

# **2011 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

2012 年 2 月 23 日

## 内容摘要

2011年，我国跨境资金净流入规模减少、波动加剧，出现了从大量净流入到趋于平衡的明显变化。上半年，国际金融市场比较平静，投融资活动相对活跃。在人民币升值预期和本外币正向利差等因素驱动下，我国持续面临较大的跨境资金净流入压力。下半年，欧美主权债务问题交织在一起且不断恶化，国际金融市场大幅震荡。尤其是9月底以来，外部流动性进一步趋紧，境内外人民币汇率预期分化，我国跨境资金净流入明显放缓，部分渠道甚至出现一定程度的净流出。

我国跨境资金流动变化与实体经济活动基本相符。2011年进出口顺差、直接投资净流入等依然是外汇储备增长的主要因素，反映了我国经济发展中的结构性问题。同时，随着市场主体跨境财务运作的增多，我国跨境资金流动变化加快，但基本正常。2011年四季度资金流出总体利大于弊，是市场与政策因素共同作用的结果，一方面是由于国内外宏观经济金融环境发生较大变化，境内机构和个人的涉外收支行为出现调整；另一方面是因为稳出口、扩进口、打热钱、控流入的涉外经济政策调控成效开始显现。未来，支持我国国际收支顺差的基本面因素依然存在，但由于国际经济金融环境空前复杂和严峻，我国跨境资金净流入规模可能减少，波动将有所加大。

下一步，需要继续抓住科学发展这个主题和加快转变经济发展方式这条主线，加快“调结构、扩内需、减顺差、促平衡”，不断夯实我国抵御跨境资金流动冲击的经济基础。外汇管理部门将一方面坚守风险底线，构建防范跨境资金流动冲击的体制机制，保持对异常外汇

资金的密切监测和高压态势；另一方面抓住当前有利时机，加快推进外汇管理重点领域和关键环节的改革，更好服务实体经济发展。

# 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) 2011 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增加 .....	13
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 .....	26
(三) 直接投资 .....	27
(四) 证券投资 .....	32
(五) 外债 .....	35
(六) 银行部门 .....	39
三、总结 .....	45
(一) 主要结论 .....	45
(二) 下一阶段政策考虑 .....	48

## 专栏

1. 2011 年跨境人民币资金流动新特点
2. 外汇占款下降不等于热钱流出
3. 货物贸易结售汇顺差的影响因素分析
4. 主权债务危机背景下欧美银行去杠杆化对我国跨境资金流动的影响
5. 积极应对跨境资金流动异常波动

## 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 2011 年我国跨境资金流动状况，并重点讨论外汇储备增量和实体经济运行关系。

### （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）。2011 年，我国国际通行口径的跨境资本流动呈现以下特点：

**跨境资本流动总量继续增加。**前三季度，总规模达 1.92 万亿美元，同比增长 34%。与同期 GDP 之比为 39%，较 2010 年全年上升 5 个百分点，但仍低于 2007 年的峰值 12 个百分点（见图 1-1）。

图 1-1 2001-2010 年我国资本和金融项目资金流动情况



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

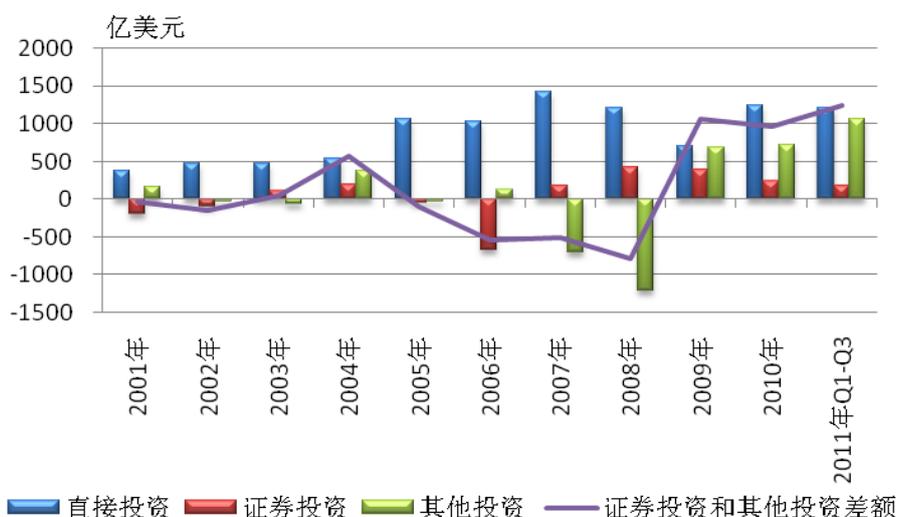
注：外汇储备增量为剔除了汇率、资产价格变动等影响的储备变动（下同）。

**资本和金融项目依然呈现净流入。**前三季度，净流入 2500 亿美元，相当于同期外汇储备增量的 67%，较 2010 年全年比例高 19 个百分点（见图 1-1）。据初步统计，全年净流入（含误差和遗漏）1867 亿美元，相当于外汇储备增量的一半左右。

**全年跨境资本流动出现波动。**初步统计，第四季度资本和金融项目（含误差和遗漏）净流出 474 亿美元。资本净流入由前三季度同比增长 1.3 倍，转为全年（含误差和遗漏）较 2010 年下降 12%。

**直接投资基本稳定但其他形式的资本流动波动较大。**前三季度，直接投资净流入 1214 亿美元，较 2010 年同期增长 41%，占资本和金融项目净流入的 49%；证券投资和其他投资合计净流入 1244 亿美元，较 2010 年同期增长近 6 倍，其中主要是其他投资增长较快（见图 1-2）。初步统计，第四季度，直接投资净流入 491 亿美元，证券投资和其他投资转为净流出。全年直接投资净流入 1705 亿美元，较 2010 年增长 36%，占资本和金融项目（含误差和遗漏）净流入的 91%。

图 1-2 2001-2011 年我国直接投资、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付款和收款（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）。2011年，我国跨境收付呈现以下特点：

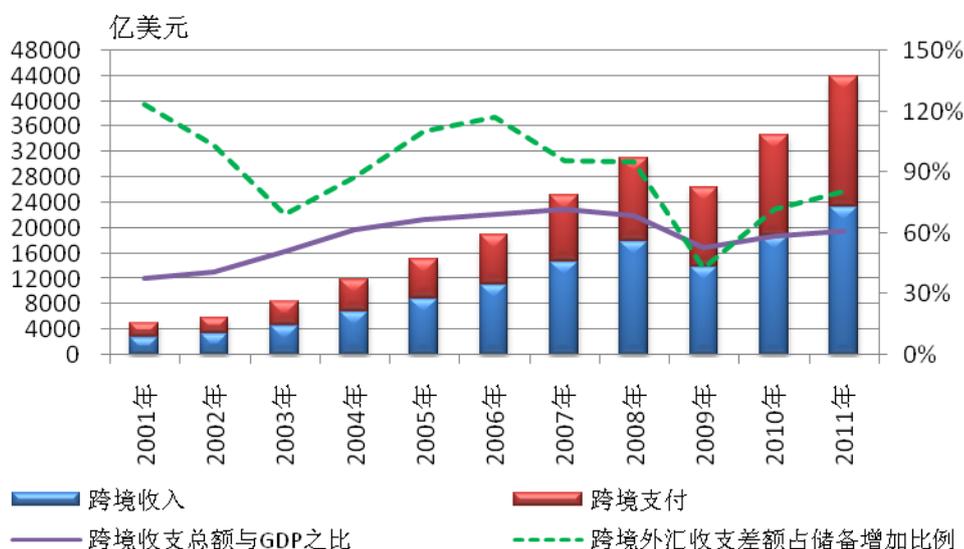
**企业、个人等对外经济活动总体趋于活跃。**全年非银行部门跨境收付总额超过4.4万亿美元，较2010年增长27%；与同期GDP之比为60%，较2010年上升2个百分点（见图1-3）。

**非银行部门跨境资金继续净流入但规模有所下降。**全年跨境收付顺差2701亿美元，较2010年下降9%，较2007和2008年每年3600多亿美元的历史高峰下降了近三成。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3098亿美元，较2010年下降8%，相当于同期外汇储备增量的81%，较2010年提高9个百分点（见图1-3）。

**全年跨境收付顺差呈现前高后低的态势。**上半年，跨境收付顺差月均281亿美元，6月份达到439亿美元，仅次于国际金融危机爆发前的2008年7月份。下半年，总体呈回落态势，9月后降至每月200亿美元以下，12月份出现跨境收付基本平衡。顺差回落的原因不是跨境收入减少而是支付增多，下半年跨境收入较上半年增加14%，跨

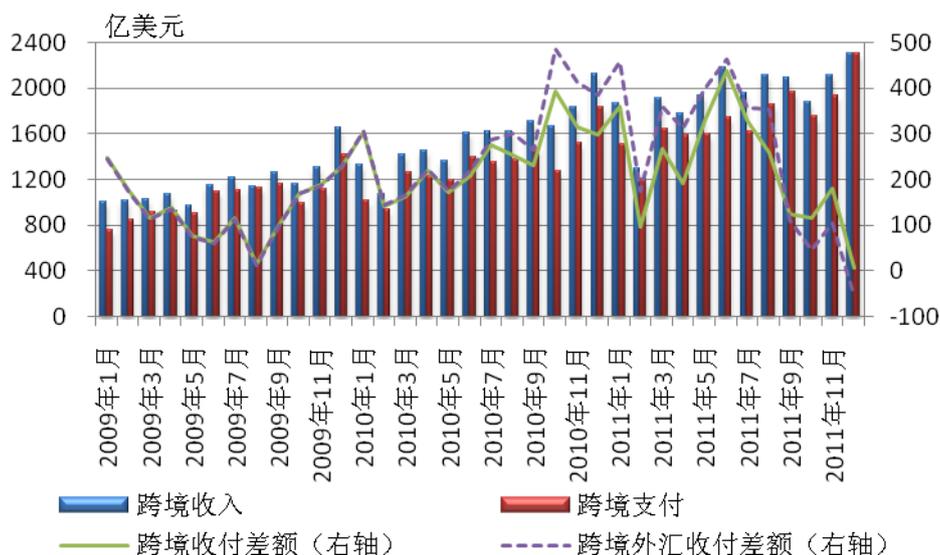
境支付则增加了 23%。此外，9 月起跨境人民币由净流出转为净流入，使得跨境外汇收支顺差下降更快（见图 1-4）。

图 1-3 2001-2011 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。

图 1-4 2009-2011 年各月我国非银行部门跨境收付情况



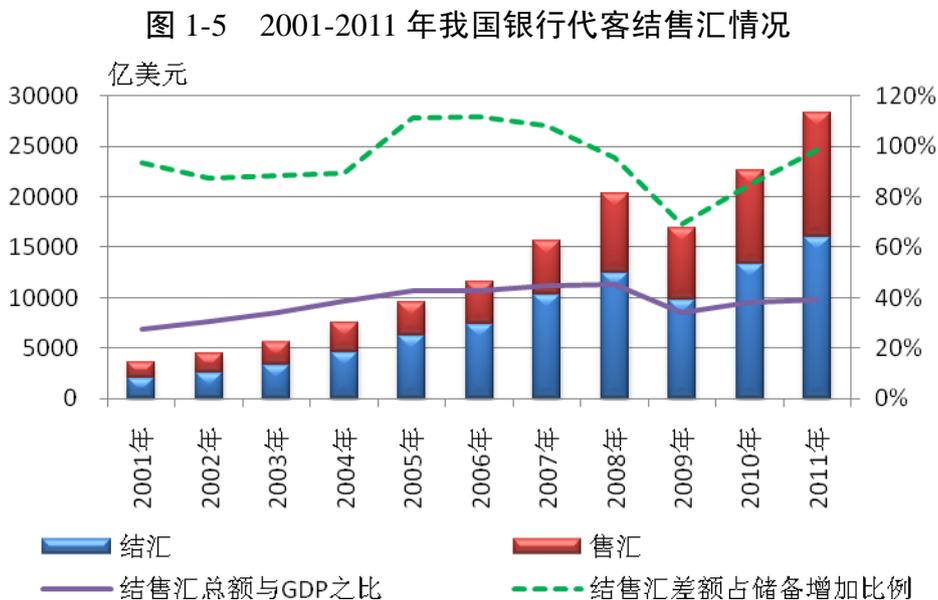
数据来源：国家外汇管理局。

## 2. 结售汇基本情况

结售汇数据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，即非银行部门结售汇（或银行代客结售汇）。2011年非银行部门结售汇呈现以下特点：

**非银行部门本外币兑换规模再创历史新高。**结售汇总额为2.8万亿美元，较上年增长25%；与同期GDP之比为39%，较上年略升1个百分点（见图1-5）。

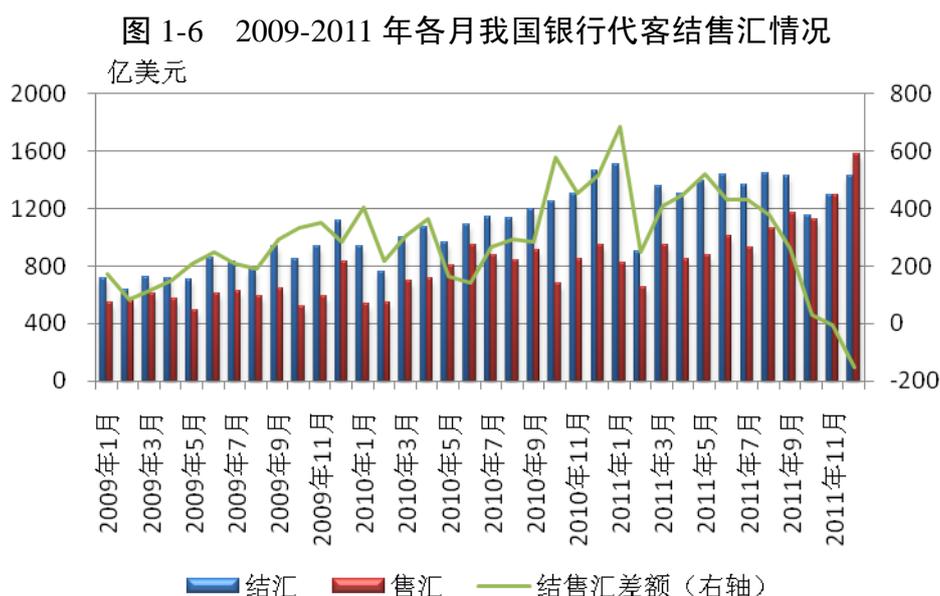
**结售汇依然顺差但供求失衡状况有所缓解。**全年非银行部门结售汇顺差3678亿美元，较2010年下降8%，较2007年的历史最高水平下降近三成；与同期外汇储备增量之比为96%，较2010年上升11个百分点（见图1-5）。



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

**从各月情况看结售汇差额由较大顺差转为年末两个月的小幅逆差。**上半年，月均结售汇顺差达到456亿美元，较2010年同期增长

72%。下半年，结售汇顺差呈逐月下滑态势，11、12 月份分别逆差 8 亿和 153 亿美元。年底连续两月结售汇顺差转为逆差不是因为结汇减少而是购汇增加，其中结汇分别环比增长 12% 和 11%，售汇分别增长 16% 和 22%（见图 1-6）。



数据来源：国家外汇管理局。

### 3. 跨境收付和结售汇对比分析

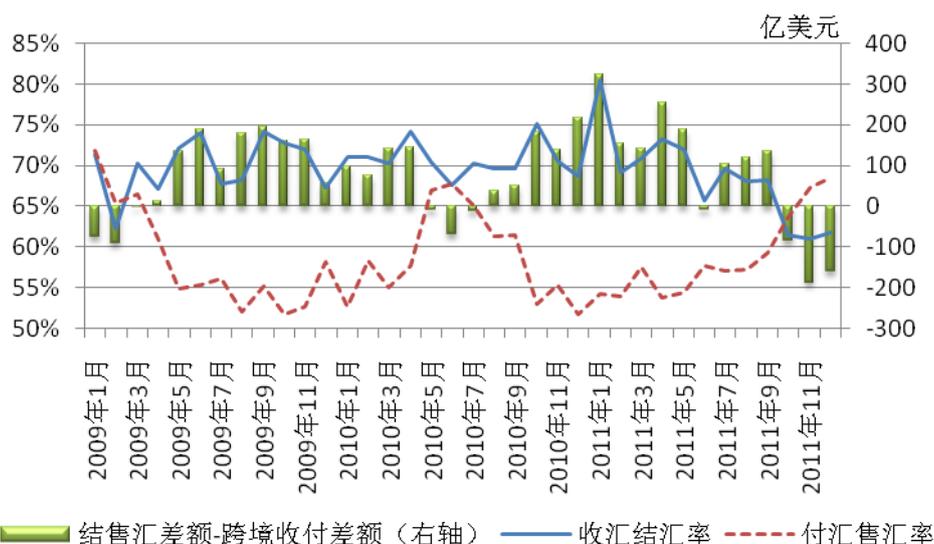
企业、个人等非银行部门在跨境收付和结售汇环节的资金流动是有联系的：跨境资金大量净流入将提升净结汇规模，反之，跨境资金大量净流出也会导致净购汇增多。但以下情况可能使二者变化不太一致：一是企业、个人外汇存贷款变动，可以在跨境资金收付不发生变化的情况下，影响结汇（如外汇存款结汇等）和售汇（如购汇形成外汇存款或偿还外汇贷款）。二是企业、个人人民币形式的跨境收付，若用人民币收入代替原外汇收入，将减少结汇的外汇资金来源；反之，若用人民币支付代替原外汇支付，则降低购买外汇的需求。

2011 年 1-9 月份，非银行部门结售汇差额大于跨境收付差额月均

达 164 亿美元，收入结汇率（结汇/跨境收入）月均 71%，高于支付售汇率（售汇/跨境支付）5 个百分点。这一方面说明企业、个人等结汇倾向较强，将大部分外汇兑换成了人民币，而购汇意愿较低，大量利用银行外汇贷款对外支付，1-9 月份境内外汇贷款余额月均增加近 70 亿美元。另一方面说明人民币对外支付较多，减少了购汇需求，1-9 月份国际收支统计的跨境人民币净支付约合 600 亿美元。

但 10-12 月份，结售汇差额小于跨境收付差额月均为 137 亿美元，收入结汇率月均为 62%，较前 9 个月下降了 9 个百分点；支付售汇率月均为 67%，较前 9 个月上升了 11 个百分点（见图 1-7）。四季度，企业、个人等结售汇意愿发生转变，持汇和购汇意愿上升，银行外汇存款余额月均增加 70 多亿美元，高于前 9 个月的月均增加 20 多亿美元；外汇贷款余额月均仅增加 10 多亿美元。同时，四季度跨境人民币由净支出转为净收入折合约 200 亿美元，客观上减少了境内结汇。

图 1-7 2011 年 1-12 月份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:

### 2011 年跨境人民币资金流动新特点

#### 一、跨境人民币交易继续实现跨越式发展

国家外汇管理局国际收支统计监测系统的数据显示,跨境人民币收付总额在 2010 年增长 12 倍的基础上,2011 年进一步增长约 4 倍。2011 年,跨境人民币收付总额占整个涉外收付款总额的 6.7% (见图 C1-1),较上年提高 5 个百分点,一跃成为我国仅次于美元的第二大对外结算币种。

香港金融管理局的统计数据显示,香港人民币存款余额在 2010 年增长 4 倍的基础上,2011 年末又较 2010 年末增长近九成,达到 5885 亿元人民币。截止 2011 年末,香港人民币存款占当地外币存款的比重达到 18.9%,较上年末提高了 7.5 个百分点,成为当地仅次于美元的第二大外币存款。

图 C1-1 2007-2011 年跨境人民币收付情况



数据来源: 国家外汇管理局, 香港金融管理局。

#### 二、跨境人民币收付更加趋向平衡

近年来,跨境人民币交易实现大发展的同时,出现了跨境人民币收入远小于支出的情况,造成跨境人民币持续净流出,这有其客观性和必然性。一种主权货币在走出国门的过程中,初期大都要经历一个本币跨境支出大于收入的阶段,否则就不会有本币的海外沉淀。2009 年以前,跨境人民币收入长期大于支出,此前的跨境人民币收付总额在整个涉外收付总额的占比仅有不到 0.2% (见图 C1-1),香港人民币存款仅有区区 627 亿元人民币,仅占当地外币存款的 2.4%。

经历了2010年的第一次“井喷”之后，当年跨境人民币收付总额占比骤升至1.7%，跨境人民币收入与支出之比为1:5.3，年末香港人民币存款激增至3149亿元人民币，占当地外币存款的11.4%。

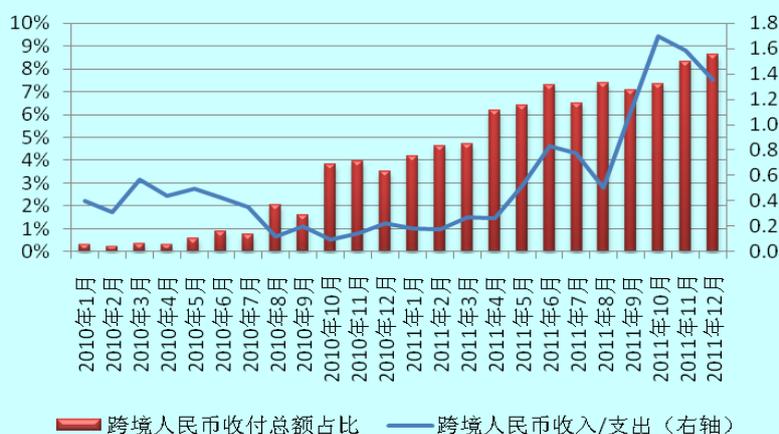
另一方面，也要看到其发展和变化。2011年虽然继续保持了跨境人民币收入小于支出的发展态势，但收入与支出更加趋于平衡，年底甚至出现了一定程度的反转（见图C1-1）。全年，跨境人民币收入与支出之比为1:1.3。分阶段看，2011年前8个月，该比例为1:2.2，后4个月转为跨境人民币收入大于支出，比例为1.4:1。同时，跨境人民币交易也经历了从前期人民币净流出到净流入的转变。在2011年跨境人民币交易规模较上年膨胀4倍的情况下，全年跨境人民币净流出额与上年基本持平。

### 三、跨境人民币交易虽有波折但仍在平稳发展

2011年9月底以来，受欧美债务危机反复冲击的影响，全球避险动机增强，市场流动性趋紧，海外人民币资产也遭到了抛售。香港离岸人民币市场的即远期汇率均相对于在岸市场由强转弱，跨境人民币交易发展势头受到一定影响。2011年前8个月，跨境人民币收付总额同比增长9.8倍，后4个月增幅降至2倍，同时跨境人民币由净流出转为净流入。

但跨境人民币交易仍在继续发展。首先，虽然跨境人民币交易的同比增速放缓，但2011年后4个月月均人民币跨境收付总额仍较前8个月的月均水平增长了54.5%。其次，跨境人民币收付总额占跨境收付总额的比重仍在稳步增加，后4个月较前8个月上升1.9个百分点，12月份占比更是升至8.6%，较上年末提高5.1个百分点（见图C1-2）。

图 C1-2 2010-2011 年月度跨境人民币收付占比



数据来源：国家外汇管理局。

### （三）2011年我国跨境资金流动变化的原因分析

2011年，我国跨境资金流动出现了从大量净流入到趋于平衡的明显变化。其中，上半年持续面临较大的资金净流入压力，下半年尤其是四季度我国跨境资金净流入显著放缓，并出现了一定程度的净流出。在上述国际通行口径的国际收支数据，以及我国宽口径的跨境收付和结售汇数据中均有所体现，这主要是由于我国跨境资金流动的外部环境发生了较大变化。

2011年上半年，国际金融市场仍较平静，投融资活动相对活跃。首先，国际市场避险情绪较低，市场波动率（VIX）指数降至2008年国际金融危机以来的最低值（见图1-8）。其次，外部融资环境宽松，伦敦银行间同业拆借市场的美元利率维持历史低位（见图1-9）。最后，我国与主要发达经济体货币政策分化，境内外维持正向利率差，人民币升值预期持续较强（见图1-10）。在此情况下，境内企业、个人等非银行部门通过各种财务运作手段，尽早尽快地实现跨境收入并结成人民币，同时尽量延迟或替代购汇支付，形成了一定规模的资金净流入。

2011年下半年，美国和欧洲主权债务问题交织在一起且不断恶化，国际金融市场大幅震荡。7月起，意大利等债务危机国的国债信用违约掉期（CDS）价格开始上升，市场避险情绪随之增强（见图1-8）。8、9月份，受欧洲的银行等机构抽回资金、收紧信贷影响，伦敦银行间同业拆借市场的美元利率开始走高（见图1-9）。第四季度，新兴市场国家普遍出现货币贬值和资金流出（见图1-10）。我国境内

外人民币汇率走势和预期也开始分化，自 9 月下旬起，香港人民币对美元即期汇率相对内地由强转弱，与在岸市场形成倒挂，同时呈现一定幅度的贬值预期（见图 1-11）。外部市场环境转变后，境内企业、个人等也开始了主动或被动的调整原有财务运作行为，如将尽快结汇转为增加外汇存款，将大量借用外汇贷款转为“少借多还”，将依靠境外融资转为加快去杠杆化，将人民币净支付（境外购汇增多）转为净收入（境外结汇增多），将远期结汇签约转为远期售汇等，减缓了资金净流入甚至导致部分渠道资金净流出。

同时，前期减顺差、促平衡的调控和监管政策开始发挥作用。在稳出口、扩进口的政策作用下，2011 年我国进口增速高于出口 5 个百分点，货物贸易顺差较 2010 年下降 15%。为防范跨境资金流动风险，外汇局在防热钱、控流入方面采取了一系列政策措施，加大了外汇查处力度，一定程度上遏制了违规资金流入。

图 1-8 2011 年欧洲主要国家国债 CDS 及市场波动率 VIX 指数变动

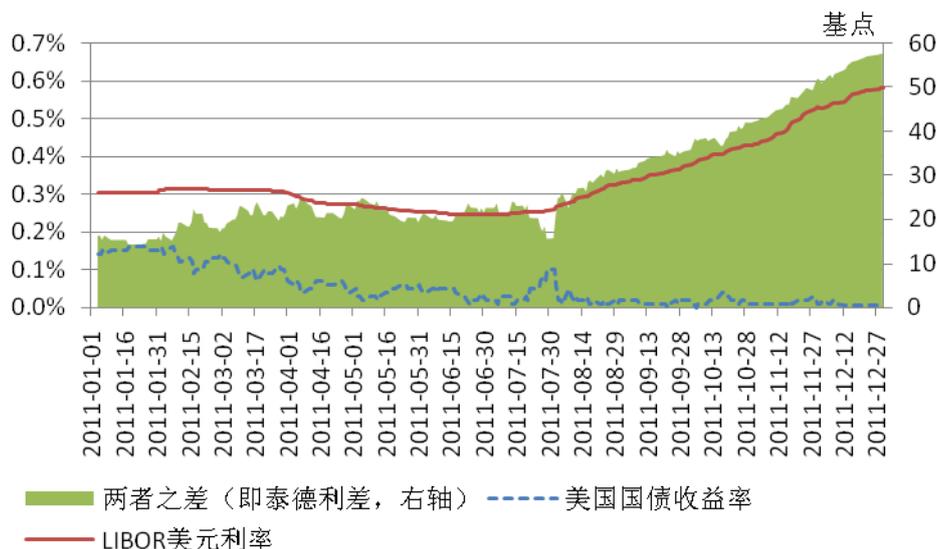


数据来源：路透数据库。

注：（1）意大利、西班牙、葡萄牙、希腊和爱尔兰是主要的欧洲主权债务危

机国，其中意大利是经济和债务规模最大的国家。(2) CDS (即信用违约掉期) 相当于一种金融资产违约保险，CDS 价格越高，意味着市场认为信用主体的违约风险越大。(3) 市场波动率 VIX 指数根据标普 500 指数期权的隐含波动率计算，数值越高说明市场恐慌情绪越重。

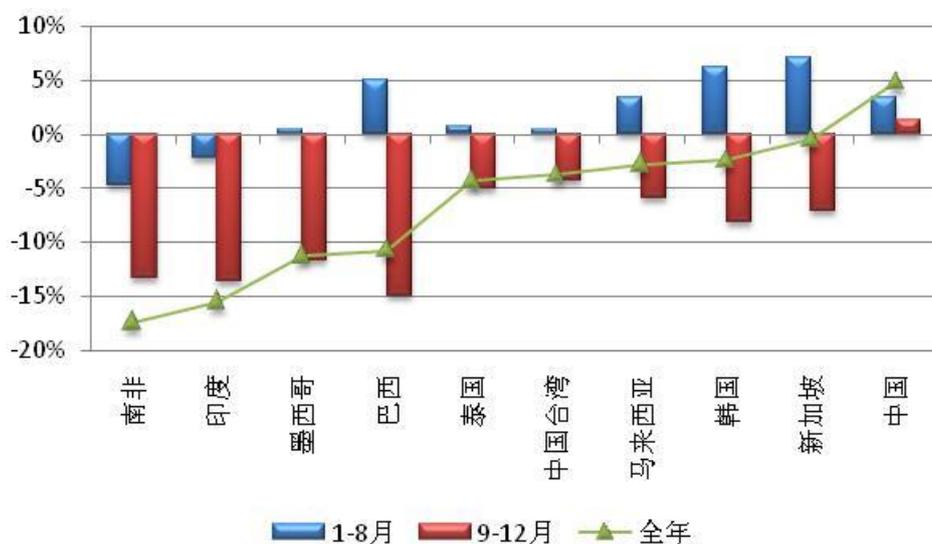
图 1-9 2011 年泰德利差 (TED Spread) 变动



数据来源：环亚经济数据库 (CEIC)。

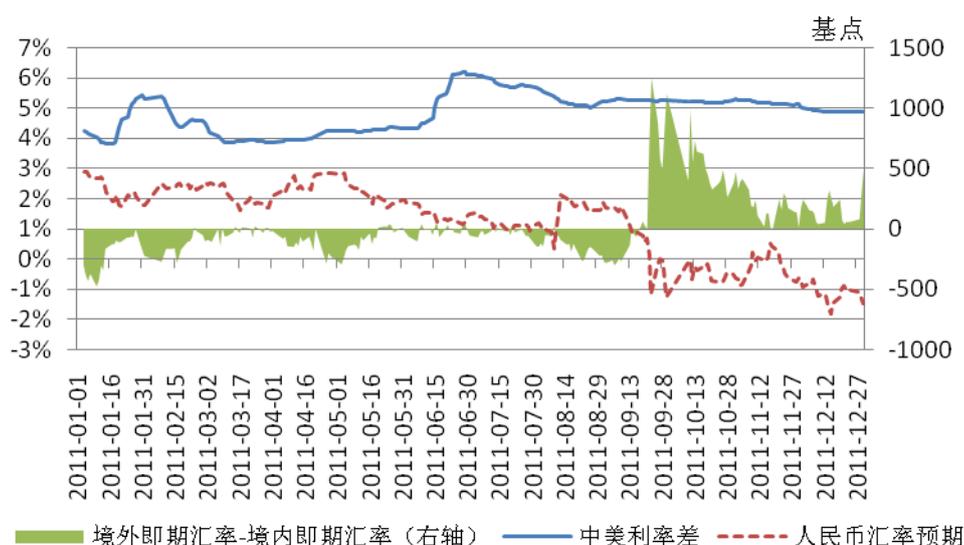
注：泰德利差为 3 月期伦敦银行间同业拆借市场 (LIBOR) 美元利率和同档美国国债收益率之差表示，主要反映市场资金状况。差距扩大说明市场资金趋紧，银行借贷成本提高。

图 1-10 2011 年不同时期主要新兴市场经济体货币对美元升值贬值幅度



数据来源：环亚经济数据库 (CEIC)。

图 1-11 2011 年人民币汇率预期及中美利率差变动



数据来源：环亚经济数据库（CEIC），路透数据库。

注：（1）汇率预期根据香港无本金交割远期外汇市场（NDF）一年期人民币对美元远期报价测算。（2）中美利率差为我国银行间同业拆借市场三月期人民币利率减去伦敦银行间同业拆借市场三月期美元利率。正向利差说明人民币利率高于美元利率，负向利差说明人民币利率低于美元利率。

#### （四）跨境资金流动与外汇储备增加

本报告沿用《2010 年中国跨境资金流动监测报告》的间接法或残差法，测算波动较大的跨境资金流动净额，即由交易形成的外汇储备增量扣除进出口顺差、非金融部门直接投资净流入、境外投资收益和境内企业境外上市筹资等较稳定的贸易投资因素形成的缺口；缺口为正值代表热钱流入，缺口为负值代表热钱流出。

需要继续强调的是，这个差额不都是违法违规或者不可解释的跨境资金流动。其中，包括了我国金融领域的直接投资交易、企业合法的服务贸易活动、合理的进出口赊账及其他财务运作、个人合法的外汇收支，以及银行部门外汇资产调拨等。当然，外贸进出口和跨境直接投资活动中也可能包含一些违规资金流动，是集中打击的对象，但

这些违规资金流动既有流入也有流出，而且大都披着合法外衣、蚂蚁搬家式地流动，难以甄别和量化。因此，上述测算方法更为现实的意义是，大致区分我国跨境资金流动中的稳定性因素和波动性因素，为监测、分析和应对不同类型跨境资金流动提供参考。

测算结果显示，2011年我国外汇储备增加与实体经济活动基本相符，四大贸易投资因素贡献了超过90%的储备增加额，缺口为+366亿美元（见表1-1）。如果剔除全年人民币跨境净支付近400亿美元的因素，2011年波动性较大的跨境外汇收支相抵仅为-31亿美元，约占当年GDP的0.04%（见图1-12）。其中，前三季度波动性较大的资金净流入约600多亿美元，第四季度此类资金又净流出了约600多亿美元。

表 1-1 2001-2011 年我国波动较大的跨境资金流动净额估算

单位：亿美元

	外贸顺差 ①	直接投资净流入 ②	境外投资收益 ③	境外上市融资 ④	前四项合计 ⑤=①+②+③+④	外汇储备增量 ⑥	净额估算 ⑦=⑥-⑤
2001年	225	398	91	9	723	466	-257
2002年	304	500	77	23	904	742	-161
2003年	255	507	148	65	975	1377	402
2004年	321	551	185	78	1135	1904	768
2005年	1021	481	356	206	2064	2526	462
2006年	1775	454	503	394	3126	2853	-274
2007年	2643	499	762	127	4031	4609	578
2008年	2981	505	925	46	4457	4783	327
2009年	1957	422	994	157	3530	3821	291
2010年	1815	467	1310	354	3946	4696	750
2011年	1551	559	1258	113	3482	3848	366
合计	<b>14847</b>	<b>5343</b>	<b>6609</b>	<b>1572</b>	<b>28372</b>	<b>31624</b>	<b>3252</b>

数据来源：外贸顺差数据来自海关，直接投资（非金融领域）数据来自商务部，境外上市融资数据来自证监会，外汇储备增量和境外投资收益数据来自外汇局国际收支平衡表（2011年为初步数）。

图 1-12 1994-2011 年我国波动较大的跨境资金流动净额与 GDP 之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

注：波动较大的跨境资金流动净额不含跨境人民币收付差额。

## 专栏 2

### 外汇占款下降不等于热钱流出

#### 一、10 月份以来金融机构外汇占款余额下降是十年来首次

所谓金融机构外汇占款，就是中央银行或商业银行在市场购汇形成自身外汇资产而相应占用的人民币资金，如果在外汇市场卖汇，则收回人民币而使外汇占款下降。

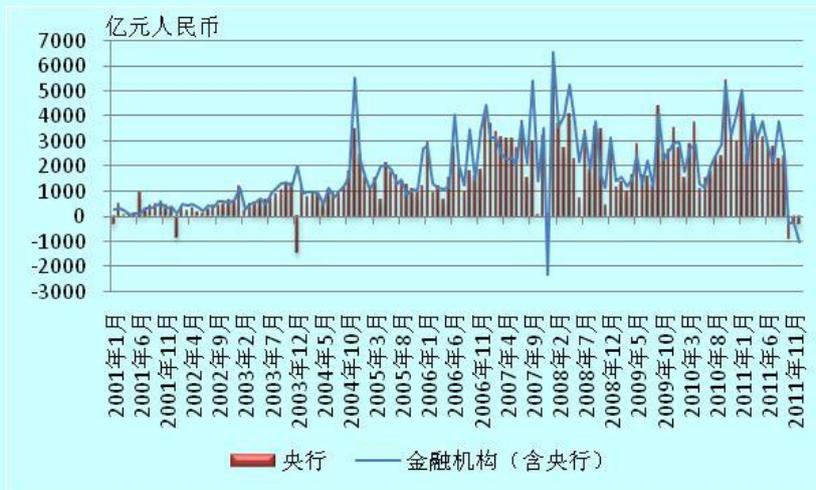
2011 年 10 月末，金融机构外汇占款余额较上月末下降 249 亿元人民币，为 2008 年 1 月以来首次单月净减少。如果剔除 2007 年 12 月财政部发行特别国债以外汇储备注资中投的政策性因素，为 2001 年 1 月以来首次。四季度，金融机构外汇占款余额累计下降 1531 亿元人民币，其中，中央银行外汇占款余额累计减少 1465 亿元人民币，占比达到 96%（见图 C2-1）。

#### 二、外汇占款下降反映了境内外汇供求状况的显著变化

2011 年 9 月底以来，欧美主权债务危机导致我国外部环境发生较大变化，人民币汇率预期开始分化，在跨境资金净流入放缓的同时，境内银行、企业等机构及个人的结售汇意愿随之改变，结汇倾向减弱、购汇意愿增强，导致结售汇顺

差减少甚至转为逆差（见图 1-6）。四季度，央行为市场提供外汇流动性，引起外汇储备减少、外汇占款余额下降（见图 C2-1）。

图 C2-1 2001 年以来金融机构及央行外汇占款月度变动



数据来源：中国人民银行。

### 三、央行外汇占款下降转为境内银行、企业和个人等主体购入并持有外汇

首先，银行等金融机构增持外汇头寸，用于满足客户远期购汇（银行一般在即期购汇以对冲汇率风险）和自身购汇需求。四季度，央行以外的金融机构外汇占款余额下降 66 亿元人民币，主要是由于部分银行将往年以外汇形式交存的人民币存款准备金结汇，若剔除上述政策因素影响，央行以外的金融机构外汇占款余额呈上升态势，即这些机构主动购入了外汇。四季度，境内银行收付实现制外汇头寸累计增加 217 亿美元

其次，境内企业和个人等非银行部门持汇意愿上升。四季度企业、个人等从银行净购汇 129 亿美元，但从总体看并没有出现跨境净支付，反而是净收入了近 100 亿美元外汇（剔除了人民币跨境净收入）。同期，企业、个人在银行的外汇存款余额增加了 200 多亿美元。

同时，尽管年底境内外汇资金流出压力骤然增加，银行间市场人民币对美元汇率多日触及跌停，但外汇供应保障充分，没有发生地区和企业层面的对外偿付困难。由于货币政策适时微调，年末广义货币供应 M2 增长 13.6%，较 9 月末回升 0.6 个百分点。

## 二、跨境资金流动主要项目分析

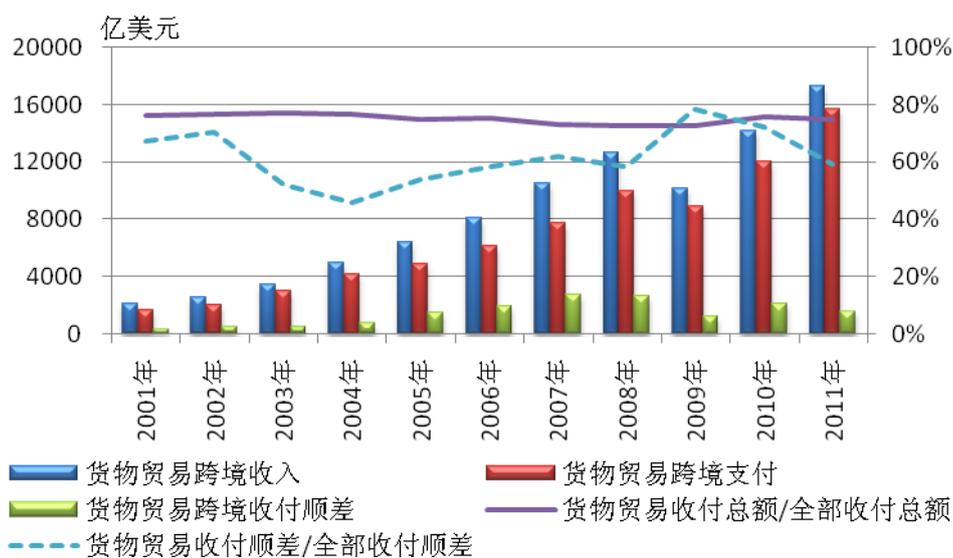
本部分综合利用国际收支、跨境收付和结售汇的数据，进一步分析货物贸易、服务贸易、直接投资、证券投资、外债等主要项目的跨境资金流动状况。

### （一）货物贸易

#### 1. 货物贸易跨境收付

货物贸易跨境收付是我国非银行部门跨境收付的主要组成部分。2011年，我国货物贸易跨境收付总额3.30万亿美元，较上年增长26%，占非银行部门跨境收付总额的75%。货物贸易跨境收付顺差1551亿美元，下降27%，占全部跨境收付顺差的57%（见图2-1）。

图 2-1 2001-2011 年货物贸易跨境收付情况

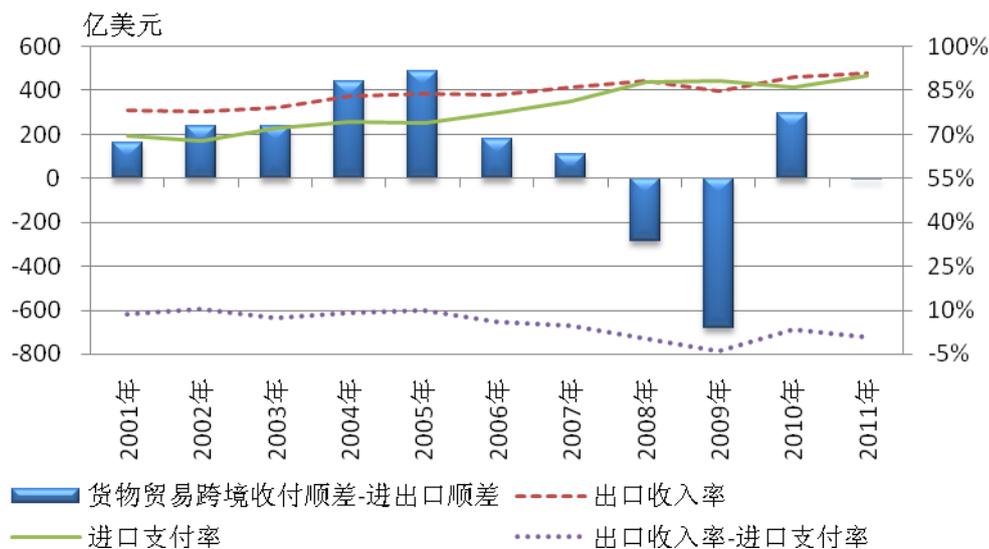


数据来源：国家外汇管理局。

2011年，我国进口付款速度总体上有所提升，出口收款速度基

本不变。货物贸易跨境支付与进口之比（即进口支付率）为 90%，较 2010 年上升 4 个百分点；货物贸易跨境收入与出口（即出口收入率）之比为 91%，略升 1 个百分点。全年货物贸易跨境收付顺差与进出口顺差基本相当（见图 2-2）。

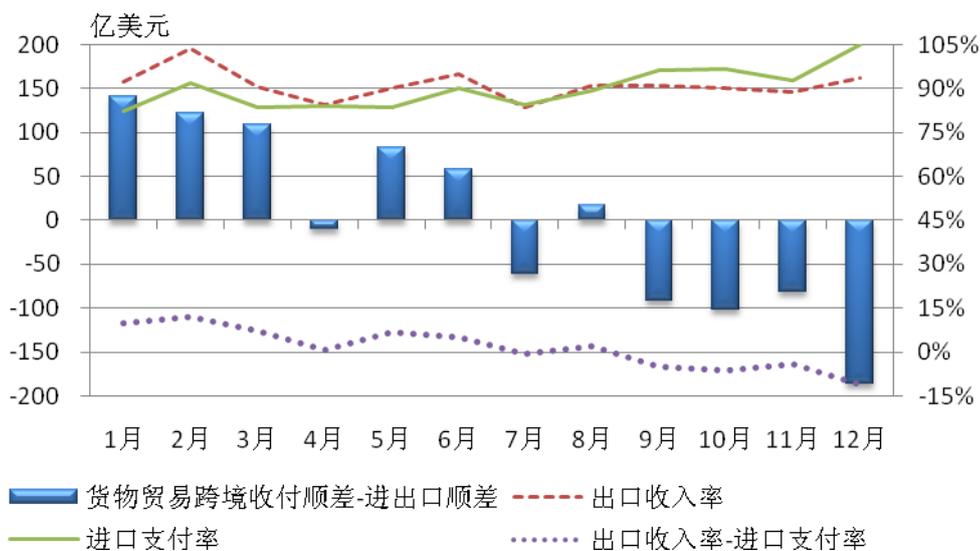
图 2-2 2001-2011 年货物贸易跨境收付顺差与进出口顺差差距及相关指标



数据来源：国家外汇管理局，海关总署。

从 2011 年各月变动情况看，我国进出口收付款情况在上下半年表现迥异。上半年出口收入率月均为 93%，下半年降至月均 90%；进口支付率则从月均 86% 升至 94%。上半年货物贸易跨境收支顺差超过进出口顺差 505 亿美元，下半年转为小于进出口顺差 505 亿美元（见图 2-3）。主要原因是 2011 年国际经济金融环境发生了较大转变，对我国企业跨境贸易融资和贸易信贷产生了较大影响。

图 2-3 2011 年 1-12 月份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。

2011 年上半年，国际金融市场相对比较平稳，我国延续人民币升值预期和本外币正向利差。企业为规避汇率风险、降低融资成本，一方面尽早收回出口所得外汇，以便尽快地兑换成人民币，使得上半年出口收入率较高；另一方面大量从境外融入资金支付进口或直接延迟对境外出口商的支付，导致进口支付率偏低。据调查，上半年企业通过商业信用相互赊账产生的贸易信贷资金呈现小幅净流入。通过对 16 家主要的全国性商业银行调查发现，前三季度银行远期信用证、海外代付、协议付款等跨境贸易融资业务余额增加 1000 多亿美元，为企业推迟跨境支付进口提供支持。

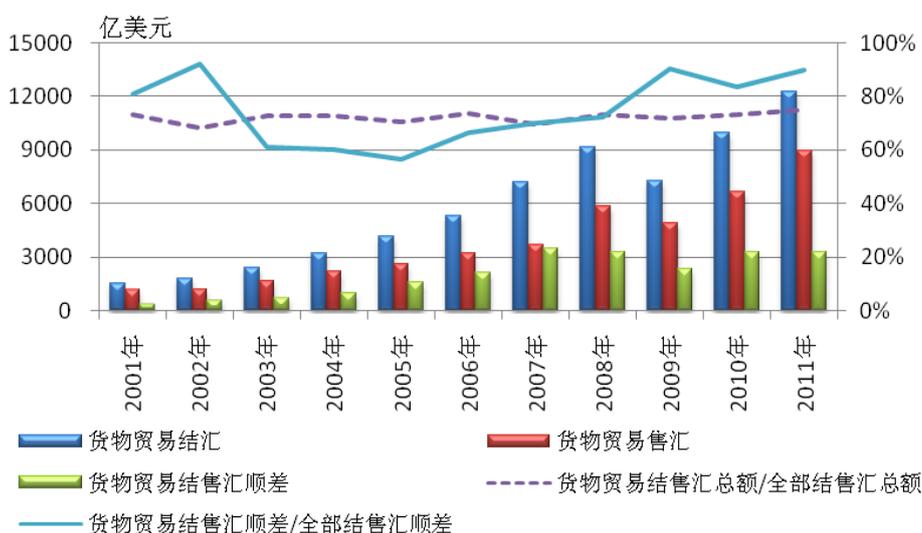
2011 年下半年，欧美主权债务危机逐步恶化，特别是 9 月底以来，国际金融市场大幅震荡，境内外人民币汇率预期出现分化。受此影响，我国企业出口收款速度放慢，进口付款速度加快。下半年企业商业信用的贸易信贷资金出现较大规模的净流出。第四季度，16 家

银行远期信用证、海外代付、协议付款等跨境贸易融资业务余额有所回落。

## 2. 货物贸易结售汇

货物贸易是非银行部门结售汇的主要项目。2011年，我国货物贸易结售汇总额 2.12 万亿美元，较上年增长 28%，占非银行部门结售汇总额的 75%。货物贸易结售汇顺差 3303 亿美元，下降 0.5%，占全部结售汇顺差的 90%（见图 2-4）。

图 2-4 2001-2011 年货物贸易结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

2011年，我国出口结汇水平和进口售汇水平总体上均有所提升。货物贸易结汇与出口之比（即出口结汇率）为 65%，较 2010 年上升 2 个百分点；货物贸易售汇与进口之比（即进口售汇率）为 51%，上升 3 个百分点。全年非银行部门货物贸易结售汇顺差超过进出口顺差 1751 亿美元（见图 2-5）。

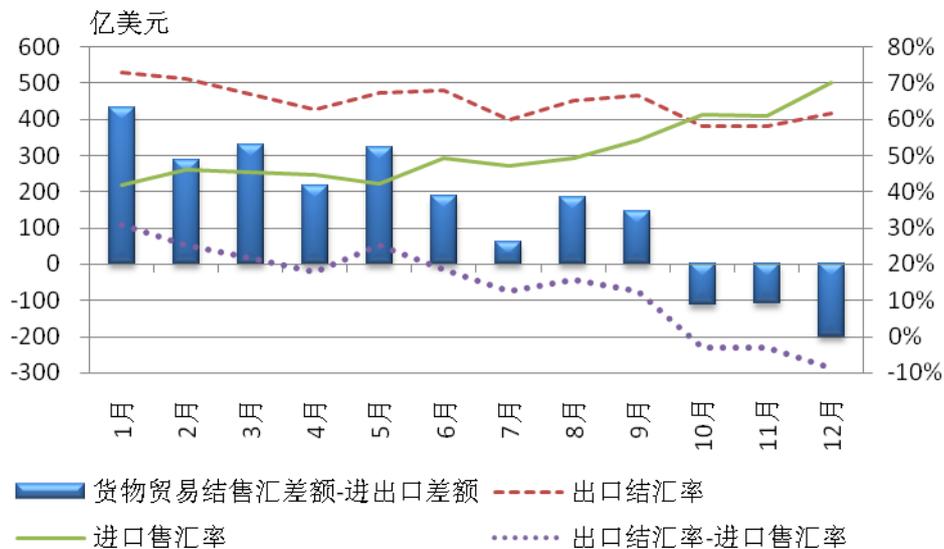
图 2-5 2001-2011 年货物贸易结售汇顺差与进出口顺差差距及相关指标



数据来源：国家外汇管理局，海关总署。

从 2011 年各月变动情况看，前三季度出口结汇率一直高于进口售汇率，货物贸易结售汇差额大于进出口差额，第四季度出现反转。1-9 月份出口结汇率月均为 67%，10-12 月份降至月均 59%；进口支付率则从月均为 47% 升至 64%。前三季度货物贸易结售汇顺差超过进出口顺差 2172 亿美元，第四季度转为小于进出口顺差 421 亿美元（见图 2-6）。

图 2-6 2011 年 1-12 月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。

货物贸易结售汇差额与进出口差额的背离可以分解为货物贸易跨境收付差额与进出口差额的差距，以及货物贸易结售汇差额与跨境收付差额的差距。其中，前者主要受企业跨境贸易融资和贸易信贷影响，后者主要由企业境内持有和借用外汇行为，以及跨境人民币贸易结算等形成（详见专栏3）。

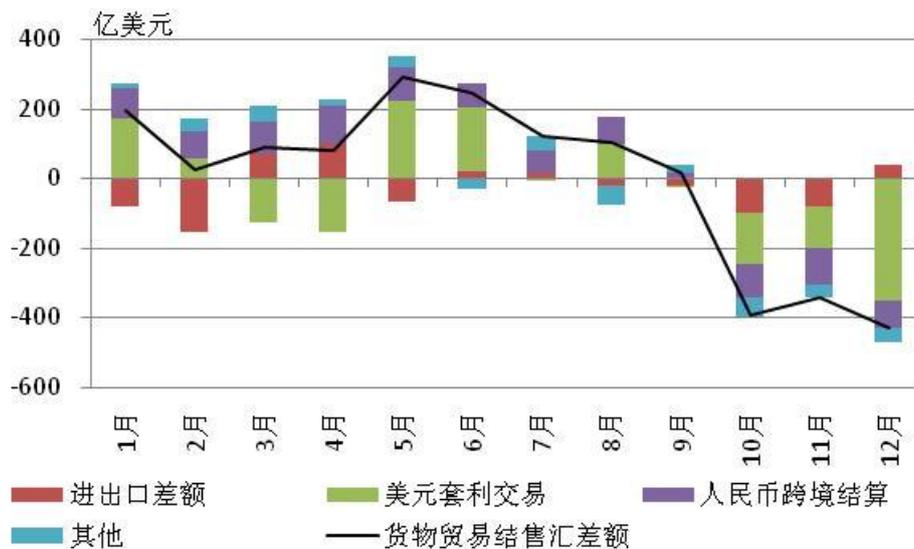
2011年前三季度，货物贸易结售汇顺差大幅超过进出口顺差，除前面提及的跨境贸易融资和贸易信贷项下资金净流入外，还包括企业在境内借用外汇贷款替代购汇的因素，1-9月份境内外汇贷款余额月均增加近70亿美元，大部分用于对外支付进口。同时，前三季度进口的人民币结算规模大于出口，货物贸易项下人民币月均净流出89亿美元（国际收支申报统计，下同），相当于替代了境内购汇。

2011年第四季度两者背离情况发生方向性转变，主要是由于欧美主权债务危机恶化，全球避险情绪上升，企业面临的外部融资环境和汇差、利差条件发生较大变化，“资产本币化、负债外币化”倾向减弱，跨境贸易融资和贸易信贷项下资金开始净流出，企业外汇贷款余额平均每月仅增加10多亿美元，出口的人民币结算规模开始大于进口，货物贸易项下人民币月均净流入17亿美元。

综上，2011年1-9月份，非银行部门货物贸易结售汇顺差同比增长1155亿美元，占全部顺差增长规模的84%。据估算，其中，美元套利交易增多（即境内外外汇融资增多和持汇意愿减弱等）贡献了约40%，人民币跨境净支付贡献了约60%，进出口顺差由于同比减少而表现为负贡献约11%。10-12月份，非银行部门货物贸易结售汇顺差

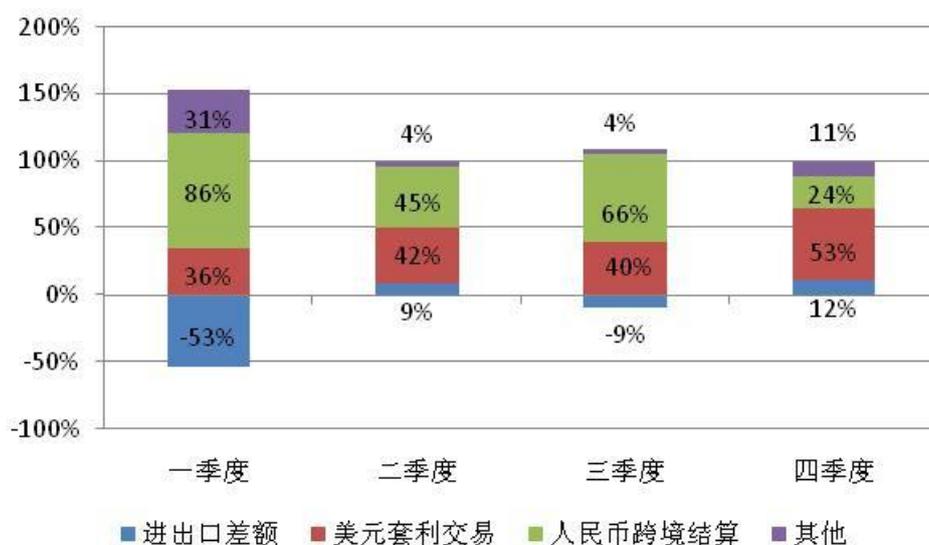
同比下降 1172 亿美元，占全部顺差下降规模的 70%。其中，美元套利交易平仓（即境内外外汇融资减少和持汇意愿增强等）贡献了约 53%，人民币跨境由净支付转为净收入贡献了约 24%，进出口顺差下降贡献了约 12%（见图 2-7 和图 2-8）。

图 2-7 2011 年 1-12 月货物贸易结售汇顺差同比变动的主要贡献因素



数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署。

图 2-8 2011 年一至四季度货物贸易结售汇顺差同比变动的各因素贡献率



数据来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署。

### 专栏 3:

## 货物贸易结售汇顺差的影响因素分析

根据海关进出口、跨境收付和结售汇三类不同环节的统计数据,可以将货物贸易结售汇差额与进出口差额的背离分为货物贸易结售汇差额与跨境收付差额的差距,以及货物贸易跨境收付差额与进出口差额的差距两大部分。

### 一、货物贸易结售汇差额与跨境收付差额的差距,主要与银行外汇存贷款变动和跨境贸易人民币结算有关

货物贸易结售汇差额-货物贸易跨境收付差额=(货物贸易结汇-货物贸易售汇)-(货物贸易跨境收入-货物贸易跨境支付) (1)

从实际情况看,企业、个人等非银行部门对于跨境收入的资金一般有五种处理方式:结汇、当期跨境人民币收入(相当于从境外收到或兑换成人民币)、当期跨境支付、增加银行外汇存款和偿还银行外汇贷款;企业等部门跨境支付的资金一般有五种来源:售汇、当期跨境人民币支付(即直接支付人民币或从境外兑换成外汇再支付)、当期跨境收入(即跨境收入处理方式中的当期跨境支付)、减少银行外汇存款和增加银行外汇贷款。将上述情况纳入公式(1),并将相同项目抵消后:

货物贸易结售汇差额-货物贸易跨境收付差额=(结汇-售汇)-[(结汇+当期跨境人民币收入+当期跨境支付+增加银行外汇存款+偿还银行外汇贷款)-(售汇+当期跨境人民币支付+当期跨境收入+减少银行外汇存款+增加银行外汇贷款)]= (银行外汇贷款净增加额+银行外汇存款净减少额)+(当期跨境人民币支付-当期跨境人民币收入)= 境内融资净额-当期跨境人民币收付净额 (2)

由此可见,如果结售汇差额大于跨境收付差额,就必然有一部分资金来自国内银行部门,主要形式是企业等部门增加外汇贷款或减少外汇存款,其作用是替代了企业购汇或增加了结汇,导致结售汇顺差上升。同时,还有一部分来自于跨境人民币计价结算,即跨境人民币净流出相当于替代了境内购汇、净流入则减少了境内结汇。需要指出的是,如果将上述分析局限于货物贸易项目,那么还会受到其他交易项目下外汇资金在货物贸易环节运用的影响。

### 二、货物贸易跨境收付差额与进出口差额的差距,主要受进出口企业与贸

### 易相关的跨境融资和信贷影响

$$\begin{aligned} \text{货物贸易跨境收付差额-进出口差额} &= (\text{货物贸易跨境收入-货物贸易跨境支} \\ &\text{付}) - (\text{出口-进口}) = (\text{货物贸易跨境收入-出口}) + (\text{进口-货物贸易跨境支付}) = \\ &(\text{出口预收-出口延收}) + (\text{进口延付-进口预付}) = (\text{出口预收+进口延付}) - (\text{出} \\ &\text{口延收+进口预付}) = \text{跨境贸易融资和信贷债务} - \text{跨境贸易融资和信贷债权} \\ &= \text{跨境贸易融资和信贷净额} \end{aligned} \quad (3)$$

由此可见,上述差距主要反映了我国进出口企业与境外交易商之间与贸易相关的融资活动,既包括企业基于商业信用的相互赊账等行为(即贸易信贷),也包括企业利用银行远期信用证、海外代付等工具开展的跨境贸易融资等行为。货物贸易跨境收付差额大于进出口差额,说明我国进出口企业总体呈现跨境贸易融资和信贷资金净流入。需要说明的是,货物贸易跨境流出入与进出口的统计差异,部分原因是存在出口不需要收汇、进口不需要付汇的情况,如来料加工、部分设备投资等。

综上,合并公式(2)和(3),可以得出:

$$\begin{aligned} \text{货物贸易结售汇差额-进出口差额} &= (\text{货物贸易结售汇差额-货物贸易跨境收} \\ &\text{付差额}) + (\text{货物贸易跨境收付差额-进出口差额}) = \text{境内贸易融资净额+跨境贸} \\ &\text{易融资及信贷净额-当期跨境人民币收付净额+其他因素} \end{aligned} \quad (4)$$

因此,将进出口差额移向公式右方,同时变形为两个观察期相减:

$$\begin{aligned} \Delta \text{货物贸易结售汇差额} &= \Delta \text{进出口差额} + (\Delta \text{境内贸易融资净额} + \Delta \text{跨境贸易} \\ &\text{融资及信贷净额}) - \Delta \text{当期跨境人民币收付净额} + \Delta \text{其他因素} \end{aligned} \quad (5)$$

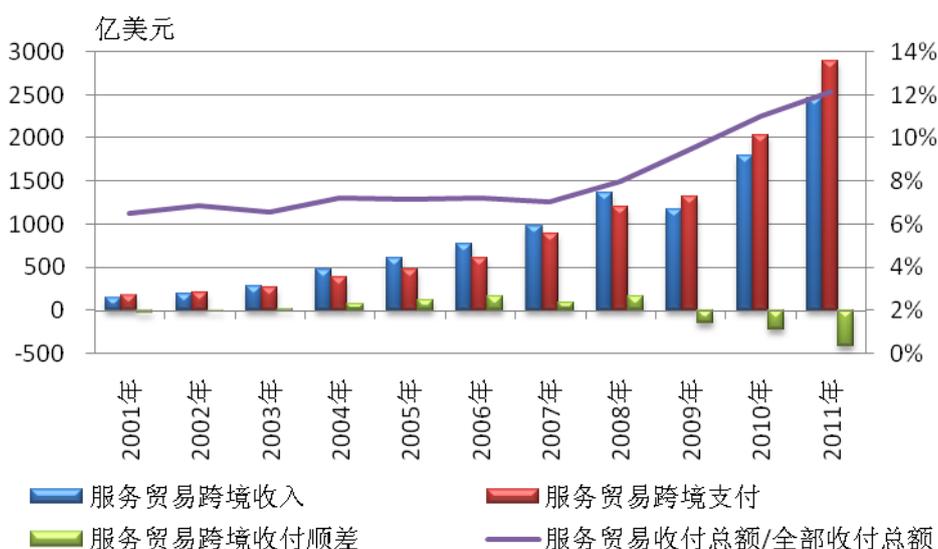
由上述公式得出的经济涵义是:跨期的货物贸易结售汇差额变动,主要与实体经济(进出口差额变动)、境内美元套利交易(境内贸易融资净额和跨境贸易融资及信贷净额变动)及跨境人民币收付行为有关。

## （二）服务贸易

2011年，我国服务贸易项下跨境资金流动继续保持增长趋势。服务贸易跨境收付总额占比为12%，较2010年增加1个百分点（见图2-9）。服务贸易结售汇总额占比为10%，与2010年基本持平（见图2-10）。

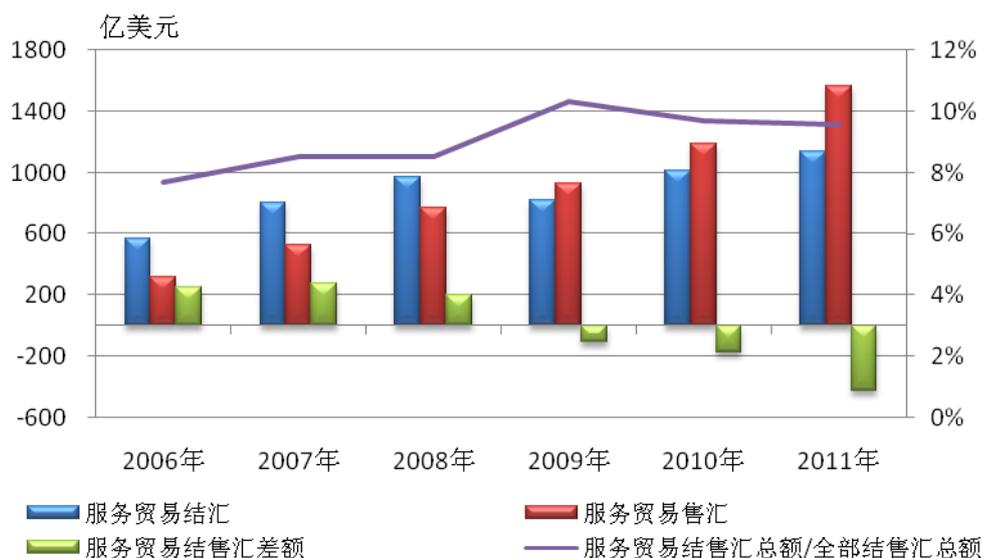
由于支出增长快于收入，服务贸易跨境资金流动逆差继续扩大。2011年，服务贸易跨境资金净流出422亿美元，较上年增长82%；服务贸易结售汇逆差429亿美元，较上年增长148%。从年内情况看（见图2-11），各月跨境收付和结售汇均为逆差，下半年逆差较上半年明显增长，一定程度受8、9月份出国留学、境外旅游消费等购汇增多影响。这不同于其他项目在9月底出现较大转折的情况，表明服务贸易外汇收支尽管存在单证审核的困难，但既非热钱流入也非资本外逃的主要渠道。

图 2-9 2001-2011 年服务贸易跨境收付情况



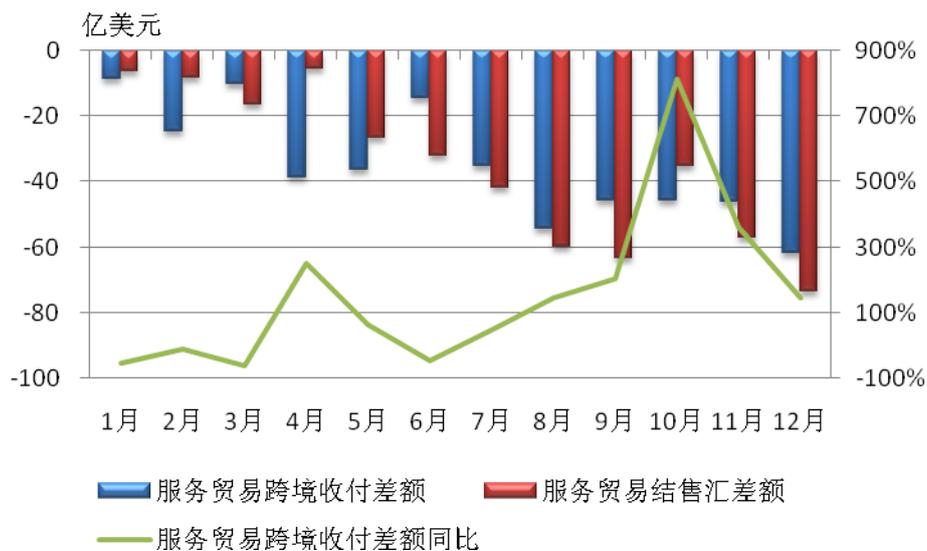
数据来源：国家外汇管理局。

图 2-10 2006-2011 年服务贸易结售汇情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-11 2011 年 1-12 月服务贸易跨境收付和结售汇差额情况



数据来源：国家外汇管理局。

### （三）直接投资<sup>1</sup>

#### 1. 来华直接投资

非金融部门利用外商直接投资增长放缓，欧美主权债务危机对我影响开始显现。据商务部统计，2011 年外商来华直接投资较上年增

<sup>1</sup> 除特别标注外，下文所称直接投资均指非金融部门数据。

长 10%，增速较上年下降 7 个百分点。其中，欧洲和美国对华直接投资较上年分别下降 4% 和 26%，增速分别下降 15 个和 39 个百分点。

外商投资企业继续以现汇出资为主，现汇出资结汇率趋降。国家外汇管理局直接投资统计管理信息系统显示，2011 年，外商来华直接投资中现汇出资占比达到 86%，较上年上升 5 个百分点；跨境人民币及人民币利润再投资出资占比 9%，实物和无形资产出资占比 2%，股权和其他出资占比 3%。全年，来华直接投资项下结汇率 78%（包括资本金结汇和转股收汇的结汇等），其中资本金结汇率 73%，较上年下降 2 个百分点。

来华直接投资行业主要集中于制造业与房地产业，整体服务业利用外资占比上升（见表 2-1）。据商务部统计，2011 年，制造业外资流入居外商来华直接投资首位，占比为 45%，较上年下降 2 个百分点；房地产行业继续排名第二，占比为 23%，与上年持平。整体服务业利用外资占比 48%，较上年上升 2 个百分点。

表 2-1 外商来华直接投资主要行业

行业	2011 年流入金额占比	2010 年流入金额占比
农业	2%	2%
制造业	45%	47%
服务业	48%	46%
其中：房地产业	23%	23%
其他	6%	5%
合计	100%	100%

数据来源：商务部。

外资来源地格局变化不大，来自港澳台及英属维尔京群岛的投资占比上升（见表 2-2 和图 2-12）。据商务部统计，2011 年，来自港澳台及英属维尔京群岛的外商直接投资合计占比为 72%，较上年上升 2

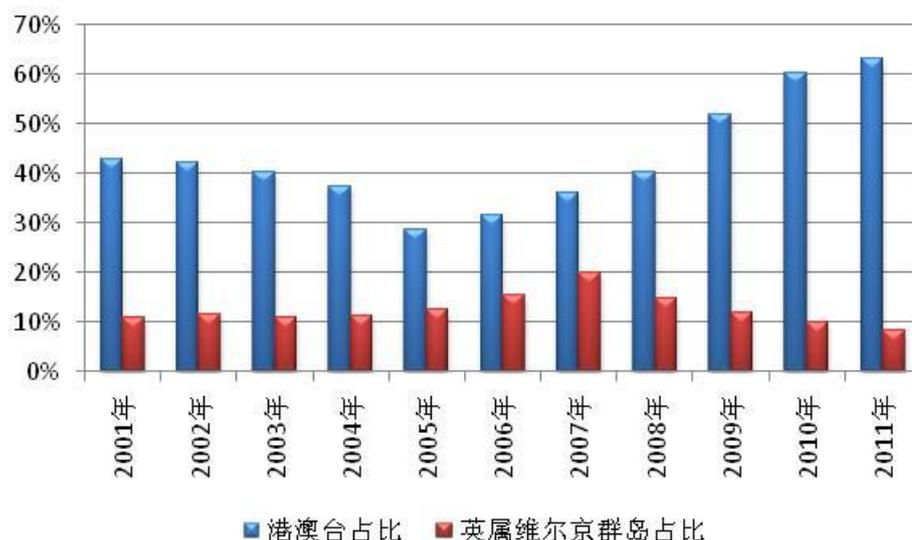
个百分点，这些地区的外商投资大都有境外返程投资性质（外方实际控制人为境内机构或个人的外商直接投资），现汇出资和结汇倾向均较为明显。

表 2-2 外商来华直接投资主要来源地

地区	2011 年流入金额占比	2010 年流入金额占比
港澳台	63.3%	60.4%
英属维尔京群岛	8.4%	9.9%
日本	5.5%	3.9%
新加坡	5.3%	5.1%
韩国	2.2%	2.5%
美国	2.0%	2.9%
开曼群岛	1.9%	2.4%
萨摩亚	1.8%	1.7%
毛里求斯	1.0%	0.9%
德国	1.0%	0.8%

数据来源：商务部

图 2-12 2001-2011 年港澳台与英属维尔京群岛来华直接投资占比



数据来源：商务部。

来华直接投资利润汇出增多，“两未”利润积累丰厚。国际收支统计数据显示，2011 年，外商投资企业利润汇出 648 亿美元左右，增长 33%，增速较 2008-2010 年明显提高（见图 2-13）。这一方面反映外商投资企业在华经营状况良好，另一方面也表明在欧债危机愈演愈

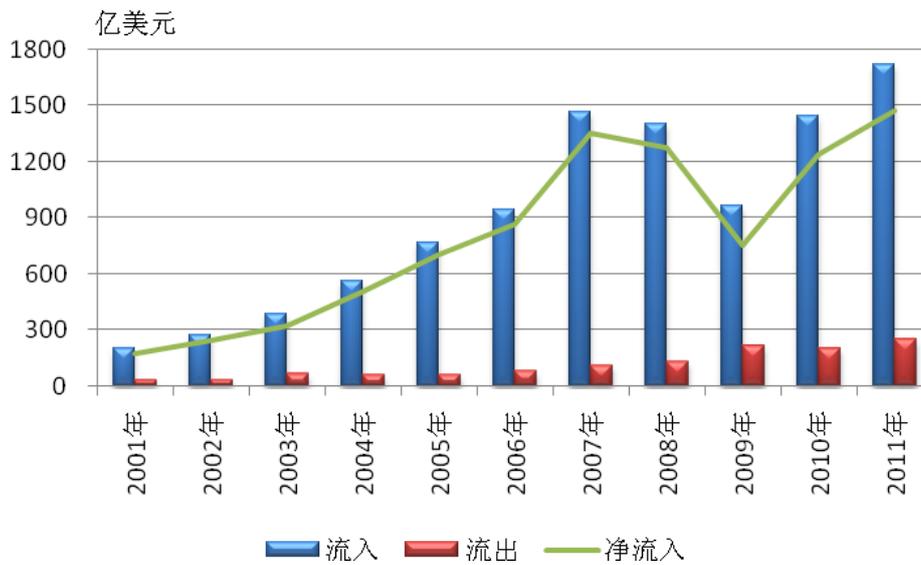
愈烈的国际环境下，外商投资企业利润加速汇回。据外商投资企业联合年检数据显示，截至 2010 年底，按股权或约定比例计算外方所有的外商投资企业未分配利润 2455 亿美元，同比增长 67%；已分配未汇出利润 295 亿美元，同比增长 23%。留存利润的大幅增长，既说明跨国公司看好中国市场前景，也预示着在华外商投资企业利润汇出增长还有较大余地。



数据来源：国家外汇管理局。

外商直接投资项下资金流出较快增长，但未改变外商直接投资净流入的增长态势。受金融危机影响，欧美市场流动性紧张和信贷紧缩，境外投资者减资或者变现资产增多。国际收支统计数据显示，2011 年，来华直接投资项下资金流出（包括企业清算、减资、归还外方投资等）合计 249 亿美元左右，较上年增长 24%，其中约 47%为境外母公司减资流出。初步统计，全年我国来华直接投资项下净流入 1474 亿美元，较上年增长 17%（见图 2-14）。

图 2-14 2001-2011 年外商来华直接投资



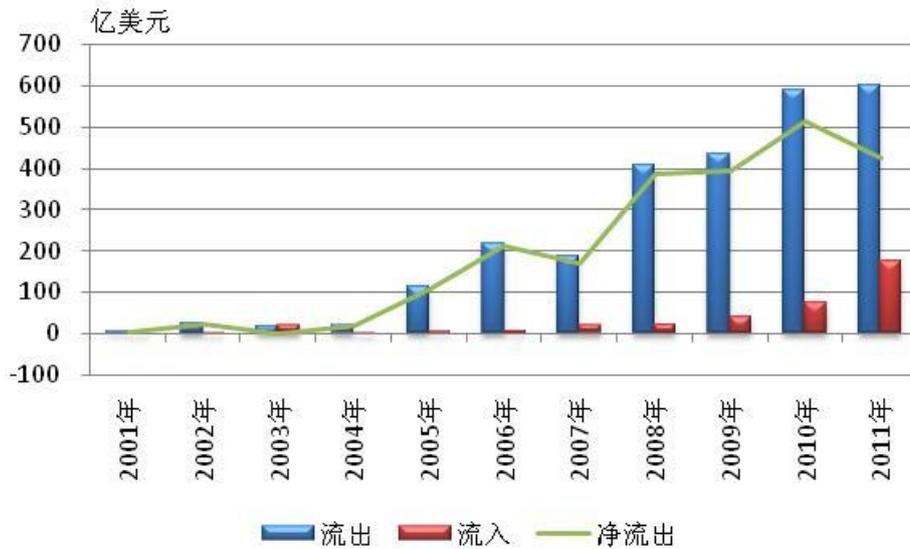
数据来源：国家外汇管理局。

## 2. 对外直接投资

对外直接投资仍维持较大规模。据商务部统计，2011 年非金融部门对外直接投资流出 601 亿美元，同比增长 2%。其中，股本和其他投资 457 亿美元，占 76%；利润再投资 144 亿美元，占 24%。

对外直接投资大幅回流，净流出势头放缓。国际收支统计数据示，2011 年，我国对外直接投资项下资金回流（包括我国境外投资企业清算、减资等）合计 174 亿美元，增长 1.3 倍。其中，54%为境内母公司收回对境外分支及关联机构的贷款。初步统计，全年我国对外直接投资项下净流出 426 亿美元，较上年下降 17%（见图 2-15）。

图 2-15 2001-2011 年我国对外直接投资



数据来源：国家外汇管理局。

对外直接投资中现汇出资和购汇比例回落。2011年，境内投资主体现汇出资的比例为 45%，其中购汇占现汇比例为 62%，较上年分别下降 17 个和 1 个百分点。这表明在当前市场环境下，境内投资主体现汇出资和购汇出资的比例依然较低，现汇出资的相当部分仍使用境内外外汇贷款。据人民银行统计，截至 2011 年末，境内银行对境外贷款 1505 亿美元，较上年增加 329 亿美元，其中就包括了部分此类投资用汇。

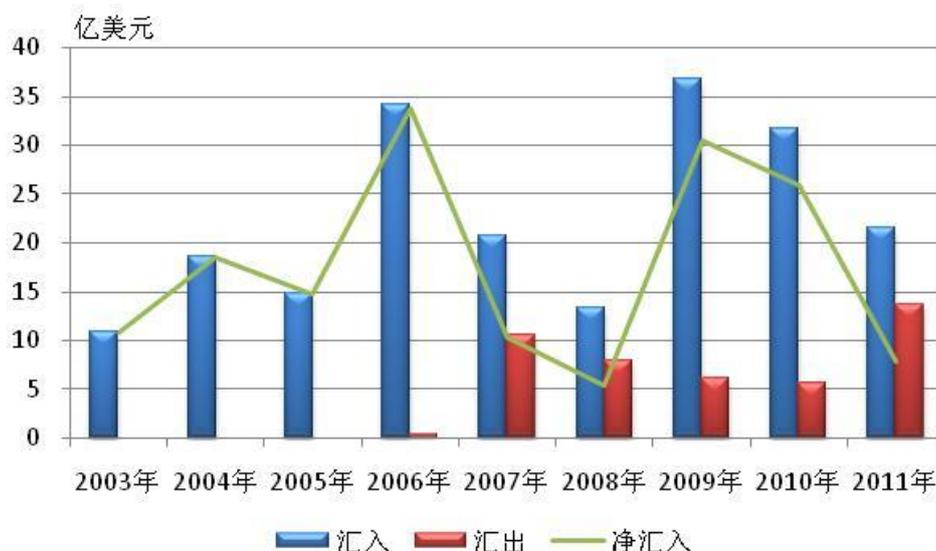
#### （四）证券投资

##### 1. 合格境外机构投资者（QFII）项下资金流动状况

2011 年，QFII 机构汇入资金 22 亿美元，较上年减少 10 亿美元，下降 32%；汇出资金 14 亿美元，较上年增加 8 亿美元，上升 142%；净汇入资金 8 亿美元，较上年减少 18 亿美元，下降 70%。截至 2011

年底，国家外汇管理局累计批准 110 家 QFII 机构共计 216 亿美元的境内证券投资额度，QFII 机构累计汇入投资资金 205 亿美元，累计汇出资金 44 亿美元，累计净汇入资金 161 亿美元（见图 2-16）。

图 2-16 2003-2011 年 QFII 资金汇出入情况



数据来源：国家外汇管理局。

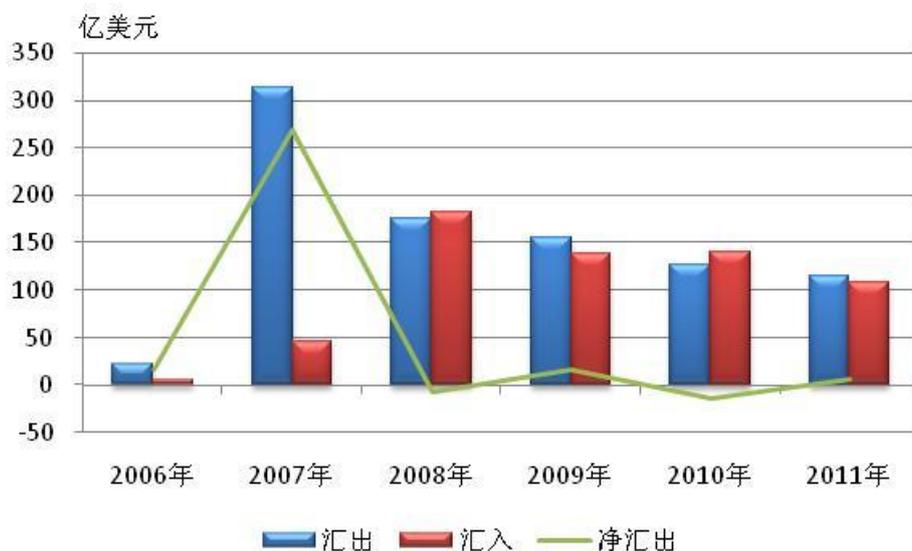
从资产配置情况看，虽然 2011 年国内证券市场整体呈下跌趋势，但 QFII 机构依然维持了较高的股票投资比例。截至 2011 年底，QFII 总资产中股票资产的比例仍然高达七成。

## 2. 合格境内机构投资者（QDII）项下资金流动状况

受欧债危机及国际主要经济体增长前景黯淡影响，2011 年国际资本市场表现乏善可陈，QDII 项下资金汇出入进一步放缓。2011 年，QDII 机构汇出资金 115 亿美元，较上年减少 12 亿美元，下降 9%；汇入资金 108 亿美元，较上年减少 32 亿美元，下降 23%；净汇出资金 7 亿美元，上年为净汇入资金 13 亿美元。截至 2011 年底，国家外汇管理局累计批准 96 家 QDII 机构境外证券投资额度共计 749 亿美

元，QDII 项下累计汇出资金 915 亿美元，累计汇入资金 624 亿美元（含投资本金及收益），累计净汇出资金 290 亿美元（见图 2-17）。

图 2-17 2006-2011 年 QDII 资金汇出入情况



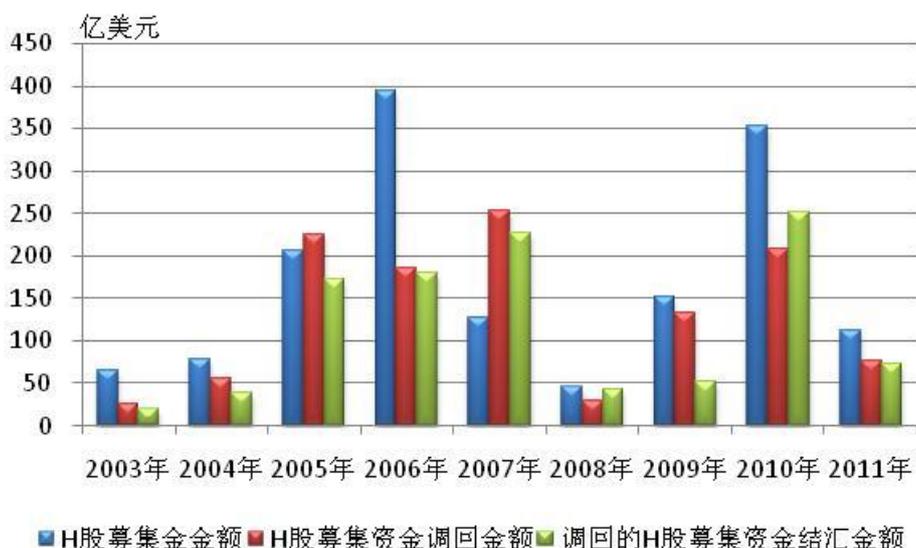
数据来源：国家外汇管理局。

从资产配置情况看，截至 2011 年末，股票仍占据 QDII 项下资产配置的第一位，占比 64%；其次是基金（包括股票型基金），占比 20%。2011 年以来，一些投资于黄金、石油、房地产等领域的创新型 QDII 产品逐步推向市场，但相关资产在 QDII 整体资产配置中的占比较小。

### 3. 境内企业境外上市筹集资金状况

2011 年，受国际金融市场波动影响，境内企业境外上市规模较 2010 年明显下降。2011 年，境外上市外资股（H 股）筹资规模为 113 亿美元，较上年减少 241 亿美元，下降 68%。受此影响，募集资金调回额和结汇额与上年相比分别下降 63% 和 72%（见图 2-18）。

图 2-18 2003-2011 年 H 股募集、调回和结汇情况



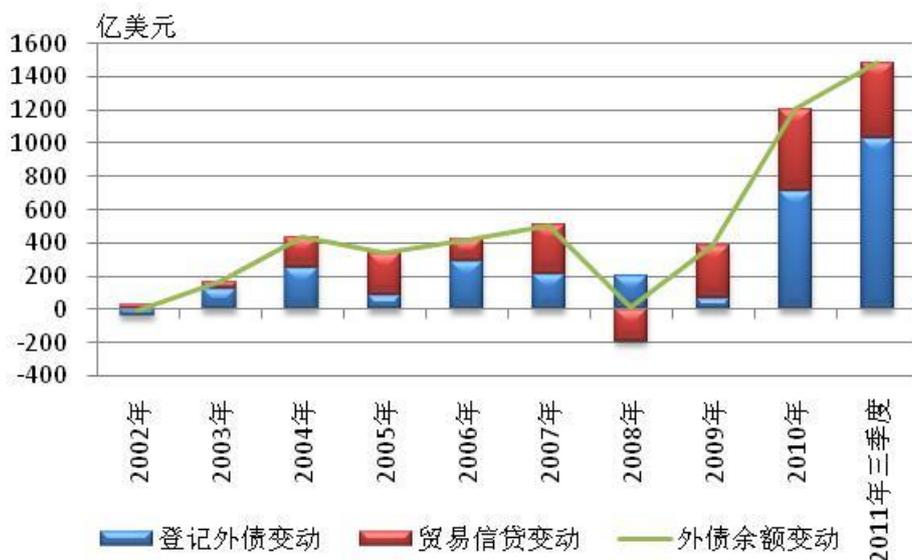
数据来源：国家外汇管理局、中国证券监督管理委员会。

### (五) 外债

截至 2011 年 9 月末，我国外债余额为 6972 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 4406 亿美元，企业间贸易信贷余额为 2566 亿美元；中长期外债（剩余期限）余额为 1895 亿美元，短期外债余额为 5076 亿美元。2011 年前三季度，我国外债变动呈现以下特点：

**债务规模继续快速扩张。**2011 年 9 月末外债余额比上年末增加了 1483 亿美元，增长 27%。其中，登记外债增加 1028 亿美元，占同期外债增加额的 69%，较上年末上升 10 个百分点；贸易信贷余额增加 454 亿美元（见图 2-19）。外债增长的主动力从贸易信贷转为登记外债，显示后危机时代国内企业通过直接商业信用进行贸易融资（即进口延付和出口预收）的条件较危机前有所恶化。

图 2-19 2001-2011 年我国外债余额变动及构成



数据来源：国家外汇管理局。

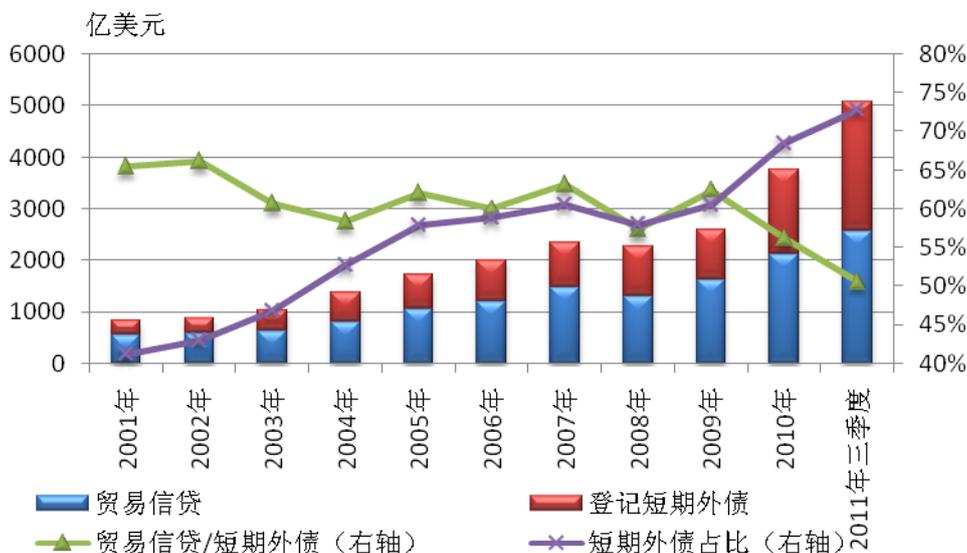
**债务短期化趋势进一步加剧。**截至 2011 年 9 月底，短期外债余额（包括登记短期外债和贸易信贷）5076 亿美元，占比 72.8%，较上年末上升 4.4 个百分点，再创历史新高（见图 2-20）。从短期外债构成看，2011 年 9 月末，与贸易有关的信贷余额为 3750 亿美元，占短期外债余额的 73.9%，其中，企业间贸易信贷占 50.6%，银行贸易融资占 23.3%。与贸易有关的信贷大多具有进出口贸易交易背景，其增长与我国实体经济活动有关。

**中资金融机构是推动我国外债增长的主体。**登记外债余额中，中资金融机构债务余额为 2096 亿美元，占 47.6%，占比较上年末上升 7.5 个百分点；外商投资企业、外资金融机构、国务院部委、中资企业债务余额占比分别较上年末下降 2.5、1.9、2.7 和 0.4 个百分点。

**国际商业贷款是登记外债增长的主要来源。**登记外债余额中，国际商业贷款余额为 3710 亿美元，占 84.2%，占比较上年末上升 4.2 个百分点；外国政府贷款和国际金融组织贷款余额为 696 亿美元，占

15.8%。

图 2-20 2001-2011 年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。

#### 专栏 4:

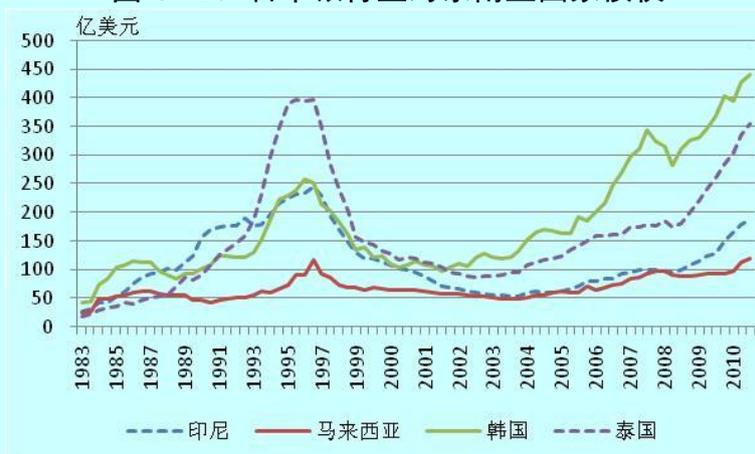
### 主权债务危机背景下欧美银行去杠杆化对我国跨境资金流动的影响

#### 一、历史经验表明，国际金融机构去杠杆化将加大新兴市场资本流出风险

1998 年亚洲金融危机之前，投资者利用日元套利交易在东南亚国家大进大出。根据国际清算银行统计数据，1996 年日本银行业流入泰国、马来西亚、印度尼西亚和韩国的信贷资金达 500 多亿美元，同期日本银行业对上述国家的债权余额为 995 亿美元。当危机首先在泰国引爆时，日本银行业不得不收紧银根、减少海外贷款。1996-1999 年间，日本银行业在危机国家减少了 474 亿美元贷款，降幅达 48%（见图 C4-1）。

2008 年国际金融危机爆发后，发达国家金融机构普遍面临巨大的资产减记和流动性紧缩压力，导致其不得不从海外抽回资金，短期资本从发展中国家回流至发达国家。当年下半年，欧洲银行业对我国债权余额降幅达 27%，美国银行业对我国债权余额减少了 30%（见图 C4-2）。受此影响，2008 年下半年，我国短期外债余额由上半年增加近 300 亿美元转为减少近 400 亿美元，资本和金融项目由净流入 719 亿美元转为净流出 256 亿美元。

图 C4-1：日本银行业对东南亚国家债权



数据来源：国际清算银行。

## 二、当前欧美银行业信贷紧缩压力增加，可能加大我跨境资金流动波动

2008 年全球金融危机以来，主要发达经济体实施低利率政策，跨境资金流动日趋活跃，我国银企境外融资也大幅上升。但自 2011 年下半年以来，受发达国家主权债务危机冲击，欧美机构资金回撤压力加大，增加了我境内机构海外筹资难度和成本，这迫使境内机构加速偿债、回补前期美元空头。根据国际清算银行统计数据，截至 2011 年三季度末，美国银行业和欧洲银行业对我国债权余额分别较 2008 年同期（国际金融危机爆发前）上升 1.7 倍和 88%，与 2011 年二季度末相比已略有下降（见图 C4-2）。目前来看，由于我国来自欧美银行业的债务规模较 2008 年大幅增加，这可能使我国跨境资金流动较 2008 年更易受到欧美银行业金融去杠杆化的影响。

图 C4-2 1983-2011 年欧美银行对我国债权



数据来源：国际清算银行。

注：2000 年以前国际清算银行数据为半年度统计，2000 年之后为季度统计。

## （六）银行部门

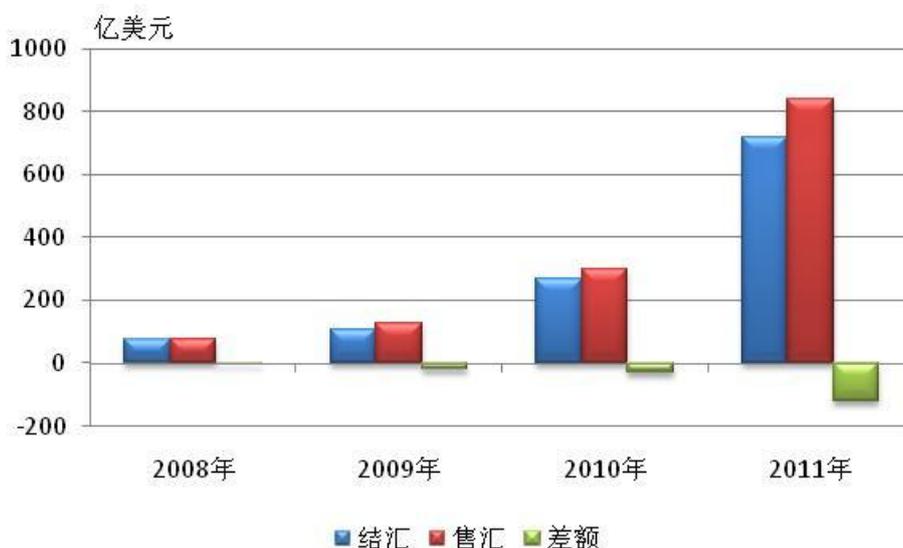
银行自身结售汇（包括结售汇头寸变动）和跨境收付也是重要的跨境资金流动。

### 1. 银行自身结售汇状况

2011年，银行自身结售汇交易共发生2151亿美元，比上年增长99%，相当于银行代客结售汇总额的8%。

受黄金市场价格波动较大的影响，境内客户通过银行投资账户黄金等交易增多，加大了银行的黄金汇率敞口平盘。2011年共发生结售汇交易1557亿美元，较上年增长175%，占银行自身结售汇总额的72%；净售汇123亿美元，较好实现了通过藏金于民达到藏汇于民的效果（见图2-21）<sup>2</sup>。

图 2-21 2008-2011 年黄金汇率敞口平盘情况



数据来源：国家外汇管理局。

外汇利润、外汇资本金（营运资金）结汇是2011年银行自身结

<sup>2</sup> 由于境内贵金属投资需求较为旺盛，长期以来境内贵金属价格普遍高于国际市场价格，因此，境内相关银行通常采取从境内高价出售、境外低价进口的平补汇率敞口，形成自身净售汇。2007年7月出台相关政策以来到2011年底，银行此类净购汇累计达177亿美元。

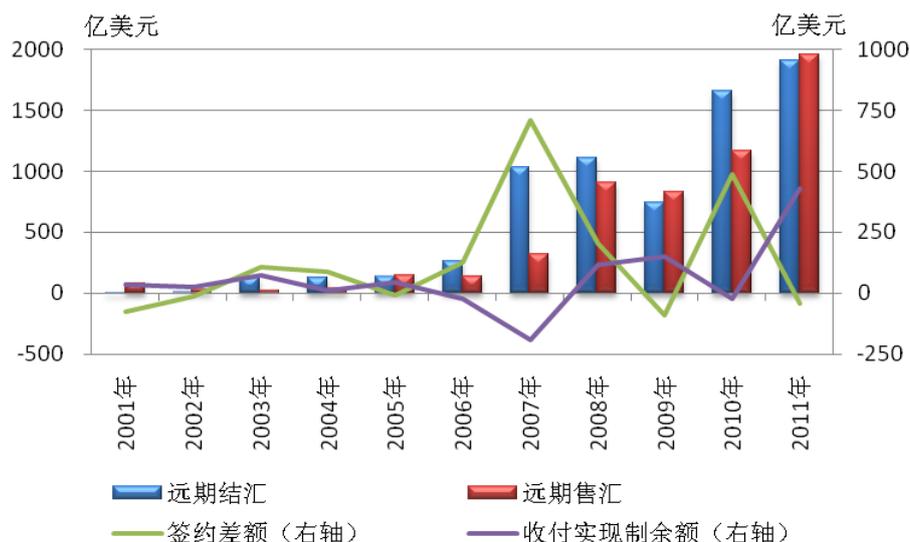
汇的其他主要来源。银行外汇利润结汇约 76 亿美元，较上年增长 18%，增速较 2006-2010 年年均增速低 1 个百分点；银行引入境外投资者和境外上市结汇约 91 亿美元，较上年下降 52%。

实物黄金进口、支付境外股东红利是 2011 年银行自身售汇的主要用途。商业银行代理人民银行进口黄金购汇 143 亿美元（不包含在银行黄金交易汇率敞口平盘范围内），较上年增长 115%；银行购汇支付境外股东红利 52 亿美元，较上年增长 179%。

## 2. 银行结售汇头寸变动

2011 年，银行根据外汇管理政策要求及远期结售汇签约方向的变化，大幅增持收付实现制外汇头寸（见图 2-22）。2011 年，银行共增持头寸 451 亿美元，其中 1-9 月增持 234 亿美元，10-12 月增持 217 亿美元<sup>3</sup>。这表明相关政策调整，既分流了外汇，减轻了央行市场调控压力，又减少了银行货币错配，较好平滑了 2011 年底的市场波动。

图 2-22 2001-2011 年远期结售汇业务开展情况和结售汇头寸变动情况

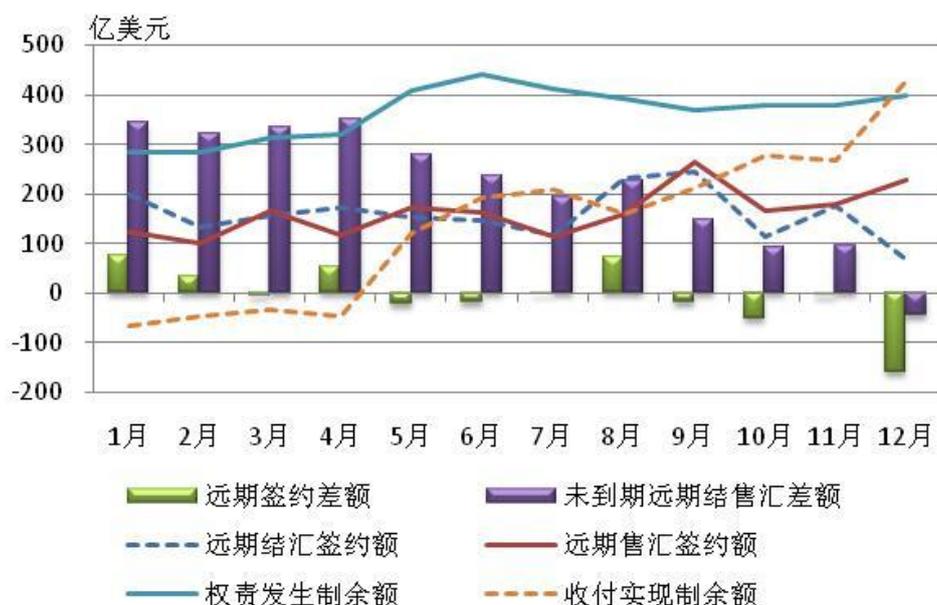


数据来源：国家外汇管理局。

<sup>3</sup> 自 2010 年 11 月 8 日政策出台，至 2011 年底，各银行收付实现制头寸增持 619 亿美元。其中，至 2011 年 9 月底，各银行收付实现制头寸增持 402 亿美元。

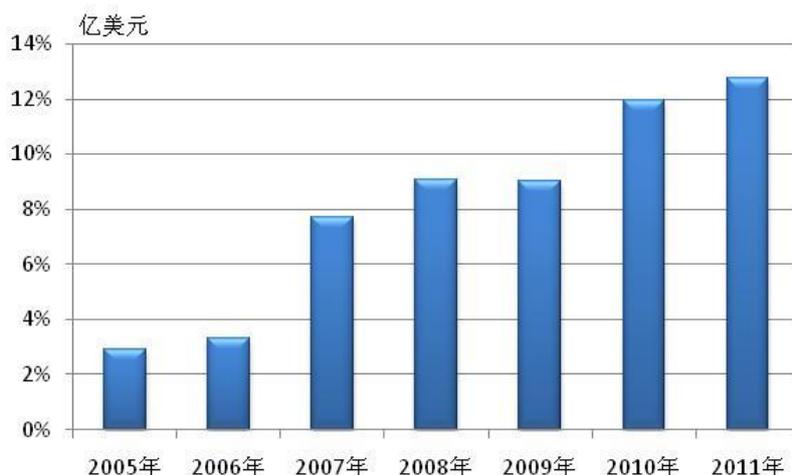
远期结售汇签约转为净售汇，银行相应增持头寸。2011年，银行远期结汇和售汇分别较上年增长16%和67%，净售汇45亿美元，上年为远期净结汇484亿美元。这主要有两方面原因：一是2010年11月和2011年3月，为缓解跨境资金流入压力，外汇局两次收紧银行收付实现制头寸下限管理，旨在引导银行调整远期结售汇定价，严格真实性审核。二是2011年9月底以来，随着人民币升值预期的变化，客户调整远期结售汇签约策略，到期的远期结汇不再续签，远期售汇则出现较大幅度增长，导致银行未到期远期由9月末的净结汇148亿美元快速下降至12月末净售汇44亿美元（见图2-23）。尽管客户远期结售汇业务的结构发生了变化，2011年银行远期结售汇签约总额达3871亿美元，同比增长37%，占同期即期结售汇比例为13%，为近几年的最高值（见图2-24），显示相关政策调整没有对企业正常的保值需求造成实质影响。

图 2-23 2011 年 1-12 月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 2005-2011 年远期结售汇签约占即期结售汇的比例情况



数据来源：国家外汇管理局。

为支持企业海外采购和跨国并购提供融资，部分银行自主增持头寸。2010年，为缓解银行外汇流动性压力，外汇局大幅提高银行结售汇综合头寸上限，其中21家全国性银行的上限总额平均上调了3.5倍，银行可在限额内自主增减外汇资金用于外汇放款。2011年，银行在2010年自主增持头寸179亿美元基础上，进一步增持头寸91亿美元。

### 3. 银行部门外汇资金来源与运用

从境外流入的外汇资金，大部分形成外汇储备，少量以企业和个人存款等进入银行体系，因而银行的外汇资金变化实质上涵盖了部分跨境资金流动，与银行代客跨境收付构成我国跨境收付的全貌。

2011年，银行外汇资金来源与运用规模扩大1200多亿美元（见图2-25）。从外汇资金来源看，境内外汇存款增加约346亿美元，境外负债增加约214亿美元，外汇买卖及其他增加约640亿美元，分别较上年多增190亿、67亿和358亿美元。从外汇资金运用看，国内外汇贷款增加约526亿美元，境外贷款增加约327亿美元，其他境外

资产增加约 346 亿美元，分别较上年多增 59 亿、55 亿和 499 亿美元。

图 2-25 2002-2011 年银行外汇资金来源与运用情况



数据来源：中国人民银行。

2011 年，国内外汇贷存比由升转降。剔除政策性银行，2011 年末国内银行“国内外汇贷款/外汇存款”的比例为 104%，较 2010 年末下降 15 个百分点，且下降主要发生在 11 和 12 月（见图 2-26）。这显示当前国内企业“资产本币化、负债外币化”的倾向经历了前几年的膨胀趋于冷却。

图 2-26 2002-2011 年银行外汇贷存比变动情况



数据来源：中国人民银行。

从银行跨境调拨资金方面看，虽然 2011 年度国内外汇贷款增长较多，但银行资金总体表现为净流出，流出的资金主要集中于境外同业存拆放（见表 2-3）。如果不考虑境外贷款，2011 年银行向境外共净调出资金 166 亿美元，2009 和 2010 年为净调入资金（见图 2-27）。其中，2011 年净调出资金主要发生在第四季度。

表 2-3 2011 年各季国内金融机构境外外汇资金来源与运用

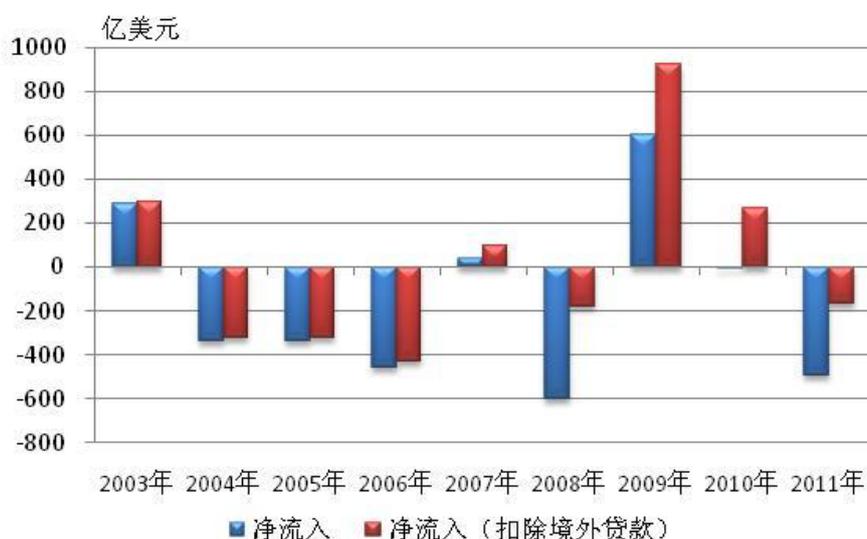
单位：亿美元

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	合计
<b>境外负债增加额 (1)</b>	<b>108</b>	<b>64</b>	<b>32</b>	<b>43</b>	<b>248</b>
境外存款	37	32	17	32	118
境外筹资	0	0	-3	-2	-4
境外银行存拆放	71	31	18	13	133
<b>境外资产增加额 (2)</b>	<b>-1</b>	<b>195</b>	<b>-138</b>	<b>685</b>	<b>741</b>
境外贷款	152	12	65	98	327
有价证券及投资	-34	-25	-52	67	-44
存拆放境外银行	-125	209	-150	522	456
库存现金	5	-1	-1	-2	1
<b>净流入 = (1) - (2)</b>	<b>109</b>	<b>-131</b>	<b>170</b>	<b>-642</b>	<b>-493</b>
<b>扣除境外贷款后净流入</b>	<b>262</b>	<b>-119</b>	<b>235</b>	<b>-544</b>	<b>-166</b>

数据来源：中国人民银行。

注：正数为流入，负数为流出。

图 2-27 2003-2011 年银行外汇资金流入情况



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

**我国外汇储备增长仍基本可以由实体经济活动解释。**我国经济增长速度快、对外贸易基础厚、国内市场前景广等经济基本面，以及经济发展中特有的结构性因素和国际产业分工调整等，决定了我国货物贸易、直接投资等国际收支基本项目持续顺差。开放型市场经济条件下，各类市场主体财务运作性跨境交易的存在和增多，加剧了我国国际收支波动，表现为围绕国际收支基本项目收支状况上下波动的钟摆效应。我国外汇储备过快增长是结构性的对外经济失衡，是我国经济发展中不平衡、不协调、不可持续的矛盾和问题的外在表现，加快“调结构、扩内需”是实现国际收支趋向基本平衡的根本出路。

**近期我国跨境资金流动变化是市场与政策因素共同作用的结果。**2011年四季度，我国跨境资金净流入规模明显回落，人民币由净流出转为净流入，结售汇顺差大幅减少甚至出现逆差，境外市场人民币汇率走势和预期由强转弱。究其原因：**一是在**欧美债务危机反复冲击、国际金融市场持续动荡的情况下，全球投资风险偏好下降，资本大量撤出包括中国在内的新兴市场；**二是**我国经济和出口增长减速、地方

政府融资平台、民间借贷、房地产调控等因素被做空人民币的国际投资者放大，境内外人民币汇率倒挂，引起跨境财务运作行为转向；三是当前欧美机构资金回抽母国的压力较大，增加了境内机构海外筹资难度和成本，迫使境内机构加速偿债、回补前期美元空头，美元需求增多；四是稳出口、扩进口、打热钱、控流入的涉外经济政策调控成效开始显现，一定程度上遏制了资金流入的势头，促进国际收支趋向平衡（详见专栏5）。

## 专栏 5:

### 积极应对跨境资金流动异常波动

为防范跨境资金流动风险,2010年11月以来外汇管理部门按照国务院部署,疏堵并举、区分重点、多管齐下、综合施策,有效抑制各种投机套利资金流入。

一是未雨绸缪,打好应对“热钱”的“有准备之仗”。在做好形势预判、加强政策储备的基础上,进一步完善了应对大规模跨境资金流入的政策预案。2010年11月和2011年3月两次启动应对预案,加强银行结售汇头寸、出口收结汇、短期外债等外汇业务管理,进一步下调2011年度境内金融机构短期外债指标总规模。此外,上调银行间外汇市场交易费率,运用价格手段引导银行通过完善挂牌汇率定价调节客户端的结售汇行为。

二是疏堵并举,不断丰富跨境资本流动管理手段。2011年7月,进一步强调将减缓银行结售汇顺差过快增长作为工作重点,既要支持进出口贸易稳步发展,又要防止“热钱”流入。加强贸易投资外汇流入的单证审核,鼓励有真实贸易投资需求的购付汇,对境外融资金量较大的银行进行窗口指导,鼓励企业出口收入存放境外,试行个人结售汇“关注名单”管理等。

三是重拳出击,继续严厉打击“热钱”等违法违规资金流入。以金融机构、大型企业为重点,开展资本金结汇、短期外债等专项检查,集中力量查办重大违规

案件，2011年共查处外汇违法违规案件3488件，联合公安部门共同破获39起地下钱庄、非法买卖外汇等违法犯罪案件。全年收缴罚没款超过5亿元人民币，同比翻了一番多。

四是多管齐下，进一步提升跨境资金流动监管能力。全面监测形势发展变化和外汇市场动态，不断完善国际收支风险预警监测和市场预期调查，建立全面的银行贸易融资统计制度。初步构建较为完整的跨境收支及业务监测数据体系。改进银行执行外汇管理规定情况考核制度，促进银行合规经营。

**树立适应开放型经济发展的金融风险意识。**随着经济日益开放，我国经济金融与世界、人民币汇率与全球汇率体系之间的联系日益紧密，外部冲击对国内的影响日益加大，国内外汇形势可能瞬息万变。虽然近年来人民币的国际地位显著提升，但在我国民间部门对外净负债的现有格局，以及国内金融市场发展现阶段和当前国际货币体系下，人民币作为一种新兴市场货币，仍是风险资产而非避险货币。这意味着，对跨境资金流动和人民币汇率应改变单边思维，树立全面、正确的风险意识，合理运用金融避险工具进行套期保值。监管部门则应顺应人民币汇率弹性增加，积极培育市场、丰富避险工具，同时不断扩大统计数据披露范围和频率，提高统计数据透明度。

**近期跨境资金流动的变化对我既是挑战也是机遇。**跨境资金流动波动性加大，对境内银行、企业等市场主体的外汇流动性管理是一个挑战，也对宏观调控的灵活性前瞻性提出了新要求。但是，我国跨境资金净流入放缓甚至暂时流出符合政策调控目标，显示了减顺差、促平衡的政策初现成效。这有利于实现国际收支平衡，增强宏观调控的有效性，有利于化解人民币汇率升值预期，缓解人民币汇率重估和贸

易保护主义的国际压力。总体而言，这种变化为改善宏观调控和推进各项改革创造了有利条件，同时也为推动全球经济再平衡做出了积极贡献。

## （二）下一阶段政策考虑

支持我国国际收支顺差的基本面因素依然存在。一是现阶段国内储蓄依然大于投资，在现有国际分工格局下，我国经常项目尤其是贸易顺差局面不会改变。二是我国经济持续平稳较快发展，国内市场前景广阔，有望继续吸引国际长期资本流入。三是我国国内市场广阔、回旋余地较大，近年来我国经济对外需的依赖程度有所降低，外汇储备更加充裕，抵御外部冲击和资本逆转的能力增强。另一方面，由于国际经济金融环境空前复杂和严峻，各种长期性、结构性以及突发性问题交织在一起，全球金融市场将持续反复动荡，有可能抑制外部需求和套利资本流动，未来几年我国可能跨境资金净流入规模减少、波动加大。

“十二五”规划明确将“国际收支趋向基本平衡”作为“十二五”时期经济社会发展的主要目标之一。面对复杂多变的国际政治经济环境和国内经济运行新情况新变化，必须继续抓住科学发展这个主题和加快转变经济发展方式这条主线，加快“调结构、扩内需、减顺差、促平衡”，进一步夯实我国抵御跨境资金流动冲击的经济基础。

下一阶段，外汇管理部门将着力提高外汇管理的有效性，密切监测跨境资金异常流动。一方面，坚守风险底线，构建防范跨境资金流

动冲击的体制机制，完善应对跨境资金双向流动的政策预案，着力构建防范跨境资金流动冲击的政策传导机制，保持对异常外汇资金的密切监测和高压态势。另一方面，抓住当前有利时机，加快推进外汇管理重点领域和关键环节的改革，扎实做好进出口核销改革试点和推广，稳步推进资本项目可兑换，加快培育外汇市场，使外汇管理工作更好服务于实体经济。