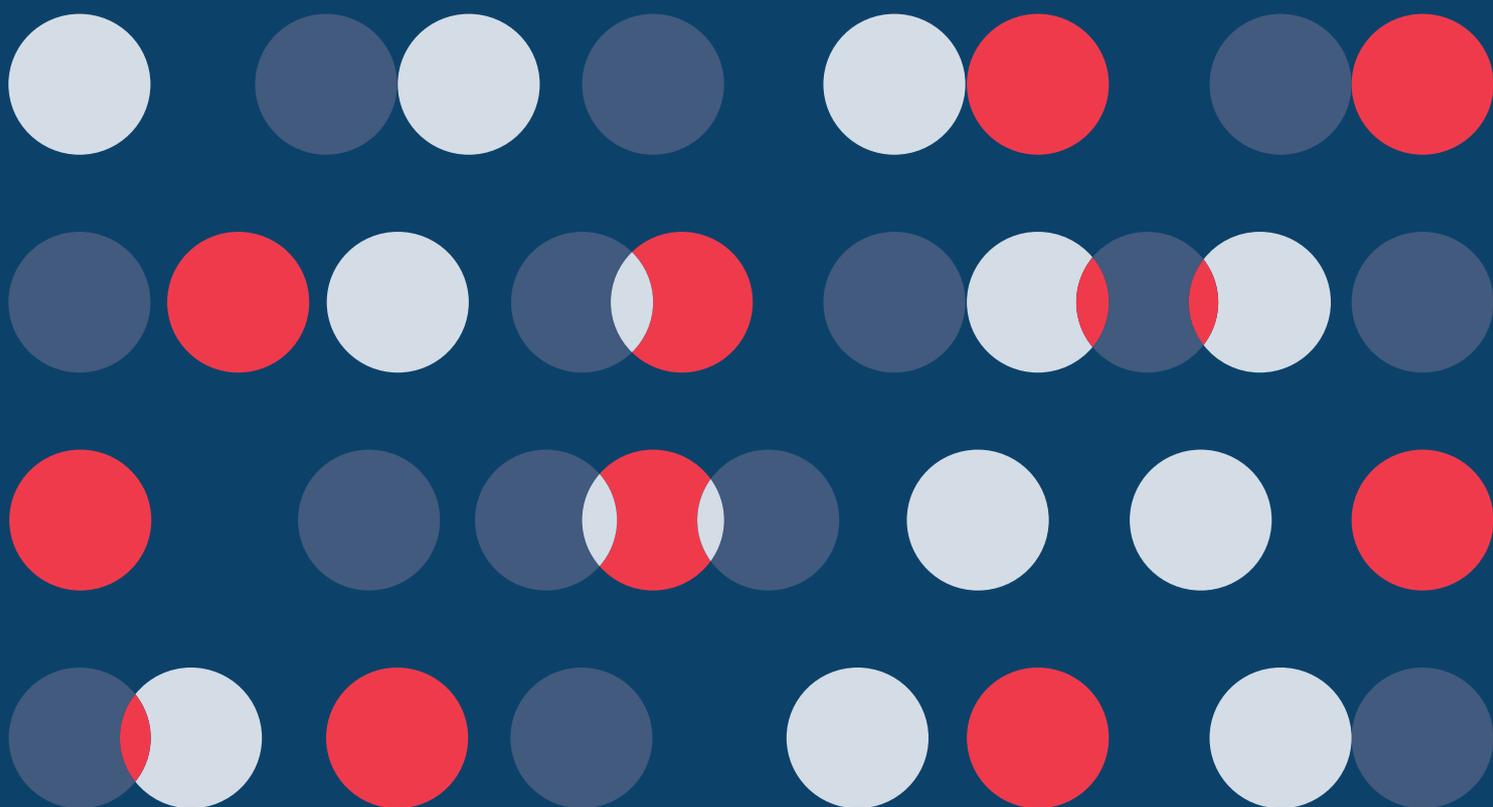


2018年10月

研究報告

跨境資本流動宏觀審慎管理與債券市場開放
— 國際經驗與中國探索



目錄

頁數

摘要	1
1. 國際貨幣基金組織(IMF)的跨境資本流動管理框架、工具和原則	2
1.1 國際資本流動監管態度的轉變：從鼓勵自由流動到傾向資本管理和宏觀審慎監管	2
1.2 IMF 資本流動管理工具和宏觀審慎監管框架	2
1.3 針對資本流入的管理	3
1.4 針對資本流出的管理	4
1.5 跨境資本流動管理需要遵循的原則	4
2. 內地跨境資本流動宏觀審慎監管框架的建立和演變過程	5
2.1 在資本流出或人民幣匯率面臨貶值壓力的宏觀環境下，內地採取的宏觀審慎措施	5
2.2 在資本流入或人民幣匯率面臨升值壓力的宏觀環境下，對宏觀審慎措施進行的回調	5
2.3 通過逆週期等調控手段，繼續推動宏觀審慎管理試點，有利於海外人民幣市場良性發展	6
3. 針對國內債券市場開放和資本流動，可採取哪些資本流動管理工具？	6
3.1 選擇管理工具時的原則和思路	6
3.2 「債券通」有助於對跨境資本流動實施宏觀審慎監管	6
3.3 可供選擇的具體措施	7

摘要

近期中國內地宣布數項宏觀審慎管理措施，包括調整境內人民幣外匯遠期交易的外匯風險準備金率，重啟中間價定價「逆周期因子」等，對緩解外匯市場波動起到積極作用。從 2015 年開始，內地逐步構建了跨境資本流動宏觀審慎監管框架，以保障境內金融市場平穩運行，有效應對潛在外部衝擊。本文回顧了全球宏觀審慎管理政策的國際實踐，並探討其在規範內地債券市場開放中的可行性。

2008 年全球金融危機以後，國際跨境資本流動監管框架發生重大轉變，國際貨幣基金組織(IMF)發布一系列政策文件與制度指南，對資本流動管理原則、主要工具、運用次序、政策效果等進行了全面分析和設計，為新興市場國家建立資本流動宏觀審慎監管框架提供重要依據。宏觀審慎管理是指通過一系列宏觀審慎指標和稅收工具，抑制系統性風險積累，以增強國內金融機構的穩健性（如提高外幣負債的資本充足率、貸存比、貸款價值比、對未平倉外匯淨敞口設限或限制外幣抵押貸款比率等）。2010 年以後，新興市場（如巴西、韓國等開放程度較高的國家）對資本淨流入已嘗試運用一定的宏觀審慎措施，以應對金融危機後實施的量化寬鬆政策所帶來的大量遊資，但在資本流出方面的運用實例尚不多見。

中國內地自 2015 年所構建的跨境資本流動宏觀審慎監管框架，具體內容包括：(1) 在資本流出或人民幣匯率面臨貶值壓力的時期，增加外匯風險準備金徵收比例至 20%、對境外金融機構在境內金融機構存款徵收存款準備金、在人民幣匯率中加入逆週期調節因子、採取本外幣一體化全口徑管理等一系列措施，對市場進行調控。(2) 在資本流入或人民幣匯率面臨升值壓力的時期，內地監管機構對前期政策進行了調整，將中間價報價模型中「逆週期因子」恢復中性；將外匯風險準備金徵收比例從 20%降為零；取消境外金融機構在境內存放準備金的要求；根據逆週期係數調控境內金融機構對境外人民幣業務參加行的賬戶融資規模，以及在全口徑跨境融資宏觀審慎監管框架下，允許境內企業在境外發行人民幣債券資金匯入等。

債券通的閉環、透明、可控的特點，可作為跨境資本流動的調節閥，便於監管者整體平衡跨境資本流動，掌握資本流動管理主動權，也有利於監測發債企業募集外資規模，更好地發揮宏觀審慎管理效力。參照 IMF 資本流動管理基本思路，本文對債券市場開放中可採取的措施作一簡單探討，包括：第一，針對境外居民投資境內債券市場，根據資本流入程度和非居民持有債券（即資本流入）的長短期限，將宏觀審慎原則納入稅費結構。通過透明、可預測的稅費結構，更有效地調節跨境資本的期限結構，減少短期資本流動帶來的衝擊。第二，針對境內機構投資境外市場（居民的資本流出），將金融機構持有與之相關的境外本、外幣債券統一納入監管口徑，調控外匯暴露風險。第三，繼續引入境外投資者，推動成熟具流動性的境內市場加速形成，更有效地應對跨境資本大量流入和流出帶來的衝擊。

1. 國際貨幣基金組織(IMF)的跨境資本流動管理框架、工具和原則

2008 全球金融危機及其後的量化寬鬆政策期間，新興市場國家經歷了資本大量流入、流出、再大量流入的過程。2007 年新興市場資本流入達歷史最高位 1.5 萬億美元，2008 年全球金融危機後，2008 年及 2009 年流入額分別銳減為 7,686 億美元及 5,674 億美元。隨後發達國家量化寬鬆政策實施，新一輪流入席捲新興市場，2010 年流入規模猛增至 1.2 萬億美元¹。

跨境資本流動「大進大出」對新興市場國家的金融穩定和貨幣政策獨立性帶來深遠影響。為應對資本大規模流出入給宏觀經濟與金融穩定帶來的挑戰，如何管理跨境資本流動，哪種管制措施更為有效，是新興市場國家以及國際社會需要面對的重要命題。

1.1 國際資本流動監管態度的轉變：從鼓勵自由流動到傾向資本管理和宏觀審慎監管

IMF 等主流國際機構傳統上傾向於國際資本應自由流動，強調新興市場應推動市場開放促進經濟增長，認為資本管制容易規避且無效，並不贊成對資本流動實施管制。但是 2008 年全球金融危機爆發以後，全球金融系統受到嚴峻考驗，一向主張資本自由化的 IMF 也漸趨軟化態度，並重新考慮資本管制的合理性與正當性，2010 年春季 IMF 發布《全球金融穩定報告》，正式承認資本流動有其風險，鼓勵資本流入國可以宏觀經濟與審慎政策等工具搭配使用。此後，IMF 董事會討論通過了一系列政策文件，2012 年年底、2013 年 4 月先後發布制度觀點(Institutional View)與指南文件(Guidance Note)，形成一個較完整的資本流動管理框架，對資本流動管理工具及其運用、資本流動監管、資本項目自由化等都進行了制度設計。遵循此框架，新興市場國家開始逐步建立宏觀審慎管理政策，與其他資本管理工具搭配使用，以取代資本管制措施或減少其對市場的扭曲。

1.2 IMF 資本流動管理工具和宏觀審慎監管框架

根據 IMF 的定義，資本流動管理工具(Capital Flow Management Measures, CFMs)包括了行政手段、稅收在內的一系列措施，控制資本流動規模或影響資本流動的結構。具體包括：(1)通常意義上的資本管制，針對不同居住地採取相應跨境資本交易管理工具(residency-based CFMs)；(2)宏觀審慎措施，主要目的是減低資本流動對整體金融系統的負面影響（而非限制資本流動本身）。宏觀審慎措施實施的對象是以交易幣種而非主體居住地進行劃分，政策工具以限制境內主體的外債融資能力或信貸規模為主要目標，避免跨境資本流動對銀行體系的整體信貸規模造成影響，保證金融機構的穩健性。

在具體實踐中，宏觀審慎監管框架通過建立一系列宏觀分析指標和管理工具，抑制系統性風險的積累。這些工具主要以規管銀行借貸、負債規模和外幣交易為主，從而避免過度跨境借貸及資本流入對宏觀經濟和金融體系造成影響。以下說明一些宏觀審慎管理工具的國際運用。

(1) 與外匯交易相關的宏觀審慎管理工具

這類措施的實施對象主要是本地銀行，通過設定銀行體系的外匯頭寸上限來調控銀行外匯風險敞口，以降低銀行對短期外幣負債的依賴，減少誘發系統流動性風險。具體工具包括銀行外匯敞口限制、外匯資產投資限制、外匯貸款限制、本外幣負債差別準備金率等。

在新興市場國家中，韓國對這些工具的運用具有成功經驗。2010 年 6 月，韓國金融當局頒布了一系列宏觀審慎措施，防止外匯交易過度槓桿化，限定內資銀行和外資銀行的外匯衍生品頭寸數量上限，分別規定其不能超過資本金的 50%和 250%，從而限制銀行利用美元短期負債從事外幣交易的能力。此外，印尼、秘魯等國家也採取過類似措施，對內資銀行和外資銀行持有的外匯衍生品頭寸數量、銀行的短期外匯借款額度實施一定限額管理。

¹ 數據來源：IMF. *World Economic Outlook*. 2014 年 4 月。

(2) 對銀行外幣存款或非核心外幣短期負債徵稅

具體措施包括對銀行的非居民短期負債與其資本金的比例實施限制、對不足 1 年的銀行非存款外幣負債徵稅等。2010 年 12 月，韓國金融當局宣布對本國銀行和外國銀行分行的外幣負債課徵「宏觀審慎穩定稅」，稅率隨期限的增加而遞減。研究顯示，韓國 2010 年採取旨在限制外幣交易的措施後，銀行短期外幣借款下降，對國外融資衝擊的脆弱性也隨之下降。儘管宏觀審慎政策不能代替必要的宏觀經濟政策調整，但已發揮一定作用²。

(3) 利用資本充足率、準備金比率、貸款價值比(LTV)、債務收入比(DTI)等指標調控

跨境資本流動可以對銀行部門造成很大風險，比如增加了與外幣貸款相關的信用風險、外幣敞口造成的貨幣風險等。降低銀行外幣貸款或資產風險的主要措施可以是徵收較高的外幣貸款資本金要求，提高外幣負債的準備金要求，或提高特定類型貸款在計算資本充足率時的風險權重。針對資產價格快速上漲，可降低貸款比例，提高保證金要求等。這類工具一般用以降低系統性風險，可以是以標價貨幣(currency-based)為徵收基礎，而非針對交易方居住地(residency-based)。

1.3 針對資本流入的管理

根據 2011 年 IMF 提出的資本流動管理政策框架，針對資本流入可選擇的工具包括宏觀經濟政策、宏觀審慎管理政策和資本管制，針對不同跨境資本流入的渠道和資本監管的適應程度，所產生的政策效果各不相同。

一般來說，宏觀經濟政策用以應對資本流入導致的宏觀經濟風險；宏觀審慎政策用以應對資本流入導致的金融風險，如不足以應對時，則以資本流動管理工具（即資本管制）作為補充。

第一，如果資本流動是通過宏觀經濟渠道對本國經濟造成影響的，比如資本急劇流入造成貨幣升值、外匯儲備過度增加、增加貨幣政策操作的沖銷成本，可首先考慮通過宏觀經濟政策操作來降低資本流入的影響。

第二，如果資本流動是通過金融渠道影響本國經濟金融穩定的，則首先考慮採取不同的工具以加強對本國銀行、金融體系的宏觀審慎管理來應對資本流入。這又分為資本通過受管制金融機構（主要為銀行）流入和通過其他渠道流入這兩種情況下的管理措施（見表 1）。

表 1：資本流入的兩種渠道及使用的不同管理工具

1. 資本通過受管制的銀行體系流入的情況	
過度依賴短期融資為長期貸款提供資金	存在銀行負債結構的風險，可綜合使用宏觀審慎政策（如本、外幣差別準備金率）與資本管制（如對外借款限制、提高非居民負債準備金率）等以降低負債結構風險。
銀行資產風險（包括存在外幣貸款的信用風險與外匯敞口的匯率風險）	如最終借款人（如企業或家庭）借入外幣但收入為本幣時，會給銀行帶來信用風險，需嚴格監控銀行的外幣貸款（提高外幣貸款的資本要求、對無風險對沖借款人有借款限制）；如銀行借入外幣貸出本幣亦須承擔匯率風險，此時需收緊外幣敞口、提高外匯流動準備比例等。
資本流入造成了銀行貸款增加，信貸擴張造成一定的宏觀經濟風險	可採用合適的宏觀審慎政策抑制本、外幣信貸擴張，如同比例提高存款準備金率（或採用本、外幣負債差別準備金率）、提高某些類型的貸款在計算資本充足率時的風險權重、強化貸款分類標準等，這些措施可提高銀行貸款利率，抑制信貸增長。
資本流入造成了銀行貸款增加，導致資產泡沫	如果銀行貸款導致資產價格泡沫，則可以宏觀審慎政策應對，如採取逆週期資本金要求、降低擔保品的貸放率（特別針對房地產貸款）、提高邊際準備金率（針對股票貸款）。如宏觀審慎政策無法及時有效處理以上風險時，則資本管制是可取的工具選擇。

² 資料來源：〈亞洲運用宏觀審慎政策降低風險〉，IMF Blog 網站，2014 年 4 月 30 日。

表 1：資本流入的兩種渠道及使用的不同管理工具

2. 資本繞過受管制金融機構，流入境內市場的情況	
私人部門（非金融實體）直接從國外借貸，導致貨幣風險	2008 年以後大量新興市場國內借款人被較低利率吸引而承擔了過高貨幣匯率風險。實施資本管制對未對沖的借款人（即主要收入非外匯的公司或家庭），特別是對風險較高的負債形式，或禁止國內（非金融）實體借入外匯，可能是適當的。
非金融單位直接於海外借款，導致資產價格膨脹甚至泡沫化	這類借款易於繞過對國內銀行體系的監管措施，加大了境內市場的金融槓桿，貨幣政策與審慎政策都無效，此時有效辦法是直接限制其向外借款（及採取其他的補充工具）。

資料來源：“Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, *IMF Staff Discussion Note*, 2011。

1.4 針對資本流出的管理

資本流出是經濟金融開放的正常現象，主要資本流出的渠道包括國內投資者向國外市場分散其投資組合、國內企業向外擴張，外商直接投資的收益的匯出，等等。如果外流規模較小，或外流規模雖較大但並不至引發危機，可通過宏觀經濟政策調整予以應對。如果出現了突然的、持續的、具有一定規模的資本流出，並損害宏觀金融穩定，則需要考慮到多種因素，成本以及在限制資本外流方面的綜合有效性，選擇相應措施。

根據 IMF 的資本流動管理原則，一般針對資本流出的管理措施是暫時性的。針對資本流出的管理工具應基於各國的具體情況，如行政管理能力、現行資本項目開放度等，管理範圍盡可能廣泛且隨國內情況變化不斷調整。具體措施包括：以居住地為劃分標準的措施 — 限制居民向國外投資與轉移、限制非居民出售國內投資並匯出，如對證券投資所得兌換設置最低停留期、對收益轉移徵稅等；不以居住地為劃分標準的措施 — 包括禁止本幣資產的兌換與轉移、限制非居民提取本幣存款。

1.5 跨境資本流動管理需要遵循的原則

2008 年金融海嘯後，新興市場開始嘗試實施宏觀審慎管理措施，針對資本淨流入為主（主要集中在 2009-2010 年期間，巴西、韓國和泰國等資本項目開放程度較高的國家），用於應對金融危機後實施的量化寬鬆政策所帶來的大量遊資流入和貨幣升值壓力。而在涉及資本流出方面，運用實例並不多。在具體使用中，新興市場國家在考慮各樣政策工具時，需綜合考慮如下原則：

- (1) 資本賬戶開放後，對匯率影響不大的、一定程度上的資本波動及流出屬於正常的經濟金融現象，對此並不需要使用專門的資本流動管理措施。
- (2) 宏觀經濟政策、宏觀審慎管理政策和資本管制均可作為管理資本流入的應對工具，在選用上先後次序，具體取決於跨境資本流入的渠道和本國的實際情況（如本國金融市場發達的程度、行政執行能力、資本項目開放度、制度與法律約束、與國際社會的借貸關係等）。
- (3) 根據資本流入的影響渠道的不同，可優先考慮以宏觀經濟金融政策調整和宏觀審慎管理工具，來抵禦資本流動和匯率波動。
- (4) 流入管理是流出管理的預防性措施。為緩和資本流出對本國市場所帶來的影響，可遵照 IMF 資本流入政策框架，提前對資本流入實行管理。

2. 內地跨境資本流動宏觀審慎監管框架的建立和演變過程

2.1 在資本流出或人民幣匯率面臨貶值壓力的宏觀環境下，內地採取的宏觀審慎措施

從 2015 年開始，人民銀行已經將跨境資本流動納入了宏觀審慎管理範疇，分別針對在岸和離岸市場主體的順週期加槓桿行為，以及外匯市場過度投機行為推出一系列的管理措施。具體工具包括：增加外匯風險準備金徵收比例至 20%、對境外金融機構在境內金融機構存款徵收存款準備金、在人民幣匯率中加入逆週期調節因子、採取本外幣一體化全口徑管理等一系列措施，建立了跨境資本宏觀審慎監管框架（見表 2）。

表 2：2015 年至 2018 年年中，內地採取的主要宏觀審慎措施	
1. 針對跨境資金流動採取的宏觀審慎管理	
針對境內主體通過借用外債加槓桿行為	2015 年中國人民銀行建立了對上海自由貿易試驗區跨境融資的宏觀審慎管理模式。2016 年 4 月將本/外幣一體化的全口徑跨境融資宏觀審慎管理措施 ³ 進一步擴大至全國範圍內的金融機構和企業。
針對離岸市場的人民幣	2016 年 1 月，中國人民銀行對境外金融機構在境內金融機構的人民幣存款開始徵收正常的存款準備金率，2017 年 9 月該存款準備金要求降低至零。
2. 針對外匯市場的過度投機行為採取的宏觀審慎管理	
針對外匯市場需求	2017 年 5 月，人民幣中間價定價機制中新增了逆週期調節因子，主要目的是適度對沖市場情緒的順週期波動，緩解外匯市場可能存在的「羊群效應」。2018 年 1 月「逆週期因子」恢復中性，2018 年 8 月復又重新啟用。
針對境內的外匯市場	2015 年 8 月底對銀行遠期售匯以及人民幣購售業務採取宏觀審慎管理措施，要求金融機構按其上月遠期售匯（含期權和掉期）簽約額的 20% 交存外匯風險準備金，2017 年 9 月 11 日外匯風險準備金徵收比例從 20% 降為零，於 2018 年 8 月重又恢復至 20% 以維持人民幣匯率在合理均衡水平的穩定。

資料來源：根據人民銀行公布的相關政策整理。

2.2 在資本流入或人民幣匯率面臨升值壓力的宏觀環境下，對宏觀審慎措施進行的回調

2017 年下半年以後，隨著外匯市場上人民幣貶值預期逐步減緩，內地又進行了新的逆週期調控，將前期的宏觀審慎措施進行了回調或恢復，進一步推動人民幣國際化向前發展。

第一，在人民幣匯率方面，對中間價報價模型中的「逆週期因子」進行了調整，由各報價行根據宏觀經濟等基本變化以及外匯市場的順週期程度等，自行設定「逆週期因子」，使中間價報價模型中的「逆週期因子」恢復中性。

第二，發布了《中國人民銀行關於調整外匯風險準備金政策的通知》（銀發[2017]207 號），對《中國人民銀行關於加強遠期售匯宏觀審慎管理的通知》（銀發[2015]273 號）進行了調整，將遠期售匯業務的外匯風險準備金徵收比例從 20% 降為零。

第三，跨境融資方面，2018 年 1 月 5 日人行發布了《關於進一步完善人民幣跨境業務政策促進貿易投資便利化的通知》（銀發 2018 年 3 號文），對境內企業在境外發行人民幣債券作出明確規定：按全口徑跨境融資宏觀審慎管理規定辦理相關手續後，境內企業在境外發行人民幣債券，可根據實際需要將募集資金匯入境內使用，反映出內地將利用宏觀審慎監管框架，「鬆綁」企業海外發債的條件，進一步促進離岸人民幣債券市場發展。

第四，2018 年 1 月 19 日，人行又對商業銀行人民幣跨境帳戶融資業務進行了逆週期調節，規定人民幣跨境帳戶融資上限將由商業銀行人民幣存款餘額和逆週期系數決定，逆週期系數為 3。

³ 跨境融資是指境內機構從非居民融入本/外幣資金的行為。全口徑指在跨境融資層面上統一了本外幣、中外資主體、短期與中長期管理。目前內地對銀行類金融機構跨境融資採取宏觀審慎管理措施。

境內代理行向境外人民幣業務參加行提供的賬戶融資，曾是推動跨境貿易人民幣結算的一項重要安排。2015年「8.11」匯改⁴後，為穩定離岸人民幣市場，內地曾嚴格控制商業銀行對境外參加行的賬戶融資規模。2018年1月19日政策調整，將原有的行政控制調整為逆週期系數調節，為配合宏觀調控政策、促進人民幣國際使用，留下了政策操作空間。

2.3 通過逆週期等調控手段，繼續推動宏觀審慎管理試點，有利於海外人民幣市場良性發展

根據孫國峰等（2017）研究表明，相對於資本管制，宏觀審慎管理從全域的角度出發，通過市場化調控手段進行逆週期調節。在目前人民幣匯率已具一定靈活性的情況下，宏觀審慎管理相對更優。十九大報告中也明確提出健全貨幣政策和宏觀審慎管理政策雙支柱調控框架。

2015年以後人行對跨境人民幣管理工具進行優化，分別針對外匯、跨境貸款、流動性等多個領域推出宏觀審慎的政策試驗，既支持合法合規資金流出，也支持合法合規的資金流入。在具體操作中，有針對性地實施宏觀審慎指標進行控制，更有利於人民幣繼續推進國際化進程和離岸人民幣市場的良性發展。

3. 針對國內債券市場開放和資本流動，可採取哪些資本流動管理工具？

3.1 選擇管理工具時的原則和思路

長期性資本流動有利於資源在全球範圍內的合理配置，促進國民經濟增長，但如果資本流入短時間內超出本國宏觀經濟政策調整能力與金融市場吸收能力，就可能對宏觀環境產生影響（如匯率升值過快，引起資產價格上升，形成宏觀經濟風險），需要抑制資本流入（或改變流入結構），提高金融體系穩定。

根據IMF資本管理的基本思路，針對國內債券市場開放的跨境資本流動，在選擇相關管理工具時可基於以下原則和思路：

- (1) 出現資本流入時應採取何種資本流動管理工具，具體視乎資本流入的規模（是否已導致宏觀金融風險）、資本流入性質（長期還是短期）和流入渠道（是通過銀行系統還是非管制金融機構）。宏觀經濟政策、宏觀審慎管理政策和資本管制均是管理資本流入的應對工具，它們各自承擔相應功能，選用上有所先後次序，綜合運用時可具體取決於跨境資本流入的渠道和監管的適合程度。如果資本流入屬長期性質，且主要作用於宏觀經濟整體環境（而非銀行體系），則可更多依賴於宏觀經濟政策加以調整。
- (2) 緩解資本流入的另一個選擇是允許資本有序流出。2017年下半年後，人民幣對美元整體呈現升值態勢，對一籃子貨幣保持基本穩定。在此情形下，內地對前期實施的宏觀審慎措施相應進行了回調或恢復。如果在適當時機下能夠開通「債券通」下的「南向通」，更有利於資本雙向流動，減少資本單向流動對匯率的壓力。
- (3) 建議選擇易於執行、便利實際操作的管制措施。價格型工具（如對資本流入徵收稅費）更透明、易於執行，對短期資本流動徵稅帶來的社會成本也較低，可以優先使用。

3.2 「債券通」有助於對跨境資本流動實施宏觀審慎監管

第一，債券通的閉環、透明、可控的特點，可作為跨境資本流動的調節閥，便於監管者整體平衡跨境資本流動，掌握資本流動管理主動權。

首先，債券通實現了跨境資金的閉環循環，即當期人民幣的資本流出、流入相當於未來的人民幣在渠道內定向回流；其次，資本流向信息透明，可及時監測對境內市場的影響，有利於監管機構根據資本流向及時出臺措施調控資本流入，並進行實時的逆週期管理；再次，債券市場本

⁴ 2015年8月11日，內地央行啟動人民幣對美元匯率中間報價機制改革，此次改革被普遍視為人民幣匯率市場化改革的重要一步。

身與宏觀經濟週期聯繫更為緊密，無論是企業債務融資活動或跨境資本流向，債券通是更及時、動態的觀察窗口，便於進行逆週期調節。

基於債券通的閉環、透明、可控的特點，監管者可利用稅費、逆週期調節等手段更有效地調控跨境資金流向，將債券通作為跨境資本流動的調節閥，整體平衡跨境資本流動。

第二，債券通有利於監測發債企業募集外資規模，發揮宏觀審慎管理效力。

目前跨境資本繞過宏觀審慎管理的一個做法是，企業通過海外子公司到境外市場發行債券募集資金，存放於國內銀行作為抵押，從而導致國內信貸擴張。這種以境外公司發行外幣債券所產生的外幣債務，並不能在以居住地為基礎的國際收支賬戶中得到直接反映，因而掩蓋了企業真實的外債規模，易於繞過宏觀審慎調控措施，導致貨幣錯配風險。

債券通為資金閉環設計，在此渠道內，無論是外資流入的規模、投資標的，債券交易都能清晰地納入宏觀審慎監管框架，便利監管者對企業融入境外資本的情況進行監控。

第三，當前外資流入債市整體規模仍有限，可更多依賴宏觀經濟政策進行調整。

2018 年 3 月底，境外機構在國債市場中的持有量佔比為 5.85%，在國內債券市場整體佔比為 1.90%⁵，與其它國家相比外資機構持有佔比相對較低⁶。然而，債券市場外資淨流入規模明顯擴大。2017 年境外機構和個人投資境內債券市場增長達 3,462 億元人民幣，2018 年第一季度境外機構和個人持有國內債券較去年底增加了 1,622 億元人民幣，幾乎接近上年增加量的一半⁷。

相比之下，國際收支賬戶中其他項目（包括貨物和服務貿易、直接投資賬戶）所涉及的跨境資本流動對匯率的影響相對更大。根據前文所述的資本流動管理基本原則，如資本流入屬長期性質，且對宏觀經濟影響更大，則可更多依賴宏觀經濟政策調整，包括放寬匯率波動彈性、鼓勵企業雙向跨境投資等，引導資本雙向流動。

3.3 可供選擇的具體措施

第一，針對境外居民投資境內市場（非居民的資本流入），將宏觀審慎原則納入稅費結構設計。

對某些特定證券（包括債務與股票資本）徵收流入稅是應對資本流入的主要方式。2008 年以後，韓國、巴西等國曾運用這種方式（見表 3）。從政策效果來看，對資本流入徵稅可顯著控制本幣升值。

措施類別	實施國	具體措施
無息準備金、金融交易稅	巴西、智利	2011 年 1 月巴西規定銀行按貨幣市場美元空頭頭寸繳存無息準備金，期限 90 天，同年 7 月對期貨市場的美元空頭倉位徵收 1% 的金融交易稅；智利對短期資本流入收取無息準備金。
準備金要求	土耳其	2011 年引入外匯繳存里拉準備金機制(reserve operation mechanism, ROM)和差別折算系數(reserve operation coefficients, ROC)，吸納流動性並提高外匯儲備規模。
宏觀審慎穩定稅	韓國	為應對資本流入壓力，2011 年開始對國內和國外銀行持有非核心類外幣負債徵收宏觀審慎穩定稅。

⁵ 資源來源：中央國債登記結算有限責任公司。

⁶ 可參見刊於香港交易所網站之研究報告《進軍中國境內債券市場—國際視角》，2017 年 5 月。

⁷ 資源來源：人民銀行網站數據。

表 3：資本流動宏觀審慎政策的部分國際實踐

對利息收入徵稅	韓國	2009年5月對外國投資者免徵所得稅。2011年1月恢復對外國投資者債券投資的利息收入徵稅，以抑制不斷上升的非居民對韓國國債的投資(第二輪量化寬鬆措施之後)，這項措施使居民和非居民之間恢復了公平競爭。
---------	----	--

資料來源：“Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, *IMF Staff Discussion Note*, 2011；中國人民銀行、國際貨幣基金組織聯合研討會《資本流動管理：國際經驗》，2013年3月。

通過透明、可預測的稅費結構，可促使投資者在比較短期流動性的收益成本之間進行自主選擇，以價格型工具調節境外資金跨境投資行為，從而更有效地調節跨境資本流動的期限結構，減少短期資本流動帶來的衝擊。

第二，針對境內機構投資境外市場（居民的資本流出），將金融機構持有與之相關的境外本、外幣債券納入監管口徑，調控外匯暴露風險。

如果銀行受監管的資本是本幣計價，同時又持有外匯資產，則銀行的資產和收益價值會受匯率變動影響。從審慎監管出發，需要重新評估銀行管理外匯敞口的能力，防止在匯率走勢逆轉的情形下，外匯資產價值波動對銀行資本充足率、信貸質量、以及流動性造成影響。

在內地現有的資本管理工具中，已經將銀行機構的外匯敞口限制、外匯資產投資限制納入了宏觀審慎監管框架。金融機構如逐步通過債券通、合格境內機構投資者(QDII)等渠道繼續增持外幣資產，可以考慮將境外的本幣債券和外幣債券納入相應監管資本、風險準備金等風控指標，分別計算資本佔用，以提高對其資本充足率的要求，並按照本幣和外幣分別進行流動性風險識別和監測，以減少銀行資產負債幣種錯配帶來的風險。

第三，建議繼續引入境外投資者，推動成熟具流動性的境內市場加速形成，更有效地應對跨境資本大量流入和流出帶來的衝擊

長遠而言，進一步發展成熟具流動性的本國市場是應對外來資本衝擊的更有效方式。開放市場可促進參與主體的多元化，能降低匯率波動及資本流動對市場的不利影響。由於國際化的參與主體更加成熟，帶動了本地市場流動性的改善，並擴寬了本地市場的深度和廣度，特別是引導國外資本進入長期債券市場，比如國債市場和地方政府債券市場，加速匯率、固定收益類風險對沖產品的開發，可更好地吸收資本流入、流出對宏觀經濟的衝擊，進一步增強債券市場與其它市場的系統穩定性。

具體而言，擴寬市場的深度和廣度的市場開放措施包括：(1)可根據宏觀審慎監管原則，適時推出債券通的「南向通」，完善資金雙向流通機制；(2)推進人民幣債券加入國際債券指數，包括花旗全球國債指數(WGBI)、摩根大通國債-新興市場指數(JPM GBI-EM)等，促使更多國際投資者進入中國債券市場，促進參與主體的多元化⁸；(3)在人民幣匯率雙向波動趨勢明顯的情況下，豐富和完善相應的風險對沖產品，為投資者規避匯率及利率風險提供工具，從而進一步提升中國金融市場的風險緩解能力和定價效率。

⁸ 可參見刊於香港交易所網站之研究報告《將中國納入全球債券指數：現況與前景》，2018年6月7日。

主要參考文獻

1. International Monetary Fund. (2010) “Global Liquidity Expansion — Effects on ‘Receiving’ Economies and Policy Response Options”, *Global Financial Stability Report*, April 2010.
2. International Monetary Fund. (2011) *Recent Experiences in Managing Capital Inflows — Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines*, February 2011.
3. International Monetary Fund. (2012) *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows — Background Paper*, March 2012.
4. International Monetary Fund. (2012) *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, November 2012.
5. International Monetary Fund. (2013) *Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows*, April 2013.
6. International Monetary Fund. (2015) *Managing Capital Outflows — Further Operational Considerations*, December 2015.
7. International Monetary Fund. (2017), *Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: The Role of Macroprudential Policies*, July 2017.
8. Ostry, Jonathan David, et al. “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, *IMF Staff Discussion Note*, April 2011.
9. 孫國峰、李文喆 (2017) 《貨幣政策、匯率和資本流動 — 從等邊三角形到不等邊三角形》, 中國人民銀行工作論文, 2017年3月。

免責聲明

本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

