Hot Issue

중국 국제자본이동의 변화*

중국사회과학원 Peng Xingyun(彭兴韵)[1)]

중국의 국제자본이동 패턴의 변화는 중국이 글로벌 자산배분처로 자리잡고 있는 가운데 금융시장의 글로벌 영향력이 상승하고 있다는 것을 시사한다. 중국은 G2 국가로써 글로벌 경제성장에 지대한 영향을 미치고 있다. 중국은 뉴노멀 시대(新常态)에 진입하여 경제성장이 구조적 둔화세에 직면해 있음에도 불구하고 전세계의 중요한 성장거점(growth pole)의 역할을 하고 있다. 국제자본은 중국경제 성장에 따른 이익을 배분하고 글로벌 경기변동 리스크를 회피하기 위해 점진적으로 대중국 증권투자를 확대하고 있으며, 이는 글로벌 경제성장 구조 변화에 따른 결과로 풀이된다.

중국의 경제 발전과 자본계정의 점진적 개방에 따라 외국인 직접투자의 중요도는 줄어드는 반면 증권투자의 중요도는 커지고 있다. 특히 위안화의 SDR 편입에 따라 국제자본의 위안화 채권 및 기타 위안화 자산에 대한 수요가 증가하고 있으며 이는 중국 금융시장의 점진적인 개방을 보여준다. 한편, 위안화 국제화의 추진으로 해외 위안화의 투자 가능한 금융자산이 필요하며, 이를 위해서는 중국 금융시장의 양적 질적 성장이 동반되어야 한다.

더 나아가 글로벌 자본이동에 대한 중국 통화정책의 영향력은 갈수록 커질 것으로 예상된다. 과거 달러화는 세계에서 가장 중요한 국제통화로써 미 연준은 글로벌 중앙은행의 역할을 맡아왔으며 미국 통화정책의 향방은 국제자본의 이동과 흐름을 결정하는 요소였다. 마찬가지로 중국 금융시스템의 개방과 글로벌 자금의 중국 유입으로 중국인민은행의 통화정책 영향력이 국내에만 제한된 것이 아니라 대외적으로도 확대될 것으로 예상된다. 향후 미 연준, 유럽 중앙은행과 중국인민은행의 삼자병립(三足鼎立)으로 글로벌 3대 중앙은행이 주도하는 글로벌 통화정책 구조가 형성될 것으로 전망된다.

중국 금융시스템의 영향력 확대와 대외직접투자 증가는 위안화 국제화 추진 및 국제통화시스템의 지배구조를 개선할 것으로 기대된다. 위안화 국제화 전략이 성공하려면 국제적으로

---

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 중국사회과학원 금융연구소 통화이론과 통화정책연구실장.

위안화 신용도를 높이는 동시에 유동성을 제공해야 하며, 투자가능 위안화 준비자산을 충분히 보유해야 한다. 위안화 신용도를 높이기 위해서는 장기간 경상수지 흑자를 지속해야 한다. 경상수지 흑자 배경하에서 위안화의 대외직접투자 증가는 위안화를 역외로 유출시키며 이를 통해 위안화 유동성을 공급한다. 위안화의 대외직접투자 확대는 중국이 원자재 시장에서 가격협상에 유리할 수 있으며 더 나아가 위안화의 역외 결제·청산 기능을 향상시킬 것이다. 중국 금융시장의 국제화와 국제자본의 증권투자 확대 및 중국 금융시장의 대외 영향력 제고로 위안화의 준비통화 기능은 점진적으로 향상될 것이다.

사실상 위안화 국제화는 이미 만족스러운 성과를 거둔 것으로 평가된다. 위안화의 국경간 결제는 대폭 증가하였고 국경간 직접투자에서의 위안화 사용비중도 안정적으로 증가하고 있다. 인민은행의 기타 국가 중앙은행과의 통화스왑도 큰 발전을 가져왔다. 또한, 위안화 자산과 판다본드 및 딤섬본드 규모도 확대되고 있다. 중국의 대외직접투자에 따른 위안화 유출, 중국 금융시장의 개방 확대와 발전에 따라 위안화 국제화는 더욱 큰 진전을 가져올 것으로 예상된다. 이는 국제금융시장에서 중국의 영향력을 제고시키고 새로운 국제통화시스템 형성을 추진한다.

반면, 중국 국제자본이동의 변화로 초래되는 부정적인 영향도 고려해야 한다.

첫째, 증권투자 규모와 비중은 증가하고 있는 반면 패시브 투자(Passive Investment) 비중은 하락하고 있지만 그 규모를 과소 평가해서는 안되며, 이는 중국 금융시스템의 취약성을 악화시킬 수 있다. 과거 중국으로의 자본유입은 주로 외국인 직접투자를 통한 유입이었으며 증권투자 비중은 매우 낮은 수준이었다. 때문에 중국은 대량의 급격한 국제자본이동으로 인한 유동성 리스크에 노출되지 않았다. 그러나 직접투자가 줄어들고 단기 차익거래를 포함한 증권투자 비중이 점진적으로 확대됨에 따라 자본이동 패턴이 크게 변화될 것으로 예상된다. 직접투자와 비교해볼 때 증권투자는 유동성과 변동성이 크며, 패시브 투자가 이를 야기한다. 미 연준의 통화정책 변화는 여전히 중국 국제자본이동에 대해 불리하게 작용할 것이며 중국 증권투자 자본과 패시브 투자 자본의 유출에 심각하게 영향을 줄 것으로 판단된다.

국가외환관리국은 중국 국경간 자금이동을 안정성이 높은 자금과 변동성이 높은 자금으로 분류한다. 경상수지와 직접투자 합계의 차액을 안정성이 높고 실물경제와 관련성이 높은 국경간 자금이동으로 분류하고 비직접투자 자본이동(증권투자, 기타 투자와 오차 및 누락분)은 변동성이 큰 자본이동으로 분류된다. 금융위기 이후인 2009년과 2010년 모두 대규모의 불안정 자금이 유입되었으며 2012년 유럽 채무위기로 불안정 자금이 대량으로 유출되었다. 2012년말 미국의 양적완화 재개로 불안정 자금이 다시 유입되었다. 미 연준의 양적완화 종료

와 위안화 절상 기대감으로 기존의 패시브 투자 자본유입은 패시브 투자 자본유출로 전환되었다.(2014년 2,945억달러에 달함) 2014년 4분기 자본과 금융계정의 순유출이 발생하였고 외환보유액도 따라서 크게 감소하였다. 미 연준의 금리인상과 달러화 절상 기대감이 확대됨에 따라 국제자본이동은 새로운 변화에 직면하였다. 이로 인하여 중국인민은행은 2015년 8월 위안화 기준환율 산정기준을 변경하였다.

둘째, 단기 금융자본 유입 증가는 대외채무 리스크를 크게 상승시켰다. 금융위기 이후 미 연준의 양적완화와 제로금리 정책은 대량의 차익거래 자금을 중국으로 유입시켰다. 위안화 절상 배경하에서 중국기업도 '자산 위안화, 부채 달러화'의 재무전략을 취했다. 2009년 이후 중국의 긴축 통화정책으로 기업들의 달러화 부채가 증가하고 단기채무 비중이 높아졌다. 이는 중국기업의 만기 불일치와 통화 불일치 문제를 초래하였다.

금융위기 이후 중국의 대외채무 규모는 확대되고 있으며 이는 주로 단기채무 증가에서 기인한다. 단기채무가 외채잔액에서 차지하는 비중은 2001년 41.21%에서 2015년 65%로 증가하였다. 단기채무 비중의 상승은 만기 불일치 리스크를 확대시켰다. 자산과 매출이 위안화로 이루어지는 기업은 통화 불일치 문제에 직면하였다. 환율 시스템 개혁과 위안화 절상으로 대량의 달러화를 차입한 기업의 채무 부담이 크게 상승하였다. 중국 경상수지는 여전히 흑자를 지속하고 있고 충분한 외환보유액, 부채비율과 채무비율, 상환비율, 외환보유액 대비 단기외채 비중이 국제기준보다 낮은 수준이지만 자본이동 변화에 따른 만기 불일치와 통화 불일치로 인해 발생 가능한 유동성 리스크는 심히 우려되는 수준이다.

셋째, 중국의 대외직접투자 증가로 투자 대상국의 정치, 법률과 거시경제 리스크도 점차 확대되고 있다. 중국은 국제산업 분업구조에서 경쟁우위를 선점하고 중국 산업자본의 국제 영향력 확대와 국제산업구조 고도화를 위해 대외직접투자를 확대해야 한다. 그러나 중국의 대외직접투자의 상당 비중은 개도국이나 후진국으로 투자되고 있으며 일부 국가의 정치적 불안, 불완전한 법률시스템, 거시경제 불안정 및 낮은 대외신용도 등의 문제는 대외투자의 국가위험과 신용위험을 모두 증대시킨다. 중국은 이미 몇 번의 경험을 통해 큰 교훈을 얻은바 있다.

넷째, 통화정책의 독립성은 약화될 것으로 예상된다. '트릴레마' 이론에 따르면 통화정책의 자율성, 고정환율과 자본 자유화 등 세 가지 정책 목표 중 최대로 두 가지 목표를 달성할 수 있다. 중국은 경상계정 자유태환을 실현하였고 자본 및 금융계정 개방이 확대되었다. 환율의 상대적인 안정성을 유지하기 위해서는 반드시 통화정책의 자율성을 약화시켜야 한다. 자본계정의 점진적인 개방에 따라 증권투자 비중이 크게 상승하는 등 국제자본이동은 더욱 확대될 것이고 상대적으로 안정적인 환율 유지는 더욱 어려워 질 것이다. 탄력적인 환율은 중국 자본이

동의 변화에 적응하기 위해 불가피하다. 그러나 확대된 환율 변동성은 오히려 중국이 직면한 통화 불일치 문제를 악화시킬 수 있다. 예를 들면 경기 하방기에 중앙은행이 통화완화책을 지속하면 통화 절하압력을 심화시켜 외채가 많은 기업의 통화 불일치 문제가 심각해질 것이다. 이때 중앙은행이 환율을 희생하여 국내목표를 달성하려고 해도 통화 불일치 문제는 다른 악영향을 야기시킬 수 있다. 그러나 이는 자본계정 개방하에서 새로운 자본유출입 패턴이 자리잡는 과정으로 단기적으로는 통화정책 방향의 어려움이 예상되나 장기적으로는 중국 파생상품시장의 발전, 기업 환리스크 관리능력 향상 등을 통해 중앙은행은 상대적으로 독립된 통화정책을 시행할 수 있다.

국제자본이동의 변화 및 향후 초래될 영향에 대비하여 중국은 국내 금융시장 구축과 국제자본이동에 대한 감시를 강화하고 통화정책의 전환을 추진해야 한다. 이와 함께 국제적 협력도 강화해야 한다.

첫째, 국내 금융시장 구축을 추진해야 한다. 다양한 금융상품과 활발한 거래가 이루어지는 금융시장을 구축하는 것은 국제자본이동 변화에 대응하는 선결과제이다. 증권투자와 해외자본의 유입 증가세는 안전성과 유동성이 양호한 위안화 투자상품을 제공할 것을 요구하며 이를 위해서는 중국 금융시장의 발전이 필요하다. 폭과 깊이가 확대되고 탄력적인 금융시장 구축은 대규모의 국제 증권투자 자본의 유입을 받아들이고 위안화의 국제통화로써의 위상을 제고시킬 수 있다. 이 중 채권시장, 특히 국채시장의 발전이 가장 중요하다. 달러화의 위상은 미국 국채시장 규모 및 유동성과 긴밀하게 연관되어 있다. 때문에 자본이동의 변화 기회에 위안화 국제화를 새로운 단계로 추진하기 위해서는 역외 위안화의 가치 보증 및 사용량 증가를 위해 채권시장 발전을 통해 유동성·안정성 금융자산을 제공해야 한다.

둘째, 위안화 환율 결정에 인민은행이 개입해야 한다. 중국이 대국으로써 통화정책의 독립성을 지속하기 위해서는 위안화 환율은 궁극적으로 시장에서 결정되어야 한다. 그러나 국제자본의 불안정적인 자본 유출입은 환율 변동성을 확대할 것이며 이는 금융과 경제의 안정성에 불리하게 작용할 것이다. 때문에 중국 통화당국은 환율 결정 과정에서 개입을 통해 환율의 변동폭을 제한하는 정책을 시행할 필요가 있다. 통화당국은 또한 합리적이고 정확하게 환율을 예측해야 한다. 또한 자본이동의 변화로 시장의 환율 변동성이 확대됨에 따라 통화파생상품을 발전시킬 것을 요구하며 기업과 금융기관은 자본유출입 확대에 따른 환리스크 헷지 방안을 마련해야 한다.

셋째, 통화공급과 통화정책의 전환이다. 중국의 대외직접투자의 증가 등으로 중국 외환보유액의 지속적인 대규모 증가세는 유지될 수 없으며 본원통화의 공급방식도 변화할 것으로 예

상된다. 오랜 기간 외환보유액은 중앙은행 자산에서 절대적인 비중을 차지해왔으며 중앙은행 본원통화 공급의 주요통로였다. 자본이동 변화에 따라 외환보유액의 중장기적인 추세가 역전되면 중앙은행의 본원통화 공급방식도 달라지고 통화조정과정에서 정부채와 금융기관채의 역할이 크게 강화될 것으로 전망된다. 사실상 중앙은행은 2013년부터 다양한 방식의 통화정책 수단들을 활용하여 예금 금융기관의 채무를 증가시켰다. 또한 중국의 채무관리와 '일대일로' 전략에 맞물려 정부는 일부 특별국채를 발행하여 외화자산을 치환하는 것을 고려할 수도 있다. 이를 통해 중앙은행의 공개시장조작과 통화정책이 양적 조정에서 가격 조정으로 전환되도록 하며 중국 국채시장의 심도를 확대하고 중국 금융시장의 국제증권투자 유입능력을 향상시킬 것으로 기대된다.

넷째, 거시 건전성 정책을 개선해야 한다. 글로벌화와 국제자본이동 규모가 증가함에 따라 글로벌 요소로 인한 국제자본이동, 신용창출 및 자산가격의 글로벌 금융주기가 존재하며 따라서 '트릴레마'가 실패하고 '딜레마'로 향한다. 변동환율제도하에서 통화정책의 독립성은 자본이동 통제를 통해 '트릴레마'를 얻고 더 나아가 '딜레마'로 향하려면 위안화 환율의 변동폭 확대가 불가피할 뿐만 아니라 자본통제와 거시 건전성 감독을 통해 국제자본이동으로 인한 신용 확대, 높은 레버리지비율, 자산버블 및 국제자본이동으로 초래되는 신용 긴축, 버블 붕괴 및 디레버리지 등을 통제해야 한다. 국제자본이동의 거시 건전성 정책에 대응하여 중국은 고빈도 부채 조기경보시스템 가동을 강화하고 비정상적인 증권투자와 기타 투자에 대한 충분한 경계가 필요하다. 동시에 대규모 국제자본 유입시 역으로 자본금 요구를 상향 조정하여 과도한 신용 창출 및 발생 가능한 자산버블을 제한해야 한다.

마지막으로 통화정책의 국제적 협조를 강화해야 한다. 달러화는 현재 세계에서 가장 중요한 통화로 미 연준의 통화정책이 미국경제뿐만 아니라 세계경제에도 영향을 미친다. 미 연준의 양적완화 정책의 시행과 종료는 국제자본의 대규모이동과 환류를 초래하여 세계경제에 불안정요소를 조성하였다. 금융위기 및 금융위기 대응과정에서 각국은 이미 통화정책 협조를 강화하기 시작했으며, G20을 대표로 하는 국제정책 협조체제는 점진적으로 역할을 발휘하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 미 연준의 금리인상 여부 또한 세계경제와 국제금융 상황을 고려해야 할 것이다. 중국 자본이동 변화에 따라 G2를 대표로 하는 중미간 통화정책의 협조는 특히 중요하다. 위안화 국제화와 중국의 지역 영향력 증대에 따라 중국 또한 글로벌 기타 국가, 특히 아시아 국가와의 통화정책 협조 강화가 필요하다.

Hot Issue

中国国际资本流动新格局

彭兴韵[1)]

中国国际资本流动新格局的变化表明，中国金融体系将日益成为全球资本配置的场所，中国金融市场的全球影响力将逐渐上升。中国已经成为当今世界第二大经济体，对世界经济增长具有很大影响。虽然新常态的中国经济增长出现了结构性减速，但仍是全球最重要的增长极。国际资本为分享中国经济增长的红利，并规避全球经济波动风险，逐渐加大对中国的证券投资，正是全球经济增长格局变化的结果。

随着中国经济发展与资本账户的不断开放，外商直接投资在国际资本输入中的重要性将下降，而证券投资的重要性将不断提高。尤其是，随着人民币加入SDR，国际资本将增加对人民币债券或其他金融资产的配置需求，都反映了中国金融市场的更加开放包容和国际化。当然，人民币国际化不断推进，使得海外人民币需要有可供投资的金融资产，也将促进我国建设更具广度、深度、弹性的金融市场。

进而，中国货币政策对全球资本流动性影响也将与日俱增。过去，美元作为世界最重要的国际货币，美联储在相当程度上充当着世界央行的角色，其货币政策的一举一动常引发全球范围的资本流动，又是造成全球金融周期的关键因素。同样的，中国金融体系更深的全球化和资本流动格局的新变化，将使得中国央行货币政策的影响力不仅仅局限于对国内，中国人民银行的政策动向都将带有鲜明的“国际化”特征，中国货币政策的外溢性影响随之逐渐而上升。可以预见的是，未来将形成美联储、欧洲央行和中国人民银行三足鼎立的全球三大央行所主导的全球货币政策格局。

中国金融体系影响力的增强与对外直接投资的增长，有利于进一步推进人民币国际化，从而改善国际货币体系的治理。人民币国际化战略要取得成功，需要在国际上建立人民币信用并提供流动性，还要有充分的可供投资的人民币储备资产。要建立人民币信用，需要在当前乃至今后很长一段时间保持经常账户的顺差。在经常账户顺差下，人民币对外直接投资便成为使人民币“走出去”，提供人民币流动性的必然选择。人民币对外直接投资有利于中国提

1) 中国社会科学院金融研究所货币理论与货币政策研究室主任，教授，经济学博士。

高对世界资源与市场议价与定价能力，并进一步促进人民币的结算、计价功能的发挥。随着中国金融市场的建设与国际资本中证券投资比重的加大、中国金融市场影响力的增强，人民币储备功能也会不断提高。

事实上，人民币国际化已经取得可喜的成就。人民币跨境结算大为增加，在跨境直接投资中的使用也稳步增加。人民银行同其他国家和地区的货币当局的货币互换也取得很大进展。人民币资产也不断增加，熊猫债与点心债规模不断扩大。随着中国对外直接投资输出人民币，随着中国金融市场的不断开放与发展，人民币国际化还会取得更大进步。这都有利于中国金融地区影响力的提高，也有利于形成新的国际货币体系。

当然，我们也应当看到，中国国际资本流动的新变化可能产生的不利影响。

首先，证券投资规模与比重上升，被动型投资比重虽然下降但规模仍不容小觑，可能会加剧中国的金融脆弱性。过去中国资本流入主要是以外商直接投资的形式利用国外的储蓄，证券投资占比很低，因此，中国金融体系尚未暴露于国际资本快速而大规模的不利流动风险之中。但在新的国际资本流动格局中，证券投资比重不断提高（也不乏短期的套利、套汇资本）、直接投资比重下降，将极大地改变资本流动的构成。与直接投资相比，证券投资的流动性更强、也更加不稳定，有相当比重是被动型资本，美联储货币政策变化仍会导致中国国际资本流动的不利变化，严重影响我国证券投资资本与被动型资本流出。

国家外管局就将我国跨境资金流动分为稳定性较高的与波动性较大的资金流动两类。它将经常项目和直接投资的合计差额视为稳定性较高、与实体经济关系较大的跨境资金流动；而将非直接投资资本流动（证券投资、其他投资与净误差和遗漏项）视为波动性较大的资本流动。我们可以看到，金融危机后的2009年、2010年出现了较大的不稳定性资本流入，2012年由于欧洲债务危机，不稳定性资金大量流出，2012年末，美国重推量化宽松政策导致不稳定资本再次流入。随着联储逐步退出量化宽松政策及美元升值的预期，原先的被动型资本流入将转变为被动型的资本流出（2014年高达2945亿美元）。在2014年第四季度，资本与金融账户增速出现净流出，外汇储备随之大幅下降。随着美联储升息和美元升值预期的增强，国际资本流动的新变化产生了明显的影响。因此央行在2015年8月份改革人民币汇率中间价形成机制。

其次，金融资本流入中的短期化使得对外债务风险在逐步上升。金融危机后，美联储的量化宽松与零利率政策，使得大量套利、套汇资金涌入我国。在人民币升值的背景下，我国企业也采取“资产本币化、债务美元化”的财务策略。2009年后，随着我国货币政策的收紧，企业也更多的寻求美元债务融资，且短期债务占比较高。这些都加剧了我国企业所面临的期限错

配与货币错配问题。

金融危机之后，我国对外债务规模在扩大，且主要是短期债务的增长，短期债务占外债余额的比例由2001年的41.21%提高到2015年的65%。短期外债占比的上升，使得期限错配风险加大。对于那些资产、收入以本币为主的企业或部门而言，还面临货币错配的问题。然而，随着人民币汇率机制改革释放的贬值压力，那些借入大量美元计值外债的企业或机构，债务负担会大幅上升。尽管我国经常账户仍然保持顺差，外汇储备家底仍然很厚，负债率、债务率、偿债率、短期外债/外汇储备均低于国际安全线，但资本流动新趋势中的期限错配与货币错配可能引发的流动性风险，的确应当引起高度关注。

第三，随着中国对外直接投资增加，我国所面临对外投资的政治、法律与宏观经济风险也越来越大。中国要取得更大的国际产业分工的优势，提升中国产业资本的国际影响和国际产业结构的升级，需要继续深化我国的对外直接投资。但中国对外直接投资中，将有相当比重投向发展中或落后国家，有的国家政局并不稳定、法治也不完善、宏观经济大起大落、信用不彰，加大了我国对外投资的主权和信用风险。这方面，中国已有了不少深刻的教训。

第四，货币政策的独立性将有所下降。众所周知的“三元悖论”认为，货币政策独立性、固定汇率与资本的自由流动中，最多只能获得其中两个目标。我国经常账户已实现可兑换、资本与金融账户开放性也大大增强，要维持汇率的相对稳定，便不得不在一定程度上牺牲货币政策的独立性。随着资本账户进一步开放，国际资本流动更加频繁与庞大，证券投资占比大幅上升，继续维持汇率相对稳定会更加困难，转向更具弹性的汇率是中国适应资本流动新格局的势所必然。但汇率波动加大，又会加剧我国面临的货币错配问题。例如，经济下行期，央行采取宽松的货币政策就会加大货币贬值压力，从而使外债较多的企业货币错配问题更严重，这时，即便央行愿意牺牲汇率来追求国内目标，也会因货币错配问题而投鼠忌器。当然，这只是国际资本流动新格局下货币政策未来一段时期内的困境，随着我国衍生品市场的发展、企业风险管理能力的增强，在资本账户开放中，央行也可能获得相对独立的货币政策。

为应对国际资本流动的新格局及可能带来的影响，中国需要加强国内金融市场建设，完善和加强对国际资本流动的监管、推动货币政策的转型，当然，也要加强国际合作。

首先，加快国内金融市场建设，建设有广度、深度、弹性的金融市场，是应对国际资本流动新格局的首要任务。证券投资和国外官方资本流入增加的新趋势，必然要求为其提供安全性和流动性良好的人民币寻求投资标的，这都需要中国金融市场的发展。也只有一个有广度、深度、弹性的金融市场，才能吸纳规模庞大的国际证券投资资本的流入并提升人民币的国际货币地位。这其中，又尤以债券市场特别是国债市场最为重要。事实证明，美元的货币强权地位

与美国国债市场的规模与流动性是密切相关的。因此，要借势资本流动的新格局，推动人民币国家化上一个新台阶，就必须要大力发展国债市场，为境外人民币实现保值增值提供流动性、安全性的金融资产。

其次，加强对人民币汇率的市场化干预为了保持中国作为一个大国货币政策应有的独立性，就需要中国的汇率将朝着更加市场化的方向发展。但在新的国际资本流动格局下，资金的流动更加不稳定，容易导致汇率的较大波动，这同样不利于金融和经济的稳定。这也就决定了我国需要发挥市场机制在汇率决定中的作用时，也需要有必要的干预措施保证汇率不至过于剧烈地波动，货币当局也要合理、正确的引导汇率预期。资本流动新格局中市场汇率波动的加大，也要求中国进一步发展汇率衍生产工具，以让企业和金融机构灵活对冲资本流动所引起的汇率风险。

第三，货币供给及货币政策的转变。随着我国对外直接投资增加等因素，我国外汇储备继续大规模增长的态势已经难以为继，基础货币供给方式也必将发生变化。长期以来，外汇储备占央行资产负债表资产方的绝对比重，并成为央行基础货币供给的主要渠道。随着外汇储备在资本流动新格局中长期趋势的逆转，央行基础货币供给的方式也必将随之变化，对政府与对金融机构的债权将在货币调控中的作用显著上升。事实上，央行自2013年就开始创设新形形色色的货币政策工具来增加对存款性金融机构的债权。为配合中国的债务管理与“一带一路”战略，政府甚至现在就可以考虑发行部分特别国债置换外汇资产，这不仅有利于央行公开市场操和货币政策从数量型调控向价格型调控转变，也有利于直接提高中国国债市场的深度，提高中国金融市场吸纳国际证券投资流入的能力。

第四，完善宏观审慎政策。随着全球化的发展及国际资本流动规模不断增长，存在一个由全球因素驱动的国际资本流动、信用创造及资产价格的全球金融周期，从而使得“三元悖论”失效，走向“二元困境”：即使在浮动汇率制下，货币政策的独立性也需要通过限制资本流动来获得“三元悖论”进而“二元困境”，不仅要求中国扩大人民币汇率的波动区间，还要保持一定程度的资本管制与宏观审慎监管来限制由国际资本流动引发的信用扩张、杠杆率提高、资产泡沫及国际资本流动逆转导致的信用紧缩、泡沫破灭及去杠杆化过程。针对国际资本流动的宏观审慎政策，需要我国加强高频债务预警体系，并对异常的证券投资、其他投资保持足够警惕。同时，当面临较大规模国际资本流入时，需要通过逆周期地提高资本金要求，以限制社会信用总量过度创造及可能的资产泡沫。

最后，加强货币政策国际协调。美元是当今世界最重要的货币，这就决定了美联储的货币政策不仅能够影响美国经济，也能影响世界经济。美联储的量化宽松政策的实施与退出，就

造成了国际资本大规模流动与回流，给世界经济造成很多不稳定因素。值得注意的是，金融危机及应对金融危机的过程中，各国已经开始加强货币政策的协调，以G20为代表的国际政策协调机制正日渐发挥更有效的作用；美联储是否加息也要顾及世界经济与国际金融形势。随着中国资本流动格局的变化，作为世界两大经济体，中美之间的货币政策协调尤为重要；随着人民币国际化与中国的地区影响力增强，中国也需要加强同世界其他经济体尤其是亚洲国家货币政策的协调。