



管涛：再议银行结售汇顺差去哪儿了



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

最近，笔者又被问及，过去两年，中国每年进出口顺差五六千亿、经常账户盈余两三千亿美元，外资也大量流入，央行外汇储备却没有增加，这些顺差去哪儿了？其实，去年初笔者早在《银行结售汇、外汇占款与流动性》一文中解释了这件事情。今天，笔者再次重复当时的结论，即不必讳莫如深，市场上卖超的外汇，若不是央行买入变成外汇储备，就一定是银行增持外汇资产。任何国家都概莫能外。



研判外汇供求状况宜用银行结售汇而非国际收支数据

实际上，开篇所提问题本身就不太准确。国际收支统计是基于权责发生制，而非现金收付制，货物贸易、经常账户差额，不等于外汇供求差额。

所谓“权责发生制”是以本期会计期间发生的费用和收入是否应计入本期损益为标准，处理有关经济业务的一种制度。与之对应的是“现金收付制”，是以款项是否在本期内实际收到或付出，作为确定本期收益和费用的标准。

海关进出口顺差不论当期有没有涉外收付款，按照权责发生制，都应记到经常账户顺差中。但同期外汇供求关系则首先受货物贸易涉外收付的影响，接着还要看这部分收付差额有没有在外汇市场买卖。后二者均属于现金收付制的概念。

如 2020 年，中国海关进出口顺差 5240 亿美元，海关可比口径的银行代客货物贸易涉外收付顺差 2245 亿美元，结售汇顺差 2396 亿美元；2021 年，海关进出口顺差 6767 亿美元，海关可比口径的银行代客货物贸易涉外收付顺差 3395 亿美元，结售汇顺差 3365 亿美元（见图 1）。按照权责发生制，货物贸易涉外收付顺差少于海关进出口顺差的部分，就要记为国际收支平衡表中的金融账户“其他投资”净流出或“净误差与遗漏”负值。

图 1：中国四种口径的货物贸易差额（单位：亿美元）



资料来源：海关总署；国家外汇管理局；WIND；中银证券 凭澜观涛

另一种常见的误读是，市场一般只关注外资流入而忽视内资流出，有悖于中国金融双向开放的现状。如 2020 年，陆股通项下累计净买入 2089 亿元，与港股通累计净买入轧差后，股票通项下累计净流出 3877 亿元，同期国际收支口径跨境股票投资逆差 510 亿美元，较多对冲了跨境债券投资顺差 1466 亿美元；2021 年，陆股通项下累计净买入 4322 亿元，与港股通累计净买入轧差后，股票通项下累计净流入 531 亿元，同期国际收支口径跨境股票投资逆差 25 亿美元，部分对冲了跨境债券投资顺差 534 亿美元（见图 2）。

图 2：国际收支口径证券投资与股票通跨境资金流动差额

(单位：亿美元；亿元人民币)

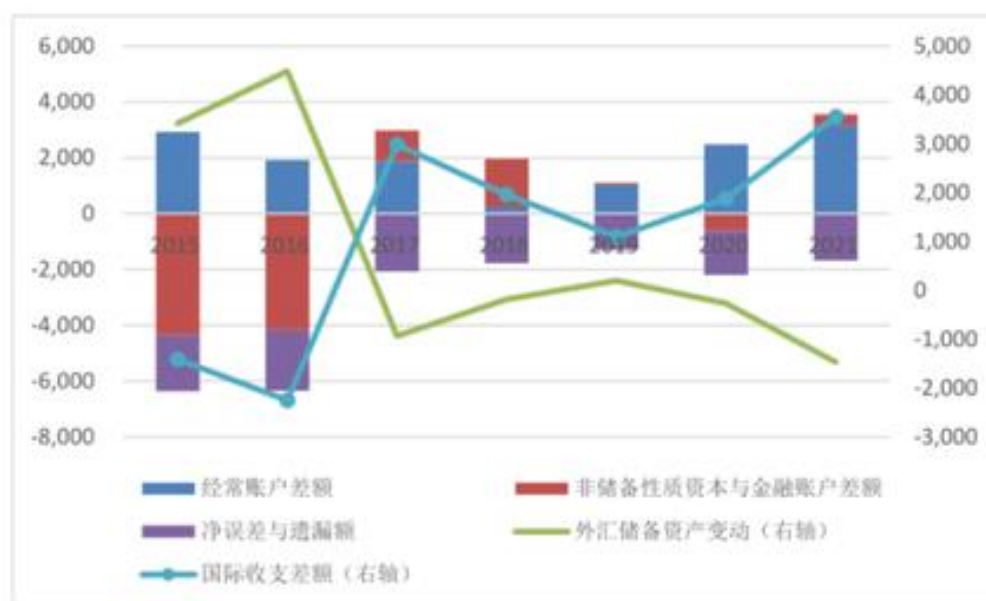


资料来源：国家外汇管理局；上交所；深交所； WIND；中银证券

注：股票通跨境资金流动差额=陆股通累计净买入-港股通累计净买入

笔者推荐用银行结售汇数据分析境内外汇供求状况，尽管其不包含银行间市场的交易，却仍反映了大部分的外汇供求关系。经常账户与资本账户差额合计的国际收支差额不能真实反映外汇供求状况，因为每年一两千亿美元的净误差与遗漏负值，影响其准确性。国际收支平衡表中的外汇储备资产变动也不能反映外汇供求状况，因为它一方面包含了外汇储备经营收益引起的储备资产增加，并非央行干预市场所得，另一方面不能涵盖市场卖超外汇为银行持有的情况（见图 3）。

图 3：中国国际收支主要项目构成（单位：亿美元）

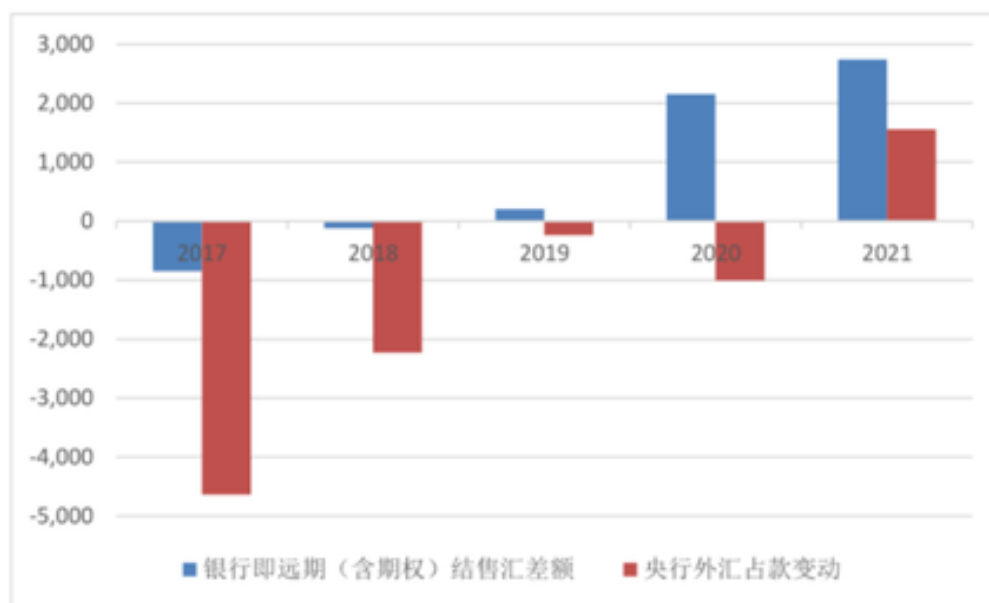


资料来源：国家外汇管理局；中银证券

注：（1）外汇储备资产变动剔除了汇率与资产价格变动引起的估值效应，正值为外汇储备资产减少，负值为增加；（2）国际收支差额=经常账户差额+非储备性质资本与金融账户差额；（3）非储备性质资本与金融账户又被称为线上资本与金融账户。

从银行即远期（含期权）结售汇数据看，2020 和 2021 年，分别为顺差 2152 亿和 2742 亿美元。同期，央行外汇占款分别减少 1009 亿和增加 1559 亿元（见图 4）。这证实了央行基本退出外汇常态干预的立场。过去两年外汇储备资产合计增加 1729 亿美元（见图 3），也佐证了今年央行上缴结存利润主要来自储备经营收益的说法。

图 4：境内外汇供求状况与央行外汇占款变动（单位：亿美元；亿元人民币）



资料来源：国家外汇管理局；中国人民银行；WIND；中银证券

凭澜观涛

当前境内银行增持外汇资产有其合理性

银行增持外汇资产被质疑的理由是，近年来人民币汇率持续升值，中美利差又比较大，银行此举不经济。这种质疑貌似合理，其实违背了银行业务常识。因为银行本身有经营国际化、资产多元化的需求，并不完全是基于汇差利差的考虑。

从银行资产负债表数据看，中国银行业近年来国外资产有所增加，但占比并不高。到 2021 年底，银行持有国外资产余额较 2019 年底增加 1.03 万亿元，占银行总资产之比为 2.15%，较 2019 年底回落了 0.05 个百分点，且占比远低于 2005~2008 年平均 4.2% 的水平（见图 5）。日本、韩国、泰国同行的国外资产占比都不低于中国，2015~2021 年平均分别为 4.6%、

15.9%和 9.4%，中国同期仅为 2.2%（见图 6）。

图 5：银行国外资产及其占比（单位：亿元人民币；%）



资料来源：中国人民银行；WIND；中银证券

凭澜观涛

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_39820

