

破译

资本流动密码

主 编 王小奕

 中国金融出版社

破译资本流动密码

主 编 王小奕

 中国金融出版社

责任编辑：张翠华 马 杰

责任校对：潘 洁

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

破译资本流动密码 (Poyi Ziben Liudong Mima) / 王小奕主编. —北京：中国金融出版社，2013. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6964 - 4

I. ①破… II. ①王… III. ①资本循环—中国—文集

IV. ①F832. 6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 094877 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 34. 75

字数 658 千

版次 2013 年 8 月第 1 版

印次 2013 年 8 月第 1 次印刷

定价 69. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6964 - 4/F. 6524

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

编委会成员名单

主 编：王小奕

副 主 编：管 涛 方 文 王春英

编 委：温建东 张玉青 陈之为

周 济 贾 宁

整理校对：管恩杰 郑哲鸿 陈玉学

序

——这些年，我们一起应对危机

2008年注定是世界经济金融史上不平凡的一年。2008年底，肇始于2007年美国次贷危机的全球金融海啸爆发，并酿成1929年大萧条以来世界范围内最严重的经济衰退和金融危机，其影响力远远超过1997年亚洲金融危机。在主要国家大规模的财政刺激和宽松货币政策的推动下，2009年下半年全球经济和金融市场的颓势快速扭转，2010年各国甚至开始讨论刺激政策的退出问题。但好景不长，2010年初欧洲个别国家的主权债务问题初现端倪，2011年底欧美债务问题愈演愈烈，世界经济复苏动能匮乏，国际金融市场再次震荡。至今，欧债危机的阴霾依然挥之不去，全球经济金融在其影响下仍存在诸多不确定、不稳定因素。

21世纪初以来，我国长期受到贸易顺差过大、外汇储备增长过快的困扰，中央明确提出保持国际收支平衡事关宏观经济稳定。这些年来，我国一直按照“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”的思路，采取一揽子措施，积极促进国际收支基本平衡。危机以来，国内结构调整成效逐步显现，加之外部环境变化，我国经常项目顺差与GDP之比由2007年的10.1%回落到2011年的2.8%，处于国际公认的合理区间。2012年上半年，我国国际收支状况继续改善，并初步形成外汇资产由国家集中持有到民间分散持有的格局。

随着开放型经济日益发展，外部冲击对我国的影响加大，后危机时代我国防范化解涉外金融风险的责任加重。在投资者情绪和市场流动性大起大落的情况下，近年来我国跨境资本双向波动更加明显。2008年底危机爆发初期，我国跨境资金流出压力骤然加大，但外部环境趋稳后，由于主要发达国家普遍注水、市场流动性泛滥，我国跨境资金净流入逐步回升，甚至在2009年下半年到2011年上半年间还出现了持续的资金流入。这一时期涉外经济管理工作的重心是资本流入的监测与管理。2011年第四季度以来，随着欧美债务危机不断蔓延深化，市场避险情绪上升，全球金融去杠杆化进程持续，我国跨境资金净流入急剧放缓甚至个别月份转为净流出。这又使得相关工作重心转向对资本流出的监测与管理。

金融危机也改变了境内企业的经营环境。危机结束了我国跨境资本净流入

不断攀升的势头，也打断了人民币汇率持续高涨的升值预期。外部市场波动、资本双向流动、汇率升贬交替，以及汇率形成机制改革的推动和深化，成为我国企业在经营管理和财务运作中不得不面对的市场环境。但这些年，银行业的成长也令人欣慰和惊喜。它们的市场敏感度不断提高，本外币管理手段日益成熟，避险套利方法也层出不穷。然而，它们顺周期性的财务运作方式，也加剧了我国跨境资金流动的波动性。既要防范风险又要便利经营，既要管理又要服务，是新时期我国涉外经济管理不得不面临的挑战。

适应形势发展变化，外汇管理部门明确提出了“五个转变”的工作思路和要求，即要从重审批转变为重监测分析、从事事前监管转变为强调事后管理、从重行为管理转变为更加强调主体管理、从“有罪假设”转变到“无罪假设”、从“正面清单”转变到“负面清单”，积极促进国际收支基本平衡，维护国家涉外经济金融安全。国际收支部门作为重要职能部门之一，主要肩负统计分析、监测预警和市场监管三重使命，近年来认真贯彻落实人民银行党委和外汇局党组的工作要求和部署，围绕中心、服务大局，积极全面增强履职能力，各项工作取得了一些成绩，为应对危机作出了应有的贡献。

一是统计工作有新进展。通过不断充实和完善跨境资本流动三大统计体系（包括国际收支、跨境收支和结售汇数据），建立了全方位、多层次的跨境资本流动图谱。同时，高度重视数据透明度工作。引入国际收支初步数据发布制度，按季发布国际收支平衡表和国际投资头寸表数据，按月发布银行代客跨境收支和结售汇数据，并主动以国际收支报告、跨境资金流动监测报告和答记者问等形式回应社会关切。

二是监测工作有新突破。以“有数据、有情况、有分析、有判断”为标准，以不发生区域性、系统性金融风险为底线，通过密切跟踪国内外形势变化，全面排查跨境资本流动的主要渠道和风险点，为日常监管提供了有力支持。建立健全国际收支风险监测预警体系，不断提高监测分析的前瞻性，准确把握外汇供求关系变化的拐点和趋势，为宏观经济决策提供重要依据，为对外金融交往争取了主动。

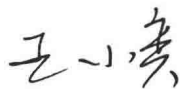
三是管理工作有新飞跃。不断充实政策储备，拟定跨境资金异常流出的应急预案，适时启用临时性措施平抑跨境资本流动的剧烈波动，尝试用市场手段调节跨境资金流动取得积极效果。同时，在危机中注意寻找和抓住机遇，顺应人民币汇率形成机制改革进程，不断丰富外汇交易产品，完善银行外汇头寸管理，积极推动外汇市场发展。

危机既是“危”也是“机”。危机使得国际收支战线的广大干部职工得到了锻炼，经受了考验，是宝贵的财富、难得的经验。目前，国际金融危机正转化为主权债务危机，危机远未结束，跨境资金流动监测和管理事关国家安全。展

望未来，防风险、促发展依然任重而道远，我们仍需要加倍努力、再接再厉。

本书记录了我们在过去危机应对中的所思所想和所作所为。全书汇编了从危机以来的 2008 年底至 2012 年 11 月，国家外汇管理局国际收支司和有关分局关于跨境资本流动统计、监测、分析和监管的分析报告，研究成果及相关论述。全书收集论文总计 97 篇，共分四个部分。第一部分介绍了夯实跨境资本流动统计制度，研究监测和分析方法，培育外汇市场发展等基础性工作；第二部分回顾了对跨境资本流动主要渠道及其影响因素的判断与评估；第三部分分析了国际收支平衡、人民币汇率形成机制改革等涉外经济和外汇市场均衡发展的问题；第四部分研究了金融危机对我国跨境资本流动、外贸外资和外汇市场的影响。

本书汇编的文章均是阶段性的研究成果，有些结论还可以进一步商榷。同时，由于参加写作的人员大多处在外汇管理工作第一线，容易限于外汇管理的视角进行研究分析，而且因时间和水平所限，在理论性、规范性研究上还略有不足，敬请读者批评指正。



2013 年 6 月 15 日

目 录

第一部分 锻造攻防利器	1
(一) 制度建设	2
“十二五”期间促进我国国际收支工作的战略选择	3
国际收支统计制度的现状、特点和未来改革方向的几点思考	7
锐意进取 注重实效 推动国际收支工作再上新台阶	11
早期预警系统的几个问题及启示	15
跨境贸易人民币结算数据与国际收支相关数据比较及其对国际 收支统计的影响	20
旅游支出统计现状及改进建议	23
结售汇统计核查工作方法探析	33
银行收付实现制头寸余额实施下限管理政策执行情况及效果 分析	39
《国际收支和国际投资头寸手册》(第六版) 实施方案研究课题 摘要	41
现行外汇管理措施有效性评估报告	49
改进涉外承包工程国际收支统计	57
(二) 研究方法	63
跨境资金流动风险监测预警指标体系构建与实证分析	64
以资本项下人民币输出助推人民币国际化	74
江西省异常跨境资金流动非现场监测体系研究	79
银行远期结售汇差额交割模式研究	92
天津市远期结售汇及外汇衍生产品发展研究	98
香港离岸人民币外汇市场的价格形成机制	109
香港市场即期人民币汇率波动的原因分析	117
国内外金融市场部分基准价格的形成方式	123
(三) 他山之石	126
俄罗斯和瑞典汇率制度演变和外汇市场发展	127
香港(地区)国际收支统计概况和改进计划	143
法国国际收支统计经验及借鉴	147
德国外汇市场发展的有关经验	160

澳大利亚和新西兰国际收支统计及其对中国的启示	180
2012 年匈牙利、英国经济和欧债危机形势分析	194
欧盟场外金融衍生品监管改革的新动向	201
英国货币兑换公司（通济隆公司）的业务发展及借鉴	206
匈牙利的汇率制度、外汇市场及其国际收支分析框架	211
第二部分 寻觅热钱踪迹	219
（一）洞察全局	220
从国际收支角度看“热钱”	221
关于境外做空中国的研究	224
当前人民币跨境结算中套利模式及规模研究	231
不落地香港人民币购汇的动向和对策	236
国际收支平衡视角下顺收顺差分析框架构建	238
2010 年银行外汇业务表外融资调查报告	251
高度关注境内民营企业外资化倾向	257
人民币跨境流出替代购汇的情况分析	265
（二）按图索骥	268
结售汇顺差“被增长”：银行部门是主因	269
离岸融资推动境内房地产市场泡沫膨胀	273
离岸融资是我国资金流入的新渠道	278
关于境内企业境外融资行为的样本分析	283
2009 年境外资金异常流入的根源在境内	288
境内企业境外上市融资分析	293
2011 年上半年银行表外贸易融资业务快速扩张，人民币产品 尤为突出	298
银行代客结售汇顺差大于涉外收付款顺收的影响因素分析	301
控制外汇收入增长难以有效抑制外汇净流入	305
贸易融资影响净结汇的实证研究	308
2011 年第四季度贸易外汇净流入的影响因素分析	311
2011 年第四季度以来净结汇下降的原因分析	315
第三部分 关注内外平衡	319
（一）宏观视角	320
资产错配正加大国际收支运行风险	321
对资本流入征税或缴纳无息准备金是否导致多重货币	325

美国财政部认定“汇率操纵国”的历史回顾(上)	327
美国财政部认定“汇率操纵国”的历史回顾(下)	331
贸易条件逐年恶化威胁经济可持续发展	333
双顺差形势下外汇均衡管理探析	339
正确解读中国国际投资头寸表	349
国际货币基金组织关于货币汇率政策国际协调的分析及启示	353
2011 年中国国际投资头寸状况分析	358
2011 年以来新兴市场经济体汇率变动和成因	365
我国是否重现资本大量流入压力	369
如何看待资本和金融项目逆差	374
(二) 实证分析	379
国际市场大宗商品价格变动影响预付货款走势	380
当前中国宏观经济形势与 2004 年的对比	383
2009 年海外人民币 NDF 市场情况	393
2010 年汇改和 2005 年汇改的比较	396
境内外人民币远期价格的变化及关联分析	398
边境地区人民币跨境投资分析	403
2010 年人民币跨境资金流动情况分析	410
2011 年上半年境内非居民涉外收支状况分析	414
人民币升值对河北省外贸进出口及外汇收支形势的影响分析	417
近期各国应对资金流入措施的报告	423
中国与“金砖国家”跨境资本流动比较	426
澳元走强的成因及对中国的启示	432
人民币缘何与全球“货币海啸”绝缘	438
第四部分 追踪危机影响	443
(一) 总体评估	444
金融危机传染渠道及我国对策探讨	445
国际金融危机对我国外汇形势的影响和应对国际金融危机的	
外汇政策措施	452
欧洲债务危机及其对我国外汇市场的影响	458
近期各经济体外汇市场干预措施整理	463
欧美债务危机演变对我国跨境资本流动的影响分析	466
2011 年以来全球主要经济体汇率波动特点与启示	473
全球金融海啸和欧债危机对出口和贸易融资影响的比较	476

欧美银行业去杠杆化对我国跨境资本流动的影响	481
(二) 市场监测	485
雷曼倒闭后外资银行尚未发生大规模的资金外流	486
境外 NDF 美元价格升水幅度收窄, 人民币汇率可能重现升值 预期	490
境内远期市场美元贴水幅度超过境外	492
2011 年 9 月份结售汇顺差大幅下降原因快速调查	495
金融危机过后, 顺收顺差差距对套利因素的敏感度上升	497
越南汇率政策调整原因及影响分析	500
重灾之下日元大幅升值的原因分析	503
近期境内外人民币市场动态	506
当前中小外贸企业并未出现“倒闭潮”	508
全球金融市场遭遇“黑色星期四”, 境外远期市场人民币转向 贬值	512
近日人民币对美元汇率连续多日触及跌停	515
(三) 地区案例	518
关注国际金融危机影响下外商直接投资的变化	519
后危机时期金融支持民企“走出去”的相关思考	522
后危机时代甘肃省出口贸易技术溢出效应分析	528
欧债危机对四川省外经贸及外汇收支形势的影响	535
欧洲债务危机对新疆农业产业的影响	542

機動部隊 (一)

第一部分 鍛造攻防利器

(一) 制度建设

随着我国涉外经济的快速发展,国际金融危机爆发至今世界经济仍然复杂多变,外部冲击对我国的影响加大,防范化解涉外金融风险的责任加重,应对跨境资金流动风险的压力增大,国际收支有关数据已经成为我国外汇收支和跨境资金流动状况监测预警的最主要的信息来源和外汇管理政策调整的重要依据。近年来,我国的国际收支统计工作已经取得了长足发展,国际收支统计体系和制度不断完善,数据透明度不断提高,国际收支和外汇收支监测分析成果不断丰富,但在数据统计制度及采集体系上仍与世界上先进国家存在一定的差距和不足。

为进一步顺应涉外经济形势发展的需要,我们从宏观经济、统计方法和学习借鉴角度对国际收支统计的发展进行了思考和研究。从促进我国改革开放和涉外经济发展的宏观视角,对国际收支工作战略选择和未来改革方向,按照国际标准建设完善国际收支统计体系,尝试探索利用更多的抽样调查改进统计方法,实现统一平台、统一标准以及统一编码的数据采集体系等长远问题进行了一些深入思考。从完善国际收支统计制度和跨境资金流动监测角度,对改进旅游支出及人民币跨境结算等项目的统计方法、结售汇统计核查工作方法、预警系统建设的目标和方法等实际的统计和监测工作开展了很多探索。从学习借鉴先进经验和国际标准的角度,对国际收支手册第六版实施规划研究等方面进行了认真探讨和研究。

“十二五”期间促进我国国际收支工作的战略选择

“十一五”期间，国际金融危机爆发，国内外宏观经济形势发生了较大转变，我国国际收支运行也受到严重影响，但国际收支工作经受住了考验，国际收支各项业务得到长足发展。2010年，国际收支工作又取得了很大成绩。不断完善和提升国际收支风险监测预警水平和应对机制，进一步健全了国际收支统计框架，继续改善了银行结售汇和头寸管理，积极推进了外汇市场的稳步发展，全面提高了国际收支数据和各项政策的对外服务意识。2011年作为“十二五”开局之年，各项工作任务依然艰巨，除安排和完成好本年工作外，还要为未来五年的工作找准方向，打好基础，开好头。为此，未来国际收支工作需要继续深入和提高。

一、围绕促进国际收支平衡这一中心目标，加强国际收支各项工作

从国际上看，各国对于全球经济失衡的调整已基本达成共识，G20确定了促进世界经济强劲、可持续、平衡增长的目标。上周末，在法国闭幕的G20财政部长和央行行长会议上，参会各国就评估世界经济失衡的指标达成共识，选取一揽子指标衡量世界经济失衡状况，其中，贸易账户、净投资收益和转移账户成为衡量一国经济外部不平衡的重要指标。这些指标虽不属于约束性指标，但将成为协调各国经济政策、降低世界经济失衡状况的指导性指标。

从国内看，加快经济发展方式转变和经济结构调整，以内部平衡带动外部平衡，是我国经济发展模式转型的必然选择，也是经济实现平稳、可持续发展的必由之路。近年来，我国经济外向型程度越来越高，对外部依赖越来越大。国际金融危机的经验进一步显示，外部环境恶化将不利于我国经济发展，未来我国经济增长必须更多依靠内需的拉动，同时不断改善国际收支状况。

因此，党中央国务院一直十分重视国际收支平衡问题，党的十六大就已经将其列为宏观调控主要目标之一。“十二五”规划建议中继续明确提出，今后五年经济社会发展的主要目标之一是经济平稳较快发展，其中一项重要内容就是国际收支趋向基本平衡。年初全国外汇管理工作会议的总体工作要求中，也提出要促进国际收支基本平衡，为今后的国际收支工作明确了方向。

二、构建更高标准的国际收支统计体系，树立我国对外账户统计部门权威形象

从广义上讲，当前我国的国际收支统计体系既包括国际收支平衡表、国际投资头寸表这两张国际标准的涉外经济报表，又包括跨境资金流动、银行结售汇等具有我国特色的外汇收支统计数据，基本上可以对我国的对外资产负债状况、跨境资金流动情况进行全景式的展示。

但是我们也要清楚地认识到，未来的国际收支统计工作仍将面临众多挑战。一是我国国际收支交易规模将继续扩大，需充分运用信息技术等高科技手段。“十一五”期间，我国国际收支总规模连续四年超过4万亿美元，但与美国等发达国家相比，我国国际收支交易量还有很大的上升空间。从近几年的情况看，美国经常项目收支规模是我国的2倍左右，对外资产和负债规模更是我国的10倍左右。因此，我们只有全面依靠电子化手段，才能够应对信息量的持续扩大。二是薄弱环节的统计问题将更加突出，需创新统计思路和方法。多年来，我们建立了以报告制度为主，调查制度为辅的统计框架，基本满足了国际收支统计的需要。但一些信息在报告制度中难以体现，未来可能会更加明显，如国际收支手册第六版关于直接投资投资者关系的新规定、贸易信贷、部分服务贸易项目等，需要加强调查制度建设，使其更好地与报告制度相配合。三是监测分析和宏观调控对统计数据的要求将进一步提高，需继续提高数据质量和利用效率。一方面，管理部门在跨境资金流动监测、国际收支风险防范等方面的任务更加艰巨；另一方面，社会公众对数据的需求也日益多样化。

三、建立更加体系化的国际收支分析框架，提高我国监测和应对跨境资金流动风险的能力

国务院领导高度重视我国跨境资金流动风险的监测和应对工作，多次批示要求我们密切跟踪，及时研判，启动更密集的报告措施，制定更完整的应对预案。为更好地履行监测分析职责，我们需要在日常工作中形成高效、灵活的分析框架。一是注意积累经验，形成章法和体系。在国际金融危机影响下，我国外汇收支经历了一个阶段性的发展周期，为我们研究外汇形势变化规律提供了很好的素材，有助于我们理清思路，构建全局性的监测分析框架。但分析工作永远会面对层出不穷的新情况和新问题，因此，即便是在成熟的监测分析框架下，也要时刻注意创新分析思路，不能墨守成规。二是加强调查研究，增强把握全局的能力。各分局要处理好业务与调研的关系，通过调研促进业务发展，紧密结合2011年的工作任务，突出重点，按照总局布置的调研提纲深入了解实际情况，分析异常现象，反馈政策的执行效果。重大课题可采取分片合作调研

的方式。总局也要及时总结分局的经验和建议，适时调整调研重点，积极改进工作。三是加强纵向与横向沟通协调，完善监测分析的系统工程。加强与相关经济部门、金融监管部门及当地政府的联系，主动向它们介绍国际收支状况和问题，并了解相关部门的改革措施，分析其对国际收支的影响；加强与各类金融机构的联系，了解它们执行外汇管理政策法规的情况和建议，了解外汇新业务的发展趋势及其对外汇监管提出的要求。

四、推动更加市场化的外汇监管模式，发挥市场调节外汇供求的基础性作用

首先，明确监管模式的未来发展方向。“十二五”规划建议中提出要完善社会主义市场经济体制，使上层建筑更加适应经济基础的发展变化。这说明我国市场经济发展的方向不会改变，我们在银行外汇收支和外汇市场管理中要继续以改革为动力，不断推动市场化进程。

其次，积极培养涉汇主体的市场意识。2005年人民币汇率形成机制改革以来，除国际金融危机期间外，人民币对美元汇率总体呈升值态势，主要表现为升值预期。在此环境下，我国涉汇主体的风险意识往往是单方向的，是不完整的；避险手段也是单一的，有待进一步培养和锻炼。

最后，继续完善市场发展的监管环境。梳理各项规章制度，为银行外汇业务和外汇市场发展创造良好的法律法规环境，使其既可以满足市场化发展的需要，又能够实现高效的监督和管理。一方面，要积极修订和改进原有制度，进一步理顺监管部门和市场主体在推动市场发展中的职责分工，赋予市场主体更多的发挥空间，充分体现其主观能动性；监管部门要更加关注宏观影响和系统性风险。另一方面，要勇于填补监管空白，我国市场经济正处于不断发展的阶段，肯定会遇到一些前期未出现过的情况，我们应根据市场发展和宏观调控需要，及时制定相关措施，维护市场健康、有序运行。

五、打造更加专业化的干部人才队伍，保障国际收支各项工作顺利完成

党中央国务院多次提出，要把人才问题作为关系党和国家事业发展的关键问题加以重视，我们开拓国际收支事业同样离不开各类统计人才、分析人才和监管人才。经过多年发展，我们的国际收支干部队伍日趋成熟，出色地完成了各项工作任务，打下了很好的干部和人才基础。

为适应国际收支统计、分析和监管各项工作发展需要，今后我们各级领导班子还要时刻注重干部人才的培养，继续多方面锤炼我们这支队伍。国际收支工作的特点，就是“要求不断提上去，心态继续沉下来”。一方面，政府部门和

社会各界对统计、分析等工作的要求越来越高，统计数据都力求准确、及时、完整，分析报告还要有情况、有判断、有建议；另一方面，要达到这些要求，把国际收支工作做好，最需要的就是所有工作人员沉下心去，继续勤勤恳恳、兢兢业业、默默无闻地夯基础、搞调研、做分析，确实很不容易。所以，各级领导班子要对我们的国际收支工作继续多关心，在人力、物力等资源配备上给予大力支持，时刻体现“以人为本”理念，关心干部成长。同时，要在全体干部职工中树立事业心，培养进取心，引导大家“干一行，爱一行”，努力提高自身工作水平，共同把国际收支工作作为一项事业去奋斗。

（王小奕 2011 年 2 月 24 日）