2017兩會前瞻 之匯管篇

走資幣貶伏危機
外匯管控勢收緊

專家籲加強監管假進口 實行資本流動寬進嚴出

2017年中國經濟的一大風險點直指資金外流與人民幣貶值，料會成為今年兩會的熱議話題。當局已採取收緊跨境支付、加強對外投資審查等管控措施。兩會前夕，多位專家接受本報訪問時表示，有必要加強對資本賬戶和匯率的管控，如加強監管資金藉「假進口」轉移外匯、實行寬進嚴出的非對稱資本流動管理等，防止資金外流疊加匯率貶值引發危機。 ■香港文匯報記者 海巖 北京報道

清華大學教授 李稻葵：
中國要保持金融穩定，必須一手管住資本賬戶，一手穩住匯率。

交通銀行首席經濟學家 連平：
當下首要是管住資本和金融賬戶逆差擴大，建議實行非對稱的資本流動管理。 資料圖片

■內地專家指出資金外流疊加匯率貶值造成惡性循環，有必要加強對資本賬戶和匯率的管控。圖為銀行員工正在清點貨幣。 資料圖片

去年人民幣兌美元貶值超過6%、資本流出5,000億至6,000億美元左右，均創歷史紀錄，政府採取了一系列措施緩解資本外流壓力：去年11月底開始，對中國企業的大額對外直接投資增加限制，尤其是房地產或非主營業務投資；進入2017年後收緊個人換匯政策，儘管每人每年5萬美元的換匯額度保持不變，但個人換匯需要承諾所換外匯僅用於經常賬戶支出，而不能用於海外購買物業、投資類保險或證券投資等資本賬戶交易；此外，官方數據顯示，通過跨境人民幣結算渠道流出的淨額在去年前11個月中飆漲至2萬億元人民幣，由此人民銀行近期加強了對跨境人民幣結算資本外流的監督。

管住資本賬戶 同時穩住匯率

外匯管控防範了短期資本外流進一步升級，但全國政協委員、清華大學教授李稻葵表示，未來五到十年，中國經濟都會面臨資金外流疊加貨幣貶值可能引發的金融風險。中國貨幣存量21萬億美元為世界最高，這些人民幣現金和存款流動性很強，一旦人民幣貶值預期形成會引發貨幣持有者換匯，直接導致外匯儲備下降，而外匯儲備下降又會增強匯率貶值預期，促使其加快出境投資，資本外流則又會加速人民幣貶值，由此預期循環疊加造成危機。

「中國經濟必須想方設法保持金融穩定，雙管齊下，一手管住資本賬戶，一手穩住匯率。」李稻葵認為，資金流出主要來自企業而不是家庭，據其測算，去年大約5,100億美元換匯流出，80%是企業換匯，而企業中又有60%左右為假進口，因此外匯管控主要應管住企業，尤其加強對假進口的監管。

嚴管對外投資 放寬外資進入

交通銀行首席經濟學家連平也指出，中國資本賬戶開放總體在推進過程中，但去年國際收支短期發生迅速變化，直接投資由長期的淨流入變成淨輸出1,000億美元左右，與中國吸收外資年均規模相當，大大超過市場預期。

連平認為，當下首要是管住資本和金融賬戶逆差擴大，建議實行非對稱的資本流動管理，一方面，對資本流出的管理適當收緊，諸如個人對外實業投資、不動產投資和證券投資等敏感領域的放開應謹慎推進，嚴格限制投機性購匯需求，對虛假貿易和虛假投資應保持高壓態勢，嚴厲打擊企業和個人利用海外投資非法轉移資產，對部分企業盲目跟風進行境外併購適時開展窗口指導；另一方面，對境外資本進入中國服務業、製造業、資本市場和貨幣市場可以適當放寬；另外也應控制人民幣貶值幅度在一個合理範圍，具體可以金融資產平均投資回報率為限。

開放目標不變 進度適當放緩

對於中國重返外匯管制的擔憂，連平認為，在人民幣國際化發展過程中，現階段速度放緩一些，資本和金融賬戶的開放目標不變，進度適當放緩，推進有些側重，對於整個經濟體有利。尤其目前國際市場風險很大，特朗普上台之後不確定性增大。「這種情況下，中國經濟對外的敞口是進一步擴大還是穩固目前狀態並審慎地運作，我認為策略選擇應該是後者。」

近期內地外匯管控措施

2016年10月： 重申境內銀聯卡境外支付不得用於資本和金融項目交易，境外保單交易不超5,000美元限制

2016年11月： 四部委表示密切關注大額非主業投資、有限合夥企業對外投資、「母小子大」、「快設快出」等類型對外投資中存在的風險隱患，對一些企業對外投資項目進行核實

2017年： 加強對個人購匯真實性用途審查，個人換匯需承諾僅用於經常賬戶支出

2017年2月： 整頓比特幣交易平台，堵資本外流漏洞

■中國對外直接投資額近年快速增長。圖為中企安邦保險以19.5億美元收購位於紐約的華爾道夫酒店。 網上圖片

內外政策齊收緊 對外投資料減速

人民幣貶值風險令資金充沛的中國企業加快海外投資以對沖風險，2016年中國對外非金融類投資累計創下1,701.1億美元的歷史高點，同比增長44.1%，並首度出現直接投資年度淨流出。但今年在國內針對盲目對外投資行為加強監管的同時，海外一些國家政策亦趨向緊縮，專家預計，對外直接投資猛增的勢頭將在2017年明顯放緩。

中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張明表示，去年是改革開放以來首個對外直接投資超過外商直接投資的年份，該年直接投資項出現了585億美元的淨流出。尤其前三個季度直接投資項下出現757億美元逆差，對外直接投資增速高達53.7%，到第四季度直接投資項再度出現淨流入，一方面源自外商來華投資的反彈，另一方面則因為監管加強後中國對外直接投資回落。

歐美反全球化 海外收購受阻

值得注意的是，儘管去年對外直接投資額快速增長，但在歐洲和北美市場，中國投資者仍有價值740億美元、共計30個交易遭到取消。

張明分析，諸多因素正對中國海外投資者構成挑戰。在國內，2016年底，受匯率因素影響，中國監管機構以非正式方式收緊了對外投資的控制；而中國企業越來越多規模龐大、結構複雜的交易，令監管者感到棘手，也使得未來政治和政策方面的監管將更加嚴格，會使交易的市場前景變得更有挑戰性。

同時國外的監管政策也在收緊。在北美和歐洲，出於國家安全考慮，政府官員介入並阻止了若干中國投資者的技術收購；歐美反全球化的浪潮正在影響工業和投資政策，保護本國經濟的措施可能潛在影響海外資本的入境交易，這都可能令2017年中國對外直接投資新交易的增速放緩。

■去年中國對外投資有30個交易遭到取消，福建宏芯收購德國芯片設備商愛斯強是其中之一。 網上圖片

企業出海難阻擋 嚴控賬戶堵走資

中國資本賬戶已持續三年淨流出，到2016年達到創紀錄的4,903億美元，三年累計資本流出1.03萬億美元。專家指出，當前資本流出壓力主要來自內資外流而非外資撤離，境內投資者增大海外資產配置的趨勢難擋、壓力長存，但資本賬戶管控趨嚴將使短期內跨境資金流出可控。

資本流出可控 海外併購減緩

據民生證券研究院專題及海外組負責人張瑜分析，資本流出壓力主要來自內資外流，資本流出的去向近50%為海外資產投資，包括海外併購、海外房地產投資、證券類投資等。

張瑜認為，只要不再發生一次性貶值的擔憂，外資再次出現「811」匯改當季巨額撤回的可能性很低，但境內投資者增大海外資產配置，則是國民經濟發展及人均GDP達到一定水平後的必然趨勢，由此帶來的資本流出壓力長期存在。

他認為，短期看，在未來資本賬戶管制趨嚴的背景下，未來海外投資帶來的資本流出壓力會在一個可控範圍之內。今年年初以來，國家外匯管理局不斷出台政策加強海外匯款、投資審查管理。有數據顯示，2017年1月新披露的中企境外併購交易金額僅為47.72億美元，按此規模估算，今年第一季度中企境外併購的交易規模將低於去年一季度交易規模的20%，在更加嚴格的資本管制制度下，海外併購有所減緩。

家庭購匯升溫 成結構性趨勢

前國家外匯管理局官員、中國金融四十人論壇高級研究員管濤也認為，現在資本外流、儲備下降的壓力並不是來自於境外做空人民幣，主要來源於境內機構和家庭資產配置。因此，在人民幣匯率穩定上，打擊境外做空勢力固然重要，更重要的是要管理好資產端的國內企業和家庭的資產多元化配置，包括國內企業的「走出去」、家庭和企業增加的外匯存款等。

管濤還指出，資本外流中對外直接投資急劇增加，已經超越了基本面因素，不是企業正常的「走出去」需要可以解釋的，對中國國際收支平衡產生了很大影響。

摩根大通首席中國經濟學家朱海濱則指出，其中一部分資本外流隱藏在經常賬戶內，比如經常賬戶項下的旅遊服務進口，即中國遊客的海外支出中有相當大的一部分可能體現了來自家庭部門的資本外流。從中期來看，企業和家庭資產負債表向國際資產多元化很可能仍將是一個結構性的趨勢。

■中國國家外匯管理局。 資料圖片

人幣呈溫和貶值 下半年壓力增大

對於人民幣匯率，中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張明預計，今年中國央行大概會維持當前匯率形成機制，人民幣兌美元仍會呈現溫和貶值態勢，貶值幅度略低於2016年的6.5%，2017年年底人民幣兌美元匯率可能會下降至7.2-7.3左右。

張明指出，如果美元整體走強，人民幣仍會大致盯住CFETS（中國外匯交易系統）貨幣籃，而兌美元溫和貶值。但特朗普政府可能針對人民幣匯率和中國出口商品發難，也會限制人民幣兌美元貶值的空間。

專家認為，受益於美元高位回落和境外人民幣流動性趨緊，今年以來人民幣兌美元在岸價升值1%，各大銀行客戶結匯明顯增長，代客結售匯壓力得到緩解。同時，在監管層面，「控流出、擴流入、降逆差」政策未放鬆，控流出使離岸市場人民幣存款持續下降，目前香港市場從1萬億元的高點回落到6,000億元左右，人民幣流動性趨緊讓境外投機者有所顧忌。目前人民幣貶值預期階段性緩解，但下半年美元可能走出上漲行情，屆時人民幣貶值壓力將增大。