中國：資本流出有多嚴重？

丁文捷, PhD
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

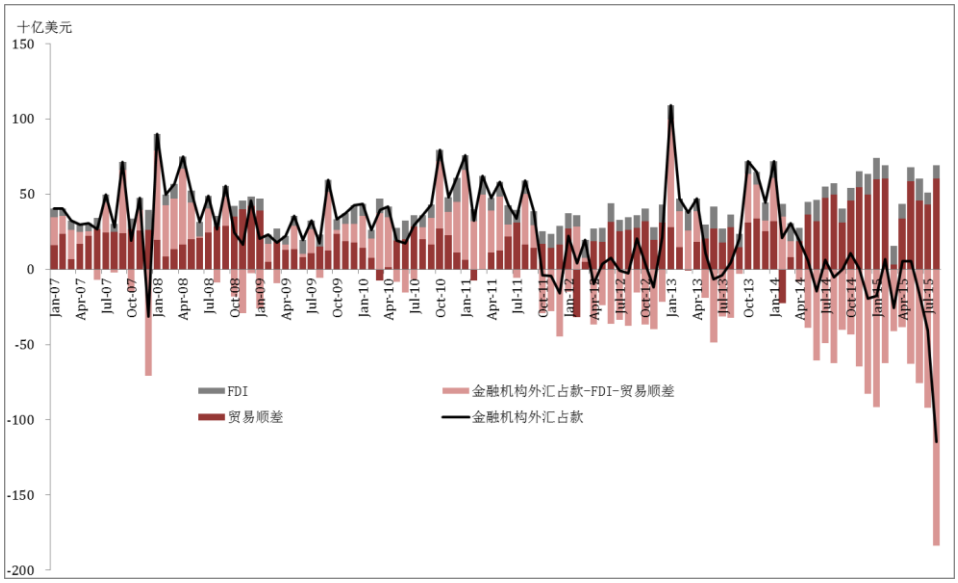
自本輪人民幣突然貶值以來，中國資本流出的問題受到日益關注。八月，中國外匯儲備縮水 939 億美元，金融機構外匯占款減少 7,238 億人民幣（約合 1,137 億美元）。那麼在這些數據背後，中國資本流出的規模到底有多大？

衡量資本流出的方式各有千秋，在此我們的分析採用外匯占款減去貿易順差及外商直接投資這個指標。從理論上說，該指標既包括大家關注的資本外逃，也包括正常的借貸活動或資產配置所產生的資本流動，以及套利性質的資本流動。

如圖 1 所示，最近一輪的資本流出始於 2014 年二季度（圖中淺紅柱代表的資本流動由正轉負）。與之互為驗證的是，外匯儲備和金融機構外匯占款數據分別於 2014 年 6 月和 5 月達到峰值後下降（圖 2 及圖 3）。資本流出的具體動機多種多樣，但背景原因大致相同，即美國即將進入加息週期，中美利差縮窄；人民幣貶值壓力加大；處於“三期疊加”的中國經濟下行壓力加劇。自從 2014 年 3 月中國央行擴大人民幣兌美元浮動幅度、人民幣單向升值預期被打破之後，企業及個人投資者紛紛加大外匯資產配置、減少外匯負債，以對沖人民幣匯率風險。2015 年 8 月人民幣突然大幅貶值更是加速了這個過程。根據我們的估算，八月資本外流的規模達到 1,838 億美元，是七月（920 億美元）的兩倍。

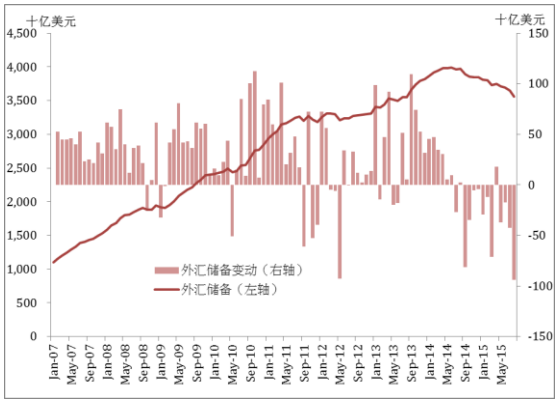
未來數月資本外流情況是否會繼續惡化？我們的答案是：恐怕不會。隨著人民幣匯率水準趨穩、市場情緒好轉，央行消耗外儲干預匯市的行為將減少，恐慌性的資本出逃也會有所緩解。九月截至目前外匯市場交易量的減少恰好印證了這一點。而美聯儲九月份會議聲明贊不加息一定程度上也將緩解新興市場面臨的資本流出壓力。此外，央行和外管局也已在貶值後採取措施遏制外匯投機，防範大規模資本外逃。結合以上分析，我們覺得未來幾個月資本流出的現象將較八月得到較為顯著的緩解。儘管八月外儲縮水嚴重，我們估算目前中國外儲充足率仍在 130%左右，處於 IMF 認可的安全範圍。

圖 1：八月資本流出情況惡化



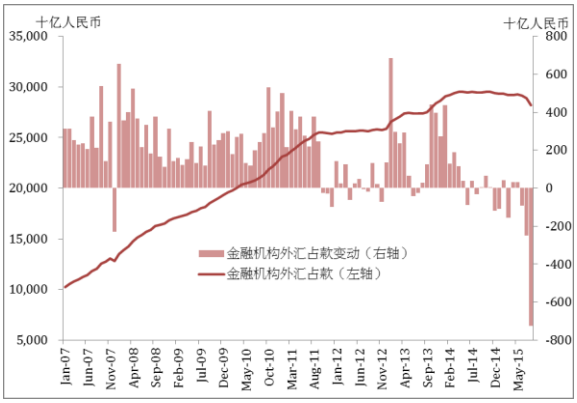
來源：中國人民銀行。中國海關。招銀國際估算。

圖 2：外匯儲備 2014 年 6 月達到峰值 3.99 萬億美元後下降



來源：中國人民銀行。

圖 3: 金融機構外匯占款 2014 年 5 月達到峰值後緩慢下降



來源：中國人民銀行。

維持預計：美國將於今年 12 月加息

9 月 17 日，美聯儲決議維持現行基準利率不變，與我們之前的預測一致。在 8 月 31 日的宏觀週報中，我們提及：由於人民幣貶值及外部情況不確定性增加，美聯儲將推遲加息。

目前美國國內整體經濟及就業市場穩中有升，支持加息。通脹仍不及長期目標水準，且一些經濟先行指標顯示，美聯儲對未來通脹抱有的信心不及以往。

更大的不確定性恐怕來自美國外部。人民幣貶值是否會繼續、中國經濟增速能否企穩、以及歐洲央行對於進一步寬鬆的態度等，都將是美聯儲加息進程中需要考慮的重要因素。在此，我們維持美聯儲將在今年 12 月首次加息的預測，加息進程將是小步慢走。更為重要的是，美聯儲將以更透明直接的方式提示加息，合理引導市場預期，減少金融市場波動。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 : 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室　電話: (852) 3900 0888　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融控股有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。