

2014 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

2015 年 2 月 15 日

目 录

一、中国跨境资金流动概况	2
(一) 国际通行口径的跨境资金流动	2
(二) 宽口径的跨境资金流动	4
(三) 2014 年我国跨境资金流动变化的原因分析	12
(四) 跨境资金流动与外汇储备变动	16
二、跨境资金流动主要项目分析	21
(一) 货物贸易	21
(二) 服务贸易	27
(三) 直接投资	30
(四) 证券投资	34
(五) 外债	40
(六) 银行部门	43
三、总结	47
(一) 主要结论	47
(二) 下一阶段政策考虑	49

专栏

1. 美联储退出量化宽松货币政策对我国跨境资本流动的影响
2. 跨境资金究竟是流入还是流出
3. 融资套利可能并非 2014 年中贸易异常变化的主要动因
4. 阿里巴巴不含在我境内企业境外上市统计中
5. 国际金融监管加强对银行及市场流动性的影响

内容摘要

2014年，我国跨境资金净流入明显放缓，外汇储备小幅增长，主要体现了深化改革和境内外宏观环境变化的共同结果。一方面，人民币汇率市场化改革稳步推进，效果逐步显现，人民币汇率双向波动明显增强，市场主体相关财务运作做出适应性调整。另一方面，世界经济继续呈现不平衡复苏，主要经济体货币政策出现分化，国际金融和大宗商品市场波动加剧，新兴经济体普遍承受资金外流、货币贬值压力，国内经济发展进入新常态，对市场情绪的影响进一步加大。

全年跨境资金流动重现“钟摆式”的双向波动。一季度跨境资金延续了2013年底的大规模净流入态势，二季度净流入势头明显放缓，三季度转为净流出，四季度跨境资金流出压力有所上升。跨境资金流出主要反映了外汇资产由央行集中持有转向市场主体分散持有，以及境内企业回补美元空头的财务调整，体现了“藏汇于民”的改革意图，符合债务去杠杆的调控方向。随着人民币汇率形成机制市场化改革的推进，央行逐步退出常态式外汇市场干预，“贸易顺差、资本流出”的格局会更加常态化。而且，当前跨境资金流出规模是适度的、可承受的，外汇市场流动性充足，人民币多边汇率继续保持坚挺。

2015年，我国跨境资金流动仍将面对诸多不确定和不稳定的因素，有利流入和促进流出的因素皆有，全年可能继续呈现跨境资金有进有出、双向振荡的格局。外汇管理部门将主动适应我国经济发展新常态，坚持推改革和防风险并举，推动国际收支基本平衡，促进经济平稳健康发展。

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 2014 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）。2014 年，我国国际通行口径的跨境资本流动呈现以下特点：

资本和金融项目净流入大幅减少。2014 年前三季度净流入 687 亿美元，对外汇储备资产增加的贡献率为 46%（见图 1-1），较 2013 年同期净流入 1992 亿美元减少 65%。据初步统计，2014 年全年资本和金融项目（含误差与遗漏）逆差 960 亿美元，而 2013 年可比口径为顺差 2486 亿美元。

图 1-1 2001-2014 年前三季度我国资本和金融项目资金净流入情况



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）。
数据来源：国家外汇管理局。

跨境资本流动重现“钟摆式”的双向波动。从 2012 年开始，我国资本和金融项目每年都呈现较大的波动性。2012 年年中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 年第二季度资本和金融项目顺差也出现大幅回落。2014 年，跨境资本流动的波动幅度和持续时间超过 2012 年，且后三个季度都表现为净流出。其中，第一季度延续了 2013 年底的净流入态势，资本和金融项目顺差 940 亿美元，外汇储备资产增加 1258 亿美元；第二季度，资本和金融项目转为逆差 162 亿美元，外汇储备资产增加 228 亿美元；第三季度，资本和金融项目逆差 90 亿美元，外汇储备资产减少 4 亿美元；第四季度，资本和金融项目逆差（含误差与遗漏）为 912 亿美元，外汇储备资产减少 293 亿美元（见图 1-2）。

图 1-2 2005-2014 年我国资本和金融项目差额及外汇储备变动情况

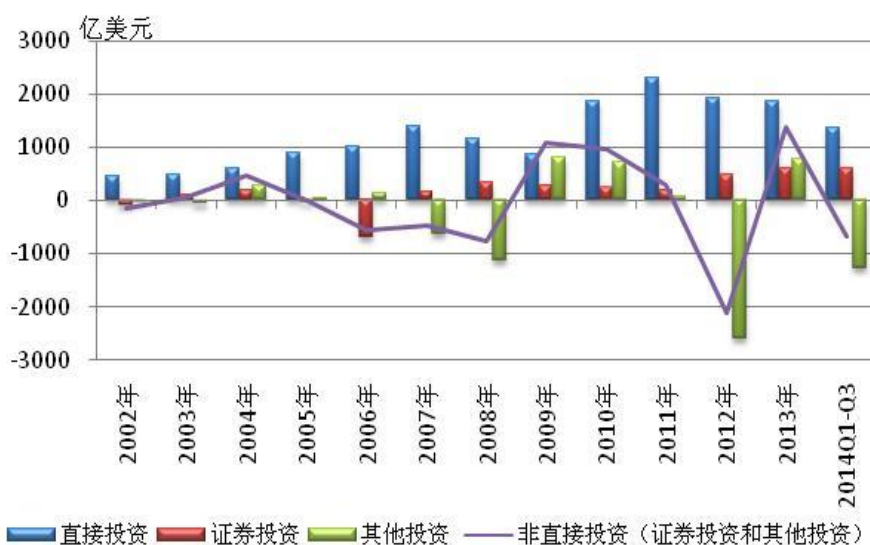


注：2014 年第四季度资本和金融项目差额为初步数，含净误差与遗漏。
数据来源：国家外汇管理局。

“藏汇于民”是我国资本和金融项目逆差的主要形式。2014 年前三季度，直接投资净流入 1375 亿美元，较 2013 年同期增加 23%，

表明我国对长期资本的吸引力仍然较大；非直接投资（包括证券投资和其他投资）净流出 684 亿美元，2013 年同期为净流入 846 亿美元（见图 1-3）。其中，我国对外证券投资净流出 13 亿美元，2013 年同期为净流出 56 亿美元；外国来华证券投资净流入 617 亿美元，同比增长 56%。我国对外的贷款、贸易信贷以及持有的境外存款等资产净增加 2297 亿美元，同比增加 1.71 倍；我国企业等对外负债增加，其他投资项下对外负债净流入 1008 亿美元，较 2013 年同期下降 25%。鉴于我国外来证券投资和其他投资负债项下均表现为净流入，而其他投资资产项下净流出大幅增加，所以，从国际收支角度讲，“藏汇于民”而非外资撤离，是我国资本流出扩大、外汇储备少增的主要原因。

图 1-3 2001-2014 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。2014年,非银行部门跨境收付主要呈现以下特点:

跨境收付规模继续较快增长。2014年,非银行部门跨境收付总额达到6.60万亿美元,较2013年增长15%;与同期GDP之比为64%,较2013年上升3个百分点(见图1-4)。

图 1-4 2001-2014 年我国非银行部门跨境收付情况



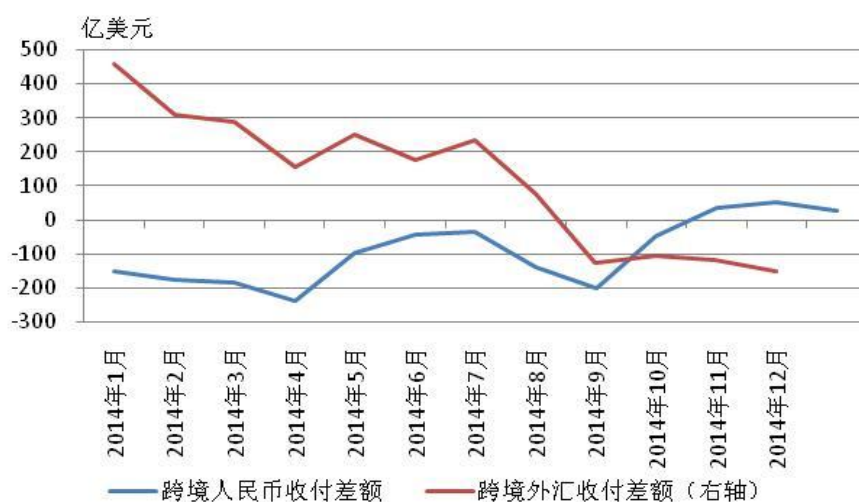
数据来源: 国家外汇管理局, 国家统计局。

企业、个人等主体的跨境资金净流入大幅减少。2014年,跨境收入3.32万亿美元,较2013年增长12%;支付3.28万亿美元,增长18%。支付增长快于收入,收付顺差405亿美元,较2013年减少79%。

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。

跨境人民币收付对整体跨境收付影响进一步上升。2014年，人民币汇率双向波动明显增强，触发了境内企业资产负债币种结构的调整，但跨境人民币收付继续保持较快发展势头。全年，跨境人民币收付总规模折合1.55万亿美元，增长73%，占跨境收付总规模的24%，较2013年提高8个百分点；跨境人民币收付逆差1038亿美元（见图1-5），增长54%，显示海外对人民币资产配置热情继续高涨。剔除人民币收付后，跨境外汇收支顺差为1443亿美元，较2013年减少45%。

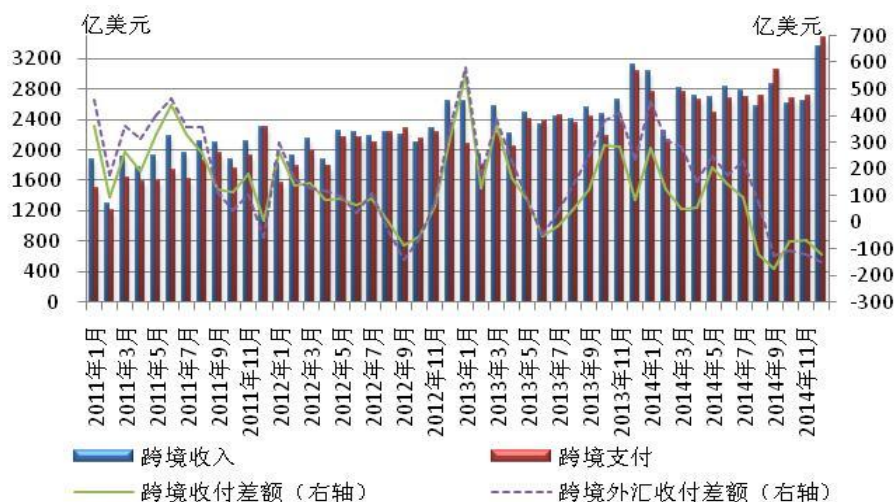
图 1-5 2014 年各月我国非银行部门跨境人民币和外汇收付差额情况



数据来源：国家外汇管理局。

跨境收付差额呈现“W型”阶梯下探走势。2014年1-2月份，跨境收付顺差月均203亿美元，其中1月份顺差281亿美元，为当年最高值。人民币双向波动增强后，3-4月份跨境收付顺差大幅下降，月均53亿美元。5-7月份，人民币汇率平稳后，跨境收付顺差又明显增长，月均148亿美元。8-12月份，跨境收付连续五个月出现逆差，月均逆差110亿美元，其中9月份创下逆差172的历史峰值（见图1-6）。全年跨境收付转向之快、波幅之大，为2008年金融危机以来少见。

图 1-6 2011-2014 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。

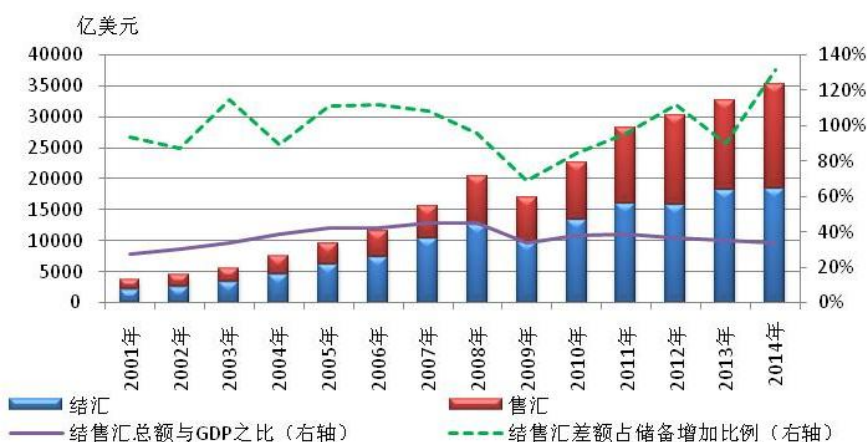
2. 结售汇基本情况

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。2014 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。2014 年，非银行部门结售汇总额为 3.53 万亿美元，较 2013 年增长 8%；与同期 GDP 之比为 34%，与 2013 年基本持平（见图 1-7）。2012 年以来，结售汇增速放缓，一方面说明了世界经济复苏缓慢、国际金融市场动荡不定、对外部门增长放缓，另一方面也反映了人民币跨境结算、贸易融资和“藏汇于民”对结售汇形成替代。

结售汇顺差大幅减少。2014 年，非银行部门结汇 1.85 万亿美元，较 2013 年增长 1%；售汇 1.69 万亿美元，增长 18%。售汇增长远高于结汇，结售汇顺差 1564 亿美元，较 2013 年下降 60%，对外汇储备增长的贡献率为 132%，较 2013 年上升 42 个百分点（见图 1-7）。

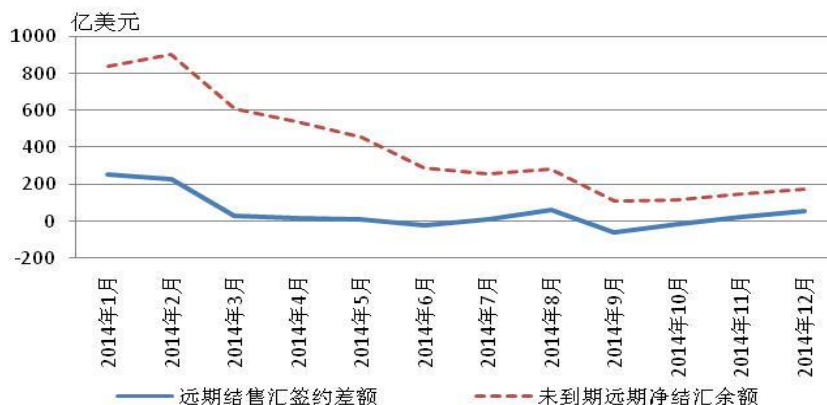
图 1-7 2001-2014 年我国非银行部门结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

远期结售汇趋于均衡。2014 年，受到市场和政策因素影响，远期结售汇签约顺差 561 亿美元，较 2013 年下降 58%。其中，前两个月，远期结售汇签约月均顺差 240 亿美元，延续了 2013 年 9 月份以来的较高水平。但 3 月份以来，市场对人民币的汇率预期出现分化，远期结售汇签约顺逆差交替出现，3 月至 12 月月均顺差 8 亿美元。全年，未到期远期结售汇差额持续为正，但余额先升后降，年底顺差余额为 125 亿美元，较上年末回落了 402 亿美元（见图 1-8）。这意味着虽然远期结售汇签约仍为顺差，但银行在外汇市场是回补而不是卖出了外汇。

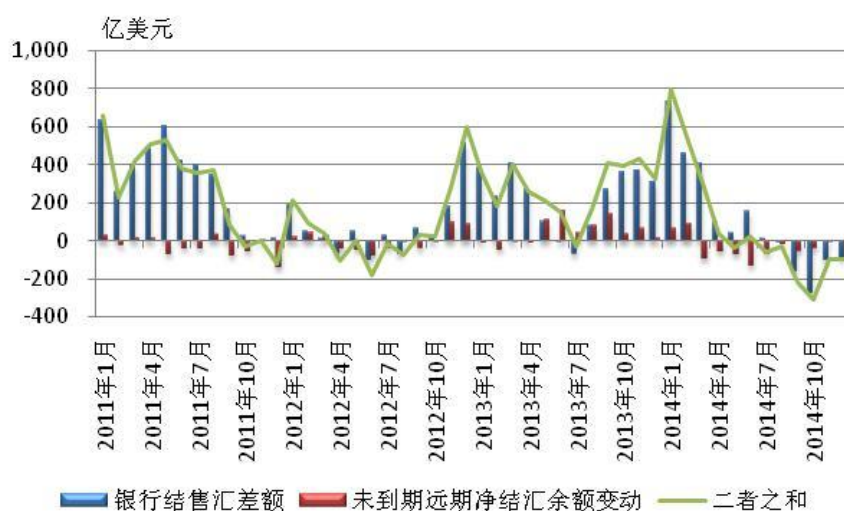
图 1-8 2014 年各月我国远期结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

月度外汇市场供求“前顺后逆、中间平衡”。2014年，反映零售市场外汇供求状况的非银行部门(银行代客)和银行部门(银行自身)的即远期结售汇差额(即银行结售汇差额与未到期远期净结汇余额变动合计)856亿美元²，较2013年下降74%。其中，一季度延续了2013年底的外汇大量净流入态势，为顺差1649亿美元，二季度顺差降至25亿美元，三、四季度分别转为逆差305亿和逆差513亿美元(见图1-9)。

图 1-9 2011-2014 年月度银行即远期结售汇差额变动情况



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相对跨境收付总额减少，但相对跨境外汇收付总规模增长。2014年，该比例为54%，较2013年下降3个百分点，为2001年以来的最低水平(见图1-10)。这说明市场和政策性因素导致市场主体倾向于利用跨境人民币业务、外汇存贷款和跨境贸易融资，对结售汇业务产生了替代效应。但结售汇业务在银行外汇业务

² 其中含有银行自身结售汇，与本报告口径有所不同。

中的份额保持增长，非银行部门结售汇总额与跨境外汇收付总额之比为 70%，较 2013 年上升 2 个百分点，为 2003 年以来的最高水平（见图 1-10）。

图 1-10 2001-2014 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。

企业结汇意愿逐季减弱，购汇动机逐季增强。2014 年 2 月下旬尤其是 3 月份人民币对美元汇率浮动幅度扩大以来，人民币汇率双向波动明显增强，触发了市场主体的适应性调整。二季度以来，衡量企业和个人结汇意愿的银行代客结汇占涉外外汇收入的比重（即结汇率）总体下降，由一季度的 77% 降至二、三季度的 68%，四季度略反弹至 71%；衡量购汇动机的银行代客售汇占涉外外汇支付的比重（即售汇率）逐季上升，由一季度 61% 升至四季度的 73%。企业由此开启了“资产外币化、债务去杠杆化”的财务运作调整，境内外汇贷存比（贷款/存款）由年初的 125% 逐步回落至 12 月末的 99%。

结售汇顺差大于跨境收付顺差，但差距较 2013 年缩小。2014 年，非银行部门结售汇顺差（1564 亿美元）大于跨境收付顺差（405 亿美元）1159 亿美元。这种情况不是第一次出现，2013 年结售汇顺差（3897

亿美元)和跨境收付顺差(1935亿美元)的差距达到1962亿美元。两者之所以有较大差距,主要原因不是结汇大量下降,而是人民币对外支付替代了购汇,以及企业从借入外汇付款转向购汇付款。全年,跨境人民币收付逆差1038亿美元,增长54%;结汇率为71%,较2013年下降1个百分点;售汇率为69%,上升了6个百分点(见图1-10)。

专栏 1:

美联储退出量化宽松货币政策对我国跨境资本流动的影响

2014年10月29日,美联储正式宣布结束维持两年之久的第三轮量化宽松货币政策(以下简称“QE”)。作为世界最大经济体和主要储备货币发行国,美国宏观经济政策的一举一动都会产生巨大的溢出效应。回顾2014年,非美货币普遍出现大幅贬值,部分新兴经济体甚至出现经济动荡,我国跨境资本流动受到的影响总体有限。展望2015年,美联储货币政策继续正常化对我国跨境资金流动的影响挑战与机遇并存,要主动适应内外部市场环境可能出现的新变化。

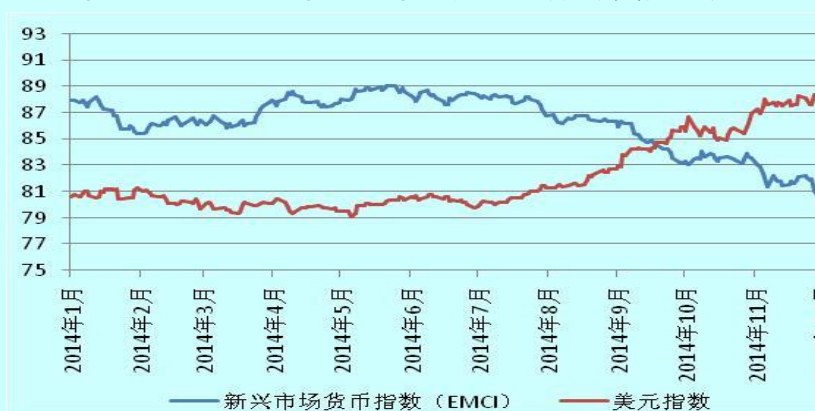
2014年美联储QE退出对我国跨境资本流动的影响有限。2014年发达经济体货币政策分化加剧了全球外汇市场的波动,美元自5月份起展开一轮快速升值,非美货币普遍下跌,部分新兴经济体再度出现资本外流(见图C1-1)。从我国的情况看,2014年下半年以来,在人民币汇率双向波动明显增强的背景下,美联储QE退出与国内经济放缓等因素叠加,推动我国企业加快“资产外币化、债务去杠杆化”的财务调整,跨境资金呈现出一定的偏流出压力。但这没有改变我国全年国际收支、外汇供求趋于基本平衡,外汇储备略有增长的总格局,境内外汇市场流动性充足,没有出现恐慌性的囤积外汇,目前的资本流出规模是可承受的。另外,人民币对美元双边汇率虽然有所走低,但对主要贸易伙伴货币的多边汇率总体依然偏强。2014年,国际清算银行公布的人民币名义和实际有效汇率分别升值6.4%和6.2%。

2015年美联储货币政策继续正常化对我国跨境资金流动的影响挑战与机遇并存。一方面,我国有信心应对美联储QE退出带来的影响。一是我国经济基本

面总体良好，外部账户稳健，外汇储备充裕，对跨境资金流出有一定承受能力；二是由于美联储 QE 退出说明美国经济复苏前景较好，有利于改善我国外需，而且会缓解人民币升值压力。另一方面，应把美联储货币政策正常化对我带来的压力看成是进一步改革开放，加快构建开放型经济新体制的动力。比如说，QE 退出分化人民币汇率预期，有利于汇率市场化形成机制改革；QE 退出增加跨境资金流出，但这是对前期大规模流入的纠正，有利于促进国际收支趋向基本平衡；QE 退出可能造成全球流动性收紧，但有利于倒逼国内企业更加重视风险管理，减少货币错配，等等。

监管部门和市场主体应主动适应内外部市场环境可能出现的新变化。外汇管理部门将会进一步完善人民币汇率市场化形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平的基本稳定，加快发展外汇市场，加强对跨境资金流入和流出的双向监测预警，不断完善相关应对预案。市场主体应根据自身业务经营情况合理安排资产负债结构，恰当运用风险避险工具对冲不确定性风险，主动适应跨境资金流动和人民币汇率双向波动的新常态。

图 C1-1 2014 年新兴市场货币指数与美元走势



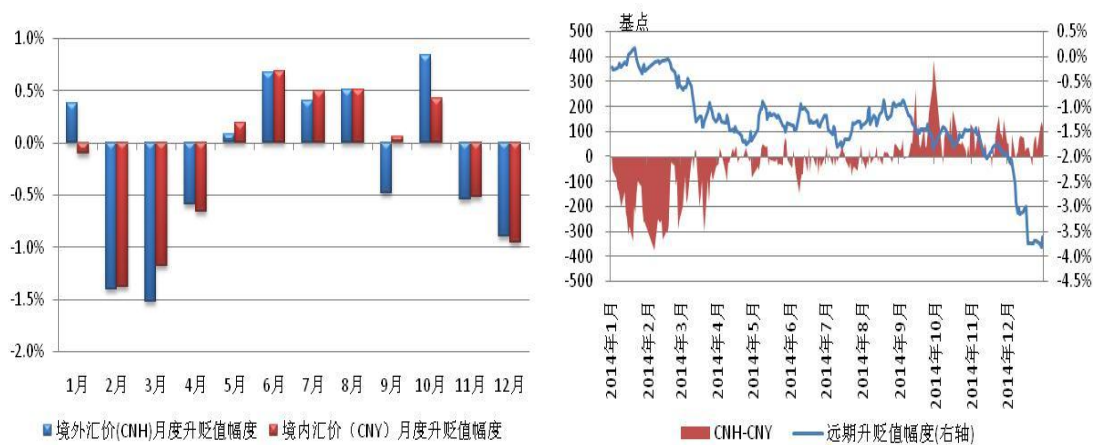
数据来源：路透数据库，彭博资讯。

（三）2014 年我国跨境资金流动变化的原因分析

人民币汇率市场化改革效果逐步显现。2014 年初，人民币对美元汇率延续 2013 年底的升值态势。1 月中旬的人民币汇率中间价、境内外交易价均创新高，境外市场人民币升值幅度更是明显快于境内，市场预期人民币汇率可能会进一步突破 6 元人民币/美元，进入“5”

时代。但2月中旬尤其是3月17日扩大人民币对美元浮动幅度以来，人民币汇率单边升值的走势被打破，双向波动明显增强，2至4月份境内外人民币对美元汇率均呈现一定幅度的贬值，5月后又转为升值，年底前再次出现贬值。同时，境内外价差也逐步收窄，汇率贬值预期有所增强（见图 1-11）。在汇率预期分化的情况下，市场主体相关财务运作开始做出适应性调整，二季度以来，企业结汇意愿减弱、购汇动机增强，前期的“资产本币化、负债外币化”操作逐步转向“资产外币化、负债去杠杆化”。2014年，银行各项外汇存款余额上升 1084 亿美元，较上年多增 2.8 倍；银行境内外汇贷款余额仅增加 204 亿美元，较上年少增 60%。

图 1-11 2014 年境内外即远期汇价的变动及差异



注：境外汇价(CNH)指香港市场人民币对美元即期价格，境内汇价(CNY)指境内银行间市场人民币对美元即期价格，CNY-CNY 负值说明境外人民币相对境内升值，正值说明境外人民币相对境内贬值。远期升值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。

数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

外部环境继续分化动荡。2013 年以来，发达经济体与新兴经济体经济走势呈现分化（见图 1-12），发达经济体内部也出现不平衡复苏，对主要国家货币政策、全球金融市场和国际资本流动的传导与影

响开始显现，最终导致了 2014 年国际经济金融环境的较大转变。首先，经济走势和货币政策分化推动美元走强。2014 年，美联储在国内经济向好的背景下逐步缩减购债规模，并于 10 月份正式结束量化宽松货币政策；欧元区和日本则继续实施非常规货币政策，使得美元指数涨势明显，尤其是 2014 年下半年累计升值 13%（见图 C1-1）。其次，实体经济和市场因素加剧国际大宗商品价格波动。由于中国等资源需求大国经济增速有所放缓，以及美元强势，大宗商品价格受到较大打压。2014 年，原油期货价格下跌 46%。工业金属价格指数回落 8%（见图 1-12）。最后，新兴经济体普遍承受了资金外流和货币贬值压力。在美元走强、大宗商品价格下跌、地缘政治冲突等多方面因素冲击下，使得经济增速业已放缓的新兴经济体雪上加霜，新兴市场货币指数整体下滑了 12%（见图 C1-1），部分国家更加严重。在此情况下，我国跨境资金流动中的贸易顺差与外汇供求背离加重，进出口顺差受进口价格回落等因素影响明显扩大，但美元债务去杠杆化等使得资本项下资金流出增多。

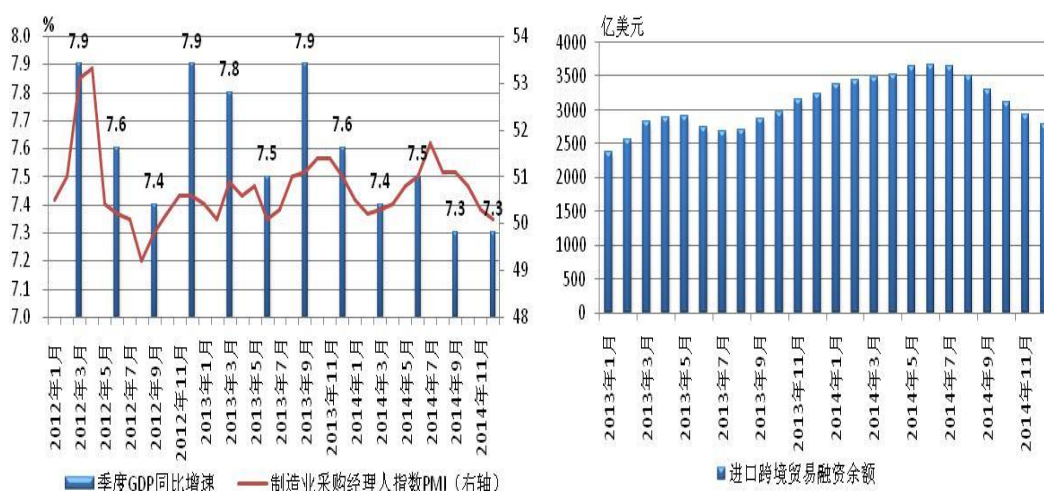
图 1-12 发达和新兴经济体增速及主要大宗商品价格



数据来源：国际货币基金组织，彭博资讯。

国内经济运行状况更加被市场关注。当前，我国经济发展进入新常态，由高速增长转向中高速增长，市场情绪也随之出现更多波动。2013年底2014年初，基于经济增长可能企稳的判断，市场情绪偏乐观。但下半年以来，我国经济增长进一步放缓至7.3%，官方制造业采购经理人指数（PMI）逐月回调，12月份降至50.1（见图1-13），市场开始担忧我国经济下行风险，同时房地产市场、地方政府债务、银行信贷资产质量等风险点也更多被市场炒作，跨境资金流入放缓、流出增多。这说明我国跨境资金流动已具有较强的顺周期性，与国内经济运行周期高度吻合。此外，在市场波动性加大的环境下，国内贸易融资领域开始出现一些风险事件，相关监管部门加强了针对大宗商品贸易融资的调查，境内外银行也出于对资产质量恶化的担忧，更加重视风险管理和控制，压缩甚至暂停了相关业务的开展，使得下半年银行海外代付、远期信用证等形式的跨境贸易融资余额整体由升转降（见图1-13）。

图 1-13 我国 GDP 增速、PMI 指数和进口跨境贸易融资情况



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

（四）跨境资金流动与外汇储备变动

沿用 2013 年《中国跨境资金流动监测报告》的做法，我们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。

据此测算，2014 年，我国交易形成的外汇储备增加 1188 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 4123 亿美元，波动性较大的跨境资金净流出达 2945 亿美元，与同期 GDP 之比为 2.8%（见表 1-1 和图 1-14）。其中，第一季度，稳定性较高和波动性较大的跨境资金净流入分别为 607 亿和 646 亿美元，对外储备增长的贡献率分别为 48%和 51%；第二至第四季度，稳定性较高的跨境资金净流入 3516 亿美元，不抵波动性较大的跨境资金净流出 3591 亿美元，外汇储备下降 70 亿美元。2014 年，波动性较大的跨境资金净流动规模相当于外汇储备变动额的 248%。但这并不改变从 2001-2014 年的较长时期看，我国外汇储备增长主要来源于与实体经济相关的贸易投资活动的结论，外汇储备增长基本可以用经常项目与直接投资差额来解释（见表 1-1）。2014 年，波动性较大的跨境资金净流出与 2012 年的净流出规模大体相当，但与同期 GDP 之比为 2.8%，较 2012 年下降了 0.8 个百分点，显示随着我国经济体量扩大，抵御资本流动冲击的能力进一步增强（见图 1-14）。

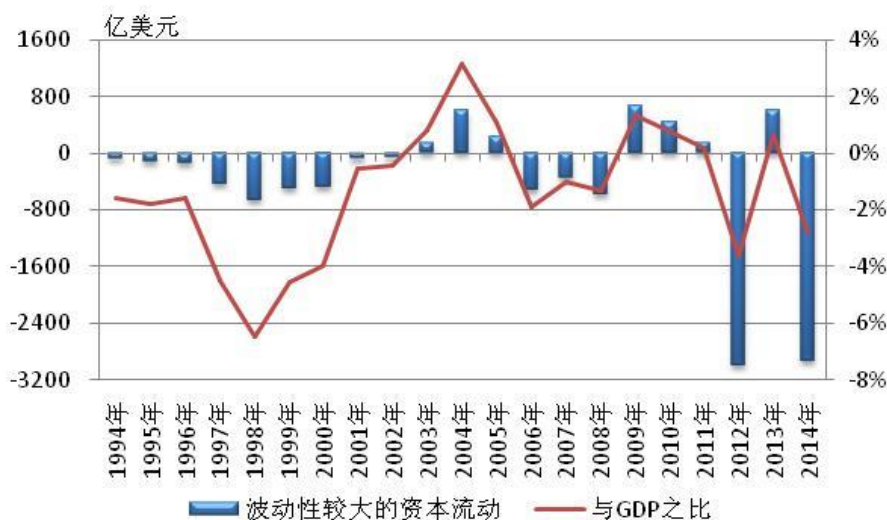
表 1-1 2001-2014 年我国跨境资金流动中的稳定性和波动性因素

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	3916	397%	-2994	-303%	987
2013年	3678	85%	605	14%	4327
2014年	4123	347%	-2945	-248%	1188
合计	42344	112%	-4695	-12%	37810

数据来源：国家外汇管理局（2014年为初步数）。

图 1-14 1994-2014 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。

专栏 2:

跨境资金究竟是流入还是流出

2014年11月17日，人民银行公布的10月份金融机构外汇占款较9月大增661亿元人民币；11月18日，国家外汇管理局公布10月份我国银行结售汇逆差1673亿元人民币。由于两个数据反映的结果截然相反，社会各界对于跨境资金呈现流入还是流出态势，变得非常困惑。那么，应该如何理解这两个数据的关系？

根据央行公布数据，外汇占款有两个口径：金融机构外汇占款与央行外汇占款。金融机构外汇占款由央行外汇占款和银行类金融机构的外汇占款合并组成。图 C2-1 显示，二者同步变动，但也有一定差异。目前，社会各界关注和报道较多的是金融机构外汇占款，比如2014年10月金融机构外汇占款较9月增加661亿元，而同期央行外汇占款仅增加20亿元。

图 C2-1 金融机构外汇占款与央行外汇占款数据比较

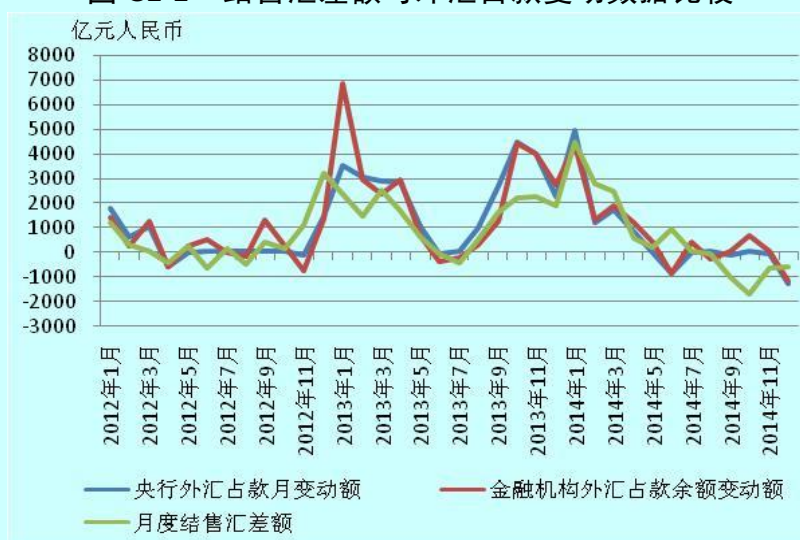


数据来源：中国人民银行。

结售汇差额是金融机构外汇占款的最主要组成部分，但两者存在一定差异，并导致两者变化不同步（见图 C2-2）。金融机构外汇占款反映了金融机构买入外汇占用的人民币资金。首先，结售汇交易会影响金融机构外汇占款。当非银行部门将外汇卖给银行，银行支付人民币时，就形成了金融机构外汇占款，有两种情形：如果银行将该部分外汇继续卖给央行，则表现为央行外汇占款；如果银行保留了这部分外汇，则表现为银行类金融机构外汇占款。其次，除了结售汇差额外，

金融机构还买入了其他外汇资金，主要包括：跨境人民币业务发展以来，一些境外金融机构直接进入我国银行间外汇市场开展的人民币对外汇交易；外汇储备在经营管理中产生和积累的外币形态收益，会不定期在银行间外汇市场卖出兑换为人民币。

图 C2-2 结售汇差额与外汇占款变动数据比较



数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行。

央行外汇占款和银行类金融机构外汇占款之间存在替代关系。在金融机构外汇占款总额确定的前提下，当央行与银行类金融机构之间叙做人民币与外汇交易时，会导致央行外汇占款和银行类金融机构外汇占款的反向变动。因此，在比对结售汇差额与央行外汇占款的差异时，需要考虑银行类金融机构外汇占款的变动。而银行类金融机构外汇占款与金融机构外汇信贷收支表中的外汇买卖数据可以比对，外汇买卖主要包括以下三部分内容：收付实现制的结售汇头寸、央行与商业银行叙做的货币掉期交易、商业银行以人民币购买外汇并以外汇形式缴存的人民币存款准备金。

表 C2-1 2012-2014 年度结售汇差额与外汇占款变动数据比较

单位：亿元人民币

年度	结售汇差额	差异数	金融机构外汇占款变动		
			合计	央行外汇占款	银行类金融机构外汇占款
2012年	5443	-497	4946	4281	665
2013年	16765	11005	27770	27600	170
2014年	7686	101	7787	6411	1376
合计	29893	10610	40503	38293	2210

数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行。

总之，银行结售汇差额数据与外汇占款变动数据虽然关系非常密切，却不能简单比对。若要比对结售汇差额数据与金融机构外汇占款变动数据，必须考虑外汇储备收益、境外金融机构交易等；若要进一步比对结售汇差额数据与央行外汇占款变动数据，则还必须考虑银行类金融机构外汇占款的变化。判断我国跨境资金流动状况，应重点关注结售汇数据。在当前我国人民币外汇衍生品市场欠发达的情况下，即远期结售汇差额（剔除远期结售汇履约的重复计算部分后），大体能够反映银行间市场以外的外汇供求状况（见以下公式推理）。

$$\text{即远期结售汇差额} = \text{即期结售汇差额（包括银行代客和自身结售汇）} + \text{远期结售汇差额（签约）} - \text{远期结售汇差额（履约）} \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{期初未到期远期结售汇差额} + \text{远期结售汇差额（签约）} - \text{远期结售汇差额（履约）} = \text{期末未到期远期结售汇差额} \dots\dots\dots (2)$$

$$\text{由公式（2）可得出：远期结售汇差额（签约）} - \text{远期结售汇差额（履约）} = \text{期末未到期远期结售汇差额} - \text{期初未到期远期结售汇差额} = \text{未到期远期结售汇差额变动额} \dots\dots\dots (3)$$

$$\text{将公式（3）代入公式（1）可得出：即远期结售汇差额} = \text{即期结售汇差额} + \text{未到期远期结售汇差额变动额} \dots\dots\dots (4)$$

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

货物贸易占跨境收付比重降低，但仍是跨境资金净流入的主要来源。2014年，我国货物贸易（按可比口径³，下同）跨境收入较2013年增长6%，跨境支付增长10%；收付总额4.24万亿美元，增长8%，增速与2013年持平。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64%，较2013年占比下降4个百分点；货物贸易跨境收付顺差762亿美元，较2013年下降47%，但相当于全部跨境收付顺差的1.9倍，而2013年货物贸易跨境收付顺差仅占全部跨境收付顺差的74%（见图2-1）。

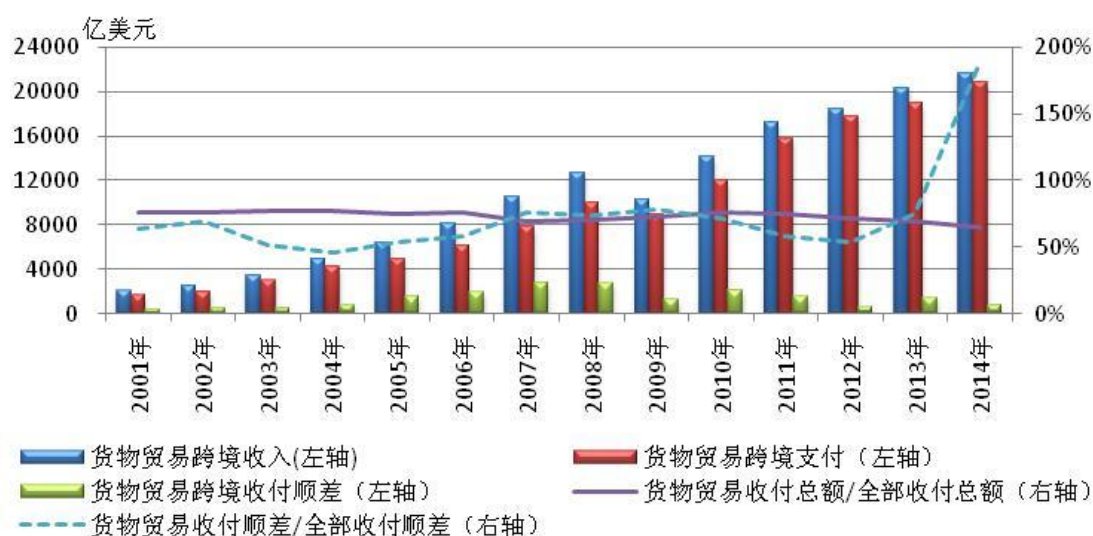
出口收款比例稳定，进口付款比例上升。2014年，货物贸易跨境收入与出口（即出口收入率）之比为92%，与2013年持平；货物贸易跨境支付与进口之比（即进口支付率）为106%，较2013年上升9个百分点。

货物贸易是非银行部门结售汇的主要项目，也是结售汇顺差减少

³ 2014年5月份，外汇局按照国际收支手册第六版的标准，调整了货物贸易涉外收支统计数据，加入转口贸易数据，去掉来料和出料加工贸易工缴费数据，但这与海关统计口径不一致。因此，“可比口径”是指将上述调整还原后的数据。

的重要来源。2014年，我国货物贸易结汇较2013年增长2%，售汇增长16%；货物贸易结售汇总额2.58万亿美元，增长8%，占非银行部门结售汇总额的73%，与2013年持平。全年，货物贸易结售汇顺差3481亿美元，是非银行部门结售汇总顺差的2.2倍；货物贸易结售汇顺差较2013年减少1266亿美元，下降27%，占非银行部门结售汇顺差减少额的54%（见图2-2）。

图 2-1 2001-2014 年货物贸易跨境收付情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-2 2002-2014 年货物贸易结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

出口结汇率波动中下降，进口售汇率保持升势。2014年，货物贸易结汇与出口之比（即出口结汇率）为63%，较2013年下降2个百分点；货物贸易售汇与进口之比（即进口售汇率）为57%，较2013年上升8个百分点。全年，非银行部门货物贸易结售汇顺差（顺收）低于进出口顺差（顺差）340亿美元（见图2-3）。一季度，出口结汇率维持高位，进口售汇率保持在较低水平（低于50%），货物贸易顺收大于进出口顺差月均514亿美元；二季度，出口结汇率和进口售汇率趋于一致，顺收小于顺差月均37亿美元；下半年，出口结汇率总体下降，而进口售汇率稳步上升，顺收顺差背离程度加大，顺收小于顺差月均295亿美元（见图2-4）。

图 2-3 2002-2014 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 2-4 2014 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。

银行贸易融资去杠杆化是货物贸易结售汇顺差下降的主要原因。

2014 年，包括银行自身和非银行部门的货物贸易结售汇顺差 3176 亿美元，较 2013 年下降 1096 亿美元，下降了 26%。从顺差下降的构成看，银行融资去杠杆化为货物贸易结售汇顺差下降贡献了 232%。从顺差增长的构成看，进出口顺差增加了 1231 亿美元，对货物贸易结售汇顺差增加的贡献率为 112%；购汇偿还贸易相关外汇贷款导致顺差增加 169 亿美元，对货物贸易结售汇顺差增加的贡献率为 15%（见表 2-1）。从各月变动情况看，进出口顺差在波动中迅速增大，并保持在高位；货物贸易跨境人民币净支付呈逐月下降趋势，并在 9 月份以后转为净流入；银行贸易融资不断去杠杆化，尤其是人民币汇率波幅扩大后，这种情况更加明显。1-3 月份，货物贸易跨境人民币净支付成为影响货物贸易结售汇顺差的主要影响因素，贡献了 58%，而进出口顺差对货物贸易结售汇顺差的贡献率较小，仅为 11%，其中 2 月份

受春节因素影响还出现了逆差。5-12月，进出口顺差始终保持在300亿美元以上的水平，峰值高达545亿美元，且始终大于货物贸易结售汇顺差，月均差距263亿美元，对货物贸易结售汇顺差的贡献率高达255%（见图2-5）。

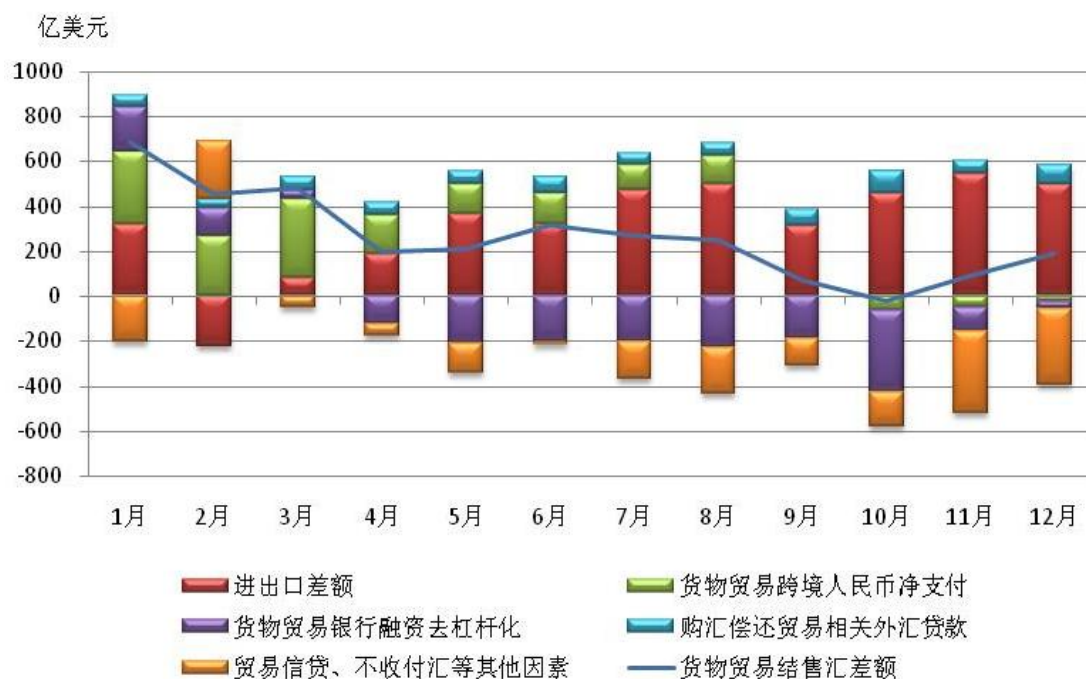
表 2-1 2014 年全口径货物贸易结售汇差额主要形成因素及变动贡献率

主要形成因素	2014 年	单位：亿美元，%	
		较 2013 年 变动额	变动 贡献率
货物贸易结售汇差额	3176	-1096	100%
进出口差额	3821	1231	-112%
货物贸易跨境人民币净支付	1474	17	-2%
货物贸易银行融资去杠杆化	-1305	-2543	232%
购汇偿还国内外汇贷款（贸易相关）	784	169	-15%
贸易信贷、不收付汇等其他因素	-1598	30	-3%

注：货物贸易银行融资去杠杆化包括银行境内外汇存贷款变动额和银行跨境贸易融资变动额。

数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署。

图 2-5 2014 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。

专栏 3:

融资套利可能并非 2014 年中贸易异常变化的主要动因

海关数据显示,2014 年下半年以来我国外贸进出口增速有所加快,尤其是 9、10 月份进出口同比分别增长 11.3%和 8.4%,处于 2013 年 5 月以来的高位,其中贵金属进出口大幅跳升。市场有观点认为,2013 年初的虚构贸易融资套利可能卷土重来。但从数据表现来看,我国贸易融资套利的情况并不普遍。

总量数据显示市场正处于负债去美元化进程中。2014 年下半年以来企业先后减少境内外汇贷款和进口跨境融资。其中,2014 年上半年境内外汇贷款余额增加 603 亿美元,下半年为下降 399 亿美元;进口跨境融资余额由上半年的增加 428 亿美元,转为下半年的减少 877 亿美元。而且,企业当前出口少收、进口多付的市场行为,也不支持融资套利卷土重来的猜测。2014 年下半年出口收入率(即可比口径的货物贸易跨境收入/海关出口)为 86%,远低于上半年的 100%,且处于历史较低水平;而下半年进口支付率(即货物贸易跨境支付/海关进口)为 104%,一直处于历史高位。

细项数据显示当前贸易融资套利明显下降。2013 年初,贸易融资套利行为较为活跃,一季度货物贸易项下跨境资金月均净流入相当于同期进出口顺差的 1.6 倍;而 2014 年下半年,货物贸易项下跨境资金月均净流入仅相当于同期进出口顺差的 18%。再以铜等大宗商品为例,跨境收付及海关进出口数据显示,2013 年一季度铜的贸易融资净额(即净付汇小于净进口的金额)约为 50 亿美元,贸易融资率为 89%;但 2014 年下半年以来,铜的贸易融资率明显下降,三季度降至 2%,四季度甚至转为负值(见图 C3-1)。

贸易融资套利活动减少是市场理性的、有序的调整。随着人民币汇率双向波动明显增强、美元汇率走强、大宗商品价格下跌,以及境内外利差收窄,以前稳赚不赔的套取本外币和境内外利差的交易均承受了较大风险。2014 年 6 月份某地贸易融资事件,更是一次生动的风险教育。此后,监管部门收紧了相关政策,部分银行压缩甚至暂停了相关业务的开展,境外银行由于担心融资产品违约问题也减少了相关业务,市场主体已开始从中汲取经验或教训。

图 C3-1 2012 年以来铜的贸易融资情况



数据来源：国家外汇管理局，海关总署。

贸易融资套利如果背离主业、放大杠杆，是脱实向虚，扰乱市场秩序，干扰宏观决策，加剧跨境资金大进大出的风险。因此，银行应严格按照“了解客户、了解业务和尽职审查”的要求，更加重视风险管理和控制，加强对客户办理相关业务真实性的审查；企业应集中精力做好主业，同时树立正确的财务风险意识，适度举债并对汇率敞口进行套保；监管机构将根据国家关于支持外贸稳定增长的总体部署，加强对跨境贸易和外汇融资行为的监管，完善逆周期的宏观审慎性政策措施，同时与其他部门加强配合，继续严厉打击虚构贸易背景、使用虚假单证进行套利交易的违规行为，维护正常的外汇市场和外贸经营秩序。

（二）服务贸易

服务贸易项下跨境资金流动继续平稳增长。2014 年，服务贸易跨境收入 1676 亿美元，较 2013 年增长 7%；支出 3010 亿美元，增长 15%；跨境收付总额 4685 亿美元，增长 12%，占整个跨境收付总额的 7.1%，占比继续延续缓慢下降的态势，较 2013 年下降 0.2 个百分点（见图 2-6）。服务贸易结汇 1242 亿美元，下降 7%；售汇 2968 亿

美元，增长 15%；结售汇总额 4210 亿美元，增长 7%，占整个结售汇总额的 11%，占比较 2013 年下降 1 个百分点（见图 2-7）。

图 2-6 2010-2014 年服务贸易跨境收付情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-7 2010-2014 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继续保持快速增长。2014 年，净支付 1334 亿美元，较 2013 年增长 25%（见图 2-6）。从总量上看，服务贸易项

下跨境支出增长速度高出收入增长速度 8 个百分点，导致服务贸易逆差进一步扩大，较 2010 年增长 7.5 倍。从结构上看，服务贸易跨境收付逆差主要来自旅游，达到 1643 亿美元，较 2013 年扩大 17%（见表 2-2），体现了我国居民收入增长、境外签证等跨境交流手续更加便利、消费需求稳步提高等因素的综合影响。这与出境旅游人数的稳步增长情况也基本一致，据旅游局公布，2014 年出境旅游人数 1.1 亿人次，较 2013 年增长 12%。

表 2-2 2014 年服务贸易跨境收付和结售汇主要项目统计表

单位：亿美元

	跨境收入	跨境支出	跨境收支差额	结汇	售汇	结售汇差额
服务贸易	1676	3010	-1334	1242	2968	-1725
其中：运输	375	459	-84	185	193	-7
旅游	58	1702	-1644	321	2231	-1910
金融和保险服务	48	36	12	7	15	-8
知识产权使用费	7	225	-218	8	122	-114
其他服务	1188	588	600	720	406	315

数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易结售汇逆差大幅增加。2014 年，净售汇 1725 亿美元，较 2013 年增长 39%（见图 2-7）。服务贸易结汇意愿下降是结售汇逆差扩大的主要原因。2014 年，服务贸易结汇与收入之比（即服务贸易结汇率）为 74%，较 2013 年下降 12 个百分点；服务贸易售汇与支出之比（即服务贸易售汇率）为 99%，增长 1 个百分点（见图 2-8）。这继续反映了近年来人民币汇率预期分化的趋势，境内居民个人持汇意愿增强，结汇意愿下降。

图 2-8 2010-2014 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。

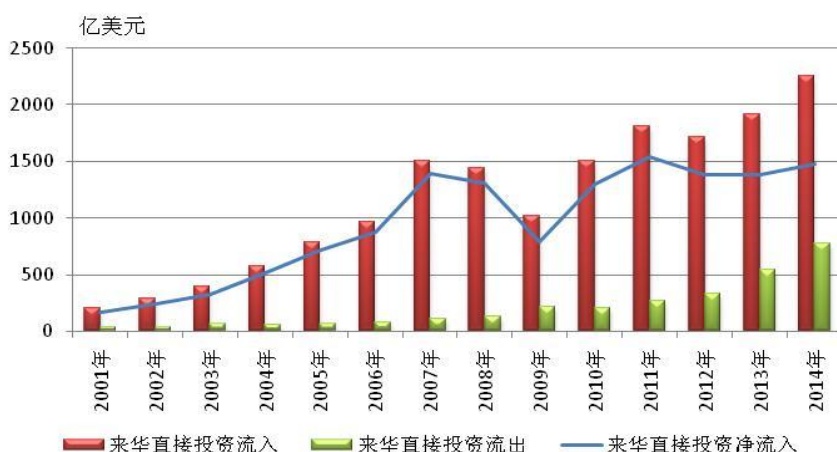
（三）直接投资⁴

1. 来华直接投资

来华直接投资净流入较上年增长。2014 年，来华直接投资流入 2250 亿美元，较 2013 年增长 17%；流出 776 亿美元，增长 44%；净流入 1474 亿美元，增长 7%（见图 2-9），我国仍是外国直接投资的重要目的地。其中，投资资本金净流入 1236 亿美元，增长 3%，占整个来华直接投资净流入的 84%，占比较上年下降 3 个百分点；股东贷款等债务往来净流入 238 亿美元，增长 29%，占比 16%，较上年增长 3 个百分点。同期，外商直接投资企业利润汇出 791 亿美元，减少 8%，反映境外直接投资者对华投资信心基本稳定，未现抽离资金情形（见图 2-10）。

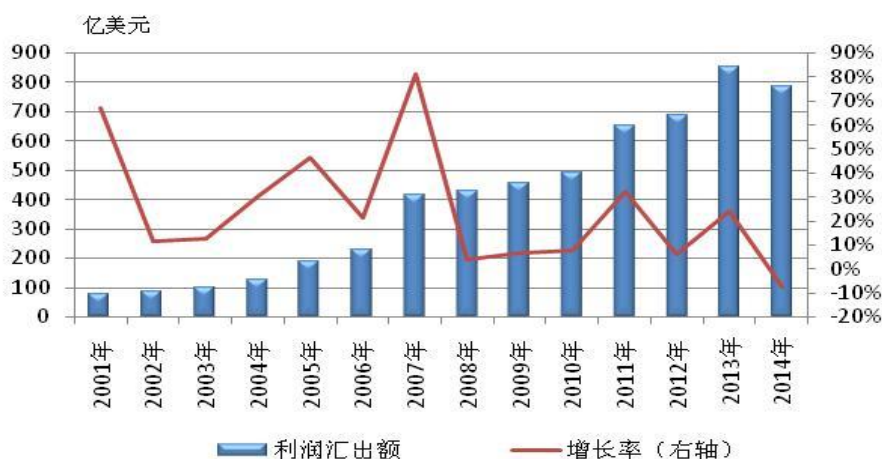
⁴ 除特别标注外，本节所称直接投资指非银行部门直接投资，包括境内非银行部门和境外与其存在直接投资关系的关联机构或个人间的投资资本金、借贷往来等流入及流出情况；数据来源于国家外汇管理局国际收支统计监测系统。

图 2-9 2001-2014 年来华直接投资情况



数据来源：国家外汇管理局。

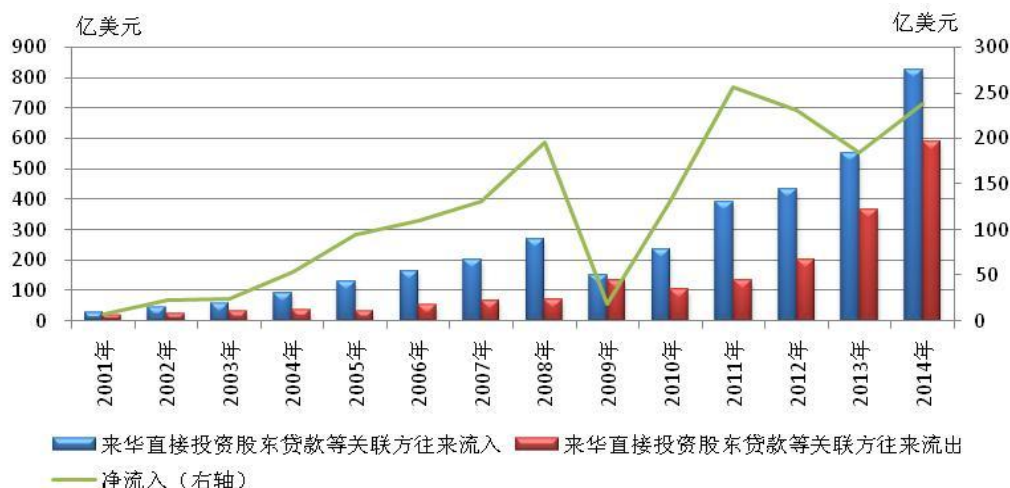
图 2-10 2001-2014 年来华直接投资企业利润汇出情况



数据来源：国家外汇管理局。

股东贷款等关联方往来呈现快进快出。2014 年，与境外股东等关联方往来净流入较上年增长 29%，较资本金净流入增幅高出 26 个百分点。境内外关联方往来双向流动频繁，是造成来华直接投资流入流出较快增长的重要原因。全年，流入 827 亿美元，增长 50%；流出 589 亿美元，增长 60%（见图 2-11）。关联方资金往来大增，一方面是因为跨国公司外汇集中运营政策推出以及跨境人民币业务不断扩大，为跨国公司集中调配境内外资金提供了便利；另一方面反映了在当前国内外形势下，境外股东增资扩股有所放缓，而债务性投资上升。

图 2-11 2001-2014 年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。

来华直接投资是人民币回流的重要渠道。2014 年，非银行部门来华直接投资中，人民币流入 935 亿美元，增长 64%，币种占比由上年的 30% 上升至 42%；流出 393 亿美元，增长 1.05 倍，币种占比由上年的 36% 上升至 51%；人民币净流入 542 亿美元，增长 43%，币种占比由上年的 27% 上升至 37%。人民币资金主要通过股权注资和境外母公司贷款渠道流出入，且流入规模大于撤资或偿还境外贷款流出规模，是来华直接投资人民币净流入增长的主因。2014 年，外商直接投资企业对境外母公司的人民币放款快进快出，但全年对外人民币债权净增量反较上年下滑 1%。

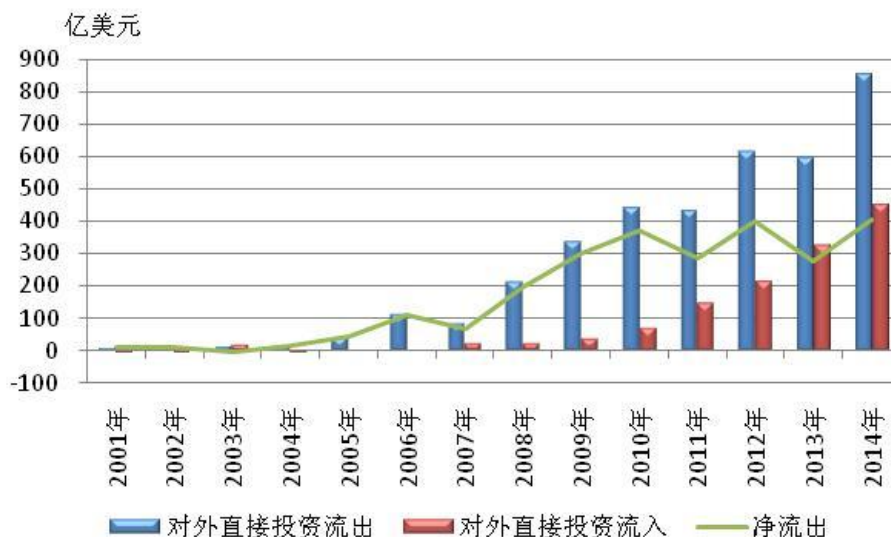
2. 对外直接投资

对外直接投资净流出大幅增长⁵。2014 年，我国非银行部门对外直接投资流出 854 亿美元，较上年增长 43%；流入 451 亿美元，增长 39%；净流出 404 亿美元，增长 48%（见图 2-12）。2014 年，我国企

⁵ 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。

业持续“走出去”，对外投资形式更趋多样化，已从对外股权投资占八九成，转为股权投资和股东贷款等关联方往来六四开。2014年，两者分别净流出241亿和162亿美元。

图 2-12 2001-2014 年我国对外直接投资情况



数据来源：国家外汇管理局。

境内外关联方往来净流出大幅上升。2014年，非银行部门对外直接投资流出中，投资资本金流出418亿美元，较上年增长15%，占比从上年的61%下降至49%；与境外关联方的贷款往来流出436亿美元，增长86%，占比从上年的39%上升至51%，其中八成为境内母公司对境外子公司贷款流出。流入方面，投资资本金撤资回流176亿美元，增长4%，占比从上年的52%下降至39%；与境外关联方贷款往来流入274亿美元，增长78%，其中近六成为境内母公司收回对境外子公司的贷款。全年，境内外关联公司往来净流出162亿美元，较上年增长1倍，主要是境内母公司对境外子公司贷款净增197亿美元所致。

人民币形式的对外直接投资流出入趋于活跃。2014年，非银行

部门对外直接投资中，人民币流出 190 亿美元，较上年增长 1.3 倍，流出额在所有币种中的占比由上年的 14% 上升至 22%。其中，人民币关联公司贷款流出较上年增长 1.9 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 20% 上升至 31%。人民币对外直接投资流入 124 亿美元，增长 1.3 倍，币种占比由上年的 17% 上升至 28%。全年人民币对外直接投资净流出 66 亿美元，增长 1.4 倍，占整个对外直接投资净流出的 16%，占比较 2013 年上升了 6 个百分点。

（四）证券投资

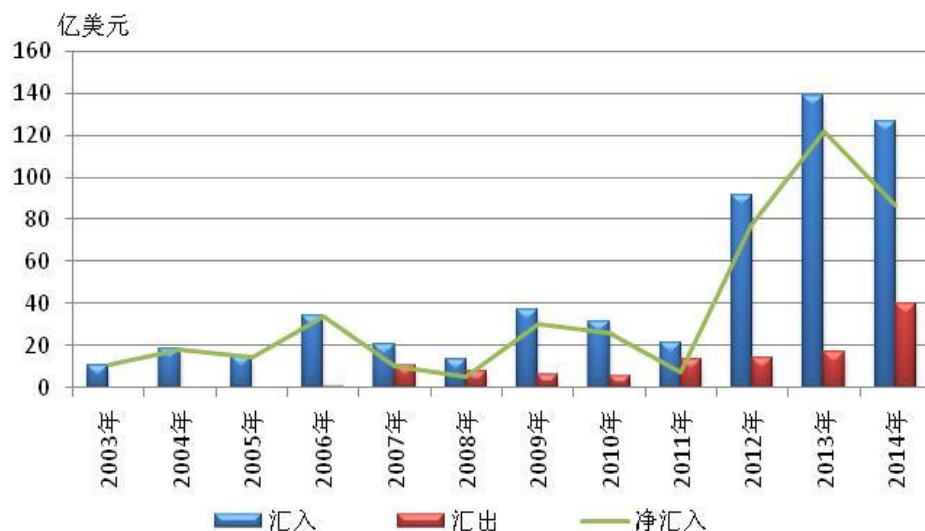
1. 合格境外机构投资者（QFII）项下资金流动状况

QFII 审批额度进一步增加。2014 年，新增机构 33 家，新增额度 172 亿美元，较上年多增 40%。截至 2014 年底，累计批准 261 家 QFII 机构共计 669 亿美元的境内证券投资额度。

QFII 机构资金净汇入规模高位回落。2014 年，汇入资金 127 亿美元，较 2013 年下降 9%；汇出资金 40 亿美元，达历史最高水平，增长 135%；净汇入资金 87 亿美元，下降 29%（见图 2-13）。从月度数据看，2014 年前 11 个月均呈现资金净汇入，三季度为年内高点，进入四季度后月度净汇入规模迅速回落，12 月份转为净汇出，这主要是因为部分 QFII 机构出于风险敞口管理的需要，在投资 A 股达到一定收益时主动退出市场，换持现金或固定收益类产品，或者汇出境外以实现投资收益（见图 2-14）。截至 2014 年底，QFII 机构累计汇入投资资金 576 亿美元，累计汇出资金 102 亿美元，累计净汇入资金

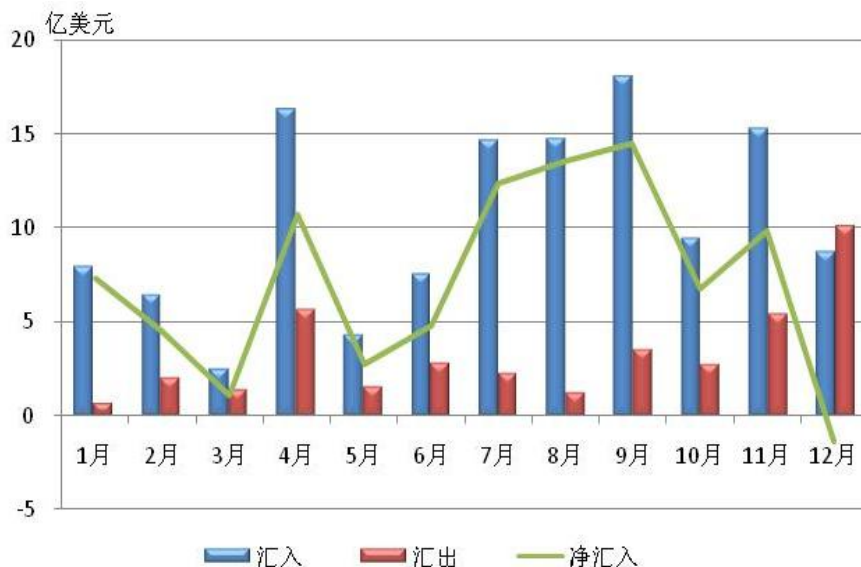
474 亿美元。

图 2-13 2003-2014 年 QFII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-14 2014 年各月 QFII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

QFII 资产配置仍偏好股票资产。 由于 2014 年下半年境内 A 股市场出现了持续上涨，且 QFII 进出股票市场相比银行间债券市场更为便利，因此 QFII 机构继续保持较高的股票投资比例。截至 2014 年底，QFII 总资产中股票资产的比例超过七成，债券类约占一成，银

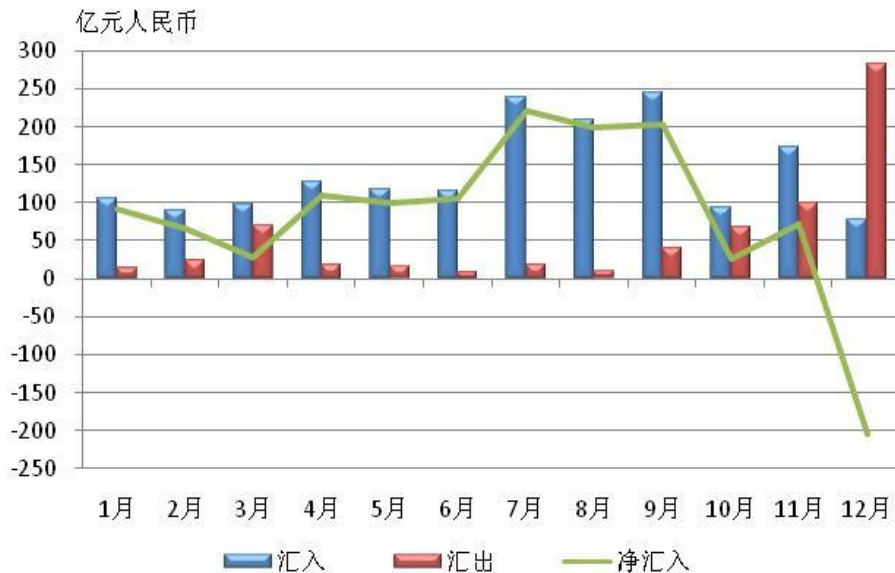
行存款、基金及其它类合计约占两成。

2. 合格人民币境外机构投资者（RQFII）项下资金流动状况

RQFII 审批额度较快增长。2014 年，新增机构 43 家，新增额度 1422 亿元，较上年多增 57%。截至 2014 年底，RQFII 试点已扩大到境外 10 个国家和地区，可投资额度达 8700 亿，累计已批准了 95 家 RQFII 机构共计 2997 亿元人民币的证券投资额度。

RQFII 项下资金流动规模创新高。2014 年，RQFII 项下汇入资金 1697 亿元，增长 344%；汇出资金 676 亿元，增长 153%；净汇入资金 1020 亿元，增长 791%。在“沪港通”交易机制带来的替代效应和机构获利离场作用下，12 月份 RQFII 项下首次出现净流出约 200 亿元（见图 2-15）。截至 2014 年底，RQFII 机构累计汇入投资资金 2638 亿元，累计汇出资金 974 亿元，累计净汇入资金 1664 亿元。

图 2-15 2014 年各月 RQFII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

3. “沪港通”机制资金流动状况

“沪港通”资金流动以“北上”为主。沪港通于 2014 年 11 月 17 日正式开通。截至 12 月底，跨境资金通过该项机制自香港净流入至内地约 99 亿美元，其中通过“沪股通”资金从香港流入内地 114 亿美元，通过“港股通”从内地流出至香港 15 亿美元。

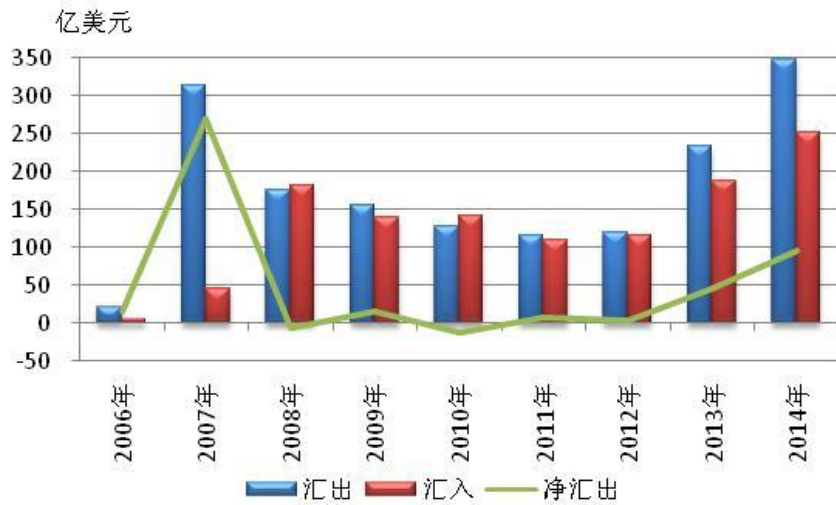
“沪港通”交易机制带来替代效应。由于“沪港通”交易机制相对灵活，且成本较低，导致部分境外投资者从 RQFII 撤出资金，转向通过沪港通投资 A 股。

4. 合格境内机构投资者（QDII）项下资金流动状况

QDII 审批额度略有调减。2014 年，新批 QDII 对外投资额度 197 亿美元，比上年多增 52%；因额度不足回收 QDII 投资额度 207 亿美元，比上年多收回 44%。截至 2014 年底，累计批准 127 家 QDII 机构共计 833 亿美元的证券投资额度，比上年减少 9 亿美元。

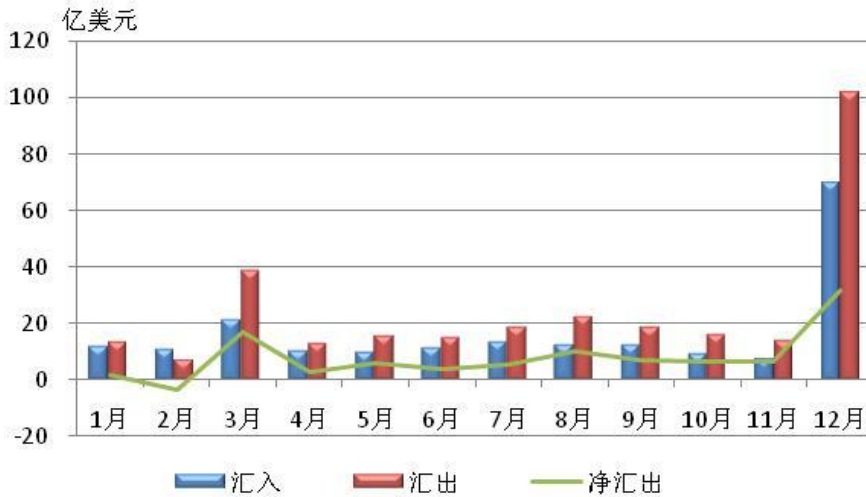
QDII 机构资金净汇出保持较快增长。2014 年，汇出 347 亿美元，增长 48%；汇入 252 亿美元，增长 34%；净汇出 95 亿美元，增长 111%，为 2008 年国际金融危机以来的新高，反映了随着海外资本市场持续上涨，境内对外证券投资热情有所回暖（见图 2-16）。从月度数据看，QDII 项下资金汇入和汇出波动整体较为平稳，但 12 月份出现了较大规模的汇出，净汇出 32 亿美元，为年内最高（见图 2-17）。主要原因，一是 QDII 机构不断拓展海外市场，境外投资项目逐步增多；二是人民币汇率有所走低，一定程度刺激了境内主体资产多元化的进程。截至 2014 年底，QDII 机构累计汇出资金 1610 亿美元，汇入资金 1191 亿美元，净汇出资金 419 亿美元。

图 2-16 2006-2014 年 QDII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-17 2014 年各月 QDII 资金汇出入情况



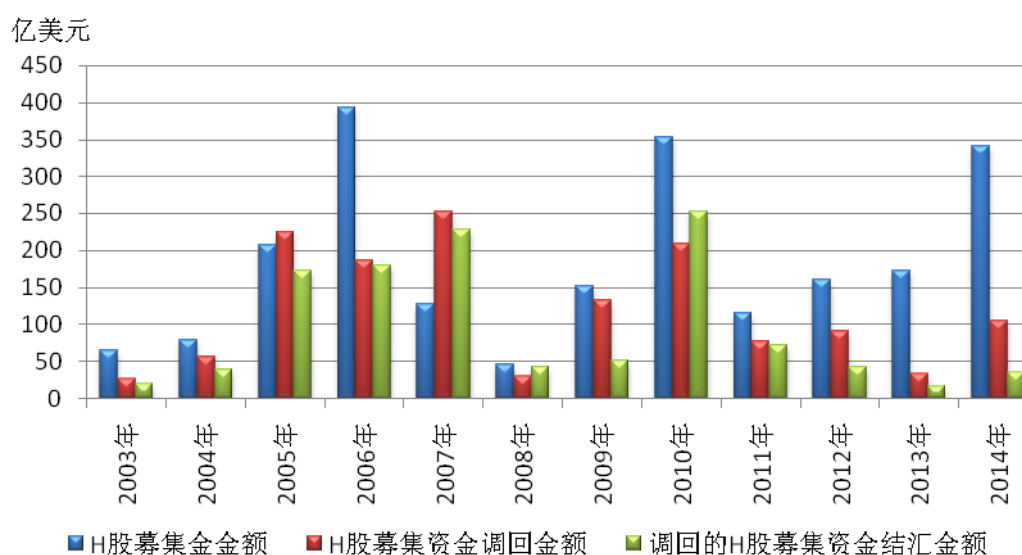
数据来源：国家外汇管理局。

QDII 机构海外资产配置日趋多元化。截至 2014 年末，QDII 资产配置中，股票资产存量仍处首位（占比 50%），较 2013 年下降约 6 个百分点；其次是基金（占比 23%），增加约 1 个百分点；银行存款（占比 8%）减少 1 个百分点；其它资产包括黄金、石油、房地产等（占比 19%）变化较大，增加约 6 个百分点。

4. 境内企业境外上市筹资

境内企业境外上市筹资规模明显增长。2014 年，境内企业境外上市外资股（H 股）筹资规模、资金调回及结汇规模均大幅增长。据证监会统计，2014 年境外上市外资股（H 股）筹资规模为 342 亿美元，较 2013 年增长 73%。据外汇局统计，2014 年境外上市项下共调回资金 105 亿美元，增长 212%；结汇资金 35 亿美元，增长 108%。2003 年至 2014 年累计筹资 2211 亿美元，调回 1424 亿美元，结汇 1153 亿美元（见图 2-18）。

图 2-18 2003-2014 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。

专栏 4:

阿里巴巴不含在我境内企业境外上市统计中

2014 年，阿里巴巴在美上市 IPO 融资额达 250 亿美元，而我国统计的当年境外上市外资股（H 股）筹资规模为 342 亿美元，后者并不包含阿里巴巴这类公司海外上市募集的资金。

境内企业境外上市的统计对象是指在中国大陆注册的法人机构，而非中国背

景的公司。目前，国内企业海外上市有两种途径：一是经证监会批准直接在海外上市，也称 H 股公司；二是红筹模式，即国内企业股东首先在境外或港澳台地区注册一家特殊目的公司 SPV，通过收购或协议方式控股国内企业，SPV 再从境外证券市场上市，也称红筹公司。本文所及境内企业境外上市是指前一种情况，即境内注册公司直接在海外上市。

2014 年，在纽约证券交易所上市的阿里巴巴是 Alibaba Group Holding Ltd，该公司注册在开曼群岛，实际是特殊目的公司。统计口径上，该公司是境外企业而非境内企业，因此不属于境内企业海外上市范畴。据有关资料显示，2014 年中国企业以红筹模式在美国纳斯达克和证交所挂牌上市筹资金额达 254 亿美元，除阿里巴巴外，还包括京东商城、聚美优品、迅雷、陌陌等 14 家企业⁶。2014 年，真正属于境内企业境外上市且筹资规模排前三的企业是中国银行、工商银行和中国平安，筹资金额分别为 65 亿、56 亿和 47 亿美元，这均包含在 342 亿美元的统计规模之内。

无论哪种形式的海外上市企业，在符合商务部、证监会以及外汇局有关政策规定的情况下，均可将筹集资金留存境外或汇回国内结汇使用。对于红筹模式企业，境外募股资金汇回境内的主要渠道有返程投资、收回境外放款及股东贷款。相应地，其境外募集资金的调回，不是直接统计在证券投资项下，而是根据具体交易行为记录在外来直接投资或其他投资项下。

（五）外债

截至 2014 年 9 月末，我国外债余额为 8948 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 5613 亿美元，企业间贸易信贷余额为 3335 亿美元；中长期外债（剩余期限）余额为 1859 亿美元，短期外债余额为 7090 亿美元。2014 年前三季度，我国外债变动呈现以下特点：

⁶ 资料来源：毕马威会计师事务所，《2014 年中国公司赴美 IPO 回顾》，2015 年 2 月 3 日。

外债总规模小幅增长。2014年9月末，外债余额较上年末增加317亿美元，增长4%，较2013年增速下降13个百分点。其中，登记外债增加347亿美元，较上年末增长7%；贸易信贷余额减少30亿美元（见图2-19）。外债增长主要来自外商投资企业及外资金融机构，分别较上年末增长12%和15%，对登记外债余额增长的贡献率分别为52%和28%。其中，外资金融机构登记外债增长，主要来自境外同业拆借和非居民存款外债余额增加；外商投资企业外债增长，主要来自企业境外金融机构贷款等外债余额增长。

图 2-19 2002-2014 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。

短期外债占比与上年末基本持平。2014年9月末，短期外债（包括登记短期外债和贸易信贷）余额为7090亿美元，占比79%，较上年末上升1个百分点（见图2-20），与上年基本持平。短期外债增长主要来自中资金融机构非居民存款增加、企业境外金融机构贷款和中长期转短期外债余额增加。我国短债比重虽然较高，但外债警戒指标等均在国际警戒标准以内（见表2-3），我国债务总体安全。

图 2-20 2001-2014 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。

表 2-3 2013 年末我国外债警戒指标情况

外债警戒指标	我国情况 (2013 年末)	国际安全线
债务率 ⁷	35.6%	100%
负债率 ⁸	9.1%	20%
偿债率 ⁹	1.6%	20%
短期外债与外汇储备的比例	17.7%	100%

数据来源：国家外汇管理局。

与对外贸易相关的短期外债略有下降。2014 年 9 月末，与贸易有关的信贷占短期外债（剩余期限）余额的 66%，较上年末下降 5%，其中银行短期贸易融资较去年末下降 14%，主要是由于人民币单边升值转为双向波动，以及受虚假贸易融资事件影响，银行加强了贸易融资管理。因此，外债总体安全不能替代个体安全。在人民币汇率已步入双向波动常态化的背景下，微观主体在借入外债时，应有效控制风

⁷ 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。

⁸ 负债率：年末外债余额与当年国内生产总值的比率。

⁹ 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。

险，建立严格的财务纪律，避免由于货币错配导致的汇率风险，以及由于期限错配导致的流动性风险。

（六）银行部门

1. 银行自身结售汇状况

银行自身结售汇逆差缩小。2014年，银行自身结售汇交易为1311亿美元，较上年下降45%，相当于非银行部门结售汇总额的4%；自身结售汇逆差306亿美元，较上年收窄74%，相当于非银行部门结售汇顺差的20%，使得银行结售汇总顺差降至1258亿美元（见表2-4）。

表2-4 银行自身及银行代客结售汇

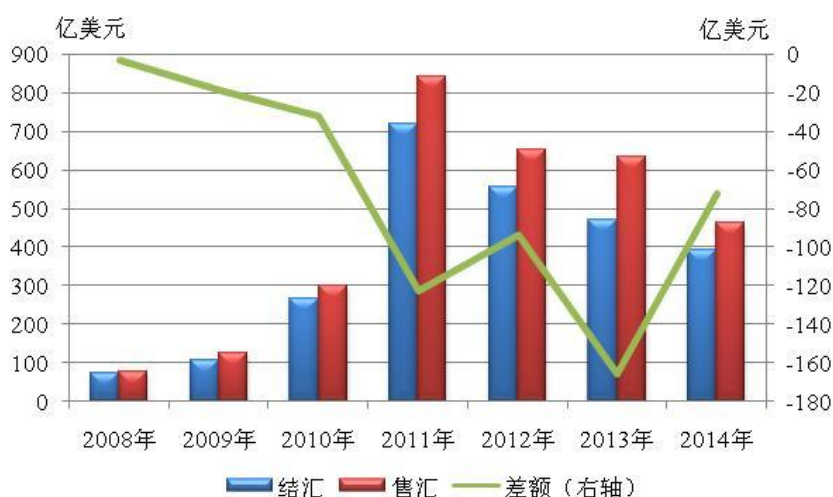
单位：亿美元

交易部门	2014年				2013年			
	结汇	售汇	总额	差额	结汇	售汇	总额	差额
银行自身	502	808	1311	-306	585	1780	2365	-1195
银行代客	18456	16892	35348	1564	18244	14347	32591	3897
合计	18958	17700	36659	1258	18829	16126	34955	2702

数据来源：国家外汇管理局。

2014年，银行自身结汇502亿美元，较上年下降14%。分交易项目看，受银行利润结汇上升等因素影响，经常项下银行自身结汇上升48%；资本与金融项下银行自身结汇下降23%，主要是银行其他投资大幅下降导致。银行自身购汇808亿美元，较上年大幅下降55%，主要原因是资本与金融项下银行购汇下降较多。其中，受境内贵金属投资降温影响，银行贵金属汇率敞口平盘需求下降。2014年，贵金属汇率敞口平盘规模为854亿美元，较上年下降23%，占银行自身结售汇总额的65%；贵金属汇率敞口平盘引起的银行自身净售汇为72亿美元，上年为166亿美元（见图2-21）。

图 2-21 2008-2014 年贵金属汇率敞口平盘情况



数据来源：国家外汇管理局。

2. 银行部门外汇资金来源与运用

银行外汇资金来源与运用增加。2014 年，银行外汇资金来源与运用增加约 1490 亿美元（见图 2-22）。受人民币双向波动影响，银行外汇资金来源与运用结构波动较大。从资金来源看，境内存款增加约 1135 亿美元，境外负债增加约 336 亿美元，外汇买卖及其他资金来源增加约 19 亿美元，分别较上年多增 876 亿、少增 186 亿和多增 207 亿美元，企业结汇意愿下降导致银行境内外汇存款增加较多。从资金运用看，国内外汇贷款增加约 200 亿美元，境外贷款及其他境外资产分别增加约 382 亿和 908 亿美元，分别较上年少增 321 亿、30 亿和多增 1248 亿美元。

国内外汇贷存比小幅增长后大幅回落。2014 年前 4 个月，国内银行（剔除政策性银行）外汇贷存比延续了 2013 年末 94% 左右的高位水平；自 5 月份以来，外汇贷存比逐月下降，12 月末为 76%（见图 2-23）。受人民币汇率双向波动影响，2014 年全年外汇存款水平较

高，由年初的 4282 亿美元上升至 8 月末的 5868 亿美元，9 月份后持续小幅回落。这主要反映了随着外汇存款回升，境内外汇流动性改善，境内外币利差收窄，企业调整了境内存高息外汇、境外借低息美元的套利交易策略。全年银行外汇存款月均 5275 亿美元，较上年增长 24%。

图 2-22 2002-2014 年银行外汇资金来源与运用情况



数据来源：中国人民银行。

图 2-23 2002-2014 年银行外汇贷存比变动情况



注：剔除了政策性银行。
数据来源：中国人民银行。

银行外汇资金由净流入转为净流出。不考虑对外贷款，2014 年银行外汇资金净调出 528 亿美元，2012 年和 2013 年分别为净调入 46

亿和 862 亿美元，2011 年为净调出 166 亿美元（见图 2-24）。按季度分析，2014 年一季度为净调入 283 亿美元，第二、三季度分别为净调出 628 亿和 231 亿美元，第四季度转为净调入 48 亿美元（见表 2-5）。这反映了二季度以来，总体上因境内外汇存款增加、贷款减少，银行外汇资金境外运用增多。



数据来源：中国人民银行。

表 2-5 2014 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

	一季度	二季度	三季度	四季度	合计
境外来源增加额 (1)	317	117	-68	-29	336
境外存款	33	133	61	-14	213
境外筹资	5	3	19	47	73
境外银行存拆放	279	-19	-148	-62	49
境外运用减少额 (2)	-107	-830	-232	-77	-1246
对外贷款	-73	-85	-69	-155	-382
有价证券及投资	24	8	-105	-39	-111
存拆放境外银行	-58	-753	-58	116	-753
净流入 = (1) + (2)	210	-713	-300	-106	-910
扣除境外贷款后净流入	283	-628	-231	48	-528

注：正数为流入，负数为流出。部分数据为四舍五入后的数值。

数据来源：中国人民银行。

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

跨境资金流出压力有所加大。2014年，我国跨境资金流入少增、流出多增，总体净流入，外汇储备少量增长。但相对于2013年持续、较大的净流入压力，2014年跨境资金流动波动加大，全年表现为年初较多净流入，二季度净流入规模急剧放缓，三、四季度转为净流出格局，且年底跨境资金流出压力有所上升。

多因素触发跨境资金流动波动加大。后QE时代国际环境依然动荡是大背景，主要经济体经济走势和货币政策取向分化，美元走强推动资本回流美国，新兴经济体普遍面临资本外流、货币贬值的压力。国内经济发展进入新常态是主诱因，经济运行放缓、财政金融风险释放，导致汇率预期分化。人民币汇率形成市场化改革是催化剂，汇率双向波动加大，降低市场风险偏好，抑制套利资金流入，触发境内企业和个人资产负债币种结构的调整。

境内外汇市场运行正在发生深刻变化。随着经常项目收支状况逐步改善、人民币汇率趋向均衡合理水平，以及跨境资金双向流动渠道拓宽，货物贸易收支的影响程度逐步减弱，本外币利差、境内外汇差

以及其他非流量、非交易因素的作用空间开始出现和扩大。国内与国际、经济与非经济等多因素相互叠加和共振，使跨境资金流动的波动性显著上升。

跨境资金流动双向振荡是预期的、适度的调整。一是随着人民币汇率形成机制市场化改革推进，央行逐步退出常态式外汇市场干预，“贸易顺差、资本流出”的格局会更加常态化。二是外汇资产由央行集中持有转向市场主体分散持有，符合“藏汇于民”的改革方向。三是汇率双向波动促使企业更加全面、审慎地关注和管理汇率风险，纠正高杠杆的过度风险行为，外汇市场购汇增多是企业主动实施债务去杠杆化的积极结果。四是尽管跨境资金呈现偏流出压力，下半年境内外汇市场持续供不应求，但并未改变全年外汇收支顺差、外汇储备增加的基本格局，外汇市场流动性充足，人民币汇率总体继续坚挺。

专栏 5:

国际金融监管加强对银行及市场流动性的影响

此轮金融危机以来，各国金融监管机构试图通过加强对银行的金融监管来维护金融稳定，避免再次出现由银行导致的系统性风险。加强监管的核心措施有二：一是多德-弗兰克法案，二是巴塞尔协议Ⅲ。这些法规的实施，总体上限制了银行资产负债表的扩张，削弱了其提供流动性的能力，银行作为市场流动性“缓冲垫”的作用弱化，市场流动性下降，市场价格因投资者的交易活动而出现扭曲的频率和持续时间增加。

对银行的影响。一是限制了大银行资产负债表扩张，抬高了资产负债表成本，抑制了业务扩张冲动。一方面，监管机构提高了一级资本比率要求，单位风险资

产的资本占用更高。另一方面，通过杠杆比率等要求将表外业务纳入监管，将资本与交易面值挂钩，对银行表内外业务总体规模进行资本约束。相比危机前，银行需投入更多资本才能开展业务。**二是**银行业务发展风险偏好降低，缩减了高风险、低收益业务。当前，银行实施激进的业务扩张策略、触及监管红线带来的成本可能高于其收益，“不作为”和“保守发展情绪”的情况普遍。部分银行为削减资本占用，减少了风险资本占用较多的高收益债券业务，结果是市场流动性下降。同时，由于债券回购业务（属于典型的交易面值大而利润相对薄的杠杆性产品）受杠杆比率和净稳定融资比例要求的双重影响，银行正考虑逐步缩减在回购业务上的投入。**三是**衍生品交易的标准化使得衍生品期限结构的灵活性降低，客户参与衍生品市场的兴趣不高，银行盈利空间缩小。

对市场流动性的影响。**一是**银行普遍追求盈利而非市场份额和业务扩张，因此报价相对保守，倾向维持较宽的买卖价差，流动性深度下降，流动性成本上升。**二是**银行债券回购业务萎缩，影响了高流动性债券产品的交易。很多市场参与者（如对冲基金和资金管理人）并不持有债券，而依靠银行债券回购业务来实现交易策略，因此交易策略受到影响。**三是**银行将风险尽快从自身资产负债表转移的意愿强烈，投资者的大规模交易或单向交易行为在缺少银行接盘缓冲的情况下对市场价格冲击较大，市场价格出现扭曲的几率增加、持续时间更长、幅度更大。**四是**对冲基金等积极投资者充分利用市场上出现的短期价格扭曲机会，实施宏观交易策略和相对价值策略，不仅作为流动性提供者的作用有所上升，而且获得了不菲的风险收益。**五是**大型实盘投资者在单边市场上追逐流动性将会抬高交易执行成本，但与对冲基金和银行相比，其风险承受能力有优势，在出现价格扭曲机会时提供反向流动性不仅能够抓住投资机会，而且能有效降低交易执行成本。

（二）下一阶段政策考虑

2015 年，我国跨境资金流动仍将面对诸多不确定和不稳定的因素。从较确定的方面看，实体经济相关的外汇流入依然保持稳定：我国外需将继续缓慢恢复，但进口继续受制于内需平稳增长和大宗商品价格回落，货物贸易顺差有可能进一步扩大，推动经常项目顺差反弹；

经济增速虽有所回落，但仍将继续处于世界较高水平，这将有利于维持中国对长期资本的吸引力。从不确定的方面看，虽然我国货物贸易持续较大顺差，人民币利率继续高于主要国际货币，但由于影响因素日趋多样化、复杂化，我国跨境资本流动仍可能出现较大波动。从国内看，市场还可能会对经济增长和金融风险等问题产生担忧，本外币利差收窄将加速企业资产负债的币种结构调整；从国际看，美国加息、美元强势、欧日困境可能推动资本回流美国市场，新兴经济体还会面临经济下滑、地缘政治冲突、大宗商品价格下跌等更多挑战。总体而言，今后一段时期，我国将继续呈现跨境资金有进有出、双向振荡的格局。

2014 年国际金融市场经历的反复剧烈波动表明，保持跨境资金流动基本稳定应处理好几个问题：**一是**基本面的稳健性，只要国内经济不出大问题，跨境资金流动就不会发生系统性风险；**二是**汇率制度的灵活性，作为应对内外冲击的应急手段，汇率可以在短期内保持相对固定，但绝不能长期不变，否则可能背离经济基本面，导致失衡和扭曲不断积累；**三是**应对预案的完备性，管理跨境资金流动风险要未雨绸缪、做好预案，根据不同的情景设计不同的政策组合，不断充实财政、货币、金融等宏观经济政策的政策工具和应对措施；**四是**信息的透明度，预期对于市场主体的财务行为和交易策略有着重要的引领作用，政府部门应提高政策和数据透明度，完善与市场的沟通交流机制，帮助市场全面、正确地甄别和控制风险。

2014 年底中央经济工作会议提出，面对对外开放出现的新特点，

必须更加积极地促进内需和外需平衡、进口和出口平衡、引进外资和对外投资平衡，逐步实现国际收支基本平衡，构建开放型经济新体制。2015年，外汇管理部门将主动适应我国经济发展的新常态，顺应加快构建开放型经济新体制的要求，坚持推改革和防风险并举，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，大力发展外汇市场，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，不断创新完善外汇储备经营管理和运用，推动国际收支基本平衡，促进经济平稳健康发展。