

# 万亿美元真的“不翼而飞”了吗？

近期，“万亿美元失踪”的话题再次引发热议。本文从以下五个方面对此进行探讨。

- **外贸进出口并非一国对外经贸交往的全部。**国际收支数据反映了对外经济部门全貌，常见的贸易数据、直接投资数据仅仅是其中的一部分。据此来分析中国对外经济运行整体情况或结果，属于管中窥豹。
- **常见的贸易投资数据不可以直接拿来就用。**海关口径的外贸进出口数据和商务部口径的跨境直接投资数据，与国际收支口径的相关数据都存在较大差异。利用不同口径数据进行合并计算时需要格外注意。
- **海关口径的进出口差额本身不直接对应跨境资金的进出。**海关进出口数据是物流而非资金流概念。近年来海关统计的进出口顺差持续大于可比口径的涉外收付款顺差，是因为存在长时间的出口少收、进口多付现象。
- **贸易投资跨境资金进出也不直接对应外汇储备规模变动。**相关项目的涉外收付款，一部分会体现在结售汇差额上。在央行基本退出外汇干预情况下，银行结售汇顺差会转变为银行持有的外汇头寸，反映为资本外流。
- **净误差与遗漏负值不等于非法资本外逃。**净误差与遗漏负值既可能是经常项目顺差高估，也可能是资本项目外流低估，现实中无法对此进行区分。线上项目实际也可能隐含了不少违法违规的资本外逃，“两头在外”的对敲交易跨境转移资产，有可能在国际收支平衡表都没有被记录。
- 近年来关于中国贸易投资顺差去向的猜疑不时出现，反映了长期以来大家对于国际收支格局存在普遍误解，也反映了各界对于违法违规的资本外逃的担心。针对市场猜疑，解决之道是增加国际收支数据透明度；不断改进国际收支统计方法，提高统计质量，同时疏堵并举，防范化解资本外逃风险。
- **风险提示：**地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期，国内经济复苏不如预期

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

作为贸易投资大国，中国的对外经济状况备受关注。由于这一话题涉及多项指标，并且同一类型指标可能涉及不同部门，而这些部门的统计口径又存在诸多差异，难免引发市场猜疑甚至是误解。例如经常有人问到，近年来中国每年几乎都有数千亿美元的进出口顺差，以及大规模外商直接投资流入，但外汇储备并没有明显变化，这些钱到底去哪儿了？此前，我们已经撰文解释过相关问题<sup>1</sup>。

不过，近期网络上“万亿美元失踪”的话题再次引发热议。如有人提出，2022年海关统计的中国外贸进出口顺差8766亿美元，同比增长31%，同期外汇储备规模却不增反减1225亿美元，二者负缺口近万亿美元。再如，还有人根据“货物贸易、服务贸易及非金融类投资”，计算得出2020年至2022年“全口径的顺差规模”合计为18977亿美元，并且认为这部分顺差没有体现在任何其他宏观金融数据上（包括央行层面的外汇储备、外汇占款数据，银行层面的结汇、外汇存款数据，以及外汇局层面的外币流动性数据）。那么，万亿美元真的“不翼而飞”了吗？本文拟从以下五个方面对此进行探讨。

## 一、外贸进出口并非一国对外经贸交往的全部

本文开篇提及的第二种看法，实际与第一种观点如出一辙，只是一个加强版。为简化分析框架，本文拟主要以外贸进出口为对象进行分析。

将海关统计的外贸进出口差额与外汇储备规模变动进行对比，实际上是一种对账行为。然而，二者并不具有可比性。一方面，外贸进出口是流量，外汇储备规模是存量，二者并非可比口径；另一方面，外贸进出口与外汇储备的流量（即交易引起的外汇储备资产变动）也并非完全可比，因为外贸进出口只是一国对外经贸活动的重要组成部分而非全部，而外汇储备资产变动则是一国对外经贸活动的主要结果（即国际收支差额的主要部分）。

国际收支账户与国民收入账户、财政账户和货币金融账户构成宏观经济的四大账户，具有国际可比性。其中，后三大账户反映一国对内经济运行状况，国际收支账户则反映一国对外经济运行情况。国际收支统计概括了一经济体居民与非居民之间的经济关系，反映了对外经济部门的全貌，是将外贸进出口与外汇储备规模变动对账的最好参照系。

狭义的国际收支统计是指国际收支平衡表（BOP）统计<sup>2</sup>，即对外经济活动的流量统计，其基本分类包括：经常账户（包括货物和服务、初次收入、二次收入三个子账户）、资本账户（包括非生产非金融资产的获得/处置，以及资本转移两个子账户）、金融账户（包括直接投资、证券投资、金融衍生品、其他投资和储备资产五个子账户）、误差与遗漏净额。按照机构部门分类，国际收支统计对象包括：中央银行、中央银行以外的存款性公司、广义政府、其他部门（包括其他金融公司和非金融公司、住户和为住户服务的非盈利机构）。此外，国际收支统计不区分币种，即同时统计以人民币和外币进行跨境收付的交易。

常见的外贸进出口（即货物贸易进出口）数据，在国际收支统计中对应的就是经常项目下的“货物贸易进出口”项目。即便利用货物贸易、服务贸易及非金融类投资数据计算出所谓的“全口径顺差规模”，也仅仅是国际收支统计数据的一部分。据此来分析中国对外经济运行整体情况或结果，仍属于管中窥豹。只是因为与外贸进出口、跨境直接投资等月度、高频数据不同，中国国际收支数据属于季度、低频且披露时间较为滞后，国际收支平衡表初步数据季后一个多月时间发布，正式数据季后两个多月时间公布。外汇储备规模数据虽然按月发布，但交易引起的外汇储备资产变动仍要在国际收支平衡表初步数据发布时才按季披露。

如果按照国际收支口径归总的话，2020年至2022年，货物和服务、直接投资合计顺差为17503亿美元，再加上经常项目中的初次收入和二次收入差额，以及资本项目里的短期资本净流出（含净误差与遗漏），得到的合计顺差为3171亿美元，这部分资金最终体现为储备资产增加3171亿美元，其中外汇储备资产增加2711亿美元（见图表1）。显然，不存在“万亿美元失踪”的问题，最多也就是“净误差与遗漏”的科目存疑。对此，后文再叙。

<sup>1</sup> 管涛，贸易顺差去哪儿了，第一财经日报，2021年1月31日。

<sup>2</sup> 广义的国际收支统计还包括了国际投资头寸表（IIP）统计，即对外经济活动的存量统计，反映一国对外金融资产和负债状况。

图表 1. 2020 年至 2022 年国际收支平衡表数据情况（单位：亿美元）

	2020 年	2021 年	2022 年	三年累计
<b>经常项目差额</b>	2488	3173	4175	9836
货物贸易	5111	5627	6856	17594
服务贸易	(1525)	(999)	(943)	(3467)
初次收入	(1182)	(1620)	(1942)	(4744)
二次收入	85	165	205	455
<b>资本项目差额</b>	(2200)	(1291)	(3175)	(6666)
直接投资	994	2059	323	3376
短期资本（含净误差与遗漏）	(3194)	(3350)	(3498)	(10042)
<b>储备资产变化</b>	(289)	(1882)	(1000)	(3171)
其中：外汇储备资产变化	(262)	(1467)	(982)	(2711)

资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：（1）2022 年数据为初步数据；（2）储备资产及外汇储备资产变化为负值代表增加，正值代表减少。

在金融越来越开放的情况下，为满足对瞬息万变的外汇形势分析的需要，外贸进出口等曝光度较高的月度数据更为社会熟悉，受市场青睐也在情理之中。但应该了解其固有缺陷，做判断要慎之又慎。

## 二、常见的贸易投资数据不可以直接拿来就用

如果稍加留意的话，大家可以观察到，图表 1 中的国际收支口径货物贸易和直接投资差额数据，与我们通常看到的月度高频数据差距甚大。这是因为海关口径的外贸进出口数据和商务部口径的跨境直接投资数据（包括外商直接投资和对外直接投资），与国际收支口径（以下简称 BOP 口径）的相关数据都存在较大差异。

### 货物贸易：海关口径与 BOP 口径

二者主要差异包括：**一是**统计依据方面，海关统计主要依据货物是否实际进出关境且改变我国物质存量，国际账户则强调以“经济所有权的变更”为依据确定货物贸易交易的记录时间，因此国际收支中的货物只记录所有权发生了转移的货物，所有权未发生转移的货物（如来料加工或出料加工贸易）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，而海关出口货值为离岸价格，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**国际收支统计补充部分进出口退运，以及海关未统计的转手买卖下的货物净出口等数据。**四是**国际收支统计调整了因特殊代工模式和计价方式差异造成的口径差异<sup>3</sup>。

入世以来，随着中国货物贸易规模逐渐扩大，海关口径和 BOP 口径的货物贸易数据差距也随之发生变化。从进出口金额来看，海关口径的货物进出口金额始终大于 BOP 口径，2017 年至 2021 年两个口径的进口与出口金额平均每年相差 775 亿、901 亿美元，2022 年海关口径进口金额较 BOP 口径仅多出 370 亿美元，但海关口径出口金额与 BOP 口径之差则跳升至 2290 亿美元（见图表 2）。

从进出口差额来看，2019 年之前，除个别年份外，BOP 口径的年度货物贸易顺差始终大于海关口径。但 2019 年以来情况发生逆转，海关口径的贸易顺差持续大于 BOP 口径，尤其是 2021 年、2022 年，二者差距从此前两年不足 300 亿美元先后扩大至 1077 亿、1920 亿美元（见图表 2）。

对此，外汇局解释称，由于我国兼具“加工大国”和“消费大国”双重身份，近年来“无厂制造”模式盛行。该模式导致货物移动与货权转让分离，是造成我国国际收支货物贸易统计与海关进出口货物贸易统计口径差异的首要因素<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 国家外汇管理局国际收支分析小组，2022 年上半年中国国际收支报告，第 10 页，2022 年 9 月 29 日，<http://www.safe.gov.cn/safe/2022/0929/21480.html>

<sup>4</sup> 国家外汇管理局国际收支分析小组，2022 年上半年中国国际收支报告（专栏 1：国际收支货物贸易统计积极适应跨国公司“无厂制造”模式），第 11~12 页，2022 年 9 月 29 日，<http://www.safe.gov.cn/safe/2022/0929/21480.html>

图表 2. 2017 年至 2022 年海关口径与 BOP 口径的货物进出口金额对比 (单位: 亿美元)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
货物出口:海关口径	22,633	24,867	24,995	25,900	33,571	35,936
货物出口:BOP口径	22,162	24,174	23,866	25,100	32,159	33,646
货物出口:海关-BOP	471	693	1,128	799	1,413	2,290
货物进口:海关口径	18,438	21,357	20,784	20,660	26,867	27,160
货物进口:BOP口径	17,403	20,374	19,936	19,989	26,531	26,790
货物进口:海关-BOP	1,035	984	848	671	336	370
贸易差额:海关口径	4,196	3,509	4,211	5,240	6,704	8,776
贸易差额:BOP口径	4,759	3,801	3,930	5,111	5,627	6,856
贸易差额:海关-BOP	(564)	(291)	281	129	1077	1920

资料来源: 国家外汇管理局, 海关总署, Wind, 中银证券

注: 2022 年国际收支口径的货物贸易数据为初步数据。

### 直接投资: 商务部口径与 BOP 口径

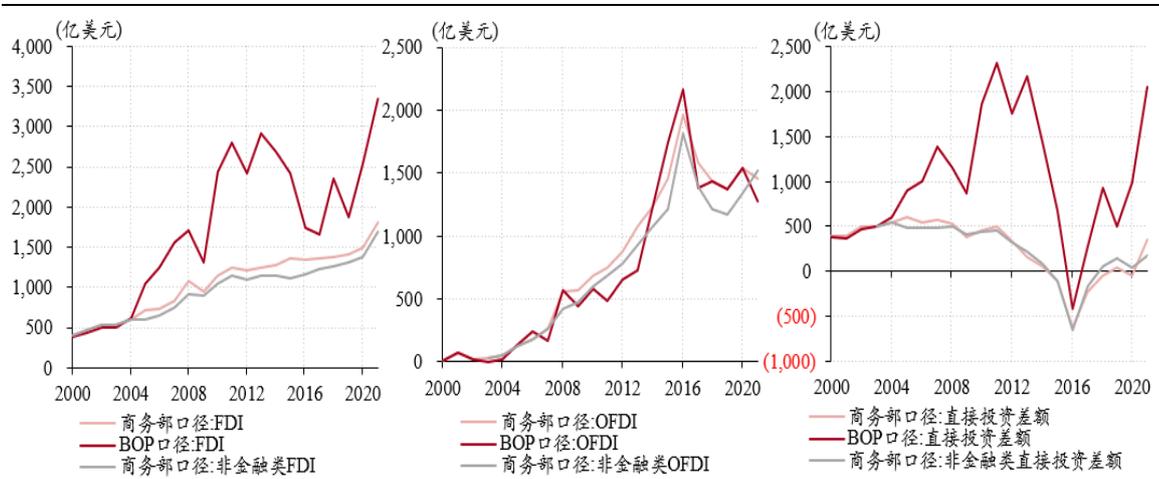
二者主要差异: 一是, 国际收支统计采用资产负债原则编制和列示, 商务部直接投资数据采用方向原则编制和列示, 两者对反向 (逆向) 投资和联属企业间投资的记录原则不同; 二是, 国际收支统计中的直接投资采用净额编制, 即资产和负债均按投资减撤资反映; 三是, 与商务部来华直接投资不同, 国际收支统计中的直接投资负债包括了外商直接投资企业的未分配利润、已分配未汇出利润、股东贷款等内容<sup>5</sup>。

从直接投资数据来看, 商务部口径和 BOP 口径的外来直接投资差异明显大于对外直接投资。2004 年以来, BOP 口径的外商直接投资持续大于商务部口径, 尤其是 2010 年之后, 二者差距明显扩大, 2010 年至 2021 年二者年平均相差 1074 亿美元, 2013 年差距高达 1670 亿美元。与外商直接投资形成鲜明对比, 两个口径的对外直接投资差距时正时负, 部分年份几乎相等, 2010 年至 2021 年商务部口径数据较 BOP 口径每年平均仅高出 69 亿美元 (见图表 3)。

从直接投资差额来看, BOP 口径的直接投资只在 2016 年出现逆差, 其他年份均为顺差, 而商务部口径的直接投资在 2015 年至 2018 年、2020 年出现多次逆差; 2010 年至 2021 年, BOP 口径数据较商务部口径每年平均多出 1144 亿美元 (见图表 3)。

如果将商务部口径的非金融类直接投资与 BOP 口径的直接投资对比, 则发现两个口径的数据差距更大。2010 年至 2021 年, BOP 口径的对外直接投资与商务部口径非金融类投资的差额时正时负, 而 BOP 口径的外商直接投资明显大于商务部口径的非金融类投资, 每年平均高出 1203 亿美元, 因此 BOP 口径的直接投资差额较商务部口径的非金融类直接投资差额平均高出 1132 亿美元 (见图表 3)。

图表 3. 国际收支口径与商务部口径的直接投资对比



资料来源: UNCTAD, 商务部, 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

<sup>5</sup> 国家外汇管理局国际收支分析小组, 2022 年上半年中国国际收支报告, 第 13 页, 2022 年 9 月 29 日, <http://www.safe.gov.cn/safe/2022/0929/21480.html>

正是因为不同口径之间的数据存在较大差异，因此在合并计算时需要格外注意。如果将海关口径的货物贸易与商务部口径的服务贸易和直接投资数据加总，其中一个错误便是，商务部口径的服务贸易已经包括了海关进口货值（进口离岸价格 CIF）中的国际运保费支出，因此会涉及重复计算问题。

### 三、海关口径的进出口差额本身不直接对应跨境资金的进出

市场上喜欢简单粗暴地将海关统计的外贸进出口顺差与外汇储备规模变动对比，是想当然地认为贸易顺差就应该转化为外汇储备增加，否则就是福利损失。然而，如前所述，海关统计主要依据货物是否实际进出关境且改变我国物质存量，因此其统计的进出口数据是物流而非资金流的概念。而外汇局公布的可比口径的银行代客涉外收付款数据，其统计原则是现金收付制，即只有当居民与非居民之间发生了跨境收付，才会纳入统计。因此，即便某段时期内出现上万亿美元贸易顺差，当期也不一定会有相应规模的资金流入。

2011 年以来，海关统计的进出口顺差持续大于可比口径的货物贸易涉外收付款顺差，截至 2022 年，二者平均每年相差 2418 亿美元。究其原因，是因为存在长时间的出口少收、进口多付现象。从出口端来看，货物贸易涉外收入持续小于出口金额，2011 年至 2022 年平均每年相差 2023 亿美元，是货物贸易顺差不顺收的主要原因。从进口端来看，2014 年以来，货物贸易涉外支出基本持续大于进口金额，截至 2022 年，平均每年相差 828 亿美元（见图表 4）。

图表 4. 货物贸易涉外收付款与海关口径货物进出口情况

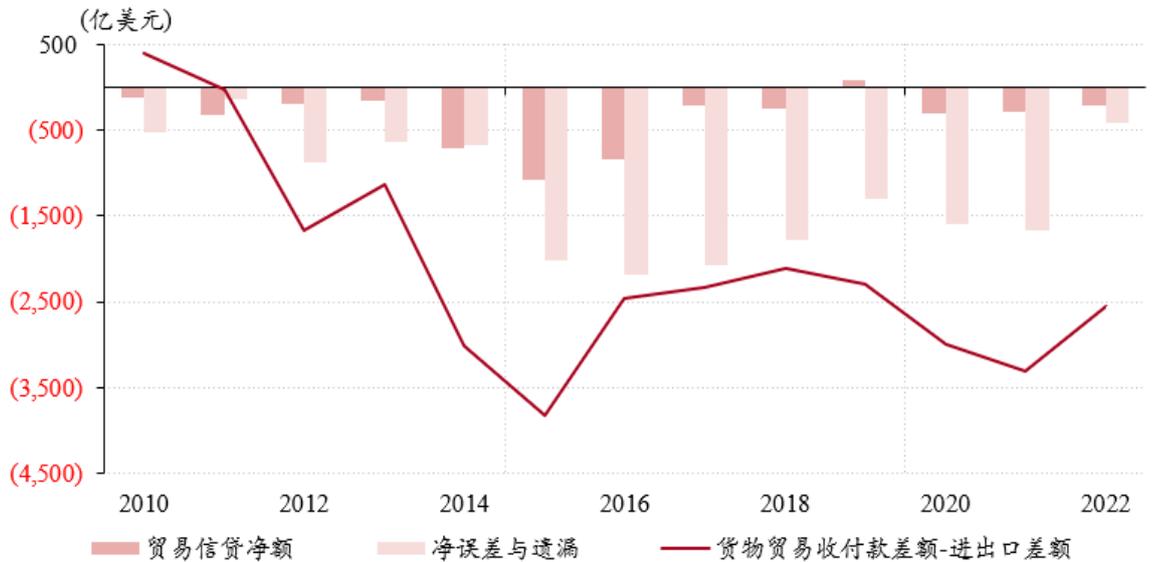
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
海关:货物进出口差额	1549	2303	2590	3831	5939	5097	4196	3509	4211	5240	6704	8776
货物收付款差额(海关统计)	1515	638	1453	812	2117	2636	1867	1402	1921	2245	3395	4927
收付款差额-进出口差额	(34)	(1665)	(1137)	(3019)	(3822)	(2461)	(2328)	(2108)	(2289)	(2995)	(3309)	(3849)
海关:货物贸易出口金额	18984	20487	22090	23423	22735	20976	22633	24867	24995	25900	33571	35936
货物涉外收入(海关统计)	17234	18429	20344	21605	20577	18756	20375	22807	23206	23970	31216	33795
涉外收入-出口金额	(1749)	(2059)	(1746)	(1818)	(2157)	(2220)	(2258)	(2060)	(1788)	(1929)	(2355)	(2141)
海关:货物贸易进口金额	17435	18184	19500	19592	16796	15879	18438	21357	20784	20660	26867	27160
货物涉外支出(海关统计)	15719	17790	18892	20794	18460	16120	18508	21405	21285	21725	27821	28867
进口金额-涉外支出	1715	394	608	(1201)	(1665)	(241)	(70)	(48)	(501)	(1066)	(954)	(1707)

资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券

出口少收、进口多付，部分是由于出口企业延迟收款或进口企业预付货款所致，随着时间的推移，缺口可能转为下期贸易项下的跨境资金净流入。除此之外，其他因素也可能影响货物贸易涉外收付款状况。导致出口少收的原因包括，对外捐赠物资但没有出口收入，对外承包工程出口货物记录在对外投资项下也无对应的出口收入，来料加工仅收工缴费，出口企业把（核定规模内）收入存放在境外，企业出口出现坏账不能收汇，或者企业可能虚报出口商品价格等。导致进口多付的原因可能是，企业出于避税等原因低报进口商品价格，或者在“无厂制造”模式下，境内跨国公司购买境外原材料，并委托境外相关企业进行生产、销售等。

国际收支数据的统计原则是权责发生制，按照借贷记账法编制，货权变动和资金变动一一对应。银行涉外收付款数据统计原则为现金收付制，如果企业没有在银行发生收付款行为，这部分数据只能通过抽样调查或估算方式获得，反映为贸易信贷的资产负债变动。但受制于样本数的局限性和抽样的频率，贸易信贷统计的质量难以保证。从国际收支平衡表数据来看，贸易信贷在大部分时间为净流出，与货物贸易顺差不顺收负缺口的正相关性较强，2015 年二者均达到最大，分别为-1082 亿、-3822 亿美元。不过，贸易信贷净额远小于贸易顺差不顺收负缺口，大量未被统计的交易会计入净误差与遗漏项（见图表 5）。

图表 5. 贸易顺差不顺收缺口与贸易信贷净额、净误差与遗漏



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券

注：2022 年数据为前三季度合计值。

另外，在分析出口收入汇回时，有一种误解认为监管部门按照所有制性质的不同，在外汇收入调回及结汇方面，对国企、民企和外企实施不同的外汇管理规定，对民企尤为严格，要求其出口收入必须限期收回。但实际上，外汇管理规定对各类所有制企业一视同仁。分类管理是指，外汇局会根据企业贸易外汇收支的合规性及其与货物进出口的一致性，将企业分为 A、B、C 三类：对 A 类企业贸易外汇收支，适用便利化的管理措施；对 B、C 类企业的贸易外汇收支，在单证审核、业务类型及办理流程、结算方式等方面实施审慎监管<sup>6</sup>。

#### 四、贸易投资跨境资金进出也不直接对应外汇储备规模变动

如本文开篇所述，有人直接将贸易进出口、直接投资合计差额，与外汇储备、银行外汇存款直接进行比较。这种对比值得商榷。

**首先**，货物贸易和跨境直接投资是流量数据，而外汇储备、银行外汇存款是存量数据，并不可比。而且，外汇储备、外汇存款中包括非美元资产，而这些数据最终都会折算成美元，因此其中还包括了估值因素影响。例如，美元贬值会导致非美元资产折算成更多的美元，意味着外汇储备和外汇存款增加，反之则会减少。2022 年，中国外汇储备余额减少了 1225 亿美元，但剔除全球“股汇债三杀”引发的 2207 亿美元负估值因素影响后，外汇储备实则增加了 982 亿美元；2020~2022 年，中国外汇储备余额增加了 198 亿美元，其中，估值效应为 -2955 亿美元，外汇储备实际增加了 3153 亿美元（见图表 6）。

**其次**，从贸易投资到外汇储备变动需要率先经历收付款、结售汇过程。相关项目的涉外收付款顺差，一部分会体现在外汇存款上，用于对外支付或推迟结汇；另一部分则体现为结售汇差额，后者是反映境内外汇供求关系的重要指标。2020 年至 2022 年，银行代客外币涉外收付款累计顺差 6647 亿美元，同期金融机构境内外汇存款累计增加了 976 亿美元，银行代客结售汇顺差合计 5633 亿美元<sup>7</sup>（见图表 7）。

<sup>6</sup> 国家外汇管理局，货物贸易外汇管理指引，

<http://www.safe.gov.cn/neimenggu/file/file/20170728/1e61a37a221040bbbb2b9e3052c5ac6.pdf?n=%E9%99%84%E4%BB%B61%EF%BC%8D5>

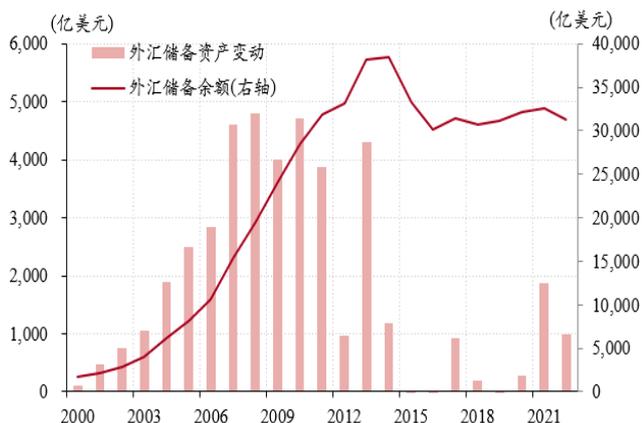
<sup>7</sup> 银行代客涉外收付款、结售汇数据在统计口径上仍然存在诸多差异，详见《当前人民币升值压力是来自热钱流入吗？》，中银证券研报，2021 年 2 月 2 日。

在央行外汇市场干预常态化情况下，银行结售汇顺差会转化为外汇储备，中国外汇储备余额最高曾升至 2014 年 6 月份的近四万亿美元。而 2018 年以来，由于央行已经基本退出外汇市场干预，因此银行结售汇顺差并没有导致外汇储备大幅增加，而是转变为银行持有的外汇头寸，流量会被借记国际收支平衡表中银行部门对外资本输出增加，存量会被记为国际投资头寸表中银行部门对外金融资产增加，二者均反映为资本外流。2020 年至 2022 年三季度（目前国际收支平衡表正式数据只公布到 2022 年三季度），证券投资、其他投资的资产净获得累计值分别为 4292 亿、6555 亿美元（见图表 8）。

由此可见，无论央行是否干预外汇市场，根据国际收支统计的借贷记账法编制原则，贸易项目与非贸易项目、经常项目与资本项目（含储备资产、净误差与遗漏，下同）始终是镜像关系，即贸易顺差一定对应非贸易逆差，经常项目顺差一定对应资本项目逆差，经常项目与直接投资合计的基础国际收支顺差就一定对应着短期资本净流出。

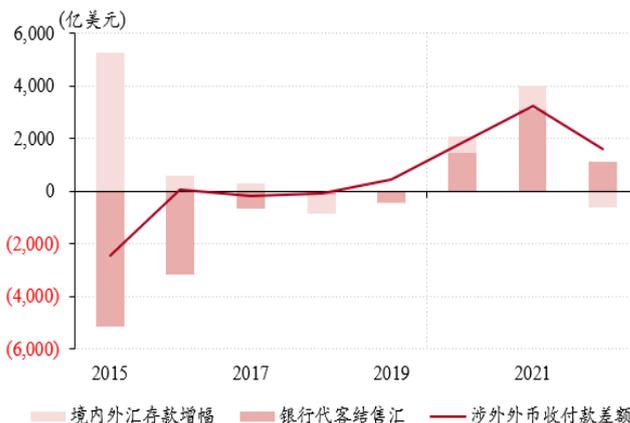
至于资本项目逆差的构成，2022 年之前，由于外资基本为持续净流入，因此资本项目逆差由内资外流主导，反映为国际收支金融账户的资产方净流出较多；2022 年前三季度，内资外流规模明显减少，由上年同期 6302 亿美元降至 2570 亿美元，外资由此前持续大幅净流入转为净流出 132 亿美元，反映为国际收支金融账户的负债方由净流入转为净流出，后者便成为资本项目逆差扩大的主要贡献项（见图表 9）。当 2017 年央行恪守汇率政策中性，基本退出外汇常态干预后，交易引起的外汇储备资产变动趋于收敛，经常项目顺差对应的资本外流更多体现为民间部门的对外资本输出（包括内资外流和外资回撤）。而且，经常项目顺差越大，民间资本外流越多。

图表 6. 外汇储备余额与交易因素导致的外汇储备变动



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券  
注：2022 年交易因素导致的外汇储备变动为初步数据。

图表 7. 外币收付款差额与境内外汇存款、结售汇差额



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 8. 银行代客结售汇差额与国际收支平衡表中的证券投资

图表 9. 央行基本退出外汇市场干预情况下，经常项目和

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\\_52380](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52380)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn