

# **2010 年中国跨境资金流动监测报告**

国家外汇管理局国际收支分析小组

**2011 年 2 月 17 日**

## 目 录

前 言 .....	1
一、中国跨境资金流动概况.....	3
(一) 国际通行口径的跨境资金流动 .....	3
(二) 我国监测的跨境资金流动 .....	4
(三) 跨境资金流动与外汇储备增加 .....	9
二、跨境资金流动主要项目分析.....	13
(一) 货物贸易 .....	13
(二) 服务贸易 .....	19
(三) 直接投资 .....	20
(四) 证券投资 .....	25
(五) 外债 .....	29
(六) 银行部门 .....	34
三、总结 .....	39
(一) 主要结论 .....	39
(二) 下一阶段的政策考虑 .....	43

### 专栏

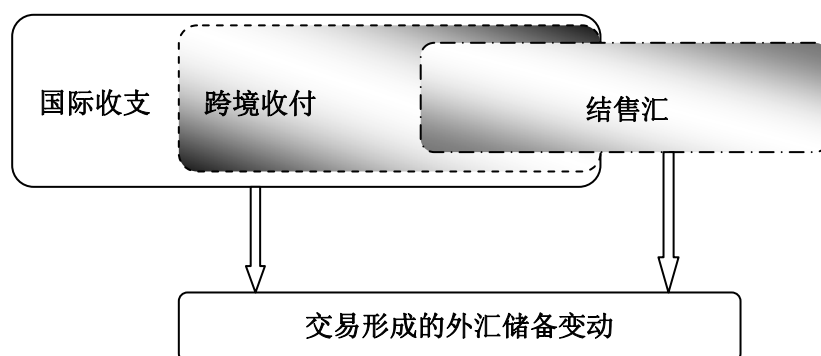
1. 1994 年以来我国“热钱”流动情况的估算
2. 货物贸易进出口、跨境收付和结售汇之间的关系
3. 跨境资金流动与中国股票市场
4. 贸易信贷项下的跨境资金流动
5. 中国香港特区与内地之间的跨境资金流动

## 前 言

近年来，我国经济开放程度不断扩大，跨境资金流动规模明显增加，长期呈现净流入态势，国际收支不平衡问题比较突出。为深入分析过去十年我国跨境资金流动状况，全面准确介绍我国“热钱”等套利资金规模、特点、原因及影响，我们首次对外发布本报告。

本报告除用按国际标准编制的国际收支平衡表数据，对国际通行口径的跨境资金流动（主要指直接投资、证券投资和其他投资）进行分析外，还用我国特有的跨境收付和结售汇数据，多维度地对我国跨境资金流动状况进行了研究。这三组数据从交易、划转到兑换环节，涵盖了跨境资金流动的全过程。其中，**国际收支平衡表**按照权责发生制、有借必有贷的原则从交易角度记录了我国居民与非居民之间的所有经贸往来；**跨境收付**和**结售汇**统计按照收付实现制原则从资金流角度反映我涉外经济活动，前者体现为资金在境内外之间的划拨，后者体现为资金在外汇和人民币之间的转换。跨境收付和结售汇均可按一定的原则，反映到国际收支平衡表的资本和金融项目下，国际收支、跨境收付和结售汇的最终结果也都体现为交易引起的外汇储备变动（即剔除了汇率、资产价格变动等估值因素影响的外汇储备变动，下同）（三者关系见图 0-1）。

图 0-1 国际收支、跨境收付和结售汇数据关系图



本报告共分三部分。首先，从国际收支、银行代客跨境收付和结售汇的角度介绍了我国跨境资金流动的总体情况，并估算了我国“热钱”流动规模。然后，着重从跨境收付和结售汇角度分析了我国跨境资金流动的主要项目，包括货物贸易、服务贸易、直接投资、证券投资和外债等。最后是相关结论和未来政策取向。同时，报告对于社会关心的跨境资金流动对我国股市的影响、贸易信贷项下跨境资金流动，以及香港与内地间跨境资金流动进行了专题讨论。

## 一、中国跨境资金流动概况

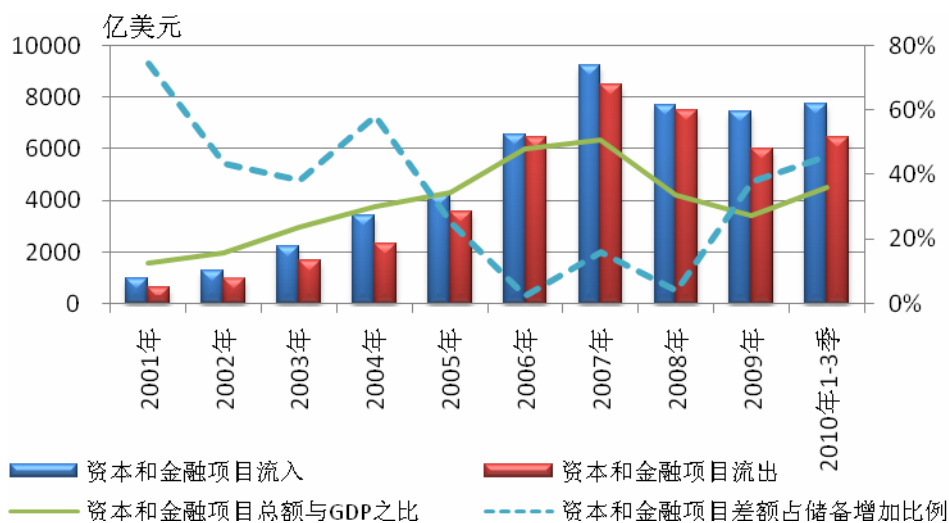
跨境资金流动是反映一个经济体资金流出入状况的统称，它具有严格的定义和规范的统计标准。“热钱”是跨境资金流动中的一部分，有理论上的定义，但无严格意义的统计规范和标准。本部分主要用国际通行口径和宽口径两种方法分析了我国 2001-2010 年的跨境资金流动状况，并重点讨论了“热钱”流动规模的测算问题。

### （一）国际通行口径的跨境资金流动

国际上测度跨境资金流动状况，主要用国际收支平衡表的资本和金融项目，包括直接投资、证券投资和其他投资(不含储备资产变动)。

过去十年，我国跨境资金流动规模总体呈上升趋势（见图 1-1）。2007 年，国际收支口径的资本流出入总量与同期 GDP 之比达到 51% 的历史峰值。2008 年国际金融危机爆发后，跨境资金流动规模有所下降，2010 年随着全球经济复苏而回升。

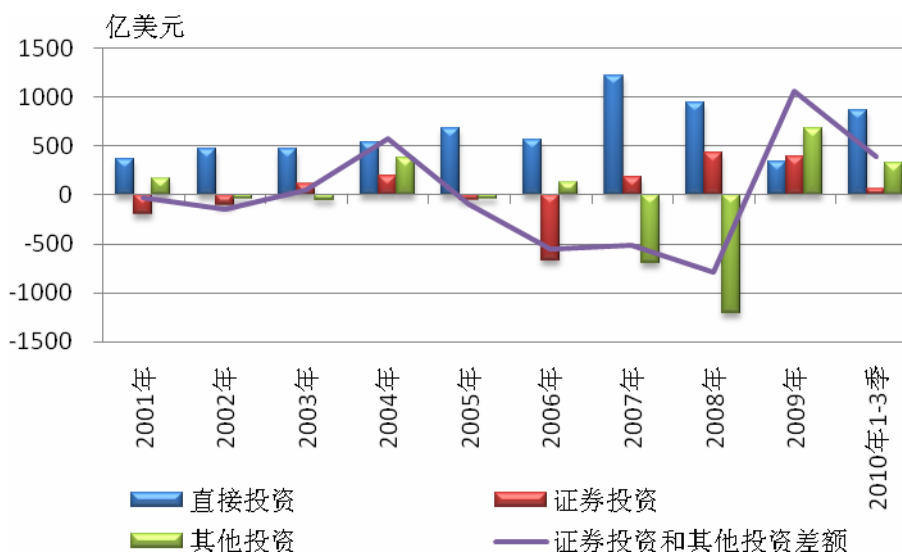
图 1-1 2001-2010 年我国资本和金融项目资金流动情况



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

我国资本项下呈现持续净流入态势。2001-2010年，资本净流入累计7030亿美元，相当于同期外汇储备增量的25%（见图1-1）。其中，直接投资是主体，占资本净流入总额的98%；证券投资和其他投资波动较大，顺逆差交替出现，十年合计大体相抵（见图1-2）。

图 1-2 2001-2010 年我国直接投资、证券投资和其他投资差额



数据来源：国家外汇管理局。

## （二）我国监测的跨境资金流动

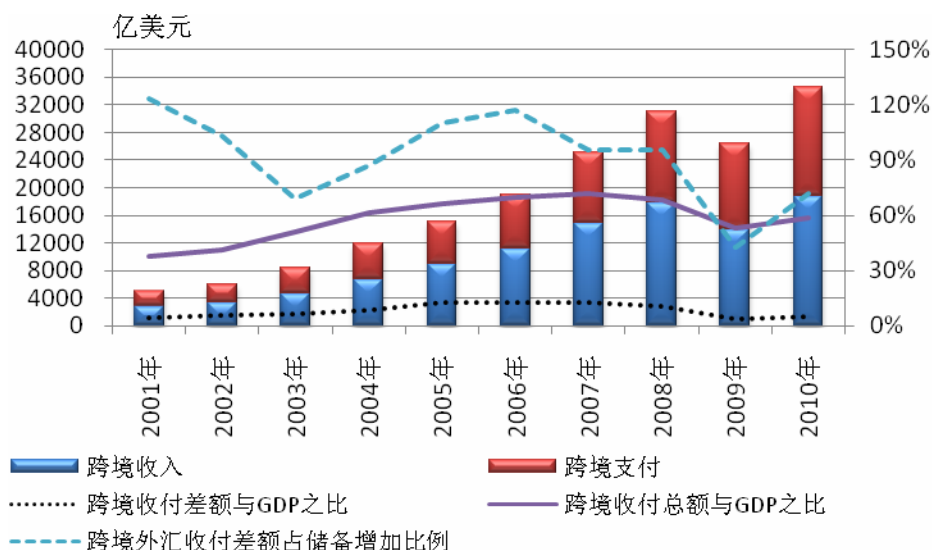
我国除使用国际收支平衡表外，还运用跨境收付和结售汇数据，多维度地监测跨境资金流动状况。

### 1. 跨境收付基本情况

跨境收付数据通过国际收支统计监测系统进行采集，主要反映境内企业（含证券、保险等非银行金融机构）、个人等通过银行办理的对外付款或收款（外汇或人民币），我们称之为非银行部门跨境收付（即银行代客跨境收付）。除国际金融危机期间外，2001年以来我国非银行部门跨境收付总额占GDP比重呈递增态势（见图1-3）。2010

年该比例达 59%，较 2001 年上升 21 个百分点。由于企业、个人等跨境收入多于支付，由此形成的跨境资金净收入不断增加，2008 年达到 4600 多亿美元，2009 年回落后，2010 年又反弹到近 3000 亿美元。

图 1-3 2001-2010 年我国非银行部门跨境收付情况



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

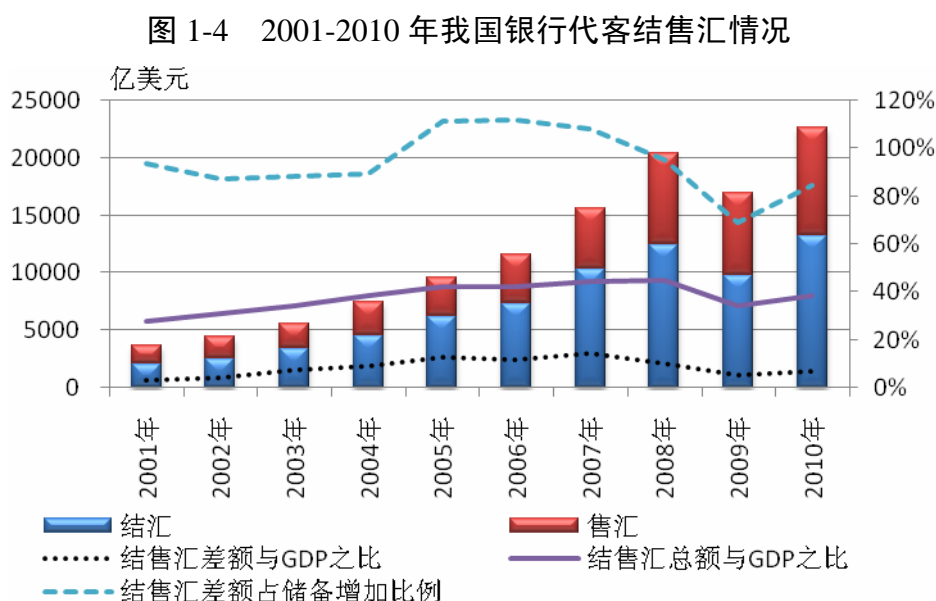
2001-2010 年非银行部门跨境收付顺差累计达到 2.37 万亿美元，扣除人民币形式的跨境收付后，外汇形式的跨境收付顺差为 2.41 万亿美元，相当于同期外汇储备增量的 87%，2010 年该比例为 71%（见图 1-3）。此外，银行部门自身外汇资金的跨境收付也会影响外汇储备（有关分析详见本报告第二部分“跨境资金流动主要项目分析”中的“银行部门”）。

## 2. 结售汇基本情况

结售汇数据主要反映企业和个人在实现上述跨境资金收付前后，卖给银行（结汇）或从银行购买（售汇或购汇）的外汇数额，即非银行部门结售汇（也称银行代客结售汇）。2001 年以来，非银行部门结

售汇总额占 GDP 比重总体呈上升态势，由 2001 年的 28% 升至 2008 年的 45%，国际金融危机期间有所下降，2010 年反弹至 38%，较 2001 年上升 10 个百分点（见图 1-4）。由于企业、个人等在银行办理的结汇业务规模持续高于售汇业务，由此形成结售汇顺差，2007 年最高接近 5000 亿美元，2009 年大幅减少，2010 年又回升至近 4000 亿美元。

2001-2010 年我国非银行部门结售汇顺差累计达到 2.62 万亿美元，占同期外汇储备增量的 94%，2010 年该比例为 85%（见图 1-4）。此外，银行自身结售汇差额及其外汇头寸变化也会导致储备规模的增减（有关分析详见本报告第二部分“跨境资金流动主要项目分析”中的“银行部门”）。



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

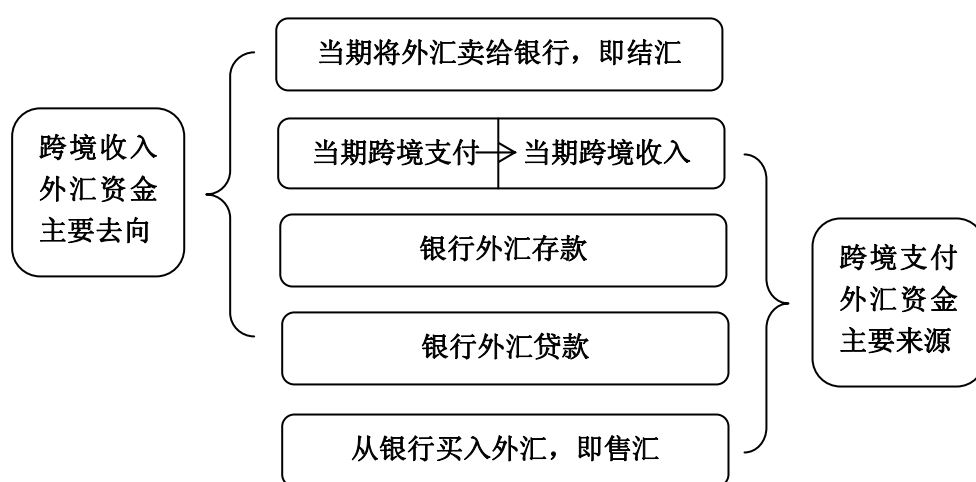
### 3. 跨境收付和结售汇的对比分析

企业、个人等非银行部门在跨境收付和结售汇各环节的资金流动



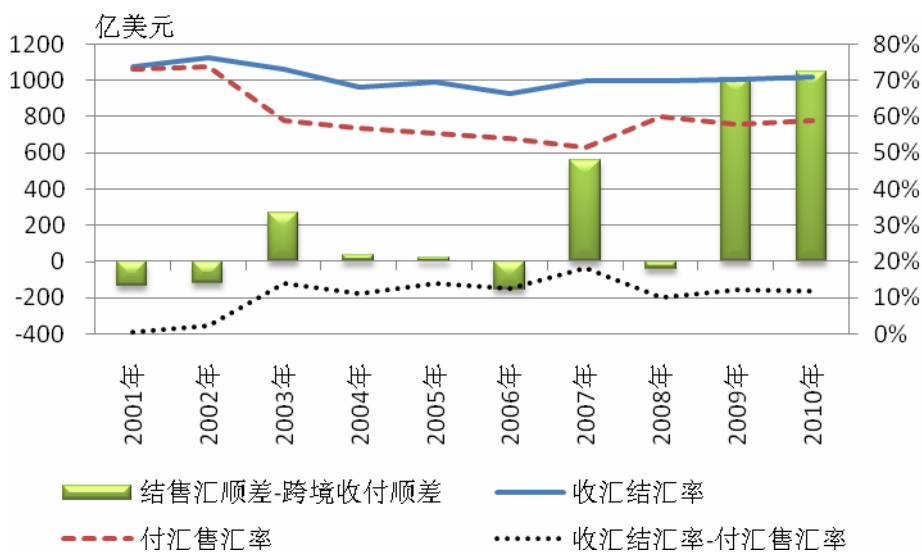
是存在联系的。企业、个人对跨境收入的外汇资金一般有四种主要去向，跨境支付的外汇资金一般也有四种来源（见图 1-5）。此外，企业、个人跨境收入和支付中有些是人民币资金。对比跨境收付和结售汇两组数据，能发现市场主体跨境收付和结售汇环节的行为变化，揭示了跨境资金流动的内在动力。

图 1-5 跨境收入外汇资金主要去向及跨境支付外汇资金主要来源



当前人民币升值预期下，企业、个人将外汇结汇的意愿有所增强，而从银行购买外汇的意愿总体下降（即“资产本币化、负债外币化”）。近十年来，企业、个人跨境收入中将外汇卖给银行的比例（即收汇结汇率=结汇/跨境收入），2006 年较 2001 年下降 7 个百分点，2010 年较 2006 年上升 5 个百分点；而企业、个人跨境支付中，从银行买入外汇的比例（即付汇售汇率=售汇/跨境支付）也先降后升，2007 年较 2001 年下降 22 个百分点，2010 年较 2007 年回升了 7 个百分点，但仍低于十年平均（见图 1-6）。

图 1-6 2001-2010 年收汇结汇率、付汇售汇率及两个顺差背离情况



数据来源：国家外汇管理局。

近年来结售汇顺差大于跨境收付顺差的缺口进一步扩大（见图 1-6），不是因为多结汇而是少购汇，银行结售汇顺差“被增长”。其具体表现是，由于企业和个人付汇售汇率较收汇结汇率波动更大，令近两年收汇结汇率与付汇售汇率的背离更为明显。同时，这也从总量数据上挑战了“热钱”大量流入境内投机炒作的判断，因为“热钱”流入套利的先决条件是要有外汇资金流入境内兑换成人民币使用。

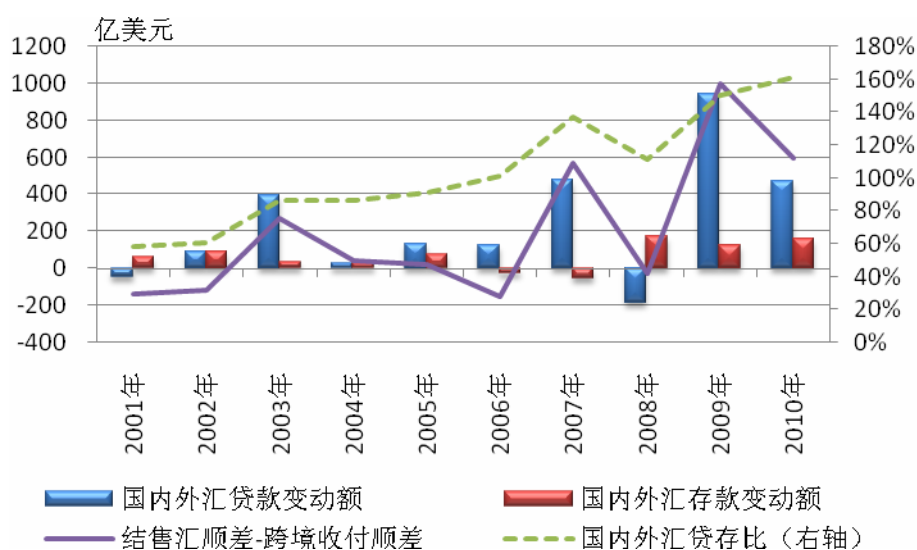
一般情况下，企业、个人跨境收付差额与结售汇差额都会存在一定差距。按前述跨境外汇收入（或支付）的四种去向（或来源）（见图 1-5），在不考虑人民币收付的情况下，可以得到以下公式：

$$\begin{aligned} \text{跨境外汇收付差额} &= \text{跨境外汇收入} - \text{跨境外汇支付} = (\text{结汇} + \text{当期跨境} \\ &\text{支付} + \text{增加外汇存款} + \text{减少外汇贷款}) - (\text{售汇} + \text{当期跨境收入} + \text{外汇} \\ &\text{存款减少} + \text{外汇贷款增加}) = \text{结售汇差额} + (\text{外汇存款增减} + \text{外汇贷款} \\ &\text{增减})。 \end{aligned} \quad (\text{公式 1-1})$$

由上述公式可以推论出，企业、个人结售汇差额与跨境收付差额

的差距，是由其在银行的外汇存款和外汇贷款增减所致。2001-2010年，外汇贷存比（即外汇贷款余额/外汇存款余额）上升，外汇存贷款变动差额可解释近九成的结售汇顺差大于跨境收付顺差的缺口（见图 1-7）。外汇贷存比上升反映了当前美元低利率和人民币升值预期情况下，境内美元套利交易趋于活跃。外汇贷存比上升主要由贷款上升而非存款下降所贡献，则与国内企业高负债的经济特征相符。

图 1-7 2001-2010 年结售汇差额与跨境收付差额差距以及银行外汇存贷款变动



数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行。

### （三）跨境资金流动与外汇储备增加

“热钱”在理论上一般定义为国际短期投机套利资金，但实践中难以准确掌握国际资本流动的真实动机和存续期限，因此在“热钱”规模测算上没有严格的定义和标准。目前国际上较流行的分析思路主要有二：一是直接测算法，将直接投资以外的资本和金融项目，以及误差与遗漏项目加总（也称非直接投资形式的资本流动净额）。二是间接测算法或称残差法，使用外汇储备增量减去贸易顺差和直接投资

净流入。但前者涵盖口径偏窄，而后者打击面过大，可能高估“热钱”规模，并且外汇储备中还存在估值因素。因此，我们在估算我国“热钱”规模时，借鉴了间接测算法，同时结合了我国实际，在储备增量和剔除项目上进行了调整。

首先，确定一些较稳定、合法合规的贸易投资项目，并假定其交易都是真实、合法的，主要是进出口顺差、直接投资净流入、境外投资收益、境内企业境外上市筹资调回等。然后，在交易形成的外汇储备增量中扣除上述四项，所得差额基本上反映了波动性可能较大的跨境资金流动，我们称之为波动较大的跨境资金流动或“热钱”流动净额（见表 1-1）。但是，这个差额不都是纯粹套利的、违法违规的或者不可解释的跨境资金流动。其中，包括了我国金融领域的直接投资交易、企业合法的服务贸易活动、合理的进出口赊账及其他财务运作、个人合法的外汇收支，以及银行部门外汇资产调拨等。

从长期看，我国外汇储备增加与实体经济活动基本相符（见表 1-1）。如剔除境内人民币净支付 400 亿美元的因素，**2010 年净流入 355 亿美元，占外汇储备增量的 7.6%。**按此估算，过去十年总体呈小幅净流入态势，年均流入近 **250 亿美元，占同期外汇储备增量的 9.0%。**

表 1-1 2001-2010 年我国“热钱”流动净额估算（单位：亿美元）

	外贸顺差 ①	直接投资净流入 ②	境外投资收益 ③	境外上市融资 ④	前四项合计 ⑤=①+②+③+④	外汇储备增量 ⑥	“热钱”流动净额 ⑦=⑥-⑤
2001 年	225	398	91	9	723	466	-257
2002 年	304	500	77	23	905	742	-163
2003 年	255	507	148	65	974	1377	403
2004 年	321	551	185	78	1136	1904	768
2005 年	1021	481	356	206	2063	2526	463
2006 年	1775	454	503	394	3126	2853	-273
2007 年	2643	499	762	127	4032	4609	577
2008 年	2981	505	925	46	4457	4783	326
2009 年	1957	422	994	157	3530	3821	291
2010 年	1831	467	1289	354	3941	4696	755
合计	13313	4785	5330	1459	24887	27777	2890

注：外贸顺差数据来自海关，直接投资（非金融领域）数据来自商务部，境外上市融资数据来自证监会，境外投资收益数据来自外汇局。

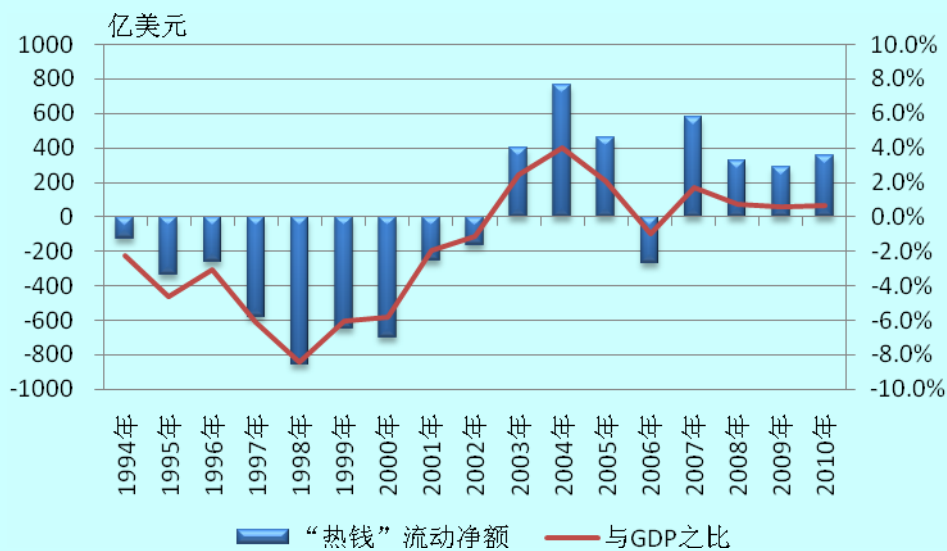
## 专栏 1:

### 1994 年以来我国“热钱”流动情况的估算

根据前述“热钱”估算口径，1994 年外汇管理体制改革以来，我国“热钱”流动存在较明显的顺周期性特征（见图 C1-1）。1994-2002 年，我国经济增长比较平稳，GDP 增长率平均为 9%，并受到了亚洲金融危机的冲击，“热钱”合计净流出近 4000 亿美元；2003-2010 年，我国经济总体呈现高速发展势头，GDP 增长率平均为 11%，人民币单边升值预期且预期有所强化，“热钱”合计净流入近 3000 亿美元。从 1994-2010 年较长时期来观察，则前期“热钱”净流出与近年来“热钱”净流入基本相抵，总体呈现净流出约 1000 亿美元，占同期外汇储备增加额的 3.5%。

随着我国经济实力提高和对外开放扩大，“热钱”流动对储备积累和经济发展的影响越来越小（见图 C1-1）。1998 年亚洲金融危机前后，“热钱”净流出规模与 GDP 之比在 8% 左右，但随后总体呈下降趋势，2010 年“热钱”净流入规模与 GDP 之比仅为 0.6%。

图 C1-1 1994-2010 年我国“热钱”流动净额及其与 GDP 之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

## 二、跨境资金流动主要项目分析

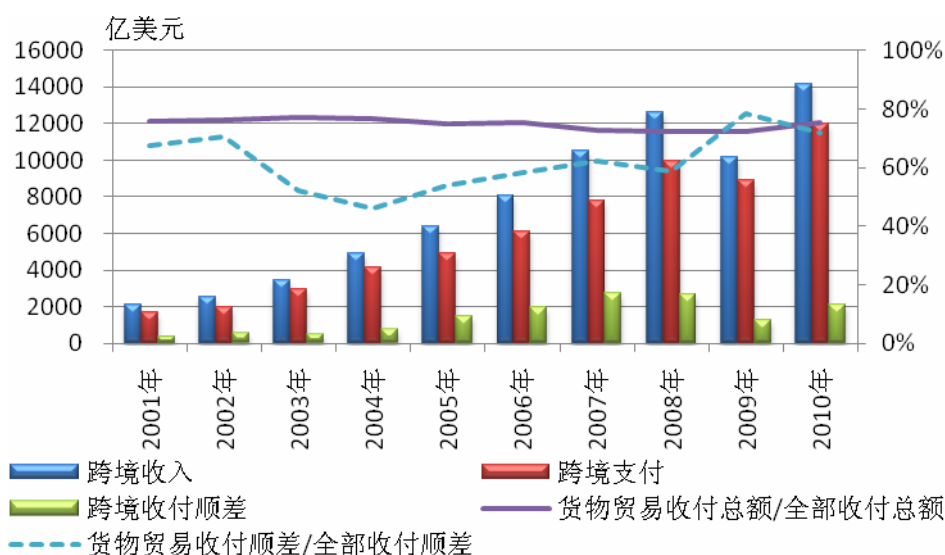
本部分综合利用国际收支、跨境收付和结售汇的数据，进一步分析货物贸易、服务贸易、直接投资、证券投资、外债等主要项目的跨境资金流动状况。

### （一）货物贸易

#### 1. 货物贸易跨境收付

货物贸易跨境收付是我国非银行部门跨境收付的主要组成部分（见图 2-1）。2001-2010 年，我国货物贸易跨境收付总额占非银行部门跨境收付总额的 74%，顺差占比为 61%。

图 2-1 2001-2010 年货物贸易跨境收付情况



数据来源：国家外汇管理局。

## 专栏 2:

### 货物贸易进出口、跨境收付和结售汇之间的关系

货物贸易进出口是我国海关统计的数据，反映了我国货物出口和进口情况。货物贸易跨境收入和支付分别是指进出口商货物出口收到的货款，以及货物进口支付的货款。货物贸易结汇和售汇分别是指进出口商货物贸易跨境收入中卖给银行的外汇，以及货物贸易跨境支付时从银行买入的外汇。上述数据涵盖了我国企业对外贸易时货物进出境、货款收付和本外币兑换的全部流程，通过不同数据之间的对比还可以分析我国企业贸易结算和相关财务运作情况（见表 C2-1）。

表 C2-1 货物贸易进出口、跨境收付和结售汇的比率指标

指标名称	计算公式	基本涵义
出口收汇率	货物贸易跨境收入/货物贸易出口	反映企业出口的收款速度
进口付汇率	货物贸易跨境支付/货物贸易进口	反映企业进口的付款速度
出口收汇报率	货物贸易结汇/货物贸易跨境收入	反映企业出口收到货款后卖出外汇的意愿（即结汇意愿）
进口付汇报率	货物贸易售汇/货物贸易跨境支付	反映企业进口支付货款时买入外汇的意愿（即购汇意愿）
出口结汇率	货物贸易结汇/货物贸易出口	综合反映我国企业出口创汇报率状况
进口售汇率	货物贸易售汇/货物贸易进口	综合反映我国企业进口付汇报率状况

出口收汇率和进口付汇率变动的影响因素包括两个方面，一是结算周期的长短。在正常的贸易活动中，货物进出境与货款的跨境划转并不一定同时进行，往往存在一定时间差。二是汇率、利率等市场环境。企业将据此调整外贸的财务运作。如在升值预期下，企业加快出口收汇速度以减少汇兑损失；推迟进口付汇以降低购汇成本。此外，货物进出口中还有一些不需收款和付款。出口收汇率和进口付汇率的变动最终还会使货物贸易跨境收付差额偏离货物贸易进出口差额。企业出口收汇报率和进口付汇报率主要受汇率预期、本外币利差等因素影响，而这种结汇意愿和购汇意愿的变化，将导致货物贸易结售汇差额与货物贸易跨境收付差额产生差距。

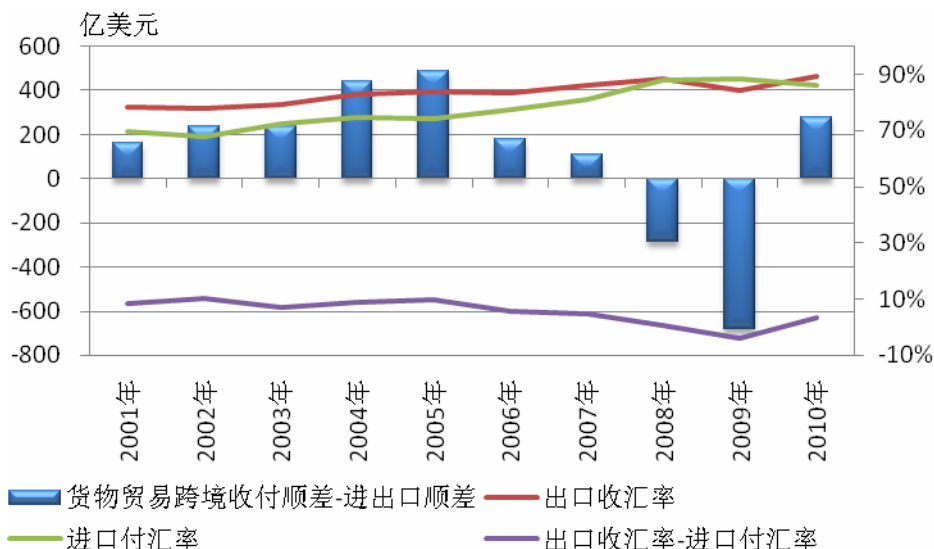
出口结汇率和进口售汇率是两项综合指标。其中，出口结汇率取决于企业出



口时的收款速度（出口收汇率），以及企业出口收到外汇后的结汇意愿（出口收汇结汇率）。进口售汇率取决于企业进口付汇速度（进口付汇率），以及企业进口付汇时的购汇意愿（进口付汇售汇率）。在上述因素共同影响下，货物贸易结售汇顺差与进出口顺差之间也会存在差距（即货物贸易顺收与顺差的偏离）。

2001 年以来，我国外贸货款结算速度有一定改善。出口收汇率和进口付汇率总体均有所提高，2010 年上述两者分别为 90% 和 86%，较 2001 年分别上升 11 个和 16 个百分点（见图 2-2）。其中，绝大多数年份出口收汇率都高于进口付汇率，表明我国企业进口付款速度基本上都慢于出口收款速度。只有国际金融危机期间，境外交易对手资金紧张，对我国进口的付款要求提速，同时我国出口收款难度有所加大，使得 2008 年二者基本相当，2009 年出口收汇率更是转为多年来首次低于进口付汇率。由于出口收汇较快、进口付汇较慢，过去十年间，除 2008 和 2009 年外，其他年份货物贸易跨境收付顺差均大于进出口顺差，2010 年差距达到 279 亿美元。

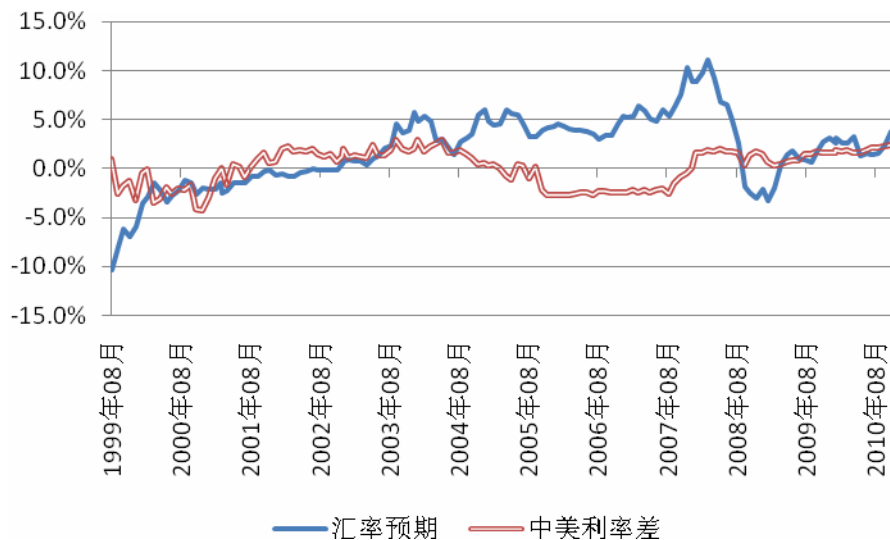
图 2-2 2001-2010 年货物贸易跨境收付顺差与进出口顺差差距及相关指标



数据来源：国家外汇管理局，海关总署。

企业进口付汇率相对较低体现了企业延迟进口支付的负债经营倾向，这也符合境内企业高负债的经济特征。近年来，人民币升值预期较强（见图 2-3），部分境内外关联企业之间在贸易发生后，境内企业采用延迟对外支付的方式（相当于从境外交易对手融资），待未来人民币升值后以更合适的汇率购汇，节约财务成本。同时，部分企业在境外融资成本较低的情况下，通过银行远期信用证、海外代付等方式，从境外机构融资后先行支付，一定时期后再购汇偿还融资。

图 2-3 1999-2010 年人民币汇率预期及中美利率差变动



数据来源：环亚经济数据库（CEIC），路透数据库。

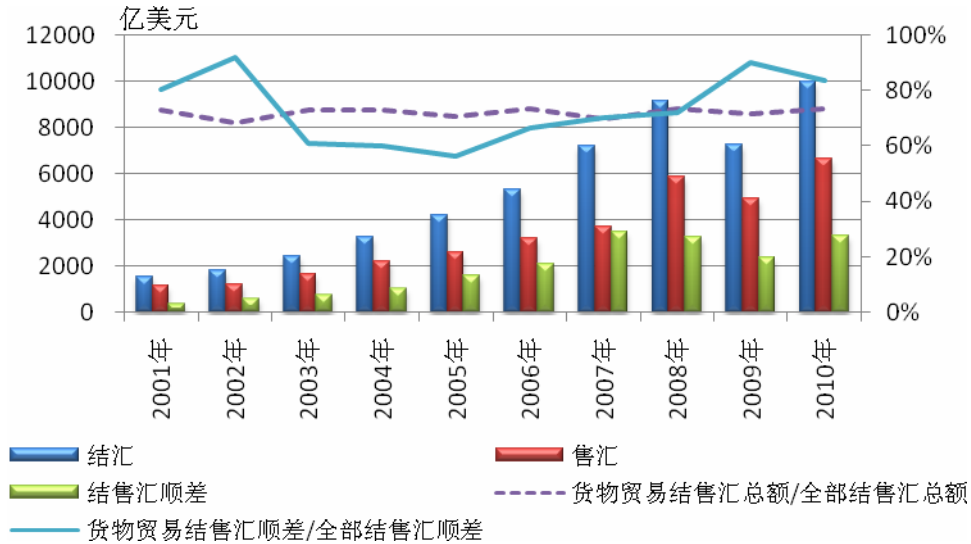
注：（1）汇率预期根据香港无本金交割远期外汇市场（NDF）一年期人民币对美元远期报价测算。（2）中美利率差为我国银行间同业拆借市场三月期人民币利率减去伦敦银行间同业拆借市场三月期美元利率。（3）中美正向利差说明人民币利率高于美元利率，负向利差说明人民币利率低于美元利率。

## 2. 货物贸易结售汇

货物贸易也是银行代客结售汇的主要项目（见图 2-4）。2001-2010 年，货物贸易结售汇总额占银行代客结售汇总额的 72%，货物贸易结售汇顺差占银行代客结售汇总顺差的 72%。尤其是 2009 和 2010 年，

货物贸易结售汇顺差在银行代客结售汇顺差中的占比分别为 90%和 83%，较前几年明显提高。

图 2-4 2001-2010 年货物贸易结售汇情况

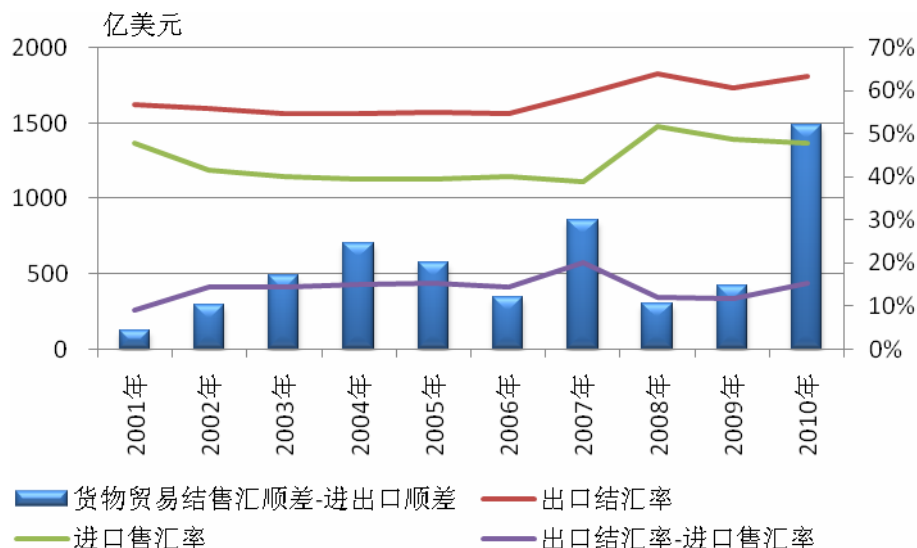


数据来源：国家外汇管理局。

我国企业出口结汇率一直高于进口售汇率，反映了企业外贸中卖出外汇倾向较强，买入外汇意愿较弱的特点。出口结汇率相对较高，一是由于企业出口收款速度有所提升；二是因为 2005 年以后随着人民币升值预期增强，企业出口所得外汇的结汇意愿总体呈上升趋势，2010 年出口收汇结汇率较 2005 年提高 5 个百分点。进口售汇率偏低，一是由于十年来我国企业进口付款速度虽总体提升，但大部分时间慢于收款速度；二是因为我国企业支付进口时购汇意愿降低，2010 年的进口付汇售汇率较 2001 年低 13 个百分点。在进口售汇率明显偏低的情况下，企业货物贸易项下结汇规模较售汇高出许多，使 2001-2010 年货物贸易结售汇顺差一直高于进出口顺差（即“贸易顺收大于顺差”）（见图 2-5）。其中，2007 年两者差距达到 855 亿美元的较高水

平,当年人民币升值预期也位于历史高点,中美负向利差开始缩窄(见图 2-3); 2008 年国际金融危机爆发后,人民币预期由升值逐渐转为贬值,货物贸易结售汇顺差和进出口顺差的差距较上年下降 64%。

图 2-5 2001-2010 年货物贸易结售汇顺差与进出口顺差差距及相关指标



数据来源：国家外汇管理局，海关总署。

国际金融危机以来,贸易顺收大于顺差开始扩大,不是因为企业出口收汇的结汇倾向增强,而是因为其进口付汇的购汇意愿降低(见图 2-5)。2008 年贸易顺收大于顺差 305 亿美元,为 2003 年以来最低值,随后开始扩大,2010 年达到 1488 亿美元。从出口结汇率看,2010 年为 63%,较 2008 年略降 0.6 个百分点。其中,随着外部贸易环境的逐步改善,出口收款速度有所加快,出口收汇率上升 1.1 个百分点,但企业出口收汇结汇率下降 1.6 个百分点。从进口售汇率看,2010 年为 48%,较 2008 年下降 3.9 个百分点。其中,企业进口付款速度较危机时放慢,进口付汇率下降 1.7 个百分点,但企业进口付汇售汇下降 3.4 个百分点。

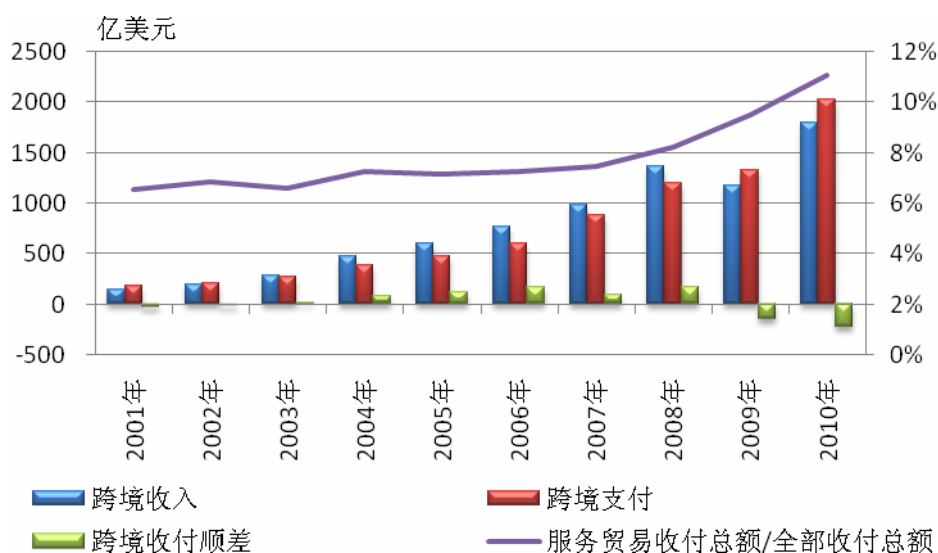
企业进口支付时,除从银行购汇外,还可以使用外汇存款和外汇

贷款，以及出口、外商直接投资和借用外债等其他渠道的外汇收入。此外，2010年企业以人民币对外支付进口的情况有所增加。2010年，3319亿美元的贸易结售汇顺差中：进出口顺差贡献率为55%；境内融资和筹资贡献率为26%，即企业借用外汇贷款或利用其他渠道外汇资金；人民币跨境收付贡献率为10%；境外融资贡献率为9%，即前面提到的导致进口付汇率较低的因素。

## （二）服务贸易

2001-2010年，我国服务贸易项下跨境资金流动快速增长。2010年，服务贸易跨境收付总额占比为11%，较2001年增加4个百分点（见图2-6）。自2006年服务贸易分项目统计以来，服务贸易结售汇总额占比也由2006年的8%上升至2010年的10%左右（见图2-7）。

图 2-6 2001-2010 年服务贸易跨境收付情况

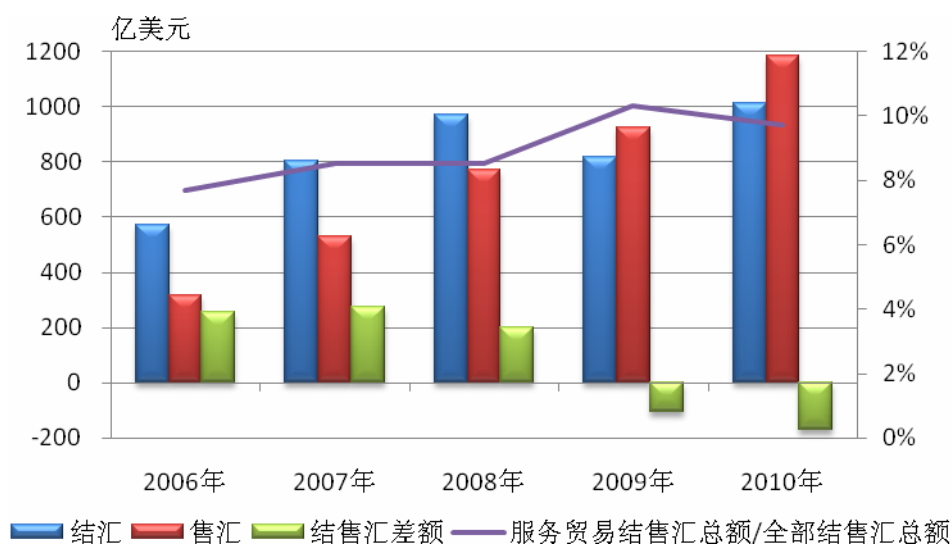


数据来源：国家外汇管理局。

由于支出增长快于收入，近两年服务贸易跨境资金流动由顺差转为逆差。2001-2010年，服务贸易跨境资金净流入总额为233亿美元。

其中，2003 至 2008 年均为净流入，2009 和 2010 年转为净流出，分别为 152 亿和 225 亿美元（见图 2-6）。2006-2008 年，服务贸易结售汇累计顺差 731 亿美元，2009 和 2010 年分别为逆差 107 亿和 173 亿美元（见图 2-7）。这两组数据均表明，尽管服务贸易外汇收支客观上存在真实性审核困难，但它并不是当前“热钱”流入渠道，反而呈现净流出态势。

图 2-7 2006-2010 年服务贸易结售汇情况

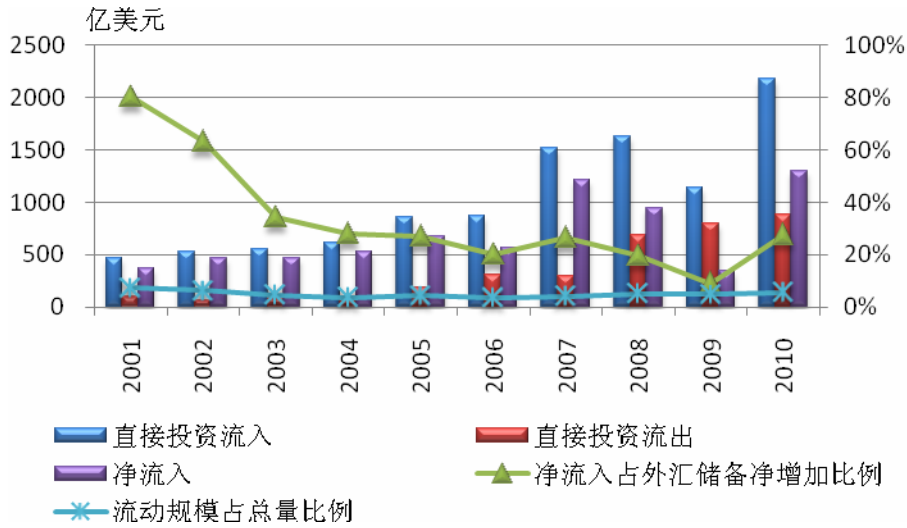


数据来源：国家外汇管理局。

### （三）直接投资

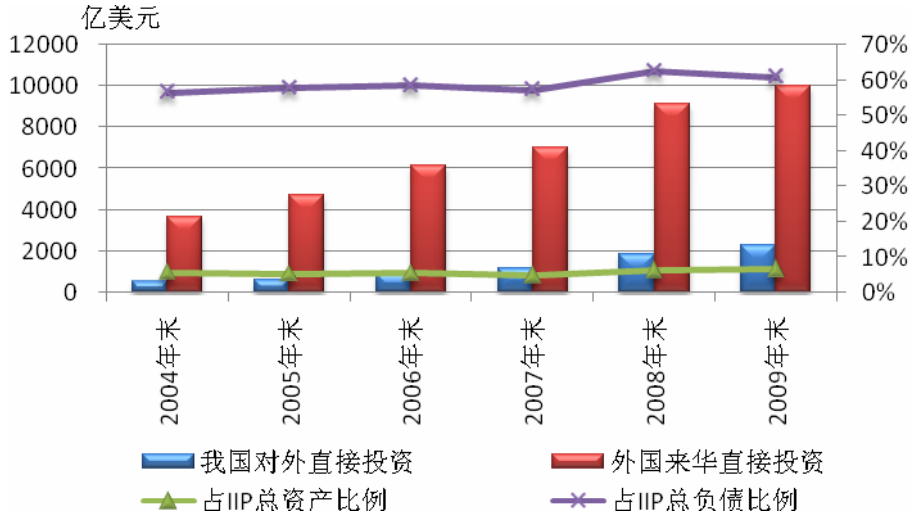
直接投资是我国主要的跨境资金流动形式（见图 2-8）。截止 2009 年末，来华直接投资占我国对外金融负债的 61%，对外直接投资占我国对外金融资产的 7%，分别较 2004 年末上升 4 和 1 个百分点（见图 2-9）。

图 2-8 2001-2010 年国际收支口径的直接投资情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-9 2004-2009 年直接投资存量变动



数据来源：国家外汇管理局。

### 1. 来华直接投资 (FDI)

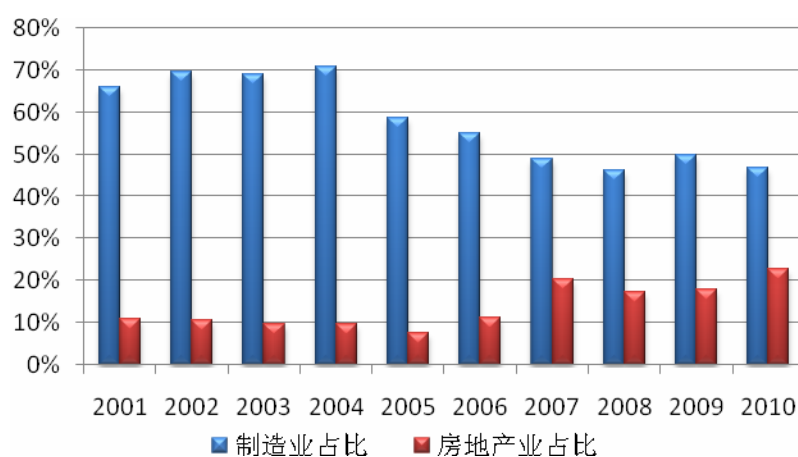
我国外商直接投资企业的出资方式以现汇为主，结汇倾向较为明显。外汇局直接投资管理信息系统数据显示，2003-2010 年，外商来华直接投资中现汇出资占比平均为 79%，现汇出资办理外汇资本金结汇的占比平均为 77%。

来华直接投资行业主要集中于制造业与房地产业，尤其是近年来



房地产行业外资流入增速较快。据商务部统计,从2001年至2010年,制造业的来华直接投资占外资流入总量的比例基本保持在50%以上,2010年略有下降至47%;房地产业的来华直接投资占外资流入总量的比例基本保持在10%以上,2006以后占比逐步提高,2010年达到23%(图2-10),其投资以现汇为主并基本结成人民币使用。外资流入对房地产行业健康发展的影响需密切关注。

图 2-10 2001-2010 年制造业与房地产业的外商直接投资占比

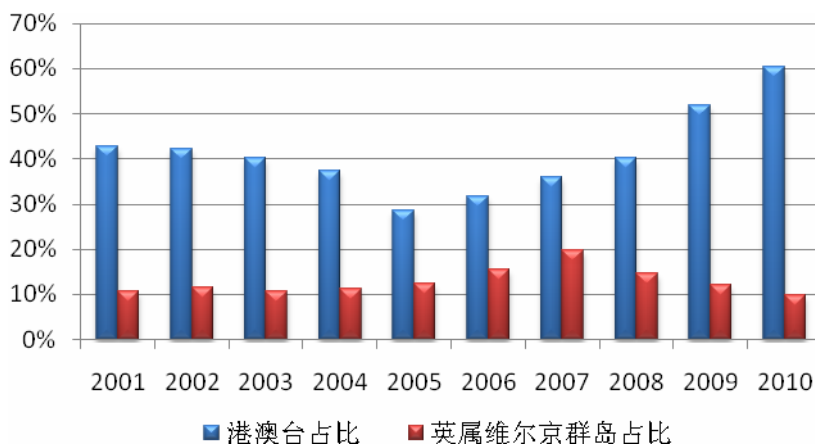


数据来源: 商务部。

来华直接投资的来源地中港澳台地区和英属维尔京群岛的占比较大(见图2-11)。2001-2010年,港澳台地区的外商直接投资占总量的比例平均为42%,2005年以来该项占比上升较快,2010年达到60%,较2005年上升31个百分点;英属维尔京群岛的外商直接投资占总量的比例平均为13%,与前者合计占每年我国利用外商直接投资的一半多。这些地区的来华直接投资中,有一些具有返程投资性质(即外方实际控制人为境内机构或个人的外商直接投资),主要为解决资金瓶颈问题,现汇出资和结汇倾向均较为明显。



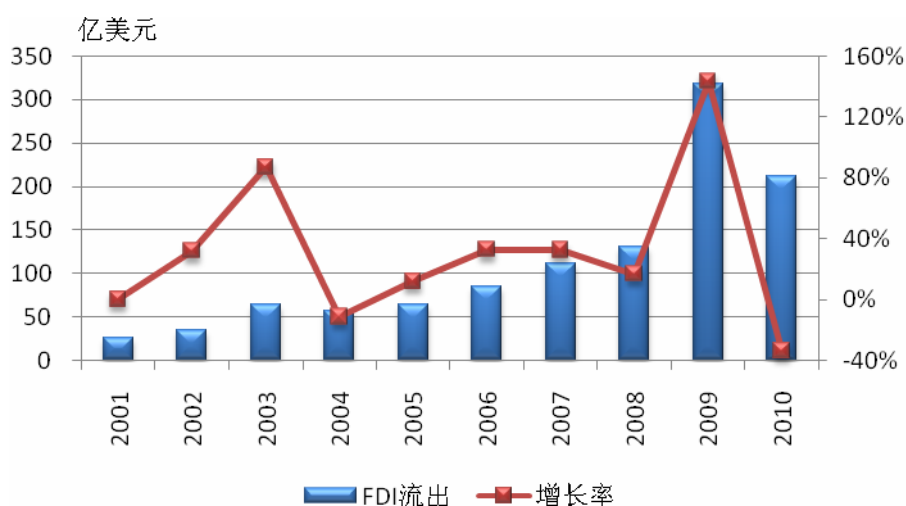
图 2-11 2009-2010 年港澳台地区与英属维尔京群岛来华直接投资占比



数据来源：商务部。

外商直接投资项下资金流出基本平稳，经受住了国际金融危机的冲击（见图 2-12）。2001-2010 年，外商投资企业的直接投资项下流出（包括企业清算、减资、归还外方投资和外方转股等形式）合计 1103 亿美元，相当于同期外商直接投资流入的 10%。尤其是本轮国际金融危机期间，2008 年外商投资企业流出增长比较平稳，在 2009 年经历较快增长后，2010 年流出量又有较大回落。

图 2-12 2001-2010 年来华直接投资撤资等流出情况



数据来源：国家外汇管理局。

外商投资企业利润汇出增长由快转稳，积累了大量未分配利润和

已分配未汇出利润。在国内经济增长前景良好的宏观经济背景下，外商来华投资获得稳定且丰厚的收益。2001-2010年，外商投资企业累计利润汇出 2617 亿美元，占来华直接投资存量的 22%，年均增长 30%。其中，2002-2007 年年均增长 36%，国际金融危机爆发的 2008-2010 年转为年均增长 6%，利润汇出增长势头放缓。另据外商投资企业联合年检数据显示，2009 年末，外商投资企业外方留存利润为 1708 亿美元，比上年增长 45%。这显示外国投资者在国际金融动荡中，仍继续看好中国市场前景。

## 2. 对外直接投资（ODI）

在过去十年我国对外直接投资实现跨越式发展的大背景下，投资中现汇出资和购汇比例上升较快。2001-2010 年，非金融类对外直接投资中，现汇出资的比例平均为 55%，2010 年为 64%，较 2007 年的低点高 24 个百分点。同期，现汇出资中的购汇比例平均为 51%，2010 年为 62%，较 2006 年的低点高 30 个百分点。这反映了我国改革境外直接投资外汇管理，支持企业“走出去”的积极成果。

价格因素制约了对外直接投资分流外汇的效果。尽管随着汇兑限制的放松，近年来企业对外直接投资用汇和购汇规模均出现了较大增长。但在人民币升值预期和本外币负利差情况下，境内投资主体现汇出资的一半左右仍使用境内外外汇贷款。据人民银行统计，截至 2010 年末，境内银行对境外贷款余额 1175 亿美元，其中就包括了部分此类投资用汇。而境内外汇贷款的资金来源又主要是银行减少其他形式的境外资产运用或从央行获得外汇流动性（详见下文“银行部门”的

分析)。此外，一些对外直接投资属于返程投资或者空壳公司性质，随后会带来更多资金以借款或者直接投资的形式流入。

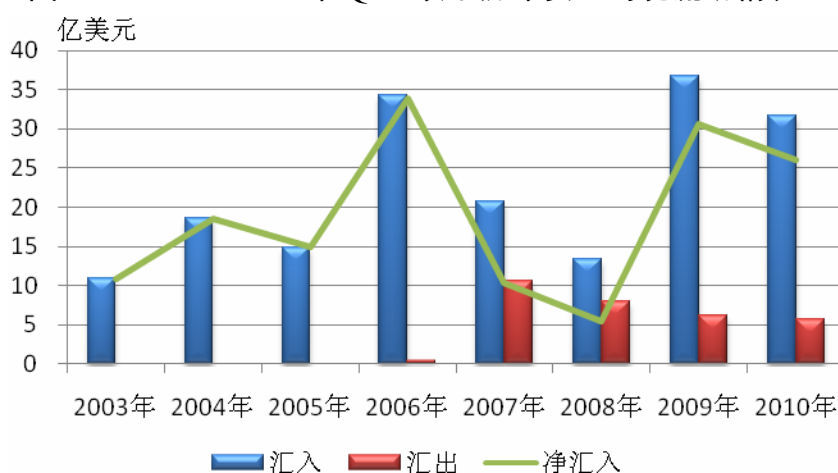
#### （四）证券投资

尽管近年来证券市场对内对外开放有所扩大，但我国对于证券投资的开放依然较为审慎，开放程度总体有限。这里主要分析我国的股权证券投资，包括合格境内外机构投资者渠道和境外上市募股。其他形式的证券投资在下文外债和银行部门部分分析。

##### 1. 合格境外机构投资者（QFII）项下资金流动状况

2002年，我国推出QFII制度，允许符合条件的境外专业投资机构经核准投资中国境内人民币计价的股票和债券。此后，QFII项下资金流入快速增长。截止2010年底，外汇局共批准97家QFII机构共计197亿美元的境内证券投资额度。同期，QFII机构累计汇入投资资金184亿美元，累计汇出资金（均为收益，无投资本金的汇出）30亿美元，累计净汇入资金154亿美元（见图2-13）。

图 2-13 2003-2010 年 QFII 项下历年资金跨境流动情况



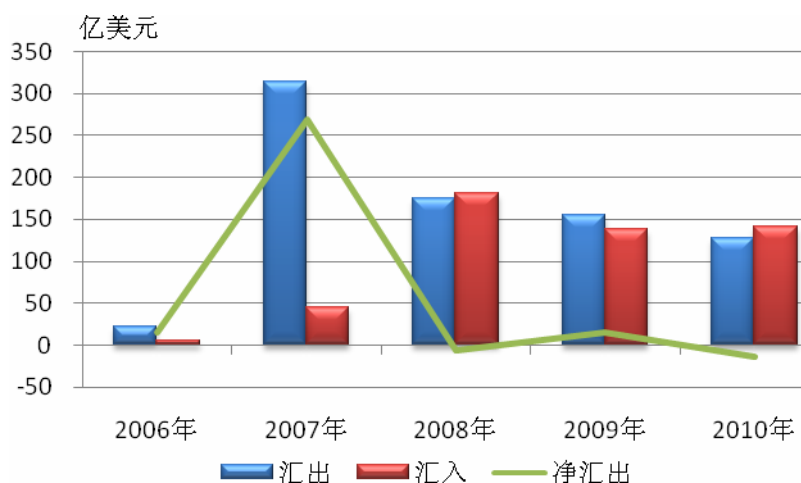
数据来源：国家外汇管理局。

受本次国际金融危机的影响，2007年至2008年间，国际金融市场普遍面临信心及流动性不足的困难，国际投资者放慢了申请 QFII 资格及汇入资金的节奏，QFII 项下资金流入规模也有短暂的下滑。但在此期间，QFII 机构在我国证券市场的投资仍然保持着平均 70% 以上的持仓量，无清算及汇出投资本金的情况发生，在一定程度上发挥了稳定市场的积极作用。

## 2. 合格境内机构投资者（QDII）项下资金流动状况

2006年，我国推出 QDII 制度，允许符合条件的境内专业投资机构经核准投资中国境外的股票、债券等有价值证券。此后，QDII 项下资金流出规模逐年扩大且基本呈净流出状态（见图 2-14）。截止 2010 年底，外汇局共批准 88 家 QDII 机构境外证券投资额度共计 684 亿美元，QDII 项下累计汇出资金 787 亿美元，累计汇入资金 502 亿美元（含投资本金及收益），累计净汇出资金 285 亿美元。

图 2-14 2006-2010 年 QDII 项下历年资金跨境流动情况



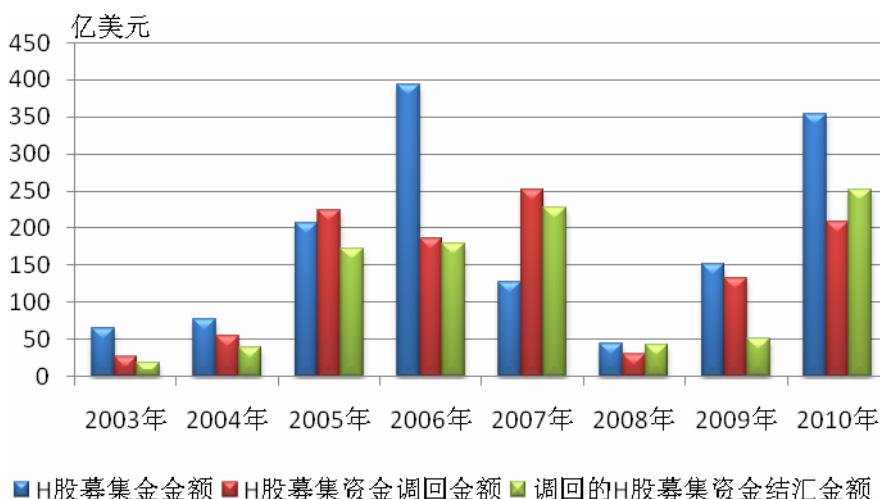
数据来源：国家外汇管理局。

### 3. 境内企业境外上市募集资金状况

从 1993 年青岛啤酒公司第一家到中国香港证券市场发行股票以来,境内企业经批准到直接境外上市筹资成为我国利用外资的一种重要形式。按照实际上市主体不同,境内企业境外上市分为直接上市与间接上市两种类型。直接上市是指境内企业直接在境外交易所挂牌上市,上市地虽在境外,但该企业注册在境内,上市主体是境内居民,统称 H 股公司(如中石油、农行等)。间接上市则是指境内企业不以本企业名义直接在境外上市,而是先在境外注册设立一个壳公司,通过股权或协议控制关系将境内资产注入壳公司,由壳公司在境外上市融资,上市主体是境外注册的壳公司,是境外公司,也称红筹公司(如中国移动、新浪等)。红筹公司的境外筹资以返程投资和境外借款等形式反映在直接投资和其他投资项下,现阶段证券项下的境外筹资统计仅指 H 股上市公司的境外筹资。

据证监会和外汇局统计,2003-2010 年间,境内企业共在 H 股市场融资 1422 亿美元,其中实际调回 1118 亿美元,结汇 986 亿美元(相当于同期外汇储备增量的 3.7%)(见图 2-15)。2010 年,H 股上市企业通过首发和增发、配股等再筹资形式共募集资金 358 亿美元,其中实际调回 209 亿美元,结汇 252 亿美元(相当于当期外汇储备增量的 5.4%)。

图 2-15 2003-2010 年 H 股境外上市募集资金及调回结汇情况



数据来源：国家外汇管理局，证监会。

### 专栏 3:

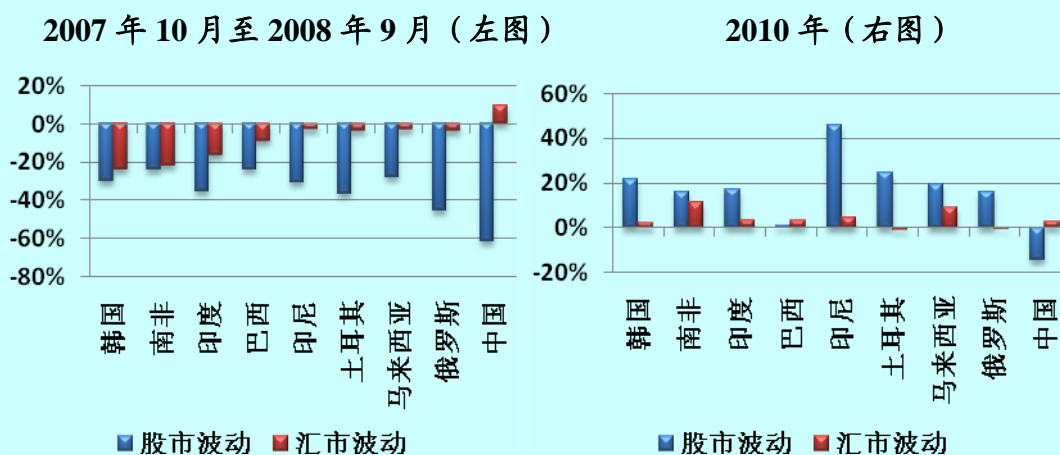
#### 跨境资金流动与中国股票市场

除 B 股和境外合格机构投资者渠道，我国对于外资进入境内股票市场有严格的限制。外汇查处工作中，有发现企业、个人外汇资金结汇后违规投向股市的情况。2010 年外汇局打击“热钱”专项行动中查处并通报了几家企业的违规行为，包括外资资本金结汇后违规流入股市、以虚假购销合同方式获得资金后投入股市等。但从检查情况来看，这并不是普遍现象。

跨境资金持续大量净流入，外汇储备大幅增加，可能会在一定程度上扩大境内人民币流动性，从而对我国股票市场产生影响。但影响我国股市发展的因素较多，跨境资金流动主导境内股市运行的观点缺乏数据支持。例如，2007 年 10 月起，上证综指从 6000 点的高位一路下滑到 2008 年 9 月后的 2000 点以下，而在此期间我国外汇净流入达到最高峰（同期，受美国次贷危机影响，许多新兴市场经济体出现了外资流出，股市与汇市同时下跌的现象）。再如，2010 年国内股市下跌 14%，在全球股票市场中的表现倒数第三，但当年人民币升值 3%，外汇储备增量创历史次高水平（见图 C3-1）。此外，国际金融危机爆发前，在汇差利差因素驱动下，我国企业大量出口预收、进口延付。危机发生后，企业转而集中还

贷，短债余额急剧减少，但我国并未发生外债违约，这表明贸易信贷资金大都进入了生产领域。

图 C3-1 部分新兴市场国家股市和汇市波幅



数据来源：环亚经济数据库（CEIC）。

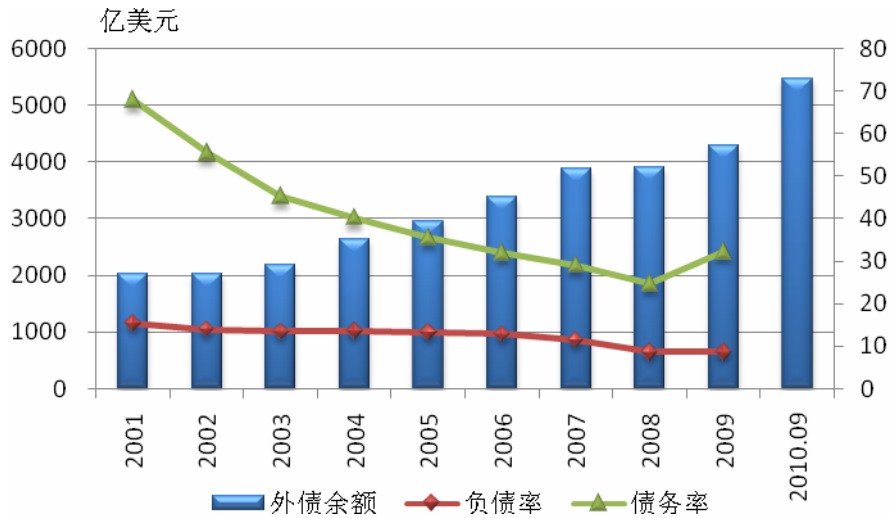
## （五）外债

我国对外债实行总量管理，同时严格限制外债资金结汇。截至2010年9月末，我国外债余额（不含港澳台地区）为5464亿美元，比2001年末增长3431亿美元，比2009年末增长1178亿美元。其中，中长期外债为1770亿美元，占32%；短期外债为3694亿美元，占68%；登记外债3265亿美元，贸易信贷2199亿美元。

2001年以来，我国外债规模快速增长（见图2-16）。这主要反映了，随着外贸规模不断扩大，贸易项下融资增加，同时由于本外币利差和升值预期的存在，推动了境内主体负债外币化的操作。但因为外债增长慢于同期GDP和出口增长，**负债率**（外债余额/GDP）、**债务率**（外债余额/货物和服务贸易收入）总体趋降。2009年底，我国负债率和债务率分别为8.6%和32.2%，分别较2001年下降了6.7和35.7

个百分点。

图 2-16 2001-2010 年我国外债余额变动及相关指标

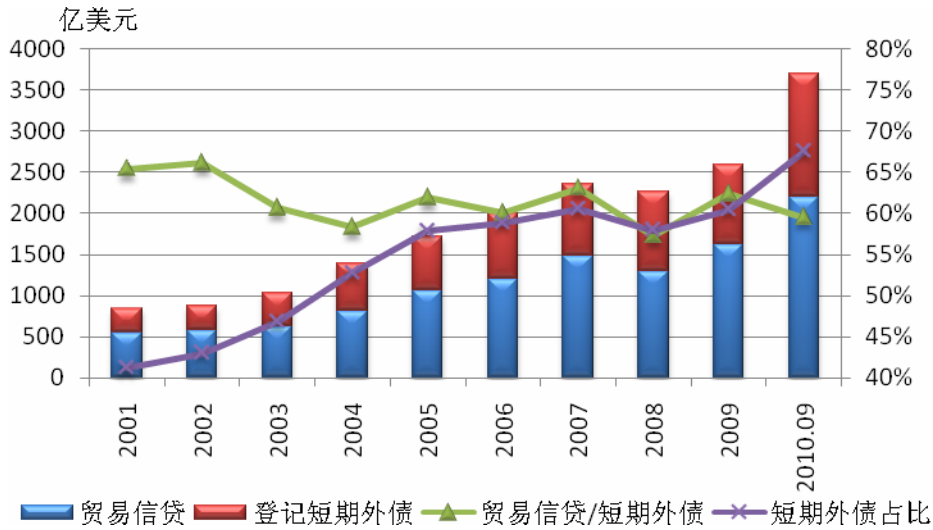


数据来源：国家外汇管理局。

我国对外债务短期化的特征日益明显（见图 2-17）。2001-2010 年 9 月末，短期外债增长贡献了外债增长的 83%。截止 2010 年 9 月末，短期外债占比较 2001 年末上升 27 个百分点。本次国际金融危机期间，我国短期外债有所波动，但并未引发债务危机。除因为我国绝大多数偿债指标处于安全范围外（见表 2-1），还在于中国特殊的债务结构。由于中国对登记外债实行规模控制，而贸易信贷受限较少，后者成为境内企业外部融资的重要手段。2001-2010 年 9 月末，贸易信贷增长贡献了短期外债增量的 58%，2010 年 9 月末贸易信贷占到短债余额的 60%。而贸易信贷项下融资活动多为进口延付（详见专栏 4 的分析），主要与生产经营有关而非单纯投机，因此避免了因外汇流动性枯竭引发的债务危机。



图 2-17 2001-2010 年我国贸易信贷和登记短期外债变动情况



数据来源：国家外汇管理局。

表 2-1 2009 年末我国各项偿债指标及国际比较 (单位：%)

偿债指标	我国数据	国际标准安全线
负债率	8.6	20
债务率	32.2	100
偿债率	2.9	25
短债占比	60.0	25
短期外债/外汇储备	10.8	100

数据来源：国家外汇管理局。

中外资金融机构是我国对外借债的主力。2010 年 9 月末金融机构外债余额占登记外债余额的 55%，较 2001 年末上升 9 个百分点。在 2007 和 2008 年银行短期外债指标连续压缩的情况下，以银行为代表的金融机构外债余额从 2001 年末的 677.3 亿美元增长到 2009 年末的 1324.2 亿美元，年均增长 8.7%，较登记外债高 1.1 个百分点。其中，中资金融机构外债余额年均增长 8.0%，外资金融机构外债余额年均增长 10.7%。需要指出的是，2007 年以后，外汇局不再对 90 天以下贸易融资等短期外债进行金额限制。政策调整后，银行短期外债

结构得到了较大改善，与贸易有关的短期外债占短期外债的比重从8%上升到60%，境外拆借等短期信贷资金占比则显著下降。

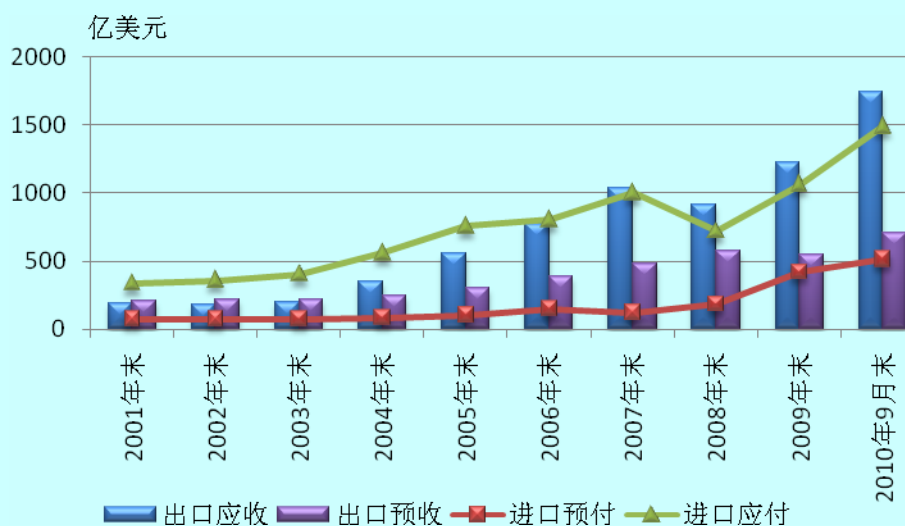
#### 专栏 4:

### 贸易信贷项下的跨境资金流动

贸易信贷是指中国境内企业与境外企业间相互赊账，形成的对外预收/付款和应收/付账款，是境内外企业间的商业信用，不包括银行直接提供的贸易融资和银行提供的融资性担保。出口应收账款和进口预付款是贸易信贷资产，进口应付账款和出口预收款是贸易信贷负债，记录在国际收支平衡表资本和金融项目的其他投资项下。

贸易信贷两项资产（包括出口应收账款和进口预付款）上升，意味着境外企业对境内企业资金的占用，会扩大跨境资金流出，减少外汇储备增加。2001年至2010年9月，出口应收账款从193亿美元增长至1748亿美元，增长约8倍，进口预付款余额从76亿美元增长至421亿美元，增长近6倍（见图C4-1）。

图 C4-1 2001-2010 年 9 月贸易信贷四项数据变动



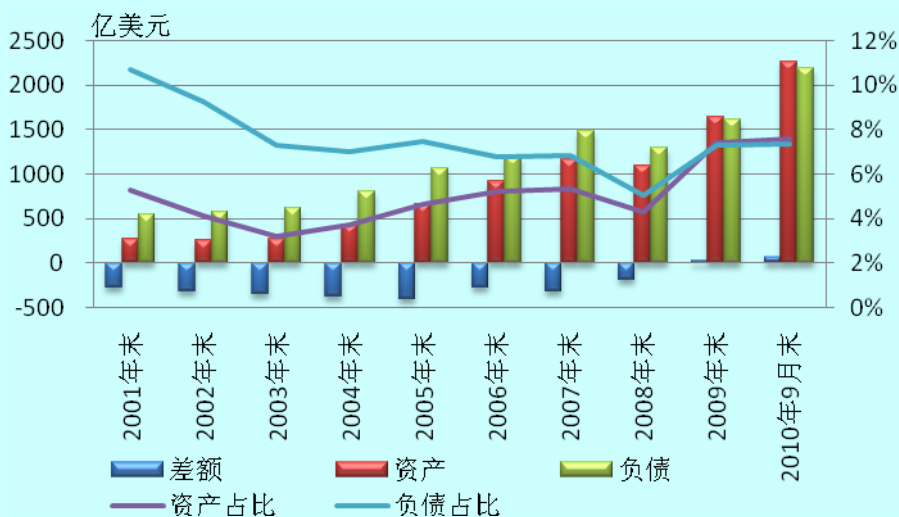
数据来源：国家外汇管理局。

贸易信贷两项负债（包括进口应付账款和出口预收款）上升，意味着境内企

业对境外企业资金的占用，会扩大跨境资金流入，加速外汇储备增长。2001年至2010年9月，进口应付账款从339亿美元增长至1492亿美元，增长3倍多；出口预收款从209亿美元增长至700多亿美元，增长2倍多（见图C4-1）。

我国贸易信贷的变化与进出口活动密切相关，对跨境资金净流动的整体影响不大。一是贸易信贷资产和负债占进出口总量的比例基本稳定（见图C4-2）。2001-2010年间，贸易信贷资产占当年进出口总量的比例基本稳定在3-5%之间；贸易信贷负债占当年进出口总量的比例除2001和2002年达到11%和9%，以及2008年金融危机初期的5%的情况以外，基本稳定在7%左右。二是贸易信贷项下逐步由长期的大额净负债（即净流入）转为近年来的小额净资产（即净流出）（见图C4-2）。2001年至2008年贸易信贷项下每年净流入规模近200亿美元，2009年后逐步转为小额净流出，2010年前三季度为净流出63亿美元。这表明受国际金融危机、世界经济衰退的冲击，近年来我国出口收汇环境有所恶化。三是延付而非预收是贸易信贷的突出特征（见图C4-1）。出口和进口中都会有推迟或提前收付汇的问题，但总体看，我国出口晚收汇比早收汇更严重，而进口晚付汇比早付汇更显著。2001-2010年，有七年出口晚收汇情况多于早收汇，十年均是进口晚付汇多于早付汇。截止2010年9月末，出口应收账款余额大于预收款1041亿美元，进口应付账款余额大于预付款978亿美元。

图 C4-2 2001-2010 年 9 月末贸易信贷资产负债余额状况



数据来源：国家外汇管理局。

## （六）银行部门

前文主要从银行代客跨境收付和结售汇的角度对主要项目下的跨境资金流动状况进行分析。银行自身结售汇(包括结售汇头寸变动)和跨境收付也是重要的跨境资金流动。

### 1. 银行自身结售汇状况

自 2006 年统计银行自身结售汇交易以来,到 2010 年,银行自身结售汇交易共发生 5975 亿美元,相当于银行代客结售汇总额的 7%。

外汇利润、外汇资本金(营运资金)结汇是银行自身结汇的主要来源。2006-2010 年,银行外汇利润结汇约 333 亿美元,银行引入境外投资者和境外上市结汇约 689 亿美元,银行外汇资本金、营运资金、存款准备金等共结汇 1254 亿美元。

支付境外股东红利、境外直接投资、购买外汇营运资金、缴纳存款准备金购汇等是银行自身售汇的主要用途。2006-2010 年,银行购汇支付境外股东红利等 77 亿美元,购汇用于境外直接投资约 70 亿美元,购买外汇营运资金、缴纳存款准备金等购汇 2443 亿美元。

银行自身结售汇顺逆差交替出现。2006-2010 年,银行自身结售汇 3 年为顺差,2 年为逆差,合计为逆差。通过购汇缴纳存款准备金和支持国内企业“走出去”,银行部门已成为分流外汇的重要渠道。

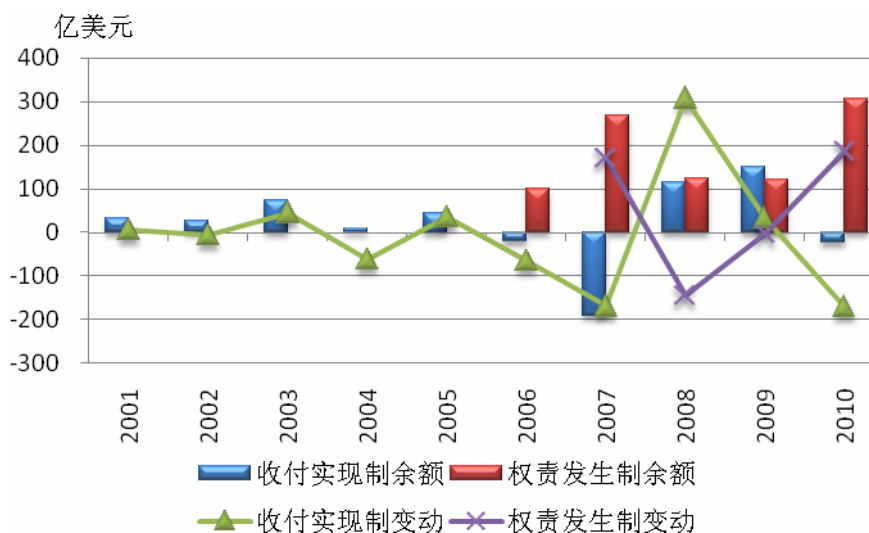
### 2. 银行结售汇头寸变动

银行办理代客和自身结售汇及远期结售汇交易后,可在银行间外汇市场平盘,剩余资金即为银行结售汇头寸。2001-2005 年,银行结售汇头寸实行收付实现制下的正区间管理;2006-2010 年,银行结售

汇头寸实行权责发生制下的正区间管理。二者差异在于，**权责发生制**允许远期结售汇签约计入头寸，即银行在远期结售汇签约后即可到即期银行间市场平盘；**收付实现制**只允许远期结售汇履约计入头寸，即银行需在远期结售汇履约而非签约时才可到即期银行间市场平盘。

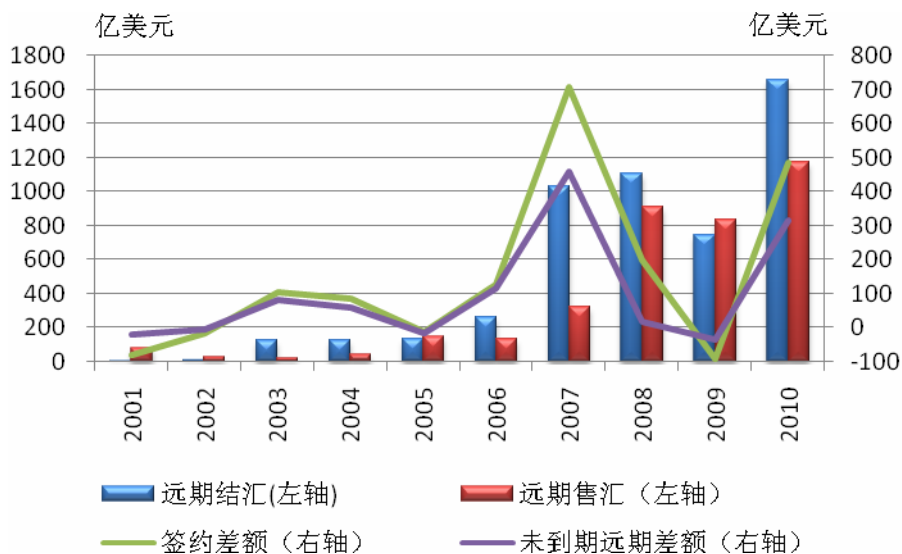
2006 年以后，银行因为远期结售汇而大幅减持收付实现制头寸（见图 2-18）。银行与企业签订远期结汇较多时，为对冲与客户远期结汇的风险，一般会将同等金额的外汇在即期卖给银行间市场（表现为银行收付实现制头寸减少甚至为负），增加外汇供给，加速外汇储备增长。2001-2010 年，共有 4 年为远期净售汇，其他 6 年为远期净结汇。其中，2010 年远期结汇 1656 亿美元，远期售汇 1172 亿美元，分别较上年增长 123% 和 40%，净结汇 484 亿美元，上年为远期净售汇 93 亿美元。从未到期远期看，2010 年末为净结汇 316 亿美元，较 2009 年末上升 350 亿美元（见图 2-19）。

图 2-18 2001-2010 年银行结售汇头寸余额及变动情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-19 2001-2010 年远期结售汇业务开展情况



数据来源：国家外汇管理局。

部分银行自主增持头寸缓解了远期净结汇带来的外汇抛售压力。根据规定，银行可在核定的头寸上下限区间内自主选择增持或减持头寸。2001-2010 年，银行合计自主增持头寸 312 亿美元，其中，2010 年较 2009 年增持头寸 179 亿美元。部分银行利用增持头寸，为支持企业海外采购和跨国并购提供融资。

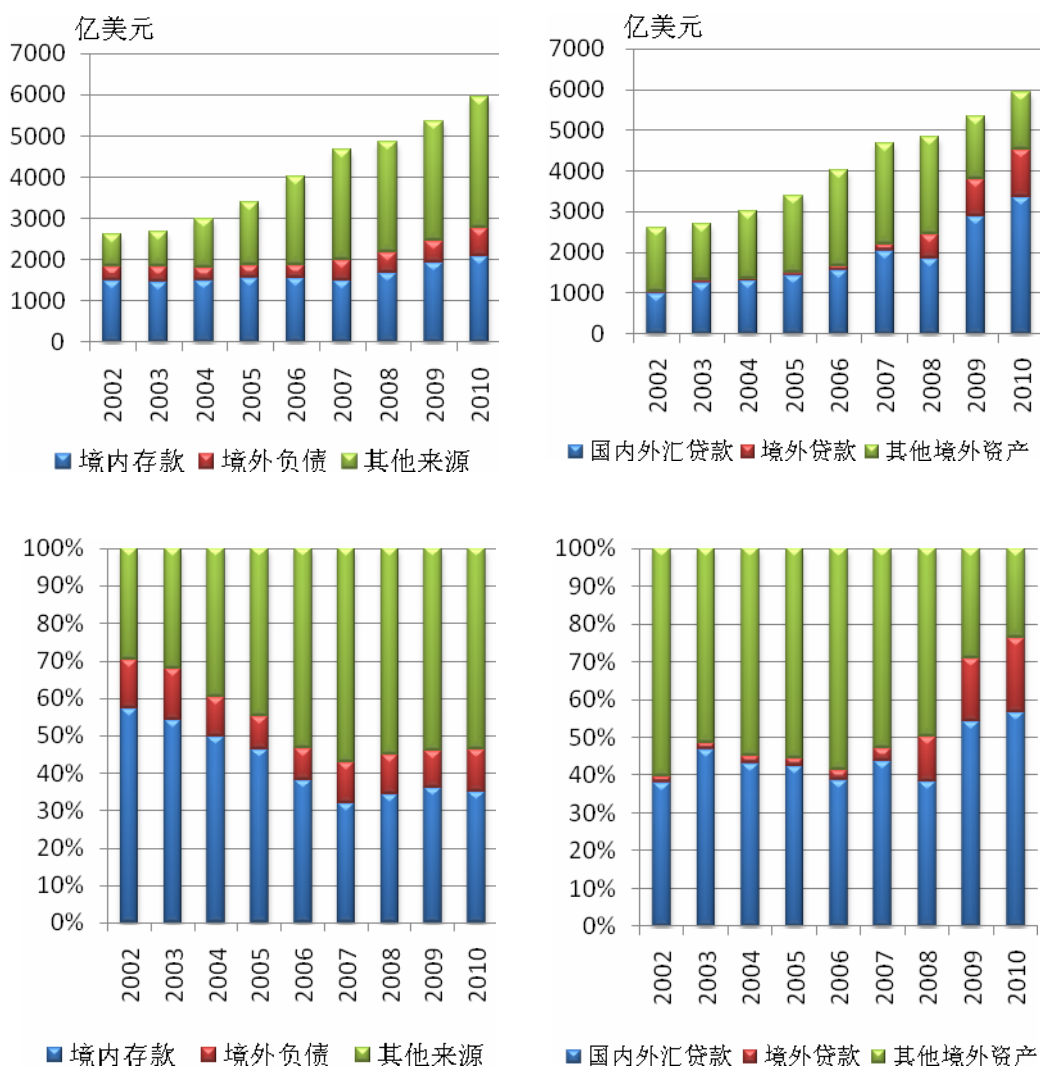
### 3. 银行部门外汇资金来源与运用

从境外流入的外汇资金，大部分形成外汇储备，少量以企业和个人存款等进入银行体系，因而银行的外汇资金变化实质上涵盖了部分跨境资金流动，与银行代客跨境收付构成我国跨境收付的全貌。

2002 年以来，银行外汇资金来源充足，外汇业务迅速扩展（见图 2-20）。2002-2010 年，银行外汇业务规模从 2602 亿美元增至 5933 亿美元，增长 1.3 倍。决定银行外汇业务规模的首要因素是外汇资金来源。从来源看，境外负债在 2005 年以后基本稳步增加，但外债指

标限制了增幅；境内存款于 2007 年见底后稳步增加，其中可能存在部分非居民外汇存款被统计为境内存款的问题；其他资金来源（包括央行与商业银行货币掉期操作调出的外汇）快速增长，成为支持银行外汇业务规模扩展的主要来源。从占比上看，境外负债基本稳定在 10%左右；境内存款占比一直下降，2010 年末为 35%，较 2002 年下降 22 个百分点；其他资金来源占比持续上升，2010 年末为 54%，较 2002 年上升 24 个百分点。

图 2-20 2002-2010 年银行外汇资金来源与运用情况

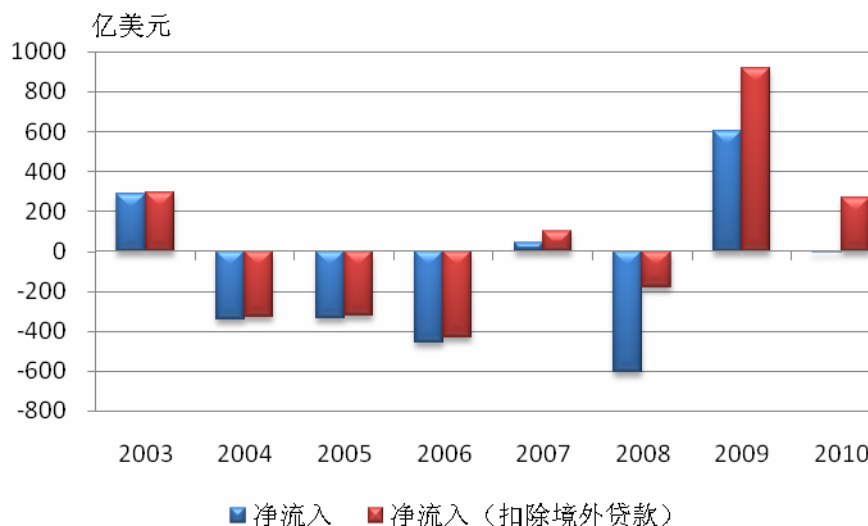


数据来源：中国人民银行。



国内外汇贷款随着人民币升值预期和本外币的利差而波动，银行则随着国内外汇贷款需求的变化频繁跨境调拨资金。近几年，银行大量开发“人民币质押 + 外汇贷款 + 远期售汇”的“三合一贷款”或“人民币质押 + 外汇贷款 + 远期售汇 + 外汇利率互换”的“四合一贷款”，为企业提供财务管理服务。尽管这些贷款大都不能结汇，但其替代了当期购汇，也造成了银行结售汇顺差“被增长”。2010年末，国内外汇贷款余额为3359亿美元，较2002年末增加2370亿美元。从境外调回资金是银行外汇贷款的重要来源，方式包括减少境外有价证券投资 and 境外存放拆放，增加境外借款。从2009-2010年情况看，如不考虑境外贷款，银行从境外共净调入资金1186亿美元（见图2-21）。当然，银行减少境外资产运用，还有规避当前国际金融风险的考虑。

图 2-21 2003-2010 年银行外汇资金流动情况



注：正数为流入，负数为流出。  
数据来源：中国人民银行。



### 三、总结

本部分主要结合前文分析结果概括几点结论，同时在回顾前期工作基础上，提出下一阶段防范和化解跨境资金流动冲击的政策思路。

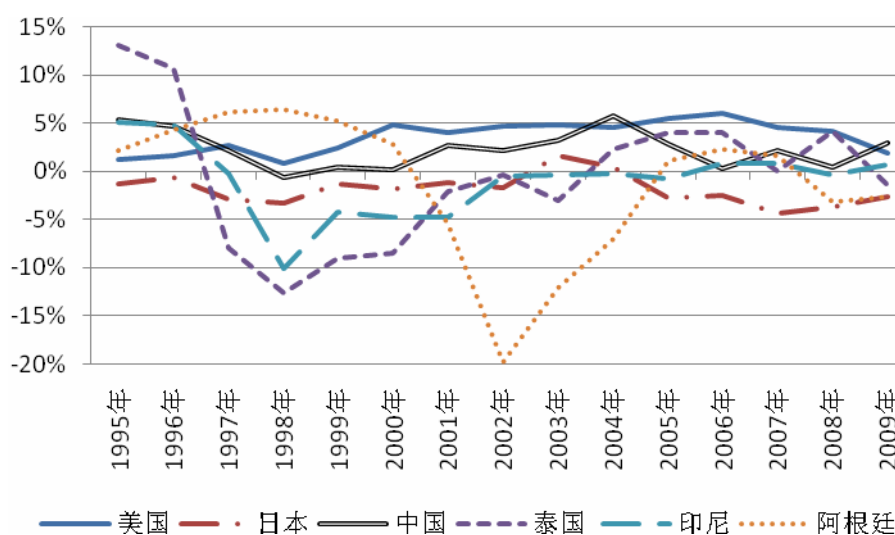
#### （一）主要结论

**我国大规模跨境资金净流入与实体经济活动基本相符。**我国正处于工业化进程不断深化的阶段，劳动生产率不断提高，制造业生产能力和出口竞争力明显增强，国际产业和资本大量向我国转移。大规模跨境资金净流入也是我国国内经济不平衡的表现，储蓄大于投资导致经常项目大额顺差，国内金融服务滞后导致对外资过度依赖。过去十年，我国外汇储备持续大幅增加，主要来源于进出口顺差、直接投资净流入、海外投资收益和境内企业境外上市等合法合规的涉外经济活动，投机套利资金占外汇储备比例相对较小。同时，由于我国总体经济规模较大，金融市场不断深化，外汇储备充裕，承受跨境资金流动冲击的能力也在不断增强（见图 3-1）。

**跨境资金流动状况与我国经济周期存在一定相关性。**任何开放经济都有资本跨境流入流出的问题。而资本流动是顺周期性的：当经济处于上升周期时，生产和投资活跃，投资扩张往往需要大量资金，加之资本回报较高，跨境资金流入动力增强、规模上升；反之，生产和投资不振，则资本流入动力减弱、规模下降，甚至可能流出避险或寻找投资回报更高的地点。过去十年，我国经济保持平稳较快增长，尤

其在本轮国际金融危机中经济快速回升，是吸引外资大量流入的主要原因。这种顺周期的资本流动，增加了当前国内宏观调控的艰巨性和复杂性，需要密切关注、善加引导，居安思危、防患未然。

图 3-1 1995-2009 年部分国家资本和金融项目差额与 GDP 之比



数据来源：国际货币基金组织《国际金融统计》。

**市场主体合理的财务运作加大跨境资金流动的波动性。**随着人民币汇率形成机制改革不断推进，境内机构和个人对汇率、利率等价格信号日益敏感。在当前人民币升值预期和本外币正利差的情况下，市场主体资产本币化、负债外币化的倾向增强。由于我国企业普遍股本少、负债率高，企业更多呈现负债外币化趋势，往往以外汇融资等方式支付进口，替代购汇。国内商业银行也在自身利益驱动下，通过减持境外资产、增加境内外汇贷款，满足企业外币融资需求，加大跨境资金流入压力。

**我国有“热钱”违规流入现象但尚未成规模集中流入。**近年来，外汇管理部门历次专项检查发现了一批“热钱”违规流入的典型案列和

渠道，如加工贸易中通过高报工缴费等方式多收汇、转口贸易企业利用收付汇时间差扩大外汇净流入、空壳公司虚假利用外资、外汇资本金违规结汇、个人分拆结汇、银行突破短期外债指标融入资金等。但是，检查中发现的案件大都以境内机构、个人和海外华人华侨为主，通常以“蚂蚁搬家”的方式分散渗透，尚未发现国际“金融大鳄”大规模流入的情况。我国在金融稳步开放进程中始终注意加强对跨境资本流动的监控，国际性“大炒家”以违法违规形式进入中国存在法律风险，同时我国金融产品较少，对擅长杠杆交易、套利交易的对冲基金等国际金融机构吸引力有限。

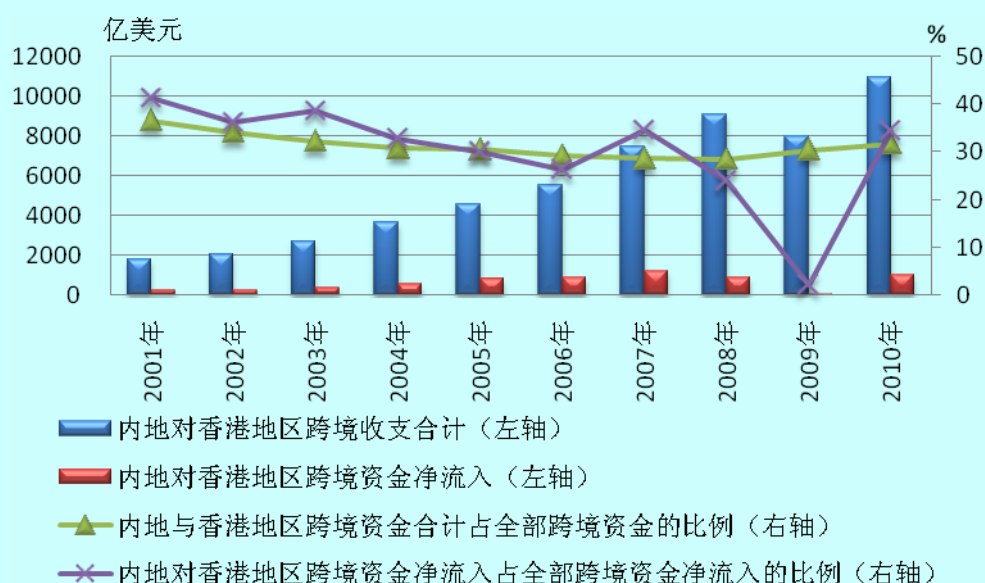
**开放型经济发展使我国跨境资金流动监管面临挑战。**在应对历次国际金融危机中，我国资本管制均发挥了重要作用。但随着对外开放不断扩大，我实施有效资本管制的难度逐步提高。当前各类市场主体的趋利动机越来越强，而我国已是深度融入全球经济的开放大国，存在大量从事涉外贸易投资活动的企业和出入境人员，加之毗邻港澳台等两岸三地等特殊区位因素，在大量正常的贸易投资活动中，不排除有部分跨境资金从事投机套利活动。由于看好中国经济发展的前景和人民币资产增值的潜力，不少跨境套利活动是以长期投资的方式存续，常用的管理手段难以甄别。

## **专栏 5:**

### **中国香港特区与内地之间的跨境资金流动**

中国香港特区与内地间的跨境资金往来密切（见图 C5-1）。据内地统计，两地跨境资金往来规模由 2001 年的 1822 亿美元升至 2010 年的 1.1 万亿美元，占内地跨境资金流动总量的比例保持在 30% 左右，2010 年为 32%，较 2001 年下降 5 个百分点；内地对香港跨境资金净流入由 2001 年的 237 亿美元升至 2010 年的 1006 亿美元，净流入占总量的比例由 2001 年的 41% 降至 2010 年的 34%。剔除跨境人民币收付数据后，2010 年香港流入内地的净外汇资金规模占外汇储备交易净增加规模的 28%。

图 C5-1 2001-2010 年内地与香港地区跨境资金流动情况



数据来源：国家外汇管理局。

上述跨境资金流动与两地经贸人员往来状况相符。香港是内地重要的贸易伙伴和贸易顺差来源地，也是内地外来直接投资和对外直接投资的主要来源地和目的地，还是内地出入境的主要来源地和目的地。截至 2010 年末，赴港直接或间接上市的内地企业数占香港上市公司的 18.6%，市值占香港的 46%。自 2004 年开办人民币业务以来，香港人民币离岸市场也初具规模。同时，香港作为全球金融和贸易自由港，也是境内外企业资金结算的中心。

在两地经贸联系紧密的背景下，由于金融监管制度和经济结构的差异，两地间跨境资金往来确给内地外汇监管带来挑战。比如，尽管内地有种种限制，但两地居民相互到对方炒楼炒股的现象屡禁不绝；由于在两地都有商业存在，利用在岸和离岸市场进行人民币外汇买卖的套利行为也较为普遍；内地地下钱庄运用内

地交割人民币、香港交割外汇“两头在外”的方式，跨境转移资金更是监管的难点，等等。

然而，对于香港因素对内地市场的影响不能夸大其辞。一是两地资金往来的量是有数的，也基本可以说清楚。二是两地间的经贸往来大多有真实合法的交易背景，两地间资金往来大都在内地有严格的审查，不能混同于“热钱”违规流动。三是香港市场中的“中国概念”资产池不断扩大，尤其是香港人民币离岸市场的发展，使大量国际资本可在港投资，不需要直接进入内地市场就能合法分享中国经济增长的成果。四是尽管近年来香港人民币离岸市场发展较快但存量有限，截至2010年底，香港人民币存款占当地存款总量的5%，加上香港居民在内地的人民币存款后（俗称人民币存款北上），也仅占内地人民币存款总量的0.7%。

## （二）下一阶段的政策考虑

近年来，外汇管理部门积极构建均衡的外汇管理框架，适度收紧收结汇和外债管理政策，打击违法违规资金流入，拓宽资金流出渠道。一是加强跨境资金流动监测和预警，及时分析和研判外汇收支形势，全面梳理和查找异常跨境资金流动渠道。二是加强收结汇和外债管理。严格外商投资企业资本金和外债结汇管理；实行出口收结汇联网核查和贸易信贷登记管理制度；严格限制外资房地产企业借用外债，规范境外机构和非居民个人境内购房外汇管理；加强个人分拆购结汇和服务贸易外汇流入管理；削减银行短期外债指标。三是制定跨境资金异常流动应对预案，适时出台加强银行结售汇头寸管理等措施抑制套利资金流入。四是严厉打击各类违法违规外汇交易活动。持续开展应对和打击“热钱”专项行动，有针对性地查处重点主体、重点渠道“热钱”违法违规的流入；严厉打击地下钱庄等违法违规外汇交易，保持

对违规资金的高压打击态势。五是便利外汇持有和使用。积极推进境外直接投资外汇管理改革，支持企业“走出去”；实行个人结售汇年度总额管理；实施合格境内机构投资者制度，拓宽对外投资金融渠道。

中央“十二五”规划建议明确将“国际收支趋向基本平衡”作为“十二五”时期经济社会发展的主要目标之一。我国将以科学发展为主题、加快转变经济发展方式为主线，通过调整经济结构，扩大国内需求尤其是消费需求，减少国际收支顺差，拓宽资金流出渠道，促进国际收支基本平衡。当前，在主要发达国家实施宽松货币政策，全球流动性泛滥、国际金融动荡的情况下，应对跨境资本流动冲击是许多新兴市场经济体面临的巨大挑战。保持宏观经济稳定、健全宏观调控手段、完善金融市场体系，是我国抵御跨境资本流动冲击的根本，加强资本管制是为改革和调整争取时间。

下一阶段，外汇管理部门将密切监控跨境资本流动，防范和化解“热钱”流动的冲击。一是继续加强跨境资金流动监测，对“热钱”可能违规流入的重点渠道、重点主体开展有针对性的专项检查，保持对违规资金流入的高压打击态势。二是加强跨境资金流动的合规性监管。结合检查中发现的监管漏洞，及时研究加以完善。同时督促市场主体增强风险意识，提高依法合规经营的自觉性。三是综合运用宏观审慎和资本管制等调控政策，通过经济、法律和必要的行政手段，提高套利资金流入成本。四是加强跨境资金流动监测预警并完善应急预案，研究对过度流入的领域予以适当控制或采取一些非常规的应急措施。五是加强政策协调，发挥部门监管合力，提高跨境资金流动监管的有

效性。六是在有效防范风险的前提下，有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制，有序拓宽对外投资渠道。七是继续大力培育和发展外汇市场，不断丰富人民币外币避险产品。