

研究报告

2016 年第 99 期

2016.10.13

执笔：刘新

liuxin@icbc.com.cn

警惕楼市调控加剧国内资本外流

要点

- 国庆长假前后，国内 21 个热点城市密集出台了楼市限购限贷政策。除了此次调控的实际效果外，从楼市挤出的资金会流向哪里也是人们关注的焦点。
- 有一种观点认为，被挤出的资金会大量流入股市。笔者认为股市目前既缺乏基本面支撑，也缺乏政策支持，再加上去年股灾阴影，流入股市的资金可能极为有限。至于实业投资，在当前较为低迷的经济形势下，也不会成为投资者的首选。
- 从外汇储备规模变动以及对外直接投资额变动情况来看，楼市调控可能会加剧一部分资金外流。在“经济低迷+楼市政策紧缩+人民币贬值压力”的综合背景下，相关政策部门应该提前关注资本外流的趋势和潜在风险，必要程度的资本管制短期内仍不可或缺。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

国庆长假前后，国内 21 个热点城市密集出台了楼市限购限贷政策，我们需要关注的除了此次调控的实际效果外，还包括从楼市挤出的资金会流向哪里。

一、资金流向的初步判断：资本外流

有一种观点认为，被挤出的资金会大量流入股市。持有这种观点的人不在少数，这也很可能是中央希望看到的局面。毕竟，促进股市发展、增加企业直接融资比例、降低企业融资成本符合供给侧结构性改革去杠杆、降成本的政策导向。

广发策略的一份研究报告指出：国内以往的经验表明，货币宽松周期下的房价下跌或许对股市有利，但货币紧缩周期下的房价下跌并不会使资金回流股市。2008 年 9 月、2014 年 5 月这两次房价下跌都处于货币宽松周期之中，这期间股市一次先跌后涨、一次大幅上涨，确实不排除有房市资金流入了股市；而 2011 年 9 月房价下跌之前，货币政策在不断收紧，到 2011 年 12 月 5 日的降准才确认了货币政策从紧缩到宽松的转变，而当时整个房价下跌期内，股市都在震荡下跌。如果借鉴美日等发达国家的经验，可以看到一旦房价出现长周期向下拐点，那么对股市是会产生伤害的。因此，要使房市资金流入股市的条件是非常苛刻的。

考虑到中国经济转型的大背景，此轮楼市调控不会轻易放开，而国内股市目前既缺乏基本面支撑，也缺乏政策支持，再加上去年股灾的阴影，短期内市场很难重建信心。因此，楼市调控导致流入股市的资金可能极为有限。

在当前低迷的经济形势下，实业投资也不会成为投资者的首选。今年以来，民间投资呈断崖式下跌，反映出民间资本信心不足，扩大生产、进行再投资的动力疲软。

与此同时，自 2015 年 8 月 11 日汇改以来，人民币汇率渐进贬值，目前市场上依然存在显著的人民币兑美元贬值预期。综上，在“经济低迷+楼市政策紧缩+人民币贬值压力”的综合背景下，楼市调控可能将加剧一部分资本外流。



二、资本外流的具体表现

首先，近两年中国外汇储备规模持续下降。如图 1 所示，2016 年上半年外储降幅逐渐缩窄，但三季度降幅又有所扩大，9 月末外储储备降至 31663.82 亿美元，环比二季度下降 1.21%，创下 2011 年 12 月以来外储余额最低水平。考虑到人民币纳入 SDR 篮子货币的“冲喜”效应，中国外汇储备却依然显著减少，显示资本外流形势的严峻性。

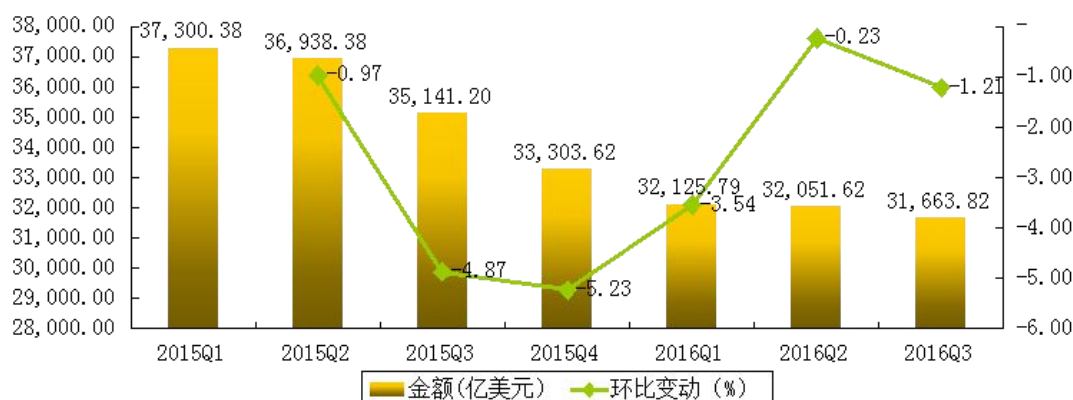


图 1 2015 年-2016 年外汇储备变动情况

数据来源：外汇管理局 城市金融研究所整理

第二，对外非金融类直接投资增长迅猛。据商务部数据，2016 年 1 月至 8 月，中国对外非金融类直接投资额约为 1180.6 亿美元，同比增长 53.3%，已超过了去年全年的对外投资规模；截至 2016 年 8 月底，中国累计对外非金融类直接投资 9811 亿美元。仅 2015 年一年，中国境内投资者就对全球 155 个国家和地区的 6532 家境外企业进行了非金融类直接投资，实现对外投资 1180.2 亿美元，同比增长 14.7%。商务部预计，2016 年全年中国对外直接投资很可能超过 1700 亿美元。

对外非金融类直接投资额迅猛增长，除了人民币汇率贬值因素外，到海外收购稀缺资源、多元化配置资产以分散风险、做实业亏钱以及国内缺少好的投资标的都是重要推动因素。

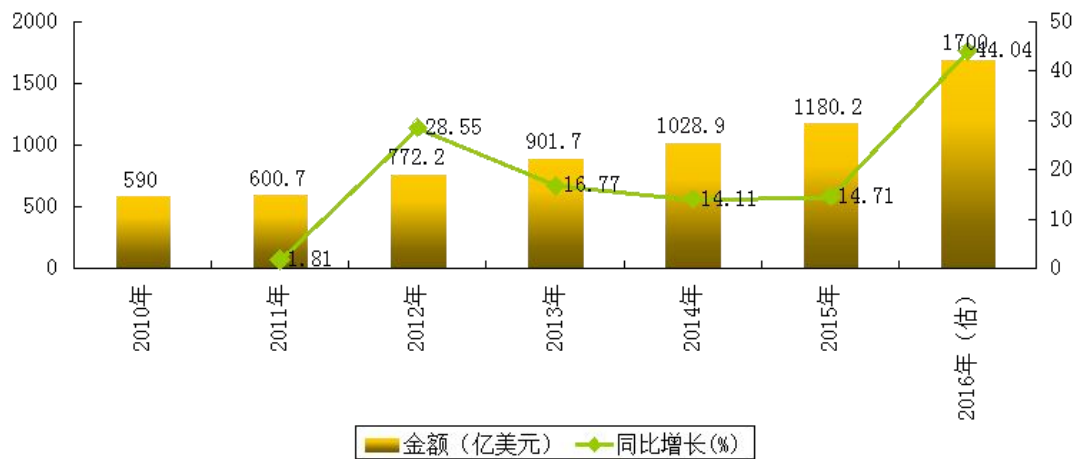


图2 2010年-2016年对外非金融类直接投资额

数据来源：商务部 城市金融研究所整理

第三，内地居民争相赴港购买保险，外管局收紧内地赴港购买保险渠道。香港保监处最新统计数据显示，香港保险业今年上半年的毛保费总额为2075亿港元，同比上升12.2%。上半年内地居民赴港购买保险的新造保单保费额为301亿港元，同比增加116%，占上半年个人业务的总新造保单的36.9%，而2015年底，这一比例还仅为24%。其中，最受内地顾客喜欢的香港保险产品主要有两个类型：终身型的重大疾病保险和储蓄型的终身分红险。作为基础配置产品，重大疾病险颇受欢迎；而对于高净值客户来说，储蓄型产品则更受欢迎。海外储蓄型保险之所以受到高净值客户青睐，一部分原因是其起到了家族信托的作用。除了应对人口老龄化、楼市泡沫、通货膨胀、人民币贬值等现状进行资产保值外，香港保险还可以避债和避税。高净值人群赴港买保险，就是一种资本外流的形式。

三、相关政策建议

可以预见的是，国内楼市调控政策推出后，包括购买保险在内的各种资金外流，将会更加活跃，而持续且隐蔽的资本外流对人民币汇率构成了极大压力，并将继续蚕食中国的外汇储备，相关部门应关注这种趋势和潜在风险，并在管控政策上有所调整。



人民币被纳入 SDR 篮子货币后，外界对中国进一步放开资本市场的期待和压力在上升，中国自身也已经做出相关承诺。但必须看到，中国国内的金融体系距离成熟、完备仍有一定距离。因此，中国开放资本账户的过程仍需十分谨慎，应根据国内经济的形势变化，按照自己的节奏和步伐推进，必要程度的资本管制短期内仍不可或缺。