

2015 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

2015 年 9 月 30 日

内 容 摘 要

2015 年上半年，国内外经济金融环境依然复杂，主要经济体经济运行存在差异，货币政策继续分化，国际资本流动的波动性加大。国内经济运行缓中趋稳，总体处于合理区间，人民币汇率保持基本稳定。

我国经常账户持续较大顺差，但仍处于国际公认的合理水平之内。2015 年上半年顺差 1486 亿美元，较 2014 年同期增长 85%，与 GDP 之比为 3.1%，同比上升 1.3 个百分点。主要是由于货物贸易顺差 2566 亿美元，较上年同期大幅增长 73%。此外，服务贸易逆差 945 亿美元，较上年同期进一步扩大 53%。跨境资本延续净流出态势，但第二季度趋向基本平衡。上半年，资本和金融账户（不含储备资产，下同）逆差 1256 亿美元，其中，第一和第二季度逆差分别为 981 亿和 275 亿美元。上半年的资本和金融账户逆差主要反映了境内主体本外币资产负债结构的优化调整。一方面，境内机构和个人的境外资产有所增多，体现了“藏汇于民”的积极效果；另一方面，境内主体进一步减少境外负债，逐步降低高杠杆经营等风险。2015 年上半年，我国外汇储备资产减少 666 亿美元，其中，第一季度下降 795 亿美元，第二季度增加 130 亿美元。

2015 年下半年，预计我国国际收支将延续“经常账户顺差、资本和金融账户逆差”的格局，国际收支自主平衡能力进一步提高。外汇管理部门将坚持统筹兼顾、改革创新，继续大力简政放权，深化外汇管理重点领域改革；完善跨境资金流动监测分析预警，严厉打击外汇领域违法违规行为，强化风险防范。

目 录

一、国际收支概况	6
(一) 国际收支运行环境	6
(二) 国际收支主要状况	8
(三) 国际收支运行评价	18
二、国际收支主要项目分析	23
(一) 货物贸易	23
(二) 服务贸易	26
(三) 直接投资	29
(四) 证券投资	35
(五) 其他投资	37
三、国际投资头寸状况	40
四、外汇市场运行与人民币汇率	46
(一) 人民币汇率走势	46
(二) 外汇市场交易	51
五、国际收支形势展望	57

专栏

1. 《国际收支手册》(第六版)标准下的国际收支统计变化
2. 如何看待近期我国黄金储备变动
3. 外汇储备余额下降的主要影响因素
4. 我国企业“走出去”具有顺周期性
5. 我国按照 SDDS 要求公布全口径外债数据
6. 汇改十年的外汇市场发展及面临的挑战
7. 美联储加息周期对新兴经济体跨境资本流动的差异化影响

图

- 1-1 2007-2015 年上半年主要经济体经济增长率
- 1-2 2007 年以来国际金融市场利率和货币波动率水平
- 1-3 2012 年以来全球股票、债券和商品市场价格
- 1-4 2008-2015 年上半年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率
- 1-5 2001-2015 年上半年经常账户主要子项目的收支状况
- 1-6 2001-2015 年上半年资本和金融账户主要子项目的收支状况
- 1-7 2001-2015 年上半年外汇储备资产变动额
- 1-8 1990-2015 年上半年经常账户差额与 GDP 之比及其结构
- 1-9 2005-2015 年第二季度国际收支差额与外汇储备资产变动
- 1-10 2005-2015 年第二季度证券投资和其他投资项下资本流动情况
- 2-1 2001-2015 年上半年我国进出口差额与外贸依存度
- 2-2 2000-2015 年上半年我国按贸易方式货物贸易差额构成
- 2-3 2000-2015 年上半年我国按贸易主体货物贸易差额构成
- 2-4 2002-2015 年上半年我国出口商品在发达经济体的市场份额变动
- 2-5 进出口差额同比变动中的数量与价格因素
- 2-6 2004-2015 年上半年货物贸易和服务贸易收支总额比较
- 2-7 2004-2015 年上半年服务贸易收支情况
- 2-8 2009-2015 年上半年旅游逆差对服务贸易逆差贡献度
- 2-9 2015 年上半年我国对主要贸易伙伴服务贸易收支情况
- 2-10 2000-2015 年上半年直接投资差额
- 2-11 2000-2015 年上半年对外直接投资状况
- 2-12 2015 年上半年我国非金融部门对外直接投资流出分布
- 2-13 2000-2015 年上半年来华直接投资状况

- 2-14 2001-2015 年上半年跨境证券投资净额
- 2-15 2000-2015 年上半年其他投资净额
- 3-1 2004-2015 年 6 月末我国对外资产结构变化
- 3-2 2004-2015 年 6 月末我国对外负债结构变化
- 3-3 2004-2015 年 6 月末我国对外资产、负债及净资产状况
- 3-4 2005-2015 年 6 月我国对外资产负债收益率
- 4-1 2015 年上半年境内外人民币对美元即期汇率走势
- 4-2 2015 年上半年全球主要发达和新兴市场货币对美元双边汇率变动
- 4-3 1994 年 1 月-2015 年 6 月人民币有效汇率走势
- 4-4 2015 年上半年全球主要发达和新兴市场货币有效汇率变动
- 4-5 境内外人民币对美元即期汇率价差
- 4-6 2013 年以来境内外人民币对美元远期市场 1 年期美元升贴水点数
- 4-7 2013 年以来境内人民币与美元利差（6 个月期限）
- 4-8 2015 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
- 4-9 2012 年以来人民币对美元汇率 6 个月隐含波动率
- 4-10 中国与全球外汇市场的交易产品构成比较
- 4-11 2012-2015 年上半年银行对客户远期结售汇交易量
- 4-12 2015 年上半年银行对客户远期结售汇的交易期限结构
- 4-13 中国外汇市场的参与者结构
- C3-1 外汇储备余额变动的主要影响因素
- C4-1 2005 年-2015 年 6 月份大宗商品价格与海外并购交易量趋势
- C6-1 中国外汇市场交易量概况
- C7-1 1990 年以来美国联邦基金利率与美元指数走势

表

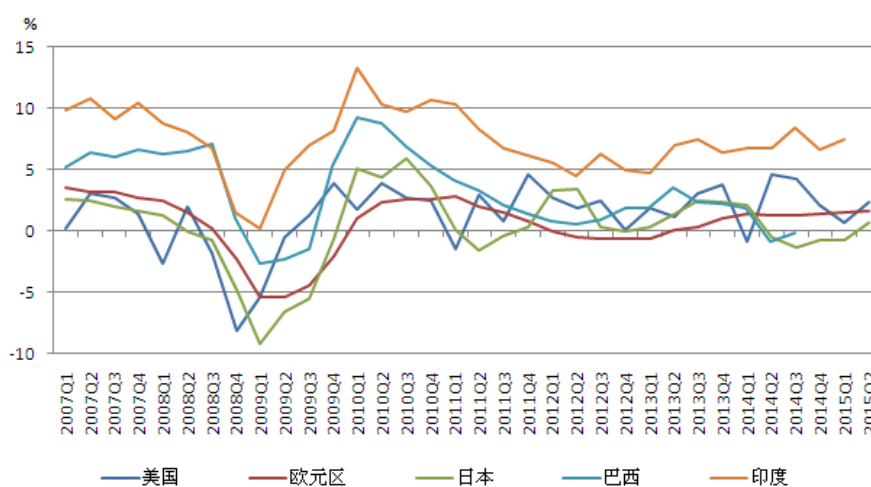
- 1-1 2010-2015 年上半年中国国际收支差额结构
- 1-2 2015 年上半年中国国际收支平衡表
- 3-1 2015 年 6 月末中国国际投资头寸表
- 4-1 2015 年上半年人民币外汇市场交易概况

一、国际收支概况

（一）国际收支运行环境

2015 年上半年，我国面临的国际国内经济金融环境复杂，国际资本流动波动加大，国内经济保持在合理区间运行，国际收支在振荡中保持基本平衡。

图 1-1 2007-2015 年上半年主要经济体经济增长率

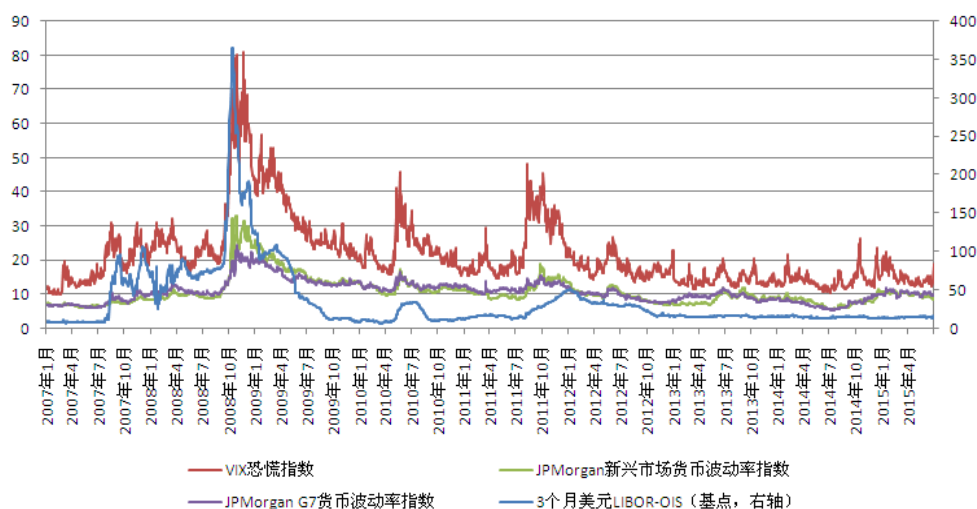


注：美国数据为季度环比折年率，其他经济体数据为季度同比。
数据来源：环亚经济数据库。

从国际看，上半年世界经济延续不平衡的缓慢复苏，各经济体经济运行存在差异和分化（见图 1-1）。美国经济先抑后扬，二季度经济复苏势头进一步巩固，市场普遍预期美联储加息；欧元区经济出现部分复苏迹象，欧央行宽松货币政策令经济下行风险有所缓解，市场信心总体提升；日本经济重回正增长，日本央行量化和质化宽松货币政策刺激日元贬值，推动对外贸易有所好转；新兴经济体增长动能总体减弱，部分经济体金融市场波动加剧，更多经济体开始放松货币政策，但同时又面临资本外流的担忧。错综复杂的全球经济和货币政策

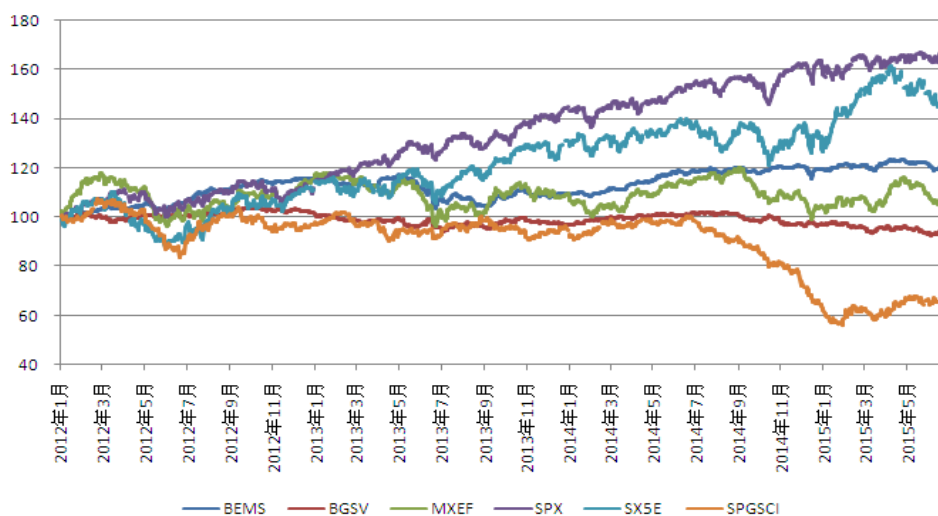
交织，加大了国际金融市场波动。上半年，美元震荡走强，多数发达和新兴经济体货币走弱，大宗商品价格普遍下挫，发达经济体股票、债券市场表现总体好于新兴经济体（见图 1-2、1-3）。

图 1-2 2007 年以来国际金融市场利率和货币波动率水平



数据来源：彭博资讯。

图 1-3 2012 年以来全球股票、债券和商品市场价格

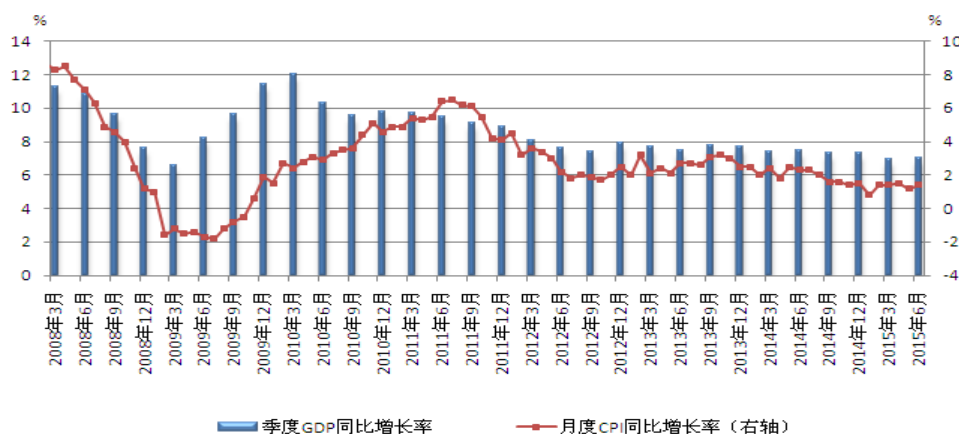


注：BEMS 和 BGSV 分别为彭博新兴市场 and 发达国家主权债券指数，MXEF 为 MSCI 新兴市场股指，SPX 为美国标准普尔 500 股指，SX5E 为欧元区斯托克 50 股指，SPGSCI 为标准普尔 GSCI 商品价格指数，均以 2012 年初值为 100。
数据来源：彭博资讯。

从国内看，我国经济增长与预期目标相符，主要经济指标环比有所回升（见图 1-4）。上半年，就业形势基本稳定，城乡居民收入和消费平稳增长，社会融资成本下行，但工业生产增速回落，外需疲弱

导致出口增速放缓，依靠政府投资推动的经济增长扩张空间有限。在增速换挡、结构调整和前期政策消化三期叠加阶段，结构调整为中长期的经济增长注入动力，但短期看仍面临下行调整压力。

图 1-4 2008-2015 年上半年我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率



数据来源：国家统计局。

（二）国际收支主要状况

2015 年上半年，我国国际收支总差额¹230 亿美元，同比下降 85%（见表 1-1）。其中，经常账户顺差 1486 亿美元，增长 85%；资本和金融账户（不含储备资产，下同）逆差 1256 亿美元，2014 年同期为顺差 778 亿美元。

货物贸易顺差增长较快。按国际收支统计口径²，2015 年上半年，我国货物贸易出口 10112 亿美元，进口 7546 亿美元，同比分别下降

¹ 国际收支总差额=经常账户差额+资本和金融账户差额（不含储备资产）。

² 本口径与海关口径的主要差异在于：一是国际收支中的货物只记录所有权发生了转移的货物（如一般贸易、进料加工贸易等贸易方式的货物），所有权未发生转移的货物（如来料加工或出料加工贸易）不纳入货物统计，而纳入服务贸易统计；二是计价方面，国际收支统计要求进出口货值均按离岸价格记录，海关出口货值为离岸价格，但进口货值为到岸价格，因此国际收支统计从海关进口货值中调出国际运保费支出，并纳入服务贸易统计；三是补充部分进出口退运等数据；四是补充了海关未统计的转手买卖下的货物净出口数据。

2%和 15%；顺差 2566 亿美元，增长 73%（见图 1-5）。

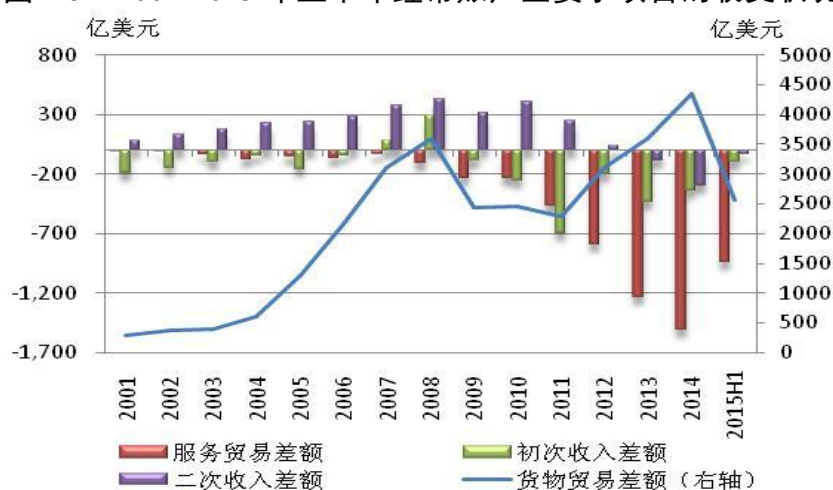
表 1-1 2010-2015 年上半年中国国际收支顺差结构

单位：亿美元

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 上半年
国际收支总差额	5247	4016	1836	4943	2579	230
经常账户差额	2378	1361	2154	1482	2197	1486
占国际收支总差额比重	45%	34%	117%	30%	85%	646%
与 GDP 之比	4.0%	1.9%	2.6%	1.6%	2.1%	3.1%
资本和金融账户差额	2869	2655	-318	3461	382	-1256
占国际收支总差额比重	55%	66%	-17%	70%	15%	-546%
与 GDP 之比	4.8%	3.6%	-0.4%	3.6%	0.4%	-2.6%

数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

图 1-5 2001-2015 年上半年经常账户主要子项目的收支状况



数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易逆差继续扩大。2015 年上半年，服务贸易收入 1122 亿美元，同比增长 1%；支出 2067 亿美元，增长 20%；逆差 945 亿美元，扩大 53%，其中运输项目逆差收窄 24%，旅行项目逆差延续扩大态势，增长 103%（见图 1-5）。

初次收入³项目转为逆差。2015 年上半年，初次收入项下收入 1310

³ 国际货币基金组织《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）将经常项下的“收益”名称改为“初次收入”，将“经常转移”名称改为“二次收入”。

亿美元，同比增长 20%；支出 1414 亿美元，增长 36%；逆差 104 亿美元，上年同期为顺差 55 亿美元。其中，雇员报酬顺差 151 亿美元，增长 47%；投资收益逆差 258 亿美元，扩大 4.5 倍（见图 1-5）。投资收益为负不代表我国对外投资损失，实际上，上半年我国对外投资的收益为 1127 亿美元，同比增长 15%；外国来华投资利润利息、股息红利等支出 1385 亿美元，扩大 35%。

二次收入项目逆差大幅收窄。2015 上半年，二次收入项下收入 184 亿美元，同比下降 22%；支出 215 亿美元，下降 39%；逆差 32 亿美元，同比收窄 73%（见图 1-5）。二次收入主要包括捐赠、赔偿、社会保障、税收、罚款以及博彩等。自 2013 年起，二次收入由顺差转为逆差，主要反映了随着居民收入的提高，境内企业和个人对境外的捐赠有所增多。

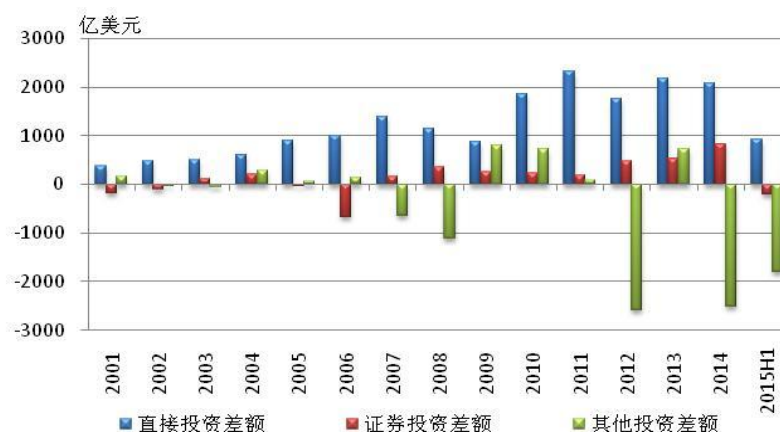
直接投资顺差小幅下降。按国际收支统计口径，2015 年上半年，直接投资⁴顺差 920 亿美元，同比下降 1%（见图 1-6）。其中，对外直接投资净流出即直接投资资产净增加 529 亿美元，增长 70%；外国来华直接投资净流入即直接投资负债净增加 1449 亿美元，增长 17%。

证券投资转为逆差。2015 年上半年，证券投资为逆差 241 亿美元，上年同期为顺差 369 亿美元（见图 1-6）。其中，我国对外证券投资净流出 572 亿美元，上年同期为净流入 25 亿美元；境外对我国证券投资净流入 331 亿美元，同比下降 4%。

⁴ 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。

其他投资逆差大幅扩大。2015年上半年，其他投资为逆差1931亿美元，同比扩大2.7倍（见图1-6）。其中，我国对外的贷款、贸易信贷和资金存放等资产净增加632亿美元，同比下降61%；境外对我国的贷款、贸易信贷和资金存放等负债净减少1299亿美元，上年同期为净增加1124亿美元。

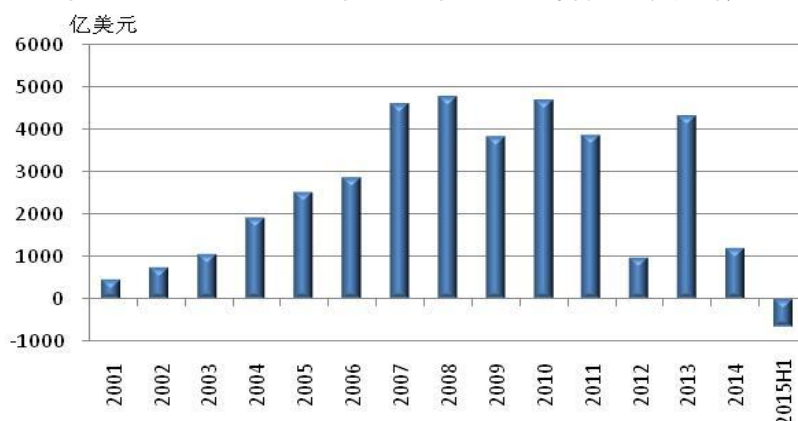
图 1-6 2001-2015 年上半年资本和金融账户主要子项目的收支状况



数据来源：国家外汇管理局。

储备资产有所下降。2015年上半年，我国储备资产（剔除汇率、价格等非交易价值变动影响，下同）减少671亿美元，上年同期为增加1479亿美元，其中，外汇储备资产减少666亿美元（见图1-7），上年同期为增加1486亿美元。

图 1-7 2001-2015 年上半年外汇储备资产变动额



数据来源：国家外汇管理局。

专栏 1:

《国际收支手册》（第六版）标准下的国际收支统计变化

我国从 2015 年开始按照《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）的标准编制和公布国际收支平衡表和国际投资头寸表。与第五版相比，第六版加强了对经济体脆弱性和可持续性的分析和监测，更加关注国际投资头寸和资产负债表情况。主要变化有：

一、主要项目名称有所调整。一类调整是项目的中文翻译改变，如“经常项目”改为“经常账户”，“资本和金融项目”改为“资本和金融账户”。另一类调整是项目的英文名称改变，为与国民账户体系等其他国际统计标准的相关概念相协调。如经常账户下的“收益”改为“初次收入”、“经常转移”改为“二次收入”等。

二、项目归属及分类变化。一是“来料加工”在第五版下按照进口和出口分别记录在货物贸易贷方和借方，而第六版是按照“工缴费”净额记录在服务贸易贷方；“转手买卖”由服务贸易调整至货物贸易下，按净额记录在贷方。以 2013 年国际收支平衡表为例，“来料加工”出口 925 亿美元、进口 828 亿美元，根据第五版分别记录在货物贸易贷方和借方下；而根据第六版，应按净额即 97 亿美元记录在服务贸易的贷方，在货物贸易中不再出现。2013 年“转手买卖”净收入 686 亿美元，根据第五版记录在服务贸易贷方项下；而根据第六版，应记录在货物贸易的贷方，在服务贸易中不再出现。二是将“金融衍生工具”从证券投资中单列出来，成为与证券投资并列的分类。三是将储备资产列于金融账户下。为兼顾公众的使用习惯，我国在金融账户下设“非储备性质的金融账户”和“储备资产”两个大项，前者口径与以往公布表式的金融账户相同。2015 年上半年资本和金融账户逆差 583 亿美元，其中“非储备性质的金融账户”逆差 1259 亿美元。

三、列示方法变化。一是使用一列方式列示数据。以往我们在公布国际收支平衡表时按贷方、借方、差额三列列示数据，2015 年起按照一列列示数据。这种列示方法有助于进行时间序列分析。二是金融账户按差额列示而不再列示借贷方。主要是因为金融交易往往非常频繁，规模非常大，分析资产和负债的净变化比总流量更有意义。并且，总流量通常很难统计，很多时候需根据存量变化推算流量。另外，第六版给出了金融账户新的记录方法，可将资产和负债的增加均记

录为正值，减少均记录为负值。考虑公众的使用习惯，我国仍采用以往的记录方法，即将金融账户资产净增加记借方（以负值表示），负债净增加记贷方（以正值表示），例如 2014 年储备资产增加记为-1178 亿美元。

四、直接投资的统计方法发生变化。新版直接投资统计的变化主要体现在对直接投资企业对境外母公司投资（逆向投资）的处理方法上。第五版中，根据投资方向，直接投资被划分为“我国对外直接投资”（ODI）和“外国来华直接投资”（FDI），其中 ODI 下既包括我国对外直接投资的资产，也包括我国对外直接投资的负债（逆向投资），并按照资产减负债的轧差方式记录对外直接投资净资产；同样，FDI 项下则采用外国来华直接投资负债减去外国来华直接投资资产（逆向投资）的统计原则。根据该原则，如当年境内直接投资者对境外子公司股权和债权投资 100 亿美元，接受境外子公司贷款或股权投资（逆向投资）30 亿美元，则这 30 亿美元负债将作为 ODI 资产的扣减项处理，最终当年 ODI 净增加 70 亿美元。FDI 项下按同样原则处理。第六版中，直接投资不再对逆向投资进行轧差处理，而是根据该投资是形成资产还是产生负债分别加以记录。如，境外子公司对境内股东的股权和债务投资，记录在“负债”项下；外商投资企业对外国股东的股权和债务投资，记录在“资产”项下。还是上例，第六版中境内直接投资者对境外子公司的 100 亿美元投资将纳入我国对外直接投资统计，30 亿美元的逆向投资将纳入外国来华直接投资统计。

五、改进了部分存量数据统计方法。根据手册的最新标准，我们全面采用市值法统计和编制我国国际投资头寸表中的各项数据，替代以往个别项目历史流量累计的方法。但是，由于部分重要数据的统计制度都是在近期开始实施，历史数据无法获得，因此，往期数据未能进行追溯调整，这样 2014 年前后的 IIP 数据存在不可比的情况。例如，2014 年及以前的证券投资股权负债数据采用历史成本法，对于上市企业在境外发行的股票按发行价格记录存量。2015 年起我们采用了市场价值法，即按期末的股票市场价格进行记录。由于估值方法改变，造成 2014 年前后的该部分数据不可比。

表 1-2 2015 年上半年中国国际收支平衡表

单位：亿美元

项 目	行次	2015 年上半年
1. 经常账户	1	1,486
贷方	2	12,728
借方	3	-11,242
1.A 货物和服务	4	1,621
贷方	5	11,234
借方	6	-9,613
1.A.a 货物	7	2,566
贷方	8	10,112
借方	9	-7,546
1.A.b 服务	10	-945
贷方	11	1,122
借方	12	-2,067
1.A.b.1 加工服务	13	97
贷方	14	98
借方	15	-1
1.A.b.2 维护和维修服务	16	11
贷方	17	17
借方	18	-6
1.A.b.3 运输	19	-220
贷方	20	198
借方	21	-418
1.A.b.4 旅行	22	-892
贷方	23	277
借方	24	-1,169
1.A.b.5 建设	25	31
贷方	26	82
借方	27	-51
1.A.b.6 保险和养老金服务	28	-14
贷方	29	20
借方	30	-34
1.A.b.7 金融服务	31	-4
贷方	32	11
借方	33	-15
1.A.b.8 知识产权使用费	34	-99
贷方	35	6
借方	36	-105
1.A.b.9 电信、计算机和信息服务	37	59

贷方	38	114
借方	39	-55
1.A.b.10 其他商业服务	40	100
贷方	41	290
借方	42	-190
1.A.b.11 个人、文化和娱乐服务	43	-4
贷方	44	4
借方	45	-8
1.A.b.12 别处未提及的政府服务	46	-9
贷方	47	5
借方	48	-14
1.B 初次收入	49	-104
贷方	50	1,310
借方	51	-1,414
1.B.1 雇员报酬	52	151
贷方	53	179
借方	54	-28
1.B.2 投资收益	55	-258
贷方	56	1,127
借方	57	-1,385
1.B.3 其他初次收入	58	4
贷方	59	4
借方	60	-1
1.C 二次收入	61	-32
贷方	62	184
借方	63	-215
2. 资本和金融账户	64	-585
2.1 资本账户	65	3
贷方	66	4
借方	67	-1
2.2 金融账户	68	-587
资产	69	-1,084
负债	70	497
2.2.1 非储备性质的金融账户	71	-1,259
资产	72	-1,756
负债	73	497
2.2.1.1 直接投资	74	920
2.2.1.1.1 直接投资资产	75	-529
2.2.1.1.1.1 股权	76	-495
2.2.1.1.1.2 关联企业债务	77	-34
2.2.1.1.2 直接投资负债	78	1,449

2.2.1.1.2.1 股权	79	1,233
2.2.1.1.2.2 关联企业债务	80	215
2.2.1.2 证券投资	81	-241
2.2.1.2.1 资产	82	-572
2.2.1.2.1.1 股权	83	-326
2.2.1.2.1.2 债券	84	-247
2.2.1.2.2 负债	85	331
2.2.1.2.2.1 股权	86	212
2.2.1.2.2.2 债券	87	120
2.2.1.3 金融衍生工具	88	-7
2.2.1.3.1 资产	89	-23
2.2.1.3.2 负债	90	16
2.2.1.4 其他投资	91	-1,931
2.2.1.4.1 资产	92	-632
2.2.1.4.1.1 其他股权	93	0
2.2.1.4.1.2 货币和存款	94	-152
2.2.1.4.1.3 贷款	95	-541
2.2.1.4.1.4 保险和养老金	96	-56
2.2.1.4.1.5 贸易信贷	97	130
2.2.1.4.1.6 其他应收款	98	-13
2.2.1.4.2 负债	99	-1,299
2.2.1.4.2.1 其他股权	100	0
2.2.1.4.2.2 货币和存款	101	-175
2.2.1.4.2.3 贷款	102	-759
2.2.1.4.2.4 保险和养老金	103	14
2.2.1.4.2.5 贸易信贷	104	-357
2.2.1.4.2.6 其他应付款	105	-23
2.2.1.4.2.7 特别提款权	106	0
2.2.2 储备资产	107	671
2.2.2.1 货币黄金	108	0
2.2.2.2 特别提款权	109	-4
2.2.2.3 在国际货币基金组织的储备头寸	110	10
2.2.2.4 外汇储备	111	666
2.2.2.5 其他储备资产	112	0
3.净误差与遗漏	113	-901

注：1.本表根据《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）编制。

2.“贷方”按正值列示，“借方”按负值列示，差额等于“贷方”加上“借方”。本表除标注“贷方”和“借方”的项目外，其他项目均指差额。

3.本表计数采用四舍五入原则。

数据来源：国家外汇管理局。

专栏 2:

如何看待近期我国黄金储备变动

近期，人民银行按照国际货币基金组织数据公布特殊标准（SDDS）公布了黄金储备数据。截至 2015 年 6 月末，我国黄金储备规模为 1658 吨，较上次（2009 年 4 月）公布规模增加了 604 吨。

根据国际收支统计原则，黄金分为货币黄金与非货币黄金，前者由央行持有，是一种金融资产，在金融账户的储备资产项下记录；后者由其他部门持有，是一种实物资产，在经常账户下的货物进出口中记录。央行增持黄金储备，根据交易对手可分为国内交易和国外交易。国内交易不需要在国际收支平衡表中进行记录。国外交易需区分交易对手进行记录，只有与国外央行或国际组织的交易才记录货币黄金，从其他商业机构购买属于非货币黄金进口，记录在货物项下，这些非货币黄金通过黄金货币化（非交易变动）最后形成央行的货币黄金储备。

我国本次增持黄金的渠道主要包括国内杂金提纯、生产收贮、国内外市场交易等方式。其中，国内杂金提纯、生产收贮以及国内市场购买都属于国内交易，不需要在国际收支平衡表中进行记录。国外市场购买黄金的交易对手均是国外商业机构，而非央行或国际组织，因此不应记录为货币黄金增加，而应记录为货物进口。考虑到本次增持黄金是多年来逐步累积的，进行追溯调整较为困难，因此国际收支平衡表中不再对这些交易进行记录和调整，未来发生交易时根据实际情况进行记录。存量方面，央行的黄金储备余额记录在国际投资头寸表的储备资产项下，2015 年 2 季度货币黄金余额变化与流量之间的差异形成约 220 亿美元的非交易变动，其中包括黄金货币化以及往期存量黄金的价格变化等。2015 年 6 月末，我国黄金储备余额 624 亿美元，与外汇储备之比为 1.7%。

虽然与 3 万多亿美元的外汇储备相比，我国黄金储备的规模不大，与外汇储备之比不足 2%。但是，从绝对量来看，我国的规模并不低。根据世界黄金协会（WCG）7 月公布的数据，中国已超越俄罗斯成为全球第五大黄金储备国。排在前四位的美国、德国、意大利以及法国由于其本币均是可自由兑换货币，同时外汇储备规模较低，因此黄金储备与外汇储备之比较高。而我国作为尚未实现完全可兑换的发展中国家，外汇储备规模较大，黄金储备比例自然较低，因此不能仅

以这一比例高低来衡量黄金储备规模是否合适。作为外汇储备全球第二大国的日本，其黄金储备的占比也只有 2%。

黄金作为一种特殊的资产，具有金融和商品的多重属性，与其他资产一起配置，有助于调节和优化国际储备组合的整体风险收益特性。但是，相对于其他外汇资产，黄金储备也有着一定的局限性。比如，黄金的价格波动较大，市场容量小，持有成本高，流动性欠缺等。从价格方面来看，国际金价波动较大。2009 年年初以来，黄金由每盎司 800 美元左右逐步上升到 2011 年中的高点接近 1900 美元，之后不到两年又回落到 1200 美元左右。价格的大幅波动不利于储备资产保持安全性。从市场容量和流动性看，国际外汇市场的日成交量在 5 万亿美元以上，债券市场仅美国余额就有约 50 万亿美元，而国际黄金市场日成交量仅有约 0.3 万亿美元。因此大规模持有黄金作为储备资产难以满足随时变现的需要。从资产的保值增值性来看，持有黄金储备不仅不能生息，还要支付托管费用以及存储费用等成本。

此外，中国已成为世界第一大黄金生产国，也是黄金消费大国。2015 年上半年，我国累计生产黄金 229 吨，消费黄金 561 吨，其中，首饰制造用金 412 吨，金条及金币用金 102 吨，工业及其他用金 47 吨。可见，“藏金于民”成效显著，而从国家储备角度来讲，也没有必要和老百姓“争”金。

（三）国际收支运行评价

经常账户顺差增加但仍处于国际公认的合理水平之内。2015 年上半年，我国经常账户顺差与 GDP 之比为 3.1%，同比上升 1.3 个百分点。主要是由于货物贸易顺差增长较快，与 GDP 之比为 5.3%，同比上升 2.0 个百分点；服务贸易和投资收益逆差与 GDP 之比分别为 2.0% 和 0.5%，同比扩大 0.6 和 0.4 个百分点（见图 1-8）。此外，上半年经常账户和直接投资顺差合计 2406 亿美元，较上年同期增长 39%，说明我国抵御跨境资本流动冲击的基础依然较强。

图 1-8 1990-2015 年上半年经常账户差额与 GDP 之比及其结构



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

跨境资本延续流出势头但第二季度大幅缓解并趋向基本平衡。

2015 年第一季度，资本和金融账户逆差 981 亿美元，较 2014 年四季度扩大 677 亿美元；外汇储备资产减少 795 亿美元，环比多降了 502 亿美元。第二季度跨境资本流出明显放缓，资本和金融账户逆差 275 亿美元，较第一季度收窄 707 亿美元；外汇储备资产由第一季度的下降转为增加 130 亿美元（见图 1-9）。

图 1-9 2005-2015 年第二季度国际收支差额与外汇储备资产变动

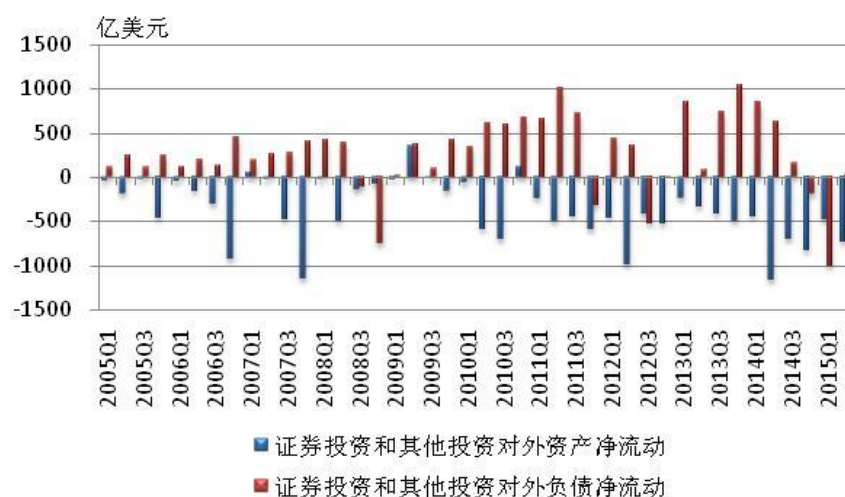


数据来源：国家外汇管理局。

境内主体本外币资产负债结构优化调整是跨境资本流动变化的

主导因素。一方面，“藏汇于民”效果明显，境内机构和个人的对外资产有所增多。2015 年上半年，我国企业对外直接投资项下净流出即对外资产净增加 529 亿美元，同比增长 70%；对外证券投资项下净流出即对外资产净增加 572 亿美元，2014 年同期为净回流 25 亿美元（见图 1-10）。另一方面，境内主体进一步减少对外负债，逐步降低高杠杆经营等风险。上半年，境外贷款净流出 759 亿美元，2014 年同期为净流入 769 亿美元；贸易信贷项下净流出即对外负债净减少 357 亿美元，同比增长 3.3 倍。此外，境内主体对外债务去杠杆化进程也根据市场情况有所调整，随着人民币汇率走势及预期逐步企稳，第二季度境外贷款和贸易信贷净流出即对外负债净下降 179 亿和 136 亿美元，分别较第一季度净流出规模下降 69%和 39%。

图 1-10 2005-2015 年第二季度证券投资和其他投资项下资本流动情况



数据来源：国家外汇管理局。

专栏 3:

外汇储备余额下降的主要影响因素

2015年6月末,我国外汇储备余额为36938亿美元,而2014年6月末为历史最高的39932亿美元。在此一年间,外汇储备余额累计下降了2994亿美元,主要影响因素如下(见图C3-1):

一是汇率、价格等非交易价值变动影响使得外汇储备账面价值减少2000多亿美元,这些并不是实际的外汇从储备流出。国际收支平衡表显示,2014年下半年至2015年上半年,我国外汇储备资产累计下降963亿美元,这都是国际收支实际交易所致(含储备经营收益),其余2031亿美元的外汇储备余额变化均与汇率、价格等估值因素有关。例如,美元指数在此期间上涨20%,导致外汇储备中的欧元等非美元资产折算成美元时,就会出现美元计价规模下降。

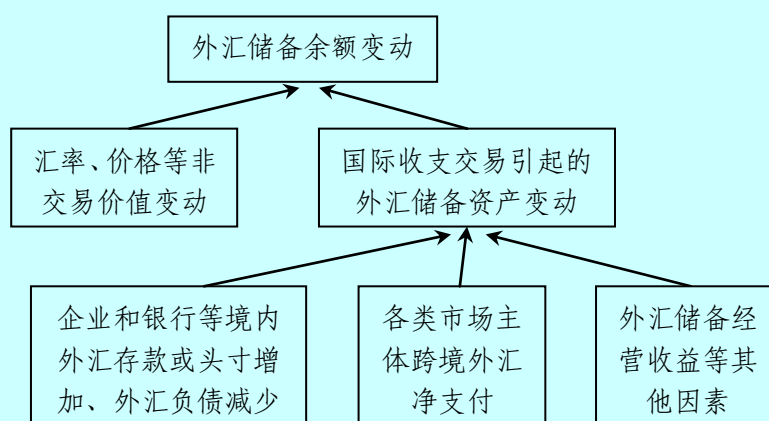
二是我国企业、银行等调整境内本外币资产负债结构,增持外汇资产,减少外汇负债。2014年下半年至2015年上半年,我国企业、个人持汇意愿逐步增强,在境内银行的外汇存款余额先降后升,累计增加了236亿美元;同时,企业购汇偿还境内外汇贷款增多,在此一年内的银行境内外汇贷款余额累计下降328亿美元,其中,2014年下半年降幅较大,2015年上半年有所企稳;此外,由于客户与银行签订的远期售汇合同金额明显大于远期结汇,银行未来需要向客户净卖出外汇,为规避汇率波动风险,银行相应增持了666亿美元的外汇头寸。上述调整最终都使得我国银行的自身外汇头寸、客户外汇存款等境内外汇资金来源增多,而境内外汇贷款发放等资金运用减少,更多外汇资金被银行运用到境外,在国际收支统计中表现为银行部门增持境外资产或偿还境外负债,均导致资本和金融账户逆差扩大。

三是企业等各类市场主体跨境外汇净支付。2014年下半年至2015年上半年,境内企业、个人等非银行部门跨境外汇净支付456亿美元,主要用于境外旅游消费、企业“走出去”投资或偿还境外融资等。但外商直接投资、我国企业境外证券筹资等项下依然是外汇较大净流入,说明真正以长期投资为目的的外汇资金仍在进入我国。同期,银行自身净购汇并对外支付外汇494亿美元,主要是由于国内客户黄金等贵金属投资和消费需求旺盛,推动了黄金进口以及贵金属投资形成

的汇率敞口平盘购汇，体现了“藏金于民”的效果。

此外，外汇储备经营收益等还会增加外汇储备，2014年下半年至2015年上半年，国际收支平衡表中的投资收益项目累计收入（即贷方）1979亿美元，其中的储备经营收益贡献较大。总的来看，近期我国外汇储备余额下降，汇率、价格等估值因素影响较大，其他主要是由于境内主体本外币资产负债结构的优化调整。

图 C3-1 外汇储备余额变动的主要影响因素



二、国际收支主要项目分析

(一) 货物贸易

货物进出口呈现较大顺差，外贸依存度进一步下降。根据海关统计，2015年上半年，我国出口同比增长0.7%，进口同比下降15.7%，进出口顺差2622亿美元，同比增长1.5倍，与同期GDP的比为5.4%，较上年同期提高3.1个百分点。上半年，我国外贸依存度（即进出口总额/GDP）为38.8%，较2014年同期下降5.7个百分点（见图2-1）。

图 2-1 2001-2015 年上半年我国进出口差额与外贸依存度



数据来源：海关总署，国家统计局。

一般贸易差额由逆转顺，私营企业进出口顺差增长较快。2015年上半年，我国一般贸易顺差1261亿美元，2014年同期为逆差136亿美元；加工贸易顺差1625亿美元，同比略降2.8%（见图2-2）。私营企业进出口顺差2729亿美元，同比大幅增长60.8%；外资企业进出口顺差769亿美元，增长19.0%；国有企业进出口逆差865亿美元，同比下降34.2%。近期，货物贸易顺差中加工贸易、外资企业的比重有所下降（见图2-3），一方面说明我国对外贸易的内生动力逐步增强，

另一方面也反映了一般贸易和内资企业进口成本的降低。

图 2-2 2000-2015 年上半年我国按贸易方式货物贸易差额构成



数据来源：海关总署。

图 2-3 2000-2015 年上半年我国按贸易主体货物贸易差额构成

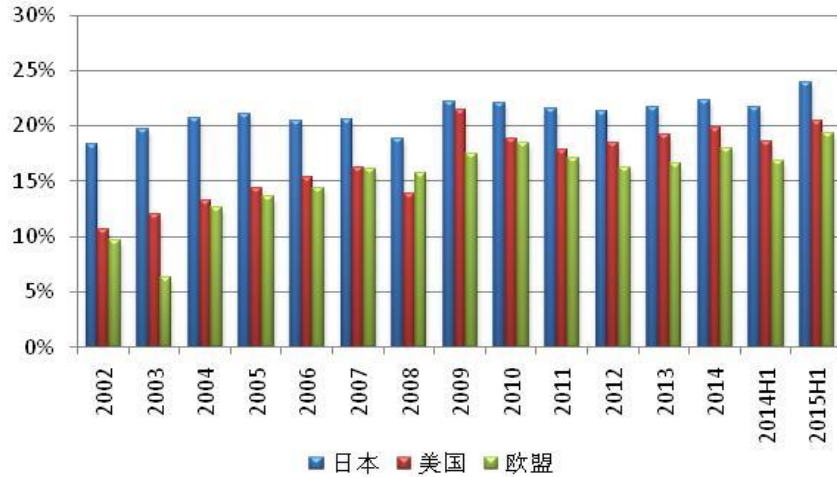


数据来源：海关总署。

我国出口商品在主要发达市场的份额稳中有升，出口市场多元化积极推进。2015 年上半年，我国对美国出口同比增长 9.3%，对日本和欧盟出口同比分别下降 10.6%和 2.5%。从欧美日进口来源国情况看，上半年美国进口商品中来自中国的比重为 20.4%，较 2014 年同期上升 1.8 个百分点；欧盟进口商品中来自中国的比重为 19.3%，同比上升 2.5 个百分点；日本进口商品中来自中国的比重为 23.9%，同比上升 2.2 个百分点。上半年，我国对东盟、印度、拉美、非洲等新

兴市场出口增长较快，增速分别为 9.7%、10.7%、3.7%和 12.8%，合计占比为 26.1%，同比上升 2.0 个百分点。

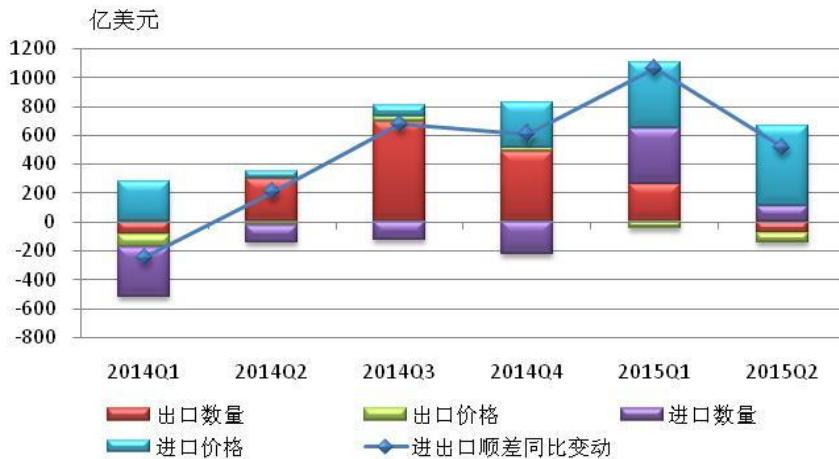
图 2-4 2002-2015 年上半年我国出口商品在发达经济体的市场份额变动



数据来源：海关总署。

进口价格回落对顺差增长贡献较大，贸易条件明显改善。 2015 年上半年，进出口顺差同比增加 1579 亿美元。其中，由于石油、铁矿石等国际大宗商品价格大幅下跌，进口价格指数月均回落 10.7%，对顺差增加的贡献为 64%，即 1011 亿美元（见图 2-5）。上半年，我国出口价格指数月均下跌 1.1%，贸易条件指数月均为 110.8%，较 2014 年同期明显改善。

图 2-5 进出口差额同比变动中的数量与价格因素



数据来源：环亚经济数据库。

（二）服务贸易⁵

服务贸易规模保持稳定增长趋势，高附加值服务贸易与传统服务贸易齐头并进。在国内经济增速放缓、外贸低迷的背景下，我国服务贸易仍保持较快增长势头。2015年上半年，服务贸易收支总额达到3188亿美元，同比增长12%，同期货物贸易总额为下降8%。服务贸易与货物贸易总额的比例为18%，较上年同期高3个百分点（见图2-6）。在国家优化服务贸易结构，支持高附加值服务发展政策的推动下，我国服务贸易转型升级不断深化。2015年上半年，电信计算机和信息服务、建设以及文化娱乐等高附加值服务贸易分别增长19%、79%和1.3倍。

图 2-6 2004-2015 年上半年货物贸易和服务贸易收支总额比较



数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易收入略有增长，增速有所下滑。2015年上半年服务贸易收入为1122亿美元，增长1%（见图2-7），增速较上年同期下降13个百分点。上半年，由于服务贸易的五个主要项目出现分化，使

⁵ 按照最新国际标准，国际收支平衡表中服务贸易口径较过去发生变化，加工贸易从货物贸易调整至服务贸易，转手买卖从服务贸易调整至货物贸易。同时，服务贸易分类和细项名称略有调整。

得整体服务贸易收入增长大幅放缓。其中，运输、旅行、建设、电信计算机和信息服务收入较去年同期共计增加 97 亿美元，其他商业服务（包括研发服务、专业和管理咨询服务、技术服务、经营性租赁服务等项目）收入较去年同期减少 97 亿美元。

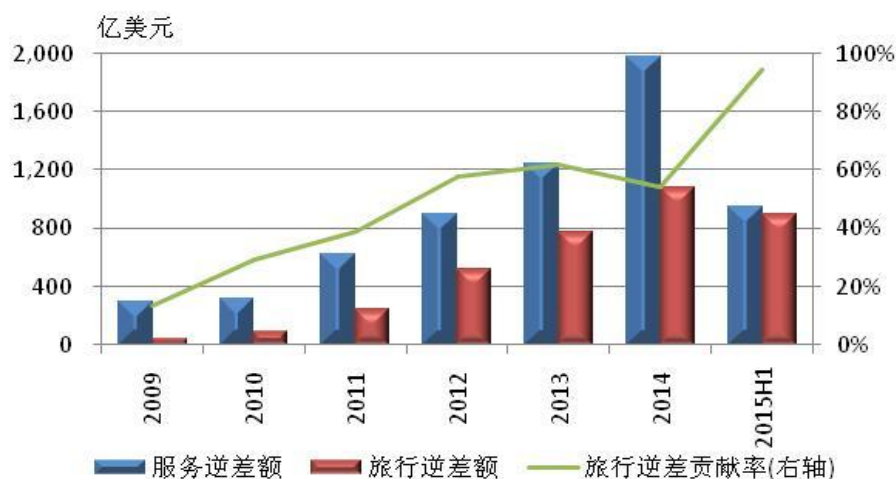


服务贸易支出继续保持较快增长，旅行占比持续上升。2015 年上半年服务贸易支出 2067 亿美元（见图 2-7），增长 20%。其中，旅行支出 1169 亿美元，占服务贸易支出的 57%，是服务贸易支出占比最大项目，且该比例近年还有不断扩大趋势；运输支出和其他商业服务支出分列第二、三位，分别为 418 亿美元和 190 亿美元。

服务贸易逆差继续扩大，旅行支出快速增长是主因。2015 年上半年服务贸易逆差 945 亿美元，增长 53%，其中在服务贸易总额中占比近半的旅行项目是服务贸易整体逆差扩大的主要来源（见图 2-8）。由于居民可支配收入提高，部分国家签证政策放松，出境留学热潮不减，以及部分国家货币贬值等因素，导致境外购物更具吸引力，出境旅游及留学人数持续增长。2015 年上半年我国出境 6190 万人次，同

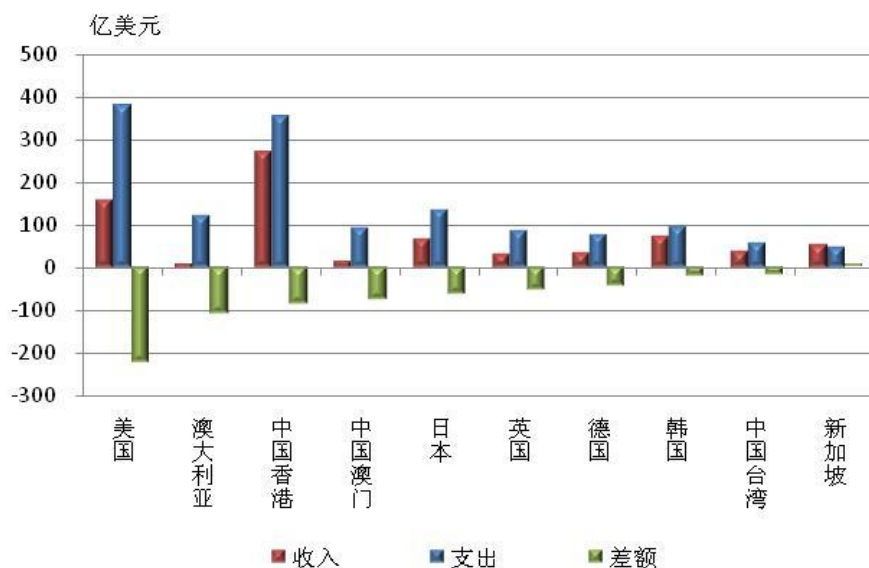
比增长 14%。2015 年上半年旅游项目支出 1169 亿美元，增长 70%；收入 277 亿美元，增长 12%；逆差 892 亿美元，增长 1 倍，对服务贸易逆差的贡献度为 94%。

图 2-8 2009-2015 年上半年旅行逆差对服务贸易逆差贡献度



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-9 2015 年上半年我国对主要贸易伙伴服务贸易收支情况



数据来源：国家外汇管理局。

逆差国家和地区集中度较高。2015 年上半年，我国对十个主要贸易伙伴国(地区)中的九个均呈现逆差，占同期服务贸易逆差 75%。其中，对美国、澳大利亚、香港、澳门、日本、英国、德国、韩国、

台湾的服务贸易逆差分别为 223 亿、111 亿、86 亿、78 亿、66 亿、55 亿、44 亿、24 亿和 20 亿美元（见图 2-9）。过去，服务贸易顺差的主要地区是香港，由于《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）将转手买卖从服务贸易调至货物贸易，因此上半年我对港服务贸易转为逆差 86 亿美元，去年同期为顺差 306 亿美元。2015 年上半年，我国对新加坡保持小额顺差，金额为 7 亿美元。

（三）直接投资

直接投资继续呈现净流入⁶。2015 年上半年，我国国际收支口径的直接投资净流入 920 亿美元，同比下降 1%。2014 年，全球吸收外来直接投资减少 16%，我国超过美国，成为吸收外来直接投资最多的国家。2015 年以来，直接投资继续较大规模净流入，反映我国在吸引外资流入方面仍具较强竞争力。上半年直接投资净流入同比少增，不在于吸收来华投资下降，而在于我国企业加快“走出去”（见图 2-10）。

图 2-10 2000-2015 年上半年直接投资差额



数据来源：国家外汇管理局。

⁶ 直接投资净流动指对外直接投资净增与来华直接投资净增之差。当对外直接投资净增大于来华直接投资净增时，直接投资项目为净流出。当对外直接投资净增小于来华直接投资净增时，直接投资项目为净流入。

对外直接投资大增，显示企业进一步加速海外布局。2015 年上半年，我国对外直接投资净增 529 亿美元，同比增长 70%(见图 2-11)，其中，投资新增 774 亿美元，增长 41%，投资回流 245 亿美元，增长 3%。

从投资形式看，逾九成为股权投资净增（495 亿美元），其中新增股权投资和收益再投资均为两位数增长，表明境内企业看好境外投资前景，较好的境外企业盈利状况也推动了对外投资的扩大。对外债权投资净增 34 亿美元，上年同期为净减少 81 亿美元，反映此类投资灵活多变，易受短期市场因素影响。

图 2-11 2000-2015 年上半年对外直接投资状况

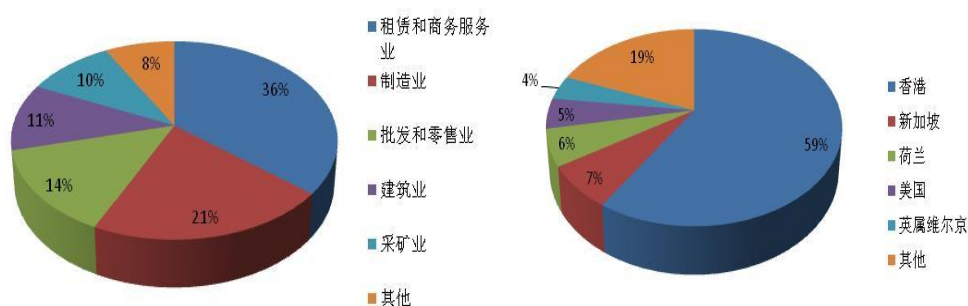


数据来源：国家外汇管理局。

分部门看，非金融部门对外直接投资净增 399 亿美元，同比增长 57%。上半年，中小规模投资趋于活跃，私营企业对外投资较快增长，“走出去”行业和主要投资目的地相对集中（见图 2-12）。欧美等成熟经济体经济运行出现复苏，对外国投资者吸引力上升。金融部门对外直接投资净增 134 亿美元，增长 1.3 倍，其中七成为银行部门对外投资，其投资资金主要来自收益再投资，主要投资目的地为香港，表

明伴随企业“走出去”不断壮大，金融业持续跟进投资。

图 2-12 2015 年上半年我国非金融部门对外直接投资流出分布
(按国内行业、投资目的国划分)



数据来源：国家外汇管理局。

从境内外关系⁷看，境内直接投资者对境外被投资企业的投资是我国对外直接投资的主要构成，2015 年上半年净增 492 亿美元，增长 58%，占对外直接投资净增的 93%。此外，外商投资企业对外直接投资者的投资（逆向投资），以及境内对境外联属机构的投资净增 37 亿美元，虽然仅占对外直接投资净增的 7%，但这类企业在跨国企业集团全球资金汇集中正在逐步形成“资金中心”功能。

来华直接投资稳定增加，反映境外直接投资者继续保持对华投资信心。2015 年上半年，来华直接投资净增 1449 亿美元，同比增长 17%，其中，投资新增 2008 亿美元，增长 26%；投资撤回 560 亿美元，增长 56%。继 2014 年超过美国成为全球最大外来直接投资目的地后，我国吸收来华直接投资继续保持增长。

⁷ 根据《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版），直接投资关系分为三类，即直接投资者对直接投资企业的投资、直接投资企业对直接投资者的投资（逆向投资）和联属企业之间的投资。其中，对直接投资资产（对外直接投资）而言，分别为境内直接投资者对境外直接投资企业（ODI 企业）的投资、境内直接投资企业（外商投资企业）对境外直接投资者的投资（逆向投资），以及境内企业对有共同母公司的境外联属企业的投资。

分部门看，上半年非金融部门吸收境外直接投资净增 1315 亿美元，同比增长 11%，占来华直接投资净增的九成。我国经济结构转型、产能调整、产业升级，促使境外股东不断调整其投向。上半年，制造业吸收来华直接投资占比 29%，同比下降 4 个百分点；商务服务业等第三产业吸收来华直接投资占比上升。金融部门吸收境外投资净增 134 亿美元，增长 1.2 倍，其中过半投向银行业和保险业，且主要为收益再投资，境内机构经营状况较好，境外投资未现大量撤出。

从投资形式看，85%为股权投资净增（1233 亿美元），增长 11%（见图 2-13）。在我国经济增速趋缓情况下，来华直接投资中的新增股权投资和收益再投资同比分别增长 8%和 14%，表明外资继续保持长期投资中国的信心。15%为债务投资净增(215 亿美元),增长 68%，主要是跨国公司根据境内外市场差异，进行灵活的财务安排。此外，人民币跨境投资不断扩大。52%的来华直接投资跨境资金净流入为人民币净流入，美元只占 41%。

图 2-13 2000-2015 年上半年来华直接投资状况



数据来源：国家外汇管理局。

从境内外关系⁸看，外商投资企业吸收境外直接投资者的投资是来华直接投资的主要构成，上半年境外投资净增 1359 亿美元，同比增长 9%，占来华直接投资净增的 94%，表明外资仍保持长期投资中国的信心；境内直接投资者吸收境外被投资企业的投资（逆向投资），以及境内吸收境外联属企业的投资 90 亿美元，占比仅为 6%。

专栏 4:

我国企业“走出去”具有顺周期性

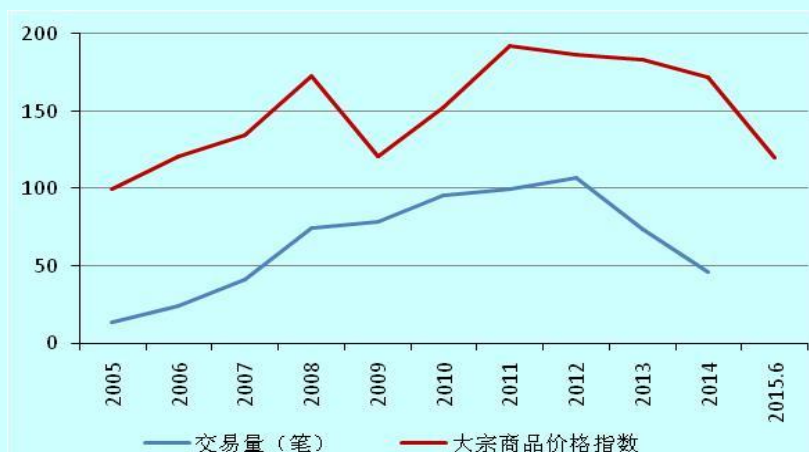
过去十年，随着国家加快实施“走出去”战略，我国企业对外投资步伐提速，大宗商品是主要投资领域之一。自 2011 年 3 月，全球大宗商品价格进入下行周期，先前的投资项目受到不同程度影响，我国对外大宗商品投资规模下降，呈现出较强的顺周期性。“走出去”企业在专注项目分析评价的同时，需加强跨周期研判，既做好整体方案设计，又做好不利情形的压力测试，按市场化原则稳健开展对外投资。

大宗商品是我“走出去”战略的主要领域。过去十年，我国企业“走出去”步伐提速，大宗商品是投资重点之一。据国际数据公司 Dealogic 统计，2000 年至 2014 年，我国企业海外并购 2130 笔，金额合计 4399 亿美元，其中大宗商品的并购 696 笔，占 33%；金额合计 2433 亿美元，占 55%。大宗商品并购集中于能源和矿产，中石油、中石化、中海油并购金额超过 1200 亿美元，约占 50%。

我海外大宗商品投资具有顺周期性。2005 年至 2011 年，随着全球大宗商品价格不断上涨，我企业海外大宗商品并购笔数显著增长。从 2011 年 3 月开始，全球大宗商品价格进入下行周期，原油、铁矿石、大豆价格均从较高位“腰斩”，我并购步伐也显著放缓。过去十年我国企业大宗商品并购与同期价格走势呈现明显的正相关性（见图 C4-1）。

⁸ 对直接投资负债（来华直接投资）而言，分别为外商投资企业吸收境外直接投资者的投资、境内直接投资者吸收境外直接投资企业（ODI 企业）的投资（逆向投资），以及境内企业吸收境外联属企业的投资。

图 C4-1 2005 年-2015 年 6 月份大宗商品价格与海外并购交易量趋势



数据来源：国际货币基金组织、Dealogic 公司。

顺周期性对我海外投资的负面影响正在显现。价格越涨，我国企业表现出的海外并购欲望越强，一旦价格下跌，不仅导致较大的投资损失，而且还错失在低位进行真正价值投资的宝贵时机。比如，2012 年我某国有企业出资 12 亿港元，收购加拿大阳光油砂 8% 股权。由于油价下跌，阳光油砂面临经营困境，被迫在价格低位出售部分资产偿还债务。截至 2015 年 6 月底，该笔投资市值缩水超过 80%，浮亏约 10 亿港元。

“走出去”要加强对周期性的研判和把握。一是跟踪评估产品供求、国际形势、地缘政治等因素，加强周期研究，增强逆周期的投资能力。二是做好财务测算，保障项目经济可行，保证中长期合理回报。三是把风险和困难估计充分，做好应对预案，采取有效措施应对价格下行风险。

“走出去”要继续坚持市场化原则。作为实施主体的企业，需要尊重市场规律，接受市场约束，落实市场主体责任。一是明确项目权责和资金属性，做到产权清晰、责任明确，权责利相一致，谁投资、谁负责，谁承担风险、谁获得收益。二是应受资本金约束，承担合理融资成本，确保现金流覆盖资金成本，落实经济回报，防范投融资风险。三是战略性项目要尽最大限度实行市场化运作，要有正向激励和约束机制，有效防范道德风险，把国家战略利益落到实处。

“走出去”要加强多方合作。中国企业海外大宗商品直接投资起步晚，面临投资经验不足、不熟悉当地市场等问题。需要加强多方合作，并采取参股、合营、基金等多种灵活策略开展对外投资。对内需加强统一协调，重视产业链的延伸和衔接。比如一个矿可以多家矿企联合投资，事前协调好国内的配套基建、交通运

输等企业。对外需联合国际多边开发机构、国际同业、当地企业，弥补自身短板，发挥各自相对优势。

（四）证券投资

证券投资净资产增加。2015 年上半年，我国证券投资净资产增加 241 亿美元，上年同期为减少 369 亿美元（见图 2-14）。在我国资本市场对外开放推进以及国际证券市场企稳的影响下，我国对外证券投资和境外对我国证券投资活跃，资金流入流出频率和规模较以往有所加大，尤其是我国对境外证券投资出现较大规模的增加，是我国证券投资净资产增加的主因。

图 2-14 2001-2015 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减持对外股权或债券，负值表示增持对外股权或债券；境外对我国证券投资正值表示增加对国内股权或债权投资，负值表示减少对国内股权或债券投资。

数据来源：国家外汇管理局。

我国对境外证券投资增加较多。2015 年上半年我国对外证券投资增加 572 亿美元，上年同期为减少 25 亿美元。其中，股本投资和债券投资分别增加 326 亿美元和 247 亿美元。资本市场对外进一步开放以及外部市场条件变化是推动我国对外证券投资大规模增加的主

因。一方面，“沪港通”为人民币资本跨境证券投资提供更为便利渠道，2015年上半年通过“港股通”渠道对外投资增加107亿美元，占股本投资增加额的33%。另一方面，随着美国经济复苏以及国际市场对美国加息预期增强，上半年美国和欧洲主要国家股票和债券市场表现良好，国内主体海外投资热情较高，银行等金融机构自身或通过QDII渠道增加对外投资，上半年分别增加207亿美元股本投资和241亿美元债券投资。

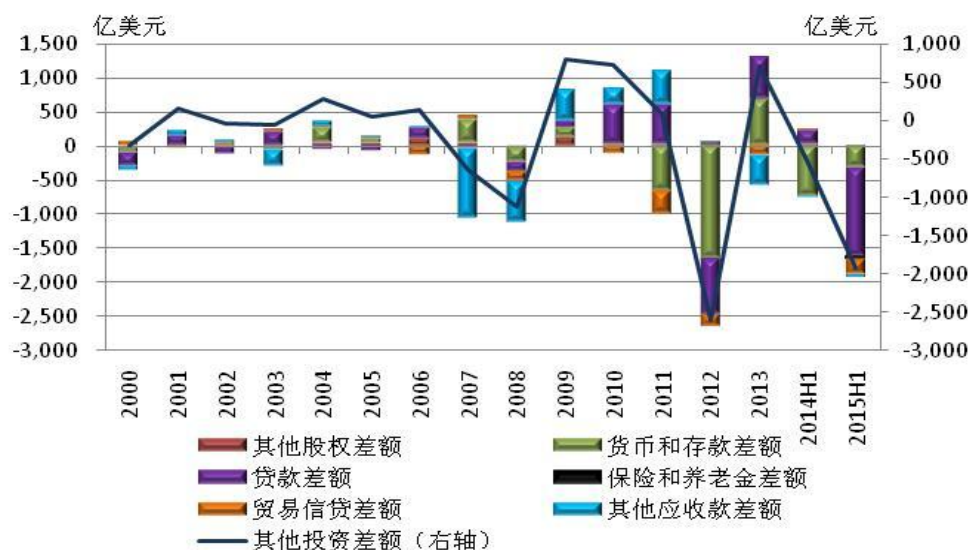
境外对我国证券投资延续增加。2015年上半年，境外对我国证券投资增加331亿美元，同比减少4%。其中，境外对我国股本证券投资增加212亿美元，债务证券投资增加120亿美元。从股本投资来看，一是随着我国企业竞争力提高和境外IPO市场稳步繁荣，境内企业境外上市及增发活跃，上半年，境内机构境外筹资235亿美元，发行主体主要是广发证券、海通证券等大型金融企业。二是我国对外开放进程加速，通过“沪股通”渠道流入资金规模较大，上半年对我国投资增加86亿美元。三是上半年国内股票市场显现“牛市”格局，股指期货指数快速上涨，后期股票市场整体估值推高，部分境外投资者选择获利离场。上半年，合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）股权投资减少88亿美元，其中4月份减少47亿美元，5月份增加13亿美元，6月份减少42亿美元，但6月下旬转为增加11亿美元。从债券投资来看，银行部门债券投资负债增加，上半年，境外银行、货币当局等投资境内银行部门发行的债券

增加 61 亿美元，QFII、RQFII 机构投资境内银行部门发行的债券减少 6 亿美元，境内银行承兑进口相关汇票增加 57 亿美元。

（五）其他投资

其他投资净资产增加。其他投资项下资本流动是影响我国国际收支状况的重要因素。2015 年上半年，我国其他投资项下净资产增加 1931 亿美元，较上年同期增长 2.7 倍，是资本和金融账户净资产增加规模的 3.3 倍。上半年，其他投资各项均为净资产增加，反映了境内主体对境内外汇率、利率及市场风险等预期的变化。其中，贷款项下由去年同期的净资产减少 203 亿美元转为净资产增加 1299 亿美元，占其他投资净资产增加总额的 67%；贸易信贷以及货币和存款分别为净资产增加 226 亿美元和 327 亿美元（见图 2-15）。

图 2-15 2000-2015 年上半年其他投资净额



数据来源：国家外汇管理局。

其他投资项下对外资本输出继续增加。2015 年上半年，我国其他投资项下对外资本输出净增加 632 亿美元，较去年同期少增 61%，反映了银行部门运用于境外的资金虽增长，但增速有所减缓。其中，

我国在境外的货币和存款增长 152 亿美元，较上年同期增量下降 87%；对境外贷款增长 541 亿美元，较上年同期增量下降 4%。另外，对外提供的贸易信贷资产减少 130 亿美元（即贸易项下应收和预付下降），较上年同期多减少了 25 亿美元。

其他投资项下对外负债大幅减少。2015 年上半年，境外对我国其他投资项下资本净流出（即我国对外负债净减少）1299 亿美元，而上年同期为净流入 1124 亿美元。一是获得境外贷款由上年同期的净增加 769 亿美元转为净减少 759 亿美元，主要是由于去年暴露的信用证风险促使银行加强了对贸易融资业务的风险控制，导致该信用证负债减少 740 亿美元；二是从境外获取的贸易信贷负债减少 357 亿美元（即贸易项下应付和预收下降），较上年同期多减少了 274 亿美元；三是我国吸收的货币和存款类资金减少 175 亿美元，上年同期为增加 426 亿美元。人民币负债的减少是导致上半年货币和存款类资金减少的主要原因。

专栏 5:

我国按照 SDDS 要求公布全口径外债数据

国际货币基金组织在 1996 年确立了数据公布特殊标准（Special Data Dissemination Standard，简称“SDDS”），旨在提高成员国宏观经济统计数据透明度，从而使广大数据使用者特别是金融市场参与者，能够借助充分的信息来评估各国经济形势。采纳 SDDS 的国家需遵照标准的要求，公布实体经济、财政、金融、对外和社会人口等五个部门的数据，外债属于对外部门的数据类别之一。目前，国际货币基金组织制定了数据公布通用系统（GDDS）和数据公布特殊标准（SDDS）两套数据公布标准。二者总体框架基本一致，但在具体操作上，SDDS

对数据覆盖范围、公布频率、公布时效、数据质量、公众可得性等方面要求更高。

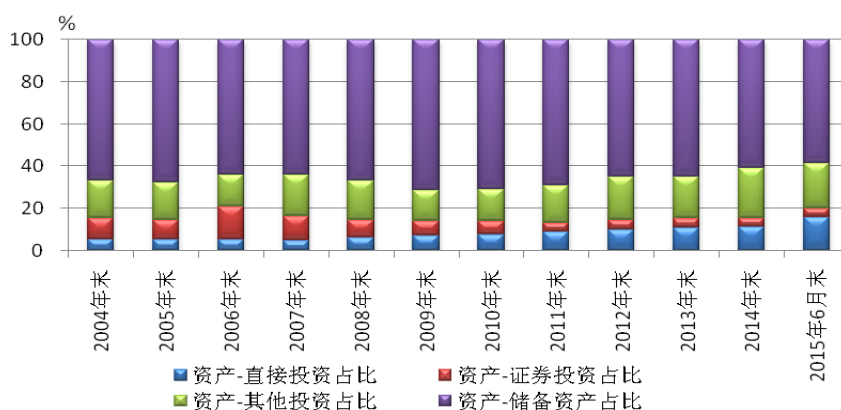
从 2015 年起，我国外债统计从 GDDS 过渡到 SDDS，按季对外公布全口径外债数据，以便于社会各界更全面地了解我国详细的外债情况。主要有三方面变化：一是调整了债务人类型划分方法。口径调整前，我国外债债务人类型划分为国务院部委、中资金融机构、外资金融机构、中资企业、外商投资企业和其他。按照 SDDS 调整后的外债机构部门则分为广义政府、中央银行、其他接受存款公司、其他部门、直接投资的公司间贷款。二是调整了债务类型划分方法。口径调整前，我国外债债务类型划分为外国政府贷款、国际金融组织贷款和国际商业贷款。按照 SDDS 调整后的债务工具则分为贷款、债务证券、货币与存款、贸易信贷与预付款、其他债务负债、SDR 分配、直接投资的公司间贷款。三是将人民币外债纳入统计范围，这只是统计方法和口径的调整，并不会引起我国外债偿还责任的变化。经过上述调整，我国外债统计实现了与国际最新标准的接轨，有利于进一步提高外债统计的数据标准和国际可比性，也为构建宏观审慎框架下的外债和跨境资本流动管理体系奠定了坚实的基础。

从公布的全口径外债数据看，目前我国人民币外债规模也较高，体现了人民币国际化发展的自然结果，凸显了我国国际地位的提升。自 2009 年跨境人民币业务启动以来，人民币跨境结算规模持续高速增长，结算额从 2009 年的 36 亿元扩大到 2014 年的近 10 万亿元；人民币跨境收付占我国本外币跨境收付的比例逐年攀高，从 2010 年的 1.7% 上升至 2014 年的 23.6%。人民币国际使用的领域和范围的逐步扩大，为全球金融市场发展注入了新活力，也使人民币的国际地位得到了较大提高，人民币外债的出现和规模不断增加正是上述过程的自然结果。虽然人民币外债和外币外债同属于外债的范畴，但外币外债易受汇率波动的影响，在发生危机时可能加重债务人的偿债负担；而人民币外债不存在货币错配风险和汇率风险等。今后，随着我国对外开放程度的不断提高，尤其是“一带一路”战略的逐步落实，以非居民持有、贸易融资等形式表现出来的人民币外债仍可能继续增长，这既是国际上对中国经济发展信心的体现，也是对中国改革开放成效的肯定，本质上反映了人民币的国际影响力增强，在国际资本流动中扮演的角色越来越重要。

三、国际投资头寸状况

对外资产继续体现“藏汇于民”变化。2015年6月末，我国对外资产⁹64337亿美元，较上年末增长0.4%。其中，国际储备资产余额为37713亿美元，较上年末减少3%，继续占据对外资产首位，占资产总值的59%，但比重较上年末减少2个百分点，为2004年公布国际投资头寸数据以来的最低，主要是因净交易和汇率及价格等非交易原因导致外汇储备资产分别减少666和826亿美元。直接投资存量10129亿美元，占资产总值的比重升至历史最高值16%，较上年末增加4个百分点，主要是受益于国家对外直接投资政策的不断拓宽，我国企业加快“走出去”战略的政策效果持续显现。证券投资资产2760亿美元，占比为4%，较上年末略增0.2个百分点。存贷款等其他投资资产13695亿美元，占比为21%，较上年末下降2个百分点（见图3-1）。

图3-1 2004-2015年6月末我国对外资产结构变化

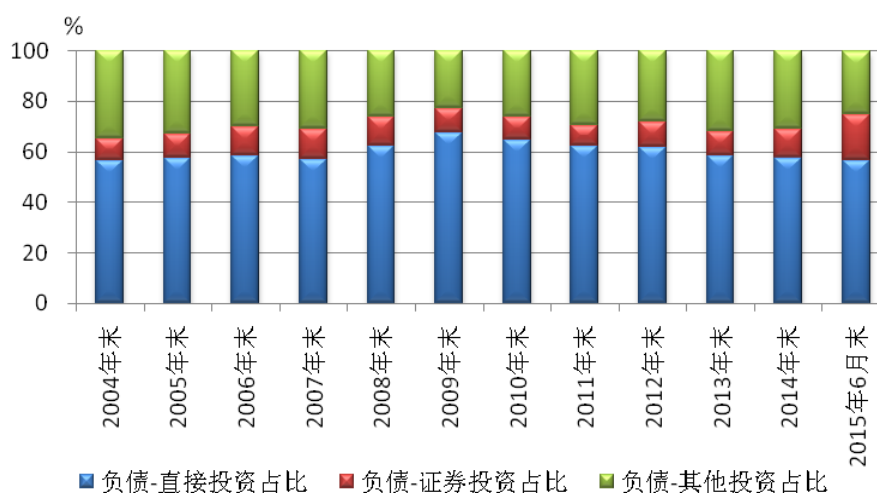


数据来源：国家外汇管理局。

⁹ 对外金融资产和负债包括直接投资、证券投资及存贷款等其他投资。之所以对外直接投资属于金融资产范畴，是因为境内投资者持有的是境外被投资企业的股权，这与证券投资中的股权投资无本质区别，只是直接投资通常持股比例较高，意在影响或控制企业的生产经营活动。反之，外来直接投资则属于对外金融负债范畴，也是境外投资者对外商投资企业的权益。

对外负债总体呈现较快增长。2015年6月末，对外负债存量49697亿美元，较上年末增长7%，主要是证券投资股权负债全面使用市值法进行统计，剔除统计口径调整影响，对外负债较上年末略增5%。其中，证券投资负债8997亿美元，剔除统计口径调整因素较上年末增长42%，主要是受国家加大境内证券市场的对外开放步伐等多种因素影响。证券投资负债占负债总额的比重达到18%，剔除统计口径调整因素占比较上年末上升5个百分点。外国来华直接投资28274亿美元¹⁰，增长6%，继续位列对外负债首位，占比57%，表明境外投资者继续看好我国经济发展的长期前景。存贷款等其他投资负债较上年末下降14%，达到12318亿美元，占负债总额的25%（见图3-2），主要是受境内外汇率、利率变化等因素影响，国内企业主动调整自身资产负债结构，对外债务持续去杠杆化。

图3-2 2004-2015年6月末我国对外负债结构变化

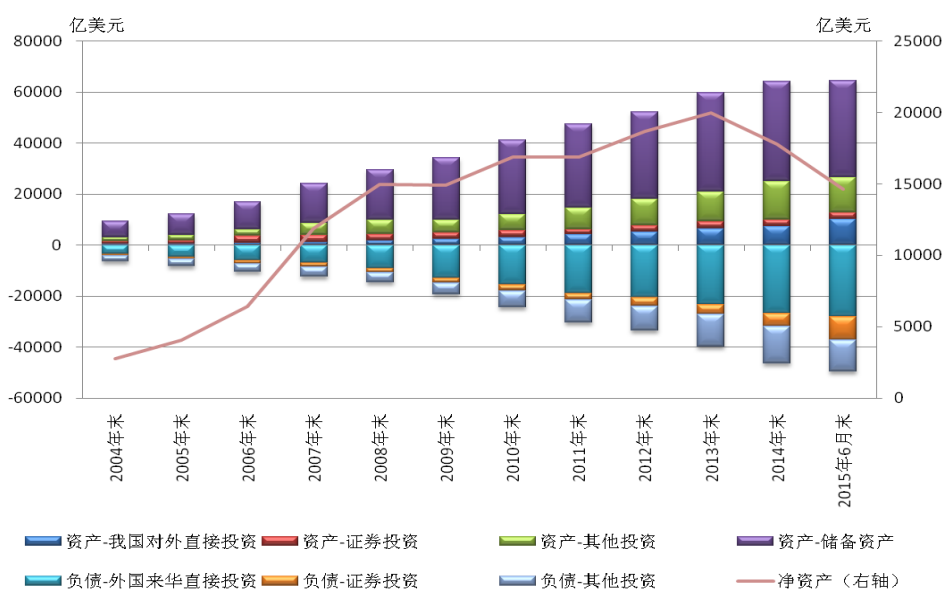


数据来源：国家外汇管理局。

¹⁰ 外国来华直接投资存量包括我国非金融部门和金融部门吸收来华直接投资存量，以及境内外母子公司间贷款和其他债务性往来，反映了价值重估因素影响。该口径与商务部统计的累计吸收外商直接投资不同，其数据是历年外商直接投资股本投资流量累加。

对外净资产有所下降。2015年6月末,我国对外净资产¹¹为14640亿美元,较上年末减少3124亿美元(见图3-3)。我国对外净资产集中于公共部门(包括中央银行和政府部门),而银行和企业等民间部门则为对外净负债的主体,对外资产和负债存在较明显的主体错配。截至2015年6月末,如果不包括国际储备资产37713亿美元,我国对外净负债23073亿美元。

图 3-3 2004-2015 年 6 月末我国对外资产、负债及净资产状况



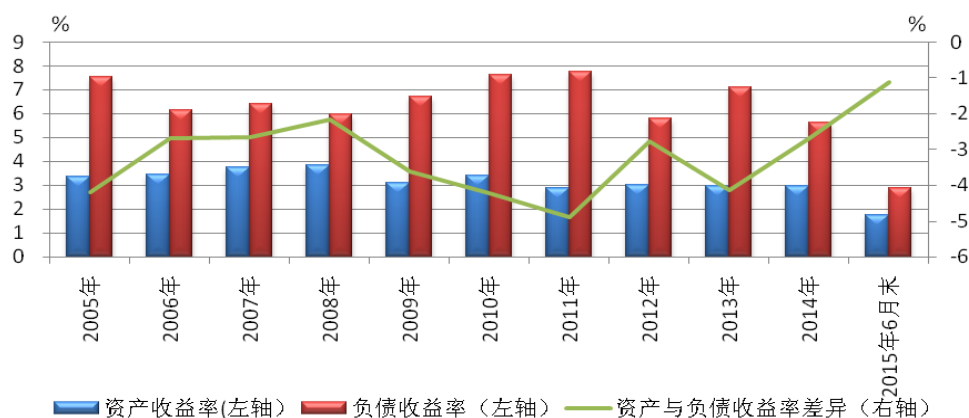
数据来源: 国家外汇管理局。

对外投资收益呈现小额逆差。2015年上半年,我国国际收支平衡表中投资收益为逆差258亿美元,其中,我国对外投资收益收入1127亿美元,对外负债收益支出1385亿美元,二者年化收益率差异为-1.1个百分点,为2005年以来差异最小的一年(见图3-4)。投资收益为负原因不在于对外投资回报太低,而是利用外资成本较高,这主要与我国对外资产负债结构有关。2015年上半年我国对外资产中

¹¹ 对外净资产变动不等于国际收支平衡表经常项目差额,具体分析参见《2013年中国国际收支报告》专栏3。

约 60%是低风险、高流动性的储备资产，按照市场规律投资回报相对其他资产较低，拉低了我国对外投资收益率；对外金融负债中约 57%是外来直接投资，这类股权属于长期、稳定投资，流动性较差，存在经营风险，投资回报高于其他形式资产，拉高我国外来投资收益率，导致轧差后投资收益为负值（具体分析详见《2012 年中国国际收支报告》专栏 1）。不过，投资回报率仅是二者财务成本的比较，外国来华直接投资更为重要的意义在于引进外方先进技术和管理经验，创造国内就业和税收，开拓国际市场，其社会效益和经济收益远大于财务成本。此外，外方收益支出中有大比例是再投资收益，这部分收益又投回了企业，并没有实际的资金流出，扣除这一部分，我国投资收益仍为净收入。2015 年上半年对外投资收益收入与对外负债支出收益率之差创新低，表明近年通过优化对外投资资产配置，我国对外投资收益相对有所提高。

图 3-4 2005-2015 年 6 月我国对外资产负债收益率



注：1. 资产（或负债）收益率 = $\frac{\text{年度投资收益收入（或支出）}}{(\text{上年末} + \text{本年末对外资产（或负债）存量}) / 2}$ ，其中，

半年度数据向前累加半年后按照整年计算。

2. 资产负债收益率差异 = 资产收益率 - 负债收益率。

数据来源：国家外汇管理局。

表 3-1 2015 年 6 月末中国国际投资头寸表¹²

单位：亿美元

项目	行次	2015 年 6 月末
净头寸¹³	1	14,640
资产	2	64,337
1 直接投资	3	10,129
1.1 股权	4	8,309
1.2 关联企业债务	5	1,820
2 证券投资	6	2,760
2.1 股权	7	1,777
2.2 债券	8	983
3 金融衍生工具	9	39
4 其他投资	10	13,695
4.1 其他股权	11	1
4.2 货币和存款	12	3,125
4.3 贷款	13	4,658
4.4 保险和养老金	14	200
4.5 贸易信贷	15	4,547
4.6 其他应收款	16	1,165
5 储备资产	17	37,713
5.1 货币黄金	18	624
5.2 特别提款权	19	105
5.3 在国际货币基金组织的储备头寸	20	46
5.4 外汇储备	21	36,938
5.5 其他储备	22	0
负债	23	49,697
1 直接投资	24	28,274
1.1 股权	25	26,027
1.2 关联企业债务	26	2,247
2 证券投资	27	8,997
2.1 股权	28	6,727
2.2 债券	29	2,270
3 金融衍生工具	30	108

¹² 从 2015 年起，国家外汇管理局按照国际货币基金组织《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）编制和公布我国的国际投资头寸表（IIP）。根据手册的最新标准，全面采用市值法统计和编制我国国际投资头寸表中的各项数据，替代以往个别项目历史流量累计的方法。由于部分统计制度实施时间较短，历史数据无法获得，往期数据未能进行追溯调整，这样 2014 年前后的 IIP 数据存在不可比的情况。

¹³ 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。

4 其他投资	31	12,318
4.1 其他股权	32	-
4.2 货币和存款	33	4,611
4.3 贷款	34	4,341
4.4 保险和养老金	35	85
4.5 贸易信贷	36	2,987
4.6 其他应付款	37	195
4.7 特别提款权	38	98

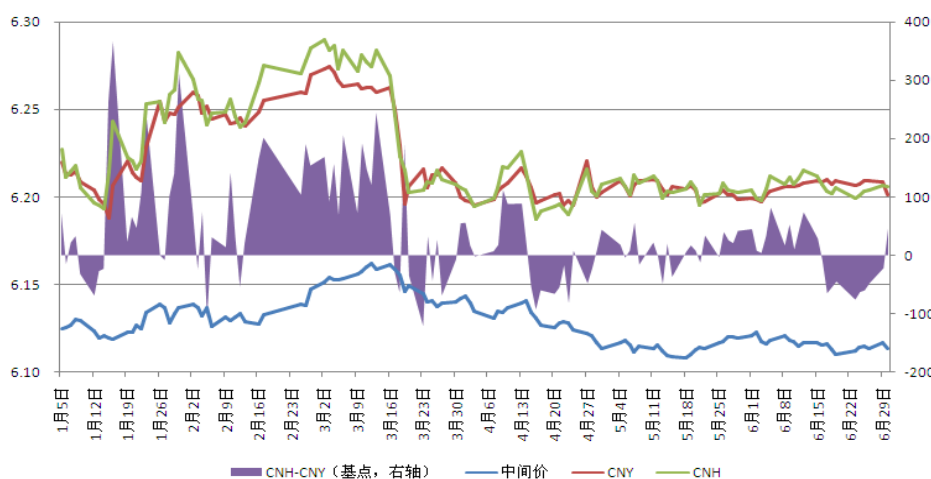
数据来源：国家外汇管理局。

四、外汇市场运行与人民币汇率

（一）人民币汇率走势

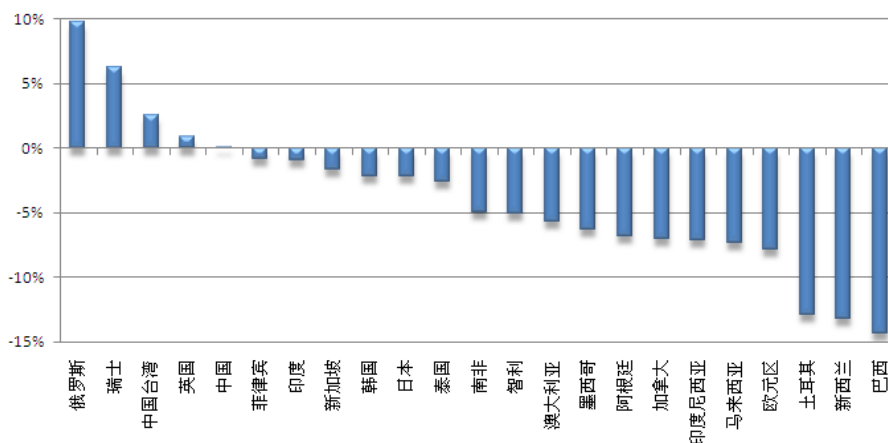
人民币对美元汇率保持基本稳定。2015年6月末，人民币对美元汇率中间价为6.1136元/美元，较2014年末小幅上涨0.1%（见图4-1），银行间外汇市场（CNY）和境外市场（CNH）即期交易价上半年累计分别上涨0.05%和0.2%，人民币在全球范围内属于稳定货币（见图4-2）。

图 4-1 2015 年上半年境内外人民币对美元即期汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

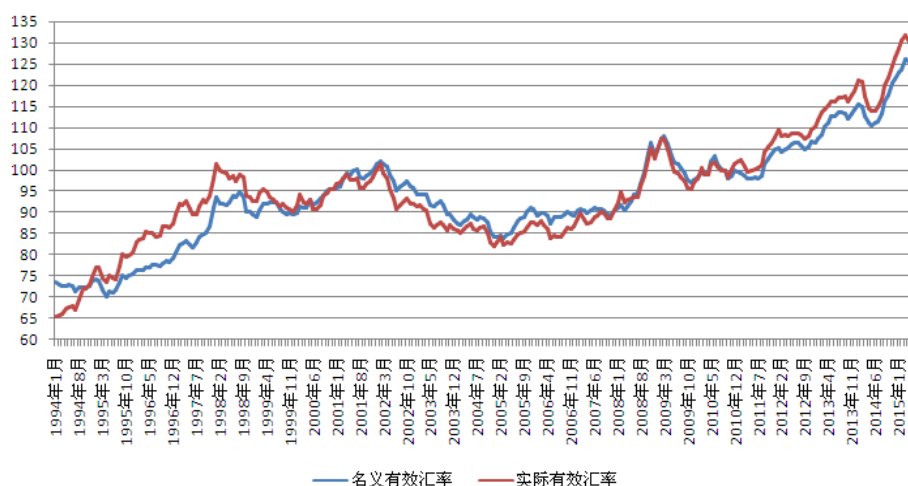
图 4-2 2015 年上半年全球主要发达和新兴市场货币对美元双边汇率变动



数据来源：中国外汇交易中心，彭博资讯。

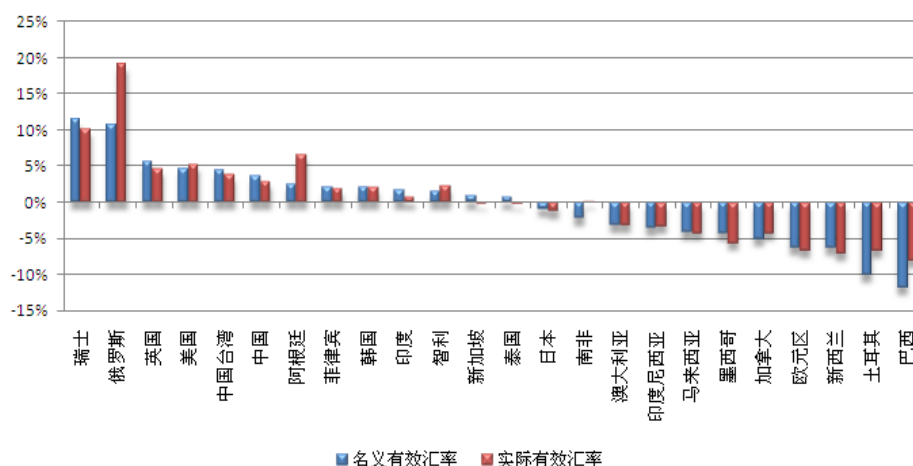
人民币对一篮子货币多边汇率升值。据国际清算银行（BIS）测算，2015 年上半年人民币名义有效汇率累计升值 3.6%，扣除通货膨胀因素的实际有效汇率累计升值 3%（见图 4-3），在 BIS 监测的 61 种货币中升值幅度分别居第 10 位和第 11 位，在全球主要货币中升值幅度居前（见图 4-4）。2005 年汇改以来，人民币名义和实际有效汇率累计分别升值 45.6%和 55.7%，在 BIS 监测的 61 种货币中升值幅度分别居第 1 位和第 2 位。

图 4-3 1994 年 1 月-2015 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 2015 年上半年全球主要发达和新兴市场货币有效汇率变动

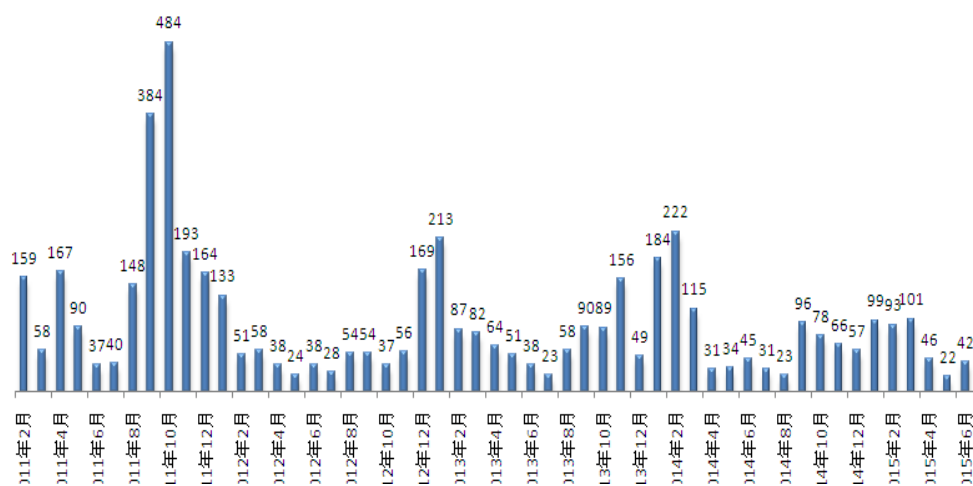


数据来源：国际清算银行。

境内外人民币汇率差价收窄。2015 年上半年，境外 CNH 相对境

内 CNY 出现由年初明显折让、价差较宽，逐渐转为双向波动、价差收窄（见图 4-5），日均价差 66 个基点，低于 2014 年全年水平（79 个基点）。一季度国内经济下行压力较大，加之国际外汇市场风险事件迭发，引发人民币贬值预期升温，CNH 与 CNY 日均价差 98 个基点，二季度随着国内经济缓中趋稳、强势美元放缓，市场看空人民币情绪有所减弱，境内外价差收窄至 37 个基点，其中 5 月份日均价差仅为 22 个基点，处于历史偏低水平。

图 4-5 境内外人民币对美元即期汇率价差



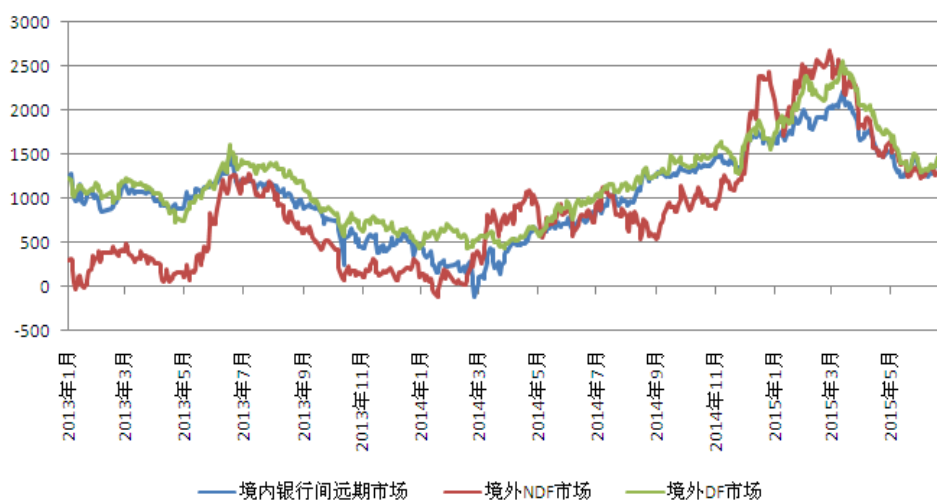
注：日均价差绝对值。

数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

远期外汇市场价格大幅波动。2015 年上半年，境内外远期外汇市场美元升水幅度先升后降、大幅波动（见图 4-6），反映了预期、供求、利差等因素在市场化定价机制下的结果。一季度，受市场看空人民币预期和外币债务去杠杆化的影响，企业大量远期净购汇推高美元升水点数。二季度，随着人民币汇率预期趋稳，企业远期净购汇大幅回落，前期增持的外币存款也部分释放，加之本外币利差受人民币降息、降准影响逐步收窄（见图 4-7），推动美元升水点数持续回落。6 月末，境内外可交割和无本金交割远期市场 1 年期美元对人民币升

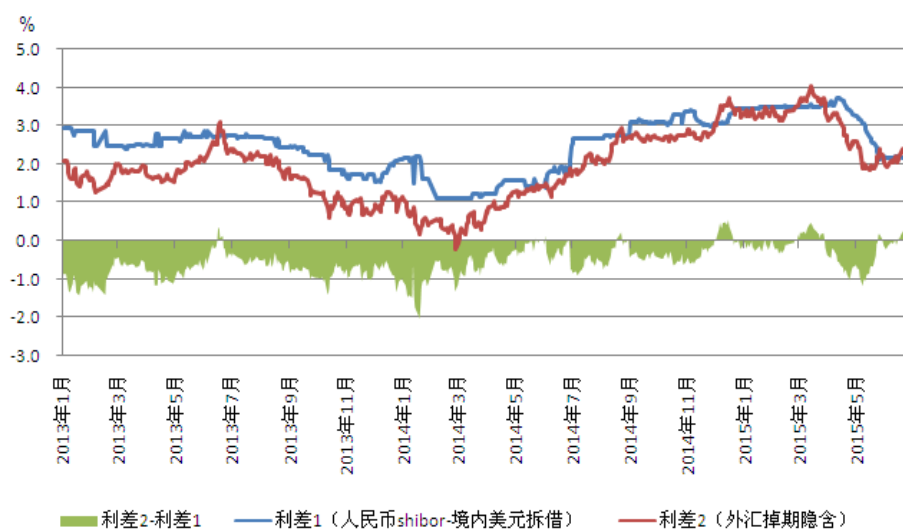
水分别为 1395 个、1420 个和 1314 个基点，较年初分别下降 190 个、130 个和 981 个基点。

图 4-6 2013 年以来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。

图 4-7 2013 年以来境内人民币与美元利差（6 个月期限）

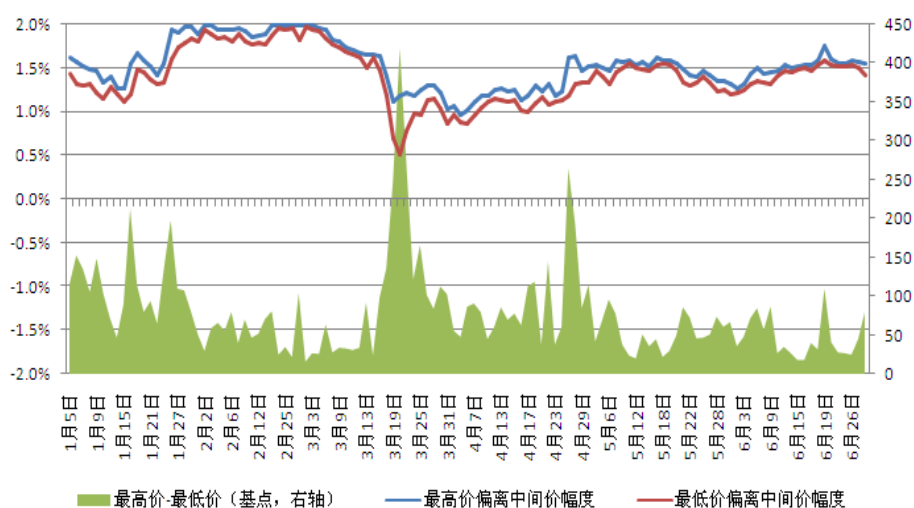


数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

人民币汇率波动率维持低位。从即期汇率走势看，2015 年上半年人民币对美元交易价始终处于中间价贬值区间窄幅波动，日间最大波幅日均 1.54%。年初，交易价维持在中间价日间 1.5% 波动水平，1 月末开始向中间价浮动区间上限靠拢并延续至 3 月初，此后短暂回调，

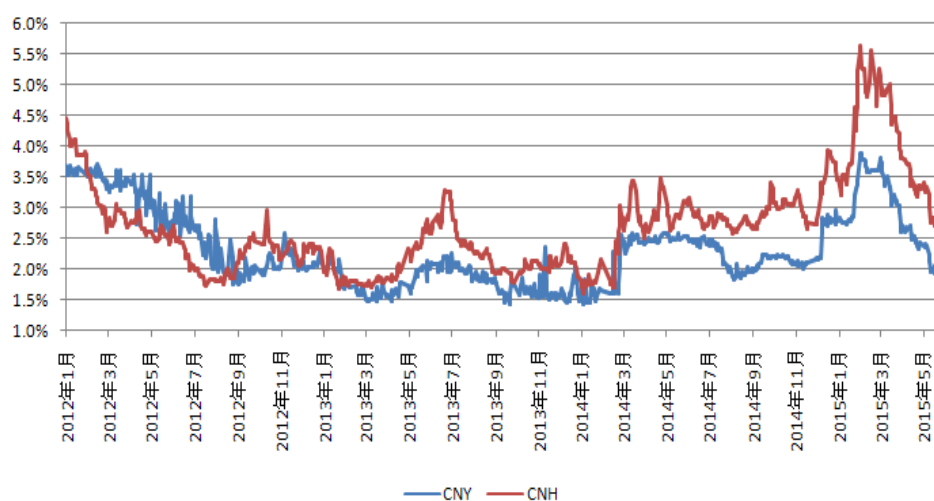
但二季度重新维持在中间价日间 1.5% 波动水平（见图 4-8）。从期权市场波动率走势看，上半年境内外期权市场隐含波动率先升后降，6 个月期限波动率在 2 月初最高分别触及 3.89% 和 5.63% 的 2012 年以来高点，6 月末分别为 1.88% 和 2.51%，较年初分别下降 32.4% 和 27.7%，（见图 4-9）。6 月末，24 种主要发达和新兴市场货币对美元汇率 6 个月期权隐含波动率平均为 11.12%，人民币汇率弹性依然偏低。

图 4-8 2015 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。

图 4-9 2012 年以来人民币对美元汇率 6 个月隐含波动率



注：平价期权隐含波动率。

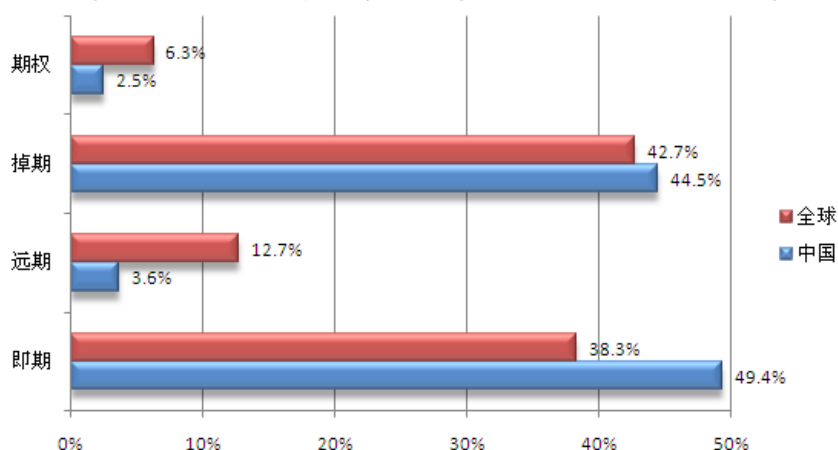
数据来源：彭博资讯。

（二）外汇市场交易

2015年上半年，人民币外汇市场累计成交7.35万亿美元（日均618亿美元），同比增长21.6%。其中，银行对客户市场和银行间外汇市场分别成交2.05万亿和5.31万亿美元¹⁴；即期和衍生产品分别成交3.63万亿和3.72万亿美元（见表4-1），衍生产品在外汇市场交易总量中的比重升至历史新高的50.6%，交易产品构成接近全球外汇市场状况（见图4-10）。

即期外汇交易小幅增长。上半年，即期外汇市场累计成交3.63万亿美元，日均交易量同比增长2.2%。在市场分布上，银行对客户即期结售汇（含银行自身，不含远期履约）累计1.57万亿美元，日均交易量同比增长5.9%；银行间即期外汇市场累计成交2.06万亿美元，日均交易量同比下降0.5%，其中美元交易份额为93.7%。

图4-10 中国与全球外汇市场的交易产品构成比较



注：各产品的交易量占比，中国为2015年上半年数据，全球为国际清算银行2013年4月调查数据。

数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心，国际清算银行。

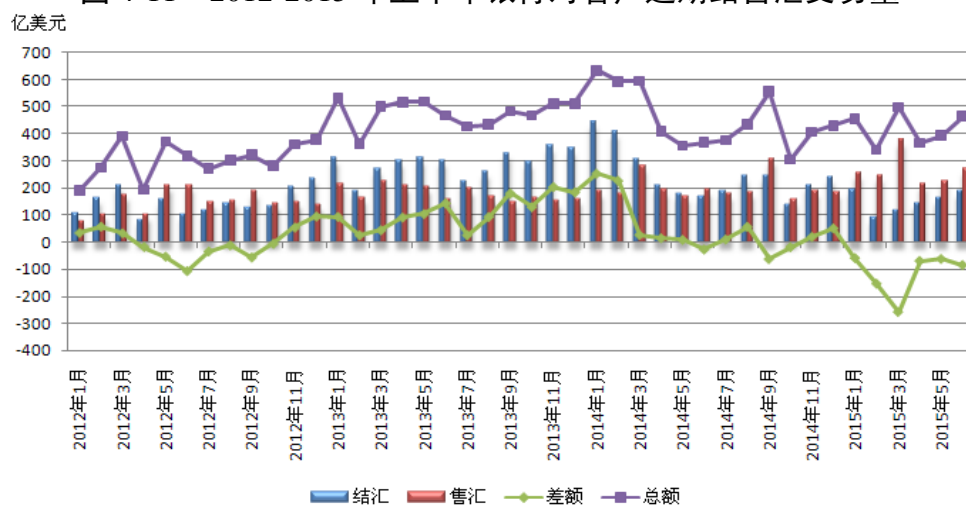
远期外汇交易显著下降。上半年，远期外汇市场累计成交2683

¹⁴ 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。

亿美元，日均交易量同比下降 16.3%。在市场分布上，银行对客户远期结售汇累计签约 2511 亿美元，其中结汇和售汇分别为 912 亿和 1598 亿美元，日均交易量分别下降 14.8%、下降 47.1%和增长 30.8%（见图 4-11），6 个月以内的短期交易占 69.8%，较 2014 年上升 6.5 个百分点（见图 4-12）；银行间远期外汇市场累计成交 173 亿美元，日均交易量大幅下降 33.3%。企业远期购汇大幅增长，一定程度上反映了在国际经济金融复杂形势下，市场主体应对人民币汇率大幅波动的预防性交易需求上升。

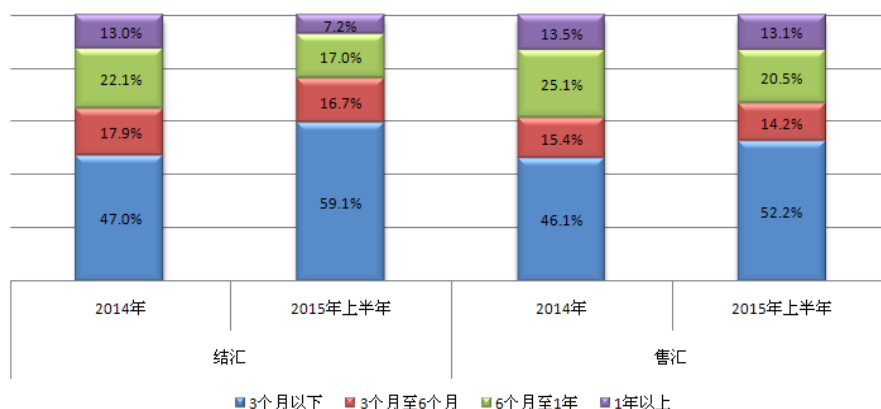
掉期交易大幅增长。上半年，外汇和货币掉期市场累计成交 3.27 万亿美元，日均交易量同比增长 53%。在市场分布上，银行对客户外汇和货币掉期累计签约 1645 亿美元，其中近端结汇/远端购汇和近端购汇/远端结汇的交易量分别为 156 亿和 1490 亿美元，日均交易量同比分别增长 81.9%、92.3%和 80.9%；银行间外汇和货币掉期市场累计成交 3.11 万亿美元，日均交易量同比增长 51.7%。掉期市场持续活跃，表明国内本外币资金、利率与汇率之间的市场化机制日趋紧密。

图 4-11 2012-2015 年上半年银行对客户远期结售汇交易量



数据来源：国家外汇管理局。

图 4-12 2015 年上半年银行对客户远期结售汇的交易期限结构



数据来源：国家外汇管理局。

外汇期权交易大幅增长。上半年，期权市场累计成交 1858 亿美元，日均交易量同比增长 4.1 倍。在市场分布上，银行对客户期权市场累计成交 650 亿美元，日均交易量同比增长 1.8 倍，3 个月以内的短期交易占 42.4%；银行间外汇期权市场累计成交 1208 亿美元，日均交易量同比增长 8.2 倍。期权交易的趋向活跃，表明随着人民币汇率预期分化，期权相对于其他衍生产品所具有的多样化风险管理功能开始引起市场主体的重视和积极参与。

表 4-1 2015 年上半年人民币外汇市场交易概况

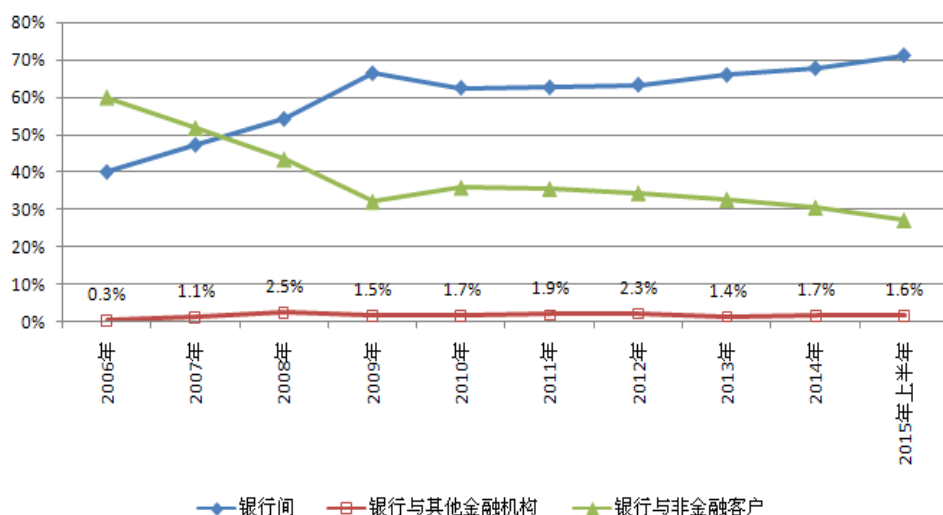
交易品种	交易量（亿美元）
即期	36306
银行对客户市场	15676
银行间外汇市场	20629
远期	2683
银行对客户市场	2511
其中：3 个月（含）以下	1375
3 个月至 1 年（含）	861
1 年以上	275
银行间外汇市场	173
其中：3 个月（含）以下	125
3 个月至 1 年（含）	41
1 年以上	6
外汇和货币掉期	32702
银行对客户市场	1645

银行间外汇市场	31057
其中：3个月（含）以下	27694
3个月至1年（含）	3281
1年以上	83
期权	1858
银行对客户市场	650
其中：买入期权	355
卖出期权	295
其中：3个月（含）以下	275
3个月至1年（含）	257
1年以上	117
银行间外汇市场	1208
其中：3个月（含）以下	958
3个月至1年（含）	248
1年以上	1
合计	73549
其中：银行对客户市场	20482
银行间外汇市场	53067
其中：即期	36306
远期	2683
外汇和货币掉期	32702
期权	1858

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。

图 4-13 中国外汇市场的参与者结构



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

外汇市场参与者结构保持稳定。银行自营交易延续主导地位（见图 4-13），上半年银行间交易占整个外汇市场的比重从 2014 年的 67.7%

上升至 71.2%，非金融客户交易的比重从 30.5% 下降至 27.2%，非银行金融机构交易的市场份额小幅下降 0.1 个百分点至 1.6%，非银行金融机构在我国外汇市场的参与度仍十分有限。

专栏 6:

汇改十年的外汇市场发展及面临的挑战

改革开放前，我国实行统收统支的外汇管理体制，没有外汇市场的基础和概念。改革开放后，我国外汇市场起步于 1980 年外汇调剂业务和此后的外汇调剂市场，规范于 1994 年银行结售汇制度和全国统一的银行间外汇市场。2005 年 7 月 21 日，我国完善人民币汇率形成机制改革，外汇市场进入新的更高发展阶段。

丰富交易品种，满足多样化汇率风险管理需求。汇改以来，国内外汇市场由原先仅有即期交易和部分银行试点的远期交易两类产品，扩大至外汇掉期、货币掉期和期权产品，具有了国际市场基础产品体系。同时，为降低跨境贸易和投资的汇兑成本，支持外汇市场增加交易币种，包括美元、欧元、日元、港元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、加拿大元、林吉特、俄罗斯卢布、泰铢（区域交易）和坚戈（区域交易）共十三种，基本涵盖了我国跨境收支的结算货币。

扩大市场主体，构建多元化的市场主体层次。汇改以来，银行间外汇市场开始打破原先单一银行的参与者结构，允许符合条件的非银行金融机构和非金融企业入市交易。同时，根据港澳和跨境人民币业务发展需要，一批承担境外人民币清算职能的境外银行相继进入银行间外汇市场，还有更多的境外银行在跨境贸易人民币结算业务项下与境内银行开展场外外汇交易，市场对外开放程度逐步提高。截至 2015 年上半年银行间外汇市场共有会员 488 家，包括境内银行 415 家、财务公司 56 家、基金证券 2 家、企业集团 1 家，境外清算行 14 家。

健全基础设施，促进市场运行提效率防风险。银行间外汇市场交易模式由 2005 年汇改前电子集中撮合单一模式，扩大至集中撮合与双边询价并存、电子交易与声讯经纪互补的多样化模式，并建立分层做市商制度。同时，积极推进清算和信息设施建设，2009 年开始对场外交易尝试集中净额清算，2014 年正式启动中央对手方清算业务，并基本实现了与交易同步的信息数据全覆盖集中采集和

管理，具有了较为完备的交易报告制度。此外，推动中国外汇交易中心、上海清算所作为重要市场组织的综合化和专业化发展。

图 C6-1 中国外汇市场交易量概况



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

2014年，我国外汇市场人民币对外汇交易各类产品累计成交12.8万亿美元，较2004年增长12.3倍，其中衍生品交易量占比由2004年1.8%增长至2014年43%（见图C6-1），外汇市场深度和广度进一步扩展，为推进汇率市场化改革和支持市场主体适应汇率双向波动提供了有力保障。

过去十年外汇市场取得的发展成就是我国全面深化经济改革和对外开放、深入推进金融市场发展的必然结果，未来仍面临重大发展机遇。中国经济工业化、信息化、城镇化深入发展，经济结构转型加快，对外开放水平进一步提高，特别是人民币可兑换和国际化进程加快，将推动跨境交易规模扩大、类型增多，为外汇市场持续发展提供了基础。同时，随着人民币汇率双向浮动弹性增强，各类经济主体的风险意识不断提高，如何更有效地摆布本外币资产负债和防范利率、汇率等市场风险，为外汇市场深化发展创造了需求。但客观看，当前我国外汇市场仍存在一些新兴市场共性和中国自身特有问題，例如交易机制不灵活、市场主体类型单一、对外开放程度偏低、基础设施不健全等。

2015年8月11日，中国人民银行完善人民币兑美元汇率中间价报价，并在下一步推进汇改安排中提出加快外汇市场发展，丰富外汇产品，推动外汇市场对外开放，延长外汇交易时间，引入合格境外主体，促进形成境内外一致的人民币汇率。展望未来，国内外汇市场发展有必要、更有条件在汇改十年基础上实现新的重大突破，为完善人民币汇率形成机制改革创造更好的市场基础。

五、国际收支形势展望

2015年下半年,我国国际收支有望延续上半年“经常账户顺差、资本和金融账户(不含储备资产变动)逆差”的格局,国际收支自主平衡能力进一步提高。

经常账户仍将保持较大顺差。一方面,货物贸易顺差仍会维持较高水平。从出口看,下半年世界经济可能呈现美国温和扩张、欧元区和日本缓慢复苏、新兴经济体增长趋缓的格局。根据国际货币基金组织(IMF)最新预测,2015年世界经济增长3.3%,较2014年增速略低0.1个百分点,其中,发达经济体经济增速将由2014年的1.8%升至2.1%,有助于稳定外需。同时,随着“一带一路”战略规划的逐步落实、上海等地自贸区的积极实践、中韩自贸协定等区域经贸合作的进一步加强,我国出口也会迎来新的机遇。从进口看,美元相对强势和商品供应过剩将继续压低国际大宗商品价格,再加上国内需求总体平稳,我国进口规模仍会明显低于出口。另一方面,服务贸易等项目将继续呈现逆差。其中,旅行项目仍是最主要的逆差来源,我国居民境外旅游、留学等消费需求依然较高,暑期旅游和年末购物旺季、秋季留学开学等季节性因素,将导致下半年旅行项目逆差高于上半年。总的来看,经常账户将在货物贸易主导下持续较大顺差,但仍会处于国际公认的合理水平之内。

跨境资本流动的波动性依然较大。从外部环境看,目前美国经济和就业市场状况总体表现相对较好,美联储加息以及加息预期等因素

将使得美元汇率易涨难跌。同时，全球经济长期不景气、欧元区部分国家债务问题、新兴市场汇率波动以及地缘政治冲突等因素，将继续影响国际金融稳定，可能推升市场避险情绪。从国内环境看，经济转型过程中的下行压力仍然存在，境内融资成本进一步降低，人民币汇率逐步趋向合理均衡水平，我国市场主体将继续调整财务运作方式，不断优化本外币资产负债结构。而且，随着我国深化改革和对外开放的稳步推进，国内企业“走出去”对外投资需求仍会较大。

我国国际收支将在适度可控的调整中逐步确立新格局。首先，当前境内主体根据市场环境变化合理调整本外币资产负债结构，符合市场运行规律和“藏汇于民”的调控目标，有利于降低高杠杆、货币错配等相关风险。其次，我国经济仍保持中高速增长，市场发展潜力依然较大，深化改革等措施积极推进，贸易投资便利化程度进一步提升，对外资尤其是长期资本仍具有较强的吸引力。再次，我国经常账户持续顺差，外汇储备充裕，财政金融体系总体稳健，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，均有利于国际收支平衡状况的稳步改善。今后，随着我国经济结构的优化调整，人民币汇率形成机制改革朝着市场化的方向推进，央行基本退出常态式外汇市场干预，我国国际收支将形成“经常账户顺差、资本和金融账户逆差”的新格局。

专栏 7:

美联储加息周期对新兴经济体跨境资本流动的差异化影响

随着经济金融全球化的不断加深，美国货币政策的周期性变化（以联邦基金

利率的变化为代表)对新兴经济体跨境资金流动产生了愈发重要的影响。20世纪90年代以来,美国大致经历了三轮加息周期:一是1994年2月份起,美联储7次上调联邦基金利率,使之从3%增至6%;二是1999年至2000年,7次上调联邦基金利率,使其从4.75%升至6.5%,并将利率水平维持到2001年1月份;三是从2004年6月起,连续17次提高利率,将联邦基金利率从1%推高至2006年6月份的5.25%,并将利率水平维持到2007年9月17日。此外,每轮加息周期前后一般都伴随着美元的走高(见图C7-1)。

图 C7-1 1990 年以来美国联邦基金利率与美元指数走势



数据来源: 环亚经济数据库。

美联储前两次加息周期与新兴经济体的不同表现。第一次加息周期中,拉美的墨西哥于1994年爆发危机,智利则经受住了考验;第二次加息周期中,部分东南亚国家于1997-1998年爆发了金融危机,阿根廷于2001年爆发危机,而我国并未受到较大冲击。究其原因:一是国内经济基本面不同。如1994年墨西哥金融危机的重要原因之一,就是国内政局动荡等风险因素动摇了投资者对墨西哥经济发展前景的信心。再如,1998年我国能够较好抵御亚洲金融危机的冲击,一方面是因为在市场动荡的几年前就采取了一系列改革和经济调整措施,且经济发展速度较快;另一方面外汇储备显著增加,有底气作出人民币不贬值的决定。二是汇率制度和汇率弹性不同。为控制通胀、稳定物价,上述发生危机的国家大多采取盯住美元的固定汇率制,且短期资本大量流入,随着美元升值并进入加息周期,不可避免地面临流动性收缩的困境,导致主权货币、股票市场大幅下挫,引发金融危机。而避免危机的国家如智利则稳步推进汇率市场化进程,1992年

开始实行“爬行盯住一篮子货币”的汇率制度，并于此后多次扩大汇率浮动区间。

三是资本项目开放进程不同。如墨西哥采用较为激进的方式，仅用 4~5 年开放证券市场，使得跨境资本出现大规模流动，金融脆弱性大大增加。智利实现证券市场国际化则经历了十余年，还制定了明晰的市场开放次序，先后进行了银行体系改革，以及贸易自由化、利率汇率市场化等改革，在做了充足的准备之后才渐进放开证券市场。此外，我国根据当时的国内经济金融状况，一直实行较为谨慎的金融开放政策，在隔离外部冲击风险方面发挥了一定作用。

美联储第三次加息周期与新兴经济体跨境资本流入。在此轮加息周期中，新兴经济体大多经历了跨境资金净流入的大幅增长，主要原因：**一是** 2001 年以来，新兴经济体逐渐成为全球经济增长新引擎，2004-2007 年年均 GDP 增长率为 8.0%，良好的经济发展势头吸引了大量资金流入，也更有利于抵御外部冲击。**二是** 亚洲金融危机之后，新兴经济体吸取教训，迅速积累了大量外汇储备，经常账户逆差的状况也有所改善。**三是** 本轮加息虽然上调幅度较大，但加息节奏较为缓慢。而且，由于发达和新兴经济体经济周期出现分化，美元仅于 2005 年短暂小幅反弹，并未出现长期大幅升值的情况。

从上述历史经验可得出以下结论：**第一**，良好的宏观经济基本面是抵御外部冲击的根本保障。经济增长较快更易化解其他各类经济、金融及社会问题，更有利于吸收跨境资金流动带来的冲击，这在新兴经济体面临美联储第三轮加息时表现尤为突出。**第二**，汇率制度灵活性及其与资本账户开放的协调十分重要。危机发生国往往由于资本账户开放但汇率制度相对僵化，难以有效管理资本流动增加后带来的风险，而在开放过程中不断增加汇率制度灵活性（如智利），则有利于实现对短期跨境资金流动的调节。**第三**，开放步伐应与一国的经济金融状况相适应。在经济金融状况良好的时期，各项改革措施面临的内部环境较为有利；但当国内经济基本面存在较多风险时，则应采取更加稳妥的方式，并在开放过程中加强审慎管理。

下一阶段，外汇管理部门将继续深入贯彻落实党中央、国务院的各项部署，坚持统筹兼顾、改革创新，主动适应经济发展新常态，推进简政放权、放管结合、优化服务改革，创新事中事后监管，切实履

行好国家赋予外汇管理部门的职责。一是继续大力简政放权，深化外汇管理重点领域改革，推进资本项目可兑换，支持实体经济发展。二是完善跨境资金流动监测分析预警，夯实数据系统基础，严厉打击外汇领域违法违规行为，强化风险防范。三是继续加强外汇储备经营管理，确保安全、流动和保值增值。