



张斌：资本流动与货币政策选择



文/意见领袖专栏作家 张斌



把疫情形势作为给定条件，财政政策和货币政策的重要性就被放大了，比一般情况下更为重要。国内经济学界对采取补贴、救助等财政政策以及增加基建建设等方案具有高度共识。在货币政策方面，在国内经济低迷和中美利差扩大背景下，中国应该如何选择货币政策？是否需要降息？是否需要干预外汇市场并增加对资本流动的控制？这些方面还存在一些疑虑。这也是我们这里要讨论的问题。

资本流动的基本事实、

主要参与者和制度环境

首先，我们先来讨论一下资本流动的基本事实。

中国资本流动的统计可以分成两个口径，窄口径是官方标准统计的资本流动，不包括外汇储备的资本流动；宽口径是加入了误差遗漏项的资本流动。从图一中可以看到，两个口径的变化轨迹比较接近。

2014 年之前，我国大部分时间都是资本项目顺差，呈现出贸易顺差和资本项目顺差的“双顺差”格局。2014 年之后，特别是 2014-2016 年期间，大规模资本净流出，之后虽然稍微趋于平稳，但整体流出规模比流入规模要大。也就是说，非储备性质的资本流动中，资本流动格局自 2014 年以后发生了根本改变。

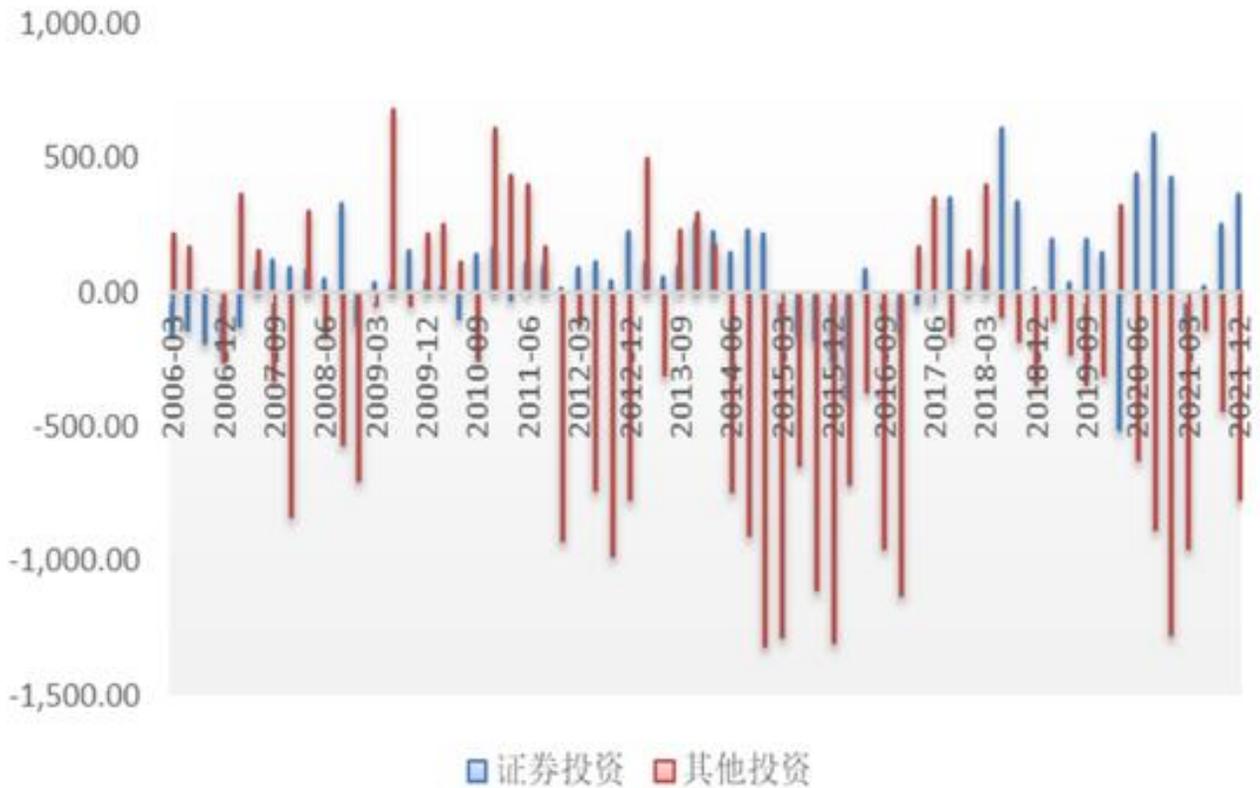
2014 年之前，我国持续干预外汇市场，央行大量买入外汇。从国际收支表构成上看，只有持续干预买入外汇积累外汇储备才可能出现经常项目和资本项目双顺差，否则不可能非储备的资本项目与经常项目都呈现顺差。2014 年之后，外汇储备一段时间被卖出、一段时间不干预，所以可以看到经常项目下为顺差，资本项目下是逆差。

图 1 2014 年之后，我国资本流动格局发生根本改变



同时，其他投资主导我国的短期资本流动，证券投资影响在提升。资本流动项目分为三部分：直接投资、证券投资和其它投资。其它投资是指居民相对非居民的银行存款、贷款、贸易信贷等项目下的资本流动。从中国资本流动情况来看，主导我国短期资本流动的是其它投资，不是证券投资和直接投资。

图 2 其他投资主导我国的短期资本流动



另外，中国资本流动的波动性是很大的，把中国资本流动跟发达经济体和其它新兴市场经济体相比，我国资本流动的异变性远远高于发达国家和其他新兴市场国家。

表 1 中国与其他经济体短期资本流动特征比较

经济体类型	统计量	证券投资资本	证券投资资本	其他投资资本	其他投资资本
		流入	流出	流入	流出
中国	均值 (亿美元)	18.8	12.5	14.7	39.7
	标准差 (亿美元)	23.4	17.5	45.1	43.6
	变异系数	1.2	1.4	3.1	1.1
发达经济体	均值 (亿美元)	429	322	247	227
	标准差 (亿美元)	302	262	523	533
	变异系数	0.70	0.81	2.12	2.35
新兴和发展中经济体	均值 (亿美元)	31.3	13.1	35.5	40.8
	标准差 (亿美元)	35.4	11.8	34.6	19.6
	变异系数	1.1	0.9	1.0	0.5

数据来源：国际货币基金组织

其次，资本流动主要有四类参与主体。一是外贸外资企业，包括海外投资企业，这是最主要的市场参与者。二是国内富裕阶层，但是个人资本流动会受到很多限制。三是国内外金融机构，比如国外基金公司和央行购买中国的债券。四是受到国内融资限制因而到国外融资的企业，比如地产商和平台公司向海外发债。

第三，制度环境方面，当前我国在资本流动方面采取了管道式的资本项目开放。在这种方式下，居民部门的跨境资本流动受到较多限制，而企业部门有更多渠道参与跨境资本流动。这也解释了为什么中国资本流动由其它投资主导，而不像发达国家由证券投资主导——因为在发达国家，金融机构代表了家庭部门较多地参与到资本流动中，而中国的家庭部门包括金融机构在这方面受到诸多限制，企业相对更加灵活，外贸外资企业可以

通过其它投资项目下做跨境类资本流动。

尽管我国家庭部门和金融机构受到很多限制，但也可以看到我们正试着在有管制的一定区域和渠道内做一些开放，包括允许合格国内投资者购买 B 股，QFII 和 QDII，RQFII，“沪港通”、“深港通”、“债券通”、“基金互认”，支持中小微高新技术企业一定额度内自主借用外债，开展合格境外有限合伙人（QFLP）和合格境内有限合伙人（QDLP）试点等。

资本流动的解释框架和实证研究发现

资本流动背后的原因非常复杂，对于经济学家来讲，研究这个问题的难点不仅是影响因素多，而且影响因素之间有密切的联系。A 和 B 都影响 C，A 和 B 之间又相互影响，这样分析起来就比较困难。

对此，首先把影响资本流动的因素分为内生变量和外生变量。内生变量是指一个模型跟其它变量有很强的联动关系，比如经济增长、利率、储蓄率、投资率、工资价格水平等。外生变量是指一个变量具有比较独立的性质，不受其他经济变量变化的影响。

外生变量又可以分为三类：一是外生政策变量，比如汇率制度、资本管制政策等；二是外生经济基本面变量，比如生产率、偏好、人口、贸易条件等；三是外生短期因素，主要指使价格变动具有泡沫性质的投机因素。

基于上述四类决定因素，对资本流动分析有两种解释框架或者两种语言体系。

一种解释框架是分析人民币汇率预期、利差、国内经济基本面等因素对资本流动的影响。媒体上有很多这类分析，大家也对此做过很多实证研究。但一些比较挑剔的学者并不认可这类语言体系，因为人民币汇率预期、利差、国内经济基本面这些变量联系紧密。

从数学角度来说，不能用内生变量解释内生变量，只能用外生变量解释内生变量。举一个例子，一个方程式组， X 、 Y 、 Z 是内生变量， A 、 B 、 C 是外生变量，你不能用 Y 和 Z 解释 X ，只能把 X 、 Y 、 Z 写成 A 、 B 、 C 的函数。从计量角度看，也不能用 Y 和 Z 解释 X ，因为 Y 和 Z 之间是紧密相关的。这样的回归结果不太可靠。

这就催生了第二种语言体系：只看外生变量，把内生变量扔一边，即分析外生政策因素、外生经济基本面因素、外生短期因素对资本流动的影响。第二种语言体系从理论上更干净，做实证也更可靠，但也有难点。

资本流动是热门话题，关于它有非常多的研究，特别有意思的一点是，很多研究的结论是一致的：人民币汇率升值、贬值预期和 PMI 指数在多数时间内对跨境资本流动影响很突出；利差在部分时间段影响中国跨境资本

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42493

