

2013 年上半年中国国际收支报告

国家外汇管理局国际收支分析小组

2013 年 9 月 27 日

内 容 摘 要

2013 年上半年，全球经济继续缓慢复苏，新兴经济体下行风险加大。部分国家量化宽松货币政策退出预期等导致国际金融市场重现动荡，新兴经济体面临资本流出和货币贬值压力。我国经济运行总体平稳，主要经济指标仍处于预期的合理区间。

2013 年上半年，我国涉外经济继续平稳发展，国际收支交易总规模同比增长 5%，经常项目、资本和金融项目继续呈现“双顺差”。其中，经常项目顺差与同期 GDP 之比为 2.5%，仍保持在国际认可的合理范围之内；资本和金融项目总体净流入，但变化较大，上半年累计净流入 1187 亿美元，其中第一季度延续了 2012 年底以来的跨境资金较快净流入，顺差同比增长六成，第二季度顺差随着国内外经济金融环境的变化和相关政策措施的实施而明显收窄。

下半年，我国货物贸易、直接投资项目仍将维持顺差，但在国内外仍存在诸多不确定、不稳定因素的情况下，跨境资本流动将继续呈现较大振荡，国际收支顺差可能进一步增加，也可能面临阶段性资本流出压力。下一阶段，我国将更加注重统筹稳增长、调结构和促改革的关系，外汇管理部门将坚持稳中求进，深化改革，简政放权，防范风险，切实提升外汇管理支持经济结构调整和转型升级水平。

目 录

一、国际收支概况	5
(一) 国际收支运行环境	5
(二) 国际收支主要状况	8
(三) 国际收支运行评价	15
二、国际收支主要项目分析	17
(一) 货物贸易	17
(二) 服务贸易	22
(三) 直接投资	23
(四) 证券投资	26
(五) 其他投资	27
三、国际投资头寸状况	30
四、外汇市场运行与人民币汇率	35
(一) 外汇市场发展	35
(二) 人民币汇率走势	37
(三) 外汇市场交易	43
五、国际收支形势展望	47

专栏

1. 新兴市场出现金融动荡
2. 虚构贸易行为得到遏制
3. 国际投资头寸表与国际收支平衡表的关系
4. 运用银行结售汇头寸管理手段平滑跨境资金流动
5. 如何看待远期外汇市场人民币升贬值
6. 美元升值对我国跨境资金流动的影响

图

- 1-1 2011-2013 年上半年意大利和西班牙主权信用利差及市场波动率指数
- 1-2 2011-2013 年上半年新兴市场股票指数和货币指数
- 1-3 2008-2013 年上半年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率
- 1-4 1994-2013 年上半年货物和服务贸易差额与 GDP 之比
- 1-5 2001-2013 年上半年经常项目主要子项目的收支状况
- 1-6 2001-2013 年上半年资本和金融项目主要子项目的收支状况
- 1-7 2001-2013 年上半年外汇储备增加额与外汇储备余额
- 1-8 1990-2013 年上半年国际收支交易规模及其与 GDP 之比
- 1-9 1990-2013 年上半年经常项目差额与 GDP 之比及其结构
- 2-1 2000-2013 年上半年进出口差额及其与 GDP 之比
- 2-2 2000-2013 年上半年货物贸易差额主要构成
- 2-3 2010-2013 年上半年出口同比变动的价格影响和数量影响
- 2-4 2010-2013 年上半年进口同比变动的价格影响和数量影响
- 2-5 2006-2013 年上半年进出口同比价格指数和贸易条件指数
- 2-6 2013 年上半年与主要贸易伙伴进出口增速及进出口额占比变动情况
- 2-7 2004-2013 年上半年货物和服务贸易比较
- 2-8 2013 年上半年服务贸易分国别和地区的收支情况
- 2-9 2000-2013 年上半年外国来华直接投资状况
- 2-10 2000-2013 年上半年我国对外直接投资状况
- 2-11 2000-2013 年上半年跨境证券投资净额
- 2-12 2000-2013 年上半年其他投资净流入
- 3-1 我国对外金融资产、负债及净资产状况
- 3-2 我国对外资产、负债及净资产增速

- 4-1 2013 年上半年人民币对美元、欧元和日元汇率中间价走势
- 4-2 2013 年上半年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况
- 4-3 1994 年 1 月-2013 年 6 月人民币有效汇率走势
- 4-4 2013 年上半年主要发达经济体和新兴市场货币有效汇率变动
- 4-5 2013 年上半年境内外人民币对美元即期汇率及价差走势
- 4-6 2011-2013 年上半年境内外人民币对美元即期汇率价差（日均）
- 4-7 2013 年上半年境内外人民币对美元远期市场 1 年期美元升贴水点数
- 4-8 2006-2013 年上半年即期外汇市场交易量
- 4-9 2005-2013 年上半年银行间外汇市场外币对即期交易的币种构成（%）
- C1-1 2013 年 1-8 月份卢比汇率及印度股市走势
- C3-1 国际投资头寸表和国际收支平衡表的关系
- C4-1 银行外汇头寸、贷存比及结售汇差额情况
- C5-1 境内远期市场美元升贴水与本外币利差（6 个月期限）

表

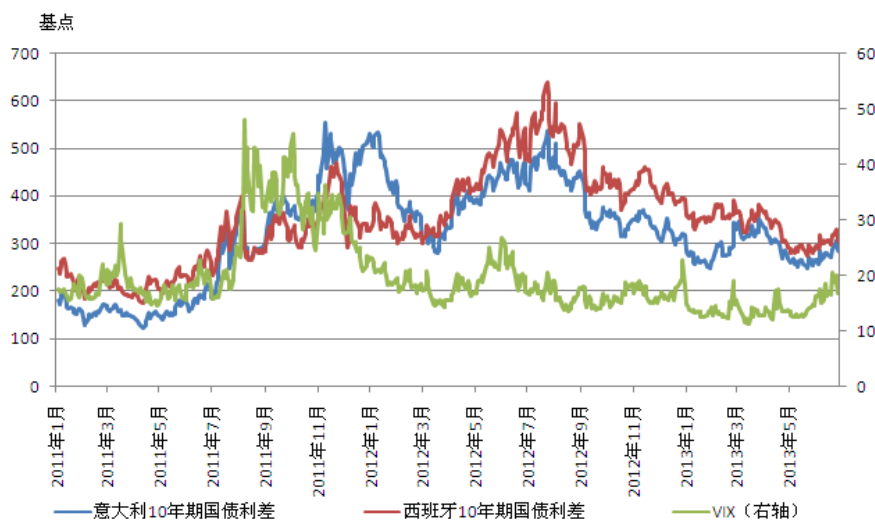
- 1-1 2007-2013 年上半年国际收支顺差结构
- 1-2 2013 年上半年中国国际收支平衡表
- 3-1 2013 年 6 月末中国国际投资头寸表
- 4-1 2013 年上半年人民币外汇市场交易概况

一、国际收支概况

（一）国际收支运行环境

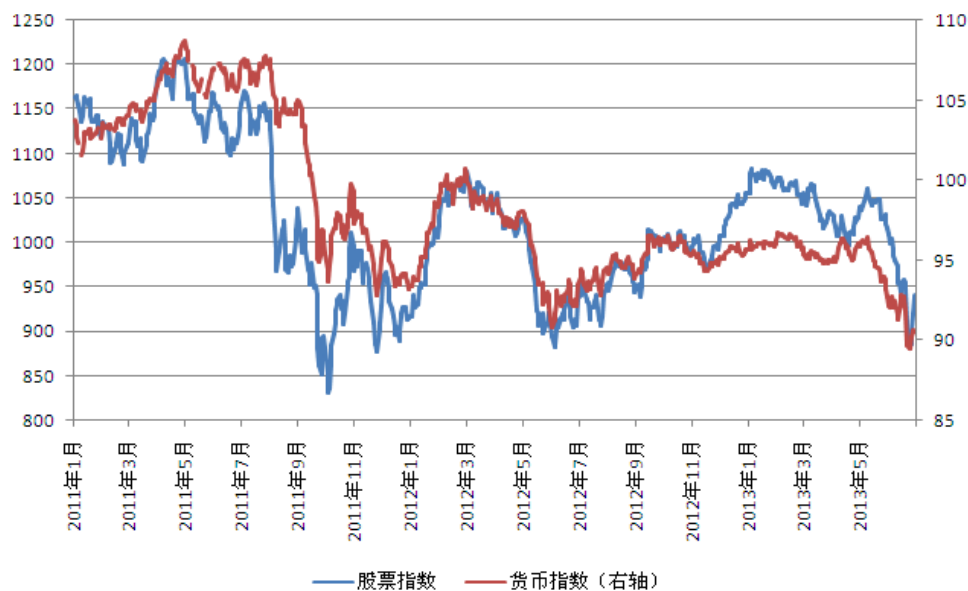
2013年上半年，全球经济继续缓慢复苏，但力度明显低于预期，特别是欧元区经济仍未走出衰退，新兴经济体呈现差异化增长态势，经济下行风险凸显。一季度，随着欧债危机尾部风险的逐渐消退和全球货币环境的持续宽松，发达经济体股票、债券等资产市场价格明显上涨。二季度，特别是5月份以后，美国提早退出量化宽松政策的可能性导致国际金融市场动荡加剧，美国长期债券收益率大幅上升，意大利、西班牙等国主权信用利差重新扩大（见图1-1）。受到自身经济增长放缓、结构性问题突出和美国退出量化宽松政策预期的双重影响，新兴经济体普遍面临资本流出和货币贬值压力，上半年新兴市场股票和货币指数分别累计下跌10.9%和5.3%（见图1-2）。国际大宗商品价格波动走弱，上半年布伦特原油现货价格累计下跌8.1%。

图1-1 2011-2013年上半年意大利和西班牙主权信用利差及市场波动率指数



注：意大利、西班牙主权信用利差为其 10 年期国债收益率相对德国同期限国债收益率之差。市场波动率（VIX）指数越高说明市场恐慌情绪越重。
数据来源：彭博资讯。

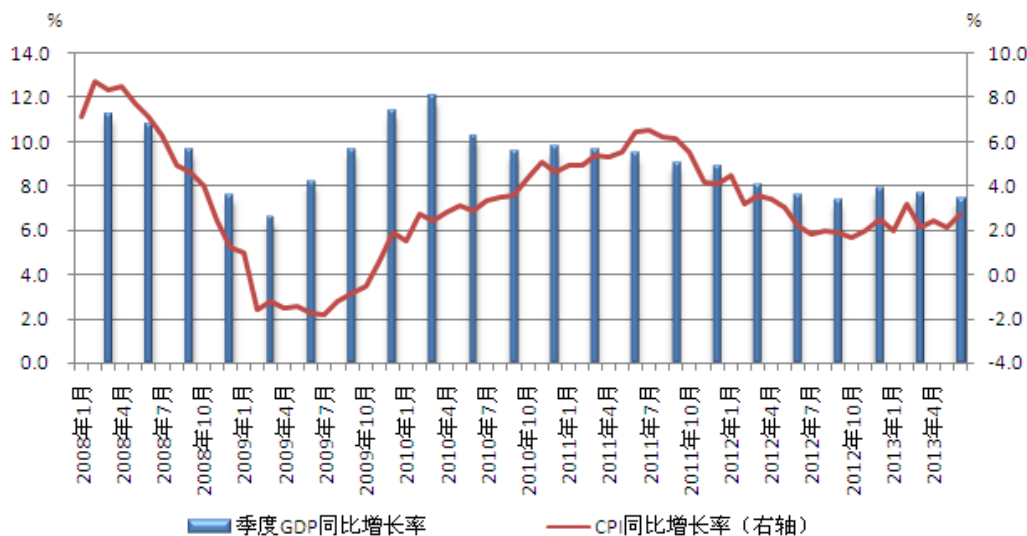
图 1-2 2011-2013 年上半年新兴市场股票指数和货币指数



数据来源：彭博资讯。

面对国外需求疲弱、国内资源环境约束加剧的内外部条件，2013年上半年，我国统筹协调稳增长、调结构、促改革，经济运行总体平稳，主要指标处于预期的合理区间。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，采取措施推动居民消费升级，保持合理的投资增长，上半年国内生产总值（GDP）增长 7.6%，就业形势稳定，物价涨幅有所回落（见图 1-3）。一季度，宽松的国际货币环境、国内外正向利差和我国相对较高的经济增速吸引境内主体开展以跨境套利为目的的财务运作，人民币汇率稳中趋升。二季度，特别是 5 月份后，随着国际市场波动性上升、国内经济下行压力加大以及控流入政策的实施，跨境资本流动趋向均衡。

图 1-3 2008-2013 年上半年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率



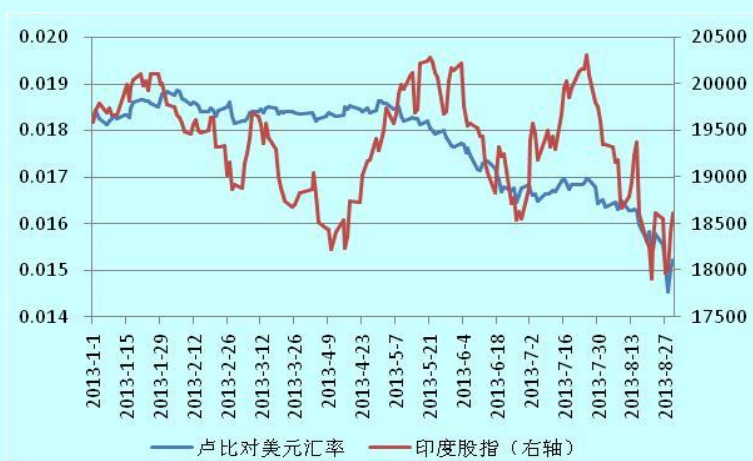
数据来源：环亚经济数据库。

专栏 1:

新兴市场出现金融动荡

2013 年 5 月中旬以来，印度、巴西、印度尼西亚、土耳其和南非等经济增长放缓且外部账户失衡的新兴市场国家，先后遭受资本外流冲击，出现了货币显著贬值及资产价格大幅下跌。其中，印度首当其冲，印度卢比 5-8 月累计贬值近 20%，股市下跌约 10%（见图 C1-1）。经济内外交困是本轮新兴市场金融动荡的主要原因，美联储可能退出量化宽松政策成为加剧市场下跌的导火索，需对主要新兴市场国家的资本外流和传染可能性保持警惕。

图 C1-1 2013 年 1-8 月份卢比汇率及印度股市走势



数据来源：彭博资讯。

出口和投资不振制约新兴市场经济增长。出口方面，发达国家进口需求增长较金融海啸前显著放缓，同时受新兴市场汇率升值（2003至2010年升值约20%）、工资上涨、通胀上升等因素影响，新兴市场国家经常项目已从金融危机前平均占GDP3%的顺差水平转变为小幅逆差。**投资方面**，一是过剩产能导致投资放缓，国际货币基金组织（IMF）数据显示，2012年东欧地区产能利用率为75%以下；二是巴西、南非等依靠商品出口的国家受商品价格低迷拖累，投资增速也明显下滑。根据对冲基金桥水的研究，相比国际金融危机前，2012年新兴市场出口及投资不振分别拖累其经济增速下滑1.6%和1.4%。在人口、投资、大宗商品价格等有利因素逐渐消退后，主要新兴经济体面临结构性改革压力，短期难以重拾高速增长。

新兴市场公司盈利能力下降。微观层面，新兴市场公司面临着工资成本上升、杠杆率提高、产能扩张低效以及公司治理结构不足等诸多瓶颈。根据瑞士银行有关数据，受上述因素拖累，新兴市场公司净利润水平总体较国际金融危机前下降了2个百分点，自由现金流由净流入恶化为净流出，股东回报率不足3%。

新兴市场跨境资金流动风险上升。在全球流动性前景不明朗、新兴市场经济增长不确定等背景下，国际资本流向对市场波动的敏感性增加。随着美国经济复苏企稳、量化宽松政策逐步退出、美国利率回调，投资者可能调整投资策略，回撤量化宽松政策以来投向新兴市场追逐高收益的巨额资金，重新投放发达市场。

社会政治因素削弱新兴市场经济稳定性。国际金融危机中欧美等国经验表明，发达国家相对成熟的社会政治制度能够帮助其在危机中保持良好的稳定性。反观新兴市场国家，始于2010年底、席卷中东及北非部分新兴市场国家的阿拉伯之春，以及土耳其、巴西和埃及相继发生的大规模示威游行，都表明许多新兴市场国家在建立稳定可持续的社会和政治秩序方面还有很长的路要走。

（二）国际收支主要状况

国际收支总顺差重新反弹。2013年上半年，经常项目顺差 984

亿美元，同比增长 27%；资本和金融项目顺差 1187 亿美元，增长 7.0 倍；国际收支总顺差 2171 亿美元，增长 1.4 倍（见表 1-1）。

表 1-1 2007-2013 年上半年国际收支顺差结构

单位：亿美元

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 上半年
国际收支总差额	4474	4607	4417	5247	4016	1763	2171
经常项目差额	3532	4206	2433	2378	1361	1931	984
占国际收支总差额比重	79%	91%	55%	45%	34%	110%	45%
与 GDP 之比	10.1%	9.3%	4.9%	4.0%	1.9%	2.3%	2.5%
资本和金融项目差额	942	401	1985	2869	2655	-168	1187
占国际收支总差额比重	21%	9%	45%	55%	66%	-10%	55%
与 GDP 之比	2.7%	0.9%	4.0%	4.8%	3.6%	-0.2%	3.0%

数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

货物贸易顺差较快增长。按国际收支统计口径¹，2013 年上半年，我国货物贸易出口 10577 亿美元，进口 9001 亿美元，同比分别增长 10%和 7%；顺差 1576 亿美元，增长 40%。

服务贸易逆差进一步扩大。2013 年上半年，服务贸易收入 967 亿美元，同比增长 7%；支出 1519 亿美元，增长 16%；逆差 551 亿美元，扩大 37%。货物与服务贸易顺差合计为 1024 亿美元，增长 41%，与 GDP 之比为 2.6%，处于历史较低水平（见图 1-4）。

¹ 本口径与海关口径的主要差异在于，一是海关统计的到岸价进口额按 5%减去其中的运输和保险费用后计为国际收支口径的进口，二是国际收支口径还包括货物修理、运输工具在港口购买的货物以及抓获的进出口走私，并分别在进出口中扣除了退货。

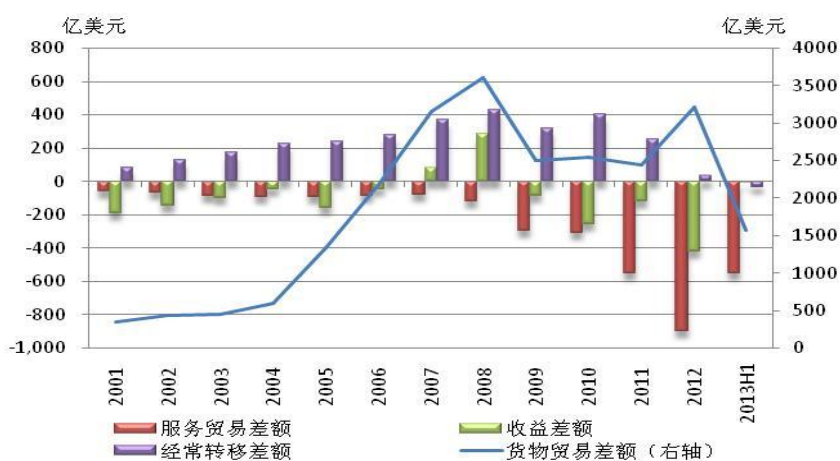
图 1-4 1994-2013 年上半年货物和服务贸易差额与 GDP 之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

收益项目小幅逆差。2013 年上半年，收益项目收入 991 亿美元，同比增长 10%；支出 993 亿美元，增长 12%；逆差 2 亿美元，上年同期为顺差 16 亿美元。其中，投资收益逆差 80 亿美元，同比扩大 41%，主要是因为外商投资企业外方投资利润汇出有所增加；职工报酬净流入 78 亿美元，同比增加 7%（见图 1-5）。

图 1-5 2001-2013 年上半年经常项目主要子项目的收支状况



数据来源：国家外汇管理局。

直接投资顺差下降。按国际收支统计口径²，2013 年上半年，直

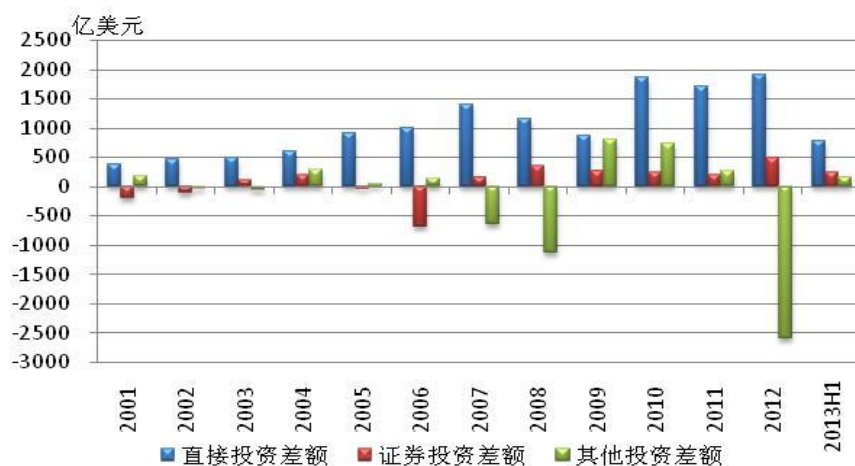
² 本口径与商务部公布的数据主要差异在于，国际收支统计中还包括了外商投资企业的未分配利润、已分配未汇出利润、盈余公积、股东贷款、金融机构吸收外资、非居民购买不动产等内容。

接投资顺差 775 亿美元，同比下降 14%。其中，外国来华直接投资净流入 1145 亿美元，下降 3%；我国对外直接投资净流出 370 亿美元，增长 32%。

证券投资净流入有所增长。2013 年上半年，证券投资项下净流入 241 亿美元，同比增长 18%。其中，我国对外证券投资净流出 78 亿美元，上年同期为净流入 59 亿美元；境外对我国证券投资净流入 319 亿美元，同比增长 1.2 倍。

其他投资小幅净流入。2013 年上半年，其他投资项下净流入 146 亿美元，上年同期为净流出 979 亿美元。其中，其他投资项下对外资产净增加 539 亿美元，同比下降 67%；其他投资项下对外负债增加 686 亿美元，同比增加 7%（见图 1-6）。

图 1-6 2001-2013 年上半年资本和金融项目主要子项目的收支状况



数据来源：国家外汇管理局。

储备资产继续较快积累。2013 年上半年，剔除汇率、价格等非交易价值变动影响（下同），我国新增储备资产 2036 亿美元，同比增长 2.2 倍，其中外汇储备资产增加 2041 亿美元。截至 2013 年 6 月末，我国外汇储备余额达 34967 亿美元（见图 1-7）。

图 1-7 2001-2013 年上半年外汇储备增加额与外汇储备余额



注：图中外汇储备增加额为交易引起的变化，剔除了估值效应的影响。
 数据来源：国家外汇管理局。

表 1-2 2013 年上半年中国国际收支平衡表³

单位：亿美元

项 目	差 额	贷 方	借 方
一. 经常项目	984	12,788	11,804
A. 货物和服务	1,024	11,544	10,520
a. 货物	1,576	10,577	9,001
b. 服务	-551	967	1,519
1. 运输	-263	189	452
2. 旅游	-357	234	591
3. 通讯服务	1	8	7
4. 建筑服务	29	47	18
5. 保险服务	-88	17	105
6. 金融服务	-2	13	15
7. 计算机和信息服务	48	72	24
8. 专有权利使用费和特许费	-83	4	87
9. 咨询	84	183	99
10. 广告、宣传	10	23	14
11. 电影、音像	-2	1	2
12. 其他商业服务	72	169	98
13. 别处未提及的政府服务	-1	6	7
B. 收益	-2	991	993
1. 职工报酬	78	86	8
2. 投资收益	-80	904	984
C. 经常转移	-38	254	292
1. 各级政府	-15	6	21
2. 其他部门	-23	248	271
二. 资本和金融项目	1,187	6,877	5,690
A. 资本项目	24	27	3
B. 金融项目	1,162	6,850	5,687
1. 直接投资	775	1,475	699
1.1 我国在外直接投资	-370	147	517
1.2 外国在华直接投资	1,145	1,328	183
2. 证券投资	241	454	213
2.1 资产	-78	97	175
2.1.1 股本证券	-21	52	74
2.1.2 债务证券	-57	44	101
2.1.2.1 (中)长期债券	-57	44	101

³ 我国国际收支平衡表按国际货币基金组织《国际收支手册》第五版规定的各项原则编制，采用复式记账原则记录所有发生在我国居民（不包括港、澳、台地区）与非居民之间的经济交易。本表计数采用四舍五入原则。

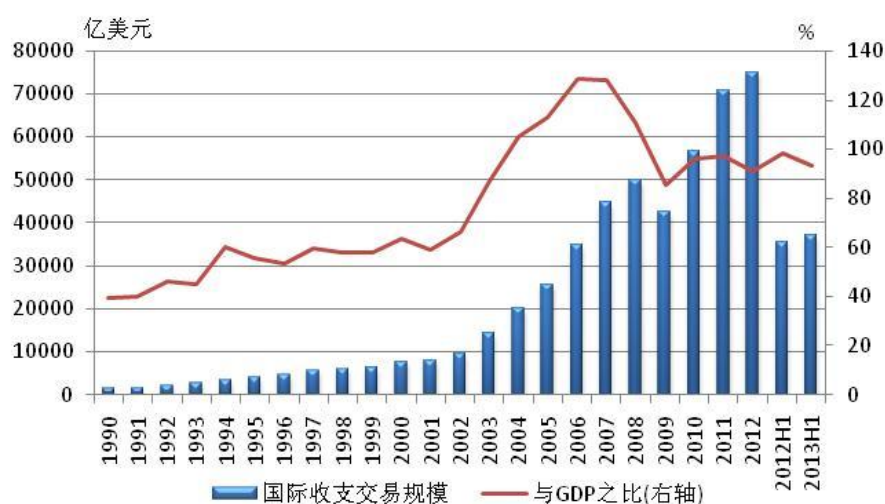
2.1.2.2 货币市场工具	0	0	0
2.2 负债	319	357	39
2.2.1 股本证券	139	178	39
2.2.2 债务证券	179	179	0
2.2.2.1 (中)长期债券	79	79	0
2.2.2.2 货币市场工具	101	101	0
3. 其他投资	146	4,921	4,774
3.1 资产	-539	1,069	1,608
3.1.1 贸易信贷	-88	65	153
长期	-2	1	3
短期	-87	64	150
3.1.2 贷款	-177	189	366
长期	-109	100	209
短期	-68	89	156
3.1.3 货币和存款	146	713	567
3.1.4 其他资产	-420	103	523
长期	100	100	0
短期	-520	3	523
3.2 负债	686	3,852	3,166
3.2.1 贸易信贷	180	180	0
长期	3	3	0
短期	176	176	0
3.2.2 贷款	339	2,987	2,648
长期	74	236	162
短期	265	2,751	2,486
3.2.3 货币和存款	179	581	403
3.2.4 其他负债	-11	104	115
长期	1	13	12
短期	-12	91	103
三. 储备资产	-2,036	6	2,041
3.1 货币黄金	0	0	0
3.2 特别提款权	1	1	0
3.3 在基金组织的储备头寸	5	5	0
3.4 外汇	-2,041	0	2,041
3.5 其他债权	0	0	0
四. 净误差与遗漏	-135	0	135

数据来源：国家外汇管理局。

（三）国际收支运行评价

涉外经济规模平稳增长。2013年上半年，国际收支交易总规模为3.7万亿美元，同比增长5%；与同期GDP之比为93%，较2012年下降5个百分点（见图1-8）。其中，国际收支口径的货物和服务贸易总规模同比增长9%，跨国直接投资（包括外国来华直接投资和我国对外直接投资）交易总规模增长13%。

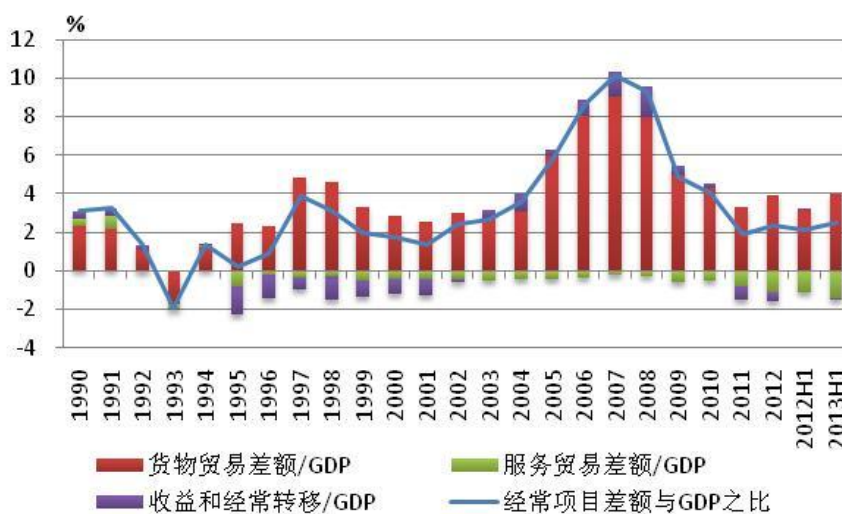
图 1-8 1990-2013 年上半年国际收支交易规模及其与 GDP 之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

经常项目顺差与 GDP 之比仍较低、结构有所变化。2013年上半年，我国经常项目顺差与 GDP 之比为 2.5%，较上年同期略升 0.4 个百分点，仍保持在国际认可的合理范围之内。其中，货物贸易顺差与 GDP 之比为 4.0%，较上年同期上升 0.9 个百分点；服务贸易逆差与 GDP 之比扩大 0.3 个百分点至 -1.4%；收益和经常转移差额与 GDP 之比则由上年同期的 0.1% 转为 -0.1%（见图 1-9）。

图 1-9 1990-2013 年上半年经常项目差额与 GDP 之比及其结构



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

国际收支继续呈现“双顺差”格局。2012年，我国国际收支从1999年以来的持续“双顺差”转为“经常项目顺差、资本和金融项目逆差”，显示我国国际收支初步呈现自主调节、自我平衡的势头。但2013年上半年，我国国际收支重回“双顺差”，这与市场主体根据市场环境变化调整财务运作的行为密切相关，表明我国国际收支自我平衡的基础还有待进一步巩固。

跨境资本流动出现较大波动。2012年底以来，在主要发达经济体相继加码量化宽松货币政策、国内经济缓中企稳等因素共同作用下，我国跨境资金流入压力显著增加。2013年第一季度，资本和金融项目顺差901亿美元，同比增长61%；储备资产增加1570亿美元，同比多增一倍。第二季度，特别是5月份以来，由于国际经济环境不确定性上升，国内经济下行压力加大以及季节性、政策性等因素影响，资本和金融项目顺差缩窄为286亿美元；储备资产增加466亿美元，增幅较一季度下降70%。

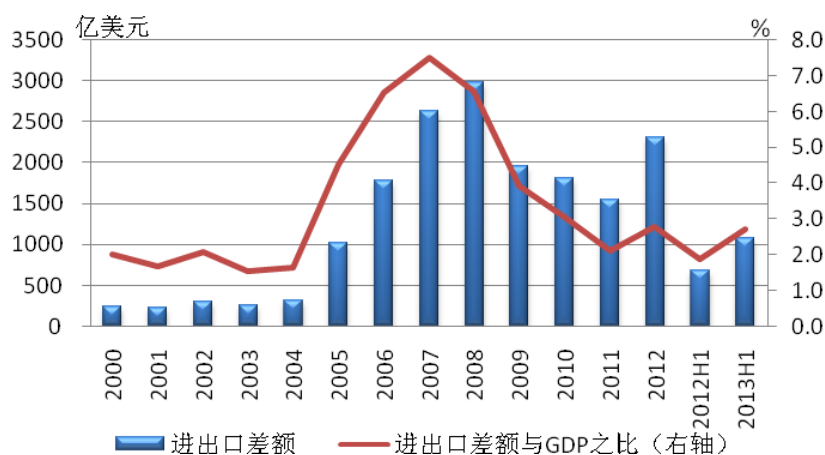
二、国际收支主要项目分析

(一) 货物贸易

据海关统计，2013年上半年我国货物贸易呈现以下特点：

出口增速快于进口，外贸顺差进一步扩大。上半年，出口同比增长 10.4%，较上年同期上升 1.3 个百分点；进口增长 6.7%，与上年同期持平；进出口顺差 1080 亿美元，增长 57.6%；顺差与同期 GDP 之比为 2.7%，较上年同期提高 0.8 个百分点（见图 2-1）。国内经济增速回落、大宗商品进口价格持续走低是我国进口增长较慢的主要原因。

图 2-1 2000-2013 年上半年进出口差额及其与 GDP 之比

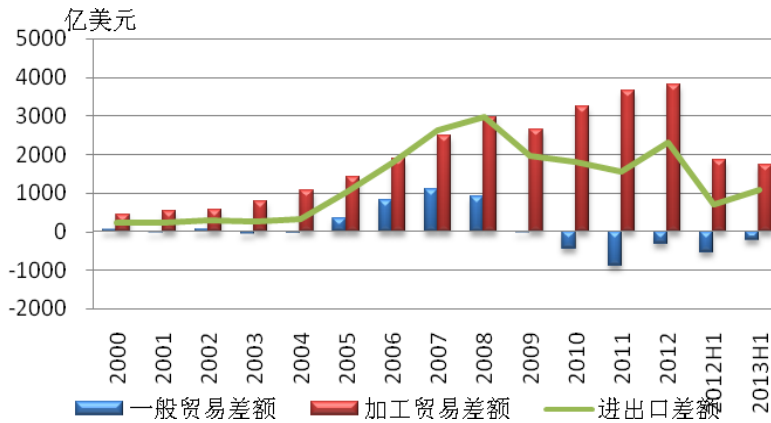


数据来源：海关总署，国家统计局。

加工贸易仍是进出口顺差主要来源，一般贸易逆差收窄。2013年上半年，我国加工贸易顺差 1730 亿美元，较上年同期下降 8%。其中，外商投资企业加工贸易顺差 1553 亿美元，同比下降 5%，占加工贸易总顺差的 90%，较上年同期提高 3 个百分点。上半年，我

国一般贸易逆差 234 亿美元，同比减少 58%（见图 2-2）。

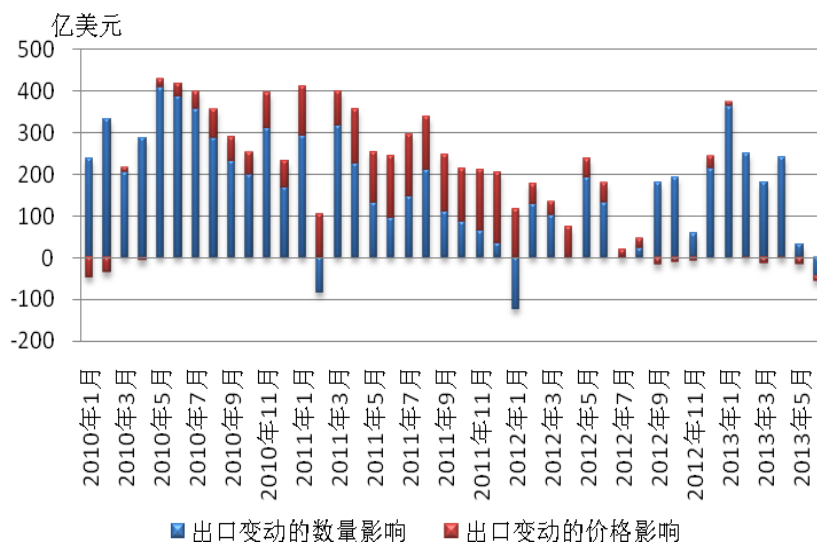
图 2-2 2000-2013 年上半年货物贸易差额主要构成



数据来源：海关总署。

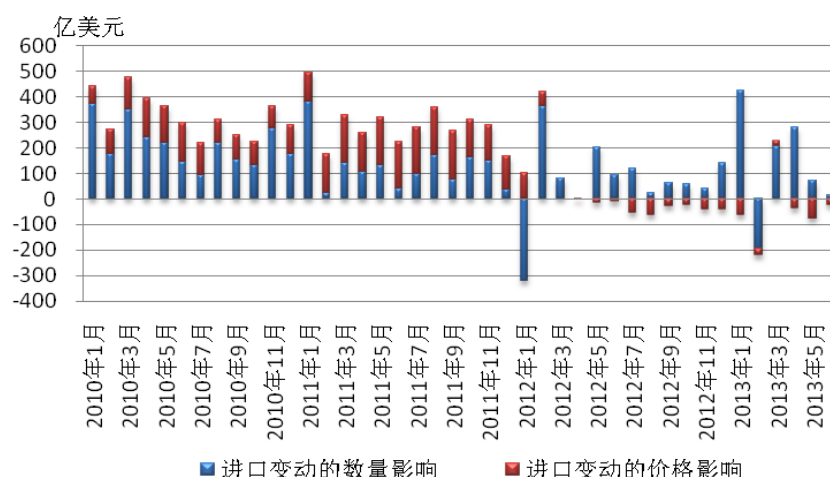
进口商品价格降幅大于出口，贸易条件有所改善。上半年，我国进出口额的变化主要受进出口数量的影响，价格因素总体低于上年同期（见图 2-3 和图 2-4）。其中，出口价格月均微降 0.35%，上年同期为增长 4.10%；进口价格月均下降 2.37%，上年同期为增长 1.73%。除 3 月外，各月贸易条件都有所改善，上半年贸易条件指数均值为 102.1（见图 2-5）。

图 2-3 2010-2013 年上半年出口同比变动的价格影响和数量影响



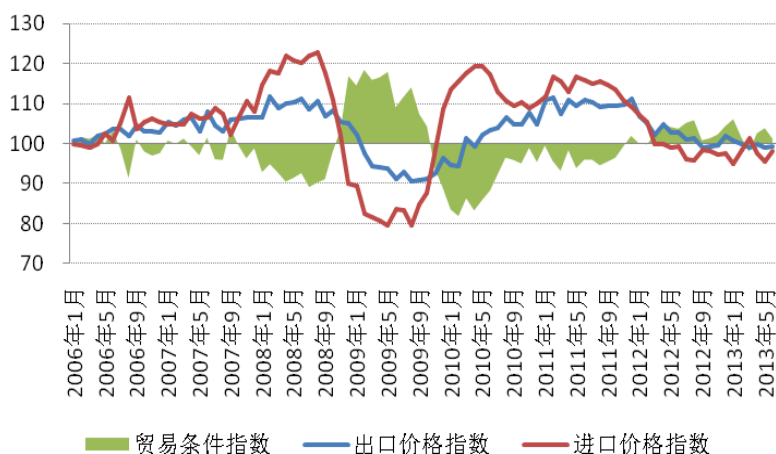
数据来源：海关总署。

图 2-4 2010-2013 年上半年进口同比变动的价格影响和数量影响



数据来源：海关总署。

图 2-5 2006-2013 年上半年进出口同比价格指数和贸易条件指数

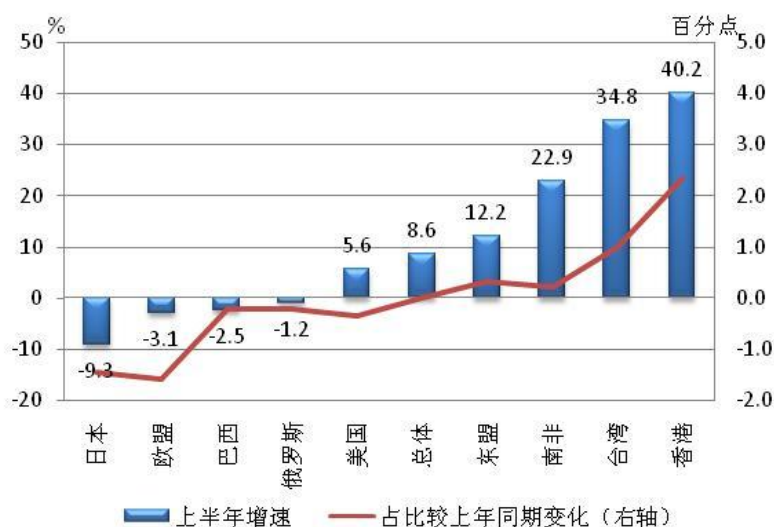


数据来源：海关总署。

与发达经济体贸易的比重下降，与新兴经济体贸易呈现分化。

上半年，美国、欧盟、日本等发达市场占我国外贸比重为 32.5%，同比下降 3.4 个百分点。新兴市场方面，我国与东盟、南非的双边贸易分别增长 12% 和 23%，所占比重合计为 12.3%，较上年同期提高 0.5 个百分点；而与俄罗斯、巴西贸易额出现负增长，所占比重同比下降 0.4 个百分点。上半年，我国内地与香港的贸易增速较快，所占比重上升 2.3 个百分点，与台湾的比重也上升 1.0 个百分点（见图 2-6）。

图 2-6 2013 年上半年与主要贸易伙伴进出口增速及进出口额占比变动情况



数据来源：海关总署。

专栏 2:

虚构贸易行为得到遏制

2013 年一季度，我国内地对港进出口增速逾 71%，高出全国平均水平 58 个百分点。据调查，有些企业通过构造贸易的方式虚增出口业绩或者套取利差汇差是推动外贸增长的重要因素。一方面，此类贸易具有较强的顺周期性，会进一步加剧跨境资金流动的波动性。一季度，货物贸易跨境收支顺差同比增长 3.6 倍，货物贸易结售汇顺差同比增长近 5 倍。另一方面，此类贸易与实体经济生产经营活动基本不发生关系，既扰乱贸易秩序，又会造成统计数据失真，干扰形势判断和宏观决策。

针对上述异常情况，2013 年 4 月中旬以来，人民银行、海关、商务、银监等部门开始出台综合措施遏制此类贸易活动。外汇管理部门对此也高度重视，有针对性地采取了以下措施：

采取约见谈话和风险警示会方式强化窗口指导。自 4 月 1 日开始，有关地区外汇管理部门逐家约谈跨境贸易融资规模较大、贸易结售汇差额占比较高的银行，重点提示构造贸易、融资套利的风险。召开银行风险警示会，要求银行充分认识跨境贸易融资业务中存在的风险，在保证正常生产企业贸易融资需求的基础上，有效压缩跨境本外币套利贸易融资规模。暂停办理高风险贸易融资

及相关组合理财产品业务，暂停对新企业办理高风险跨境获利贸易融资业务。

加强跨境贸易融资业务管理。4月28日，有关地区人民银行与外汇管理部门联合发文，进一步强调各银行要压缩跨境本外币套利贸易融资规模，重申需要暂停办理的高风险贸易融资业务。同时，要求银行加强尽职审查，对于90天以内的跨境贸易融资业务，应强化贸易真实性审核，控制业务规模；审慎办理转口贸易、货物贸易项下表内外融资业务，严控异常资金通过转口贸易、货物贸易渠道跨境流动。

建立跟踪考核机制。有关地区外汇管理部门建立了《银行跨境贸易融资情况统计表》和《企业跨境贸易融资情况统计表》半月报制度、重点银行贸易融资业务日报制度，及时掌握相关业务规模、期限结构、币种结构等变动情况，并以此为依据跟踪各银行及重点企业跨境贸易融资业务规模压缩情况。

筛选重点企业开展专项核查。有关地区外汇管理部门利用海关提供的特殊监管区域企业进出口数据，结合企业跨境贸易收支及其贸易融资业务数据，筛选出黄金、电子产品等进出口增长快且跨境资金净流入增幅大的企业，有针对性地开展专项核查。

加强外汇资金流入管理。根据党中央国务院坚守金融风险底线的要求，国家外汇管理局于5月5日发布《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》（汇发[2013]20号），将银行结售汇头寸下限与其外汇贷存比挂钩，强化进出口企业货物贸易外汇收支分类管理，加大核查检查和处罚力度，以及打击虚假转口贸易的力度。

发挥部门合力，强化综合治理。2012年下半年以来，国家外汇管理局联合人民银行加强与商务、海关等部门的信息交流与沟通协作，加强海关特殊监管区域企业管理，建立跨部门联席工作制度，构建针对“构造贸易、融资套利”的常态化联合管控机制。

上述举措迅速取得了积极成效，虚构贸易行为得到遏制，4月份以来内地对香港出口连续大幅回落，基本恢复到正常水平，货物贸易资金流动也回落至相对均衡的水平。

（二）服务贸易

服务贸易规模稳定增长。2013 年上半年，我国服务贸易总额 2486 亿美元，同比增长 13%，增速较货物贸易高 4 个百分点，相当于货物贸易总额的 13%，略高于上年同期水平（见图 2-7）。

图 2-7 2004-2013 年上半年货物和服务贸易比较



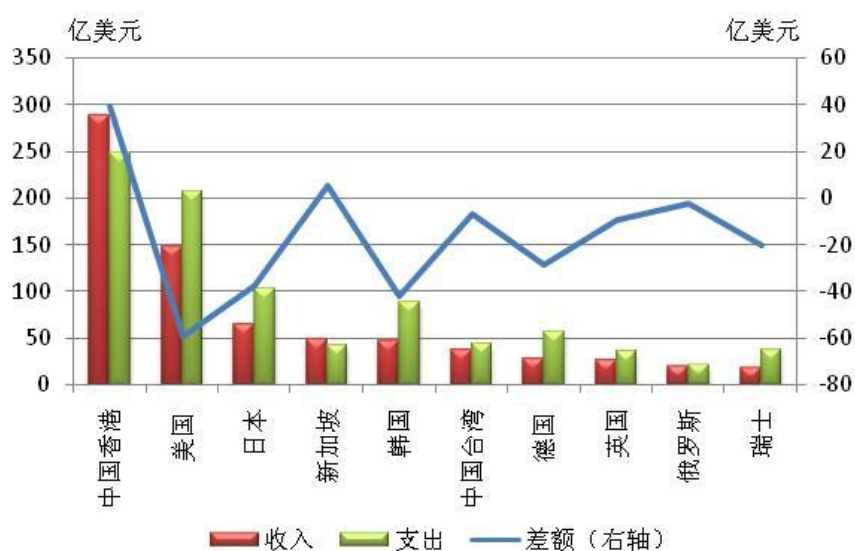
数据来源：国家外汇管理局。

旅游和运输逆差扩大推动服务贸易逆差增长。2013 年上半年，服务贸易逆差同比增长 37%。其中，旅游项目逆差进一步扩大至 357 亿美元，增长 64%。上半年，外籍人员入境旅游 1276 万人次，下降 5%，境外经济持续不景气使得我国入境住宿、餐饮购物等旅游收入有所下滑；内地居民出境 4563 万人次，增长 18%，加之人民币升值等因素影响，出境旅游和教育留学持续升温。中国因素继续成为推动海外消费市场的一支重要力量。各项境外消费和教育培训费用支出带动旅游项目逆差大幅增长，其中内地对中国香港、美国和澳大利亚的旅游逆差分别达到 75 亿、50 亿和 33 亿美元，同比分别增长

39%、12%和 14%。位居服务贸易逆差项目第二位的运输项目逆差 263 亿美元，增长 15%，其对服务贸易逆差的贡献度较上年同期下滑 9 个百分点，主要受我国货物贸易增速放缓影响。

对香港服务贸易顺差缩减，对其他主要伙伴国家和地区多为逆差。服务贸易主要伙伴集中在邻近地区和欧美发达国家。其中，我国内地对香港地区顺差 39 亿美元，居顺差来源地区和国家首位，顺差同比减少 78%，主要受对港各类商业服务收入下降以及赴港上市服务支出增长的双重影响。除对香港地区等少数国家和地区小幅顺差外，我国对其他主要贸易伙伴国均呈现逆差，逆差较大的国家依次为澳大利亚、美国、韩国和日本，分别为 63 亿、59 亿、42 亿和 37 亿美元（见图 2-8）。

图 2-8 2013 年上半年服务贸易分国别和地区的收支情况



数据来源：国家外汇管理局。

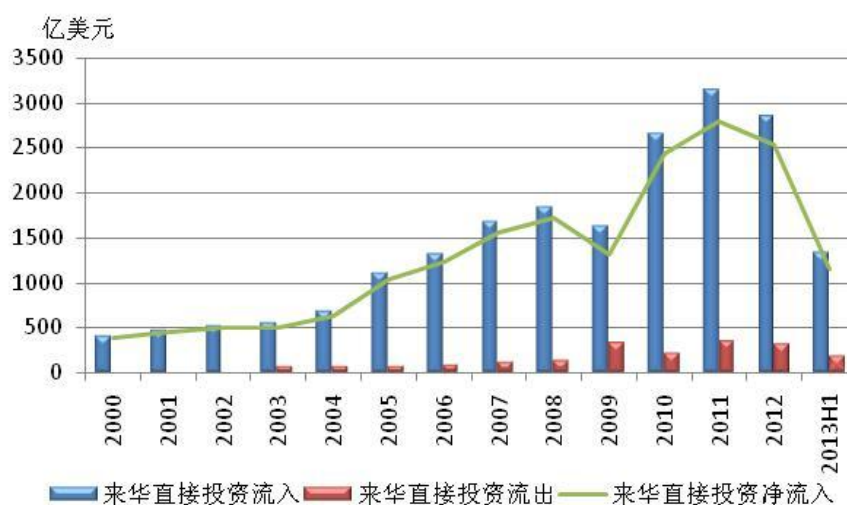
（三）直接投资

2013 年上半年，国际收支口径的直接投资流入 1475 亿美元，流

出 699 亿美元,顺差 775 亿美元,同比分别增长 4%、36%和下降 14%。“走出去”步伐加快是我国直接投资净流入减缓的主要原因。

外国来华直接投资继续保持较高水平。来华直接投资流入 1328 亿美元,同比增长 1%;撤资流出 183 亿美元,增长 37%;净流入 1145 亿美元,下降 3% (见图 2-9)。撤资增长较快的主要原因是某些企业以其在境内返程所设立的外商投资企业收益汇出方式开展对外投资,引起 FDI 留存利润大幅下降。在外部环境多变、国内经济发展稳中趋缓的大环境下,来华直接投资净流入继续保持在较高水平,显示我国对外国投资者仍具较强吸引力。

图 2-9 2000-2013 年上半年外国来华直接投资状况



数据来源：国家外汇管理局。

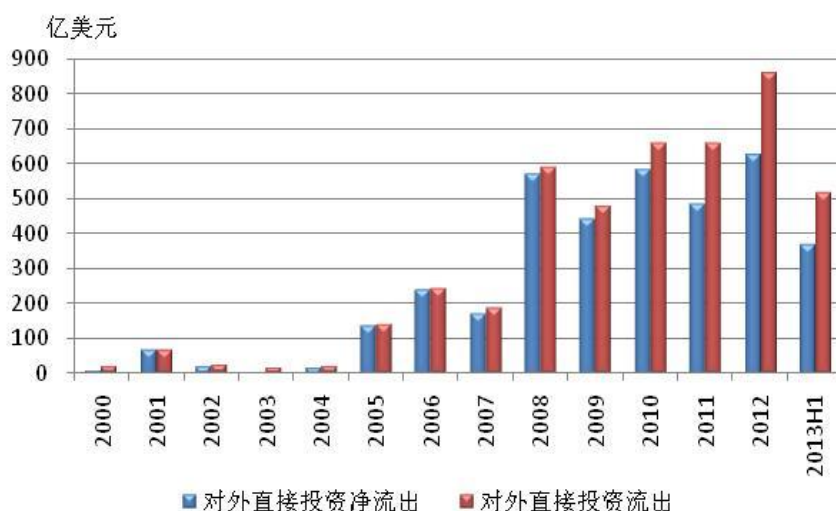
外国来华直接投资流入⁴结构有一定改善,但流入房地产业的规模仍居高不下。在国内经济放缓、压缩过剩产能影响下,制造业吸收来华直接投资资本金同比下降 5%。同时,第三产业吸收来华直接投资资本金流入同比有较大增幅。其中,教育、文化娱乐、住宿餐饮、信息服务等增速均超过 30%,上述四类行业占非金融机构吸收

⁴ 数据来源：国际收支统计间接申报系统。

来华直接投资资本金总额的比重较上年同期上升 1 个百分点。来华直接投资流入的上述变化与当前全国经济结构调整方向相吻合。2013 年上半年，我国第三产业国内生产总值增长 8.3%，超过第二产业 0.7 个百分点。但同时，受国内房地产景气持续影响，外资流入房地产增多。2013 年上半年，房地产业吸收来华直接投资资本金同比增长 23%，占非金融机构全部资本金流入的比重较上年同期上升 5 个百分点。

境内机构“走出去”步伐继续加快。2013 年上半年，我国对外直接投资流出 517 亿美元，同比增长 36%；撤资回流 147 亿美元，增长 47%；净流出 370 亿美元，增长 32%（见图 2-10）。从部门构成看，非金融机构仍是流出主要部门，占全部资本金流出的近九成；金融机构对外投资速度加快，同比增长 1.6 倍，远高于非金融机构 27% 的增速。

图 2-10 2000-2013 年上半年我国对外直接投资状况

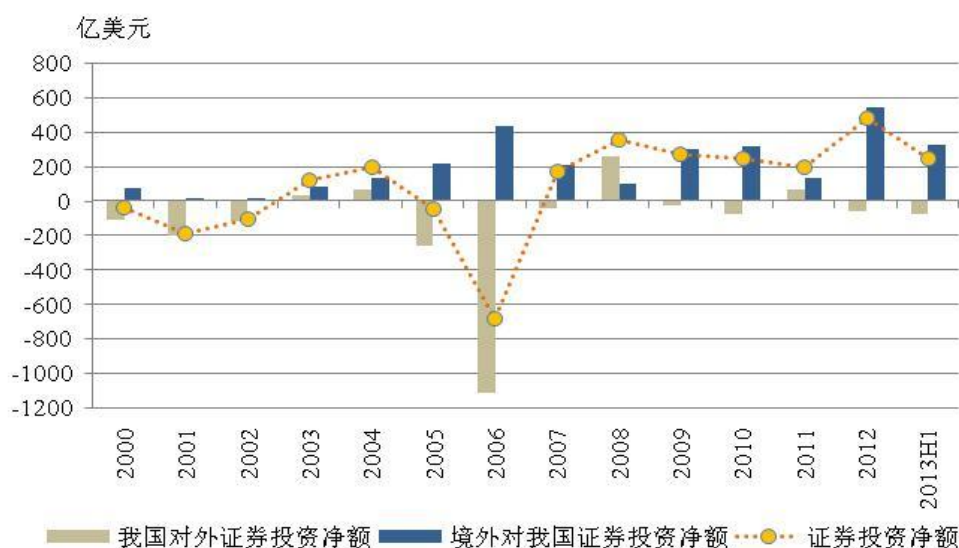


数据来源：国家外汇管理局。

（四）证券投资

2013 年上半年，我国证券投资净流入 241 亿美元，同比增长 18%。其中，我国对外证券投资由上年同期的净流入 59 亿美元转为净流出 78 亿美元；境外对我国证券投资净流入 319 亿美元，同比增长 120%（见图 2-11）。

图 2-11 2000-2013 年上半年跨境证券投资净额



注：我国对外证券投资正值表示净回流，负值表示净流出；境外对我国证券投资正值表示净流入，负值表示净流出。

数据来源：国家外汇管理局。

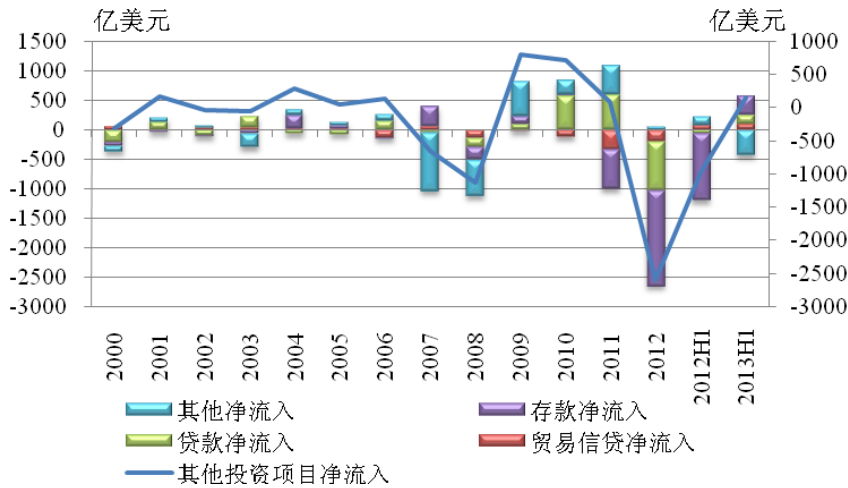
对外证券投资净流出增长。2013 年上半年，我国对境外证券投资撤回 97 亿美元，同比减少 33%；流出 175 亿美元，增长 106%。从投资主体看，我国合格境内机构投资者(QDII)净流出 53 亿美元，较上年同期（净流出 1 亿美元）增长逾 50 倍；境内银行自年初以来持续增持境外债券，上年同期为减持境外债券。境内投资者的海外资产配置增加，主要是由于欧债危机的负面影响正在逐渐消除，欧洲金融市场趋于稳定，美国实体经济呈现持续复苏状态，股票市场已经超过危机前的高点。

境外对我国证券投资活跃。2013年上半年，境外对我国证券投资流入357亿美元，流出39亿美元，同比分别增长115%和85%。2013年以来，我国经济进入转型升级与保增长的关键阶段，海外投资者继续看好我国经济的长期稳定发展。国内金融市场进一步开放，合格境外机构投资者（QFII，下同）与人民币合格境外机构投资者（RQFII，下同）额度增加，人民币跨境业务进一步发展，也推动海外资本通过证券投资项下流入我国。上半年，QFII和RQFII净流入共计66亿美元，同比增长3倍；境外其他机构（如境外人民币清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行等）投资境内银行间人民币债券市场净流入同比增长48%；我国境内机构境外上市筹资逾60亿美元，同比增长七成。

（五）其他投资

其他投资由大幅净流出转为小幅净流入。2013年上半年，我国其他投资项下净流入146亿美元，上年同期为净流出979亿美元。其中，其他投资资产净流出（即对外资产增加）539亿美元，其他投资负债净流入（即对外负债增加）686亿美元。分项目看，贸易信贷、贷款以及存款项下均呈现净流入，分别达到91亿、162亿和325亿美元，仅有其他项下净流出432亿美元。（见图2-12）。

图 2-12 2000-2013 年上半年其他投资净流入



数据来源：国家外汇管理局。

其他投资项目季度之间波动性较大。其他投资项目总体属于偏短期投资资金，因此历来波动性较大，并呈现顺周期波动。2013 年一季度，受贸易项下套利资金流入的影响，贷款流入增多带动其他投资项目净流入 425 亿美元；二季度，受美国退出 QE 预期及政策收紧双重因素影响，其他投资项目转为净流出 279 亿美元，主要表现为其负债项下由一季度净流入 709 亿美元转为二季度净流出 24 亿美元。

其他投资资产增速大幅放缓。2013 年上半年，其他投资资产增加 539 亿美元，同比少增 67%。其中，贸易信贷资产增加 88 亿美元，少增 73%；贷款类资产增加 177 亿美元，少增 59%；存款类资产减少 146 亿美元，上年同期存款类资产增加 967 亿美元；其他资产增加 420 亿美元，上年同期其他资产减少 108 亿美元。其他投资资产增速下降，主要是由于在人民币总体升值、境内外存在利差汇差的情况下，企业重回“资产本币化、负债外币化”的财务运作方式。

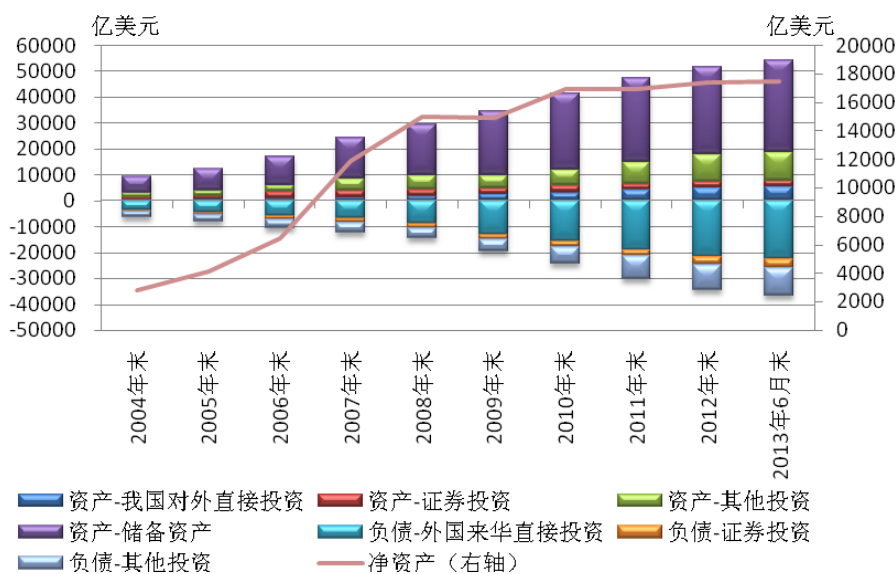
其他投资负债略有增加。2013 年上半年，其他投资负债增加 686

亿美元，同比多增 7%。其中，贸易信贷负债增加 180 亿美元，少增 56%；贷款类负债增加 339 亿美元，少增 11%；存款类负债增加 179 亿美元，上年同期存款类负债减少 183 亿美元；其他负债减少 11 亿美元，上年同期其他负债增加 39 亿美元。在全球宽流动性、国内基础设施建设资金需求量大的背景下，私人部门对外举债增多。同时，随着跨境人民币贸易规模的扩大，上半年以存款形式回流的人民币达到 184 亿美元，上年同期为净流出 67 亿美元。

三、国际投资头寸状况

截至 2013 年 6 月末，我国对外金融资产 54338 亿美元，对外负债 36885 亿美元，对外金融净资产 17453 亿美元（见图 3-1）。上半年，我国对外金融资产负债变动主要呈现以下特点：

图 3-1 我国对外金融资产、负债及净资产状况



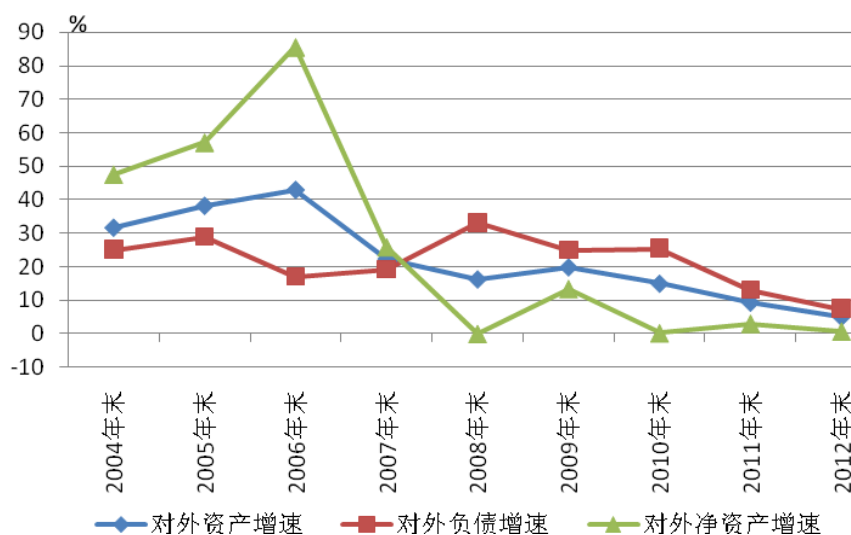
数据来源：国家外汇管理局。

对外金融资产规模扩大，以外汇储备资产为主。6 月末，我国对外资产余额较上年末增长 5%。其中，储备资产 35570 亿美元，占总资产的 66%，与上年持平，该比例为自 2008 年以来的最低点；对外直接投资 5420 亿美元，占 10%；证券投资资产 2411 亿美元，占 4%；其他投资资产（主要是对外放款和存款）10936 亿美元，占 20%。

对外负债持续增长，以外国来华直接投资为主。6 月末，我国对外负债余额较上年末增长 7%。其中，外国来华直接投资 22582 亿美元，占总负债的 61%；证券投资负债 3585 亿美元，占 10%；其他投资负债 10717 亿美元，占 29%。

对外净资产略有增长。2004-2012年，我国对外净资产从2764亿美元增长至17364亿美元，年均增速为29%，其中2004-2007年的增长最为迅猛，年均增速高达63%。2008年以来，我国对外金融资产规模增速开始大幅回落，同时对外负债增速超过对外金融资产，故2008年后对外净资产增速逐步放缓。2013年6月末，我国对外净资产余额较上年末仅增长0.5%（见图3-2）。

图3-2 我国对外资产、负债及净资产增速



数据来源：国家外汇管理局。

对外资产和负债存在一定程度的主体错配。我国对外资产主要集中在货币当局，对外负债主要集中在企业部门。2013年6月末，货币当局资产占对外资产总额的67%，金融机构占16%，其他部门占17%；货币当局对外负债占对外负债总额的1%，政府部门占2%，金融机构占23%，企业等其他部门占74%。从部门分类来看，货币当局为对外净资产36104亿美元，政府部门对外净负债634亿美元，金融部门对外净资产5亿美元，企业等其他部门对外净负债18022亿美元。

表 3-1 2013 年 6 月末中国国际投资头寸表⁵

单位：亿美元

项目	行次	2013 年 6 月末
净头寸	1	17,453
A. 资产	2	54,338
1. 对外直接投资	3	5,420
2. 证券投资	4	2,411
2.1 股本证券	5	1,246
2.2 债务证券	6	1,165
3. 其他投资	7	10,936
3.1 贸易信贷	8	3,476
3.2 贷款	9	3,055
3.3 货币和存款	10	3,395
3.4 其他资产	11	1,011
4. 储备资产	12	35,570
4.1 货币黄金	13	418
4.2 特别提款权	14	110
4.3 在基金组织中的储备头寸	15	75
4.4 外汇	16	34,967
B. 负债	17	36,885
1. 外国来华直接投资	18	22,582
2. 证券投资	19	3,585
2.1 股本证券	20	2,658
2.2 债务证券	21	927
3. 其他投资	22	10,717
3.1 贸易信贷	23	3,095
3.2 贷款	24	4,832
3.3 货币和存款	25	2,523
3.4 其他负债	26	267

数据来源：国家外汇管理局。

⁵ 净头寸是指资产减负债，“+”表示净资产，“-”表示净负债。本表记数采用四舍五入原则。

专栏 3:

国际投资头寸表与国际收支平衡表的关系

国际投资头寸表反映特定时点一经济体对外金融资产负债情况，包括直接投资、证券投资、金融衍生产品、存贷款等。其与国际收支平衡表共同构成一个经济体完整的国际账户体系。

一、国际投资头寸表与国际收支平衡表的主要区别

两者组成项目不同。国际收支平衡表包括经常项目、资本项目、金融项目和误差与遗漏；国际投资头寸表仅包括金融项目。

两者经济含义不同。国际收支平衡表是一段时期国际收支交易的流量，反映的是交易发生时的市场价值，我国季度国际收支平衡表反映的就是一个季度内所有交易的合计金额；国际投资头寸表是金融资产负债在某个时点的存量（即余额），其随统计期间金融资产负债交易而增加或减少、或因价格变化而变化，反映不同时点的重估价值。我国季度国际投资头寸表反映的就是季末各项对外金融资产和负债的重估价值。

两者展现方式不同。国际收支平衡表采用会计复式记账法记录，存在“有借必有贷，借贷必相等”的平衡关系；国际投资头寸表则相当于企业的资产负债表，金融资产负债经交易或市值重估和货币折算后在某一时刻呈现净资产（资产大于负债）或者净负债（资产小于负债）的状况。

二、国际投资头寸表与国际收支平衡表的内在联系

两者都遵循居民原则。国际收支平衡表反映居民和非居民之间发生的一切经济交易；国际投资头寸表反映居民对非居民的金融资产和负债。

国际收支平衡表金融项目交易影响国际投资头寸表净资产或净负债变动。如，我国货物贸易出口带来外汇收入，平衡表中贷记货物出口，借记外汇存款资产增加，头寸表中外汇存款余额相应增加。再如，外商投资企业经营中产生的利润，在没有分配给外方时，平衡表中贷记来华直接投资负债增加，借记经常项目收益支出，相应头寸表中来华直接投资负债增加。但是，不涉及金融项目的国际收支交易对国际投资头寸表没有影响，如我国接受境外的援助物资，平衡表借记货物进口，贷记经常转移收入，头寸表中对此不予反映。

国际收支平衡表金融项目交易影响国际投资头寸表资产负债结构变化。如，我们在用现金投资境外股票时，平衡表中贷记现金支出，借记证券投资资产，相应头寸表中现金资产减少，对外股票资产增加，净资产不变。

国际收支平衡表金融项目交易不是引起金融资产负债头寸变动的全部因素，金融资产负债的非交易变动对头寸变动的影响不容忽视。如，我们手持的股票，期末价格较购买时大大上涨，我们的股票资产价值随之增加，这与交易无关的增加部分就是价格变动，也就是持有损益，是非交易变动的一种。再如，我国的储备资产包括美元、欧元、日元等多币种，在编制头寸表时我们将各币种资产均按期末汇率折算为美元，这种因汇率折算而产生的变动也是一种非交易变动。此外还有统计误差和数据补报等，也会形成非交易变动。由于非交易变动的存在，使得国际投资头寸表期初、期末余额的差异与当期国际收支平衡表中金融账户流量发生了或正或负的偏离。

图 C3-1 国际投资头寸表与国际收支平衡表的关系

		国际收支交易	
		经常项目和 资本项目交易	
国际投资 头寸	期初头寸	金融项目 当期交易	金融项目非交易变动， 包括汇率变动、价格变 动和其他调整。
		误差与遗漏	期末头寸

四、外汇市场运行与人民币汇率

（一）外汇市场发展

完善银行间外汇市场做市商制度。修订实施新的《银行间外汇市场做市商指引》（汇发[2013]13号），建立动态竞争、奖优罚劣、规模稳定、标准透明、公开公平的做市商准入和退出机制，增强外汇市场流动性。

发展银行间外汇市场电子化交易确认业务。4月8日起中国外汇交易中心试运行交易确认业务，提高金融机构外汇交易直通式处理水平，降低外汇市场操作风险。

保障银行间外汇市场清算业务运行。4月12日起银行间外汇市场询价交易净额清算业务由中国外汇交易中心转移至上海清算所，国内外汇市场交易、清算等中介服务更趋专业化。

调整银行结售汇综合头寸管理。针对跨境资金流入增长较快情况，5月初出台结售汇综合头寸下限管理措施，将头寸限额与外汇存、贷款规模挂钩，通过价格传导机制逆周期调节跨境资金流动。

专栏 4:

运用银行结售汇头寸管理手段平滑跨境资金流动

近年来，国家外汇管理局（以下简称“外汇局”）根据外汇收支形势，尝试采用加强银行结售汇头寸管理应对外汇资金流入，取得了良好的效果。

一、2010年末-2011年初出台收付实现制头寸管理措施

2010年四季度，美国实施第二轮量化宽松货币政策，对新兴市场国家普遍形成本币升值和资本冲击压力，人民币升值预期也明显上升，外汇资金流入激增。从资金流入结构看，主要是银行对客户远期签约净结汇快速增长。为对冲自身外汇风险敞口，银行在即期市场提前卖出外汇头寸（造成收付实现制头寸下降），引起央行净购汇大幅增加。为此，外汇局分别于2010年11月和2011年3月下发了通知，对银行按照收付实现制原则计算的头寸余额实行下限管理，限制银行远期结售汇敞口通过即期市场平盘，促使银行及时调整远期结售汇报价，并由此对客户远期结售汇规模形成约束，应对跨境资金异常的流入。

相对于重申远期结售汇业务的真实性审核要求、限制客户办理远期结售汇业务的规模等措施，这项政策在确保效果的同时避免了直接行政干预的负面影响。政策出台后，银行对客户远期签约净结汇大幅减少，缓解了央行购汇压力，同时由于银行增持了外汇头寸规模，抵御风险能力得到提升，平滑了2011年底外汇市场震荡带来的外汇增持压力。2012年4月，在外汇供求趋于平衡，跨境资金异常流入情况缓解后，外汇局及时取消了这一临时性限制措施。

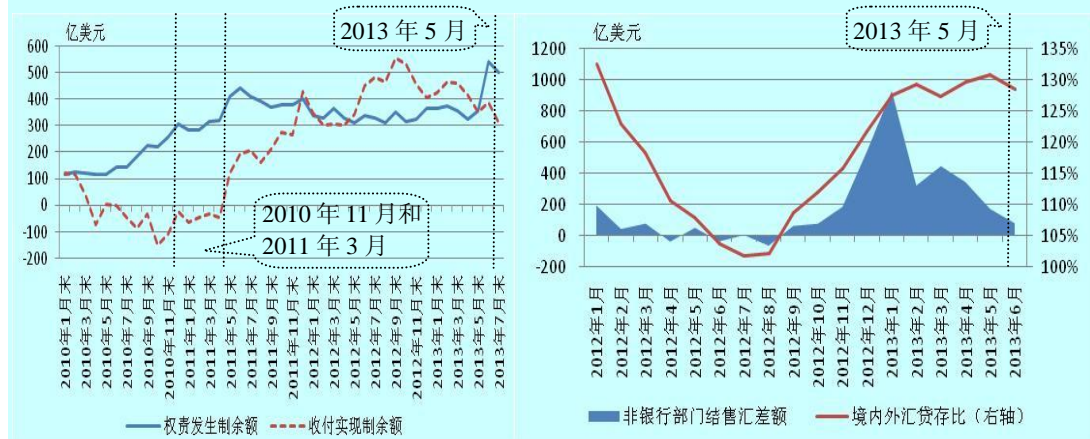
二、2013年5月出台结售汇综合头寸下限管理措施

2012年底以来，在欧债危机总体趋于缓和、发达经济体继续推行量化宽松货币政策，以及我国较稳定的经济基本面的背景下，人民币升值预期有所恢复，我国企业和个人等非银行部门结售汇顺差从低位大幅回升，2013年反弹速度进一步加快，一季度顺差达1693亿美元，其中一个重要原因是企业利用银行的国内外汇贷款替代购汇。为此，外汇局调整对银行结售汇综合头寸的管理，将银行结售汇综合头寸限额与外汇存、贷款规模挂钩，对于银行外汇贷存比（境内外汇贷款余额/外汇存款余额）超过参考贷存比的银行，要求其在规定的时限内将综合头寸调整至下限以上。

银行结售汇综合头寸管理措施作为宏观审慎政策工具具有如下特点：**一是**从重微观行为转向重宏观总量，突出宏观审慎管理的理念。**二是**从行政管理转向运用经济杠杆，不直接干预银行业务，突出让市场机制发挥更大作用的理念。**三是**具有逆周期调节效果，当外汇流入压力增大时，综合头寸下限主动上升，反之下降，且不撞线的银行予以豁免，与现行的结售汇综合头寸正负区间管理

政策并不冲突。**四**是具有足够的灵活性，能够根据形势需要，通过调整外汇贷存比比或国际收支调节系数随时调整政策力度。政策出台后，结售汇顺差大幅下降，银行结售汇综合头寸大幅增加，且境内外汇贷款规模开始下降，政策效果明显（见图 C4-1）。

图 C4-1 银行外汇头寸、贷存比及结售汇差额情况



数据来源：国家外汇管理局。

纵观上述两次加强银行结售汇头寸管理政策的起草、出台和实施过程，可以总结出以下经验：**一**是政策工具应根据实际情况有针对性的运用才能起到事半功倍的效果。**二**是采用市场化的管理手段优于行政管理手段。**三**是提前做好应急预案，是出台政策灵活、有针对性的制度保障。**四**是保持与市场交易主体的良好沟通，是确保政策顺利执行的有效手段。**五**是适时退出临时性政策措施不影响长期改革方向。

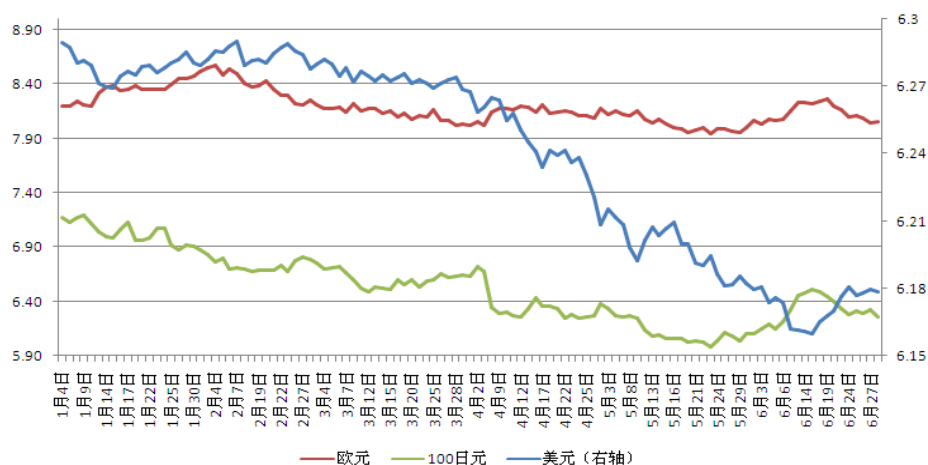
下一步，外汇局将根据我国资本账户对外开放的进程，结合国际和国内形势发展，密切监测跨境资金流动状况，在跟踪评估现有措施实施效果的同时，不断完善适合我国国情的宏观审慎管理政策工具和制度安排。

（二）人民币汇率走势

人民币对主要货币双边和一篮子多边汇率升值。2013年6月末，人民币对美元汇率中间价为6.1787元/美元，较2012年末升值1.7%（见图4-1），2005年人民币汇率形成机制改革以来累计升值34%。6月末，人民币对欧元、日元汇率中间价分别为8.0536元/欧元、6.2607

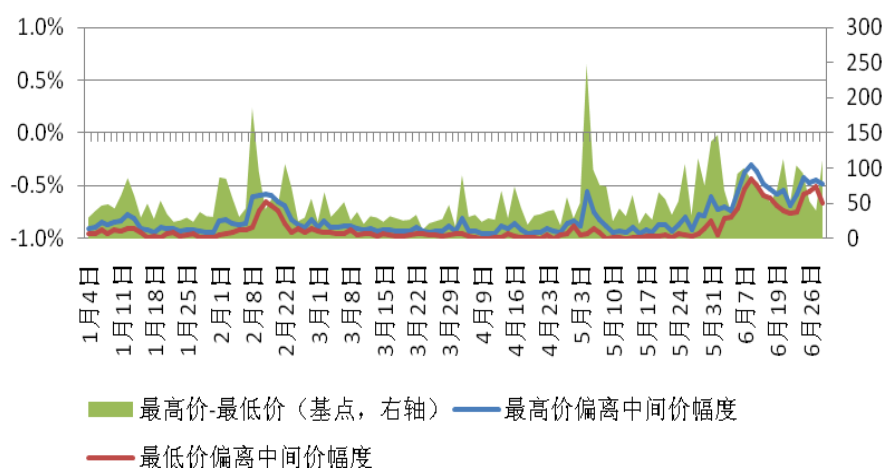
元/100 日元，较 2012 年末分别升值 3.3% 和升值 16.7%。上半年，银行间外汇市场人民币对美元即期交易价总体处于中间价升值区间，前五个月持续贴近并一度触及中间价 1% 的浮动区间下限，日间最大波幅日均为 0.95%，主要是年初来以来跨境资金流入持续偏多的市场供求作用结果；6 月份，受市场供求变化影响，交易价逐渐脱离浮动区间下限，日间最大波幅日均为 0.66%，较前五个月显著回落（见图 4-2）。

图 4-1 2013 年上半年人民币对美元、欧元和日元汇率中间价走势



数据来源：中国外汇交易中心。

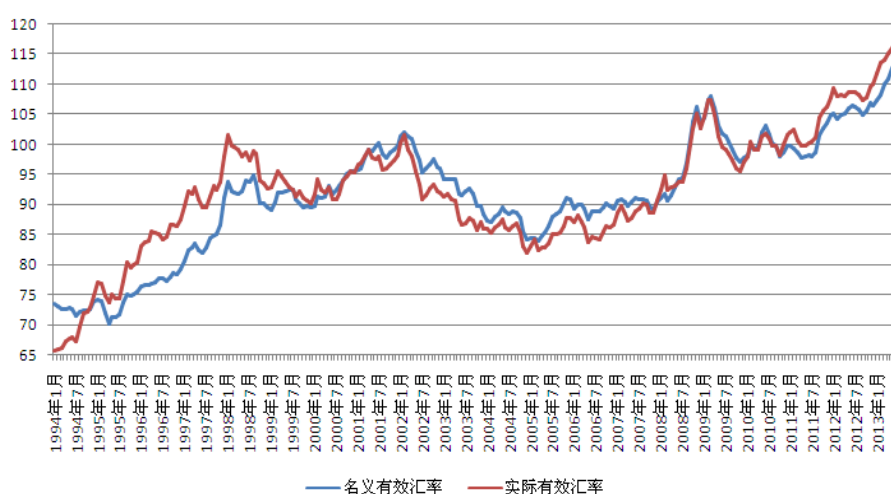
图 4-2 2013 年上半年银行间外汇市场人民币对美元即期交易价波动情况



数据来源：中国外汇交易中心。

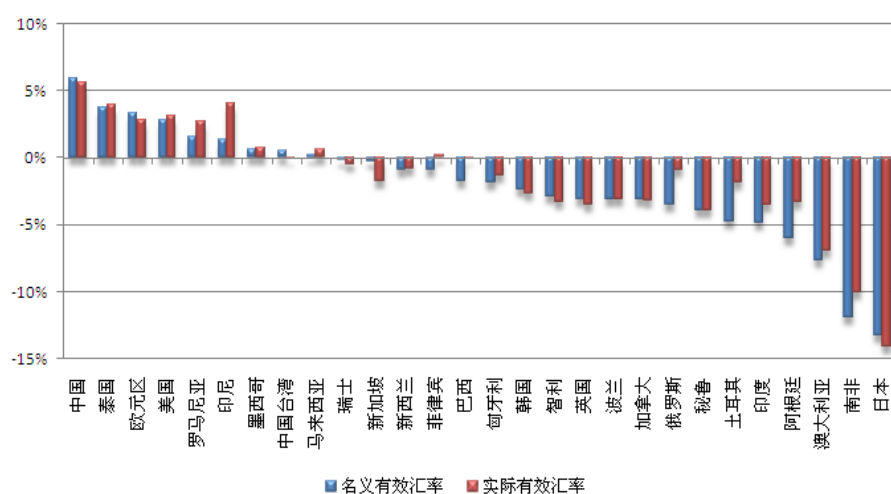
根据国际清算银行（BIS）的数据，2013 年上半年人民币对一篮子货币的名义有效汇率累计升值 5.9%，扣除通货膨胀因素的实际有效汇率累计升值 5.7%，在 BIS 监测的 61 种货币中升值幅度分别居第 1 位和第 3 位（见图 4-3、4-4）。2005 年汇改以来，人民币名义和实际有效汇率累计分别升值 30.5% 和 39.3%，在 BIS 监测的 61 个经济体货币中升值幅度分别居第 1 位和第 2 位。

图 4-3 1994 年 1 月-2013 年 6 月人民币有效汇率走势



数据来源：国际清算银行。

图 4-4 2013 年上半年主要发达经济体和新兴市场货币有效汇率变动

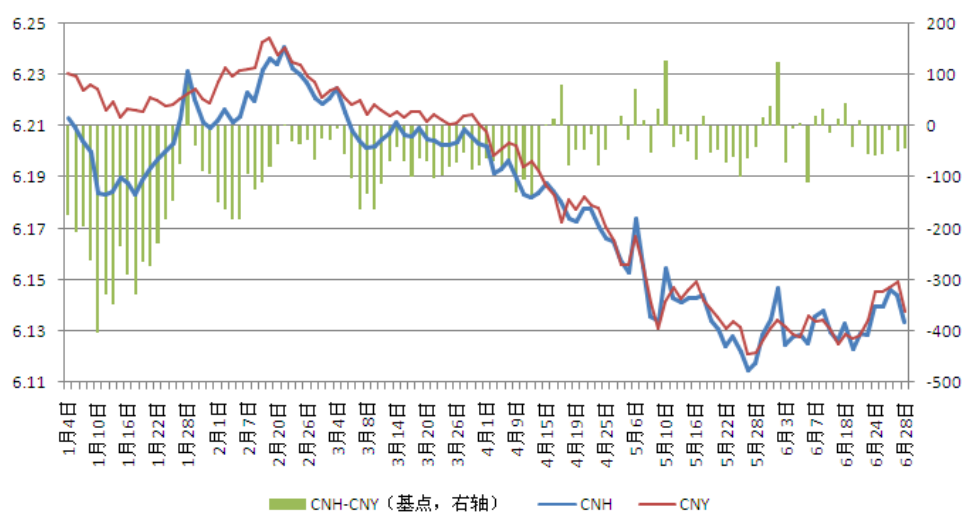


数据来源：国际清算银行。

人民币汇率预期基本稳定。2013 年上半年，境外人民币对美元

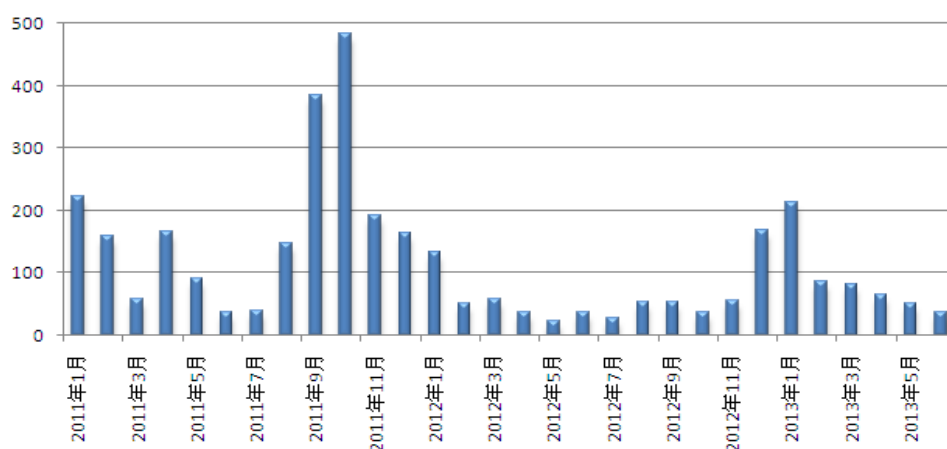
即期汇率（CNH）整体围绕境内市场（CNY）上下波动（见图 4-5）。一季度，境外人民币信心和需求偏强，中银香港离岸人民币债券价格指数上涨 2.2%，CNH 相对 CNY 持续溢价，日均价差 130 个基点，高于 2012 年四季度水平（90 个基点）。4 月份以来，受中国经济增长放缓背景下一些看空中国的市场噪声影响，CNH 与 CNY 价差显著收窄，呈现时强时弱的双向波动，二季度日均价差回落至 51 个基点，处于历史偏低水平（见图 4-6）。

图 4-5 2013 年上半年境内外人民币对美元即期汇率及价差走势



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

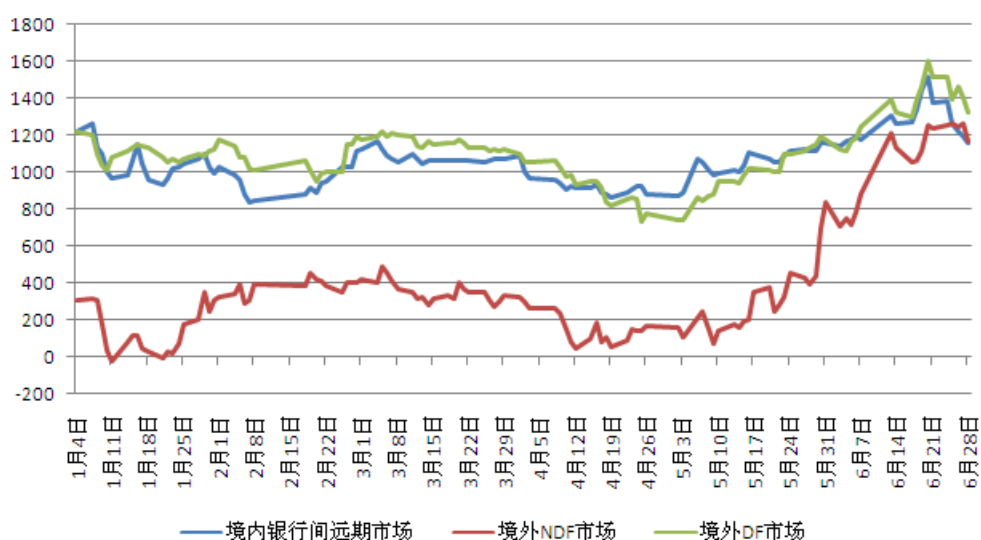
图 4-6 2011-2013 年上半年境内外人民币对美元即期汇率价差（日均）



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

2013年上半年，境内银行间远期市场美元升水维持高位（见图4-7），反映了人民币紧、美元松的本外币利差环境。前四个月美元升水保持稳定，5月下旬以来受国内货币市场人民币利率大幅上升影响，美元升水幅度一度扩大。上半年，境外无本金交割和可交割远期市场与境内市场走势一致，无本金交割市场美元升水幅度扩大明显，与可交割远期市场的价格趋同，主要是各类市场融合的正常结果，不能简单认为境外看空人民币。6月末，境内可交割、境外可交割和无本金交割远期市场1年期美元对人民币升水分别1160个、1325个和1168个基点，较年初分别下跌180个、下跌55个和上涨736个基点。

图 4-7 2013 年上半年境内外人民币对美元远期市场 1 年期美元升贴水点数



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

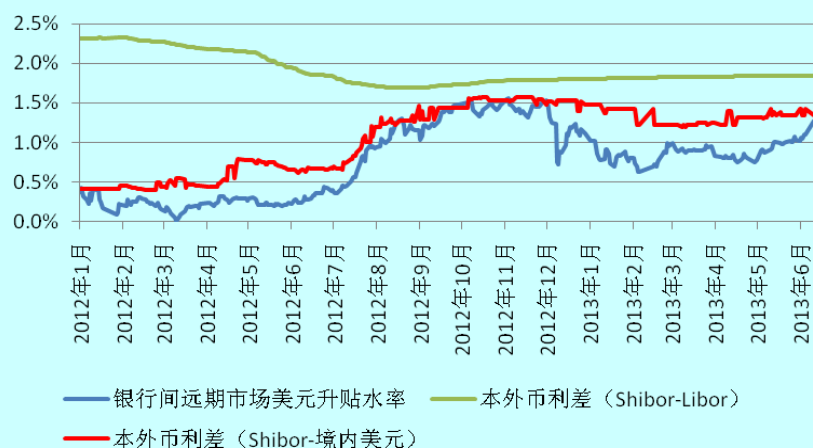
专栏 5:

如何看待远期外汇市场人民币升贬值

2013年6月20日,境内银行间远期市场1年期美元对人民币升水突破1500个基点,以当日即期市场汇率计算,相当于1年后人民币贬值2.4%,对此,不能简单视为外汇市场存在相应水平的人民币贬值预期。

外汇市场与货币市场之间的利率平价机制。根据利率平价(Interest Rate Parity),两种货币之间的远期汇率由利差决定,高息货币远期贴水(贬值),低息货币远期升水(升值)。即期、远期汇率与利率之间存在以下等式关系: $(Fwd-Spot)/Spot=R^{m\text{b}}-R^{\text{usd}}$,其中等式左边表示远期美元升贴水率。从银行管理远期汇率风险的角度可以更直接地理解利率平价。当企业向银行远期卖出美元/买入人民币时,银行对冲远期汇率风险的基本做法是:从货币市场借入美元并在即期外汇市场卖出,将得到的人民币在货币市场借出,未来与企业的远期合约到期时,银行将企业支付的美元用于偿还货币市场借入款,将货币市场收回的人民币借出款用于支付企业。人民币利率、美元利率、人民币对美元即期汇率3个因素就决定了人民币对美元远期汇率,与未来实际汇率的走势并无关系。观察外汇市场和货币市场的真实价格(见图C5-1),境内远期市场美元升水幅度基本反映了当前本外币正利差。

图 C5-1 境内远期市场美元升贴水与本外币利差(6个月期限)



注:境内美元利率为货币经纪公司报价。

数据来源:中国外汇交易中心,路透数据库。

市场预期通过外汇供求影响远期汇率变化。回顾历史可以发现，远期美元升贴水幅度不仅与本外币利差有关，也反映了其他市场因素。以 2008 年一季度为例，当时 1 年期美元对人民币贴水最高突破 6500 个基点，美元贴水率超过 10%，意味着本外币负利差高达 10%。由于当时市场普遍预期人民币升值，企业在银行大量办理远期结汇，这一方面使银行为对冲远期汇率风险在货币市场大量借入美元而推高了美元利率，另一方面远期市场外汇供大于求也压低了远期汇率，导致美元大幅贴水，并可能形成正向循环，企业远期结汇越多→货币市场美元利率越高→美元贴水幅度越大→市场预期刺激企业远期结汇。在过去我国资本流动较严格管制情况下，由于境内美元货币市场容量较小，市场预期更容易影响远期汇率变化。

随着人民币汇率趋向均衡水平和国内金融市场功能趋向完善，远期外汇市场定价更贴近成熟市场，远期汇率升贴水将主要反映本外币利差，不能据此测度汇率升贬值预期。

（三）外汇市场交易

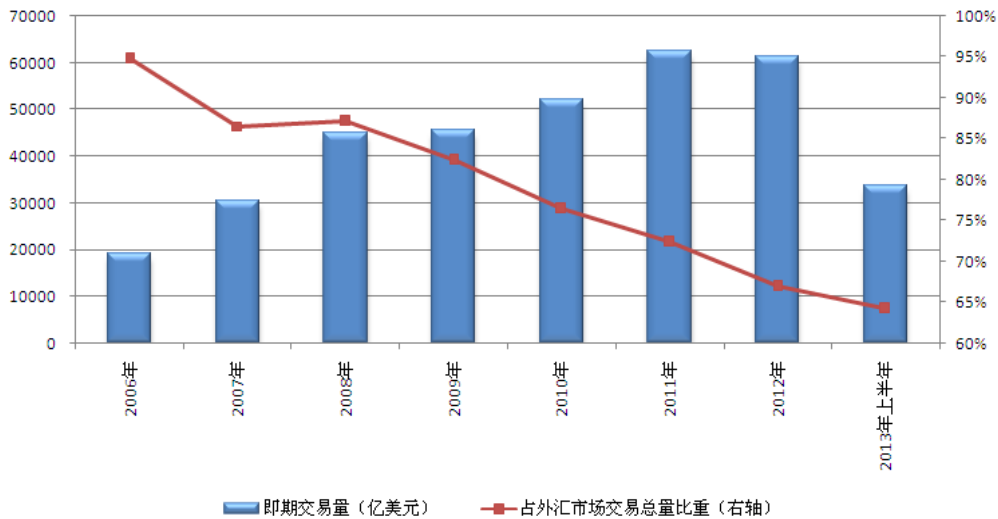
2013 年上半年，人民币外汇市场累计成交 5.26 万亿美元（日均 465 亿美元），同比增长 17.3%。其中，银行对客户市场和银行间外汇市场分别成交 1.83 万亿和 3.43 万亿美元⁶（见表 4-1）。

即期外汇交易平稳增长。2013 年上半年，即期外汇市场累计成交 3.38 万亿美元，同比增长 9.6%。其中，银行对客户即期结售汇（不含远期履约）累计 1.48 万亿美元，同比增长 8.4%；银行间即期外汇市场累计成交 1.91 万亿美元（日均 169 亿美元），同比增长 10.5%。上半年，即期交易在外汇市场交易总量中的比重降至历史新低的

⁶ 银行对客户市场采用客户买卖外汇总额，银行间外汇市场采用单边交易量，以下同。

64.3%（见图 4-8），显示随着人民币汇率弹性增强，外汇衍生产品的市场需求持续上升。

图 4-8 2006-2013 年上半年即期外汇市场交易量



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

远期外汇交易大幅增长。2013 年上半年，银行对客户远期结售汇累计签约 2892 亿美元，其中结汇和售汇分别为 1697 亿和 1194 亿美元，同比分别增长 67%、102.3%和 33.9%，上半年人民币双边和多边汇率升值引发企业对远期结汇的需求大幅增长。上半年，银行间远期外汇市场累计成交 72 亿美元（日均 0.64 亿美元），同比下降 88.8%，2012 年 4 月取消银行收付实现制头寸下限管理后，银行间远期交易需求持续减少。

外汇和货币掉期交易大幅增长。2013 年上半年，银行对客户外汇和货币掉期累计签约 332 亿美元，其中近端结汇/远端售汇和近端售汇/远端结汇的交易量分别为 70 亿和 261 亿美元，同比分别增长 1.1 倍、6.2 倍和 78.7%，企业以人民币掉入外汇开展理财业务是推动掉期交易大幅增长的主要原因。上半年，银行间外汇和货币掉期

市场累计成交 1.51 万亿美元（日均 134 亿美元），同比增长 33%，掉期交易的本外币融资功能突出。

外汇期权交易更趋活跃。2013 年上半年，银行对客户期权市场累计成交 312 亿美元，是 2012 年全年交易量的 1.1 倍，以企业办理零成本期权组合业务为主，单纯买入期权较少。上半年，银行间外汇市场期权交易累计成交名义本金合计 39 亿美元，超过 2012 年全年交易量，其中 3 个月至 1 年期限的期权交易占比超过 80%。随着人民币汇率弹性增强，期权所具有的灵活管理汇率双向波动风险的吸引力进一步显现。

表 4-1 2013 年上半年人民币外汇市场交易概况

交易品种	交易量（亿美元）
即期	33819
银行对客户市场	14751
银行间外汇市场	19068
远期	2964
银行对客户市场	2892
银行间外汇市场	72
其中：3 个月（含）以下	32
3 个月至 1 年（含）	34
1 年以上	6
外汇和货币掉期	15456
银行对客户市场	332
银行间外汇市场	15124
其中：3 个月（含）以下	13072
3 个月至 1 年（含）	1946
1 年以上	106
期权	352
银行对客户市场	312
其中：外汇看涨/人民币看跌	167
外汇看跌/人民币看涨	145
银行间外汇市场	39
其中：外汇看涨/人民币看跌	27
外汇看跌/人民币看涨	12
其中：3 个月（含）以下	7

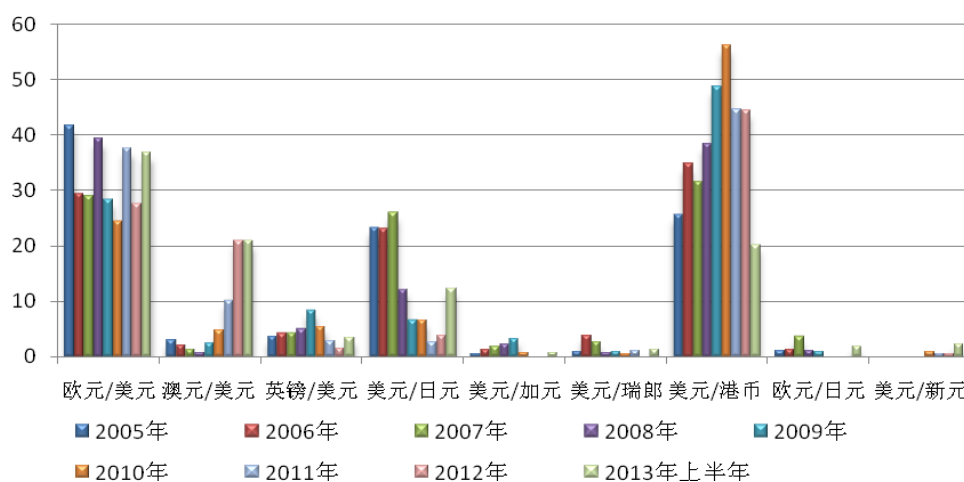
3 个月至 1 年（含）	32
1 年以上	0
合计	52591
其中：银行对客户市场	18286
银行间外汇市场	34304
其中：即期	33819
远期	2964
外汇和货币掉期	15456
期权	352

注：数据均为单边交易额，采用四舍五入原则。

数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

银行间外币对交易下降。2013 年上半年，9 个外币对买卖累计成交折合 339 亿美元（日均 3 亿美元），同比下降 20.8%。其中，外汇掉期交易首次超过即期交易，累计成交折合 164 亿美元（日均 1.5 亿美元），同比增长 2.1 倍；即期交易累计成交折合 161 亿美元（日均 1.4 亿美元），同比下降 55.5%。在即期交易币种分布上，以欧元/美元、澳元/美元、美元/港币为主（见图 4-9），欧元/美元、美元/日元的交易比重大幅上升，而美元/港币的交易比重大幅下降，基本反映了国际外汇市场格局。

图 4-9 2005-2013 年上半年银行间外汇市场外币对即期交易的币种构成（%）



数据来源：中国外汇交易中心。

五、国际收支形势展望

2013年下半年,我国货物贸易、直接投资项目将继续维持顺差。由于外需总体低迷,货物贸易出口难以实现高增长,但受国内经济增长放缓、国际大宗商品价格低位震荡等影响,进口增速也会趋于平稳,使得进出口顺差可能持续高企。同时,下半年国内经济有望保持平稳,发展前景仍被市场看好,有助于继续吸引较长期的外商投资,我国直接投资将呈现一定规模净流入。

但在国内外仍存在诸多不确定、不稳定因素的情况下,我国跨境资本容易呈现较大波动。如果美国等发达经济体复苏情况较好,国际金融市场保持平稳,我国经济企稳回升态势明显,各种风险在可控的范围之内,跨境资本流入将有所回升,我国“促进国际收支基本平衡”的任务依然艰巨。如果内外部环境恶化,尤其是新兴经济体下行风险上升,美联储货币政策调整,国际金融市场持续动荡,个别国家甚至出现危机状况,国际资本流动的波动性将进一步加大。在此情况下,我国经济将面临更多挑战,部分领域潜在风险也会对市场情绪产生一定影响,导致跨境资本流出增加。

专栏 6:

美元升值对我国跨境资金流动的影响

2013年以来,反映对六种主要货币综合汇率的美元指数波动上涨,上半年累计升值4.2%。本轮美元走强是美国经济基本面改善的主动性因素和欧洲、日

本等外部环境动荡的被动性因素共同影响下的结果。随着国内外经济和金融联系日益紧密，对作为主要储备货币的美元波动，我国跨境资金流动和人民币汇率难以完全“免疫”。但美元升值对我国跨境资金流动的影响，还需要区分不同情形，具体问题具体分析。

情形一：美国经济复苏推动美元走强。近期，美国经济复苏迹象增多，令市场开始预期美联储可能提前退出量化宽松政策，对美元走强构成了经济基本面支持。该情形一旦实现，意味着美国经济复苏将提振我国外需，有利于出口增长，并促进贸易渠道的跨境资金稳定流入，人民币汇率也将面临外汇供大于求的市场环境。

情形二：全球经济和金融环境恶化推动美元走强。尽管美国本身亦是2008年国际金融危机的发源地，但危机以来美元却多次承担了全球避险资产功能。未来外部形势如果大幅恶化，将对包括我国在内的新兴市场经济体跨境资本流动和汇率稳定性构成冲击。事实上，2012年二、三季度我国资本流出和人民币贬值压力就是外部形势恶化与国内经济增长放缓共振的结果。

回顾1980年代初拉美债务危机和1990年代末亚洲金融危机，以及当前新兴市场动荡，都可以看到美元价格（利率和汇率）变动的因素，但内部因素才是危机的根本原因。经济基本面稳定、外汇储备充足、对外贸易持续顺差使我国发生资本集中流出、人民币大幅贬值的可能性远低于一般新兴经济体，但在近中期全球经济金融存在较大不确定性和我国经济增长转型、增速转段的内外环境作用下，我国跨境资金流动的波动性可能显著上升，将更频繁地呈现流入与流出交替的小幅双向波动。

2013年下半年，我国将注重统筹稳增长、调结构和促改革，积极扩大有效需求，着力推进转型升级，不断深化改革开放，着力保障和改善民生。外汇管理部门将按照党中央、国务院的统一部署，坚持稳中求进，深化改革，简政放权，防范风险，切实提升外汇管理支持经济结构调整和转型升级水平。一方面，继续推动贸易投资

外汇管理的便利化，巩固货物贸易外汇管理制度改革成果，扎实推进服务贸易外汇管理改革，稳步推进资本项目可兑换，促进国内外汇市场健康发展。另一方面，坚守不发生区域性、系统性金融风险的底线，密切关注国内外宏观形势发展，双向监测我国跨境资金流动，进一步充实相关政策预案。