

中国宏观策略研究

资本外流可能带来的“腾笼换鸟”效应

2015年7月29日

- 资本外流迹象明显：**最近一段时间内市场对资本外流十分担忧，特别是部分研究机构对过去4-5个季度，特别是今年2季度资本额外流规模测算之后，千亿美元级的数值结果可谓触目惊心。通常而言，对资本流动的估算是在最基本的残值法（“外汇储备或外汇占款增量”减去“贸易顺差”，再减去“外商直接投资”）的基础上再对诸多因素调整之后得出的，例如外汇储备中非美元储备的汇率调整，藏汇于民策略导致结汇下降，以及跨境人民币结算等。但是即便做任何再保守的估计和调整，去年以来的中国资本外流的趋势都是不可否认的，而且规模不容乐观。在这里我们并不想对资本外流的具体规模来做进一步的分析和推算，而是希望换一个视角：探究资本外流所可能给央行货币政策执行以及国内货币环境所能带来的潜在正面效应，而非传统意义上资本外流会造成的人民币汇率和资产价格承压这个角度来看问题。
- 央行的两难选择：**目前国内经济还是面对“三期叠加”的困局，虽然我们认为实体经济在2季度可能已经触底，但在短时间内依然缺乏向上的内生动力，因此认为政府在稳增长政策层面不会放松，具体在央行在货币政策层面有必要继续维持并在边际上增强宽松的力度。但目前如果央行为了配合中央稳增长政策而加大货币宽松的力度将面对两个问题：（1）货币超发引发流动性过剩，从而推高物价，引发通胀；（2）流动性进入金融体系内空转推高资产价格泡沫，而实体经济依然长期受到“融资难，融资贵”问题的困扰。这两个因素在很大程度上压缩了央行货币宽松的空间。但我们如果把资本外流作为一个新的变量引入央行的政策方程来思考问题的时候，会发现对以上的两个制约因素，特别是第二个因素，提供一些新的解决思路。

章俊

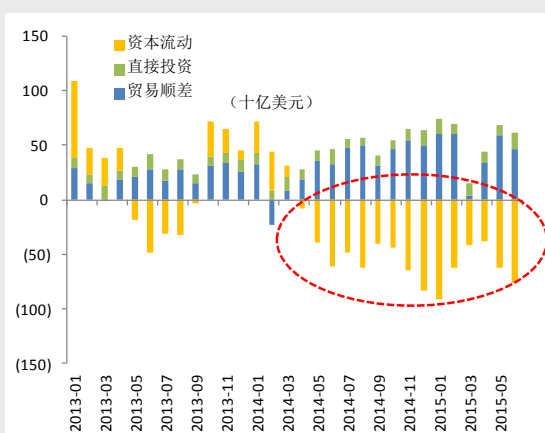
宏观经济研究主管

联系方式

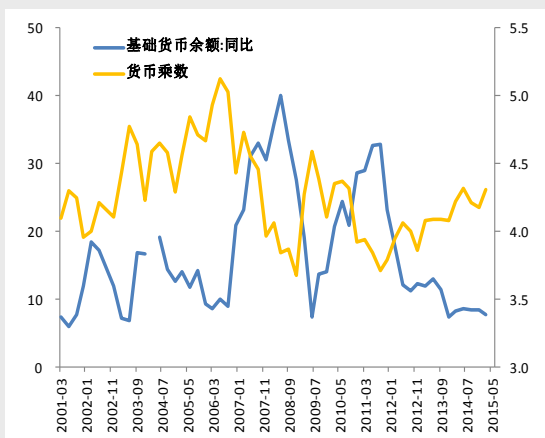
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：资本外流趋势明显



图表 2：基础货币萎缩



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

- **有利于继续维持宽松的政策立场：**去年以来国内物价水平相对平稳，特别是上游行业通缩风险加大（PPI 同比增长 40 个月负增长），为央行货币政策宽松提供空间。但最近国内猪肉价格开始出现明显反弹，国内通胀“猪周期”有重新启动的迹象，这会导致央行在货币政策宽松层面会有所顾忌。换言之，猪肉价格反弹带动的 CPI 走强会导致央行在经济基本面依旧疲软的背景下，未来降息降准，甚至定向宽松方面都会趋于保守。这样传递给外部的信号是央行的货币政策存在转向的可能，且不说对货币政策方向极为敏感的资本市场是有很强冲击的，而且这也在很大程度不利于依然羸弱的实体经济的复苏。

但目前资本外流在一定程度上减轻了这种风险，因为资本外流本身会带来基础货币的萎缩，如果央行不主动释放额外基础货币来对冲的话，就会带来实质性的通缩效应。因此从这个角度上来说，央行有必要继续维持目前的降息降准的政策操作。虽然央行为了对冲资本外流而造成的基础货币萎缩而通过降准或者公开市场操作等方式来释放流动性在本质上可能依旧是偏中性的操作，但向外部传递的信息更多的是央行延续货币政策宽松的立场，这对无论是实体经济还是资本市场都是一个积极的信号。

- **有利于货币结构的改善，“腾笼换鸟”：**困扰央行已久的问题就是国内的相当部分的流动性滞留在金融体系内空转推高资产价格泡沫，而实体经济依旧面对“融资难，融资贵”的问题。在这种情况下，央行面对的两难选择就是，一方面经济持续下滑，要求货币政策宽松为经济托底，但另一方面流动性持续进入资本市场推高资产价格泡沫。目前资本外流趋势的确立为央行货币政策操作提供了新的选择，也就是在不显著增加基础货币供给的同时，把流动性更多的引向实体经济而非金融市场。

在希望维持本币汇率相对稳定的前提下，资本外流的重要影响之一是会造成基础货币的萎缩。而且我们认为未来在国内外利差缩小，人民币汇率双向波动加大，以及贸易顺差收窄的背景下，外汇占款下降将是成为常态。因此为了避免由此带来的通货紧缩效应，除了持续降准来提升货币乘数之外，央行需要一个新的稳定并且庞大的资产标的作为未来基础货币投放的渠道。我们在此前

的报告中提及目前及未来发行规模持续加大的地方政府债是一个非常好的选择。鉴于前期货币政策传导机制不畅，我们判断目前政府政策的重心开始从转向“积极的财政政策”，货币政策继续维持宽松来配合“积极的财政政策”的推进。而在目前已经开始推进的政策中力度最大的就是预计在年内批复整体规模达 3 万亿的地方政府债务置换，这将会有效缓解今年地方政府债务还本付息的压力，再加上预算内的新发地方政府债，整体上将实质性的改善地方政府的投融资能力，从而有效拉动以基建为主的固定资产投资。而鉴于地方政府债的置换和发行规模相对较大，商业银行购买的意愿和能力也显得相对不足。因此我们在此前的报告中建议央行通过向商业银行开放质押贷款的通道，这样一方面可以解决央行基础货币投放的问题，另一方面可以解决地方政府融资的问题，从而在实际上达到了“一石二鸟”的效果。

因为在这个过程中，流出的更多是套利套汇的短期跨境资本，或者说大部分是投资于资本市场的资金，而非投资于实体经济的资本。因此资本外流可能会对资本市场或者资产价格造成一定程度的负面冲击，而对实体经济的影响有限。而同时为了对冲资本流出造成的基础货币萎缩，央行能够通过向商业银行开放质押通道来实现间接购买地方政府债的发行和置换来投放新的基础货币的目的。而相对于流出资本的金融投资属性，地方政府债的用途相对可控，基本上都会被用于支持大型基础设施和民生项目的建设，向资本市场溢出的概率较低，因此对实体经济拉动效果明显。这样的话，央行可以在不显著增加基础货币供应避免由此刺激通胀的前提下，在一定程度上优化调整存量货币的结构，把流动性导向实体经济，从而达到“腾笼换鸟”的效果。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并予以本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。