

跨境资本流动管理政策： 国际经验梳理*

◎郭嘉沂 张 梦

摘要：当前资本账户稳步开放背景下，我国坚持“宏观审慎+微观监管”的跨境资本管理框架。本文着重梳理跨境宏观审慎政策的国际经验。宏观审慎政策旨在逆周期市场化调节跨境资本流动和外汇市场顺周期波动。IMF的CFM是施加在居民或非居民资本交易以及相关转让或付款上的限制措施，旨在缓解跨境资本流动“激增”对经济体的短期冲击，与我国跨境宏观审慎政策相近。全球流动性以及风险偏好变化等外因会影响全球资本流向，最终不同新兴经济体汇率弹性等内生差异将决定资本流动失衡的“激增”程度。面对“激增”，IMF认为货币政策和财政政策仍是首选，只有当经济出现过热或衰退迹象时，或是货币政策、财政政策存在时滞的情况下才可实施CFM。CFM措施包括价格类、数量类、限制类和信贷管理类等工具，未来我国可在价格类CFM工具（类托宾税）上进行更多探索。

关键词：资本流动管理（CFM）

作者郭嘉沂系兴业研究外汇商品团队首席汇率分析师，张梦系兴业研究外汇商品团队助理分析师。

稳步推进资本账户开放是当前我国外汇市场改革的重要组成部分，而资本账户开放可能带来跨境资本流动冲击，进而增加金融系统和实体经济的脆弱性。因而在资本开放过程中，建立完善跨境资本管理框架和工具尤为重要。

2018年人民银行和国家外汇管理局多次强调遵循“宏观审慎+微观监管”的跨境资本管理框架。国家外汇管理局局长潘功胜在《外汇管理改革发展的实践与思考——纪念外汇管理改革暨国家外汇管理局成立40周年》一文中明确，宏观审慎是“从维护金融外汇形势稳定大局出发，逆周期市场化调节跨境资本流动和外汇市场顺周期波动，防止跨境资本流动冲击导致系统性金融风险”，政策工具包括风险准备金、类托宾税、全口径跨境融资宏观审慎参数等，以及银行外汇业务微观合规与宏观审慎评估框架（MC & MPA）；微观监管则是指“坚持功能监管理念，依法依规维护外汇市场秩序，严厉打击跨境套利和违法违规行，并保持监管政策和执行标准的跨周期稳定性、一致性和可预测性”。实践中宏观审慎和微观监管相互配合、互为补充。具体来说，宏观审慎政策随外汇市场预期变化而调整，对外汇市场羊群效应加以约束，在市场预期回归理性时调整至中性；而微观监管在不同经济环境下均需保持连贯的趋严态度。

本文重点关注宏观审慎政策的选择，我们将对IMF的相关研究和国际经验加以梳理。

一、CFM推出背景

在IMF体系里，MPM（宏观审慎措施）和CFM（资本流动管理措施）是不同的概念，但二者存在交叉。

MPM是指“使用审慎工具抑制系统性风险”，主要作用于境内居民的借贷行为，无需区分信贷来源于境内或是境外，具体措施包括（IMF，2013b、2014、2017）：（1）针对广义信用风险的工具（Broad-based Tools），例如逆周期资本缓冲（CCB）、杠杆比率（Leverage Ratios）、动态贷款损失准备（DPR）；（2）家庭部门工具（Household Sector Tools），应对信用过度扩张所致家庭部门脆弱性增加，例如贷款价值比率（LTV）、偿债收入比率（DSTI）、

调整部门资本要求（风险权重）等；（3）企业部门工具（Corporate Sector Tools），针对企业部门内部的系统性风险和外汇风险，例如限制企业部门信贷增长、管理商业房地产相关贷款价值比率（LTV）和偿债覆盖率（DSC），以及限制企业外汇信贷占信贷总额的比重等；（4）流动性工具（Liquidity Tools），管理流动性风险，尤其是防范经济脆弱性导致银行筹资和再融资能力下降可能引发的系统性风险，此外，流动性工具也可起到辅助控制信贷增速的作用；核心工具包括流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金比率（NSFR）；（5）结构性工具（Structural Tools），防范整个系统内部门和机构之间系统性风险的传染和扩散；实践中采取具体措施并未达成共识，IMF的讨论中增加风险部门的资本要求（风险权重）、在证券借贷和衍生品市场上引入最低保证金要求以及流动性工具均可一定程度上奏效；这类工具的目标在于一方面增强“大而不能倒”机构的抵御能力，另一方面阻止金融体系内风险超出控制，系统重要性金融机构被要求额外增加资本金即是有效的尝试之一。

表1 IMF体系下MPM工具纵览

MPM分类	目的	工具
广义信用风险工具	防范信用过度扩张风险	逆周期资本缓冲（CCB）、杠杆比率（Leverage Ratios）、动态贷款损失准备（DPR）
家庭部门工具	阻碍信用过度扩张向家庭部门传导	提升部门资本要求（风险权重）、贷款价值比率（LTV）、债务收入比率（DSTI）
企业部门工具	管理企业部门内部的系统性风险和外汇风险	限制企业部门信贷增长、限制商业房地产相关贷款价值比率（LTV）和偿债覆盖率（DSC）、限制企业外汇信贷占信贷总额比重
流动性工具	管理流动性风险，辅助控制信贷增速	流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金比率（NSFR）
结构性工具	防范系统性风险在不同主体和部门之间传染和联动	增加风险部门的资本要求（风险权重）、在证券借贷和衍生品市场上引入最低保证金要求、流动性工具、系统重要性金融机构管理

注：指标选择方面，CCB可选择“信贷占GDP比重”指标；DPR可选择“拨备相对净利息收入或毛利润比率”指标；家庭部门LTV/DSTI可选择“家庭抵押贷款增长率”、“房屋租售比”等指标；偿债覆盖率可选择“债务偿还占经营盈余比重”指标。

资料来源：兴业研究。

CFM则是指“限制资本自由流动”的措施，具体来说“对于居民或非居民进行的资本交易或者与资本交易相关的转让与付款的权利加以限制的措施”，主要作用于非居民参与的金融交易。比较来看，我国跨境资本宏观审慎管理同IMF体系下的MPM大相径庭，从概念上与CFM措施更为接近。

IMF始终未对资本账户可兑换作出强制要求。对于经常账户，IMF协定（Agreement of the IMF）明确规定“未经基金组织同意，各成员国不得对国际经常性交易的支付和资金转移实行限制”；而对于资本账户，IMF协定则表示“成员国可以采取必要的管制，以调节国际资本流动，但这种管制不能限制经常性交易的支付或者不适当地阻滞清偿债务的资金转移”（IMF，2016b）。

近些年来，IMF对资本流动管理的态度经历了一番变化。20世纪90年代IMF一直鼓励资本自由流动，并在1997年世界银行和国际货币基金组织年会上提出“将资本账户自由化列入IMF协定”的修改设想；然而1997年亚洲金融危机中资本账户开放的发展中经济体受到严重打击，使得这一提议破灭。随后2008年国际金融危机波及发达经济体，催发IMF就资本流动管理进行再度思考，经过讨论和研究后，IMF于2012年11月发布《资本流动自由化与管理：机构观点》，确立了CFM体系管理思路和实施框架。

当面临资本流动“激增”（surge）时，新兴经济体有借助CFM管理跨境风险的动力。IMF（2012a）设定两种方法来定义跨境资本流动的“激增”。其一是“门槛法”，即当经济体资本净流动^①占GDP比重（包括净流入、净流出两个方向）落在自身时间序列和全样本^②截面序列的前30%时，可视作资本流动“激增”；其二是“聚类法”，即当经济体资本净流动规模超过长期净流动趋势项的一倍标准差范围，可视作资本流动“激增”。

① 指非储备性金融账户。

② IMF（2012a）考察了56个新兴经济体1980年到2009年的面板数据，“门槛法”是指某个时间点经济体净流量占比既在自身时间序列的前30%，又在该时间点截面序列的前30%。

我们用“聚类法”对1980年以来发达经济体、新兴经济体和中国非储备性金融账户净流入数据进行处理，计算方式如下：

- 取 L =滚动5年净流入均值-滚动5年标准差；
- 取 U =滚动5年净流入均值+滚动5年标准差；
- 以 U 为上限， L 为下限，对样本数据进行标准化处理，方法是：分位数

数= $\frac{\text{样本数据}-L}{U-L}$ ；分位数 >1 代表资本流入“激增”，分位数 <0 代表资本流出“激增”。

结果发现（见图1），新兴经济体在2004年到2005年、2007年发生资本流入“激增”，在2014年和2015年发生资本流出“激增”；中国在1993年到1995年、2001年到2004年、2007年、2009年到2010年发生资本流入“激增”，在1990年、1997年到1998年、2008年、2012年、2014年到2015年发生资本流出“激增”。

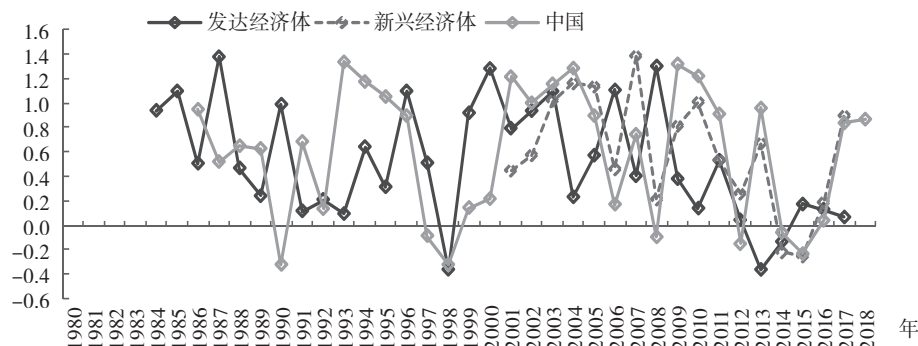


图1 聚类法测算资本流动“激增”

资料来源：CEIC，兴业研究。

IMF（2011a；2011b）进一步研究发现，资本流动“激增”受到推动型因素（push factor）和拉动型因素（pull factor）的影响。其中推动型因素包括全球流动性、发达经济体货币政策倾向、全球风险偏好等，属于外生变

量；而拉动型因素包括增长前景、宏观基本面、政策选择和制度有效性等内生变量。IMF发现，推动型因素往往影响资本流动流向以及整体的风险程度，拉动型因素则决定剧烈的跨境资本流动是否会形成“激增”以及“激增”发生的幅度。一般而言，外部脆弱性越大、汇率制度越僵化、经常账户逆差越严重、国际贸易和金融市场参与程度越高，跨境资本引发“激增”的可能性以及幅度越大。

总体来说，由外部政策环境变化所引起的新兴经济体资本流动失衡主要由外生变量决定，是不可逆转的，但及时正确的政策应对可以起到化解资本流动“激增”，避免更进一步恶化成危机的作用。CFM措施作为宏观政策的一部分，在此过程中起到重要作用。

二、资本流动“激增”时的政策选择

如何管理资本流动“激增”，IMF（2012b、2013a、2015、2016a）的核心观点是，资本流动管理是“最后防线”而非“首要选择”。以资本大量流出为例，未出现经济衰退和资产价格萎靡、汇率并未低估时，IMF建议首先采取汇率贬值、调升利率等措施；倘若国内出现通缩迹象时，可利用公开市场操作等对外汇干预进行冲销；倘若外汇储备相较出于预防角度的充足水平相对充裕，也可通过抛售外储等方式干预市场。IMF认为只有特殊情况下才可采取CFM措施：一是当调整宏观政策的空间有限时，例如经济出现衰退、汇率大幅贬值蕴含风险，进一步抛售外储是不恰当且过于昂贵的情况；二是当宏观政策传导需要时间时，例如财政政策的实施和见效较慢，货币政策传导渠道薄弱或是通缩预期具有较强惯性的情况（见图2）。

在CFM实施的过程中，一方面要遵从透明性、有针对性和非歧视性原则；另一方面一旦资本流出压力减轻，需逐步减少和停止CFM政策，以避免市场信号的长期扭曲。

实际经济表现和政策应对中，资本流出激增的经济体往往面临负产出缺

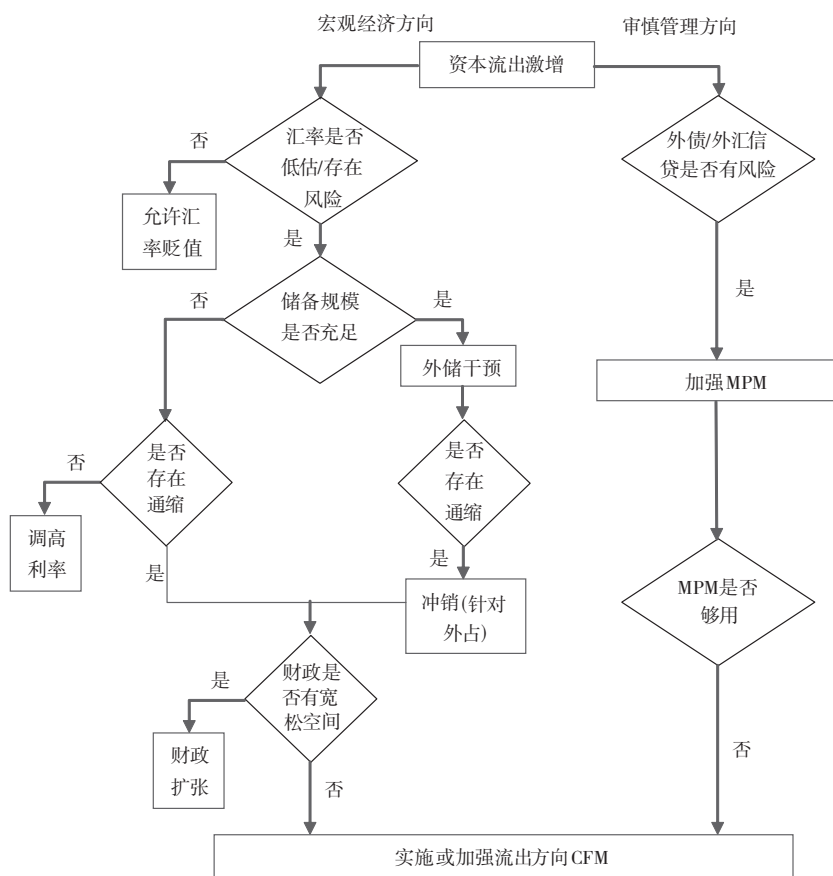


图2 资本外流政策应对

资料来源：IMF（2012a、2015），兴业研究。

口，汇率相对高估或与基本面基本一致（见表2）。

货币并未低估且资产负债表外汇敞口不大的经济体，汇率贬值是最大的缓冲器；汇率低估的经济体本币进一步贬值的空间有限^①，往往配合外汇市场干预或是上调利率、扩张财政等措施应对资本外流（例如韩国、马来西亚）。

① 根据IMF表述，这类经济体在资本外流期间货币贬值并未造成有效汇率加剧低估。

表2 2013年到2016年部分经济体应对资本外流

经济体	宏观环境				政策应对					
	产出缺口	通胀	实际有效汇率(前/后)	外储充裕	政策利率	名义有效汇率	外汇干预	财政政策	CFM	
巴西	+/-	↑	高/微高	√	↑	↓	√	扩张/紧缩	×	
智利	+/-	↑	平/低	√	↓	↓	×	扩张	×	
印度	-	↑/↓	平/平	√	↑	↓/↑	√	紧缩	×	
印度尼西亚	-	↓	高/平	√	↓	↓/↑	√	紧缩	×	
韩国	-	↓	低/低	√	↓	↑/↓	√	扩张	×	
马来西亚	-/+	↑/↓	低/低	√/×	↑	↓	√	紧缩	×	
墨西哥	-	↓	平/平	√	↓/↑	↓	√	紧缩	×	
菲律宾	+	↓	高/微高	√	↑	↓/↑	√	紧缩/扩张	×	
波兰	-	↓	平/平	√	↓	→	√	紧缩	×	
南非	-	↑/↓	高/微高	×	↑	↓	×	紧缩	×	
泰国	-	↓	平/平	√	↓	↓	√	扩张	×	
土耳其	-	↑	高/微高	√/×	↑	↓	√	紧缩/扩张	×	
中国	-	↓	平/平	√	↓	↓	√	扩张	√	
秘鲁	+/-	↑	平/低	√	↓/↑	↓	√	扩张	√	
俄罗斯	+/-	↑	高/平	√	↑	↓	√	扩张	√	
白俄罗斯	-	↑	高/微高	×	↑/↓	↓	√	紧缩	√	
塞浦路斯	-	↓	高/平	√	无	↓	无	紧缩	√	
希腊	-	↓	高/高	无	无	↓	无	紧缩	√	
乌克兰	-	↑	高/微高	×	↑	↓	√	紧缩	√	

注：“无”代表数据缺失；判断汇率是否高估依据IMF CGER（Consultative Group on Exchange Rate Issues）评估体系；倘若外储同短期外债和经常账户逆差之和的比值超过100%则认为外汇储备充裕。

资料来源：IMF（2016a），兴业研究。

货币政策专注于调节“内需”，基本参照通胀率进行调整，较常与外汇周期相逆。而财政政策常常受到财政空间有限的约束，逆周期调控的作用可能难以发挥。资本外流和本币贬值将使得外债负担加重，对于商品出口国而言，大宗商品价格下跌也将恶化财政状况，使得部分经济体“被迫”紧缩财政政策。

此外，大部分经济体抛售外汇储备来干预外汇市场，这使得部分经济体外汇储备大量削减（马来西亚、土耳其）；常规数量型干预占据主导，实施资本流动管理的经济体并不多。

三、CFM具体措施

各经济体在CFM工具箱方面进行了大量探索,总体来说可以分为四大类:价格类、数量类、限制类和信贷管理类(IMF, 2012a、2016a、2018)。

价格类工具主要是针对跨境资金流入/出、投资收益、外币计价资产/负债等征税(类托宾税),此外比较特殊的价格类工具是将本外币利差与国际收支相挂钩(金满涛, 2018),从而调控居民与非居民借贷行为,但这会损害货币政策独立性;数量类工具以针对远期和掉期交易、外汇存贷款、非居民资产负债等征收准备金为主要形式;限制类工具内涵广泛,包括限制金融机构外汇敞口头寸、外汇衍生品头寸、外汇存贷比、短期外债比率等,以及限制居民或非居民持有金融资产或负债的期限等;从国际经验来看,信贷管理类工具包括限制外汇贷款的借款人资格,例如规定有外汇收入的主体才可举借外债,或是限定企业借入外汇贷款用途,以缓解外币错配的风险。此外,不仅新兴经济体实施资本流动管理措施,发达经济体亦会,但更多是针对非居民购买本地住宅等行为进行限制(见表3、表4)。

借鉴海外经验,其一,我国现有的资本管理措施主要集中在数量类工具(对远期购汇征收准备金)、限制类工具(银行考核中限制货物贸易结汇与收汇比率等)和信贷管理类工具(限制房地产和城投企业举借外债),价格类工具主要体现在中间价逆周期因子和调节离岸人民币拆借利率上,未来在类托宾税等工具上可以进行更多探索。相较其他工具而言,价格类工具市场化程度更高,相比较“一刀切”的限制类工具和数量类工具更加灵活。具体来说,对证券组合和债务资金流动征税、对居民与非居民之间金融交易取得的收益(包括衍生品交易)征税、对衍生品合约征税等;税率也可根据资产和负债期限、资金流动规模或是国际收支失衡的程度进行调整,实行渐进税制。

其二,相较升值和资本流入,新兴经济体往往更“惧怕”贬值和资本流出,加之国际贸易摩擦和外部政治压力,使得流出方向CFM措施“严防

表3 CFM措施梳理

	类型	具体措施
流入方向CFM	税收	针对固定收益证券、股票、保证金存款、衍生品合约和FDI等流入 针对预付信用卡、借记卡、旅行支票和ATM 现金提款等支付 针对非居民对私营部门发行的固定收益证券所赚取的利息 针对非居民对国库券等赚取的利息 针对银行的非存款外币计价负债 针对与居民进行金融衍生品交易的非居民收益 针对非居民购买国债获取的利息和资本收益
	限制	针对银行外汇贷存比率 针对每日银行短期外债占资本比率 针对银行的外汇衍生品头寸
	持有期上限	针对央行债券
	准备金管理	针对外汇存款账户 针对非居民新增外汇掉期和远期交易 针对非居民负债 针对新购买的央票
流出方向CFM	税收	针对银行购买的外汇
	遣返要求	针对出口收益 针对所有外汇收益
	准备金管理	针对外汇远期合约及相关衍生品
	限制	针对从银行提取的现金 针对无本金交割外汇衍生品交易 针对国有企业净外资持有量 将非居民商业贷款到期日下调整到90天 针对个人与贸易无关的国际转移 针对在境外使用外币计价的支付卡 针对银行自有的每日购汇头寸 针对银行外汇敞口
	禁止	针对非居民一年以内到期的贷款 针对向国外转移资金 针对转移股息 针对银行外汇衍生品交易 针对提前偿还非居民贷款
	准入要求	针对购买外币
	其他	海外股息、利息、付款需要用外币 还有自有外汇前不能通过购汇来进行对外付款和转账

资料来源：IMF（2016a），兴业研究。

死守”，流入方向则相对宽松。但其实全球经济危机时期发达经济体大放水所致新兴经济体资本流入“激增”和资产泡沫“幻象”，正是发达经济体紧缩周期新兴经济体资本外流超出承受范围的“祸根”，IMF（2016a）也将资本

外流称作“资本流动逆转”(capital flow reversals)。此外,对于未实现自由浮动的经济体而言,汇率升贬方向弹性失衡会使得实际有效汇率倾向于高估,长期来看对经济造成负面影响。因此,对于大规模资本流入的监控和管理体系也应当受到新兴经济体的广泛重视。

其三,CFM起到阶段性“应急”之用,中长期来看,新兴经济体需要不断提高债券市场和多层次资本市场的发展,增加境内金融市场的深度和广度,方能增强对国际资本和短期限热钱的吸收能力,从根本上提高对资本流动的抵御力。

表4 部分经济体CFM措施不完全统计

经济体	时间	措施
澳大利亚	2015	对境外购买维多利亚州住宅的行为,在土地转让税基础上征收3%额外税(FPAD)
	2017	房地产开发商禁止向境外出售50%以上新住宅开发项目
加拿大	2016	安大略省对购买或收购特定地区住宅的非公民/永久居民征收15%投机税
新加坡	2011	对购买某些类别住宅征收买方额外印花税(ABSD),ABSD税率对居民和非居民是歧视性的
冰岛	2008	停止本币账户资本交易的兑换
		居民所得所有外币必须汇回冰岛
阿根廷	2001	限制银行提款,并对外币转账和贷款实施限制
	2011	当地保险公司禁止在海外投资(此前允许持有高达50%海外投资和资金)
马来西亚	—	限制银行净外汇头寸,包括持有现金和美元债券以及净外汇远期头寸
	1998	非居民转移出售马来西亚证券的收益转移需12个月等候期
泰国	1998	要求在岸银行不得参与和推动离岸林吉特衍生品交易
	1997	限制远期交易和引入出口
秘鲁	2010	对新购买国债的资本收益以及非居民利息收入征收15%预扣税
	2010	非居民购买央票的费用增至400个基点
	2010	对海外信贷额度和其他两年内到期的外部债务征收35%准备金
韩国	2015	对于外汇衍生品空头头寸超过2014年12月平均空头头寸100%,或是超过8亿美元的金融机构设立额外准备金要求
	2011	恢复利息收入和转移境外国债所获转移收益的预扣税
巴西	2008	对于外部贷款有关的资金流入征税,税率和税期各不相同
	2009	对证券组合和债务资金流入征收2%税收
印度尼西亚	2011	规定央行债券6个月持有期限,并限制短期国外借款占资本比重在30%以内
希腊	2015	除某些特定机构和个人,禁止在希腊银行开立账户
	2015	对每家银行自营和代客境外转移资金设立单日上限
乌克兰	2008	对非居民外币存款和贷款征收20%准备金,期限要求不超过183个自然日
	2014	禁止居民提前赎回外汇或与非居民签订外汇信贷(包括通过发布额外的贷款协议修正案)

资料来源:IMF(2012a、2016a、2018),兴业研究。

参考文献

- [1] 高秀成, 张靖, 刘飞. 跨境资本流动的宏观审慎管理工具研究[J]. 经济问题, 2018(4).
- [2] 金满涛. 跨境资金流动宏观审慎监管的国际经验及启示[J]. 河北金融, 2018(12).
- [3] IMF, 2011a, Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines.
- [4] IMF, 2011b, Analytics of Systemic Crises and the Role of Global Financial Safety Nets.
- [5] IMF, 2012a, Surges.
- [6] IMF, 2012b, The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View.
- [7] IMF, 2013a, Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows.
- [8] IMF, 2013b, Key Aspects of Macroprudential Policy.
- [9] IMF, 2014, Staff Guidance Note on Macroprudential Policy—Detailed Guidance on Instruments.
- [10] IMF, 2015, Managing Capital Outflows—Further Operational Considerations.
- [11] IMF, 2016a, Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View.
- [12] IMF, 2016b, Articles of Agreement of the International Monetary Fund.
- [13] IMF, 2017, Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows—The Role of Macroprudential Policies.
- [14] IMF, 2018, 2018 taxonomy of capital flow management measures.

Cross-Border Capital Flow Management Policy: International Experience

GUO Jiayi

ZHANG Meng

(CIB Research)

Abstract: Under the background of the stable capital account liberalization, China adheres to a macro-prudential and micro-regulated cross-border capital management framework. This article reviews international experiences of macro-prudential cross-border policies which aim to regulate the cross-border capital flows and the procyclical fluctuations of the foreign exchange market by counter-cyclical market management. The IMF's CFM is a restrictive measure imposed on resident or non-resident capital transactions and related transfers or payments to mitigate the short-term impact of cross-border capital flows on the economy, which is similar to China's macro-prudential cross-border policies. External factors such as global liquidity and changes in risk preferences will affect global capital flows. Ultimately, endogenous differences such as exchange rate flexibility in different emerging economies will determine the degree of surges of capital flow imbalances. In the face of "surge", the IMF believes that monetary policy and fiscal policy are still the first choice. Only when the economy is overheated or shows signs of recession, or when there are time lags in monetary and fiscal policies, CFM could be implemented. CFM measures include price, quantity, restriction, and credit management. In the future, China can conduct more exploration on price CFM tools (quasi Tobin tax).

Key words: CFM