未来数年资本流动将呈新特点

胡志鹏

最近几个季度中国出现了大规模的资本流出，外汇储备几乎没有增长甚至某些时候出现了下降。这引发了一些担忧。随着几个主要发达经济体开启新一轮量化宽松，中国的资本外流是否会逆转？还是会在未来加快？

为了解答以上问题，我们首先需要观察中国外汇储备积累的历史并了解近几年中国资本流动的背后因素。过去10年里，中国外汇储备的增长主要来自外贸顺差和外商直接投资，其他资本流动则波动大，其中大量净流入的时期要多于净流出时期。从这方面来讲，近期大规模的资本外流实际上和以前没什么区别。在全球经济疲弱的背景下，中国的净外商直接投资其实表现得非常稳定。真正发生变化的是外贸顺差，这一项自2008年以来持续收窄。受此影响，经常项目顺差和净外商直接投资所产生的资本流入有时无法完全抵消资本流出，使得外汇储备增长停滞甚至有时下降。

我们认为，**非直接投资的资本流动主要有三个部分：一是与人民币汇率预期相关的流动；二是私人财富出于多元化需求而增持外国资产；三是其他资本流动，包括证券投资、贸易融资以及企业和银行债务。**在这三个部分中，最大的变动来自于因人民币汇率预期的变化带来的资本流动。在2011年中以前，除了全球金融危机最严重的那几个季度，人民币一直呈现出稳定的升值预期，尽管预期的升值幅度时有变化。2010年末和2011年上半年大规模资本流入就是受市场对人民币每年升值3%–5%的坚定信心所驱动，而人民币国际化进程加快也使得持有人民币多头头寸更为容易。

去年秋季情况发生了改变。触发因素主要是欧元区债务危机的骤然恶化，使得资产纷纷涌向避风港并导致了美元短缺。然而，由于全球金融市场的波动以及中国出口增长放缓，人们开始越来越多地注意到一些早已在悄然发生变化的基本面因素：**中国的经常项目顺差一直在下降，并且这一趋势看起来不太可能反转。**尽管美国政治层面对人民币汇率的论调没有变，但越来越少的人认为人民币显著低估，市场则开始看贬人民币汇率。尽管在岸即期汇率在过去几个季度没有多大变化，但人民币汇率预期已经牢牢地停留在小幅贬值的区间而非升值。在我们看来（也得到了外汇市场证据的支持），人民币汇率的这一变化不仅削减了大量投机性资本流入，并且由于许多公司开始寻求反向套利，也导致了可观的资本流出。

当然，还有一些其他因素的作用。2011年初中国收紧信贷的同时国外信贷普遍宽松，这导致了企业外币贷款的增加，随后又由于外汇管制政策收紧而减少。在大中城市实行限购令、房地产市场趋冷也可能减少了房地产相关的资本流入，甚至由于居民想要通过持有外国资产（包括房产）而导致资本流出规模增加。

未来几个月、几年里资本流动会如何变化？资本流动可能会剧烈波动而很难预测，尤其伴随着资本管制的放松，预测其动向更困难。不过，我们认为还是可以找到一些线索：一、我们相信未来几年居民资产配置多样化的需求会产生稳定且可观的资本流出；过去政府对资本外流实行广泛的管制，但目前在逐渐放宽，居民部门应该沉淀了不少对于持有外国资产的需求；二、随着对中国经济硬着陆担忧的消退，与汇率预期相关流动的大幅波动应该会减少；三、中国对外直接投资可能将继续上升，使得未来几年净外商直接投资下降。

以上的基本面因素不太可能因全球主要央行的新一轮量化宽松政策而改变。尽管新的量化宽松会增加全球投资者的风险偏好并改善亚洲国家的出口，但不太可能给中国带来显著的资本流入。总的来说，金融账户逆差将成为常态，虽然期间可能会有大幅波动。与此同时经常项目顺差也会停滞或下降，我们预计未来几年中国的外汇储备仅能略有增长或甚至减少。确实，我们可能已经进入了一个新的时代——央行的外汇储备将不会再出现连续地、大规模地扩张。

外汇储备不再增长意味深长。首先，外储管理者可以松一口气。他们不再为每月涌入的大量外汇投资在什么地方而烦恼，外储投资多元化的任务会有所减轻。对人民银行来说，这意味着它也不用再承受近10年来持续对冲外汇流入的压力。相反，央行需要更积极地管理国内流动性，通过使用更广泛的工具更频繁地进行流动性操作。目前处于高位的存款准备金率可能需要逐步下调，同时央行或将更多地倚靠公开市场操作。系统性的降准应该也会改善货币和信用市场的职能，而银行则需要更多地关注市场利率。

国内流动性条件应不会简单因为外汇储备停止增长就收紧。如果外汇储备不再增长，央行也可以通过其他方式创造流动性，包括更积极地下调存款准备金率。

其次，随着国际收支更加“平衡”，人民币汇率的弹性也可以加大。不过，和许多其他亚洲经济体一样，我们认为在管理汇率政策方面政府会把出口看得比内部目标（比如通胀）更为重要。我们预计明年人民币兑美元汇率还是会围绕当前的水平波动。

未来的风险在于，由于居民和企业持有海外资产动机增强，过快开放资本账户可能会导致大规模的资本外流。突发的大规模资本外流可能会使得外汇储备大幅下降，损害银行体系的稳健性，并影响市场信心。

（作者为瑞银证券经济学家）

民资逃离村镇银行应引起重视

刘英团

据媒体报道，某民企老板黎华是一村镇银行的股东。当初由于投资金融领域的机会不多，所以听说可以入股村镇银行，黎华便毫不犹豫地投了300万元。然而入股近3年来却从未分到过一次红利，这可能是他最为失败的一次投资。黎华说，“在去年银根那么紧的时候，一家银行居然不赚钱，实在是太不可思议了。”

村镇银行出现在人们的视野中已有6年。截至2011年5月，全国共组建村镇银行536家，其中开业440家、筹建96家。资产总额1492.6亿元，不良贷款率仅为0.12%。但事实上，村镇银行并没看起来那么美，几年前备受民营资本追捧的村镇银行，如今正渐渐沦为“鸡肋”。村镇银行刚兴起那会儿，自然人股东那是要多少有多少，很多人为获得一个投资机会要找关系送礼，那会儿最缺的就是主发起行。但到今天，境况就发生了逆转，村镇银行持续经营低迷已导致主发起行和民营股东矛盾激化，新的村镇银行现在也越来越难找到自然人股东，不少人甚至有退股的想法。究其原因，除了话语权和管理权外，很多村镇银行的生存状况不尽如人意，盈利能力低是重要原因。

村镇银行的尴尬现状与四个方面有关。一是吸收存款问题，村镇银行没有国有商业银行的影响力大，农民不敢贸然接受；二是相关政策不到位，保障机制不健全。村镇银行没有在人民银行结算系统核准落实行名、行号，不能在人行开立清算账户，不能参加同城票据交换，不能参加大、小支付系统结算，无法进入银联，影响了储蓄业务；三是人民银行对于村镇银行的政策规定也不够明晰，村镇银行作为服务“三农”的新型农村金融机构，所得到的支持力度还不够；四是来自市场上的其他金融机构的竞争。

作为新生事物，尽管存在诸多问题，村镇银行依然颇具发展前景。正如美联储公开市场委员会（FOMC）堪萨斯城联储银行行长霍恩所言，“没有什么比过去两年半我们所经历的金融危机、经济衰退和缓慢经济复苏更能考验社区商业银行业务模式的可行性了。与不得不由纳税人提供资金支持的大型银行模式相比，社区商业银行业务模式应对得相当不错。”可见，在国外类似村镇银行的社区银行还是挺有生命力的。

要改变村镇银行“鸡肋”的现状，需要对症下药。首先，放宽村镇银行的进入门槛，打破垄断，盘活村镇市场的存、贷资金，为其注入民间资本的活力，实现放贷资本与借贷市场的“无缝对接”，进而成为各村镇的资金蓄水池。事实上，对村镇银行与“大行”的矛盾，监管部门已做“调整”。如银监会《关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见》“支持民间资本参与村镇银行发起设立或增资扩股，而村镇银行主发起行的最低持股比例也从20%降低到15%”，尽管5%的“退让”并不足以改变“主发起行制”本身，但政府对村镇银行的“关爱”却是明显的。

其次，村镇银行的发展空间在“村镇”，不能沿袭大银行的思路扩张。村镇银行只有创造新的不同于大银行的服务模式，加紧探索与种养大户、家庭（牧场）农场、农业专业合作社、农业产业化龙头企业发展相适应的融资服务模式，才有机会获得长足发展，而绝不能仅仅是名字叫“村镇银行”。

焦点 评论

月饼保质有猫腻，添加过量防腐剂。
本想过节品美味，哪知入口伤身体。
无良商家很狡猾，质检部门莫大意。
食品安全问题多，制度监管要发力。

赵顺清/漫画
孙勇/诗

稳增长政策要首先重视质量

王勇

当前，稳增长已成为中央和各地方政府经济工作的重中之重。然而，对于稳增长，一些地方还想通过“普遍撒网”、盲目铺摊子扩大投资规模迅速促进经济增长，因为他们觉得这种办法“立竿见影”，容易出政绩。不过笔者以为，靠扩大投资规模促进经济增长并没有错，但关键是要优化投资结构、扩大有效投资，让投资成为提高经济增长质量的“马车”。

目前，我国经济形势确实仍未企稳回暖。我国投资、消费和外贸出口这“三驾马车”的运行效果均不太理想，稳增长依然任重道远。近期以来，中央和各地方为稳增长也采取了一系列的措施。9月5日，发改委披露了有关城市轨道、公路建设和集装箱码头、航道等交通建设项目，审批通过项目超万亿。实际上自今年5月以来，发改委项目审批通过数目一直维持每月200个以上，较往常明显提速。9月10日，国务院正式发布了由商务部会同有关部门编制的《国内贸易发展“十二五”规划》。地方稳增长措施也不断推出，其思路是加大投资力度、抓紧重大项目建设进度、助力中小企业发展。

这轮稳增长措施与2009年那一轮有较大的区别。首先，中央和地方出台的投资刺激政策，总体上体现了着力扩大国内需求，在优化投资结构的同时扩大有效投资，加大对国家重大项目建设的支持等的政策精神，所审批的投资项目都是与惠民生、调结构、促转型密切相关的重大项目。

其次，日前政府发布的《国内贸易发展“十二五”规划》，旨在扩大内需特别是消费需求，从而发挥增就业、调结构、稳增长等方面的作用。同时，配合着《规划》的出台与实施，商务部会同有关部门也将尽快出台加大现有老旧汽车报废更新补贴办法，支持电子商务平台建设，推动出台流通领域税收减免等措施；按照产业结构升级和可持续发展的要求，会同有关部门研究出台进一步扩大消费的新政策。

再次，目前各地方出台的稳增长政策，显现出积极的财政政策力度不断加大，这将显著有利于经济企稳回暖。同时，出台的地方政策更兼顾了调结构的方向。此外，刺激政策不但是短期稳增长的需要，对未来几年政府也都计划更多地采取减税和增加公共服务投入等措施，为经济平稳实现转型提供支持。

当然，不排除个别地方在推出刺激政策尤其是投资刺激政策时，会出现“说一套，做一套”，打着扩大有效投资的旗号随意转移投资方向，甚至将资金继续投资到房地产、高碳产业以及那些产能过剩等限制性项目中去的情况。其次，资金来源问题也不能忽视。目前，地方政府融资需求迫切，其筹资渠道除了银行贷款之外，还包括信托、发行城投债以及依靠财政部代发地方债等形式。在目前国内整体仍处于产能过剩状态下，大项目拉动的风险主要有龙头依赖以及过度负债所带来的金融风险以及地方融资平台风险。

因此，笔者认为，当前在保投资和扩内需是稳增长的关键的背景下，国家应对一些关系国计民生以及存在供需缺口的基础设施项目可以考虑继续加快审批推进，并要及时下发与项目相关的中央预算内投资资金，有关部门还应加大督促检查力度，以确保项目落实、专款专用，同时防范金融风险。各地方政府应该根据当地经济发展的实际情况进行合理投资、有效投资，最好是能通过政策引入民间资本参与项目投资，以开拓资金来源并提升项目投资的效率，从而使这些投资能够真正在稳增长、调结构、促转型方面起到重大作用。

（作者系中国人民银行郑州培训学院教授）

QE3没有阴谋，只有阳谋

美国联储局启动了第三轮量化宽松政策（QE3），市场上一片反对之声，如美国开启印钞机盯住中国的外汇储备，货币战争卷土重来；美国将让大量热钱流入中国，楼市与股市将快速上涨，要赶快入市等。那么QE3真的是美国又一场阴谋吗？在昨天甘肃卫视播出的《新财富夜谈》中，财经评论员叶檀和兴业银行首席经济学家鲁政委、国泰君安高级经济学家林采宜、斯坦福大学金融学博士吴国俊一同聊聊货币之战的阴谋论。

叶檀：我们中国的金融学现在能够那么普及，阴谋论功不可没。大家都说有阴谋，那我先请问三位，到底有没有阴谋？

鲁政委：在国际金融当中，其实真正的阴谋是很少见的。可能有战略，战略是可以端出来的，私底下的秘不可宣的事应该不是很多。

林采宜：阴谋是中国人臆想出来的。每一个经济体或者说国家都会不由自主地捍卫自己的利益，我觉得这不是阴谋啊，这是阳谋啊。

吴国俊：美国人没有什么太大的阴谋，他都应接不暇忙着处理自己的事情。过去的两三年美国人做的事情，就是中国政府现在忙着在做的事情，就是稳增长。美国没有发改委，所以投资方面不是那么容易，唯一能够做的就是动用货币政策。美联储和美国的财政部有相对的独立性，但是财政部发了14万亿的国债，其中4万亿被美联储买去。不管是扭曲交易，还是量化宽松的一二三，所有这些就是把钱直接放到持有美元资产的机构的账上，把美元资产放到了他的平衡表上。这导致的后果，美国将来会出大问题，就是美国的国债利率。现在30年的美国国债到期收益率为2.9%，美国已经是全面的负利率，将来的通胀压力是无穷的大。所以我说伯南克他真是疯了，他现在做QE3，其实不做，市场里面已经做了。

林采宜：我觉得伯南克没有疯，伯南克太聪明了。美国现在的国债已经超过了他上一个年度的GDP。那么据有关的预测，到2015年美国的国债能超过20万亿。政府欠这么多债，怎么解决？就两条道，一个是加税，一个是货币化。现在美国的10年期国债利率维持在2%以下是很可笑的，但我欠了你的钱，我当然愿意负利率。负利率首先减轻了美政府的债务负担。美国的债务最后走向货币化是一种必然的选择。包括欧盟要无限量地购买欧债，买完怎么消化它？征税是一种对经济打击非常大的行为。但是通货膨胀，就是说货币化是勉强可以忍受的行为。所以说伯南克只能把赖账行为，要流氓行为变成一种经济现象。

叶檀：所以讨论结果出来了，没有阴谋有阳谋，但是大的央行都在要流氓，今后大家手上拿着纸币的话，可是要小心一点。现在很多人说美国会不会重蹈罗马帝国的覆辙？我们知道罗马帝国怎么灭亡的，无限度地发放货币，通胀，然后如此庞大的一个帝国就灭亡了。面对新一轮全球的货币宽松，怎样的货币政策对于实体经济最好？

鲁政委：我认为现在人民币汇率有高估的嫌疑。从去年以来，占中国出口份额40%左右的欧美日，从中国的进口增速低于其整体的进口增速。也就是中国出口和竞争伙伴相比，我们出得更慢一些，这绝对是有效汇率偏高的一个最真实写照。

吴国俊：我不觉得后面的几个月或者一两年时间，汇率会有很大的升值或者很大的贬值。从外贸出口来说，如果升值，中国的压力会很大，肯定会拼命地抵制。尤其来自美国的政治压力现在小下来了，中国没有太大的理由让人民币升值太快；如果贬值，现在美国、欧洲、日本的经济都不堪一击，我们要再回到原来的大规模出口增长来抢夺市场，别人也不会让你这样子做。从资本项下来讲，我们有3万多亿的外汇储备，有什么理由要保持非常大的资本流入？所以我觉得没有很强的理由说我们现在离汇率均衡点太远。

自2012年4月16日起，人民币汇率波幅由千分之五扩大至百分之一，这是自2007年人民币汇率波幅由千分之三扩大至千分之五以来的再度扩大。关于人民币汇率的波幅问题，一直是业内争论的焦点。鲁政委建议未来三年中国还应逐步宣布扩大人民币汇率波幅区间，央行应在今年四季度再次宣布，人民币兑美元日交易区间从目前当日中间价上下1%的范围扩大至2.5%；10个月后，再扩大到5%；2014年择机扩大至10%；2015年再扩大到20%；再过一年即可完全自由浮动。

鲁政委：因为我们缺乏弹性的汇率，所以国际资本来的时候，我们说鬼子来了；走的时候我们说鬼子撤了，我们都很紧张。很多国家的汇率是灵活的，热钱来就来吧，走就走吧。所以我们要有一个更富有弹性的汇率，这是一劳永逸的解决汇率问题的机制。第二，到底是由资本市场决定汇率还是由贸易决定汇率，我相信市场不放开，我们永远都不会知道。

林采宜：我也赞同扩大波幅。扩大波幅对外贸企业本身影响不大，但是对中国的金融市场影响很大，对中国的金融深化改革影响很大。金融改革的核心就是价格的改革，说白了就是利率市场化和汇率市场化。中国宏观经济如果还有下一轮强劲增长的话，一定来自于中国制度改革的红利。在改革的红利里面，有个很重要的组成部分，就是金融改革，金融改革的又一组成部分就是汇率自由化。

吴国俊：我觉得波幅大对外贸企业来说不是好事。对市场交易来说，我们的外汇交易规模还是比较小，1%波幅基本上能够满足需要。我也同意将来发展的方向一定是使市场越来越大，然后波幅越来越大，使得市场机制能够形成对汇率真正的决定力，但是短期内不可实现。

叶檀：中国的改革刚刚开始起步，其实汇率改革也刚开始起步，万里长征第一步。今天探讨到最后有一点达成一个结论了，如果说中国有下一轮的发展高峰期，那它来自于制度改革的红利。

（文字整理：陈靓）

《新财富夜谈》是一档由深圳证券信息有限公司制作、每周日晚23:17在甘肃卫视播出的高端财经周播访谈节目，由著名财经评论员叶檀女士担任嘉宾主持。本版每周一回放该节目主要内容，敬请留意。

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。