



张明

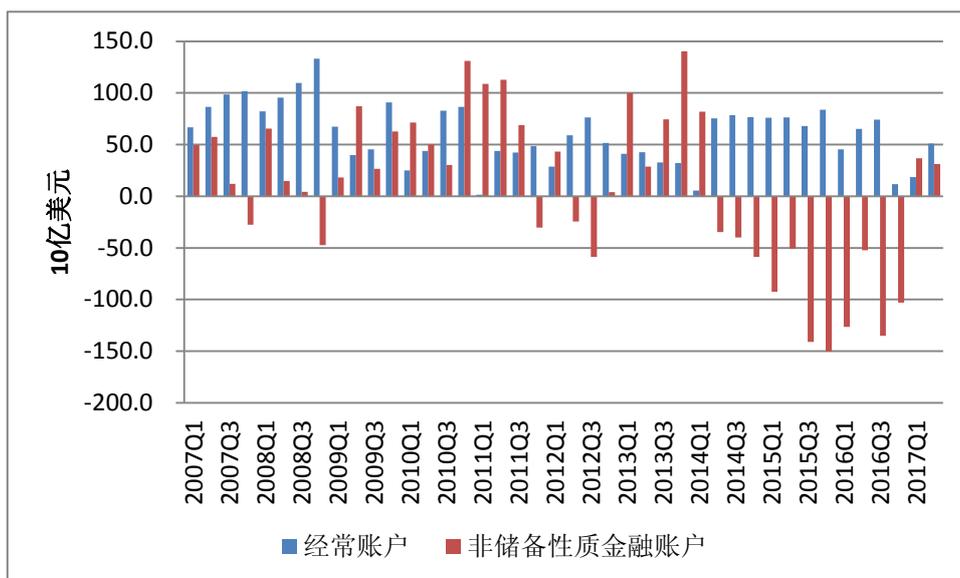
zhangming@cass.org.cn

跨境资本流动的最新动态及前景展望

2017年9月底，国家外汇管理局公布了2017年第二季度中国国际收支平衡表的详细数据。我们可以从对最新季度国际收支表的详细分析中，窥见中国跨境资本流动的最新动态。

中国非储备性质金融账户（也即过去俗称的资本账户）在2014年第2季度至2016年第4季度期间，曾经经历了连续11个季度的逆差（这11个季度的逆差累计达到9848亿美元）。在2017年第1季度与第2季度，中国非储备性质金融账户连续出现了368与311亿美元的小幅顺差（图1）。这说明从总体资本流动来看，中国的持续资本外流在2017年上半年终于得到趋势性扭转。

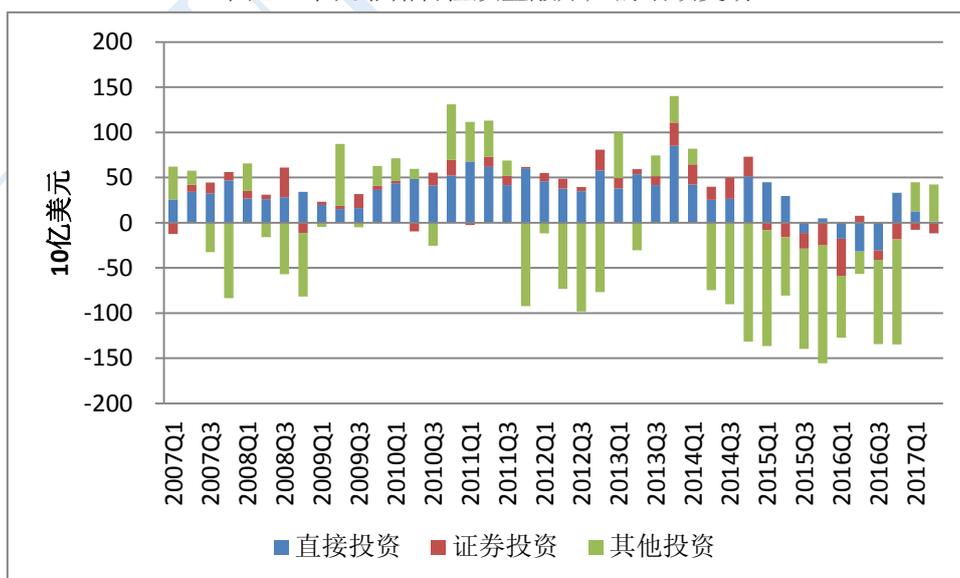
图1 中国的季度国际收支



数据来源：Wind。

非储备性质金融账户可以进一步细分为直接投资、证券投资与其他投资。如图 2 所示，正如在过去的资本持续净外流期间，其他投资项的净外流是最重要的驱动因素一样，其他投资项在 2017 年上半年转为净流入，是中国非储备性质金融账户重现净流入的最重要原因。在 2017 年上半年，证券投资项依然呈现持续净流出。尽管直接投资项在 2017 年第 1 季度出现了小幅顺差（126 亿美元），但 2017 年第 2 季度的直接投资顺差几乎接近于零（仅为 14 亿美元）。

图 2 中国非储备性质金融账户的细项变动

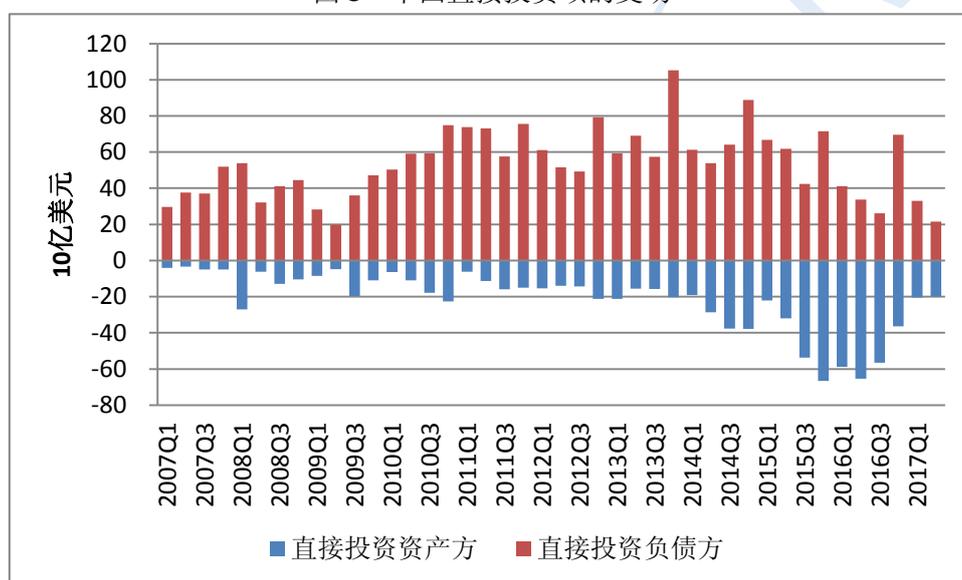


数据来源：Wind。

在 2017 年上半年，无论是外商直接投资（FDI）还是对外直接投资（ODI）

的流量都呈现出下降趋势（图 3）。2017 年前两个季度的 FDI 季均流入仅为 273 亿美元，显著低于过去三年（2014 年至 2016 年）568 亿美元的季均流入。不过，ODI 流量的下降要比 FDI 更加显著。2017 年前两个季度的 ODI 季度流出仅为 202 亿美元，不但显著低于过去三年 429 亿美元的季均流出，更是显著低于 2015 年第四季度（666 亿美元）与 2017 年第二季度（654 亿美元）的流出峰值。中国对外直接投资的流量显著下滑，这与中国政府从 2016 年下半年起收紧了对对外直接投资的监管密切相关。鉴于中国政府在今年 8 月出台了《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》，未来一段时间内 ODI 流量的增长将会比较有限。

图 3 中国直接投资项的变动

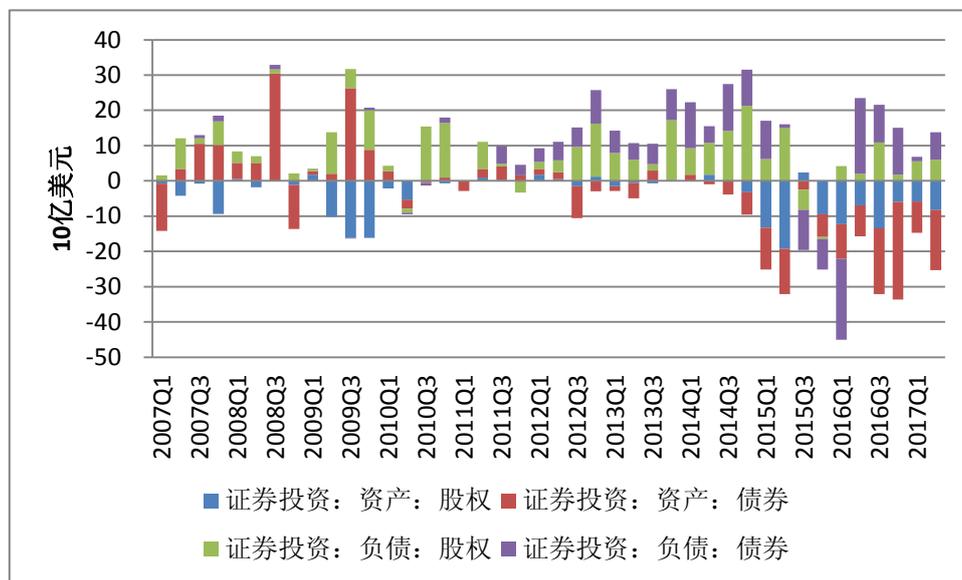


数据来源：Wind。

在 2015 年第一季度至 2017 年第二季度这 10 个季度内，中国证券投资项有九个季度呈现逆差（除 2016 年第二季度外）。从图 4 中不难看出，在截至 2017 年第二季度的四个季度内，造成证券投资项逆差的最重要原因是中国对境外债券投资的规模较大。由于中国国内债券收益率显著高于其他发达国家，中国私人部门增加对境外债券投资的原因恐怕只能由人民币兑美元贬值预期来解释。考虑到今年 5 月份人民币兑美元汇率中间价定价公式中引入逆周期因子之后，人民币兑美元汇率呈现出显著升值态势，这一举扭转了市场上的人民币兑美元持续贬值预期，我们认为，在 2017 年下半年，中国很可能在证券投资项迎来净流入，尤其

是外国投资者可能显著增加对中国债券市场的投资（利差加上人民币升值预期的吸引力很强）。

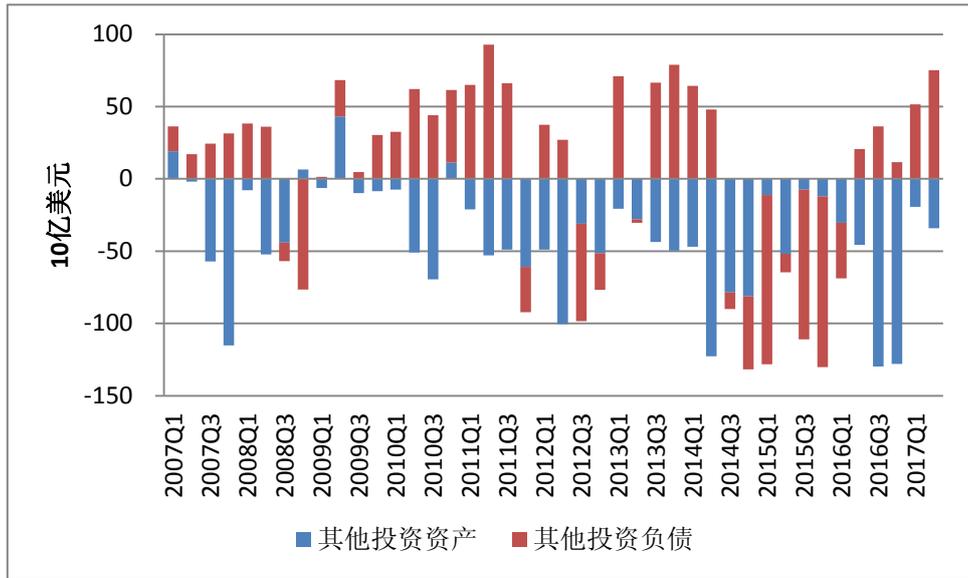
图 4 中国证券投资项的变动



数据来源：Wind。

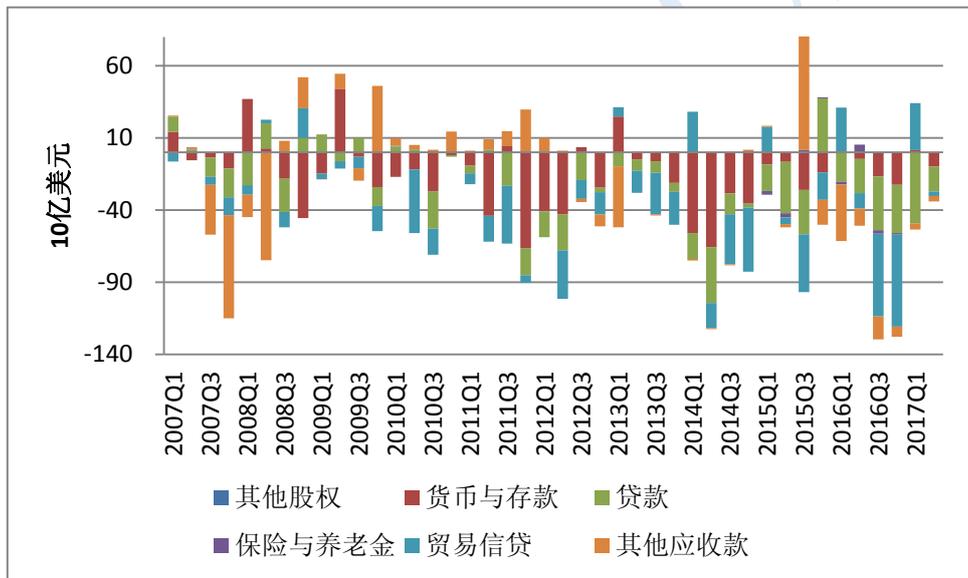
其他投资项主要刻画跨境借贷资金的流动。如前所述，其他投资项由净流出转为净流入，是中国跨境资本外流得以扭转的根本原因。如图 5 所示，之所以其他投资项在 2017 年上半年重现净流入，原因一是由于居民的资金外流（资产方变动）显著收缩，二是由于非居民的资金流入显著上升。从更细致的资产负债方分析可以发现，对居民而言，2017 年上半年的对外贸易信贷发生了显著收缩（事实上总体上是流入而非流出）（图 6）；对非居民而言，2017 年上半年非居民在华持有的存款以及非居民对居民的贷款均呈现显著回升态势（图 7）。我们认为，造成居民其他投资项流出收缩的主要原因是中国央行加强了对资本流出的管制，而造成非居民其他投资项流入回升的原因是人民币兑美元贬值预期的改善，以及国内金融监管加强显著提升了国内货币市场与债券市场利率。

图 5 中国其他投资项的变动



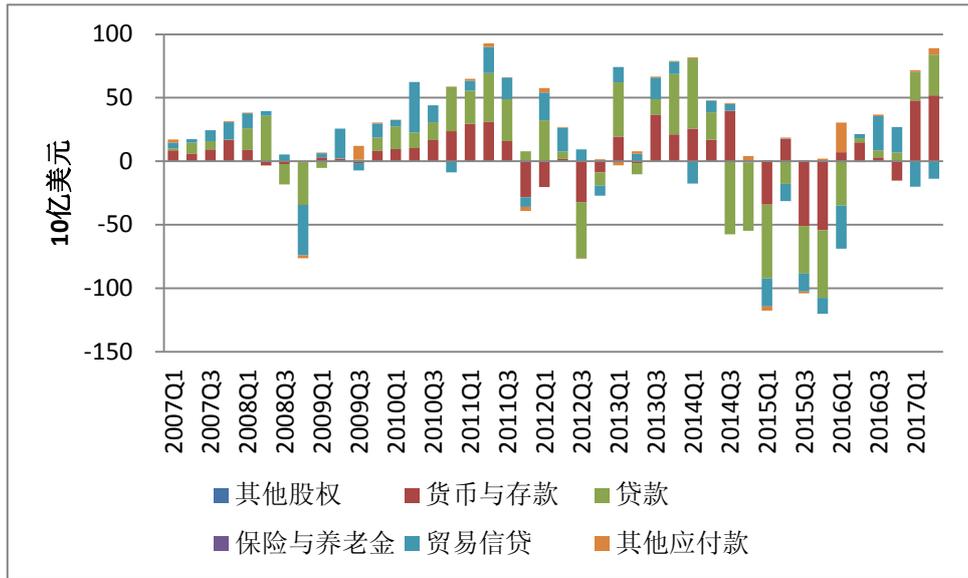
数据来源：Wind。

图 6 其他投资项资产方的变动



数据来源：Wind。

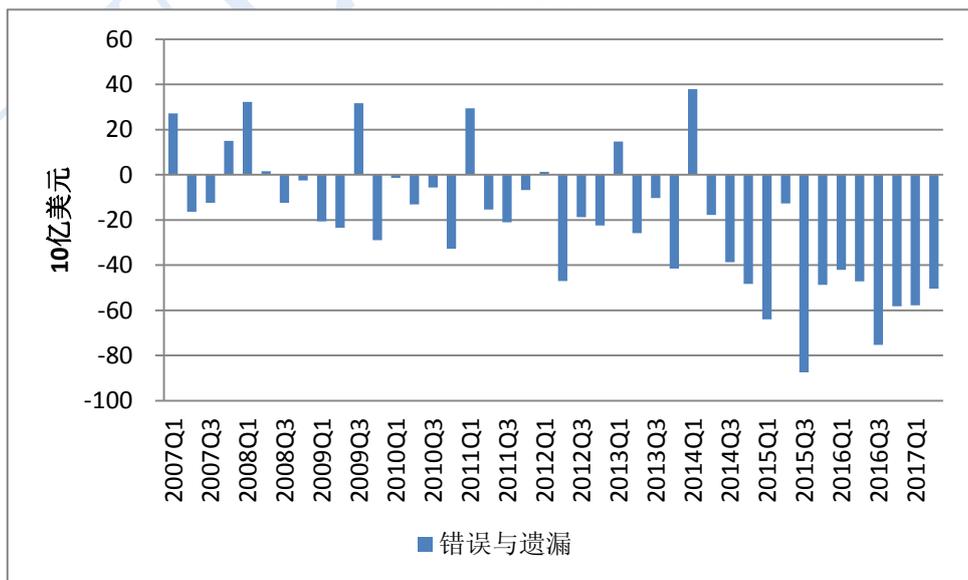
图 7 其他投资项负债方的变动



数据来源: Wind。

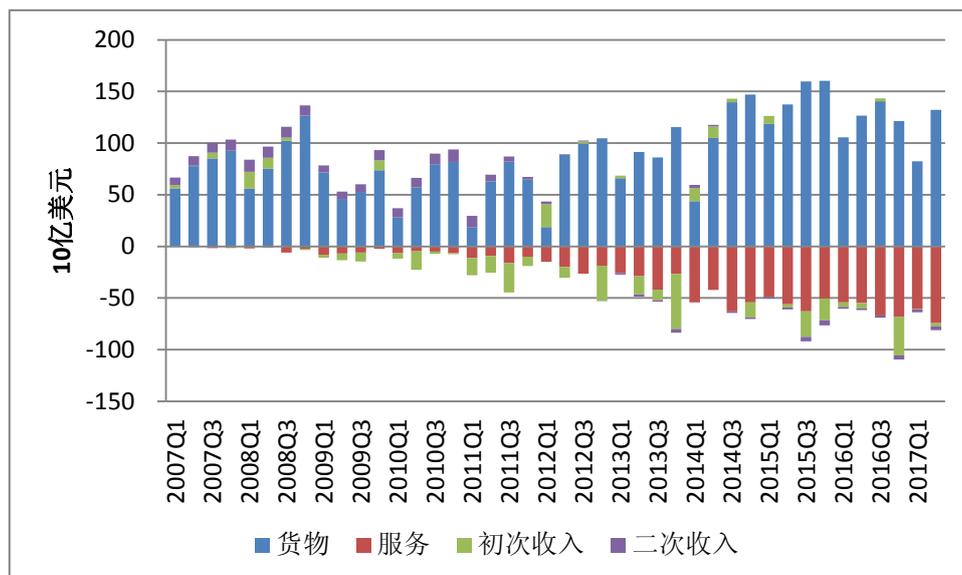
虽然官方渠道的总体资本净流出在 2017 年上半年得到了扭转, 然而, 通过灰色或地下渠道的资本净流出的规模依然不容小觑: 其一, 中国国际收支表的错误与遗漏项, 在 2017 年第一季度与第二季度依然分别出现 577 与 504 亿美元的逆差, 依然延续了 2015 年以来季均逆差超过 500 亿美元的趋势 (图 8); 其二, 经常账户中的服务贸易逆差, 在 2017 年第二季度达到了 744 亿美元的历史高位 (图 9)。事实上, 近年来, 服务贸易项成为中国资本外流的重要渠道之一, 且服务贸易项逆差总体上处于不断扩大的态势。

图 8 错误与遗漏项



数据来源: Wind。

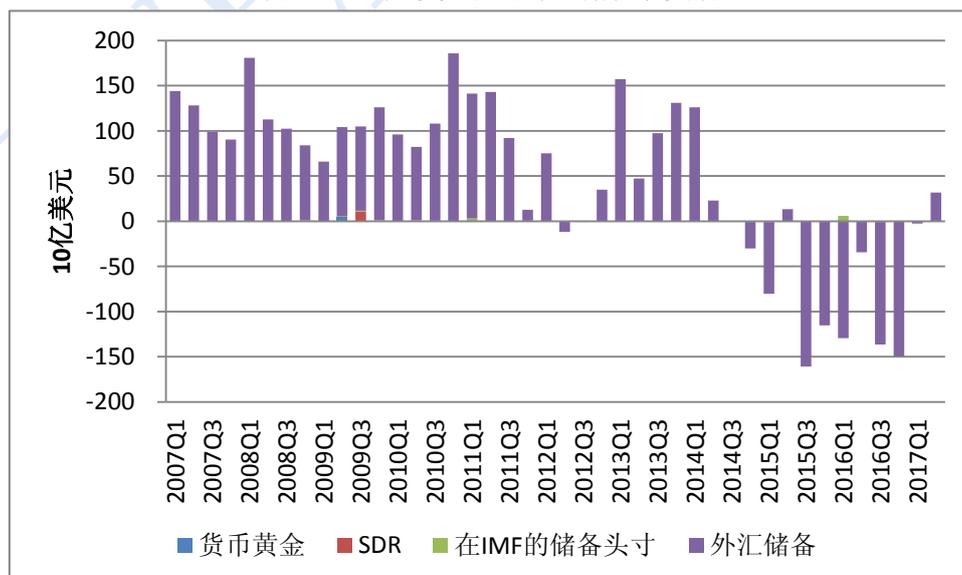
图 9 中国的经常账户细项变动



数据来源: Wind。

国际收支表口径的外汇储备变动能够从整体上衡量一国的整体跨境资本流动状况（包括经常账户在内）。中国季度国际收支表的外汇储备项在经历了 7 个季度的持续下降后，终于在 2017 年第二季度迎来 316 亿美元的增长（图 10）。值得一提的是，2017 年上半年，中国国际收支表口径的外汇储备增长了 291 亿美元，而央行口径的外汇储备则增长了 463 亿美元。两者之间的差距主要可以由美元汇率贬值造成的正向估值效应来解释。

图 10 国际收支表的外汇储备项变动

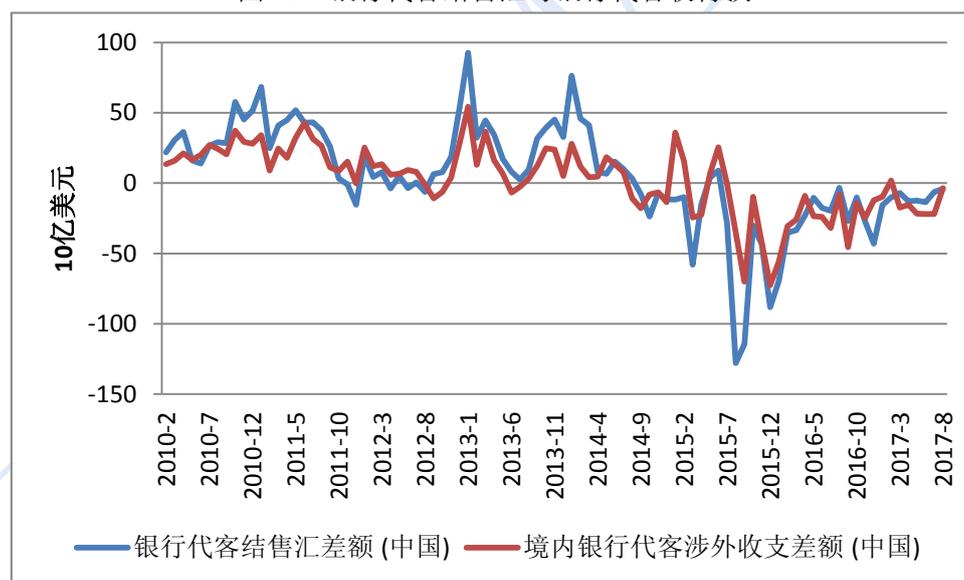


数据来源: Wind。

综上所述，在 2017 年上半年，中国的资本外流状况的以显著改善。不过，虽然官方统计的资本流动（非储备性质金融账户）已经由流出转为流入，但地下渠道与灰色渠道的资本流出仍在进行，且规模依然不低。考虑到 2017 年上半年中国依然有 693 亿美元的经常账户顺差，但同期内外汇储备仅增长了 291 亿美元的事实，则中国面临的资本外流压力依然不容低估。

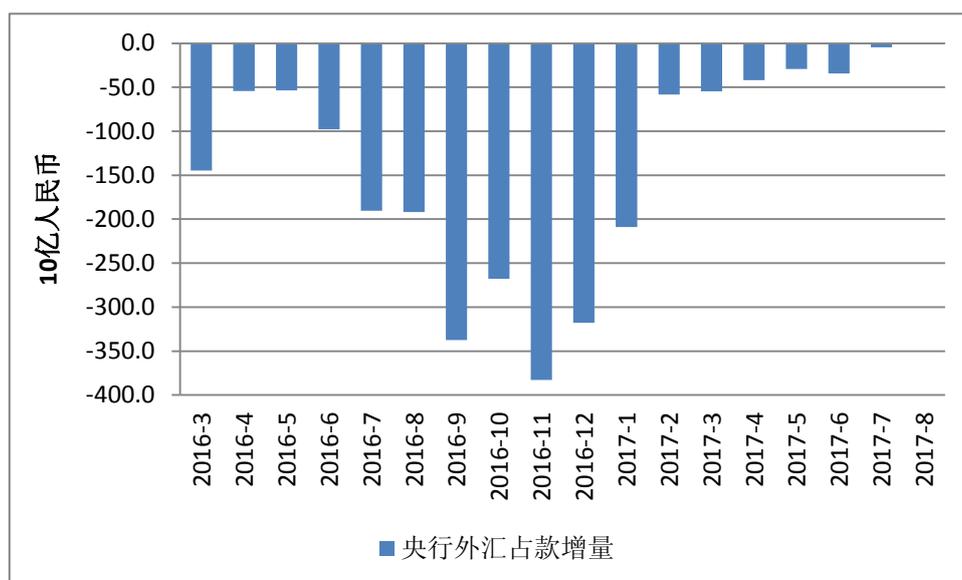
不过，在短期内，考虑到人民币兑美元汇率的贬值预期得到显著改善（市场上甚至形成了短期内的人民币升值预期）、央行依然在增强对资本流出的管理、中国国内利率水平依然显著高于国际利率水平等因素，预计中国的非储备性质金融账户顺差有望在 2017 年下半年进一步扩大。这从一些高频数据的变动中可以得到验证。例如，银行代客结售汇与银行代客涉外收付款的逆差在 2017 年 8 月继续收窄（图 11）。又如，央行外汇占款增量已经由 2017 年上半年的显著为负转变为 7、8 月的基本为零（图 12）。

图 11 银行代客结售汇与银行代客收付款



数据来源：Wind。

图 12 央行口径的外汇占款增量



数据来源：Wind。

资本外流压力的减轻，对中国宏观经济至少带来了两个好处。好处之一，是中国货币政策独立性有所增强。例如，如果没有资本外流压力的减轻以及人民币贬值压力的削弱的话，最近的定向降准可能就不会发生。好处之二，是人民币汇率形成机制改革的时间窗口重新开启。如果说在资本大量外流、贬值预期高涨的背景下，汇率形成机制市场化改革可能带来较大的不确定性的话，那么当前情形下推进人民币汇率形成机制改革的时机似乎又到来了。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

IWEP MACRO 简介：“世经政所宏观研究”是中国社会科学院世界经济与政治研究所的宏观研究小组的研究成果，主要关注的研究领域为中国宏观经济和国际宏观经济。成员包括姚枝仲、张斌、张明、东艳、徐奇渊、肖立晟、郑联盛、苏庆义、杨盼盼、王碧珺、贾中正、常殊昱、张弛、崔晓敏、崔秀梅。主要的研究产品分为财经评论和工作论文。

声明：本报告仅供内部讨论，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。报告内容仅代表作者个人学术观点。