

2012 年中国国际收支报告

国家外汇管理局国际收支分析小组

2013 年 4 月 3 日

内 容 摘 要

2012年，在宽流动性、低利率环境下，全球经济复苏放缓，欧美债务危机持续发酵，国际金融继续动荡，新兴市场资本双向流动明显。我国经济缓中趋稳，经济增长的内生性、自主性增强，人民币汇率趋向合理均衡水平。

2012年，我国涉外经济平稳发展，国际收支交易总规模较2011年增长6%。国际收支状况继续改善，初步形成“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，外汇储备增长明显放缓。其中，经常项目顺差与GDP之比为2.3%，仍保持在国际认可的合理范围之内；资本和金融项目逆差168亿美元，主要是非直接投资项目逆差较大，反映了境内主体境外资产运用的增加和对外负债的减少。跨境资本流向变化明显，资本和金融项目在第一季度呈现顺差，第二、三季度转为逆差，第四季度又重现顺差。

2013年，在内外部环境错综复杂、充满变数的情况下，我国国际收支有望继续保持基本平衡，但“促平衡”的任务依然艰巨。下一阶段，我国将延续“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”的基本思路，进一步夯实国际收支基本平衡的基础。外汇管理部门将加快外汇管理理念和方式转变，提升外汇管理服务实体经济、保障经济金融稳定的能力。

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	7
(三) 国际收支运行评价	16
二、国际收支主要项目分析	21
(一) 货物贸易	21
(二) 服务贸易	24
(三) 直接投资	28
(四) 证券投资	32
(五) 其他投资	34
三、外汇市场运行与人民币汇率	37
(一) 外汇市场改革和建设情况	37
(二) 人民币汇率走势	37
(三) 外汇市场交易	44
四、国际收支形势展望和政策取向	50
(一) 形势展望	50
(二) 政策取向	50

专栏

1. 我国投资收益逆差是结构性的
2. 结构性因素对我国经常项目收支平衡的影响越来越大
3. 我国是服务贸易大国但非强国
4. 新兴市场货币走势一波三折
5. 全球聚焦日元贬值

图

- 1-1 2001-2012 年全球发达经济体及新兴和发展中经济体经济增速
- 1-2 2012 年新兴市场股票指数和市场波动率 VIX 指数
- 1-3 2009-2012 年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率
- 1-4 2000-2012 年我国年度消费、投资和净出口对经济增长的贡献率
- 1-5 2001-2012 年经常项目主要子项目的收支状况
- 1-6 1994-2012 年货物和服务贸易差额与 GDP 之比
- 1-7 2001-2012 年资本和金融项目主要子项目的收支状况
- 1-8 2001-2012 年外汇储备增加额与外汇储备余额
- 1-9 1990-2012 年国际收支交易规模及其与 GDP 之比
- 1-10 1990-2012 年经常项目差额和储备资产增加额与 GDP 之比
- 1-11 2000-2012 年非直接投资跨境资本流动与 GDP 之比
- 2-1 2000-2012 年进口、出口与 GDP 之比
- 2-2 2000-2012 年进出口差额及其与 GDP 之比
- 2-3 2010-2012 年我国出口同比变动的价格影响和数量影响
- 2-4 2010-2012 年我国进口同比变动的价格影响和数量影响
- 2-5 2005-2012 年进出口同比价格指数和贸易条件指数
- 2-6 2012 年我国与主要贸易伙伴进出口总额增速及占比情况
- 2-7 2001-2012 年我国商品在欧美日的市场份额变化
- 2-8 2004-2012 年货物和服务贸易比较
- 2-9 2012 年服务贸易规模前十位国家和地区的收支情况
- 2-10 2000-2012 年直接投资顺差情况
- 2-11 2000-2012 年外国来华直接投资情况
- 2-12 2000-2012 年我国对外直接投资情况
- 2-13 2009-2012 年金融部门对外直接投资净流出情况表
- 2-14 2000-2012 年跨境证券投资净额

- 2-15 2000-2012 年其他投资净额
- 3-1 2012 年人民币对美元、欧元和日元汇率中间价走势
- 3-2 1994-2012 年人民币有效汇率走势
- 3-3 2012 年主要发达经济体和新兴市场货币有效汇率变动
- 3-4 2012 年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况
- 3-5 2012 年境内外人民币对美元即期汇率及价差走势
- 3-6 2012 年境内外人民币对美元远期市场 1 年期美元升贴水点数
- 3-7 2006-2012 年即期外汇市场交易量
- 3-8 2006-2012 年银行对客远期结售汇业务量
- 3-9 2005-2012 年银行间外汇市场外币对即期交易的币种构成
- C1-1 2005-2011 年中国与部分国家投资收益率均值比较
- C1-2 2005-2011 年各国对外资产结构和对外投资收益率均值比较
- C2-1 2008 年以来我国经常项目顺差占比变动中的影响因素
- C3-1 2001-2012 年服务贸易收支情况
- C4-1 2012 年新兴市场货币走势
- C4-2 2012 年主要新兴市场货币汇率变动
- C4-3 2011-2012 年主要新兴市场经济体经常项目和财政状况
- C5-1 1980 年以来美元对日元汇率走势
- C5-2 2000 年以来日本中央政府债务占 GDP 的比例

表

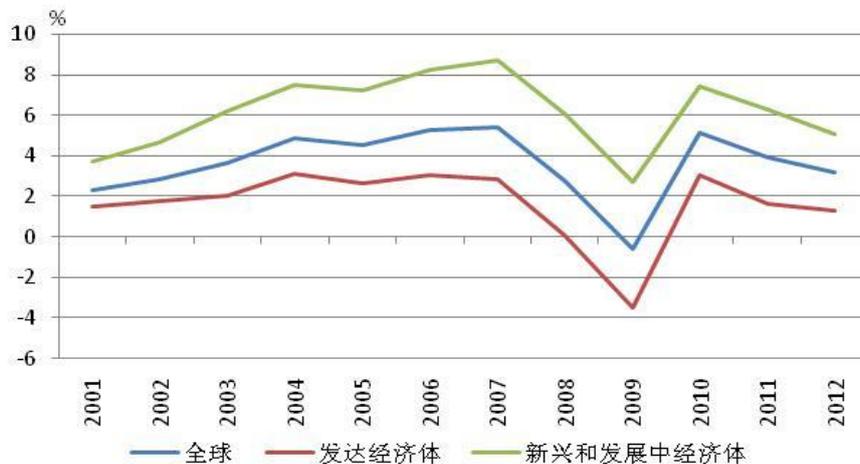
- 1-1 2006-2012 年国际收支顺差结构
- 1-2 2012 年中国国际收支平衡表
- 2-1 2012 年外国来华直接投资主要行业
- 2-2 2012 年来华直接投资主要来源国家或地区情况
- 3-1 2012 年人民币外汇市场交易概况

一、国际收支概况

（一）国际收支运行环境

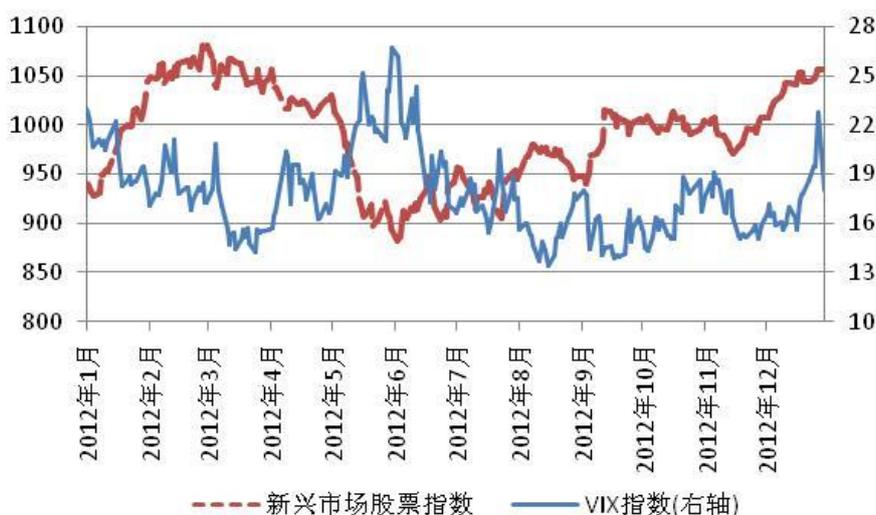
2012年，在宽流动性、低利率环境下，全球经济增长放缓，国际金融持续动荡。发达经济体复苏乏力，新兴经济体增速回落（见图1-1）。其中，上半年全球经济增长普遍放慢，下半年新兴经济体经济状况有所改善，全球经济出现触底企稳迹象。总体看，外需疲弱对我国出口产生了一定影响。欧美主权债务危机的演变更加复杂，金融市场避险情绪交替变化，呈现明显的阶段性特征（见图1-2）。第一季度，欧债危机暂告缓解，国际金融市场有所企稳，新兴经济体重现资本流入。但自3月下旬起，欧债危机再次恶化，市场避险情绪加重，新兴经济体普遍出现资本外流。9月份以来，欧央行宣布直接货币交易（OMT）计划、美联储启动第三轮和第四轮量化宽松货币政策等措施稳定了金融市场，投资者风险偏好回升，新兴经济体资本回流压力逐渐增加。

图 1-1 2001-2012 年全球发达经济体及新兴和发展中经济体经济增速



数据来源：国际货币基金组织。

图 1-2 2012 年新兴市场股票指数和市场波动率 VIX 指数



注：（1）新兴市场股票指数由摩根士丹利国际资本公司（Morgan Stanley Capital International, MSCI）编制；（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或避险情绪越重。
数据来源：路透。

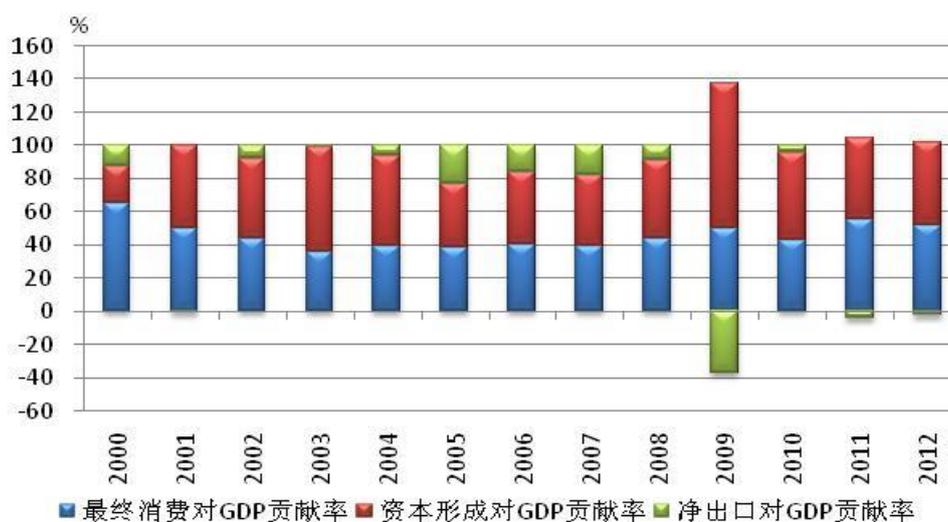
2012 年，我国经济呈现缓中趋稳的走势。第四季度国内生产总值同比增长 7.9%，结束了此前连续 7 个季度的增速回落态势，国内物价水平保持稳定（见图 1-3）；最终消费和投资对经济增长的贡献率分别达 51.8% 和 50.4%，经济增长的内生性、自主性进一步增强（见图 1-4）。但我国经济面临的困难增多、下行压力较大，一定程度上减少了进口需求。在人民币汇率趋向合理均衡水平的背景下，受国内外环境变化和汇率机制改革影响，人民币汇率双向波动明显、汇率预期分化，市场主体财务运作方式的变动频繁，造成跨境资金流动的短期变动。前三季度，境内机构和个人持汇和购汇意愿增强，跨境资金偏流出压力。第四季度，国内外经济金融形势逐渐企稳，人民币汇率重拾升势，我国又再现较大的资本回流压力。

图 1-3 2009-2012 年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率



数据来源：国家统计局。

图 1-4 2000-2012 年我国年度消费、投资和净出口对经济增长的贡献率



数据来源：国家统计局。

(二) 国际收支主要状况

国际收支总顺差大幅下降。2012 年,经常项目顺差 1931 亿美元,较 2011 年增长 42%; 资本和金融项目逆差 168 亿美元,为亚洲金融危机以来首次逆差,上年为顺差 2655 亿美元; 国际收支总顺差 1763 亿美元,下降 56%,大大低于 2007-2011 年年均顺差 4552 亿美元的规模 (见表 1-1)。

表 1-1 2006-2012 年国际收支顺差结构

单位：亿美元

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
国际收支总差额	2811	4474	4607	4417	5247	4016	1763
经常项目差额	2318	3532	4206	2433	2378	1361	1931
占国际收支总差额比重	82%	79%	91%	55%	45%	34%	110%
与 GDP 之比	8.5%	10.1%	9.3%	4.9%	4.0%	1.9%	2.3%
资本和金融项目差额	493	942	401	1985	2869	2655	-168
占国际收支总差额比重	18%	21%	9%	45%	55%	66%	-10%
与 GDP 之比	1.8%	2.7%	0.9%	4.0%	4.8%	3.6%	-0.2%

数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

货物贸易顺差较快增长。按国际收支统计口径¹，2012 年，我国货物贸易出口 20569 亿美元，进口 17353 亿美元，分别较 2011 年增长 8% 和 5%；顺差 3216 亿美元，增长 32%（见图 1-5）。

图 1-5 2001-2012 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。

服务贸易逆差进一步扩大。2012 年，服务贸易收入 1914 亿美元，较 2011 年增长 3%；支出 2812 亿美元，增长 14%；逆差 897

¹ 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。

亿美元，扩大 46%。全年，货物与服务贸易顺差合计为 2318 亿美元，增长 27%，与 GDP 之比为 2.8%，仍处历史较低水平（见图 1-6）。

收益项目逆差有所收窄。2012 年，收益项目收入 1604 亿美元，较 2011 年增长 11%；支出 2026 亿美元，下降 6%；逆差 421 亿美元，下降 40%。其中，投资收益逆差 574 亿美元，下降 33%，主要是因为外商投资企业外方投资收益较上年有所下降²；职工报酬净流入 153 亿美元，较 2011 年增加 2%。

图 1-6 1994-2012 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，国家统计局。

专栏 1:

我国投资收益逆差是结构性的

2012 年三季度末国际投资头寸表显示，我国对外金融净资产为 1.8 万亿美元，而全年国际收支平衡表上投资收益为逆差 574 亿美元。

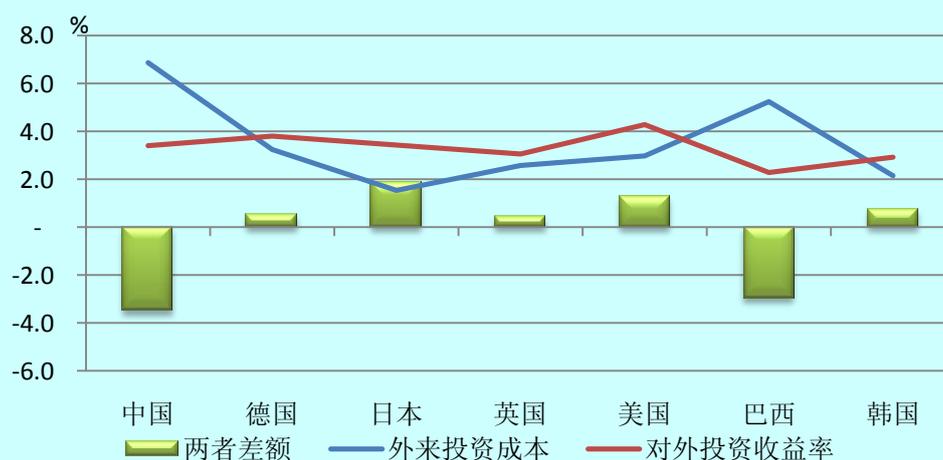
不能简单把收益项目顺差或逆差与对外投资是损失还是盈利挂钩。一是收益项目既包含我国对外投资的收益，也包含外方在我国投资获得的收益，差额由二者相减得到。外方在华投资赚钱并不等同于我国对外投资亏钱。二是利用

² 根据国家外汇管理局外商投资企业年检数据，对 2011 年外商投资企业外方投资收益（含已分配未汇出利润和未分配利润）进行了修订。

外资，我们付出了成本（即来华投资收益），但也融通了资金，支持了国内经济建设，创造了就业和税收、引进了技术、开拓了市场。我国对外开放总体是成绩大于问题，社会效益和经济收益远大于财务成本。三是外方在我国投资的收益中，相当一部分是外方股东的已分配未汇出利润和未分配利润，并没有实际的资金流出。在编制平衡表时，按照权责发生制原则，同时记录为收益的流出和直接投资的流入。扣除这一块，我国收益项目实际仍是净收入。

我国投资收益差额为负原因不在于对外投资回报太低，而是利用外资成本较高，这反映了我国对外金融资产负债状况的结构性差异。从国际比较看，2005-2011年我国对外投资收益率³均值为3.3%；美国这一比率为4.3%，德国和日本分别为3.8%和3.4%，而英国、金砖国家巴西以及韩国均低于我国，分别为3.0%、2.3%和2.9%（见图C1-1）。考虑到我国对外总资产中约67%为储备资产，其主要运用形式是债权投资，我国对外投资的收益率并不逊色。另一方面，2005-2011年我国外来投资收益率（吸收外来投资的成本支出）⁴均值为6.9%；美国这一比率为3.1%，德国为3.3%，日本为1.5%，英国为2.6%。我国吸收外来投资的成本较高主要是由于我国六成以上利用外资是外来直接投资，这类股权投资属于长期、稳定的投资，流动性较差，存在经营风险，按照市场规律投资回报高于其他形式投资。

图 C1-1 2005-2011 年中国与部分国家投资收益率均值比较



数据来源：国际货币基金组织。

³对外投资收益率=当年平衡表中投资收益贷方/上年末和当年末国际投资头寸表中对外总资产余额的平均值。

⁴外来投资收益率=当年平衡表中投资收益借方/上年末和当年末国际投资头寸表中对外总负债余额的平均值。

预计未来较长时间内我国结构性的投资收益逆差状况仍可能持续。一是通常认为，拓宽对外投资渠道，更多通过民间输出资本，将有利于提升资源配置效率，提高投资收益。但国际比较看，实行多元化投资的各国比以外汇储备投资为主的中国，在投资回报方面并无明显优势（见图 C1-2）。这是由于追逐高收益的同时带来了高风险，有的投资盈利但有的投资亏损，使得综合收益并不一定高于集中投资方式的收益。二是降低外来投资回报必然要求更多地利用证券投资或外债形式的其他外资，这是近年来国内资本市场开放的重要推动力。但证券投资和外债（尤其是短期外债）波动性较强、稳定性较差，是触发新兴市场货币危机、债务危机的重要诱因。在我国金融市场发展滞后于经济发展、汇率利率体系尚未理顺的情况下，贸然放开这方面的流入渠道，有可能加剧跨境资本流动大进大出的风险，需要审慎推进。

图 C1-2 2005-2011 年各国对外资产结构和对外投资收益率均值比较



注：各国对外资产结构统计时点为 2011 年末。

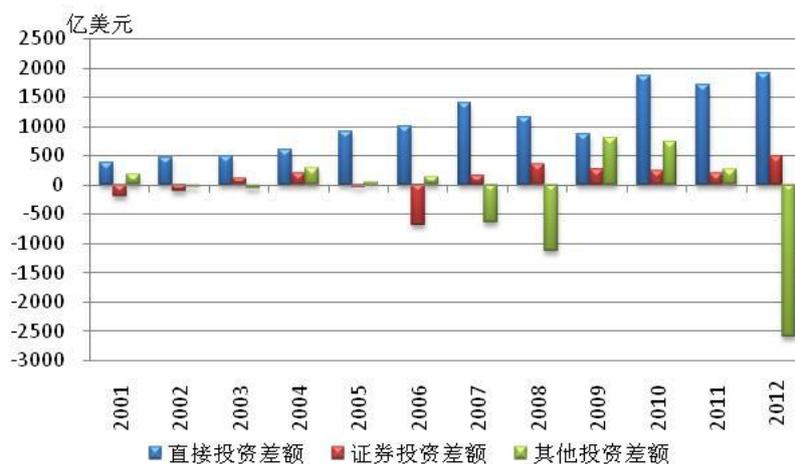
数据来源：国际货币基金组织，环亚经济数据库。

直接投资保持较大顺差。按国际收支统计口径，2012 年，直接投资顺差 1911 亿美元，较 2011 年下降 17%。其中，外国来华直接投资净流入 2535 亿美元⁵，下降 9%；我国对外直接投资净流出 624 亿美元，增长 29%（见图 1-7）。

⁵ 本口径与商务部公布的数据主要差异在于，国际收支统计中还包括了外商投资企业的未分配利润、已分配未汇出利润、盈余公积、股东贷款、金融机构吸收外资、非居民购买不动产等内容。

证券投资净流入大幅增长。2012年，证券投资项下净流入478亿美元，较2011年增长143%。其中，我国对外证券投资净流出64亿美元，2011年为净回流62亿美元；境外对我国证券投资净流入542亿美元，较2011年增长305%，创历史新高。

图 1-7 2001-2012 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。

其他投资大幅净流出。2012年，其他投资项下净流出2600亿美元，而2011年为净流入87亿美元。其中，其他投资项下对外资产净增加2316亿美元，较2011年增长26%；其他投资项下对外负债减少284亿美元，而2011年为净增加1923亿美元。

储备资产增幅放缓。2012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966亿美元，较2011年下降75%。其中，外汇储备资产增加987亿美元，较2011年少增2861亿美元，截至2012年末我国外汇储备余额达33116亿美元(见图1-8)；我国在国际货币基金组织的储备头寸净减少16亿美元。

图 1-8 2001-2012 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。

表 1-2 2012 年中国国际收支平衡表⁶

单位：亿美元

项 目	差 额	贷 方	借 方
一. 经常项目	1931	24599	22668
A. 货物和服务	2318	22483	20165
a. 货物	3216	20569	17353
b. 服务	-897	1914	2812
1. 运输	-469	389	859
2. 旅游	-519	500	1020
3. 通讯服务	1	18	16
4. 建筑服务	86	122	36
5. 保险服务	-173	33	206
6. 金融服务	0	19	19
7. 计算机和信息服务	106	145	38
8. 专有权利使用费和特许费	-167	10	177
9. 咨询	134	334	200
10. 广告、宣传	20	48	28
11. 电影、音像	-4	1	6
12. 其他商业服务	89	284	196
13. 别处未提及的政府服务	-1	10	10
B. 收益	-421	1604	2026
1. 职工报酬	153	171	18
2. 投资收益	-574	1434	2008
C. 经常转移	34	512	477
1. 各级政府	-31	9	40
2. 其他部门	65	503	438
二. 资本和金融项目	-168	13783	13951
A. 资本项目	43	45	3
B. 金融项目	-211	13738	13949
1. 直接投资	1911	3079	1168
1.1 我国在外直接投资	-624	234	857
1.2 外国在华直接投资	2535	2845	311
2. 证券投资	478	829	352
2.1 资产	-64	237	301
2.1.1 股本证券	20	120	100
2.1.2 债务证券	-84	117	201
2.1.2.1 (中)长期债券	-49	110	159

⁶ 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。

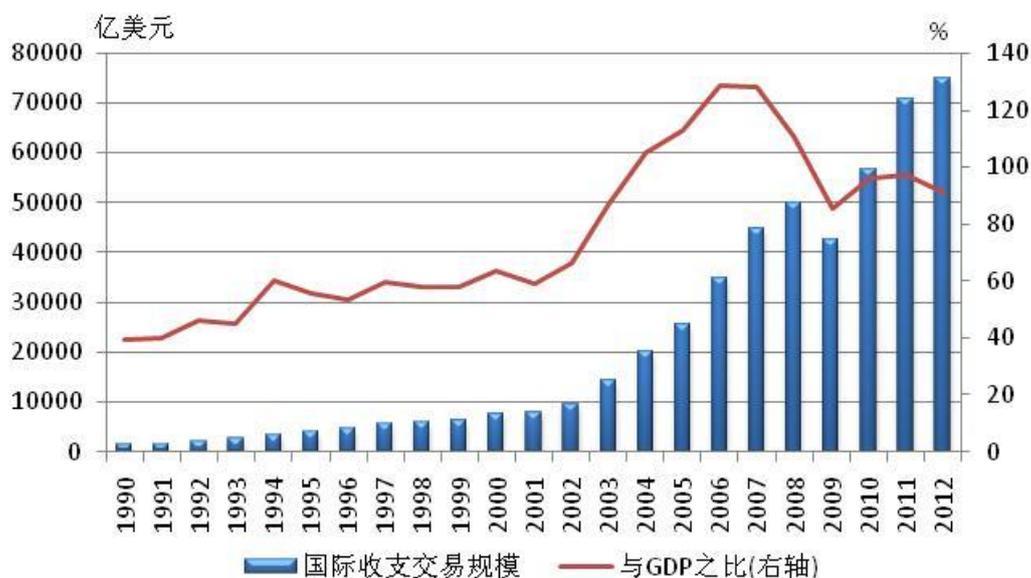
项 目	差 额	贷 方	借 方
2.1.2.2 货币市场工具	-35	7	42
2.2 负债	542	593	51
2.2.1 股本证券	299	348	49
2.2.2 债务证券	243	244	2
2.2.2.1 (中)长期债券	173	175	2
2.2.2.2 货币市场工具	70	70	0
3. 其他投资	-2600	9829	12429
3.1 资产	-2316	1402	3718
3.1.1 贸易信贷	-618	4	622
长期	-12	0	12
短期	-606	4	610
3.1.2 贷款	-653	244	897
长期	-568	0	568
短期	-85	243	329
3.1.3 货币和存款	-1047	1027	2074
3.1.4 其他资产	3	127	125
长期	-100	0	100
短期	103	127	25
3.2 负债	-284	8428	8712
3.2.1 贸易信贷	423	503	80
长期	7	9	1
短期	416	494	78
3.2.2 贷款	-168	6480	6648
长期	102	543	440
短期	-270	5937	6207
3.2.3 货币和存款	-594	1339	1933
3.2.4 其他负债	54	106	51
长期	47	47	1
短期	8	58	50
三. 储备资产	-966	136	1101
3.1 货币黄金	0	0	0
3.2 特别提款权	5	7	2
3.3 在基金组织的储备头寸	16	16	0
3.4 外汇	-987	112	1099
3.5 其他债权	0	0	0
四. 净误差与遗漏	-798	0	798

数据来源：国家外汇管理局。

（三）国际收支运行评价

涉外经济规模平稳增长。2012年，国际收支交易总规模为7.5万亿美元，较2011年增长6%；与同期GDP之比为91%，较2011年略降6个百分点（见图1-9）。其中，国际收支口径的货物和服务贸易总规模较2011年增长7%，跨国直接投资（包括外国来华直接投资和我国对外直接投资）交易总规模减少2%。

图 1-9 1990-2012 年国际收支交易规模及其与 GDP 之比



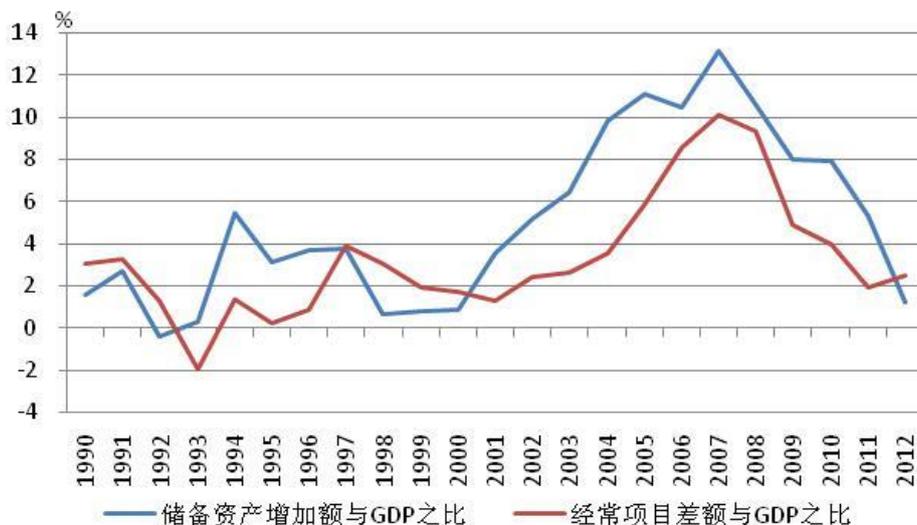
数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

国际收支状况继续改善。2012年，国际收支总顺差1763亿美元，回落至2004年的顺差水平，较2011年下降56%。经常项目顺差与GDP之比为2.3%，仍保持在国际认可的合理范围之内。储备资产增幅明显放缓，与GDP之比为1.2%，较2011年下降4.1个百分点（见图1-10）。

国际收支平衡新格局初步形成。2012年，我国国际收支从1999年以来的持续“双顺差”转为“经常项目顺差、资本和金融项目逆差”，

显示我国国际收支逐渐趋向自主调节、自我平衡。但这与市场主体根据境内外利差、汇差等市场环境变化调整财务运作，由以往的“资产本币化、负债外币化”转向“资产外币化、负债本币化”的顺周期变化密切相关，国际收支自我平衡的基础还不牢固。

图 1-10 1990-2012 年经常项目差额和储备资产增加额与 GDP 之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

跨境资本流动短期变化明显。2012 年第一季度，随着国际市场环境回暖，资本和金融项目由 2011 年第四季度的逆差 292 亿美元转为顺差 561 亿美元。第二、三季度，由于全球经济复苏乏力、欧债危机深化蔓延、市场避险情绪上升等因素，资本和金融项目分别为逆差 412 亿和 517 亿美元。第四季度，国内外经济出现企稳迹象，加上主要发达国家推出量化宽松货币政策，国际资本回流我国，资本和金融项目重新转为顺差 200 亿美元。

非直接投资形式的资本流动呈现净流出。我国直接投资净流入格局较为稳定，2000-2012 年，直接投资顺差占 GDP 的比例基本保持在 2% 到 4% 的区间范围内。但证券投资和其他投资（统称为非直

接投资)项下顺逆差转化较快,在全球投资风险偏好下降时,较易出现资本流向逆转。2000-2012年,非直接投资项目有6年为顺差,7年为逆差。2012年,非直接投资项目逆差达2122亿美元,相当于GDP的-2.6%,而2011年为顺差284亿美元(见图1-11)。这主要反映了境内主体境外资产运用的增加和对外负债的减少。全年,其他投资项下境外资产运用(包括对外贷款、境外存放和拆放、出口延收和进口预付等)净增加2316亿美元,对外负债(包括贸易融资、境外存入款项等)净减少284亿美元(见表1-2)。

图 1-11 2000-2012 年非直接投资跨境资本流动与 GDP 之比



数据来源: 国家外汇管理局, 国家统计局。

专栏 2:

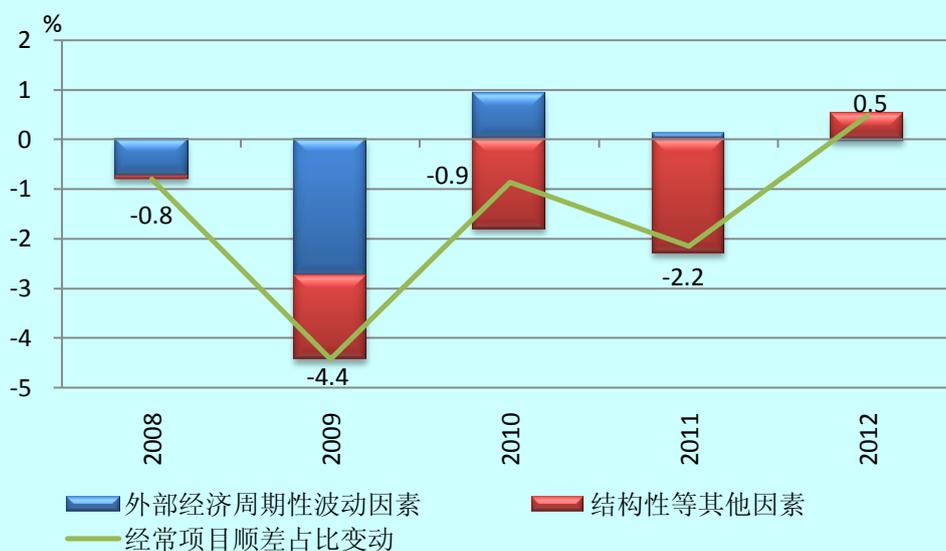
结构性因素对我国经常项目收支平衡的影响越来越大

2008年起,我国经常项目顺差与国内生产总值之比(简称经常项目顺差占比)总体呈下降态势,由2007年的10.1%回落至2012年的2.3%,降幅达7.8个百分点。

为评估经常项目顺差占比变动中外部经济周期性波动因素的影响程度，我们利用恒等式分解、相关分析、回归分析和反事实分析（Counterfactual）等方法进行了研究。一是剔除汇率折算因素后将经常项目顺差占比变动分解为货物贸易、服务贸易、收益和经常转移的收入与支出占比变动，其中，货物贸易出口与进口占比变动进一步分解为数量和价格占比变动。二是量化分析各个分解项目与外部经济周期性因素（由发达经济体经济增速的周期性波动表示）的关系，并测算出这一因素对各个分解项目占比变动的影晌程度。三是将各个分解项目受外部经济周期性因素影响的变动程度加总，得出经常项目顺差占比变动中该因素的整体贡献，其他贡献则认为主要来自外部经济长期发展趋势、人民币汇率和国内经济结构性变化等因素。

据估算，在近五年经常项目顺差占比下降的 7.8 个百分点中，外部经济周期性波动因素的贡献合计约占 1/3，结构性等其他因素的贡献合计约占 2/3，尤其是近三年，后者作用更加突出（见图 C2-1）。

图 C2-1 2008 年以来我国经常项目顺差占比变动中的影响因素



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

在受国际金融危机深度影响的 2008 年和 2009 年，全球经济衰退是我国经常项目顺差占比下降的主要原因。在外需急剧萎缩的情况下，2008 年我国海关统计的出口增速降至 17%，2009 年为下降 16%。同时，服务贸易出口、收益和经常转移收入也出现增速放缓和负增长。据估算，这两年全球经济周期性衰退对我国经常项目顺差占比下降的贡献率接近七成。

2010-2012年我国经常项目顺差占比的下降,主要体现了国内经济发展中的一些结构性变化。2010年以来,全球经济触底后缓慢复苏,我国出口增速回升,服务贸易出口、收益和经常转移收入也重拾升势,成为拉升我国经常项目顺差占比的因素,但由于结构性等其他因素的压低作用更明显,才使得经常项目顺差占比总体上继续下降。**首先**,我国经济增长更多依靠内需拉动,推动了进口增长。以初级产品(主要包括石油、金属矿砂等)进口为例,近三年我国经济为平稳发展期,但剔除价格因素后的初级品进口数量月均增长14%,超过2005-2007年我国经济高速发展时的进口增速。**其次**,我国更加注重提高居民收入和生态环保,劳动力等生产要素价格上升加大了出口企业相关成本。2009年以来,我国城镇就业人员平均工资的增速总体不断提高,农村居民的工资性收入增速甚至超过城镇居民,土地等资源价格也有所上升,环保要求进一步提高,再加上人民币汇率持续升值等,都会对出口产生一定影响。**第三**,国内居民境外旅游、留学等消费增多,扩大服务贸易逆差。近几年我国出境旅游人数持续增长,旅游项目自2009年起呈现逆差并逐年扩大,2012年逆差规模已达到2009年的13倍。**第四**,近年来投资收益持续逆差,主要反映了我国对外金融资产负债状况的结构性差异(详见专栏1),客观上导致了经常项目顺差占比的下降。

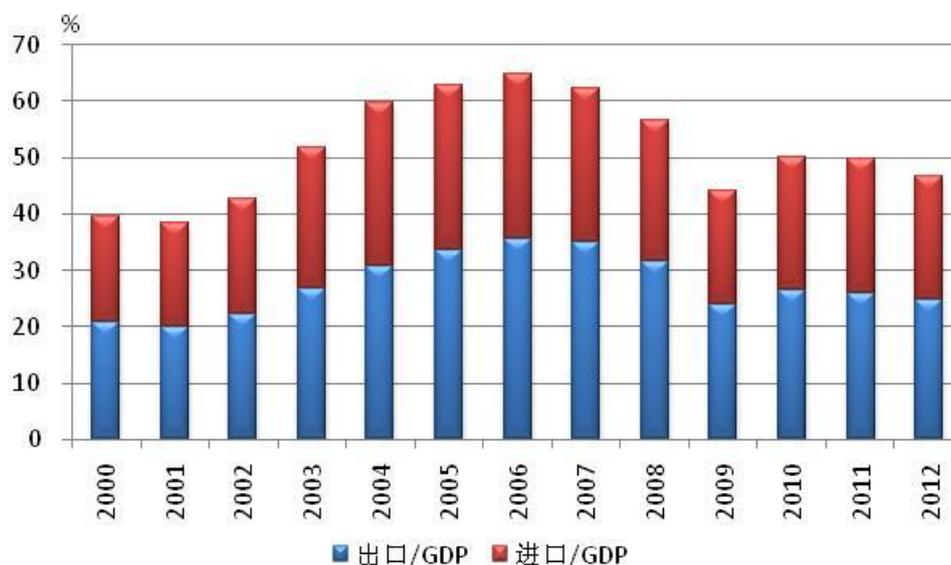
二、国际收支主要项目分析

(一) 货物贸易

据海关统计，2012年我国货物贸易呈现以下特点：

外贸依存度继续下降。2012年，进出口总额较2011年增长6%，较上年回落16个百分点。出口、进口及进出口总额与同期GDP之比分别为24.9%、22.1%和47.0%，较上年分别回落1.0、1.7和2.7个百分点(见图2-1)。显示我国外贸依存度自2006年以后见顶回落，经济发展的内生性进一步增强。

图 2-1 2000-2012 年进口、出口与 GDP 之比



数据来源：海关总署，国家统计局。

进口疲软导致外贸顺差反弹。2012年，出口较2011年增长8%，较上年下降12个百分点；进口增长4%，下降21个百分点；进出口顺差2311亿美元，增长49%；顺差与同期GDP之比为2.8%，较上年提高0.7个百分点(见图2-2)。进口增速回落较快的原因主要是我国经济增长放缓，以及国际大宗商品价格回落。

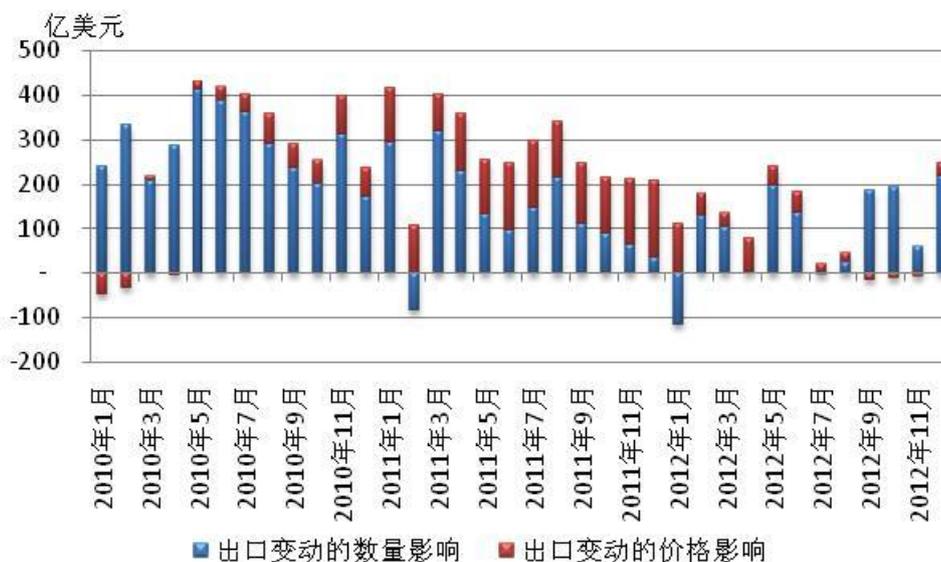
图 2-2 2000-2012 年进出口差额及其与 GDP 之比



数据来源：海关总署，国家统计局。

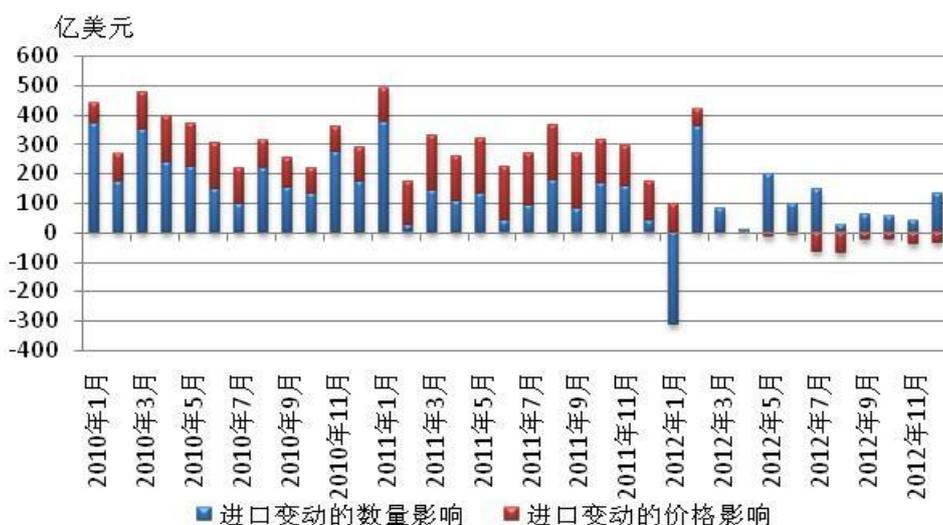
贸易条件有所改善。2012 年，我国进出口增长中，价格的影响均明显低于 2011 年（见图 2-3 和图 2-4）。其中，出口价格延续 2011 年的涨势，全年月均增长 2.2%，但较上年下降 7.8 个百分点。进口价格除第一季度外均呈跌势，全年月均微降 0.5%，2011 年为增长 14.0%。除前 2 个月外，各月贸易条件都在改善，全年贸易条件指数为 102.8，较 2011 年改善 6.3%，扭转了 2010 年以来贸易条件持续恶化的趋势（见图 2-5）。

图 2-3 2010-2012 年我国出口同比变动的价格影响和数量影响



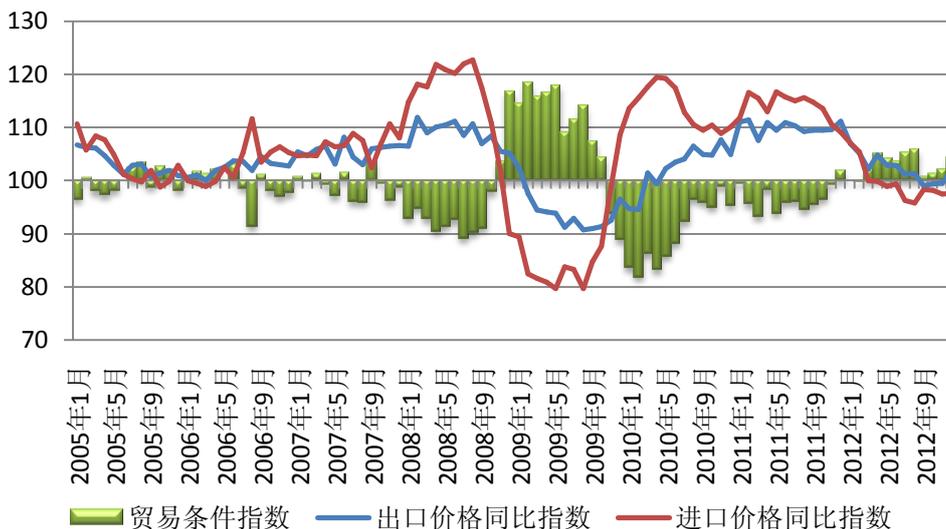
数据来源：海关总署。

图 2-4 2010-2012 年我国进口同比变动的价格影响和数量影响



数据来源：海关总署。

图 2-5 2005-2012 年进出口同比价格指数和贸易条件指数



数据来源：海关总署。

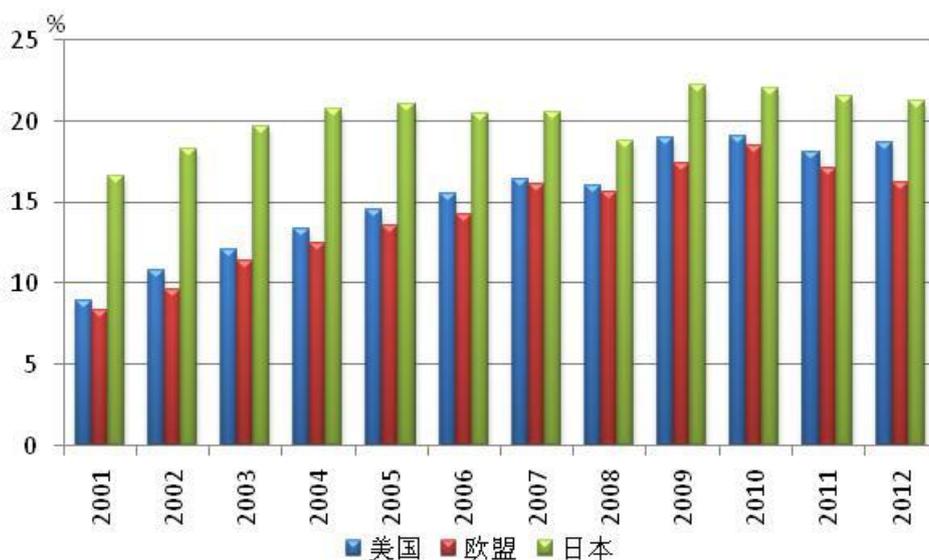
贸易多元化进一步发展。2012 年，欧盟、美国、日本等传统市场占我国进出口总值比重较 2011 年下降 2.1 个百分点。同期，对东盟和巴西、俄罗斯和南非所占我国外贸比重提升 0.7 个百分点（见图 2-6）。这反映了现阶段发达国家与新兴市场经济增长的差异，也反映了我国出口产品竞争力在传统市场上减弱。从我国出口在发达经济体的市场份额看，2011 年以来，我国商品在欧日的市场份额下降（见图 2-7）。

图 2-6 2012 年我国与主要贸易伙伴进出口总额增速及占比情况



数据来源：海关总署。

图 2-7 2001-2012 年我国商品在欧美日的市场份额变化



数据来源：环亚经济数据库。

（二）服务贸易

服务贸易规模保持稳定增长。从国际收支口径看，2012 年，服务贸易总额 4726 亿美元，较上年增长 9%，增速较货物贸易高 3 个百分点，相当于货物贸易总额的 12%，占比与上年基本持平（见图 2-8）。

图 2-8 2004-2012 年货物和服务贸易比较



数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易逆差继续扩大，旅游项目首次超运输项目成为逆差的最大来源。2012 年，服务贸易逆差 897 亿美元，较上年增长 46%。其中，运输逆差 469 亿美元，较上年增长 5%，相当于服务贸易总逆差的 52%，受我国货物贸易增速平缓影响，该比例较上年大幅下滑 21 个百分点。与之相反，旅游项目近几年逆差持续大幅扩大，2012 年达 519 亿美元，较上年增长 1.2 倍，相当于服务贸易总逆差的 58%。随着国民收入水平提高，居民消费结构呈现多元化发展，加之人民币持续升值等因素影响，出境旅游和教育留学持续升温。全年内地居民出境 0.8 亿人次，增长 18%，各项境外消费和教育培训费用支出带动旅游项目逆差大幅增长，其中内地对中国香港、美国和澳大利亚呈现较大规模的旅游逆差。中国因素已经成为推动海外消费市场的一支重要力量。据世界奢侈品协会统计显示，中国已超越日本成为全球奢侈品消费大国，仅 2012 年国庆黄金周，中国海外奢侈品

消费就达 38.5 亿欧元。

服务贸易集中度进一步提高，顺差主要集中在香港。服务贸易主要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 79%（见图 2-9），占比较上年提高了 6 个百分点。其中，我国对香港地区顺差 397 亿美元，此外，对台湾、越南等 7 个国家和地区小幅顺差，对其他主要伙伴国均呈现逆差，逆差较大的国家包括美国、澳大利亚、韩国和日本，分别为 128 亿、116 亿、105 亿和 80 亿美元。

图 2-9 2012 年服务贸易规模前十位国家和地区的收支情况



数据来源：国家外汇管理局。

专栏 3:

我国是服务贸易大国但非强国

我国逐步确立服务贸易大国地位。按国际收支口径，2012 年服务贸易总额 4726 亿美元，是 2001 年的 6.5 倍。并且，在国际金融危机影响缓解后呈现加速增长的势头，年均增幅超过 20%。据世界贸易组织统计，2011 年我国服务贸易总额占全球服务贸易总额的 5.2%，比 2001 年提高了 2.8 个百分点；全球排名从

2001 年的第 11 位上升为第 4 位。

服务贸易持续逆差且规模不断扩大。自 1995 年起,我国服务贸易连年逆差。2008 年之前,年度逆差额变动不大,维持在 100 亿美元以下;但近 5 年来增长显著加快,年均增幅达 165%。2012 年,服务贸易逆差 897 亿美元,是 2008 年的 7.6 倍,2001 年的 15.2 倍(见图 C3-1)。

图 C3-1 2001-2012 年服务贸易收支情况



数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易逆差持续扩大是因为进口增长快于出口。我国服务贸易出口仍以劳动密集型、资源密集型的传统服务业为主,知识密集型、资本密集型的现代服务业则尚处于起步阶段。随着我国经济发展,要素价格不断抬升,传统服务业的比较优势逐步丧失,使得出口增长相对迟缓。同时,国内对现代服务业产品的需求迅速扩大,大部分依赖国外,使得进口快速膨胀。2001-2012 年,我国服务贸易出口年均增长 17%,进口增长 19%,进口增速较出口高出 2 个百分点。

服务贸易逆差主要来源于旅游、运输、保险服务、专有权利使用费和特许费等。一是在国民收入水平提高、人民币汇率上升等因素的刺激下,近年来内地居民出境旅游观光、留学、购物明显增多。以留学为例,根据教育部的相关统计,近年来我国出国留学人数年增幅超过 20%,已成为全球最大的留学生来源国。大量留学生在外国求学多年,导致学费、生活费等相关汇出增长较快。二是随着货物贸易的发展,我国对货运、货运险的需求不断增长,但我国航空运输、远洋运输能力以及保险业务水平相比发达国家还有一定差距,在外贸运

输、保险等合同条款的订立权上还处于弱势地位，因此运输、保险服务多由外方提供。2012年，我国运输、保险项下逆差分别为469亿和173亿美元，均为2001年的7倍。三是专有权利使用费和特许费逆差反映出国内核心技术的研发能力仍落后于发达国家，2012年该项逆差为167亿美元，是2001年的9倍。

随着我国经济发展与产业结构转型，服务贸易规模将继续保持较快增长。由于服务业的发展需要建立在实体经济的基础上，且相对投入周期较长，我国服务贸易的逆差格局在短期内难以改变。但尽管面临结构失衡、逆差过大等问题，我国服务贸易仍具备进一步发展的潜力。货物进出口带来的巨大需求市场、丰富的人力资源都为服务贸易发展提供了良好的基础。目前，我国服务贸易出口的新增长点已初步成型，境外承包工程、服务外包的快速发展分别带动了建筑服务、计算机和信息服务、咨询等项的出口增长。以上三项2012年合计顺差为327亿美元，而2001年三项合计为逆差5亿美元。

（三）直接投资

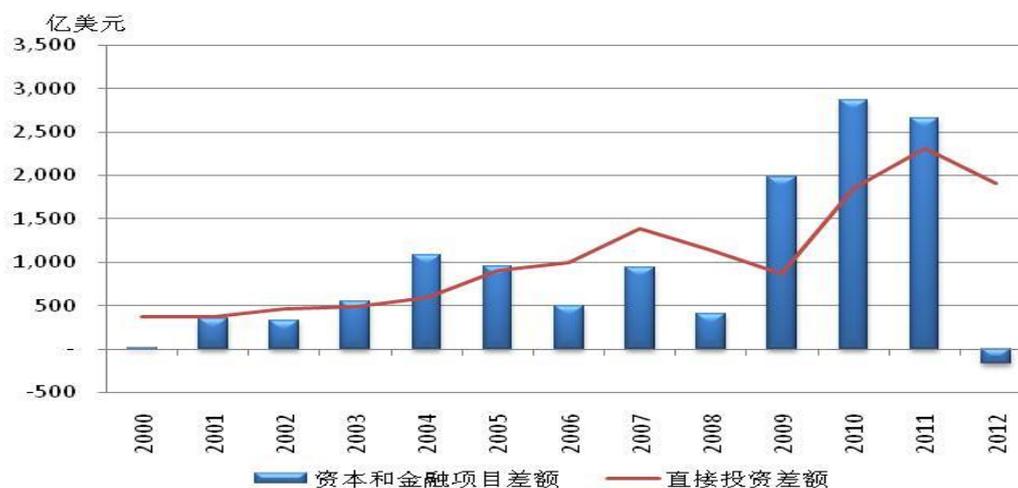
2012年，我国资本和金融项目呈现逆差，但直接投资依然保持着较大的净流入（见图2-10）。全年，直接投资流入3079亿美元，流出1168亿美元，净流入1911亿美元，较上年下降17%。

1. 来华直接投资

来华直接投资流入及净流入均有所下降。2012年，来华直接投资净流入2535亿美元，较上年下降9%（见图2-11）；其中，流入2845亿美元，流出311亿美元，降幅均为9%。从流入情况看，受国际经济环境动荡及国内经济增速放缓的影响，2012年外商来华直接投资新设及增资流入较上年下降9%。同时，由于外商投资企业经营利润出现下滑，体现为未分配利润的收益再投资流入较上年下降17%。从数量规模看，后者对总体流入下降的影响更大。从流出情况看，2012年，外商投资企业撤资清算流出较上年下降45%，向境

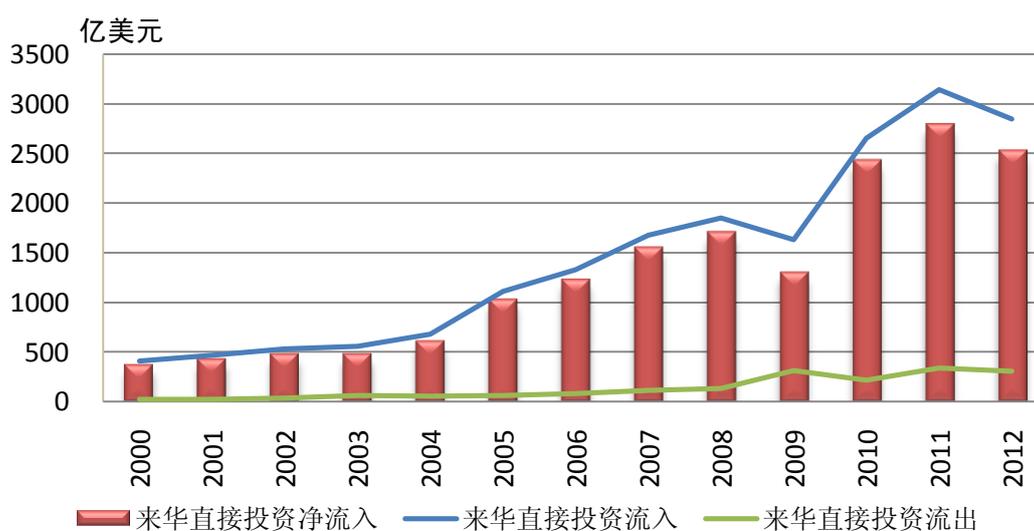
外股东归还贷款及提供贷款共增长 48%。这反映了世界经济不景气、境外母公司流动性趋紧的现状。

图 2-10 2000-2012 年直接投资顺差情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-11 2000-2012 年外国来华直接投资情况



数据来源：国家外汇管理局。

利用外资质量进一步提高。受外部需求减少、国内生产成本上升的影响，2012 年制造业外资流入较上年下降 8%（见表 2-1），占非金融部门利用外资总量的比重由 46% 下降至 44%；在房地产市场调控不断加强的背景下，2012 年房地产业吸收外资流入也较上年减少 10%；但租赁和商务服务业利用外资逆势增长 12%，占比达到 11%，

上升 2 个百分点。同时，来自香港的投资流入较上年下降 7%，占比下降 1 个百分点，来自英属维尔京及开曼群岛的投资流入下降 33%；来自德国、法国的投资流入分别增长了 65% 和 21%，来自日本的投资流入增长 11%（见表 2-2）

表 2-1 外国来华直接投资主要行业

行业	2012 年变动率	2011 年流入占比	2012 年流入占比
制造业	-8%	46%	44%
房地产业	-10%	16%	15%
租赁和商务服务业	12%	9%	11%
批发和零售业	11%	8%	9%

数据来源：国家外汇管理局。

表 2-2 2012 年来华直接投资主要来源国家或地区情况

国家或地区	2012 年变动率	2011 年流入占比	2012 年流入占比
香港	-7%	60%	59%
日本	11%	7%	8%
美国	-1%	4%	5%
德国	65%	1%	2%
英属维尔京及开曼群岛	-33%	4%	3%
法国	21%	1%	1%

数据来源：国家外汇管理局。

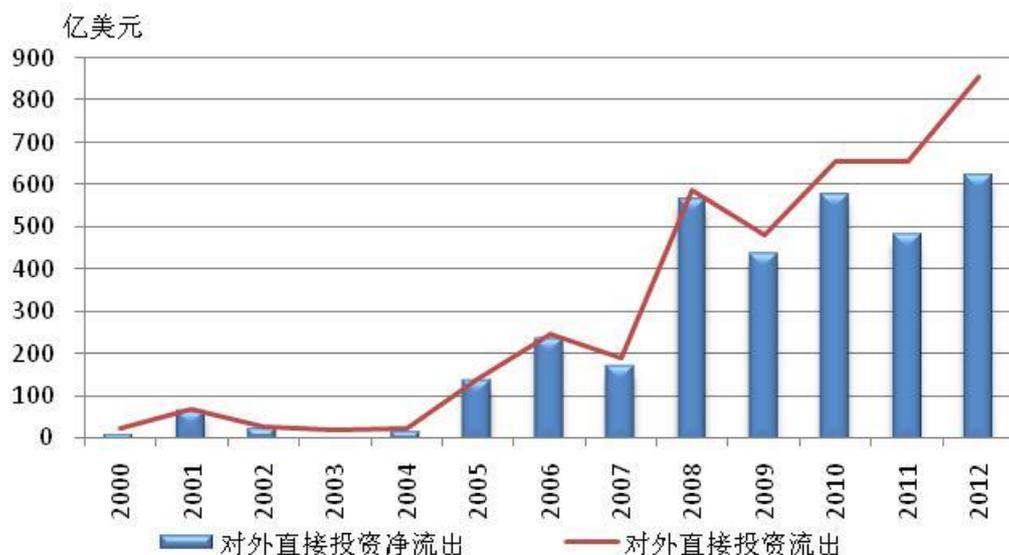
金融部门成为吸引外国来华直接投资的新亮点。2012 年，非金融部门来华直接投资流入 2759 亿美元，流出 310 亿美元，净流入 2449 亿美元，较上年下降 13%。而金融部门来华直接投资由上年的净流出转为净流入 85 亿美元，其中，流入 86 亿美元，流出 1 亿美元。银行及其他类金融机构（非银行、保险、证券类金融机构）的直接投资增长非常迅速。2012 年，对银行业的外来直接投资由上年的净流出转为净流入，在总规模中占比 67%；对其他类金融机构的投资较上年增长 6 倍，在总规模中占比 17%；对证券业的投资较少，

占比仅为 1%。

2. 对外直接投资

对外直接投资净流出大幅增长。2012 年，我国对外直接投资净流出 624 亿美元，较上年增长 29%（见图 2-12）。其中，流出 857 亿美元，增长 30%，流入 234 亿美元，增长 34%。对外直接投资资本金跨境流动规模大幅增长是带动总流出与流入上升的直接原因。2012 年，投资资本金流出较上年增长 40%，资本金撤资回流增长 91%；相比之下，收益再投资及境内外关联企业间的借贷活动比较稳定。

图 2-12 2000-2012 年我国对外直接投资情况



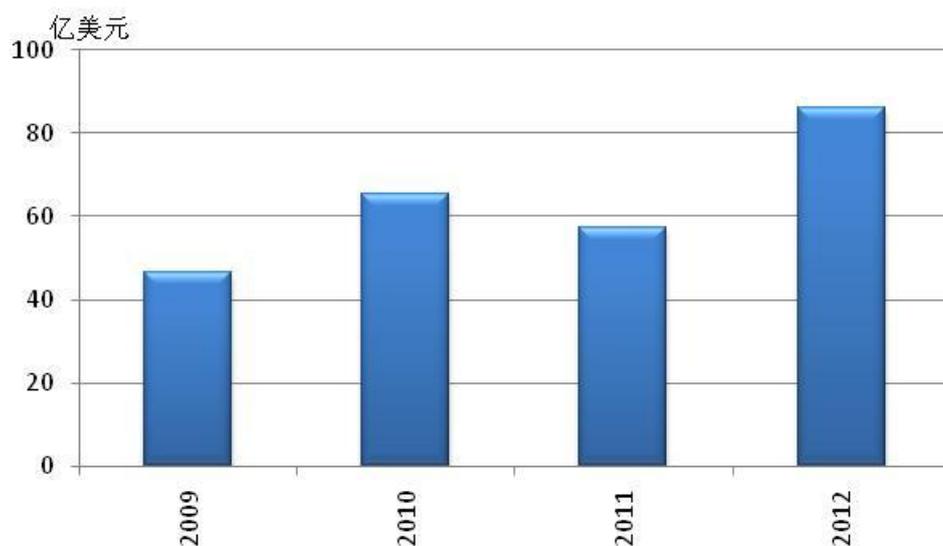
数据来源：国家外汇管理局。

流向境外商务服务业的投资大幅增长。从商务部非金融部门对外直接投资的行业分布数据看，流向商务服务业的投资 378 亿美元，较上年增长 48%，占比由 34% 升至 50%。流向其他传统行业的投资较上年普遍下降，其中，采矿业、批发零售业和制造业分别较上年下降 21%、10% 和 9%。部分投资者选择先在境外成立商业投资机构，再对实体行业进行投资的运作模式是造成商务服务业投资统计大幅

增长的原因之一。

境内金融机构“走出去”步伐加快。2012年，金融部门对外直接投资流出94亿美元，撤回8亿美元，净流出86亿美元，较上年大幅增长51%（见图2-13）。其中，银行与其他类金融机构（非银行、保险、证券类金融机构）的对外直接投资净流出规模居前，且均保持增长趋势；证券及保险类金融机构净流出占比相对较小，且较上年有所下降。截至2012年末，我国境内金融机构对外直接投资存量778亿美元，与境外投资者对我国境内金融机构直接投资存量812亿美元大体相当⁷。

图 2-13 2009-2012 年金融部门对外直接投资净流出情况表



数据来源：国家外汇管理局。

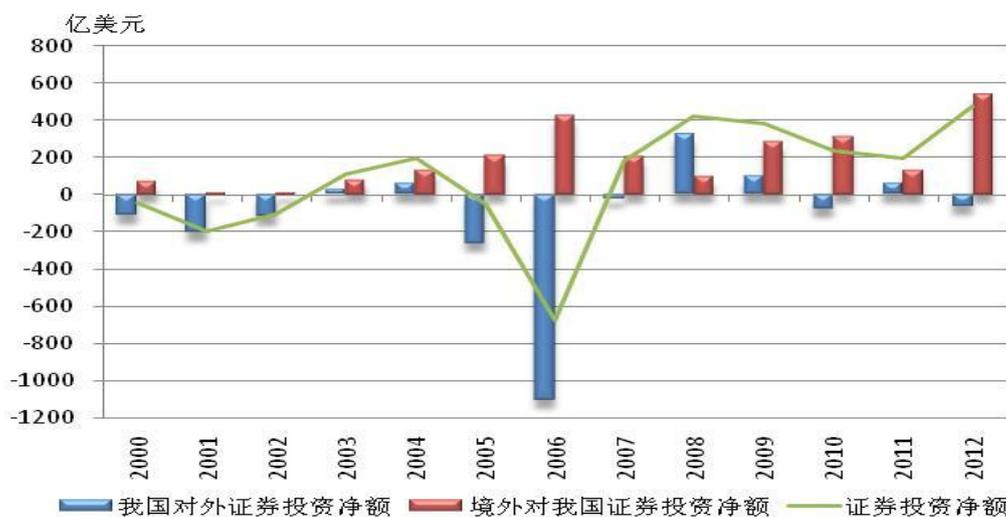
（四）证券投资

2012年，我国证券投资项下净流入478亿美元，较上年增长1.4

⁷ 按照国际收支统计原则，单个境外主体10%以上的投资才属于直接投资，因此我境内金融机构吸收的境外战略投资者的投资和境外上市募集的资金均记为证券投资而非直接投资。

倍(见图 2-14)。顺差增长主要是由于境外对我国证券投资大幅增长。

图 2-14 2000-2012 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。

我国对外证券投资重拾净流出。2012年，我国对外证券投资净流出64亿美元，上年为净流入62亿美元，其中新增301亿美元，撤回237亿美元，较上年分别增长56%和下降7%。对外证券投资恢复增长体现了藏汇于民的积极成效，但由于资本流出渠道仍缺乏有效的体制保障和激励，我国对外证券投资仍呈现金融部门多、实体部门少，债权投资多、股权投资少的格局。非银行部门对外证券投资以合格境内机构投资者（QDII）渠道为主，2012年净汇出资金4亿美元，下降41%。银行部门是对外投资主力，但投资集中于同业存拆等流动性资产，证券投资较少，并受政策约束、风险偏好等因素影响，又以债券投资为主。2012年，银行部门对外债券投资净流出约60亿美元，占全部对外证券投资净流出的94%。

境外对我国证券投资活跃。2012年，境外对我国证券投资新增

593 亿美元，撤回 51 亿美元，较上年分别增长 1.2 倍和下降 61%，净流入 542 亿美元，增长 3.1 倍。境外对我国证券投资初步形成股权与债权、一级市场与二级市场、人民币与外币并进格局。境内机构境外融资增长较快，全年，通过境外上市渠道，境内机构共筹资 160 亿美元，较上年增长 38%，通过在境外发行人民币点心债，境内机构融资约 700 亿元人民币。以合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）为主的境外机构境内投资增长也较快。2012 年，受审批额度大幅增加的政策性因素影响，通过 QFII 方式，境外机构净汇入 77 亿美元，较上年增长 8.8 倍；通过 RQFII 方式，境外机构净汇入 530 亿人民币。此外境外三类机构（境外人民币清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行、境外中央银行或货币当局）运用人民币投资境内银行间债券市场的规模也在扩大。

2012 年境外对我国证券投资大幅增长，是国内经济触底企稳、国际金融环境改善、全球流动性泛滥多重因素共同作用的结果，更反映了我国相对于绝大多数新兴市场经济体所具有的主权信用评级较高、资本市场容量较大、经济增长前景较好等优势，人民币正逐步成为全球私人 and 公共投资者分散投资的一个选择。

（五）其他投资

其他投资由净流入转为大额净流出，对外净资产大幅增长。2012 年，我国其他投资项下净流出 2600 亿美元，上年为净流入 87 亿美元。其中，其他投资资产净流出（即对外资产增加）2316 亿美元，其他投资负债净流出（即对外负债减少）284 亿美元。各子项目大都

呈现净流出，贸易信贷项下净流出 195 亿美元，贷款项下净流出 821 亿美元，货币和存款项下净流出 1641 亿美元，仅有其他资产项下净流入 57 亿美元（见图 2-15）。

图 2-15 2000-2012 年其他投资净额



数据来源：国家外汇管理局。

其他投资对外资产增加体现了藏汇于民的积极成果。2012 年，其他投资资产净流出同比多增 26%。其中，贸易信贷、贷款以及货币和存款项目资产均呈现较大规模净流出，分别达到 618 亿、653 亿和 1047 亿美元，其他资产净流入 3 亿美元。在人民币汇率双向波动，预期分化以及境内外利率变化的情况下，企业和银行大幅增持境外资产，外汇资产从央行转向境内机构和个人分散持有。从银行信贷收支的数据看，2012 年银行新增各类外汇存款 1314 亿美元，除部分发放境内外汇贷款外，其余均由银行用于境外放款和投资。

其他投资对外负债减少反映了去杠杆化的影响和负债的结构性变化。2012 年，其他投资负债净流出 284 亿美元，上年为净流入 1923

亿美元。其中，贸易信贷负债净流入 423 亿美元，贷款负债净流出 168 亿美元，货币和存款负债净流出 594 亿美元，其他负债净流入 54 亿美元。其他投资负债净流出，一方面反映了在目前市场条件下，市场借用外债的冲动下降，新借外债小于还本；另一方面反映了存款形式的负债转为外来证券投资。随着境外人民币回流渠道拓宽，非居民以存款形式持有的人民币资产大幅下降，转为以购买人民币债券或以 RQFII 的形式回流，形成外来证券投资负债。

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

完善银行结售汇综合头寸管理。配合4月16日扩大外汇市场人民币对美元汇率浮动幅度、增加人民币汇率弹性的改革需要，取消2010年11月以来对银行收付实现制头寸实行的临时性下限管理，并对银行结售汇综合头寸实行正负区间管理，提高银行外汇交易和风险管理的灵活性与主动性，促进人民币汇率的价格发现。

扩大银行贵金属业务汇率敞口平盘范围。将已有银行黄金业务汇率敞口平盘的政策适用范围扩大至白银、铂金等其他贵金属，便利银行为客户提供贵金属投资服务品种，支持藏金于民。

便利中小金融机构参与外汇市场。降低村镇银行进入银行间外汇市场的交易成本，积极发挥外汇支农作用。

丰富货币掉期交易形式。在简化银行间市场外汇掉期和货币掉期业务准入管理的同时，增加货币掉期业务的本金交换形式，进一步推动金融服务实体经济。

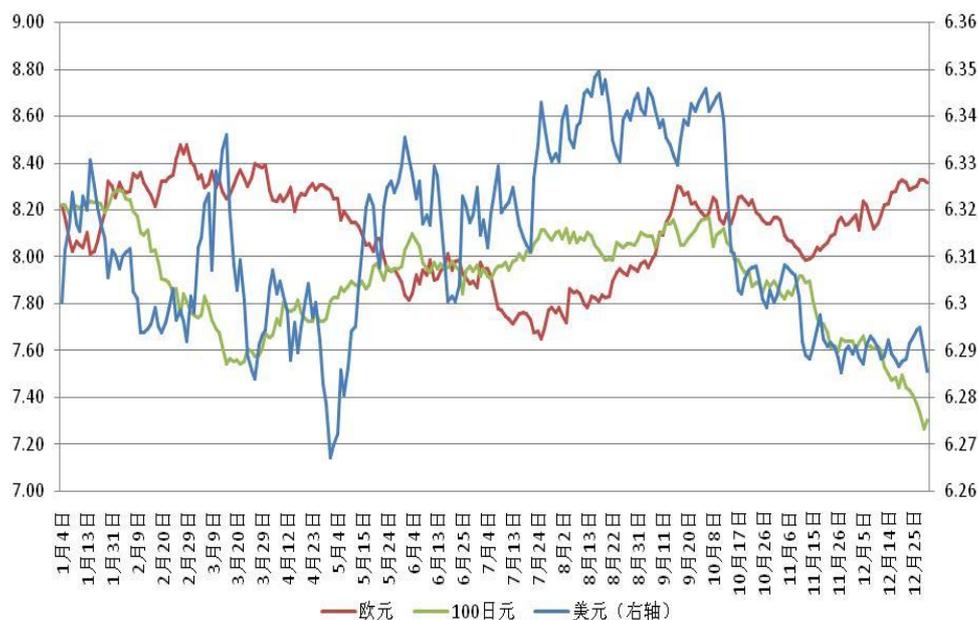
扩大个人本外币兑换特许业务试点范围。简化准入管理，鼓励品牌连锁经营，强调风险防控，推动建立以银行为主体、外币代兑机构和特许经营机构为补充的个人本外币兑换市场体系。

(二) 人民币汇率走势

人民币对美元双边汇率基本稳定，对一篮子货币多边汇率升值。

2012 年末，人民币对美元汇率中间价为 6.2855 元/美元，较 2011 年末升值 0.2%（见图 3-1），2005 年人民币汇率形成机制改革以来累计升值 31.7%。2012 年，人民币对欧元、日元汇率中间价累计分别贬值 1.9%和升值 11%。

图 3-1 2012 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。

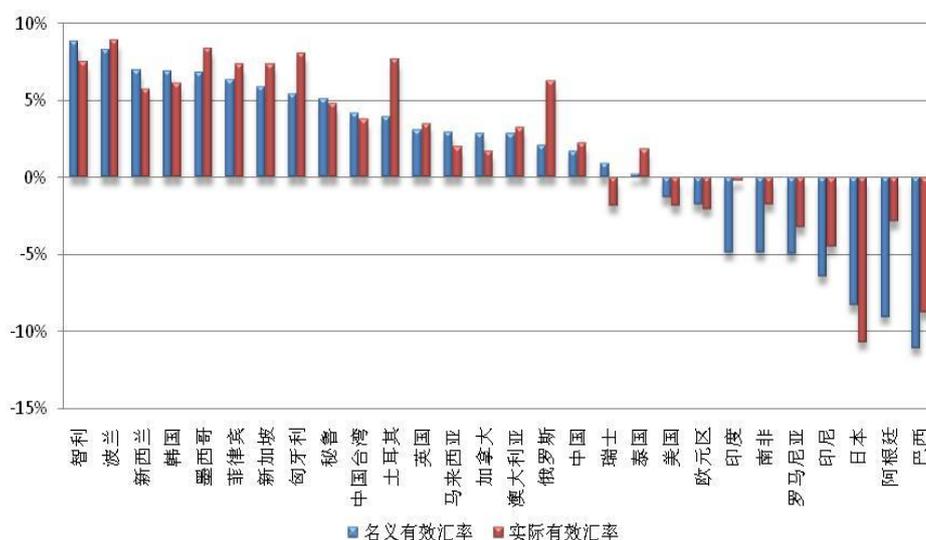
根据国际清算银行的数据，2012 年人民币对一篮子货币的名义有效汇率升值 1.7%，扣除通货膨胀因素的实际有效汇率升值 2.2%；在国际清算银行监测的 61 个经济体货币中，升值幅度分别居第 20 位和第 18 位（见图 3-2、3-3）。2005 年人民币汇率形成机制改革以来，人民币名义和实际有效汇率累计分别升值 23.3%和 31.9%，在上述 61 个经济体货币中，升值幅度分别居第 4 位和第 3 位（见图 3-3）。

图 3-2 1994-2012 年人民币有效汇率走势



数据来源：国际清算银行。

图 3-3 2012 年主要发达经济体和新兴市场货币有效汇率变动

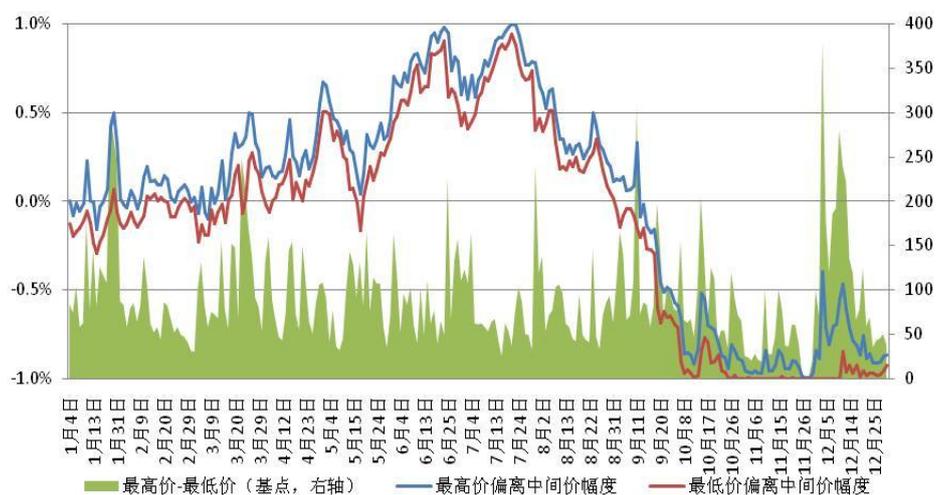


数据来源：国际清算银行。

人民币汇率弹性增强，双向波动明显。2012 年 243 个交易日中，人民币对美元汇率中间价隔日波幅日均 44 个基点，与 2011 年基本持平，中间价 122 个交易日隔日升值，121 个交易日隔日贬值，并呈现年初四个月走强、5 月至 9 月走弱、四季度走强的短周期波动。4 月 16 日扩大银行间外汇市场人民币对美元即期交易价浮动幅度后，交易价相对中间价的日间最大波幅全年日均为 0.55%，高于 2011 年 0.18% 的波幅水平。5 月下旬至 8 月末，交易价持续处于中间价贬值

区间波动，9月中旬以后转向持续处于中间价升值区间波动，特别是10月下旬至12月上旬连续出现交易价触及当日中间价1%的浮动区间下限（见图3-4）。

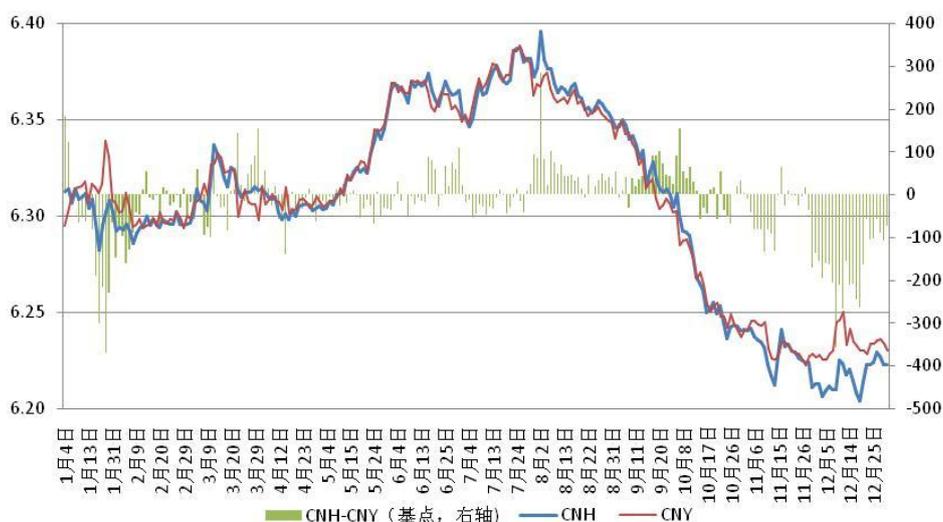
图3-4 2012年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况



数据来源：中国外汇交易中心。

境内外即远期人民币汇率差异收敛，人民币汇率水平的市场认可度提高。2012年，境外人民币对美元即期汇率（CNH）整体围绕境内市场（CNY）上下波动（见图3-5），全年日均价差61个基点，远低于2011年172个基点的波动水平，境内人民币汇率定价主导性稳固。同时，境外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，CNH在短期内可能大幅偏离CNY。特别是四季度以来，在内外部多重因素刺激下，境外人民币信心和需求逐步恢复，CNH相对CNY持续走强，日均价差89个基点，高于前三季度日均51个基点的水平。

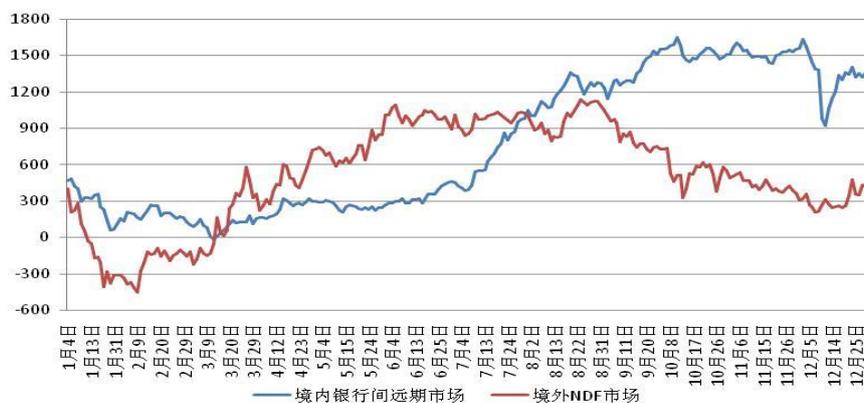
图 3-5 2012 年境内外人民币对美元即期汇率及价差走势



数据来源：中国外汇交易中心，路透。

境内外人民币汇率预期保持基本稳定。2012 年，境内银行间远期市场维持美元升水。上半年本外币利差较小，抑制美元升水幅度，下半年随着人民币紧、美元松导致本外币利差扩大，美元升水幅度也相应扩大并维持高位，表明境内外汇市场与货币市场、汇率形成与利率形成之间日益紧密的内在联系。2012 年，境外无本金交割远期市场（NDF）经历了美元由贴水转为升水、升水幅度由宽变窄的波动，1 年期报价美元升水幅度最高时仅逾 1100 点，远低于 2008 年国际金融危机时接近 5000 点的水平（见图 3-6）。

图 3-6 2012 年境内外人民币对美元远期市场 1 年期美元升贴水点数



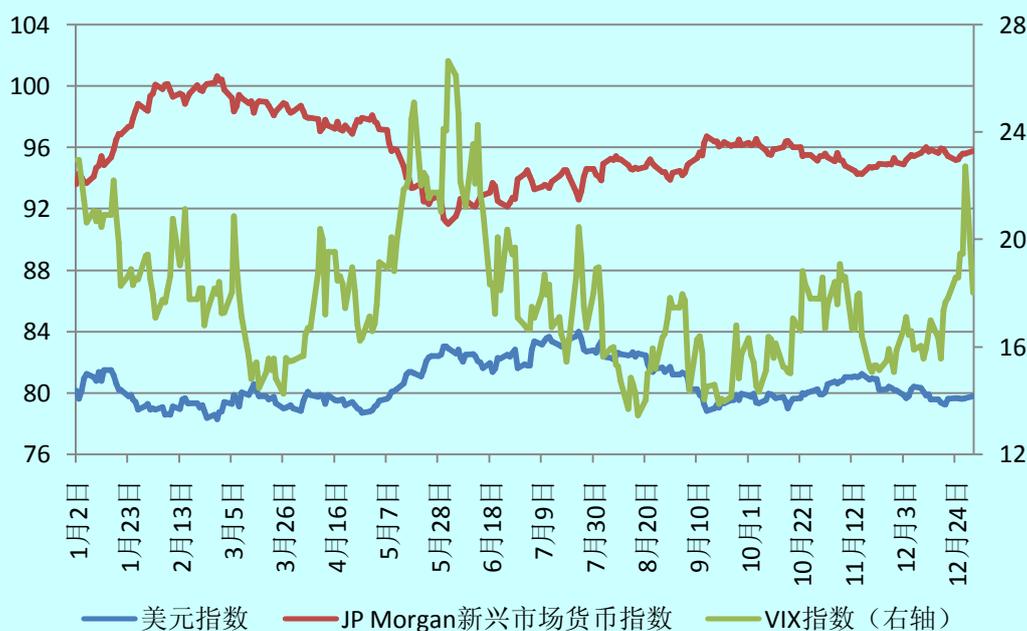
数据来源：中国外汇交易中心，路透。

专栏 4:

新兴市场货币走势一波三折

2012年，在主要发达经济体财政风险、货币宽松和自身经济基本面等内外部因素的影响下，新兴市场货币整体呈现先升、后贬、再升的“N”形走势（见图C4-1），JP摩根新兴市场货币指数（EMCI）全年累计上涨2.7%。新兴市场货币走势与美元指数反向变动，与市场恐慌情绪VIX指数同向变动，这符合新兴市场货币的风险资产特征。市场风险偏好上升时，美元走弱、新兴市场货币走强；反之，市场风险偏好下降时，美元走强、新兴市场货币走弱。此外，新兴市场货币波动性整体走低，并且小幅高于发达经济体货币，这既符合国际金融市场的大环境，也符合新兴市场货币的风险资产特征。

图 C4-1 2012 年新兴市场货币走势



数据来源：彭博资讯，路透。

新兴市场货币表现分化。分地区看，新兴拉美货币涨跌分化明显（见图C4-2），在国际清算银行监测的61个经济体货币中，2012年委内瑞拉、墨西哥和智利实际有效汇率分列升值幅度第1、3和6位，而巴西和阿根廷分列贬值幅度第2和6位；新兴亚洲货币变动相对温和，整体走势偏强。从“金砖国家”货币走势看，尽管同为“金砖”，但彼此“成色”也大不相同。

图 C4-2 2012 年主要新兴市场货币汇率变动



数据来源：国际清算银行，路透。

经济基本面差异决定新兴市场货币表现分化。 差异之一是经常项目收支状况。贸易状况是衡量一国对外支付能力和长期偿债能力的重要指标。2012 年，“金砖国家”中同为经常项目逆差的印度、南非和巴西本币均出现贬值，而同为顺差的中国、俄罗斯本币则保持升值。观察其他新兴市场也可以发现，本币升值的经济体普遍具有经常项目保持顺差或经常项目逆差收窄的特征(见图 C4-3)。差异之二是政府财政状况。主要发达经济体财政风险的积累和暴露，推动全球私人 and 公共投资者开始增加新兴市场等非传统国别资产配置以分散风险。新兴市场政府债券作为最主要的投资品种，对外吸引力与财政可持续性正相关。观察“金砖国家”和其他主要新兴市场经济体，政府财政状况差异显著，财政盈余或较低的赤字水平对本币构成支持，而赤字水平较高则抑制本币(见图 C4-3)。

图 C4-3 2011-2012 年主要新兴市场经济体经常项目和财政状况



注：1、经常项目和财政状况均指差额占 GDP 比重；2、2012 年经常项目数据除中国外，其他均为预测值。

数据来源：国家外汇管理局，国际货币基金组织，国际清算银行。

2013 年初，日本持续量化宽松引发日元大幅贬值，触发亚洲及全球货币竞争性贬值忧虑。全球货币宽松政策进退、欧债危机演变、美国财政风险处理、世界经济复苏前景将是影响未来新兴市场货币走势的关键因素。

（三）外汇市场交易

2012 年，人民币外汇市场累计成交 9.18 万亿美元（日均 378 亿美元），较上年增长 6.2%。其中，银行对客户市场和银行间外汇市场分别成交 3.21 万亿和 5.97 万亿美元⁸（见表 3-1）。

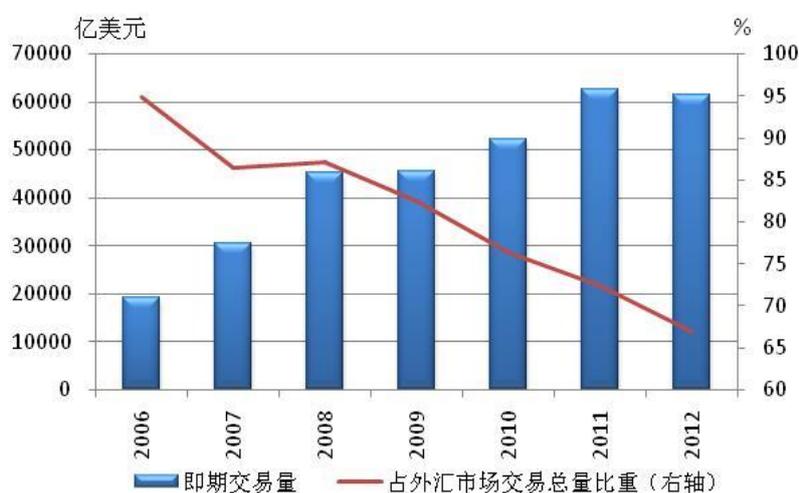
即期外汇交易小幅下降。2012 年，即期外汇市场累计成交 6.14 万亿美元，较上年下降 1.8%，在外汇市场交易总量中的比重降至历史最低的 66.9%（见图 3-7）。其中，银行对客户即期结售汇（不含远期履约）累计 2.8 万亿美元，较上年增长 3.2%；银行间即期外汇市场累计成交 3.4 万亿美元（日均 138 亿美元），较 2011 年下降 5.5%。2012 年即期外汇交易下降的主要原因，一是年内外汇市场多次出现较明显的单边波动，引发市场紧张情绪，导致交投不活跃和流动性下降；二是跨境贸易、投资等经济活动直接使用人民币在一定程度上减少了国内外汇市场交易需求。

远期外汇交易大幅下降。2012 年，银行对客户远期结售汇累计签约 3641 亿美元，其中结汇和售汇分别为 1814 亿和 1827 亿美元，较 2011 年分别下降 5.9%、5.2%和 6.7%，全年企业由净结汇转向净

⁸ 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，以下同。

售汇又恢复净结汇，呈现较明显的周期性波动（见图 3-8）。2012 年远期结售汇业务下降除了期权交易兴起的替代因素外，也反映出随着人民币汇率趋向均衡水平，企业的避险保值意愿有所降低。2012 年，银行间远期外汇市场累计成交 866 亿美元（日均 4 亿美元），较 2011 年下降 59.6%，主要原因是 4 月份取消银行收付实现制头寸下限管理后，银行对客户远期交易的敞口平盘方式回归即期+掉期，银行间远期交易需求减少。

图 3-7 2006-2012 年即期外汇市场交易量



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

图 3-8 2006-2012 年银行对客户远期结售汇业务量



数据来源：国家外汇管理局。

外汇和货币掉期交易大幅增长。2012年，银行对客户外汇和货币掉期累计签约 290 亿美元，其中近端结汇/远端售汇和近端售汇/远端结汇的交易量分别为 38 亿和 252 亿美元，较 2011 年分别增长 105.1%、113.3%和 103.9%，表明掉期业务的本外币融资功能日益突出。2012 年，银行间外汇和货币掉期市场累计成交 2.5 万亿美元（日均 104 亿美元），较 2011 年增长 42.5%。

外汇期权交易趋向活跃。2012 年，银行对客户期权市场累计成交 285 亿美元，较 2011 年增长 32 倍。以企业办理零成本期权组合业务为主，单纯买入期权较少。2012 年，银行间外汇市场期权交易累计成交名义本金合计 33 亿美元，较 2011 年增长 2.3 倍。外汇期权交易大幅增长反映出随着人民币汇率弹性增强，期权相对于远期所具有的灵活管理汇率双向波动风险的吸引力逐渐显现。

表 3-1 2012 年人民币外汇市场交易概况

交易品种	交易量（亿美元）
即期	61441
银行对客户市场	27873
银行间外汇市场	33568
远期	4507
银行对客户市场	3641
银行间外汇市场	866
其中：3 个月（含）以下	623
3 个月至 1 年（含）	222
1 年以上	21
外汇和货币掉期	25531
银行对客户市场	290
银行间外汇市场	25241
其中：3 个月（含）以下	22515
3 个月至 1 年（含）	2645
1 年以上	81
期权	319
银行对客户市场	285

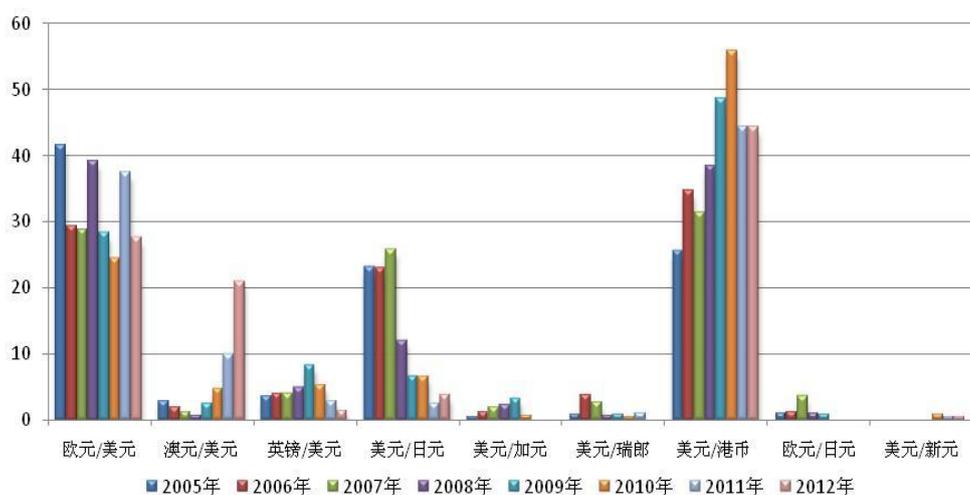
其中：外汇看涨/人民币看跌	147
外汇看跌/人民币看涨	138
银行间外汇市场	33
其中：外汇看涨/人民币看跌	18
外汇看跌/人民币看涨	15
其中：3个月（含）以下	15
3个月至1年（含）	19
1年以上	0
合计	91798
其中：银行对客户市场	32090
银行间外汇市场	59708
其中：即期	61441
远期	4507
外汇和货币掉期	25531
期权	319

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。

银行间外币对交易小幅下降。2012年，9个外币对买卖累计成交折合857亿美元（日均3.5亿美元），较2011年下降9.5%。其中，即期交易作为最大交易品种累计成交折合622亿美元（日均2.6亿美元），较2011年下降27.4%。在即期交易币种分布上，以美元/港币、欧元/美元为主，而澳元/美元交易连续四年增长（见图3-9），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。

图3-9 2005-2012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。

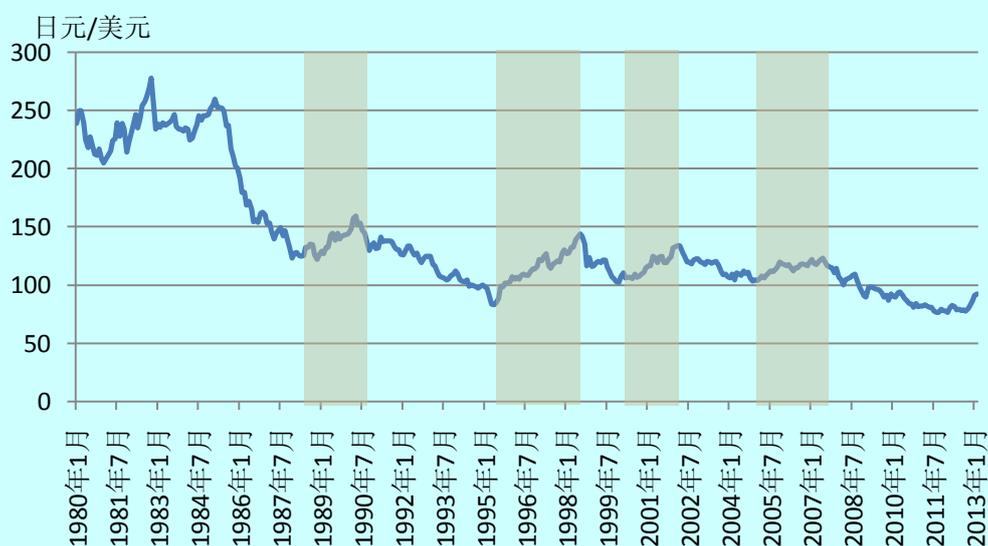
专栏 5

全球聚焦日元贬值

2012年9月底至2012年底,日元对美元、日元对欧元汇率已分别贬值10.2%和11.7%。但与2008年金融危机前相比,日元仍对美元升值超过30%,对欧元升值超过40%。从更长时期看,自1985年《广场协议》签订、日元大幅升值后,日元共经历了四个贬值周期,每次贬值幅度至少在20%以上(见图C5-1)。

推行更激进的量化宽松政策、推动日元贬值已成为日本抗击通缩、帮助经济走出困境的重要手段。2012年下半年,日本经济重回通货紧缩,核心消费者物价指数从年初的0.1%降至12月份的-0.2%;三季度实际GDP季比折年率下滑3.5%,连续两个季度负增长。2012年,日本央行加码量化宽松,先后六次扩大量化宽松规模共计46万亿日元(约合5149亿美元),相当于国内生产总值(GDP)的9.7%;宣布1%的通货膨胀目标,并与政府发表联合声明,表示将共同为达成该目标努力。2013年初,日本央行宣布将于2014年起增加资产购买规模,并将通货膨胀目标提高至2%。

图 C5-1 1980 年以来美元对日元汇率走势



数据来源: 彭博资讯。

日元贬值短期内可能提振经济,带动企业竞争力回升。一是拉动日本出口。自1990年代资产泡沫破灭以来,日本内需一直疲弱,出口是经济增长的主要驱动力。预计未来日元贬值、出口上升将拉动日本经济重回增长。二是提涨股市。大型出口企业在日本股市占据很大比例,日元贬值、出口上升将改善企业盈利,

推动股市上涨。本轮日元贬值以来，日本股市已累计上涨 17.2%。三是带动日本企业抢占市场份额，扩大全球影响力。在前期日元升值阶段，日企加速进行对外直接投资。2012 年上半年，日本对外直接投资年增长 75.1%，延续了 2011 年以来的大幅增长势头。目前海外产业布局已基本告一段落，日元贬值有助于海外日企盈利。

日元贬值无法解决日本结构性问题，把握不当还可能导致宏观政策风险。人口老龄化和制造业竞争力下降是日本面临的主要结构性问题。日本 65 岁以上人口占总人口比例超过 20%，居发达国家首位。日本债务负担也为主要发达国家中最高，截至 2012 年第三季度末，日本中央政府债务 1029 万亿日元，与名义 GDP 之比达 217%（见图 C5-2）。从全球产业分工来看，日本属于制造业大国，产品可替代性较高。如果日元贬值幅度超出预期，通胀管理失控，很可能触发资金外流，同时引发对日本政府债务可持续性的质疑，动摇市场信心。

图 C5-2 2000 年以来日本中央政府债务占 GDP 的比例



数据来源：Haver 数据库。

日元贬值还将产生溢出效应。一是日本与美、欧竞相实施量化宽松政策，日元贬值导致美元、欧元汇率相对上升。二是亚洲新兴市场经济体与日本同为出口导向型，尤其在高端电子产品、汽车和工业产品等领域形成直接竞争关系，日元贬值可能以邻为壑。此外，如果亚洲经济体纷纷效仿日本做法，贸易摩擦和政策博弈可能加剧，区域合作和经济一体化发展可能受挫。

四、国际收支形势展望和政策取向

（一）形势展望

2013年，在内外部环境错综复杂、充满变数的情况下，我国国际收支仍有望保持基本平衡，但顺差规模较上年可能有所增加，“促平衡”任务依然艰巨。

一方面，国内外经济和金融运行企稳，将有利于稳定我国外部需求，吸引长期资本流入；在国际金融危机尾部风险较小情况下，主要发达经济体继续实施量化宽松货币政策，境内外正利差将刺激套利资本流入我国，重新激发境内“资产本币化、负债外币化”的财务运作。

另一方面，世界经济进入深度转型调整期，经济持续低速增长、金融去杠杆化延续、贸易保护主义明显抬头等，将抑制我国扩大出口和吸引外资；我国将加快转变经济发展方式和调整经济结构，着力扩大内需，稳步增强消费对经济增长的拉动作用，进口增长有望加速；国内外经济复苏出现反复、发达国家宏观经济政策转向、主权债务问题恶化或地缘政治冲突激化等不确定、不稳定因素较多，将加剧我国跨境资本流动波动，甚至不排除引发阶段性的资本集中流出。

（二）政策取向

2012年底中央经济工作会议指出，我国发展仍处于重要战略机

遇期。同时指出，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新机遇。2013年初“两会”政府工作报告明确了国际收支状况进一步改善的预期目标。为此，需要按照“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”的思路，建立健全可持续的国际收支平衡机制：加快转变经济发展方式和调整经济结构，坚定不移地把扩大内需作为经济发展的长期战略方针，充分发挥消费的基础作用；把稳定出口和扩大进口结合起来，推动对外贸易平衡发展；把利用外资与对外投资结合起来，支持企业“走出去”，稳步推进人民币资本项目可兑换；继续完善人民币汇率形成机制，增加汇率弹性，加快外汇市场发展，进一步发挥市场在国际收支调节中的作用。

下一阶段，外汇管理部门将按照党中央、国务院的统一部署，加快外汇管理理念和方式转变，提升外汇管理服务实体经济、保障经济金融稳定的能力。一是全面深化外汇管理体制改革，推进主体监管和服务贸易外汇管理改革，大力促进资本项目外汇管理便利化；二是加强外汇宏观总量分析和区域分析，突出重点主体的监测分析，提升外汇监测分析能力和水平；三是管好用好外汇储备，进一步完善大规模外汇储备经营管理体制；四是坚守风险底线，不断完善跨境资金流动监管体系，充实和完善政策预案，防范跨境资本双向流动冲击。