



中国跨境资本流动的 规模测算与金融风险 演化研究

Research on the Scale Measurement and
Financial Risk Evolution of
China's Cross Border Capital Flow

王桂虎 著



上海社会科学院出版社
SHANGHAI ACADEMY OF SOCIAL SCIENCES PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国跨境资本流动的规模测算与金融风险演化研究 /
王桂虎著. — 上海: 上海社会科学院出版社, 2021
ISBN 978-7-5520-3420-2

I. ①中… II. ①王… 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(2021)第 084415 号

中国跨境资本流动的规模测算与金融风险演化研究

著 者: 王桂虎

责任编辑: 应韶荃

封面设计: 周清华

出版发行: 上海社会科学院出版社

上海顺昌路 622 号 邮编 200025

电话总机 021-63315947 销售热线 021-53063735

<http://www.sassp.cn> E-mail: sassp@sassp.cn

排 版: 南京展望文化发展有限公司

印 刷: 上海龙腾印务有限公司

开 本: 710 毫米×1010 毫米 1/16 开

印 张: 14.5

字 数: 252 千字

版 次: 2021 年 6 月第 1 版 2021 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5520-3420-2/F·659

定价: 75.00 元

版权所有 翻印必究

前 言

自从全球金融危机爆发以来,各国学界对系统性金融风险的关注程度大幅上升。对中国来说,一旦国内的金融机构不能守住不发生系统性金融风险的底线,就可能引发金融危机,这不仅会对宏观经济的发展形成巨大的负面影响,而且也会影响到宏观经济目标的顺利实现。党的十九大报告明确指出,“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”。同时,“六稳”政策也指出,稳外资、稳外贸是中国经济实现高质量发展的重要任务。可见,当前我们深入研究跨境资本流动引发的金融风险,具有重要的战略意义和现实意义。

近年来,中国已经成为世界上跨境资本流动规模最大的国家之一,跨境资本流动问题也日益引发了学界和业界的高度关注。根据英国《金融时报》的测算,2016年中国跨境资本流动的规模仅比委内瑞拉、墨西哥、阿根廷要少,在世界上排第四位。但是如果从跨境资本流动规模与GDP比重来看,那么中国的数值则仅比俄罗斯的数值低,可以说已经到达了需要预警的程度。世界银行则认为,无论中国跨境资本流动规模变化速度如何,到2030年中国跨境资本流动的规模都会大幅增加,甚至会达到2010年的四倍左右,其可能导致系统性金融风险隐患的放大效应值得人们重点关注。

从全球经济形势来看,随着全球经济增速放缓和“逆全球化”,新兴经济体出现了较为严重的跨境资本流动问题。从长期来说,全球跨境资本流动遵循着金融周期的规律,而且全球在信贷增长、杠杆率和资本流动等多方面都存在着金融周期。从历史视角看,中国的跨境资本流动自20世纪以来经历了两个较大的发展阶段。第一阶段发生于2000—2014年6月,当时中国的资本账户和经常账户出现了双顺差,外汇储备的规模大幅增加,大量的跨境资本流入至中国。第二阶段发生于2014年6月之后,中国的经常项目出现顺差,但经常项目的顺差低于资本项目的逆差,这导致跨境资本的大幅流出,

外汇储备的规模也开始降低。中国跨境资本流动的表现形式包含外汇储备资产下降、经常账户余额和服务贸易余额发生显著变化、热钱流动和净误差与遗漏项指标为负值；中国跨境资本流动的特征包含近年来中国跨境资本流动的规模不断上升、中国跨境资本流动规模与人民币汇率波动有关、海外因素对中国跨境资本流动的影响较大和迂回性的跨境资本流动仍占一定比例。结合现有文献的观点，跨境资本流动对经济增长的影响，有可能是通过导致系统性金融风险隐患放大来传导的。根据测算，近年来中国跨境资本流动问题较为严重，其中一些违规投机行为导致金融市场的监控失效，引发了金融市场的较大波动，从而对经济增长也形成了较大的负面影响（王倩和周向南，2016）。中国跨境资本流动引致的风险点主要是资产负债表效应、金融外部性和金融放大效应。与此同时，全球化资产配置、短期外债和违规违法操作的日益增加，会助推系统性金融风险。而人民币离岸市场的快速发展，有可能使得本币流出成为跨境资本流动的新形式（汤柳，2017）。由以上观点可知，近年来中国跨境资本流动可能导致系统性金融风险隐患的放大，其具体规模需要我们重新测算，对于金融风险的演化机理也需要我们进行深入分析和梳理。

本研究首先介绍了中国跨境资本流动的发展现状、表现形式、特征与原因、影响因素，然后使用世界银行与李扬的方法分别测算出了1992—2019年中国跨境资本流动的规模，梳理了跨境资本流动冲击下金融风险的演化机理，总结了跨境资本流动的国际经验，最终提出防范金融风险的政策建议。本研究认为，对于跨境资本流动规模的测算，现有文献并没有形成统一的方法，而且多数文献的相关测算集中于2011年以前，因此近几年中国跨境资本流动的规模需要我们重新测算，并且使用理论模型和实证模型分析跨境资本流动对经济增长的影响和金融风险的演化机理。

跨境资本流动与金融风险的传导机制为：当一个国家遭遇严重的外部冲击或者内部冲击时，例如贸易摩擦、国内的房地产价格或股市出现大跌等，这些因素都会引发跨境资本流动，尤其是资本外流规模的大幅度增加。在此背景下，跨境资本流动规模的大幅度增加会导致该国的汇率出现贬值，并且引发对外部门出现危机。与此同时，跨境资本流动规模的大幅度增加还会导致该国的流动性下降、利率上升，在该国可能引发非金融企业去杠杆、房地产价格加速调整等风险，甚至会导致银行业出现危机；在国际金融市场上，由于

交叉传染风险的出现,该国的跨境资本流动规模的大幅度增加会影响其他国家的居民对于金融稳定的信心,并且引发这些国家金融市场的波动幅度加大,从而导致系统性金融风险放大效应的出现。跨境资本流动与金融风险演化的动态耦合模型表明,当 $\zeta\psi - \eta\gamma_s > 0$ 的条件不满足时,跨境资本流动就会对该国的经济增长率产生负面影响,从而有可能导致系统性金融风险隐患放大。

在实证分析中,本研究使用邹至庄检验,以 2001 年为临界点,把 1992—2001 年称为第一阶段,把 2002—2019 年称为第二阶段,本研究的最终结论和现有文献存在一定的差异,可能的原因在于,近年来中国跨境资本流动对经济增速的影响出现了结构性的变化。以 2008 年为临界点的断点回归模型表明,2008 年前后中国跨境资本流动与经济增速之间可能存在断点的假设可能并不成立。

为了深入研究跨境资本流动冲击下金融风险的演化,本研究首先构建金融风险指数,然后根据国际收支均衡理论,设定了开放经济条件下的跨境资本流动的理论模型,然后使用固定效应模型和 PVAR 模型对亚洲各国跨境资本流动和金融风险之间的关系进行实证检验。实证结果表明,跨境资本流动可能导致系统性金融风险的放大效应。此外,本研究对相关文献的基本观点和创新之处进行引用和借鉴,并且梳理了非洲撒哈拉以南、拉丁美洲和亚洲的新兴经济体以及美国、德国、法国、日本等发达国家跨境资本流动的国际经验,以为读者提供跨境资本流动规模测算和金融风险演化的较为全面的分析框架。

国家社科基金后期资助项目 出版说明

后期资助项目是国家社科基金设立的一类重要项目,旨在鼓励广大社科研究者潜心治学,支持基础研究多出优秀成果。它是经过严格评审,从接近完成的科研成果中遴选立项的。为扩大后期资助项目的影响,更好地推动学术发展,促进成果转化,全国哲学社会科学工作办公室按照“统一设计、统一标识、统一版式、形成系列”的总体要求,组织出版国家社科基金后期资助项目成果。

全国哲学社会科学工作办公室

目 录

C O N T E N T S

-
- 第一章 跨境资本流动的基本问题概述 / 1
 - 第一节 跨境资本流动的概念界定、范围与动机 / 1
 - 第二节 跨境资本流动发生的机制 / 8
 - 第三节 提升跨境资本流动监管水平的意义 / 9
 - 第二章 中国跨境资本流动的发展现状 / 11
 - 第一节 全球跨境资本流动的概况 / 11
 - 第二节 中国跨境资本流动的发展现状 / 15
 - 第三节 中国跨境资本流动的未来变动趋势 / 30
 - 第三章 中国跨境资本流动的表现形式、特征、动因和类型 / 33
 - 第一节 中国跨境资本流动的表现形式 / 33
 - 第二节 中国跨境资本流动的特征 / 37
 - 第三节 中国跨境资本流动发生的动因 / 41
 - 第四节 中国跨境资本流动的类型 / 43
 - 第四章 中国跨境资本流动的影响因素 / 46
 - 第一节 宏观经济层面影响因素 / 46
 - 第二节 社会发展层面影响因素 / 51
 - 第三节 金融体系层面影响因素 / 53
 - 第五章 中国跨境资本流动的规模测算 / 57
 - 第一节 国外学者关于跨境资本流动规模测算的方法 / 57
 - 第二节 国内学者关于跨境资本流动规模测算的方法 / 61
 - 第三节 中国 1992 年以来跨境资本流动的规模测算 / 65
 - 第四节 跨境资本流动测算结果分析及适度规模区间探讨 / 95

第六章 中国跨境资本流动与经济增长的关系分析 / 100
第一节 概述 / 100
第二节 理论模型的构建与现实意义 / 102
第三节 实证分析过程 / 105
第四节 模型结论的启示 / 124
第七章 跨境资本流动与金融风险演化的理论分析 / 127
第一节 跨境资本流动与金融风险的关系概述 / 127
第二节 跨境资本流动与金融风险演化的传导机制 / 135
第三节 跨境资本流动与金融风险演化的动态耦合模型 / 136
第八章 跨境资本流动与金融风险演化的实证分析 / 139
第一节 金融风险指数的构建 / 139
第二节 理论模型的构建 / 140
第三节 实证模型的建立 / 141
第四节 实证检验过程 / 144
第五节 结论及现实意义 / 149
第九章 跨境资本流动的国际经验与借鉴 / 154
第一节 全球跨境资本流动的情况 / 154
第二节 美国跨境资本流动情况 / 156
第三节 欧洲跨境资本流动情况 / 159
第四节 新兴经济体跨境资本流动情况 / 164
第五节 亚洲跨境资本流动的现状 / 183
第十章 政策建议与未来研究展望 / 197
第一节 本研究的创新之处 / 197
第二节 政策建议 / 199
第三节 未来研究展望 / 208
参考文献 / 211

第一章 跨境资本流动的基本问题概述

第一节 跨境资本流动的概念界定、范围与动机

近年来,中国的跨境资本流动问题引起了大量学者的关注和研究。根据英国《金融时报》的报道,假如按照跨境资本流动占 GDP 的比例进行排序,目前中国位居世界第二,仅低于俄罗斯;假如按照跨境资本流动的规模排序,中国也位居全球各国的前列,在有些年份能够排到第四位,仅次于委内瑞拉、墨西哥与阿根廷。因此,目前中国的跨境资本流动问题已经非常严重,可能已经达到了需要预警的水平。由于跨境资本流动可能对一国的经济发展形成一定的影响,而且有可能引致系统性金融风险的放大效应,因此本章首先探讨中国跨境资本流动的基本问题,力争为本研究做好铺垫工作。

一、跨境资本流动的概念界定

从学说史上看,关于跨境资本流动的文献非常多,但多数文献是从某一视角或者某一方面展开深入研究。“跨境资本流动”这一术语最常用于指从资本或财富从新兴经济体转移到西方发达国家,这种转移的动机通常被认为是投资组合多样化,或担心政治或经济不稳定,或担心税收增加、通货膨胀或财富被没收。以上方面都是对这一现象的有效解释,但最普遍的动机似乎是对财富转移的渴望。

由于学者们对跨境资本流动研究的视角或动因不尽相同,因此关于跨境资本流动的概念,迄今为止学界还没有形成统一的观点和定义。

早在几十年之前,就有国外学者对跨境资本流动的概念进行了较为深入的分析 and 探讨。从资本流动的动机看,跨境资本流动是由于资产持有人疑虑

或恐慌而引发的异常短期资本外流(Kindleberger, 1937);从表现形式看,跨境资本流动是游资的外流,该游资可能是由于追逐短期超额利润而形成的(Cuddington, 1986);从流动范围看,跨境资本往往会从经济不发达的地区流出,其目的是为了规避该国或该区域管理层对金融资产的监管(Dooley, 1986);跨境资本流动的目的也可能是将物质资料从经济不发达的国家或地区转移到经济发达的国家或地区(Tornell, 1992)。由以上观点可知,国外学者对跨境资本流动的概念尚未达成共识。

国内方面,由于研究的出发点和落脚点不同,很多学者对跨境资本流动概念的理解和表述也不尽相同。从某种意义上而言,跨境资本流动是为了实现保值增值和规避风险或者其他目的而发生的迷失的或者异常的资金(李扬, 1998);从资本流动的动机看,跨境资本流动是由于规避管理层的监管,或者防范某种风险所引发的资金外逃(杨海珍, 2000);部分跨境资本流动,特别是其中一些不合法的资本流动其实就是资本外流,而且管理层对它们难以有效控制(任惠, 2001)。

从上述观点看,国内外学界目前对跨境资本流动的概念仍未形成统一的解释。关于跨境资本流动的原因和经济影响已经有数十年的争论。本章首先梳理了前述文献,并将文献中关于跨境资本流动概念的主要观点划分为:

第一种观点为避险论。该观点认为,“避险”可能是跨境资本流动概念中最应该强调的。由于担忧或者怀疑本国的经济增速下降,或者为了规避管理层的监管,人们可能将其资产或财富转移至国外。该理论可能针对某一特定区域或国家,也可能泛指跨境资本从某一国家或地区流出至境外。有人认为,跨境资本流动是由个人财富最大化的风险厌恶行为引起的,由于预期会发生政治或金融危机,导致大量资本从国内流出。与此同时,恶性通货膨胀、对外支付失衡、汇率贬值、贸易壁垒、金融管制和外汇限制往往是随之发生的事件,这将导致风险收益的恶化,资金流将流入更有前途的地区。随着资本流出的激励机制越来越多,银行体系的资金流动机会也越来越少,一些为了避免政府监管的资本将不可避免地会出现在国际贸易等其他行业(Mariae, 2015)。

第二种观点为投机论。该观点认为,跨境资本流动发生的最主要动机是“投机”。由于国内可能正在发生债务危机、金融风暴或汇率贬值,资本外流可能导致居民资产或财富的保值增值和福利上升,因此出现了大规模跨境资本流动。

第三种观点为迂回论。这种观点主要涉及中国国内跨境资本流动的一

些现象,学者们也经常将这种资本流动称为“过渡性”跨境资本流动。这种资本流动可能并非真正的资本外流,而是资金在出境之后,还会以外资的形式返回至国内,并参与其经济活动。由于中国对国内外注册地址不同的企业的税收政策存在一定的异质性,境外的资本回流之后就可以享受更多支持的优惠政策,还可以在国内投资中捕捉套利机会,这促成了迂回性跨境资本的频繁出现。

在对以上文献梳理和理解的基础上,本研究认为,尽管上述文献对跨境资本流动研究的出发点和侧重点有所不同,但是在本质上具有一定的相似性和一致性。本研究对上述文献进一步进行整合,并且吸收学界最新文献的一些观点,最终提炼出了几个关于跨境资本流动的主要特征:

首先,跨境资本流动是一种异常的资本外流,它与普通的资本外流具有一定的异质性。它可能是由于担忧或者怀疑本国的经济增速下降,或者为了规避管理层的监管,也可能是为了实现居民资产或财富的保值增值和福利上升,但这种资本流动一般很难得到官方的认可。

其次,跨境资本流动的来源既可能包含国内资本的异常外流,又可能包含境外热钱入境后的撤离,还可能包含迂回性的资本流动,其中迂回性的资本流动可能在中国跨境资本流动的总规模中占据较高的比例。从持续时间看,跨境资本流动既包含短期的资本流动,又包含长期的资本流动,二者之间可能存在一定的替代关系。

再次,跨境资本流动会可能受到避险或投机等动机的驱动。“避险”可能是由于担忧或者怀疑本国的经济增速下降,或者为了规避管理层的监管所引发的,而“投机”则可能是由于居民资产或财富的保值增值和福利上升等动机引发的。从表现形式看,跨境资本流动可能通过合法形式发生,也有可能通过走私或者地下钱庄等非法形式发生。

基于以上特点,本研究将跨境资本流动的概念界定如下:跨境资本流动是一种非正常的资本外流,它可能是由于避险、投机等动机引发的,其形式包含合法形式与非法形式两种。当然,上述概念可能存在一定的缺陷,笔者在未来的研究中将对其做进一步的修正和完善。

二、跨境资本流动的范围

从是否合法角度看,一般而言我们可以把跨境资本流动分为两种形式:合法形式和非法形式。合法的跨境资本流动在热钱分析法中被计算为有价证券投资和其他短期投资,但不包括长期的外商直接投资。这种资本通常被记录在转移的实体或个人的账簿上,而利息、股息和实际资本收益的收益通

常返回到原籍国。非法的跨境资本流动可以通过国民账户或国际收支平衡表中未披露的一些数据表现出来,包括贸易错误定价、跨国公司内部关联交易、大宗商品交易、走私等。虽然合法和非法的跨境资本流动在概念上有明显的区别,但两者的统计可能是非常困难的。由于非法跨境资本流动的大部分已经逃脱了国家监管机构的监视,因此新兴经济体的统计数据往往不完整或者存在一定的疏漏(Kar & Devon, 2013)。

从对经济的影响上看,非法的跨境资本流动会对一国的宏观经济产生负面影响。如果考虑到社会特定的政治经济背景,那么可以分为直接影响和间接影响。所谓直接影响是指特定非法跨境资本流动对一国经济增长表现的直接影响,例如降低国内私人投资或对税收和公共投资的不利影响。所谓间接影响是非法跨境资本流动在一个国家的社会和政治结构和动态的可持续性中所引起的对经济增长不利的反馈效应(Khan, 2010)。此外,合法形式和非法形式跨境资本流动主要反映了跨境资本流动的不同方面,它们对经济增长形成了不同的影响,而且对股票和房地产市场也形成了不同的影响,管理层应当对它们实施不同的监管政策,这凸显了管理跨境资本流动的复杂性(Tropina, 2016)。

在对合法形式和非法形式跨境资本流动的规模度量方面,人们一般使用国际收支平衡表中的资本和金融账户的数值来度量合法形式的跨境资本流动,而用错误与遗漏项目的数值来度量非法形式的跨境资本流动。使用国际收支平衡表的优势之一是,这些数据提供了居民和非居民之间资金流动的详细记录,以及不同交易类别的资本流动细目(张明, 2015)。此外,人们还可以使用贸易误报来度量国际贸易数据中非法形式跨境资本流动的规模。例如,对于中国香港非法形式跨境资本流动的规模度量来说,使用贸易管理指数要比国际收支平衡表可能更加合适(Bruno & Shin, 2015)。在合法形式下,其他投资是资金账户中资本外流的主要形式,一些企业的资本运作将导致贸易信贷和海外贷款的大幅萎缩,而证券投资是资金账户中资本外流的重要形式。根据数据统计,2015年中国外汇资产的实际流出规模与官方、民间持汇资产名义下降量的比例大约为71.8%左右。而在非法形式下,进口低报是中国香港的贸易套利资本流入的主要形式,错误与遗漏项目反映的跨境资本流动的规模与资本账户逆差的比例大约为27.2%(陈卫东、王有鑫, 2016)。

根据世界银行发布的报告,近年来“非法跨境资本流动”越来越频繁地在文献中被人们使用,这个词最初出现在20世纪90年代,当时其含义与资本外逃有关。现在一般是指与非法活动有关的资本的跨境流动,或者更为明确

地说,非法获得、转移或使用跨境的资本。这主要可以分为三个方面:这些行为本身是非法的(如逃税等);这些资本是通过违法违规所得到的(如贩运矿物);这些资本被用于非法目的(如资助有组织犯罪)。因此,虽然“非法跨境资本流动”这个词越来越多地被使用,但目前在确切的定义上还是没有达成一致。

表1-1是彼得·鲁伊特总结的新兴经济体合法/非法跨境资本流动的逻辑分析框架。在表1-1中,只有中间一部分的跨境资本流动才是合法的,右列的案例均是非法的。即便有些跨境资本流动看起来对经济增长产生不利影响,但是将其定义为非法资本流动,这可能是一个政策错误,而且有关合法/非法跨境资本流动划分的法律也并没有给出明确的说明(Peter Reuter, 2012)。

表1-1 新兴经济体合法/非法跨境资本流动的逻辑分析框架

增长的净效应 (包括间接效应)	跨境资本流动规模增长的直接效应	
	直接效应为负 (流动是合法的)	直接效应为正或中性 (流动是非法的)
净效应为负 (一些流动即便是合法,也应当视为违法的)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 资本外流目的是合理避税 2. 为了规避某一个产业政策的限制 3. 资本外流是在现行政策框架下的一种政治行为 	资本外流与毒品、麻醉药等联系在一起
净效应为正或中性 (一些流动即便是非法的,也应当视为不违法的)	资本外流是一种在没有正式协议下的非限制性行为	<ol style="list-style-type: none"> 1. 非法支付给国外机构,为了寻求比国内更好的工作机会(例如:孟加拉国) 2. 对在一些发展中国家投资失败的关键技术进行回收利用,并且通过国内投资者增加投资 3. 由于缺乏产业政策,或者存在保护垄断等一些破坏性政策,导致一些国家出现资本外流

资料来源: Peter Reuter, *Draining development?: controlling flowing of illicit funds from developing countries*, World Bank Publications, 2012.

如果我们按照跨境资本流动的流动方向将其进行细分,就会发现,它可以细分成资本流入和资本流出。资本流出是指国内资本流至国外,也就是国内资本的输出现象,而且主要表现为外国对本国的负债增加、外国在本国的资产

减少、本国在外国的资产增加,以及本国对外国的债务减少。资本流入是指外资流入本国,也就是国内资本向外输入,且主要表现为外国对本国的负债减少、外国在本国的资产增加、本国在外国的资产减少,以及本国对外国的债务增加。

为了避免混淆,国际清算银行(2008)曾经对跨境资本流出和流入做出了界定,具体公式如下:

跨境资本流出=居民购买的外国资产—这些资产的销售额;

跨境资本流入=非本国居民购买国内资产—这些资产的销售额。

从国际清算银行(2008)的定义看,跨境资本的流出和流入可以是正值也可以是负值。举例来说,面向非本国居民的国内资产出售应当算成跨境资本的负流入,而不是跨境资本流出。跨境资本的净流量则是指跨境资本流入减去流出后的净值。

三、跨境资本流动的动机解析

由于跨境资本流动的大幅增加往往会伴随着宏观经济的大幅波动和系统性金融风险的放大效应,因此学界对跨境资本流动的关注度不断提升。目前学者们对跨境资本流动发生的动机有多种解释和阐述,最具有代表性的观点主要有:

1. 为了避险或投机动机

跨境资本流动是由于资产持有人疑虑或恐慌而引发的异常短期资本外流(Kindleberger,1937);跨境资本流动是游资的外流,该游资可能是由于追逐短期超额利润而形成的。这些游资对政府监管、税率的变化、各国利率的差异和汇率的波动非常敏感,它们往往会逃至利润更高的国家或区域(Cuddington,1986)。

2. 为了追求更高的福利

从历史上看,20世纪80年代拉丁美洲发生了非常严重的债务危机。为了追求更高的福利,该地区的居民将自己的资产或财富纷纷转移至境外(世界银行,1985)。跨境资本流动的目的也可能是将物质资料从经济不发达的国家或地区转移到经济发达的国家或地区(Tornell,1992)。此外,由于对征收或低利润率的担忧(除逃税和避税之外),也可能发生跨境资本流动。这些因素有助于解释新兴经济体的居民经常把资产转移到税率较高和银行存款的回报率名义上较低的先进国家管辖区的悖论。其中一些跨境资本流动具有破坏性,对它们采取风险防范措施可能对社会更为有利。

一个典型的案例是,如果政府的外部借款可以直接转化为国内居民在国外的私人资产积累,那么这种跨境资本流动就可能涉及债务累积。例如在菲律宾和一些撒哈拉以南的非洲国家,如果能够阻止这些债务累积的发生,那么这些新兴经济体的直接投资效应可能更好。此外,为了逃避环境限制、劳动法或者其他社会需要的降低利润的法规,有些新兴经济体也会发生跨境资本流动,而且这种跨境资本流动是非法的(Cerra & Saxena, 2008)。

3. 为了规避管理层的监管

一些学者也从规避管理层监管的视角对跨境资本流动的动机进行分析。为了规避管理层的监管,一些经济不发达的国家或地区出现了大量的资本外流,流动至监管相对宽松的国家或地区(Kim, 1993)。跨境资本往往会从经济不发达的地区流出,其目的是防止该国或该区域管理层对金融资产的监管(Dooley, 1986)。

4. 由于债务引发的跨境资本流动

如果一国的跨境资本流动的规模大幅增加,而且规模大幅增加通过债务的形式,尤其是债券和银行资本的形式实现的,那么这一现象就可以被称为由于债务导致的跨境资本流动。研究发现,在一些极端的跨境资本流动的样本中,大约有70%—80%的事件都是由债务所导致的。因此,使用风险衡量标准来解释以债务为主导的事件很重要;当风险厌恶情绪高涨时,债务主导的风险较小,反之债务主导的风险则较大(Kristin & Francis, 2012)。除了对国内经济增长发生冲击之外,债务对于国家层面其他变量的冲击在很大程度上是微不足道的。对于经济增长出现停滞的国家来说,债务有可能对国内经济增长发生负向冲击;而对于经济增长较为正常的国家来说,债务有可能对国内经济增长发生正向冲击(Forbes & Warnock, 2012)。

5. 迂回转出导致的跨境资本流动

有学者认为,20世纪八九十年代在印度的外商直接投资的重要部分来自毛里求斯等管辖区。一个合理的解释是,印度的这些资本大部分都是通过毛里求斯返回印度再投资的。这些跨境资本流动显然是隐藏的金融外流,并受到外商直接投资的监管不透明的影响(Schneider, 2003)。其他新兴经济体可能也存在着同样的问题。从严格意义上讲,这种资本流动可能并非是真的资本外流,而是资金在出境之后,还会以外资的形式返回至国内,并参与其经济活动。由于中国对国内外注册地址不同的企业的税收政策存在一定的异质性,境外的资本回流之后就可以享受更多支持的优惠政策,还可以在国内外投资中捕捉套利机会,这促成了迂回性跨境资本的频繁出现(贺力平、张艳花, 1992)。

第二节 跨境资本流动发生的机制

多年来,跨境资本流动受到各国研究者和决策者的高度重视,例如世界银行就多次发布各国跨境资本流动的相关报告。一些新兴经济体,尤其是亚洲、拉丁美洲和非洲国家的跨境资本流动较为严重。人们普遍认为,过去几十年来,这些大量的跨境资本流动已经成为许多新兴经济体的重要宏观经济问题。

在分析了跨境资本流动发生的动机以及对它的概念进行了界定之后,跨境资本流动发生的机制又是如何呢?接下来,笔者将通过数理模型来构建和论证跨境资本流动发生的理论机制。

在本节中,构建数理模型时使用的变量主要包含:一个国家或地区的利率 r_0 , 国外的利率 r_f ; 一个国家或地区的初始汇率 e_0 , 用直接标价法来衡量; Ω 表示一个国家或地区投资者的风险规避情况,它主要会受到经济增速、金融风险、国内外利率差异和汇率波动等多种因素的影响; P 表示投资者对期末汇率的预期价格。

在模型的初始期,假设投资者的资本为 1 美元,他可以选择在国内进行投资,也可以选择去国外投资。当在国内投资时,该投资者 1 年之后的收益等于利率 r_0 , 总的资本金就可以变为 $1+r_0$; 当在国外投资时,按照直接标价法,1 美元能够兑换为金额为 e_0 的国外的货币,该投资者 1 年之后的收益是 $e_0 r_f$, 总的资本金就可以变为 $e_0(1+r_f)$ 。

根据国际经济学的知识,假如投资者预计 1 年之后在国内进行投资的收益低于去国外投资的收益,这时才会发生较为严重的跨境资本流动,用公式可以表示为:

$$P \times (1+r_f)/e_0 > 1+r_0 \quad (1-1)$$

式 1-1 可以变换为:

$$(P - e_0)/e_0 > 1+r_f \quad (1-2)$$

假若投资者资本外流的主要动机是规避国内的风险,那么他在进行投资选择时不仅要考虑国内外投资收益率的差异,还要考虑国内投资的风险。此时式 1-2 可以写为:

$$(P - e_0)/e_0 > (r_0 - r_f)/(1+r_f) + \Omega \quad (1-3)$$

式 1-3 表明,跨境资本流动的规模与国内利率 r_0 呈现负相关的关系,

而与国外利率 r_f 呈现正相关的关系。在式 1-3 中我们也可以看出,如果投资者对期末汇率的预期价格,即 P 值的数值越大,此时可能本国的货币发生了贬值,跨境资本流动的规模可能就会越高。

基于以上分析,得出了发生跨境资本流动的重要条件:第一,当国内外投资的收益率不同时,即当在国外投资的收益率高于国内时,就容易出现资本外流;第二,当投资者预测到国外汇率升值、本国汇率贬值时,该国也容易出现资本外流。实践表明,在“逆全球化”的背景下,一些新兴经济体都出现了资本外流,而以美国为代表的发达国家则出现了资本流入,这也在一定程度上验证了上述理论模型的有效性。

第三节 提升跨境资本流动 监管水平的意义

当前,跨境资本流动成为各国学界和业界持续关注的热点问题之一,它对经济稳定增长的作用和导致的系统性金融风险的放大作用也日益明显。国际清算银行(BIS)、国际货币基金组织(IMF)等大型研究机构均表达了对中国跨境资本流动引发风险的担忧。^①

在以上背景下,测算中国跨境资本流动规模,梳理跨境资本流动与金融风险演化的传导机制和机理,对于防范其可能带来的系统性金融风险的放大作用无疑是十分重要的,也具有很强的学术价值和现实价值。

首先,在全球经济金融一体化的条件下,当“逆全球化”趋势来临、新兴经济体加大金融开放的步伐时,跨境资本流动可能对各国经济的发展形成影响,并引发系统性金融风险的放大作用。根据国际清算银行(BIS)的测算,近年来新兴经济体的跨境资本流动总规模呈现上升的态势,这些新兴经济体跨境资本来源的最重要一部分是企业 and 银行的贷款或外债,这些融资活动有可能导致新兴经济体的资产端和负债端匹配难度加大、宏观杠杆率大幅上升,最终可能对实体经济的发展形成一定的伤害。基于上述原因,新兴经济体包括中国的跨境资本流动,已经成为全球各国高度关注的课题。

当前,跨境资本流动经常被认定为是引发全球金融危机的一个重要因

^① 国际清算银行(BIS),英文全称为 Bank for International Settlement,它是由英、法、德、意、比、日等国的中央银行与代表美国银行界利益的摩根银行、花旗银行组成的银团,对于全球跨境资本流动有比较深入的研究。