

《2013 年第 4 季度中国跨境资本流动报告》之 BOP 部分*

摘要

2013 年第 4 季度中国跨境资本流动的主要特点包括：第一，国际收支继续呈现“双顺差”，经常账户顺差小幅反弹，资本与金融账户顺差持续大幅增加；第二，外汇储备持续强劲增长，资本项目对外汇储备资产增加的贡献率不断加大；第三，净投资收益连续三个季度为负，且逆差值创下历史最高记录；第四，直接投资净流入额达到历史高位，外国在华直接投资创历史最高记录成主因；第五，证券投资净流入额创历史最高纪录，内资回流态势缓解，外资净流入额止跌回升；第六，其他投资保持净流入状态，境内外其他投资表现活跃。

造就 2013 年第 4 季度中国跨境资本流动新特点的主要原因包括：首先，国际市场避险情绪的暂时缓解与外部融资环境的持续宽松有助于改善我国外需；其次，人民币持续单边升值但升值势头已明显放缓，汇率贬值风险将加大外商投资利润的汇出规模，我国国际收支面临新挑战；再次，境内外的正向利差依然存在，导致我国对外负债规模增加以及“资产本币化、负债外币化”的财务操作；最后，国内经济向好以及三中全会的各项改革政策提振了国际投资者的信心，从而吸引了外商来华直接投资。

* 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。参加讨论的人员包括姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰、王碧珺、陈博、刘洁等。

展望未来的 BOP，我们预计：其一，2014 年第 1 季度我国的净投资收益逆差将大幅缩减；其二，中期来看经常账户将保持适度规模的顺差，资本与金融账户将呈现顺逆差交替的局面。

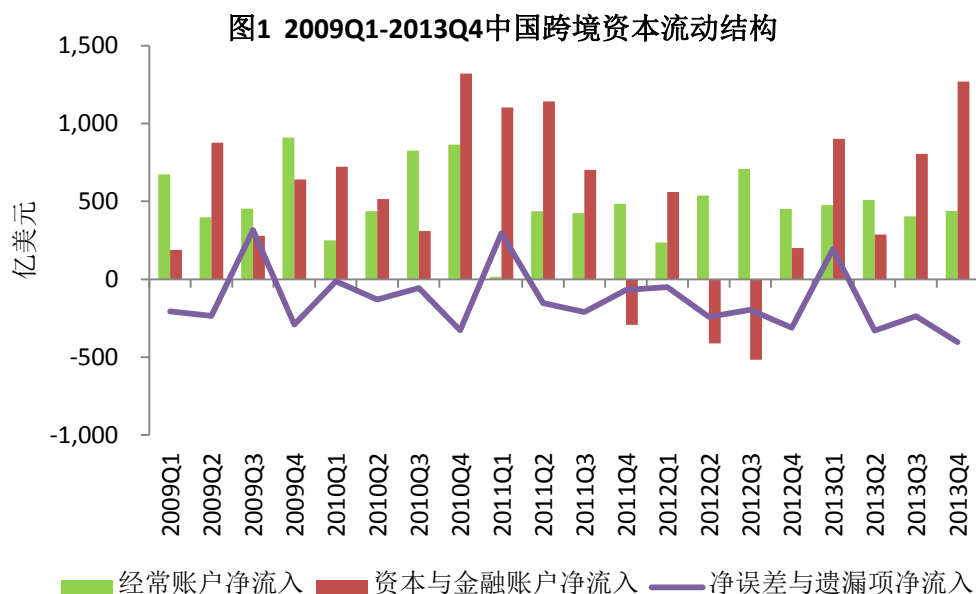
一、2013 年第 4 季度中国跨境资本流动的主要特点

1. 国际收支继续呈现双顺差，经常账户顺差微幅反弹，资本与金融账户顺差持续大幅增加

2013 年第 4 季度，我国经常账户顺差额环比增长了 8.9%，与去年同期相比基本持平（图 1）。具体来看，货物和服务贸易顺差额环比翻了一番，成为 2013 年第 4 季度经常账户顺差的主要来源。其中货物贸易顺差环比增加 33.3%，服务贸易逆差环比收窄 36.9%，主要是该项目下的旅游项目逆差幅度环比收窄了近一半。收益项逆差额环比扩大且创历史记录，主要由于该项目下的净投资收益项创下历史最大逆差值。

2013 年第 4 季度，我国资本与金融账户顺差 1270 亿美元，顺差额同比增长了 5 倍多，环比增加 57.8%，成为历史第二大顺差值，仅次于 2010 年第 4 季度的 1321 亿美元（图 1）。其中直接投资为资本项目顺差贡献了 57.8%，证券投资贡献了 20.9%，其他投资贡献 21.4%。

从 2013 年全年来看，我国并未延续上一年出现的“经常账户顺差、资本与金融账户逆差”的国际收支平衡格局，2013 年四个季度均呈现经常项目与资本项目双顺差，实现国际收支平衡的目标仍然任重而道远。

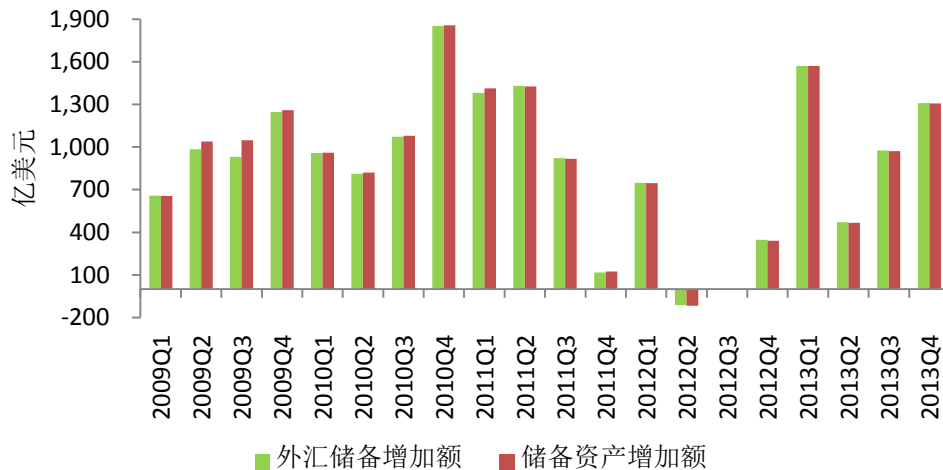


数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

2. 外汇储备持续强劲增长，资本项目对外汇储备资产增加的贡献率不断加大

2013年第4季度，剔除汇率、价格等非交易价值变动影响，我国新增储备资产1308亿美元，该项目下的外汇储备增加1310亿美元，环比上升了34.2%，同比上升了近3倍（图2）。从来源进行分析可知，资本和金融项目（含净误差与遗漏项）对外汇储备资产增加的贡献率不断加大，本季度的贡献率已经达到66.2%，较上一季度的占比提高了8.1%。

图2 2009Q1-2013Q4外汇储备变化



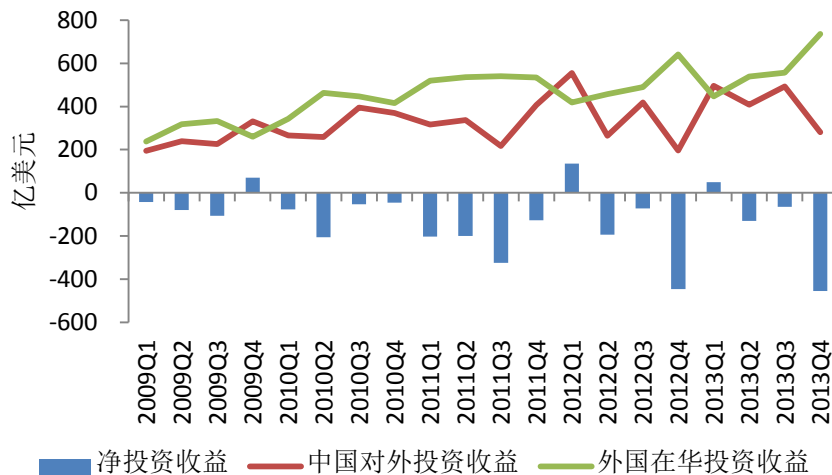
数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

3. 净投资收益连续三个季度为负，且逆差值创下历史最高记录

2013年第4季度，经常账户收益项下的净投资收益逆差值达到455亿美元，与去年同期基本持平，但环比来看逆差幅度扩大了6倍还多。其中，中国对外投资收益281亿美元，环比下降42.9%；外国在华投资收益736亿美元，环比增加32.4%。（图3）

2013年以来，外国在华投资收益连续三个季度的大幅攀升，一定程度上刺激了外国来华的投资规模。第4季度外国来华直接投资与证券投资均达到历史最高点，导致直接投资与证券投资净流入额均有显著上升，两者为资本项目顺差贡献了78.6%。

图3 2009Q1-2013Q4投资收益变化



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

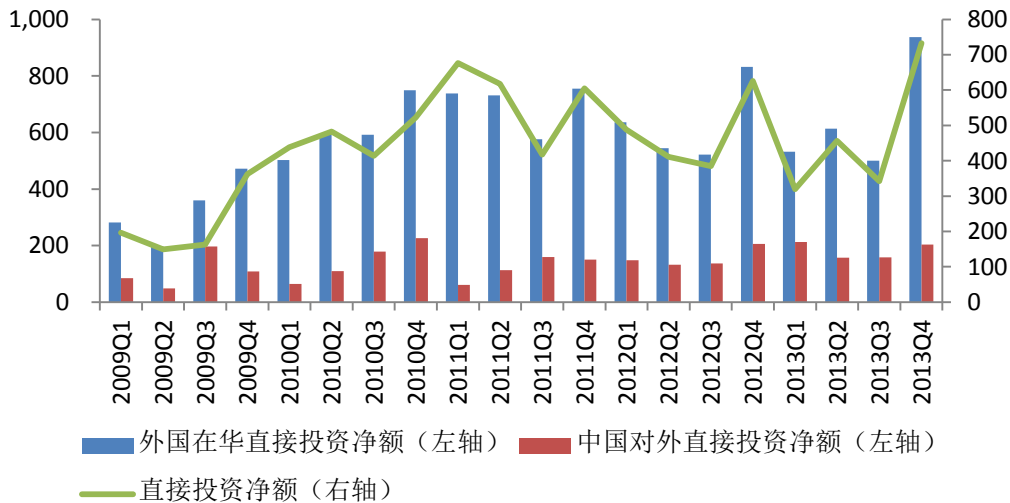
4. 直接投资净流入额达到历史高位，外国在华直接投资创历史最高记录成主因

2013 年第 4 季度直接投资净流入 733 亿美元，一举创下历史最高记录。具体来看，外国在华直接投资创下 937 亿美元的历史最大净流入额，环比大幅攀升 87.4%，同比也增长了 12.6%，成为本季度直接投资净流入额达到历史高位的主要影响因素。与此同时，中国对外直接投资环比也增加了 29.1%，与去年同期基本持平。（图 4）

分析外国在华直接投资的结构可知：（1）2013 年第 4 季度境外投资者对我国境内**金融机构**直接投资净流入 18.75 亿美元，环比增加 5.58 倍（来源：外管局）；（2）2013 年第 4 季度**非金融部门**实际使用外资金额为 289.77 亿美元，环比增加 8.8%（来源：商务部）。

从来源地分析：**亚洲十国/地区**（香港、澳门、台湾省、日本、菲律宾、泰国、马来西亚、新加坡、印尼和韩国）实际投入外资金额 262.31 亿美元，环比增加 16.5%，为本季度外国在华直接投资的净流入额贡献了 90.5%；美国在本季度实际投入金额 4.77 亿美元，环比下降一半还多；欧盟 28 国实际投入金额 12.7 亿美元，环比也下降 33.5%。

图4 2009Q1-2013Q4直接投资净额构成



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

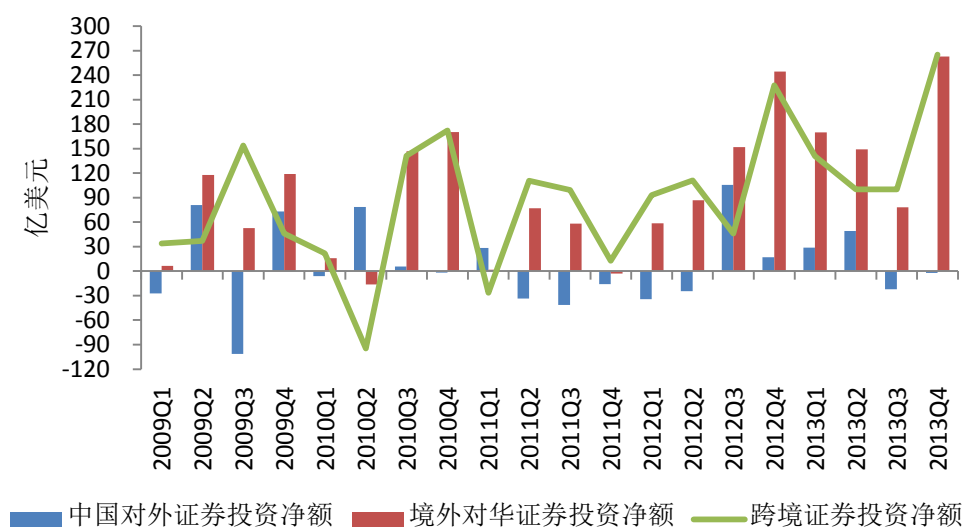
5. 证券投资净流入额创历史最高纪录，内资回流态势缓解，外资净流入额止跌回升

证券投资净流入额在 2013 年第 4 季度大幅攀升，环比增长了 1.65 倍，同比也增加 16.2%，创下历史最高水平。（图 5）

造成该现象的主要原因是**境外对华证券投资**结束过去三个季度持续缩减的局面，并一举冲到 263 亿美元的历史高点，环比增加了两倍还多，同比也增加 7.3%（图 5）。从投资种类来看，股本证券投资额环比增幅高达 8.4 倍，并一举超越债务证券成为境外投资的主体，这反映出**本季度境外对华的风险偏好有所上升**。

从**中国对外证券投资**方面来看，中国在 2013 年第 4 季度收回 2 亿美元资金，环比资金收回额减少了 20 亿美元，同比来看资金变动幅度为 19 亿美元（图 5）。从投资种类来看，中国对境外的股本证券投资由净流出转为资金回流，但对境外的债务证券投资却由资金回流转为净流出，反映出**我国对外的风险偏好回落**。

图5 2009Q1-2013Q4证券投资净额构成

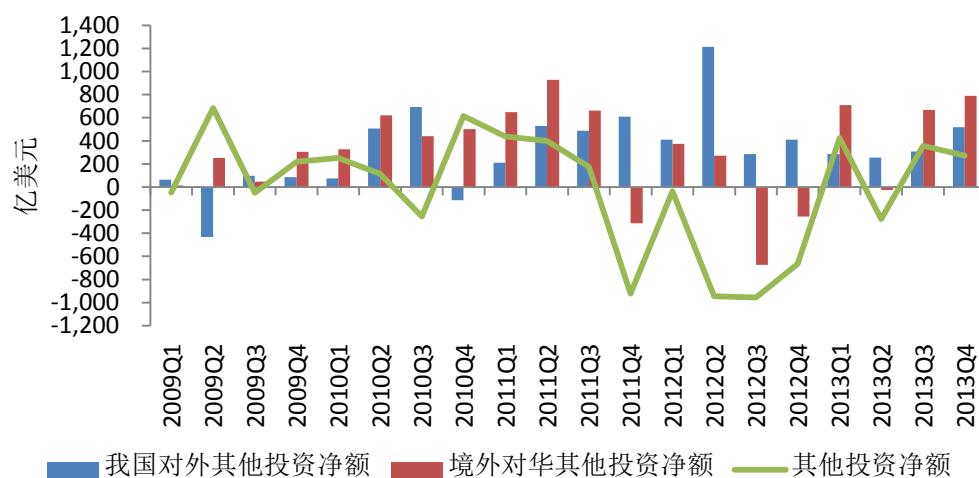


数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

6. 其他投资保持净流入状态，境内外其他投资表现活跃

2013 年第 4 季度，其他投资项延续了上一季度的净流入态势，净流入额环比有 24% 的回落，但与上年同期的净流出状况形成鲜明对比，这主要是由于境外对华其他投资同比由小幅净流出转为较大规模净流入。具体来看，本季度我国对外其他投资与境外对华其他投资双双增加。（图 6）

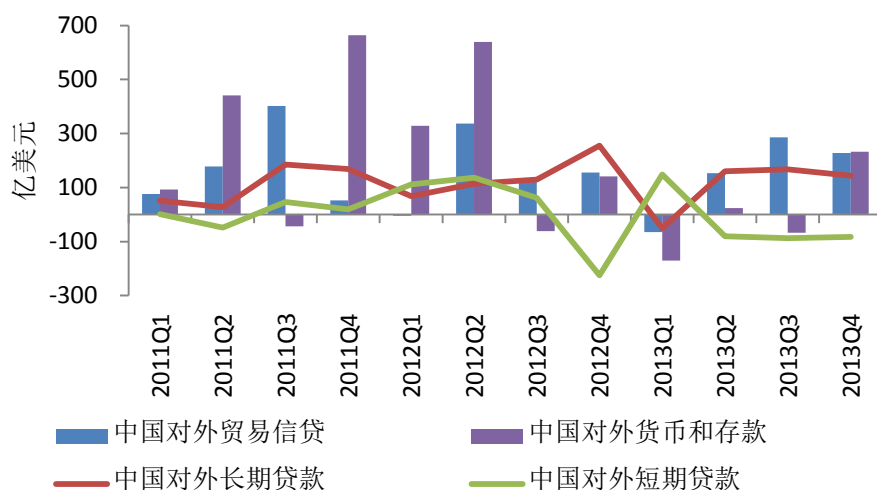
图6 2009Q1-2013Q4其他投资净额构成



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

我国对外其他投资项的结构：贸易信贷环比有所放缓，同比增加；对外货币和存款环比由资金回流转为净流出，同比资金净流出额增加；对外贷款方面依然呈现“放长收短”的特点，对外长短期贷款环比企稳，同比来看，长期贷款贷出额与短期贷款收回额均有所降低。（图7）

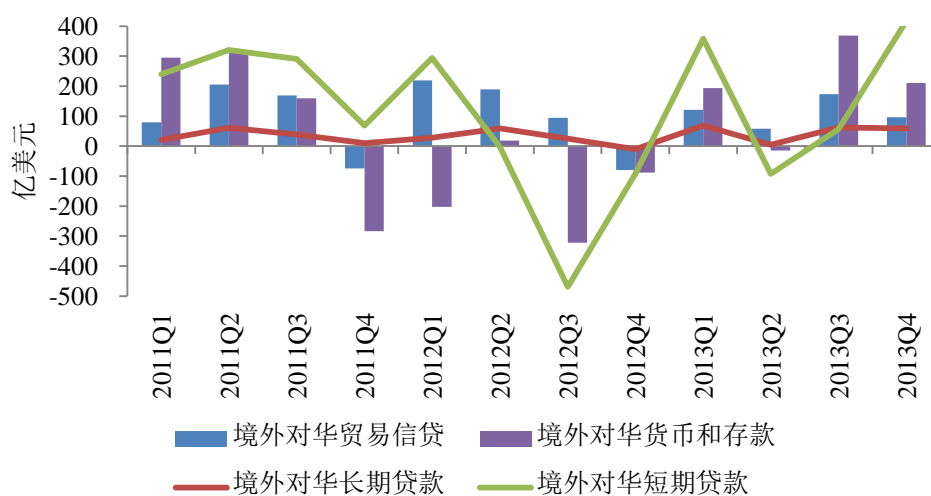
图7 2011Q1-2013Q4中国对外其他投资项结构



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

境外对华其他投资项的结构：境外对华贸易信贷、境外在华货币和存款在环比上均有显著放缓，同比来看均由净流出转为净流入；境外对华短期贷款强劲增长并达到历史高位，长期贷款保持低位运行。（图8）

图8 2011Q1-2013Q4境外对华其他投资项结构



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

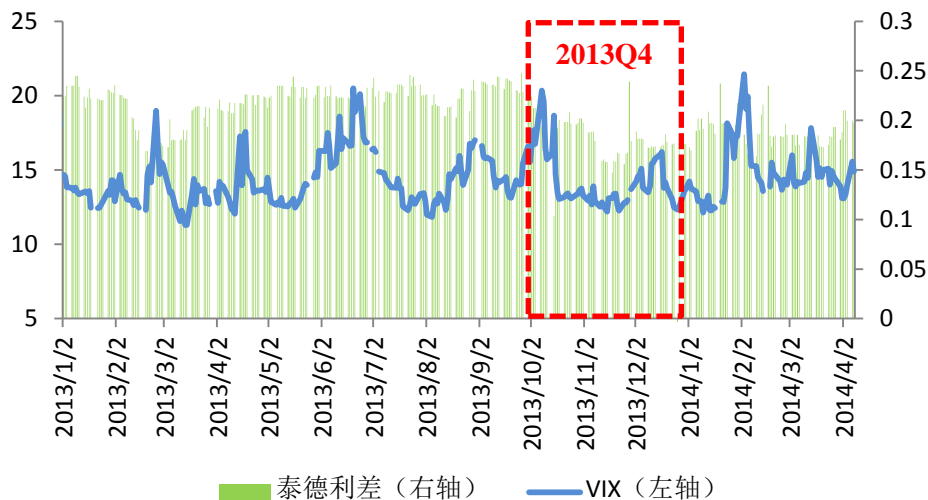
二、2013 年第 4 季度中国跨境资本流动的原因分析

1. 国际方面：国际市场避险情绪的暂时缓解与外部融资环境的持续宽松有助于改善我国外需

美联储 QE 退出时间一再延迟，尽管美国在 12 月中旬宣布启动 QE 退出进程，但由于实行的是“无痛退出”，并且此前市场已经消化了 QE 退出的负面影响，因此 QE 退出的影响相对有限。另一方面，QE 退出也从侧面反映出美国复苏前景良好，由市场波动率 VIX 指数反映的国际市场避险情绪在 2013 年第 4 季度中期有明显缓解。（图 9）

与此同时，欧洲继续保持了宽松的货币政策，欧洲央行在 11 月份将基准利率下调 0.25% 至历史低位，这有利于形成宽松的外部融资环境，泰德利差在本季度也出现了显著下滑。（图 9）国际市场避险情绪的暂时缓解与外部融资环境的持续宽松有助于改善我国外需，因此，2013 年第 4 季度我国贸易顺差有所扩大，外商来华直接投资与证券投资均创新高。

图9 国际市场避险情绪和融资环境



数据来源：Wind 资讯与 IIS。

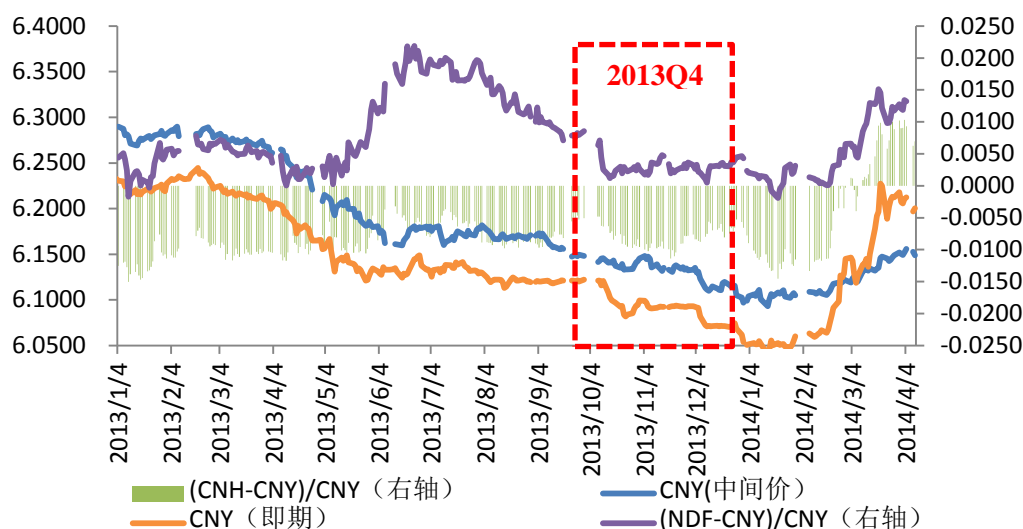
注：市场波动率 VIX 指数根据标普 500 指数期权的隐含波动率计算，数值越高说明市场恐慌情绪越重；泰德利差为 3 月期伦敦银行间同业拆借市场(LIBOR)美元利率和同档美国国债收益率之差表示，主要反映市场资金状况，差距扩大说明市场资金趋紧，银行借贷成本提高。

2. 人民币持续单边升值但升值势头已明显放缓，汇率贬值风险将加大外商投资利润的汇出规模，我国国际收支面临新挑战

2013年第4季度，人民币兑美元汇率继续呈现单边升值态势，10月份NDF市场上的升值预期走强，离岸市场也显示人民币还有进一步升值的空间，因此对套利资金仍然存在一定程度的吸引力，造成本季度资本与金融账户的净流入额达到历史高位。（图10）

然而，人民币升值幅度较2013年上半年已有大幅放缓，市场普遍预期人民币汇率不久将步入双边波动周期，这种预期在一定程度上加大了FDI的利润汇回规模，因此导致投资收益逆差创下历史新高。近年来我国的外商投资规模总体呈现扩大趋势，尤其是2013年第4季度外商来华直接投资与证券投资均创下历史最高纪录，为我国带来了可观的资本流入规模。不过，投资规模的加大意味着投资收益也在不断扩大。近年来由于人民币持续单边升值，外商投资企业在我国积聚了大量的留置利润（包括未分配利润和已分配未汇出利润），由历史数据来看，FDI利润汇回的力度对危机的反应比较敏感¹，当人民币的预期升值空间收窄时，FDI留置利润的汇出将成为一种新型的撤资方式。

图10 2013.1.4-2014.4.9人民币兑美元汇率走势及预期



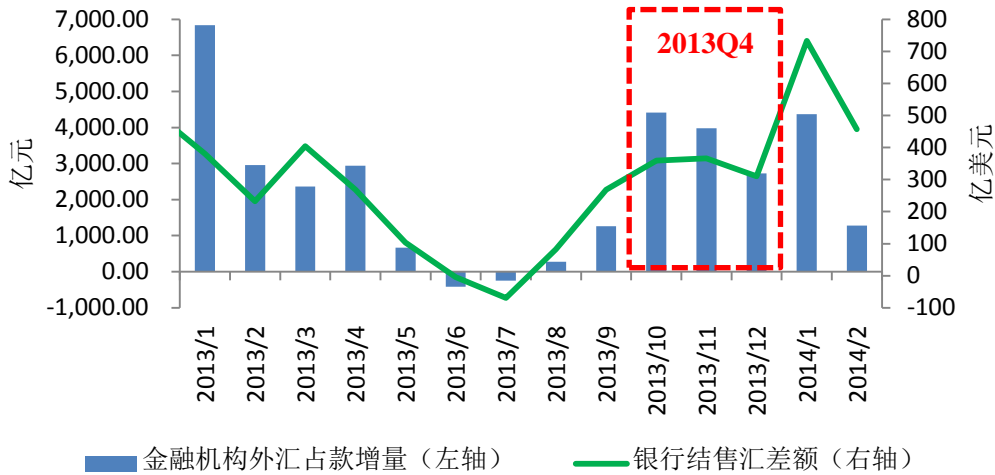
数据来源：Bloomberg，Wind 资讯与 IIS。

3. 境内外的正向利差依然存在，一方面导致我国对外负债规模增加，本季度境外对我国的短期贷款达到了历史最高纪录；另一方面，境内市场主体继续“资产本币化、负债外币化”的财务操作，银行结售汇与外汇占款均呈现较大幅度顺差，反映出企业和个人

¹ 巴曙松：《外商直接投资留置利润估算及利润汇回对国际收支的影响》，《经济纵横》2013年第8期。

愿远超购汇意愿，对本币的偏好上升（图 11）。因此，非直接投资（包括证券投资与其他投资项）在本季度呈现大规模净流入。

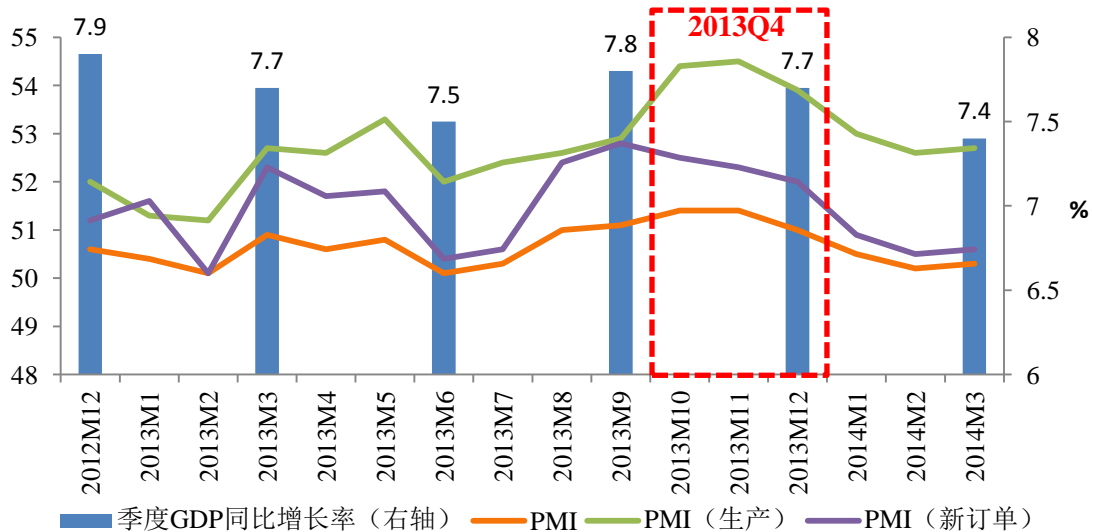
图11 金融机构外汇占款增量与银行结售汇差额



数据来源：Wind 资讯与 IIS。

4.国内方面：尽管 2013 年第 4 季度我国经济增长有小幅放缓，但十八届三中全会的各项改革政策提振了国际投资者的信心，我国国内的市场潜力依然巨大，当季 PMI 指数尤其是生产指数表现良好，对境外长期资本依然具有吸引力，外商来华直接投资大幅增加并创下历史新高。（图 12）

图12 季度GDP增长率与制造业PMI



数据来源：Wind 资讯与 IIS。

三、前景展望

2014年4月25日，外管局公布的2014年第1季度国际收支平衡表初步数据显示：我国国际收支依然呈现“双顺差”。经常账户顺差降至72亿美元的历史低位，主要由于该项目下的贸易顺差环比收窄了一半还多，此外服务贸易逆差也有所扩大，因旅游项目逆差环比扩大了68%。经常项目下的收益项由逆转顺。资本与金融账户（包含净误差与遗漏项）净流入额环比扩大，与去年同期基本持平，其中直接投资净流入额环比下跌。

从外部环境来看，伴随QE的逐渐退出，美国经济开始转好，人民币兑美元汇率自2014年进入调整周期，甚至2月份开始进入贬值通道（图10）。**从国内来看**，经济基本面表现不尽人意，一季度我国经济增速创历史新低，PMI指数急剧下滑反映市场普遍预期不佳（图12）。内忧外患的局势打击了国际投资者信心，从而引发跨境资本在一季度显著流出。**从政策方面来看**，外管局继去年5月份发布20号文之后，在去年12月7日又下发44号文，继续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，这也在一定程度上影响了2014年第1季度的贸易顺差水平。**从境内外利差来看**，一季度美国1年期国债利率上升造成境内外利差收窄，在一定程度上抑制了跨境套利资金的流入。此外，2014年第1季度外汇储备增量放缓，这主要由于随着人民币兑美元汇率由强转弱，跨境套汇行为大幅下降。

预计2014年第1季度我国的净投资收益逆差将大幅缩减为4亿美元。²环比来看，投资收益项将由历史最大逆差转为基本实现收支平衡。如此，我国的净投资收益有望结束过去三个季度持续大幅逆差的态势。

中期展望：2014年我国将进一步推进汇率市场化改革和人民币资本项目可兑换，随着人民币汇率进入双向波动周期，我国的经常账户仍将维持顺差态势，但大规模顺差的局面难以频繁出现，资本与金融账户或将出现“顺逆差交替”的局面。

² 此数据为IIS估算值，等于国家外管局公布的2014年第1季度中国国际收支平衡表初步数据中的收益差额减去过去8个季度职工报酬差额的平均值。