

宏观

证券研究报告

2021 年 02 月 23 日

如何理解国际收支变化和外汇占款的关系及影响

2020 年海关货物贸易进出口顺差 5350 亿美元，是历史第二高值，而央行外汇占款却较 2019 年减少 1009 亿元人民币。2013 年之前，经常账户顺差曾是外汇占款提升的主要来源，而外汇占款曾是基础货币投放的主要渠道，因此市场关心后续外汇占款变动是否会对流动性和信用扩张有实质性影响。

综合考虑各方面影响，我们认为外汇占款波动不会对货币政策取向造成实质性影响。

第一，短期经常账户顺差扩大不必然带来外汇占款增长，长期国际收支中的误差与遗漏会抵消部分经常账户顺差。

第二，经常账户顺差难以持续快速增长、金融账户顺差规模较小，预计未来外汇占款呈现双向波动或温和增长态势，再现 2000-2013 年单边快速增长的概率较低。

第三，2014 年之后，央行公开市场操作逐渐占据主导地位，外汇占款高位回落后难以取代公开市场操作的地位。外汇占款变动对于流动性和货币政策是次要逻辑，主要逻辑仍然是央行所锚定的货币政策目标，其既定取向不会轻易被跨境资本流动影响。

风险提示：国内经济表现持续强于海外主要经济体引发资本大规模流入；海外主要经济体货币政策超预期收紧

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：美股泡沫的持续性和脆弱性》 2021-02-22
- 2 《宏观报告：美元短期可能出现反弹》 2021-02-16
- 3 《宏观报告：美国经济是否会有需求新周期？》 2021-02-11

内容目录

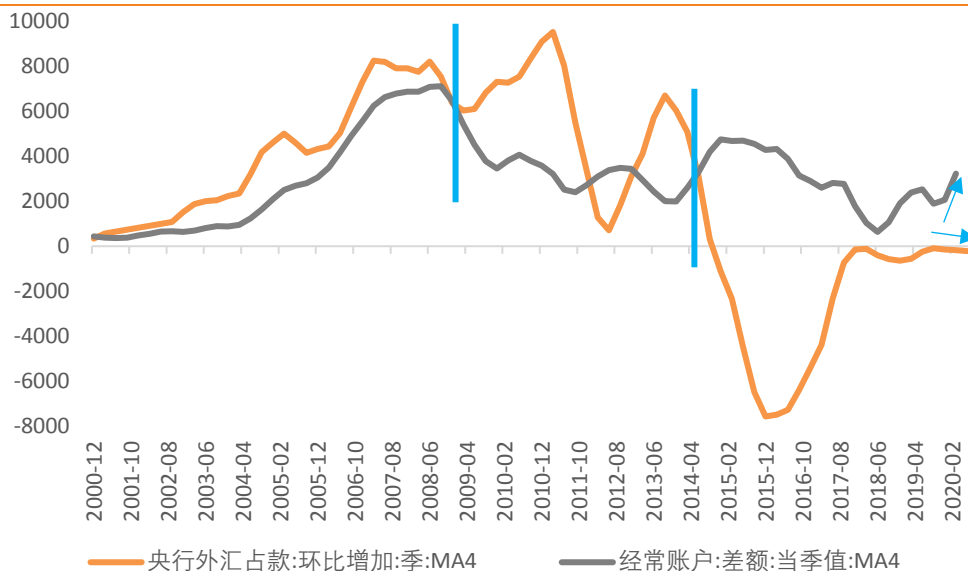
一、经常账户差额与外汇占款走势背离的三个中短期原因	3
二、长期的国际收支误差与遗漏抵消了部分经常账户顺差的贡献	7
三、从金融账户的视角进行理解和交叉验证	7
四、外汇占款可能是双向波动/温和增长而非单边走势，对货币政策取向影响有限	8

图表目录

图 1：过去二十年我国经常账户差额与外汇占款的关系经历了三个阶段（亿元）	3
图 2：从贸易顺差到外汇占款的传导过程	4
图 3：货物出口金额常年较涉外收入偏高（亿美元）	4
图 4：进出口贸易顺差扩大没有转化为涉外收付款顺差的提升（亿美元）	5
图 5：结汇意愿滞后于人民币汇率变化	5
图 6：银行使用自有资金结汇表现为国外资产增加、库存现金减少（亿元）	6
图 7：2019 年以来央行外汇占款变化与银行结售汇顺差的相关性明显减弱（亿元）	6
图 8：净误差与遗漏:当季值:MA4（亿美元）	7
图 9：外资投资国内证券和我国投资海外证券规模呈双边扩大态势（亿美元）	8
图 10：2014 年后公开市场操作逐渐取代外汇占款占据主导地位	8

过去二十年，我国经常账户差额与外汇占款的关系经历了三个阶段：2000-2008 年，出口繁荣带动国内经济高速增长，外汇占款变动与经常账户顺差的走势相同，增长规模稍高于经常账户顺差；2009-2013 年，金融危机后全球央行释放流动性，外汇占款增长明显高于经常账户顺差，此间对于“热钱流入”的讨论较多；2014-2019 年，美联储退出 QE、国内潜在增速趋于下行，经常账户保持顺差但外汇占款大幅下降，“资本外逃”成为热点话题。

图 1：过去二十年我国经常账户差额与外汇占款的关系经历了三个阶段（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2020 年，中国贸易顺差大幅上升，但是外汇占款却小幅下降。2020 年海关货物贸易进出口顺差 5350 亿美元，是历史第二高值，而央行外汇占款却较 2019 年减少 1009 亿元人民币。2013 年之前，经常账户顺差曾是外汇占款提升的主要来源，而外汇占款曾是基础货币投放的主要渠道，因此市场关心后续外汇占款变动是否会对流动性和信用扩张有实质性影响。

综合考虑各方面影响，我们认为外汇占款波动不会对货币政策取向造成实质性影响。

第一，短期经常账户顺差扩大不必然带来外汇占款增长，长期国际收支中的误差与遗漏会抵消部分经常账户顺差。

第二，经常账户顺差难以持续快速增长、金融账户顺差规模较小，预计未来外汇占款呈现双向波动或温和增长态势，再现 2000-2013 年单边快速增长的概率较低。

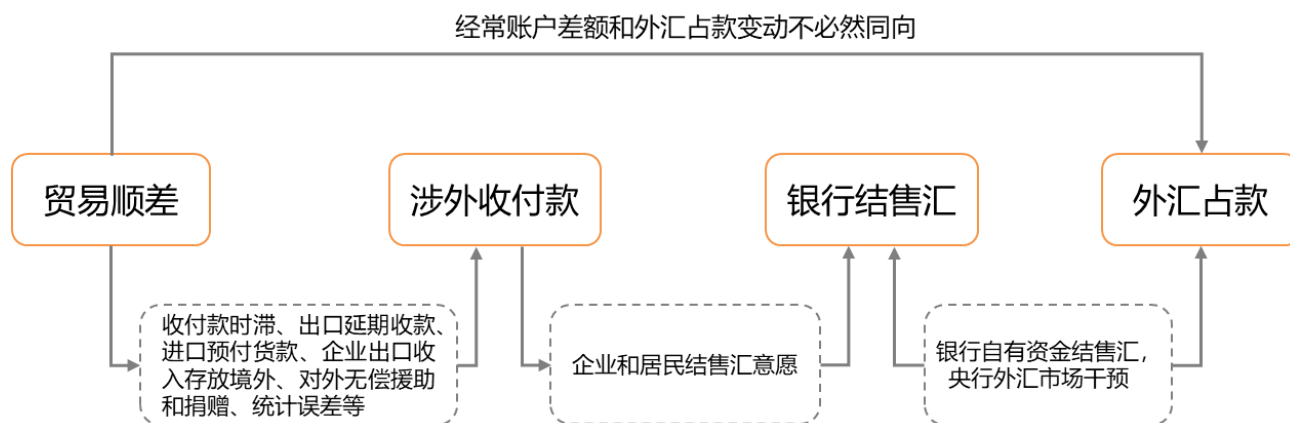
第三，2014 年之后，央行公开市场操作逐渐占据主导地位，外汇占款高位回落后难以取代公开市场操作的地位。外汇占款变动对于流动性和货币政策是次要逻辑，主要逻辑仍然是央行所锚定的货币政策目标，其既定取向不会轻易被跨境资本流动影响。

一、经常账户差额与外汇占款走势背离的三个中短期原因

经常账户是记录国际贸易最重要的账户之一，包括货物、服务、初次收入和二次收入，其中货物和服务贸易占据经常账户收支的 90% 左右。理论上，由于外币不能在国内流通，国际收支经常账户顺差形成的外汇净流入将在银行转化为人民币，当央行收购外汇时就形成外汇占款。

但实际上，经常账户差额和外汇占款变化在中短期并不必然同向。以经常账户中占比最高的货物贸易为例，从贸易顺差到外汇占款增长需要经历涉外收付款、银行结售汇以及银行向央行售汇等多个环节的传导，受外贸收付款时滞、统计误差、企业结汇意愿、银行结算周转外汇比例额度、央行干预等诸多因素的影响，二者中短期不必然同向。

图 2：从贸易顺差到外汇占款的传导过程



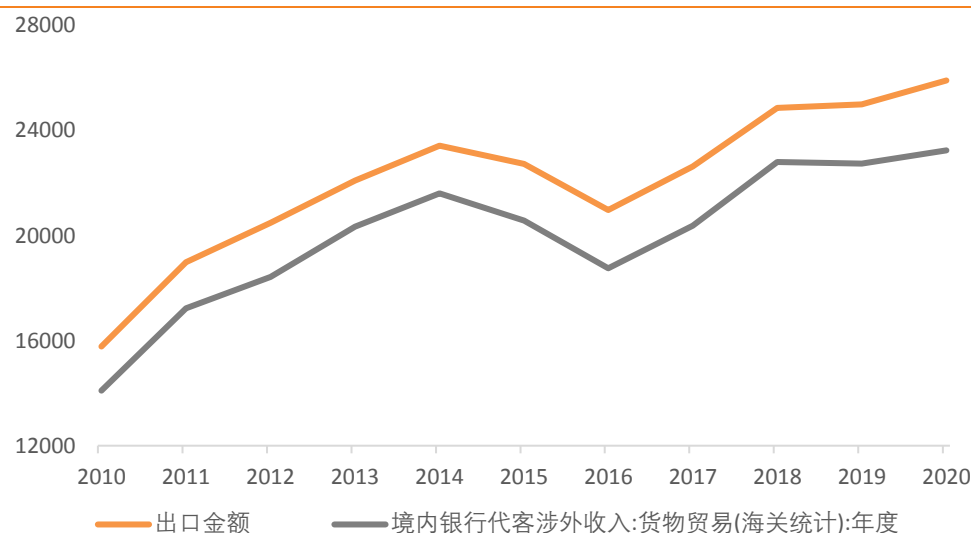
资料来源：天风证券研究所绘制

原因一：贸易顺差扩大没有转化为银行代客涉外收付款顺差提升

涉外收付款指非银行机构和个人通过境内银行从境外收到的款项和对境外支付的款项，以及境内居民通过境内银行与境内非居民发生的境内收付款。从贸易顺差向涉外贸易收付款顺差的转化，要考虑从进出口报关到贸易收付款的时滞，一般 1-3 个月。此外，还要剔除出口延期收款、进口预付货款、企业出口收入存放境外、对外无偿援助和捐赠、统计误差等因素，这些因素会计入当期海关进出口，但没有产生涉外收付款。

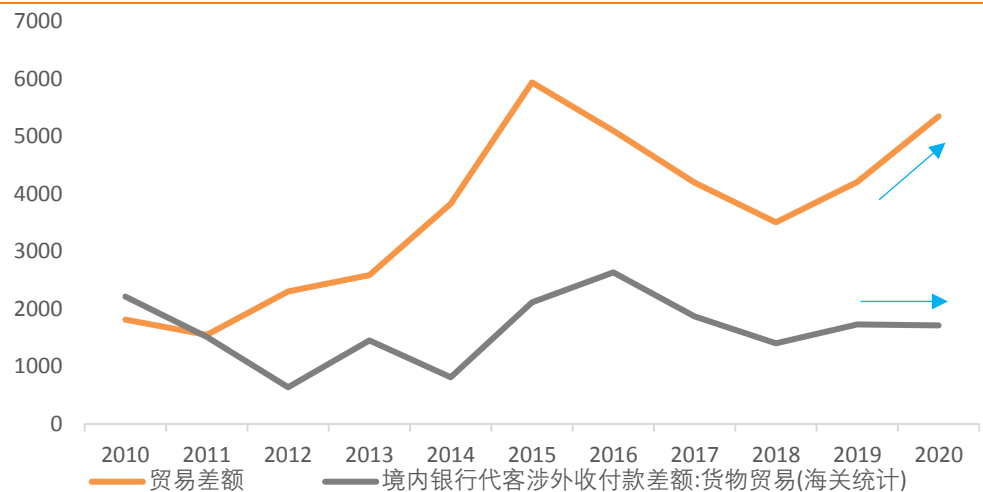
2020 年我国货物贸易进出口顺差 5350.3 亿美元，海关口径货物贸易项下的银行代客涉外收付款顺差为 1716.6 亿美元，两者相差 3634 亿美元（2019 年相差 2478 亿美元），其中出口金额高出涉外收入 2661 亿美元，进口金额低于涉外支出 973 亿美元。可见 2020 年贸易顺差的扩大没有转化为涉外收付款顺差的提升。

图 3：货物出口金额常年较涉外收入偏高（亿美元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：进出口贸易顺差扩大没有转化为涉外收付款顺差的提升（亿美元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

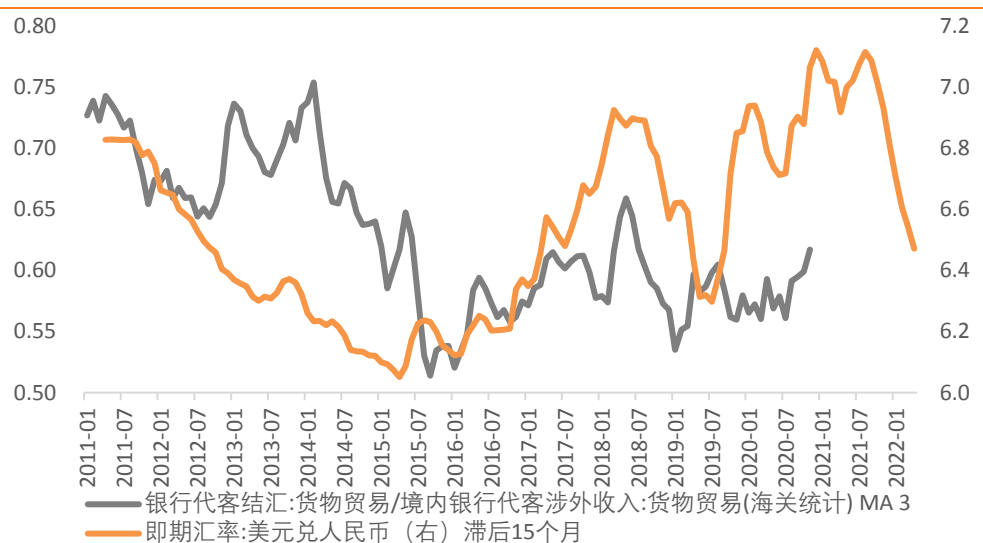
原因二：银行代客涉外收付款顺差和银行代客结售汇顺差背离

银行代客结售汇指银行为客户及其自身办理的结汇和售汇业务。2008 年，修订后的《外汇管理条例》明确企业和个人可以按规定保留外汇或者将外汇卖给银行。因此 2008 年后，涉外收付款顺差向银行代客结售汇顺差的转化，逐渐受企业和居民结售汇意愿的影响。

用“银行代客结汇/境内银行代客涉外收入”来衡量结汇意愿，可见结汇意愿滞后于人民币汇率变化大约 12-18 个月：人民币贬值，结汇意愿滞后性上升；人民币升值，结汇意愿滞后性下降。由于 2018H2-2020H1 人民币连续贬值，当前结汇意愿正处于滞后上升期，结汇比例约为 60%；而 2020H2 以来人民币快速升值，后续结汇意愿可能重新回落。

2020 年货物贸易项下涉外收入 2.32 万亿美元，结汇金额 1.37 万亿美元；涉外支出 2.15 万亿美元，售汇金额 1.13 万亿美元。综合来看，货物贸易项下的结售汇顺差为 2396.4 亿美元，高出涉外收入顺差 680 亿美元，环比 2019 年高 772 亿美元，主要与结汇意愿提升有关。结汇意愿提升对外汇占款增长有潜在促进作用，因此外汇占款出现回落还与第三个原因有关。

图 5：结汇意愿滞后于人民币汇率变化



资料来源：WIND，天风证券研究所

原因三：央行逐渐退出外汇市场干预，银行代客结售汇顺差和外汇占款的相关性明显下降

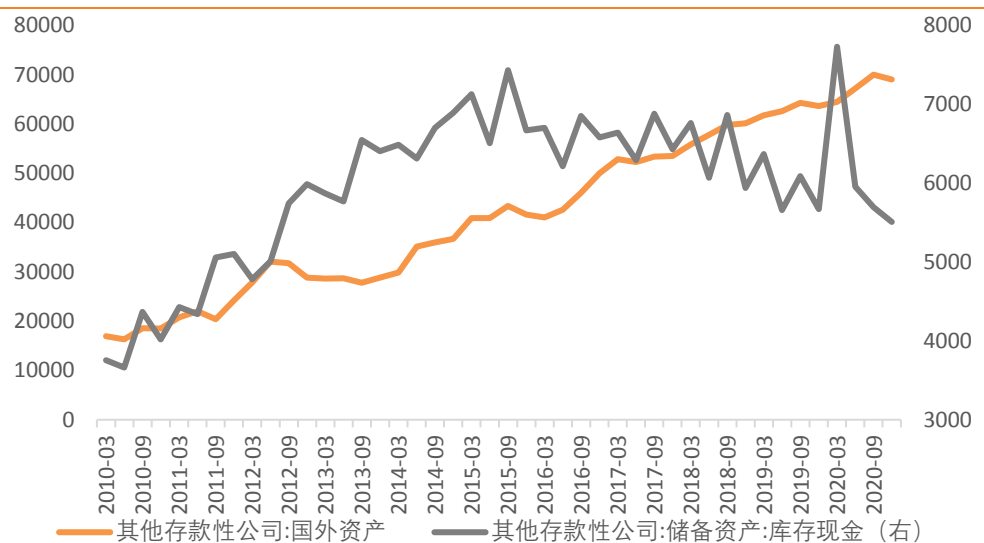
外汇占款指本国央行收购外汇资产而相应投放的本国货币。1994 年我国进行外汇管理体制变革，实行“银行结售汇制”，外汇指定银行办理结汇所需人民币资金原则上由各银行用

自有资金解决；国家对外汇指定银行的结算周转外汇实行比例管理，各银行持有超过其高限比例的结算周转外汇，必须出售给其他外汇指定银行或央行；持有结算周转外汇降到低限比例以下时，从其他外汇指定银行或央行购入补足。

因此，当银行持有外汇未超限且央行未主动干预外汇市场时，银行代客结售汇顺差可以表现为银行国外资产规模的增长，不必成为央行外汇占款。相反，**银行使用自有资金结汇时还将表现为库存现金的减少，对流动性产生紧缩效应。**2021 年初银行间流动性一度非常紧张，可能部分与此有关，外贸企业在春节前出于发放工资奖金等需求集中向银行结汇，短期占用了大量银行自有资金。

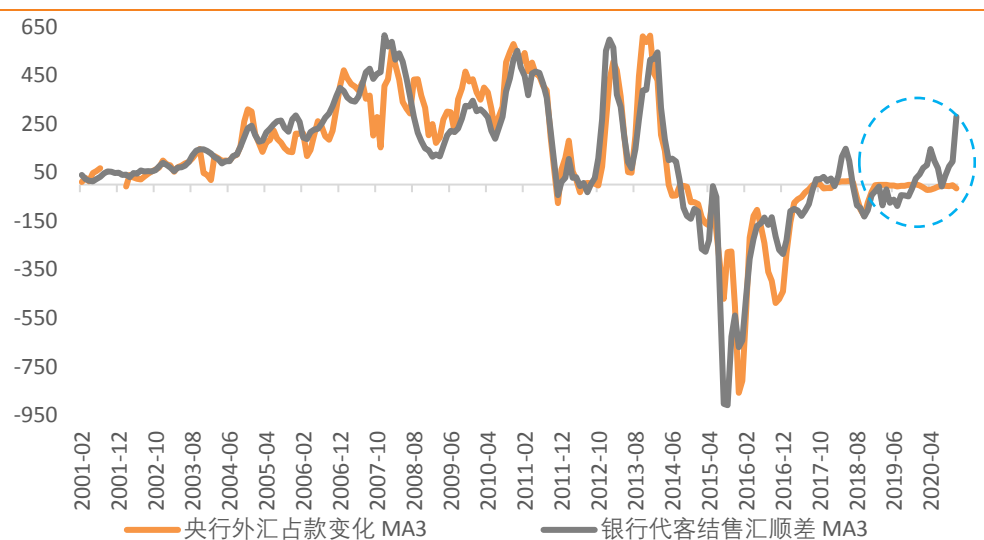
2001-2018 年间，外汇占款变化与银行代客结售汇顺差走势基本一致，主要与跨境资本流动的单边走势有关，央行对外汇市场进行常规干预。2019 年以来，随着国际收支由单边顺差/逆差转为上下波动，银行主要使用自有资金应对短期的顺逆差波动，央行则逐渐退出了对外汇市场的常规干预，外汇占款和结售汇顺差的相关性明显降低。2020 年我国银行国外资产规模较 2019 年底增长 5433 亿元，央行外汇占款则较 2019 年底减少 1009 亿元。

图 6：银行使用自有资金结汇表现为国外资产增加、库存现金减少（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：2019 年以来央行外汇占款变化与银行结售汇顺差的相关性明显减弱（亿元）



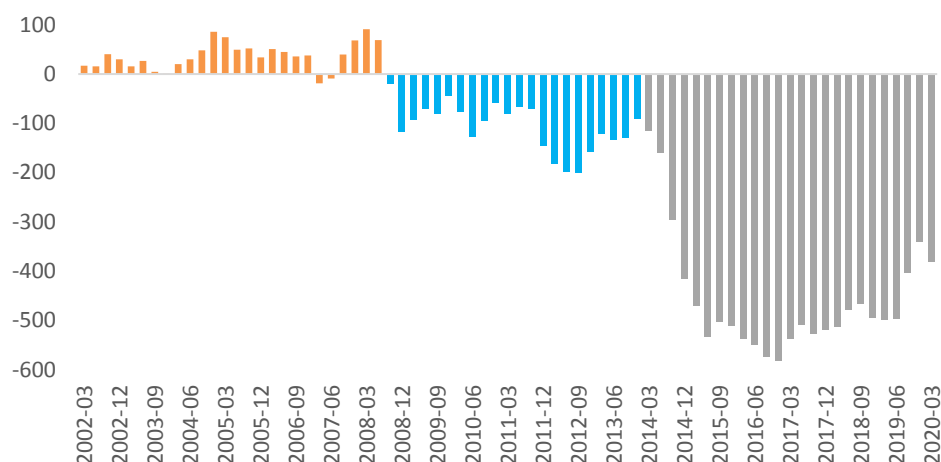
资料来源：WIND，天风证券研究所

二、长期的国际收支误差与遗漏抵消了部分经常账户顺差的贡献

长期以来，国际收支中的净误差与遗漏也抵消了部分经常账户顺差的贡献。国际收支平衡表采用复式记账法，由于统计资料来源和时点不同等原因，会形成经常账户与资本和金融账户不平衡，形成的统计残差项称为净误差与遗漏。根据国际收支恒等式：经常账户差额+金融账户差额+资本账户差额+净误差与遗漏=0。2009 年以来我国净误差与遗漏项目常年为负值，部分抵消了经常账户对金融账户储备资产项目的贡献。

虽然无法明确甄别净误差与遗漏的来源，但主要受人民币汇率预期、海外主要经济体货币政策等因素影响，本质上取决于国内和海外基本面的相对变化。2020 年国内经济领先全球复苏，叠加海外央行大规模宽松、人民币快速升值，前 3 季度的净误差与遗漏规模是 2015 年以来的最低水平，但规模也达到 949 亿美元。

图 8：净误差与遗漏:当季值:MA4（负值代表经常账户差额高于资本和金融账户差额的绝对值，亿美元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

三、从金融账户的视角进行理解和交叉验证

根据国际收支恒等式，经常账户顺差没有有效转化为外汇占款，除了经常账户自身以及误差与遗漏的原因外，还可以从金融账户的视角来进行理解和交叉验证。金融账户包括非储备性质的金融账户和储备资产净获得，其中后者包括外汇储备、货币黄金、外汇提款权和在 IMF 的储备头寸，与外汇占款虽然不完全相同但基本同源，因此关注点主要在于非储备性质的金融账户。就几个影响比较大的项目来说：

一是“其他投资”项。1) “货币和存款”项目差额明显增长，表明我国居民¹直接持有的外币和存放在非居民处的存款增长；“贷款”项目差额大幅增长，表明我国居民对非居民的

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_17939

