

刘洁

sduliujie@126.com

潘圆圆

pan_yuan2@163.com

2013 年第 3 季度中国跨境资本流动报告*

摘要

本报告从国际收支平衡表（BOP）与国际投资头寸表（IIP）两个角度来分析中国的跨境资本流动，同时考虑将 BOP 与 IIP 结合起来进行分析。

从对 BOP 的分析来看，2013 年第 3 季度中国跨境资本流动的主要特征包括：第一，国际收支呈现双顺差，短期资本再度流入；第二，经常账户顺差收窄，资本账户顺差超过经常账户顺差；第三，外汇储备增量强劲反弹；第四，净投资收益逆差收窄。

从资本流动的细项来看，2013 年第 3 季度中国跨境资本流动具有如下特征：第一，外国在华直接投资有所放缓，中国对外直接投资环比基本企稳；第二，外国在华证券投资继续

* 本报告是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的集体研究成果之一。执笔人为刘洁与潘圆圆。参加讨论的人员包括姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、韩冰、潘圆圆、王碧珺、王宇哲、陈博、刘洁等。

下降，中国对外证券投资出现资金回流；第三，其他投资项再度实现顺差，外资重新偏好国内市场成主因。

造就 2013 年第 3 季度跨境资本流动新特征的主要原因包括：首先，国际市场避险情绪缓解，外部融资环境持续宽松，国际游资重新偏好新兴市场；其次，国内经济触底反弹，但下行风险仍然存在，全球经济复苏乏力，外商直接投资动力不足；再次，人民币持续升值引致套利资金流入及资产本币化操作。

展望未来的 BOP 变动，我们预计，其一，2013 年第 4 季度经常账户顺差将有所回升，人民币依然面临升值压力；其二，2013 年第 4 季度跨境资本仍将继续流入，资本与金融账户或在 2014 年伴随 QE 的退出而出现小幅逆差。

从对 IIP 的分析来看，2013 年第 3 季度中国国际投资头寸变化具有如下特征：第一，中国对外净资产重现增长；第二，资产结构继续优化，负债结构无显著变化；第三，对外负债与资产收益率差距缩小；第四，对外净资产估值效应为正。

造成中国国际投资头寸呈现出上述变化的原因包括：首先，从直接投资来看，中国 FDI 与 ODI 存量差距不断缩小，主要原因是中国企业对外投资数量增长非常迅速，而在促使 FDI 存量增加的多个因素中，人民币持续升值是一个重要原因；其次，中国对外股本证券投资快速增加显示了中国对外证券投资能力的增强和结构的优化，但 2011 年之后对华债券投资的数量再次上升，这可能是对国外投资于中国债券限制变少的结果；再次，其他投资的快速增长主要归功于贸易信贷与贷款的增加，资本账户开放加速也将促使跨境信贷继续增加；最后，外汇储备增速放缓的重要原因是经常账户顺差收窄。

展望未来的 IIP 变动，我们预计，其一，2013 全年中国对外净资产头寸增幅将较大，而资本与金融账户转为逆差可能是一个中长期的趋势；其二，2013 年第 4 季度中国对外负债的估值效应持续为负，但从长期来看，中国对外净资产资产的估值效应符号的不确定性增加。

目 录

第一章 基于国际收支平衡表（BOP）的分析.....	4
一、2013 年第 3 季度跨境资本流动的主要特征.....	4
二、2013 年第 3 季度中国跨境资本流动的细项特征.....	6
三、2013 年第 3 季度中国跨境资本流动的原因分析.....	11
四、前景展望.....	14
第二章 基于国际投资头寸表（IIP）的分析.....	16
一、2013 年第 3 季度国际投资头寸表的主要特征.....	16
二、2013 年第 3 季度中国国际投资头寸变动的的原因分析.....	22
三、形势展望与预测.....	28

第一章 基于国际收支平衡表（BOP）的分析

一、2013 年第 3 季度跨境资本流动的主要特征

1、国际收支呈现双顺差，短期资本再度流入

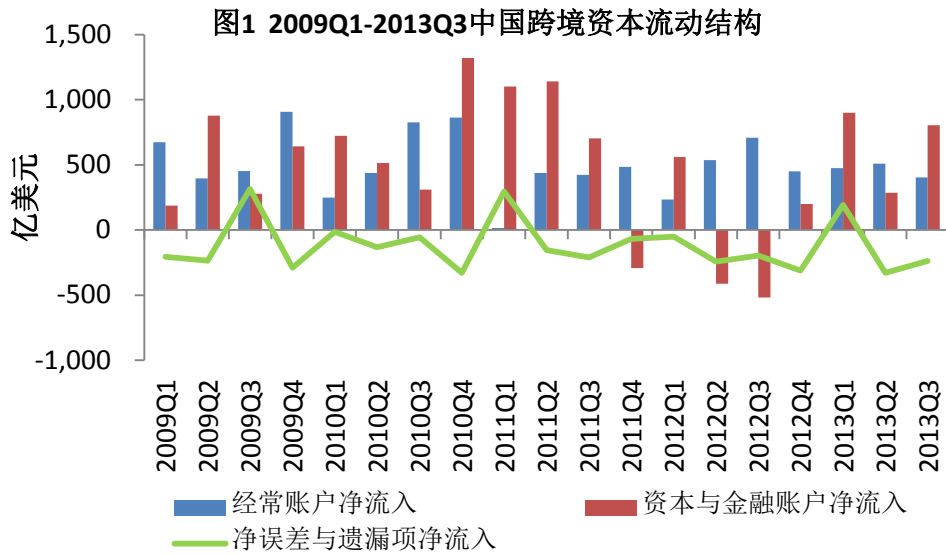
2013 年第 3 季度中国国际收支表呈现双顺差格局，其中资本与金融账户净流入 805 亿美元，环比增加 519 亿美元，与去年同期相比变动额高达 1322 亿美元，该顺差额在过去 9 个季度中位居第二，仅次于 2013 年第 1 季度的 1094 亿美元。与此同时，净误差与遗漏项的净流出额环比减少了 91 亿美元。而在 2013 年第 2 季度，资本与金融账户顺差仅为 286 亿美元，净流入额环比跌幅高达 68.3%，包含净误差与遗漏项在内的资本账户更是出现 43 亿美元的小幅逆差，造成这一局面的主要原因为美联储退出量宽预期导致的短期资本大幅外流。（图 1）

2013 年第 3 季度，短期资本再度流入成为跨境资本流入激增的主要原因。对资本与金融账户的结构进行分析可知，第 3 季度资本与金融账户下的直接投资净流入 342 亿美元，环比下降了 25%。如果简单地用资本与金融账户净额（包含净误差与遗漏项）减去直接投资净流入额来计算短期资本流动净额，那么第 3 季度的短期资本净流入额约为 225 亿美元，而第 2 季度短期资本净流出额约为 499 亿美元。从全年来看，中国在 2013 年的跨境资本流动整体呈现出流入流出交替的双向波动特点。

2、经常账户顺差收窄，资本账户顺差超过经常账户顺差

2013 年第 3 季度经常账户顺差 404 亿美元，同比下降了 304 亿美元，环比下降了 105 亿美元。经常账户顺差的收窄从侧面反映出外管局在今年 5 月份为打击虚假贸易而颁布的“20 号文”取得了显著效果¹。从结构来看，尽管第 3 季度经常账户下的收益项与经常转移项的逆差在环比上均有所收窄，但货物和服务的顺差额却比上一季度减少了 182 亿美元，因此成为第 3 季度经常账户顺差收窄的主要原因。其中，货物贸易顺差额环比下降 33 亿美元，而服务贸易逆差继续扩大至 425 亿美元，后者创下历史最高逆差水平。与此同时，第 3 季度资本与金融账户的顺差额较上一季度有显著增加，出现 805 亿美元的净流入，一举超越了经常账户顺差额。（图 1）

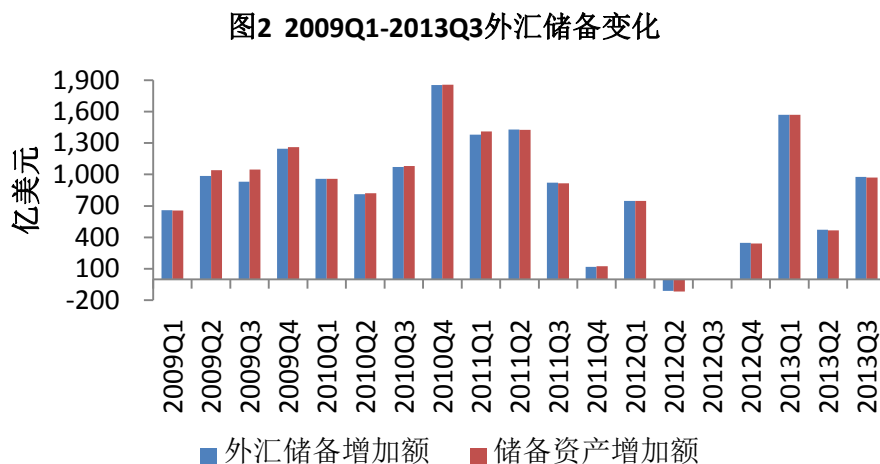
¹ 具体可参见《2013 年第 2 季度中国跨境资本流动报告》，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究系列（IIS），2013 年 9 月 5 日，第 16 页。



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

3、外汇储备增量强劲反弹

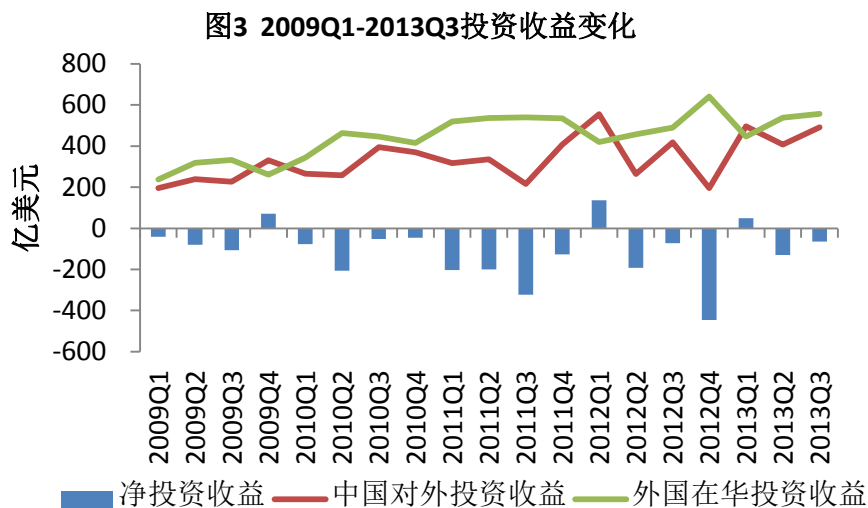
2013 年第 3 季度，剔除汇率、价格等非交易价值变动影响，中国的储备资产增加 970 亿美元。尽管在基金组织的储备头寸减少了 5 亿美元，但外汇储备却增加了 976 亿美元，同比增加 973 亿美元，环比翻了一番。该增量水平在最近五个季度中居于第 2 位，仅次于 2013 年第 1 季度的 1571 亿美元。在第 3 季度经常账户顺差收窄的情况下，外汇储备强劲增长主要得益于资本账户的大幅顺差。（图 2）



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

4、净投资收益逆差收窄

2013年第3季度的净投资收益逆差64亿美元，同比来看逆差额基本企稳，环比来看，逆差格局持续但幅度收窄了一半。具体来看，中国对外投资收益与外国在华投资收益均有所增长，但前者的增长速度显著高于后者。中国对外投资收益环比上升20.6%，同比上升17.4%。外国在华投资收益环比仅增加3.3%，但同比增加13.5%。（图3）



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

二、2013年第3季度中国跨境资本流动的细项特征

1、外国在华直接投资有所放缓，中国对外直接投资环比基本企稳

2013年第2季度，外国在华直接投资止跌回升，中国对外直接投资稳中趋缓。2013年第2季度，直接投资净流入456亿美元，同比增幅为10.9%，环比增幅高达42.9%。具体分析可知：一方面，外国在华直接投资有所反弹，投资净额同比增长了12.7%，环比也增长15%；另一方面，中国对外直接投资同比增加18%，但环比下降了26.3%。因此，外国在华直接投资反弹与中国对外直接投资放缓共同造成了第2季度直接投资净流入额环比增幅较大的局面。（图4）

2013年第3季度外国在华直接投资有所放缓，中国对外直接投资环比基本企稳。2013年第3季度直接投资净流入342亿美元，同比下降11.2%，在环比上打破了上一季度的增长局面，回落了25个百分点。（图4）

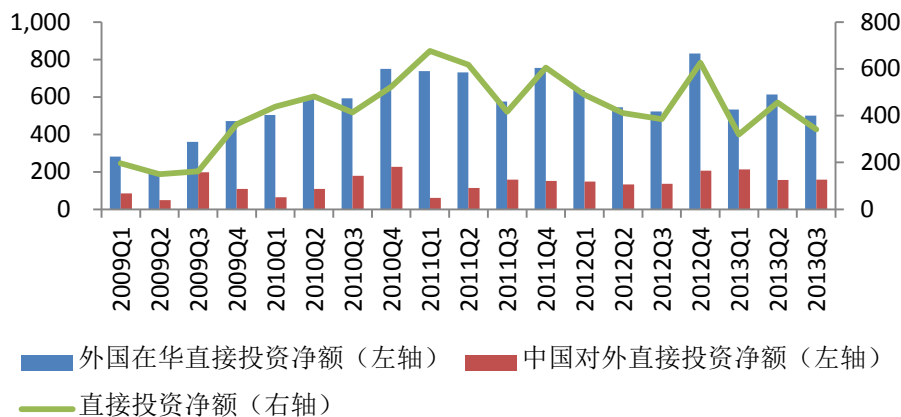
造成第3季度直接投资净流入额环比小幅回落的主要原因是外国在华直接投资净流入额的下降。2013年第3季度外国在华直接投资流入654亿美元，环比下降了8%，同比增加

8.6%，外国在华直接投资流出 154 亿美元，环比增幅高达 57.1%，同比也增长近一倍，该流出金额同时创下历史最高纪录。总体来看，外国在华直接投资仍然保持 500 亿美元的顺差，但环比下跌 18.4%，同比也降低了 4 个百分点。（图 4）

根据商务部中国投资指南网站公布的相关数据计算可知，亚洲十国/地区的实际投入金额下降是第 3 季度外商在华直接投资净流入额下降的主要影响因素。2013 年第 3 季度亚洲十国/地区实际投入中国的金额环比下降 19.6%，此外欧盟 28 国对华直接投资环比也小幅下降 3.8%，而来自美国的直接投资金额环比增长了 37%。

从中国对外直接投资方面来看，2013 年第 3 季度中国对外直接投资资金回流金额达到 86 亿美元高位，环比来看基本企稳，但同比增加 83%，同时中国对外直接投资金额比上季度仅增加 4 亿美元，但与去年同期相比增加了 33.2%。因此，2013 年第 3 季度中国对外直接投资净流出 158 亿美元，环比基本企稳，同比增加 15.3%。（图 4）

图4 2009Q1-2013Q3直接投资净额构成



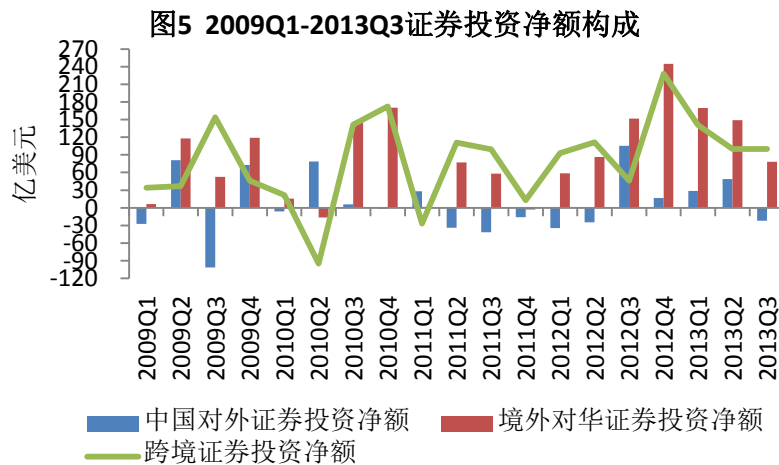
数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

2、外国在华证券投资继续下降，中国对外证券投资出现资金回流

2013 年第 2 季度外国在华证券投资增长继续放缓，中国对外证券投资加速增长。2013 年第 2 季度，外国对华证券投资增长继续放缓，比上一季度减少了 12.4%，但总体来看仍然处于历史高位，同比增长 71.3%。与此同时，中国对外证券投资呈现加速增长态势，环比增长 69%，该季度的投资净额在过去 12 个季度中排名第二，仅次于 2012 年第 3 季度。总体来看，2013 年第 2 季度跨境证券投资净流入 100 亿美元，环比下降 29.1%，同比也下降了 9.9%。（图 5）

2013 年第 3 季度证券投资顺差且环比企稳，外国在华证券投资连续三个季度减少，中

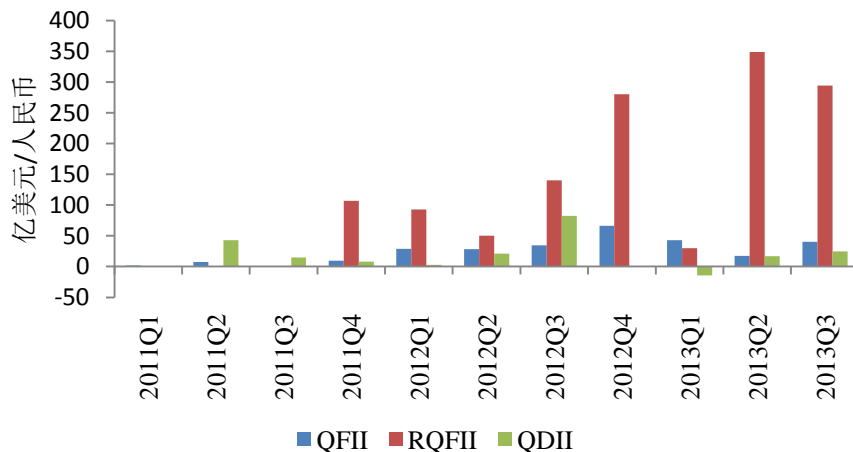
国对外证券投资开始出现资金回流。2013 年第 3 季度，证券投资依然保持顺差且与上一季度顺差金额相等，同比来看顺差额翻了一番。具体来看，外国在华证券投资连续三个季度出现下跌，第 3 季度跌至 78 亿美元，环比下降 47.7%，同比也下降了 48.7%，其中：股本证券投资额占比 23%，净流入 18 亿美元，环比下降 70%，同比下降 81%；货币市场工具投资额占比 27%，净流入 21 亿美元，环比下降 60%，同比增长了 2.5 倍；而中长期债券投资额占比达一半，净流入 40 亿美元，环比增长 14.3%，同比却下降 20%。2013 年第 3 季度，中国对外证券投资结束过去三个季度连续增长的局面，开始出现 22 亿美元的资金回流，这与去年同期 106 亿美元的投资额形成鲜明对比。造成资金回流的主要原因是中长期债券投资资金回流 29 亿美元，而股本证券投资环比仅微增 1 亿美元。（图 5）



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

2013 年第 3 季度，中国新批准的 QFII 投资额度为 40.3 亿美元，季度环比增加 23.12 亿美元，新批准 RQFII 投资额度 294 亿人民币，季度环比下跌 55 亿人民币。第 3 季度新批准 QDII 投资额度 24.55 亿美元，比上一季度的新批准额度还多了 7.55 亿美元。（图 6）然而审批节奏的加快并未带来双边证券投资的活跃，究其原因，一方面 2013 年 6 月份国内股市大跌影响了外国投资者信心，另一方面也反映出我国境内机构投资者对于资本账户开放仍然保持谨慎态度，而国内自 2013 年 6 月份“钱荒”后资金面的持续紧张也会对 QDII 造成一定的负面影响。

图6 2011Q1-2013Q3新批准机构投资者投资额度



数据来源：Wind 资讯与 IIS。

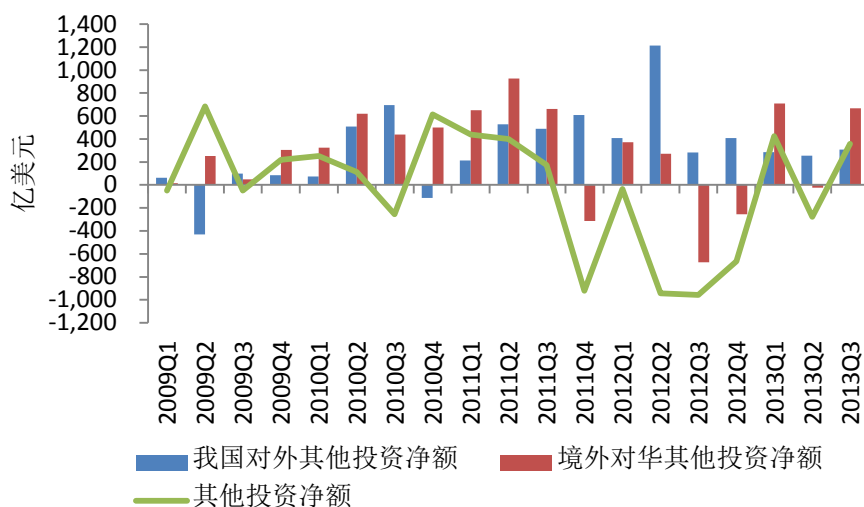
注：QFII 与 QDII 的计价单位为亿美元，而 RQFII 的计价单位为亿人民币。

3、其他投资项再度实现顺差，外资重新偏好国内市场成主因

2013 年第 2 季度，其他投资项由资金净流入转为资金净流出，其中外国对华其他投资开始出现撤离是主要原因，中国对外其他投资也出现小幅回落。2013 年第 2 季度，其他投资项由上一季度的顺差回归为逆差，资金净流出 279 亿美元，环比变动金额达 704 亿美元，不过该逆差额较去年同期大大收窄，逆差值同比降低 70.4%。其中，2013 年第 2 季度外国收回了 24 亿美元的在华其他投资，与上一季度 709 亿美元的投资额形成强烈反差，成为第 2 季度其他投资项由资金净流入转为资金净流出的主要原因。与此同时，中国对外其他投资在第 2 季度环比仅小幅回落 10.2%，而同比却大幅下跌了 79%。（图 7）

2013 年第 3 季度，其他投资项由资金净流出再度转为资金净流入，成为第 3 季度资本与金融账户实现大幅顺差的主要原因，其中外国在华其他投资大规模涌入，中国对外其他投资同期也出现小幅增长。2013 年第 3 季度其他投资项由上一季度的净流出 279 亿美元转为净流入 358 亿美元，与去年同期 956 亿美元的净流出额也形成鲜明对比。其中，外国在华其他投资由第 2 季度 24 亿美元的撤资额转为第 3 季度 667 亿美元的投资额，环比变动金额为 691 亿美元，同比变动金额更是高达 1339 亿美元。中国对外其他投资净流出 308 亿美元，环比增加 20.8%，同比也小幅增长 8.5%。（图 7）

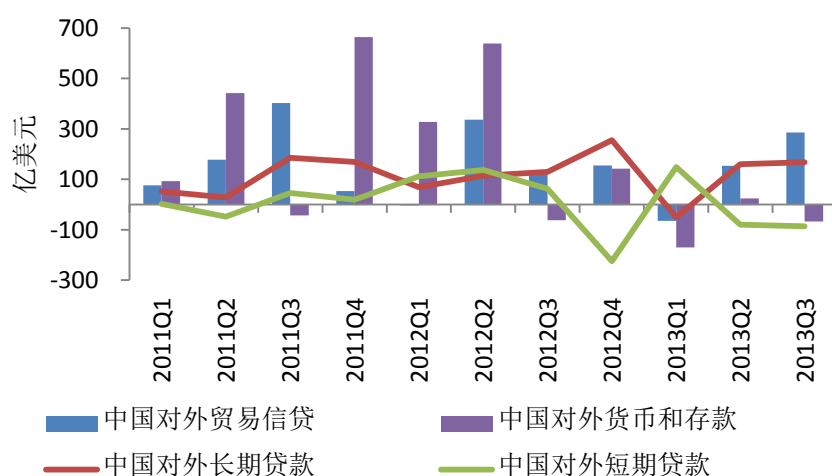
图7 2009Q1-2013Q3其他投资净额构成



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

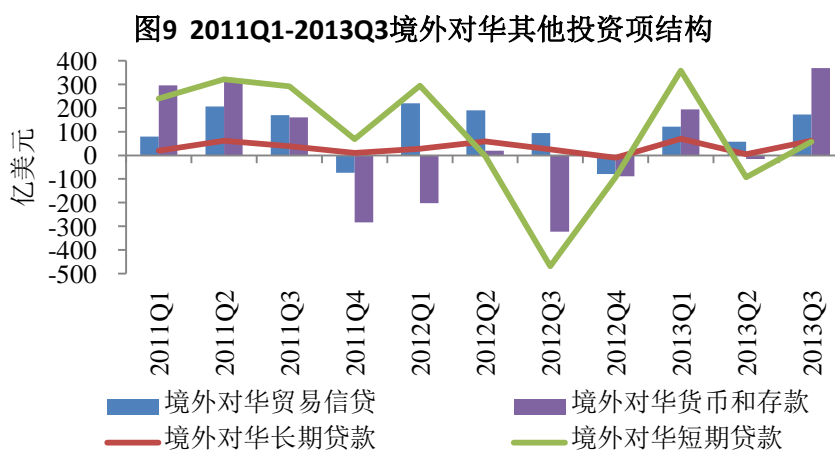
分析中国对外其他投资项的结构可知，2013年第3季度中国对外贸易信贷继续增加，而中国对外贷款继续保持“放长收短”。（图8）2013年第3季度，中国对外贸易信贷为286亿美元，为中国对外其他投资的净流出额贡献了92.9%，环比增长86.9%，同比增长一倍。在中国对外贷款方面，第3季度中国对外长期贷款环比微幅增加5%，同比增加29.2%；而中国对外短期贷款继续保持资金回流态势，第3季度中国收回了87亿美元的对外短期贷款，创下历史第二大对外短期贷款收回额（仅次于2012年第4季度225亿美元的收回额），同比变动149亿美元，环比资金回流金额微增8.8%。

图8 2011Q1-2013Q3中国对外其他投资项结构



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

分析外国对华其他投资项的结构可知，2013年第3季度外国对华贸易信贷、贷款、以及货币和存款均有不同程度增长，且境外对华短期贷款与境外对华货币和存款一改上一季度资金外撤的状况，开始出现正增长。（图9）2013年第3季度，外国对华贸易信贷同比增长84%，环比增长了近两倍。此外，外国对华贷款也出现反弹。具体而言，外国对华长期贷款在第3季度增长至62亿美元的历史高位，环比大幅增长了11倍之多，同比也增长了近1.5倍；外国对华短期贷款由上一季度93亿美元的资金回流额攀升至57亿美元的贷款额，环比变动150亿美元，与去年同期469亿美元的历史最大规模撤资额相比，同比变动金额高达526亿美元。第3季度外国在华货币和存款更是一改上一季度资金外撤的局面，并一举创下369亿美元的历史最高纪录，成为第3季度外国对华其他投资大规模增长的主要来源。



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

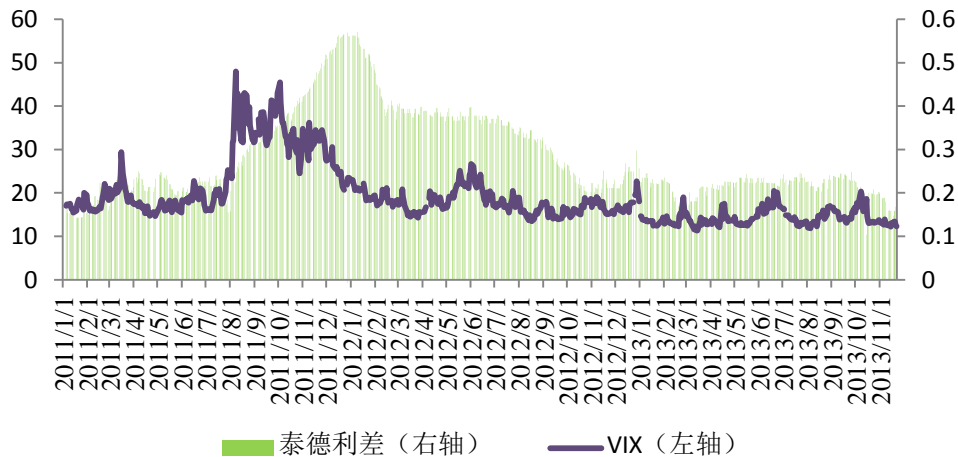
三、2013年第3季度中国跨境资本流动的原因分析

1、国际市场避险情绪缓解，外部融资环境持续宽松，国际游资重新偏好新兴市场

2013年上半年，市场普遍预期美国最早会在今年9月份开始缩减购债计划，受此影响，6、7月份新兴市场遭遇本币贬值、外资大规模撤离的风险，对外资依赖度较高的国家甚至有爆发金融危机的迹象。然而2013年8月1日，美联储在货币政策决策例会后宣布：美国将继续维持低利率，并且未对QE进行任何调整，这无疑给新兴市场带来喘息空间。从VIX指数来看(图10)，2013年7月份市场恐慌情绪明显加重，而8月份开始该指数有显著下降，从7月1日至8月1日下降了3.43，8月5日更是跌至11.84的历史低位。尽管9月份该指数有小幅上扬，但整个3季度的数值大大低于上一季度，说明3季度国际市场的避险情绪大幅缓解，对新兴市场的风险偏好也有所回升。

此外，我国国内资金面自今年 6 月份以来持续紧张，而外部融资环境却并无恶化，反映外部融资环境的泰德利差在今年一直保持平稳低位运行，第 3 季度的泰德利差大大低于去年同期水平。由此带来的境内外利差也成为跨境资本流入激增的一大原因。

图10 国际市场避险情绪和融资环境

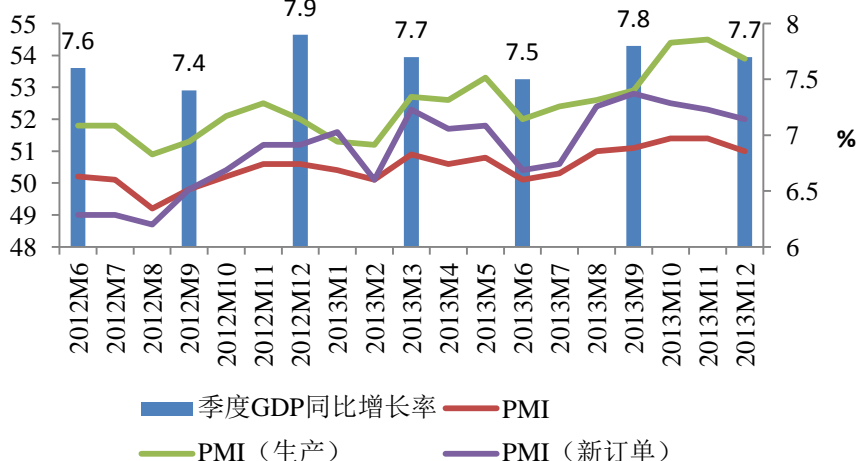


注：市场波动率 VIX 指数根据标普 500 指数期权的隐含波动率计算，数值越高说明市场恐慌情绪越重；泰德利差为 3 月期伦敦银行间同业拆借市场(LIBOR)美元利率和同档美国国债收益率之差表示，主要反映市场资金状况，差距扩大说明市场资金趋紧，银行借贷成本提高。数据来源：Wind 资讯与 IIS。

2、国内经济触底反弹，但下行风险仍然存在，全球经济复苏乏力，外商直接投资动力不足

2013 年第 3 季度，我国 GDP 同比增长 7.8%，增幅较上一季度有显著提高，与此同时，PMI 指数自今年 6 月份开始触底反弹，并连续三个月回升，反映我国经济在第 3 季度开始出现反弹（图 11）。国内经济出现好转使我国受到了短期国际资本的青睐，然而长期国际资本并不买账，第 3 季度外商直接投资出现下跌态势。究其原因，一方面，在三中全会释放的改革预期与中央“稳增长、保下限”的政策背景下，第 3 季度国内经济增长仍然主要由传统的投资和重工业拉动，经济结构并未得到实质调整，产能过剩问题也没有解决，经济下行压力依然较大，对外资的吸引力度有限；另一方面，尽管全球经济已步入温和回暖期，但这种复苏主要依赖于发达国家过于宽松的货币环境，截至 2013 年第 3 季度，美欧日均未退出量宽政策，世界经济增速总体仍处于近十年来的低位。上述两方面因素共同导致外商来华直接投资的动力不足。

图11 季度GDP增长率与制造业PMI

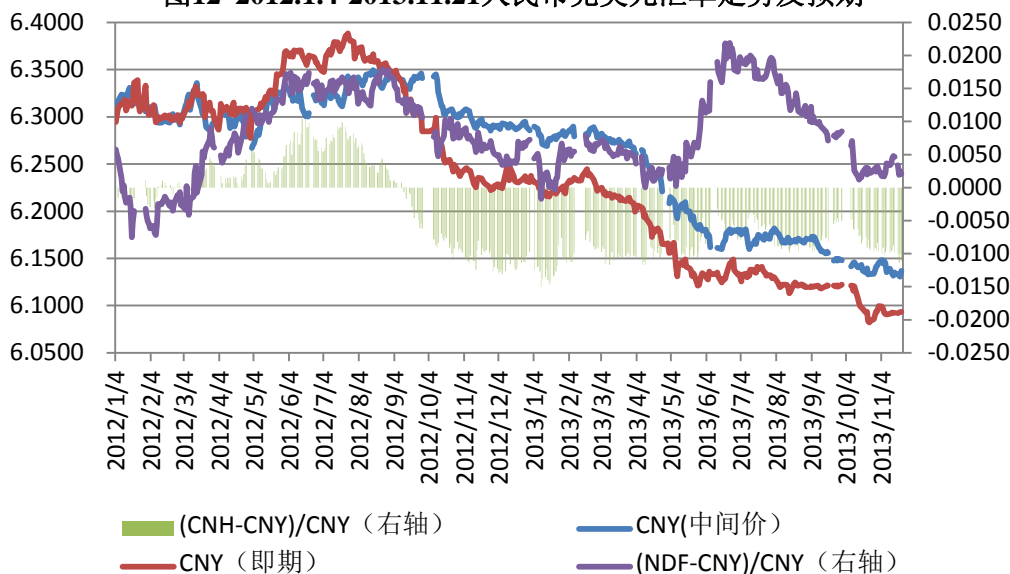


数据来源：Wind 资讯与 IIS。

3、人民币持续升值引致套利资金流入及资产本币化操作

2013年第3季度人民币持续走强，人民币兑美元汇率中间价从2013年7月至9月的升值幅度高达0.53%，同期的即期汇率也升值0.17%。尽管该升值幅度较上一季度大幅放缓，但NDF市场在2013年7月底重现人民币升值预期，人民币兑美元的中间价与香港离岸市场上的人民币汇率的差距也在第3季度不断扩大，预示着短期内人民币仍然存在较大的升值压力。（图12）

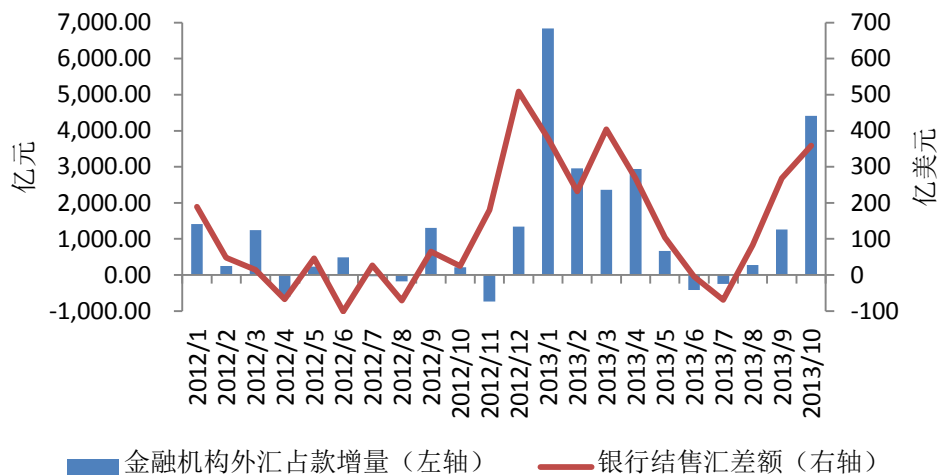
图12 2012.1.4-2013.11.21人民币兑美元汇率走势及预期



数据来源：Bloomberg 与 IIS。

人民币持续走强将导致两方面结果：首先，人民币汇率升值吸引了套利资金的流入，金融机构外汇占款从 2013 年 8 月份开始出现正增长，9 月份新增外汇占款更是突破了千亿元大关，达到 1263.62 亿元。第 3 季度外汇占款增量的显著改善反映出热钱的激增。其次，人民币汇率升值引发市场主体重新进行“资产本币化”操作，即将手中持有的外币资产转换为人民币资产。由银行结售汇数据可以看出，2013 年 8 月份银行结售汇差额出现 83 亿美元顺差，并且顺差值在 9 月份持续大幅攀升。（图 13）

图13 金融机构外汇占款增量与银行结售汇差额



数据来源：Wind 资讯与 IIS。

四、前景展望

1、2013 年第 4 季度经常账户顺差将有所回升，人民币依然面临升值压力

一般而言，第 4 季度向来是年内贸易顺差的高点，因年末各国的进口需求较为强劲。由 PMI 指数来看，我国今年的新出口订单指数由 10 月份的 50.4 增加至 11 月份的 50.6。海关总署发布的进出口数据也证实了这一点：2013 年 10 月份进出口贸易顺差 311 亿美元。11 月份出口总额环比增长 9.1%，同比增长高达 12.7% 的双位数，进口总额环比增长 9.1%，同比增长 5.3%，贸易顺差额高达 338 亿美元，创下 2009 年 2 月以来的最高水平。12 月份贸易顺差 256 亿美元。从全年来看，2013 年全年的贸易顺差额已突破 2500 亿美元，成为 2009 年以来的最高值。因此，我们预计第 4 季度经常账户顺差额将在上一季度基础上回升。

超预期的贸易顺差为人民币升值提供了进一步的支持，人民币依然面临较大的升值压力。然而，截至目前人民币升值速度显然过快，第 4 季度升值幅度已高达 0.9%，人民币持续走强将侵蚀我国的出口竞争力。为此，外管局在 2013 年 12 月 6 日下发 44 号文²（《国家外汇

² 国家外汇管理局：《完善贸易融资外汇管理 防范异常外汇资金跨境流动》，

管理局关于完善银行贸易融资业务外汇管理有关问题的通知》),以遏制无真实交易背景的虚假贸易融资行为,防范异常外汇资金跨境流动,此举将有效防止热钱的大规模流入。同时我国应当加快贸易结构调整,增强对外贸易竞争力。另外,为了维持汇率稳定和国际收支平衡,央行也将加大外汇干预,由此会导致外汇储备的上升。

2、2013 年第 4 季度跨境资本仍将继续流入,资本与金融账户或在 2014 年伴随 QE 的退出而出现小幅逆差

2013 年 10 月份金融机构外汇占款增量达到人民币 4416 亿元的峰值,大大超出市场预期,这是外汇占款连续第三个月出现正增长,与之前大幅下降甚至净流出的局面形成了鲜明对比,表明第 4 季度跨境资本流入压力依然较大。

从国际方面来看,美国直至 2013 年 12 月末才提出缩减 QE,而第 4 季度人民币汇率持续升值、中外之间的利差等因素都会引致热钱继续流入中国。从国内方面来看,我国国内经济自 3 季度以来反弹企稳,4 季度 GDP 增速小幅回调至 7.7,与其他国家相比仍然处于高位,加之 11 月份十八届三中全会后发布的《决定》特别强调了市场在资源配置中的决定性作用,这一改革信号的释放将为我国的经济带来红利,并创造有利的投资机会,由此改善各国对我国的偏好。

2014 年伴随美国 QE 的退出步伐,美国资产价格的上升、中美利差收窄、我国国内潜在经济增速下滑等因素都将对我国的资本与金融账户造成影响。近日,周小川对三中全会提到的金融改革进行详细解读时指出首先应加快实现人民币资本账户可兑换,其次应放宽汇率浮动区间,这意味着 QE 退出后随着美元走强,人民币单边升值周期或将结束,汇率双向波动幅度将加大。因此我们预计,未来跨境资本流动将更为频繁且剧烈,资本账户顺差将出现大幅收窄现象,甚至转为逆差。

一旦出现资本账户逆差,由恐慌情绪引发危机的情况也不太可能在我国出现。一方面,美国退出 QE 的计划已被充分预期,并且美国为了防止其对新兴市场造成较大的资本冲击,缩减幅度不会过于剧烈;另一方面,与大多数遭受资本冲击的新兴经济体不同的是,我国长期保持了贸易顺差和充足的外汇储备,而三中全会释放的改革红利也将存在长期效应,对外资依然具有强大的吸引力。

http://www.safe.gov.cn/wps/portal!/ut/p/c5/hY2xDoIwAES_xS_oVWpboxlJw4uAaVRkiROMIRFwMH6_EGf1bnx5d6Qhc8f46rv47Kcx3kINGt4yIMiMKpQh3cGIIkIggSgM7_vVhtImcgByQzgWfYVWVh8pXPLHvix_vLV6qw_eUEh_InBuE_T-5Nc6Fx_-a3_h-BIFUthpuJHHUKOvutUbGRxr1w!!/dl3/d3/L2dJQSEvUUt3QS9ZQnZ3LzZfSENEQ01LRzEwODRJQzBJSUpRRUpKSDEySTI!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/whxw/ywfb/no_de_news_ywfb_store/0ad30e0042194a5881e0fb3e0e4da78e

第二章 基于国际投资头寸表（IIP）的分析

一、2013 年第 3 季度国际投资头寸表的主要特征

中国 2013 年第 3 季度的国际收支头寸表显示了一些新的特征。我们将归纳 2013 年 3 季度以来中国国际投资头寸表的变化特点，分析其变动背后的主要原因，并预测政策与经济形势的变化可能对国际投资头寸表产生的影响。

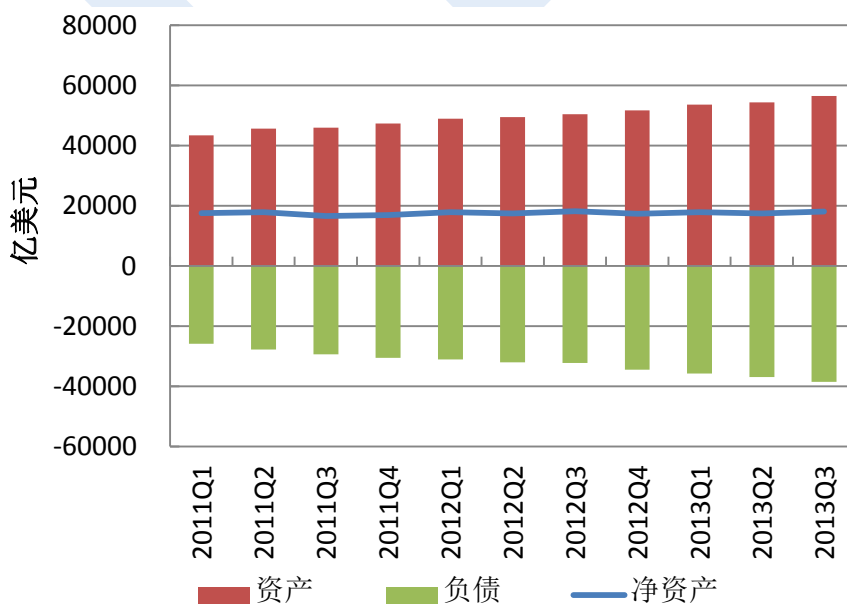
1、中国对外净资产重现增长

2013 年第 3 季度中国对外净资产存量为 1.81 万亿美元，较上季度环比上升 3.4%。而在第 2 季度，中国对外净资产存量环比下降 2.4%，这主要是由于对外负债的快速增长导致的。

2013 年第 3 季度中国的对外资产存量增加 2172 亿美元，达到 5.65 万亿美元，环比增长 4.0%；中国对外负债存量比上季度增加 1574 亿美元，达到 3.85 万亿美元，环比上升 4.3%。对外负债存量增速高于对外资产存量增速，造成对外净资产存量增长较为缓慢。

从对外资产和负债存量的细项看，2013 年第 3 季度资产项下储备资产和其他投资存量增长较快，对外直接投资存量增速平稳，证券投资存量没有显著变化且所占比重较小，这使得资产存量在第 3 季度出现了稳定的增长。负债存量的快速上升主要归功于外商来华直接投资和其他投资存量的快速增长。

图 14 中国对外净资产、资产、负债



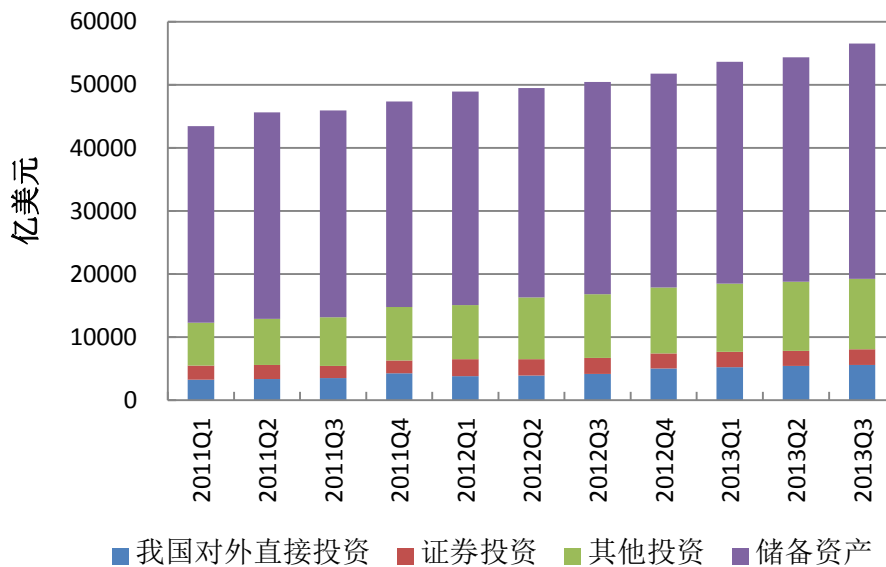
来源：外管局，IIS。

2、资产结构继续优化，负债结构无显著变化

2013 年第 3 季度中国对外资产结构的变化延续了 2012 年和 2013 年第 2 季度的趋势和特征，资产结构有所优化。

2013 年第 3 季度中国对外资产达到 5.65 万亿美元，其中对外直接投资、证券投资、其他投资、储备资产分别占比 9.9%，4.4%，19.8%，65.9%，在第 2 季度这四个值分别为 10%、4.4%、20.1%、65.5%。

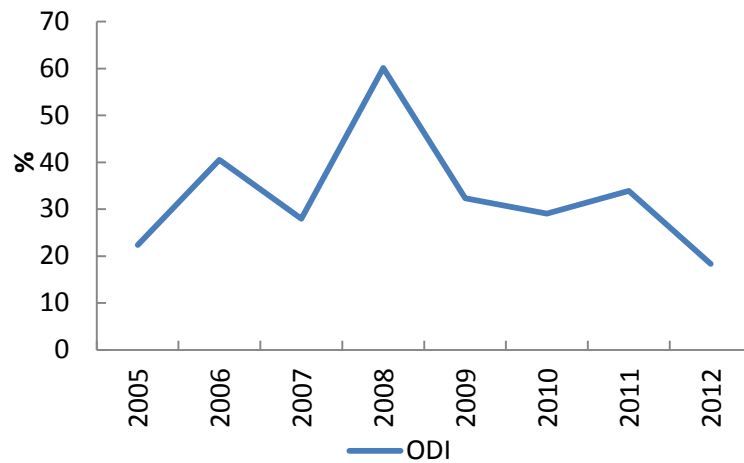
图 15 中国对外资产构成



来源：外管局，IIS。

中国对外直接投资存量连续六个季度正增长，2013 年第 3 季度中国对外直接投资同比增长 34.1%，环比增长 3.1%，达到 5590 亿美元。从年度数据来看，2005-2012 年中国对外直接投资存量的环比增长率均高于 20%，从季度数据来看，2011 年第四季度与 2012 年第四季度中国对外直接投资均出现了高于 20% 的环比增长率。比较而言，2013 年 ODI 的增速有所放缓。

图 16 中国对外直接投资环比增长率

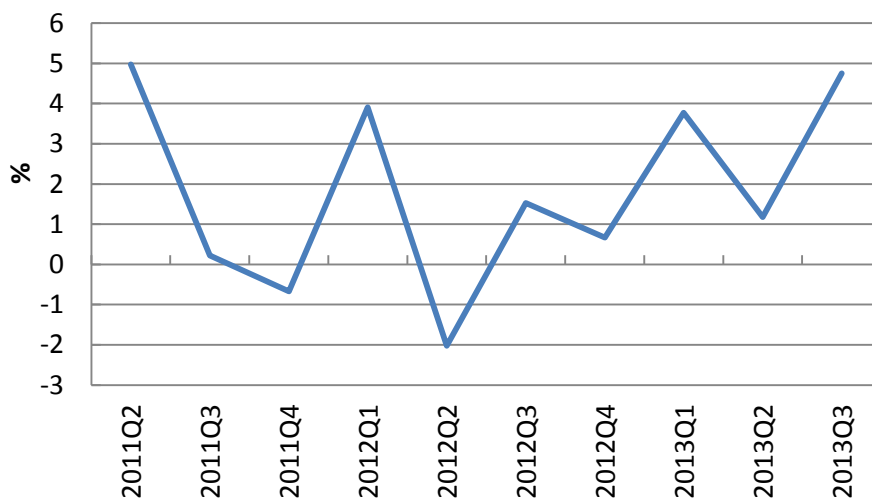


来源：外管局，IIS。

第 3 季度中国对外证券投资存量与上季度相比变化不大，达到 2470 亿美元。其他投资存量环比增长 2.3%，达到 11190 亿美元。

2013 年第 3 季度中国的储备资产同比增长 10.7%，环比增长 4.8%，达到 3.73 万亿美元。第 3 季度中外汇储备存量的增长幅度高于第 2 季度，外储存量占中国对外资产比重过大的问题仍然存在。

图 17 外汇储备环比增长率

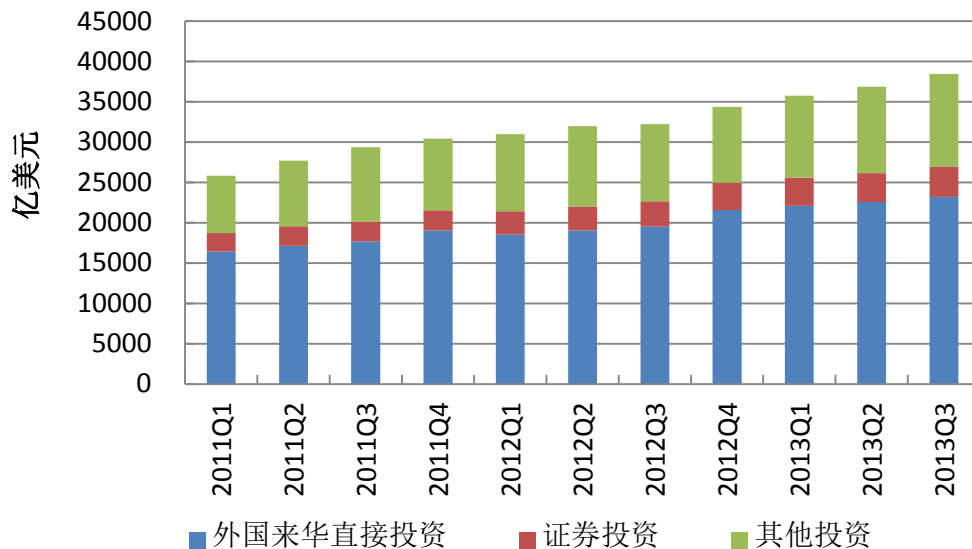


来源：外管局，IIS。

2013 年第 3 季度，外国来华直接投资依然是中国对外负债的主要部分，数量为 2.32 万亿美元，占中国对外负债总量的比重为 60.4%。这个值没有明显下降趋势，中国负债结构也没有出现大的改变。

2013 年第 3 季度末，外国对华证券投资和其他投资环比分别上升了 4.4% 和 7.1%，达到 3744 亿美元和 1.15 万亿美元，占中国对外负债比重分别为 9.7% 和 29.9%。

图 18 中国负债构成



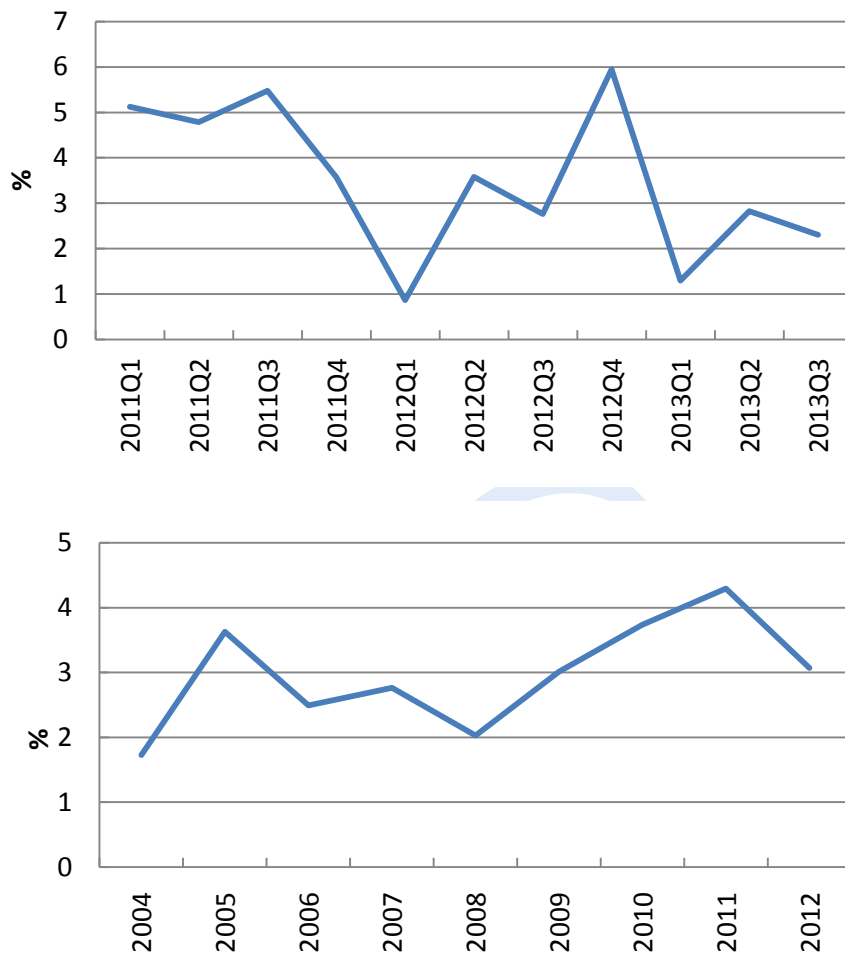
来源：外管局，IIS。

3、对外负债与资产收益率差距缩小

2013 年第 3 季度中国对外资产收益率（年化）为 3.5%，较上季度有所上升。第 3 季度中国对外负债收益率（年化）为 5.8%，与上季度持平。3 季度中国负债和资产收益率的差额为 2.3%，比 2 季度 2.8% 的收益率差额有所缩减。

2004-2012 年中国负债和资产收益率差额的平均值为 2.97%，2011 年第 1 季度至 2013 年第 1 季度共九个季度中收益率差额的平均值为 3.7%。相比前两年，2013 年中国对外资产收益率低于对外负债收益率的问题有所缓解。

图 19 中国负债与资产收益率差额（上图：季度数；下图：年度数）



来源：外管局，IIS。

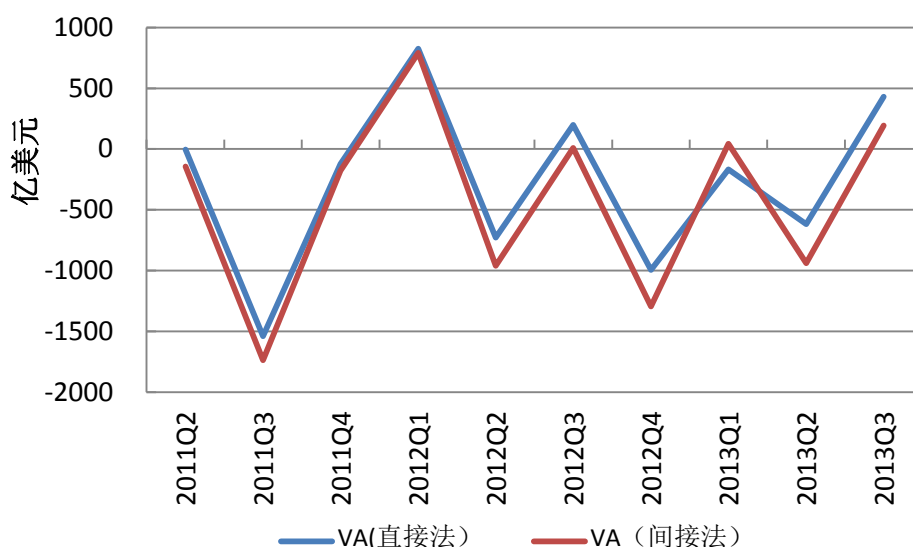
4、对外净资产估值效应为正

2013年3季度以直接法和间接法计量的中国对外净资产估值效应均为正³。按直接法计算的估值效应为429亿美元；按间接法计算这个值为194亿美元，这意味着由于汇率和价格变动等因素导致的中国对外净资产升值。2013年3季度的BOP表中“错误和遗漏”项再现净流出，数量为238亿美元，这意味着第3季度热钱再次净流出。正是由于这个原因导致按间接法计算的估值效应小于以直接法计算的估值效应⁴。

³ 直接法是将不同资本项目(包括净国外直接投资存量、净股本证券投资存量、净债务性资产存量、净其他投资资产存量、储备资产)相加，并比较这个值与净资产存量差额的差异得到估值效应；间接法是将历年经常项目差额相加，并比较这个值与资产存量差额的差异得到估值效应，这种方法的假设是资本项目转移(债务豁免，和私人的转移包括移民和债务豁免)累计为零，即假设净资产存量的变化是由于经常账户与估值效应两部分的变化所导致。

⁴ 直接法和间接法的差距主要源于不同的计算方法：直接法和间接法分别根据金融账户(直接法)和经常账户(间接法)计算获得，两者的差距在数值上等于“错误和遗漏”项和“资本账户”之和。考虑到“资本账户”数额通常较小，“错误和遗漏”项是造成两种方法计算估值效应数值不同的主要原因。

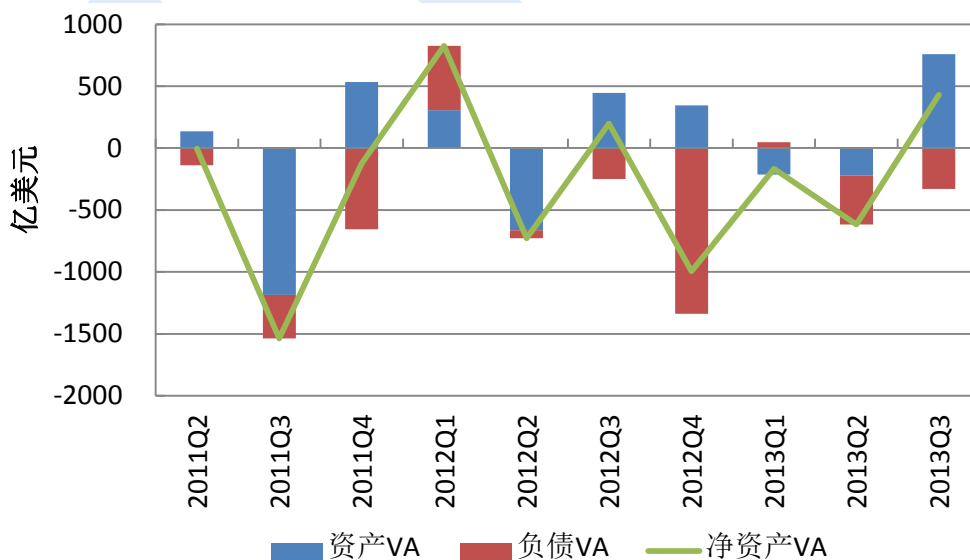
图 20 对外净资产估值效应



来源：外管局，IIS。

根据直接法衡量的资产与负债方的估值效应显示：2013年第3季度中国对外金融资产的估值效应为正值，对外金融负债的估值效应为负值，这意味着由于资产价格和汇率变化中国对外资产存在升值，中国对外负债也有所升值。

图 21 中国对外资产与负债季度估值效应



来源：外管局，IIS。

从资产方来看，2013 年第 3 季度除了其他投资存在负值的估值效应，中国对外直接投资、证券投资和外汇储备的估值效应都为正数。从负债方来看，2013 年第 3 季度外商对华直接投资、证券投资、其他投资均存在负数的估值效应。

表 1 资产与负债细项估值效应（亿美元）

	2013Q2 存量	2013Q3 存量	2013Q3 BOP 流量	2013Q3 估 值效应
中国对外直接投资	5420	5590	-158	12
证券投资资产	2411	2470	22	81
其他投资资产	10936	11190	-308	-54
储备	35570	37260	-970	720
资产总量	54338	56510	-1414	758
外商对华直接投资	-22582	-23232	500	-150
证券投资负债	-3585	-3744	78	-81
其他投资负债	-10717	-11483	667	-99
负债总量	-36885	-38459	1245	-329
NIIIP	17453	18052	-169	430

注：正值的估值效应表明中国资产升值（或负债贬值），负值的估值效应表明中国资产贬值（或负债升值）。

来源：外管局，IIS。

二、2013 年第 3 季度中国国际投资头寸变动的原因分析

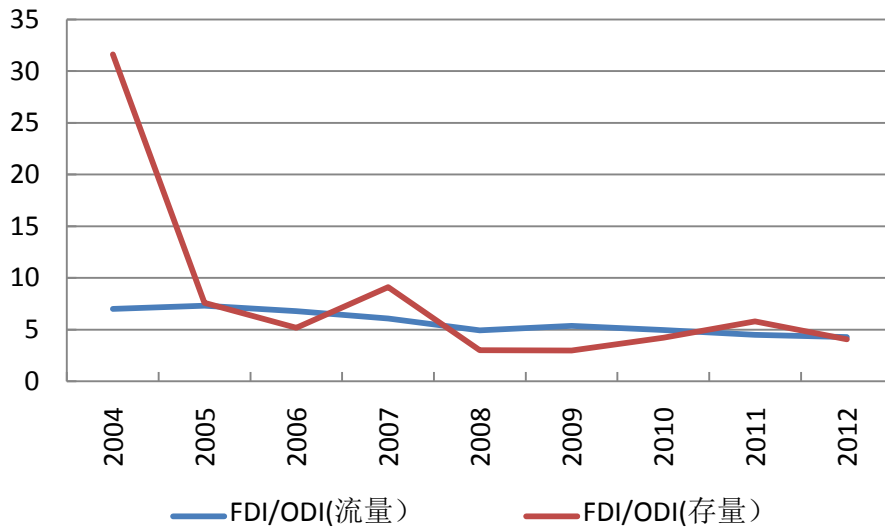
1、直接投资：ODI 与 FDI 差距逐渐缩小

2013 年第 3 季度直接投资净流入从上季度的 456 亿美元减少至 342 亿美元。直接投资顺差的再次缩小，是由于外商对华直接投资有所下降，而中国对外直接投资数量为正常水平。

从流量来看，2013 年第 3 季度中国对外直接投资为 158 亿美元，基本与第 2 季度持平。从存量上看，3 季度中国对外直接投资存量从上季度的 5420 亿美元增长到 5590 亿美元，增加了 170 亿美元，这意味着估值效应为 12 亿美元。

与此同时，外商对华直接投资小幅下降。3 季度外商对华直接投资流量为 500 亿美元，环比下降 18.4%。

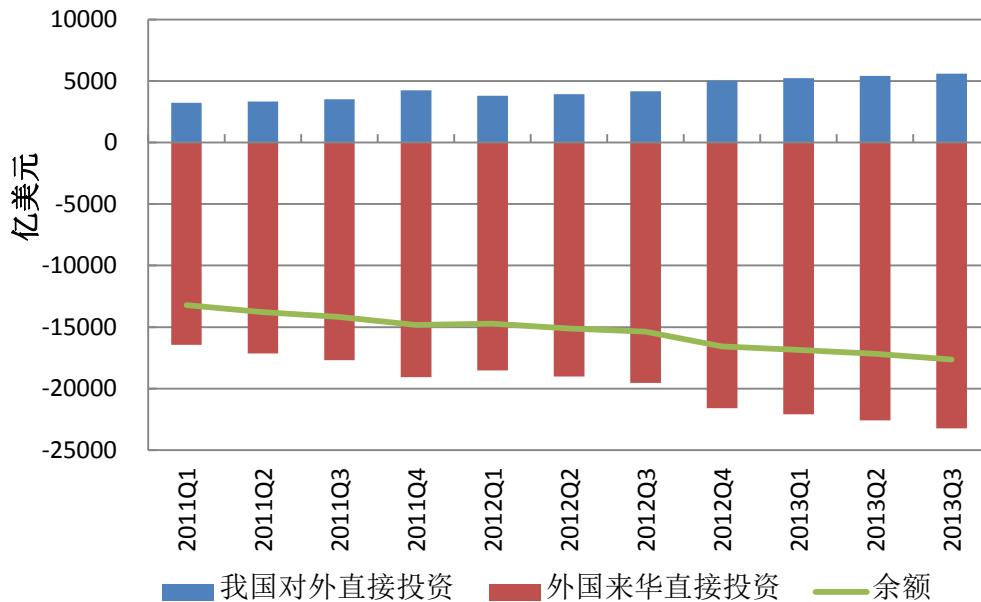
图 22 中国外商直接投资/对外直接投资



来源：外管局，IIS。

中国 FDI 与 ODI 存量差距不断缩小，主要原因是中国企业对外投资数量增长非常迅速。而在促使 FDI 存量增加的多个因素中，人民币持续升值是一个重要原因，随着人民币双向波动可能性加大，人民币升值对 FDI 估值效应的正向作用将减弱。

图 23 中国直接投资存量



来源：外管局，IIS。

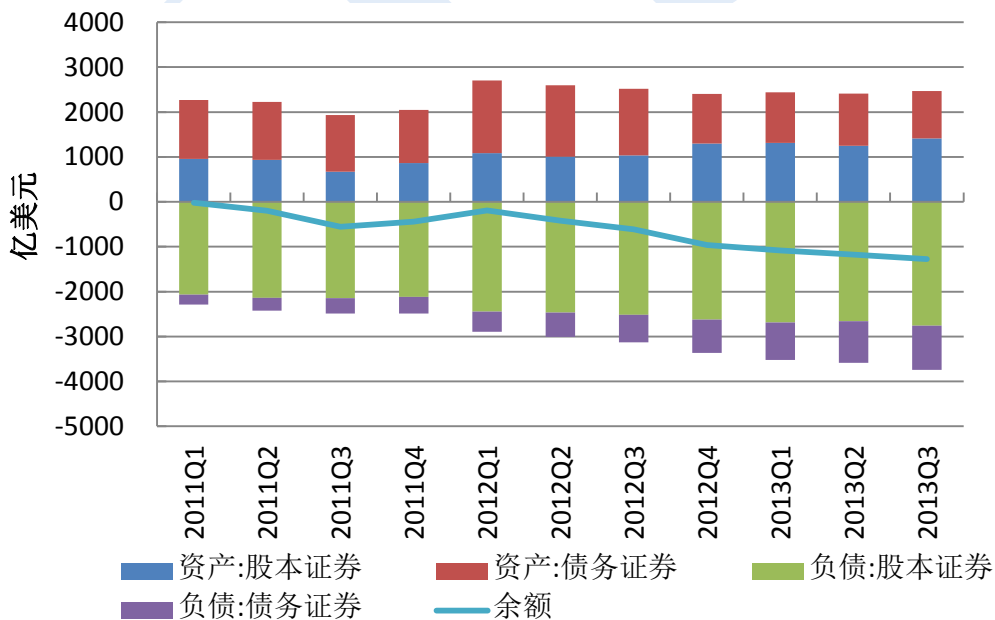
2、证券投资：结构优化

证券投资主要包括对债券和 10% 比重以下的股权的投资。从流量看，2013 年第 3 季度中国证券投资顺差为 100 亿美元，其中中国对外证券投资为-22 亿美元，外国对华证券投资略有下降，为 78 亿美元。

无论是资产还是负债，证券资产存量在中国国际投资头寸中所占的比重较低，这种局面在过去几年间没有什么改变，短期内也不会有大的变化。2013 年 3 季度中国证券投资资产存量占资产总额的比重为 4.4%，为 2470 亿美元，比上季度增加 59 亿美元，3 季度证券投资资产存在 81 亿美元的估值效应。美国等国股市前景向好等因素促使中国机构投资者增加了对外证券投资，但中国由于担心资本外逃而仍然实施较为严格的资本账户管制，这使得对外证券投资量增长缓慢。

2013 年 3 季度中国证券投资负债存量占负债总额的比重为 9.7%，为 3744 亿美元，比上季度减少 159 亿美元，估值效应为-81 亿美元。与中国对外证券投资相比，外国对华证券投资增长速度较快，但依然受制于 RQFII 与 QFII 的规模。2013 年第 2 季度中国股市表现不佳，仅六月份就累计下跌了 15%。因此即便中国国家外汇管理局加快了对 RQFII 和 QFII 的审批速度⁵，外国对华证券投资数量在第 3 季度仍然有所下降。

图 24 证券投资存量

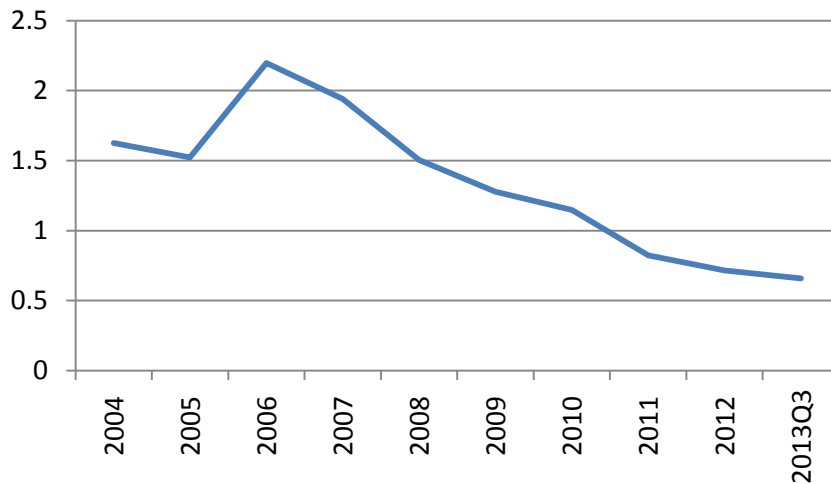


来源：外管局，IIS。

⁵ <http://www.ftchinese.com/story/001051131>

从证券投资存量对比来看，对华证券投资存量增长迅速，中国对外证券投资增长相对缓慢。对外证券投资存量与对华证券投资存量之比从 2006 年的 2.2 直线下降到 2013 年第 3 季度的 0.65。

图 25 对外证券投资存量/对华证券投资存量



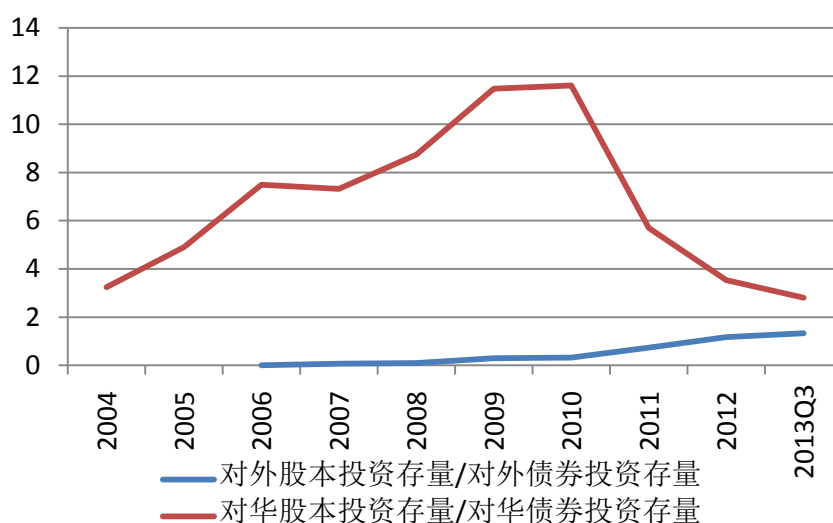
来源：外管局，IIS。

中国证券投资的结构出现了明显优化的趋势。与中国国际投资头寸表类似，中国对外证券投资通常以债券投资为主，2004 年和 2005 年中国对外股本证券投资数值为零，2012 年中国对外股本证券投资存量首次超过对外债券投资，2013 年第 2 季度两者之比为 1.3:1。债券投资风险较低，投资方式更简单，但收益率也更低。中国对外股本证券投资快速增加显示了中国对外证券投资能力的增强和结构的优化。

对华证券投资以股本证券投资为主，但 2011 年之后这个趋势也有所改变，对华债券投资的数量再次上升，这可能是对国外投资于中国债券限制变少的结果。中国债市的逐步放开将促使对华债券投资有较快的增长⁶。

⁶ <http://www.ftchinese.com/story/001053081>

图 26 股本投资与债券投资对比



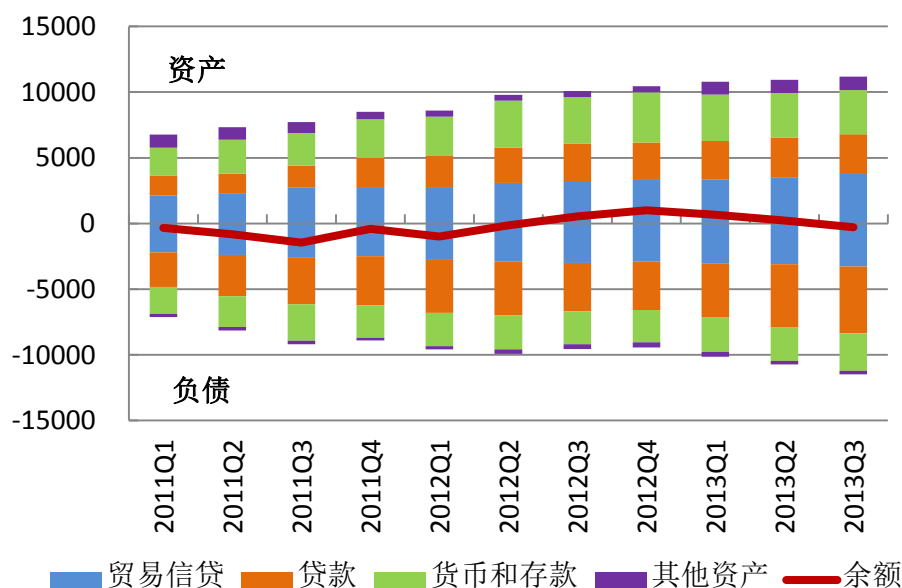
来源：外管局，IIS。

3、其他投资：快速增长

从流量看，2013 年第 3 季度其他投资项出现 358 亿美元的顺差，其中中国对外其他投资 308 亿美元，外国对华其他投资 667 亿美元。

2013 年第 3 季度中国其他投资净流入为-293 亿美元，较上季度减少 512 亿美元。净流入的减少主要是由于“贷款”项逆差不断扩大、货币和存款顺差减小造成的。

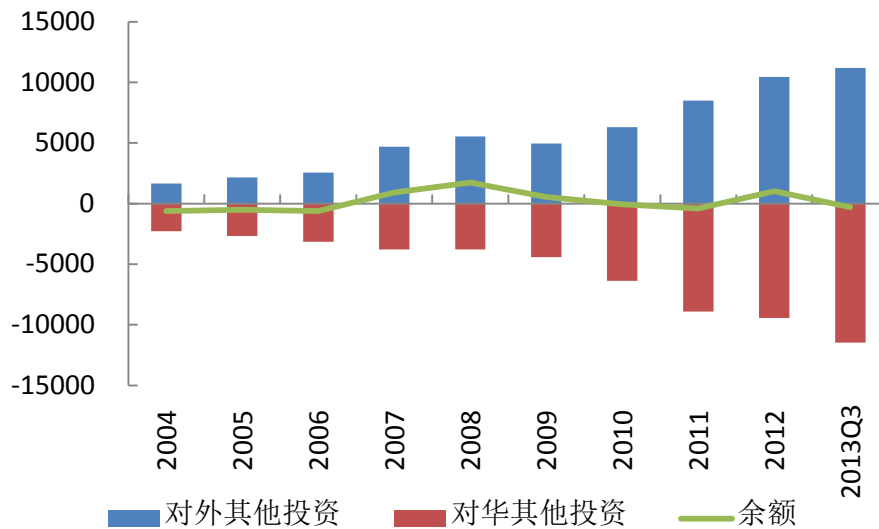
图 27 其他投资存量 (季度)



来源：外管局，IIS。

其他投资资产是中国对外资产中仅次于储备的第二大类资产，对外投资负债也是仅次于外商对华直接投资的第二大类负债。其他投资数量增长迅速，从 2004 年到 2013 年中国对外其他投资存量增长了 560%，同期负债存量增长了 372%。这样快速的增长主要归功于贸易信贷与贷款的增加，而资本账户开放加速也将进一步促使跨境信贷继续增加。

图 28 其他投资存量（年度）

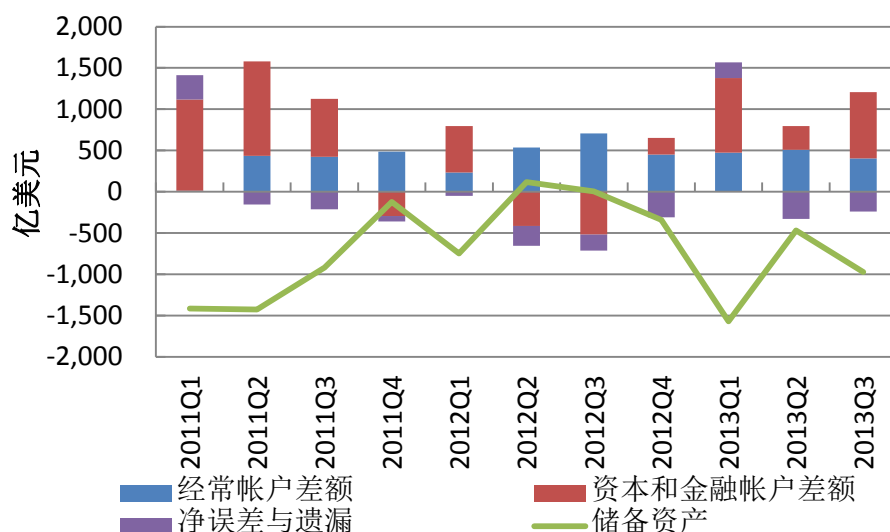


来源：外管局，IIS。

4、外汇储备：增速放缓

外汇储备在 2013 年第 3 季度增长了 970 亿美元。中国外储存量为 3.73 万亿美元，比上季度增长 1690 亿美元，这意味着估值效应为 720 亿美元。2013 年第 3 季度外汇储备存量比 2012 年底增长 10.0%，远低于 2005-2012 年外储存量的年均增长率（24.2%），经常账户顺差变小是外储增长放缓的重要原因。

图 29 外汇储备存量构成



来源：外管局，IIS。

三、形势展望与预测

2013 全年中国对外净资产头寸增幅将较大。一方面中国经常账户顺差在缩减，另一方面外汇占款增长依然较快。在 12 月美联储减少月度购债规模至 750 亿美元后，中国 11、12 月的外汇占款绝对值仍然较高，出现了资本净流入，而人民币的继续升值使得短期内并没有出现预期中的资本外流。即使国外利率水平存在上升预期，考虑到中国央行在人民币汇率走向方面依然施加了较大的影响力，资本与金融账户转为逆差更可能是一个中长期的趋势。

预期 2013 年第 4 季度中国对外负债的估值效应持续为负，这是由于第 4 季度人民币持续对美元升值导致的。但从长期来看，人民币双向波动可能性加大，中国对外净资产资产的估值效应符号的不确定性增加。

IIS 简介：国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、肖立晟、林念、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。