

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：周景彤 中国银行研究院
吴丹 中国银行研究院
电话：010 - 6659 3776

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 李佩珈
联系人：刘晨
电话：010 - 6659 4264

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国跨境资本流动新趋势、市场影响 与风险防范^{*}

随着我国金融开放水平的不断提高，跨境资本流动带来的影响也越来越大，短期跨境资本流动的风险特征更加明显。当前，我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱等三重压力，美国通胀高企、美联储等全球主要央行货币政策正常化进程加速，境内外经济增长、货币政策操作不同步甚至方向相背趋势日益明显。在此背景下，研判跨境资本流动的新变化新趋势，加强对跨境资本流动的监测和风险防范显得十分重要。

我国跨境资本流动新趋势、市场影响与风险防范

随着我国金融开放水平的不断提高，跨境资本流动带来的影响也越来越大，短期跨境资本流动的风险特征更加明显。当前，我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱等三重压力，美国通胀高企、美联储等全球主要央行货币政策正常化进程加速，境内外经济增长、货币政策操作不同步甚至方向相背趋势日益明显。在此背景下，研判跨境资本流动的新变化新趋势，加强对跨境资本流动的监测和风险防范显得十分重要。

一、我国跨境资本流动发展阶段与新趋势

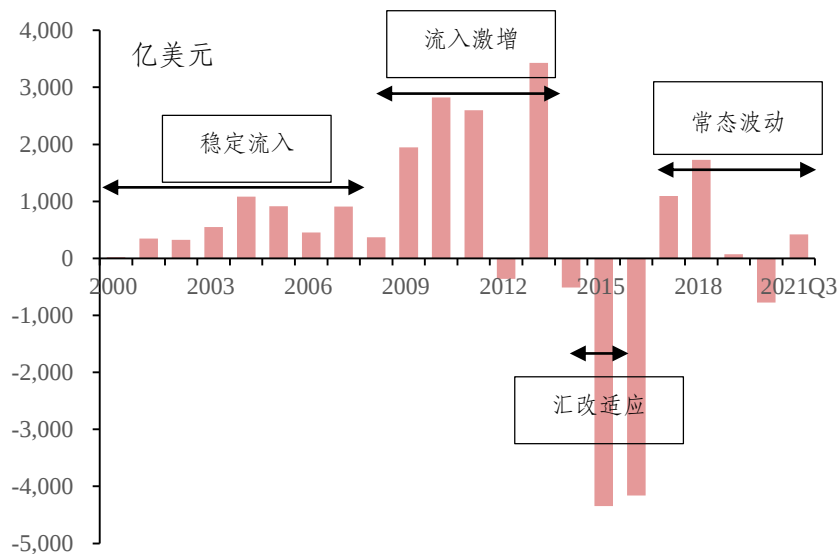
按照国际通行口径，跨境资本流动的测度主要参考国际收支平衡表中的资本和金融账户下的各细分项指标。由于资本账户规模和占比小，因此观测跨境资本流动主要是分析金融账户资金变化。储备资产账户可反应包含汇率与资产价格变动等因素在内的跨境资本流动情况。另外，净误差与遗漏账户可观测部分灰色短期资本流动。本文主要从上述三个账户分析我国跨境资本流动情况。

（一）非储备金融账户项下资金流动特征

整体来看，我国非储备性质的金融账户项下资本流动从持续顺差逐步过渡到顺逆交替，大体经历了四个阶段（图 1）。**第一阶段：**从本世纪初至 2008 年，非储备金融账户呈稳定流入状态，流入量基本都在 1000 亿美元以内。**第二阶段：**2009-2013 年，资本流入呈倍数增长。主要原因是 2008 年国际金融危机爆发后，世界各主要央行都实施量化宽松政策，我国实施了以“四万亿”为代表的经济刺激计划等政策，宏观经济实现了“V”型反转，外商投资热情高涨，外资流入量激增。**第三阶段：**2014-2016 年，资本呈净流出状态。2014 年，美联储宣布退出 QE 并启动加息周期，美元指数上涨，2015 年我国出台“8·11”汇改政策，美元兑人民币汇率中间价形成机制进一步市场化，在此阶段资本流出较为明显。**第四阶段：**2017 年之后，资本流动呈流入流出交替状态。2020 年，新冠疫情引发国际金融市场动荡，当年我国资本流动呈净流出。但疫后我国经济复苏良好，2021 年资本流动再次净流入。2021 年前三季度，非储

备金融账户下资本流出 4890 亿美元，资本流入 5308 亿美元，为 2014 年后新高。

图 1：非储备金融账户资本流动状态与阶段划分



注：对外直接投资资本流出增加用负值表示

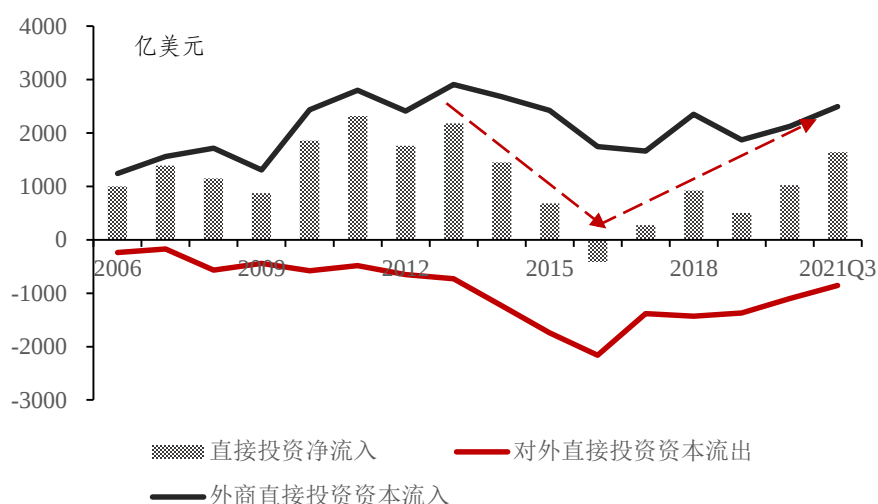
资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

具体来看，近期我国非储备金融账户下（包括直接投资、证券投资和跨境借贷等其他投资账户）资金流动呈以下特征。

1. 直接投资（DI）净流入量逐年增加且呈“V”型走势

从时间序列来看，近年来我国直接投资净流入呈“V”型走势，以 2016 年为低点。2021 年前三季度，直接投资净流入 1640.2 亿美元，同比增 59.94%。2017 年以来我国直接投资净流入逐年增加，究其原因，一是流出放缓，2016 年后，我国对外直接投资资金流出放缓（图 2）；二是流入增加，我国疫情防控得当，经济恢复良好，经济增长全球领先，我国对外商直接投资的吸引力不断加大。

图 2：2006 -2021 年第三季度跨境直接投资资金流动



注：对外直接投资资本流出增加用负值表示

资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

2. 证券市场跨境资金双向增长并呈净流入状态

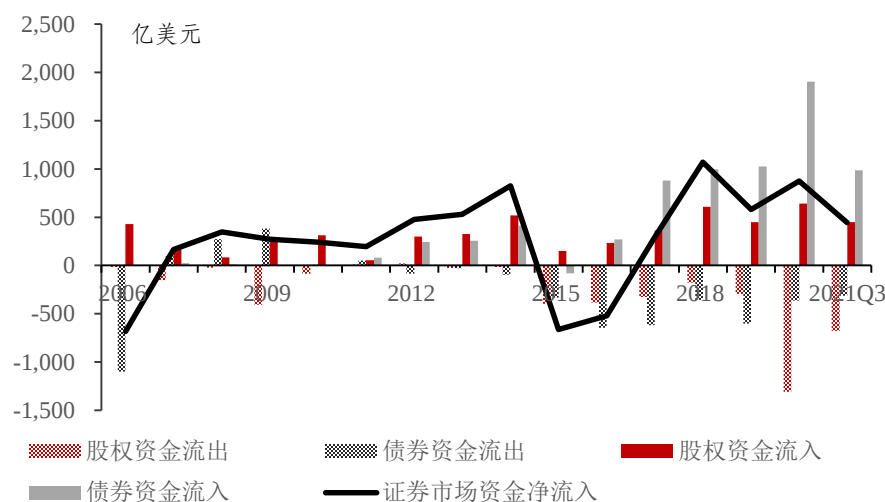
近年来，我国资本市场推出了一系列双向开放新举措，如降低外资准入门槛、取消 QFII/RQFII 限制额度，以及上线跨境理财通、债券南向通等金融产品，使得外资购买境内证券的便利度和自由度大大提高。整体上，证券市场跨境资金呈净流入状态（图 3）。其一，债市资本净流入增加显著。2020 年，我国债市外资净流入量达 1905 亿美元，创历史新高。境外持有人民币债券也显著增加，2021 年前三季度，境外机构和个人持有人民币债券 3.94 万亿元，较 2020 年末增长 18%。截至 2021 年 12 月，境外机构已连续 37 个月增持人民币债券，外资在中央结算公司的债券托管面额达 3.68 万亿元。债市外资流入量增加，一方面是由于中美利差处于高位，人民币汇率走强，境外投资者持有人民币债券有利可图，另一方面是人民币债券已被纳入多个全球债券指数¹，对境外投资者的吸引力增加。

其二，股市资本双向增长并出现净流出。一方面，股权资金流入增加。2021 年，北向资金连续 12 个月净流入，累计净流入 4322 亿元，创历史新高。股市外资流入持

¹ 2021 年 10 月，中国国债正式纳入富时世界国债指数（WGBI），已全部纳入全球三大债券旗舰指数。

续增长，原因在于 A 股估值较低，且人民币自 2020 年中以来维持稳定升值，吸引了大量国际投资者投资中国资本市场。另一方面，股权资金流出增加，导致整体净流出。2020 年，我国对外股权投资流出 1310 亿美元，且流出增加大于流入增加，出现 669 亿美元净流出。2021 年前三季度，我国对外股权投资净流出达 229 亿美元。股权资金流出，一是因为国内居民国际化配置资产需求提升，导致境内企业与个人对涉外投资品的投入量增加。二是疫情全球蔓延时期，美国股市经多次熔断后又恢复增长，投资者预期看涨有关。

图 3：2006 年至 2021 年第三季度证券市场跨境资金流动



注：证券市场跨境资金流出增加用负值表示

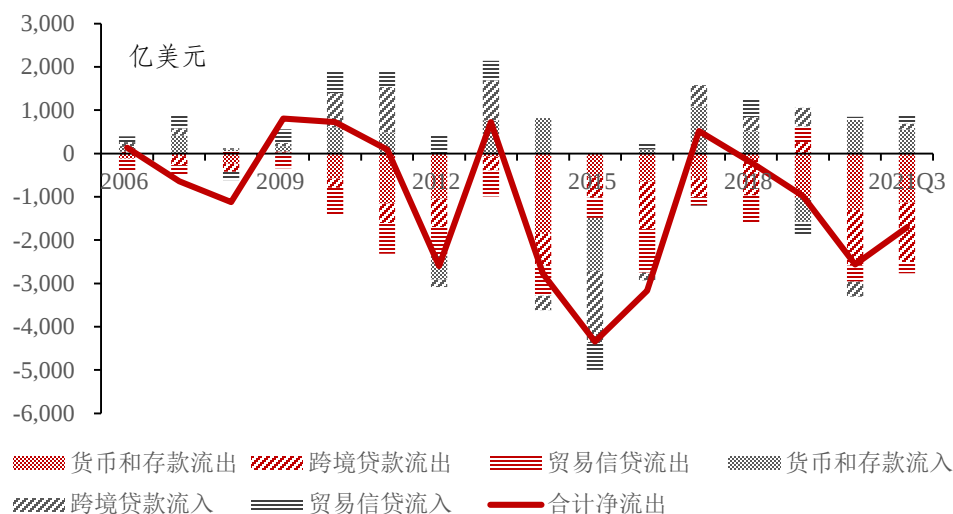
资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

3. 跨境存贷款以净流出为主且显著增加

2020 年，对外贷款项流出 1282 亿美元，货币和存款项流出 1304 亿美元；2021 年前三季度，分别流出 1368 亿美元和 1136 亿美元，显著高于 2015 年后的水平（图 4）。当前跨境存贷款对外流出增加，与 2015 年前后的净流出相比，有不同的原因：2015 年前后的跨境贷款净流出，主要是由于境内对外借贷的大量减少，流入资金项下为负，导致对应年份出现较高的资金净流出；当前跨境贷款净流出，主要是因为向境外放贷增加，即外币流动性充裕背景下银行向境外拆借增加，同时境内企业在境外存放资金

增加，即贸易顺差下企业出口收入的境外存放资金量增加。

图 4：跨境借贷等其他投资业务资本流动情况



注：资金流出增加用负值表示

资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

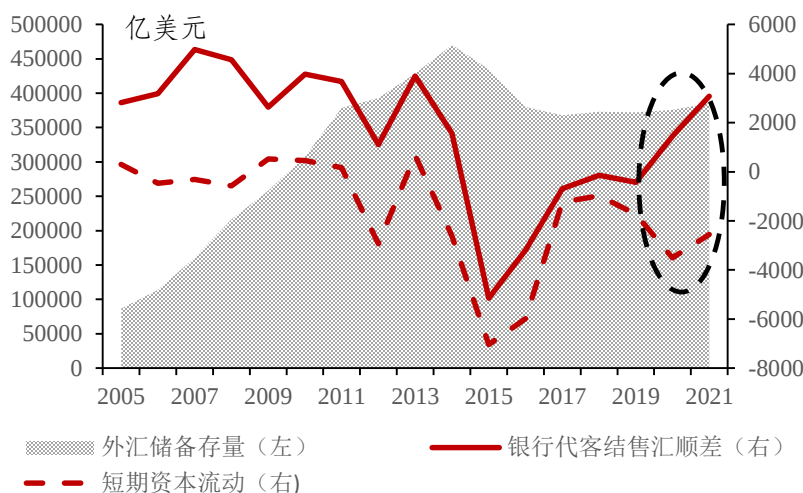
（二）外汇储备、银行结售汇与短期资本流动

本世纪以来，我国外汇储备规模不断增加，主要原因是经常账户与非储备金融账户的“双顺差”格局，国际资本净流入令外汇储备不断增加。但 2015 年“8·11”汇改后，“双顺差”格局开始转变（图 5），外汇储备净增加步伐减缓，趋势更加平稳。2021 年，境内外汇占款结束了连续六年的下降趋势，当年增加 1559 亿元，通过外汇占款渠道投放的基础货币“由降转升”。

银行结售汇数据也能较为真实地反应跨境资本流动情况。结售汇顺差说明结汇金额大于购汇金额，导致外汇储备增加。从走势来看，其一，银行结售汇差额“由负转正”。我国银行代客结售汇差额一直为顺差，但 2015-2019 年处于逆差状态，之后“由负转正”，2021 年顺差累计达 2676 亿美元。其二，结售汇差额走势与短期跨境资本流动走势基本一致（图 5）。参考官方对短期跨境资本流动规模的间接法计算公式（即短期跨境资本流动=外汇储备增量-外贸顺差-FDI 增量），可发现 2019 年前，银

行结售汇顺差与短期资本流动规模波动情况大致重合，但 2020 年后两者出现不同走向，银行代客结售汇顺差增高，短期跨境资本却呈流出态势，表明结售汇顺差代表的跨境资本流动的整体趋势以外资流入上升为主，但短期资本流动却以流出为主。

图 5：外汇储备、银行代客结售汇顺差与短期资本流动



资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

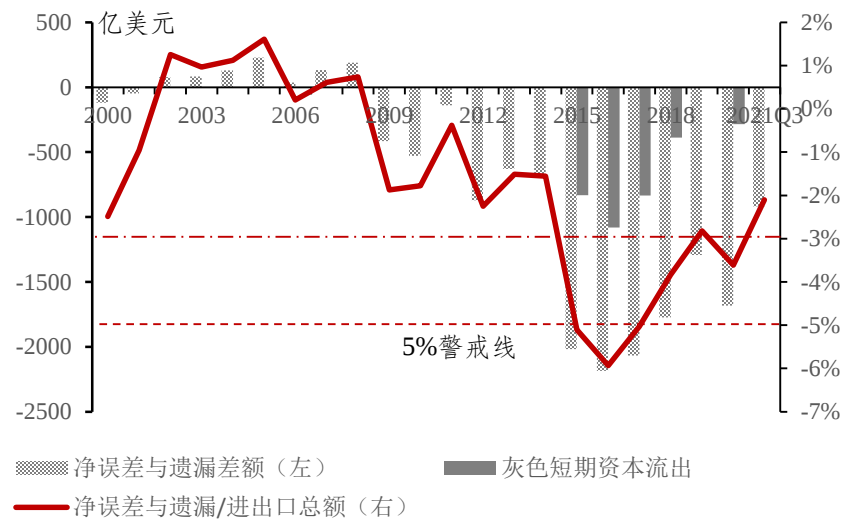
（三）净误差与遗漏项中隐藏的短期资本流动

设立净误差与遗漏项的初始目的是为了抵消统计误差，以达到国际收支账面平衡。按照 IMF 标准，净误差与遗漏项的绝对值不能超过当年进出口总额的 5%，否则说明国际收支表数据已存在严重失真情况。实际上，国际收支中的净误差与遗漏项不仅包含了统计误差与遗漏，还包含了大量官方统计口径之外的地下资本流动，属于风险较高的短期跨境资本流动。

2009 年后，我国国际收支表中的净误差与遗漏项持续为负，但其绝对值占贸易额的比重基本在 3% 以下；但 2015-2017 年，净误差与遗漏项与进出口额的比值超过了 5% 的警戒线（图 6）。如果将超过 3% 的部分纳入“灰色短期资本流动”考量，即隐藏在净误差与遗漏项中的短期跨境资本流动，其中 2015-2018 年以及 2020 年存在隐性资本流出。2020 年，非储备金融账户净资本流出 777.6 亿美元，且存在额外的隐藏在净误差和遗漏项中的资本流出 284.6 亿美元（表 1），即可能存在通过“地下通道”资本转

移等方式的跨境资本流出。

图 6：净误差与遗漏项与警戒线



注：净误差与遗漏项流出增加用负值表示

资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

表 1：隐藏在净误差与遗漏项中的灰色短期资本流出（单位：亿美元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2020 年
灰色短期资本流出	832.3	1080.2	833.9	386.8	284.6
非储备金融账户净流出	4344.6	4160.7	-1095.4	-1726.8	777.6
外汇储备资产增加	-3423.2	-4486.8	929.7	181.9	261.9

资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

一、跨境资本流动对社会福利的影响

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37740

