

中国宏观简评

资本外流趋缓

解析 2016 年国际收支报告及近期趋势

在这篇报告中，我们基于不久前公布的 2016 年国际收支报告以及年初至今的月度数据，分析中国资本外流的近期趋势。

2016 年，中国资本流出规模从 2015 年的 6,471 亿美元微降至 6,400 亿美元。同时，资本外流的驱动因素从 2015 年的非居民取出境内存款以及境内企业偿还外债转变为 2016 年的对外直接投资增加以及境内居民增持境外资产。包括国际收支表中净误差与遗漏反映的“隐性”资本流出在内，资本流出规模于 2015 年见顶，2016 年开始小幅下降（图表 1）。同时，去年 4 季度资本流出步伐开始放缓，主要由于直接投资从净流出转为净流入（图表 2）。具体来看（图表 2 和 3）：

- ▶ **2016 年直接投资项下流出比 2015 年大幅增加了 1,147 亿美元。**2016 年直接投资净流出 466 亿美元，而 2015 年为净流入 681 亿美元。分项看，与 2015 年相比，2016 年对外直接投资总额增加 428 亿美元，而外商直接投资流入总额减少 719 亿美元。
- ▶ **其他投资项下的资本流出规模从 2015 年的 4,340 亿美元明显下降至 3,035 亿美元。**2016 年非居民新增人民币存款带来净流入 102 亿美元，而 2015 年此项净流出 1,226 亿美元。与此同时，外债偿还带来的“流出”也从 2015 年的 1,667 亿美元显著下降至 2016 年的 196 亿美元——值得注意的是，中国外币外债余额自去年 2 季度以来累计增加了 1,738 亿美元（图表 4）。此外，贸易信贷净流出从 2015 年的 1,082 亿美元收窄至 2016 年的 846 亿美元，表明出口商“隐匿”外汇收入的意愿下降（图表 5）。2016 年，境内居民以贷款和其他资产的形式增持境外资产，共增加资本流出 2,108 亿美元——2016 年对外贷款流出增加 673 亿美元至 1,147 亿美元；2016 年其他境外资产净流出 743 亿美元，对比 2015 年为净流入 692 亿美元。
- ▶ **证券投资项下流出保持相对稳定。**2016 年证券投资流出微降 43 亿美元至 622 亿美元——2016 年非居民对境内证券（主要是债券）投资增加 345 亿美元，而境内居民对外证券投资增加 302 亿美元。
- ▶ **2016 年隐性资本流出保持高位，表现为净误差与遗漏项总计 2,227 亿美元，略高于 2015 年的 2,130 亿美元。**

高频数据显示，今年 1 季度资本外流有望更明显放缓，主要原因可能是外汇贷款进一步增加、直接投资流出减少以及出口商结汇上升。我们估计今年 1 季度资本流出可能降到 500 亿美元以下，远低于去年 4 季度的 1,540 亿美元（图表 6）。我们的估计值是根据外汇储备变化、（基于我们测算的中国外储币种权重¹）估算的估值效应、以及外管局公布的货物和服务贸易数据计算得出²。具体来看，年初以来，外债继续增加，而且贸易净结汇与贸易顺差之间的差额已明显缩小，表明出口商结汇意愿上升（图表 5）。此外，在收紧对外并购、直接投资等方面的外汇管理后，直接投资从去年 4 季度起转为净流入³。

接下页

分析员

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

联系人

常慧丽

SAC 执证编号: S0080115120029
SFC CE Ref: BJC906
huili.chang@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 中国的经济扩张和政策紧缩周期走到哪里? (2017.04.24)
- 宏观经济 | 法国大选第一轮投票: 马克龙和勒庞胜出, 欧元大涨 (2017.04.24)
- 宏观经济 | 5月 FOMC 会议预览: 按兵不动, 声明偏中性 (2017.04.24)
- 宏观经济 | 名义增长如期达到两位数, 强监管下债市承压 (2017.04.23)
- 宏观经济 | 减税提升经济回升的可持续性 (2017.04.20)
- 宏观经济 | 法国大选预览: 第一轮投票在即, 四强差距收窄 (2017.04.18)

¹ 请参见我们 2016 年 7 月 18 日发布的中国宏观周报《一个 3 万亿美元的问题: 中国是如何配置外汇储备的?》。

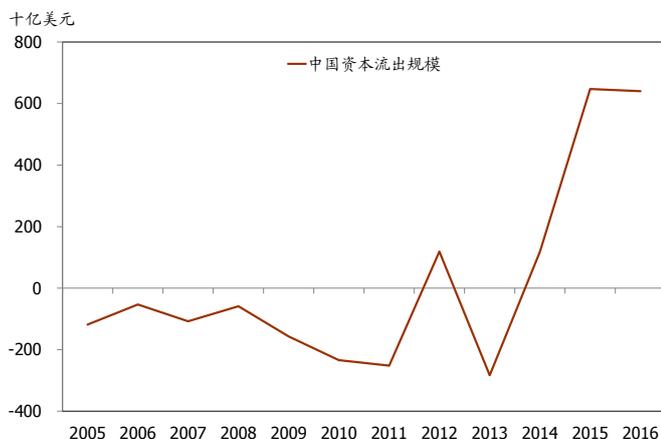
² 由于外管局尚未公布 3 月货物和服务贸易数据, 我们假设 3 月服务贸易逆差与 2 月持平, 使用海关贸易数据估算了 3 月货物和服务贸易顺差。

³ 请参见我们 2016 年 11 月 28 日发布的中国宏观简评《跨境并购管控趋紧》。



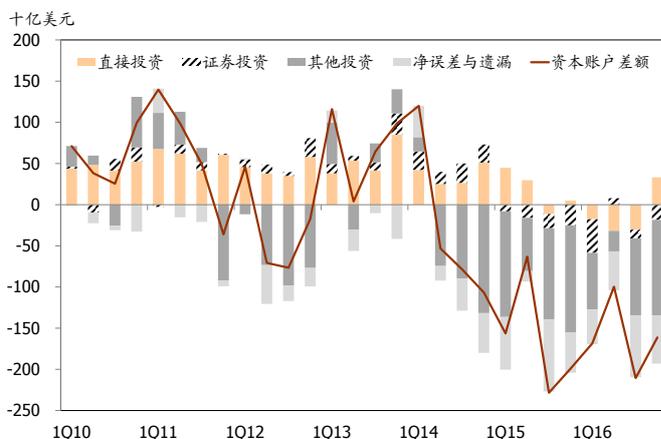
往前看，随着人民币贬值预期进一步淡化，2017年资本外流可能明显放缓。相应地，去年4季度开始实行的一些临时性质的资本管制措施有望放宽或取消。当然，去年4季度以来的资本外流趋缓部分得益于资本管制收紧，尤其是对境内换汇的限制、以及针对对外直接投资或证券投资等外流的监管收紧。同时，在监管趋严的背景下，出口商也可能加速汇回外汇收入。然而，除了行政措施以外，受经济复苏带动，一些指标显示近几个月人民币贬值预期下降，资本外流的主动意愿有所缓和——其中一个佐证是境内外外汇贷款2017年均有增长（图表7）。受益于去年下半年来国内投资收益明显回升以及美元走势相对稳定，我们预计2017年人民币贬值预期将进一步缓解。因此，不排除去年实施的一些临时性资本管制措施在近期放宽或取消。

图表1：资本流出规模于2015年见顶，2016年开始小幅下降



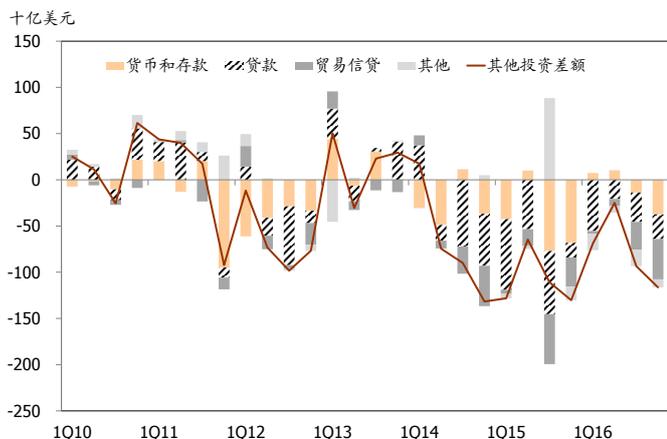
资料来源：国家外汇管理局，中金公司研究部

图表2：2016年资本外流主要由直接投资和其他投资驱动



资料来源：国家外汇管理局，中金公司研究部

图表3：2016年“其他投资”项下的资本净流出下降，主要得益于境内企业外债偿还额以及非居民取出境内存款额双双下降



资料来源：国家外汇管理局，中金公司研究部

图表4：中国外币外债余额自去年2季度起重新开始上升

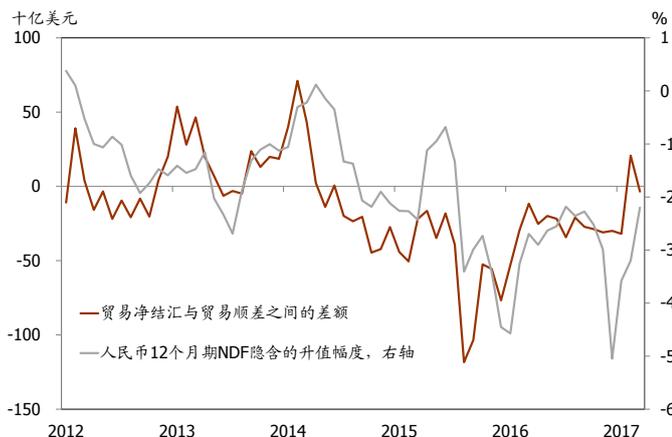


资料来源：国家外汇管理局，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

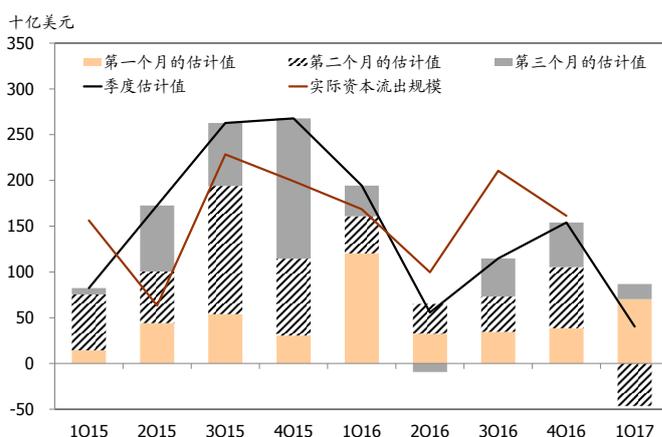


图表 5: 贸易顺差与贸易净结汇之间的差额今年来明显缩小



资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 6: 我们估计今年1季度资本流出明显放缓



资料来源: 国家外汇管理局, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 7: 今年境内外汇贷款开始回升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

