



柳洪
經濟研究員
Tel: 28266209
hliu@bochk.com

對中國內地資金外流的原因及影響分析

金融機構外匯佔款作為內地資金外流的佐證數據，2014 年 12 月、2015 年 1 月、2 月和 3 月，分別較前一月減少 1183.65 億元、減少 1082.61 億元、增加 422.14 億元和減少 1565 億元，四個月之和為-3409.12 億元。相比較而言，銀行結售匯數據更能準確反映資金跨境流動及外匯供求狀況。近日國家外匯管理局公佈的最新銀行結售匯數據顯示，1 月份銀行結售匯逆差為 82 億美元，2 月份逆差擴大至 172 億美元，3 月份逆差進一步增至 660 億美元。從上述兩組數據體現的趨勢判斷，內地資本流出可能常態化。

一、中國內地資金外流的主要原因。一是美元升值的影響逐步顯現。美聯儲逐步退出 QE 貨幣政策，即將步入加息週期，受此影響美元指數年初至今升幅超過 5%。市場普遍預期美元將繼續保持升值趨勢。二是去年 11 月至今年 3 月，人民幣對美元貶值預期升溫，主要是受內地經濟增速下滑及貨幣政策漸進式寬鬆影響。近期人民幣對美元匯率雖然回升，但仍存在溫和貶值壓力。三是內地企業和個人資產配置方式發生改變。由過去的“資產本幣化、負債外幣化”，逐步改變為“資產外幣化、負債去杠桿化”。相關財務運作導致即期、遠期結匯減少而購匯增加，當期跨境資本流出壓力放大。四是中國企業走出去的力度加大。2014 年中國境內投資者非金融類對外直接投資 1028.9 億美元，已接近實際使用外商直接的 1195.6 億美元。今年為了推動中國裝備、優質產能走出去和國際產能合作，推動“一帶一路”戰略發展，金融資本配合產業資本走出去的動能增強。預計中國內地今年對外直接投資的金額將大幅超過去年。五是人民幣國際化進一步推進，需要在岸市場有向全球提供人民幣流動性。在中國內地經常項目仍保持較大順差的前提下，拓展“滬港通”等資本項目開放渠道，通過資本和金融項目逆差輸出流動性。

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

二、中國內地資金外流可能常態化。分析上述影響中國內地資本流出的五點原因可見，除了第二條人民幣對美元貶值預期可能逆轉之外，其他四點原因短期乃至中期都不大可能逆轉，這也就決定

了中國內地未來跨境資本流動的方向和趨勢。那麼，2014年下半年以來，中國內地國際收支出現“經常項目順差、資本項目逆差”的新變化，以及跨境資本雙向波動更加明顯的特徵，可能會長期化。

三、中國內地資金外流常態化的主要影響。一是將加大 A 股調整的壓力。A 股在政策面的呵護下大邏輯仍將保持上行趨勢，但震盪將進一步加劇。二是內地存款準備金率將進一步正常化。外匯佔款減少，導致基礎貨幣投放存在較大缺口，為了彌補缺口，降準的力度亦會加大。目前大型、中小型金融機構的存款準備金率分別為 18.5% 和 15%，仍有較大下調空間。三是市場資金面難言樂觀，貨幣市場利率不降反升，將增加人行減息的理據。人行近期將 7 天期逆回購中標利率下調至 3.45%，較 2 月份下調 40bp，引導貨幣市場利率下行。但實際情況是，人行提供的數據顯示，去年 12 月同業拆借月加權平均利率和質押式回購月加權平均利率，均為 3.49%，今年 3 月份則分別升至 3.69% 和 3.61%。未來資金價格及企業融資成本能否下行，進一步減息將是關鍵因素。四是人民幣對美元匯率將現溫和貶值壓力。內地政府不樂見人民幣對美元貶值，主要是從減少對外貿的依賴倒逼經濟結構轉型以及推動人民幣國際化的角度考慮。為了保持人民幣匯率的基本穩定，人行未來有可能繼續通過人民幣匯率中間價引導及動用外匯儲備來影響，那麼，內地外匯儲備可能進一步減少。