

张明

zhangmingcass@vip.126.com

短期资本外流再度放大

根据国家外管局在 11 月初公布的中国第三季度国际收支平衡表初步数据，2016 年第三季度中国的经常账户顺差为 712 亿美元，非储备性质的金融账户逆差为 2073 亿美元，储备资产减少 1363 亿美元。应该说，非储备性质的金融账户逆差超过 2000 亿美元，还是相当出乎市场意料的，因为这创下了季度资本外流的峰值，而且要比之前的峰值（2015 年第四季度的 1659 亿美元高出不少）。

由于外管局目前尚未披露第三季度国际收支表的详细数据，现在要准确分析资本外流的结构还比较困难。不过根据外管局新闻发言人的表态，第三季度资本净外流的主要原因是境内主体积极配置对外资产。例如，第三季度中国 ODI 流量达到 550 亿美元，显著超过 236 亿美元的 FDI 流量，这导致直接投资项出现了空前的 314 亿美元的净外流。然而即使扣除直接投资项，中国短期资本流动在第三季度还是存在 1759 亿美元的净外流。再根据外管局新闻发言人的说法，第三季度境外机构购买境内股票和债券的净流入超过 400 亿美元。那么这意味着第三季度短期资本外流至少达到 2159 亿美元。继续根据外管局新闻发言人的说法，第三季度中国对外证券投资净增加 300

亿美元以上，对外贷款净增加 400 亿美元以上，这意味着其他渠道的资本流出也还有 1400 亿美元左右。

笔者的猜测是，2016 年第三季度通过错误与遗漏项的净流出规模可能相当大。今年第二季度错误与遗漏项的净流出达到 499 亿美元，而历史上错误与遗漏项净流出的峰值是 2015 年第 3 季度的 634 亿美元。我们假定第三季度的错误与遗漏项净流出可能创下 700 亿美元左右的历史新高。这意味着还剩 700 亿美元左右的流出没有得到解释。笔者认为这很可能是其他投资方面的外资外撤所致。

第三季度的短期资本外流，也可以从银行代客结售汇与银行代客收付款的数据中得到部分佐证。2016 年 9 月，银行代客结售汇净流出达到今年 4 月以来的新高，而银行代客收付款的净流出达到今年 1 月以来的新高。这说明，从月度来看，第三季度短期资本外流可能集中在 9 月份。

根据中国人民银行所披露的官方储备资产的外汇储备数据，9 月底中国外汇储备为 3.166 万亿美元，与 6 月底相比缩水了 321 亿美元。然而根据国际收支表的数据，第三季度中国外汇储备缩水了 1355 亿美元。导致上述两种统计口径存在超过 1000 亿美元差距的原因，可能主要在于估值效应。一方面，第三季度由于美元兑欧元、日元与英镑总体上存在升值压力，这会降低以美元计价的外汇储备资产的价值；另一方面，全球金融市场变动也可能通过资产价格压低外汇储备市场价值。

为什么第三季度短期资本外流压力会重新加大呢？笔者认为主要原因如下：第一，从第三季度起，市场关于美联储将在今年 12 月加息的预期重新增强，此举开始加剧美元指数升值预期，以及加剧人民币兑美元汇率的贬值预期；第二，过去一段时间以来，中国金融市场上的潜在金融风险开始加快显性化，今年年初以来，企业信用债违约事件显著上升，这种金融风险的释放可能加剧中国居民的避险情绪，从而推动了中国居民部门向海外多元化配置资产的步伐；第三，中国房地产市场在 2015 年下半年与 2016 年上半年出现新的一波上涨浪潮，然而从第三季度起，若干关于房地产市场的指标均出现降温迹象，这可能导致部分套利资金从房市变现流出，进一步流出海外去追逐收益或避险。

考虑到未来一段时间内，中国短期资本流动依然会保持较大的不确定性。在特定情形下，短期资本外流可能进一步加剧，进而与人民币兑美元贬值预期之间相互加强。因此，有关部门应该注重加强对短期资本外流的监测与管理。除了直接的行政干预之

外，更为重要的举措应包括：第一，增强人民币汇率形成机制弹性，避免形成持续的人民币贬值预期；第二，加快结构性改革力度，进一步释放改革信号，以提振国内外投资者对中国经济中长期增长的信心；第三，尽快出台系列举措来化解中国金融市场的存量风险，尤其是应高度重视中国中小商业银行在未来可能面临的冲击，此举也有助于提振中国投资者对国内金融市场的信心。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

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。