



资金跨境流动 与货币政策

Cross-border Capital Flows
and Monetary Policy

编 著◎刘仁伍

副编著◎郑南源 尤瑞章



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

资金跨境流动 与货币政策

编 著 刘仁伍

副编著 郑南源 尤瑞章



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

序 言

随着中国经济不断融入全球经济，资金跨境流动变得越来越频繁和巨大，对实体经济运行和宏观经济的影响也越来越大。如何在人民币国际化渐进改革和资金跨境流动管制逐渐放松的背景下，保持货币币值的内外稳定，实现宏观经济的稳定运行，并以此促进经济发展，是当前宏观经济管理部门必须认真研究的重大课题。

刘仁伍博士及其课题组在刚刚完稿的新著《资金跨境流动与货币政策》中，立足于我国资金跨境流动现状并对货币政策提出的挑战，从国内外资金跨境流动的历史和理论出发，深入研究了资金跨境流动与货币政策的互动机理，构建了资金跨境流动背景下的全新货币政策分析框架，为我国探索跨境资金流动风险监测预警体系、资本项目开放模式路径，以及宏观审慎管理下货币政策体系优化等一系列问题，提供了一些及时和有益的建议。

近年来，持续跨境资金流入已经成为我国经济内外失衡的重要原因。从 2003 年开始，为了避免跨境资金通过外汇占款进入实体经济，产生经济过热、通货膨胀和资产价格泡沫等负面影响，人民银行不得不进行对冲操作，且规模逐年扩大，货币政策的独立性受到越来越严重的挑战。20 世纪 80 年代，日本在金融市场

自由化和日元国际化的过程中，未能协调好资金跨境流动与货币政策的关系，在本币大幅升值背景下实施低利率货币政策，产生金融地产泡沫，最终使得日本经济陷入旷日持久的停滞和衰退中，其经验教训值得我们深刻反思。《资金跨境流动与货币政策》一书正是在人民币国际化渐进改革和资本项目管制逐步放松的背景下，对我国货币调控所处复杂局面的担忧而进行的有益探索。作者试图在开放经济宏观经济理论模型的构建上有所突破，对资金跨境流动与货币政策协调问题进行全方位的深入探讨。从成果看，本书在以下几个方面的分析研究是卓有成效的。

一是理论创新。从蒙代尔—弗莱明的分析框架被广泛接受以来，资本自由流动一直以来都是开放经济条件下宏观经济分析的重要假设前提，但是这并不符合大多数发展中国家的实际。考虑到中国等发展中国家存在外汇管制的现实情况，本书对传统蒙代尔—弗莱明的分析框架进行修订，修改资本完全自由流动的假设条件，开创性地将资本收益率纳入到开放经济条件下的货币政策分析框架中，建立考虑长期资本收益率的跨境资金套利机制，突破了传统理论只能解释国际收支逆差导致金融危机的局限性，着重论述了在国际收支顺差条件下，如何实现资金跨境流动与货币政策的协调，避免出现泡沫经济的问题。结论表明，当前我国高资本收益率和较大国际资本收益利差是宏观经济不稳定的根源，央行在进行货币调控时，应高度关注国内资本收益率和国际资本收益利差变动，把握好货币政策的出台时机和调控方向。这一结论对于当前我国货币调控具有十分重要的指导意义。

二是实证创新。本书充分借鉴国内外学术界对于资金跨境流动与货币政策关系的最新研究成果，通过构造净国外资产变化与净国内资产变化变量，重新定性度量了资金跨境流动对央行货币

政策的抵消效应和货币政策的冲销效果，进一步研究了多种货币政策目标约束下的央行反应函数，同时使用联立方程估计方法对1996年以来我国抵消系数和冲销系数进行了计量和分析，从定量的角度加深了我们对资金跨境流动与货币政策互动机理的认识。

三是方法创新。运用理论模型构建和计量研究方法来分析具体问题是本书写作的一大特色。通过借鉴KLR指标信号模型的研究方法，本书设计了我国跨境资金流动风险监测体系。研究表明，风险监测体系的先行指数预警能力比较好，在15次红色或蓝色预警中10次发出了正确预警，领先周期基本维持在1个月。作为一种理论上的尝试，这一结论对于我国资金跨境流动风险监管具有很强的实践指导意义。

四是建议创新。次贷危机之后，美联储实行“量化宽松”的货币政策，通过购买国债来刺激美国经济，导致全球流动性泛滥，直接表现为国际大宗商品价格集体走高、黄金价格屡创新高、资产价格大幅上涨、全球通胀压力重新抬头。在此背景下，20国集团（G20）、金融稳定理事会（FSB）、国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（BIS）、巴塞尔银行监管委员会（BCBS）和全球金融体系委员会（CGFS）无一例外提出要加强宏观审慎管理、防范系统性风险。本书在对资金跨境流动与货币政策协调问题深入探讨的基础上，提出了宏观审慎管理下货币政策体系优化的政策建议，包括调整货币政策的最终目标、中介目标和操作目标，建立货币政策逆周期调控机制，继续加强货币政策工具的开发和运用，构建中央银行与微观监管机构协调机制，逐步推动人民币区域化和国际化，积极推动国际货币体系的重构。这些政策建议对于货币当局具有十分重要的参考价值。

总体来看，全书篇章合理、结构紧凑、观点鲜明、研究方法

资金跨境流动与货币政策

科学规范，得出了许多令人信服的结论与政策措施，是一部兼具理论与现实意义的著作。该书是刘仁伍博士在前著《国际短期资本流动监管：理论与实证》的研究基础上，推出的又一部关于国际经济问题研究的力作，是作者多年潜心研究的成果，体现了他深厚的经济学理论功底和对国内政策法规的熟稔。诚然，国际宏观经济学是经济学研究的前沿领域，对于正逐步融入全球经济的中国而言，资金跨境流动与货币政策关系问题的研究也处于初探阶段，任重而道远。期盼作者能够再接再厉，有更多更好的作品问世，以馈读者。

余永定

2011 年 3 月

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 跨境资金流动的概念界定	6
第三节 资金跨境流动与货币政策研究述评	11
第四节 结构安排与内容创新	17
第二章 国际跨境资金流动的历史和理论回顾	23
第一节 古典金本位和金汇兑本位制下跨境资金流动	24
第二节 布雷顿森林体系建立期间跨境资金流动	26
第三节 布雷顿森林体系瓦解后跨境资金流动	26
第四节 20 世纪 90 年代跨境资金流动	29
第五节 美国次贷危机爆发后跨境资金流动	33
第三章 我国跨境资金流动的历史与现状	43
第一节 我国跨境资金流动的历史回顾	43

资金跨境流动与货币政策

第二节 我国跨境资金流动的渠道与规模·····	45
第三节 我国“热钱”流入渠道和规模分析·····	54
第四章 跨境资金流动与金融危机·····	64
第一节 跨境资金净流出与金融危机：三代货币危机·····	64
第二节 跨境资金净流入与金融危机：日本泡沫 经济的破灭·····	84
第三节 本章小结·····	94
第五章 跨境资金流动管制与资本项目开放程度测评·····	99
第一节 当前跨境资金流动管理的主要理论·····	99
第二节 我国跨境资金流动管理框架·····	105
第三节 资本项目开放度测评方法·····	112
第四节 我国资本项目开放度测评·····	120
第五节 本章小结·····	128
第六章 资金跨境流动与货币政策互动机理：货币 冲销和抵消·····	140
第一节 问题的提出·····	140
第二节 模型的构建·····	146
第三节 变量构造、数据描述及计量分析·····	159
第四节 本章小结·····	167
第七章 资金跨境流动与货币政策：基于资本 收益率的视角·····	172
第一节 问题的提出·····	172

第二节 我国跨境资金流入的原因：一个关于双顺差的 统一解释	173
第三节 资本收益率与资金跨境流动：一个经验证明	176
第四节 资金跨境流动下最优货币政策分析框架	185
第五节 本章小结	205
 第八章 我国跨境资金流动风险监测预警体系建设研究	213
第一节 跨境资金流动风险监测预警的主要方法	214
第二节 我国跨境资金流动风险监测预警体系设计	229
第三节 加强跨境资金流动监管的对策	246
 第九章 资本项目开放的国际实践及对我国的启示	260
第一节 国际资本项目开放的演进	260
第二节 资本项目开放模式与次序的争论	265
第三节 资本项目开放模式的实践比较	273
第四节 新兴经济大国资本项目开放的经验	285
第五节 资本项目开放的国际经验对我国的启示	291
第六节 本章小结	300
 第十章 宏观审慎管理下货币政策体系优化	303
第一节 宏观审慎管理的提出	304
第二节 宏观审慎管理与货币政策	310
第三节 宏观审慎管理下我国货币政策体系优化	317
 后记	332

第一章 导 论

货币政策是维护宏观经济稳定、熨平经济周期波动的重要工具。《中国人民银行法》规定，货币政策目标是保持货币币值稳定，并以此促进经济发展。货币币值稳定其实包含了两重含义：一是货币币值对内稳定，即货币国内购买力的稳定，一般使用CPI加以界定；二是货币币值的对外稳定，即货币国际购买力的稳定，一般使用汇率加以界定。一直以来，中国的货币政策更多是国内导向，主要盯住的是CPI，兼顾经济增长。随着中国经济不断融入全球经济，特别是人民币国际化程度的不断深化和资本项目管制程度的逐步放松，资金跨境流动变得越来越频繁和巨大，对实体经济运行和宏观经济的稳定构成巨大冲击。在人民币国际化渐进改革和资金跨境流动管制逐渐放松的特殊背景下，如何保持货币币值的内外稳定，实现宏观经济的稳定运行，并以此促进经济发展，是本书试图解答的中心问题。

第一节 问题的提出

随着国际金融危机的冲击和影响加深，改革以美元为中心的

国际货币体系已成为世界经济稳定的迫切需要，中国积极参与多边层面上的国际货币体系的改革和区域层面上的货币金融合作，同时加速推进人民币国际化的进程。

推动人民币国际化，对中国而言，具有重要的现实意义和战略意义。具体来说，人民币的国际化不仅能够使中国分享国际铸币税收入，获取运用境外储备投资的金融业收入，也能够减少汇率风险、降低对外交易成本、促进贸易和投资的发展，而且还能节约外汇储备，避免持有过多外汇而面临价值缩水的巨大风险。从更深层次来说，拥有国际货币发行权，可以启用货币政策制定权来影响甚至控制储备国的金融经济，提升发行国自身抵御金融冲击的能力，并且人民币国际化能够在世界政治经济新秩序和国际货币金融新体系的建构中赋予中国更多的话语权，这种话语权意味着巨大的经济利益和政治利益。

人民币的国际化是把“双刃剑”。对中国而言，人民币国际化要解决的核心问题是如何逐步放宽资本项目的管制，实现人民币的完全可自由兑换。当人民币在世界范围内执行货币职能的时候，频繁、大规模、不可预料资金跨境流动难免对实体经济运行和宏观经济产生巨大冲击，对国内货币金融政策的研判和实施产生巨大影响，如果货币政策在制定和实施过程中遭遇挫折，可能引发金融危机甚至政治、经济和社会危机。

近年来在人民币国际化呼声逐渐高涨、人民币国际化进程稳步推进的背景下，资金跨境自由流动的潜在风险日益显现，如何调整多元货币政策目标之间的权重，合理选择货币政策出台的时机和调整方向，建立并完善资金跨境流动的风险监管体系，实现资金跨境流动与货币政策的协调配合成为亟待研究和解决的新问题。尽管人民币国际化的相关研究日益丰富，但是

涉及“政策准备”的问题的研究还很少，特别是以下几个核心问题亟待解答。

一 对我国资金跨境流动现状的准确把握：我国的资金跨境流动性质及结构特征是什么？流入的渠道分别又有哪些？

资金跨境流动形式多种多样，根据国际收支结构划分，有经常项目下的资金跨境流动、资本和金融项目下的资金跨境流动。其中，经常项目下的资金跨境流动又分别具有贸易背景、收益背景、经常转移背景。资本项目下的资金跨境流动类型就更加复杂，根据投资主体划分，有以跨国公司为主体的国际直接投资、以商业银行为主体的国际银行贷款、以机构投资者为主体的国际证券投资、以政府和国际官方机构为主体的各种贷款与援助，以及以进出口贸易商为主体的与贸易有关的各种信贷和融资。

不同资金跨境流动形式对东道国经济金融运行有不同的影响，对东道国货币政策效果的影响作用也不尽相同。在人民币国际化的趋势下，准确判断资金跨境流动性质和结构特征，以及在此基础上对不同性质的资金跨境流动规模进行科学的测算，是政府管理宏观经济运行、制定有效货币政策十分重要的基础。

二 对我国资金跨境流动动因及影响分析：影响我国不同类型资金跨境流动的主要因素是什么？资金跨境流动对我国货币政策有什么样的影响？

资金跨境流动的经济效应与资金跨境流动的动机息息相关，不同的跨境资金类型在流动动因、投资行为以及对货币政策制定和运行效果影响方面具有明显差异。因此对我国资金跨境流动动因进行探讨十分必要。

随着经济一体化和金融全球化的深入，人民币国际化程度逐渐加深，货币政策实施所依赖的整个金融运行环境逐渐发生了变化。市场的开放、资金的跨境流动虽然在微观层面上改善了资源在全球范围内的优化配置，但在宏观层面上却给政府当局制定经济政策带来了难度。

资金跨境流动，既包括经常项目中贸易资金流动，又包括资本与金融项目中的直接投资、间接投资以及国际“热钱”的流动。因而，资金跨境流动对一国经济的影响是多方面的，其对货币政策及其效果的影响主要体现在以下几个方面：资金跨境流动对国内货币供给产生什么样的影响？对本国的物价水平产生什么样的影响？对本币的汇率波动产生什么样的影响？对国内利率水平产生什么样的影响？

可以说，资金跨境流动从多方面、多渠道影响一国的货币政策效果，如何准确把握资金跨境流动的动因，理顺货币政策的传导机制，进而探寻各种结构类型的跨境资金流动形式对货币政策的影响是我们研究人民币国际化“政策准备”问题的基础性工作。

三 对当前我国资金跨境流动与货币政策动态关系的研究：我国对资金跨境流动引起的货币供给增加实施冲销干预的效果如何？资金跨境流动对货币政策实施产生多大的抵消作用？

在人民币国际化为背景的开放经济条件下，货币政策与资金跨境流动之间存在比较显著的相互影响关系。资金跨境流动时，为维持货币政策对国内经济活动调节的自主权，政府将对资金跨境流入引起的货币供给增加实施冲销干预。与此同时，政府实施

货币政策，必然会引起资金跨境的相应流动，进而对我国货币政策的实施过程产生抵消作用。

根据国际经验，一般来说，发达国家国际收支平衡表中的经常项目余额和资本项目余额是互为相反的，多是通过汇率的浮动来调节国际收支以保持货币政策的独立性，而发展中国家（尤其是亚洲发展中国家）由于特殊的经济发展阶段和固定汇率政策的偏好，可能会出现“双顺差”并以外汇储备形式积累，对外汇占款通常会采取冲销干预的手段以维持货币政策的独立性。中国作为最大的发展中国家，近些年来已积累了世界最多的外汇储备，资金跨境的净流入与货币政策之间的冲突不断显现出来，因此，正确梳理中国近年来资金跨境流动与货币政策的动态博弈，准确计量资金跨境流动的抵消效应与货币政策的冲销效应是分析我国资金跨境流动与货币政策动态关系的基础，对指导在人民币国际化下资金大规模跨境流动的背景下，如何制定有效货币政策具有重要的意义。

四 资金跨境流动下货币政策研究创新：如何在资金跨境流动背景下，结合中国经济发展路径特征，构建一个涵盖产品市场、货币市场、外汇市场的开放经济模型？如何进行最优货币政策分析？

在资金跨境自由流动的情况下，以全球专业化分工决定的国际生产投资活动、中国自身经济发展路径决定的内部生产和投资活动，以及国际投机套利活动交织在一起，促使产品市场、货币市场、外汇市场相互联动，使得货币政策的传导机制变得更为复杂，政策目标更趋于多元化。

如何在传统的开放经济分析框架蒙代尔—弗莱明模型的基础上，增加资本管制、资金跨境流动成本等假设环境，构建符合中

国对外经济发展路径特征的新开放经济模型，以及在此基础上分析如何制定最优货币政策是人民币国际化路程中不可避免的问题，这是对于货币政策理论与经验研究方面的全新探索。

资金跨境流动与货币政策的最终目标、中介目标、操作目标、传导机制和人民币国际化等问题息息相关，是一个既具有独立性又具有很强关联性的问题。本书研究的目标就是紧密围绕以上四大核心问题，通过对资金跨境流动与货币政策的理论及实证分析，充分借鉴先行国家逐步放松资金跨境流动监管的历史经验和政策实践以及结合本国货币国际化的路径，对以上问题进行系统解答，为人民币国际化稳步推进提供研究支持。

第二节 跨境资金流动的概念界定

资金作为经济交往的一种媒介，在进行跨越国界流动时，背后承载的是一个国家或者经济体对外货物、服务、资本及金融等经济内容的交往。而国际上公认，以国际收支概念记录、分析和解释一国或一个经济体与世界其他地方的经济交往情况，是最为科学和有效的方法之一。因此资金的跨境流动实质上是国际收支交易活动（一个国家或经济体与世界其他国家或经济体之间的进出口贸易、投融资往来等各项国际经济金融交易及对外债权债务情况）在资金层面上的一种反映。

一 资金跨境流动以国际收支结构分类

国际收支统计是对一个国家或经济体国际收支交易活动的统计，包括流量统计和存量统计。国际收支流量统计是对特定时期货物进出口、服务进出口、收益和转移、直接投资、证券投资、金融

衍生产品、存款、贷款等国际收支交易的统计，并具体反映在国际收支平衡表（Balance of Payments，简称 BOP）中。存量统计是对特定时点一个国家或者经济体对外金融资产负债情况的统计，包括直接投资、证券投资、金融衍生产品等，并具体反映在国际投资头寸表（International Investment Position，简称 IIP）中，其变动是由特定期限内的交易、价格变化、汇率变化和其他调整引起的。

自 1996 年起，我国国际收支平衡表按国际货币基金组织《国际收支手册》（第五版）规定的各项原则编制，采用复式记账法的原理记录国际经济交易。其中平衡表中的经常项目、资本及金融项目的统计基本上遵循手册的原则^①。表 1-1 为《中国国际收支平衡表》的项目分类，主要内容包括：经常账户（货物、服务、收益、经常转移），资本账户（资本性转移和非生产/非金融资产的收买/放弃），金融账户（直接投资、证券投资和其他投资），储备资产的变化，净误差与遗漏。相应的，资金因依附于不同的收支项目而分为经常项目的资金跨境流动和资本及金融项目的资金跨境流动。

从国际收支平衡表到资金跨境流动的跨度中，有两点值得我们去注意：一是复式记账原则，《国际收支手册》（第五版）规定，编制国际收支平衡表采用的复式记账原则，具体来说，制表经济体记入贷方的项目是：①表明出口的实际资源；②反映经济体的对外资产减少或经济体的对外负债增加的金融项目。制表的经济体记入借方的项目是：①反映进口的实际资源；②反映资产的增加或负债减少的金融项目。所以在国际收支平衡表中，贷方表示资金的跨境流入，借方表示资金的跨境流出。二是权责发生

① 但外汇储备资产的统计并不完全按着手册的原则进行。

资金跨境流动与货币政策

表 1-1 中国国际收支平衡表项目类别及数据来源简表

项 目	子项目	指标解释	数据来源
一、经常项目			
A. 货物和服务	货 物	商品所有权发生变化的货物进出口	海关总署编制的贸易统计数据、国际收支统计申报数据
	服 务	运输、旅游、通信、建筑、保险、金融服务、计算机和信息服务、专有权使用费和特许费、各种商业服务、个人文化娱乐服务,以及别处未提及的政府服务	国际收支统计申报数据、国家旅游局、公安部出入境管理局等相关数据
B. 收益	职工报酬	我国个人在国外工作(1年以下)而得到并汇回的收入、我国支付在华外籍员工(1年以下)的工资福利	国际收支统计申报数据
	投资收益	包括直接投资项下的利润利息收支和再投资收益、证券投资收益(股息、利息等)和其他投资收益(利息)	国际收支统计申报数据、商务部编制的相关数据估算、银行和外汇局的外债统计数据
C. 经常转移		侨汇、无偿捐赠和赔偿项目(货物和资金形式)	国际收支统计申报数据
二、资本和金融项目			
A. 资本项目		包括资本转移如债务减免、移民转移等内容	国际收支统计申报数据
B. 金融项目			
1. 直接投资		以投资者寻求在本国以外运行企业获取有效发言权为目的的投资	商务部和国家外汇管理局的相关统计数据
2. 证券投资	股本证券	包括以股票为主要形式的证券	国家外汇管理局和中国人民银行相关统计数据
	债务证券	中长期债券和1年期(含1年)以下的短期债券和货币市场有价证券	
3. 其他投资	贸易信贷	国外出口商提供的延期付款以及我国出口预收的货款	中国人民银行、国家外汇管理局国际收支统计申报数据
	贷 款	我国机构借入的各类贷款,如外国政府贷款、国际组织贷款、国外银行贷款等	
	货币和存款	我国金融机构存放境外资金和库存外汇现金的变化	
	其他资产	包括除贸易信贷、贷款、货币和存款以外的其他资产	