，保值增值面临重要挑战；第四，中国政府试图通过资本账户开放来倒逼国内结构性改革。然而，由于中国政府忽视了加快资本账户开放的潜在风险，高估了自己管理大规模资本流动的能力，才导致中国央行在2016年不得不重新加强资本账户管制，特别是对资本流出的管制。

如上所述，由于中国从2014年起开始面临新一轮资本净流出，我也加强了对这一轮资本流出的特征事实以及应对方式的研究。我与匡可可博士合作的“中国面临的跨境资本流动：基于两种视角的分析（2010 - 2014年）”从基于国际收支表的季度数据以及基于银行跨境支付的月度数据这两种视角出发，系统分析了2014年中国面临的跨境资本流动的新变化。本文发现，以债权债务类资本为特征的其他投资项净流出是2014年中国面临资本净流出的主要原因，而贷款子项与货币和存款子项的净流出又是其他投资项净流出的主要原因。有趣的是，在2014年，贷款子项净流出由非居民主导，而货币和存款子项的净流出则由本国居民主导。银行收付数据则表明居民与企业持有外汇意愿的显著增强。而无论是短期资本由净流入转为净流出，还是“藏汇于民”现象的强化，这均与2014年人民币兑美元升值预期逆转为贬值预期直接相关。