

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》
- 《国际金融评论》
- 《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：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国跨境资本流动

新态势、展望及影响*

2022 年国际形势复杂严峻，发达经济体通胀“高烧”不退，紧缩货币政策不断加码，我国短期跨境资本波动加大，特别是证券投资资金流出增加。但由于直接投资延续了顺差格局，跨境其他投资项“由逆转顺”，我国跨境资本流动总体均衡有序。步入 2023 年，外部环境不确定性仍然较大，但我国经济持续稳中向好，外资将看好并增持人民币资产，短期跨境资本流动将更趋平稳。总的来看，未来我国跨境资本流动将更加稳定，这将有助于维护金融市场稳健运行、延续外债规模平稳、保持国际收支平衡，以及货币政策独立自主等。

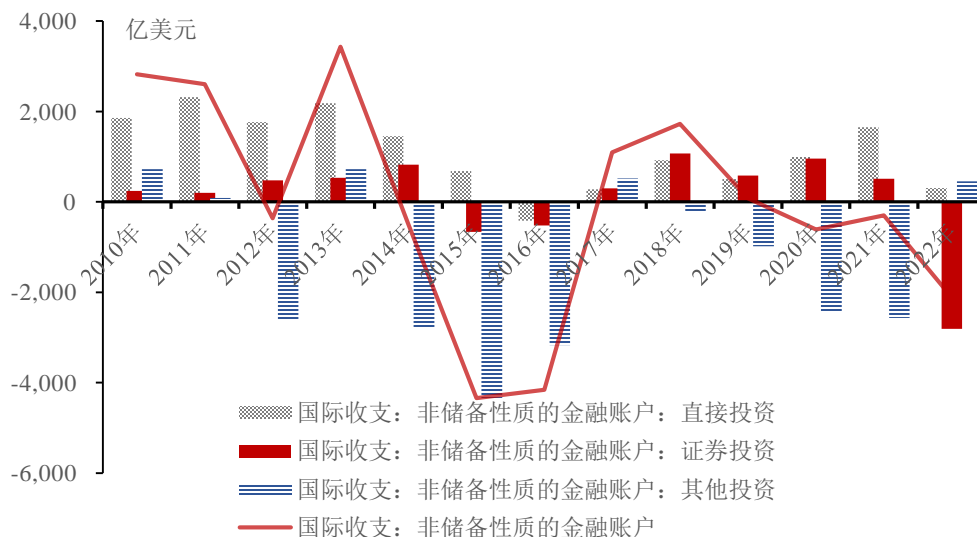
我国跨境资本流动新常态、展望及影响

2022年国际形势复杂严峻，发达经济体通胀“高烧”不退，紧缩货币政策不断加码，我国短期跨境资本波动加大，特别是证券投资资金流出增加。但由于直接投资延续了顺差格局，跨境其他投资项“由逆转顺”，我国跨境资本流动总体均衡有序。步入2023年，外部环境不确定性仍然较大，但我国经济持续稳中向好，外资将看好并增持人民币资产，短期跨境资本流动将更趋平稳。总的来看，未来我国跨境资本流动将更加稳定，这将有助于维护金融市场稳健运行、延续外债规模平稳、保持国际收支平衡，以及货币政策独立自主等。

一、非储备金融账户下的资本流动新常态

2022年我国资本流动出现明显变化，尤其是短期跨境资本波动加大。观察国际收支情况，2017年以来，我国非储备金融账户波动较为平稳，但2022年逆差显著扩大（图1）。其中，证券投资项逆差扩大是非储备金融账户波动增加的主要原因，年内累计净流出2811亿美元，较上年514亿美元净流入发生较大逆转。

图1：非储备金融账户及明细项顺逆差情况



资料来源：国家外汇管理局，作者整理

（一）证券投资项：出现近年罕见的大幅外流

2022 年证券投资项目逆差扩大，主要是由于跨境债券投资资金流出增加。在国际收支表中，证券投资项目主要包括债券和股权投资两项，其中债券投资的净流出占主导因素，全年流出 2678 亿美元，而股权资金仅流出 133 亿美元。究其主因，由于 2022 年欧美等发达国家通胀压力攀升，美联储启动大幅加息和缩表等紧缩货币政策，新兴市场国家短期跨境资金大量流向美国。2022 年美联储累计加息六次共 375 个基点，造成中美利差出现倒挂（图 2），美国国债收益率的抬高吸引了大量境内债券投资资金撤出。

从投资方向看，一是来华证券投资出现净流出。2022 年海外对我国证券投资净流出 1079 亿美元。从渠道看，以境外机构减持我国发行债券以及债券到期赎回为主（净流出 1456 亿美元）；而股权投资为 344 亿美元净流入。债券通项下，2022 年境外机构减持人民币债券迹象明显，但在下半年呈现减持逐渐收窄，且 12 月转为净增持（图 3）。二是境内对外证券投资活跃度增加。2022 年我国对外证券投资净流出 1732 亿美元，创历史新高。其中对外股权投资 477 亿美元，同比下降 44%；对外债券投资 1255 亿美元，同比增长两倍以上，规模创历史新高。

图 2：中美利差倒挂

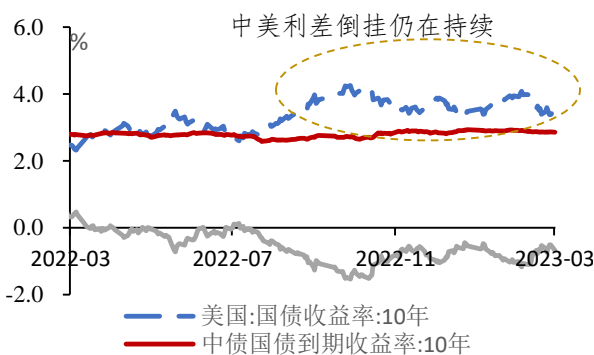
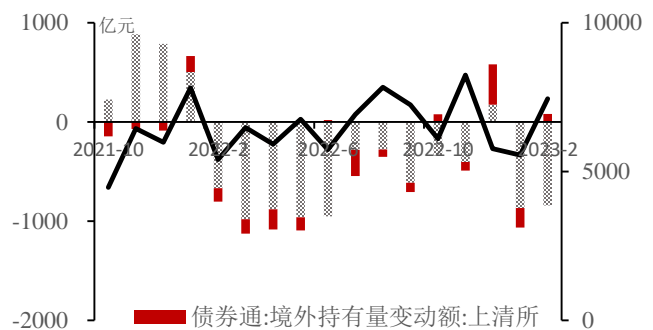


图 3：境外持有人民币债券变动

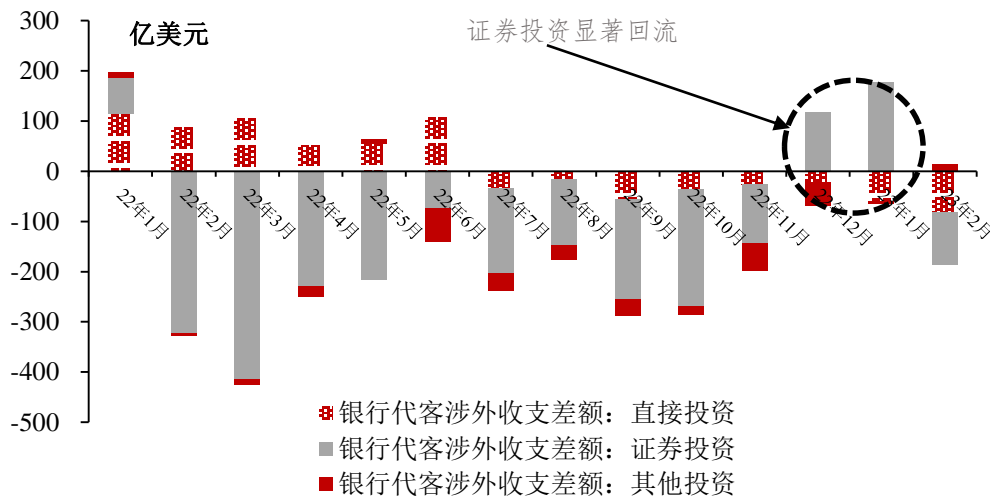


资料来源：Wind，作者整理

2023 年初跨境证券投资显著回流。2022 年底以来，由于我国疫情防控措施调整优化，经济金融复苏回暖，叠加市场对美联储加息预期转向，我国短期跨境资金开始显著回流。一是跨境证券投资显著回流。从银行代客涉外收付来看，证券投资项差额

“由逆转顺”，2022 年 12 月、2023 年 1 月顺差净流入分别为 118 亿美元、178 亿美元（图 4）。二是海外资金增持境内股债市迹象明显。在股市上，沪股通、深股通资金大幅流入。2023 年 1-2 月，沪股通、深股通资金净流入 794.6 亿元、710.8 亿元，其中 1 月份大幅净流入 705.5 亿元、707.3 亿元，均创单月历史新高。在债市上，2 月债券通交易量 7438 亿元，较 1 月环比增长 34%。

图 4：2022 年 1 月-2023 年 2 月银行代客涉外收付差额



资料来源：Wind，作者整理

（二）跨境其他投资：由往年逆差转为顺差

2022 年，包括跨境存贷款、贸易应收应付等在内的其他投资项“由逆转顺”，全年顺差 454 亿美元，而在此之前，2018-2021 年，其他投资项已连续四年逆差，尤其 2021 年净流出 2572 亿美元。2022 年跨境其他投资项呈现净回流，对证券投资项下的资金流出起到了对冲作用，促进了国际收支的整体平衡。从明细项看，主要是由于跨境贷款项明显“由逆转顺”，2022 年净回流 833 亿美元，境外贷款到期是主要原因。

表 1：2022 年其他投资资产负债差额及明细项情况

	2022 年资产负债差额	2021 年资产负债差额
跨境其他投资	454.22	-2571.68
其他股权	-2	-6
货币和存款	-403	-998
贷款	833	-1,302
保险和养老金	-31	-10
贸易信贷	-211	-277
其他	268	-394

资料来源：国家外汇管理局，作者整理；单位：亿美元

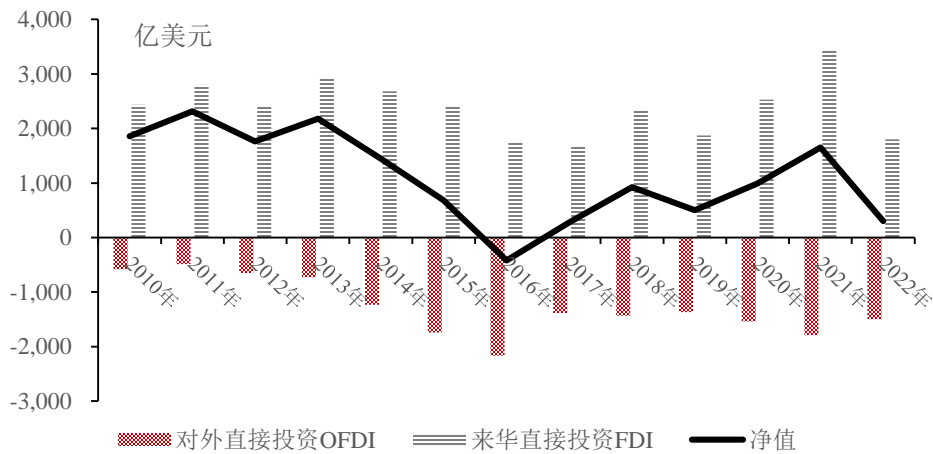
从银行代客涉外收付数据来看，2023 年 1-2 月，跨境其他投资延续顺差格局，其中 2 月其他投资项顺差净流入 14 亿美元。代表了年初我国维持了稳定的跨境借贷、贸易信贷关系，利于我国外债规模和结构保持稳定。

（三）直接投资延续顺差净流入

2022 年我国直接投资项波动较为平稳，全年净流入 305 亿美元，虽然较上年 1653 亿美元的净流入有所降低，但总体延续了顺差格局。

一是外商来华投资（FDI）保持较高水平。2022 年外商来华直接投资净流入 1802 亿美元，其中投资形式以股权投资为主（净流入 1597 亿美元），反映了我国经济前景对海外长期资本的吸引力。二是我国对外直接投资（OFDI）发展平稳。2022 年我国对外直接投资 1497 亿美元，其中对外股权投资 820 亿美元，对境外关联公司贷款净流出 677 亿美元，企业“走出去”总体平稳有序。据中国贸促会发布的《2022 年中国企业对外投资现状及意向调查报告》，2022 年境内企业对外投资发展平稳，超半数企业对外投资收益率实现增加或保持稳定。其中，有超过七成的受访企业维持或扩大了其对外投资规模；八成以上的企业对未来对外投资发展前景持较为乐观态度；约有九成的境内企业持续看好 RCEP 国家的投资机遇。

图 5：外商来华直接投资 FDI 与对外直接投资 OFDI



资料来源：Wind，作者整理

2023 年初，双向直接投资延续稳态。疫后经济复苏阶段，国家同时鼓励“引进来”和“走出去”，2023 年初我国对外直接投资 OFDI 与外商来华直接投资 FDI 均有所增加。一是我国实际使用外商直接投资金额增加。据商务部数据，2023 年 1-2 月中国实际使用外商直接投资 397.1 亿美元，同比增加 4.9%。从银行代客涉外收付来看，2 月直接投资资金流入 499 亿美元，较上年 2 月同比增加 6.9%。二是境内企业对海外直接投资有所增加。2 月银行代客涉外收付中的直接投资资金流出 582 亿美元，较上年 2 月同比增加 54%。疫情防控措施优化后，跨境往来的便利度得到大大提升，企业寻求海外长期投资项目有所增加。据商务部数据，2023 年 1-2 月我国对外投资快速增长，对外非金融类直接投资 199.6 亿美元，同比增长 26.5%（表 2）。我国企业对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资 40.4 亿美元，同比增长 27.8%，占同期总额的 20.2%。

表 2：2023 年 1-2 月我国对外投资合作情况

	金额	同比增长
对外非金融类直接投资	199.6 亿美元	26.5%
其中：流向租赁和商务服务业	47.2 亿美元	22.3%
流向批发和零售业	40.9 亿美元	17.2%
流向制造业、建筑业等领域的投资	呈增长态势	

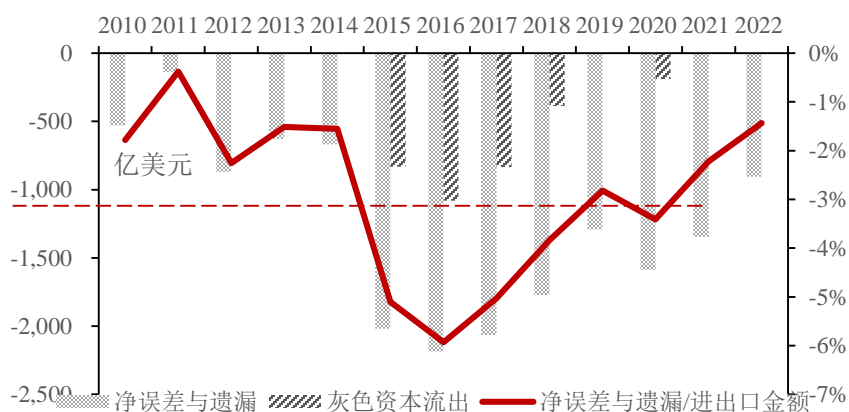
资料来源：商务部，作者整理

（四）净误差与遗漏项逆差降至较低水平

2022 年净误差与遗漏项负值进一步收窄至 906 亿美元，同比减少 32.6%，降至 2015 年以来最低水平。**第一**，净误差与遗漏项负值往往被视为灰色资本外逃。在学术分析中，会将净误差遗漏与进出口贸易额的比重超过 3% 的部分纳入“灰色资本流动”考量，而这些灰色资本流动隐含了一些违法违规的资本外逃。近两年，隐藏在净误差与遗漏中的灰色短期资本流动明显减少（图 6）。这反映了在我国跨境资金流动监管加强与优化下，通过“地下通道”转移资本出逃现象得到控制。

第二，净误差与遗漏项减少或与对国际收支统计方法的调整优化有关。净误差与遗漏项实际上是统计问题，其形成是由于国际收支中的经常账户有顺差外汇资金流入，但在资本金融账户中的资金逆差流出金额并未完全平衡，或是由于相关经济活动资金并未由国际收支记录，于是在净误差与遗漏项中反映为未统计到的资金流出。自 2020 年起，我国外汇管理局启动了企业数据源转型¹，优化了国际收支数据的采集方法，提高了统计数据质量，减少净误差与遗漏，促进了国际收支资产负债两端的平衡记录。

图 6：净误差与遗漏项与进出口额之比不断收窄



资料来源：Wind，作者整理

¹ 引自贾宁（国家外汇管理局国际收支司司长）：“推动国际收支统计和外汇市场创新发展”，《中国金融》2022 年第 14 期。

二、2023 年我国跨境资本流动将更稳健

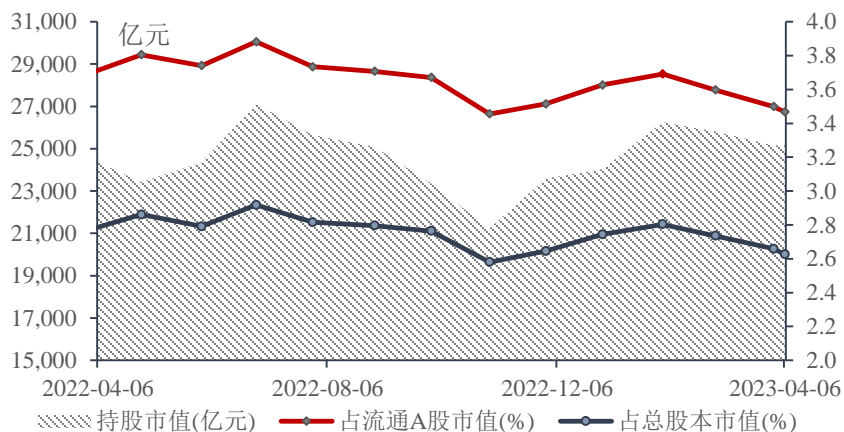
虽然外部环境依然严峻且具有不确定性，但总的来看，2023 年我国跨境资本流动将更加理性有序。

（一）多重利好支持我国跨境资本流动更平稳

第一，持续向好的经济基本面是吸引外资流入的有力支撑。目前我国经济已步入全面修复期，对支持我国跨境资本流动基本稳定的支撑作用增强。2023 年在全球经济低迷背景下，我国或将成为保持经济增速回升的主要经济体。同时，我国将继续扎实有序地推进高水平对外开放，为跨境资金平稳流动营造良好的政策环境，不断提高跨境贸易和投融资的便利化水平，更大力度地吸引和利用外资。

第二，境内资本市场“含金量”和“活力”将不断提升，进一步吸引外资增持人民币金融资产。一是近年来，我国资本市场高水平制度型对外开放举措渐次落地，且在全面注册制落地等一系列利好政策支持下，境内资本市场活力将得到进一步释放。有力推动市场高质量发展，促进我国资本市场“含金量”不断提升，我国资本市场的国际吸引力不断增强。截至 2022 年 4 月 6 日，外资持有我国境内股票市值 2.52 万亿元，较 2022 年底增加 1144 亿元，增长 4.8%（图 7）。二是汇率稳定也有利于增强人民币金融资产对外资的吸引力。2023 年人民币将呈现稳中有升行情，助力外资继续稳步投资我国证券市场。

图 7：外资持有我国股市市值及占比



资料来源：Wind，作者整理

（二）仍存在的外部不确定性风险影响

高利率导致国际市场流动性紧张，可能引发境外机构撤出在华资金。目前全球经济仍处于持续通胀和增长疲软状态，美联储激进货币政策调整对新兴市场跨境资金流动的外部效应仍存在。在依旧高企的通胀压力下²，美联储和英国央行分别于 3 月 22 日、23 日宣布各自再加息 25 个基点。美国利率已升至 15 年来最高水平，引发了银行挤兑及一系列连锁危机，包括硅谷银行在内的三家美国银行破产，一直以“安全与信誉”为名的瑞士银行也遭遇彻底破产。对此，美联储、英国央行均发声称当前金融环境正在收紧。流动性危机引发的恐慌情绪或将持续引导国际资本流动方向，存在海外投资机构回撤并转移资金以求自保的可能性，或将对我国资本流动带来潜在影响。

综合来看，2023 年我国跨境资本流动情况将更加稳健。一是直接投资将延续顺差净流入。在我国经济持续向好和相关政策支持下，跨境双向直接投资将保持活跃态势。二是短期跨境资本流动将更平稳。相较于去年来说，2023 年证券投资、其他投资等资金动向受发达经济体加息等相关溢出影响将边际减弱。在全球经济滞胀困局未解和我国经济持续向好的对比之下，海外投资者配置可获得稳健收益的人民币资产的意愿始终较强，外资参与境内证券市场将保持活跃。

² 2023 年 2 月，美国 CPI 同比涨幅 6%；英国 CPI 同比上涨 10.4%。

三、稳健的跨境资本流动有诸多有利作用

新形势下，我国跨境资本流动维持平稳有序具有重要意义，不仅利于促进我国经济稳增长，也是维护境内金融市场稳定的关键。

第一，有利于我国国际收支维持基本平衡。我国国际收支平衡主要依靠经常账户与资本金融账户的顺逆差波动影响，导致外汇储备规模出现相应增减（表 3）。一方面，步入 2023 年以来，我国外汇储备规模总体在小幅波动中保持基本稳定。2023 年 3 月，我国外汇储备规模 3.18 万亿元，环比小幅上升 1.62%。另一方面，2023 年全球经济仍陷于滞胀困境中，外需走弱将拖累我国贸易进出口总值下降。虽然预计 2023 年我国经常项目仍将维持顺差格局，但顺差优势较去年减弱。据海关总署数据，2023 年 1-2 月，我国贸易出口 5063 亿美元，下降 6.8%；进口 3894.2 亿美元，下降 10.2%；贸易顺差 1168.8 亿美元，扩大 6.8%。综合来看，我国非储备金融账户下的跨境资本流动稳定对 2023 年我国国际收支平衡将起到重要作用。

表 3：2022 年我国国际收支平衡情况

单位：亿美元	
1. 经常账户	4,019
2. 资本金融账户	-3,113
资本账户	-3
非储备性质的金融账户	-2,110
储备资产	-1,000
3. 净误差与遗漏	-906

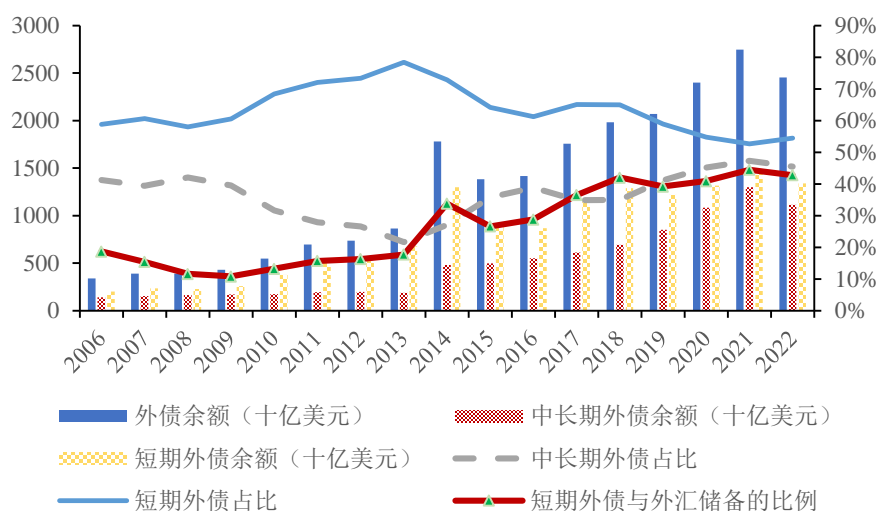
资料来源：国家外汇管理局，作者整理

第二，有利于境内金融市场稳定。跨境资本双向均衡流动对维护我国境内金融市场稳定有重要作用。一是利于境内股市、债市稳定。海外资金走向往往是我国境内股债市价格波动的风向标，例如北向资金波动不仅会对市场价格有直接影响，而且会通过影响市场预期对股市价格起到间接影响作用，从而放大市场波动。二是利于维护人民币汇率稳定。跨境资本的双向流动将直接影响外汇市场供需，外资流入增多时往往导致货币汇率走升，而资本外流将对汇率波动起到反向作用。在 2023 年我国将稳汇率

作为重点经济工作内容的背景下，维护跨境资本平稳流动也将对人民币汇率在合理区间内稳定波动起到关键作用。

第三，利于外债结构与规模合理稳定。2022年我国外债规模稳中有降，结构总体保持稳定，主要受汇率调整和外资减持人民币债券影响。从规模来看，2022年末我国全口径外债余额2.45万亿美元，较上年末减少2938亿美元；外债负债率³为13.6%，较上年末降低1.8个百分点；其中民间部门对外净负债7752亿美元，较上年末减少37.5%。从外债结构看，一是人民币外债占45%，较2016年上升了11%，人民币本币外债占比的提升有利于降低外债还本付息中存在的币种错配和汇率风险。二是短期外债与中长期外债占比分别为54.5%与45.5%，较2016年外债期限结构显著优化（图8）。展望2023年，我国跨境投融资便利化程度将再提升，跨境借贷资金流动将延续稳定态势。

图8：我国长期与短期外债余额及结构



资料来源：国家外汇管理局，作者整理

四、相关建议

第一，研判海外形势，防范外部风险传导。目前由发达经济体连续加息导致的一

³外债负债率：外债余额与国内生产总值之比

系列流动性风险仍在蔓延，需密切关注外部形势动态变化，降低外部风险敞口，提前做好预案，准确识别风险，及时评估影响。一方面要警惕海外风险对我国境外资产安全的影响，另一方面应进一步加强对完善跨境资本流动的动态监测预警，及时化解外部冲击风险传导。不断丰富跨境资金流动管理工具箱，提升跨境资金流动管理能力和风险防控能力，严防境外流动性风险通过跨境资本流动渠道传导。

第二，坚持货币政策独立自主，保持对外汇占款渠道的关注。在“蒙代尔不可能三角”中，资本自由流动、固定汇率和货币政策独立性三者不可兼得，最多只能拥有其中两项。注重跨境资本流动稳定，有利于我国汇率波动稳定和货币政策独立性。对我国来说，保持货币政策独立性尤为重要。在发达国家货币政策维持紧缩的背景下，我国更要注重独立自主的货币政策节奏，以更好支持实体经济发展。此外，在货币合理充裕支持实体经济稳增长下，也需注意外汇占款渠道的基础货币投放。2023年1月我国外汇占款环比增加1536.97亿元，已连续四个月微升。

第三，加强宏观审慎管理，积极引导外汇市场预期。一方面，当前形势下，保持人民币汇率稳定对防范跨境资本流动风险，维护国际收支基本面平衡十分重要。另一方面，坚持汇率在合理区间内弹性波动，发挥汇率对调节宏观经济和国际收支的自动稳定器作用。应强化汇市风险监测分析，加强对市场预期的合理引导。进一步建立健全本外币一体化的宏观审慎管理框架，持续完善外汇市场“宏观审慎+微观监管”的两位一体监督管理，协同本外币跨境资金管理政策，促进本外币、离岸在岸市场的良性协调发展。

第四，统筹安全与发展，有序推动高水平对外开放。党的二十大强调，要毫不动摇地持续推进更大范围、更宽领域、更深层次对外开放。要坚持扩大资本市场高水平制度型开放，不断增强金融市场活力和吸引力，适度放宽市场准入，构建更加友好的投融资环境，鼓励外商投资信心，引导外资投向先进制造等重点领域。此外，积极强化技术驱动型监管，借助科技赋能监测地下钱庄、跨境赌博等非法跨境资金转移行为并实施严厉打击，多层次、多维度维护跨境资金流动的良性秩序。

