

2013 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

2014 年 2 月 25 日

内容摘要

2013 年，我国跨境资金流动总体偏流入压力，国际收支重回经常项目与资本项目“双顺差”，外汇储备增加较多。这是实体经济和市场因素共同作用的结果，一方面外需有所改善、国内经济运行平稳推动我国贸易和直接投资项下顺差继续扩大，另一方面外部充裕的流动性使得企业财务运作导致的跨境资金总体呈现净流入。此外，“控流入”政策措施在平衡外汇收支方面发挥了一定作用。

全年跨境资金流动继续呈现小幅振荡走势。在内外部环境向好的情况下，2013 年前 4 个月延续了 2012 年底的外汇大量净流入态势；5 至 8 月份，受国内外环境变化以及政策和季节因素影响，净流入规模有所回落；9 月以来再次反弹至较高水平。这表明随着我国经常项目状况持续改善，市场普遍认为人民币汇率接近均衡，跨境资金流动双向变动的市场条件基本具备。同时，经济基本面健康、外汇储备充足、贸易持续顺差、长期资本主导等因素，为我国防止资本流动冲击提供了基础。

2014 年，我国跨境资金延续较大净流入的内外部因素依然存在，但一些潜在市场因素仍可能触发我国跨境资金流动的双向变动。因此，需要继续为促进国际收支平衡创造市场条件，同时也要为防范国际资本流动冲击风险完善调控工具。

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) 2013 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	14
二、跨境资金流动主要项目分析	17
(一) 货物贸易	17
(二) 服务贸易	22
(三) 直接投资	26
(四) 证券投资	30
(五) 外债	34
(六) 银行部门	36
三、总结	47
(一) 主要结论	47
(二) 下一阶段政策考虑	50

专栏

1. 美联储退出量化宽松货币政策对我国跨境资金流动的影响
2. 个人结售汇逆差成为平衡我国外汇供求的重要因素
3. 美元升水和人民币低波动率叠加刺激企业远期结汇
4. 适应跨境资金双向波动新常态
5. 金融交易税的国际应用和启示

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 2013 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）。2013 年，我国国际通行口径的跨境资本流动呈现以下特点：

资本和金融项目取代经常项目成为外汇储备增长的主要来源。

2013 年前三季度，资本和金融项下净流入 1992 亿美元，对外汇储备资产增加的贡献率为 66%，2012 年同期为净流出 368 亿美元（见图 1-1）。据初步统计，2013 年全年资本和金融项目（含误差与遗漏）顺差 2427 亿美元，对外汇储备资产增加的贡献率为 56%，上年可比口径为逆差 966 亿美元。

图 1-1 2001-2013 年前三季度我国资本和金融项目资金净流入情况

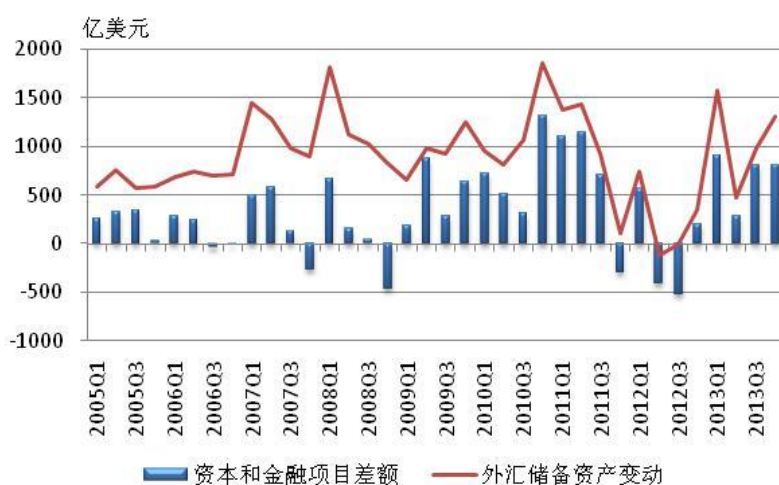


数据来源：国家外汇管理局。

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）。

跨境资本流动呈现小幅波动。2012年，我国资本和金融项目连续两个季度呈现逆差，第二季度甚至出现了外汇储备资产小幅下降。2013年，跨境资本流动的波动幅度和持续时间均不及2012年，且每个季度都表现为净流入。其中，第一季度延续了2012年底的净流入态势，资本和金融项目顺差901亿美元，外汇储备资产增加1571亿美元；第二季度，资本和金融项目顺差回落至286亿美元，外汇储备资产增加471亿美元；第三季度，资本和金融项目反弹到805亿美元，外汇储备资产增加976亿美元；第四季度，资本和金融项目顺差（含误差与遗漏）为810亿美元，外汇储备资产增加1310亿美元（见图1-2）。

图 1-2 2005-2013 年我国资本和金融项目差额及外汇储备变动情况



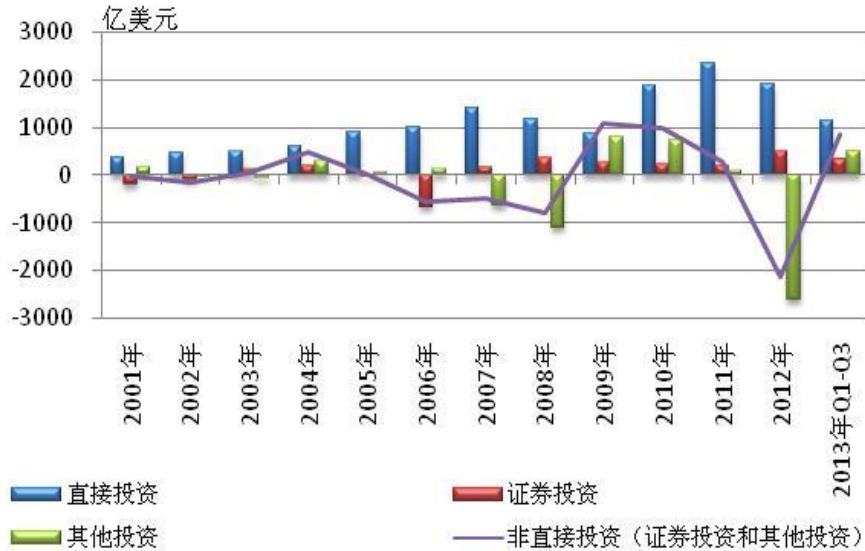
数据来源：国家外汇管理局。

注：2013年4季度资本和金融项目差额为初步数，含净误差与遗漏。

非直接投资资本流动重现净流入。2013年前三季度，直接投资净流入1117亿美元，较2012年同期减少13%；非直接投资（包括证券投资和其他投资）净流入845亿美元，上年同期为净流出1685亿美元（见图1-3）。其中，我国对外证券投资净回流56亿美元，同比

下降 19%；外国来华证券投资净流入 396 亿美元，同比增长 33%。我国对外的贷款、贸易信贷以及持有的境外存款等资产增加 848 亿美元，同比减少 56%；我国企业等对外负债增多，其他投资项下对外负债净流入 1352 亿美元，2012 年同期为净流出 29 亿美元。

图 1-3 2001-2013 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)¹。2013年，非银行部门跨境

¹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。

收付主要呈现以下特点：

跨境收付规模继续较快增长。2013年，非银行部门跨境收付总额达到5.76万亿美元，较2012年增长14%；与同期GDP之比为63%，较2012年上升1个百分点（见图1-4）。

图 1-4 2001-2013 年我国非银行部门跨境收付情况

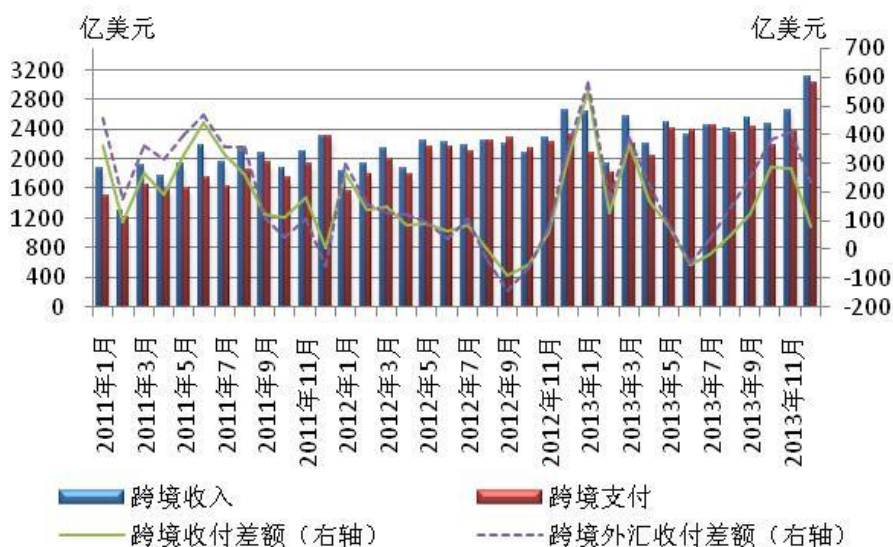


数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

企业、个人等主体的跨境资金净流入明显上升。2013年，跨境收入2.98万亿美元，较2012年增长15%；支付2.78万亿美元，增长12%；收付顺差2064亿美元，上升85%。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2872亿美元，较2012年上升151%（见图1-4）。

跨境收付顺差波动较大。1-4月份，跨境收付顺差月均304亿美元，其中1月份顺差554亿美元，为历史最高值；5-8月份，跨境收付顺差降至月均16亿美元，其中6、7月份连续出现两个月小幅逆差；9-12月份，跨境收付顺差反弹至月均195亿美元（见图1-5）。

图 1-5 2011-2013 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。

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。2013 年，非银行部门结售汇主要呈现以下特点：

结售汇规模进一步扩大。2013 年，非银行部门结售汇总额为 3.26 万亿美元，较 2012 年增长 8%；与同期 GDP 之比为 35%，较 2012 年下降 2 个百分点（见图 1-6）。

结售汇顺差大幅增加。2013 年，非银行部门结汇 1.82 万亿美元，较 2012 年增长 16%；售汇 1.43 万亿美元，下降 2%；结售汇顺差 3897 亿美元，较 2012 年增长 253%，对外汇储备增长的贡献率为 90%，较 2012 年明显下降（见图 1-6），主要是由于银行远期签约的净结汇规模较快增长，银行为对冲远期净结汇风险，在即期市场累计净卖出外汇较多（详见银行部门分析）。

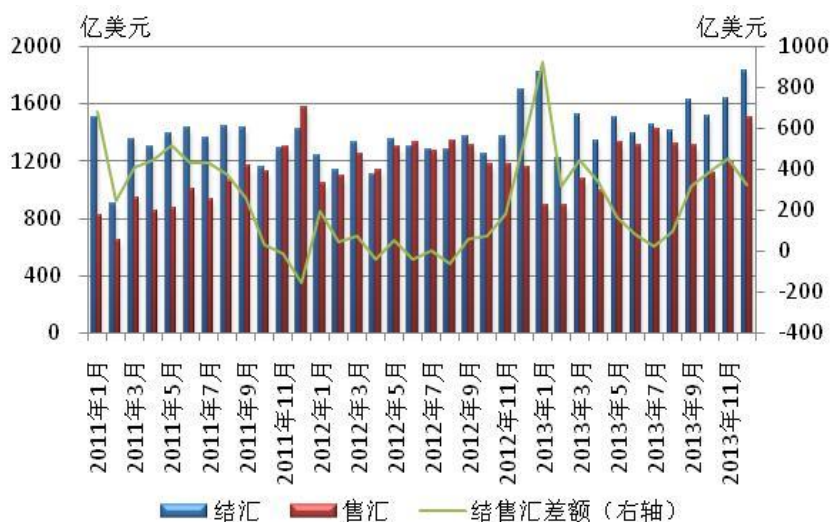
图 1-6 2001-2013 年我国非银行部门结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

月度结售汇差额“两头高、中间低”。1-4 月份延续了 2012 年底的外汇大量净流入态势，非银行部门结售汇顺差月均 509 亿美元，5-8 月份回落至月均 93 亿美元，9-12 月份反弹到月均 372 亿美元（见图 1-7）。

图 1-7 2011-2013 年各月我国非银行部门结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

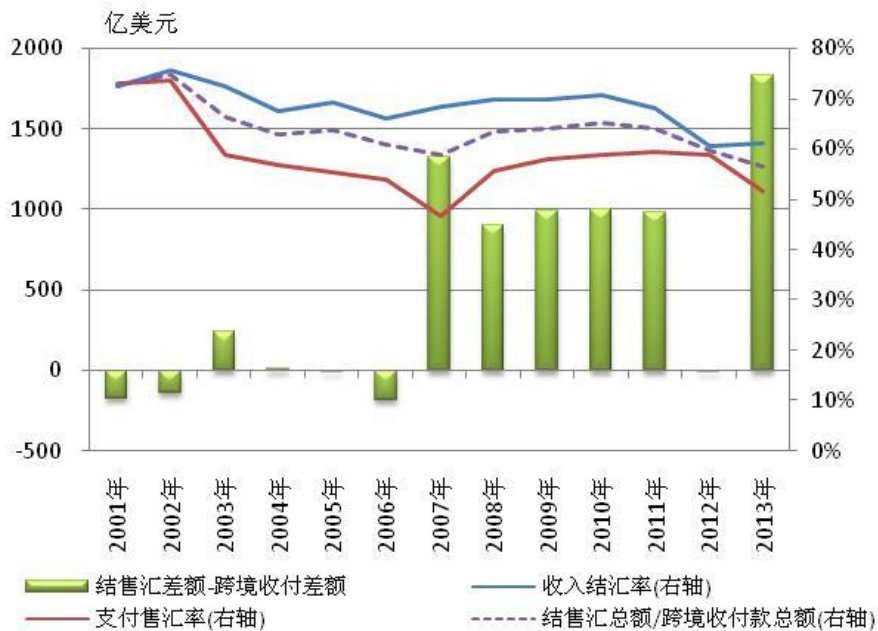
3. 跨境收付和结售汇对比分析

非银行部门结售汇总额与跨境收付总额之比进一步下降。2013 年，该比例为 57%，较 2012 年下降 3 个百分点，为 2001 年以来的最

低水平（见图 1-8）。这说明跨境人民币业务和国内外汇存贷款的影响继续扩大，跨境资金流动监测需要注重结售汇以外的跨境收付等更宽口径的数据分析。

银行售汇减少造成结售汇顺差“被扩大”。2013 年，非银行部门结售汇顺差（3897 亿美元）大于跨境收付顺差（2064 亿美元）1834 亿美元，而 2012 年两者基本相当。上述差距扩大的主要原因是 2013 年企业境内外融资和人民币对外支付较多，替代了购汇。2013 年，衡量企业结汇意愿的银行代客结汇占涉外收入的比重（即收入结汇率=结汇/跨境收入）为 61%，与 2012 年基本持平。但衡量企业购汇动机的银行代客售汇占涉外支付的比重（即支付售汇率=售汇/跨境支付）为 52%，大幅下降了 7 个百分点（见图 1-8）。

图 1-8 2001-2013 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。

专栏 1:

美联储启动量化宽松货币政策退出机制 对我国跨境资金流动的影响

2013年12月18日，美联储正式宣布于2014年1月启动缩减量化宽松货币政策（以下简称“QE”）。从近期看，美联储启动QE退出机制对我国跨境资金流动的影响不大、风险依然可控，但从长期看挑战仍不容忽视。

一、我国跨境资金流动迄今尚未受到QE退出的明显影响

2013年年中，美联储量化宽松货币政策退出预期曾对国际金融市场造成一定冲击，部分新兴经济体货币大幅贬值、资金加速外流。当时，我国跨境资金流入也出现了较大幅度下降，但这种变化也体现了政策调控的效果。受银行外汇贷存比与外汇头寸挂钩政策影响，银行外汇放款减少，企业购汇增加，而非结汇下降，是导致同期银行结售汇顺差减少的主要原因。5-8月份月均售汇额较1-4月份增长22%，而月均结汇额仅下降了2%。12月份美联储宣布启动退出机制后，当月我国银行结售汇顺差310亿美元，仍处于较高水平。从全年看，全球新兴市场货币总体贬值，而同期人民币对美元汇率中间价升值3.1%，国际清算银行测算的人民币对主要贸易伙伴的名义和实际有效汇率分别升值7.2%和7.9%（见图C1-1）。

图 C1-1 新兴市场货币指数、人民币名义和实际有效汇率



数据来源：路透数据库，国际清算银行。

二、我国经济金融具有较强的抵御QE退出冲击的能力

我国有信心应对美联储QE退出可能带来的冲击。我国经济基本面总体良好，

尤其是党的十八届三中全会之后，各个领域的具体改革方案将会制订出台并逐步公布和实施，这有利于中长期经济增长目标的实现。同时，我国财政金融状况相对稳健，货物贸易持续较大顺差，对外负债以外商直接投资形式的中长期资本为主，外汇储备规模庞大，这些都增强了我国抵御外部冲击的底气。

美联储启动 QE 退出对我国并非完全是负面影响。启动退出机制在一定程度上说明美国经济复苏前景良好，有利于改善我国外需。QE 退出带动美元升值，将压低大宗商品价格，有利于我国减少进口支付。QE 退出是一个渐进的过程，影响将是逐步释放的，退出初期国内外正向利差也会继续存在。如果退出过程中国际资本回流美国，还将有利于缓解人民币升值压力。

三、QE 退出对我国资本流动管理的挑战也不能掉以轻心

美联储退出 QE 本身会带来诸多不确定性。QE 退出将成为市场的焦点和话题，此间任何预期或决策的变化都可能引起市场的反复炒作。同时，QE 退出对美国 and 外部经济金融带来的负面影响会逐步累积释放，部分新兴经济体或将再次出现波动甚至爆发局部危机。这将对我国对外贸易产生冲击，甚至可能引起国际投资者对新兴市场投资风险的重新评估，成为触发我跨境资本流向逆转的诱因。

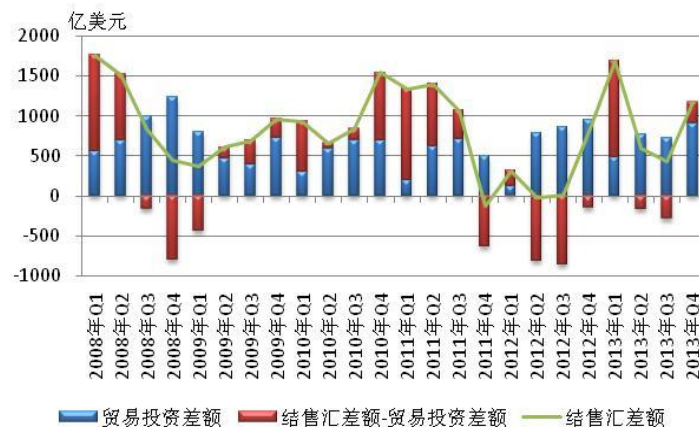
美联储 QE 退出将加剧人民币汇率的波动。在美联储 QE 退出，而欧洲、日本货币政策持续量化宽松的情况下，美元汇率有可能阶段性走强。如果美元汇率进入升值周期后，国际资本大量回流美国，国际资本风险偏好发生转向，可能加剧人民币汇率的波动，海外市场也可能出现人民币贬值预期。

美联储退出 QE 将加速国内降杠杆进程。一方面，随着美元流动性收紧，境内企业境外融资成本上升，境内主体财务运作可能出现反向调整，加大我国跨境资金流动的波动性。另一方面，人民币汇率与利率的联系日趋紧密。外汇占款是我国货币投放的重要渠道，今后随着 QE 退出影响逐步显现，我国外汇占款增幅可能放缓甚至下降。如果市场各方参与者未能就此及时做出适应性调整，有可能导致国内市场流动性趋紧、利率走高，加大生产部门资金成本上升与利润下降之间的矛盾。

（三）2013 年我国跨境资金流动变化的原因分析

实体经济和市场因素均导致跨境资金总体偏流入压力。从实体经济渠道看，2013 年海关统计的进出口顺差 2598 亿美元，较 2012 年增长 12%；商务部统计的非金融部门实际利用外资（1176 亿美元）减对外直接投资（902 亿美元）净流入达 274 亿美元，下降 21%。两项顺差合计 2872 亿美元，增长 8%，相当于非银行部门结售汇顺差的 74%。从市场渠道看，2013 年非银行部门结售汇顺差减去上述贸易投资顺差后，总体仍表现为净流入，比重为 26%，主要反映了市场因素下企业财务运作的调整。其中，第一季度市场因素驱动的跨境资金大幅净流入，对非银行部门结售汇顺差的贡献达 72%；第二和第三季度转为小幅净流出；第四季度再次表现为净流入，贡献率为 22%（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

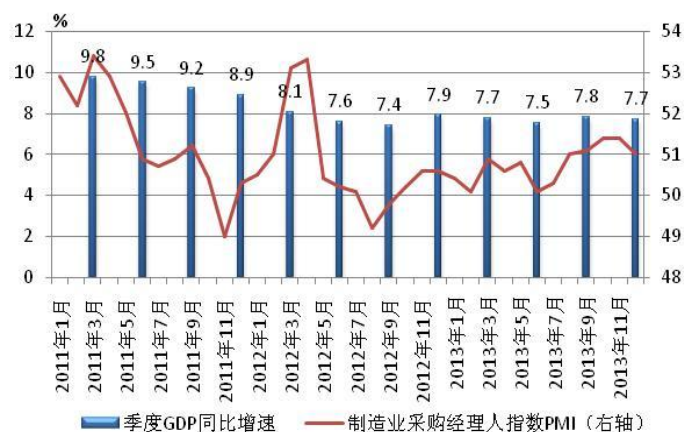


数据来源：国家外汇管理局，商务部，海关总署。

外需有所改善、国内经济运行平稳推动我国贸易和直接投资项下顺差继续扩大。首先，2013 年全球经济尤其是发达经济体形势逐步好转。受益于房地产市场的持续复苏，美国经济保持温和增长；欧

元区经济自二季度起恢复增长，结束了此前持续六个季度的衰退，我国对欧美传统市场的出口增长自下半年起明显加快。此外，由于国际大宗商品价格保持稳定，2013年我国进口价格指数月均下降1.8%，进口增长平稳。其次，我国经济发展总体向好，经济增速实现年初既定目标，市场发展潜力依然较大（见图1-10）。党的十八届三中全会召开前后，关于深化改革的期待和最后释放的信号，都不断鼓舞着外方投资者对我国经济长远发展的信心，外商直接投资流入平稳增长。

图 1-10 我国 GDP 增速和制造业采购经理人指数

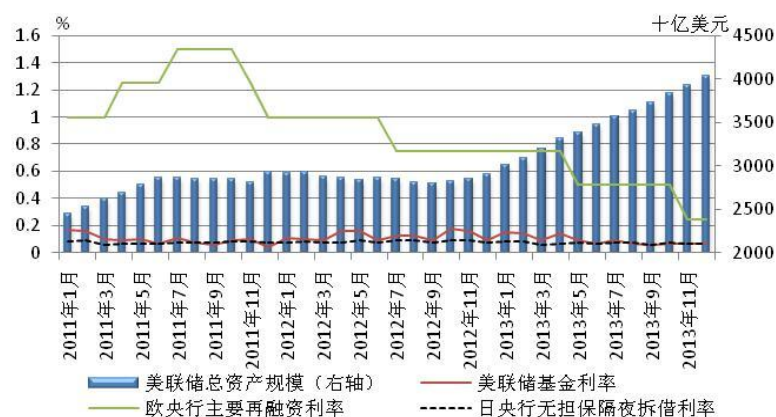


数据来源：国家统计局，物流与供应链协会。

外部充裕的流动性和基本稳定的人民币汇率使得企业财务运作导致的跨境资金总体呈现净流入。一方面，量化宽松和低利率货币政策仍是发达经济体央行的主基调，美联储维持第三轮量化宽松货币政策并加强前瞻指引，欧元区两次降息并强调长期保持低利率水平，日本央行推出激进的数量与质量宽松货币政策（见图1-11），境内主体面临的“外币资金便宜、本币资金贵”的局面没有改变。另一方面，在新兴经济体货币总体呈现贬值的情况下，我国由于经济基本面较好，财政、金融和外部账户相对稳健，依然被市场看好，人民币汇率在大

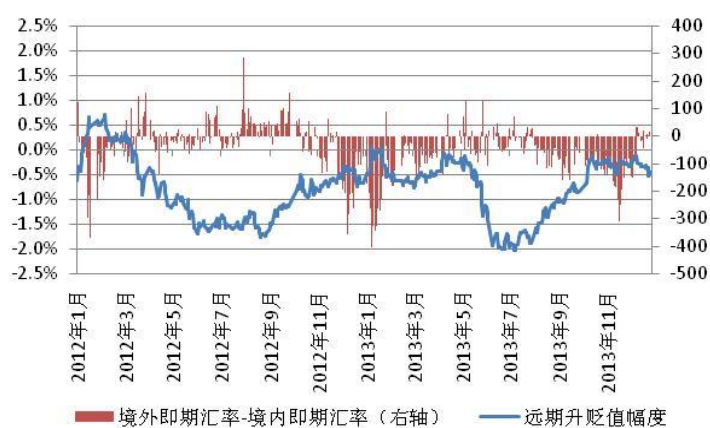
部分时期稳中有升，香港市场人民币即期交易价相对境内总体呈现溢价（即香港购汇比境内便宜）（见图 1-12）。在此背景下，企业仍以“资产本币化、负债外币化”的财务运作为主，“做多本币、做空外币”的操作增多，进一步加大了银行结售汇顺差。唯有 5-8 月份，市场担忧美联储提前退出量化宽松货币政策、二季度我国经济表现弱于市场预期等因素叠加，曾导致市场避险情绪上升，跨境资金净流入出现短暂放缓。

图 1-11 美联储资产规模与主要发达经济体央行基准利率



数据来源：环亚经济数据库（CEIC）。

图 1-12 境内外人民币对美元即期交易价差和远期升贬值幅度

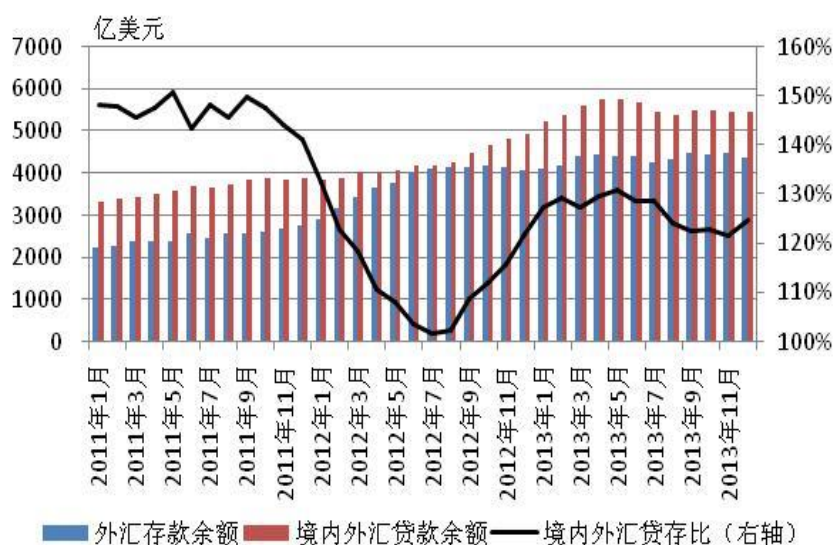


数据来源：路透数据库。

注：远期升贬值幅度根据香港无本金交割远期市场（NDF）一年期价格测算得出。

“控流入”政策措施在平衡外汇收支方面发挥了一定作用。针对2013年初外汇净流入较大的局面，2013年4月中旬以来，商务、海关、人民银行、银监、外汇等部门开始出台综合措施遏制虚假贸易活动。5月初，外汇局发布关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知，将银行结售汇综合头寸下限与外汇贷存比挂钩，强化进出口企业货物贸易外汇收支分类管理，取得了一定成效，使得企业部分财务运作有所调整，主要表现：**一是**受美联储退出量化宽松货币政策的预期、国内经济增长下行、年中居民出国旅游增多和外商投资企业汇出利润集中购汇等市场因素，以及政策调控因素的影响，2013年5-8月份非银行部门结售汇顺差较前4个月下降82%；**二是**银行大幅增持外汇头寸，中间虽有所回落，但年末仍较政策出台前增加170多亿美元；**三是**截至2013年末，银行境内外汇贷款余额和外汇贷存比分别较5月末下降近300亿美元和6个百分点（见图1-13）；**四是**内地对港出口增速回归正常，由1-4月的同比增长68%回落至全年23%的水平。

图 1-13 2011-2013 年各月外汇存贷款余额及贷存比



数据来源：中国人民银行。

（四）跨境资金流动与外汇储备变动

在 2012 年的《中国跨境资金流动监测报告》中，针对 2012 年所出现的跨境资金流动新情况，提出在借鉴以外汇储备增量为扣减基础的“残差法”²时需要注意其局限性。如果我国国际收支呈现自主平衡，外汇资产的持有和运用主体将由央行转向银行、企业、个人等市场主体。在此情况下，通过“残差法”将会测算出大量资金流出，实际上是境内机构和个人持有的对外资产增加。而且，这种“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。因此，为大致区分我国跨境资金整体流动中的稳定性因素和波动性因素，较佳选择仍是依托国际收支平衡表，按照国际通行的做法，将经常项目和直接投资的合计差额视为稳定性较高、与实体经济关系较大的跨境资金流动（即基础国际收支交易），将非直接投资资本流动（即 non-FDI capital flows，主要包括证券投资和其他投资，为增强与外汇储备资产变动的匹配程度，再加入净误差与遗漏）视为波动性较大的跨境资金流动。

需要说明的是，此方法也不能用于测算境外热钱进出我国的情况，非直接投资所代表的波动性跨境资金流动具有更广泛的涵义，除我国证券投资和其他投资对外负债以外，还包括该项下境内民间主体的资金跨境流出与回流，即对外资产的变化。如 2012 年的大量流出中大

² “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。

部分是境内主体的对外资产增多所致，而不能纯粹理解为资本外逃或热钱流出。今后，如果我国国际收支自主平衡性进一步增强，非直接投资资产净流出也会成为对冲稳定性资金流入的重要项目。

照此测算，根据初步数据，2013年，我国交易形成的外汇储备增加4327亿美元。其中，稳定性较高、与实体经济关系较大的跨境资金净流入3594亿美元，对外汇储备增长的贡献率为83%。波动性较大的跨境资金净流入达720亿美元，贡献了17%，与同期GDP之比仅为0.8%。从2001年以来的累计情况看，与实体经济关系较大的跨境资金净流入基本贡献了全部的储备增长，波动性较大的跨境资金呈现小幅净流出。从1994年以来的更长期看，1994-2002年我国波动性较大的跨境资金持续净流出，2003-2011年以净流入为主，2012年出现大幅净流出，2013年又重回小幅净流入。但总体看，波动性较大的资金流动净额与GDP之比并不高，说明随着我国经济实力的不断提升，对跨境资金波动的承受力越来越强（见表1-1和图1-14）。

表 1-1 2001-2013 年我国跨境资金流动中的稳定性和波动性因素

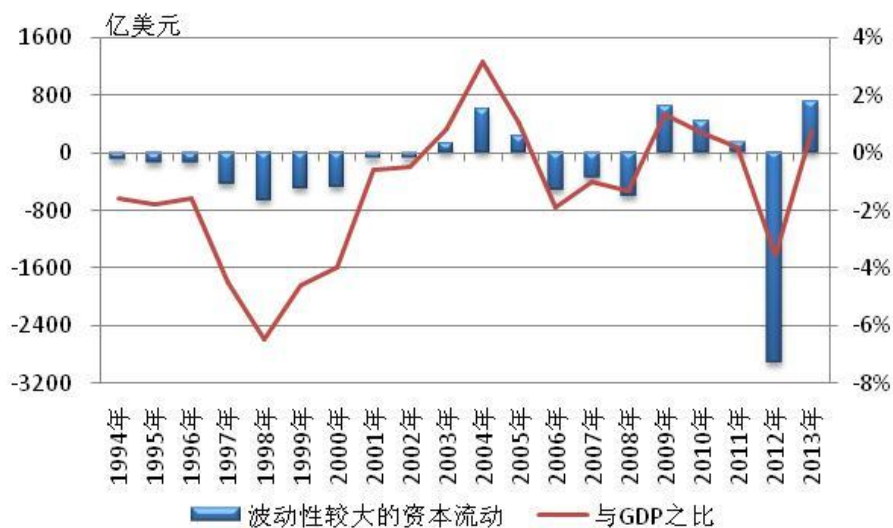
单位：亿美元

	稳定性较高的资本流动		波动性较大的资本流动		外汇储备变动
	规模	对外汇储备贡献率	规模	对外汇储备贡献率	
2001年	548	118%	-74	-16%	466
2002年	822	111%	-67	-9%	742
2003年	925	87%	137	13%	1060
2004年	1291	68%	610	32%	1904
2005年	2228	88%	238	9%	2526
2006年	3320	116%	-512	-18%	2853
2007年	4923	107%	-347	-8%	4609
2008年	5354	112%	-589	-12%	4783
2009年	3304	86%	660	17%	3821
2010年	4236	90%	435	9%	4696
2011年	3677	96%	146	4%	3848

2012年	3843	389%	-2920	-296%	987
2013年	3594	83%	720	17%	4327
合计	38063	104%	-1562	-4%	36620

数据来源：国家外汇管理局（2013年为初步数）。

图 1-14 1994-2013 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。

二、跨境资金流动主要项目分析

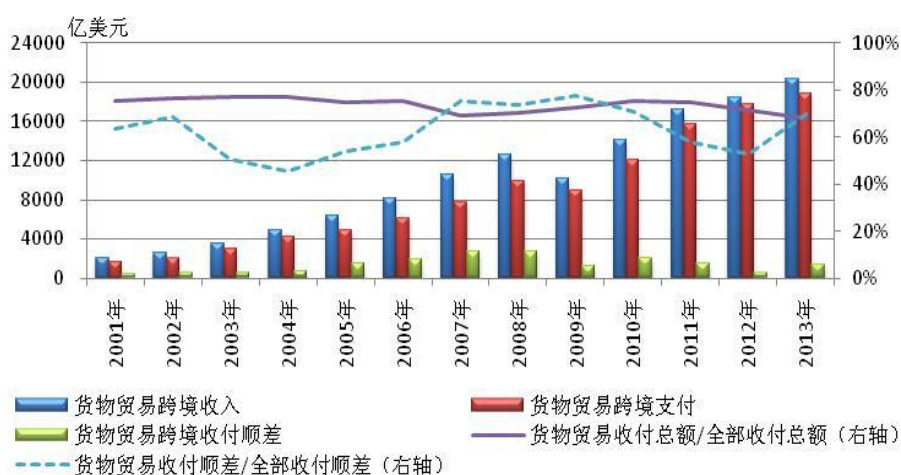
本部分综合利用国际收支、跨境收付和结售汇的数据，进一步分析货物贸易、服务贸易、直接投资、证券投资、外债等主要项目的跨境资金流动状况。

（一）货物贸易

1. 货物贸易跨境收付

货物贸易仍是非银行部门跨境收付的主要项目。2013年，我国货物贸易跨境收入较上年增长11%，跨境支付增长6%，收付总额3.92万亿美元，较上年增长8%，增速回落1个百分点。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68%，较2012年占比下降3个百分点。货物贸易跨境收付顺差1433亿美元，增长1.44倍，占全部跨境收付顺差的69%，占比上升17个百分点（见图2-1）。

图 2-1 2001-2013 年货物贸易跨境收付情况

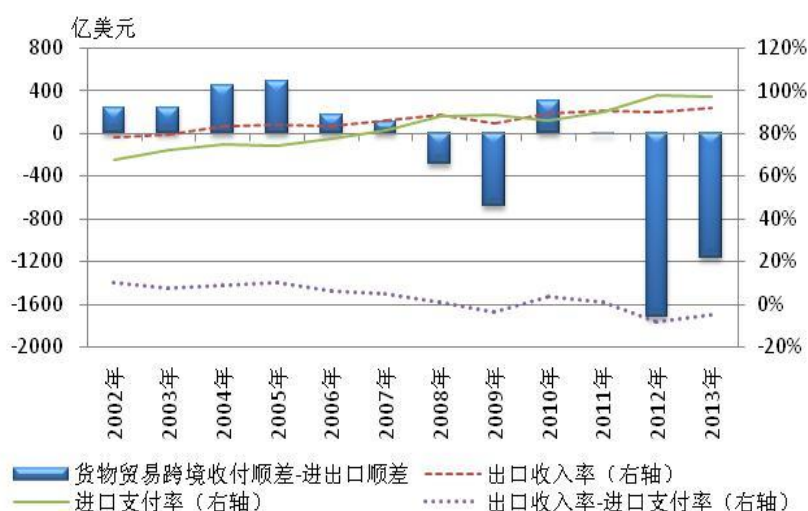


数据来源：国家外汇管理局。

出口收款比例上升，进口付款比例下降。2013年，货物贸易跨

境收入与出口(即出口收入率)之比为 92%，较上年上升 2 个百分点；
 货物贸易跨境支付与进口之比(即进口支付率)为 97%，下降 1 个百分
 分点。全年货物贸易跨境收付顺差低于进出口顺差 1164 亿美元(见
 图 2-2)，较上年收窄 552 亿美元，说明跨境贸易融资和信贷仍总体表
 现为净流出，但规模有所下降。除 1 月、3 月和 9 月份外，其余各月
 货物贸易跨境收付顺差均小于进出口顺差(见图 2-3)。

图 2-2 2001-2013 年货物贸易跨境收付顺差与进出口顺差的差距及相关指标



数据来源：国家外汇管理局，海关总署。

图 2-3 2013 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顺差及其增长的主要来源。2013年，我国货物贸易结汇较上年增加 17%，售汇下降 8%，结售汇总额 2.39 万亿美元，较上年增长 6%，占非银行部门结售汇总额的 73%，较上年占比下降 1 个百分点。全年，货物贸易结售汇顺差 4747 亿美元，占非银行部门结售汇顺差 3897 亿美元的 122%；货物贸易结售汇顺差较上年增加 2878 亿美元，增长 1.54 倍，相当于非银行部门结售汇顺差增加额的 103%（见图 2-4）。

图 2-4 2001-2013 年货物贸易结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

出口结汇率维持较高水平，进口售汇率波动较大。2013 年，货物贸易结汇与出口之比（即出口结汇率）为 65%，较上年上升 5 个百分点；货物贸易售汇与进口之比（即进口售汇率）为 49%，下降 8 个百分点。全年，非银行部门货物贸易结售汇顺差（顺收）超过进出口顺差（顺差）2149 亿美元，为历史最高值（见图 2-5）。1-5 月份，进口售汇率保持在较低水平，货物贸易顺收大于进出口顺差月均 310 亿美元；6-8 月份，进口售汇率快速上升，顺收小于顺差月均 48 亿美

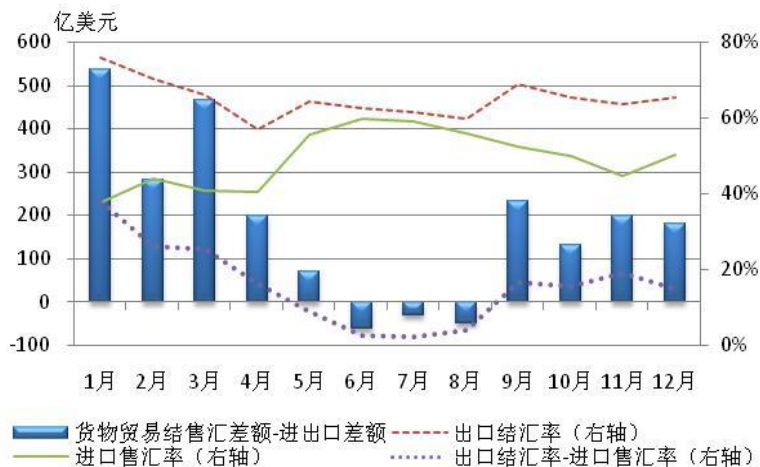
元；9月份后，进口售汇率总体回落，顺收又转向大于顺差月均 186 亿美元，但仍较前 5 个月平均水平低 40%（见图 2-6）。

图 2-5 2001-2013 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。

图 2-6 2013 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。

进出口顺差和企业财务运作是货物贸易结售汇较大顺差的主要影响因素。2013 年，包括银行自身和非银行部门的货物贸易结售汇顺差 4272 亿美元，增长 1.54 倍。从顺差构成看，进出口顺差和企业财务运作分别为货物贸易结售汇顺差贡献了 61% 和 12%。从顺差增长的构成看，进出口顺差增加了 295 亿美元，对货物贸易结售汇顺差

增加的贡献率为 11%；企业财务运作导致的跨境资金流动则由 2012 年净流出 754 亿美元转为净流入 519 亿美元，贡献率达 50%（见表 2-1）。从各月变动情况看，进出口顺差保持相对稳定，企业财务运作波动较大。其中，1-4 月份，企业财务运作导致的跨境资金呈现净流入，占同期货物贸易结售汇顺差的 46%；6-8 月份，企业财务运作总体导致资金净流出，也降低了货物贸易结售汇顺差规模；9-12 月份，企业财务运作又导致跨境资金净流入，贡献了同期货物贸易结售汇顺差的 9%（见图 2-7）。

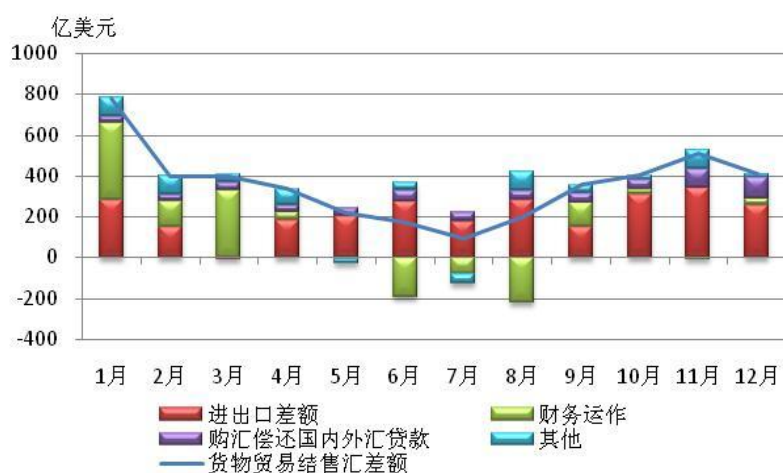
表 2-1 2013 年货物贸易结售汇差额主要形成因素及变动贡献率

主要形成因素	2013 年	贡献率	单位：亿美元	
			较 2012 年 变动额	变动 贡献率
货物贸易结售汇差额	4272	100%	2588	100%
进出口差额	2598	61%	295	11%
财务运作	519	12%	1290	50%
购汇偿还国内外汇贷款（贸易相关）	618	14%	31	1%
其他因素	537	13%	972	38%

注：财务运作指企业根据市场环境变化，对贸易相关的境内外汇存贷款、跨境人民币收付，以及跨境贸易融资和信贷进行调整，并引起货物贸易结售汇差额变化。

数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署。

图 2-7 2013 年各月全口径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。

（二）服务贸易

服务贸易项下跨境资金流动继续快速增长。2013年，服务贸易跨境收入增长37%，支出增长30%；跨境收付总额9670亿美元，增长33%，增速高出货物贸易25个百分点，占整个跨境收付总额的17%，占比较2012年增加3个百分点（见图2-8）。服务贸易结售汇增长15%，售汇增长28%；结售汇总额3923亿美元，增长23%，增速高出货物贸易17个百分点，占整个结售汇总额的12%，占比较2012年增加1个百分点（见图2-9）。

图 2-8 2001-2013 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 2006-2013 年服务贸易结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易跨境收付逆差有所回落。2013年，净支付575亿美元，较上年下降5%（见图2-8）。从总量情况看，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，但跨境收入增长较支出增长高出7个百分点，最终导致逆差下降。从结构上看，服务贸易跨境收付逆差下降主要原因是转口贸易等顺差项目的快速增长。全年，转口贸易跨境收付顺差704亿美元，增长140%。服务贸易逆差仍主要来自旅游，达到1406亿美元，增长35%，较2012年增加3个百分点。这与出境旅游人数的持续增长的情况基本一致，据旅游局公布，2013年出境旅游人数超过9819万，较上年增长18%。

服务贸易结售汇逆差大幅增加。2013年，净售汇1245亿美元，较上年增长45%（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。2013年，服务贸易结汇与收入之比（即服务贸易结汇率）为29%，较2012年下降6个百分点；服务贸易售汇与支出之比（即服务贸易售汇率）为50%，仅下降2个百分点（见图2-10）。

图 2-10 2006-2013 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。

专栏 2:

个人结售汇逆差成为平衡我国外汇供求的重要因素

近年来，我国个人（含居民和非居民，下同）结售汇规模逐步上升，体现了我国经济社会以及个人加快融入全球化的结果。同时，个人结售汇差额由顺差转为逆差并不断扩大，这也符合我国综合国力提升、居民收入提高和消费需求释放的总体趋势，而且有利于促进国际收支平衡，未来也将继续成为影响外汇供求的重要力量。主要特点如下：

一是我国个人结售汇规模快速增长，境内居民的主体地位更加明显。2006-2013年，个人结售汇总量由926亿美元攀升至2980亿美元，年均增长18%。其中，居民个人结售汇规模占比由2006年的77%上升至2013年的91%（见图C2-1）。

图 C2-1 2006-2013 年我国个人结售汇差额



数据来源：国家外汇管理局。

二是自2012年起个人结售汇差额由顺转逆，个人售汇增长十分突出。2009年以来，个人售汇年均增长35%，个人结汇保持相对稳定，使得个人结售汇顺差从2008年的高位863亿美元逐年回落并转为逆差。2013年，个人售汇较2012年增长35%，个人结汇仅增长1%，结售汇逆差932亿美元，较2012年扩大1.25倍。其中，居民个人结售汇逆差增长91%，非居民个人结售汇顺差略降6%（见图C2-1）。

三是个人旅游项下结售汇已连续7年逆差，并主导了个人结售汇逆差格局。个人旅游项目包括个人跨境从事商务、探亲、留学、观光、就医、朝觐等活动的

外汇收入结汇和支出售汇。随着我国居民个人旅游购汇的持续大幅增长，2007年起个人旅游项下结售汇开始呈现逆差并逐年扩大，2013年达到1492亿美元，较上年增长45%。其中，个人在服务贸易中通过银行卡的购汇（旅游用途为主）大幅增加，2013年该项下结售汇逆差689亿美元，增长34%（见表C2-1）。

表 C2-1 2006-2013 年我国个人结售汇差额的主要项目

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
个人结售汇差额合计	710	747	863	407	380	118	-415	-932
经常项目	683	862	838	382	341	99	-415	-944
货物贸易	121	94	135	91	95	90	78	68
旅游	57	-6	-110	-314	-454	-725	-1030	-1492
其中：银行卡	24	7	-29	-90	-190	-339	-512	-689
职工报酬和赡家款	290	560	647	519	627	661	484	442
资本与金融项目	27	-115	25	25	39	19	0	12

注：银行卡为服务贸易各项目中与银行卡相关的结售汇，其中大部分属于旅游项下。

四是职工报酬和赡家款一直是最主要的个人结售汇顺差项目，近两年规模有所下降。职工报酬是指在境外工作的我国居民个人的外汇收入结汇和在我国境内工作的非居民个人的外汇支出售汇。赡家款是指我国居民个人接受境外亲属提供的赡养收入结汇，以及向境外亲属提供的赡养费用售汇。2011年，我国居民个人职工报酬和赡家款项下结汇达到历史高位后逐年回落，导致2012年和2013年该项目个人结售汇顺差分别下降27%和9%（见表C2-1）。

我国个人结售汇差额的格局反映了个人涉外行为的当前特征及变化。一方面，职工报酬和赡家款持续顺差，说明我国境外务工人员较多、华人华侨规模较大，此类资金存在流入和结汇的客观需要，但也不排除在人民币升值预期下，一些外汇资金可能通过此方式进入境内投资。另一方面，旅游项目逆差迅速上升，体现了我国居民收入持续增加、人民币购买力不断增强、跨境交流更加便利、消费观念逐步改变、消费需求进一步升级等因素的综合影响。当然，其中也可能存在个人借道投资境外股票、房地产等市场的潜在投资需求。

（三）直接投资³

1. 来华直接投资

来华直接投资净流入与上年基本持平。2013年，来华直接投资流入1909亿美元，较上年增长12%；流出524亿美元，增长62%；净流入1385亿美元，与上年基本持平，显示我国仍是外国直接投资的重要目的地（见图2-11）。其中，投资资本金净流入1199亿美元，增长3%，占整个来华直接投资净流入的87%，较上年增长3个百分点；股东贷款等债务往来净流入186亿美元，减少18%，占比13%，较上年下降3个百分点（见图2-12）。全年，投资资本金结汇1045亿美元，资本金结汇率71%（即来华直接投资资本金结汇/资本金流入），较上年下降4个百分点；净结汇958亿美元，增长9%。

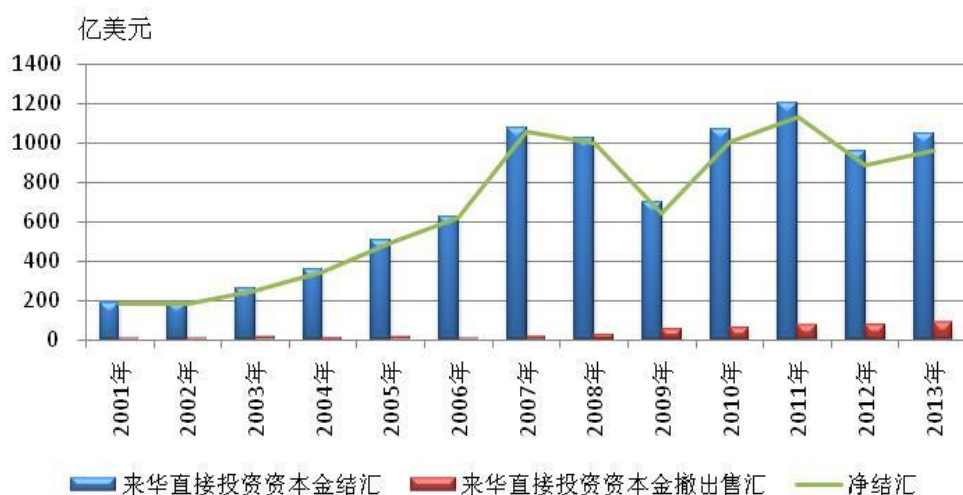
图2-11 2001-2013年来华直接投资情况



数据来源：国家外汇管理局。

³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。

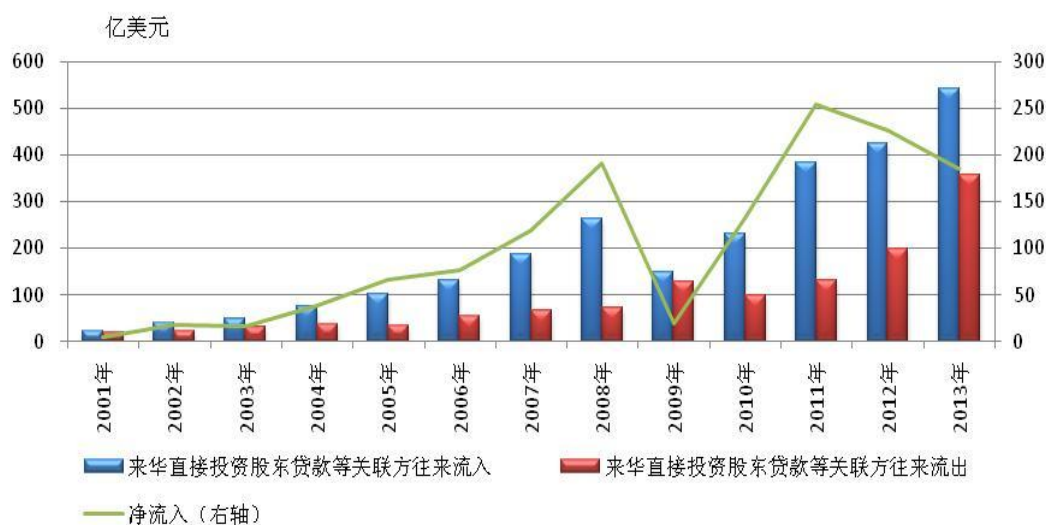
图 2-12 2001-2013 年来华直接投资资本金结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

股东贷款等关联方往来趋于活跃。2013 年，与境外股东等关联方往来净流入较上年减少 18%。这主要不是因为境外母公司等关联方贷款流入减少，而在于境内机构对境外关联方的投资增多，是导致来华直接投资流出较快增长的主要原因（见图 2-13）。当年来华直接投资下借用境外股东贷款净流入 253 亿美元，较上年增长 10%；向境外关联方提供贷款净流出 68 亿美元，增长 8.4 倍。2013 年，外商来华直接投资企业利润汇出增长显著，全年汇出 857 亿美元，增长 24%（见图 2-14），一方面缘于往年外资盈利较多，使得本年可汇出利润有较大增长；另一方面，部分中资控股外资公司将利润汇往境外，以支持境内控股母公司开展海外并购。

图 2-13 来华直接投资股东贷款等关联方往来情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-14 2001-2013 年来华直接投资企业利润汇出情况



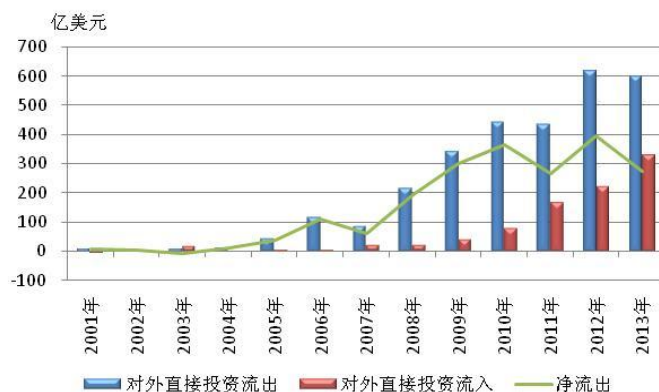
数据来源：国家外汇管理局。

来华直接投资流入中美元占比下降。2013年，非银行部门来华直接投资中，美元流入1082亿美元，较上年增长2%，其币种占比由上年的62%下降至57%；人民币流入559亿美元，增长53%，币种占比由上年的21%上升至29%，其中来自中国香港的人民币流入395亿美元，增长49%。

2. 对外直接投资

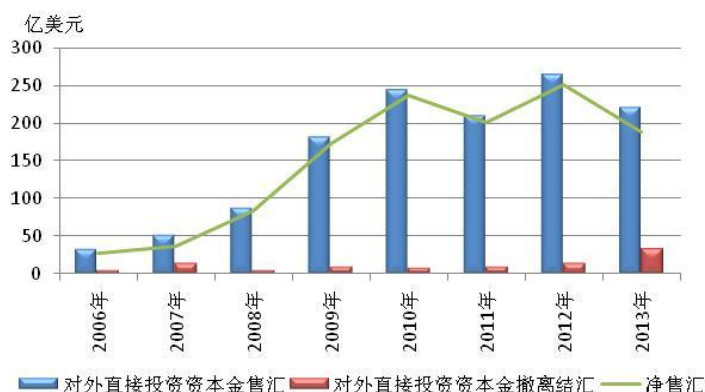
对外直接投资净流出较上年下降⁴。2013年，我国对外直接投资流出599亿美元，较上年减少3%；流入327亿美元，增长47%；净流出272亿美元，减少31%（见图2-15）。同期，对外直接投资资本金流出售汇220亿美元，减少17%，资本金流出售汇率（即对外直接投资资本金售汇/资本金流出）57%，上升4个百分点；资本金撤回结汇32亿美元，增长1.3倍，资本金撤回结汇率（即对外直接投资资本金撤回结汇/资本金撤回流入）19%，上升9个百分点；净售汇188亿美元，减少25%（见图2-16）。

图 2-15 2001-2013 年我国对外直接投资情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-16 2006-2013 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。

⁴相关结论基于跨境资金流动数据，没有包含境外被投资机构当期未分配利润或留存利润增加，从而使得归属于我国的对外直接投资增加的情况。这部分归属于我国的对外直接投资留存利润不产生跨境资金流出入。

境内外关联方往来流出入占比上升。2013 年，非银行部门对外直接投资流出中，投资资本金流出 386 亿美元，较上年减少 23%，占比从上年的 81%下降至 64%；与境外子公司等关联方的贷款往来流出 212 亿美元，增长 86%，主要是向境外子公司等关联方提供贷款流出 180 亿美元，增长 2.1 倍。流入方面，投资资本金撤资回流 173 亿美元，增加 16%，占比从上年的 67%下降至 53%；与境外子公司等关联方贷款往来流入 148 亿美元，增长 1.3 倍，其中近半为境内企业集团下属财务公司归集本集团境内外资金所致。

人民币形式的对外直接投资流出入趋于活跃。2013 年，非银行部门对外直接投资中，人民币流出 84 亿美元，较上年增长 1.5 倍，流出额在所有币种中的占比由上年的 6%上升至 14%。其中，人民币关联公司贷款流出较上年增长 7.8 倍，其币种在对外直接投资下关联公司贷款流出中的比重由上年的 5%上升至 21%。人民币直接投资流入 58 亿美元，增长 73%，币种占比由上年的 15%上升至 18%。

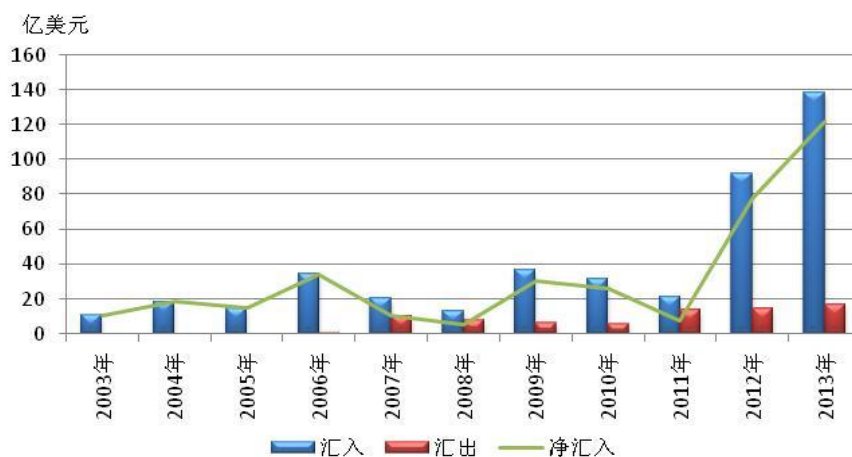
（四）证券投资

1. 合格境外机构投资者（QFII）项下资金流动状况

QFII 机构资金净汇入较快增长。2013 年，汇入资金 139 亿美元，较上年增长 51%；汇出资金 17 亿美元，上升 17%；净汇入资金 122 亿美元，增长 58%。截至 2013 年底，累计批准 228 家 QFII 机构共计 497 亿美元的境内证券投资额度，QFII 机构累计汇入投资资金 433 亿美元，累计汇出资金 76 亿美元，累计净汇入资金 357 亿美元（见图

2-17)。2013年，国家外汇管理局在保持 QFII 额度审批频率的同时，适度放宽了 QFII 额度规模，带动 QFII 流入规模较快增长。与之相对应，随着流入金额和资产存量的上升，主要由收益汇出和开放式基金正常赎回所构成的 QFII 项下资金汇出规模也达到历史最高水平。

图 2-17 2003-2013 年 QFII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

QFII 对稳定市场继续发挥积极作用。在资产配置方面，2013 年国内证券市场整体低迷，QFII 机构继续保持较高的股票投资比例和较长的持有期限。截至 2013 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

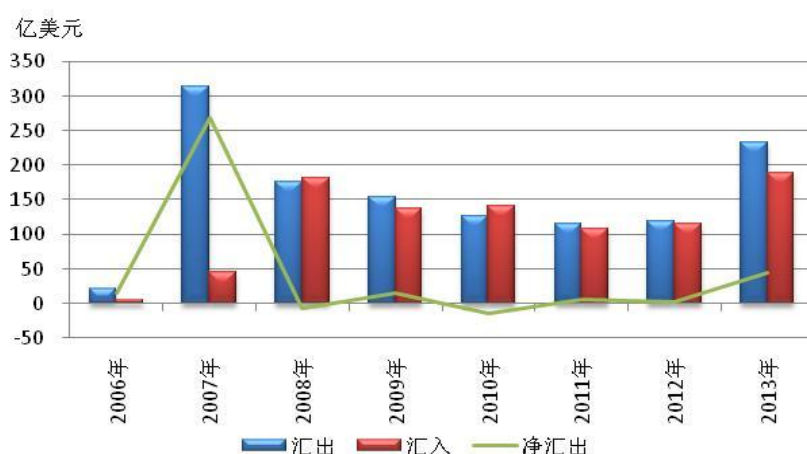
RQFII 机构资金净汇入。2013 年，共汇入资金 382 亿元，汇出资金 268 亿元，净汇入资金 115 亿元。其中，上半年，由于境内证券市场表现低迷，部分 RQFII 产品特别是 A 股交易型开放式指数基金（ETF）产品出现了较强烈的赎回意向，造成当期 RQFII 项下资金汇出较为突出；下半年，内地及香港证监会先后放开 RQFII 公募产品必须注册于香港的限制，RQFII 的资金募集地扩大至全球，加之下半年

A 股表现接近全年低点，年末更多 RQFII 机构汇入资金建仓，资金流入增长较快。截至 2013 年底，累计批准 52 家 RQFII 机构共计 1572 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

QDII 机构资金净汇出大幅增长。2013 年，汇出资金 233 亿美元、汇入 188 亿美元，净汇出 45 亿美元，较上年净汇出金额增长超过 10 倍，为近六年新高（见图 2-18）。截至 2013 年底，累计批准 115 家 QDII 机构共计 842 亿美元的证券投资额度，QDII 机构累计汇出资金 1260 亿美元，汇入资金 922 亿美元，净汇出资金 338 亿美元。

图 2-18 2006-2013 年 QDII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

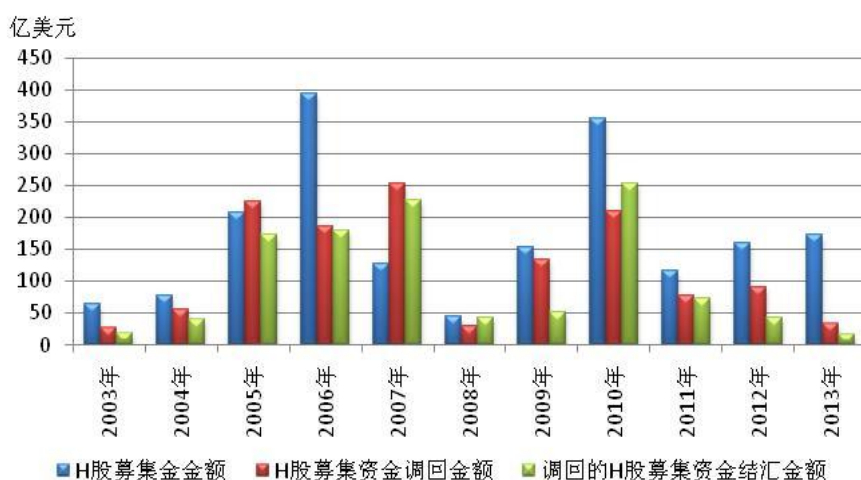
市场与政策因素促成全年 QDII 机构资金净汇出快速增长。2013 年国际资本市场行情震荡向上，美国、日本等发达国家资产市场价格屡创新高。保监会、证监会等监管部门对 QDII 机构境外投资限制有所放松，境内机构投资者有了更多投资选择和投资动力。与此同时，外汇局大幅简化了 QDII 额度审核材料、放开了 QDII 境外投资币种限制和汇兑限制，大大增强 QDII 机构资金摆布与成本控制的灵活性。

QDII 机构海外资产配置多元化。截至 2013 年末，QDII 资产配置中，股票仍处于第一位（占比 55.9%），其次是基金（占比 21.8%）和银行存款（占比 8.8%）。债券占比较上年明显减少（占比 6.5%），说明 2013 年国际证券市场股票类产品的价值吸引力明显高于固定收益类产品。此外，2013 年，投资于黄金、石油、房地产等的创新型 QDII 产品增幅较大，投资多元化趋势愈加明显，相关资产在 QDII 整体资产配置中占比进一步提高。

4. 境内企业境外上市筹资

境内企业海外上市筹资略有增长。2013 年，境外上市外资股（H 股）筹资规模为 172 亿美元，较上年增长 8%。同期，境内企业 H 股筹资境外上市项下共调回资金 34 亿美元，结汇 17 亿美元，同比分别下降 63%和 61%（见图 2-19）。2003 至 2013 年累计筹资 1869 亿美元，调回 1319 亿美元，结汇 1118 亿美元。全球流动性充裕，加之主要发达国家经济回暖，使得境内企业境外上市筹资规模较上年有所增长。

图 2-19 2003-2013 年 H 股募集、调回和结汇情况



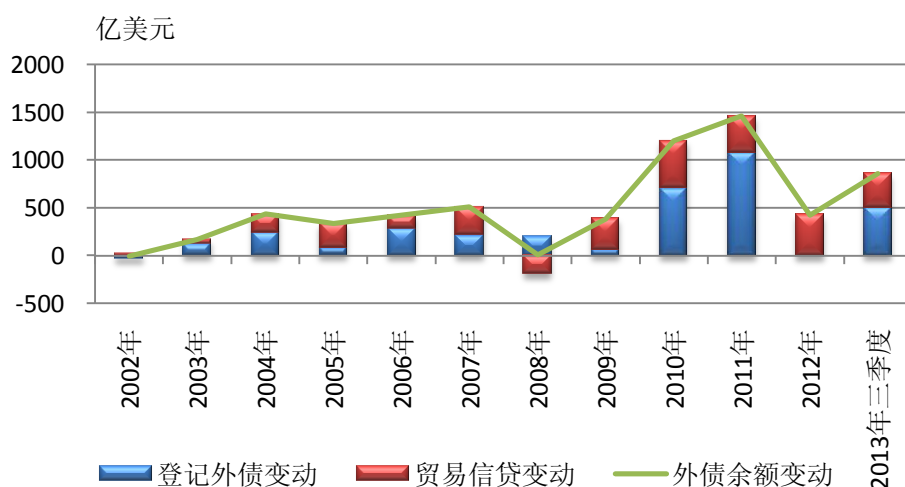
数据来源：国家外汇管理局、中国证券监督管理委员会。

（五）外债

截至 2013 年 9 月末，我国外债余额为 8229 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 4961 亿美元，企业间贸易信贷余额为 3268 亿美元；中长期外债（剩余期限）余额为 1900 亿美元，短期外债余额为 6329 亿美元。2013 年前三季度，我国外债变动呈现以下特点：

债务总规模增速回升，主要增长动力来自贸易信贷和中资金融机构外债增长。2013 年 9 月末，外债余额较上年末增加 859 亿美元，增长 12%，较 2012 年增速高 6 个百分点。其中，登记外债增加 506 亿美元，增长 11%，占同期外债增加额的 59%；贸易信贷余额增加 353 亿美元，增长 12%（见图 2-20）。由于贸易信贷和中资金融机构外债两者合计达 79%，对外债余额增长的贡献率分别为 41%和 38%，成为 2013 年前三季度外债增长的主要动力。银行贸易融资业务的回升是导致中资金融机构外债增长的主要来源。

图 2-20 2002-2013 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。

债务短期化趋势进一步凸显,我国外债宏观风险仍然可控。2013年9月末,短期外债(包括登记短期外债和贸易信贷)余额为6329亿美元,占比77%,较上年末上升3.5个百分点(见图2-21)。我国短债比重虽然较高,但其他外债警戒指标如债务率(年末外债余额与当年国际收支统计口径的货物与服务贸易出口收入的比率,2012年末为32.8%,国际上比较公认的安全线为100%)、负债率(年末外债余额与当年国内生产总值的比率,2012年末为9.0%,国际安全线是20%)、偿债率(外债的本金和利息偿还金额[中长期外债还本付息与短期外债付息额之和]与当年国际收支统计口径的货物与服务贸易出口收入的比率,2012年末为1.6%,国际安全线是20%)、短期外债与外汇储备比例(剩余期限的短期外债余额与货币当局掌握的外汇储备存量的比例,2012年末为16.3%,国际安全线是100%)等均在国际警戒标准以内。

图 2-21 2001-2013 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。

我国短期外债主要与对外贸易相关，具有真实贸易背景。从短期外债构成看，与贸易有关的信贷余额⁵为 4461 亿美元，占短期外债余额的 71%，其中，企业间贸易信贷占 52%，银行贸易融资占 19%。同时，中长期外债余额 1900 亿美元，较上年末下降 3%。可见，外债仍主要受我国进出口规模不断扩大影响，围绕具有真实进出口贸易背景的贸易信贷和贸易融资展开。这部分外债具有真实的进出口贸易背景，与一般外债有较大不同。2008 年底 2009 年初全球金融海啸爆发，我国短期外债曾经出现了上千亿美元的大幅波动，但当时并未引起债务危机。

境内市场微观主体仍需加强风险防控意识。从微观层面看，境内机构仍应重视短期外债占比过高的问题，防范跨境资本和人民币汇率双向波动可能引发的外汇流动性风险和汇率风险。尤其是一些企业通过虚构贸易方式进行高杠杆的融资套利活动，一旦看错了市场走势，就有可能给当事企业和银行带来巨大损失，对此也必须高度重视。

（六）银行部门

1. 银行自身结售汇状况

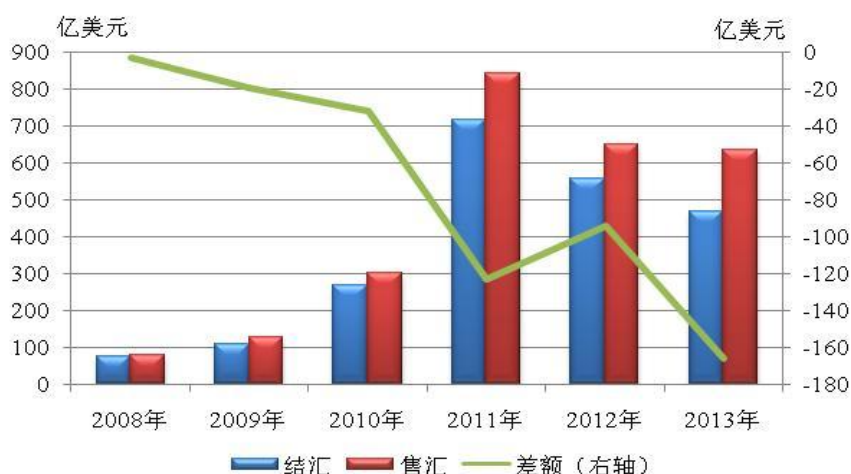
银行自身结售汇逆差缓解了外汇供求失衡。2013 年，银行自身结售汇交易为 2365 亿美元，较上年增加 49%，相当于非银行部门结售汇总额的 7%；自身结售汇逆差 1195 亿美元，较上年增长近 4 倍，

⁵与贸易有关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。

相当于非银行部门结售汇顺差的 31%，使得银行结售汇总顺差降至 2702 亿美元。

“藏金于民”的分流外汇政策还在继续发挥作用。2013 年银行自身结售汇为逆差的主要原因：一是由于受银行境外融资规模下降等因素影响，银行自身大额结汇减少；二是因为国内黄金等贵金属投资和消费需求旺盛，推动了银行进口黄金，以及银行因客户进行纸黄金等贵金属投资形成的汇率敞口平盘购汇；三是境内银行支付外资股息、利润等购汇较多，也是形成银行自身结售汇逆差的原因。其中，贵金属汇率敞口平盘规模为 1104 亿美元，较上年下降 8%，占银行自身结售汇总额的 47%；贵金属汇率敞口平盘引起的银行自身净售汇为 166 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（见图 2-22）⁶。

图 2-22 2008-2013 年贵金属汇率敞口平盘情况



数据来源：国家外汇管理局。

⁶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 2013 年底，银行此类净购汇累计达 437 亿美元。但该部分数据未包括银行直接购汇进口黄金的数据。

2. 银行结售汇头寸变动

银行结售汇综合头寸增加。受银行结售汇综合头寸下限与外汇贷存比挂钩政策的影响⁷，银行结售汇综合头寸余额由前4个月月均356亿美元，增加至6月末的542亿美元。下半年，随着外汇贷存比下降，银行综合头寸余额有所下降，但年底再度回升，12月末达到508亿美元，较2012年末增长144亿美元，较汇发[2013]20号文出台前的4月末增加了182亿美元。

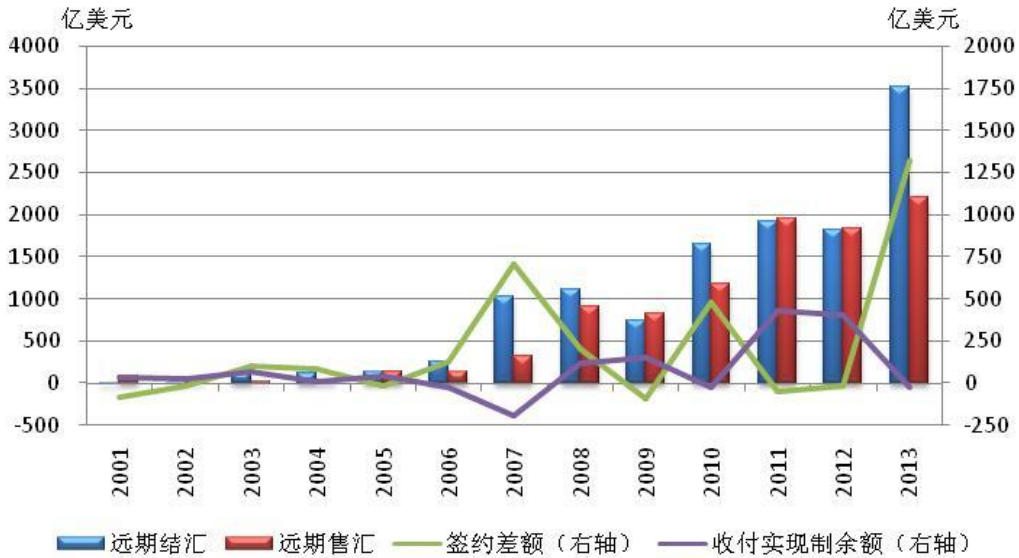
远期净结汇大幅增长导致银行收付实现制头寸下降。银行收付实现制头寸余额的变化主要包含两部分：综合头寸余额变化、未到期远期结售汇差额变化⁸。2013年，由于人民币升值预期的存在，各月银行远期结汇签约均多于远期售汇，全年远期结汇和售汇分别较上年上升94%和20%，累计净结汇1322亿美元，较历史高点2007年增加了87%，而2011和2012年分别为净售汇45亿和13亿美元。银行为对冲远期净结汇的汇率风险，通常会在即期市场提前卖出外汇，这表现为银行收付实现制头寸下降（反之亦然）。但由于远期结汇大都是3个月以内的短期交易，剔除远期结售汇履约后，全年未到期远期在前4个月仍保持净售汇方向，且由1月末的43亿美元增加至4月末的110亿美元；5月以来，未到期远期转为净结汇方向，且上升很快，在年底达到最高值527亿美元，较历史高点2007年7月高出16亿美

⁷ 2013年5月5日，为防范外汇收支风险，外汇局出台政策（汇发[2013]20号文），要求银行结售汇综合头寸限额与自身的外汇贷款、存款挂钩。外汇贷存比超过参考贷存比的银行，应在每月初的10个工作日内（初次实施应于2013年6月底前）将综合头寸调整至下限以上。

⁸ 综合头寸余额=收付实现制头寸余额+对客户远期结售汇累计未到期+对客户未到期期权Delta净敞口

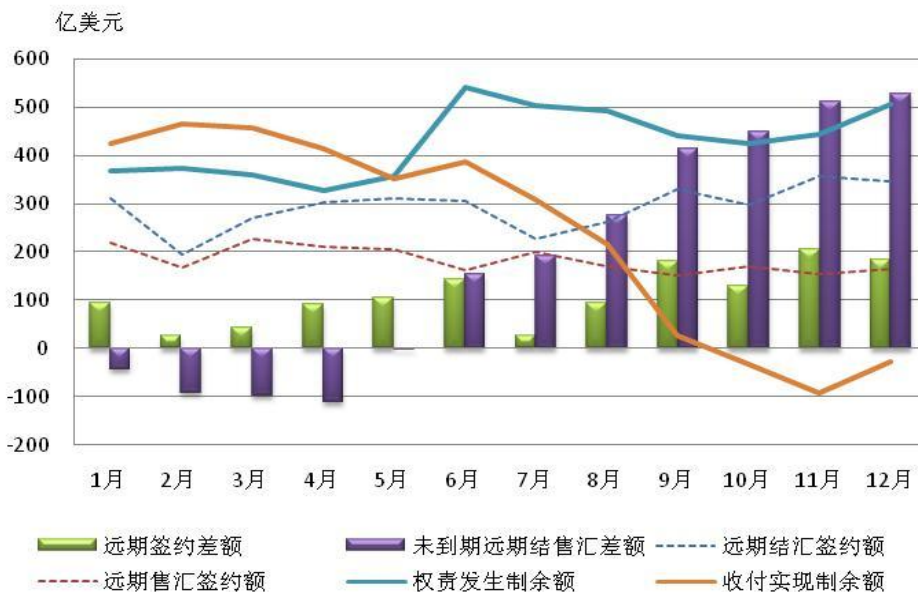
元。与此对应，2013 年末银行收付实现制头寸余额为-25 亿美元，较 2012 年末下降 432 亿美元（见图 2-23 和图 2-24）。剔除银行综合头寸增持因素后，意味着银行为 1300 多亿美元的远期净结汇，在即期市场减持了约 570 亿美元的头寸。

图 2-23 2001-2013 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 2-24 2013 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。

专栏 3:

美元升水和人民币低波动率叠加刺激企业远期结汇

2013 年 9 月以来，银行代客远期结售汇（签约）顺差持续快速增长（见图 C3-1），9-12 月月均顺差 175 亿美元，较前八个月月均顺差增长 125%，并且结汇和售汇期限一短一长反向变化。9-12 月，3 个月以下期限的结汇交易占比月均 51.6%，高于前八个月月均 43.4% 的水平，而 3 个月以下期限的售汇交易占比月均 48.3%，低于前八个月月均 50.7% 的水平。

图 C3-1 2012-2013 年银行代客远期结售汇（签约）差额



数据来源：国家外汇管理局。

美元升水和人民币低波动率刺激企业远期结汇。2013 年，本外币正利差延续使远期汇率维持美元升水，但这并非促使企业选择远期结汇的唯一条件，还取决于企业怎么看未来汇率水平。通常情况下企业对于未来外汇收入是办理远期结汇还是未来即期结汇，主要是比较当前远期汇率（ F ）与预期未来汇率（ S_F ）， $F > S_F$ 时将偏向选择远期结汇， $F < S_F$ 时将偏向选择未来即期结汇。 F 是由银行根据本外币利差、市场供求等因素定价，而 S_F 则是企业基于以往汇率波动情况对未来的预期。二季度，因应新兴市场货币贬值和我国经济下行压力加大的国内外环境变化，人民币波动率明显上升并偏向看空人民币，但 7 月以后波动率开始持稳甚至小幅下降（见图 C3-2）。人民币较低的波动率意味着未来升值或贬值的可能性较小，汇率将在目前水平上保持稳定。远期汇率贬值和即期汇率稳定两个条件的并存，使企业选择远期结汇在财务上更有吸引力，引发远期结汇需求在 9-12 月期间出

现集中释放。1999-2001 年间，人民币对美元汇率保持高度稳定，但反映当时本外币负利差的远期汇率呈现美元贴水，意味着企业选择远期购汇可以获得稳定的财务收益，导致这期间远期结售汇持续较大逆差。

图 C3-2 2012-2013 年人民币对美元远期和期权市场价格变化（6 个月期限）



注：期权风险逆转指标为正（负）值，表示市场看多（空）美元、看空（多）人民币。
数据来源：路透数据库，彭博。

市场对远期结售汇的动态平衡具有潜在的自我调节机制。从利率平价角度看，为平盘远期结汇头寸，银行需要提前卖汇（因为企业未来才实际支付美元），占用了相应的美元。企业远期结汇越多，银行占用美元越多，对货币市场美元利率产生上行压力，本外币正利差收窄将使远期美元升水收窄，远期结汇和购汇的财务吸引力一降一升。从市场供求角度看，企业远期结汇越多，供大于求将对远期汇率产生下行压力，远期美元升水将收窄，远期结汇和购汇的财务吸引力一降一升。9-12月远期结售汇顺差大幅增长同时，境内市场远期美元升水点数也明显收窄。这表明，当前国内外汇市场已初步具备自我调节、自担风险、自主平衡的条件，关键是要在政策上释放空间，发挥市场在资源配置中的决定性作用。

3. 银行部门外汇资金来源与运用

银行外汇资金来源和运用增加。2013 年，银行外汇资金来源与

运用规模扩大近 600 亿美元（见图 2-25）。从资金来源看，境内外汇存款增加约 259 亿美元，境外负债增加约 522 亿美元，外汇买卖及其他减少约 188 亿美元，分别较上年少增 961 亿、-263 亿和 555 亿美元。从资金运用看，国内外汇贷款增加约 521 亿美元，境外贷款增加约 412 亿美元，其他境外资产减少约 339 亿美元，分别较上年少增 544 亿、-29 亿和 738 亿美元。

图 2-25 2002-2013 年银行外汇资金来源与运用情况



数据来源：中国人民银行。

国内外汇贷存比先升后降。2013 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 2012 年末的 95%，逐月上升至 2013 年 5 月的 104%，然后逐步回落至 2013 年末的 94%（见图 2-26）。1-5 月份，受人民币升值预期影响，国内外汇贷款增长了 754 亿美元，外汇存款也增长了 375 亿美元。5 月份以后，受银行结售汇综合头寸下限与外汇贷存比挂钩政策的影响，银行主动压缩国内外汇贷款，截至年末，外汇贷款较 5 月末下降了 425 亿美元，外汇存款则基本维持不变。

图 2-26 2002-2013 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 1-13 表示不同。

银行为满足国内外汇资金需要从境外净调入资金。如果不考虑境外贷款，2013 年银行净调入资金 862 亿美元，2012 年为净调入资金 46 亿美元，2011 年为净调出资金 166 亿美元，2009 和 2010 年为净调入资金（见图 2-27）。按季度分析，2013 年一至四季度分别调入资金 413 亿、127 亿、271 亿和 52 亿美元（见表 2-2）。

表 2-2 2013 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
境外负债增加额 (1)	314	30	54	124	522
境外存款	17	18	20	7	62
境外筹资	-2	-2	4	8	8
境外银行存拆放	300	14	29	109	452
境外资产减少额 (2)	60	-64	146	-215	-72
境外贷款	-38	-160	-71	-143	-412
有价证券及投资	34	-17	17	-16	19
存拆放境外银行	64	113	199	-55	321
净流入 = (1) + (2)	374	-33	200	-91	450
扣除境外贷款后净流入	413	127	271	52	862

数据来源：中国人民银行。

注：正数为流入，负数为流出。

图 2-27 2003-2013 年银行外汇资金流入情况



数据来源：中国人民银行。

专栏 4:

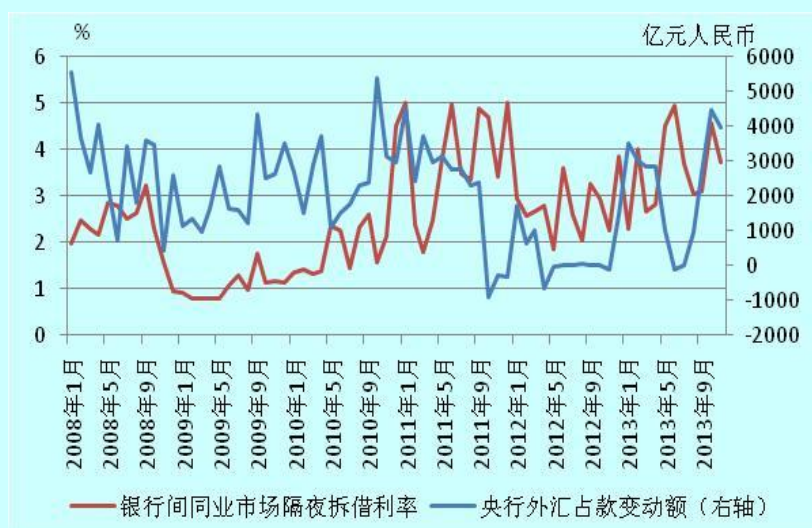
适应跨境资金双向波动新常态

多年来,我国国际收支顺差较大,外汇占款客观上成为货币投放的重要渠道。但随着国际收支平衡体制机制的不断完善以及境内外经济金融环境的不断演变,我国跨境资金流动双向波动将成为新常态。对此,市场主体应理性看待、主动适应,及时做出调整。

促进国际收支基本平衡是大势所趋。在全面建成小康社会的具体目标中,经济持续健康发展列为第一任务。国际收支平衡与否,与经济发展和平衡性、协调性和可持续性密切相关。国际收支失衡反映了国内有效需求不足、生产要素价格扭曲、金融市场体系发展滞后等经济对内失衡的状况,同时也会影响国内市场流动性,以及地区平衡发展和产业转型升级。我国早已将促进国际收支基本平衡作为宏观调控四大目标之一,近年来,我国一直致力于“调结构、扩内需、减顺差、促平衡”,以促进经济内外均衡协调发展,维护货币政策独立性和有效性。同时,按照中国人民银行行长周小川在《十八届三中全会辅导读本》中提出的“继续完善人民币汇率市场化形成机制,央行基本退出常态式外汇市场干预”的设想,届时将

基本切断国际收支状况与货币政策的联系，经常项目与资本项目将形成互为镜像、相互抵补的关系。实际上，2012 年我国国际收支状况趋于均衡，全年央行外汇占款仅增加 4281 亿元人民币，较 2001-2011 年年均水平下降了 78%，但并未因此出现银行间市场流动性紧张的问题。2012 年，银行间同业市场隔夜拆借利率年均水平为 2.8%，较 2011 年下降 1 个百分点（见图 C4-1）。

图 C4-1 境内货币市场利率与央行外汇占款变动



数据来源：环亚经济数据库（CEIC）。

国际金融危机后我国跨境资金双向波动成为常态。2008 年国际金融危机爆发后，境内外经济金融运行中的不确定性因素增多，我国跨境资金流动的波动性加大。从季度数据看，2005 年汇率形成机制改革以来，我国资本和金融项下出现过 6 次逆差，其中 4 次是发生在 2008 年全球金融海啸之后（见图 1-2）。今后随着国际收支状况趋向基本平衡，人民币汇率逐步趋向合理均衡水平，跨境资金双向波动将成为常态，外汇占款也不可能持续地大幅增长下去，尤其是随着 QE 退出影响逐步显现，我国外汇占款增幅还可能放缓甚至下降。对此，市场各方参与者应及时做出适应性调整。

外汇管理部门出台相关政策时充分考虑了对市场的影响。2013 年 5 月和 12 月，外汇管理部门两次出台了应对跨境资金异常流入的调控政策。在 5 月份出台的《国家外汇管理局关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》（汇发[2013]20 号文）中，银行结售汇综合头寸下限与外汇贷存比挂钩的政策预留了近两个月的过渡期，影响逐渐为金融场所消化，政策发布以来外汇市场运行总体平稳。而且，银行主要通过不对冲远期净结汇的方式增持外汇头寸，并不在即期市场买入

外汇，因此，避免了由此减少市场人民币流动性。2013年12月份出台的《国家外汇管理局关于完善银行贸易融资业务外汇管理有关问题的通知》（汇发[2013]44号文）主要是为了完善贸易融资外汇管理，当月银行结售汇顺差310亿美元，仍属于年内较高水平。

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

跨境资金流动总体偏流入压力。2013年，我国跨境资金流入多增、流出少增，总体净流入，国际收支重回经常项目与资本项目“双顺差”，外汇储备重新较快增长。相对于2012年跨境资金流动基本平衡，2013年资金流入压力反弹除了国内经济稳中有进、稳中向好的基本面因素支持外，也与当前本外币利差较大、人民币汇率弹性偏低导致利差交易活跃有关，表明建立健全可持续的国际收支平衡市场调节机制仍十分迫切。

资本项下的跨境资金流动成为影响国际收支状况的主要因素。一直以来，经常项目顺差是我国国际收支顺差和外汇储备增长的主要来源。但国际金融危机爆发后，资本项目对国际收支顺差的贡献开始超过经常项目，非直接投资形式的资本流动（包括证券投资和其他投资）更加活跃。这种变化表明国内金融资产交易的开放性上升，人民币汇率也越来越具有资产价格属性，由此也打破了以往以经常项目为主并形成的国际收支稳定状态，双向波动可能成为跨境资金流动的新常态。

跨境资金流动具有双向变动的基础。2013年我国跨境资金整体

为净流入，但仍出现窄幅波动迹象。这传递出一些重要信号。随着我国经常项目状况持续改善，市场普遍认为人民币汇率接近均衡和接受双向波动，外汇市场进入多重均衡状态，跨境资金流动双向变动的市场条件基本具备。同时，经济基本面健康、外汇储备充足、贸易持续顺差、长期资本主导等因素，为我国防止多重均衡演变成货币危机提供了基础。正因为如此，二季度部分新兴市场出现资本流出压力时，我国跨境资金流动状况有同有异，市场既预期和接受资本流入减缓的正常情景，但也不认可资本大幅流出的危机风险。对于跨境资金流动的内生双向变动，关键是要在政策上为促平衡释放市场空间，为防风险完善调控工具。

尽快建立健全跨境资金流动的宏观审慎监管体系。近年来，我国资本项目可兑换和人民币跨境使用不断推进，提高了境内主体配置资源效率，也增强了国际市场对我国经济和金融发展前景的信心。但是，市场开放并不意味着放任不管，即使是实现了可兑换的经济体，也将跨境投资等行为纳入监管范围。跨境资本流动越开放，越需要健全的监管体系。此次国际金融危机也表明，超稳定或存在政策扭曲的市场往往会放大市场主体的风险偏好，从而酝酿更大的风险。在扩大开放的过程中，监管机构应及时改变以行政审批为主防范风险的惯性思维，加强对跨境资金流动形势变动的触发条件、实现渠道和潜在风险的监测分析，积极研究采用宏观审慎的逆周期手段，防范市场大幅波动风险。同时，加强对数据的披露与解读，引导市场主体自主识别、管理风险。

专栏 5:

金融交易税的国际应用和启示

一、金融交易税的定义和作用

金融交易税不是一个新的概念。布雷顿森林体系瓦解之后，随着浮动汇率和通货膨胀的出现，国际金融交易尤其是一些投机性的金融交易开始繁荣。在此背景下，美国经济学家詹姆斯·托宾于 1972 年首次提议对外汇交易征收附加税，以减少纯粹的投机性交易，防止金融市场出现急剧动荡甚至爆发危机。

一般认为，征收金融交易税能起到以下几方面作用：一是通过增加资金成本减少投机交易，维护金融市场稳定；二是增加征税国家的税收收入，填补财政赤字；三是发挥行业征税作用。当金融市场出现重大风险，政府需要为公众利益而不得不救助金融机构时，它就好比为应对金融危机的风险而收取的保险费。

二、金融交易税的国际应用

由于金融交易税能够增加投机交易成本，从而对跨境资本流动具有导向作用，不少新兴市场国家采用其来管理跨境资本流动。国际金融危机以来，巴西为调控跨境资本进出和汇率波动压力，多次调整对外国短期资本征收的金融交易税税率。智利和哥伦比亚等国曾对短期资本征收无息准备金，是一种变相的金融交易税。本轮国际金融危机后，为了让金融行业为其造成的后果部分买单，同时希望给市场大幅波动的嫌疑犯“高频交易”踩刹车，欧盟也提出了开征金融交易税的设想并有可能付诸实施。这显示，金融交易税不仅成为危机应对措施，还成为常规管理手段，不仅为新兴经济体所偏好，也为成熟市场所热衷。

三、对我国的启示

金融交易税的特点是不直接干涉市场主体的具体操作，属于价格手段，通过市场传导，达到防范系统性风险、逆周期调节的目的，弥补微观审慎监管和传统资本流动管制工具在防范资本流动冲击方面的不足。因此，在国际金融危机后全球构建宏观审慎政策框架的努力中，金融交易税成为政策工具选择之一。

近年来外汇局在宏观审慎管理方面也进行了一些有益尝试。如 2010 年以银行收付实现制头寸下限管理调控银行远期结售汇业务，2013 年以银行综合头寸下限管理调节境内外汇贷款等。以后者为例，该项措施作为宏观审慎政策工具具

有如下特点：一是从重微观行为转向重宏观总量，突出防范系统性风险；二是从行政管理转向运用经济杠杆，不直接干预银行业务，突出让市场机制发挥更大作用的理念；三是具有逆周期调节效果，当外汇流入压力增大时，综合头寸下限主动上升，反之下降；四是具有足够的灵活性，能够根据形势需要，通过调整外汇贷存比比例或国际收支调节系数随时调整政策力度。政策出台后，短期内，企业购汇增加，银行结售汇顺差大幅收窄，迄今为止则仍对银行增持外汇头寸、减少境内外汇贷款发挥影响。借鉴国际有效做法，并根据我国国情，不断发展和完善宏观审慎政策框架，能够为促进国际收支平衡发挥积极作用。

（二）下一阶段政策考虑

2014年，我国跨境资金延续较大净流入的内外部因素依然存在。一是2014年全球经济尤其是发达经济体表现将好于2013年，有助于我国出口增长。二是我国全面深化改革、进一步提高市场的作用，将提振外方投资者信心，促进直接投资等长期资本持续流入。三是主要发达经济体维持低利率货币政策，使得国内外继续维持正向利差，在其他条件不变的情况下，“本币资金贵、外币资金便宜”的局面还会存在，企业相关的财务运作将导致外汇资金净流入较多。但是，一些潜在市场因素仍可能触发我国跨境资金流动双向变动。一是美联储量化宽松货币政策退出机制本身还存在一些不确定性，部分新兴经济体也可能再次受到冲击。二是我国经常项目顺差与GDP之比进一步收窄，容易出现跨境资金的波动，特别是当国内经济运行的部分风险被市场关注和炒作时，也可能引起跨境资金流动阶段性的剧烈变化。

党的十八届三中全会对全面深化改革作出了总体部署。“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”，为促进国际收支

基本平衡指明了方向。2014年，外汇管理部门将按照十八届三中全会、中央经济工作会议的统一部署，加快转变外汇管理理念和方式。一方面，围绕促进国际收支基本平衡，深化外汇管理体制改革，促进贸易投资便利化，加快推进人民币资本项目可兑换，积极培育外汇市场，发挥市场在配置外汇资源中的决定性作用；另一方面，坚守不发生系统性、区域性金融风险的底线，加强跨境资金流动双向监测预警，不断完善应急预案，防范跨境资本双向流动冲击，促进经济社会持续健康发展。