

2014 年第 2 季度中国跨境资本流动报告*

摘要

2014 年第 1 季度中国跨境资本流动的主要特点包括：第一，经常账户顺差大幅缩减，货物贸易顺差大幅收窄成主因；第二，外国在华净投资收益环比大幅减少；第三，资本与金融账户顺差收窄但总体流入规模依然较大；第四，直接投资净流入额触顶回落，外国对华直接投资与中国对外直接投资净额环比双双下降；第五，证券投资顺差环比小幅回落，境外对华证券投资净流入额环比下跌，中国对外证券投资持续出现资金回流；第六，其他投资净流入额继续下降，境外对华其他投资与我国对外其他投资净额环比均有所下降；第七，外汇储备增量环比企稳，同比显著放缓。

造就 2014 年第 1 季度中国跨境资本流动新特点的主要原因包括：首先，国际市场出现暂时性波动，但影响有限，外部风险偏好依然较强，跨境资本流入压力依然较大；其次，人民币开始加速贬值且贬值预期渐强，抑制了套利资金的流入与我国对外投资的规模；再次，中美利差继续吸引外资流入，但利差收窄导致吸引力降低；最后，国内经济疲软，外商来华直接投资与我国对外直接投资双双下降。

* 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，未来我国经常账户顺差将有所回升，但大幅顺差难以重现；其二，资本与金融账户顺差将进一步收窄。

一、2014 年第 1 季度中国跨境资本流动的主要特点

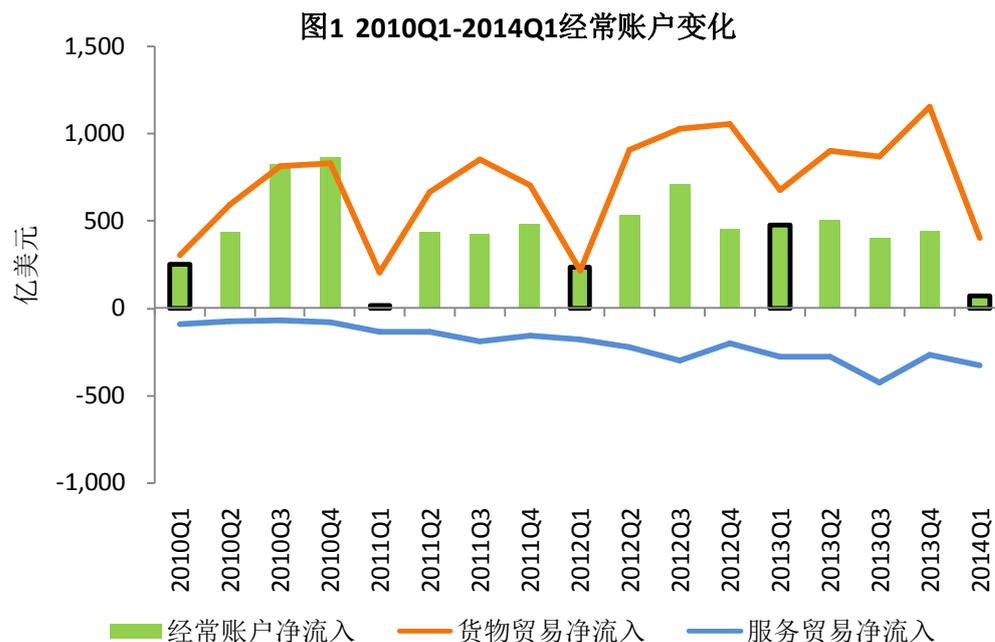
2014 年第 1 季度，中国国际收支依然呈现“双顺差”格局，至此已连续六个季度维持双顺差，表明我国的跨境资本流入压力依然较大。其中，经常账户顺差 70 亿美元，顺差额环比和同比来看均有显著下降。资本与金融账户顺差 940 亿美元，顺差额环比收窄，但同比已基本企稳。

1、经常账户顺差大幅缩减，货物贸易顺差大幅收窄成主因

经常账户顺差值达到近三年以来的最低值，环比下降幅度高达 84.1%，同比也大幅下跌了 85.3%。具体来看：

货物贸易顺差环比大幅缩减 65.1%，同比也缩减了 40.1%。环比缩减幅度较大主要是受春节假期影响（假期于 1 月 31 日开始），假期间企业停工，并且一些企业开工较晚，导致第 1 季度我国出口锐减。由进出口数据可知 2 月份出现了 230 亿美元的贸易逆差，逆差幅度之大严重超预期，而历史数据也证明历年 1 季度的货物贸易顺差值都是年内低点（图 1）。同比来看，尽管货物贸易顺差的缩减比率也较大，但主要为基数效应，因 2013 年 1 季度贸易有大量水分。2013 年底外管局又下发 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，因此 2014 年第 1 季度的贸易顺差水平较为符合。总体来看货物贸易顺差回落于合理区间内，不必过度悲观。

服务贸易逆差有所扩大，环比扩大了 22.4%，主要是因为春节期间出境游增加，导致旅游项目逆差值达到 235 亿美元的历史高位。整体来看“货物贸易顺差、服务贸易逆差”的态势继续维持，且服务贸易逆差有逐年扩大的趋势（图 1），特别是保险、金融等项目占比较低，反映出我国知识密集型产业的出口规模还有待提高。



注：黑色边框的柱形图代表历年第1季度经常账户顺差。

数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

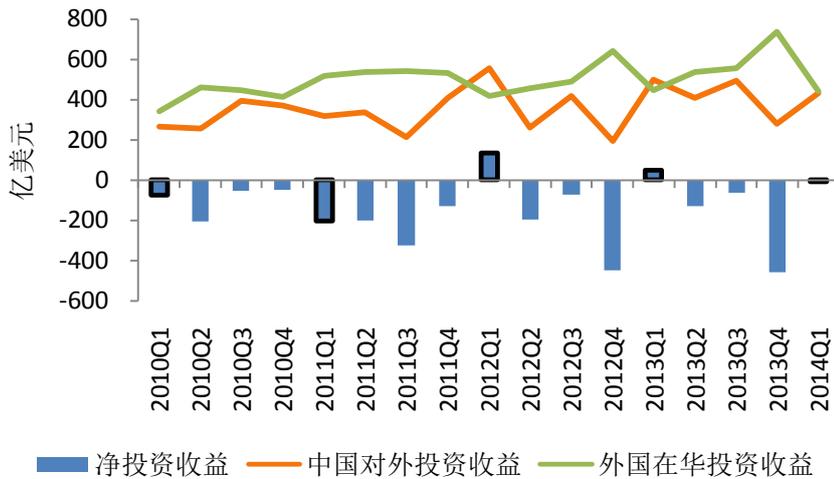
收益项由历史最大逆差转为小幅顺差，该项目下的**净投资收益**逆差环比大幅收窄，其中外国在华净投资收益大幅减少是主要影响因素，同时中国对外净投资收益也有较大幅度增加。

(图2)

造成外国在华净投资收益大幅减少的原因主要是：2013年第4季度人民币汇率市场已具有较强的贬值预期，导致外国在华投资所得的大量留置利润集中汇回，以规避即将到来的汇率风险，这一点从2013年第4季度外国在华净投资收益达到历史最大顺差可以证明¹。而人民币兑美元汇率自2014年1月份开始大幅贬值(图3)，此时外国投资者减少了利润汇回规模，造成第1季度外国在华净投资收益大幅减少，环比下跌39.7%。

¹ 《2013年第4季度中国跨境资本流动报告》，中国社科院世经政所国际投资研究室国际投资研究系列(IIS)。

图2 2010Q1-2014Q1投资收益变化

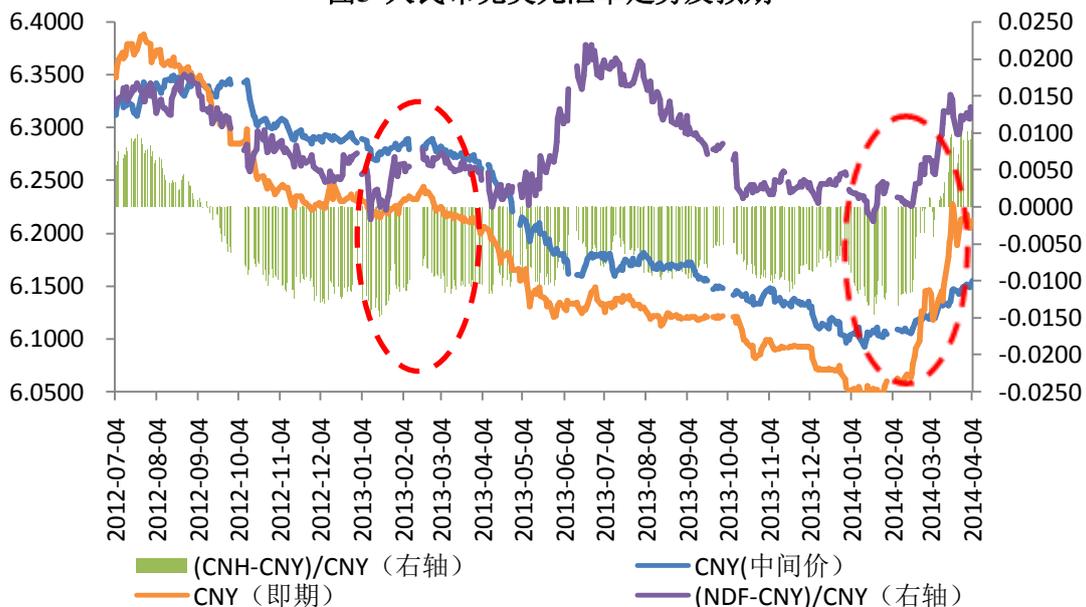


注：黑色边框的柱形图代表历年第1季度的净投资收益。

数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

事实上，本次净投资收益项的剧烈波动与2013年第1季度非常类似。当时也是由于2012年第4季度人民币兑美元汇率开始出现贬值预期，导致年底留置利润大量汇回，致使2013年第1季度外国在华净投资收益环比出现大幅下跌态势。

图3 人民币兑美元汇率走势及预期

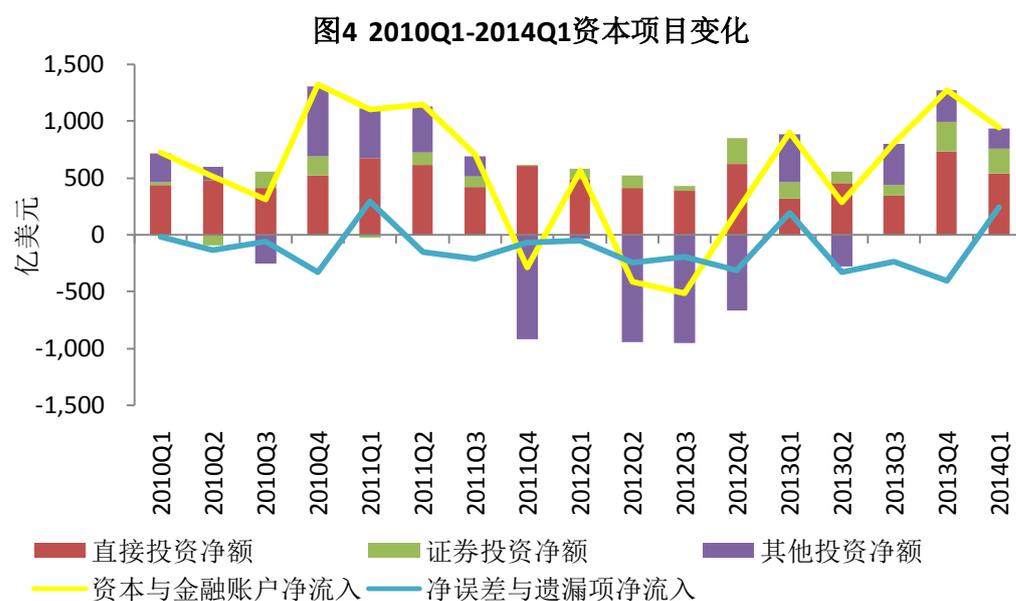


注：红色圆圈部分标示了2013年第1季度与2014年第1季度的汇率走势。

数据来源：Wind、Bloomberg 与 IIS。

2、资本与金融账户顺差环比收窄但总体流入规模依然较大，该项目下的直接投资、证券投资与其他投资顺差额均较上一季度有显著下降

2014年第1季度资本与金融账户顺差环比下跌26%，其中直接投资与其他投资顺差环比下降是主要影响因素。同比来看，顺差额基本企稳，但结构出现显著变化，直接投资与证券投资净流入额所占比重上升，而其他投资顺差占比显著下降。另外，净误差与遗漏项由上一季度的历史最大净流出转为净流入。（图4）

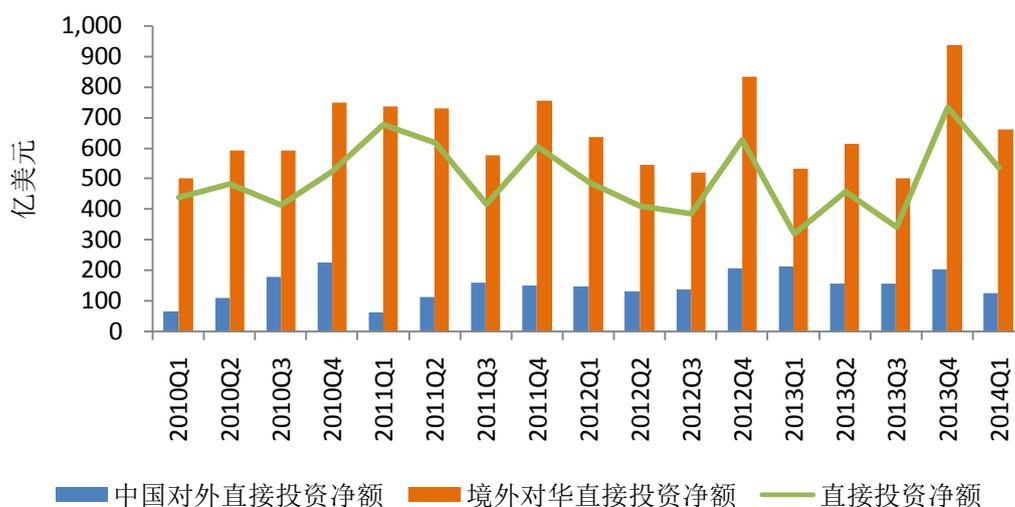


数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

直接投资净流入额触顶回落，外国对华直接投资与中国对外直接投资净额环比双双下降。

2013年第4季度直接投资净流入额达到历史最高点，但2014年第1季度该顺差额显著回落至537亿美元，不过同比仍有68.3%的大幅提升。具体来看，外国对华直接投资净流入额环比下降29.5%，同比仍上浮24%，中国对外直接投资净流出额环比下跌38.7%，同比也大幅下跌41.3%。（图5）

图5 2010Q1-2014Q1直接投资净额构成



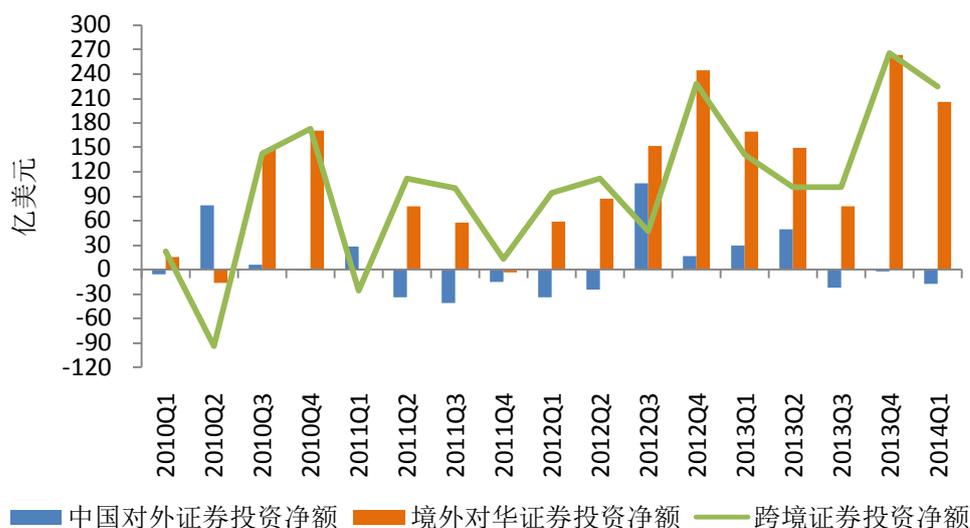
数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

证券投资顺差环比小幅回落，境外对华证券投资净流入额环比下跌，中国对外证券投资持续出现资金回流。

2014年第1季度证券投资净流入额环比小幅回落了42亿美元，但仍处于历史高位。其中，境外对华证券投资净额环比下降21.7%（主要是股本证券投资环比大幅下跌55.6%），同比上升了21.2%（主要是债务证券投资同比增加了44%），反映出境外对我国的风险偏好下降。中国对外证券投资继续呈现资金回流态势，且回流规模由上一季度的2亿美元扩大至本季度的18亿美元，这主要是由于中国对外的中长期债券投资出现了较大规模资金回流。

（图6）

图6 2010Q1-2014Q1证券投资净额构成

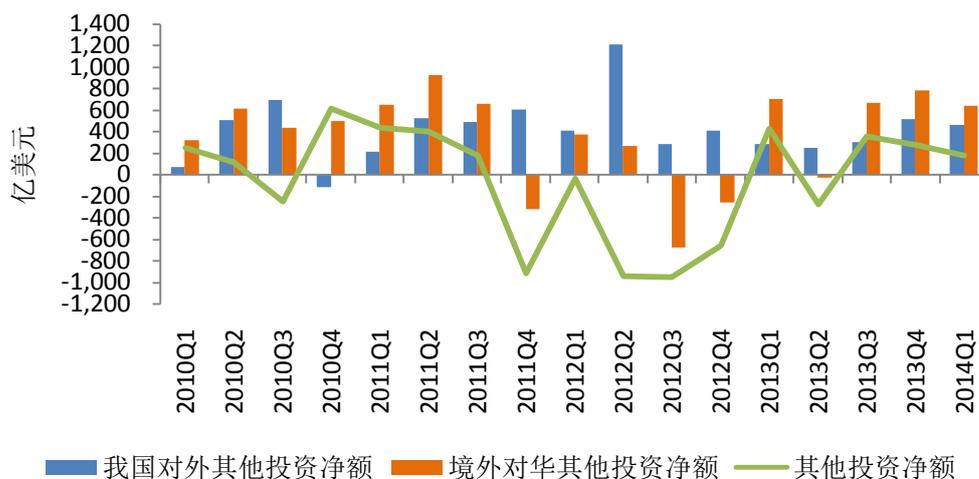


数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

其他投资净流入额继续下降，境外对华其他投资与我国对外其他投资净额环比均有所下降。

2014 年第 1 季度其他投资项的净流入额下降明显，环比下降 34.6%，同比来看下跌幅度高达 58.1%。具体来看，境外对华其他投资与我国对外其他投资净额环比均有所下降。同比来看，境外对华其他投资净额小幅下跌，但我国对外其他投资净额有显著增加，增幅高达 63.7%（图 7），这主要是由于中国对外货币和存款的大幅增加所致。受人民币贬值影响，第 1 季度中国对外货币和存款已达到近 7 个季度以来的最高点（图 8）。

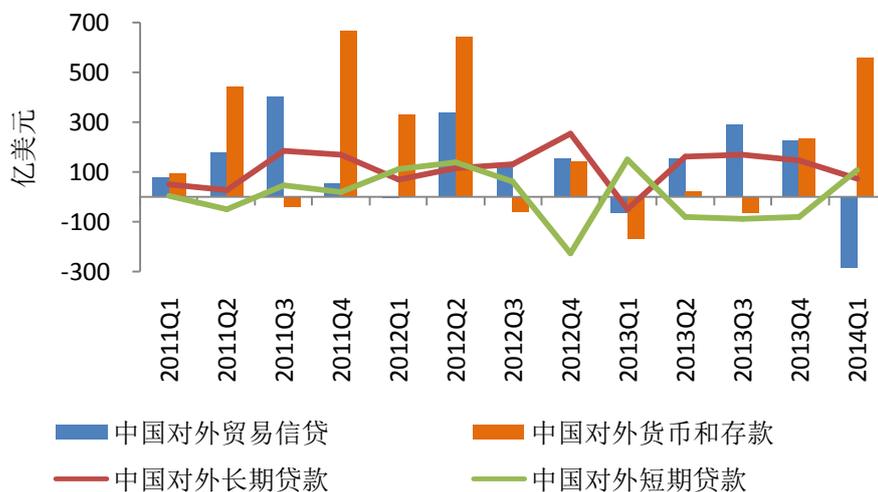
图7 2010Q1-2014Q1其他投资净额构成



数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

环比来看中国对外其他投资项的结构可知，2014 年第 1 季度中国对外货币和存款大幅提升，贸易信贷由流出转为流入并出现历史最大幅度的资金回流，长期贷款稍有回落，短期贷款由流入转为流出。（图 8）

图8 2011Q1-2014Q1中国对外其他投资项结构

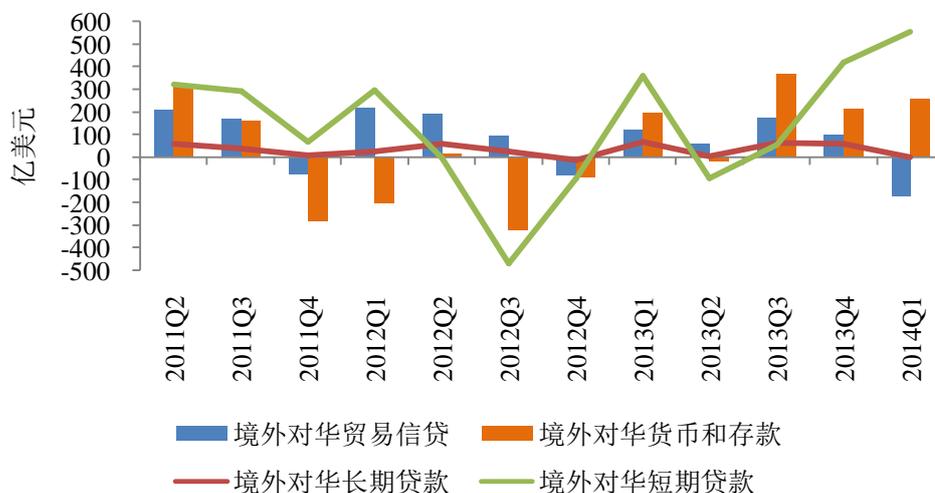


数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

环比来看外国对华其他投资项的结构可知，2014 年第 1 季度外国对华货币和存款有所增加，贸易信贷回收规模创下近五年来的最大记录，长期贷款收支基本相抵，短期贷款创历

史最高记录。(图 9)

图9 2011Q1-2014Q1境外对华其他投资项结构

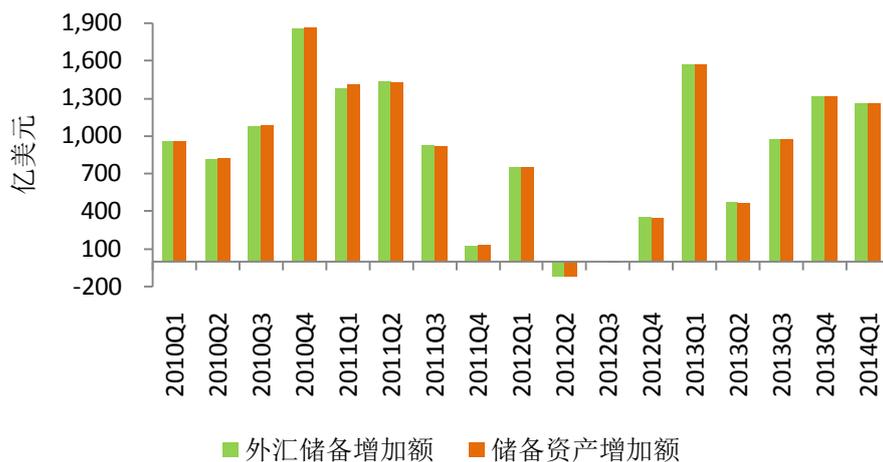


数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

3、外汇储备增量环比企稳，同比显著放缓

2014 年第 1 季度中国储备资产增加 1255 亿美元，其中外汇储备增加 1258 亿美元，环比基本企稳，但同比增量放缓了 20%。(图 10)

图10 2010Q1-2014Q1外汇储备变化



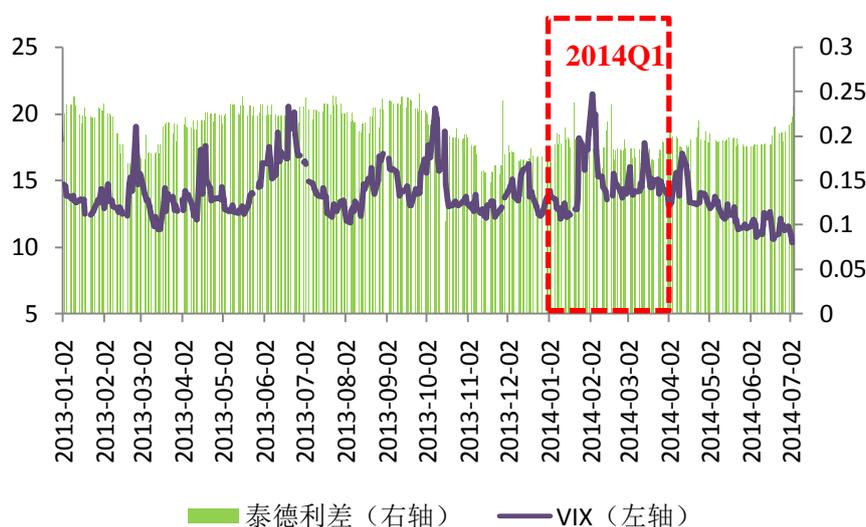
数据来源：国家外汇管理局与 IIS。

二、2014 年第 1 季度中国跨境资本流动原因分析

1、国际市场出现暂时性波动，但影响有限，外部风险偏好依然较强，跨境资本流入压力依然较大

受美国继续缩减 QE 规模以及乌克兰危机等事件影响，国际市场避险情绪在一季度初期显著上升，2 月初 VIX 指数曾一举突破 20，但迅速回落至较低水平，显示危机事件的影响有限，国际机构投资者的风险偏好依然较强。从经济基本面来看，2014 年第 1 季度美欧经济稳步复苏，美国非农就业数据表现良好，欧洲也继续保持宽松的货币政策，由泰德利差显示的第 1 季度外部融资环境未见紧张，因此我国的跨境资本流入规模依然较大。（图 11）

图11 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 与 IIS。

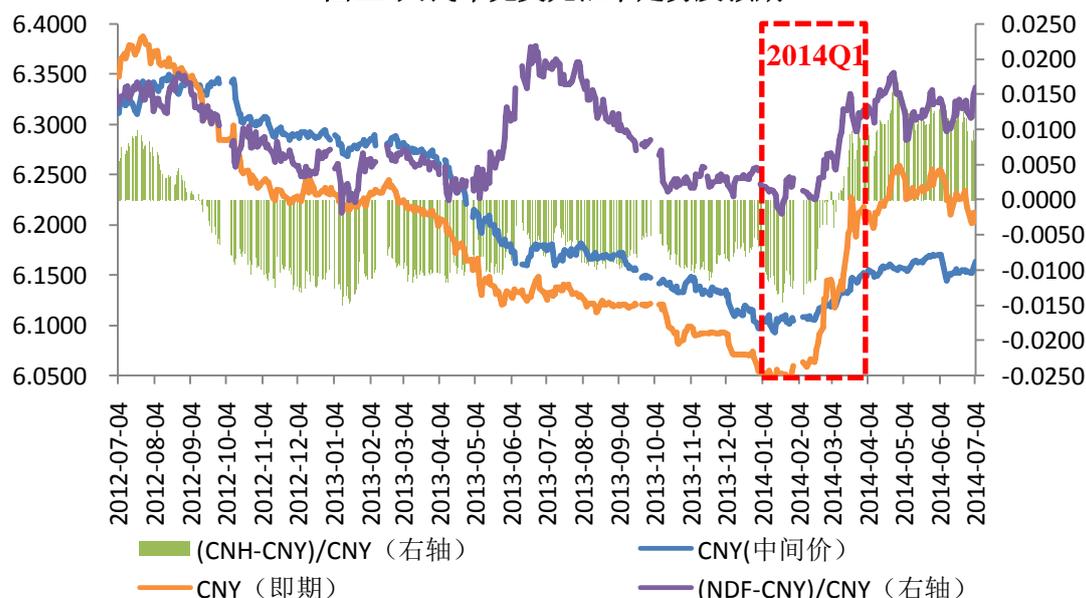
2、人民币开始加速贬值且贬值预期渐强，抑制了套利资金的流入与我国对外投资的规模

人民币兑美元汇率自今年开始结束了一直以来的单边升值态势，并于今年 2 月份加速贬值。与此同时，人民币兑美元即期汇率与离岸市场上的价差不断收窄，并在第 1 季度末期出

现较强的贬值预期，NDF 市场上也显示远期升水扩大，表明人民币贬值预期加强。（图 12）

人民币出现贬值首当其冲的影响是对跨境套利资金的挤出效应，第 1 季度证券投资与其他投资净流入额均较上一季度有所下滑。此外，人民币贬值还在一定程度上抬高了我国对外投资的成本，从而抑制或延缓了我国对外投资，甚至造成一部分资金回流。

图12 人民币兑美元汇率走势及预期

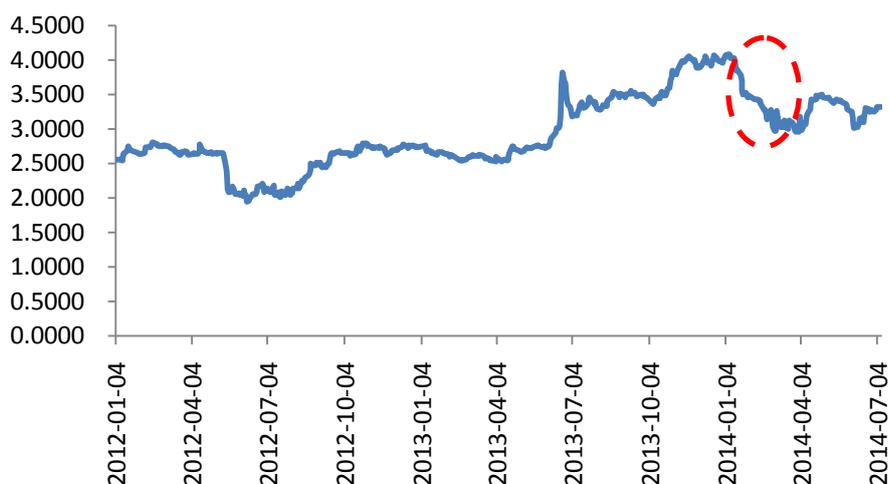


数据来源：Bloomberg，Wind 与 IIS。

3、中美利差继续吸引外资流入，但利差收窄导致吸引力降低

2014 年第 1 季度中美利差仍然显著，对跨境套利资金的流入继续产生吸引作用，推动了我国对外负债的增加，第 1 季度境外对华短期贷款再创历史新高。不过，受第 1 季度美国国债利率上浮的影响，中美利差已显著收窄，以中美 1 年期国债收益率的差额为例，该利差已由年初的 4.03 降至第 1 季度末的 2.98，因此对跨境套利资金的吸引力在降低。（图 13）

图13 中美利差

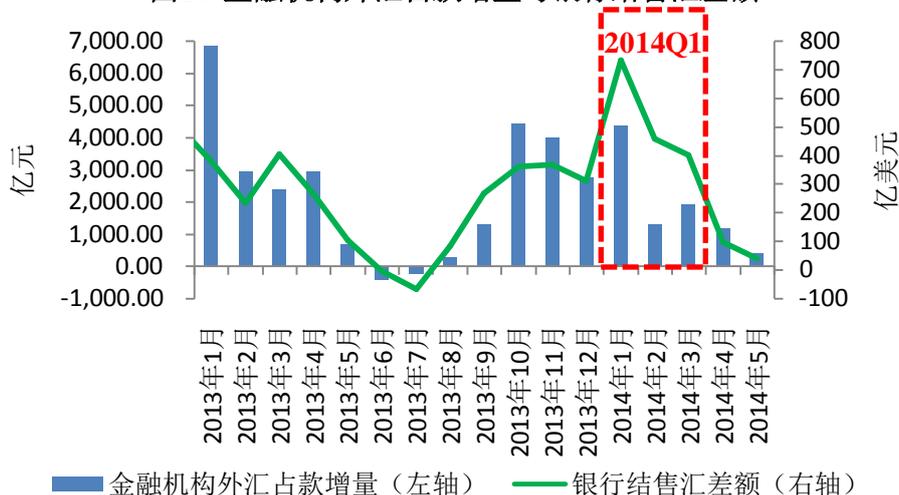


注：本文所用中美利差为中国与美国 1 年期国债收益率的差额。

数据来源：Wind 与 IIS。

伴随着人民币贬值，市场主体的持汇意愿渐强，企业也开始进行资产外币化操作，相关数据表明 2014 年 2、3 月份银行结售汇顺差大幅收窄，金融机构外汇占款增量也出现显著放缓（图 14）。

图14 金融机构外汇占款增量与银行结售汇差额

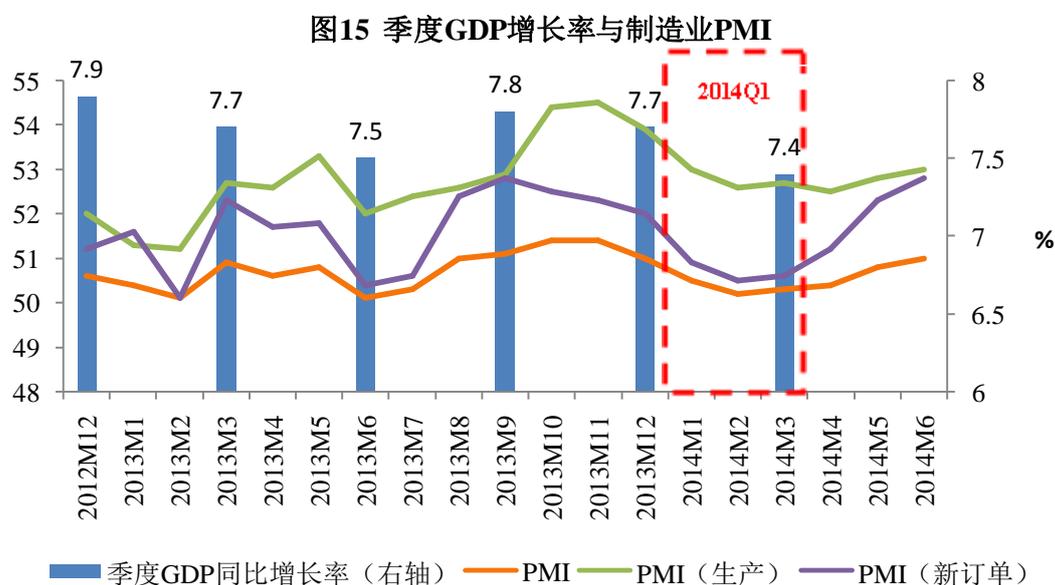


数据来源：Wind 与 IIS。

4、国内经济疲软，外商来华直接投资与我国对外直接投资均有所下滑

国内经济下滑趋势严峻，一是国内反腐行动继续抑制着政府消费行为，二是地方债务问题仍未得到显著改善，三是我国房地产市场萎靡不振，房地产投资仍然对经济产生拖累。因

此，第 1 季度经济增速创历史新低，PMI 指数走低并一度逼近荣枯点，显示未来经济增长的动能很弱，全年经济依然面临下行风险，造成外商来华直接投资与我国对外直接投资均有下降



数据来源：Wind 与 IIS。

三、对我国跨境资本流动的中期展望

1、未来我国经常账户顺差将有所回升，但大幅顺差难以重现

随着美国极寒天气等负面影响因素消除，美国经济复苏势头向好，下半年将加快复苏。日本方面，尽管经济数据表现欠佳，但安倍推行的“提高女性劳动参与率”与“涨薪”等结构化改革政策在劳动力市场初见成效。预计欧洲货币政策也将进一步放松，欧洲经济持续复苏。总体来看，美日欧经济复苏较为强劲，外需继续改善将对我国出口产生拉动作用，加之春节假期的负面影响消除，因此预计，未来我国经常账户顺差将有所回升。

然而，央行于今年 3 月 15 日宣布将人民币兑美元汇率波幅由 1% 增大到 2%，这意味着未来汇率将呈现双边波动且波幅加大。实际上第 2 季度人民币兑美元汇率已开始走稳（图 12），预计未来人民币汇率单边贬值的几率较小，因此汇率贬值对我国出口的拉动作用有限，经常账户不会出现大规模顺差。

2、资本与金融账户顺差将进一步收窄

随着汇率的波动风险加大与中美利差的进一步收窄，未来跨境套利资金将显著减少。金融机构外汇占款增量与银行结售汇顺差均从今年 2 月份开始出现显著放缓（图 14），最新数据显示，2014 年 6 月份金融机构外汇占款余额结束了过去十个月连续增长的态势，首次出现了负增长，意味着第 2 季度我国面临着一定规模的资本外流。预计未来我国的资本项目顺差仍将进一步收窄，特别是非直接投资项目的净流入额将显著放缓。

