

# 2014 年上半年中国国际收支报告

国家外汇管理局国际收支分析小组

2014 年 9 月 29 日

## 内 容 摘 要

2014年上半年，全球经济总体呈现缓慢增长态势，发达经济体和新兴经济体复苏的不平衡性依然明显，全球流动性总体宽松，市场投资风险偏好上升。我国经济运行总体平稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好，人民币汇率双向浮动增强。

2014年上半年，我国经常项目收支状况继续改善，顺差 805 亿美元，同比下降 18%，与 GDP 之比为 1.8%，较上年同期回落 0.7 个百分点。其中，货物和服务贸易顺差与 GDP 之比为 2.0%，同比下降 0.6 个百分点。资本和金融项目保持净流入，但第二季度，在国内外经济金融形势变化、人民币汇率市场化形成机制改革取得较大进展等因素推动下，国际收支自主平衡的能力有所增强，资本和金融项目转为逆差 162 亿美元。其中，非直接投资形式的资本流动由上季顺差 402 亿美元转为逆差 549 亿美元，是导致第二季度资本和金融项目净流出的主要原因。

2014年下半年，我国国际收支可能呈现双向波动的振荡走势。其中，与实体经济相关的贸易投资仍将维持一定规模顺差，但受市场及政策性因素影响，我国跨境资本流动的波动性依然较大。下一步，外汇管理部门将加快推进外汇管理改革创新，坚持简政放权、转变职能；大力发展外汇市场，管好用好外汇储备；夯实统计监测基础，坚守不发生系统性、区域性金融风险底线。

# 目 录

一、国际收支概况 .....	6
(一) 国际收支运行环境 .....	6
(二) 国际收支主要状况 .....	8
(三) 国际收支运行评价 .....	15
二、国际收支主要项目分析 .....	20
(一) 货物贸易 .....	20
(二) 服务贸易 .....	24
(三) 直接投资 .....	26
(四) 证券投资 .....	28
(五) 其他投资 .....	30
三、国际投资头寸状况 .....	32
四、外汇市场运行与人民币汇率 .....	37
(一) 人民币汇率走势 .....	37
(二) 外汇市场交易 .....	43
五、国际收支形势展望 .....	49

## 专栏

1. 《国际收支手册》(第六版)标准下的国际收支平衡表
2. 人民币汇率双向波动促进国际收支趋向自主性平衡
3. 新兴市场与全球制造业格局的变迁
4. 多视角观察人民币汇率形成的影响因素
5. 量化宽松货币政策背景下的利差交易及前景展望

## 图

- 1-1 2007-2014 年上半年主要经济体经济增长率
- 1-2 2007 年以来国际金融市场利率和波动率水平
- 1-3 2012 年以来全球股票、债券和商品市场价格
- 1-4 2008-2014 年上半年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率
- 1-5 2001-2014 年上半年经常项目主要子项目的收支状况
- 1-6 2001-2014 年上半年资本和金融项目主要子项目的收支状况
- 1-7 2001-2014 年上半年外汇储备增加额与外汇储备余额
- 1-8 1990-2014 年上半年经常项目、货物和服务贸易差额与 GDP 之比
- 1-9 2005-2014 年第二季度国际收支差额与外汇储备资产变动
- 1-10 2005-2014 年第二季度非直接投资差额
- 2-1 2001-2014 年上半年我国进出口增速及外贸依存度
- 2-2 2001-2014 年上半年我国出口商品在发达经济体的市场份额变动
- 2-3 2000-2014 年上半年我国按贸易方式划分的进出口贸易比重
- 2-4 2001-2014 年上半年货物贸易差额与 GDP 和总顺差之比
- 2-5 2004-2014 年上半年货物贸易和服务贸易比较
- 2-6 2014 年上半年我国服务贸易规模前十贸易伙伴收支情况
- 2-7 2000-2014 年上半年外国来华直接投资状况
- 2-8 2000-2014 年上半年我国对外直接投资状况
- 2-9 2000-2014 年上半年跨境证券投资净额
- 2-10 2000-2014 年上半年其他投资净额
- 3-1 2004-2014 年 6 月末我国对外金融资产、负债及净资产状况
- 3-2 2004-2014 年 6 月末我国对外金融资产结构变化
- 3-3 2004-2014 年 6 月末我国对外负债结构变化
- 3-4 2005-2014 年上半年我国对外金融资产负债收益率
- 4-1 2014 年上半年境内外人民币对美元即期汇率走势

- 4-2 1994年1月-2014年6月人民币有效汇率走势
- 4-3 2014年上半年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况
- 4-4 2012年以来人民币对美元汇率6个月隐含波动率
- 4-5 境内外人民币对美元即期汇率价差
- 4-6 2013年以来境内外人民币对美元远期市场1年期美元升贴水点数
- 4-7 2013年以来境内人民币与美元利差(6个月期限)
- 4-8 2012-2014年上半年银行对客户远期结售汇交易量
- 4-9 2014年上半年银行对客户远期结售汇的交易期限结构
- 4-10 2006-2014年上半年人民币外汇衍生产品交易量
- 4-11 2014年上半年人民币外汇衍生产品交易量变动构成
- 4-12 2005-2014年上半年银行间外汇市场外币对即期交易量
- C2-1 2011-2014年第二季度外汇存贷款余额变动
- C2-2 2011-2014年第二季度银行即远期零售市场的外汇供求状况
- C3-1 全球制造业市场份额
- C3-2 主要国家的制造业比重与全要素生产率
- C5-1 美日利差与银行业关联方净资产
- C5-2 香港对内地黄金净出口与中美利差

## 表

- 1-1 2007-2014年上半年国际收支顺差结构
- 1-2 2014年上半年中国国际收支平衡表
- 3-1 2014年6月末中国国际投资头寸表
- 4-1 2014年上半年人民币外汇市场交易概况
- C1-1 2013年第五版与第六版国际收支平衡表表式对比

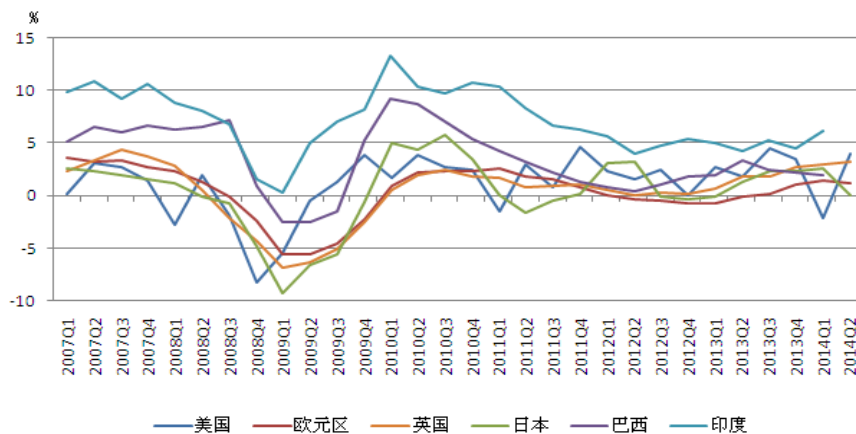
## 一、 国际收支概况

### （一）国际收支运行环境

2014年上半年，在错综复杂的国内外经济金融环境下，随着人民币汇率双向浮动区间扩大，我国国际收支在振荡中趋向基本平衡。

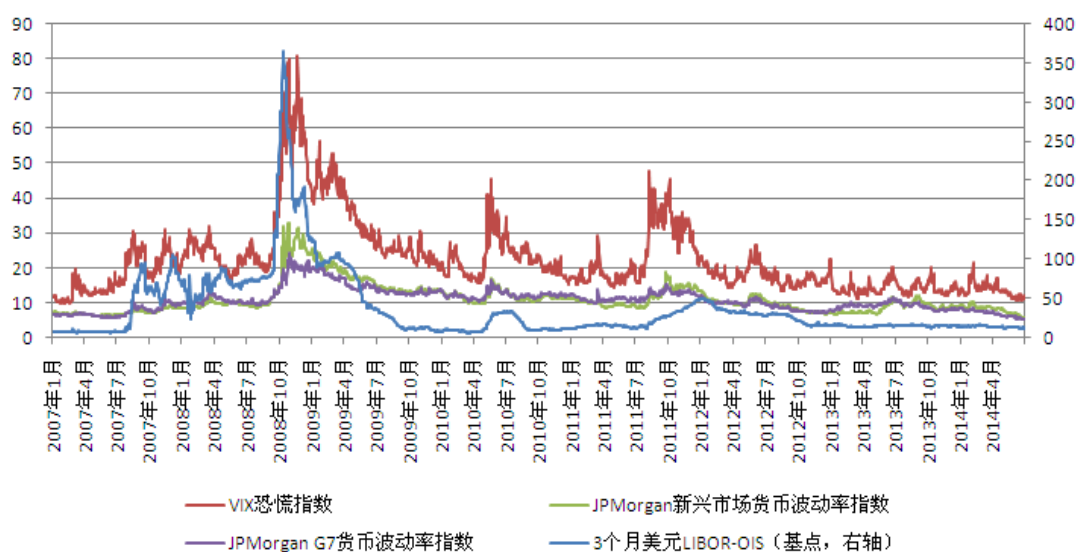
从国际看，2014年上半年全球经济继续呈现缓慢增长(见图1-1)。一季度美国经济复苏因极端天气影响受阻，二季度重拾升势；欧元区经济微弱复苏，增长前景仍受到长期性、结构性问题的制约；日本经济延续回升态势，但增长动力不足；主要新兴经济体受到供给方面的制约因素以及金融条件收紧的不利影响，经济下行压力依然较大。根据国际货币基金组织最新预测，2014年全球经济增长较上次预测下调0.3个百分点至3.4%。上半年，美联储稳步缩减购债规模，欧洲中央银行货币刺激政策进一步加码，日本央行继续推行量化质化宽松货币政策，国际金融市场整体延续宽流动性、高风险偏好、低波动率状况，全球股票、债券和商品市场价格震荡上涨（见图1-2和1-3）。

图 1-1 2007-2014 年上半年主要经济体经济增长率



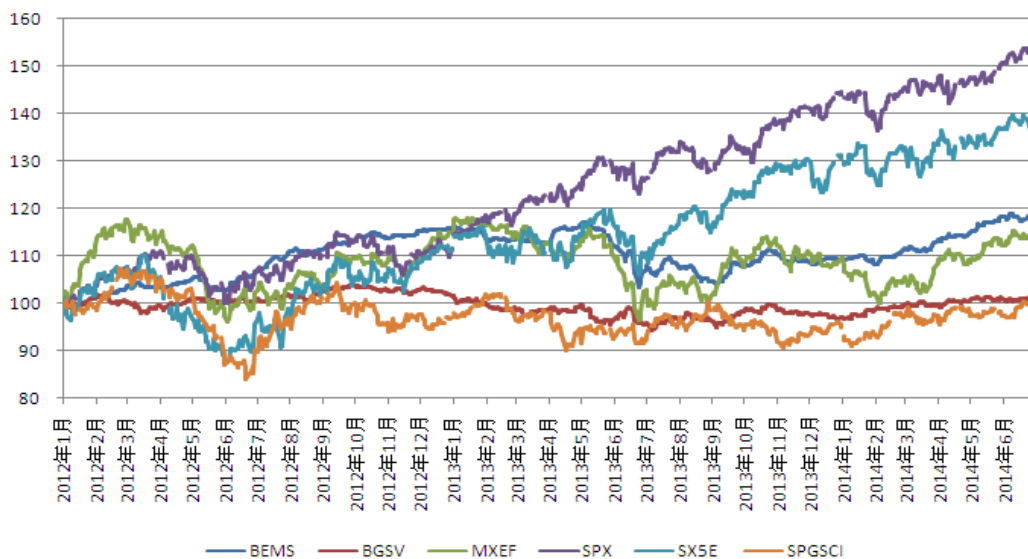
注：美国数据为季度环比折年率，其他经济体数据为季度同比。  
数据来源：环亚经济数据库。

图 1-2 2007 年以来国际金融市场利率和波动率水平



数据来源：彭博资讯。

图 1-3 2012 年以来全球股票、债券和商品市场价格



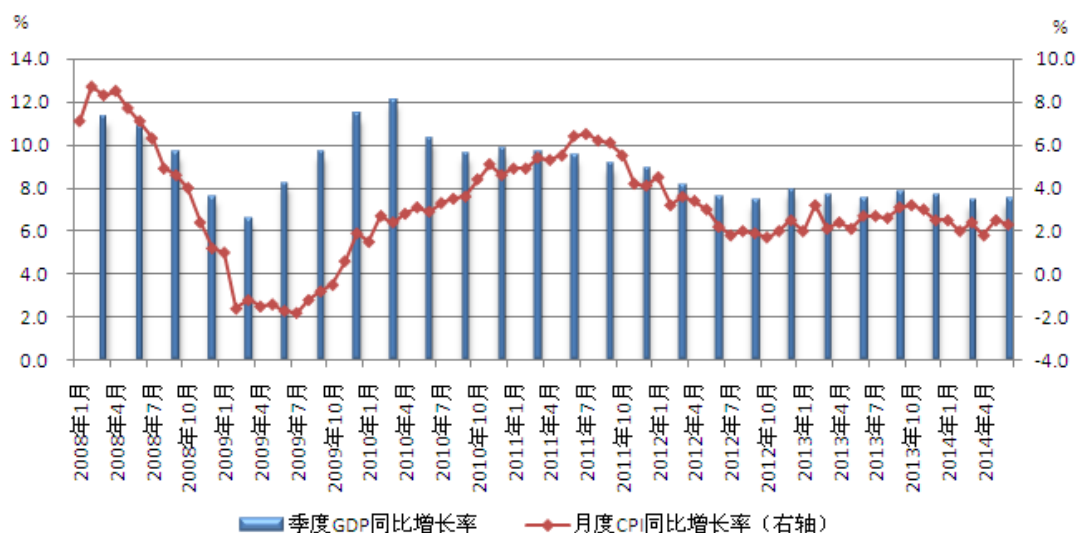
注：BEMS 为彭博新兴市场主权债券指数，BGSV 为彭博发达国家主权债券指数，MXEF 为 MSCI 新兴市场股指，SPX 为美国标准普尔 500 股指，SX5E 为欧元区斯托克 50 股指，SPGSCI 为标准普尔 GSCI 商品价格指数，均以 2012 年初值为 100。

数据来源：彭博资讯。

从国内看，2014 年上半年我国经济运行总体平稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好。经济增长、居民消费价格等主要经济指标继续处于合理区间(见图 1-4)，内需对经济增长的贡献达到 103%，第三产业增加值占国内生产总值比重上升至 47%，消费、投资平稳增

长，银行体系流动性充裕，市场利率有所下降，社会融资结构继续优化。但经济内生增长动力仍有待增强，全社会债务水平上升较快，潜在的经济金融风险不容忽视，结构调整和改革的任务十分艰巨，而外部不确定性还可能对我国产生负溢出效应。

图 1-4 2008-2014 年上半年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率



数据来源：环亚经济数据库。

## (二) 国际收支主要状况

**国际收支总顺差收窄。**2014年上半年，我国国际收支继续呈现“双顺差”格局。其中，经常项目顺差 805 亿美元，同比下降 18%；资本和金融项目顺差 778 亿美元，下降 34%。国际收支总顺差 1583 亿美元，同比下降 27%（见表 1-1）。

**货物贸易顺差略有下降。**按国际收支统计口径<sup>1</sup>，2014年上半年，我国货物贸易出口 10677 亿美元，进口 9184 亿美元，同比分别增长

<sup>1</sup> 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。



1%和 2%；顺差 1493 亿美元，下降 5%（见图 1-5）。

表 1-1 2007-2014 年上半年国际收支顺差结构

单位：亿美元

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 上半年
国际收支总差额	4474	4607	4417	5247	4016	1836	5090	1583
经常项目差额	3532	4206	2433	2378	1361	2154	1828	805
占国际收支总差额比重	79%	91%	55%	45%	34%	117%	36%	51%
与 GDP 之比	10.1%	9.3%	4.9%	4.0%	1.9%	2.6%	2.0%	1.8%
资本和金融项目差额	942	401	1985	2869	2655	-318	3262	778
占国际收支总差额比重	21%	9%	45%	55%	66%	-17%	64%	49%
与 GDP 之比	2.7%	0.9%	4.0%	4.8%	3.6%	-0.4%	3.6%	1.8%

数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

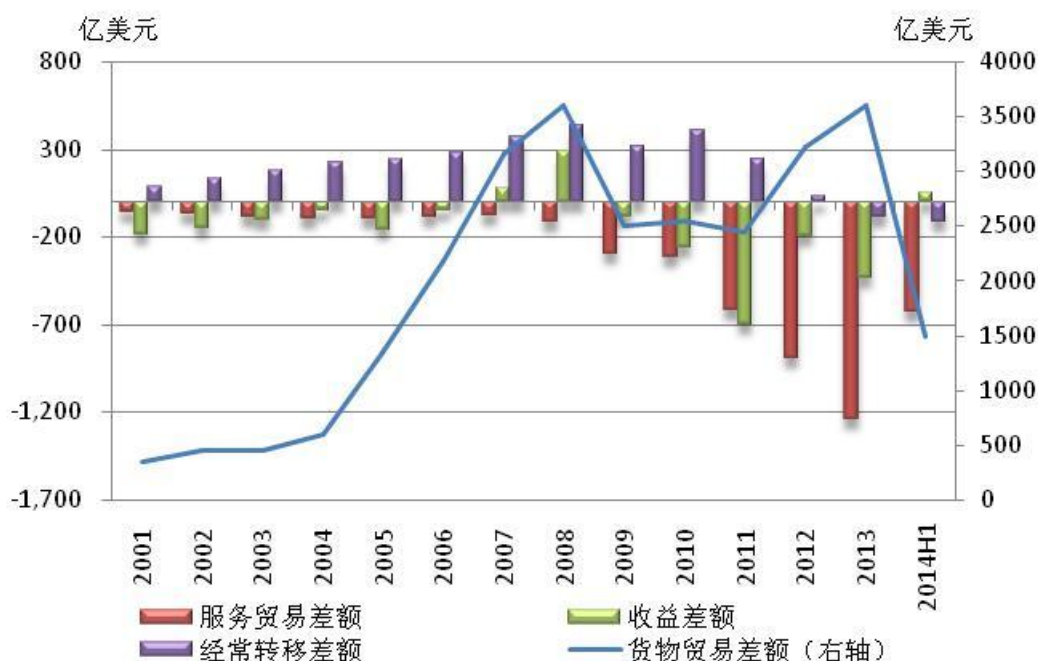
**服务贸易逆差进一步扩大。**2014 年上半年，服务贸易收入 1103 亿美元，同比增长 14%；支出 1727 亿美元，增长 14%；逆差 625 亿美元，扩大 13%（见图 1-5）。

**收益项目由逆差转为顺差。**2014 年上半年，收益项目收入 1096 亿美元，同比增长 11%；支出 1041 亿美元，增长 5%；顺差 55 亿美元，上年同期为逆差 2 亿美元（见图 1-5）。其中，职工报酬顺差 102 亿美元，同比扩大 31%；投资收益逆差 47 亿美元，减少 41%。

**直接投资净流入较快增加。**按国际收支统计口径，2014 年上半年，直接投资顺差 930 亿美元，同比增长 20%。其中，我国对外直接投资净流出 311 亿美元，下降 16%；外国来华直接投资<sup>2</sup>净流入 1241 亿美元，增长 8%。

<sup>2</sup> 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。

图 1-5 2001-2014 年上半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。

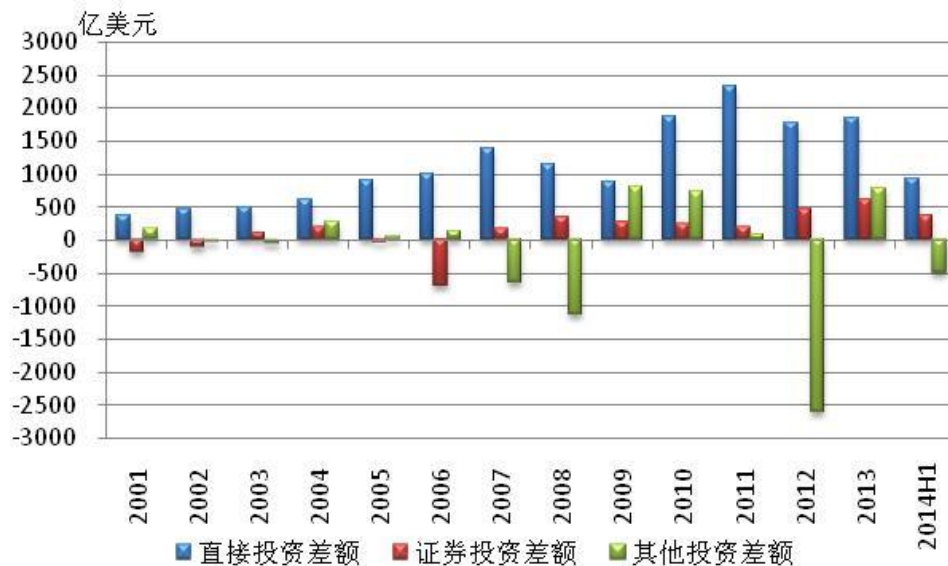
**证券投资净流入较快增长。**2014 年上半年，证券投资项下净流入 369 亿美元，同比增长 53%。其中，我国对外证券投资净流入 25 亿美元，上年同期为净流出 78 亿美元；境外对我国证券投资净流入 344 亿美元，增长 8%。

**其他投资由净流入转为净流出。**2014 年上半年，其他投资项下净流出 517 亿美元，去年同期为净流入 146 亿美元。其中，我国对外的贷款、贸易信贷和资金存放等资产净增加 1641 亿美元，增长 2.0 倍；境外对我国的贷款、贸易信贷和资金存放等负债净增加 1124 亿美元，增长 64%（见图 1-6）。

**储备资产增幅放缓。**2014 年上半年，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 1479 亿美元，同比下降

27%；其中外汇储备资产增加 1486 亿美元<sup>3</sup>，下降 27%。截至 2014 年 6 月末，我国外汇储备余额达 39932 亿美元（见图 1-7），较上年末增加 1719 亿美元，同比少增 132 亿美元。

图 1-6 2001-2014 年上半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。

图 1-7 2001-2014 年上半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。

<sup>3</sup> 该数据较初步数有所变化，主要原因是第二季度补充了新的数据源。

表 1-2 2014 年上半年中国国际收支平衡表<sup>4</sup>

单位：亿美元

项 目	差 额	贷 方	借 方
<b>一. 经常项目</b>	<b>805</b>	<b>13,110</b>	<b>12,305</b>
<b>A. 货物和服务</b>	<b>868</b>	<b>11,780</b>	<b>10,912</b>
<b>a. 货物</b>	<b>1,493</b>	<b>10,677</b>	<b>9,184</b>
<b>b. 服务</b>	<b>-625</b>	<b>1,103</b>	<b>1,727</b>
1. 运输	-288	178	466
2. 旅游	-440	248	688
3. 通讯服务	-1	7	9
4. 建筑服务	36	55	19
5. 保险服务	-86	20	106
6. 金融服务	-2	16	18
7. 计算机和信息服务	46	86	40
8. 专有权利使用费和特许费	-109	4	113
9. 咨询	81	210	129
10. 广告、宣传	3	23	19
11. 电影、音像	-4	1	4
12. 其他商业服务	145	251	106
13. 别处未提及的政府服务	-5	5	11
<b>B. 收益</b>	<b>55</b>	<b>1,096</b>	<b>1,041</b>
1. 职工报酬	102	117	15
2. 投资收益	-47	979	1,026
<b>C. 经常转移</b>	<b>-118</b>	<b>235</b>	<b>353</b>
1. 各级政府	-15	7	22
2. 其他部门	-104	227	331
<b>二. 资本和金融项目</b>	<b>778</b>	<b>12,248</b>	<b>11,471</b>
<b>A. 资本项目</b>	<b>-4</b>	<b>13</b>	<b>17</b>
<b>B. 金融项目</b>	<b>782</b>	<b>12,236</b>	<b>11,454</b>
<b>1. 直接投资</b>	<b>930</b>	<b>1,838</b>	<b>908</b>
1.1 我国在外直接投资	-311	238	550
1.2 外国在华直接投资	1,241	1,599	358
<b>2. 证券投资</b>	<b>369</b>	<b>665</b>	<b>296</b>
2.1 资产	25	160	135
2.1.1 股本证券	18	85	67
2.1.2 债务证券	8	76	68

<sup>4</sup> 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。

2.1.2.1 (中)长期债券	9	76	66
2.1.2.2 货币市场工具	-2	0	2
2.2 负债	344	505	161
2.2.1 股本证券	166	218	52
2.2.2 债务证券	178	287	109
2.2.2.1 (中)长期债券	212	240	28
2.2.2.2 货币市场工具	-33	48	81
<b>3. 其他投资</b>	<b>-517</b>	<b>9,733</b>	<b>10,250</b>
3.1 资产	-1,641	546	2,186
3.1.1 贸易信贷	106	282	176
长期	2	6	4
短期	104	276	173
3.1.2 贷款	-566	12	578
长期	-159	0	159
短期	-407	12	419
3.1.3 货币和存款	-1,161	250	1,412
3.1.4 其他资产	-19	1	20
长期	0	0	0
短期	-19	1	20
3.2 负债	1,124	9,187	8,063
3.2.1 贸易信贷	-82	92	174
长期	-1	2	3
短期	-81	91	171
3.2.2 贷款	769	8,522	7,753
长期	-125	258	383
短期	894	8,264	7,370
3.2.3 货币和存款	426	543	117
3.2.4 其他负债	11	31	19
长期	20	20	1
短期	-8	10	19
<b>三. 储备资产</b>	<b>-1,479</b>	<b>8</b>	<b>1,486</b>
3.1 货币黄金	0	0	0
3.2 特别提款权	1	1	1
3.3 在基金组织的储备头寸	6	6	0
3.4 外汇	-1,486	0	1,486
3.5 其他债权	0	0	0
<b>四. 净误差与遗漏</b>	<b>-104</b>	<b>0</b>	<b>104</b>

数据来源：国家外汇管理局。

## 专栏 1:

### 《国际收支手册》(第六版)标准下的国际收支平衡表

目前,我国按国际货币基金组织(以下简称基金组织)1993年发布的《国际收支手册》(第五版)编制国际收支平衡表。2009年,基金组织发布《手册》(第六版),我国将从2015年开始按照第六版的标准编制和公布平衡表。

一是储备资产并入金融账户下。我国目前公布的平衡表中,储备资产作为一级项目与经常账户、资本和金融账户并列列示。从第六版开始,将按照国际标准将储备资产列于金融账户下。同时,为兼顾公众的阅读习惯,我们将在金融账户下设“非储备性质的金融账户”和“储备资产”两个大项,前者口径与目前公布表式的金融账户相同,之下再细分为直接投资、证券投资等。在新的表式下,如果不考虑误差与遗漏,经常账户顺差时,资本和金融账户必然逆差,不会再出现“双顺差”。

表 C1-1 2013 年第五版与第六版国际收支平衡表表式对比

单位:亿美元

第五版表式		第六版表式	
一.经常项目	1,828	一.经常账户	1,828
A.货物和服务	2,354	A.货物和服务	2,354
a.货物	3,599	a.货物	3,518
贷方	22,190	贷方	21,475
借方	18,591	借方	-18,591
b.服务	-1,245	b.服务	-1,164
贷方	2,060	贷方	2,151
借方	3,305	借方	-3,305
B.收益	-438	B.初次收入	-438
C.经常转移	-87	C.二次收入	-87
二.资本和金融项目	3,262	二.资本和金融账户	-1,052
A.资本帐户	31	A.资本帐户	31
B.金融帐户	3,232	B.金融帐户	-1,082
1.直接投资	1,850	1.非储备性质的金融帐户	3,232
2.证券投资	605	1.1 直接投资	1,850
3.其它投资	776	1.2 证券投资	605
		1.3 金融衍生工具和雇员认股权	0
		1.4 其它投资	776
三.储备资产	-4,314	2.储备资产	-4,314
四.净误差与遗漏	-776	三.净误差与遗漏	-776



**二是项目归属及分类变化。**最重要的变化是，来料加工在第五版下按照进口和出口分别记录在货物贸易下，而第六版是按照工缴费净额记录在服务贸易下，转手买卖则由服务贸易调整至货物贸易下。这样，货物和服务贸易差额就出现此消彼长的变化。另外，金融账户下原分为直接投资、证券投资和其他投资，现将“金融衍生工具和雇员认股权”从证券投资中单列出来，变为与证券投资并列的分类，增加了一个大类，等等。

**三是项目名称有所调整。**一种是英文名称未变而中文翻译改变，如“经常项目”改为“经常账户”，“资本和金融项目”改为“资本和金融账户”，“旅游”改为“旅行”（包括商务旅行和私人旅行），建筑改为“建设”（主要考虑是“建筑”一词意义相对较窄，实际上该项服务不仅包括建筑物的建设，还包括道路、桥梁及水坝等的建设）等。另一种是项目的英文名称变化，以与国民账户体系等其他国际统计标准的相关概念相协调，如经常账户下的“收益”改为“初次收入”、“经常转移”改为“二次收入”；“贸易信贷”改为“贸易信贷与预付款”等。

**四是金融账户按差额列示而不分别列示借贷方。**主要是因为金融交易买卖往往非常频繁，规模非常大，分析资产和负债的净变化比总流量更有意义。并且，总流量通常很难统计，很多时候需根据存量变化推算流量。如存款的存取笔数很多，短期外债的提款和还款频繁，通常最终只关心其净增加多少就可以满足分析需求，同时其余额也会在国际投资头寸表中记录。

**五是使用一列方式列示数据且借方记负值。**目前我们在公布国际收支平衡表时按贷方、借方、差额三列列示数据，未来将按照一列列示数据。这种列示方法有助于进行时间序列分析。第六版下，按照国际标准，在平衡表中将以负值来表示借方数据。

此外，《手册》（第六版）给出了金融账户新的记录方法，即通过数值的正负说明资产/负债的增加/减少。我国则仍沿用了以往的借贷记录法，主要是考虑方便与第五版衔接。

### （三）国际收支运行评价

**经常项目收支状况继续改善。**2014年上半年，我国经常项目顺差与GDP之比为1.8%，同比回落0.7个百分点。其中，货物和服务

贸易顺差合计 868 亿美元，下降 15%，与 GDP 之比为 2.0%，回落 0.6 个百分点（见图 1-8），显示我国经济增长的内生性进一步增强。

图 1-8 1990-2014 年上半年经常项目、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。

**国际收支主要项目呈现大幅波动。**2014 年第一季度，经常项目、资本和金融项目对国际收支总顺差的贡献率分别为 7%和 93%。其中，经常项目顺差 70 亿美元，资本和金融项目顺差 940 亿美元，储备资产增加 1255 亿美元。第二季度，随着外需回暖，经常项目顺差升至 734 亿美元，环比增长 9.5 倍，而资本和金融项目转为逆差 162 亿美元，推动国际收支趋向自主性平衡。当季，储备资产增加 224 亿美元，同比下降 52%，环比下降 82%（见图 1-9）。

图 1-9 2005-2014 年第二季度国际收支差额与外汇储备资产变动



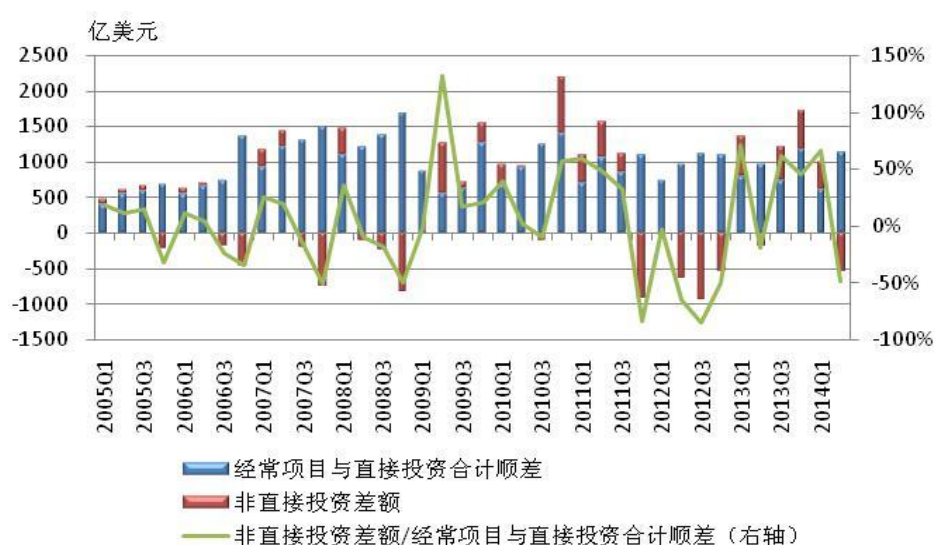
数据来源：国家外汇管理局。



非直接投资形式的资本流动成为影响国际收支状况的重要因素。

2014 年第一季度，证券投资和其他投资等非直接投资形式的资本流动顺差 402 亿美元，相当于经常项目与直接投资合计的国际收支交易顺差的 66%。第二季度，非直接投资形式的资本流动转为逆差 549 亿美元，相当于经常项目与直接投资合计的国际收支交易顺差的 -49%，是导致资本和金融项目转为净流出的主要原因（见图 1-10）。

图 1-10 2005-2014 年第二季度非直接投资差额



数据来源：国家外汇管理局。

## 专栏 2:

### 人民币汇率双向波动促进国际收支趋向自主性平衡

人民币汇率市场化形成机制改革进一步加快。为贯彻落实十八届三中全会关于完善人民币汇率市场化形成机制的总体部署，2014 年 3 月以来人民银行、外汇局密集出台了一系列相关政策措施。3 月 15 日，人民银行公告将银行间即期外汇市场人民币对美元交易价浮动幅度由上下 1% 扩大至 2%；7 月 2 日，宣布取消银行对客户美元挂牌买卖价差限制，至此银行所有挂牌汇率浮动区间限制全部取消，有利于进一步促进市场自主定价。6 月底，外汇局又出台了丰富

外汇产品、加快外汇市场发展的措施。

新汇改以来人民币汇率双向波动明显增强。2014年2月下旬特别是3月份汇率浮动幅度扩大后，境内外人民币汇率交易价和中间价同时走低，5月以来又先后小幅反弹，总体呈现有涨有跌的双向波动格局。同时，进入4月份以后，境内外人民币对美元交易价出现时强时弱的交替变化，两者价差大幅收敛。实际上，在人民币汇率趋向合理均衡水平后，随着汇率形成市场化程度不断提高，人民币汇率短期内上涨或下跌将成为常态，市场也普遍认为人民币汇率已进入双向波动周期，并不存在趋势性升值或贬值。

市场主体的适应性调整使国际收支趋向自主性平衡。一是企业持汇意愿增强，二季度境内银行的各项外汇存款余额新增863亿美元，环比增长104%；二是企业外币债务去杠杆化进程启动，二季度银行境内外汇贷款余额由一季度的增加626亿美元转为下降23亿美元（见图C2-1）；三是企业远期结汇签约减少、购汇增加，未到期远期净结汇余额下降，推动二季度银行增补外汇头寸271亿美元（收付实现制）。当季，银行结售汇顺差与未到期远期净结汇余额变动合计为顺差25亿美元，远低于上季度顺差1649亿美元的规模，说明银行即远期零售市场的外汇供求状况趋向自主性平衡（见图C2-2）。从国际收支角度看，上述调整均导致银行和企业等主体外汇资产增多且境内运用减少，大部分转向境外运用并表现为资本和金融项下资金流出，如二季度其他投资资产方的逆差较一季度扩大711亿美元，增幅为1.5倍；其他投资负债方的资金净流入也较一季度下降25%。

图 C2-1 2011-2014 年第二季度外汇存贷款余额变动



数据来源：中国人民银行。

图 C2-2 2011-2014 年第二季度银行即远期零售市场的外汇供求状况



数据来源：国家外汇管理局。

近期我国国际收支状况和外汇供求关系的改善表明：在货物贸易和直接投资持续较大顺差的情况下，实现人民币汇率双向波动仍是可能的；通过汇率双向波动，打破单边汇率预期，对抑制套利资本流动是有效的；境内外汇率差价大幅收敛，且境内外汇供求趋向基本平衡，表明现行人民币汇率水平处于市场自主出清的水平。总之，新汇改进展反映了汇率形成市场化的积极成果，有助于进一步坚定深化人民币汇率形成机制改革的信心和决心。

## 二、国际收支主要项目分析

### (一) 货物贸易

外贸进出口由年初负增长转为正增长。根据海关统计，2014年上半年，我国出口和进口同比分别增长1%和2%，增速较上年同期分别下滑9个和5个百分点，进出口顺差1029亿美元，下降5%。受2013年年初外贸超常增长影响，2014年上半年前4个月进出口总额同比回落1%，后两个月同比回升5%。上半年，外贸依存度（即进出口总额/GDP）为46%，较上年同期下降4个百分点（见图2-1）。

图 2-1 2001-2014 年上半年我国进出口增速及外贸依存度

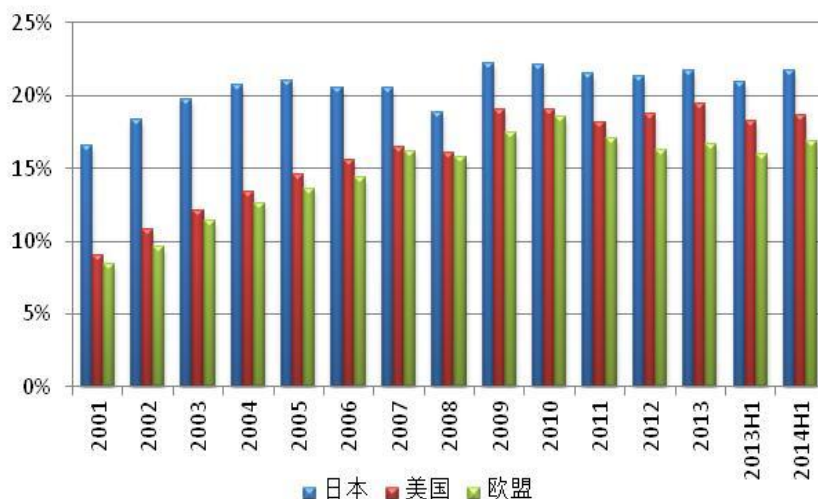


数据来源：海关总署，国家统计局。

国际竞争力有所改善。根据海关统计，2014年上半年，我国出口价格指数和进口价格指数同比月均分别下降2%和3%，贸易条件指数（即出口价格指数/进口价格指数）月均为101。我国出口商品在美国、欧洲和日本的市场份额分别为18.7%、16.8%和21.7%，较上年同期分别增加0.4个、0.9个和0.8个百分点（见图2-2）。从贸易方式看，一般贸易在贸易总额中的占比为55%，较上年同期增加

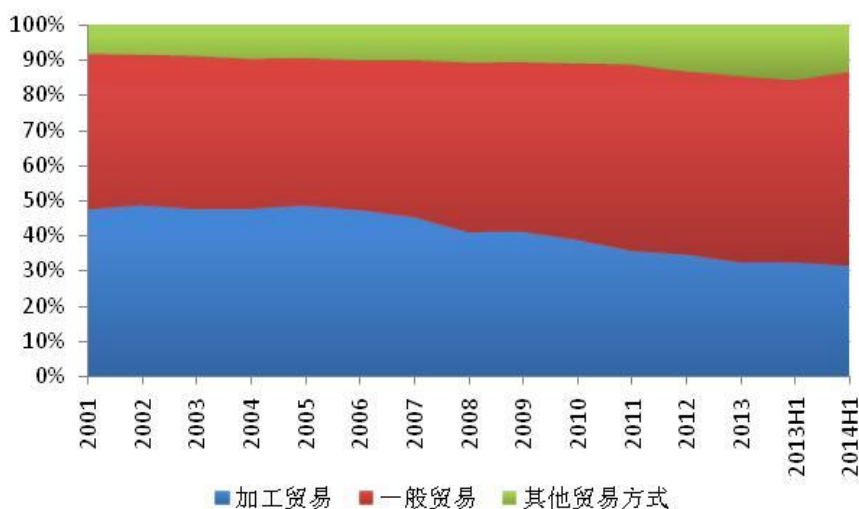
3 个百分点；加工贸易和其他贸易方式占比分别为 32%和 13%，较上年同期分别回落 1 个和 2 个百分点（见图 2-3）。

图 2-2 2001-2014 年上半年我国出口商品在发达经济体的市场份额变动



数据来源：环亚经济数据库。

图 2-3 2001-2014 年上半年我国按贸易方式划分的进出口贸易比重



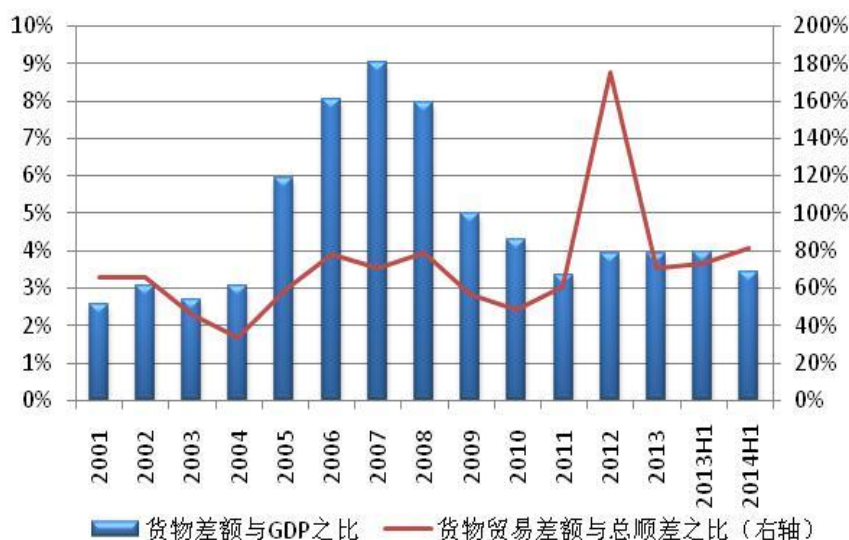
数据来源：海关总署。

**货物贸易收支平衡状况总体改善但有待巩固。**根据国际收支统计，2005-2008 年，货物贸易顺差与 GDP 之比年均均为 7.7%。2008 年以来，货物贸易顺差与 GDP 之比快速下降，2013 年降至 3.9%，较 2007 年的历史高点下降 5.1 个百分点。2014 年上半年，货物贸易顺差 1493 亿美元，与 GDP 之比为 3.4%，较上年同期减少 0.6 个百



分点（见图 2-4）。然而，货物贸易顺差反弹压力依然存在，对实现国际收支总体平衡带来挑战。特别是第二季度，出口复苏有所加快，而受国内需求和大宗商品价格等因素影响，进口增长缓慢，使得当季货物贸易顺差环比增长 1.7 倍（见图 2-4）。

图 2-4 2001-2014 年上半年货物贸易差额与 GDP 和总顺差之比



数据来源：国家外汇管理局、国家统计局。

### 专栏 3:

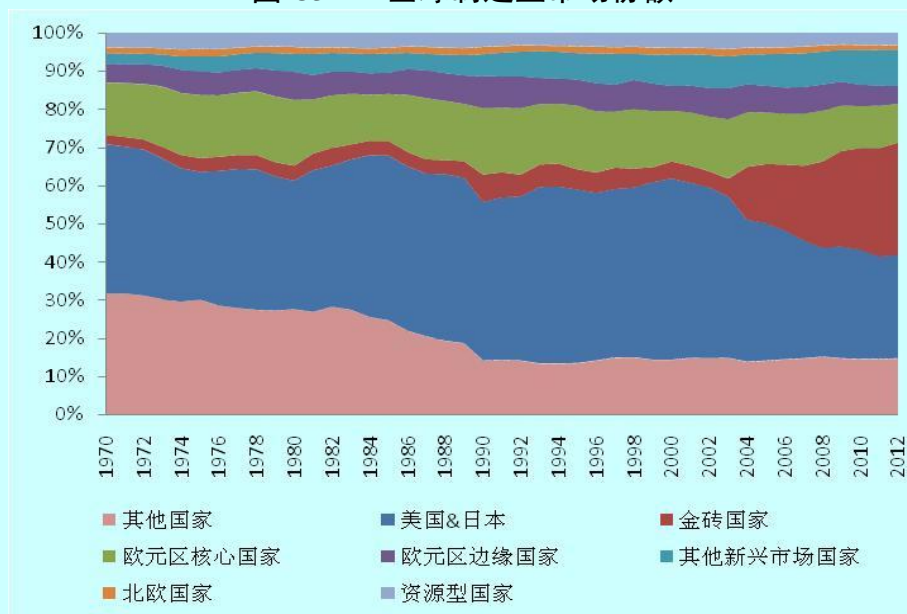
## 新兴市场与全球制造业格局的变迁

### 一、过去四十年全球制造业格局正经历巨大变化

制造业占 GDP 比重下降是全球性现象。根据联合国数据，1970 年至 2012 年间，全球制造业占 GDP 名义比重由 26% 下降至 16%。这一现象在发达国家和新兴市场国家均能观察到，只是新兴市场程度相对较轻。但制造业在生产能力和消费需求上的重要性没有降低。制造业比重下降主要源于制造业生产效率的大幅提升导致的产品价格下降，这反而提高了民众的生活水平。

新兴市场整体大幅挤占了发达国家市场份额。这一过程主要发生在 2000 年之后。2000 年至 2012 年，美国和日本的市场份额降低了 20 个百分点，而新兴市场的份额从 13.5% 上升至 48.5%，占据近半壁江山（见图 C3-1）。

图 C3-1 全球制造业市场份额

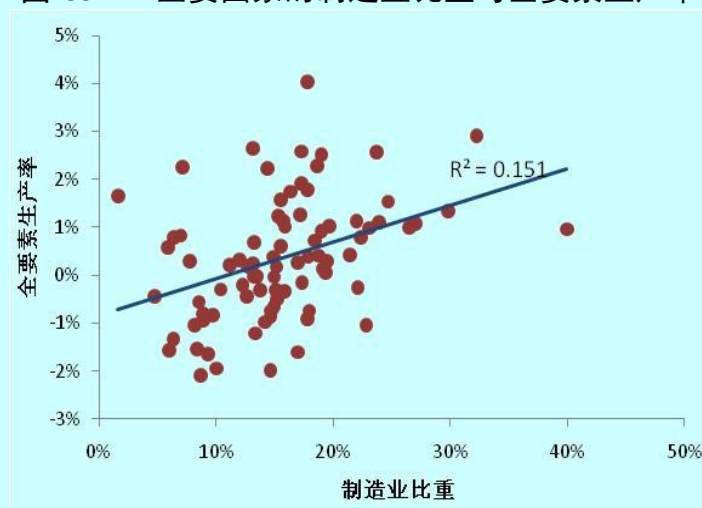


数据来源：联合国。

## 二、制造业比重变动有着重要的经济影响

制造业比重较高的国家全要素生产率往往较高（见图 C3-2）。制造业是研发投入密集型产业，经合组织国家平均 60% 的研发投入都来自制造业。在其他条件相同的情况下，制造业比重较大国家研发投入通常会也比较高，有利于提升长期全要素生产率，反之亦然。

图 C3-2 主要国家的制造业比重与全要素生产率



数据来源：联合国，Penn World Table 数据库。

制造业比重较高的国家往往国际收支状况更好。一国经常账户等于该国可贸易部门供给（禀赋）与需求之差，而制造业通常是可贸易部门的大头。制造业比重高的国家可贸易商品供给更加充足，更易实现经常账户盈余。此外，由

于制造业开放程度往往更高，制造业比重高的国家更容易融入全球产业链，经济竞争力普遍较强。

**制造业创造巨大的需求和工作岗位。**制造业的乘数效应较高，1个单位的制造业终端需求可以创造约1.4个单位的中间需求。此外，制造业创造的就业机会也非常可观，尤其是高薪工作。

### 三、全球制造业格局未来展望

**新兴市场国家预计将继续抢占制造业市场份额。**新古典主义经济理论认为，经济增长存在无条件趋同性，即落后国家经济增速往往会更快，因为落后国家可以直接享受发达国家的科技创新果实，享受后发优势。一些最新的实证研究发现，制造业人均产值越低，其增速往往越快。目前新兴市场制造业人均产值仍明显低于发达国家，无条件趋同预计仍将继续推动制造业向新兴市场转移。

**但新兴市场国家抢占市场份额的速度预计将放缓。**一方面，随着新兴市场国家离科技前沿越来越近，后发优势逐渐减弱；另一方面，发达国家政商两界反思外包模式，引导制造业回流。最典型的例子就是2010年奥巴马政府签署的《制造业促进法案》，明确提出要将制造业岗位拉回美国。

考虑到制造业比重对一国潜在增长、国际收支和就业创造的重要影响，通过学习成功经验、开展针对性改革，跨越制造业瓶颈对新兴市场国家有着相当重要的意义。

## （二）服务贸易

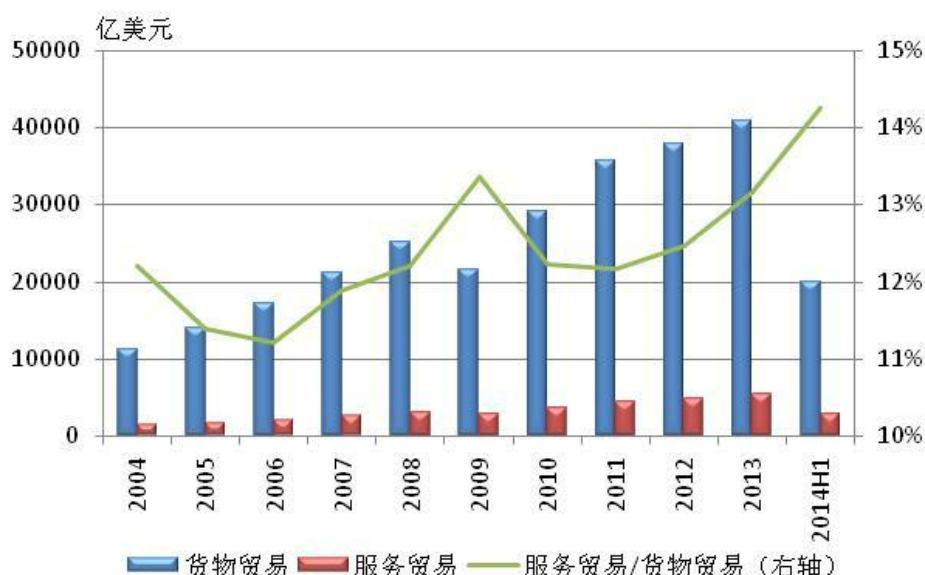
**服务贸易继续保持较快增长。**在国际经济复苏反复、世界贸易增速低迷、国内经济增速放缓的大环境中，我国服务贸易仍表现出较为强劲的增长态势。2014年上半年，我国服务贸易总额达到2830亿美元，同比增长14%，增速较货物贸易高12个百分点，相当于货物贸易总额的14%，较上年同期提升1个百分点（见图2-5）。

**高附加值服务贸易规模扩张速度高于传统贸易。**在国家优化服务贸易结构、支持高附加值服务发展政策的推动下，2014年上半年，



金融服务、计算机和信息服务、专利使用费和特许费、咨询服务项目贸易额分别增长 22%、30%、29%和 20%，而传统服务贸易运输贸易额仅增长 0.3%，保险仅增长 3%，旅游增长 13%。

图 2-5 2004-2014 年上半年货物贸易和服务贸易比较



数据来源：国家外汇管理局。

### 服务贸易逆差继续扩大，旅游和运输逆差增长仍是拉动主因。

2014 年上半年，服务贸易逆差为 625 亿美元，同比增长 13%，其中贸易额占比高达 56% 的旅游、运输逆差增长仍是拉动整体逆差扩大的主因。同期，我国运输项目贸易额逆差为 288 亿美元，增长 9%，主要是运输收入有所下降，旅游项目贸易额逆差为 440 亿美元，增长 23%，主要是出境人数增长 18%。二者对当期服务贸易逆差增长的贡献度高达 147%。值得注意的是，2014 年上半年，我国服务贸易逆差增速相比上年同期放缓 24 个百分点。主要原因，一是其他商业服务业顺差同比大幅增长 102%；二是运输项目和旅游项目逆差增速同比放缓，其中运输项目逆差增速同比放缓 6 个百分点，旅游项

目逆差增速同比放缓 41 个百分点。

**对港服务贸易顺差大幅增长，对其他主要伙伴国家和地区仍多为逆差。**2014 年上半年，我国内地对香港地区服务贸易顺差为 306 亿美元，上年同期仅为 39 亿美元。其中，转口贸易顺差快速增长是造成对港服务贸易顺差大幅增长的主要原因。上半年我国对港转口贸易顺差为 214 亿美元，占对港服务贸易顺差的 70%。除对香港、台湾地区 and 少数几个国家服务贸易顺差外，我国对其他主要贸易伙伴国仍呈现逆差，逆差较大的国家包括美国、澳大利亚、韩国、日本，逆差分别为 72 亿、49 亿、48 亿和 25 亿美元（见图 2-6）。

图 2-6 2014 年上半年我国服务贸易规模前十贸易伙伴收支情况



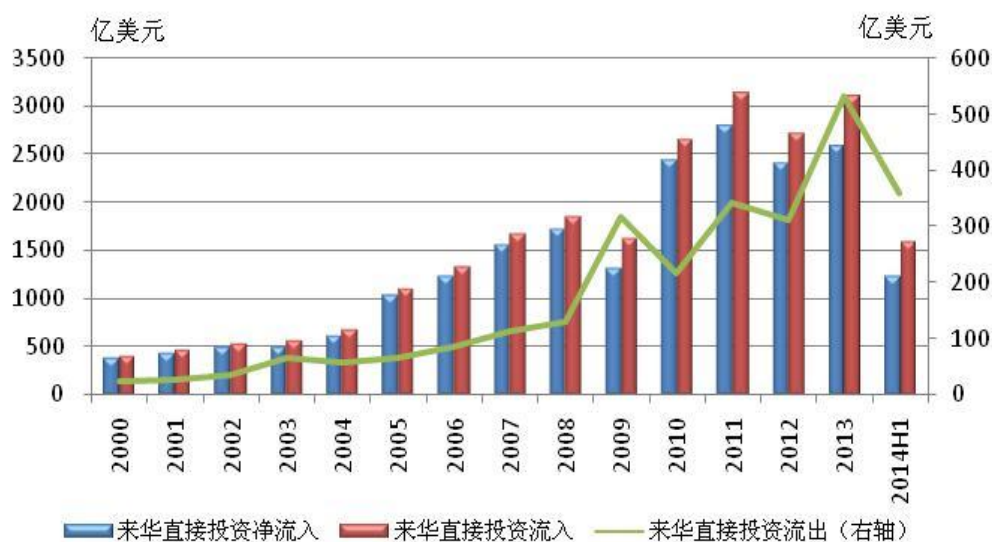
数据来源：国家外汇管理局。

### （三）直接投资

**跨境直接投资净流入继续保持较快增长。**2014 年上半年，我国国际收支口径的直接投资流入 1838 亿美元，流出 908 亿美元，同比分别增长 25% 和 30%。跨境直接投资净流入 930 亿美元，增长 20%。

**外国来华直接投资（FDI）净流入稳定增长。**2014 年上半年，FDI 净流入 1241 亿美元，同比增长 8%（见图 2-7）。FDI 流入 1599 亿美元，增长 20%。其中，股本投资流入 646 亿美元，收益再投资流入 550 亿美元，其他资本（主要含外商投资企业与境外关联企业间贷款及往来款等）流入 403 亿美元，同比分别增长 1%、26%和 60%。FDI 流出 358 亿美元，同比增长 96%。其中，外商投资企业股本撤资流出 83 亿美元，其他资本流出 275 亿美元，同比分别增长 30%和 1.3 倍。在我国结构调整阵痛期、增速换挡期和前期政策消化期“三期”叠加的经济背景下，FDI 呈现流入高增长向相对平稳转变的态势，而收益再投资流入维持较快增长表明外资仍保持长期投资中国的信心。此外，外商投资企业与境外关联企业间贷款及往来款收付双向快速增长，但收付轧差后净流入同比下降 4%，变动较小。

图 2-7 2000-2014 年上半年外国来华直接投资状况

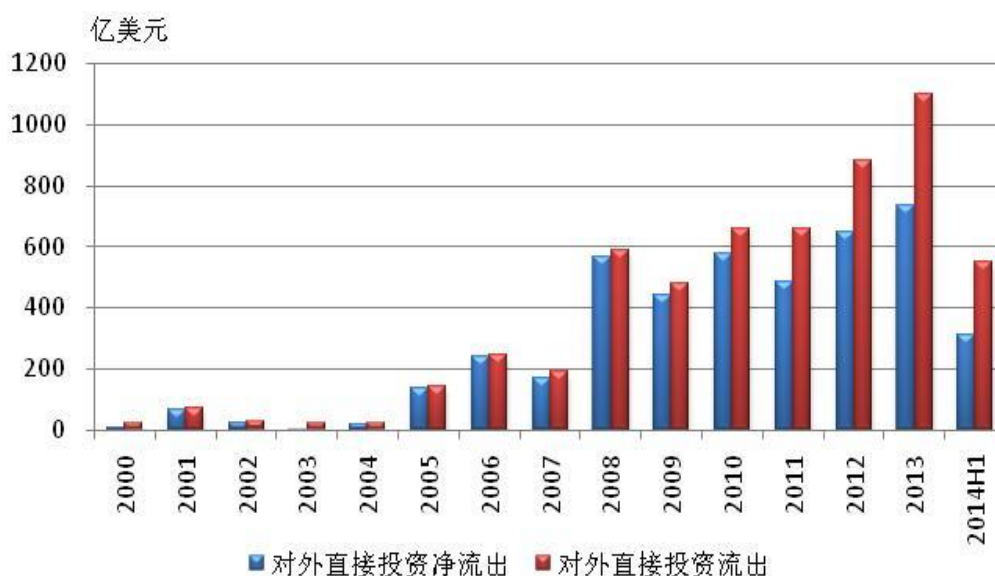


数据来源：国家外汇管理局。

**我国对外直接投资（ODI）有所下降。**2014 年上半年，我国 ODI 流出 550 亿美元，回流 238 亿美元，净流出 311 亿美元，同比分别

增长 6%、62%和下降 16%（见图 2-8）。分部门看，非金融部门 ODI 净流出下降 21%，主要是上年同期中海油收购加拿大尼克森公司导致基数较大；金融部门 ODI 净流出增长 22%，主要是金融部门境外直接投资经营收益较好，收益再投资维持高增长。总体看，上半年中国对除亚洲以外的地区 ODI 投资均实现正增长。行业分类上，除采矿业大幅下降，批发零售业小幅减少外，对其他各行业也都实现了高速增长。剔除 2013 年特殊的大型交易影响，境内企业“走出去”步伐仍在加快。

图 2-8 2000-2014 年上半年我国对外直接投资状况



数据来源：国家外汇管理局。

#### （四）证券投资

**证券投资延续顺差格局。**2014 年上半年，我国证券投资项下净流入 369 亿美元，较上年同期增长 53%（见图 2-9）。这一方面是由于境外对我国证券投资继续保持增长，另一方面是因为我国对境外证券投资从上年同期的净增加转为净撤回。

图 2-9 2000-2014 上半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。

**我国对外证券投资转为净撤回。**2014年上半年，我国对外证券投资净流入 25 亿美元，上年同期为净流出 78 亿美元。从投资种类看，我国对境外股本和债券投资均为减持状态。其中，对外股本证券投资净流入 18 亿美元，上年为净流出 21 亿美元；对外债务证券投资净流入 8 亿美元，上年为净流出 57 亿美元。从投资主体看，一是银行部门减少对外证券投资配置是我国对外证券投资下降的主要原因，上半年银行部门对外证券投资净回流 39 亿美元，上年同期为增持境外债券；二是合格境内机构投资者（QDII）净汇出资金 27 亿美元，仅为上年同期的一半，主要是上年同期基数较高所致。

**境外对我国证券投资小幅增长。**2014年上半年，境外对我国证券投资净流入 344 亿美元，较上年同期增长 8%。其中，股本证券投资净流入 166 亿美元，债务证券投资净流入 178 亿美元，较上年分别增长 19%和下降 1%。从境外对我国证券投资种类来看，证券投资

取向偏向长期，表现为境外增加投资境内股本证券和中长期债务证券，而减持短期债务证券。从投资主渠道看，一是合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内投资快速增长，2014年上半年两者合计净流入113亿美元，较上年同期增长73%，主要是因为RQFII投资额度大幅增加；二是其他境外机构运用人民币投资境内银行间债券市场继续增加，2014年上半年净流入163亿美元；三是境内机构H股筹资62亿美元，较上年下降8%，其中银行部门H股筹资约占二成。

### （五）其他投资

**其他投资由净流入转为净流出。**其他投资项下资本流动是影响我国国际收支状况的重要因素，该项目资本流入和流出分别占资本和金融项下流入和流出的70%和80%以上。国际金融危机以来，内外部不确定因素增多，我国其他投资项下顺逆差转化频繁而且剧烈，波动性、顺周期性明显。2014年上半年，我国其他投资项下净流出517亿美元，上年同期为净流入146亿美元。其中，货币和存款及其他项分别净流出736亿美元和8亿美元，贷款和贸易信贷项下分别净流入203亿美元和24亿美元（见图2-10）。

**其他投资项下对外资本输出大幅增长。**2014年上半年，我国其他投资项下对外资本输出净增加1641亿美元，较上年增长2倍，主要反映了银行部门更多将资金运用于境外。其中，我国在境外的货币和存款增长1161亿美元，而上年同期为减少146亿美元；对境外贷款增长566亿美元，较上年同期增长2.2倍；对外提供的贸易信贷



减少 106 亿美元，而上年同期为增加 88 亿美元；其他项资产增长 19 亿美元，较上年同期下降 95%。货币和存款大幅增长主要基于上半年银行存放境外同业和联行资金增长了 537 亿美元。总的来看，境内机构减少了境外证券资产配置，而坚持以货币和存款方式对外资产配置，显示境内机构在国际金融持续动荡环境下投资较为稳健。

图 2-10 2000-2014 年上半年其他投资净额



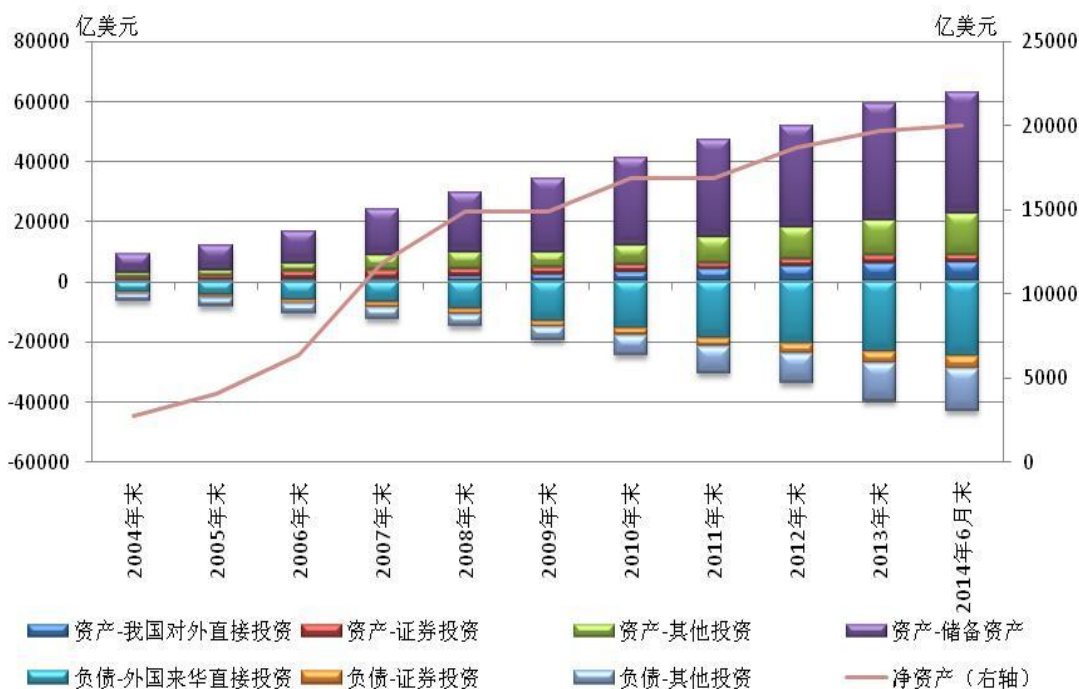
数据来源：国家外汇管理局。

**其他投资项下对外负债增长。**2014 年上半年，境外对我国其他投资项下资本净流入（即我国对外负债净增加）1124 亿美元，较上年同期增长 64%。一是我国吸收的货币和存款类资金增加 426 亿美元，较上年同期增长 1.4 倍，其中，非居民人民币存款增加 392 亿美元；二是获得的境外贷款增加 769 亿美元，较上年同期增长 1.3 倍；三是利用境外贸易信贷减少 82 亿美元，上年同期为增加 180 亿美元。以其他投资形式流入的资金大幅增长，主要原因是境内本外币资金利率高于境外，境内向境外举债热情较高，同时境外对人民币资产需求较强。

### 三、国际投资头寸状况

对外金融资产和负债<sup>5</sup>增幅趋缓。2014年6月末，我国对外金融资产63084亿美元，对外负债43163亿美元，分别较上年末增长6%和9%；对外净资产为19921亿美元，较上年末增加205亿美元<sup>6</sup>，增长1%（见图3-1）。

图3-1 2004-2014年6月末我国对外金融资产、负债及净资产状况



数据来源：国家外汇管理局。

对外金融资产中储备资产占比微降。2014年6月末，储备资产继续占据对外金融资产首位，余额为40558亿美元，占资产总值的比重为64%，较上年末减少1.1个百分点，为2008年以来的最低水

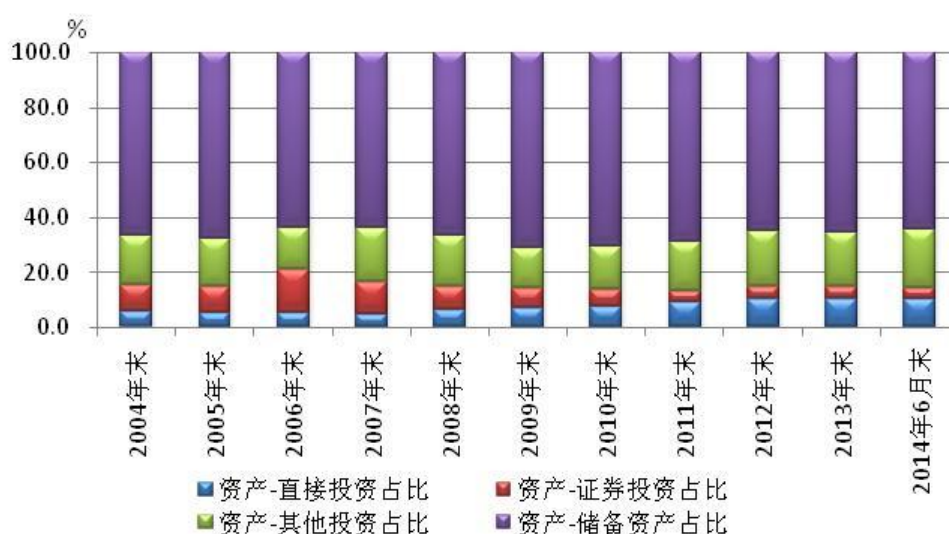
<sup>5</sup>对外金融资产和负债包括直接投资、证券投资及存贷款等其他投资。之所以对外直接投资属于金融资产范畴，是因为境内投资者持有的是境外被投资企业的股权，这与证券投资中的股权投资无本质区别，只是直接投资通常持股比例较高，意在影响或控制企业的生产经营活动。反之，外来直接投资则属于对外金融负债范畴，也是境外投资者对外商投资企业的权益。

<sup>6</sup>由于流量和存量统计数据来源不同，汇率和资产价格变动等引起估值变化，以及统计误差等原因，对外净资产变动不等于国际收支平衡表经常项目差额（详见《2013年中国国际收支报告》专栏3）。



平。随着我国企业“走出去”步伐加快，以及上半年境内银行等加大境外资产摆布，我国对外直接投资以及存贷款等其他投资资产分别达到 6402 亿和 13512 亿美元，两者合计占比 32%，为历年最高。对外证券投资资产较上年末增长 1%，余额为 2612 亿美元，占比为 4%，该比重较上年末略降 0.2 个百分点（见图 3-2），反映境内机构对风险资产的偏好较低（详见前文第 31 页分析）。

图 3-2 2004-2014 年 6 月末我国对外金融资产结构变化



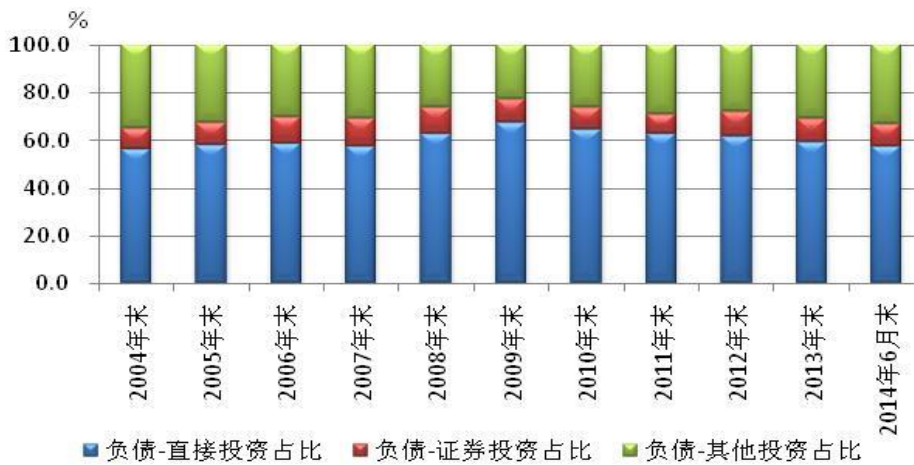
数据来源：国家外汇管理局。

**债务性对外负债持续上升。**2014 年 6 月末，由于跨境人民币业务相关的存贷款负债快速增长，我国其他投资负债（包括我国吸收的货币和存款、获得的境外贷款等）达 14192 亿美元，占对外总负债的 33%，占比较上年上升 1.8 个百分点。外国来华直接投资 24748 亿美元<sup>7</sup>，占 57%，占比较上年下降 1.9 个百分点，为 2008 年以来的最低水平。对外证券投资负债 4223 亿美元，占 10%，占比与上年末

<sup>7</sup> 外国来华直接投资存量包括我国非金融部门和金融部门吸收来华直接投资存量，以及境内外母子公司间贷款和其他债务性往来，反映了价值重估因素影响。该口径与商务部统计的累计吸收外商直接投资不同，其数据是历年外商直接投资股本投资流量累加。

基本持平（见图 3-3）。

图 3-3 2004-2014 年 6 月末我国对外负债结构变化



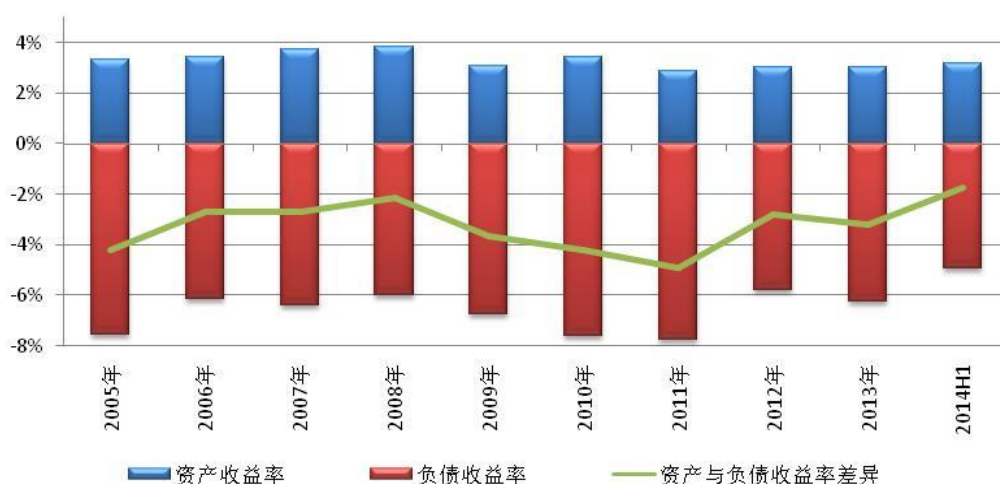
数据来源：国家外汇管理局。

**民间部门对外净负债进一步扩张。**我国属于非成熟对外净债权人，对外净资产集中于公共部门（包括中央银行和政府部门），银行和企业等民间部门为对外净负债主体，对外金融资产和负债存在较明显的主体错配。截至 2014 年 6 月末，（官方）储备资产 40558 亿美元，较上年末增长 4.5%；剔除此项后，我国对外净负债 20637 亿美元，较上年末增长 8.1%。

**对外投资收益继续呈现结构性逆差。**2014 年上半年，我国国际收支平衡表中投资收益为逆差 47 亿美元，其中，我国对外投资收益收入 979 亿美元，对外负债收益支出 1026 亿美元，二者年化收益率差异为 -1.8 个百分点，为近年来最低（见图 3-4）。投资收益为负与我国对外金融资产以高流动性、低风险的储备资产为主，对外负债以高风险、高回报的外国来华直接投资为主的资产负债结构有关。投资收益为负，显示我国资本账户双向开放还有提升空间。但对外投资有收益，利用外资付成本，二者通常涉及不同的主体，投资收

益为负不能简单等同于我国对外投资损益状况。况且，外商直接投资虽然回报高，但我国引进了外方技术和管理经验，创造了国内就业和税收，开拓了国际市场，其社会效应和经济收益远大于财务成本。此外，外方收益支出中有相当部分是再投资收益，这部分收益又投回了企业，形成外国来华直接投资流入(详见前文第27页分析)。这部分收益没有实际资金流出，扣除这一块，我国投资收益实际仍为净收入。

图 3-4 2005-2014 年上半年我国对外金融资产负债收益率



注：1.资产（或负债）收益率= $\frac{\text{年度投资收益收入（或支出）}}{(\text{上年末}+\text{本年末对外金融资产（或负债）存量})/2}$ 。

其中，收益投资支出以负值显示。

2.资产负债收益率差异=资产收益率+负债收益率。

数据来源：国家外汇管理局。

表 3-1 2014 年 6 月末中国国际投资头寸表<sup>8</sup>

单位：亿美元

项目	行次	2014 年 6 月末
净头寸 <sup>9</sup>	1	19,921
<b>A. 资产</b>	<b>2</b>	<b>63,084</b>
<b>1. 对外直接投资</b>	<b>3</b>	<b>6,402</b>
<b>2. 证券投资</b>	<b>4</b>	<b>2,612</b>
2.1 股本证券	5	1,650
2.2 债务证券	6	961
<b>3. 其他投资</b>	<b>7</b>	<b>13,512</b>
3.1 贸易信贷	8	3,884
3.2 贷款	9	3,672
3.3 货币和存款	10	4,909
3.4 其他资产	11	1,046
<b>4. 储备资产</b>	<b>12</b>	<b>40,558</b>
4.1 货币黄金	13	450
4.2 特别提款权	14	112
4.3 在基金组织中的储备头寸	15	65
4.4 外汇	16	39,932
<b>B. 负债</b>	<b>17</b>	<b>43,163</b>
<b>1. 外国来华直接投资</b>	<b>18</b>	<b>24,748</b>
<b>2. 证券投资</b>	<b>19</b>	<b>4,223</b>
2.1 股本证券	20	3,054
2.2 债务证券	21	1,169
<b>3. 其他投资</b>	<b>22</b>	<b>14,192</b>
3.1 贸易信贷	23	3,282
3.2 贷款	24	6,775
3.3 货币和存款	25	3,861
3.4 其他负债	26	273

数据来源：国家外汇管理局。

<sup>8</sup> 与国际收支平衡表一致，国际投资头寸表同样遵循居民统计原则，即无论本币或外币，只要发生在居民与非居民之间，均需要记录。

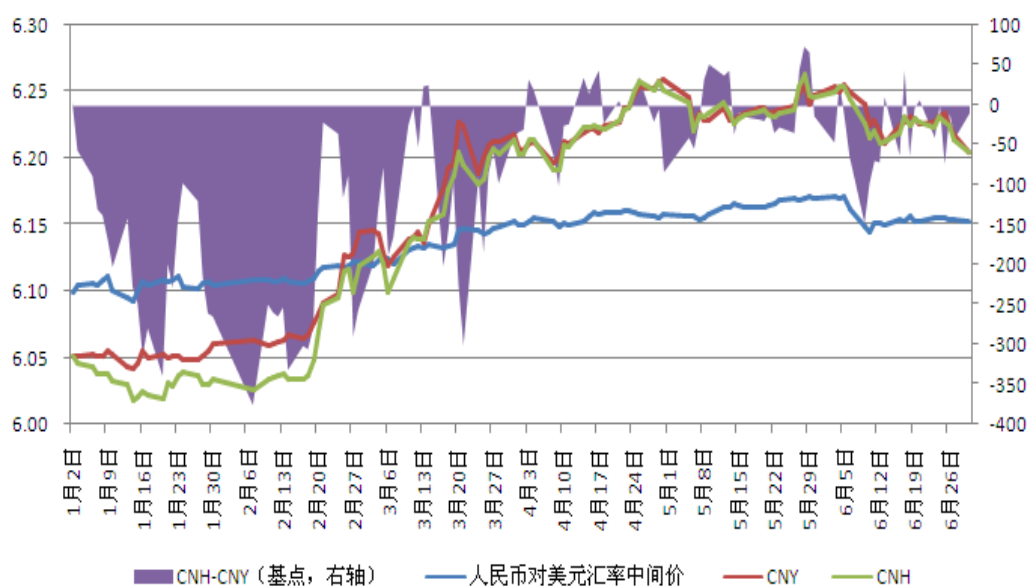
<sup>9</sup> 净头寸是指资产减负债，“+”表示净资产，“-”表示净负债。本表记数采用四舍五入原则。

## 四、外汇市场运行与人民币汇率

### （一）人民币汇率走势

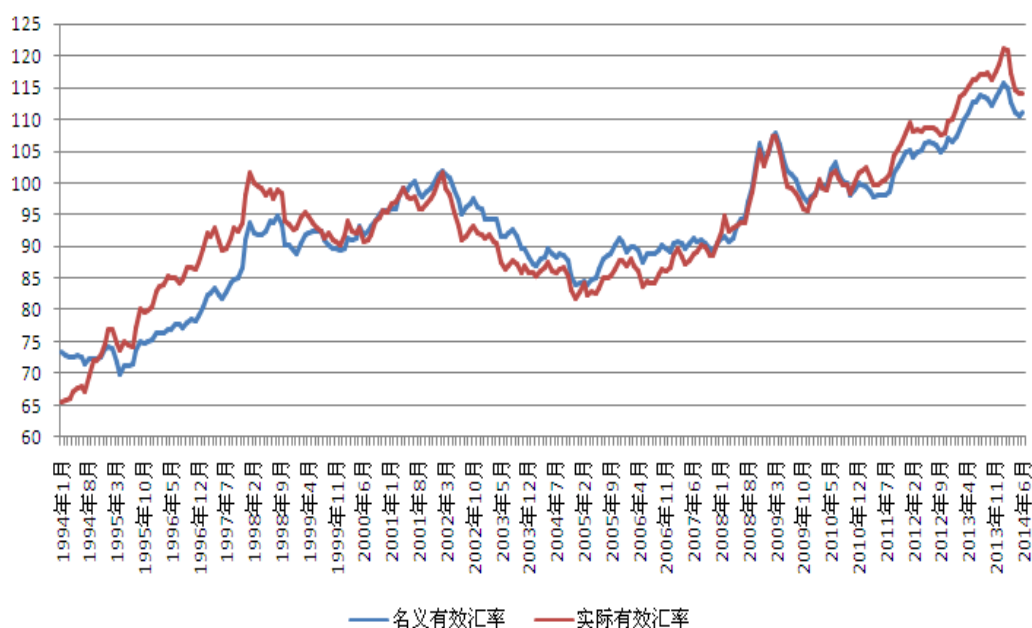
人民币汇率水平有所回调。2014年6月末，人民币对美元汇率中间价为6.1528元/美元，较2013年末下跌0.9%（见图4-1），银行间外汇市场（CNY）和境外市场（CNH）即期交易价上半年累计各下跌2.4%。据国际清算银行测算，2014年上半年人民币名义有效汇率累计下跌2.8%，扣除通货膨胀因素的实际有效汇率累计下跌3.9%（见图4-2）。2005年汇改以来至2014年6月末，人民币对美元汇率中间价累计升值34.5%，人民币名义和实际有效汇率累计分别升值28.3%和36.6%。

图4-1 2014年上半年境内外人民币对美元即期汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

图 4-2 1994 年 1 月-2014 年 6 月人民币有效汇率走势

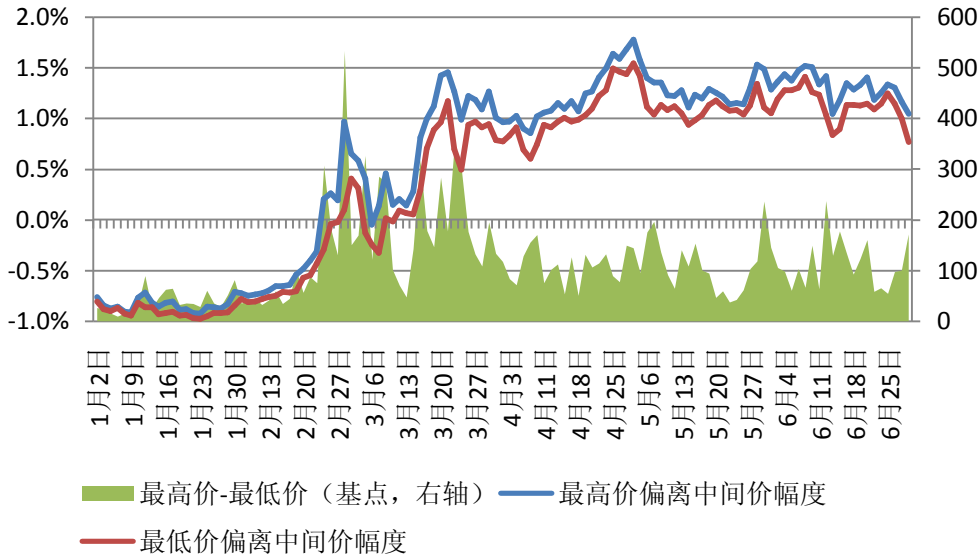


数据来源：国际清算银行。

**人民币汇率双向浮动弹性增强。**从境内汇率走势看，2、3 月份回调之后，人民币对美元汇率交易价和中间价自 4 月份以来先后出现一定程度反弹。1 月份交易价贴近中间价 1% 的浮动区间下限，此后逐步脱离浮动区间下限向中间价靠拢，3 月中旬开始持续处于中间价贬值区间，4 月末日间最大波幅触及 1.8% 高位，5 月份以来波幅振荡回落（见图 4-3）。从期权市场波动率走势看，上半年境内外期权市场隐含波动率上升，6 月末 6 个月期限波动率分别为 2.17% 和 2.71%，较年初分别上升 17% 和 45.8%（见图 4-4）。但当前人民币汇率弹性仍处于国际较低水平，6 月末 24 种主要发达和新兴市场货币对美元汇率 6 个月期权隐含波动率平均为 7.73%，除与新台币（3.14%）、新加坡元（3.36%）相对接近外，人民币波动性依然偏低。

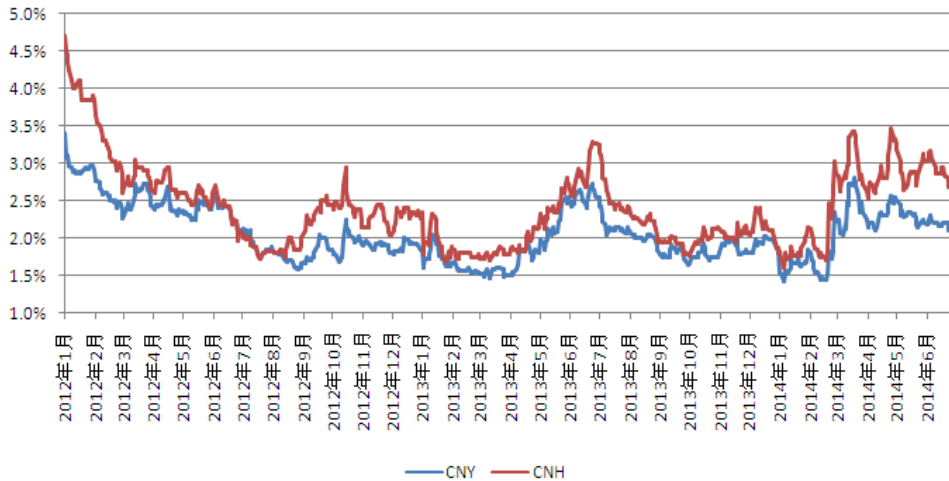


图 4-3 2014 年上半年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况



数据来源：中国外汇交易中心。

图 4-4 2012 年以来人民币对美元汇率 6 个月隐含波动率



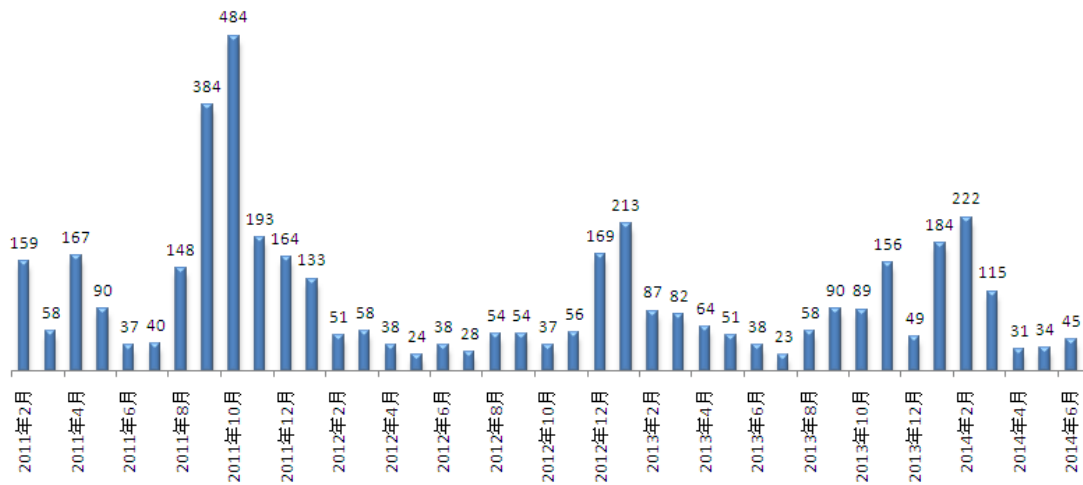
注：平价期权隐含波动率。

数据来源：彭博资讯。

**境内外人民币汇率交易差价大幅收窄。**从境内外汇差水平看，境外 CNH 相对境内 CNY 出现由年初明显偏强、价差较宽，向双向波动、价差收窄的较大变化。一季度 CNH 与 CNY 日均价差 169 个基点，二季度收窄至 37 个基点，甚至低于 2012 年外汇供求基本平衡时日均差价 61 个基点的水平（见图 4-5），显示当前人民币汇率

处于市场接受和认可的水平。

图 4-5 境内外人民币对美元即期汇率价差



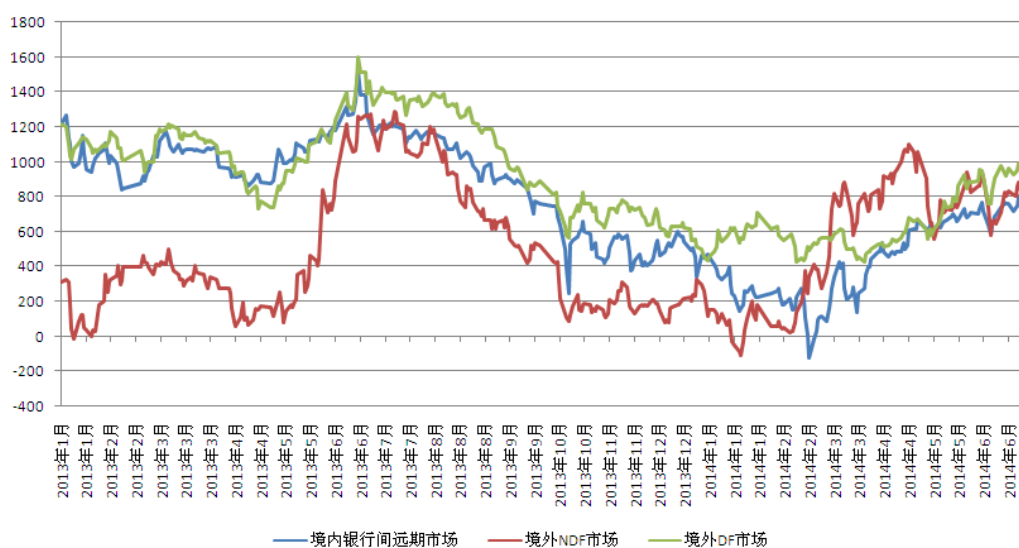
注：日均价差绝对值。

数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

**远期外汇市场美元升水幅度扩大。**2014年上半年，境内远期外汇市场美元升水幅度经历先窄后宽大幅波动（见图4-6），反映了市场供求和本外币利差变化。1、2月份，企业大量远期净结汇压低美元升水点数，甚至一度出现美元贴水。此后，随着人民币汇率持续下跌，企业远期结汇需求下降、购汇意愿上升，3-6月份，月均远期结汇签约较前2个月下降49%，远期购汇签约增长14%，月均远期净结汇较前2个月下降98%。同时，企业增持外汇存款意愿增强，境内美元流动性趋向宽松，对美元利率产生下行压力，6个月期限银行间美元拆借利率由3月末3.8%下降至6月末3.15%，而同期人民币流动性保持基本稳定、小幅宽松，导致本外币利差由3月末1.2%扩大至6月末1.75%（见图4-7）。6月末，境内外可交割和无本金交割远期市场1年期美元对人民币升水分别为819个、967个和737个基点，较年初分别上涨369个、507个和476个基点。

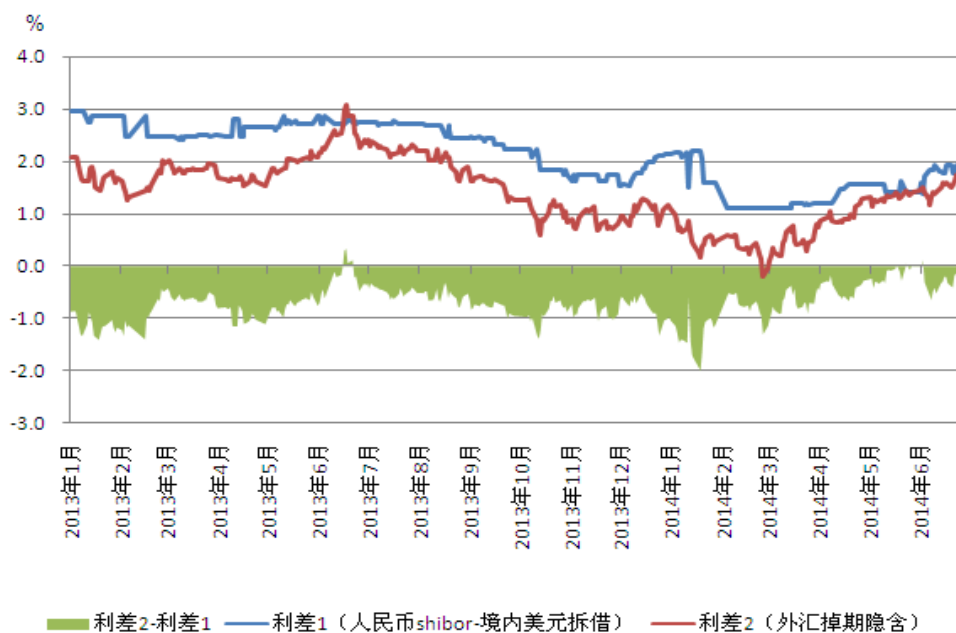


图 4-6 2013 年以来境内外人民币对美元远期市场 1 年期美元升贴水点数



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

图 4-7 2013 年以来境内人民币与美元利差（6 个月期限）



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

#### 专栏 4:

### 多视角观察人民币汇率形成的影响因素

2014 年上半年，国内市场整体延续外汇供大于求，但人民币汇率却出现贬值，这一现象看似不符合供求决定价格的传统认识，实际上却反映了人民币汇

率形成更加市场化。

### 一、汇率决定因素日益多样化

汇率是开放经济中的一个核心变量，学术界从购买力平价理论、利率平价理论、国际收支说、资产市场说等不同角度研究汇率决定问题。早期观点如国际收支说认为，汇率作为外汇市场上的价格，国际收支引起的外汇供求流量决定了汇率水平及其变动。这种观点符合人们对于普通商品市场上供求决定价格的直观认识，但很难解释为什么在外汇市场交易量小幅变化时汇率出现大幅波动，并且汇率波动远比普通商品价格剧烈和频繁。

随着国际资本流动的发展，1970年代以来人们开始将汇率作为两种资产的比价，从股票、债券等资产价格角度研究汇率决定问题，兴起了资产市场说。与传统的国际收支流量分析相比，资产市场说的分析方法有两个不同点。第一，决定汇率的是存量因素而不是流量因素。普通商品价格变动一般是供求变动导致的大规模交易发生的结果，而资产价格变动往往反映了市场对于该资产存量进行调整的需要。一种资产价格的变动，是因为市场改变了对该资产价值的评估，因此在很少或没有交易发生的情况下，资产价格仍可能发生较大变动。第二，预期在当期汇率决定中发挥重要作用。不同于普通商品价格因应预期变化的慢调整，资产价格对于预期的反应非常灵敏。市场对于资产价值的评估变化在相当程度上是因为预期发生了变化，因此在供求没有明显变化的情况下，价格变动却非常剧烈。

### 二、人民币汇率越来越具有资产价格属性

2005-2007年间，我国经常项目顺差与GDP之比由5.9%跃升至10.1%，这使得外汇供大于求的市场流量成为决定人民币汇率水平的最重要因素，此时极少会有市场参与者考虑对人民币资产贬值方向的估值和预期。

近年来随着经常项目收支状况逐步改善、人民币汇率趋向均衡水平，以及跨境资金双向流动渠道拓宽，以往基于经常项目顺差的外汇供求“硬缺口”下降并减弱了对汇率的影响，而非流量、非交易因素的作用空间开始出现和扩大。例如，2013年我国经常项目顺差与GDP之比仅为2.0%，但这期间资本流动较为活跃，突出表现为境内企业大量开展“做多人民币、做空美元”或者“资产本币化、负债外币化”的财务运作（当然也包括境内外投资者在股票、债券等资本市场配置本外币资产）。2014年初，国内经济增长稳中趋缓、外贸进出口状况低

迷、信用违约事件暴露、美联储 QE 退出加速等因素相互叠加，加之人民币汇率双向浮动区间扩大，触发境内企业调整前期看涨人民币的财务运作及一些境外投资者调整人民币资产配置，反过来又进一步加剧了市场汇率的波动。

随着人民币汇率形成机制趋向市场化，货物贸易收支和本外币利差只是影响汇率走势的部分而非全部因素，汇率有涨有跌的双向波动将成为新常态。

## （二）外汇市场交易

2014 年上半年，人民币外汇市场累计成交 6.05 万亿美元（日均 508 亿美元），同比增长 15.0%。其中，银行对客户市场和银行间外汇市场分别成交 1.89 万亿和 4.16 万亿美元<sup>10</sup>（见表 4-1），日均交易量同比分别下降 1.9% 和增长 15.1%。

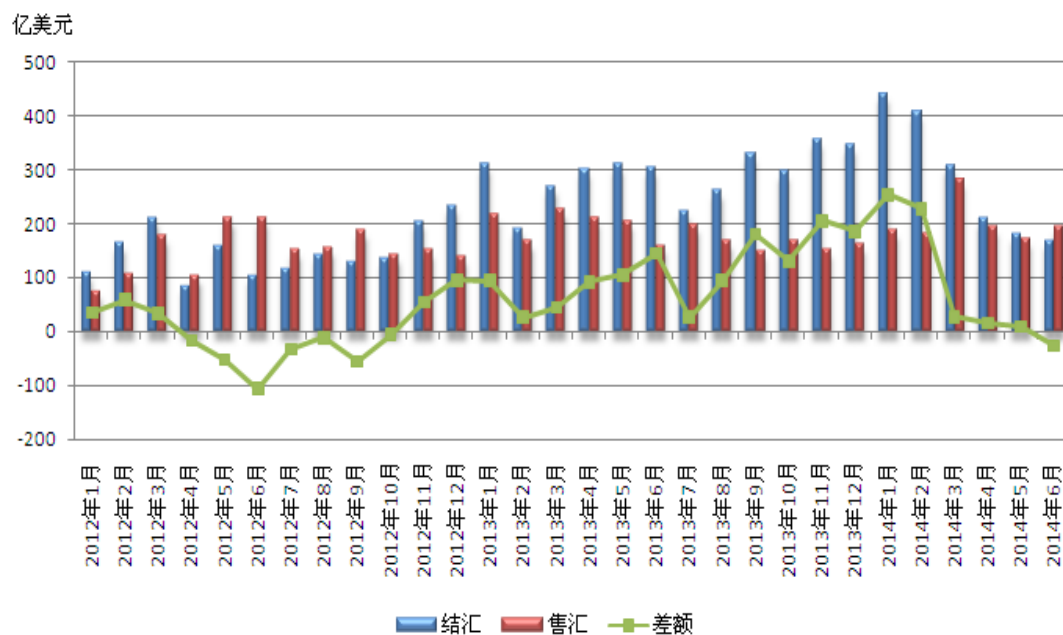
**即期外汇交易小幅下降。**2014 年上半年，即期外汇市场累计成交 3.55 万亿美元，日均交易量同比下降 0.3%，在外汇市场交易总量中的比重降至历史新低的 58.7%。在市场分布上，银行对客户即期结售汇（含银行自身，不含远期履约）累计 1.48 万亿美元，日均交易量同比下降 4.7%；银行间即期外汇市场累计成交 2.07 万亿美元，日均交易量同比增长 3.2%，其中美元交易份额为 95.5%。

**远期外汇交易小幅增长。**2014 年上半年，远期外汇市场累计成交 3207 亿美元，日均交易量同比增长 2.7%。在市场分布上，银行对客户远期结售汇累计签约 2948 亿美元，其中结汇和售汇分别为 1726 亿和 1222 亿美元，日均交易量分别下降 3.2%、3.4% 和 2.9%（见图 4-8），6 个月以内的短期交易继续占到 60% 左右（见图 4-9）；银

<sup>10</sup> 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。

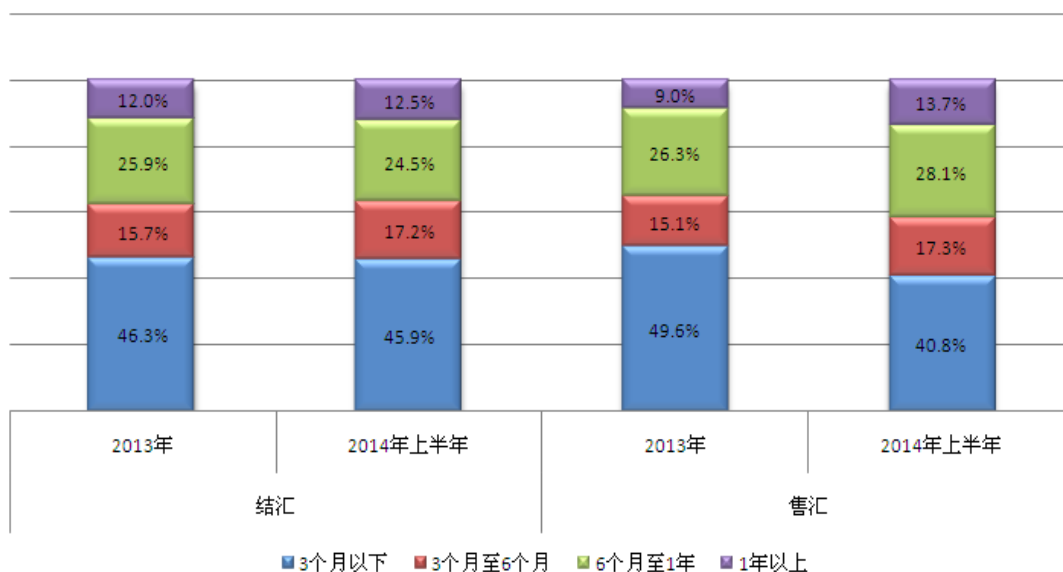
行间远期外汇市场累计成交 259 亿美元，日均交易量增长 2.4 倍。银行对客户即远期交易量下降，一方面反映了外贸进出口和跨境直接投资等对外实体经济部门的增长放缓，另一方面也反映了境内机构在人民币汇率双向波动的新环境下交易趋于谨慎。

图 4-8 2012-2014 年上半年银行对客户远期结售汇交易量



数据来源：国家外汇管理局。

图 4-9 2014 年上半年银行对客户远期结售汇的交易期限结构



数据来源：国家外汇管理局。

**外汇和货币掉期交易大幅增长。**2014年上半年，外汇和货币掉期市场累计成交 2.14 万亿美元，日均交易量同比增长 31.4%。在市场分布上，银行对客户外汇和货币掉期累计签约 905 亿美元，其中近端结汇/远端购汇和近端购汇/远端结汇的交易量分别为 81 亿和 824 亿美元，日均交易量同比分别增长 1.6 倍、9.1%和 2.0 倍；银行间外汇和货币掉期市场累计成交 2.05 万亿美元，日均交易量同比增长 28.6%。掉期市场已成为银行对冲代客远期头寸、开展自营交易、配置本外币资金的重要渠道，而企业近端购汇/远端结汇的掉期交易持续增长，一定程度上暴露出部分银行的内部资金转移定价和经营考核机制存在缺陷，本外币利率与外汇交易未实现统一、有效的定价管理。

**外汇期权交易小幅下降。**2014年上半年，期权市场累计成交 365 亿美元，日均交易量同比下降 1.6%。在市场分布上，银行对客户期权市场累计成交 233 亿美元，日均交易量同比下降 29.2%，3 个月期以内的交易量占比 46.8%；银行间外汇期权市场累计成交 132 亿美元，日均交易量同比增长 2.2 倍。

表 4-1 2014 年上半年人民币外汇市场交易概况

交易品种	交易量（亿美元）
<b>即期</b>	<b>35523</b>
银行对客户市场	14800
银行间外汇市场	20724
<b>远期</b>	<b>3207</b>
银行对客户市场	2948
其中：3 个月（含）以下	1290
3 个月至 1 年（含）	1275
1 年以上	383
银行间外汇市场	259

其中：3个月（含）以下	188
3个月至1年（含）	69
1年以上	2
<b>外汇和货币掉期</b>	<b>21380</b>
银行对客户市场	905
银行间外汇市场	20476
其中：3个月（含）以下	17639
3个月至1年（含）	2764
1年以上	73
<b>期权</b>	<b>365</b>
银行对客户市场	233
其中：外汇看涨/人民币看跌	131
外汇看跌/人民币看涨	102
其中：3个月（含）以下	109
3个月至1年（含）	92
1年以上	32
银行间外汇市场	132
其中：外汇看涨/人民币看跌	67
外汇看跌/人民币看涨	65
其中：3个月（含）以下	65
3个月至1年（含）	66
1年以上	0
<b>合计</b>	<b>60475</b>
其中：银行对客户市场	18885
银行间外汇市场	41590
其中：即期	35523
远期	3207
外汇和货币掉期	21380
期权	365

注：数据均为单边交易额，采用四舍五入原则。

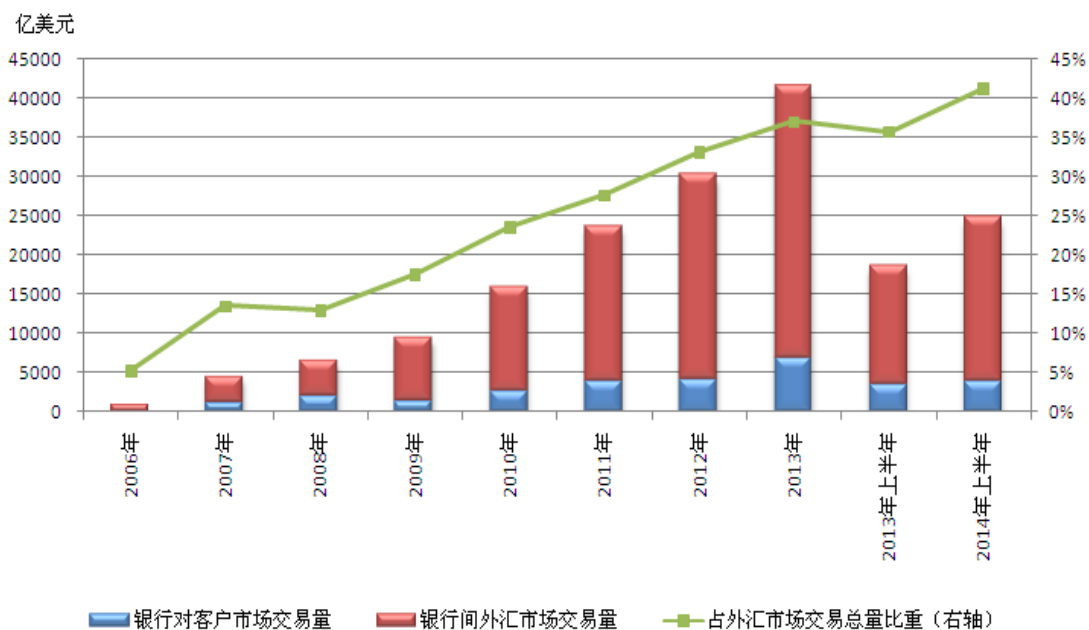
数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

**汇率波动新常态下企业探索套期保值新策略。**2014年上半年，远期、掉期、期权等各类衍生产品市场累计成交2.50万亿美元，同比增加0.62万亿美元，交易量占比同比上升5.6个百分点至41.3%（见图4-10），占比再创历史新高。但与以往不同，上半年衍生产品交易增量主要由银行间外汇市场推动（见图4-11），银行对客户远期、期权市场交易量均有下降。这表明，随着人民币汇率由以往单边升



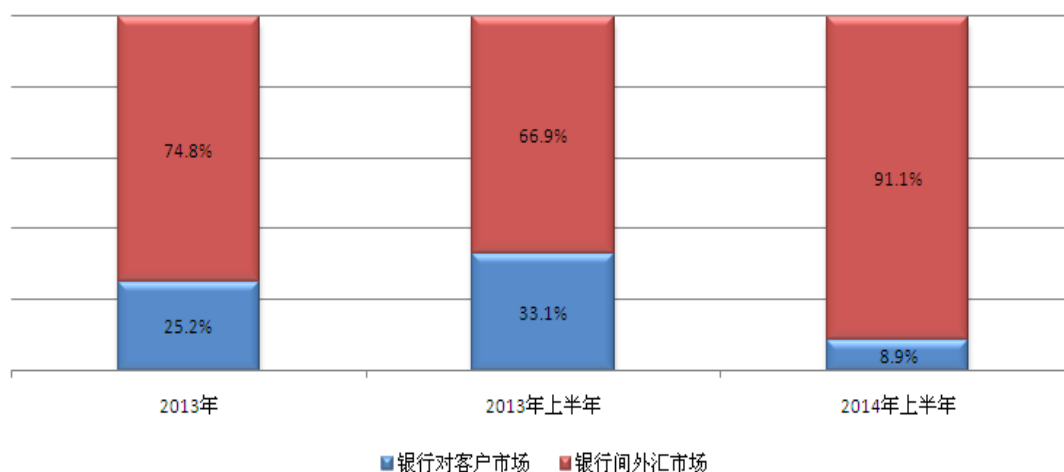
值快速转向双向浮动，企业参与衍生产品市场的谨慎心态上升，交易策略开始“辞旧”但未“迎新”，适合管理单边波动风险的远期交易做的少了，但适合管理双边波动风险的期权交易还在观望。

图 4-10 2006-2014 年上半年人民币外汇衍生产品交易量



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

图 4-11 2014 年上半年人民币外汇衍生产品交易量变动构成

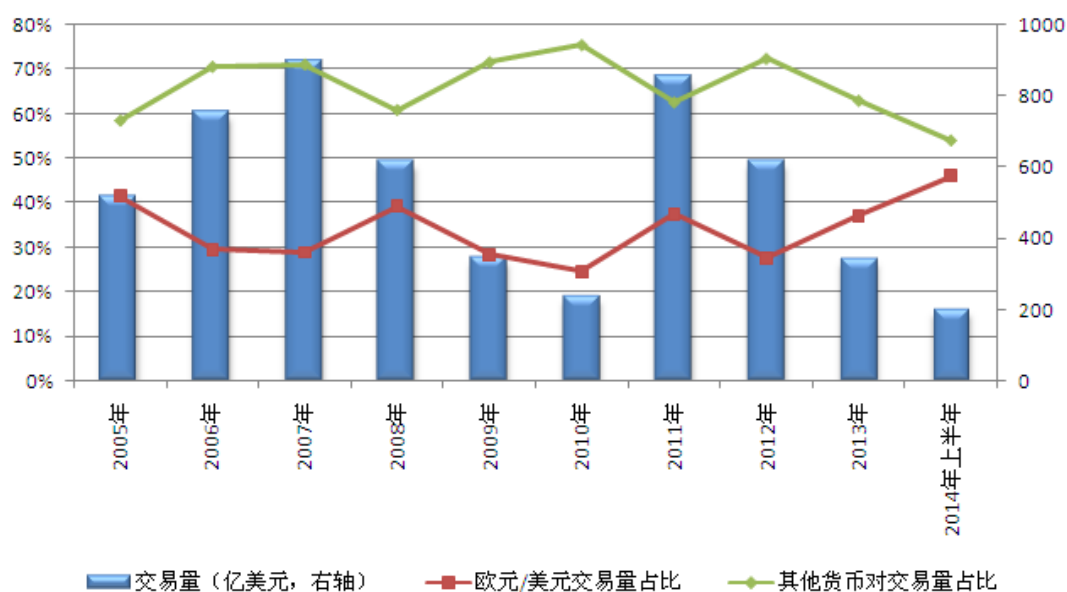


注：指银行对客户和银行间两类交易对当期交易总量同比变动的贡献。  
数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

**银行间外币对交易下降。**2014 年上半年，9 个外币对交易累计

成交 285 亿美元，日均交易量同比下降 20.3%。其中，即期交易作为最大交易品种累计成交折合 205 亿美元，日均交易量同比增长 20.7%，欧元/美元是交易量最大的货币对（见图 4-12）。

图 4-12 2005-2014 年上半年银行间外汇市场外币对即期交易量



数据来源：中国外汇交易中心。

## 五、国际收支形势展望

2014年下半年，国内外仍存在许多不确定、不稳定因素。在贸易和直接投资继续维持较大规模顺差的基础上，我国国际收支可能呈现双向波动的振荡走势。

**与实体经济相关的贸易投资仍将维持一定规模顺差。**一是2014年下半年全球经济复苏将有所加强，外需回暖有利于我国出口需求的改善。二是我国出台了多项外贸支持措施，随着政策逐步到位，有助于外贸进出口稳定增长。三是随着一系列结构调整和改革措施出台，以及“微刺激”政策的逐步落实，有利于提振市场信心、稳定经济增长，吸引长期资本流入。此外，美联储虽按既定步伐实施量化宽松货币政策退出，但欧洲和日本将维持量化宽松，人民币仍将是相对高息货币，对我国境内套利交易仍有一定吸引力。

**受市场及政策性因素影响，我国跨境资本流动的波动性依然较大。**一是随着人民币汇率形成机制的市场化程度越来越高，未来人民币汇率双向波动可能成为一种新常态，并逐渐深入人心，这有利于抑制短期套利资金大量流入。二是如果国内经济复苏出现波动，仍不排除地方政府债务、影子银行和房地产市场等潜在金融风险问题可能被市场反复关注。三是如果市场炒作美联储加息预期，可能引起全球范围内国际资本流动的大幅振荡，境内企业也将面临债务去美元化压力。四是欧洲和日本经济形势尚不明朗，新兴经济体仍面临较大下行压力，外部环境依然较为复杂。此外，地缘政治冲突

等突发事件也将给我国跨境资本流动带来较大不确定性。

总之，在经常项目趋向基本平衡、人民币汇率接近合理均衡水平的背景下，我国跨境资本流动的波动性增强。各类市场主体必须适应这种新形势、新变化，做好跨境资本流动的双向监测和预警，并运用恰当的工具管理好人民币汇率双向波动风险。

## 专栏 5:

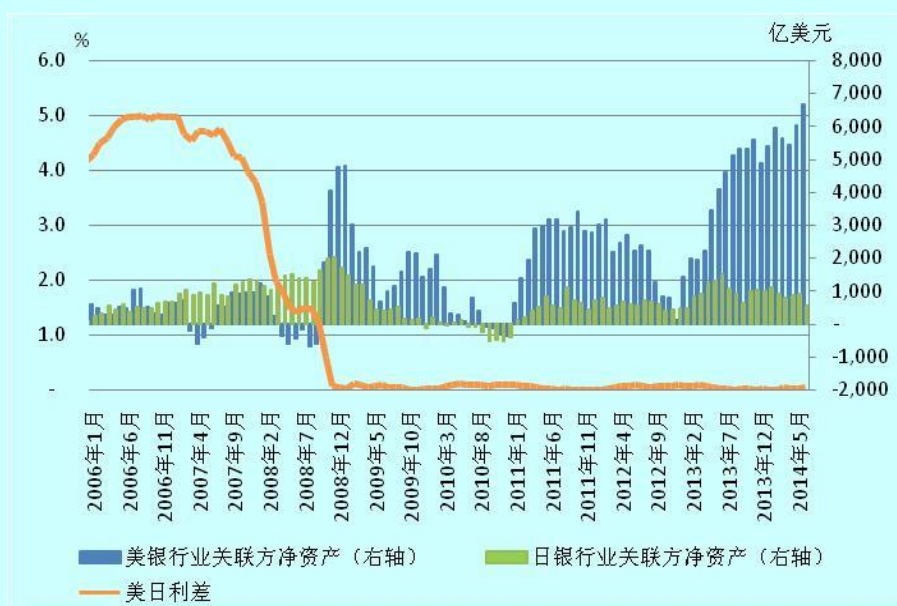
### 量化宽松货币政策背景下的利差交易及前景展望

利差交易是指通过低利率货币融资并投资于高利率货币，以赚取不同货币间利率差为主要获利方式的投资策略。1990年代起，日本长期保持低利率，并在2001年首次推出量化宽松。大量投资者通过日元融资并投资于澳元、新元等高息货币套利。直到金融危机爆发、避险资本回流，日澳、日新等利差交易才逐渐销声匿迹。

2008年金融危机爆发后，美、欧、英等发达国家相继推出了量化宽松货币政策，在压低各国无风险利率的同时为利差交易提供了新的资金。特别是随着美联储在2008年11月、2010年10月和2012年9月推出三轮量化宽松，美国一举超越日本，成为全球利差交易的最大资金来源地（见图 C5-1）。美国通过银行业与其海外关联机构的跨境融资，将大量资金输出到包括新兴市场在内的高利率国家，推动了全球高收益货币的快速升值。

除了直接提供低利率的融资，量化宽松的挤出效应迫使更多资金为追逐收益而投资于风险资产，产生了众多非传统的利差交易。各国量化宽松政策大多以购买国债、拉低无风险收益率为核心，这使得保险公司、养老基金等长期投资者不得不放弃核心国家国债，转而购买诸如边缘国家国债、新兴市场债券、垃圾债等高收益产品。在这些卖出低收益产品买入高收益产品的交易中，收益率差异为主要获利来源，所以都可被视作广义上的利差交易。这些非传统的利差交易使得过剩的资金在不同金融市场间得到流动，增强了市场间的相关性，使得风险事件更容易在全球金融市场间传播。

图 C5-1 美日利差与银行业关联方净资产



数据来源：美联储，日本央行，彭博资讯。

我国稳定的经济、坚挺的币值，都对利差交易有一定吸引力。2011年以后，随着中美利差逐步扩大，国际利差套利资金开始进军我国。由于资本项目仍受管控，资金往往借道黄金、铜、镍等金属跨境交易，将低息的美元信用证融资转化为境内人民币。2010年起，香港对内地黄金的净出口随着中美利差的放宽快速增长，但近期又随着利差的收窄而大幅下降（见图 C5-2）。流入的资金大多被投资于以实业信贷需求为支撑的理财产品，实质上是国内市场与国外市场、实业与金融业的双重套利，存在着货币错配、期限错配和行业错配等多重风险。

图 C5-2 香港对内地黄金净出口与中美利差



数据来源：彭博资讯。

随着量化宽松效用的减退和经济的好转，各大央行必将逐步退出量化宽松，对利差交易产生影响。当前，美英央行已率先开始逐步退出量化宽松，在这样的大背景下，各类利差交易都存在平仓压力。事实上，2013年新兴市场货币的普跌，2014年年初人民币的贬值，以及2014年6月以来边缘国家和垃圾债利差的放宽都与市场中“聪明的钱”逐步退出利差交易有关。

长期来看，利差交易是开放资本市场必须面对的问题，由此导致的跨境资金双向波动将会增多，需要相关部门加强监测和风险防范，市场主体也要积极应对和适应新变化。

面对全面深化改革的新任务、新要求，外汇管理部门将坚持整体推进与重点突破相结合，科学制定和实施逻辑清晰、措施明确的外汇管理改革总体方案和顶层设计，从体制机制等深层次问题入手，结合国际收支形势逐步重点推进，以整体改革释放制度红利；坚持市场化导向，放管结合，主要通过加强统计监测、事中事后监管提升外汇管理有效性；坚持实践标准，系统梳理总结以往改革经验，提炼出可复制、可推广的改革模式。

面对极其复杂的国内外形势，2014年下半年，外汇管理部门将以贯彻落实党的十八大、十八届三中全会精神为动力，紧紧围绕促进国际收支基本平衡这一战略目标，加快外汇管理理念和方式转变，扎实推进体制改革和机制创新，大力推动贸易和投资便利化，不断提升外汇管理防范风险和服务实体经济的能力。一是推进外汇管理改革创新，坚持简政放权、转变职能，积极推进事中事后管理，大力发展外汇市场，管好用好外汇储备。二是夯实统计监测基础，不断完善统计制度，改进统计方法，完善数据采集和综合利用，加快监测分析系统建设整合步伐，不断提高监测分析能力和水平。三是



坚守不发生系统性、区域性金融风险底线，加快完善跨境资本流动监测预警和风险应对机制，探索建立宏观审慎框架下的跨境资本流动管理体系，加强外汇检查的针对性和有效性。