

# **2012 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

2013 年 2 月 28 日

## 内容摘要

2012年，我国跨境资金流动双向变动明显，“经常项目顺差、资本和金融项目逆差”的国际收支平衡新格局初步形成，外汇供求关系总体保持基本平衡。

跨境资金流动状况进一步改善，体现了近年来我国坚持实施“调结构、扩内需、减顺差、促平衡”的政策成效，符合宏观调控的目标，是拓宽资本流出渠道、推进“藏汇于民”的积极结果。同时，也反映了因国内外经济金融环境变化，境内主体调整财务运作，由2011年的“资产本币化、负债外币化”转向2012年前三季度的“资产外币化、负债本币化”，导致跨境资金净流出增加。但这种行为具有较强的顺周期性，2012年第四季度，国内外形势好转，加上季节性、政策性等因素推动境内主体重回“资产本币化、负债外币化”的财务运作行为。因此，2012年我国跨境资金流动形成了较明显的短周期波动，跨境资金流动自我平衡的基础有待进一步巩固。

2013年，我国跨境资金净流入规模反弹和双向变动的内外部因素依然存在，有效管理跨境资金流动风险将面临越来越大的挑战。因此，需要加快建立健全可持续的国际收支平衡体制机制，构筑防范跨境资金流动冲击的有效防线。

## 目 录

一、中国跨境资金流动概况 .....	1
(一) 国际通行口径的跨境资金流动 .....	1
(二) 宽口径的跨境资金流动 .....	3
(三) 2012 年我国跨境资金流动变化的原因分析 .....	10
(四) 跨境资金流动与外汇储备变动 .....	15
二、跨境资金流动主要项目分析 .....	18
(一) 货物贸易 .....	18
(二) 服务贸易 .....	24
(三) 直接投资 .....	27
(四) 证券投资 .....	31
(五) 外债 .....	34
(六) 银行部门 .....	37
三、总结 .....	45
(一) 主要结论 .....	45
(二) 下一阶段政策考虑 .....	47

### 专栏

1. 2012 年我国非银行部门跨境人民币流出入趋于基本平衡
2. 钟摆效应引发年底结售汇顺差大幅反弹
3. 海外代付规模变化是 2012 年跨境收付顺差波动的重要原因
4. 2012 年内地与香港非银行部门跨境资金往来
5. 量化宽松货币政策对新兴市场资本流动的影响

## 一、中国跨境资金流动概况

本部分主要用国际通行口径和宽口径两种方法分析 2012 年我国跨境资金流动总体状况。

### （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，一般用国际收支平衡表中的资本和金融项目，主要包括直接投资、证券投资和其他投资，不含储备资产变动（剔除了汇率、资产价格变动等影响，下同）。2012 年，我国国际通行口径的跨境资本流动呈现以下特点：

**跨境资本流动总量略有增加。**2012 年前三季度，总规模达 1.97 万亿美元，同比增长 3%；与同期 GDP 之比为 35%，较 2011 年同期下降 4 个百分点（见图 1-1）。

图 1-1 2001-2012 年前三季度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。

注：外汇储备增量为剔除了汇率、资产价格变动等影响的储备变动（下同）。

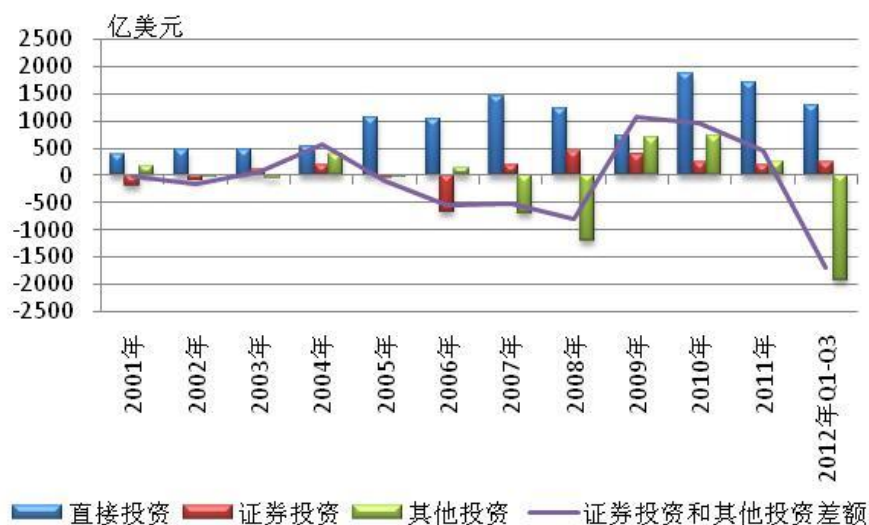
**资本和金融项目呈现逆差。**2012 年前三季度，净流出 368 亿美元，2011 年前三季度为净流入 2500 亿美元。初步统计，2012 年全年

资本和金融项目（含误差与遗漏）逆差 1173 亿美元。这是自 1998 年以来年度资本和金融项目首次逆差（见图 1-1）。

**跨境资本流动短周期波动明显。**2012 年第一季度，资本和金融项目由上一季度的逆差 290 亿美元转为顺差 561 亿美元。第二和第三季度，资本和金融项目分别净流出 412 亿和 517 亿美元。初步统计，第四季度，资本和金融项目（含误差与遗漏）逆差 318 亿美元，按可比口径较第三季度下降 55%。

**直接投资、证券投资保持净流入，其他投资大量净流出。**2012 年前三季度，直接投资净流入 1285 亿美元，较 2011 年同期增长 6%；证券投资净流入 250 亿美元，增长 36%；其他投资净流出 1936 亿美元，2011 年同期为净流入 1060 亿美元（见图 1-2）。其中，境内机构和個人持有的境外存款、贷款、贸易信贷等资产增加 1907 亿美元，同比多增 62%；企业等主体债务去杠杆化，其他投资项下对外负债净流出 29 亿美元，而 2011 年同期为净流入 2238 亿美元。

图 1-2 2001-2012 年前三季度我国直接投资、证券投资和其他投资差额



数据来源：国家外汇管理局。

## （二）宽口径的跨境资金流动

我国宽口径的跨境资金流动监测，除国际收支平衡表数据外，还包括跨境收付和结售汇数据。

### 1. 跨境收付基本情况

跨境收付数据主要反映企业(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收付款(包括外汇或人民币)，即非银行部门跨境收付(或银行代客跨境收付)<sup>1</sup>。2012年，主要呈现以下特点：

**非银行部门跨境收付规模保持较快增长。**2012年，非银行部门跨境收付总额达到5.07万亿美元，较2011年增长15%；与同期GDP之比为62%，较2011年上升2个百分点(见图1-3)。

图 1-3 2001-2012 年我国非银行部门跨境收付情况



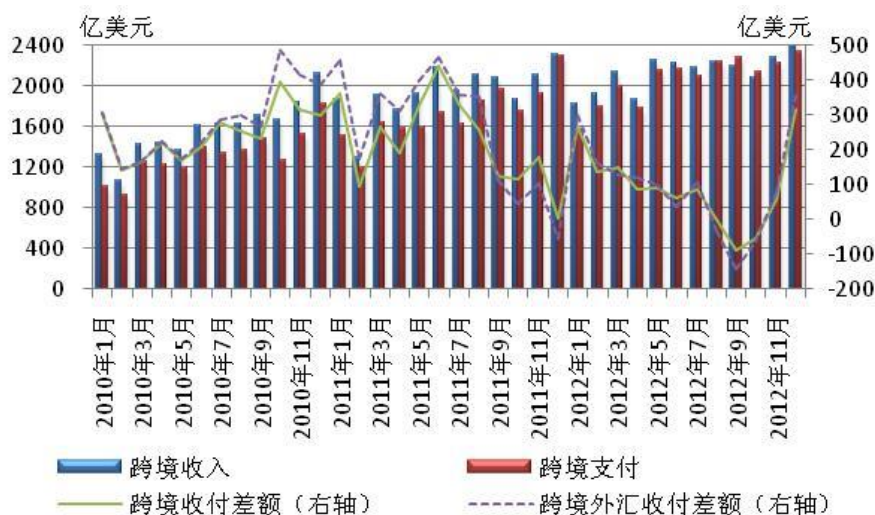
数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

<sup>1</sup>目前，合格境外机构投资者(QFII)和合格人民币境外机构投资者(RQFII)资金流入数据体现在我国银行部门吸收的非居民存款中，未纳入非银行部门跨境收入统计，下同。

企业、个人等主体的跨境资金净流入大幅收窄。2012年，跨境收入较2011年增长11%，支付增长20%，收付顺差1114亿美元，下降59%，是2004年以来的最低值。其中，跨境外汇收支顺差（即剔除人民币收付后的跨境收付差额）为1146亿美元，较2011年下降63%（见图1-3）。

月度跨境收付顺差总体呈“V”型走势。第一季度跨境收付顺差月均184亿美元；第二季度下降至月均80亿美元；第三季度收付基本平衡，其中9月份出现89亿美元逆差，为1998年4月以来首次；第四季度月均顺差回升至108亿美元，仍低于第一季度。其中，10、11月份分别为逆差53亿和顺差59亿美元，12月份顺差升至317亿美元（见图1-4）。

图 1-4 2010-2012 年各月我国非银行部门跨境收付情况



数据来源：国家外汇管理局。

## 专栏 1:

### 2012 年我国非银行部门跨境人民币流出入<sup>2</sup>趋于基本平衡

**跨境人民币收付快速增长。**根据国际收支统计，在人民币汇率预期双向波动的情况下，2012 年我国跨境人民币收付总额增长约 1 倍，占整体跨境资金流动规模的 12%，较上年上升 5 个百分点（见图 C1-1）。其中，流入占整体跨境资金流入的 11%，增加 6 个百分点；流出占 12%，增加 4 个百分点。

图 C1-1 2008 年以来跨境人民币流动与整体跨境资金流动之比



数据来源：国家外汇管理局。

**跨境人民币流出入趋于平衡。**2009 年 10 月至 2011 年 8 月，在相关政策推动下，跨境人民币快速走出国门，跨境人民币净流出出现“井喷”，月均跨境人民币流入与流出之比为 1:2.6。2011 年 9 月至 12 月，欧美主权债务危机不断发酵，国际避险情绪高涨，投资者倾向于获得风险相对较低的美元等资产，跨境人民币转为净流入，月均跨境人民币流入与流出的比为 1.4:1。2012 年各月，随着人民币回流渠道拓宽和市场环境的变化，跨境人民币净流入与净流出交替出现，月均跨境人民币流入与流出的比为 0.99:1，略有净流出。

**跨境人民币从经常项目流出而由资本和金融项目流入。**2010 年和 2011 年，货物贸易项下跨境人民币流出井喷，但跨境人民币投资渠道缺乏，资本和金融项下资金回流有限，主要通过跨境人民币业务清算行和代理行转存境内。2011 年

<sup>2</sup>本专栏中跨境人民币流动是指境内机构（银行除外）和个人通过我国境内银行与境内外非居民发生的涉外人民币收付。它按照收付实现制原则统计，不包括银行等金融机构自身的对外收支、损益变动以及无跨境资金收付的交易活动。



下半年以来，随着政策放开以及市场条件变化，经常项目净流出回落，资本和金融项目净流入上升。2012年，经常项目以及资本和金融项目净流出（入）规模均在400亿美元以上，二者相抵后跨境人民币流出入达到基本平衡（见图C1-2）。

**全年跨境人民币业务出现较大波动。**2012年前7个月，经常项目月均净流出53亿美元，8月份缩减至12亿美元，9-10月份出现短暂净流入35亿美元，10-12月份转为净流出103亿美元，货物贸易净流出基本决定了上述走势。上半年资本和金融项目月均净流入46亿美元，其中6月份净流入83亿美元，达到历史最高点。第三季度月均净流入下滑至34亿美元，第四季度月均净流入仅19亿美元，其中10月份小额净流出3亿美元（见图C1-2）。贷款类负债的波动对该变化的贡献最为显著。人民币汇率预期波动以及境内外利差、汇差变化，改变了境内主体以人民币进行的贸易收付及对外借贷行为。

图 C1-2 2012 年月度跨境人民币净流动情况



数据来源：国家外汇管理局。

**境外人民币资产市场趋于多样化。**2012年，中国香港、中国澳门、中国台湾、新加坡、英国等国家和地区境外人民币市场不断壮大。香港金融管理局统计显示，香港地区人民币资产涵盖客户存款、点心债、存款证、信托、基金、商业票据等。截至2012年末，香港地区人民币客户存款和存款证余额7203亿元人民币，较2011年末上升9%；点心债余额2372亿元人民币，较2011年末上升62%。据不完全统计，截至2012年底，海外人民币资产市场规模约为1.2万亿元人民币，其中香港地区约占80%。

## 2. 结售汇基本情况

与跨境收付对应的是非银行部门结售汇（或银行代客结售汇），主要反映企业和个人在实现上述跨境资金收付前后，卖给银行外汇（结汇）或从银行购买外汇（售汇或购汇）的数额。2012 年主要呈现以下特点：

**非银行部门结售汇规模继续增加。**2012 年，结售汇总额为 3.03 万亿美元，较 2011 年增长 7%；与同期 GDP 之比为 37%，较 2011 年略降 1 个百分点（见图 1-5）。

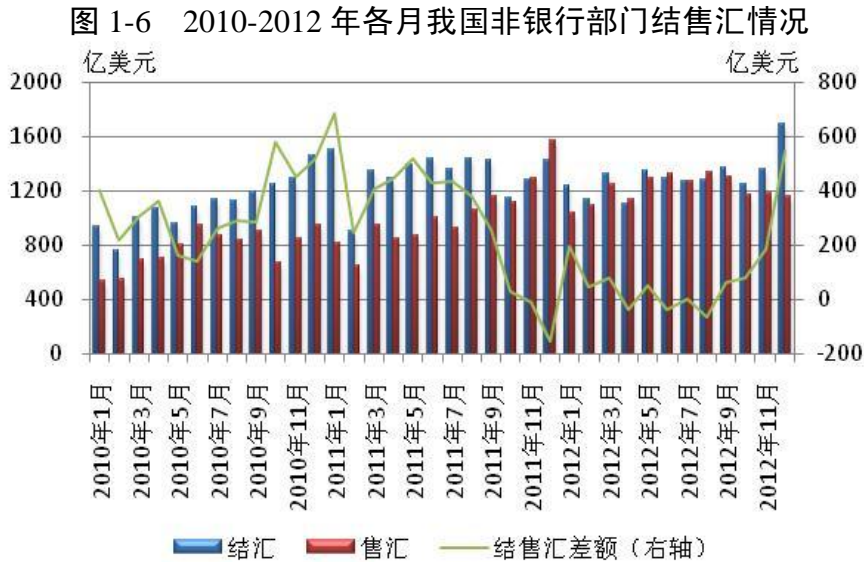
**外汇供求总体趋向基本平衡。**2012 年，非银行部门结汇较 2011 年下降 2%，售汇增长 19%，结售汇顺差 1106 亿美元，较 2011 年下降 70%，仅相当于 2007 年历史最高顺差规模的 22%（见图 1-5）。



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

**月度结售汇差额总体呈“V”型走势。**第一季度，结售汇差额由 2011 年底的逆差反弹至月均顺差 105 亿美元；第二和第三季度，月度结售汇顺逆差交替，但规模均不大；第四季度，结售汇顺差月均

269 亿美元，主要是 12 月份顺差 543 亿美元，为 2011 年 2 月以来的最高值，环比增长 1.9 倍（见图 1-6）。



数据来源：国家外汇管理局。

### 3. 跨境收付和结售汇对比分析

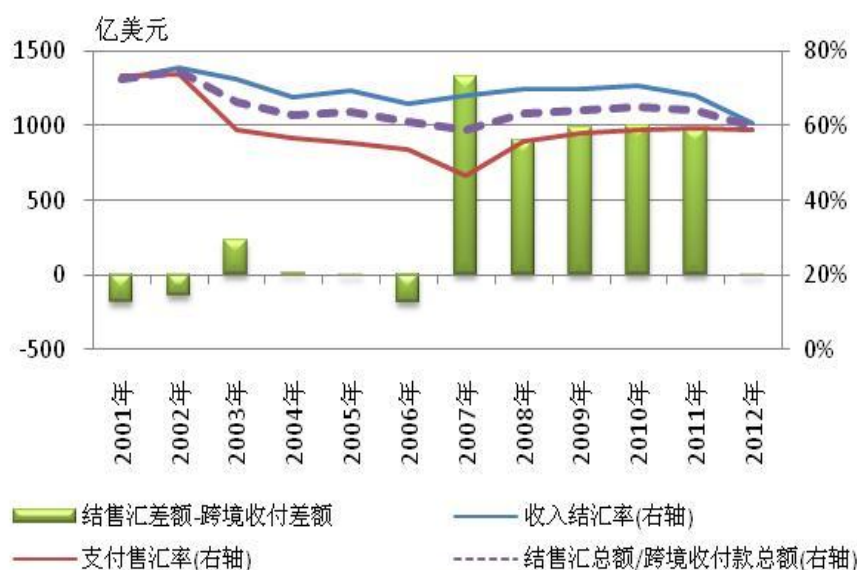
2012 年，我国非银行部门结售汇总额与跨境收付款总额之比为 60%，较 2002 年下降 15 个百分点（见图 1-7）。这主要反映国内外汇存贷款和跨境人民币业务的影响越来越大。可见，跨境资金流动监测越来越需要更宽口径的信息，而不能止步于结售汇数据分析。

2012 年，由于跨境人民币收付基本平衡，境内外汇存贷款增幅大体相当，非银行部门结售汇顺差（1106 亿美元）与跨境收付顺差（1114 亿美元）差距不大，2011 年结售汇顺差超过跨境收付顺差 980 亿美元（见图 1-7）。

“藏汇于民”进程是外汇供求关系大幅改善的重要驱动力。2012 年，企业、个人跨境收入中的结汇比例（即收入结汇率=结汇/跨境收入）月均 61%，较 2011 年月均水平下降 8 个百分点；跨境支付中的

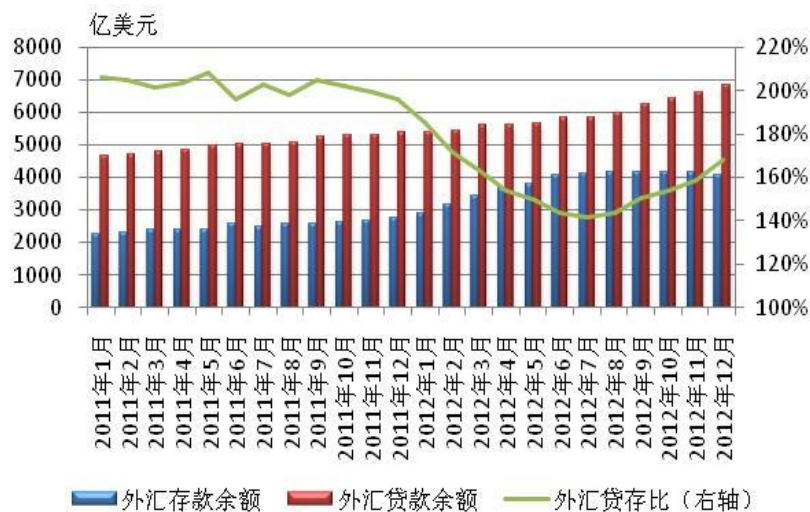
购汇比例（即支付售汇率=售汇/跨境支付）月均 59%，与 2011 年基本相当（见图 1-7）。这反映了市场主体的结汇倾向降低、持汇意愿增强。2012 年，新增外汇存款 1314 亿美元（其中企业存款增加 1159 亿美元），较上年多增 850 亿美元；年末外汇贷存比为 168%，较上年末下降了约 30 个百分点（见图 1-8）。

图 1-7 2001-2012 年我国跨境收付和结售汇对比情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 1-8 2011-2012 年各月外汇存贷款余额及贷存比



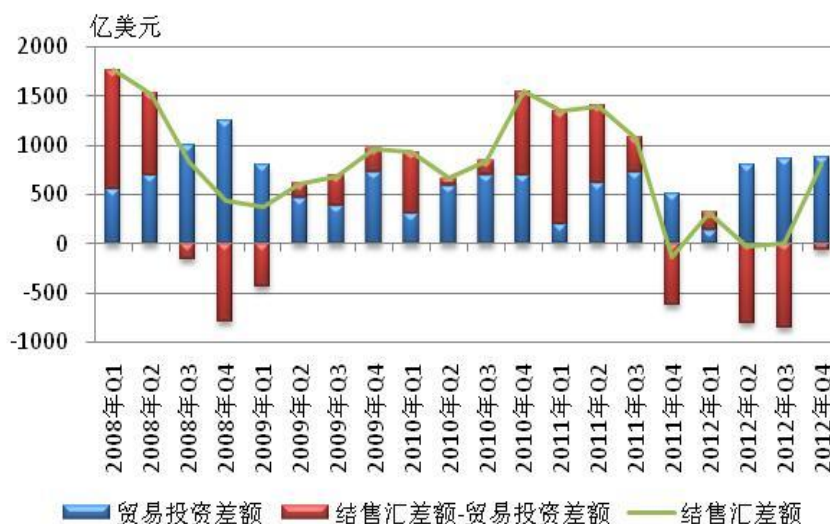
数据来源：中国人民银行。

### （三）2012 年我国跨境资金流动变化的原因分析

2012 年，我国跨境资金流动总体趋于平衡，双向变动明显，主要偏流出压力，凸显了市场环境变化的影响。

从实体经济因素看，对外贸易和直接投资形成的顺差有所扩大。2012 年，海关统计的我国进口增速较出口低 4 个百分点，进出口顺差 2311 亿美元，较 2011 年增长 49%。商务部统计的非金融部门直接投资净流入（外商直接投资-我国对外直接投资）345 亿美元，较 2011 年有所下降。但上述两项顺差合计仍较 2011 年增长 31%（见图 1-9）。

图 1-9 2008 年以来结售汇差额变动的主要组成情况

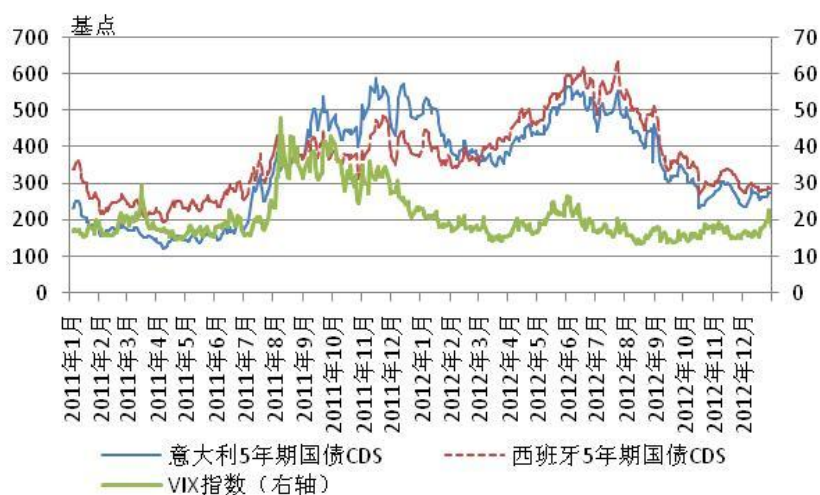


数据来源：国家外汇管理局，商务部，海关总署。

从市场因素看，国内外环境变化导致我国跨境资金流出增加。一方面，自欧美债务危机恶化以来，2012 年国际金融市场仍时有动荡，国际资本流动的波动性较大。年初至 3 月中旬，欧洲在应对债务危机方面推出一些措施，如欧央行启动长期再融资操作、欧盟 25 国签订财政契约、希腊通过私人债权人债务置换计划等，国际市场避险情绪有所减弱，主要危机国国债信用违约掉期（CDS）价格、市场波动率

(VIX) 指数均较 2011 年底回落 (见图 1-10), 包括我国在内的许多新兴经济体重现资金流入 (见图 1-11)。但自 3 月下旬起, 由于西班牙、意大利等欧洲债务国的经济指标持续不佳甚至恶化, 市场关于欧债危机蔓延的担忧加重, 避险情绪再次升高, 西班牙、意大利国债 CDS 价格和 VIX 指数明显反弹, 新兴经济体开始普遍面临资本流出压力。直至 9 月份, 随着主要发达经济体新一轮量化宽松货币政策相继实施, 以及一些应对债务危机措施的出台, 年底国际金融市场趋于稳定, 市场投资风险偏好整体有所回升 (见图 1-10)。新兴经济体也普遍重现资本回流, 12 月份新兴市场股票指数和货币指数均上升近 5% (见图 1-11)。

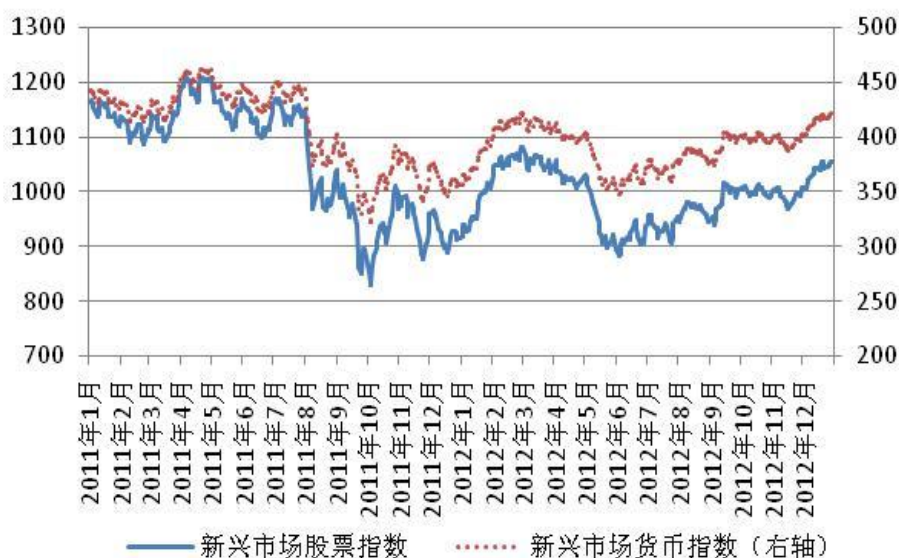
图 1-10 2011-2012 年欧洲主要国家国债 CDS 及市场波动率 VIX 指数变动



数据来源: 路透数据库。

注: (1) CDS (即信用违约掉期) 相当于一种金融资产违约保险, CDS 价格越高, 意味着市场认为信用主体的违约风险越大。(2) 市场波动率 VIX 指数根据标普 500 指数期权的隐含波动率计算, 数值越高说明市场恐慌情绪越重。

图 1-11 2011-2012 年新兴市场股票指数和货币指数



数据来源：路透数据库。

注：由摩根士丹利公司 (Morgan Stanley Capital International, MSCI) 编制。

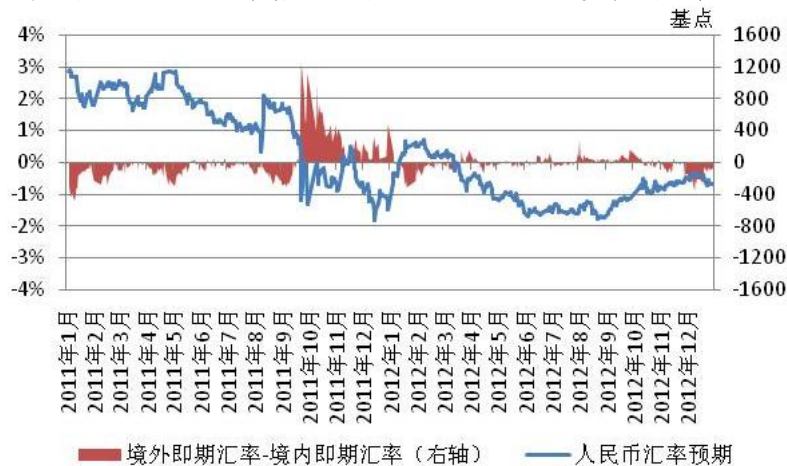
另一方面，我国经济缓中趋稳，人民币保持基本稳定，市场主体财务运作行为出现较大反复。2012年，我国经济增长7.8%，前三季度增速逐季回落，第四季度企稳回升（见图1-12）。人民币汇率趋向合理均衡水平并呈现双向波动，境内外人民币即期交易价差明显收窄，人民币远期汇率也仅在年初显现小幅升值预期，其余大部分时间处于贬值方向，第四季度人民币汇率有所走强（见图1-13）。在此情况下，境内企业、个人等市场主体的财务运作行为不再是单边的“资产本币化、负债外币化”，而是主要改为“资产外币化、负债去美元化”，具体表现为外汇存款增加、国内外汇贷款增幅放缓、跨境人民币收入较快增长等。此外，8月份监管部门要求银行将表外同业代付业务纳入表内核算后，企业减少了进口延付并加速偿还前期的境外银行代付款，使得跨境贸易融资降幅扩大。

图 1-12 我国 GDP 增速和制造业采购经理人指数



数据来源：国家统计局。

图 1-13 境内外人民币对美元即期交易价差和汇率预期升贬值幅度



数据来源：路透数据库。

注：（1）境外即期汇率高于境内表示境外美元较境内贵。（2）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。

## 专栏 2:

### 钟摆效应引发年底结售汇顺差大幅反弹

购汇动机减弱是年底结售汇顺差扩大的主要原因。2012 年 9-12 月份，我国非银行部门结售汇由前期的顺逆差交替转变为持续顺差，并且大于跨境收付顺差 635 亿美元，改变了前 8 个月结售汇顺差小于跨境收付顺差的局面。其中，企业等主体跨境收入中的结汇比例月均 62%，较前 8 个月上升了近 2 个百分点；但跨境支付中的购汇比例月均 54%，较前期回落了约 8 个百分点（见图 C2-1），说明



企业购汇动机减弱的程度明显大于结汇意愿的增强。

图 C2-1 2012 年我国跨境收付和结售汇对比情况



数据来源：国家外汇管理局。

这反映在国内企业负债率较高的情况下，企业负债币种结构的调整是影响外汇收支状况的重要因素。具体来讲，一是外汇贷款大幅增长替代了购汇。2012年9-12月外汇贷款余额月均增加221亿美元，远超过前8个月月均增加70亿美元的水平。二是跨境贸易融资企稳回升。2012年8-10月份，银行进口贸易融资规模逐月下降，但11月份随着境内外环境变化和政策效应的逐步减弱，银行进口贸易融资规模企稳，并于12月份环比上升5%。三是跨境人民币支付大幅增加替代了购汇。2012年9-12月，跨境人民币收入同比增长50%，支出增长111%，前8个月其增速分别为244%和61%。其中，有部分跨境人民币支出是因为年底境外人民币汇率相对境内升值且差价扩大，境内企业以贸易支付人民币的名义转移到境外购汇。

市场情绪变化引发的钟摆效应是导致年底结售汇顺差大幅反弹的深层次原因。一是随着2012年三季度以来，国内经济缓中企稳的信号日益显现，炒作中国经济硬着陆的担忧逐步缓解，市场情绪由前期的过分悲观转向乐观。二是三季度欧洲主权债务危机的机制化解决取得新进展，欧元区解体的风险暂告解除，主要发达国家的宽松货币政策不断加码，国际投资者风险偏好改善，新兴市场再现资本回流压力。三是下半年国内外币存贷款利率大幅下调，在人民币汇率走势偏强、贬值预期逐渐消退的情况下，境内机构财务运作又从前期的“资产外币化、负债去美元化”转变为“资产本币化、负债外币化”。四是下半年我国加大稳出口的政策力度，加快QFII和RQFII的审批节奏助推了外汇流入。此外，年底也是出口、外资流入及结汇的季节性高峰。

#### (四) 跨境资金流动与外汇储备变动

在 2010 年和 2011 年的《中国跨境资金流动监测报告》中，我们借鉴“残差法”<sup>3</sup>测算了我国波动性较大的跨境资金流动，即由交易形成的外汇储备增量扣除进出口顺差、非金融部门直接投资净流入、境外投资收益和境内企业境外上市筹资四个项目后的差额。同时强调，这个差额不等于违法违规或不可解释的跨境资金流动，也不等于热钱。

按前述方法测算，2012 年交易形成的外汇储备增加 987 亿美元，扣除四个较稳定的贸易投资项目后，差额为负的 3200 多亿美元（见表 1-1 和图 1-14）。但不能据此认为 2012 年我国热钱流出或资本外逃撤出了 3200 多亿美元<sup>4</sup>。因为，随着人民币汇率趋于均衡合理水平，我国外汇收支状况正进入一个新的发展阶段，“残差法”运用在新市场环境下有可能会出现较大问题。

表 1-1 2001-2012 年我国波动较大的跨境资金流动净额估算

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	净额估算⑦= ⑥-⑤
2001 年	225	398	91	9	723	466	-257
2002 年	304	500	77	23	904	742	-161
2003 年	255	507	148	65	975	1377	402
2004 年	321	551	185	78	1135	1904	768
2005 年	1020	481	359	206	2066	2526	460
2006 年	1775	454	502	394	3125	2853	-272
2007 年	2643	499	766	127	4035	4609	574
2008 年	2981	505	1027	46	4559	4783	224

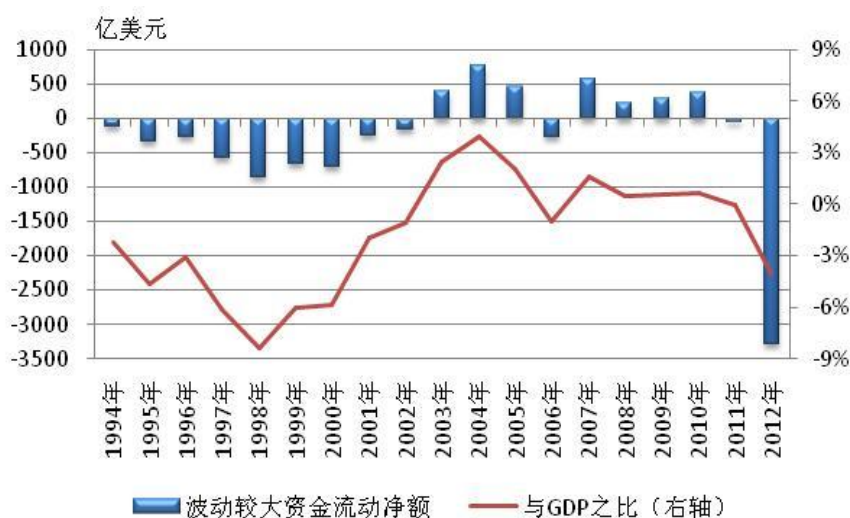
<sup>3</sup> “残差法”是一种比较流行的热钱规模测算方法。大多使用外汇储备增量减去贸易顺差和直接投资净流入，剩余部分被认为是热钱流动。

<sup>4</sup> 2012 年 10 月 16 日，《华尔街日报》的“中国上演资本外逃？”一文利用“残差法”测算认为：2011 年 10 月份至 2012 年 9 月份的 12 个月，我国出现约 2250 亿美元的资本外逃。

2009年	1957	422	990	157	3526	3821	295
2010年	1815	467	1288	354	3924	4696	771
2011年	1551	559	1280	113	3504	3848	344
2012年	2311	345	1438	160	4254	987	-3267
合计	17158	5688	8151	1732	32730	32611	-119

数据来源：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，外汇储备增量和境外投资收益数据来自外汇局国际收支平衡表（2012年为初步数）。

图 1-14 1994-2012 年我国波动较大的跨境资金流动净额与 GDP 之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

注：波动较大的跨境资金流动净额不含跨境人民币收付差额。

一方面，在汇率基本由市场供求决定，外汇储备变动趋于零的情况下，贸易投资等项下保持资金净流入，就会有（也必须有）其他渠道相应规模的资金流出予以抵消。也就是说，我国通过贸易等交易获得的顺差，不再对应于央行外汇储备的增加，而转为境内机构和个人分散持有的对外资产增加，2012 年我国跨境资金的流出大部分与此相关（见以下公式）。

$$\text{经常项目差额} + \text{资本项目差额} = \text{储备资产变动}$$

$$\text{若储备资产变动} = 0, \text{ 则资本项目逆 (或顺) 差} = \text{经常项目顺 (或逆) 差}$$

另一方面，外汇储备变动加减一些项目评估热钱流动状况是“贴标签”的方式，容易产生系统性偏差。存在流入压力时，会将合法的资金流入归为热钱流入；存在流出压力时，又会将合法的资金流出归为资本外逃。总之，都会高估热钱流动。如果考虑所有项目，实际上就是针对国际收支平衡表的分析。

综上，在我国外汇净流入主要由央行吸收并形成外汇储备的情况下，通过借鉴“残差法”，可以大致区分我国跨境资金流动中的稳定性因素和波动性因素，为监测、分析和应对不同类型跨境资金流动提供参考。但随着我国国际收支自主平衡能力的增强，外汇资产的持有和运用主体由央行转向银行、企业等市场机构及个人，以外汇储备增量为扣减基础的“残差法”有较大的局限性，对其结果需要慎重分析。

## 二、跨境资金流动主要项目分析

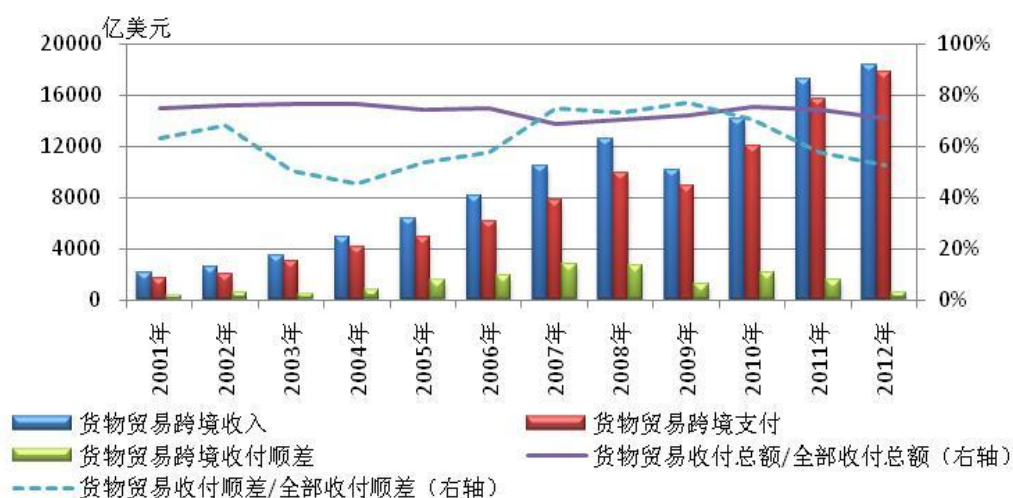
本部分综合利用国际收支、跨境收付和结售汇的数据，进一步分析货物贸易、服务贸易、直接投资、证券投资、外债等主要项目的跨境资金流动状况。

### （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。2012年,我国货物贸易跨境收入较上年增长6%,跨境支付增长13%,收付总额3.62万亿美元,较上年增长10%,增速较上年回落16个百分点,反映了当年进出口贸易活动增速的放缓。全年,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71%,占比下降4个百分点。货物贸易跨境收付顺差587亿美元,下降62%,占全部跨境收付顺差的53%,占比下降4个百分点(见图2-1)。

图 2-1 2001-2012 年货物贸易跨境收付情况



数据来源：国家外汇管理局。

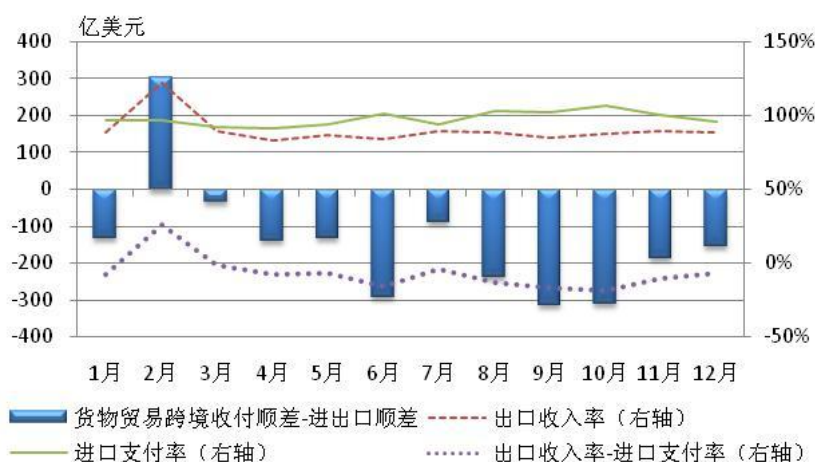
进口付款速度明显提升，出口收款速度变化不大。2012年，货物贸易跨境支付与进口之比（即进口支付率）为98%，较2011年上升8个百分点；货物贸易跨境收入与出口（即出口收入率）之比为90%，略降1个百分点。全年货物贸易跨境收付顺差低于进出口顺差1700多亿美元（见图2-2），显示跨境贸易融资项下资金仍为净流出（即对外负债减少或对外资产增加）。各月出口收入率基本均低于进口支付率，受春节前后企业集中收汇较多的季节性因素影响，2月份货物贸易跨境收付差额超过进出口差额，其余各月跨境收付差额均低于进出口差额（见图2-3）。

图 2-2 2001-2012 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。

图 2-3 2012 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。

## 2. 货物贸易结售汇

货物贸易是非银行部门结售汇的主要项目。2012 年，我国货物贸易结汇与上年基本持平，售汇增长 16%；结售汇总额 2.27 万亿美元，较 2011 年增长 7%，占非银行部门结售汇总额的 75%，占比与上年基本相当。货物贸易结售汇顺差 1869 亿美元，较 2011 年下降 43%，占全部结售汇顺差的 169%，占比上升 79 个百分点（见图 2-4），与前述跨境收付口径的顺差占比下降截然不同，主要反映了国内外汇贷款和跨境人民币流动的影响。

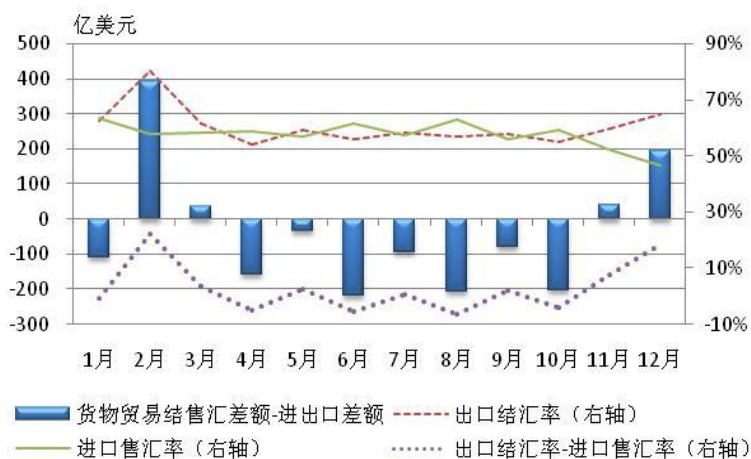
图 2-4 2001-2012 年货物贸易结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

出口结汇水平下降，进口售汇水平上升。2012年，货物贸易结汇与出口之比（即出口结汇率）为60%，较2011年下降5个百分点；货物贸易售汇与进口之比（即进口售汇率）为57%，上升6个百分点。各月出口结汇率和进口售汇率变动总体较平稳，年底出口结汇率上升、进口售汇率下降。前10个月，除2、3月份受季节因素影响外，其余月份的货物贸易结售汇差额均小于进出口差额，11、12月份转为货物贸易结售汇差额大于进出口差额（见图2-5）。全年，非银行部门货物贸易结售汇顺差较进出口顺差低442亿美元，为十余年来首次（见图2-6）。

图 2-5 2012 年货物贸易结售汇差额与进出口差额差距及相关指标



数据来源：国家外汇管理局，海关总署。

图 2-6 2001-2012 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。



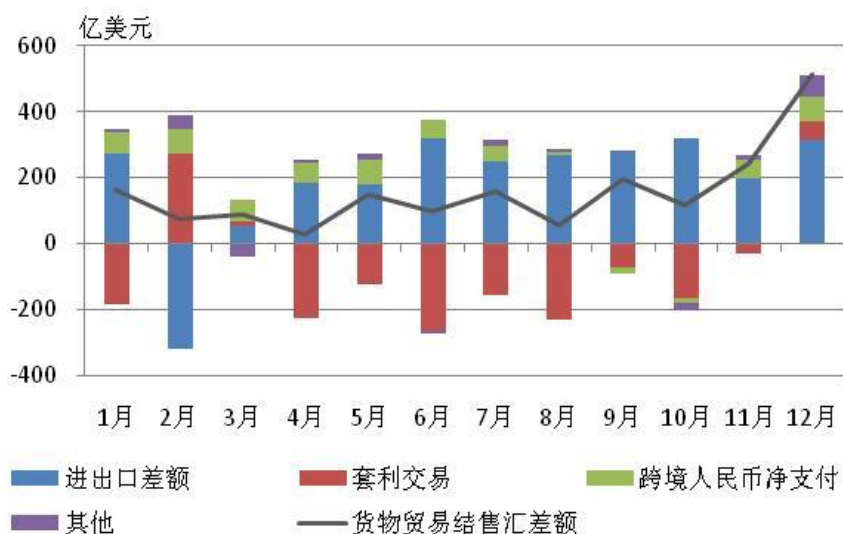
去杠杆化导致货物贸易结售汇顺差大幅下降。2012 年非银行部门货物贸易结售汇顺差较 2011 年下降了 1433 亿美元，主要与企业跨境贸易融资和贸易信贷、外汇存贷款以及人民币贸易收付等因素变动有关（相关分析详见《2011 年中国跨境资金流动监测报告》专栏 3）。其中，企业跨境贸易融资和贸易信贷净流出较上年增加约 1726 亿美元，对货物贸易结售汇顺差下降贡献了约 120%；跨境贸易人民币净流出（即替代购汇）规模减少近 198 亿美元，对顺差下降的贡献约为 14%。此外，2012 年进出口顺差增加 762 亿美元，主要起到了扩大货物贸易结售汇顺差的作用，所以对顺差下降的贡献为-53%（见表 2-1）。从各月变动情况看，企业外汇存贷款调整、跨境融资和贸易信贷等套利交易行为，基本主导了货物贸易结售汇差额的变动（见图 2-7）。

表 2-1 2012 年货物贸易结售汇差额主要形成因素及变动贡献率

主要形成因素	单位：亿美元		
	2012 年	较 2011 年 变动额	变动 贡献率
进出口差额	2311	762	-53%
套利交易	-1117	-1612	112%
其中：境内外汇存贷款(与贸易相关)	607	114	-8%
跨境贸易融资和信贷	-1724	-1726	120%
跨境贸易人民币净支付	549	-198	14%
其他因素	126	-385	27%
货物贸易结售汇差额	<b>1869</b>	<b>-1433</b>	<b>100%</b>

数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署。

图 2-7 2012 年各月货物贸易结售汇顺差的主要贡献因素



数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署。

### 专栏 3:

#### 海外代付规模变化是 2012 年跨境收付顺差波动的重要原因

海外代付是指境内银行(委托行)根据客户申请,通过海外代理行(代付行)为客户的进出口业务提供短期融资便利的支付服务<sup>5</sup>。海外代付是一种银行贸易融资方式,属于我国对外短期负债,记录在国际收支平衡表中资本和金融项目的其他投资-贷款项下。

受境内外利差缩小和银监会规范同业代付规定的影响,2012 年海外代付总体呈现先升后降的特点。银行贸易融资调查数据显示:1-7 月,海外代付规模还处在上升趋势,月均增幅为 7%;8 月后,海外代付规模逐月大幅下降,8-12 月平均降幅为 16%;至 2012 年末,海外代付存量规模为 797 亿美元,较上年末下降 37%(见图 C3-1)。一方面,8 月监管部门出台同业代付<sup>6</sup>的委托行与代付行均

<sup>5</sup>目前,银行进口海外代付规模和变化较大,文中主要对其进行分析。根据境内委托行承担的角色不同,海外代付分为境内银行名义融资、境内银行提供担保以及境内银行居间业务三类。其中境内银行名义融资以境内银行为第一付款人,其余两类业务以境内进口商为第一付款人。

<sup>6</sup>包括境内同业代付和海外代付中的境内银行名义融资。

须将同业代付资金纳入表内进行会计处理与核算等规定，削弱了海外代付业务的成本优势<sup>7</sup>。各银行在政策出台后缩小或暂停海外代付各类业务。另一方面，境内外银行间美元利差逐步缩小，从1月的4%降至10月的0.13%，进口商很难再从捆绑押汇、远期购汇的海外代付产品<sup>8</sup>中获取境内外无风险利差收益。

图 C3-1 2012 年海外代付规模变动



数据来源：国家外汇管理局。

海外代付规模的波动成为 2012 年跨境收付差额变动的重要原因。海外代付业务发生时，意味着境内企业借用银行信用延期支付进口货款，减少当期跨境资金的流出，增加收付顺差；业务到期时则增加当期跨境资金的流出，减少收付顺差。1-7 月，海外代付业务余额增长使得各月收付顺差平均增加了 64 亿美元；8 月后由于政策调整，海外代付余额下降，8-12 月收付顺差平均减少 149 亿美元。

## （二）服务贸易

我国服务贸易项下跨境资金流动继续保持较快增长。2012 年，服务贸易跨境收入增长 35%，支出增长 36%；跨境收付总额 7259 亿

<sup>7</sup>代付类业务纳入表内管理后，中资银行受贷款规模控制，海外代付规模受到影响。同时，还会产生增加银行拨备的计提、加大外汇存贷比上升压力、提高税收成本等影响，从而导致银行开展代付类业务的管理和经营成本大幅上升。

<sup>8</sup>人民币存在升值预期时，海外代付可以和远期购汇同时操作，进口商可同时获取无风险利差和汇差收益。

美元，增长 36%，占整个跨境收付总额的 14%，较上年增加 2 个百分点（见图 2-8）。服务贸易结汇增长 3%，售汇增长 29%；结售汇总额 3195 亿美元，增长 18%，占各项结售汇总额的 11%，较 2011 年增加 1 个百分点（见图 2-9）。

**服务贸易跨境收付逆差继续扩大。**2012 年，服务贸易跨境收付逆差 603 亿美元，较上年增长 43%（见图 2-8）；服务贸易结售汇逆差 857 亿美元，较上年增长一倍（见图 2-9）。服务贸易结汇意愿下降是结售汇逆差扩大的主要原因。2012 年，服务贸易结汇与收入之比（即服务贸易结汇率）为 35%，较 2011 年下降 11 个百分点；服务贸易售汇与支出之比（即服务贸易售汇率）为 52%，仅下降 2 个百分点（见图 2-10）。

图 2-8 2001-2012 年服务贸易跨境收付情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-9 2006-2012 年服务贸易结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-10 2006-2012 年服务贸易跨境收付和结售汇对比情况

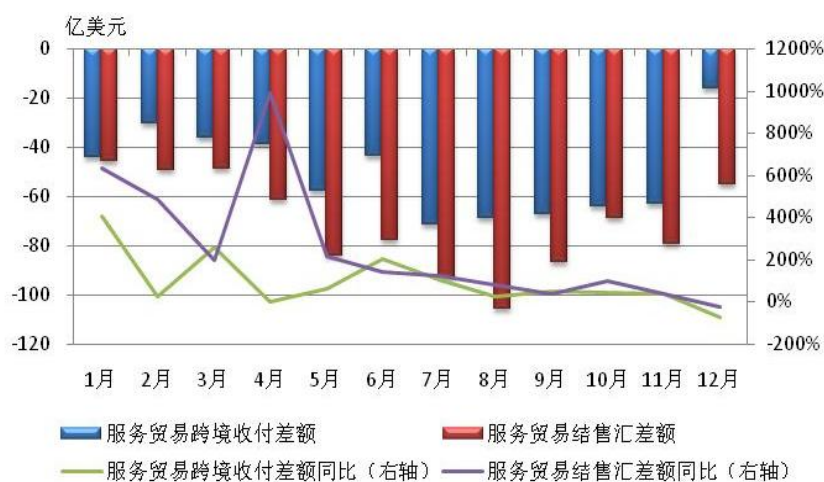


数据来源：国家外汇管理局。

**服务贸易项下跨境资金流动未现异常。**从跨境收付情况看，服务贸易项下资金呈现大进大出的趋势，跨境收入与支出增长速度均在 30% 以上。从差额变动情况看，2012 年下半年服务贸易跨境收付和结售汇逆差仍维持稳定增长态势（见图 2-11），而同期总体跨境资金净流入却呈现先降后升。从结构上看，服务贸易逆差主要来自旅游，2012 年达到 1045 亿美元，较上年增长 32%，这与我国人均收入和消费水

平提高、人员国际交往发展迅速的情况相一致。据国家旅游局公布，2012年出境旅游人数超过8318万，增长18%。

图 2-11 2012 年各月服务贸易跨境收付和结售汇差额情况



数据来源：国家外汇管理局。

### （三）直接投资<sup>9</sup>

#### 1. 来华直接投资

来华直接投资净流入有所下降。2012年，来华直接投资流入1702亿美元，较上年下降5%；流出321亿美元，增长23%；净流入1381亿美元，下降9%（见图2-12）。全年来华直接投资资本金结汇959亿美元，结汇率（即来华直接投资资本金结汇/资本金流入）75%，下降5个百分点；资本金售汇77亿美元，售汇率（即来华直接投资资本金撤资售汇/撤资清算流出）62%，上升5个百分点；净结汇882亿美元，下降22%（见图2-13）。

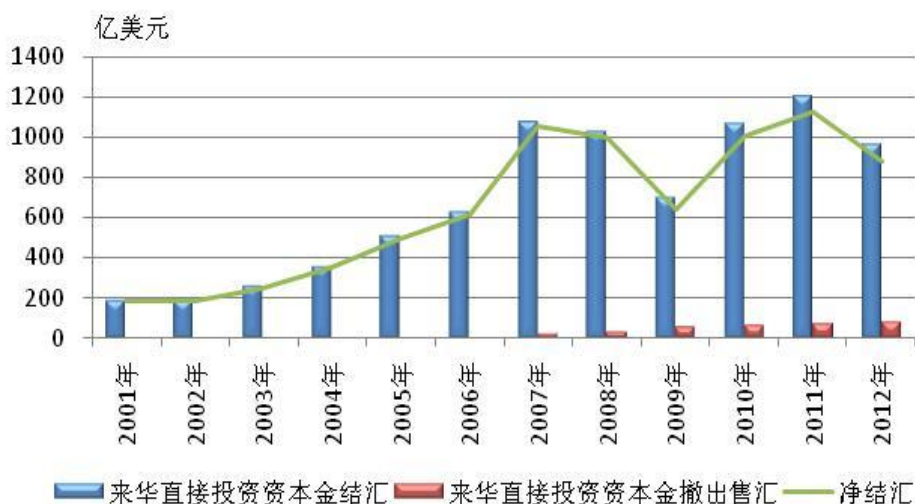
<sup>9</sup>除特别标注外，本节所称直接投资指非银行部门直接投资，包括境内非银行部门和境外与其存在直接投资关系的关联机构或个人间的投资资本金、借贷往来等流入及流出情况；数据来源于国家外汇管理局国际收支统计监测系统。

图 2-12 2001-2012 年外商来华直接投资



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-13 2001-2012 年外商来华直接投资资本金结售汇情况

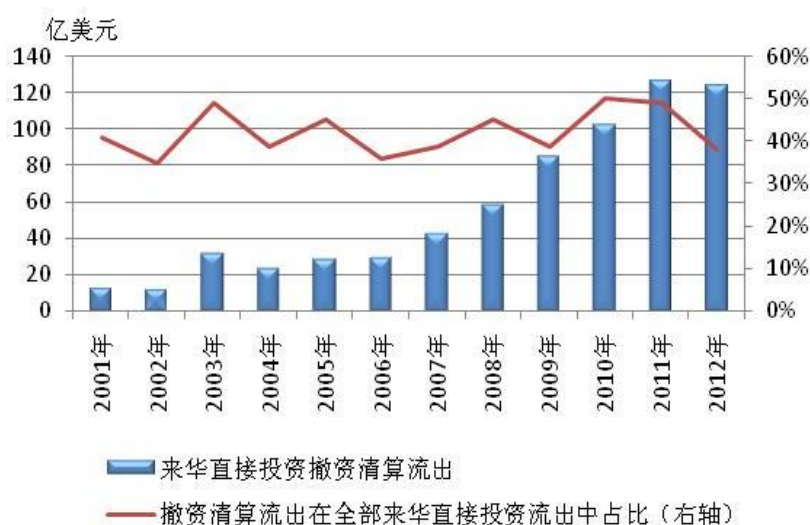


数据来源：国家外汇管理局。

**来华直接投资未现大幅撤离。**2012 年，非银行部门来华直接投资流出较上年增长 23%，主要是因为境内外商直接投资企业向境外股东归还贷款大幅增加。2012 年，境内外商直接投资企业归还境外贷款 178 亿美元，较上年增长 51%。撤资清算资金流出较上年未升反降，全年流出 124 亿美元，下降 3%，改变了 2004 年以来的增长趋势（见图 2-14）。撤资清算流出在全部来华直接投资流出中的占比由 49%降

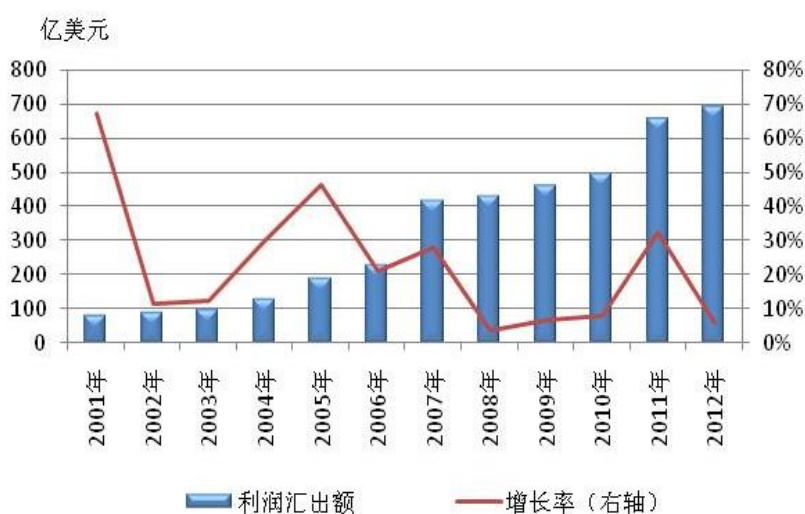
至 38%，对整体流出趋势的影响程度降低。同时，2012 年，外商直接投资企业利润汇出 692 亿美元，较上年增长 6%，增速回落 26 个百分点（见图 2-15）。这一方面与 2011 年外商投资企业整体利润率下降相关，另一方面也反映出外资依然看好未来中国市场前景，利润再投资意愿未改。

图 2-14 2001-2012 年来华直接投资撤资流出情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-15 2001-2012 年来华直接投资企业利润汇出情况



数据来源：国家外汇管理局。



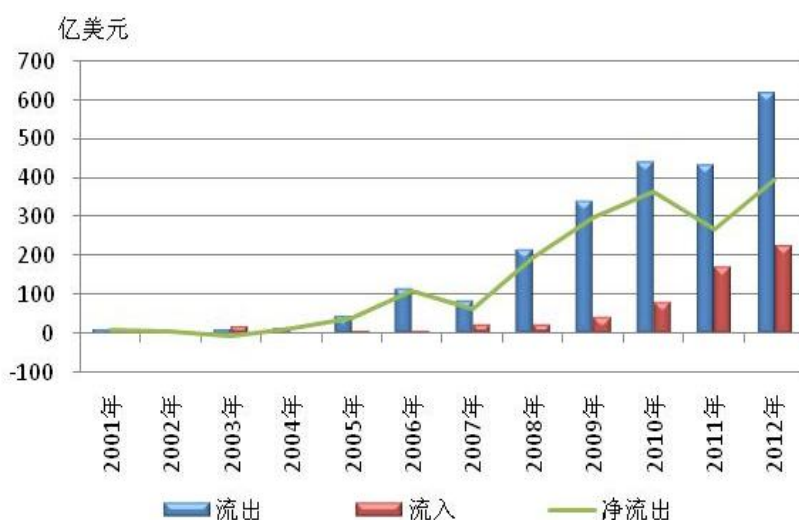
**来华直接投资流入币种出现结构性变化。**2012年，美元流入1061亿美元，较上年下降17%，流入额在所有币种中的占比由72%下降至62%；人民币流入增长1.5倍，占比由8%上升至21%。其中，来源于香港的人民币投资流入263亿美元，增长1.4倍。

## **2.对外直接投资**

**对外直接投资净流出较上年大幅增长。**2012年，我国对外直接投资流出618亿美元，增长43%；流入223亿美元，增长33%；净流出394亿美元，增长49%（见图2-16）。同期，对外直接投资资本金流出售汇265亿美元，增长27%；资本金撤回结汇14亿美元，增长56%；净售汇251亿美元，增长25%（见图2-17）。

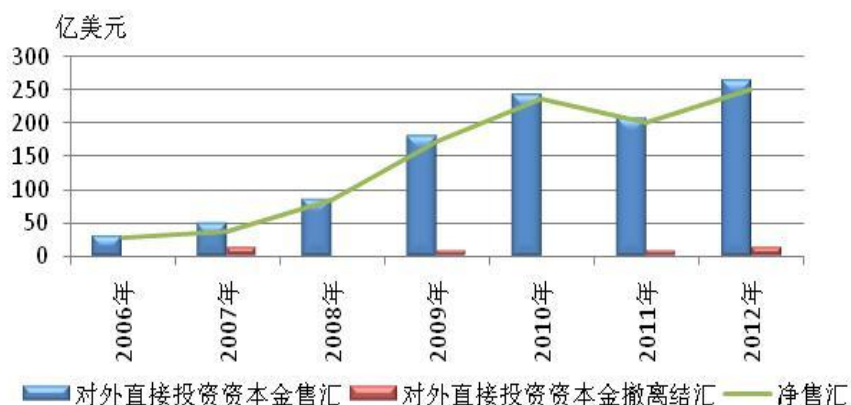
**对外直接投资资本金售汇率和结汇率双下降。**2012年，对外直接投资资本金流出售汇率（即对外直接投资资本金售汇/资本金流出）为53%，下降3个百分点；资本金撤回结汇率（即对外直接投资资本金撤回结汇/资本金撤回流入）为10%，下降2个百分点。其原因，一是人民币对外直接投资资本金流出较上年增长56%，流入增长1.5倍，流出入占整个对外直接投资资本金流出的7.5%，较上年提高1.9个百分点；二是使用国内外汇贷款对外直接投资资本金流出较上年增长28%。

图 2-16 2001-2012 年我国对外直接投资情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-17 2006-2012 年我国对外直接投资资本金结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

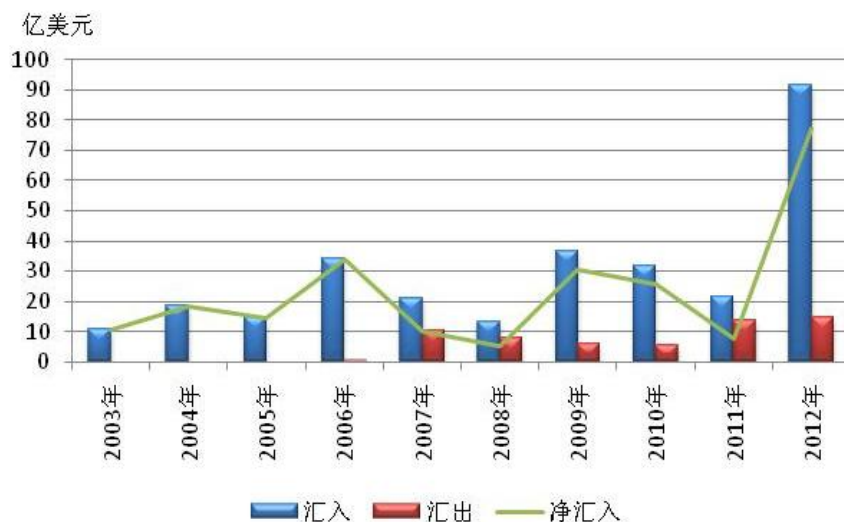
#### （四）证券投资

##### 1. 合格境外机构投资者（QFII）项下资金流动状况

2012 年，QFII 机构汇入资金 92 亿美元，较上年增加 70 亿美元，增长 3.2 倍；汇出资金 15 亿美元，较上年增加 1 亿美元，上升 7.1%；净汇入资金 77 亿美元，较上年增加 69 亿美元，增加 8.8 倍。截至 2012 年底，国家外汇管理局累计批准 169 家 QFII 机构共计 374 亿美元的

境内证券投资额度，QFII 机构累计汇入投资资金 297 亿美元，累计汇出资金 56 亿美元，累计净汇入资金 241 亿美元（见图 2-18）。

图 2-18 2003-2012 年 QFII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

从资产配置情况看，尽管 2012 年国内证券市场整体上延续了较为低迷的状态，但 QFII 机构依然维持了较高的股票投资比例和较长的持有期限，对稳定市场起到了一定的积极作用。截至 2012 年底，QFII 总资产中，股票资产的比例仍保持七成以上。

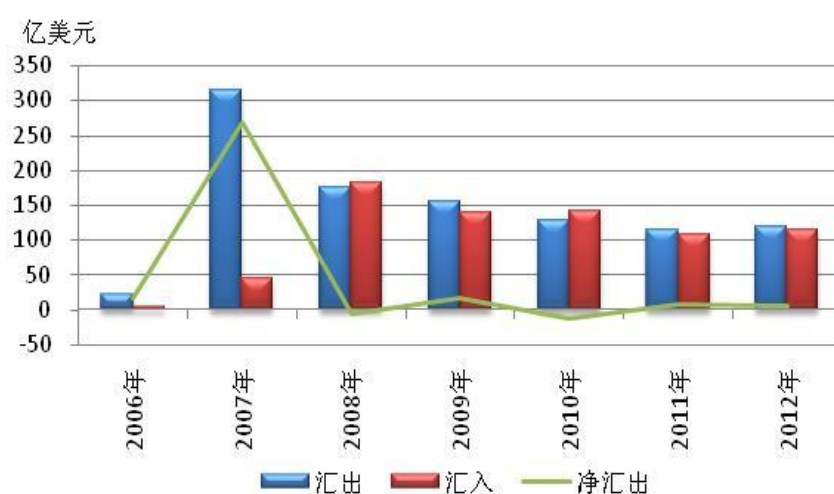
## 2. 合格人民币境外机构投资者（RQFII）项下资金流动状况

RQFII 试点制度在 2011 年 12 月推出后，2012 年继续稳步实施。2012 年，RQFII 项下共汇入资金 560 亿元，汇出资金 30 亿元，净汇入资金 530 亿元。特别是 2012 年下半年以来，随着 RQFII-ETF 产品的推出，RQFII 项下净汇入资金的规模显著增加，在国际收支平衡表中体现为资本和金融项下的证券投资资本流入增加。截至 2012 年底，国家外汇管理局累计批准 24 家 RQFII 机构共计 670 亿元人民币的证券投资额度。

### 3. 合格境内机构投资者（QDII）项下资金流动状况

2012年，发达国家主权债务危机仍在不断发酵，世界经济复苏进程放缓，境外证券投资收益不确定性较大。全年，QDII机构汇出资金119亿美元，较上年增长3%；汇入资金115亿美元，增长6%；净汇出资金4亿美元，下降41%（见图2-19）。QDII净汇出资金下降表明QDII机构在市场回暖的情况下（尤以三、四季度明显）纷纷赎回境外投资并变现汇回。截至2012年底，国家外汇管理局累计批准107家QDII机构共计856亿美元的证券投资额度<sup>10</sup>，QDII机构累计汇出投资资金1016亿美元，累计汇入资金730亿美元，累计净汇出资金286亿美元。

图 2-19 2006-2012 年 QDII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

从资产配置情况看，截至2012年末，股票仍占据QDII项下资产配置的第一位，占比为75%；其次是债券和银行存款，占比为22%；基金（含股票型基金）占比为3%，较2011年明显下降，原因在于

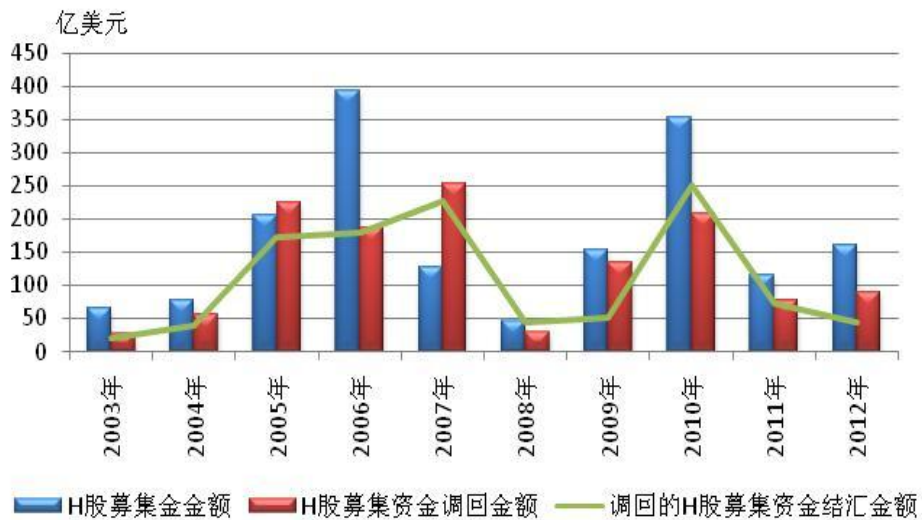
<sup>10</sup>QDII批准额度856亿美元为汇入与汇出轧差之后的额度。

QDII 机构更主动地进行资产管理和配置，选择直接持有境外股票或固定收益产品。

#### 4. 境内企业境外上市筹集资金状况

2012 年，在大规模流动性推动下，全球资本市场总体震荡走高，境内企业境外上市筹资规模较上年回升。全年，境外上市外资股（H 股）筹资规模为 160 亿美元，较上年增长 38%。同期，境内企业 H 股筹资境外上市项下共调回资金 90 亿美元，结汇 43 亿美元，同比分别增长 18% 和下降 40%（见图 2-20）。2003 至 2012 年累计筹资 1697 亿美元，调回 1285 亿美元，结汇 1101 亿美元。

图 2-20 2003-2012 年 H 股募集、调回和结汇情况



数据来源：国家外汇管理局、中国证券监督管理委员会。

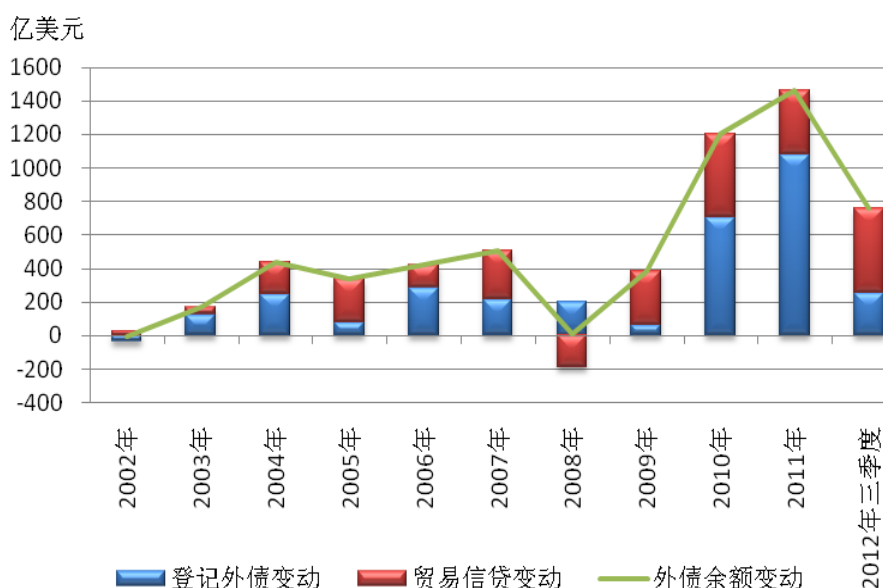
#### （五）外债

截至 2012 年 9 月末，我国外债余额为 7708 亿美元（不含港澳台地区对外负债，下同）。其中，登记外债余额为 4713 亿美元，企业间贸易信贷余额为 2995 亿美元；中长期外债（剩余期限）余额为 1980

亿美元，短期外债余额为 5728 亿美元。2012 年前三季度，我国外债变动呈现以下特点：

**债务规模增速明显放缓。**2012 年 9 月末外债余额比上年末增加 758 亿美元，增长 11%，远低于 2010-2011 年年均 27% 的水平。其中，登记外债增加 255 亿美元，占同期外债增加额的 34%；贸易信贷余额增加 503 亿美元（见图 2-21）。外债增速放缓，增长主动力从登记外债转为贸易信贷的原因在于，登记外债中的银行贸易融资余额尽管在一、二季度增加 220 亿美元，但在三季度大规模下降 235 亿美元，相互抵消后余额较上年末减少 15 亿美元。这主要是受 8 月份监管部门规范同业代付业务管理规定出台的影响，银行为符合信贷规模和贷存比限制，基本停止发展新业务，而原有代付合约则陆续到期支付。

图 2-21 2002-2012 年三季度我国外债余额变动及构成

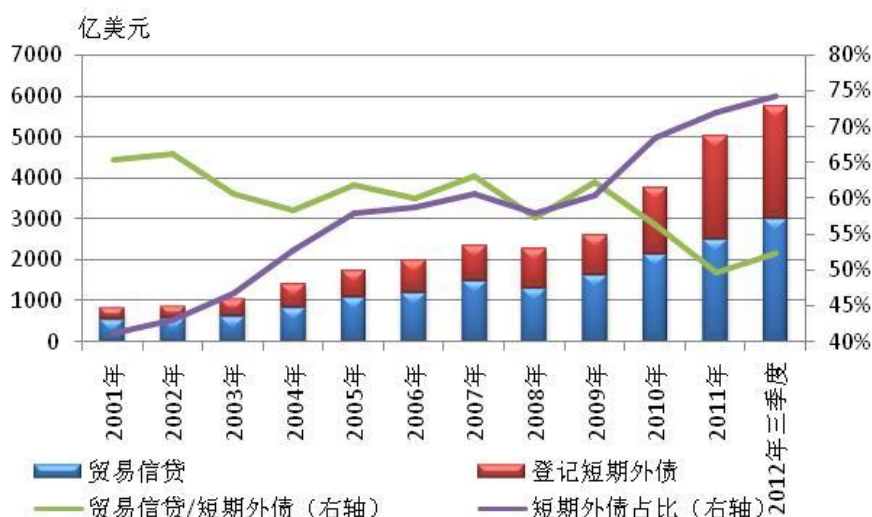


数据来源：国家外汇管理局。

**债务短期化趋势仍在继续，中长期外债增幅下降。**截至 2012 年 9 月末，短期外债余额（包括登记短期外债和贸易信贷）5728 亿美元，

占比 74%，较上年末上升 2 个百分点（见图 2-22）。从短期外债构成看，与贸易有关的信贷余额<sup>11</sup>为 4205 亿美元，占短期外债余额的 73%，其中，企业间贸易信贷占 52%，银行贸易融资占 21%。同时，中长期外债余额 1980 亿美元，较上年末仅增长 2%，低于 2011 年 12% 的增速。可见，当前外债仍主要围绕货物贸易融资展开，受进出口规模、汇率波动以及代付新规综合影响，贸易信贷继续增长，跨境贸易融资有所回落。

图 2-22 2001-2012 年三季度我国贸易信贷和登记短期外债变动



数据来源：国家外汇管理局。

**企业间贸易信贷呈现较快增长。**2012 年 9 月末，企业间贸易信贷余额较上年末增长 20%，对外债余额和短期外债余额增长的贡献率分别为 66% 和 70%。事实上，由于 2012 年前三季度企业对出口延收和进口延付工具运用的增加，贸易信贷资产和负债余额均较上年末有

<sup>11</sup>与贸易有关的信贷是一个较广义的概念，包括企业间贸易信贷、银行贸易融资、与贸易有关的短期票据等。其中，银行贸易融资是指第三方（如银行）向出口商或进口商提供的与贸易有关的贷款，主要包括了承兑远期信用证、海外代付、买方信贷等。

较大增长，资产余额增长 17%，使得贸易信贷资产和负债余额均达到历史最高值。

## （六）银行部门

### 1. 银行自身结售汇状况

2012 年，银行自身结售汇交易共发生 1582 亿美元，较上年减少 26%，相当于非银行部门结售汇总额的 5%。

在银行自身结售汇交易中，贵金属汇率敞口平盘规模为 1205 亿美元，较上年下降 23%，占银行自身结售汇总额的 76%；贵金属汇率敞口平盘引起的银行自身净售汇为 94 亿美元，表明我国在国际市场上对贵金属（含账户贵金属和实物贵金属）仍处于净买入状态，通过藏金于民实现藏汇于民的政策继续发挥积极效果（见图 2-23）<sup>12</sup>。



数据来源：国家外汇管理局。

<sup>12</sup>由于境内通过银行渠道使用人民币投资贵金属（含账户贵金属和实物贵金属投资）的需求旺盛，境内银行需要用外汇从国际市场买入账户贵金属或进口实物贵金属进行平盘，所需外汇形成贵金属汇率敞口。为平补这部分敞口，银行需要在银行间市场购汇。自 2007 年 7 月出台相关政策以来到 2012 年底，银行此类净购汇累计达 271 亿美元。



不考虑贵金属汇率敞口平盘因素影响，2012 年银行自身结汇的主要来源为外汇利润和外汇资本金（营运资金）结汇。其中：银行外汇利润结汇约 77 亿美元，与上年持平，仍处于 2006 年以来的较高水平；银行外汇资本金（营运资金）结汇为 16 亿美元，较上年下降 82%，自 2010 年以来连续第二年下降。

在银行自身购汇方面，实物黄金进口和支付境外股东红利是 2012 年银行自身购汇的主要用途。其中：商业银行代人民银行进口黄金购汇（不包含在银行贵金属汇率敞口平盘范围内）186 亿美元，较上年增长 30%；银行购汇支付境外股东红利 69 亿美元，较上年增长 34%。

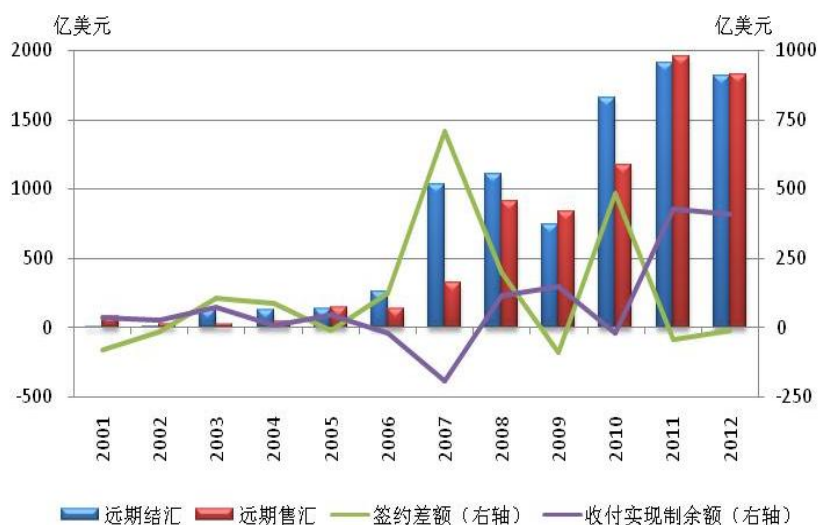
## 2. 银行结售汇头寸变动

2012 年 4 月 16 日，收付实现制头寸下限管理政策取消<sup>13</sup>，银行主要根据远期结售汇签约方向的变化调整收付实现制头寸余额（见图 2-24）。2012 年，随着人民币升值预期的变化，客户不断调整远期结售汇签约策略，第一、四季度远期结汇多于远期售汇，第二、三季度远期售汇多于远期结汇。全年银行远期结汇和售汇签约分别较上年下降 5% 和 7%，净售汇 13 亿美元，而 2010 和 2011 年分别为净结汇 484 亿美元和净售汇 45 亿美元。全年未到期远期基本保持净售汇方向，并在 9、10 月份达到了最高值 212 亿和 217 亿美元，相应将收付实现制头寸余额推高至历史最高点 555 亿和 531 亿美元。此后，随着远期签约方向的变化，未到期远期售汇规模缩小，收付实现制头寸也快速

<sup>13</sup>2010 年 10 月份，由于银行与客户大量叙做远期结汇业务，然后通过即期外汇市场平盘，导致央行净购汇增长很快，加大了市场不平衡的压力。自 2010 年 11 月 9 日起，外汇局对银行按照收付实现制原则计算的头寸余额实行下限管理，限制了远期净结汇通过即期外汇市场平盘，从而抑制了新签远期结汇合约。

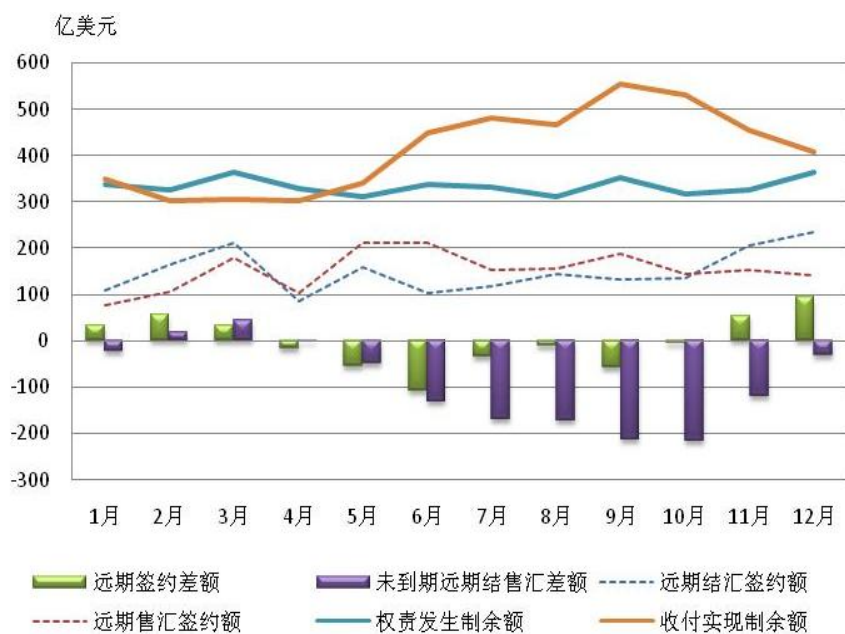
下降至 2012 年末的 407 亿美元（见图 2-25）。

图 2-24 2001-2012 年远期结售汇业务开展情况和结售汇头寸变动情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-25 2012 年远期结售汇业务开展情况和结售汇头寸变动情况



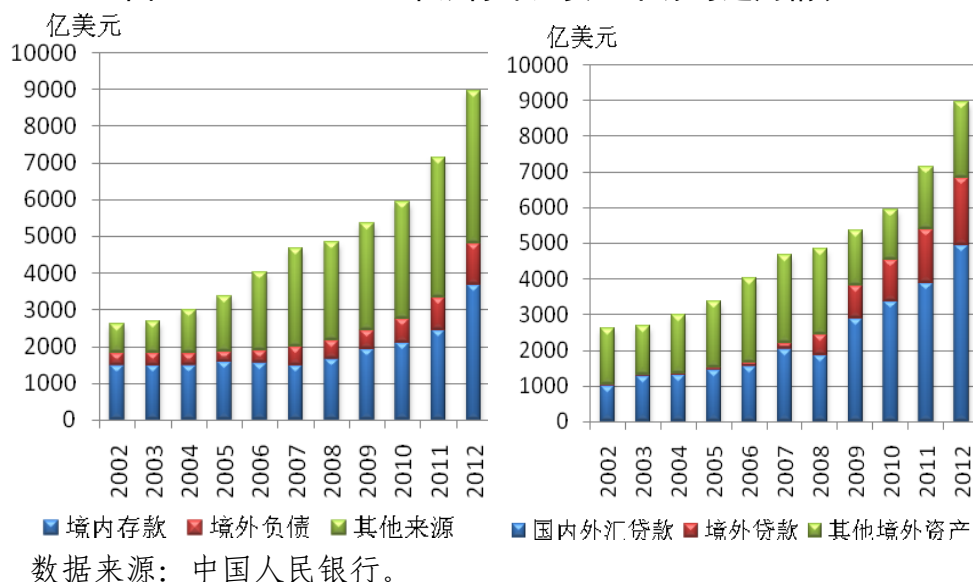
数据来源：国家外汇管理局。

### 3. 银行部门外汇资金来源与运用

2012 年，银行外汇资金来源与运用规模扩大 1800 多亿美元（见图 2-26）。从资金来源看，境内外汇存款增加约 1220 亿美元，境外负债增加约 254 亿美元，外汇买卖及其他增加约 357 亿美元，分别较上

年多增 852 亿、63 亿和-283 亿美元。从资金运用看，国内外汇贷款增加约 1065 亿美元，境外贷款增加约 383 亿美元，其他境外资产增加约 383 亿美元，分别较上年多增 539 亿、56 亿和 37 亿美元。

图 2-26 2002-2012 年银行外汇资金来源与运用情况



境内外汇贷存比先降后升。2012 年，剔除政策性银行，国内银行“国内外汇贷款/外汇存款”的比例由 2011 年末的 104%，逐月下降至 2012 年 7 月的 75%，然后逐月回升至 2012 年末的 95%（见图 2-27）。1-7 月份，外汇贷款规模相对稳定，共增加 273 亿美元，但外汇存款上升了 1366 亿美元。人民币贬值预期出现后，企业持汇意愿上升。而且，很多银行受内部定价等多方面影响，致使美元利率有时偏离实际资金状况，诱发企业财务运作，导致外汇存款持续大幅增长。8-12 月份，外汇贷款快速增加了 681 亿美元，而外汇存款则小幅下降了 108 亿美元。许多银行自 7 月份开始加速下调美元利率，收窄了境内企业的套利空间，加之人民币贬值预期减弱、监管部门收紧表外融资政策，导致外汇存款少增、贷款多增。

图 2-27 2002-2012 年银行外汇贷存比变动情况



数据来源：中国人民银行。

注：剔除了政策性银行，故与图 1-8 表示不同。

从银行跨境调拨资金方面看，虽然 2012 年度国内外汇贷款增长较多，但主要来源于国内外汇存款的增加。如果不考虑境外贷款，2012 年银行资金调出入基本平衡，全年净调入资金 46 亿美元。同样剔除境外贷款因素，2011 年银行向境外净调出资金 166 亿美元，2009 和 2010 年为净调入资金（见图 2-28）。按季度分析，2012 年第一、二季度分别调出资金 346 亿和 439 亿美元，第三、四季度分别调入资金 133 亿和 697 亿美元（见表 2-2）。

表 2-2 2012 年各季度国内金融机构境外外汇资金来源与运用

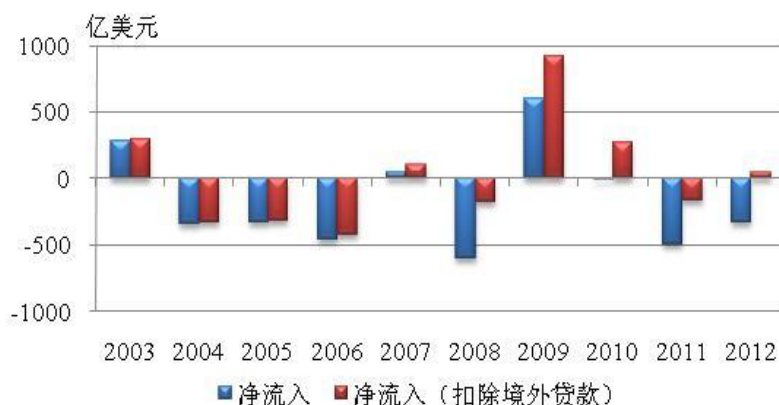
单位：亿美元

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	合计
<b>境外负债增加额 (1)</b>	<b>84</b>	<b>62</b>	<b>12</b>	<b>93</b>	<b>251</b>
境外存款	33	49	-7	-6	70
境外筹资	3	-5	6	16	20
境外银行存拆放	47	18	13	83	161
<b>境外资产减少额 (2)</b>	<b>-481</b>	<b>-572</b>	<b>12</b>	<b>454</b>	<b>-587</b>
境外贷款	-51	-71	-110	-151	-383
有价证券及投资	63	54	-85	-21	10

存拆放境外银行	-492	-555	207	626	-214
净流入=(1)+(2)	-397	-510	23	547	-337
扣除境外贷款后净流入	-346	-439	133	697	46

数据来源：中国人民银行。  
注：正数为流入，负数为流出。

图 2-28 2003-2012 年银行外汇资金流入情况



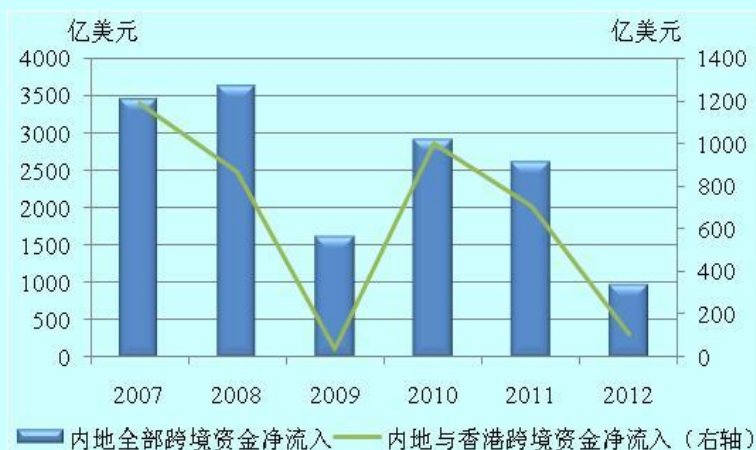
数据来源：中国人民银行。

#### 专栏 4:

### 2012 年内地与香港非银行部门跨境资金往来

内地与香港非银行部门跨境资金往来在振荡中总体趋向平衡。2012 年，内地从香港跨境资金净流入 106 亿美元，较 2011 年下降 85%，比 2007 年至 2011 年 762 亿美元的年均净流入水平低 86%（见图 C4-1）。其中，1-10 月份为内地向香港资金净流出 144 亿美元，最后两个月转为净流入 250 亿美元。

图 C4-1 2007-2012 年内地与香港、内地全部跨境资金净流入情况



数据来源：国家外汇管理局。

资本和金融项目是香港跨境资金流入内地的主要渠道。2012年，内地与香港之间，经常项下净流出649亿美元，较2011年增加1.6倍；资本和金融项下净流入755亿美元，较2011年减少21%（见表C4-1）。

表C4-1 2011、2012年内地与香港非银行部门跨境资金往来主要状况

单位：亿美元

项 目	2011年	2012年	2012年较上年变动
<b>经常账户净额</b>	<b>-255</b>	<b>-649</b>	<b>155%</b>
其中：货物贸易	-352	-808	130%
服务贸易	256	373	46%
投资收益	-333	-391	17%
经常转移	110	107	-3%
<b>资本和金融账户净额</b>	<b>962</b>	<b>755</b>	<b>-21%</b>
其中：直接投资	780	522	-33%
我国对外直接投资	-159	-310	95%
外国来华直接投资	939	831	-11%
证券投资	58	105	80%
其他投资	120	126	5%

数据来源：国家外汇管理局。

注：目前，QFII和RQFII资金流入数据体现在我国银行部门吸收的非居民存款中，未纳入非银行部门证券投资项下跨境收入统计。

来华直接投资是香港资金流入内地的主要形式。2012年，来自香港的非银行部门直接投资资本金净流入712亿美元，较上年下降12%；股东贷款净流入120亿美元，下降10%。两者合计达832亿美元，超过同期内地自香港资本和金融项下净流入总额。

RQFII和QFII进一步扩大了香港资金流入内地的规模。2012年，批准RQFII投资额度563亿元人民币，全年流入560亿元人民币；批准QFII投资额度158亿美元，全年来自香港的资金流入89亿美元（这两部分资金流动不反映在非银行部门跨境资金往来中，详见脚注1）。第四季度，QFII和RQFII审批节奏加快，客观上助推了资金流入，当季RQFII流入312亿元人民币，QFII流入36亿美元。

内地与香港人民币跨境收支趋于平衡。2012年，内地对香港人民币跨境净支付折合32亿美元，较上年下降90%。第四季度，两地间人民币跨境净支付折合32亿美元，而前三季度为净流入0.3亿美元。

2012年底以来，香港金融管理局多次入市干预港元升值，再次引发了社会

对于热钱借道香港进入内地的关注。事实上，内外部环境一起向好，推动了年底我国整体跨境资金净流入规模的快速回升，这同样影响香港与内地间的跨境资金流动往来（详见本报告第一部分或专栏 2 的分析）。由于两地间经贸联系密切、人员往来频繁，作为国际金融中心的香港，一直是内地重要的资金集散地和财务运作中心。资金流入香港并溢出至内地主要有三种合规渠道：一是香港银行从国际市场低成本融入美元，再向境内银行和企业提供贸易融资；二是由于境外市场即期人民币汇率持续强于境内市场，一些境内企业在香港购汇、境内结汇套取汇差，境外银行、对冲基金等机构是离岸市场人民币资金的需求方，它们获得资金后以 RQFII、人民币借贷等形式回流境内；三是资金流入香港后，将使香港股票、债券市场流动性转向宽松，吸引内地金融机构和企业赴港融资。现在看来，第一个渠道的作用尚不明显（截至 2012 年 12 月份，内地货物贸易项下跨境收付顺差仍小于海关进出口顺差），后两个渠道的作用可能已开始逐步发挥。但是，由于内外部环境还存在较多不稳定、不确定的因素，未来两地间跨境资金流动仍可能大幅波动。

### 三、总结

本部分主要结合前文分析结果概括几点结论，并在展望未来我国跨境资金流动发展趋势的基础上，提出进一步防范和化解跨境资金流动冲击的政策思路。

#### （一）主要结论

**跨境资金流动状况进一步改善。**2012年，我国跨境资金流动双向变动，流入减少、流出增加，总体基本平衡，外汇储备过快增长的局面显著缓解。特别是，我国国际收支从1999年以来持续“双顺差”，转为“经常项目顺差、资本和金融项目逆差”的新格局，显示跨境资金流动趋向自主调节、自我平衡。这是近年来我国坚持实施“调结构、扩内需、减顺差、促平衡”的政策成效，符合宏观调控目标，也是拓宽资本流出渠道、推进“藏汇于民”的积极结果。

**跨境资金流动的双向变动明显。**2012年我国跨境资金流动一波三折，经历了三轮短周期波动：第一季度资金流入，第二、三季度资金流出，第四季度资金流出放缓，12月份再现较大规模净流入。随着经济对外开放程度提高，我国经济金融与世界、人民币汇率与全球汇率体系之间的联系日益紧密，跨境资金流动有进有出在所难免。我们要对跨境资金流动的变化保持必要的容忍度，不能把资金流入或流出的一时增减，简单等同于“热钱”流入或资本外逃。同时，要改变对跨境资金流动的单边、线性思维的传统偏好。既不能以为初始情况好，



形势就会一直好下去，也不能以为初始情况坏，形势就会一直坏下去。应该树立金融风险意识，理性看待、积极防范跨境资金流动双向变动的风险。

**跨境资金流动自我平衡的基础尚不稳固。**2012年，我国跨境资金流动得以实现基本自主平衡，部分原因是国内企业根据境内外利差、汇差等市场环境变化调整财务运行，由以往“资产本币化、负债外币化”转向“资产外币化、负债本币化”，大量增持外汇存款，对冲了贸易顺差产生的外汇流入。这种财务行为主要是基于实体经济活动的需要，客观上加剧了跨境资金流动的顺周期波动，突出表现为围绕贸易投资等生产经营活动上下波动的钟摆效应。经济金融环境向好时吸引资金持续流入，经济金融环境转坏时又容易形成资金大量流出。这对于宏观调控的灵活性、前瞻性和协调性提出了新要求。

**有效管理跨境资金流动面临越来越大的挑战。**随着资本账户开放程度和跨境人民币使用范围不断扩大，境内外经济联系日益紧密，维持资本管制有效性不能不考虑跨市场套利和监管政策套利的问题。特别是，跨境资金流动形式越来越多样化、关系越来越复杂化，其中许多对外债权债务关系并无实际跨境资金往来相对应，这对基于现金收付和依托银行柜台的资本管制模式更是巨大考验。因此，要清醒认识管制的局限性，不能用管制替代改革，而要坚持疏堵并举、以疏为主，建立可持续的国际收支平衡体制机制。管理要厘清政府与市场、部门与部门之间的边界，既不能缺位也不能越位。管理要有成本意识，提高容忍度，不要追求管得越细越好、数据越多越好。

## （二）下一阶段政策考虑

2013 年，我国跨境资金净流入规模反弹和双向变动的内外部因素依然存在。一是基于现阶段我国的经济竞争力和经济结构以及国际分工格局，经常项目尤其是贸易顺差局面仍会持续，并继续吸引外国直接投资等国际长期资本流入。二是发达经济体竞相推出超宽松货币政策，造成国际金融市场流动性泛滥，新兴市场经济体被动承受资本流入和本币升值压力。但另一方面，宽松货币政策不能包治百病，发达经济体爆发主权债务危机的根源并没有得到根治，全球经济和金融市场存在较大的不确定性，国内经济回升进程也可能反复。未来一旦风险再次积聚和爆发，新兴市场经济体又将被动承受资本流出和本币贬值的压力。对此，不可不察、不可不防。

### 专栏 5:

#### 量化宽松货币政策对新兴市场资本流动的影响

近年来新兴市场资本净流入大幅上升。2007 年底以来，美联储、欧洲央行和英国央行等全球几大央行开始实施非常规货币政策，并多次推行量化宽松政策（QE），向市场注入大量流动性。根据国际金融协会（IIF）统计，在美联储大规模推行 QE 的 2009-2011 年，“金砖四国”在内的全球 30 个新兴市场国家资本净流入超过 2.1 万亿美元，年均增幅近 40%，远超过去十五年 18% 的平均水平（见图 C5-1）。其原因主要是 QE 压低了主要发达国家利率，低利率促使私人投资者调整资产配置，重新寻找投资机会，加剧了资金涌入新兴市场追求高收益，导致流入新兴市场的资本规模远高于以往经济复苏周期。从地区情况看，亚洲新兴经济体是资本流入的首选。2009 年资本净流入量是 2008 年的 5 倍，2010 和 2011 年更屡创新高，三年累计净流入超 1.1 万亿美元，占过去十五年累计净流入量的

45%(见图 C5-1)。拉丁美洲新兴经济体资本净流入规模虽不及亚洲新兴经济体，但 2009-2011 年年均增幅超 42%，2011 年达历史最高水平 2377 亿美元。欧洲新兴经济体受欧债危机拖累，2009 年资本流入剧减，2010 年起虽有所恢复，但尚未达到危机前的水平，2011 年资本净流入规模仅为 2007 年的 37%。

图 C5-1 1995-2011 年全球主要新兴经济体及亚洲新兴经济体资本净流入规模



数据来源：国际金融协会。

**QE 加剧了新兴市场资本流动的顺周期性，增加政策调控难度。**一方面，危机爆发时，发达国家央行的资金支持缓解了本国投资者的流动性危机，使其拥有更大的灵活性去处置流动性较差的新兴市场投资，从而加剧了新兴市场的资本外流；经济复苏时，充裕的流动性又导致流入新兴市场的国际资本成倍增长。如 2008 年金融危机期间，净流入新兴市场的国际资本比危机前减少近半，此后又以超过 40% 的速度回升，资本流动规模和速度都远高于 1997 年亚洲金融危机和 2002 年的拉美债务危机。在此情况下，部分国家被迫采取资本管制措施，限制资本流入。以巴西为例，2009 年初，以证券投资为主的国际资本大幅流入，迅速推高资产价格和货币汇率。自 2009 年 10 月起，为控制汇率，巴西政府陆续宣布对流入巴西股市、债市、外汇市场、信贷市场和非公开市场的外国资本征税。印度、阿根廷等国央行也纷纷干预汇市，稳定本币币值。另一方面，顺周期性的加剧导致新兴经济体政策调控陷入两难境地。在经济下行周期，若实施宽松货币政策刺激经济可能加快资本外逃，加速衰退；在经济上行周期，若实施紧缩货币政策控制通胀可能吸引更多国际资本，进一步推高通胀水平。

**长期内新兴市场仍将吸引资金流入，但存在周期性流出的风险。**长期看，

新兴市场仍将是全球经济的主要增长点，IMF 预测新兴市场长期经济增长率为 6.2%，超过发达市场的 2.6%。新兴市场资本净流入维持在较高水平的趋势可能将持续，但不排除以下资本周期性流出的可能：一是发达国家经济复苏企稳，信贷需求上升，利率回调，投资者调整投资策略，将一部分资金重新投放发达市场。二是遭遇新一轮危机，投资者避险情绪再次上升，将资金回撤至发达市场相对安全的资产上。目前来看，第一种情况发生的可能性较大。资本的大幅流出可能呈现以下特征：从流出的国家看，经济基本面较弱、债务负担较重、对外部融资依赖较大的新兴经济体将首当其冲受到影响；从流出形式看，流动性较好的证券投资资本可能首先遭遇大规模撤出，其次是银行信贷等其他债务资本，FDI 由于涉及投资者长期发展战略，预计将基本保持稳定。亚洲新兴经济体虽然经济基本面较好，且资本累积长期以 FDI 为主，但 2008 年金融危机后持续成为投资热点，积累了大量的国际资本，若发生新一轮资本流出，恐难独善其身。

中央经济工作会议指出，“我们面临的机遇，不再是简单纳入全球分工体系、扩大出口、加快投资的传统机遇，而是倒逼我们扩大内需、提高创新能力、促进经济发展方式转变的机遇”，这也为落实 2013 年经济工作“促进国际收支趋向平衡”任务指明了方向。

为构筑防范跨境资金流动冲击的有效防线，外汇管理部门将以促平衡作为防风险的基础措施，围绕拓流出、扩进口的目标，推进资本项目可兑换、贸易投资便利化和外汇市场建设，加快建立健全可持续的国际收支平衡体制机制。以控流入作为防风险的保障措施，加强跨境资金流动监测，完善应对跨境资金双向流动特别是大规模流入冲击的政策预案，坚决守住风险底线。