



No. 1923

Working Paper

中美贸易摩擦下资本 非正常流出问题研究

高惺惟

【摘要】 2018 年以来由美方挑起的中美贸易摩擦变数依旧较大，我国资本非正常流出现象值得警惕，因为其极有可能成为我国潜在系统性金融风险的最大来源。本文在对导致资本非正常流动的成因以及其对经济金融安全带来影响进行文献综述的基础上，分析了我国资本流动的现状和中美贸易摩擦下资本非正常流出可能给我国带来的风险隐患。虽然中美贸易摩擦的持续发酵没有导致我国出现大规模资本非正常流出的现象，但这绝不意味着我国可以放松警惕，绝不意味着中央银行可以没有“忧患意识”。本文最后从“稳外资”的视角提出了防范资本非正常流出的对策建议。

【关键词】 中美贸易摩擦；资本非正常流出；风险；对策建议

【文章编号】 IMI Working Paper No.1923



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

中美贸易摩擦下资本非正常流出问题研究

高惺惟¹

【摘要】 2018 年以来由美方挑起的中美贸易摩擦变数依旧较大，我国资本非正常流出现象值得警惕，因为其极有可能成为我国潜在系统性金融风险的最大来源。本文在对导致资本非正常流动的成因以及其对经济金融安全带来影响进行文献综述的基础上，分析了我国资本流动的现状和中美贸易摩擦下资本非正常流出可能给我国带来的风险隐患。虽然中美贸易摩擦的持续发酵没有导致我国出现大规模资本非正常流出的现象，但这绝不意味着我国可以放松警惕，绝不意味着中央银行可以没有“忧患意识”。本文最后从“稳外资”的视角提出了防范资本非正常流出的对策建议。

【关键词】 中美贸易摩擦；资本非正常流出；风险；对策建议

一、引言

2015 年 11 月，美元步入加息周期，到 2018 年年底，美联储共加息 8 次，而且预计 2019 年继续加息。在美元走强的背景下，世界各国货币汇率出现波动，极有可能引发新兴市场国家资本大量回流美国的问题。自 2018 年 4 月以来，受到美债利率与美元走强影响，部分新兴市场国家外汇市场陷入动荡，继阿根廷比索“崩盘”之后，土耳其里拉也经历抛售潮，投资者对新兴市场国家前景的忧虑升温。未来美联储收紧政策是否引发新兴市场国家“多米诺骨牌”的效应，成为学界普遍关心的问题。就人民币来看，在美联储进入加息周期之后，人民币结束了长达 10 年之久的升值预期，开始进入贬值通道，承受较大贬值压力和资本流出压力。回顾历次美元加息的历史，都伴随着强烈的市场预期，给各国资本流出形成巨大压力。而资本流出与金融危机的爆发紧密相关，从 20 世纪 70 年代的墨西哥金融危机，到 20 世纪 80 年代的日本金融危机，再到 20 世纪 90 年代的东南亚金融危机，都与资本短时期内突发性流出有密切关系：在这些国家经济高速增长的背景之下，大量国际资本流入，资产价格上涨；当美联储开始加息周期之后，这些资本又开始大量流出，进而导致资本流出国的资产价

¹ 高惺惟，中国人民大学国际货币研究所研究员、中共中央党校（国家行政学院）经济学教研部副教授

格出现大幅度下滑，国内不良贷款率攀升，金融机构破产倒闭，金融危机就此爆发。

不仅仅是美联储的加息周期，美国政府的减税政策、制造业回归等措施，一定程度上将吸引美资企业和资本回流美国。尤其是 2018 年以来由美方挑起的中美贸易摩擦持续升级，使得我国国内外资本的投资信心有所下降，资本非正常流出现象值得警惕。2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势。会议指出，当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化，要求做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。

本文所探讨的是资本非正常流出问题，也可以称为资本外逃，往往是由于受到政治风险显现、债务违约风险上升以及纳税负担加重等冲击导致的。正常的资本流出不是资本外逃，国际货币基金组织将资本外逃定义为非正常资产配置的所有资本外流。大多数实施资本管制的国家制度设计本身就是为了防止资本外逃。非正常资本流出会给一个国家的金融稳定带来巨大冲击，包括导致利率和汇率的不稳定，降低投资能力，提高融资成本等。尤其是对发展中国家来说，非正常资本流出的危害性更为严重。因为发展中国家的金融体系尚不健全，经济体系的防冲击能力非常脆弱，非正常资本流出极有可能破坏发展中国家经济的稳定和宏观经济政策的有效性。在中美贸易摩擦持续升级的背景下，虽然我国加大了对对外开放力度，外资企业信心依然稳定，但贸易冲突升级会导致看空中国经济的预期走高，不利于短期国际资本流入。相比债务、杠杆率问题，资本非正常流出更有可能成为中国潜在系统性风险的最大来源。美国主动挑起贸易摩擦的目的就是减少中国的贸易顺差，使中国出现贸易逆差，贸易逆差会助推资本外流。总之，中美贸易摩擦的持续升温有极强的刺激中国资本非正常流出的作用。因此，研究中美贸易摩擦对我国资本流出的影响，具有重要的现实意义。

二、文献综述

纵观国内外的研究文献，学界从不同理论视角来研究资本非正常流出这一特殊的经济现象，极大丰富了资本跨境流动理论的发展，比较全面、客观地分析了导致资本非正常流动的成因，以及资本非正常流动对经济金融安全带来的影响，这为后来的研究奠定了理论基础，也为新形势下我国防范资本非正常流出提供了有意义的借鉴。

（一）关于资本流动影响因素的文献综述

早期的研究认为利差是影响跨境资本流动的最重要因素,资本会从低利率国家流向高利率国家。后来的研究认为影响资本流动的因素是多元的,除了利差之外,国家的政治环境、经济环境以及投资者的风险偏好都是影响资本流动的因素。Kindeberger(1937)强调资本流出的非正常性,是由于投机、恐惧、疑虑或偶然性事件的爆发导致的¹。Chennery&Bruno(1962)通过“双缺口”模型解释资本流动,认为发展中国家的出口无法支撑进口,因此需要发达国家资本的流入来弥补“缺口”²。该模型为发展中国家依靠对外借款补充国内储蓄不足以实现经济增长的现实状况提供了理论依据,但难以解释20世纪所发生的南美金融危机和东南亚金融危机中出现的严重的资本流出现象。当然,资本流出不是发展中国家独有的现象。近些年的研究将影响资本流动的因素分为推动力和拉动力,推动力主要是指全球经济金融环境变化对资本流动的影响,拉动力主要是指资本流入国自身的吸引力对资本流动的影响。至于哪种力量更显著,学界并未达成一致。一部分学者认为推动力因素更明显,Borio&Disyatat(2011)的研究认为美联储的利率政策是影响全球资本流动的最重要因素³。Fratzscher(2012)的研究认为在金融危机之前拉动力是主要因素,金融危机后推动力是主要因素,这也意味着全球经济一体性特征更加明显⁴。Forbes&Warnock(2012)的研究认为非正常的资本流动主要是受到投资者情绪的影响,这也算是外部推动力因素⁵。Park et al. (2016)同样认为美联储的货币政策操作是影响全球资本流动的最主要因素⁶。另外一部分学者的研究认为拉动力的因素更为明显,Rodrik&Velasco(1999)的实证研究结果表明,某国M2/GDP与资本流入规模之间有较强的关系⁷。Gourinchas&Jeanne(2013)的研究认为,资本流动的目标很明确,就是经济状况良好且有发展潜力的国家⁸。Ghosh et al. (2014)研究了56个新兴市场国家资本流动的数据,发现美联储利率政策的调整 and 投资者规避风险的动机是影响资本非正常流动的最主要因素,同时也会受到资本账户管制程度、汇率制度等因素的影响⁹。Aggarwal et al.(2015)的研究认为影响资本流动的最重要因素是金融开放程度和资本账户管制程度¹⁰。从实践中来看,由于新兴市场国家经济发展速度较快,其外汇储备占全球比重达70%,这也说明资本流入国的经济环境是决定资本流动的主要因素。

从20世纪90年代开始,国内学者也开始关注资本流出的问题。李扬(1998)的研究认为,资本的跨国流动对任何国家都不存在歧视性偏见,追逐利润是资本流动的唯一动力¹¹。宋文兵(1999)研究了我国在20世纪90年代的资本非正常流出问题,认为导致资本非正常流出的主要原因就是国内经济环境和制度性交易成本过高¹²。杨海珍(2005)认为中国非正

常流出资本的主要来源是外商直接投资，而且在很大程度上属于“过渡性资本外逃”¹³。从以上研究能够看出，影响资本流动的因素是多元的、复杂的，包括全球经济风险、经济增长潜力、美联储的利率政策等全球性因素，也包括国际贸易与收支等传染性因素，还包括国内金融市场开放程度、利率状况、财政及债务风险、经济形势和政治稳定安全等国内因素。资本流动（包括资本非正常流动）往往是上述因素综合影响的结果。

（二）关于资本流动影响金融安全的文献综述

资本非正常流出是金融危机爆发的助推器和导火索，会对一国的经济金融安全带来严重的冲击和影响。Cuddington(1986)的研究认为资本非正常流出最显著的效应就是降低国内投资水平和经济增长率，大多数学者和政府官员都同意 Cuddington 的观点¹⁴。Rodrigues(1987)的研究认为发展中国家资本非正常流出会降低储蓄，使投资项目难以获得资金支持，进而导致外汇储备大量减少，政府被迫降低进口以保持国际收支平衡，而这些政策又会进一步降低投资和产出水平¹⁵。显而易见，在出现资本非正常流出的情形之后，外汇储备就会减少，经济增长所必需的关键进口设备和原材料就难以获得，经济增长就会受到影响。从国内学者的研究来看，胡逸闻和戴淑庚（2015）指出随着开放的深入，资本账户管制政策的强度有所下降，同时借此不断扩大的国际资本流动规模对宏观经济稳定造成冲击¹⁶。陈卫东和王有鑫（2016）的研究认为跨境资本流动可能引发投机性资本大进大出或急进急出，加剧国内宏观经济波动，威胁国家金融安全¹⁷。余永定（2017）认为，近几年我国资本外逃的情况应该是相当严重的，绝不能对资本外逃现象掉以轻心，资本外逃问题的解决还有赖于中国经济体制、金融体系和汇率体制改革的进一步深化¹⁸。肖卫国和兰晓梅（2017）的研究认为，我国中央银行应从根本上实现人民币汇率预期的稳定，进而缓解汇率波动对跨境资本流动的冲击¹⁹。绝大多数学者已经注意到了资本外逃对经济金融安全的负面影响，甚至极有可能在新兴市场国家形成一个巨大的安全隐患，尤其要防范它在某些时候恶化的可能性。本文研究的目的是基于中美贸易摩擦这个大背景下如何维护我国经济金融安全。在这一背景下，全球投资者的避险情绪会上升，部分对中国持悲观态度的投资者，就有可能追逐美国国债等“更安全”的资产，导致资本回流美国。基于此，中美贸易摩擦持续升温会增加资本流动的不确定性，出现资本非正常流出的问题。

三、当前我国资本流动现状分析

2018 年以来世界经济受全球贸易摩擦和金融环境变化等影响，下行风险有所增加，同步性有所减弱，主要发达经济体和新兴市场经济体货币政策继续分化，外部环境的不稳定不确定因素明显增多。就我国来看，经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，人民币汇率双向浮动弹性增强，跨境资金流动总体稳定但仍需提高警惕。

（一）基于人民币汇率角度的分析

2018 年上半年，美元指数走强，新兴市场经济体货币多数走弱，JP Morgan 新兴市场货币指数下跌 7.3%，以阿根廷、土耳其为代表的部分新兴市场经济体面临新一轮动荡。受美元指数走强和中美贸易摩擦影响，人民币汇率有所贬值。为稳定市场预期，维护外汇市场平稳运行，央行采取了一系列有针对性的措施，包括加强与市场沟通、重启远期售汇风险准备金政策、重启了中间价报价“逆周期因子”等。这些措施使市场预期基本平稳，人民币汇率在合理均衡水平上保持了基本稳定。2018 年 6 月末，人民币对美元汇率中间价为 6.6166 元/美元，较 2017 年末贬值 1.2%，人民币在全球范围仍属稳定货币。从短期看，影响我国企业和居民结售汇行为的原因，主要是人民币兑美元汇率升贬值预期的变化。通过比较人民币兑美元升贬值预期与企业居民的结售汇差额的历史数据，我们发现，人民币贬值预期越强，结售汇逆差越大。就对当前经济金融形势的分析来看，人民币汇率对一篮子汇率将保持稳定，人民币单边大幅贬值的概率较低。一是从经济基本面来看，2015 年以来的人民币汇率贬值压力是中国经济结构失衡、资产泡沫风险与美元大幅走强等因素的集中反映，由此引发了资本外流与人民币贬值循环预期。随着中国供给侧改革的持续推进，中国经济韧性和可持续性会逐步增强，为人民币汇率稳定奠定坚实基础。二是从宏观经济风险来看，政府一系列防风险、强监管以及“三去一降一补”的政策促进我国宏观经济风险下降，打赢防风险攻坚战已经取得成效。同时，房地产泡沫风险得到有效遏制，影子银行得到有效监管，宏观经济杠杆率趋于稳定。三是从市场对人民币汇率预期来看，由于监管层加强预期引导和对跨境资本流动的审慎监管，市场预期总体稳定，跨境资本流动趋于平衡。因此，在可预期的未来，随着供给侧结构性改革的推进和产业结构的不断升级，中国经济迈向高质量发展的趋势将为人民币汇率的中长期稳定创造良好条件，进而会增强对国际资本的吸引力，有效抑制资本非正常流出。

（二）基于 FDI 角度的分析

按国际收支统计口径，2018 年上半年，直接投资顺差 798 亿美元，同比扩大 4.7 倍。其

中，我国对外直接投资净流出 458 亿美元，同比增加 12%；境外对我国直接投资净流入 1256 亿美元，增加 1.3 倍。FDI 活动的相对活跃对于我国跨境资本流动形势的稳定起到了重要作用。虽然近几年来我国经济增速在平缓下行，尤其是 2018 年以来中美贸易摩擦的不断升温为我国的出口以及经济增长蒙上了一层阴影，但无论从新设立的外资企业数量还是从实际使用 FDI 金额的同比增速来看，2018 年外商直接投资情况仍相比 2017 年出现了明显的改善，近几个月累计增速还有所上行，这与我国目前一直在推进的“将开放的大门越开越大”的政策有着密切的关系。2018 年以来直接投资项的结售汇差额维持了顺差的状态，对整体结售汇数据起到了正面的支撑作用。

（三）基于外汇储备角度的分析

截至 2018 年 6 月末，我国外汇储备余额 31121 亿美元，较 2017 年同期余额上升 553 亿美元。主要原因是境外主体来华各类投资增长加快。2018 年上半年，外国来华直接投资、证券投资和其他投资等外来投资净流入 2940 亿美元，较上年同期增长 45%，为 2012 年以来同期最高水平。主要由于我国扩大对外开放相关措施连续推进，国内营商环境不断改善，金融市场开放程度进一步提高，境外主体更加积极地投资境内市场。2018 年以来，无论是一季度经常账户、非储备性质金融账户“一逆一顺”的平衡状态，还是二季度经常账户小幅顺差、非储备性质金融账户持续顺差的情形，我国外汇储备均保持基本稳定，说明我国国际收支交易实现了自我调节、自主平衡，体现了国内经济保持稳定、对外开放逐步深化、人民币汇率市场化形成机制进一步完善的积极效果。

（四）基于利率平价角度的分析

对于中国而言，其在新兴市场国家的名义利差和超额利差²均处于中等水平，因此从整体上看，中国资金流出压力可能不会太大。但跟中国以前的情况相比，在边际上资金流出压力可能有所增加。过去由于中国资本项目未完全开放，资金流动受限，导致中国利率平价的情况并不明显，人民币汇率对冲成本与中美利差的相关性较低。然而，从今 2015 年以来，中美利差与人民币汇率对冲成本出现了走势吻合的情况，意味着利差变动对资金流动的影响加大。虽然我国的利率水平高于一般发达国家，但我国的存款利率一直受到严格的管制，处于较低的水平。在这种情形之下，本轮美联储的加息政策会让美国成为全球最具吸引力的投

² 这里的超额利差是在扣除汇率对冲成本之后的利差。

资目的地。

（五）基于误差遗漏项角度的分析

从 2017 年一季度至 2018 年一季度，我国误差遗漏项保持在 2449 亿元至 4375 亿元的高位。我国现在实行较为严格的资本项目管制，一部分资金会绕开监管流向国外，这一部分很可能反映在国际收支平衡表中的误差与遗漏项下。由此可见，我国确实存在一定的资本非正常流出的风险。在我国的对外投资中，有一定量的投资处于官方管理之外，它们是资本非正常流出的一个重要渠道。一些企业在对外投资过程中改变投资方向和投资计划，隐瞒、截留境外投资收益和溢价收入，用于再投资，将资金滞留于境外。同时还存在一些“旁门左道”的方式，如地下钱庄等。

总的来看，在这次中美贸易摩擦中，资本非正常流出尽管对中国的经济社会产生了一定的负面效应，但并未产生严重的灾难性后果。我国既没有出现外汇储备的大幅度减少，也没有产生金融危机；既没有出现外资大量撤离中国，也没有出现经济增长的停滞。究其原因，一是我国经济基本面良好的态势没有发生改变。尽管我国经济面临较大下行压力，中美贸易摩擦导致外部环境复杂严峻，但我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，中国仍然是世界上最具回报的投资热土。二是宏观调控政策准确到位。我国宏观政策更加强化逆周期调节，通过实施积极的财政政策和稳健的货币政策，实现了稳定总需求的目标。三是供给侧结构性改革已经初见成效。“三去一降一补”使更多产能过剩行业加快出清，各类营商成本大幅度降低，基础设施等领域补短板力度继续加大，培育和发展新的产业集群的目标吸引着大量资本的进入。四是国际收支没有出现严重失衡。相当比例的非正常流出资本又以 FDI 的形式流回中国，“过渡性资本非正常流出”并未从总体上对中国国际收支平衡构成较大影响。我国央行一直保持着一定数量的外汇储备，也保证了国际收支的平衡并维护了汇率的稳定。

四、我国资本非正常流出存在的风险隐患

中美贸易摩擦的发酵虽然没有导致我国出现大规模的资本非正常流出现象，也没有对我国经济造成灾难性、不可挽回的后果，但这绝不意味着资本非正常流出就是“无足轻重的”，绝不意味着我国可以放松警惕，绝不意味着中央银行可以没有“忧患意识”。资本非正常流出是一种政府无法直接控制的特殊经济现象，违背了政府的意愿，是个人利益同国家利益冲

突的产物，当然会对一国的经济运行产生影响。当前中美贸易摩擦前景不明，持续升温的可能性依旧存在，个别投资者想方设法（包括采用非法的手段）将资本转移到国外，这些对于中国经济的长期稳定发展是非常不利的。如何创造一个更大更稳定的投资环境，让更多的国外资本进来，同时让国内资本更好地发挥作用，是学界当前急需研究的一个重要问题。

经济发展需要大量的资本积累，非正常资本流出是一种反常的国内储蓄及外汇的输出，对经济增长、收入分配、财政及本国金融机构的发展都会产生极大的负面影响。在投资者有限理性的假定下，资本非正常流出这种行为会尽可能地达到投资者效用最大化的目标，但它会给流出国宏观经济带来巨大的负面效应。对宏观经济的决策者来说，资本非正常流出者是一个“非合作的”博弈者。中美贸易摩擦下的资本非正常流出是微观主体应对中国经济转型的一种理性选择，对于“经济人”来说能够达到规避风险、增加收益的目的。但是如果从政府角度考察资本非正常流出，就会发现它对宏观经济带来的不良经济效应。一般而言，微观利益主体同宏观经济导向的冲突越大，资本非正常流出的规模也就越大。本文的一个重要目的就是分析中美贸易摩擦下资本非正常流出带来的风险隐患，做到“防患于未然”。

（一）资本非正常流出对我国经济和金融安全构成潜在的威胁

资本非正常流出会降低经济潜在增长率和实际增长率。一方面，非正常资本流出在降低一国的储蓄水平之后，进而影响的就是投资能力，最终传递到经济增长和就业水平。另一方面，非正常资本流出会使外汇出现缺口，如此只能通过减少进口、削减支出来恢复外部平衡，最终结果就是降低经济增长率。同时，资本非正常流出会增加金融市场的波动性，甚至导致金融危机的爆发。在许多情况下，非正常流出的资本又会形成短期逐利的游资“游”回来，从事高风险投资活动，严重干扰金融市场和外汇市场，干扰包括货币政策在内的宏观经济政策的稳定性，助长国内通货膨胀，并且增加中央银行稳定汇率的目标。即使这些“游资”不再返回国内，资本非正常流出对中国经济的负面影响可能会更大，如投资者信心出现危机、国内投资不足、金融市场动荡、人民币贬值、外汇资源流失等。墨西哥、阿根廷、巴西等国资本非正常流出的实践证明，大规模的资本非正常流出足以导致一国的金融危机甚至经济危机。

（二）资本非正常流出严重扰乱利率和汇率市场化改革以及资本项目开放的进程

资本的非正常流出直接导致的就是汇率的剧烈波动，此时如果中央银行为了稳定汇率，就必须动用外汇储备，导致外汇储备规模减少，进一步影响投资者信心，陷入恶性循环当中。

因此，在中美贸易摩擦日趋激烈的背景下，如果我国不能采取有效的措施抑制资本非正常流出，利率市场化改革、汇率市场化改革和资本项目开放就无法取得实质性进展。一方面，在资本存在大规模流出的隐患下，贸然进行汇率市场化改革和开放资本项目会导致汇率的急剧贬值和资本的大量抽逃显然不是一种稳妥的举措。只有有效控制资本非正常流出的各种因素之后，汇率市场化改革和资本账户的放开才能取得实质性进展。另一方面，利率市场化改革同样需要一个稳定的金融市场。否则，大规模的资本非正常流出必将影响金融市场中资金价格的稳定性。

（三）资本非正常流出增加了我国宏观经济政策调控的难度

资本非正常流出是以一种潜在的、隐蔽的形式进行的，这就使得政府难以准确把握其规模大小、流出的去向、流出的方式甚至存在的形式，为政府制定宏观经济政策带来了困难。资本非正常流出也是地下经济的一种重要形式，使得经济管理部门可能对宏观经济产生错误的判断，从而将宏观经济带入更加不利的局面。一是影响货币政策的制定和实施。我国基础货币的发行很大比例来源于外汇占款，资本非正常流出导致货币发行制度受到破坏。二是影响外汇政策的制定和实施。在国际收支出现失衡时³，如果货币当局没能发现其原因是由于资本非正常流出导致的，就会采取贬值的措施。但这一措施的实施会导致该国货币进一步贬值，最终形成“资本外逃---贸易失衡---货币贬值---更大规模的资本外逃”的恶性循环。在这种情形下，认清失衡背后的本质是解决问题的关键。三是大大增强了我国面临“米德冲突”的可能性。货币政策为了维持汇率的稳定就要被动地在外汇市场上储备外汇投放人民币，再顾及资本非正常流出的问题，使得货币政策和财政政策处于“左右为难”的境地，增加国内外均衡目标实现的难度。

五、防范资本非正常流出的对策建议

趋利性是资本的天然特征，资本流动的基本动因是追求风险最小化和利润最大化。在金融资源全球配置的今天，一国政府不可能完全消除资本的非正常流出，但至少可以通过正确有效的措施减少资本的非正常流出，减轻资本非正常流出带来的不良效应，防范爆发金融危机和经济危机的可能性。因此本文对防范资本非正常流出的研究主要是从“稳外资”的视角

³ 这里的贸易失衡是指由于采用进口高报价和出口低报价导致的经常项目失衡。

进行的。

（一）进一步优化营商环境

优化营商环境是防范资本非正常流出的核心问题。在过去几年，中国的营商环境有了较大改善，但还有巨大的进步空间。在建立公开开放透明的市场规则方面，需要更大力度降低制度性交易成本，深化“放管服”改革，最大程度激发市场活力和创造性。在保护外资企业合法权益方面，要给外资企业提供更好的法律权益保护，同时以较为宽松的政策让其实现更为稳定的经营业绩和更高的生产效率，提升外资企业进一步增资的信心。尤其是在中美贸易摩擦的冲击下，更要向全球投资者证明中国是一个法治稳定的投资场所，有理由成为外国企业投资的首选之地。在保护外资企业知识产权方面，要进一步加大知识产权保护力度，强化行政执法的监管，实现知识产权的严保护、大保护，做到“不护短，讲公平”，为外资企业创新发展、公平竞争提供更好的保障。营商环境是防范资本非正常流出的“牛鼻子”，优化营商环境就是解放生产力。

（二）要继续大幅减少外商投资准入限制

我国政府最近几年一直大幅度减少外商投资的准入限制，给外商投资提供了更广阔的市场空间，提供了更多投资机会，2018年7月份生效的外商投资负面清单对比之前的负面清单，减少的比重在一半以上。在制造业领域，我国市场已高度开放，但金融、保险、医疗、教育以及高技术研发服务业、公共服务等服务领域的开放仍有巨大空间。要通过修改相关法律深入与正确地推进负面清单管理制改革，将开放政策红利释放出来。画饼毕竟无法充饥，“一分部署，九分落实”。当前负面清单管理制的正面影响尚未得到有效释放，究其原因，主要在于负面清单相关规定推出后，与之前存在的涉及外商投资的法律法规无法衔接，或存在不一致，从而导致部分负面清单的对外开放承诺并不能切实落地。因此，要将已经作出的放松市场准入的承诺落到实处。同时，对与推进负面清单管理制不一致的行政法规与规章及时进行清理，以加强法律法规之间的一致性，提高我国外资监管环境的透明度、可预测性和公平性。

（三）以中国巨大的市场机遇吸引外资

“家有梧桐树，自有凤来栖”。中国的“梧桐树”就是中国仍处于发展上升期，拥有14亿人口的消费市场，蕴含巨大内需潜力，因此可以利用巨大的市场机遇吸引外资，充分发挥中国作为世界第一大消费市场的谈判力。2018年，中国的社会零售总额有望超过美国成为

世界第一大消费市场，此后仍将以美国市场 2-3 倍的速度增长，这对于美国与其他发达国家是无法拒绝的市场，也是中国与世界最大的谈判力。只要中国有发展，各国投资者一定会来和中国进行合作。有了这个判断，有利于中国保持战略定力，脚跟就会站的比较稳，就不会彷徨。更值得一提的是，随着中国人均收入水平不断提高，中国潜力巨大的消费市场正在升级而且不断开放；不仅体量在扩张，结构也在快速升级。在很多领域，中国已经成为全球最大的市场。中国巨大的消费市场，以及中国政府不断扩大开放、优化营商环境、加大保护知识产权的努力，正是吸引跨国公司“用脚投票”的关键。

（四）打造国际合作新平台

我国应积极主动搭建广大产业界、金融界和地方经济与美对接的开放式平台，形成中美产业合作与双向投资的长效机制，并有助于避免中美陷入“修昔底德陷阱”。一是做强做优做大“自贸区”。自贸区的建设要对标国际高标准市场的开放模式，赋予其更大改革自主权，使其成为国家级经济开发区、边境经济合作区和跨境经济合作区的开放平台。二是通过“一带一路”建设加强与其他国家的贸易投资合作，最大程度抵消美国等国家的逆全球化政策对我国造成的资本非正常流出问题。三是通过建设有中国特色的主权财富基金，加快双边基金建设，搭建跨境投资平台，协同全球其他主权财富基金，发挥战略作用。按照“共同出资、利益捆绑；共同管理、强强联合；交换比较优势、商业可行；合作共赢、可持续发展”的四条原则，深入研究中美、中英、中日、中以、中巴等多个双边基金等方案，并依托双边基金，搭建双向产业合作平台。

（五）大力推进国内改革配合吸引外资的各项部署

党的十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，目前基于吸引外资的视角，主要推动的改革领域包括以下三个方面：一是财税改革。客观上判断，美国税制改革有助于美国境外投资回流美国。中国同样需要更大力度的减税政策。减税政策要落到实处，要让群众有获得感。中国当前的减税政策并没有让企业普遍感受到税负的减少，甚至一些地方反而感到税负增加，那不能算是减税真正到位。减税政策制定者要从人民的获得感的角度去改进政策。二是政府要真正地做到放权。行政审批改革的核心在于规则的清晰化和透明化，要明晰政府和市场的边界，强化社会监督，把权力关进制度的笼子。三是以建立现代企业制度为目标推动国企改革。国有资产监管部门真正做到从“管企业”到“管资本”的转变，可以适当降低或取消国企的补贴，实现国有企业、民营企业和外资企业

平等竞争，做到“竞争中性”。

（六）建立防范资本非正常流出的监控机制

中美贸易摩擦变数很大，一旦某些表现不突出的因素被激化，资本非正常流出规模会迅速扩大。因此，需要建立资本非正常流出的预警机制，对资本非正常流出的规模、动向、影响进行全面了解和控制。一是设置针对经常项目的监控机制。关键是从根本上杜绝通过“伪报价格”的方式进行的资本转移。二是完善对资本与金融项目的监控机制。加强我国对外投资中的资本非正常流出的防范工作，规范企业对外投资的管理制度。三是严厉打击地下钱庄。对于以非法方式进行的资本非正常流出，应当竭力堵截，让这部分非正常来源的资产无法流到国外。

参考文献

- 1 Kindeberger. International short-term capital movements .New York: Augustus Kelley, 1937.
- 2 Chennery&Bruno. Development alternatives in an open economy: the case of Israel. Economic Journal, 1962(77): 79-103.
- 3 Borio&Disyatat. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?[R]. BIS Working Paper, No 346, 2011.
- 4 Fratzscher, M. Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis[J]. Journal of International Economics, 2012, 88 (2): 341-56.
- 5 Forbes, K. J., and F. E. Warnock. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment[J]. Journal of International Economics, 2012, 88 (2): 235-251.
- 6 Park, Donghyun., Arief Ramayand, and Kwanho Shin. Capital Flows During Quantitative Easing: Experiences of Developing Countries[J]. Emerging Markets Finance & Trade, 2016, 52: 886-903.
- 7 Rodrik, D. and Andres Velasco. Short-term Capital Flows[R]. NBER Working Papers, No 7364, 1999.
- 8 Gourinchas and Olivier Jeanne. Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle[J]. Review of Economic Studies, 2013, 80 (4): 1484-1515.
- 9 Ghosh, Qureshi, Kim and Zalduendo. Surges[J]. Journal of International Economics, 2014, 92 (2): 266-285.
- 10 Aggarwal, Reena, Leora Klapper, and Peter Wysocki. Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors[J]. Journal of Banking and Finance, 2015(29): 2919-2946.
- 11 李扬. 中国经济对外开放过程中的资金流动[J]. 经济研究, 1998 (2): 14-24.
- 12 宋文兵. 中国资本外逃问题的研究: 1987-1997[J]. 经济研究, 1999 (5): 39-48.
- 13 杨海珍. 资本外逃: 国际趋势与中国问题[M]. 北京: 中国金融出版社, 2005.
- 14 Cuddington. Capital flight: estimates, issues, and explanations. Princeton studies in international finance, 1986(58): 187-198.
- 15 Rodriques, M. "Consequences of capital flight for Latin America", Institute for International Economics, 1987.
- 16 胡逸闻, 戴淑庚. 人民币资本账户管制政策的强度与有效性[J]. 财经科学, 2015 (6): 21-31.
- 17 陈卫东, 王有鑫. 人民币贬值背景下中国跨境资本流动: 渠道、规模、趋势及风险防范[J]. 国际金融研究, 2016 (4): 3-12.
- 18 余永定. 解读中国的资本外逃[J]. 国际经济评论, 2007 (5): 97-115.
- 19 肖卫国, 兰晓梅. 新一轮美联储加息对中国跨境资本流动溢出效应研究[J]. 经济学家, 2017 (2): 84-90.

Research on Abnormal Capital Outflow under Trade Friction between China and US

Gao Xingwei

Abstract: Trade frictions initiated by the US side are still very variable since 2018. The phenomenon of abnormal capital outflow in China deserves our vigilance, which is likely to become the biggest source of potential systemic financial risks in China. Based on literature review of the causes of abnormal capital flow and its impact on economic and financial security, this paper analyses the current situation of capital flow in China and the potential risks that abnormal capital outflow may bring to China under trade frictions. Although trade frictions has not led to large-scale abnormal capital outflow in China, it does not mean that China can relax its vigilance, nor does it mean that the central bank can not have "sense of anxiety". Finally, from the perspective of "stabilizing foreign capital", this paper puts forward some countermeasures and suggestions to prevent abnormal capital outflow.

Key words: trade friction between China and US; abnormal capital outflow; risk; countermeasures and suggestions



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn