

跨境资本流动形势缘何一波三折

□ 招商证券 谢亚轩

2015年8月11日,中国人民银行发表完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明,开启“8·11汇改”。汇改至今已近百日,回顾过去三个月中国跨境资本流动形势的一波三折,个人和企业结售汇行为发生的戏剧性变化,央行和外管局为防范投机性外汇需求所采取的多项宏观审慎措施,我们才能准确判断本次汇改期间究竟发生了什么变化?与以往汇改的影响有什么不同?中国跨境资本流动形势发生巨大变化的国内和国际因素都有哪些?这一形势在未来将如何进一步演绎?

跨境资本流动显著变化

尽管并非全部都是由于“8·11汇改”的原因,但毫无疑问,汇改后中国的跨境资本流动形势出现了前所未有的巨大变化。央行和外管局有多个详细的数据来描述跨境资本流动形势,让我们用数据来说话,看看汇改百日中经济主体行为特征的变化。

汇改磨合期,8月和9月银行代客结售汇逆差规模均创历史地超千亿美元。外管局公布的月度银行代客结售汇数据统计的是个人和企业等非银行部门与银行部门(央行和商业银行)之间的本外币兑换情况。2015年8月银行代客结售汇出现逆差1280亿美元,逆差规模为历史最高,是今年前7个月平均157亿美元结售汇逆差规模的8倍,而2014年月均结售汇实现顺差130亿美元。结售汇出现如此大规模的逆差,表明个人和企业对人民币汇率和人民币资产信心不足,更愿意出于避险需要而持有美元等避险货币。尽管9月和10月的银行代客结售汇逆差规模减至1146亿美元和301亿美元,但逆差的局面仍未改变,对人民币汇率的信心也未完全修复。

投机性需求骤增,远期购汇规模一度跳升。正常情况下,部分企业通过使用远期结售汇来锁定汇率风险。但由于“8·11汇改”推出的时间点出乎市场意料,不少企业不能准确判断未来的汇率走势,急于通过远期购汇以锁定汇率风险暴露。此外,因为此前银行对远期购汇不收取保证金,所以也不排除有少数企业某种程度“裸做空”人民币(到期如果汇率不合适就违约或逃单),显著加大远期购汇规模,出现所谓的恐慌甚至是对人民币汇率的信心也未完全修复。

金融改革离不开衍生品市场发展

□ 芝加哥期权交易所前董事总经理 郑学勤

股指期货是相对简单也相当成熟的金融衍生品。金融改革和国际化都离不开金融衍生品市场。股指期货的功能是管理股市投资的风险。

管理股市投资风险

期货通常有两个功能:价格发现与风险管理。股指期货则有所不同。股市交易高流动、高活跃和高集中,它自身具备通过集中竞价发现当前价格的能力,股指期货只是预测远期价格,使用远期价格为套期保值服务。交易所的规则保证期货到期时价格必须向现货靠拢。股市与期货市场的套利以股市价格为基础。股指期货交易者对当前股价的判断不可能比股市交易者更准确。

股指期货是对冲风险的工具。如果大部分资产管理者使用期货,金融体系的整体风险会减小。但是,这不等于说整个系统因此没有风险。风险管理工具在有效的金融系统中才有效,但是,所有风险管理工具加在一起,也无法保证金融系统不会失效。投资者为各自的资产套保,但金融系统本身并没有套保工具,如果出现价格异常波动,市场和交易者的反应会非理性放大,流动性会消失,股市和期货市场都会出现价格断裂。两个市场之间的相关性会失效。市场最需要信心的时候往往是市场最容易失去信心的时候。因此,市场作为整体需要有一定的止损工具。美国1987年股灾后实行的“断路器”和国内目前探讨的“指数熔断”,就是为保障金融体系有效运行设定的系统性止损机制。

系统止损是为了解决流动性危机。股市自身为熔断阈值提供了参考数据。股价变化可以用正态分布描述。变化的幅度和概率反映在正态分布的标准差中。标准差越高,概率就越低,市场就越异常。历史的价格分布可以为选择熔断阈值提供根据。异常价格波动往往集中出现。美国历史上股指变化达到5个标准差的市场事件有56%集中在1987年和2008年(分别为16和18次),有了熔断机制可以帮助防止这种情况出现。

股指期货的出现,是因为金融市场开始从散户投机市场向机构投资者市场转向。对股指期货监管的考虑,理应突出机构投资者管理风险的需要,而非沿用散户投机的游戏规则。如果只是为投机者提供杠杆效益和放空

约额大幅跳升至789亿美元,是今年1至7月平均签约额274亿美元的近3倍,多增超500亿美元。由于银行对客户的远期购汇签约需要在即期市场上平盘,所以这一跳升也是8月结售汇逆差规模达到历史高点的重要原因。也正因为如此,不难理解央行会在8月31日首先对远期购售汇业务采用宏观审慎政策措施,通过收取保证金来调动银行加强交易真实性审核的积极性。该政策措施效果明显,9月远期售汇签约额下降至176亿美元,10月更是进一步下降至53亿美元。

因预期人民币汇率近期偏弱,结汇率持续走低。从另外一个角度看,“8·11汇改”以来结售汇出现的大规模逆差,与个人和企业的结汇意愿高有关系,而背后又是各经济主体对人民币汇率走势的预期。正是预期人民币汇率会比较疲弱,衡量结汇意愿的结汇率(当月代客结汇额与收汇额之比)在8月下降至69%,10月进一步下降至59%,而今年1至7月的平均结汇率为71%。衡量购汇意愿的售汇率(当月代客售汇额与付汇额之比)今年前7个月平均值为77%,8月大幅上升至102%,10月回落至76%,但更多是因为逆周期宏观审慎措施所起的效果。

人民币资产对境外机构的吸引力下降,离岸人民币8月大规模回流。人民币的跨境收支情况比较准确地反映境外机构对人民币资产的态度。当人民币汇率比较稳定甚至升值的时候,境外机构不论是出于交易性需求还是出于套利差和汇差等投机性需求,都会增加持有人民币资产,表现为人民币的跨境对外净支付。例如,2014年人民币月均对外净支付84亿美元。反之,“8·11汇改”后,境外机构不能准确把握未来人民币汇率的走势,认为汇率风险明显上升,因而选择减少持有人民币资产,8月当月出现人民币跨境净回流381亿美元。进入10月,各方对人民币汇率的预期有所稳定且离岸人民币资产的吸引力有所上升,人民币再次出现跨境对外净支付,金额达128亿美元。

个人和企业增加持有外币资产,减少持有外币负债,外汇资产比降至历史低点。个人和企业出于避险需要增加持有外币资产,同时部分过去借入外币贷款的企业在美元汇率强势,利率有上行风险的条件下,选择偿还外币贷款。2015年8月、9月和10月,外币存款余额变化分别为270亿美元、-152亿美元、-14亿美元,外币贷款余额变化分别为-20亿美元、-505亿美元、-174亿美元,国内

银行的外汇贷存比延续此前的下降趋势,已降至历史低点,显示企业在去外币杠杆。

跨境资本流动变化原因

“8·11汇改”后中国跨境资本流动形势变化的驱动因素是什么?大家很自然会归因于汇改。的确,本次汇改推出的时间点出乎意料,而且刚好是在国内股票市场出现剧烈调整之后不久,社会各方对于中国资产的信心严重不足之时。同时,个人和企业对于汇改的真实目的,以及央行甚至更高决策层对人民币汇率的政策态度需要一个认识的过程,在认识清楚之前也会更多将人民币资产视为风险资产,转而寻求兑换和持有美元等避险货币。

不过,“8·11汇改”带来的不确定性只能在一定程度上解释8月以来结售汇逆差规模的扩大、远期购汇规模和售汇率的显著上升,一定程度上可以解释结汇率和外币杠杆率的下降。

之所以我们强调说“8·11汇改”只是导致中国跨境资本流动形势变化的原因之一,主要是基于观察两个方面的现象。一个现象是,中国跨境资本流动形势的变化并非始于2015年8月,比如从2014年的第三季度,中国外汇储备就已经出现负增长,结售汇已出现连续的逆差;从2013年底开始,售汇率已告别低点,逐步走高;中国境内银行的外汇贷存比从2013年5月高点时的131%一直呈下降趋势,去外币杠杆的进程早已开启。这表明我们对中国跨境资本流动变化的转折时间点要追溯到2013年。另外一个现象是,在中国的跨境资本流动形势出现转折的同时,全球多个新兴经济体也出现了近似的走势。例如,新兴市场货币指数2014年上半年即开始从高位出现回落;再如,我们通过亚洲新兴市场资金流向指标描述的多个新兴经济体的国际资本流入规模也可以说是从2014年下半年以来呈震荡下行的趋势。同样2015年9月至10月,由于市场预期美联储不会在10月加息,国际资本一度回流新兴经济体,亚洲新兴市场资金流向指标一度回升,这也是中国10月跨境资本流动形势改善的一个国际因素。这显示,我们对中国跨境资本流动形势变化的原因分析要有更广泛的国际视野。

中国跨境资本流动乃至新兴经济体国际资本流动低迷背后的国际因素是什么?笔者认为关键是三个方面的国际因素。首先,

全球均缺乏新的增长点和新的投资机会,这导致在全球领域的国际贸易量萎缩,直接投资低迷,相应的贸易信贷、跨国银行业务、离岸债券和收购兼并杠杆融资等国际资本流动普遍比较不活跃。其次,德银等重要欧洲国际银行深陷业务重组困局,对外放贷的积极性降低。而欧洲的国际银行是亚洲新兴国家贸易融资的重要提供者,业务重组使得与贸易信贷有关的国际资本流动陷入低潮。第三,美联储货币政策的不确定带来明显的全球去美元杠杆进程。自从2013年5月伯南克表示美联储要开始退出量化宽松货币政策后,先是出现了一轮美国国债收益率的上升,此后在2014年7月至2015年3月期间,美元指数从低点的80左右上升至高点的100.15,10个月上升25%。不论是美元利率上升还是汇率上升,经济主体一个正常的选择是增加持有美元资产,减少美元负债,美联储货币政策的不确定性在全球领域带来明显的去美元杠杆。中国境内银行的外汇贷存比一路走低,只是这一国际趋势的缩影。

未来数月跨境资本流动形势预判

从10月中国跨境资本流动形势的变化看,前期一系列逆周期宏观审慎措施取得效果,投机性购汇需求减少。个人和企业对“8·11汇改”的认识逐步加深,汇率预期逐步稳定,恐慌性购汇需求减少,但是结汇率仍在走低,结汇意愿仍处于比较低位。

从国际领域来看,需要关注欧央行是否会在12月议息会上加大宽松力度,此举可能导致市场预期欧元兑美元汇率进一步走弱,进一步推高美元汇率。同时,美联储很可能在12月启动自2006年以来的首次加息,这是全球金融市场关注焦点。至少,在过去的两周中,由于担心美联储加息的负面影响,国际资金曾大幅撤离亚洲新兴市场,韩国、中国台湾、印度等亚洲新兴市场均出现资金净流出现象,对中国的跨境资金流动形势有一定的领先作用。究竟在美联储首次加息后是会带来美元指数的进一步走强,进而带动更多国际资本从包括中国在内的新兴经济体外流,还是“靴子落地”,美元指数冲高回落,国际资本阶段性回流新兴经济体,大家可以拭目以待。

有鉴于此,从国内和国际因素来看,尽管逆规模收窄,但未来数月结售汇和涉外收付款仍将是逆差,外汇占款余额也难以持续回升。

人民币加入SDR不应成为资本项目开放的催化剂

□ 中国社会科学院金融研究所副研究员 郑联盛

在2015年IMF和世界银行秋季年会上国际货币基金组织表示,人民币已经符合“自由使用货币”的标准,IMF总裁拉加德表示,“将在不久的将来公布人民币是否被纳入SDR货币篮子”,而她支持人民币纳入到SDR货币篮子。根据IMF的安排,IMF执董会将于11月底正式讨论是否将人民币纳入SDR货币篮子。

人民币加入SDR具有重要的象征意义,标志着人民币将成为重要的国际货币。2005年11月IMF执董会明确,SDR货币篮子的组成货币及权重的两个原则:一是篮子货币的选择。货币必须是IMF成员国货币或是成员国组成的货币联盟所发行的货币,该经济体在五年考察期内是全球四个最大的商品和服务贸易出口地,并且其货币为《基金组织协定》第30条第6款所规定的可自由使用货币(Freely Usable Currency)。二是货币权重的决定主要考察两个指标:其一,该成员国或货币联盟的商品与服务的出口值;其二,是该经济体货币作为国际储备货币被其他经济体所持有的数量,贸易指标的比重大致占75%。

当时符合这两个原则的主要经济体为美国、欧元区、日本和英国。2011年特别提款权货币篮子遴选标准被进一步明确,执行自由使用货币和外汇储备的两个标准。对于自由使用标准,主要以在各国外汇储备中的比重、在国际银行债务中的比重、在国际债券中的比重以及同期外汇市场交易规模等四个指标为衡量标准。人民币加入SDR货币篮子不仅代表中国是全球最大的商品和服务出口地,更是代表着人民币还满足自由货币标准,在外汇市场和国际金融体系中凸显了重要作用。人民币加入SDR货币篮子是人民币国际地位变化的里程碑事件。当然,SDR成为真正的超主权货币以及人民币成为真正的国际储备货币仍然是一个长期的过程。

人民币加入SDR货币篮子后,最为核心的一个问题是人民币资本项目开放是不是会加速。2010年人民币没能加入到SDR货币篮子中,很重要的问题在于我国资本项目开放问题。2010年IMF决定暂时不会将人民币纳入特别提款权的货币篮子,因为人民币在外汇交易或其他金融市场交易中都尚未成为被广泛使用的货币,即未能实现在全球市场自由流通。“人民币的问题是不能自由兑换,而且中国的资本市场在很大程度上处于封闭状态……至少人民币被纳入SDR的那部分(相关的交易)应实现可自由兑换”。在这个逻辑下,自由使用货币标准很大程度上被等同于资本项目自由化问题。

从历史经验看,货币加入到SDR货币篮子与资本项目开放并没有直接的相关性。一方面,从制度演进看,特别提款权的历史表明其篮子货币并不必须是可自由兑换货币。特别提款权最初货币篮子包括16种货币,是根据这些国家出口占全球出口的比重(超过1%)来遴选的,其中很大一部分并不满足自由使用货币之要求(比如在外汇市场广泛交易),部分货币还不是IMF协定第8条款规定的可兑换货币,即尚未实现经常项目下的自由兑换。

另一方面,从国别案例看,法国是新国际储备货币制度的孕育地,但是,本币纳入SDR货币篮子与法国资本项目开放并没有直接的关系。法国在经常项目和资本项目开放上走在了世界的前列。1961年2月法国实现经常项目自由兑换,1966年资本管制大部分解除,法国法郎成为了基本实现自由兑换的国际货币。1969年SDR推出,法郎是篮子货币之一,但是,随后由于石油危机和国内政治风波,法国反而重新回归到资本项目管制的状态。1984年法国才开始重新启动资本项目自由化,整个过程分为取消贸易相关资本管制放松、大部分金融交易限制取消和全面自由化三个阶段,1990年1月1日法国实现了资本项目自由化。

再以日本为例,根据国内金融改革发展需要和内外市场统筹是日本取消资本项目管制的基础。从1969年8月特别提款权正式推出开始,日元就是其篮子货币,而日本于1980年才开始逐步取消资本管制。日本于1980年颁布实施了新的《外汇与外贸管理法》,对外国投资有“原则上禁止”改为“原则上自由”,开启了日本资本项目开放进程。1997年才实现资本项目完全可兑换,日本资本项目自由化进程经历了近20年的时间,日元纳入到SDR货币篮子中与日本资本项目自由化并没有直接的关联。

人民币加入SDR货币篮子不应成为加快资本项目开放的催化剂。从国际货币体系的制度安排和其他经济体的经验看,资本项目自由兑换并非是特别提款权货币篮子的必要条件,成为SDR货币篮子与否与资本项目开放亦没有直接的关联性,相关经济体的资本项目开放主要是以经济体内部的金融发展和内外协调为基础的。值得特别注意的是,由于SDR尚不能直接用于交易和支付,不能用于私人部门,即使SDR份额大幅增加之后,SDR的需求和使用在短期内也是极其有限,特别是向私人部门扩展进程将非常缓慢,进而通过SDR渠道对人民币需求的有效影响是非常小,为此对人民币币值和货币政策独立性的直接影响甚小。人民币加入SDR不会对人民币汇率形成机制和货币政策独立性造成明显的成本,进而不会对实体经济产生明显的冲击。以加入SDR作为加快资本项目自由化进程的前提是本末倒置的逻辑。

人民币成为SDR货币篮子是中国经济实力在全球经济货币体系地位提升的自然结果,人民币加入SDR货币篮子是水到渠成的过程。资本项目自由化对于中国这类大型经济体而言,是非常重要的政策选择和发展方向,是我们全面改革开放和完善金融体系应该坚持的路径。但是,资本项目开放与国内金融稳定、内外经济统筹和金融安全等紧密相关,我们需要考虑到国内金融发展的现实和金融稳定的内在需求,应该坚持循序渐进、内外统筹、掌控节奏、把握风险等原则,稳步推进资本项目开放,坚决守住不发生区域性和系统性风险的底线,确保金融稳定与金融安全。

□ 芝加哥期权交易所前董事总经理 郑学勤

股指期货是相对简单也相当成熟的金融衍生品。金融改革和国际化都离不开金融衍生品市场。股指期货的功能是管理股市投资的风险。

管理股市投资风险

期货通常有两个功能:价格发现与风险管理。股指期货则有所不同。股市交易高流动、高活跃和高集中,它自身具备通过集中竞价发现当前价格的能力,股指期货只是预测远期价格,使用远期价格为套期保值服务。交易所的规则保证期货到期时价格必须向现货靠拢。股市与期货市场的套利以股市价格为基础。股指期货交易者对当前股价的判断不可能比股市交易者更准确。

股指期货是对冲风险的工具。如果大部分资产管理者使用期货,金融体系的整体风险会减小。但是,这不等于说整个系统因此没有风险。风险管理工具在有效的金融系统中才有效,但是,所有风险管理工具加在一起,也无法保证金融系统不会失效。投资者为各自的资产套保,但金融系统本身并没有套保工具,如果出现价格异常波动,市场和交易者的反应会非理性放大,流动性会消失,股市和期货市场都会出现价格断裂。两个市场之间的相关性会失效。市场最需要信心的时候往往是市场最容易失去信心的时候。因此,市场作为整体需要有一定的止损工具。美国1987年股灾后实行的“断路器”和国内目前探讨的“指数熔断”,就是为保障金融体系有效运行设定的系统性止损机制。

系统止损是为了解决流动性危机。股市自身为熔断阈值提供了参考数据。股价变化可以用正态分布描述。变化的幅度和概率反映在正态分布的标准差中。标准差越高,概率就越低,市场就越异常。历史的价格分布可以为选择熔断阈值提供根据。异常价格波动往往集中出现。美国历史上股指变化达到5个标准差的市场事件有56%集中在1987年和2008年(分别为16和18次),有了熔断机制可以帮助防止这种情况出现。

股指期货的出现,是因为金融市场开始从散户投机市场向机构投资者市场转向。对股指期货监管的考虑,理应突出机构投资者管理风险的需要,而非沿用散户投机的游戏规则。如果只是为投机者提供杠杆效益和放空

工具,股指期货就失去存在的意义;如果期货市场与股市交易规则相同,股指期货就失去存在的理由。

期货交易和股票交易的经济功能不同。股票交易是产权转移,买股票是实际得到资产;期货交易是对冲,95%的期货合约在到期前对冲平仓。股指期货是现金交割,到期时用现金支付对冲余额。期货合约买进的不能卖出,卖出的不能买回来。要平仓只能交易相反的合约对冲。期货合约的价值是期货价格与现货价格的价差,这个价差也是标的资产在期货合约内的价格风险,期货交易通过合约对冲来调整现货价格风险。

因为期货交易的是风险而不是资产,因此,是否实际持有资产在期货交易中并不重要,重要的是交易对手是否能够履约。保证金是对履约诚信的担保,保证金以较小的金额代表了较大的标的资产价值,期货交易因此是杠杆交易。期货保证金的水平取决于两个考虑:第一,它是否能够覆盖下一个交易日可能出现的亏损;第二,它同整个金融体系的杠杆水平是否协调。同其他资产保险一样,期货必须有杠杆力。如果保险费跟资产一样贵,那么,谁都不会去买保险。

股市本身无法降低自身的波动性。要发挥股市本身不具备的功能,股指期货需要有不同于股市的交易空间。罗伯特·威利教授是金融衍生品研究的权威,他在《衍生品》一书中指出,期货合约同远期合约之间的唯一区别就是期货的盈亏是当日结算的。如果将期货结算期限改成同股市一样,那就等于整个取消了期货市场,把期货交易变成了远期合约交易。现货价格波动的比率,他得了诺贝尔经济学奖。今天,许多金融文献指出,波动率与投资回报的适当比例是保持资产长期价值的关键。

股市自身的大幅震荡同样突出了对大客户交易者跨市场监管的必要。交易所对交易股指期货的客户,只要日交易量超过一定数量,不管是机构还是个体、私募还是公募、自动下单还是手工下单、来自经纪公司的接口还是外接口,都应当随时能够看到在交易者而不是会员层面的所有股票和期货头寸的数据。

如果技术上暂时做不到,至少在收盘后必须有大客户交易报告。股指期货的套保是长期持有股票头寸的用期货来套保,而不是投机交易期货头寸的用股票来套保。跨市监控可以防止市场操纵和抑制市场投机,信息透明是现代监管的基本理念,联合监管是市场发展的要求。

其次,持仓头寸限制。衍生品将风险转移给有能力承受风险的人来管理,从而减少整个金融体系的风险压力。不过,衍生品交易自身也可能给系统带来风险。这样的风险主要有两类:交易对手违约风险和操纵市场风险。

保证金是为了对付对手违约的风险,持仓头寸限制是为了对付操纵市场的风险。美国股指期货没有限仓。这是因为美国股市规模大,股指成分股权重分布相对均匀,很难有人操纵得了股指。这也是因为股指期货尺寸大,没有大量资金,想要投机也无法轻易涉足。在国内,金融机构不够发达,投机现金横溢,以个人名义交易的私募有税收优势。因此,除了传统的机构投资者和个体投资者之外,出现了一类拥有雄厚资金的特殊交易者。这类交易者以个人或贸易公司的名义注册交易,使用先进的交易系统,调动大量的资金。他们的交易集中,程序化程度高,资金流转快,互相交往频繁。他们虽然也是投机账户,但对股市和股指期货的影响力远远超过传统意义上的中小投资者。由于这种独特的市场结构,股指期货市场需要因地制宜,实行与股市规模相匹配的投机持仓限制,以防止出现跨市操纵的情况。

首先,大客户交易信息的即时监控。股指期货交易虽然不能直接改变股价,但有可能