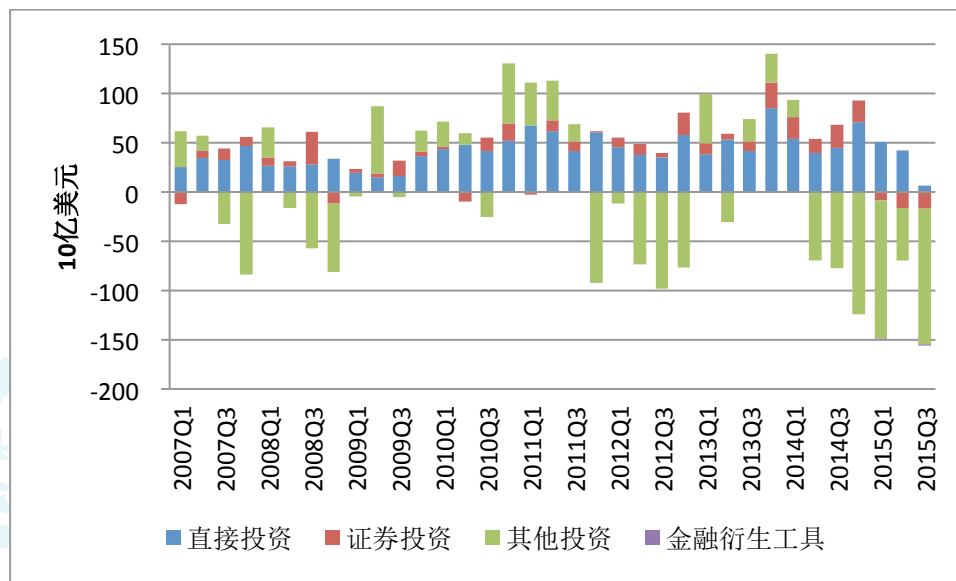


内外信贷全面流出 其他应收之谜待解 ——2015 年第 3 季度国际收支数据点评

2015 年 12 月 30 日，外管局发布了 2015 年第 3 季度国际收支的详细数据。2015 年第 3 季度中国的经常账户顺差为 603 亿美元，非储备性质的金融账户逆差为 1491 亿美元。从表 1 的金融账户细项中，我们可以看出最新的资本流动趋势：首先，截至 2015 年第 3 季度，中国已经连续 6 个季度面临金融账户逆差；第二，造成金融账户逆差的最主要原因是其他投资细项的持续逆差，该细项也已经连续 6 个季度面临逆差，且逆差规模在 2015 年第 1 季度与第 3 季度均接近 1400 亿美元；第三，证券投资细项也已经连续三个季度出现逆差，这是自 2007 年以来未曾见过的；第四，直接投资细项的顺差在 2015 年第 3 季度显著缩小，原因则是新增外商直接投资由上季度的 708 亿美元锐减至 392 亿美元。

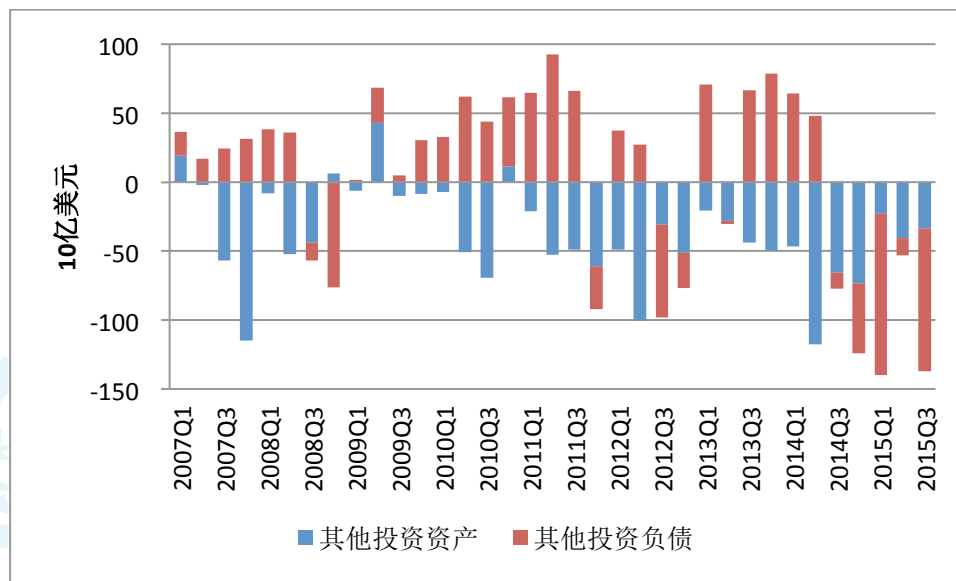
图1 中国金融账户细项



资料来源：CEIC。

要厘清其他投资细项为何出现大规模逆差，有必要从资产方与负债方各自的变动来分析。如图2所示，本轮中国发生持续的其他投资净流出的最重要原因，是其其他投资负债方已经连续5个季度持续为负（在正常情况下，外资流入会导致其他投资负债方为正），这意味着其他投资项下外国资金的撤出，是当前中国短期资本外流的最重要原因。

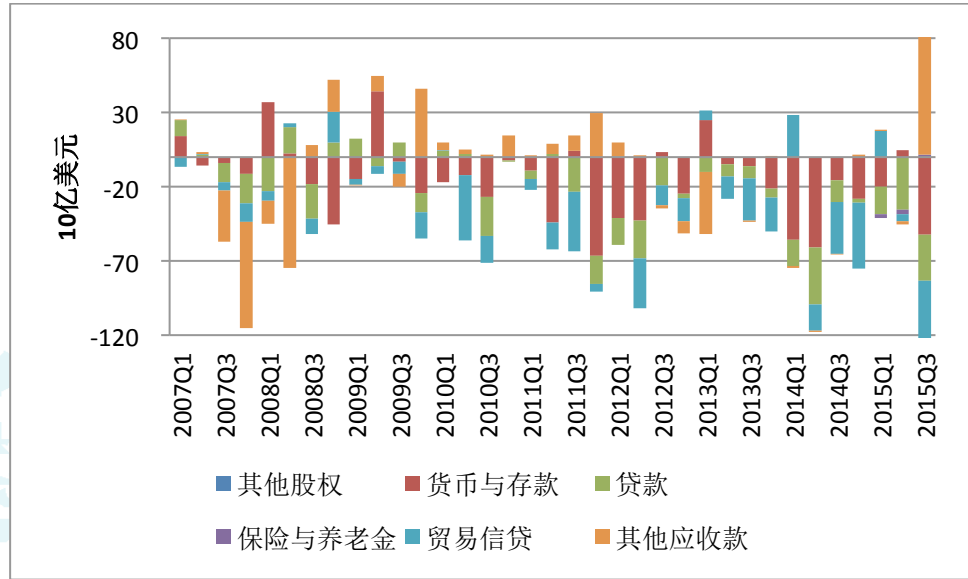
图 2 中国其他投资细项的资产方与负债方



资料来源：CEIC。

尽管从图 2 来看，中国其他投资资产方的流出规模最近几个季度以来有所下降。但从图 3 来看，在 2015 年第 3 季度，货币与存款、贷款以及贸易信贷这三个传统上最为重要的子项，均出现了较大规模的流出（合计 1233 亿美元）。而之所以该季度其他投资资产方流出规模仅为 337 亿美元的原因，是因为其他应收款子项出现了 878 亿美元的净流入。该子项出现如此之大规模的净流入，是之前从未发生的事情。至于原因，目前官方似乎尚未给出有说服力的解释。

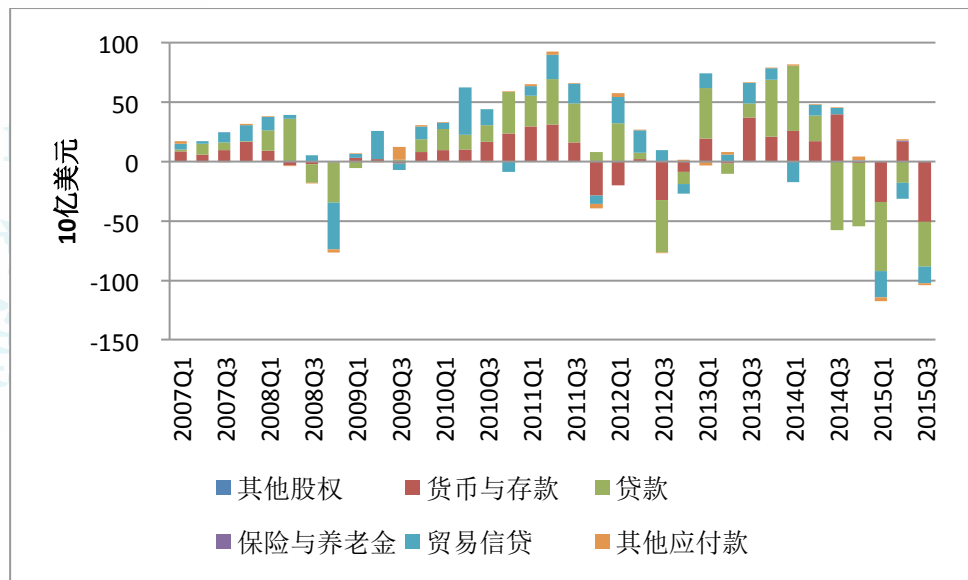
图3 中国其他投资细项的资产方子项



资料来源：CEIC。

从图4来看，在其他投资细项的负债方，2015年第3季度与第1季度的情况比较相似，也即贷款、货币与存款、贸易信贷这三个子项都出现了净流出。这意味着外资的撤出是全方位的。

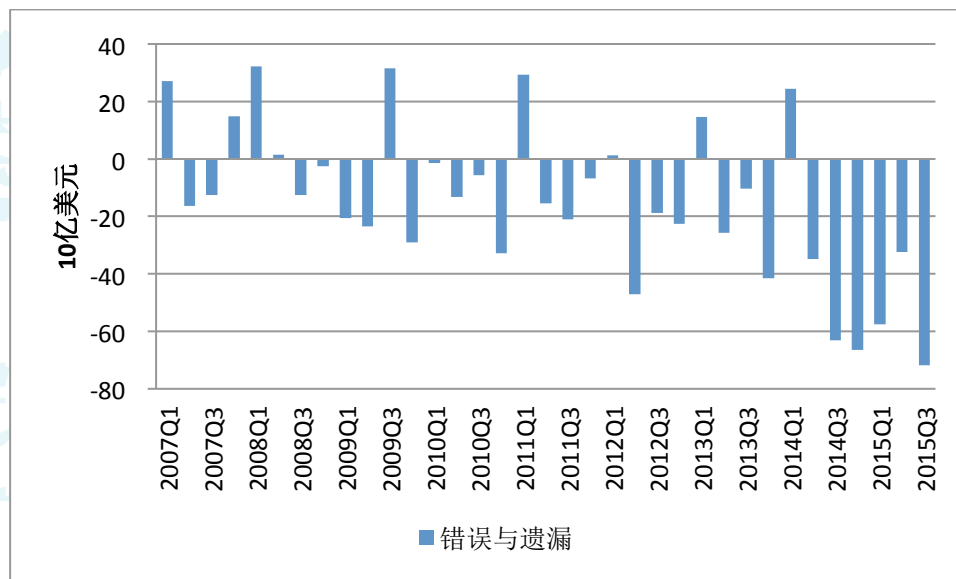
图4 中国其他投资细项的负债方子项



资料来源：CEIC。

最后必须指出的是，2015年第3季度中国的错误与遗漏项创下了717亿美元的历史新高。截至2015年第3季度，中国已经出现连续6个季度的错误与遗漏项逆差，合计3265亿美元，这绝对不是正常的“错误与遗漏项”可以解释的。这绝大部分依然反映了通过非正规渠道发生的资本外流。

图5 错误与遗漏项



资料来源：CEIC。

综上所述，我们的总体结论是：第一，当前中国面临的短期资本外流状况是相当严重的。2015年第3季度的金融账户逆差与错误与遗漏项逆差之和达到2208亿美元。而根据2015年第4季度的央行口径外汇储备以及外汇占款数据来看，2015年第4季度的短期资本外流可能还会加速；第二，当前中国的短期资本外流，是市场上的人民币兑美元汇率贬值预期密不可分，因此未来人民币汇率变动趋势如何，将会深刻影响未来的短期资本流动；第三，其他投资细项的逆差是当前中国短期资本外流的主要原因，外资外撤与内资外流是当前其他投资细项逆差的原因，其中外资外撤的作用大于内资外流；第四，无论是外资还是内资，2015年第三季度都出现了贷款、货币与存款、贸易融资三个最重要细项的外流，这一趋势值得货币当局高度重视；第五，2015年第三季度为何出现878亿美元的其他应收款流入，这一点需要货币当局加以解释。否则市场可能怀疑，真实的短期资本流出规模更大。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任、研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

