

中国跨境融资管理的问题与改进

鞠建东 兰晓梅

[摘要] 中国从 2015 年起逐步将跨境资本流动纳入宏观审慎政策框架,目前对跨境资本流动的监管存在的不足主要包括:作为 MPA 的一个指标,不单独进行管理;风险评估的量化不足;行政干预多,市场化程度低等三个方面。资本账户的开放要求我们对于目前的跨境融资管理做进一步的改革。建议:单独设立跨境融资的宏观风险指标,并进行评估,将现有的固定比率的跨境融资准备金改为跨境融资累进准备金。

[关键词] 跨境融资;宏观审慎管理;资本账户开放;累进准备金

[文章编号] 1009-9190(2021)02-0003-05 **[JEL 分类号]** G21 **[文献标志码]** A

DOI:10.16529/j.cnki.11-4613/f.2021.02.002

Problems and Improvement of Cross-Border Financing Management in China

JU Jian-dong LAN Xiao-mei

[Abstract] Since 2015, China has gradually incorporated cross-border capital flows into the framework of macro prudential policy. At present, there are three deficiencies in the supervision of cross-border capital flows: not being managed separately as an indicator of the macro prudential evaluation system; insufficient quantitative assessment of risk; low level of marketization because of administrative interventions. The opening of the capital account requires further reform of current cross-border financing management. We suggest that the macro risk indicators of cross-border financing should be set up and evaluated separately, and the existing fixed ratio of cross-border financing reserve should be changed into progressive reserve.

[Key words] cross-border financing; macro prudential management; capital account opening; progressive reserve

随着近年中国外汇市场的发展和跨境资本流动不确定性的增加,商业银行和企业已经成为中国外债债务人类型的主体。根据国家外汇管理局相关数据,截至 2020 年 6 月 30 日,银行外债余额占 46%,企业外债余额占比接近 40%,而中国银行业对外金融负债(包括存款、贷款、债券以及其他负债)中外币负债占比达 66%,说明通过商业银行负债渠道流入的资本规模相当可观。

中国从 2015 年起逐步将跨境资本流动纳入宏观审慎政策框架,当前全口径跨境融资宏观审慎管理的主要思想是将金融机构和企业的跨境融资与其资本金挂钩,并设置杠杆率和宏观审慎调节参数予以调控。然而,目前跨境融资的宏观审慎管理主要还是行政性管理。十四五规划提出“稳慎推进人民币国际化,坚持市场推动和企业自主选择”。为了防范金融危机与金融封锁双风险,中国一方面需要加快资本市场开放,另一方面又需要切实可行地管理资本流动可能引发的国际金融危机。本文将基于中国全口径跨境融资的发展现状及其管理实践、存在的问题探讨中国未来跨境融资管理的思路,提出在现有跨境融资管理措施基础上升级的“跨境融资累进准备金制度”,构建跨境资本流动的防火墙,同时加快跨境融资开放。鉴于银行业跨境融资的重要性,我们以下分析将主要基于银行业跨境融资的数据,并提出相应政策建议。

[作者简介] 鞠建东,清华大学五道口金融学院紫光讲席教授,清华大学国际金融与经济研究中心主任;兰晓梅,湖南大学应用经济学博士后,清华大学国际金融与经济研究中心特聘研究员(北京,410006),E-mail:lanxiaomei@hnu.edu.cn。

一、中国跨境融资的发展现状及管理实践

(一) 商业银行“跨境融资”现状

截至2020年6月30日,银行外债余额占46%,近似所有机构部门外债总额的一半^①。截至2020年6月30日,中国银行业对外金融负债包括存款、贷款、债券以及其他负债,而其中外币负债占银行对外负债的比例达66%^②。这说明通过商业银行负债渠道进行的资本流动规模较大,商业银行已经成为跨境资本流动重要的金融中介。图1是2015-2020年中国银行业对外金融负债及其分项的具体情况。从图1可知,2015年12月以来,中国银行业对外金融负债不断增长,从具体分项来看从大到小依次为存款和贷款、其他负债和债券。

(二) 企业外币融资现状

近年来,中国社会融资规模新增外币贷款不断上升,2020年1月以后长期持续正增长,说明企业跨境融资需求越来越强,如图2所示。

根据《中国全口径外债情况表(2014年12月末以来)》,截至2020年6月30日,从机构部门看,广义政府外债余额占14%,中央银行外债余额占2%,银行外债余额占46%,其他部门外债占38%。因此,从债务人类别看,除了银行外债占比近五成,企业(含直接投资:公司间贷款)外债余额占比接近40%。从币种结构看,本币外债占38%,外币外债余额占62%。因此,企业是除了银行之外第二大的借外债主体。

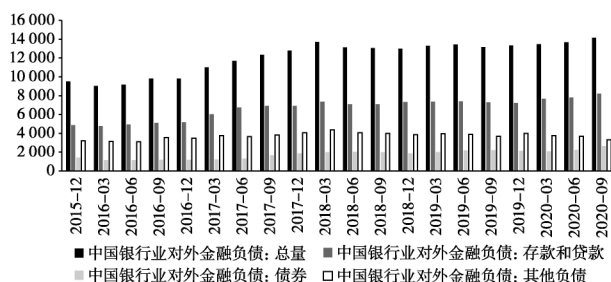
(三) 中国跨境融资宏观审慎管理政策实践

1. 商业银行跨境融资管理实践

2016年起人民银行正式将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系MPA(Macro Prudential Assessment),MPA将单一指标拓展为包括“跨境融资风险情况”在内的七个方面(资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性情况、定价行为、资产质量情况、信贷政策执行情况、跨境融资风险)的十多项指标,将对狭义贷款的关注拓展为对广义信贷的关注,是原有差别准备金动态调整机制的升级。2019年以来,央行已将24家大型金融机构的跨境人民币业务风险评估情况纳入MPA考核^③。

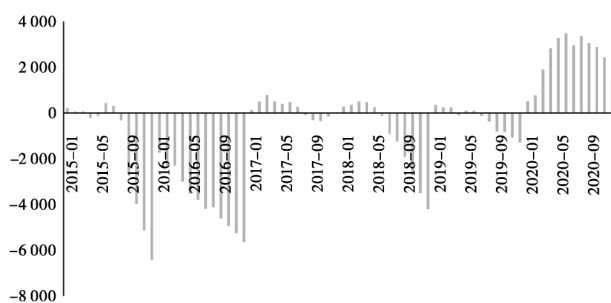
2. 企业全口径跨境融资管理实践

全口径跨境融资宏观审慎管理政策是中国人民银行为便利境内企业借用境外资金,降低实体经济融资成本而制定的一项融资便利化政策。主要包括以下内容:(1)企业跨境融资须与自身资本金实际情况相关,货币当局另设立杠杆率和宏观审慎调节参数(如2020年3月由1上调至1.25^④,2021年1月由1.25下调至



数据来源:东方财富Choice数据。

图1 中国银行业对外金融负债及其分项(单位:亿美元)



数据来源:Wind。

图2 中国社会融资总量 新增外币贷款累计值(单位:亿元)

① 数据来自国家外汇管理局适时公布的《中国全口径外债情况表(2014年12月末以来)》。

② 数据来自国家外汇管理局适时公布的《中国银行业对外金融资产和负债》。

③ 参考二〇一五年第四季度《中国货币政策执行报告》专栏2 将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系(MPA)。

④ 为进一步扩大利用外资,便利境内机构跨境融资,降低实体经济融资成本,2020年3月11日,中国人民银行、国家外汇管理局发布《关于调整全口径跨境融资宏观审慎调节参数的通知》(银发〔2020〕64号),将全口径跨境融资宏观审慎调节参数由1上调至1.25。政策调整后跨境融资风险加权余额上限相应提高,将有助于便利境内机构特别是中小企业、民营企业多渠道筹集资金。

1)进行调节。(2)货币当局还进一步监测企业跨境融资水平与中国宏观经济热度、整体负债水平与国际收支水平的匹配程度。(3)对企业跨境融资实行本币与外币一体化管理。(4)进一步扩大实施企业外债便利化额度的地区(如目前扩大至上海、湖北、广东、深圳等地)、进一步便利优质的高新技术企业在规定范围内自主借用外债规模的空间甚至直接扩大外债便利化额度。

二、中国全口径跨境融资管理存在的问题

(一)跨境融资风险只是宏观审慎评估体系(MPA)的一个指标,不能够直接引发央行对商业银行的奖惩。

2016年,央行正式引入宏观审慎评估体系(MPA),每季度末对银行进行考核,MPA考核指标划分为七大类,具体指标及分值如表1所示。

表1 MPA考核体系指标分类与分值

七大指标	细分指标	分值
资本和杠杆情况	资本充足率	80分
	杠杆率	20分
资产负债情况	广义信贷	60分
	委托贷款	15分
	同业负债	25分
流动性	流动性覆盖率	40分
	净稳定资金比例	40分
	遵守准备金制度情况	20分
定价行为	利率定价	100分
资产质量	不良贷款率	50分
	拨备覆盖率	50分
跨境融资风险	跨境融资风险加权余额	25分
	跨境人民币风险	25分
	外汇自律行为评估	25分
	外汇管理情况考核	25分
信贷政策执行	信贷执行情况	70分
	央行资金运用情况	30分

根据七大指标的得分,MPA考核将银行划分为A、B、C三档,并对三档执行差别存款准备金利率:对A档银行执行奖励性利率,对B档银行保留法定存款准备金利率,对C档银行执行约束性利率。为了增加差别存款准备金利率的灵活性,中国人民银行还将MPA考核的背景分为三种情况:一是正常情况,启用法定存款准备金利率 $\pm 10\%$ 的幅度;二是需要增加宏观调控力度的情况,启用法定存款准备金利率 $\pm 20\%$ 的幅度;三是较为极端的情况,启用法定存款准备金利率 $\pm 30\%$ 的幅度。此外,如果银行在MPA考核中落入C档,可能还将面临取消或暂停中期借贷便利(MLF)和一级交易商资格,提高常备借贷便利(SLF)利率、金融市场准入限制以及口头警告等惩罚措施。具体MPA考核奖惩机制如表2所示。

从MPA的考核规则来看,“跨境融资风险”指标仅仅是对商业银行考核实施不同幅度存款准备金利率奖惩机制的一个指标,针对商业银行考核的“跨境融资风险”单一指标的情况不足以直接促使中国人民银行对商业银行实施奖励性或者惩罚性的措施,人民银行针对商业银行实施不同幅度存款准备金利率还需要进一步考察商业银行其他六个指标是否达到考核标准。如表2所示,针对A档实施奖励性存款准备金利率的情况,也是在七大指标均为优秀的情况下,也就是说,如果“跨境融资风险”评估是优秀的,而其他任何六个指标有一个不优秀,人民银行也不会对商业银行跨境融资行为进行奖励,而是惩罚。针对C档实施惩罚性存款准备金利率的情况,如果“跨境融资风险”评估是不达标的,而其他任何六个指标为优秀,人民银行也不会对商业

表2 MPA考核奖惩机制

划分档次	划分依据	奖惩措施		
		正常情况下启用 $\pm 10\%$ 的幅度	需要增加宏观调控力度的情况下启用 $\pm 20\%$ 的幅度	较为极端的情况下启用 $\pm 30\%$ 的幅度
A档	七大指标均为优秀(90分)	法定存款准备金利率 $\times 1.1$	法定存款准备金利率 $\times 1.2$	法定存款准备金利率 $\times 1.3$
B档	除A档和C档的银行		保持法定存款准备金利率不变	
C档	1.资本和杠杆情况、定价行为任意一项不达标 2.资产负债情况、流动性、资产质量、跨境融资风险以及信贷政策执行五项中任意两项不达标	法定存款准备金利率 $\times 0.9$	法定存款准备金利率 $\times 0.8$	法定存款准备金利率 $\times 0.7$

银行跨境融资行为进行惩罚,而是奖励。因此,针对商业银行跨境融资风险管理的MPA是一个整体指标考核政策,在这种考核机制下,商业银行进行“跨境融资”受到央行的奖励或者惩罚,并不唯一由其本身的规范程度决定,还需要考虑其他指标是否达到央行的奖励或惩罚标准。从这个角度来看,目前MPA对商业银行跨境融资行为的管理灵活性较少,商业银行跨境融资行为是否规范不能及时得到政策的反馈,这将在一定程度引发商业银行跨境融资套利的行为(如商业银行为达到MPA整体考核的要求,即使在跨境融资行为单一指标超过相关规定无法达标的情况下,还可以通过优化其他指标促使MPA考核达到不被惩罚以及不被奖励的B档,当央行在这种情况下保持商业银行法定存款准备金利率不变时,仍不会影响商业银行未来的持续套利行为)以及抑制商业银行正常合理的跨境融资行为(如商业银行尽管跨境融资行为达到优秀,但仍然因为其他指标存在不达标的情况,商业银行可能落入C档被惩罚的处境,此时商业银行在央行对其实施惩罚性存款准备金利率的同时在“破窗效应”的影响下很可能进行过度跨境借贷)。

(二)MPA的跨境融资风险指标本身注重定性考核,定量评估机制不足。

MPA中“跨境融资风险”指标的评估内容如表3所示。从表3可知,跨境融资风险评分标准中,仅有25分为定量内容,占1/4的比重,而3/4的比重由定性的内容“跨境人民币风险”、“外汇自律行为评估”和“外汇管理情况考核”组成,这三项评价标准具有较强不

表3 跨境融资风险评分标准

指标体系	评分标准		
	N-SIFIs	R-SIFIs	CFIs
跨境融资风险 (100分)	跨境融资风险加权余额(25分)	1.跨境融资风险加权余额不超过上限,得25分 2.跨境融资风险加权余额超过上限,得0分	
	跨境人民币风险(25分)	由中国人民银行货币政策二司提供评估结果	
	外汇自律行为评估(25分)	由全国外汇市场自律机制提供评估结果	
	外汇管理情况考核(25分)	由外汇管理局提供评估结果	

注:1.跨境融资风险加权余额上限=资本或净资产×跨境融资杠杆率×宏观审慎调节参数。2.跨境融资风险加权余额=∑本外币跨境融资余额×期限风险转换因子×类别风险转换因子+∑外币跨境融资。

确定性和主观性,评估的客观性较差。如果“跨境融资风险加权余额”符合央行的管理要求,而其他三个偏定性考核指标评估结果不理想,使整个“跨境融资风险”指标不理想(<60分),那么“跨境融资风险”仍然不达标。因此,MPA中“跨境融资风险”指标设计的初衷在于评估商业银行跨境融资的情况,但在具体实施过程中定性考核的权重太大,不利于精确衡量商业银行的真实跨境融资行为。

(三)企业全口径跨境融资管理对借款额度、借款币种、借款主体、备案流程以及资金使用范围均具有一定限制,市场化程度低。

企业全口径跨境融资宏观审慎管理具有以下特点:(1)企业境外借款具有额度限制,即企业境外融资最高限额为企业经审计的净资产的2倍。(2)企业借用境外资金的币种有一定限制,即企业境外借款合同中的借款币种必须与实际汇入币种以及还本付息币种保持一致。(3)借款企业主体具有一定限制,房地产企业和政府融资平台企业目前不可借用境外资金。(4)企业办理境外借款需要事前在相关部门备案。(5)不是所有的银行都能开立外债专用账户,办理资金跨境收付业务,进行境外借款的企业需要在有外汇业务经营资格的银行开立外债账户,接收境外资金。(6)企业借用境外资金在使用时不得超过自身经营范围,如以不同形式参与证券投资、除银行保本型产品之外的投资理财、向非关联企业放贷、投资非自用房地产以及用短期外债作长期用途等行为一律禁止。因此,在当前中国正处在经济转轨的关键时期,加上全球经济金融形势具有高度不确定性的情况下,针对企业全口径跨境融资的管理具有较高的行政干预性质,市场化程度较低,虽然在一定程度上有利于防范系统性风险(如限制房地产和政府融资平台企业境外借贷),却不利于最大化地便利企业境外融资,这在一定程度限制了中国企业利用国际国内两个市场融资、开拓国际市场和提升企业国际化水平的能力。

三、实行跨境融资累进准备金的改进建议

资本账户的开放要求我们对于目前的跨境融资管理进行改革。如上所述,中国现在的跨境融资管理存

在以下不足：(1)作为MPA一个指标，不单独管理；(2)风险评估的量化不足；(3)行政干预多，市场化程度低。资本账户的开放必然要求取消(2)和(3)当中的行政、定性管理，但这又使得(1)当中的风险管理不足。应该如何改革当前的管理体系？针对这三个方面的问题，我们提出如下三个方面的改进建议。

第一、单独设立跨境融资的宏观风险指标，并进行评估。

金融风险可以分为国内金融体系风险和跨境融资风险。国内金融体系风险对应于表1 MPA考核指标中的资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、信贷政策执行等六个指标。而跨境融资风险指标衡量的是跨境融资行为有可能带来的企业资不抵债与破产风险。虽然单个企业的外债风险是系统金融风险的一部分，但依然属于跨境融资的微观风险。

当资本账户开放时，跨境融资不仅有微观风险，也有宏观风险。所谓宏观风险，是指单个银行(企业)的跨境融资行为具有外部性，而这种外部性有可能带来资本外逃所引发的国际金融危机。典型的例子是当银行(企业)预期汇率可能大规模贬值时，银行(企业)就会大量抛售人民币资产，买入外币资产并将资本流出国外。这种资本的流出，有可能使银行(企业)的微观风险降低，但是带来进一步的汇率贬值，并在宏观上造成国际金融危机。因此，目前的MPA虽然包括了跨境融资的微观风险评估，但宏观风险指标需要单独设立，并进行评估。

第二、一旦资本账户开放，表2中的奖惩措施并不足以防范跨境融资的系统风险。举例而言，假设跨境融资的准备金是20%，再假设准备金利率为0，那么按照表2，奖、惩准备金分别为10%、30%。在欧、美、日都趋于零利率的市场环境下，假设海外资本市场的融资成本低于1%的利率，而中国融资成本大于2%，那么国外融资成本小于中国国内融资成本的50%。在这种情况下，即使是30%的跨境融资准备金也无法阻挡银行(企业)的大规模海外融资。在另外一种极端情况下，如果国外、国内的融资成本趋于一致，比如说，都是在2%上下波动，那么即使是10%的跨境融资准备金，也会实际上阻挡大部分银行(企业)的海外融资。从理论上讲，固定不变的跨境融资准备金要么不能阻挡，要么全部阻挡银行(企业)的海外融资。这样利用跨境融资准备金实施的跨进融资价格管理，实际上起不到作用，使得跨境融资还是依赖行政性的审批与数量型的管理。而行政性审批与数量型的资本流动管理会阻碍资本账户的有效开放。

第三、为了使得资本账户一方面开放，另一方面跨境融资准备金能有效监控跨境融资风险，建议将现有的固定比率跨境融资准备金改为跨境融资累进准备金。

累进准备金，顾名思义，即边际准备金率随着跨境融资规模的增加而增加。为了简单起见，我们假设每个银行跨境融资债务与资产总量的比例是相同的，比如说在正常情况下，银行的平均跨境融资债务是银行总资产的20%。那么累进准备金的设计可以在正常债务的两倍之内，也就是在总资产40%之内，定为基准准备金率。而基准准备金率的设计目的是消除国内外融资成本的差异。这样保证在正常情况下，资本市场是完全开放的。跨境融资基准准备金与汇率实际上成为调节跨境资本流动的两大工具。

假设国外利率低于中国利率，那么国外资本将流入中国。这时调低跨境融资基准准备金就会使得更多的海外资本流入中国，也就是海外投资者将买入更多人民币，这会使得人民币汇率升值。反过来，调高准备金将使得人民币贬值。

在基准准备金以外，跨境融资准备金是累进的。比如说，当银行跨境融资债务超过总资产40%时，准备金在基准准备金率上增加10%；当达到总资产60%时，准备金在基准准备金率上增加20%；当达到总资产80%时，准备金在基准准备金率上增加60%等等。

累进准备金的设计目的是防范国际金融危机。在金融危机爆发，国外炒家对中国金融系统进行攻击时，首先需要买入大量人民币，然后抛出。假设炒家需要买入/卖出比正常时期高出三倍以上的资金流量，也就是达到总资产的80%，才能攻击金融系统。但是高达60%的边际准备金率，将使得一方面炒家无利可图，另一方面由于只有少于40%的资金流量实际投入市场，不会形成有效的系统供给，从而制止了人民币的大幅贬值，防范了国际金融危机。当然，累进准备金率完全可以在资本流入段与流出段同时设立，从而既防止热钱涌入境内，也防止资本外逃。

(下转第36页)

- 王桂军、卢潇潇 2019a. “一带一路”倡议可以促进中国企业创新吗?. 财经研究 45(1) :19-34.
- 王桂军、卢潇潇 2019b. “一带一路”倡议与中国企业升级. 中国工业经济 (3) :43-61.
- 王凯、刘华、江津 2015. 官员独董给企业带来了什么?——基于《意见》出台后官员独董辞职的事件研究. 华东经济管理 (10) :52-60.
- 许均华、李启亚 2001. 宏观政策对我国股市影响的实证研究. 经济研究 (9) :12-21.
- 徐思、何晓怡、钟凯 2019. “一带一路”倡议与中国企业融资约束. 中国工业经济 (7) :155-173.
- 余莹 2015. 我国对外基础设施投资模式与政治风险管控——基于“一带一路”地缘政治的视角. 经济问题 (12) :8-14.
- 张晓涛、王淳、刘亿 2020. 中国企业对外直接投资政治风险研究——基于大型问题项目的证据. 中央财经大学学报 (1) :118-128.
- 中国工商银行带路绿色指数课题组 2020. “一带一路”绿色金融(投资)指数研究. 金融论坛 (5) :3-6.
- 祝继高、梁晓琴、王春飞 2020. 信息透明度如何影响“一带一路”倡议下中国企业对外直接投资区位选择. 国际商务(对外经济贸易大学学报) (6) :46-61.
- Ball R. and Brown P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of Accounting Research 6(2) :159-178.
- Breinlich H. 2014. Heterogeneous firm-level responses to trade liberalization: a test using stock price reactions. Journal of International Economics 93(2) :270-285.
- Collins D. Rozeff M. and Dhaliwal D. 1981. The economic determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry. Journal of Accounting & Economics 3 :37-71.
- de Soyres F. Mulabdic A. and Ruta M. 2020. Common transport infrastructure: a quantitative model and estimates from the Belt and Road Initiative. Journal of Development Economics 143 :1-22.
- Du J. and Zhang Y. 2018. Does One Belt One Road Initiative promote Chinese overseas direct investment?. China Economic Review (47) :189-205.
- Fama E.F. 1965. The behavior of stock market price. The Journal of Business 38(1) :34-105.
- Huang Y.P. 2016. Understanding China's Belt & Road Initiative: Motivation, Framework and Assessment. China Economic Review (40) :314-321.
- MacKinlay A.C. 1997. Event studies in economics and finance. Journal of Economic Literature 35(1) :13-39.
- Nam F. Hooi L. and Ruhul S. 2019. The impact of China's One Belt One Road Initiative on international trade in the ASEAN region. The North American Journal of Economics and Finance in Press.
- Yu S. Qian X. and Liu T. 2019. Belt and Road Initiative and Chinese firms' outward foreign direct investment. Emerging Markets Review (41) :6-29.

(责任编辑 渐 修 校对 皓 玥)

(上接第7页)

以上讨论,只是跨境融资累进准备金制度的简单框架和思路。具体的制度设计,比如说,不同融资方式、长短期债务,应该设立不同的累进准备金制度等问题有待进一步的研究。□

[参考文献]

- 费磊 2019. 后金融危机时代金融体系的“宏观审慎”评估. 清华金融评论 (1) :47-49.
- 鞠建东、施康、魏尚进、黎莉、聂光宇 2020. 非线性资本流动税:中国资本流动管理与金融危机防范机制. 新金融评论 (1) :121-151.
- 张晓慧 2017. 宏观审慎政策在中国的探索. 中国金融 (11) :23-25.
- 周小川 2011. 金融政策对金融危机的响应——宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑和主要内容. 金融研究 (1) :1-14.
- 周学东 2017. 宏观审慎评估体系实施的认识. 中国金融 (11) :33-35.

(责任编辑 皓 玥 校对 梅 言)