



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

风险管理论坛
(2018年第1期 总第3期)

管理金融风险：挑战与机遇

► 主办单位：



► 支持单位：上海市黄浦区金融服务办公室

► 合作媒体：



► 直播支持：



2018年5月13日 上海

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

国家金融与发展实验室

2018年5月13日

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

丁志杰

对外经济贸易大学 副校长

丁志杰：

大家下午好，非常荣幸参加今天的论坛。我演讲的题目是“从管制风险溢价到特许权价值实现”，主要谈对跨境资本流动管理的几点思考。

管制风险溢价是指管制会增加风险，所以投资者需要更高的收益。特许权价值是通过管理提高门槛，从而使有关牌照和许可更有价值，比如金融业牌照就有特许权价值。就跨境资本流动管理而言，不同的方式可能产生完全相反的效果。我的观点是：宽进严出的资本流动管理模式导致管制风险溢价，如果改变管理方式，加强流入端管理，有可能使管制风险溢价变为特许权价值，那么就会大大改善跨境资本流动的效益。

前面几位嘉宾都提到跨境资本流动风险。这确实是最最近包括业界、学界和政府都关注的问题。最近阿根廷货币贬值很厉害，从 2010 年到现在比索已经贬掉 3/4，只剩下 1/4。土耳其是全球风险图谱当中非常关键的一个节点，里拉也是风雨飘摇。我们周边也不平静。自上个月以来港币兑美元走弱，屡屡触及 7.85 的

弱方兑换保证，金管局不得不在市场频频干预，大量抛售美元。很多人认为港币对美元贬值没有什么大影响，主要是由于美元和港币利差造成的，我认为问题可能并不是这么简单。

上个月我们看到美国制裁俄罗斯铝业，美国政府用了很苛刻的政策，要求美国机构必须将持有的俄罗斯铝业全部抛售出去，导致其股价腰斩。这是很重要的实验，国家之间的博弈上，货币和金融层面的杀伤力远比其他方面要大得多，甚至有效得多。还有马来西亚选举结果出乎意料，也引起很多猜忌，因为亚洲金融危机期间印尼政局动荡进一步加剧当时的危机程度，这次马来西亚选举会不会产生类似的影响？上述事件背后，一个共同的背景是美联储加息和进入二季度美元走强，对全球资本流动产生很大的冲击。

回溯历史，跨境资本流动就是一部风险史。二战后世界银行经济学家提出一个双缺口模型：发展中国家一方面面临储蓄不足，不能满足必要经济增长所需的投资，另一方面创汇能力不足，国际收支逆差，外汇短缺。为了解决这个问题，这些国家需要引入国际储蓄。这就要借外债，以及取消资本管制。到 20 世纪 70 年代末 80 年代初，由于美元出现趋势性升值和美联储加息，所有进入国际资本市场借钱的发展中国家出现集体性违约。接下来发生的大家都比较熟悉，20 世纪 90 年代包括亚洲金融危机在内的新兴市场危机，以及 10 年前爆发的国际金融危机。回头看中国，改革开放利用外资，要解决的也是储蓄、资本和外汇不足问题。既然你需要国际资本，那么提供国际资本的发达国家就要求你开放资本账户，允许国际资本自由流动。在这样一个背景下，发展中国家资

本账户不断开放，并形成了宽进严出的资本账户管理模式。即使在 21 世纪发展中国家成为国际储蓄提供者后，宽进严出的格局也没有根本性改变。

从国内投资到国外投资，风险变大了，要求较高的收益是正常的。就好比背井离乡出去挣钱，但挣的钱比你在家乡的还少，你一般就不会出去。这就是风险溢价。如果还存在资本管制的风险，就要求更高的风险溢价。主流理论的这一结论，对发达国家是成立的，但对发展中国家包括中国来说似乎是不成立的。因为无论从微观层面还是宏观层面看，中国人持有外汇资产的收益率都低于人民币资产的收益率。

先看微观层面。1994 年中国对外汇管理体制进行了重大改革，中国企业和人才开始逐渐可以持有外汇。我所在的对外经贸大学，过去是外经贸部的学校，所以这所学校很多老师在 90 年代被派到国外商务处工作，那时候挣美元比挣人民币要好，收入也比国内工作高一些，大家也愿意持有美元，我现在的一些老同事手头上还有 90 年代挣的美元，这么多年下来从汇率和利率两个方面都亏了很多。再看最近两三年发生的，2015 年人民币面临贬值压力，企业和个人都增持美元资产，特别是 2016 年年底和 2017 年初美元兑人民币的汇率水平在 7 左右，去年一年就相对于人民币资产产生了超过 10% 的损失。这些不能简单理解为非理性和投资决策失误，因为不可能一错再错。更可能的是，中国人出去投资，风险溢价是负的而不是正的。

宏观层面更是这样。2009-2014 年，中国海外资产收益率平均是 3.64%，低于余额宝所能提供的收益率，整体也表现为负的风险溢价。外国资本到中国进行资产配置的收益是符合主流理论的，要求的或实际的收益远远高于在其本国

投资的收益。还是 2009-2014 年，外国投资者在中国的资产收益率平均达到 11.84%。

这种倒挂产生巨大的国际投资损失。这一时期，中国货物服务贸易顺差超过 1.3 万亿美元，但净资产只增加 1000 亿多点，很大部分顺差被国际投资收益项下的亏损吞噬掉了。最近中美贸易摩擦和谈判中，美国要求中国减少 2000 亿美元对其贸易顺差。如果金融账户产生巨额损失这一状况不改变的话，中国的对外债权会迅速减少，国内和国际投资者对中国的信心肯定受影响。这是个大问题，更可怕的是这个问题目前还没被充分认识到。

再回到正题上来，是什么造成中国人出去投资的风险溢价是负的，外国人在中国投资的风险溢价是正的？这和宽进严出的外汇管理政策有关：资本进来管得松，资本出去管得严，对外国资本进入是松的，对中国资本出去是严的。把资本流入的选择权交给外国资本，很难保证流入的资本对中国来说是合意的，容易造成过度流入流出等诸多问题。2009-2014 年中国就面临的就资本过度流入，后来形势发生了变化，出现过度和集中流出的问题，为了避免危机不得不加强管制，控制流出。这意味着外国资本进来时就知道未来存在风险，所以要求更高溢价，即正的管制风险溢价。对本国资本来说，由于存在流出被控的风险，所以即使收益低些也会流出去或者滞留不归，造成负的风险溢价。就全球发展中国家而言，每一次美元汇率和利率大的变动，他们都成为受害者，是危机对象，这与资本流动管理相关。

如果要改变这一点，可能需要改变资本流动管理模式，将管制风险溢价变成特许权价值。

举一个例子说明这是可能的。最初外国央行进入中国债券市场买债是需要审批的，据说各国央行官员纷纷登门拜访，要求给予投资额度，持有人民币债券的积极性很高，很快达到大几百亿美元。后来对外国央行准入放开了，本来以为会带来井喷行情，但事实上并没有出现。这给我们一个启示，恰当的管理可能带来特许权价值。

中国需要加强对资本流入进行管理。这么做的目的不是不让资本进入，而是避免过度流入，以及随后应采取流出管制，从而降低管制风险溢价，甚至转化成特许权价值。我们不能错误地理解主流理论或者被其误导，事实上没有一个国家是有义务和责任允许外国资本自由进出的，根据本国需要进行必要的管理是合理的。管不管是我的事，来不来是你的事。不过，对流入端管理也不能太随意，少用行政性手段，多采用市场化的工具，比如无息存款准备金要求等等。

与之同时，放松流出端限制。这包括两个方面：一是放松对本国企业和个人有意义的海外资产配置和投资；二是对流入的外国资本不使用流出限制。如果解决好了流入端的问题，流出端的放松做起来并不难。

最后一条建议是，用人民币国际化拓展中国资本账户开放和人民币可兑换空间。过去总认为资本账户开放是货币国际化的前提条件，其实货币国际化和资本账户开放是互为条件的。人民币国际化提升了中国资产的国际属性，使我们更有能力满足跨境资产配置的需求。人民币国际化的立足点是要使其成为中国人国际资产配置的新工具和新手段，不再也不应是开放资本账户以允许更多外国人到中国来投资。谢谢大家。

主持人 杨燕青：

非常感谢丁校长，提出了一个非常有意思的模型，这个模型是说我们能不能把风险溢价和特许权价值放在一个开放经济的大背景下来分析资本流动，这个分析框架也有特别重要的结论。从现象上来看，中国在国际收支领域，存在国际国内不均衡。比如外国到中国投资，溢价是足够的，但是中国到外国投资，溢价是不够的，所以总的来看，中国在整个国际收支领域、国际资本流动领域，最后净值是负的。原因是什么？本质上是宽进严出的外汇管理基本框架导致的。宽进严出的框架导致过渡流入的同时，也产生一定程度的流出压力。事实上，我们在 2009-2014 年面临外资过渡流入，2015-2016 年面临外汇压力，在错误和遗漏账户还有两千亿的资本逃出无法解释。所以，将风险溢价和特许权价值放到一个大框架下理解，指明了我们未来政策的方向，比如我们流入端需要有新的管理框架，流出端也需要有新的管理框架，同时通过人民币国际化来拓展人民币可兑换空间，给中国国际收支一个更大的空间。