

赵奇峰

zhaoqifeng1992@163.com

刘洁

sduliujie@126.com

## 2014 年第 3 季度中国跨境资本流动报告\*

### 摘要

2014 年第 2 季度中国跨境资本流动的特点包括：第一，经常账户顺差激增，达到 2012 年第 4 季度以来的最高水平，扭转了 1 季度经常账户顺差大幅收窄的趋势，货物贸易顺差大幅走高是 2 季度经常账户顺差显著扩大的主要原因，服务贸易逆差较 1 季度有所收窄；第二，外国在华净投资收益环比出现小幅回升；第三，资本和金融账户结束连续 6 个季度的顺差，转为逆差，在当前国内外经济金融形势复杂多变的背景下，这次资本净流出现象应当引起我们的密切关注；第四，直接投资流入净额延续 1 季度的回落趋势，其中，中国对外直接投资净额触底回升，外国对华直接投资净额仍处于下行通道，但降幅较 1 季度有所收窄；第五，证券投资净流入环比继续回落，降幅较 1 季度有所扩大；第六，其它投资项出现资本净流出且净流出规模较大，结束了连续三个季度资本净流入的态势，国内投资者资本外流是 2 季度其它投资项出现较大资本净流出的主要原因；第七，我国外汇储备总额继续增加，但增幅显著降低，创下自 2012 年第 4 季度以来的最小单季增幅。

\* 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。执笔人为赵奇峰与刘洁。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、黄瑞云、赵奇峰等。

2014 年第 2 季度我国跨境资本流动的主要原因包括：第一，外部经济环境有所改善，主要是发达国家经济企稳并出现温和复苏的势头，尤其是美国经济复苏超出预期，进而带动整个发达市场经济转暖，这种经济向好趋势传导到外需市场，刺激了我国 2 季度出口，另外，由于近期全球能源价格持续走低，我国进口成本下降，导致 2 季度进口偏弱，两种因素叠加拉高了我国 2 季度经常账户顺差；第二，上半年政府密集出台的一系列外贸稳增长政策效果逐渐显现；第三，人民币汇率形成机制市场化改革稳步推进，汇率双向波动成为常态，有效遏制了跨境套利资本的涌入；第四，国内经济疲软态势短期难以扭转，投资者悲观情绪上升，资本流出苗头显现；第五，美联储量化宽松货币政策逐渐退出，升息步伐加快，中美利差收窄，美元指数触底回升，美元重回强势，跨境投机性资本获利空间缩小；第六，上半年全球地缘政治冲突不断，地区安全形势不断恶化，全球投资者风险规避程度有所强化。

## 一、2014 年第 2 季度我国跨境资本流动的特点

2014 年第 2 季度，我国经常账户顺差在 1 季度触底后，大幅攀升至 2012 年第 4 季度以来的最高水平，达到 734 亿美元。与此同时，资本和金融账户却出现了 162 亿美元的逆差，终结了连续六个季度资本净流入的趋势。在当前国内外经济金融形势复杂多变的背景下，这种状况应当引起我们的密切关注。

### 1、货物贸易顺差扩大拉高经常账户顺差

图 1 显示了 2011 年 1 季度至 2014 年 2 季度我国经常账户及其构成的变化情况，2014 年 2 季度，我国经常账户顺差达到创纪录的 734 亿美元，同比增长 44.2%，环比增幅更是高达 948.6%。具体来看：

**货物贸易**顺差高达 1089 亿美元，环比增幅达 169.6%，我国 2 季度货物贸易顺差的大幅攀升主要是由于当季对外出口增长较大，以及进口成本下降。受益于外部经济环境的明显改善，外需市场逐渐回暖，我国对外出口一扫一季度的颓势，其中，4 月份货物出口总值 1884.62 亿美元，同比增长 0.8%；5 月份货物出口总值 1954.46 亿美元，同比增长 7%；6 月份货物出口总值为 1867.89 亿美元，同比增长 7.2%<sup>1</sup>。2 季度我国外贸出口形势明显回暖，综合来看有内外两方面的因素在起作用。从外部来看，今年以来，美、欧、日等发达国家经济逐渐企稳，温和复苏势头确立，尤其是美国经济超预期复苏势头较为强劲，这对我国 2 季度的出口起到了相当大的推动作用。从国内来看，我国经济结构调整在平稳有序进行，上半年密集出台的一系列结构性改革措施逐渐发挥功效，尤其是中央政府出台的一系列外贸稳增长政策举措，给我国 2 季度外贸出口带来了利好。此外，由于我国的

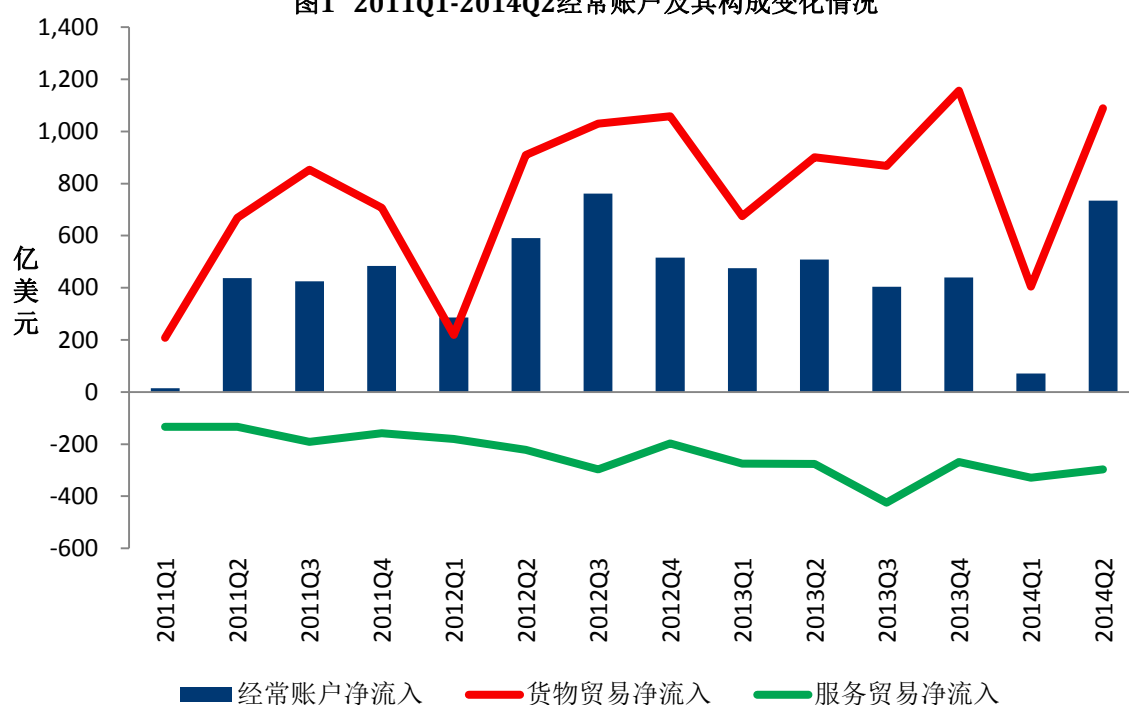
<sup>1</sup> 2014 年第 2 季度货物出口数据来源于中国海关统计月报。

进口中有相当部分是能源类大宗商品，今年上半年全球能源类大宗商品价格持续走低压低了我国进口成本，出口增加与进口成本下降综合作用使我国 2 季度货物贸易顺差大幅扩大，进而拉高了我国 2 季度经常项目顺差。

**服务贸易**逆差在 2 季度有所收窄，环比下降 9%。整体上看，我国“货物贸易顺差，服务贸易逆差”的态势短期内不会有明显改变，我国亟需加快服务业发展，提高服务业竞争力，尤其是金融和保险服务业的竞争力。

**收益项**在 2 季度延续了 1 季度的顺差趋势，但顺差规模相较 1 季度有所收窄，环比下降约 33%。其中，净投资收益逆差和经常转移逆差规模环比均有所扩大。

图1 2011Q1-2014Q2经常账户及其构成变化情况

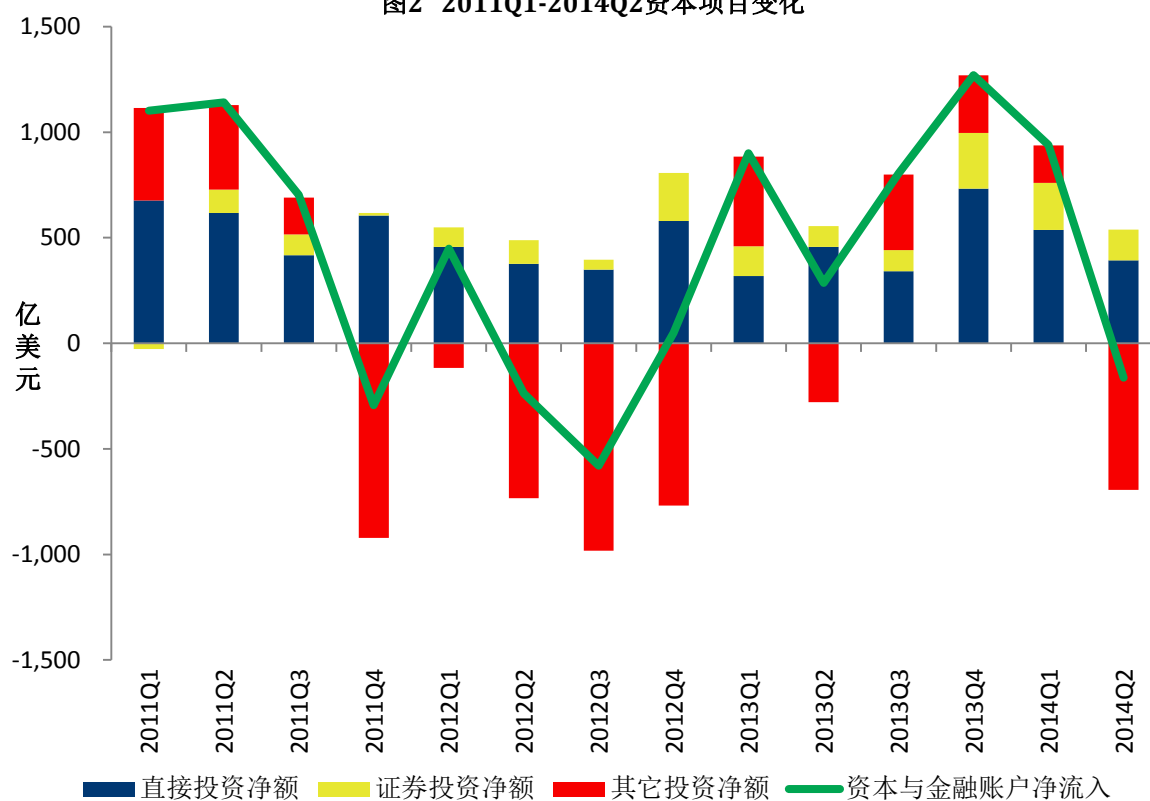


数据来源：国家外汇管理局，IIS

## 2、资本与金融账户由顺差转为逆差，其它投资项出现巨额资本净流出成主因

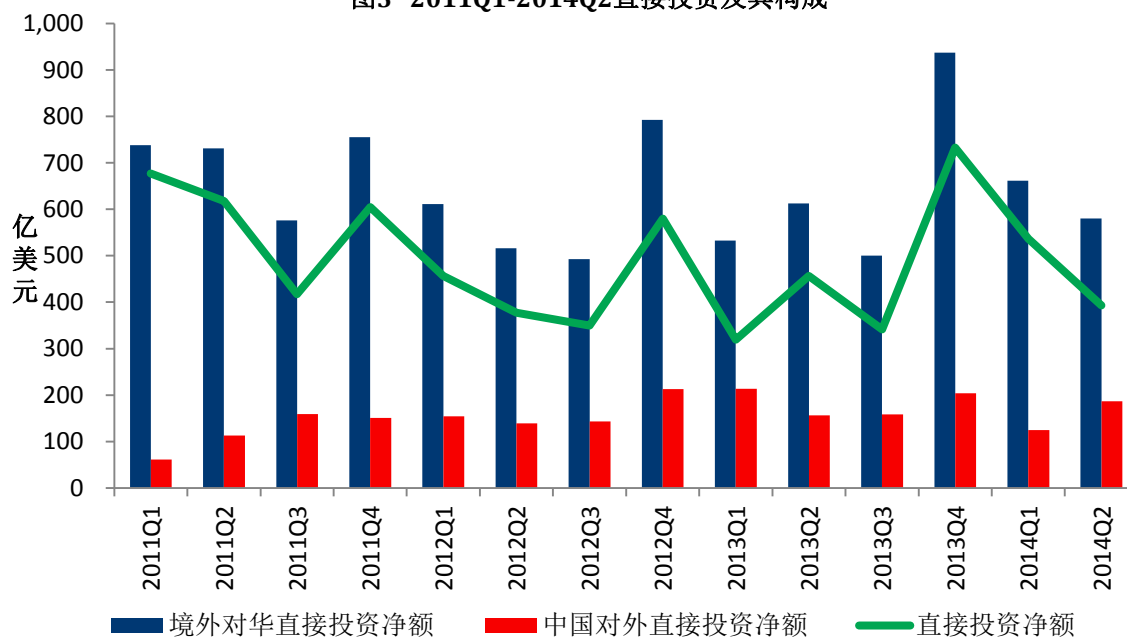
2014 年第 2 季度我国资本与金融账户出现 162 亿美元的逆差，终结了连续 6 个季度资本净流入的态势，主要原因在于 2 季度其它投资项出现巨额资本净流出，再加上当季直接投资流入净额和证券投资流入净额环比均出现下降，从而带动我国资本与金融账户转为逆差。（如图 2）

图2 2011Q1-2014Q2资本项目变化



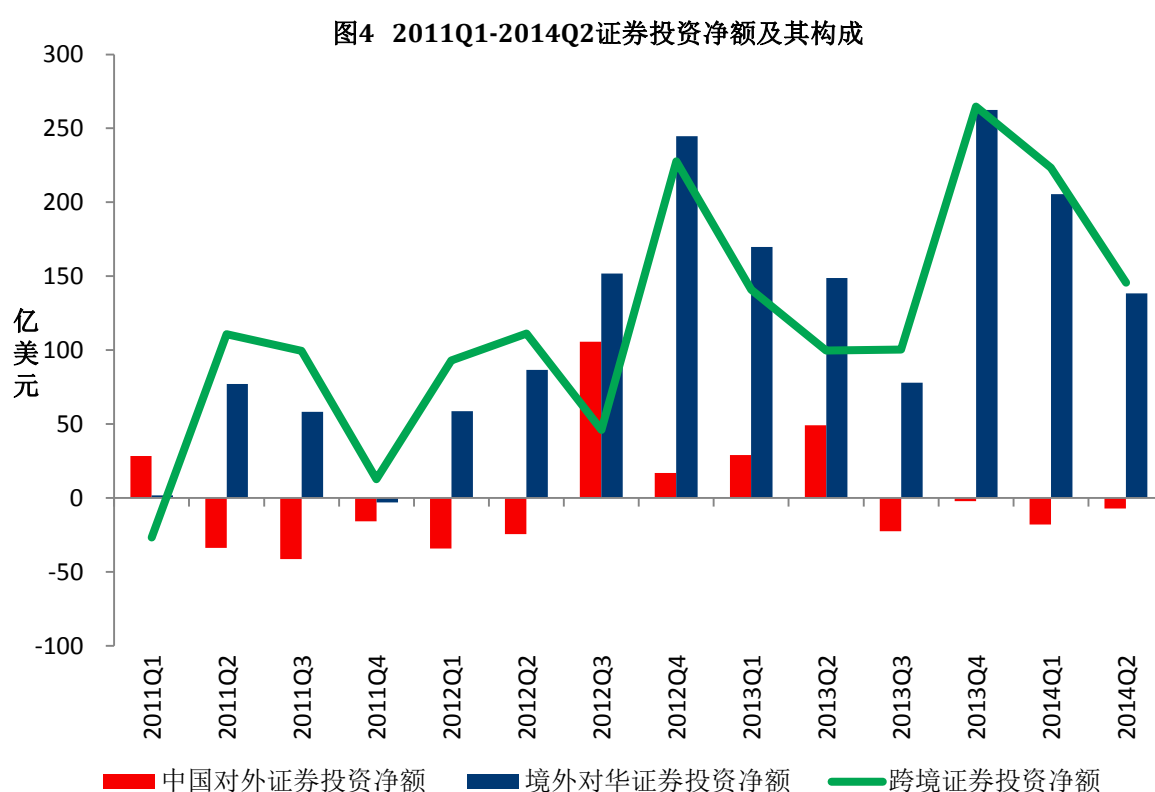
数据来源：国家外汇管理局，IIS

图3 2011Q1-2014Q2直接投资及其构成



数据来源：国家外汇管理局，IIS

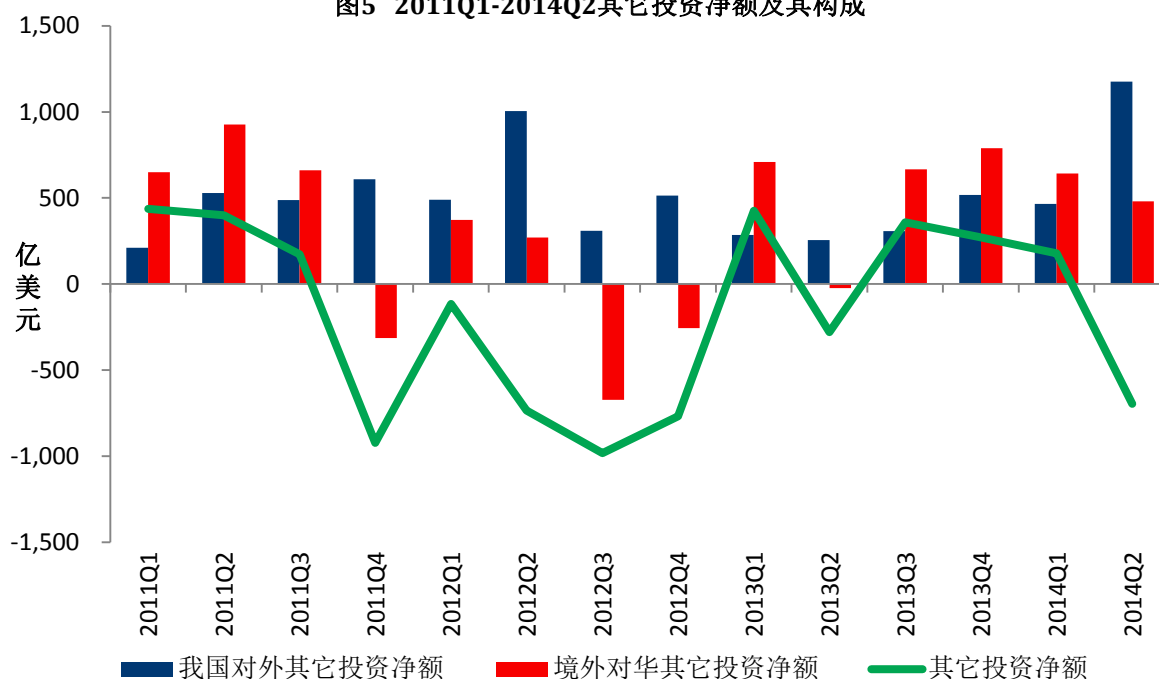
图 3 显示了 2011 年 1 季度至 2014 年 2 季度直接投资及其构成的变化情况。2014 年第 2 季度，我国直接投资净流入延续一季度的下滑趋势，环比下降 26.8%。我国对外直接投资止跌回升，环比增长近五成，同比增长 19.1%，反映出我国对外直接投资活跃度有所上升。外国在华直接投资净流入规模持续下滑，环比下降 12.3%，降幅较 1 季度有所收窄，逐渐显现出企稳的态势，说明我国对外商直接投资依然具有较强的吸引力。近来我国吸引外商直接投资出现下滑势头只是一种暂时性的现象，不是长期趋势。



数据来源：国家外汇管理局，IIS

图 4 显示了 2011 年第 1 季度至 2014 年第 2 季度我国跨境证券投资情况。2014 年第 2 季度，我国证券投资保持净流入态势，但净流入规模继续收窄，环比下降 34.5%，其中，中国对外证券投资继续资金净回流，回流规模较 1 季度有所收窄。分类型来看，主要是由于股本证券出现较明显的资金净回流，而债务证券则出现资金净流出。境外对华证券投资净流入环比继续下降，其中境外对华债务证券投资净流入在 2 季度骤降至 47 亿美元，环比下降 64.1%，而境外对华股本证券投资净流入则有小幅增加。

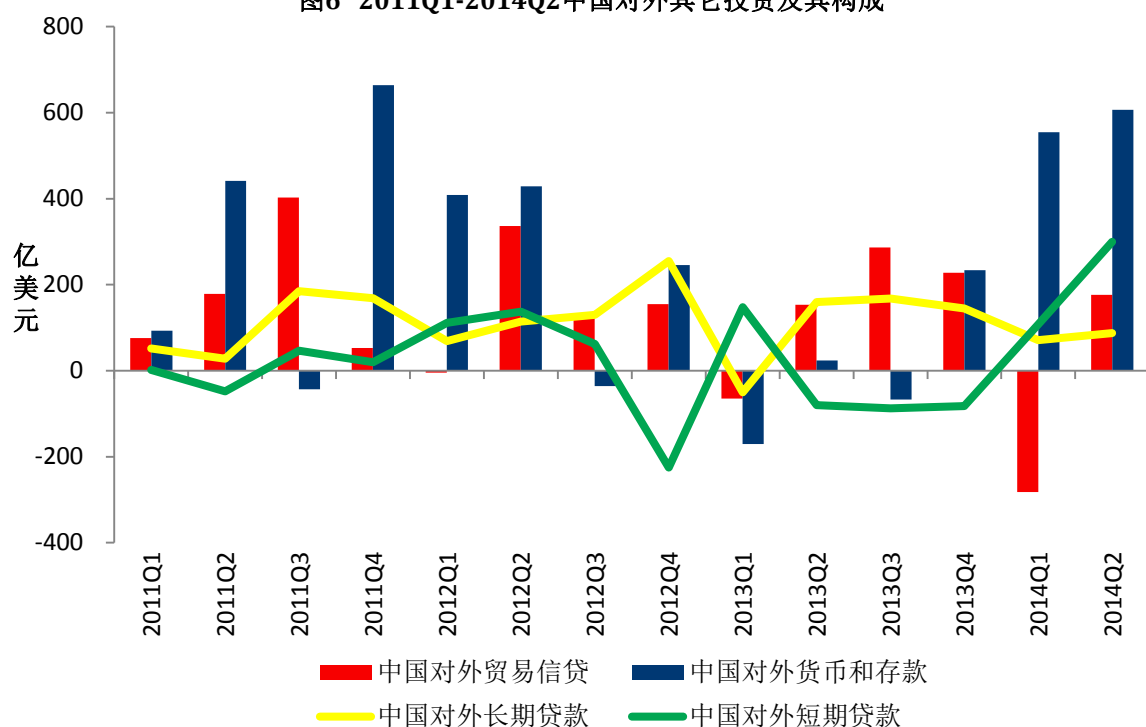
图5 2011Q1-2014Q2其它投资净额及其构成



数据来源：国家外汇管理局，IIS

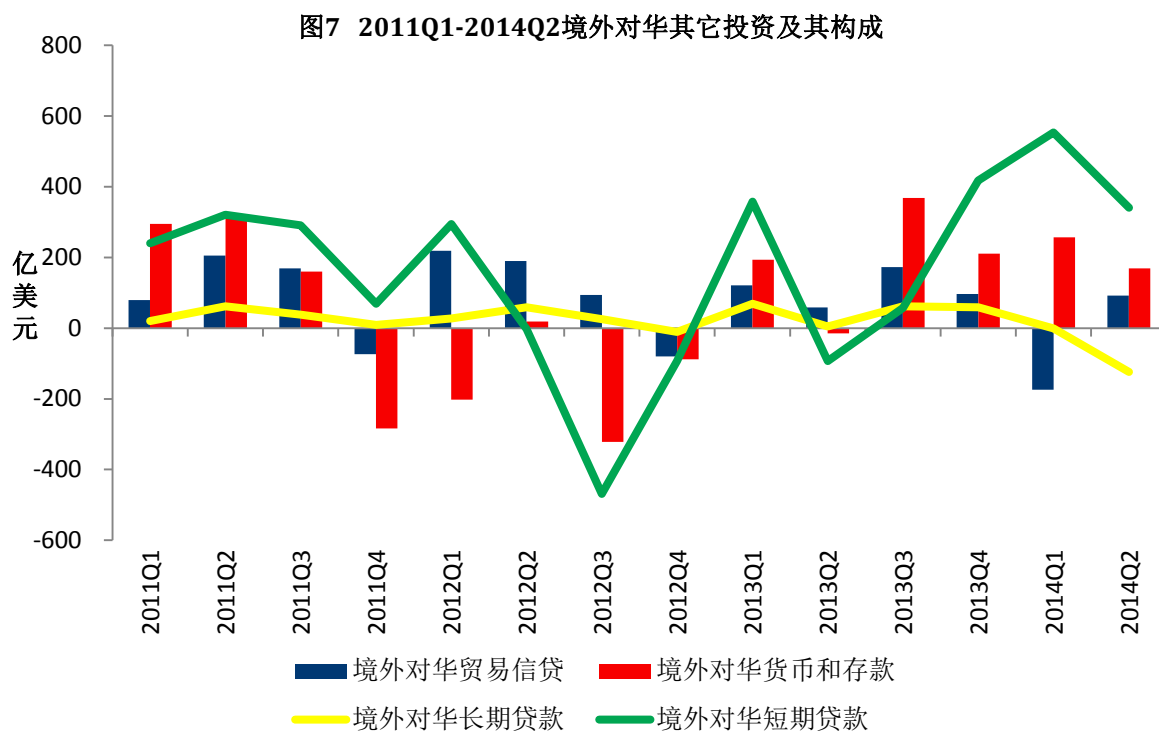
图5所示为2011年1季度至2014年2季度我国国际收支中其它投资项及其构成的变化情况。2014年第2季度，其他投资项出现近700亿美元的净流出，主要原因是2季度我国对境外其它投资净额飙升至1176亿美元，创下历史最高水平，环比涨幅达153%，同比涨幅高达361%，而与此同时，境外对华其它投资净额环比下降25.2%，已经连续两个季度出现下滑。

图6 2011Q1-2014Q2中国对外其它投资及其构成



数据来源：国家外汇管理局，IIS

图6显示了2011年1季度至2014年2季度我国对外其它投资及其构成的变化情况。2014年第2季度，我国对外其它投资项出现近700亿美元的逆差。具体来看，我国对外贸易信贷由1季度的净流入转为2季度的净流出，单季净流出176亿美元；对外长期贷款依然保持净流出态势，单季净流出87亿美元，规模较1季度有所扩大；对外短期贷款净流出规模接近300亿美元，环比增长近2倍；对外货币和存款连续三个季度净流出，2季度净流出规模较1季度有所扩大。



数据来源：国家外汇管理局，IIS

图7显示了2011年1-2季度境外对华其它投资及构成变化情况。2014年第2季度，境外对华其它投资继续保持资金净流入态势，但是，净流入规模有所下降，单季净流入481亿美元，环比下降25.2%。具体来看，2季度境外对华贸易信贷净流入92亿美元，扭转了1季度净回流的态势；境外对华长期贷款净回流124亿美元，创下单季净回流规模最高历史纪录，在美联储量化宽松货币政策逐渐退出的背景下，这一新趋势值得我们关注；境外对华短期贷款实现净流入340亿美元，连续四个季度保持净流入，但净流入规模较1季度有所下降；境外对华货币和存款继续净流入，但净流入规模环比下降34.2%。



图8 其它投资流出总额中本国和外国投资占比

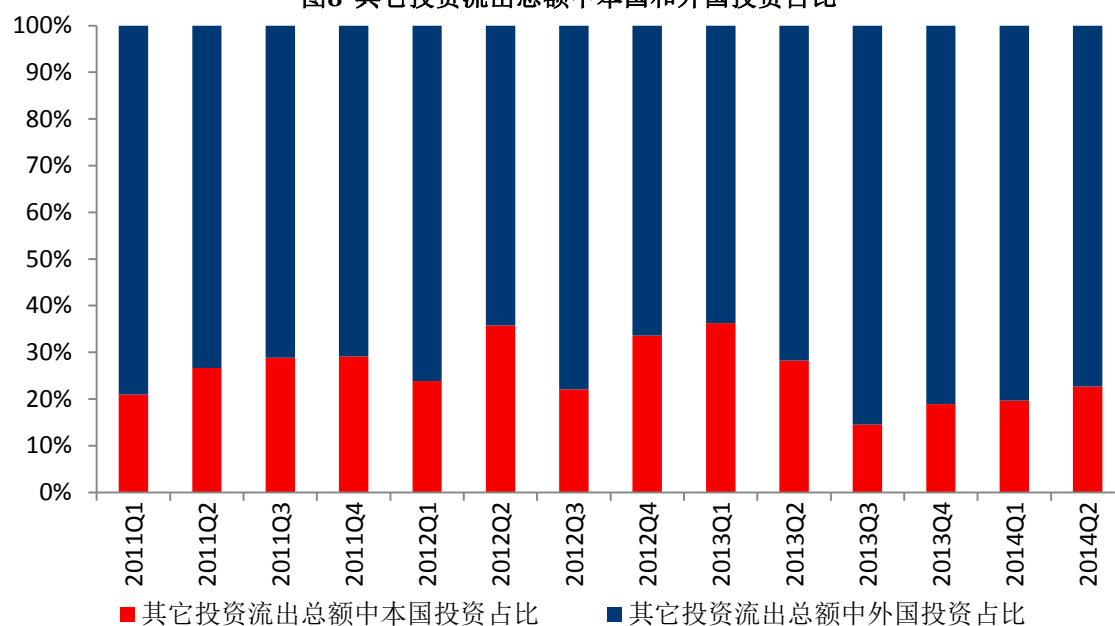
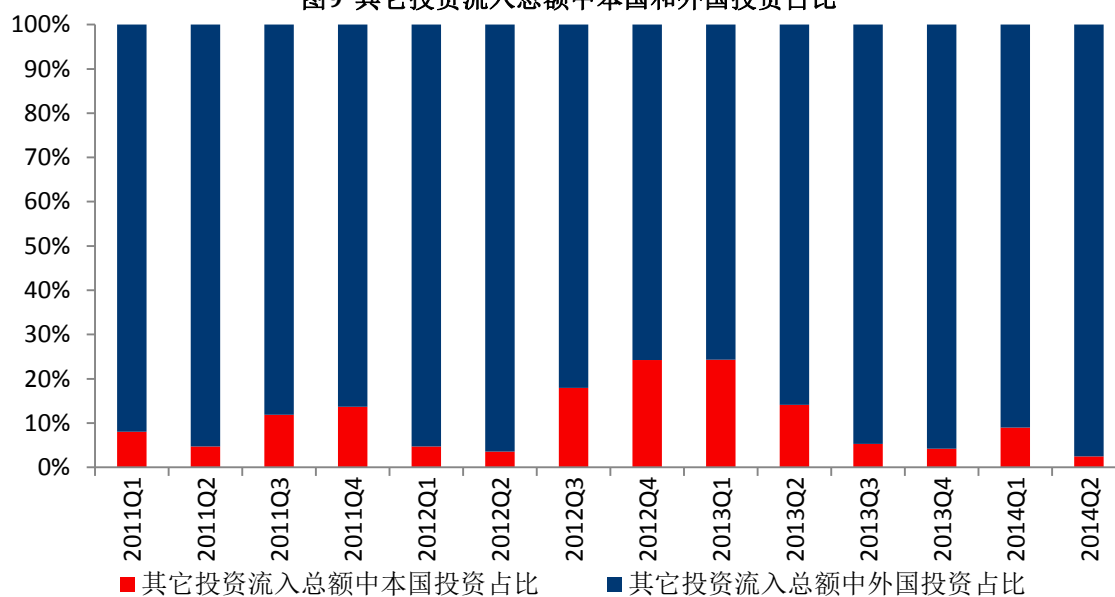


图9 其它投资流入总额中本国和外国投资占比

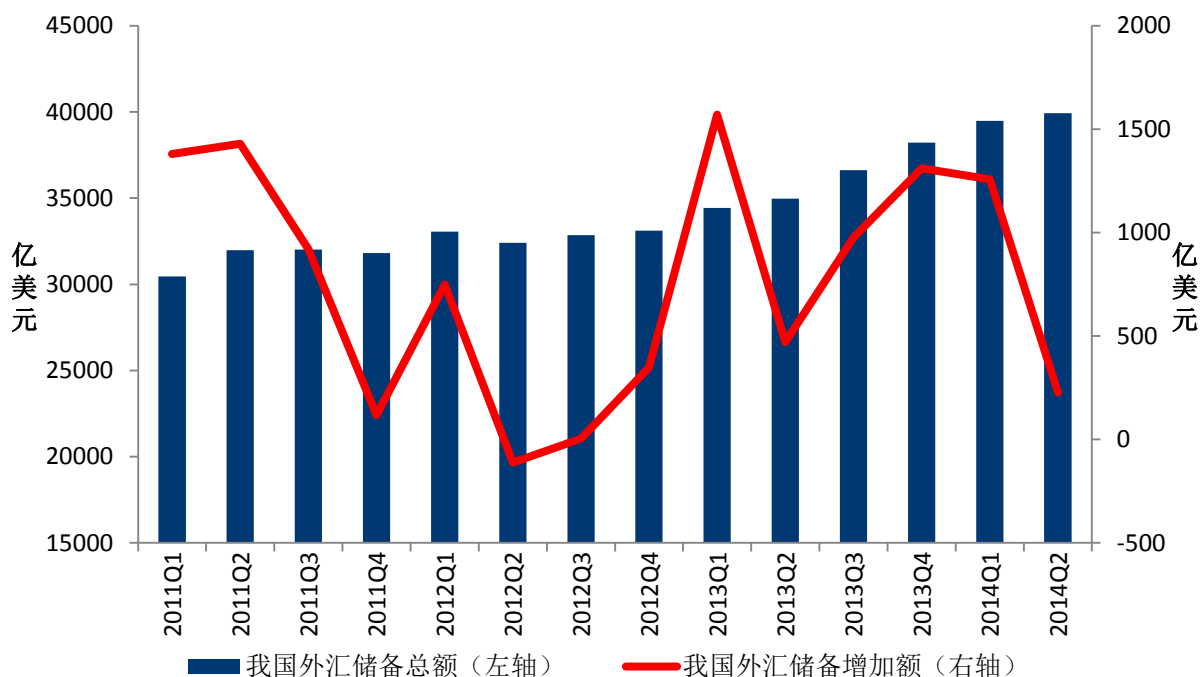


数据来源：国家外汇管理局，IIS

图8和图9分别显示了2011年1-2季度我国其它投资流出总额和流入总额中本国投资和外国投资占比情况。2014年第2季度，其它投资流出总额中本国投资占比约为22.66%，较1季度上升约3个百分点，其它投资流入总额中本国投资占比约为2.47%，较1季度下降约6.5个百分点。综合图5、图8和图9，2014年第2季度其它投资逆差扩大主要是由于本国投资者资本流出增加造成。

### 3、我国外汇储备总额逼近四万亿美元大关，外汇储备增加额出现大幅下降

图10 2011Q1-2014Q2我国外储总额及外储增加额



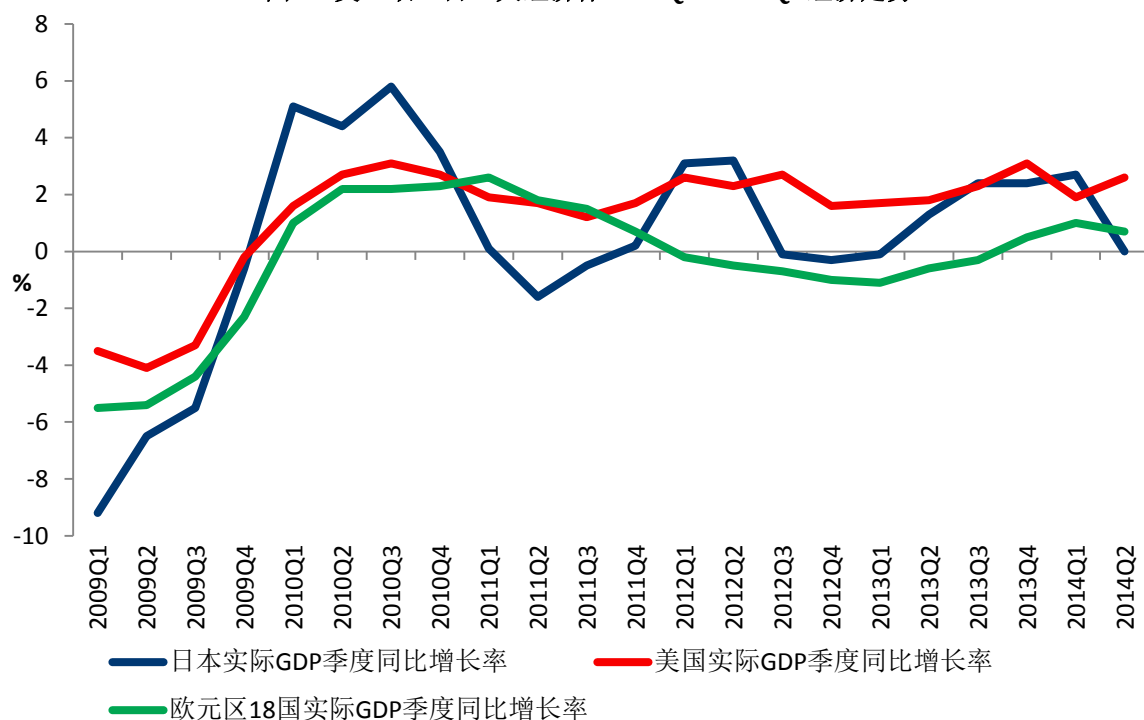
数据来源：国家外汇管理局，IIS

图10显示了2011年1-2季度我国外汇储备总额及外汇储备增加额的变化趋势。2014年2季度，我国外汇储备增加228亿美元，外汇储备增加额同比下降51.6%，环比下降81.9%。外汇储备总额达到约39932亿美元，距四万亿美元大关只有一步之遥，已经远远高于外汇储备规模的正常合理区间。

## 二、2014年第2季度我国跨境资本流动原因分析

1、外部宏观经济形势企稳向好，发达国家经济现回升势头，外需开启带动我国2季度出口强劲增长

图11 美、欧、日三大经济体2009Q1-2014Q2经济走势



数据来源：经济合作与发展组织（OECD）数据库

图 11 显示了美国、欧元区（18 国）<sup>2</sup>和日本世界三大经济体 2009 年 1-2 季度实际 GDP 同比增长率走势。2014 年 2 季度，美国经济扩张趋势最为明显，当季美国实际 GDP 同比增长 2.6%，增幅较 1 季度扩大 0.7 个百分点，显示美国经济复苏势头较为强劲，给我国 2 季度出口带来明显提振；欧元区实际 GDP 同比增长 0.7%，虽然增速较 1 季度有所放缓，但欧元区经济已连续三个季度处于增长区间，显示欧元区经济企稳势头加固，预计未来欧元区经济将逐步回暖，由于欧元区是我国最大的贸易伙伴，因此，欧元区经济实现企稳回升对我国外贸出口的提振作用巨大；日本经济 2 季度出现零增长，虽然安倍政府采取种种举措试图提振日本经济<sup>3</sup>，但日本经济依旧没有摆脱颓势，日本经济所面临的长期结构性问题依然没有得到根本性解决，未来日本经济实现强劲增长的可能性比较低。虽然来自日本的需求仍旧没有起色，但由于日本对于中国出口的重要性在逐渐下降，总体来看对于中国外贸出口的影响不大。

## 2、外贸稳增长政策效果逐渐显现

今年上半年，中央政府出台多项外贸稳增长政策。4 月 30 日国务院常务会议决定，将扶持服务

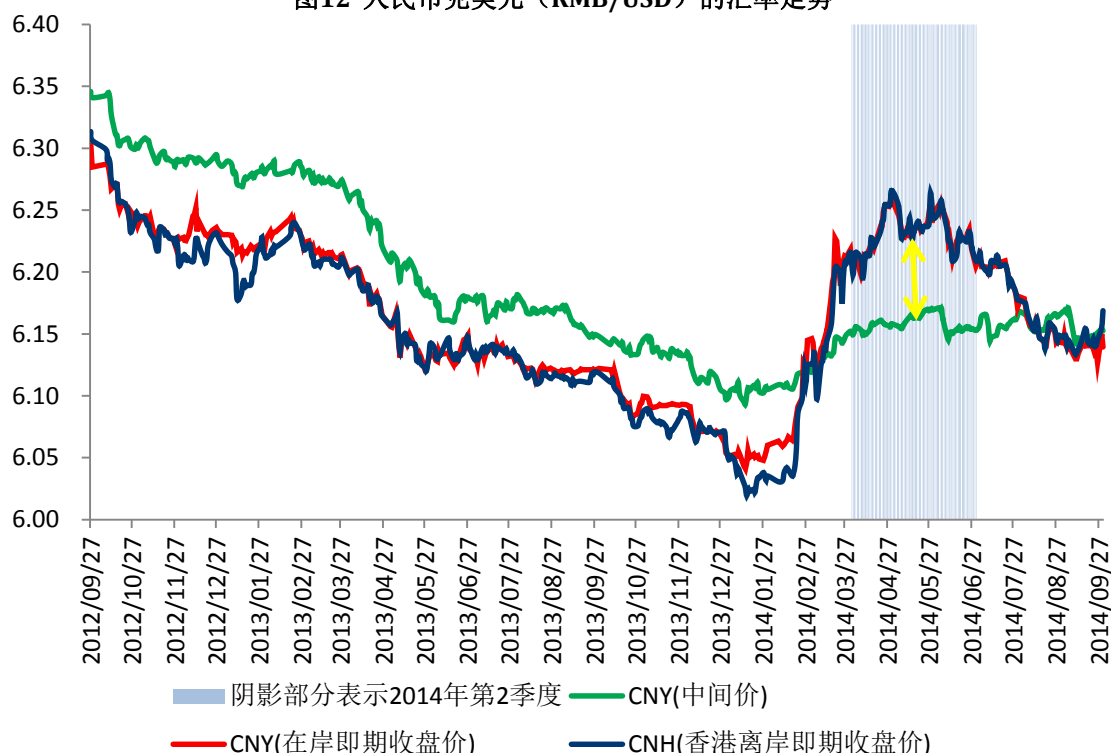
<sup>2</sup> 欧元区（18 国）包括：德国、法国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡、爱尔兰、西班牙、葡萄牙、奥地利、芬兰、希腊、斯洛文尼亚、塞浦路斯、马耳他、斯洛伐克、爱沙尼亚、拉脱维亚。

<sup>3</sup> 日本现任首相安倍晋三上台伊始祭出振兴日本经济的“三支箭”，包括推出大规模量化宽松政策，推动日元贬值，进而促进日本出口；实施积极的财政政策，扩大公共支出；实施结构性改革。

贸易发展，扩大服务进出口，优化外贸结构，支持进口先进技术设备、关键零部件，合理增加与群众生活密切相关、必要的一般消费品进口，同时进一步减少出口商检商品种类，提高贸易便利化水平，进一步加快出口退税进度，加强出口信用保险支持，扩大出口信用保险规模和覆盖面。5月15日，国务院出台稳定外贸增长的政策细则，提出将进一步加强进口，扩大国内短缺资源进口及扩大原油进口渠道，同时稳定传统优势产品出口，保持货物贸易稳定增长，支持服务贸易发展，并进一步完善人民币汇率市场化形成机制，推进跨境贸易人民币结算，完善出口退税政策<sup>4</sup>。

### 3、人民币汇率形成机制市场化改革稳步推进，汇率双向波动成为常态，跨境套利逐渐消退

图12 人民币兑美元（RMB/USD）的汇率走势



数据来源：Wind，IIS

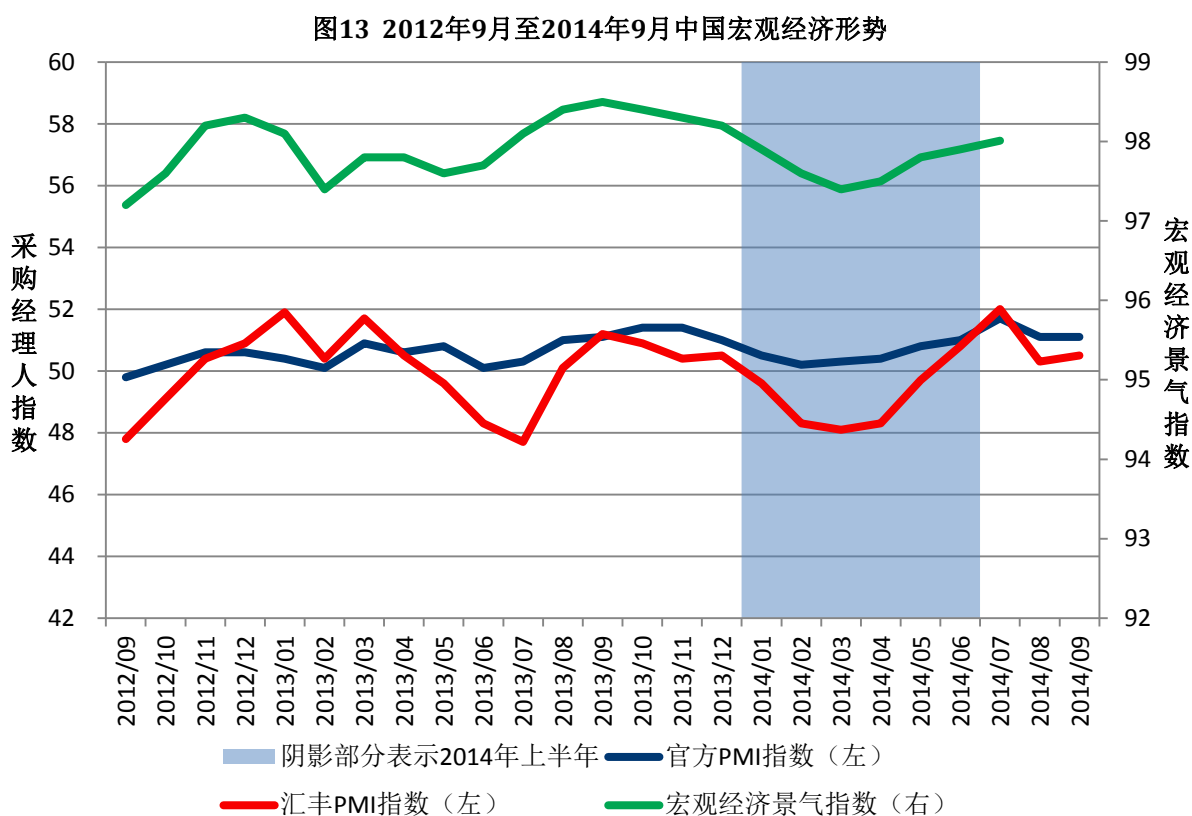
图12显示了2012年9月27日至2014年9月27日人民币兑美元汇率（在岸中间价、在岸即期收盘价、香港离岸市场即期收盘价）走势，阴影部分为2014年第2季度人民币汇率走势。值得注意的是，如果人民币兑美元离岸汇率高于在岸汇率，说明市场对人民币汇率存有贬值预期，反之市场对人民币有升值预期。2014年2季度，人民币兑美元汇率在低位盘整，汇率波动较为频繁，人民币在岸即期收盘价和香港离岸市场即期收盘价均显著高于人民币中间价<sup>5</sup>，表明市场对人民币汇率

<sup>4</sup> 笔者根据路透社整理。

<sup>5</sup> 自2006年1月4日起，中国人民银行授权中国外汇交易中心于每个工作日上午9时15分对外公布当日人民币兑主要货币汇率中间价，作为当日银行间即期外汇市场（含OTC方式和撮合方式）以及银行柜台交易汇率的中间价。

存在比较明显的贬值预期。随着人民币汇率形成机制市场化改革的稳步推进，人民币汇率双向波动成为常态，人民币单边升值预期被打破，从而有效抑制了跨境投机性资本的流入，先前流入我国的部分投机性资本部分开始撤离。进入3季度，人民币贬值预期逐渐弱化，随着这一波人民币贬值行情渐入尾声，预计未来人民币汇率将在均衡水平上下浮动。

#### 4、国内经济疲软态势短期难以扭转，投资者悲观情绪上升，资本流出苗头显现



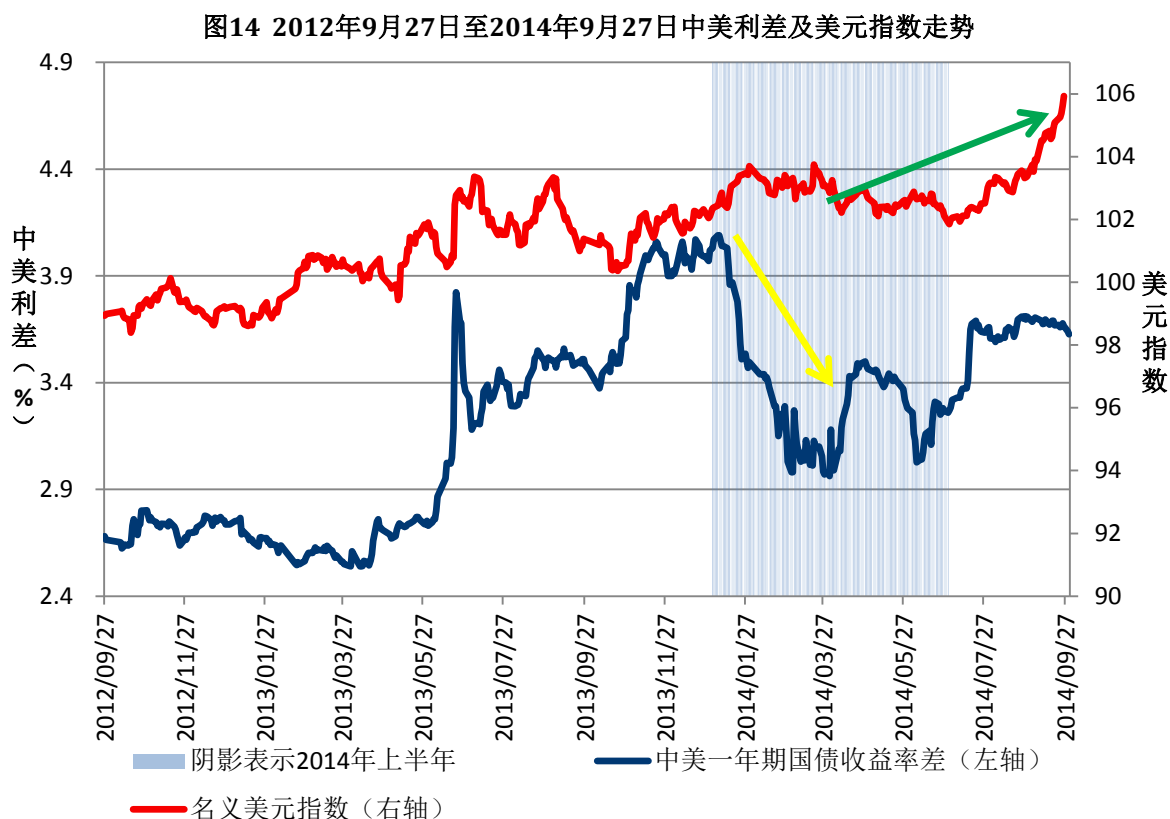
数据来源：Wind，IIS

图13显示了2012年9月份至2014年9月份中国宏观经济形势，数据指标包括官方PMI综合指数、汇丰PMI综合指数以及中国宏观经济景气指数<sup>6</sup>。2014年1季度，官方PMI指数、汇丰PMI指数和宏观经济景气指数均处于下行通道，宏观经济显现出较明显的疲弱态势。进入2季度，宏观经济形势有所好转，但经济动能仍显不足。综合来看，2014年上半年我国经济活动水平总体偏弱，经济增长动能稍显不足。目前，我国国内地方债务问题较为突出，房地产市场依旧低迷，这两大不利因素给宏观经济带来较大拖累，我国未来经济增长前景难言乐观。在此背景下，国际市场出现了一波唱空中国经济的浪潮，部分海外投资开始撤出中国，外国对华直接投资净流入规模已连续两个

<sup>6</sup> PMI即采购经理人指数，PMI指数的荣枯线为50，一般来说，PMI指数高于50，显示经济正在扩张，反之预示经济正在衰退。

季度出现下滑。

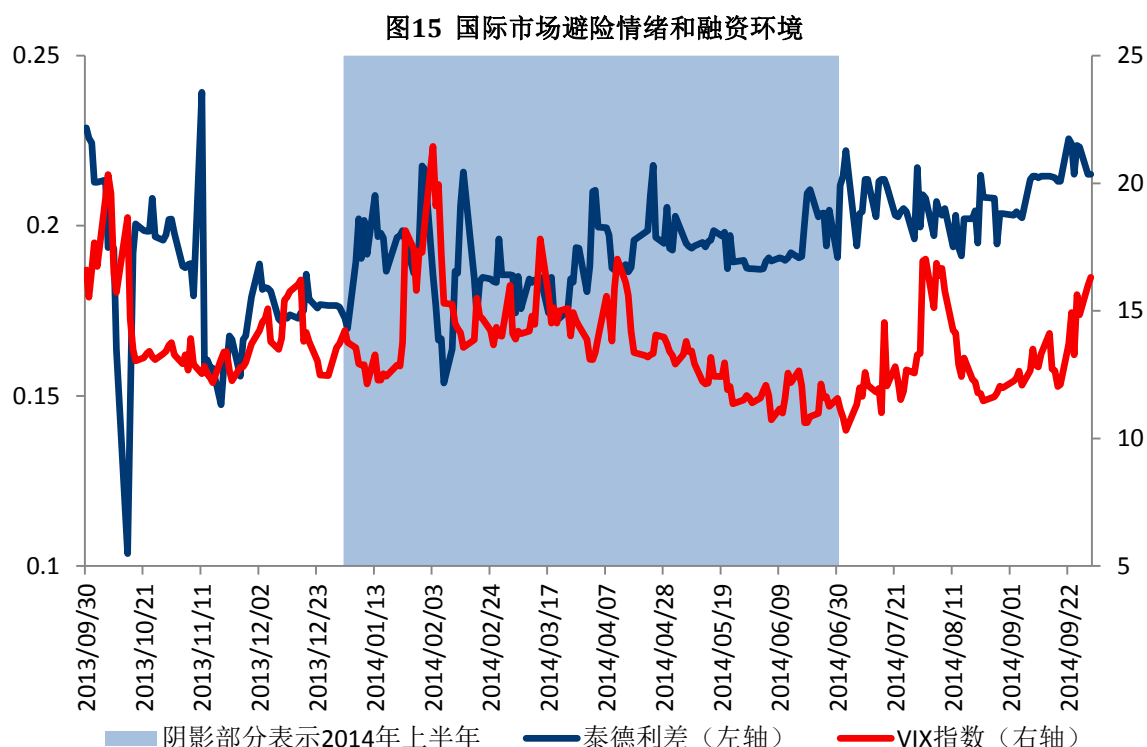
5、美联储量化宽松政策逐渐退出，升息步伐加快，中美利差现收窄趋势，美元指数触底回升，跨境套利空间缩小



数据来源：Wind，IIS

图 14 显示 2012 年 9 月 27 日至 2014 年 9 月 27 日中美一年期国债收益率之差（即中美利差）以及美元指数走势，阴影部分表示 2014 年上半年的情况。2014 年上半年，中美利差大幅收窄（如黄色箭头所示），虽然 2 季度中美利差较 1 季度有所扩大，但仍处低位且波动较大。另外，受益于美国经济超预期复苏以及美联储退出量宽步伐加快，美元指数开始触底反弹（如绿色箭头所示），预计美元料将走强。两种因素叠加使跨境套利空间缩小。这是 2 季度我国资本和金融账户出现逆差的一个重要原因。

6、上半年全球地缘政治冲突不断，地区安全形势不断恶化，全球投资者风险规避程度强化，跨境资本流出压力增大



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，IIS

图 15 显示 2013 年 9 月 30 日至 2014 年 9 月 30 日市场波动率 VIX 指数及泰德利差的变化情况。2014 年上半年，巴以冲突、叙利亚内战、乌东危机等全球地缘政治冲突不断；伊斯兰国等极端恐怖组织给地区安全形势带来严峻挑战；埃博拉疫情在非洲肆虐并有不断向外蔓延的趋势；美联储加快退出量化宽松等给全球经济蒙上阴影，上半年尤其是 1 季度国际市场上恐慌情绪弥漫，全球投资者风险规避程度强化，跨境资本流动加剧。从图中可以看出，1 季度 VIX 指数处于高位震荡。进入 2 季度，市场恐慌情绪逐渐消散。从泰德利差的走势来看，上半年外部市场融资环境未见紧张，预计 3 季度跨境资本波动将有所缓解。

### 三、对我国跨境资本流动的近期展望

#### 1、预计未来我国经常账户仍将保持顺差，但顺差规模出现进一步上升的可能性较小

未来我国经常账户的走势，取决于国内前期一系列稳增长政策效果的可持续性 & 出口产业结构的调整成效。随着我国劳动力工资水平的不断上涨及资源、环境压力的日益增大，国内一些低附加值的出口产业正加速迁出，而高端出口产业尚在发育过程中，还未形成规模，短期会给我国外贸出

口带来巨大压力。我国经常账户顺差规模出现进一步上升的可能性较小。

## 2、预计未来我国资本和金融账户将保持一定程度的波动

未来，人民币汇率形成机制市场化改革、资本账户开放、人民币国际化和国内经济金融体制改革的稳步推进，预计会给我国资本和金融账户带来一定程度的波动。至于是资本净流入还是净流出则需要综合考虑中国和美国未来的宏观经济走势及市场对人民币汇率的升贬值预期。

**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、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇峰。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。