

2011 年中国国际收支报告

国家外汇管理局国际收支分析小组

2012 年 3 月 31 日

内 容 摘 要

2011年，国内外环境复杂多变。国际上，欧美债务危机不断发酵，世界经济增长明显放缓，国际金融市场动荡加剧；国内看，国民经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济增速温和回落，物价涨幅得到初步控制，经济增长的内生性进一步增强。

2011年，我国克服国内外不稳定、不确定因素的影响，涉外经济继续保持健康发展势头。对外经济交往更加活跃，全年国际收支交易总规模较2010年增长22%。国际收支继续保持经常项目与资本项目“双顺差”，其中，经常项目顺差2017亿美元，资本和金融项目顺差2211亿美元。国际收支状况进一步改善，经常项目顺差与国内生产总值之比为2.8%，较2010年下降1.2个百分点；国际收支总顺差4228亿美元，下降19%。跨境资本流动波动较大，由前三季度资本净流入同比增长62%，转为第四季度净流出290亿美元；交易形成的外汇储备增加额由前三季度同比多增888亿美元，转为全年少增847亿美元。

2012年，预计我国国际收支仍总体保持顺差格局，但顺差规模将继续稳步回落，短期波动可能加大。下一阶段，外汇管理工作将把握好“稳中求进”的工作总基调，巩固和扩大应对国际金融危机冲击成果，进一步提高外汇管理服务实体经济的能力，稳步推进贸易外汇管理等重点领域改革，防范和打击“热钱”流入，促进国民经济平稳较快发展。

目 录

一、国际收支概况	5
(一) 国际收支运行环境	5
(二) 国际收支主要状况	9
(三) 国际收支运行评价	16
二、国际收支主要项目分析	20
(一) 货物贸易	20
(二) 服务贸易	24
(三) 直接投资	26
(四) 证券投资	28
(五) 贸易信贷	30
三、外汇市场运行与人民币汇率	33
(一) 外汇市场改革和建设情况	33
(二) 人民币对主要货币汇率走势	33
(三) 外汇市场交易	40
四、国际收支形势展望和政策取向	44
(一) 形势展望	44
(二) 政策取向	46

专栏

1. 2011 年主要涉外经济政策调整
2. 关于国际收支平衡状况的度量
3. 香港离岸人民币外汇市场的价格形成机制
4. 2011 年新兴市场经济体汇率变动及成因
5. 主权债务危机发展、演变与展望

图

- 1-1.2010-2011 年新兴市场货币指数、股票价格指数与 Libor-OIS 利差
- 1-2.2008-2011 年季度 GDP 及月度 CPI 增长率
- 1-3.2008-2011 年金融机构存款准备金率及一年期存款利率
- 1-4.2001-2011 年经常项目主要子项目的收支状况
- 1-5.1994-2011 年货物和服务贸易差额与 GDP 之比
- 1-6.2001-2011 年资本和金融项目主要子项目的收支状况
- 1-7.2001-2011 年外汇储备增加额与外汇储备余额
- 1-8.2001-2011 年净误差与遗漏情况
- 1-9.1990-2011 年国际收支交易规模及其与 GDP 之比
- 1-10.2001-2011 年经常项目与资本和金融项目交易规模占比
- 1-11.1990-2011 年经常项目差额及其与 GDP 之比
- 2-1.2000-2011 年进出口规模及其与 GDP 之比
- 2-2.2000-2011 年进出口差额及其与 GDP 之比
- 2-3.2011 年中国与主要贸易伙伴的进出口总额增长率
- 2-4.2000-2011 年中国货物贸易差额构成
- 2-5.2005-2011 年进出口商品价格同比指数与贸易条件指数
- 2-6.2005-2011 年出口额增长的贡献构成
- 2-7.2005-2011 年进口额增长的贡献构成
- 2-8.2005-2011 年货物和服务贸易比较
- 2-9.2011 年旅游项目分国别和地区的收支情况
- 2-10.2011 年服务贸易分国别和地区的收支情况
- 2-11.2000-2011 年我国来华直接投资流入及净流入情况
- 2-12.2000-2011 年我国对外直接投资流出及净流出情况
- 2-13.2000-2011 年直接投资顺差情况
- 2-14.2000-2011 年跨境证券投资净额

- 2-15.我国对外资产构成的国际比较
- 2-16.2005 年末至 2011 年末贸易信贷资产负债余额状况
- 2-17.2000-2011 年贸易信贷和进出口规模比较
- 3-1.2011 年人民币对美元、欧元和日元汇率中间价走势
- 3-2.2011 年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况
- 3-3.2011 年境内外远期市场一年期人民币对美元升值预期
- 3-4.1994-2011 年人民币有效汇率走势
- 3-5.2006-2011 年即期交易在外汇市场交易总量中的比重
- 3-6.2005-2011 年银行间外汇市场外币对即期交易的币种构成
- C2-1.2010 年部分国家的经常和资本项目差额与 GDP 之比
- C3-1.影响离岸价格的市场供求因素
- C3-2.2010-2011 年离岸和在岸市场人民币对美元汇率走势
- C4-1.2011 年主要新兴市场经济体汇率变动

表

- 1-1. 2011 年部分经济体货币政策动态
- 1-2. 2005-2011 年国际收支顺差结构
- 1-3. 2011 年中国国际收支平衡表
- 3-1.2006-2011 年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况
- 3-2.2011 年人民币外汇市场交易概况
- 3-3.2011 年银行间外汇市场外币对即期交易情况

一、国际收支概况

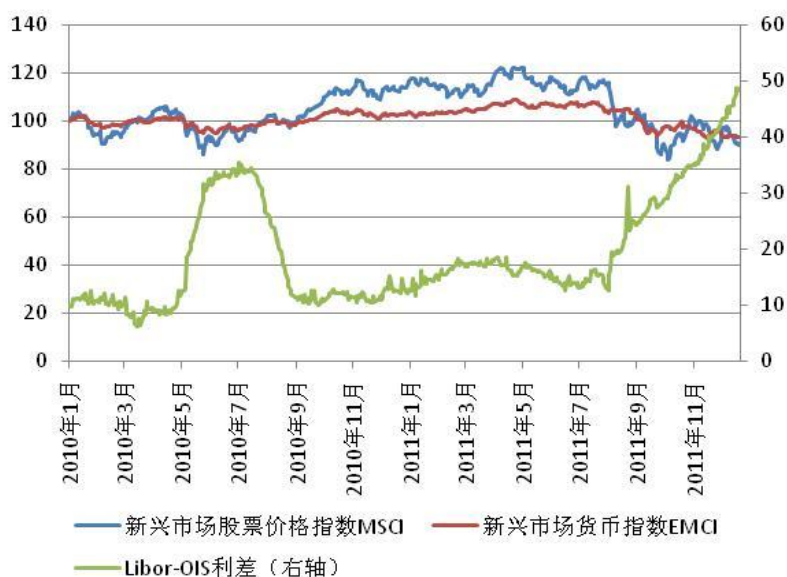
(一) 国际收支运行环境

2011年，全球经济增长明显放缓，国际金融动荡加剧。据国际货币基金组织最新测算，2011年全球经济增速从2010年的5.2%下滑至3.8%，其中主要发达国家经济体增速由3.2%下滑至1.6%，新兴经济体经济增速由7.3%回落到6.2%。全球货币政策回归宽松，并逐渐由防范通胀和资产泡沫风险，转向刺激经济、稳定金融（见表1-1）。随着欧美债务危机不断发酵，国际金融市场大幅震荡，下半年全球投资风险偏好下降，新兴市场经济体普遍由资本流入、本币升值转为资本流出、本币贬值（见图1-1，有关讨论详见后文专栏4）。

表 1-1 2011 年部分经济体货币政策动态

国家或地区	货币政策动态
欧元区	2011年4月、7月分别上调基准再融资利率25个基点至1.5%，11月、12月各下调25个基点至1%。
澳大利亚	2011年11月、12月各下调基准利率25个基点至4.25%。
挪威	2011年5月上调基准利率至2.25%，12月下调基准利率0.5个百分点至1.75%。这是该国2009年10月以来首次降息，幅度超预期。
中国	2011年1-6月各上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点至21%；2月、4月、7月各上调存贷款基准利率25个基点。11月30日下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
巴西	2011年3月、4月各上调SELIC隔夜利率50个基点，7月上调25个基点至12.5%。8月、10月和11月分别下调0.5%至11%。
印尼	2011年2月上调BI利率25个基点。10月下调25个基点，11月下调50个基点至6%。
泰国	2011年1月、3月各上调基准利率25个基点。11月下调25个基点至3.25%。

图 1-1 2010-2011 年新兴市场货币指数、股票价格指数与 Libor-OIS 利差

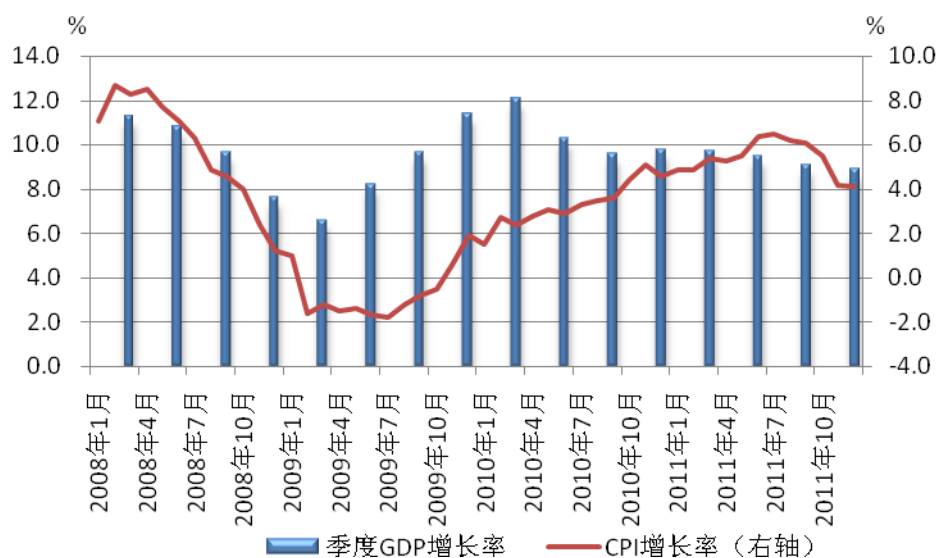


注：MSCI、EMCI 以 2010 年 1 月 1 日为基期；3 个月美元伦敦同业市场拆借利率（Libor）与隔夜指数掉期（OIS）之间的利差（基点）反映全球银行体系的信贷压力。

数据来源：彭博资讯。

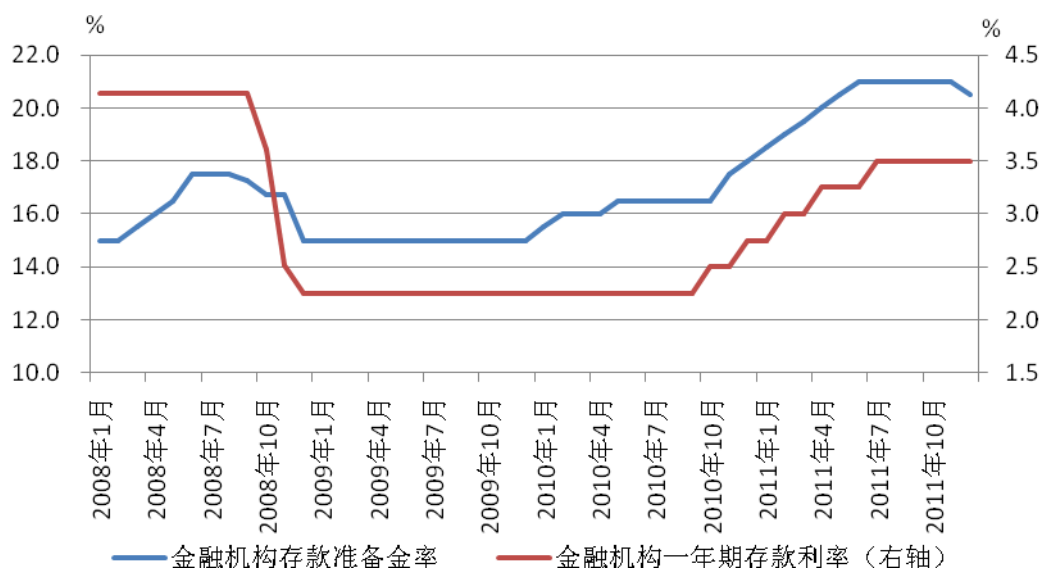
2011 年以来，我国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展。经济增速温和回落，全年国内生产总值（GDP）增长 9.2%，较上年回落 1.2 个百分点；物价涨幅得到初步抑制，居民消费价格（CPI）总水平在 7 月达到年内峰值后逐月回落，全年消费价格涨幅为 5.4%（见图 1-2）。拉动中国经济增长的“三驾马车”动力更为协调，资本形成总额对经济增长的贡献率是 54.2%，最终消费对经济增长的贡献率是 51.6%，内需对我国经济增长的贡献率比 2010 年大幅上升。货币政策方面，前三季度，面对通货膨胀压力不断加大的形势，先后 6 次上调存款准备金率、3 次上调存贷款基准利率（见图 1-3）；9 月份以后适时采取了一系列措施进行微调（包括 11 月 30 日下调一次存款准备金率），适当增加市场流动性，保持了货币信贷总体适度。

图 1-2 2008-2011 年季度 GDP 及月度 CPI 增长率



数据来源：国家统计局。

图 1-3 2008-2011 年金融机构存款准备金率及一年期存款利率



数据来源：中国人民银行。

专栏 1

2011 年主要涉外经济政策调整

2011 年，我国加快转变经济发展方式，外贸、外资和外汇领域的政策调整

取得成效，国际收支状况进一步趋向平衡。主要措施包括：

贸易政策：“稳出口、扩进口”，促进贸易平衡和结构升级。取消部分钢材、有色金属加工材等 406 个税号的退税率，抑制“两高一资”及部分农产品出口。积极扩大进口，自 7 月 1 日起先后取消或大幅下调汽油、柴油等原材料，以及千万吨炼油设备、天然气管道运输设备等重大技术设备的进口关税和增值税。在戛纳峰会上宣布，对同中国建立外交关系的最不发达国家的 97% 税目产品给予零关税待遇。公布《关于 2012 年关税实施方案的通知》，明确适用进口暂定税率的 730 多种商品平均税率为 4.4%，比最惠国税率低 50% 以上。加快加工贸易转型升级的步伐，通过税收杠杆鼓励来料加工企业转型为法人企业。发布《服务贸易发展“十二五”规划纲要》，提高服务贸易在对外贸易中的比重。

直接投资和金融政策：规范和引导并重，促进“引进来”与“走出去”双向合理发展。建立我国跨部门的外国投资者并购境内企业安全审查制度，出台相关管理规定。修改《外商直接投资产业指导目录》，鼓励外商投资现代化农业、现代服务业和文化领域。综合运用多种措施支持国内企业开展对外直接投资，进一步下放境外投资项目核准权限。用好非洲中小企业发展专项贷款，支持国内企业对非开展直接投资。允许境内机构以人民币对外投资、境外投资者以人民币到境内开展直接投资，明确商业银行开展境外项目人民币贷款条件，支持企业“走出去”。允许境内金融机构到香港等境外市场发行人民币债券。

外汇管理政策：统筹防风险和便利化，促进经济平稳较快发展。切实把减缓银行结售汇顺差过快增长作为中心工作，启动应对异常跨境资金流入预案，加强银行结售汇头寸、出口收结汇、短期外债等外汇业务管理。发挥外汇检查手段的作用，集中力量查办重大违规案件。2011 年，共查处外汇违法违规案件 3488 件，收缴罚没款达到 5 亿元人民币，较 2010 年增长 1 倍多；破获 39 起地下钱庄、非法买卖外汇等违法犯罪案件，涉案金额合计达 717 亿元人民币。同时，稳步推进进出口核销制度改革，降低企业和银行财务成本；将出口收入存放境外政策推广至全国，便利经济主体持有外汇；下放贸易信贷、对外担保等五项业务的审批权限，便利个人通过电子银行渠道办理结售汇业务；发布人民币合格境外投资者境内证券投资业务试点办法，有序拓宽资本市场开放；大力引导外汇市场产品创新和业务发展，推出人民币对外汇期权交易。

（二）国际收支主要状况

国际收支继续保持“双顺差”，顺差规模有所减少。2011年，我国经常项目顺差2017亿美元，同比下降15%，资本和金融项目顺差2211亿美元，下降23%¹；国际收支总顺差4228亿美元，较2010年下降19%，低于2007-2010年年均顺差4686亿美元的规模（见表1-2）。

表 1-2 2005-2011 年国际收支顺差结构

单位：亿美元

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
国际收支总差额	2351	2854	4491	4587	4420	5247	4228
经常项目差额	1341	2327	3540	4124	2611	2378	2017
占国际收支总差额比重	57.0%	81.5%	78.8%	89.9%	59.1%	45.3%	47.7%
与 GDP 之比	5.9%	8.6%	10.1%	9.1%	5.2%	4.0%	2.8%
资本和金融项目差额	1010	526	951	463	1808	2869	2211
占国际收支总差额比重	43.0%	18.4%	21.2%	10.1%	40.9%	54.7%	52.3%
与 GDP 之比	4.5%	1.9%	2.7%	1.0%	3.6%	4.8%	3.0%

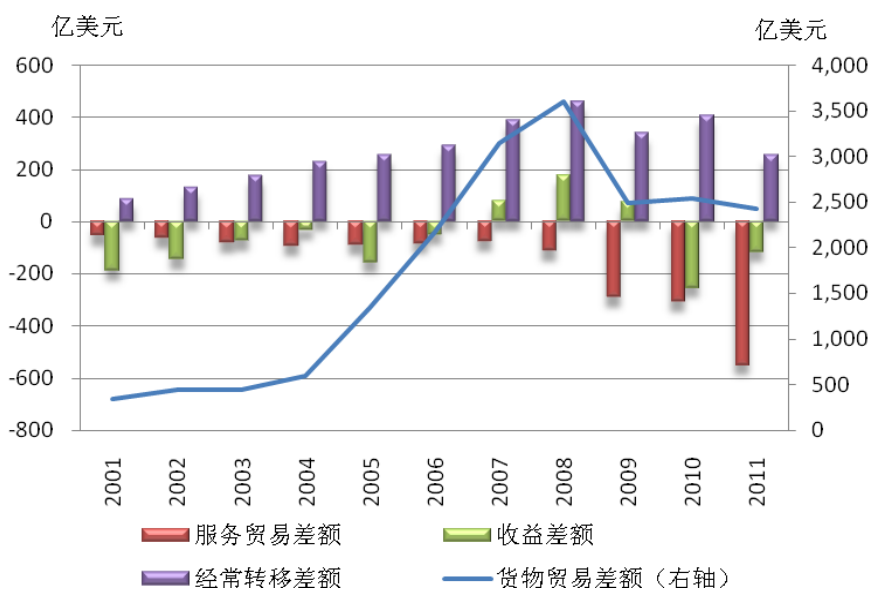
数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

货物贸易顺差略有下降。按国际收支统计口径，2011年，我国货物贸易出口19038亿美元，进口16603亿美元，分别较2010年增长20%和25%；货物贸易顺差2435亿美元，下降4%²（见图1-4）。

¹ 根据最新获得的外商投资企业联合年检汇总“两未”利润（即未分配利润、已分配未汇出利润）数据，对2010年国际收支平衡表进行了修订。由于2007-2009年外商投资企业利润率较低，导致对2010年“两未”利润的估算偏低，现根据2010年年检实得数据进行了调整。

² 本口径与海关口径的主要差异在于，一是海关统计的到岸价进口额按5%减去其中的运输和保险费用后计为国际收支口径的进口，二是国际收支口径还包括货物修理、运输工具在港口购买的货物以及抓获的进出口走私，并分别在进出口中扣除了退货。

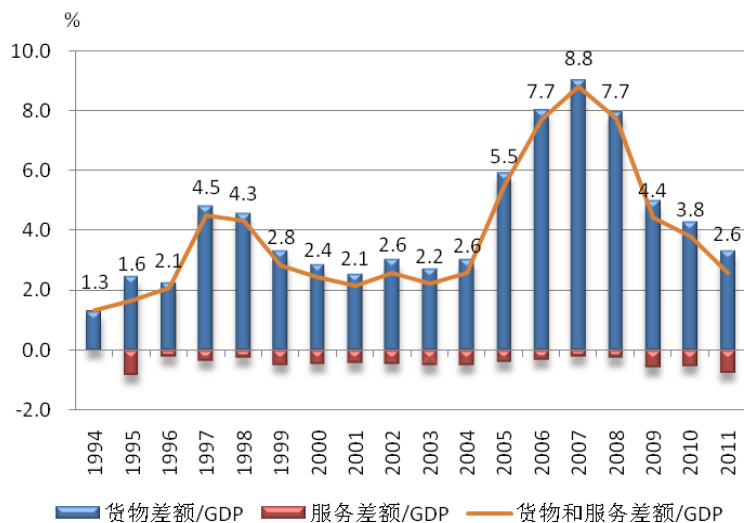
图 1-4 2001-2011 年经常项目主要子项目的收支状况



数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易逆差迅速扩大。2011 年，我国服务贸易收入 1828 亿美元，较 2010 年增长 13%；服务贸易支出 2381 亿美元，增长 23%；逆差 552 亿美元，增长 77%。全年，货物与服务贸易顺差合计为 1883 亿美元，较上年下降 16%，与 GDP 之比为 2.6%，延续了 2007 年以来见顶回落的走势（见图 1-5）。

图 1-5 1994-2011 年货物和服务贸易差额与 GDP 之比

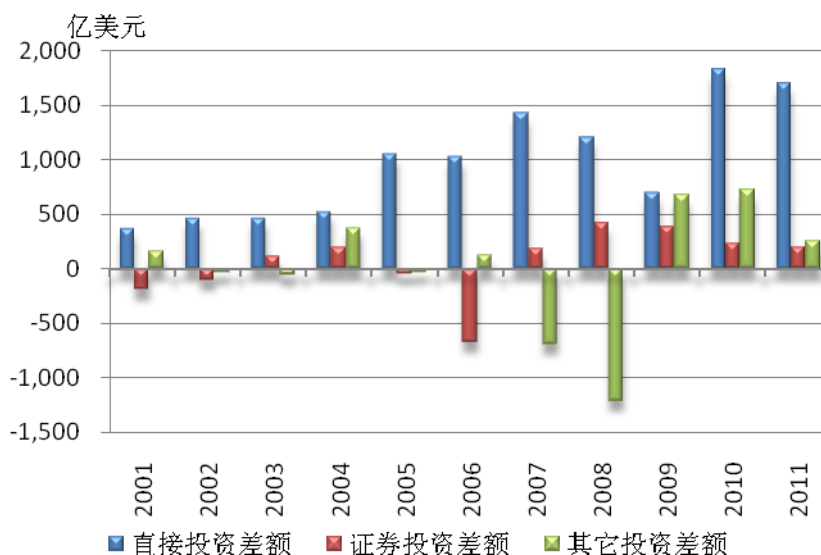


数据来源：国家外汇管理局。

收益项目逆差下降。2011年，收益项目收入1446亿美元，较2010年增长2%；支出1565亿美元，下降7%；逆差119亿美元，下降54%。其中，投资收益逆差268亿美元，下降30%；职工报酬净流入150亿美元，较2010年增长23%。

直接投资顺差下降。2011年，直接投资顺差1704亿美元，较2010年下降8%。其中，外国来华直接投资净流入2201亿美元，下降10%；我国对外直接投资净流出497亿美元，下降14%（见图1-6）。

图 1-6 2001-2011 年资本和金融项目主要子项目的收支状况



数据来源：国家外汇管理局。

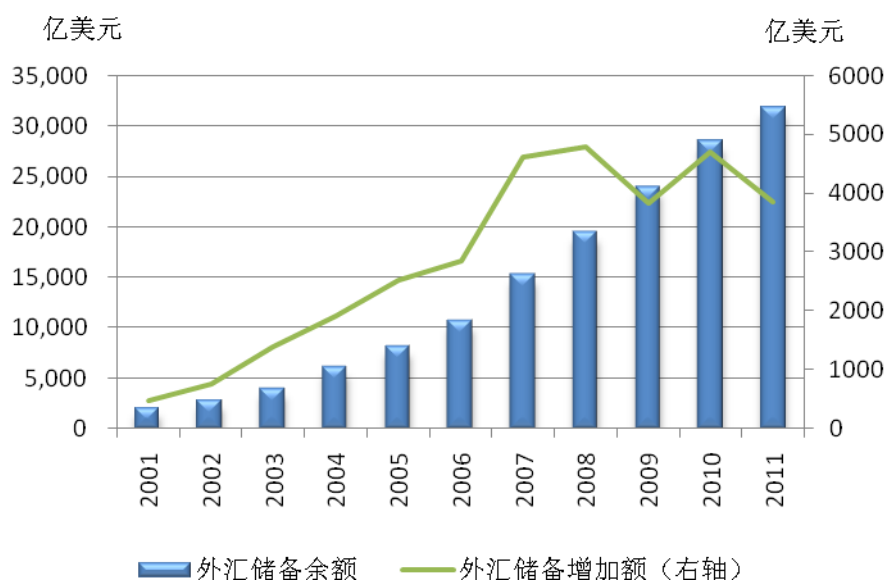
证券投资净流入较快下降。2011年，证券投资项下净流入196亿美元，较2010年下降18%。其中，我国对外证券投资净回流62亿美元，2010年为净流出76亿美元；境外对我国证券投资净流入134亿美元，减少58%。

其他投资净流入大幅下降。2011年，其他投资项下净流入255亿美元，较2010年下降65%。其中，我国企业和银行对外赊账或存

放款，导致其他投资项下对外资产净增加 1668 亿美元，增长 43%；境外对我国企业和银行赊账或存放款，导致其他投资项下对外负债净增加 1923 亿美元，增长 2%。

储备资产增长放缓。2011 年，剔除汇率、价格等非交易价值变动影响（下同），我国新增储备资产 3878 亿美元。其中，外汇储备增加 3848 亿美元，较 2010 年少增 847 亿美元，低于 2007-2010 年年均增加 4477 亿美元的规模（见图 1-7）；我国在基金组织的储备头寸净增加 34 亿美元。

图 1-7 2001-2011 年外汇储备增加额与外汇储备余额

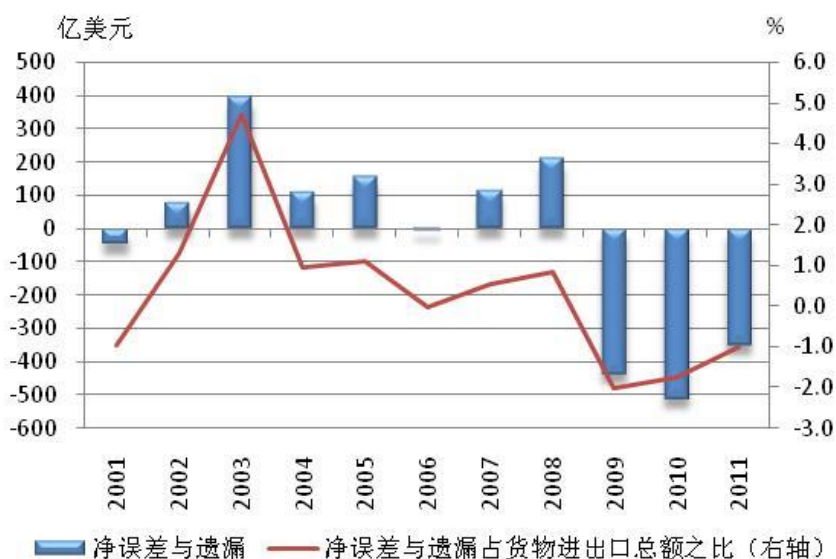


注：图中外汇储备增加额为交易引起的变化，剔除了估值效应的影响。
数据来源：国家外汇管理局。

净误差与遗漏额为负。2011 年，净误差与遗漏为借方 350 亿美元，占国际收支口径货物进出口总额的-1%，远低于 $\pm 5\%$ 的国际标准（见图 1-8）。误差与遗漏的产生主要是由于数据来源的多样化，各种数据在统计口径、统计时间和计价标准等方面存在不一致。2001

年以来，净误差与遗漏有 5 年出现在借方、6 年在贷方，方向是随机的，与“热钱”流出入没有必然的联系（具体讨论详见《2005 年上半年中国国际收支报告》专栏 2）。

图 1-8 2001-2011 年净误差与遗漏情况



数据来源：国家外汇管理局。

表 1-3 2011 年中国国际收支平衡表³

单位：亿美元

项 目	差 额	贷 方	借 方
一. 经常项目	2,017	22,868	20,851
A. 货物和服务	1,883	20,867	18,983
a. 货物	2,435	19,038	16,603
b. 服务	-552	1,828	2,381
1. 运输	-449	356	804
2. 旅游	-241	485	726
3. 通讯服务	5	17	12
4. 建筑服务	110	147	37
5. 保险服务	-167	30	197
6. 金融服务	1	8	7
7. 计算机和信息服务	83	122	38
8. 专有权利使用费和特许费	-140	7	147
9. 咨询	98	284	186
10. 广告、宣传	12	40	28
11. 电影、音像	-3	1	4
12. 其他商业服务	140	323	183
13. 别处未提及的政府服务	-3	8	11
B. 收益	-119	1,446	1,565
1. 职工报酬	150	166	16
2. 投资收益	-268	1,280	1,549
C. 经常转移	253	556	303
1. 各级政府	-26	0	26
2. 其他部门	278	556	277
二. 资本和金融项目	2,211	13,982	11,772
A. 资本项目	54	56	2
B. 金融项目	2,156	13,926	11,770
1. 直接投资	1,704	2,717	1,012
1.1 我国在外直接投资	-497	174	671
1.2 外国在华直接投资	2,201	2,543	341
2. 证券投资	196	519	323
2.1 资产	62	255	192
2.1.1 股本证券	11	112	101
2.1.2 债务证券	51	143	91
2.1.2.1 (中)长期债券	50	137	88

³ 我国国际收支平衡表按国际货币基金组织《国际收支手册》第五版规定的各项原则编制，采用复式记账原则记录所有发生在我国居民（不包括港、澳、台地区）与非居民之间的经济交易。本表计数采用四舍五入原则。

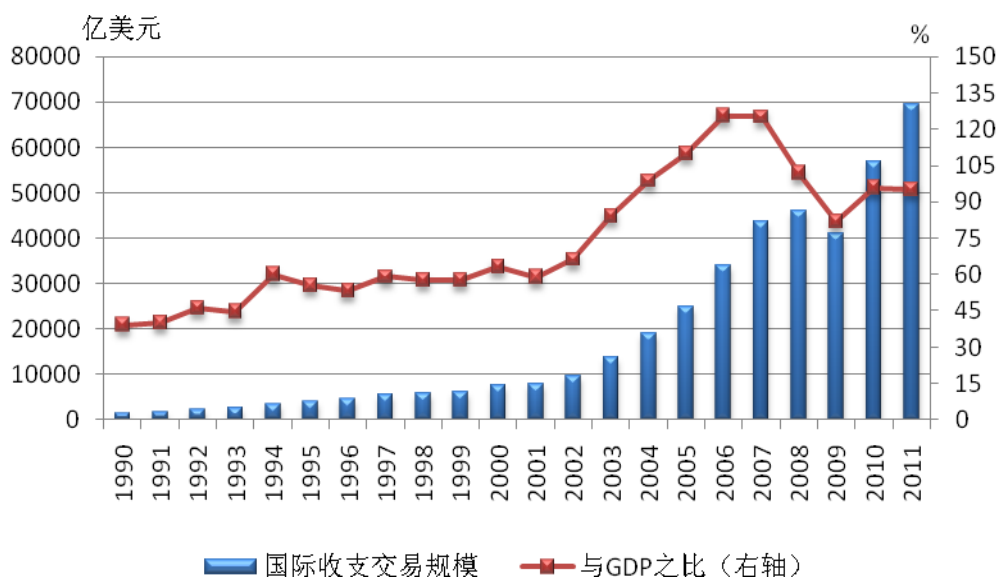
项 目	差 额	贷 方	借 方
2.1.2.2 货币市场工具	2	5	4
2.2 负债	134	265	131
2.2.1 股本证券	53	152	99
2.2.2 债务证券	81	113	32
2.2.2.1 (中)长期债券	30	61	32
2.2.2.2 货币市场工具	51	51	0
3. 其他投资	255	10,690	10,435
3.1 资产	-1,668	1,088	2,756
3.1.1 贸易信贷	-710	0	710
长期	-14	0	14
短期	-695	0	695
3.1.2 贷款	-453	61	513
长期	-433	8	441
短期	-20	53	73
3.1.3 货币和存款	-987	501	1,489
3.1.4 其他资产	482	526	44
长期	0	0	0
短期	482	526	44
3.2 负债	1,923	9,602	7,679
3.2.1 贸易信贷	380	454	74
长期	6	8	1
短期	374	447	73
3.2.2 贷款	1,051	7,343	6,292
长期	130	538	408
短期	920	6,805	5,884
3.2.3 货币和存款	483	1,719	1,237
3.2.4 其他负债	10	86	76
长期	-15	24	39
短期	24	61	37
三. 储备资产	-3,878	10	3,888
3.1 货币黄金	0	0	0
3.2 特别提款权	5	5	0
3.3 在基金组织的储备头寸	-34	6	40
3.4 外汇	-3,848	0	3,848
3.5 其他债权	0	0	0
四. 净误差与遗漏	-350	0	350

数据来源：国家外汇管理局。

（三）国际收支运行评价

2011年，我国涉外经济活动继续保持较快增长。全年国际收支交易总规模为6.95万亿美元，创历史新高，较上年增长22%；与同期GDP之比为95%，占比较上年下降0.6个百分点（见图1-9）。

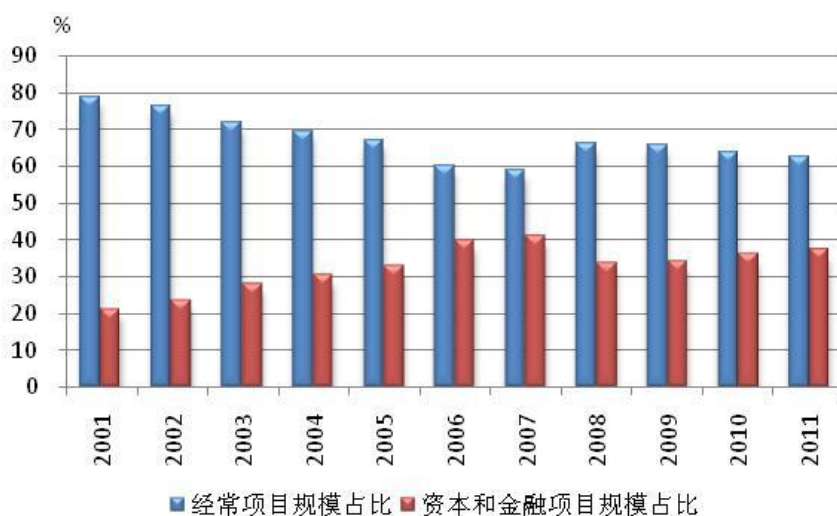
图 1-9 1990-2011 年国际收支交易规模及其与 GDP 之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

跨境资本流动日趋活跃。2011年，资本和金融项目交易规模2.58万亿美元，占我国国际收支总规模的37%（见图1-10）；经常项目交易规模4.37万亿美元，占我国国际收支交易总规模的63%，与资本和金融项目交易规模占比相差26个百分点，差距较2001年缩小了32个百分点。2011年，资本和金融项目顺差占国际收支总顺差的52%，连续第二年超过经常项目顺差成为外汇储备增加的主要来源（见表1-2）。

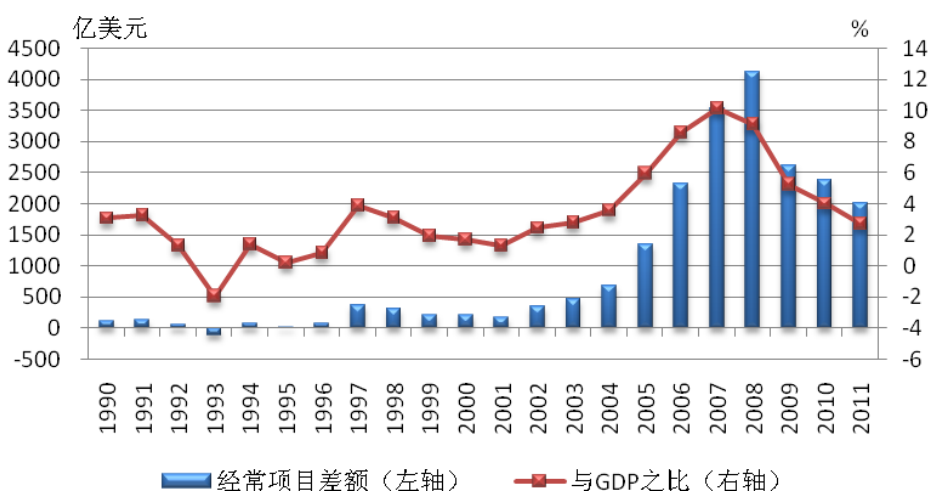
图 1-10 2001-2011 年经常项目与资本和金融项目交易规模占比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

经常项目收支状况进一步改善。2011 年，我国经常项目顺差较上年下降 15%，与 GDP 之比为 2.8%，较 2010 年下降 1.2 个百分点（见图 1-11）。2008 年以来，我国经常项目顺差与 GDP 之比逐步降至国际公认的合理区间（见专栏 2），既体现了国内经济发展方式转变、涉外经济政策调整的成效，也反映了国外经济金融形势的变化，还显示人民币汇率正逐渐趋于合理均衡水平。

图 1-11 1990-2011 年经常项目差额及其与 GDP 之比



数据来源：海关总署，国家统计局。

专栏 2

关于国际收支平衡状况的度量

国际收支平衡，也称对外经济平衡，是宏观经济四大目标之一。在开放经济条件下，国内均衡和对外均衡之间存在着密切的相互决定、相互影响的关系。如果增长、就业和物价没有达到均衡状态，必然会反映到国际收支上来；如果国际收支很不平衡，就不可能真正充分利用两个市场、两种资源，也就不可能真正扩大就业，促进经济社会协调发展。

在实践中，国际收支平衡的主要评判标准是经常项目差额是否可持续。在资本账户开放的经济体，资本项目通常是经常项目的对冲项，经常项目逆差时资本净流入，经常项目顺差时则资本净流出（见图 C2-1）。相关国家国际收支危机的教训是，经常项目逆差是否超过 GDP 的 4-5% 是一个非常关键的早期预警指标⁴。否则，就容易因为资本流入（如对外借债）枯竭甚至逆转，发生本币贬值、债务危机，进而引发全面的金融经济危机。例如 1994 年的墨西哥、1997 年的泰国和 2001 年的阿根廷。

图 C2-1 2010 年部分国家经常与资本项目差额与 GDP 之比



数据来源：国际货币基金组织。

⁴ 参见如下文献： i . Kaminsky G, Reinhart C, “the Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”. *The American Economic Review*, June, 1999. ii . Dornbusch R., “A primer on Emerging Market Crises”. *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, University of Chicago Press, 2002. iii. Mann C., “How Long the Strong Dollar?”. Institute for International Economics. 2003. iv. Berg A., Pattillo C., “Are Currency Crises Predictable? A Test”. *IMF Staff Papers*, Vol. 46, No. 2. June 1999.

过去，理论界对于经常项目顺差多少为宜没有统一标准。进入本世纪以来，随着国际社会对全球经济失衡愈演愈烈的状况日益担忧，才开始关注经常项目顺差问题。2007年，国际货币基金组织通过《对成员国汇率政策监督的决定》，要求成员国避免引发外部不稳定，包括过大的经常项目顺差。2010年底的二十国集团首尔峰会上，美国等国家曾经动议，在“均衡、强劲、可持续增长”政策框架下，各国承诺将经常项目差额控制在GDP的 $\pm 4\%$ 以内。后由于各方分歧较大，会上没有达成一致，而被一揽子参考性指南所取代，且未设统一的量化标准。欧盟2011年12月出台了旨在提高经济财政一体化程度的“六项规则”，其中一项预警指标是经常项目逆差与GDP之比不应超过4%，顺差占比不应超过6%。

经常项目收支是中国对外经济交往的主要形式，也是国际收支顺差、外汇储备增长的主要来源（见表1-2和图1-11）。经常项目大额顺差是中国2005年以来才有的现象，以前是顺差和逆差交替出现且规模及占比均不大（见图1-11）。2008年以来，受周期和结构性因素的共同影响，中国经常项目顺差规模及其占GDP之比逐年下降，现已回落到国际认可的合理水平。但由于资本流出渠道不足，相关政策支持尚不到位，民间对外投资特别是金融投资水平较低，无法完全消化经常项目顺差，客观上造成国际收支“双顺差”、外汇储备继续较快增长。

跨境资本流动波动较大。2011年前三季度，国际通行口径的跨境资本净流入2500亿美元，较2010年同期增长62%。第四季度，在美欧主权债务危机影响下，国际资本避险情绪加重，跨境资金净流入套利倾向减弱，资本和金融项目转为净流出290亿美元（关于2011年四季度我国跨境资本流动波动的讨论详见《2011年中国跨境资金流动监测报告》）。全年，我国资本和金融项目顺差2211亿美元，较上年减少23%，与同期GDP之比为3.0%，比2010年下降1.8个百分点（见表1-2）。2011年，我国交易引起的外汇储备由前三季度同比多增888亿美元转为全年少增847亿美元。

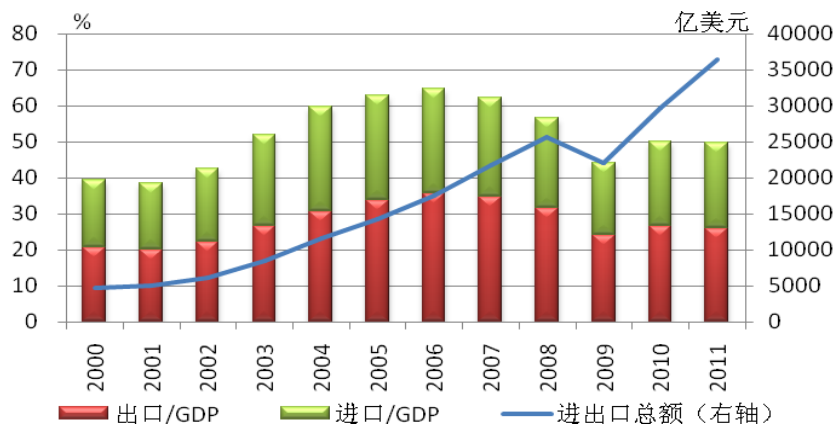
二、国际收支主要项目分析

(一) 货物贸易

据海关统计，2011年我国货物贸易呈现以下特点：

对外贸易保持较快增长，但外贸依存度较前几年明显下降。2011年，我国进出口总额同比增加23%，与同期GDP之比为49.9%，较上年下降0.3个百分点，较2006年的历史高点回落15.0个百分点，显示我国经济增长的内生性进一步增强。其中，出口与GDP之比为26.0%，较上年下降0.6个百分点，较2006年下降9.7个百分点；进口与GDP之比为23.9%，较上年上升0.3个百分点，较2006年下降5.3个百分点（见图2-1）。

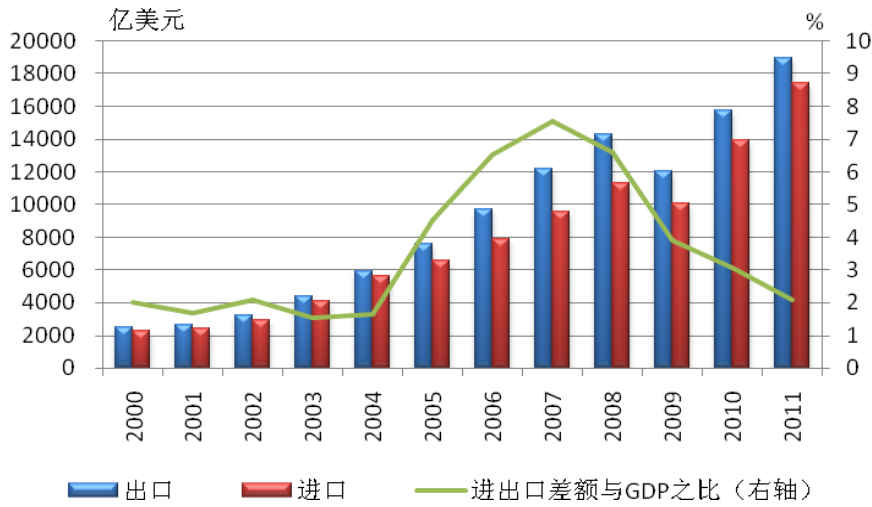
图 2-1 2000-2011 年进出口规模及其与 GDP 之比



数据来源：海关总署，国家统计局。

进口增速快于出口，进出口顺差进一步缩小。2011年，我国出口较2010年增长20%，进口增长25%，顺差1551亿美元，下降15%。进出口顺差与同期GDP之比为2.1%，较2010年下降1.0个百分点，较2007年的历史高点下降5.4个百分点（见图2-2）。

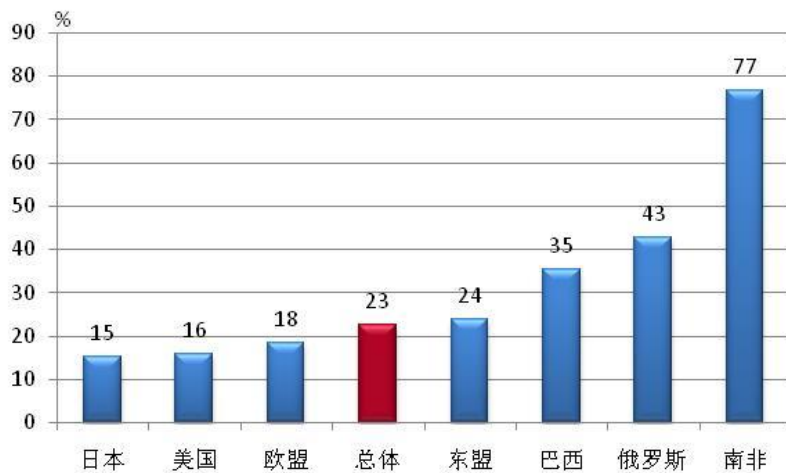
图 2-2 2000-2011 年进出口差额及其与 GDP 之比



数据来源：海关总署，国家统计局。

我国对新兴市场国家进出口增长强劲，对外贸易多元化成效显著。2011 年，欧盟、美国仍为我国前两大贸易伙伴，但受欧美经济放缓的影响，其进出口总额合计占我国贸易总额的 28%，较 2010 年下降 1 个百分点。我国对东盟进出口总额较快增长，东盟超过日本成为我国对外贸易的第三大伙伴。此外，我国与巴西、俄罗斯和南非等部分新兴市场国家双边贸易发展迅速（见图 2-3）。

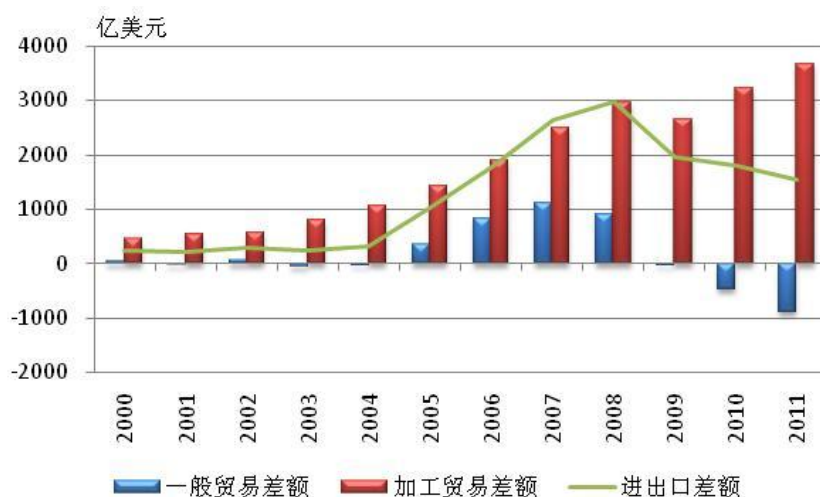
图 2-3 2011 年中国与主要贸易伙伴的进出口总额增长率



数据来源：海关总署。

加工贸易是进出口顺差的主要来源，而外商投资企业又是加工贸易顺差的主体。2011年，我国加工贸易顺差3656亿美元，较2010年增长13%，同期进出口顺差总额下降15%。其中，外商投资企业加工贸易顺差3144亿美元，增长16%，占加工贸易总顺差的86%，显示“顺差在境内、利润归外国”的国际分工格局进一步强化。当年我国一般贸易逆差903亿美元，较2010年扩大了91%，是推动我国进出口顺差总体收窄的重要因素（见图2-4）。

图 2-4 2000-2011 年中国货物贸易差额构成

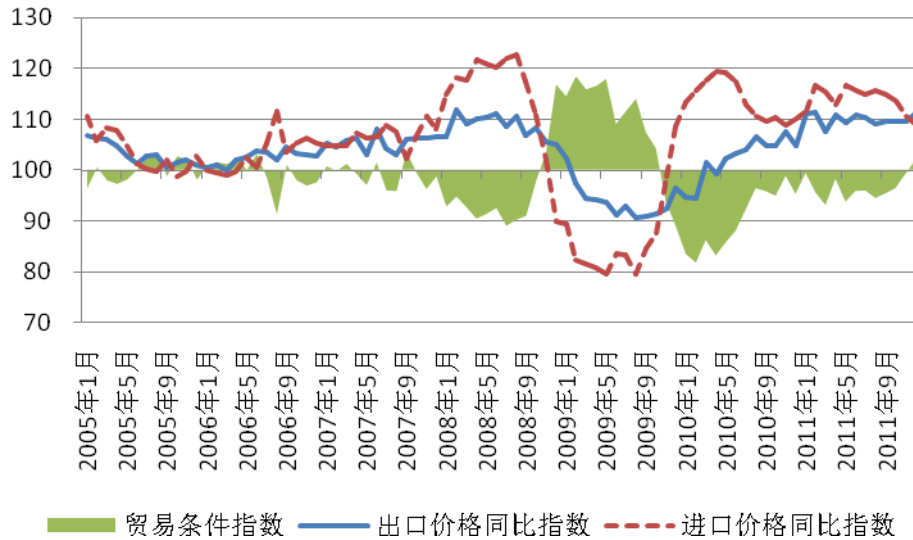


数据来源：海关总署。

进出口商品价格均较快上涨。2011年，出口商品价格涨幅创下2008年金融危机以来的新高，反映了进口成本增加、劳动力价格上升和人民币汇率升值的压力。除12月份外，其他11个月，进口商品价格同比增速均快于出口，我国贸易条件指数趋于恶化（见图2-5）。从出口增长的贡献构成看，2011年6月起，出口商品价格上涨的贡献总体超过出口量增长，显示中国外贸出口面对人民币汇率升值及成本上升的压力，更多转向非价格竞争（见图2-6）；但从进口增长的贡

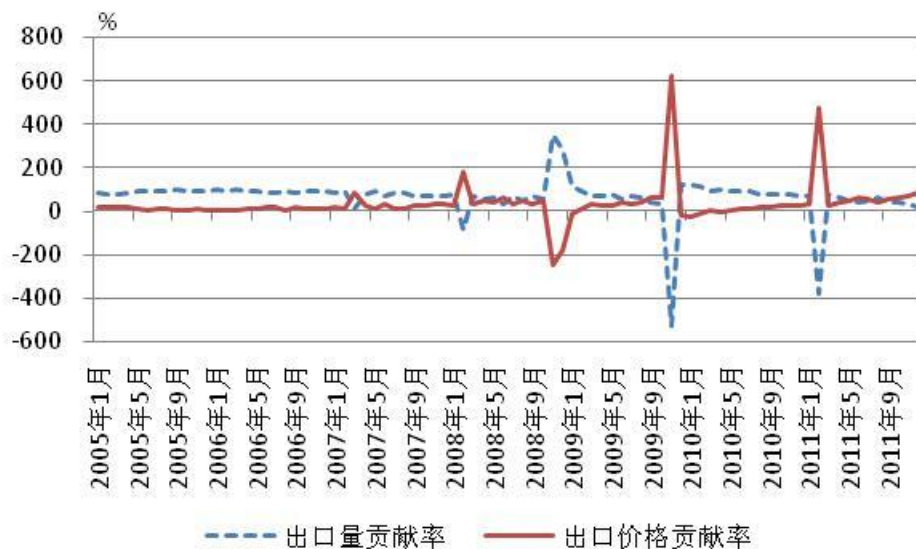
献构成看，主要由进口商品价格上涨拉动，反映了中国企业在国际商品市场上话语权较弱（见图 2-7）。

图 2-5 2005-2011 年进出口商品价格同比指数与贸易条件指数



数据来源：海关总署。

图 2-6 2005-2011 年出口额增长的贡献构成



数据来源：海关总署。

图 2-7 2005-2011 年进口额增长的贡献构成

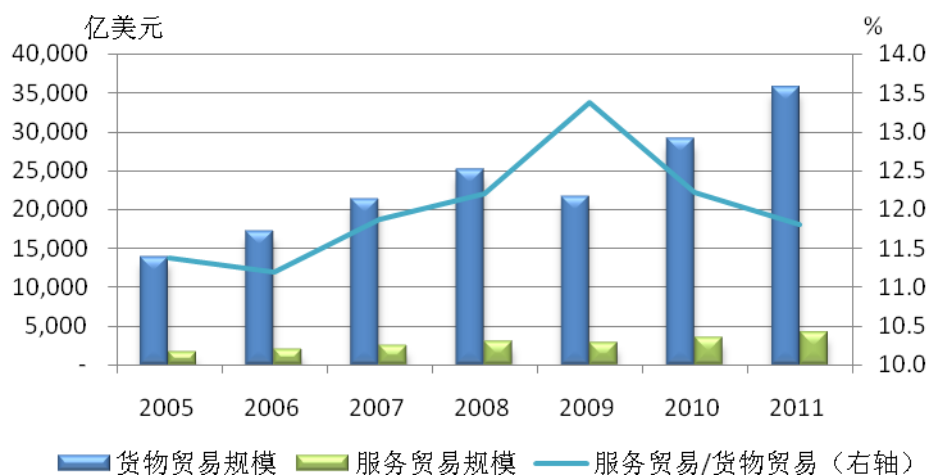


数据来源：海关总署。

(二) 服务贸易

服务贸易规模保持较快增长。按国际收支统计口径，2011 年服务贸易总额 4209 亿美元，较上年增长 18%。服务贸易总额增速较货物贸易增速低 5 个百分点，相当于货物贸易总额的 12%，占比较上年下降 0.4 个百分点（见图 2-8）。相比发达国家服务贸易相当于货物贸易的三成到五成的水平，我国服务贸易发展潜力巨大。

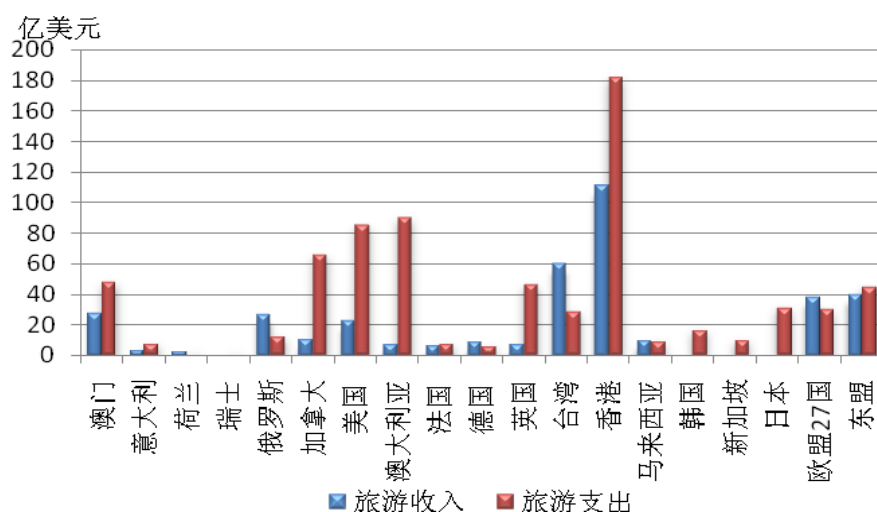
图 2-8 2005-2011 年货物和服务贸易比较



数据来源：国家外汇管理局。

运输和旅游项目逆差扩大是服务贸易逆差扩大的主要原因。2011年，服务贸易逆差较上年增长77%。其中，运输逆差达449亿美元，较上年增长55%，占服务贸易总逆差的81%。我国外贸进出口总量增加，境内企业对国际货物运输的需求上升，带动运输服务支出较快增长。旅游逆差达到241亿美元，较上年增长1.7倍。其中，全年我国入境旅游1.35亿人次，同比增长1%，带动住宿、餐饮购物等旅游收入略长；随着国民收入水平提高，居民消费结构继续呈现多元化发展，内地居民出境0.7亿人次，增长22%，带动境外观光、购物、留学等旅游支出大幅增加。从分国别和地区的情况看，内地对美国、澳大利亚、英国、加拿大和香港均呈现较大规模的旅游逆差（见图2-9）。

图 2-9 2011 年旅游项目分国别和地区的收支情况

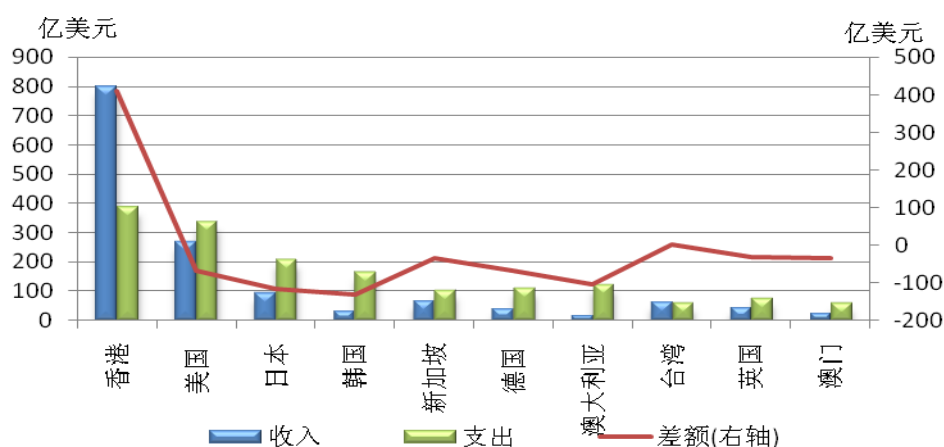


数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易伙伴国家和地区集中度高。主要服务贸易伙伴集中在邻近地区和欧美发达国家，服务贸易收支前十名伙伴国家和地区占服务贸易总额的73%（见图2-10）。其中，我国对香港地区大幅顺差

412 亿美元，对台湾地区小幅顺差 4 亿美元，对其他主要伙伴国均呈现逆差，逆差较大的国家包括韩国、日本、澳大利亚和美国，分别为 131 亿、116 亿、105 亿和 66 亿美元。

图 2-10 2011 年服务贸易分国别和地区的收支情况

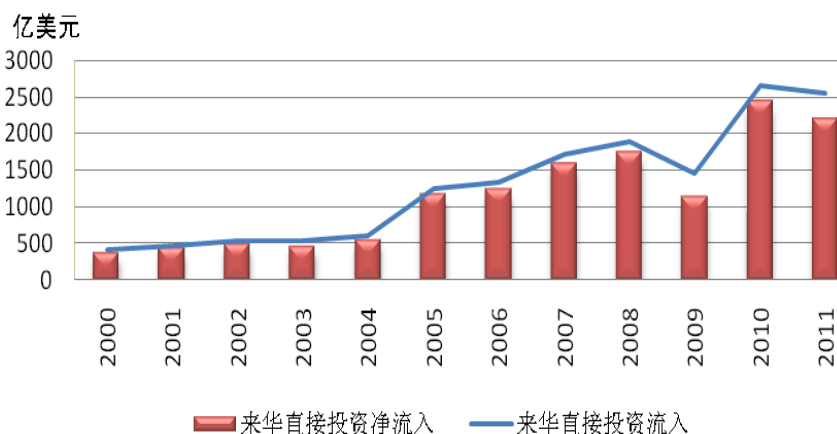


数据来源：国家外汇管理局。

（三）直接投资

外国来华直接投资流入及净流入均有所下降。2011 年，我国来华直接投资流入 2543 亿美元，较上年减少 4%；净流入 2201 亿美元，较上年减少 10%，但仍居历史高位（见图 2-11）。

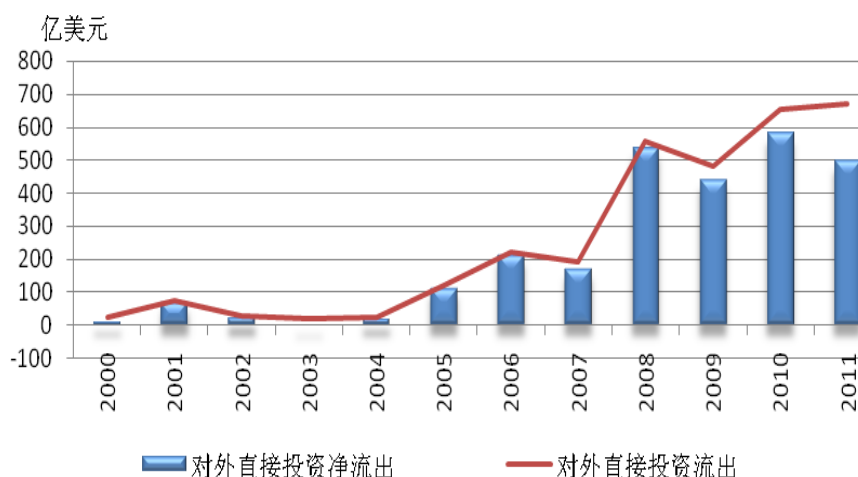
图 2-11 2000-2011 年我国来华直接投资流入及净流入情况



数据来源：国家外汇管理局。

对外直接投资流出保持增长，但净流出有所减少。2011年，我国对外直接投资流出671亿美元，较上年增加15亿美元，创历史新高。受我国对外直接投资清盘增加和从境外关联企业收回贷款大幅增长的影响，全年对外直接投资撤资达174亿美元，较上年增长1.3倍，导致我国对外直接投资净流出497亿美元，同比减少14%（见图2-12）。

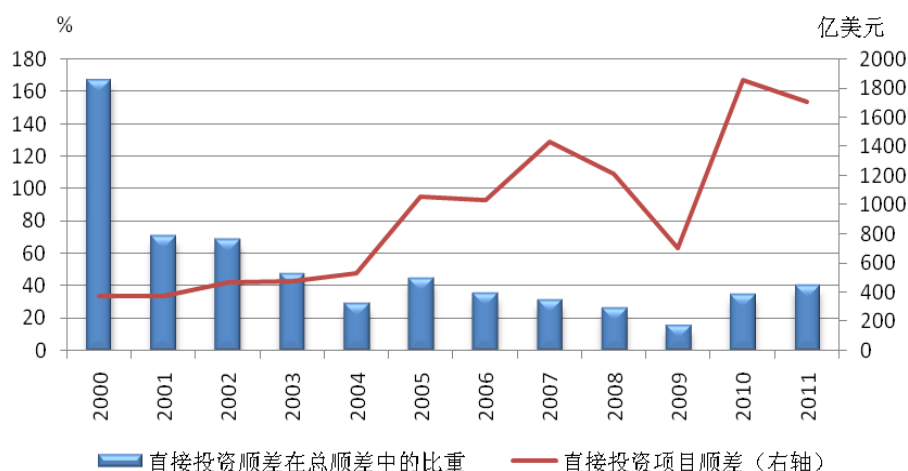
图 2-12 2000-2011 年我国对外直接投资流出及净流出情况



数据来源：国家外汇管理局。

直接投资净流入是我国国际收支顺差的主要来源。2011年，我国直接投资顺差1704亿美元，较上年减少8%（见图2-13）。就直接投资顺差在国际收支总顺差中的占比而言，近年来总体呈现下降趋势，其他形式的资本流动对我国国际收支状况的影响加大（见图2-13和图1-6）。2011年该比重为40%，较2009年的低谷回升了24个百分点，再次凸显金融动荡时期直接投资对于我国国际收支状况的稳定作用，同时也表明国际长期投资继续看好中国。

图 2-13 2000-2011 年直接投资顺差情况

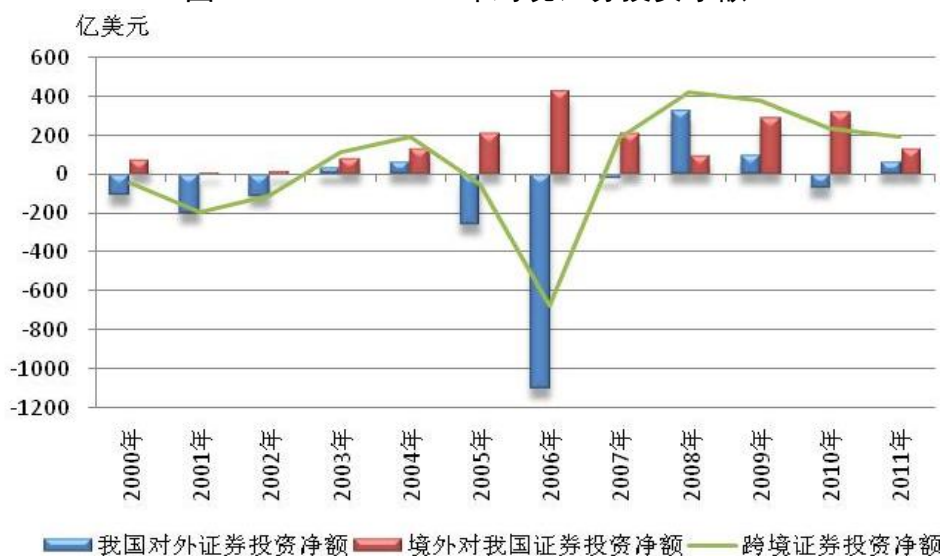


数据来源：国家外汇管理局。

（四）证券投资

跨境证券投资净流入延续下降。2011 年，我国证券投资项下跨境资金净流入 196 亿美元，较上年下降 18%。其中，我国对外证券投资净流入 62 亿美元，上年为净流出 76 亿美元；境外对我国证券投资净流入 134 亿美元，较上年下降 58%（见图 2-14）。

图 2-14 2000-2011 年跨境证券投资净额

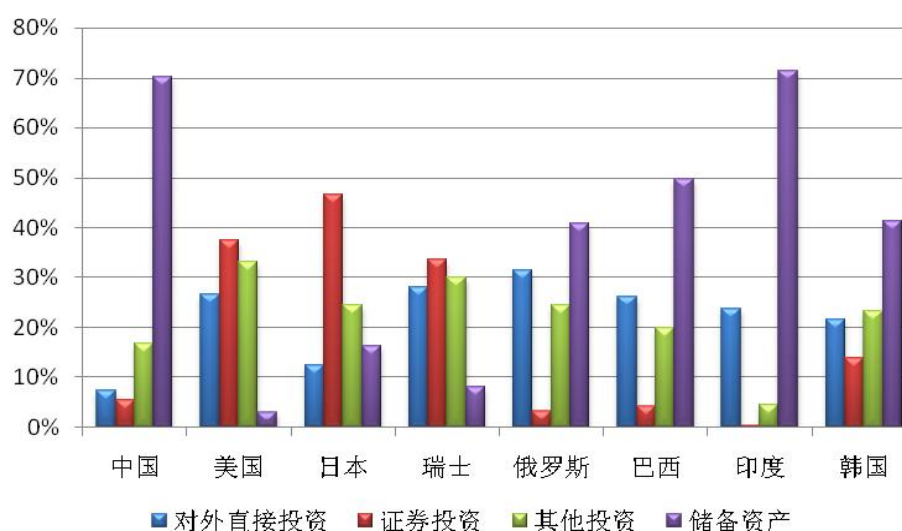


注：我国对外证券投资正值表示净回流，负值表示净流出；境外对我国证券投资正值表示净流入，负值表示净流出。

数据来源：国家外汇管理局。

我国对外证券投资下降。2011年，美国和欧洲主权债务问题叠加并不断恶化，国际金融市场大幅震荡，国内投资者避险动机增强，对外投资意愿减弱。全年，我国对外股票投资新增额和撤资额分别为101亿和112亿美元，较上年分别下降49%和2%，两项合计净流入11亿美元，上年为净流出84亿美元；我国对外债券投资新增额和撤资额分别为91亿和143亿美元，分别下降37%和7%，两项合计净流入51亿美元，增长6倍。据国际投资头寸统计显示，截至2011年9月末，我国对外金融资产中的证券投资占比为5.5%，略高于俄罗斯、巴西、印度等“金砖国家”，但与发达经济体差距明显（见图2-15）。这反映出包括我国在内的新兴市场经济体受制于政策约束、市场条件等因素，民间对外金融投资渠道有限、规模不足，进而影响在国际金融市场的定价权和话语权。

图 2-15 我国对外资产构成的国际比较



注：采用国际投资头寸表的统计口径。巴西、韩国为2011年12月末数据，中国、日本、印度为2011年9月末数据，美国、瑞士、俄罗斯为2010年12月末数据。

数据来源：国家外汇管理局，环亚经济数据库（CEIC），相关国家货币当局。

境外对我国证券投资下降。在股票投资方面，2011年全球资本市场在美欧主权债务危机冲击下遭遇寒冬，而国内企业更面临境外做空力量的持续打压，使境外上市首发和再融资规模由2010年的354亿美元大幅回落至116亿美元，加上合格境外机构投资者新增投资8亿美元，全年境外对我国股票投资净流入53亿美元，较上年下降83%。在债券投资方面，2011年境外对我国债券投资净流入81亿美元，较上年增长24倍，主要原因是2010年8月开放境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资境内银行间债券市场所释放的政策效应，以及财政部和境内机构在香港离岸市场发行人民币债券增多。

（五）贸易信贷

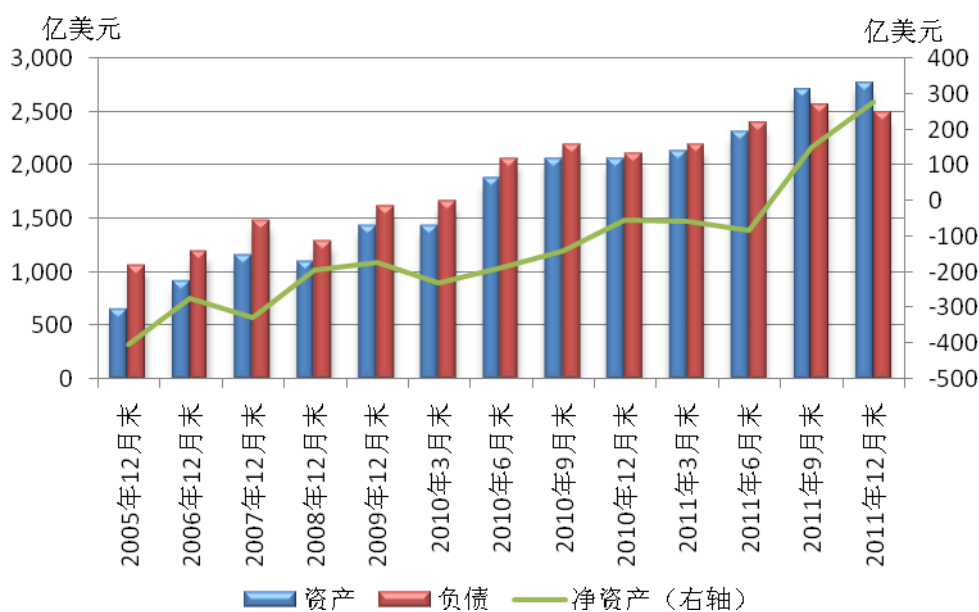
贸易信贷⁵资产负债规模持续增长（见图2-16）。据贸易信贷抽样调查系统显示，2011年末，贸易信贷资产余额2769亿美元，较上年末增加710亿美元，增长34%。其中，出口应收款2192亿美元，增加482亿美元；进口预付款577亿美元，增加228亿美元。贸易信贷负债余额2492亿美元，较上年末增加380亿美元，增长18%。其中，进口应付款1914亿美元，增加434亿美元；出口预收款578亿美元，减少53亿美元。从流量看，2011年，我国出口应收款大幅

⁵ 贸易信贷指中国境内外企业因贸易往来而相互赊账，形成的应收/预付账款（资产方）和预收/延付账款（负债方），它反映了贸易双方占用对方资金的情况。银行提供的贸易融资和融资性担保不在此列。

贸易信贷的资产和负债方是国际收支平衡表“资本和金融项目”中“其他投资”项下的重要子项目。其中，贸易信贷的负债方也是我国外债统计的一个重要数据源，与登记外债共同构成我国外债余额。

增加而出口预收减少，显示危机环境下我国出口收账条件有所恶化。从存量看，出口应收比预收情况更突出、进口延付比预付情形更显著，这种跨境贸易融资方式难以通过流入结汇实现套利，而是基于实际贸易背景的负债美元化的财务管理运作。

图 2-16 2005 年末至 2011 年末贸易信贷资产负债余额状况

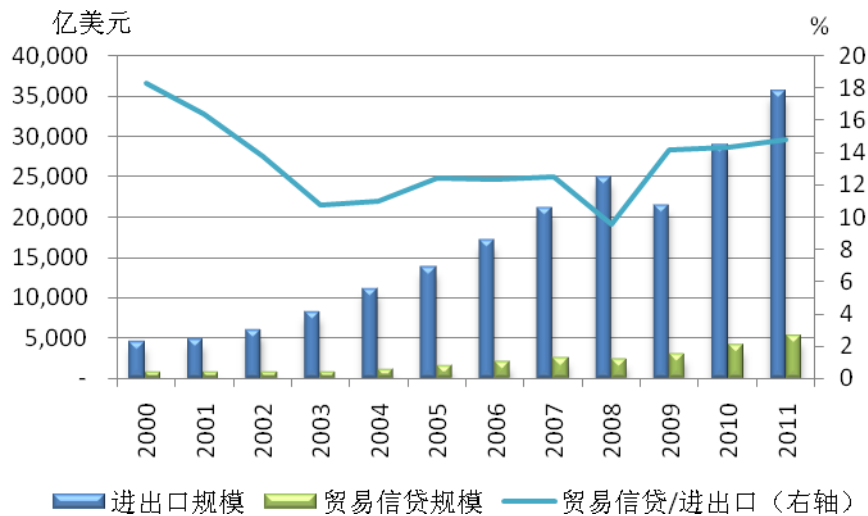


数据来源：国家外汇管理局。

贸易信贷是后危机时期我国企业一种重要的融资方式。2011 年末，贸易信贷资产负债总额占当年进出口总量的比重维持在 15% 左右，较 2008 年以前有所提高（见图 2-17）。从期限看，短期贸易信贷占比较高。截至 2011 年末，样本企业短期（一年以下）贸易信贷资产占其全部资产的比重为 90%，样本企业短期贸易信贷负债占其全部负债的比重为 93%。从主体看，外商投资企业较内资企业的贸易信贷更为活跃。截至 2011 年末，就样本企业而言，外商投资企业贸易信贷资产占比为 62%，外商投资企业贸易信贷负债占比为 58%。此外，外商投资企业更多利用应收/应付进行资金安排，而内资企业

更多利用预收/预付进行资金安排。

图 2-17 2000-2011 年贸易信贷和进出口规模比较



数据来源：国家外汇管理局。

贸易信贷转为净资产，且波动较大。2011 年末，贸易信贷净资产 277 亿美元，这是我国首次成为净资产国（上年为净负债 52 亿美元）。这表明，2011 年我国企业与境外客商之间与贸易有关的资本流动总体上为净流出。其中，2011 年一、二季度，贸易信贷净资产显示为小幅下降（即净流入）3 亿和 27 亿美元，但三、四季度转为大幅上升（即净流出）233 亿和 127 亿美元（见图 2-16）。2011 年下半年贸易信贷资金由净流入转为净流出是资产增加、负债减少共同作用的结果。下半年，欧美主权债务危机逐步恶化，外部流动性紧张。受此影响，为争取海外订单，我国企业对外商业授信增多，境外企业较多占用我方贸易资金，使贸易信贷资产方增长。同时，9 月底以来，国际金融市场大幅震荡，人民币汇率打破单边升值预期，企业加速还债，使贸易信贷负债方减少。

三、外汇市场运行与人民币汇率

(一) 外汇市场改革和建设情况

丰富外汇市场交易品种。在银行对客户市场和银行间外汇市场推出人民币对外汇期权业务，并适应市场需求鼓励银行为客户办理期权组合业务，促进人民币外汇衍生产品市场发展。在银行对客户市场推出人民币外汇货币掉期业务，完善货币掉期市场结构。

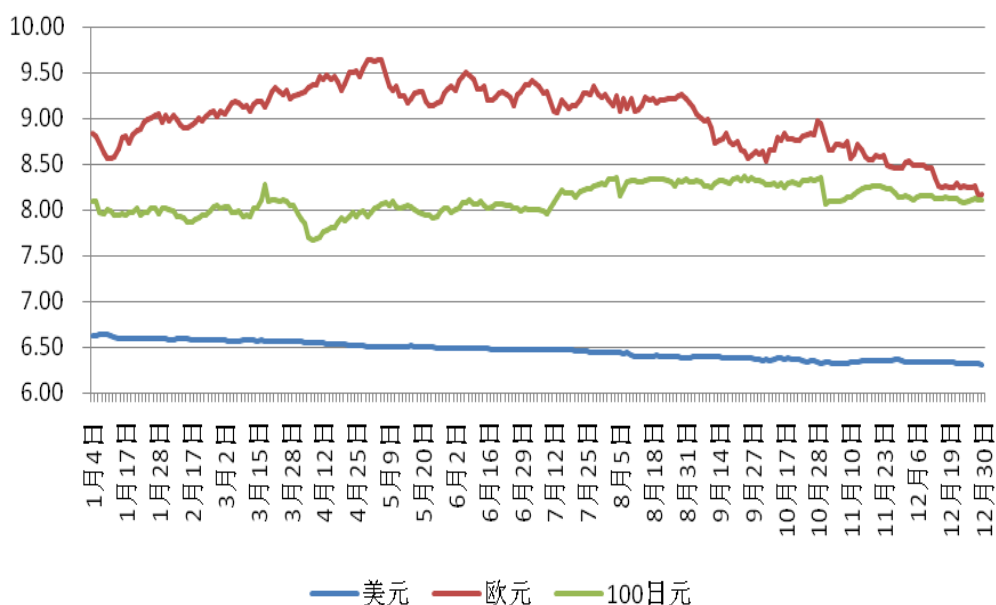
增加外汇市场交易币种。银行间外汇市场推出澳大利亚元和加拿大元对人民币交易，便利银行管理风险，降低跨境贸易和投资汇兑成本。

人民币外汇衍生产品市场基准体系逐步完善。银行间外汇市场相继公布外汇掉期曲线、美元隐含利率曲线、人民币隐含波动率曲线和外汇远期曲线，形成较为完整的衍生产品市场基准体系，便利了市场参与者的交易和风险管理。

(二) 人民币对主要货币汇率走势

人民币对美元双边汇率继续升值。2011年末，人民币对美元汇率中间价收于6.3009元/美元，较2010年末升值5.1%。2005年人民币汇率形成机制改革以来，人民币对美元汇率中间价累计升值31.4%（见图3-1）。

图 3-1 2011 年人民币对美元、欧元和日元汇率中间价走势



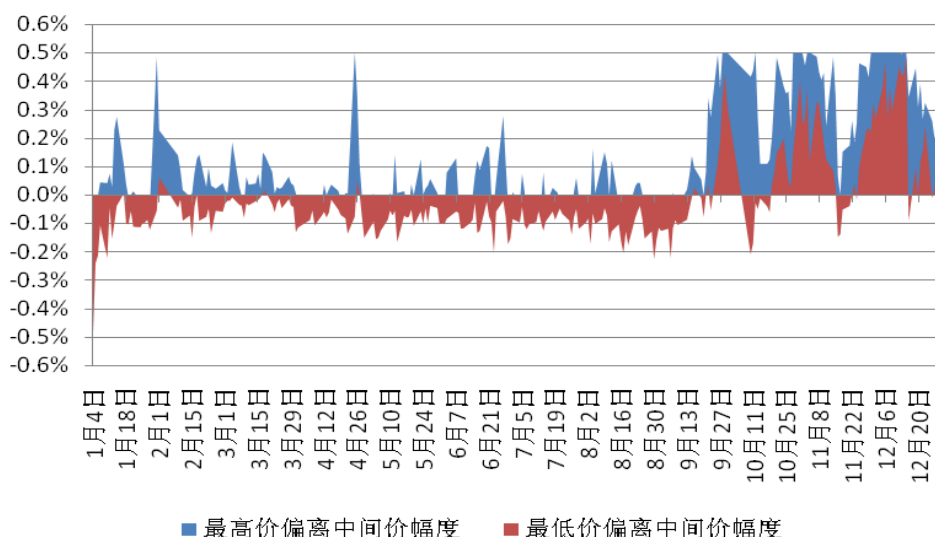
数据来源：中国外汇交易中心。

人民币汇率双向波动增强。2011 年，银行间即期外汇市场人民币对美元交易价日间最大波动（最高价-最低价）日均为 96 个基点，2010 年为 70 个基点；交易价相对中间价的日间最大波幅日均为 0.18%，2010 年为 0.10%。全年 244 个交易日中，交易价在 71 个交易日处于中间价升值区间波动，58 个交易日处于中间价贬值区间波动，115 个交易日围绕中间价上下波动，三个方向的分布更加平衡（见表 3-1）。9 月下旬以来，随着国内外汇供求关系的变化，银行间市场多个交易日出现交易价触及当日中间价 0.5% 的浮动区间上限（或者说人民币对美元跌停）（见图 3-2）。但交易价跌停不等于人民币汇率贬值，四季度人民币对美元中间价升值了 0.9%。同时，在跌停价位上央行抛售外汇储备，向市场提供外汇流动性，这不同于股票跌停时有价无市的情况。

表 3-1 2006-2011 年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况

	相对中间价日间最大波幅（日均）	围绕中间价上下波动	处于中间价升值区间波动	处于中间价贬值区间波动
		（交易日占比）		
2006 年	0.07%	83.1%	13.6%	3.3%
2007 年	0.11%	66.5%	25.6%	7.9%
2008 年	0.15%	65.4%	16.3%	18.3%
2009 年	0.04%	70.5%	12.3%	17.2%
2010 年	0.10%	61.6%	23.1%	15.3%
2011 年	0.18%	47.1%	29.1%	23.8%

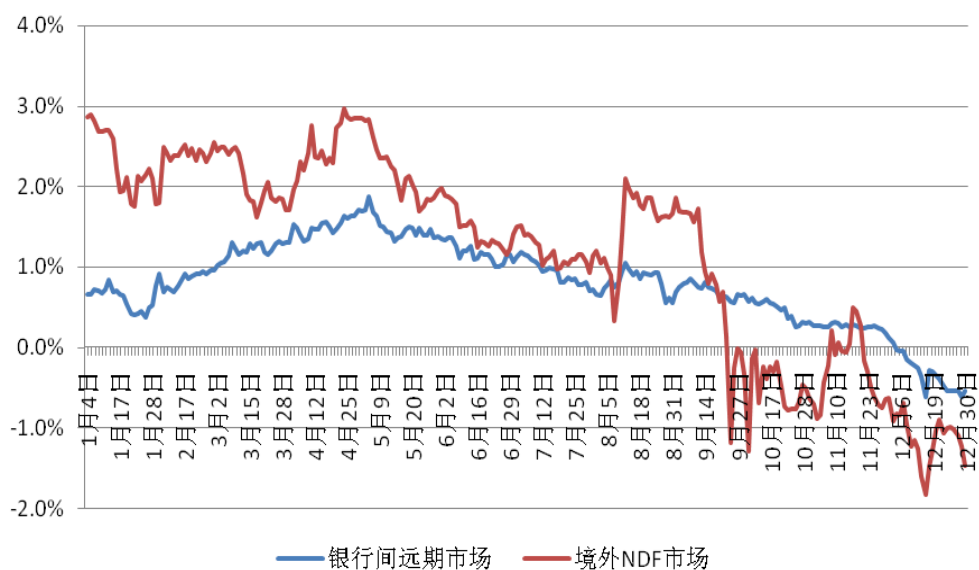
图 3-2 2011 年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况



数据来源：中国外汇交易中心。

人民币汇率单边预期被打破。2011 年初至 9 月中旬前，境内外均维持人民币对美元升值预期。但受世界经济复苏乏力、欧债危机持续发酵、中国经济增长放缓等内外部因素的共同影响，人民币升值预期震荡减弱，境外和境内人民币汇率预期相继在 9 月下旬和 12 月上旬由升转贬。2011 年，境内外远期市场 1 年期报价隐含的人民币升值预期幅度最高分别为 1.9% 和 3.0%，人民币贬值预期幅度最高分别为 0.6% 和 1.8%（见图 3-3，专栏 3）。

图 3-3 2011 年境内外远期市场一年期人民币对美元升值预期



数据来源：中国外汇交易中心，路透。

专栏 3:

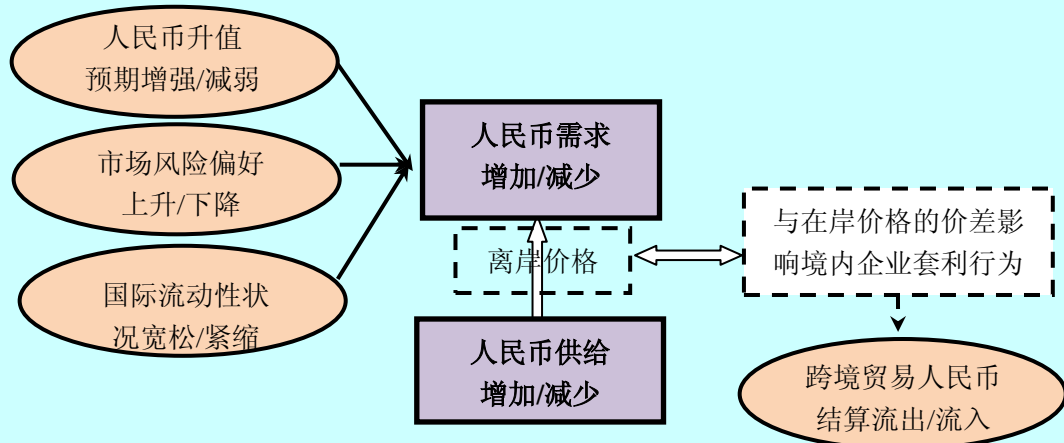
香港离岸人民币外汇市场的价格形成机制

香港离岸人民币外汇市场起步于 2004 年香港银行个人人民币兑换业务，发展于 2009 年跨境贸易人民币结算试点。依托香港作为国际金融中心的自身优势和内地金融市场的逐步开放，香港离岸市场的参与主体、交易品种和市场规模稳步增长，目前已形成即期和远期两种汇率、三条曲线（CNH Spot（即期汇率）、CNH DF（可交割的远期汇率）、CNY NDF（不可交割的远期汇率））。

一般来说，同一商品在不同市场上进行交易，如果不存在管制，套利机制将使不同市场上的价格趋同。尽管当前人民币尚未实现完全可兑换，但随着人民币跨境流动的渠道逐步增多，离岸市场与在岸市场之间已经存在自发的套利机制，使离岸价格与在岸价格之间具有内在收敛性，很难长期大幅偏离。

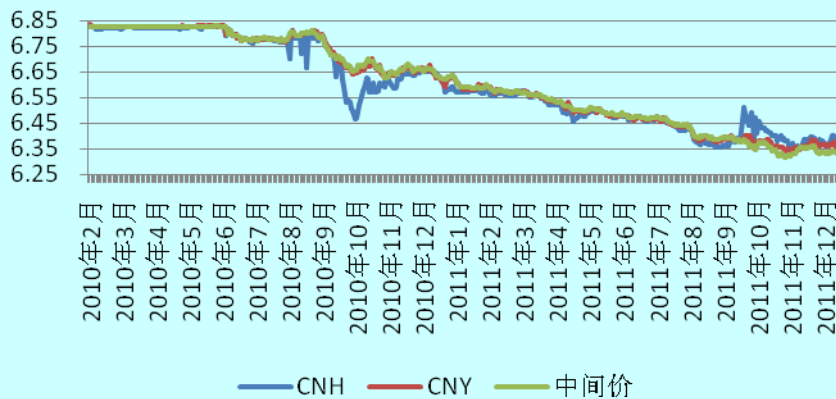
基于现阶段离岸市场与在岸市场的规模比较以及人民币有管理的浮动汇率制度，当前离岸价格的形成机制可以概括为：离岸价格以在岸价格为基础，在市场供求作用下上下波动。境外投资者和境内企业各自作为主要的人民币需求方和供给方，从不同方向影响离岸价格围绕在岸价格上下波动（见图 C3-1）。

图 C3-1 影响离岸价格的市场供求因素



2011年9月下旬，香港离岸市场（CNH）即期人民币汇率相对境内市场（CNY）由溢价转为折让，价差最高达到境外1美元比境内贵0.12元人民币（即1200个基点），此后价差震荡收窄，至年末仍延续小幅折让。这体现了在欧债危机演变、做空中国等外部因素的冲击下，离岸市场投资者风险偏好、流动性及汇率预期发生较大变化，从而使离岸与在岸价格出现偏离，反过来又引发境内企业套利，使两个价格趋近的过程（见图C3-2）。

图 C3-2 2010-2011 年离岸和在岸市场人民币对美元汇率走势



注：CNH 和 CNY 分别代表离岸和在岸价格，均采用即期收盘价。
数据来源：中国外汇交易中心，路透。

在离岸价格与在岸价格之间的关系方面，有以下三个特点值得关注：

一是离岸价格的变化容易出现“超调”。由于在岸价格的快速变化通常被市场解读为人民币升值预期的变化，使得离岸价格在心理预期的作用下，变化速度快于在岸价格。特别地，由于离岸市场的高度开放性，使离岸人民币越来越

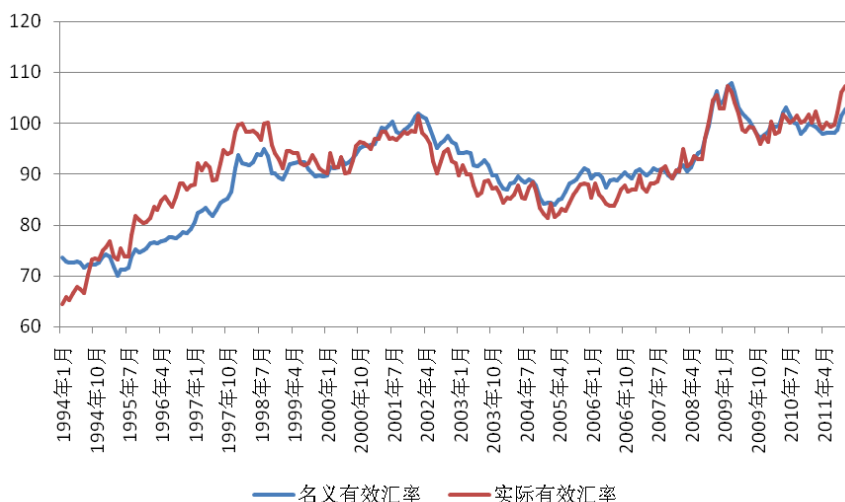
具备像新加坡元、泰铢等亚洲货币的特性，不仅受境内市场的影响，更是全球外汇市场的一部分，在短期内可能摆脱在岸价格特别是中间价的牵制，出现大幅波动。

二是离岸与在岸市场发展的不同步影响两地价差。在市场参与者结构方面，随着越来越多的投资银行、对冲基金以及香港以外的参加行进入离岸市场，使人民币需求方的规模和结构发生变化，交易不再局限于初期的贸易类，非贸易类的交易比重增加并成为市场主流。更为重要的是，这种变化使得影响人民币需求的因素日益增多和复杂，增持或减持人民币已不单纯是人民币升值预期问题。在市场产品结构方面，汇率、利率等各类人民币产品的不断丰富，不仅本身可以改变离岸市场的价格形成机制，也吸引更多的参与者进入离岸市场，影响人民币供求。

三是离岸价格存在政策性的双轨制。根据现行政策安排，人民银行通过清算行为参加行提供人民币兑换窗口，但对清算行在境内银行间外汇市场买入和卖出人民币实施双向额度控制。同时，参加行在清算行办理平盘的人民币头寸仅限于贸易类交易，非贸易类交易只能进入离岸市场。这意味着，贸易和非贸易两类交易存在两种离岸价格，前者直接以在岸价格为基准，而后者还更多地受到市场供求的影响。

人民币有效汇率进一步升值。根据国际清算银行数据，2011年人民币对一篮子货币的名义有效汇率累计升值4.9%，扣除通货膨胀因素的实际有效汇率累计升值6.1%；2005年人民币汇率形成机制改革以来，人民币名义和实际有效汇率累计分别升值21.2%和30.3%（见图3-4）。在国际清算银行监测的61个经济体货币中，2011年人民币名义和实际有效汇率的升值幅度分别居第3位和第2位，俄罗斯、巴西、印度、南非等“金砖国家”货币名义和实际有效汇率平均贬值10.0%和7.4%，人民币在全球新兴市场货币中表现稳定（见专栏4）。

图 3-4 1994-2011 年人民币有效汇率走势



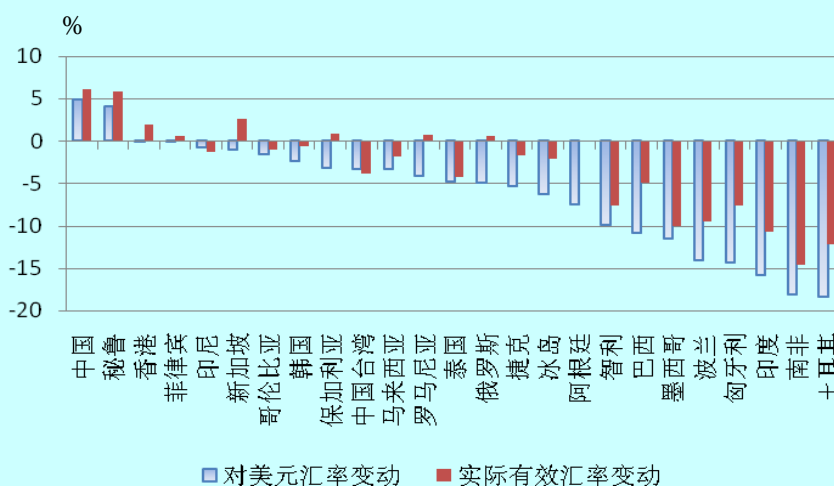
数据来源：国际清算银行。

专栏 4

2011 年新兴市场经济体汇率变动及成因

2011 年，新兴市场经济体汇率在外围环境变化及其自身经济和信贷周期的共同作用下，经历了前涨后跌的大幅波动。全球主要新兴市场经济体货币对美元普遍贬值，国际清算银行统计的新兴市场经济体货币多边汇率同样震荡走弱（见图 C4-1）。

图 C4-1 2011 年主要新兴市场经济体汇率变动



数据来源：国际清算银行，彭博资讯。

跨境资本流动变化是新兴市场经济体汇率大幅波动的重要影响因素。2011

年上半年，投资者对于美欧经济增长的关注超过对于欧债危机的担忧，市场信贷环境相对宽松，新兴市场基金净流入。7月末，新兴市场货币指数（EMCI）较上年末上涨3.3%。8月份后，在美国债务上限问题以及欧债危机的反复冲击下，欧美银行业去杠杆化压力上升，市场信贷紧缩状况加剧，新兴市场基金转为净流出。多数新兴市场经济体货币回吐了年初以来涨幅，12月末EMCI指数较7月末下跌了13%，较上年末下跌了9.1%（见图1-1）。

贸易收支状况差异使新兴市场货币走势出现分化。投资者风险偏好及资金流向变化等外部因素对贸易赤字国家的影响更为显著。对贸易赤字国而言，如果流入的资金没有有效地提升其对外贸易竞争力和相应的偿债能力，债务性资本最终会撤离。2011年，“金砖国家”中印度和南非货币实际有效汇率全年贬值幅度均超过10%，原因也在于投资者担心其贸易逆差的国际收支模式不可持续，将最终损及经济增长。

预计未来新兴市场汇率仍将随全球金融市场风险偏好的变化而呈现较大波动。新兴市场经济体高增长的潜力是其汇率长期走势的重要支撑因素。但从金融层面看，新兴市场经济体金融市场的深度和广度仍相对有限。截至2011年6月末，BIS统计的26个主要新兴市场国家国内债券市场存量总规模仅相当于同期全球债券存量的13.4%和美国国债规模的80.7%。从经济层面看，新兴市场与发达经济体实体经济的“脱钩”现象也还未出现。出口导向型新兴市场经济体汇率尤其易受外部需求变化的影响。

（三）外汇市场交易

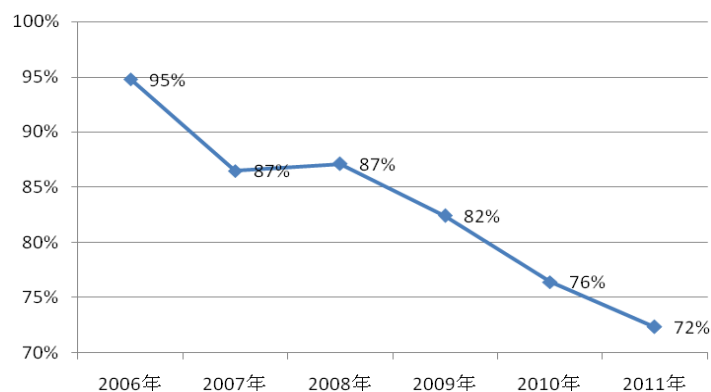
2011年，人民币外汇市场累计成交8.64万亿美元（日均成交354亿美元），较上年增长26.9%。其中，银行对客户市场和银行间外汇市场分别成交3.10万亿和5.54万亿美元⁶（见表3-2）。

即期外汇交易平稳增长。2011年，银行对客户即期结售汇（不含远期履约）累计2.7万亿美元，较上年增长25%；银行间即期外

⁶ 银行对客户市场采用客户买卖外汇总额，银行间外汇市场采用单边交易量，下同。

汇市场累计成交 3.55 万亿美元，日均成交 146 亿美元，较 2010 年日均增长 16%。2011 年，即期交易在外汇市场交易总量中的比重降至历史最低的 72%（见图 3-5），显示国内外汇市场的产品结构趋向多样化，衍生产品开始被市场主体越来越多地运用。

图 3-5 2006-2011 年即期交易在外汇市场交易总量中的比重



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

远期外汇交易大幅增长。2011 年，银行对客户远期结售汇累计签约 3871 亿美元，其中结汇和售汇分别为 1913 亿和 1958 亿美元，较 2010 年分别增长 37%、16%和 67%；银行间远期外汇市场累计成交 2146 亿美元，日均成交 8.8 亿美元，较 2010 年日均增长 5.5 倍。

外汇和货币掉期交易大幅增长。2011 年，银行对客户外汇和货币掉期累计签约 142 亿美元，较 2010 年增长 1.2 倍；银行间外汇和货币掉期市场累计成交 1.77 万亿美元，日均成交 72.6 亿美元，较 2010 年日均增长 37%。

外汇期权市场从无到有。2011 年 4 月 1 日，银行对客户市场和银行间外汇市场正式开展期权交易，银行间期权市场全年累计成交名义本金合计 10.1 亿美元，主要为 3 个月以内的短期限美元期权，以外汇看跌期权为主；银行对客户期权市场累计成交 8.7 亿美元，以

外汇看涨期权为主。12月末，银行间期权市场人民币对美元3个月和1年期限的隐含波动率分别为3.23%和4.54%，较境外无本金交割期权市场（NDO）同期限波动率分别高出0.1个和0.2个百分点。

表 3-2 2011 年人民币外汇市场交易概况

交易品种	交易量（亿美元）
即期	62544
银行对客户市场	27005
银行间外汇市场	35538
远期	6017
银行对客户市场	3871
银行间外汇市场	2146
其中：3个月（含）以下	1282
3个月至1年（含）	815
1年以上	49
外汇和货币掉期	17853
银行对客户市场	142
银行间外汇市场	17710
其中：3个月（含）以下	16433
3个月至1年（含）	1244
1年以上	34
期权	19
银行对客户市场	8.7
其中：外汇看涨/人民币看跌	8.1
外汇看跌/人民币看涨	0.6
银行间外汇市场	10.1
其中：外汇看涨/人民币看跌	2.4
外汇看跌/人民币看涨	7.7
其中：3个月（含）以下	9.4
3个月至1年（含）	0.7
1年以上	0
合计	86431
其中：银行对客户市场	31027
银行间外汇市场	55405
其中：即期	62544
远期	6017
外汇和货币掉期	17853
期权	19

注：数据均为单边交易额，采用四舍五入原则。
数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

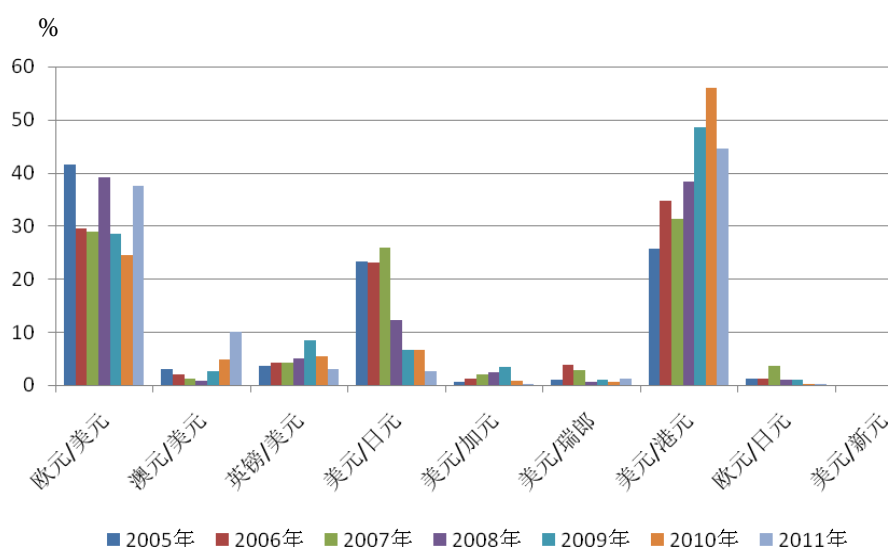
银行间外币对交易大幅增长。2011年，9个外币对买卖累计成交折合947亿美元（见表3-3）。其中，即期交易作为最大交易品种累计成交折合857亿美元，日均成交3.5亿美元，较2010年日均增长69%。银行间外币交易市场自2005年推出以来，始终以美元/港币、欧元/美元两个货币对交易为主，美元/日元交易大幅萎缩，而澳元/美元交易增长较快（见图3-6），总体上符合国际外汇市场格局和内地与香港之间特有的经济联系。

表 3-3 2011 年银行间外汇市场外币对即期交易情况

货币对	欧元/ 美元	澳元/ 美元	英镑/ 美元	美元/ 日元	美元/ 加元	美元/瑞 士法郎	美元/ 港元	欧元/ 日元	美元/ 新元
成交量 (亿美元)	321.3	86.4	25.6	23.0	2.5	9.9	381.4	1.3	5.3
成交量占比 (%)	37.5	10.1	3.0	2.7	0.3	1.2	44.5	0.2	0.6
成交量同比 增长(%)	160.7	256.6	-6.5	-31.5	-37.7	246.6	35.6	73.6	8.4
笔数	22196	6190	1377	2708	637	506	5624	71	606

数据来源：中国外汇交易中心。

图 3-6 2005-2011 年银行间外汇市场外币对即期交易的币种构成



数据来源：中国外汇交易中心。

四、国际收支形势展望和政策取向

（一）形势展望

2012年，预计全球经济复苏放缓，国际资本流动不确定性依然较大。面对高企的政府债务，欧美等发达经济体将继续实施紧缩财政政策，经济增长提升空间有限。2012年3月国际货币基金组织最新预计，全年全球经济增长3.3%，较2011年放慢0.5个百分点；世界贸易总量增长3.8%，较2011年下滑3.1个百分点。同时，美国、欧洲等主要发达经济体货币政策仍将维持宽松，全球流动性充裕的基础依然存在，但国际金融监管进一步趋严，欧债危机有可能继续向欧元区其它高负债国家蔓延，银行业风险和主权债务风险交织上升，再加上地缘政治事件等不稳定因素，全球资金避险情绪可能会有所起伏，导致跨境资本流动出现较大波动。

2012年，我国经济将保持平稳较快发展，经济增长的内生性继续增强。虽然全年经济增长目标有所下调，但在工业化、城镇化等长期增长因素的推进下，我国经济发展前景依然向好。据国际货币基金组织最新预测，2012年我国经济增长有望达到8.2%，在全球范围内仍位于前列。我国经济发展的质量和效益将有所提升，通过加快经济发展方式转变和经济结构调整，内需对经济增长的作用将进一步增强，而国内物价水平也有望回落。同时，我国将进一步落实扩大消费需求、增加进口和“走出去”战略。

综上，预计2012年，我国国际收支仍将保持顺差，但顺差大幅

减少。发达国家的结构性问题短期内难以解决，国际经济金融将持续动荡，我国可能面临跨境资本流动反复波动的风险。随着外汇供求关系趋于平衡，人民币汇率预期分化，全年人民币汇率走势可能形成有升有贬、双向波动的局面。

专栏 5

主权债务危机发展、演变与展望

2010年以来，欧洲主权债务危机以希腊为起点在欧元区边缘国家迅速蔓延，日本和美国债务问题也引起关注。主权债务危机的发展和演变主要受以下几个因素影响并相互作用：

一是主权债务水平。从各主要国家政府总债务占 GDP 比重的横向比较看，截至 2011 年底，日本为 208.2%，希腊为 165.4%，意大利为 120.1%，美国为 99.5%。相比 2010 年底，除债务水平最高的日本有所下降外，其他国家均有不同程度的上升。居高不下的政府债务水平，增大了危机传染风险，也使主权信用评级遭受调降的可能性大幅上升。2011 年 8 月，标普调降美国评级，从 AAA 级降至 AA+级；希腊评级从 2009 年以来已连续调降 11 次，从 A-级降至目前的 CC 级。

二是危机救助进展。国际货币基金组织、欧盟、欧央行等陆续出台了一系列救助措施，设法控制欧债危机继续恶化和传染风险。其中包括：建立永久性危机解决机制（ESM）并扩大可用救助资金规模；对银行业债务担保和补充资本金；对希腊等危机国家实施资金救助，并启动希腊私人投资者参与救助的计划（PSI）等等。截至 2011 年底，已明确对危机国家救助总金额达 2730 亿欧元，其中希腊 1100 亿欧元，爱尔兰 850 亿欧元，葡萄牙 780 亿欧元。相关救助资金正在根据各国财政紧缩进展分批发放。

三是全球去杠杆化进程。去杠杆化是家庭、企业、银行等在危机情况下的“自救”措施。以银行业为例，去杠杆化的方式主要是控制信贷规模或出售资产以降低负债。通过去杠杆化，银行资产负债表正处于逐步恢复和重建期，但家庭和

企业部门的借贷和消费水平受到了影响。

四是央行量化宽松货币政策。危机中，为刺激经济复苏，美联储承诺将零利率目标至少维持到 2014 年，并实施卖出短期国债、买入长期国债的“扭转”（twist）操作。欧央行也将基准利率维持在 1% 的水平上，通过降息、购买债券、增加流动性供给等方式放松货币政策。截至 2012 年 2 月初，欧央行购买国债规模约达 2190 亿欧元，通过长短期再融资操作（MRO 和 LTRO）注入银行体系的资金余额约 6170 亿欧元。英国央行量化宽松政策实施以来，国债持有量已达 2410 亿英镑。日本央行将隔夜目标利率维持在 0.1% 的极低水平。

国际层面，二十国集团、国际货币基金组织等国际组织和全球金融合作平台正在与危机国家一起，积极探讨和寻求危机解决之道。从根本上说，全球经济稳步复苏，进而通过经济增长消化债务是走出危机的根本途径。在此之前，全球经济和金融市场不确定性仍将持续，主要发达国家的主权债务危机进程仍将曲折反复，新兴市场经济体可能面临新的冲击，全球资本流动格局的变化仍需密切关注。

（二）政策取向

2012 年，我国将继续通过加快转变经济发展方式，推进经济结构战略性调整，进一步扩大内需特别是消费需求，使经济增长转向消费、投资、出口协调拉动；在稳定出口的同时增加进口，促进对外贸易更趋平衡；在提高利用外资质量的同时加快实施“走出去”战略，放宽居民境外投资限制，采取多种措施促进国际收支状况继续改善。

外汇管理部门将把握好“稳中求进”的工作总基调，巩固和扩大应对国际金融危机冲击成果，提高外汇管理服务实体经济能力。一是坚守风险底线，构建防范跨境资本流动冲击的体制机制，密切监测跨境资金双向异常流动，完善应对预案；二是以贸易投资便利化

为重点，深化贸易外汇管理改革，稳步推进资本项目可兑换，拓宽对外投资渠道；**三是**完善交易机制，丰富避险产品，大力发展外汇市场。**四是**完善外汇储备经营管理体制机制，实现储备资产安全、流动和保值增值。