



管涛：2022 贸易顺差能支撑人民币汇率“三连涨”吗？



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

2021 年,人民币(兑美元)汇率中间价继上年大涨 6.9%之后再涨 2.3%,实现了美元指数反弹下的“二连涨”,这主要反映了贸易顺差主导的市场供求驱动。当年,银行即远期(含期权)结售汇顺差合计 2742 亿美元,其中,银行代客货物贸易结售汇顺差 3365 亿美元,贡献了总顺差的 123%。

新年(2022 年)伊始,人民币汇率继续保持强势,中间价和交易价均于 1 月 26 日创下 2018 年 4 月底以来新高。只是之后两个交易日,随着美元指数升破 97 而大幅回调。到 28 日,人民币汇率中间价与上月末基本持平。全月,境内银行间市场日均即期询价外汇成交量 308 亿美元,较上月日均减少 8%。特别是 21 至 26 日连续四个交易日,中间价和交易价连连升破 6.34、6.33,但外汇成交量均低于 290 亿美元。反倒是 27 日,交易价快速回调,当日成交量 468 亿美元,为过去三个月来新高。这表明度过财务核算和人民币支付需求较强的年关效应后,外汇供求关系趋于改善。

2022 年,海关贸易顺差能否支持人民币汇率进一步走强取决于三点。一是贸易顺差本身的规模。2022 年,预计全球经济复苏但复苏势头进一步减弱,而中国面对“三缺”(缺芯、缺柜、缺工)“四升”(原材料涨价、运费飙升、能源价格上涨、人民币升值)等挑战,可能出现订单分流,出口恐难维持高增长。而国内稳增长重点在于扩大国内投资和消费需求,这将收敛国内供大于求的缺口,意味着外需对经济增长拉动作用将有所减弱。尽管如此,预计全年中国外贸顺差仍有望达到四五千亿美元。同时,不排

除因疫苗接种缓慢或新冠病毒变异，2022 年大部分时间全球疫情大流行，中国继续享受先进先出的红利，贸易顺差进一步扩大。



2021 年 12 月 7 日，在山东港口青岛港，运输集装箱车辆从堆积的集装箱旁经过。新华社图。

二是贸易顺差转化为结售汇顺差的能力。2021 年，银行代客结售汇中，货物贸易结售汇占比 72.9%（最后四个月占比 73.6%），环比上升 1.6 个百分点，较 2016 年的前低回升 7.9 个百分点，显示贸易结售汇对客盘交易的影响加大，这是升值环境下人民币易涨难跌的微观市场基础。但贸易顺差不等于贸易结售汇顺差。2016 至 2020 年，贸易顺差转化结售汇顺差的比率平均为 49.3%。其间，低至 2016 和 2019 年的 40% 以下，高至 2017

和 2018 年的 60%以上。2021 年的转化率为 49.7%，环比上升 4.0 个百分点，但仅略高于过去五年趋势值。

市场情绪波动引起的市场主体结售汇意愿变化影响贸易顺差的转化率。展望 2022 年，内外部存在经济复苏、金融风险、中美利差、美元走势等诸多不确定不稳定的因素。现在，中国年出口和进口额都各有两三万亿美元，市场结售汇意愿每个百分点变动，都会涉及两三百亿的资金规模。如果结汇意愿下降、购汇动机增强同时发生，就会动辄引起成百上千亿结售汇差额变动。

同时，不要低估市场分流贸易顺差的能力。过去两年，金融机构新增境内外汇存款 1594 亿美元，其中新增非金融企业外汇存款 1549 亿美元。2021 年底，境内人民币存款余额 231 万亿元，境内外汇存款/境内人民币存款为 1.9%，其中非金融企业境内外汇存款/境内人民币存款为 4.8%。按照年底人民币汇率中间价和人民币存款余额折算，若要达到 2017 年底的 2.5%和 5.4%，则境内外汇存款总计要增加 1958 亿美元，其中非金融企业要增加 645 亿美元；若要达到 2016 年底的 2.7%和 5.7%，则境内外汇存款总计要增加 2879 亿美元，其中非金融企业要增加 1004 亿美元。

三是贸易结售汇顺差被其他渠道结售汇逆差对冲的程度。基准情形下，预计随着全球疫情逐步得到控制、跨境人员往来限制逐渐放开，2022 年中国服务贸易用汇反弹是大概率事件。同时，境内资本项目用汇还有较大拓展空间。2018 至 2021 年，资本项目在银行代客涉外收付的占比上升 21.2

个百分点，但在银行代客结售汇的占比仅上升 3.4 个百分点。2021 年，银行代客结售汇中，资本项目购汇同比增长 27%，其中证券投资购汇在上年增长 60%的基础上又增长了 59%。预计增加客盘交易中的资本项目结售汇，特别是购汇性质的对外投资，仍将 2022 年外汇政策调整的重要方向。

此外，目前境外持有合计超十万亿元的境内股票、债券、存款、贷款等人民币金融资产，按年底汇率中间价折算，合计约为 1.60 万亿美元。如果因美联储货币紧缩引发境外机构集中减持行为，每个百分点的调整就涉及约 160 亿美元的用汇需求。

综上，贸易大顺差增强了中国抵御资本流动冲击的能力，但贸易顺差需要逐步积累，而资本流出压力可能瞬间释放，这种错配仍可能令人民币承压。2022 年，内外部环境更趋复杂严峻和不确定，影响人民币汇率走势的因素依然是多空交织。即使贸易顺差扩大，若市场认为是衰退型顺差扩大，对人民币也未必是利好。2019 年就殷鉴不远。

2021 年，人民币汇率携上年底银行结售汇近千亿美元顺差之威，开年顺势升破 6.50，首月最大涨幅 1.3%，中国外汇交易中心口径人民币汇率指数

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_37065

