



连平：贸易顺差流向与 “藏汇于民”



意见领袖 | 连平、常冉

当前和未来一段时期,我国若要实现有效的、风险可控的“藏汇于民”,需从宏观审慎、外汇管理、汇率制度和金融开放等方面有序推进。



2021 年我国外贸顺差创历史新高,同比增长 29%,但外汇储备维持在 3.2 万亿美元左右。2022 年 1~7 月,贸易顺差大幅扩张,同比增速高达 61.6%,外汇储备余额却下降了 3.7% (图 1)。在此期间,大量贸易盈余带来的外汇流向了哪里? 如何解释这种现象?

图表 1：贸易顺差与外汇储备余额变化

单位：亿美元



数据来源：Wind，植信投资研究院

贸易顺差带来的外汇流向哪里？

根据外汇储备、商业银行结售汇数据和资产负债表、国际收支等方面的观测，可将贸易顺差带来的外汇收入流向大致分为三条路径。

路径一：外贸企业收到外汇后，与商业银行结汇，商业银行再与央行结汇，这部分外汇形成了央行的外汇储备。

央行的外汇储备 2022 年以来下滑显著，前 6 个月共计减少 1504 亿美元。若存在上述路径的外汇流入，在贸易顺差明显扩大的情况下央行外汇储备通常应当增加，那其不断下降的原因是什么？

外汇储备变动主要来自三个因素的影响：汇率变动、资产市值变化、央行外汇市场干预。在美联储大幅收紧货币政策的影响下，今年年初至 8 月末，美元指数上涨约 12.4%，外汇储备中非美货币大幅走贬，欧元、英

镑和日元对美元的贬值幅度均在 12%~18%之间。美元强势和非美货币走弱产生的估值效应引发了外汇储备以美元计价数值的下降。据估算，今年上半年，由汇率变动因素引发的外汇储备减少大约为 1300 亿美元。

在美联储激进加息的推动下，上半年美债利率飙升，10 年期美债收益率上涨约 50%，价格不断下跌。截至 8 月末，我国持有美债余额降至 9600 亿美元左右，为近 12 年新低，月环比七连降。部分未到期的美债被低价抛售后，则计入会计损益账户；所持有其他美债的票面价值缩水，导致余额变动产生负估值效应，即市值的被动变化。据估算，负估值效应贡献了今年我国持有美债余额总降幅的 76%左右。

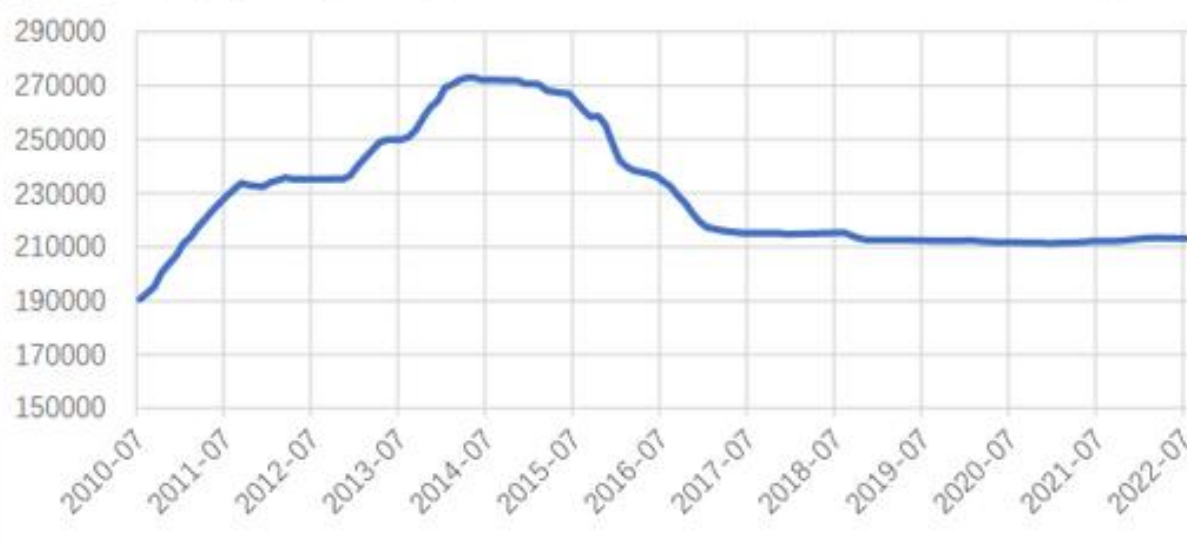
因世界主要央行大幅收紧货币和俄乌冲突外溢影响，市场预计欧美经济步入衰退边缘，欧美股市遇冷。上半年，美国道琼斯工业指数、标普 500 和纳斯达克指数分别下跌约 15%、20%和 29%，欧洲斯托克 50 指数累计跌幅近 20%，美欧股市下跌对我国外汇储备的市值也带来负面影响。据估算，今年上半年，由市值变化引发的外汇储备减少大约为 300 亿美元。

央行直接干预外汇市场即参与了市场交易，也可能引发外汇储备余额变化。当央行在外汇市场上购入外汇投放本币时，会扩大本币供给并产生外汇占款；反之则反是。近年来，我国央行多次表态已基本退出了常态化的市场干预。我国的外汇占款余额自去年 12 月的 21.2 万亿元小幅增至今年 7 月的 21.3 万亿元（图表 2），表明即便存在央行参与外汇市场交易，其程度也极为有限。经估算，今年上半年，由此引发的外汇储备增加不超

过 200 亿美元。可见，央行在外汇市场的交易行为并没有对冲因美元升值引发的外汇资产读数降低和外汇储备资产市值的减少，说明商业银行与央行结汇这一外汇流入路径的体量较为有限。

图表 2：央行外汇占款的变动

单位：亿元



数据来源：Wind，植信投资研究院

路径二：因汇率变动预期或进口付汇需求等，外贸企业在收到外汇后，并未与商业银行结汇，而是将外汇收入存入商业银行，形成了外汇存款。

全球疫情暴发以来，我国金融机构的外汇存款余额不断攀升，2020~2022 年的月度平均增长率约为 2.27%，远高于 2015~2020 年期间 0.26% 的月度平均增长率。尤其是 2021 年以来，银行体系外汇存款余额波动在 1 万亿美元上下，而 2019~2020 年则在 7000 亿~9000 亿美元区间内波动，期间外汇存款余额持续高于外汇贷款余额，外汇存贷款差额（外汇存款减去外汇贷款）由 2021 年初的 221 亿美元大幅增至 2022 年 6 月的 941 亿美元，扭转了过去 10 年内外汇存款始终低于外汇贷款的局面，

也体现了商业银行体系外汇流动性的不断改善（图表 3）。

图表 3：金融机构的外汇存款余额和外汇贷款余额

单位：亿美元



数据来源：Wind，植信投资研究院

金融机构外汇存款快速增长的主因是企业结汇意愿走弱和持汇意愿增强。2022 年前 7 个月，境内住户（居民）外汇存款与银行外汇存款的平均占比约为 12.6%，可见银行外汇资金来源主体是企业，企业的结售汇行为和持汇变动对银行的外汇存款增减具有决定性影响。2022 年以来，经常账户和金融与资本账户的结汇率处于同期的历史低位，其中经常账户 2 月累计结汇率仅为 52.3%，是 2017 年以来最低水平。金融与资本账户上半年各月的累计结汇率均在 16% 以下，低于 2021 年年均 16.5% 的结汇水平，表明虽然贸易顺差扩大、资本流入增加，但持汇企业的结汇意愿不断降低。而未与银行结汇的外汇基本以存款的形式存放商业银行，成为金融机构外汇存款余额快速增长的主因（图表 4）。企业结汇意愿走弱的原因，一是在

去年人民币汇率持续升值的情况下，部分企业错失了结汇窗口之后选择持汇观望；二是目前美联储仍处于激进加息阶段，美元指数依然高位，企业可能因待价而沽的心态而偏向继续持有美元；三是我国加工贸易占比约为21%，部分外贸企业既有出口产品时收汇的需求，也有进口原料时付汇的需求。在全球外汇市场呈现较大波动的背景下，出于避免再购汇时产生汇兑损失的考虑，企业会选择以存款形式留存外汇以备用。

图表 4：经常账户和金融与资本账户结汇率变化

单位：%

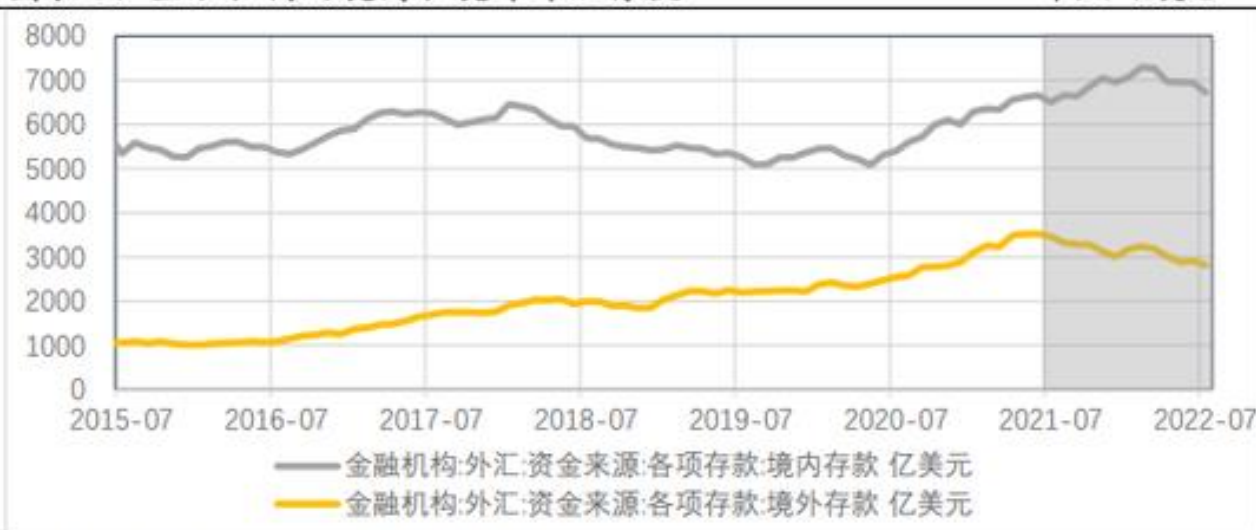


数据来源：Wind，植信投资研究院

我国银行体系外汇存款快速增长主要来自境内企业外汇存款的贡献（图表 5）。2022 年一季度末，商业银行境内外汇存款与外汇资金的占比为 51.5%，为 2018 年 8 月以来最高，而境外外汇存款与外汇资金的占比自 2021 年不断下降，由 25.4% 降至 21.6%。2021 年三季度以来，境内外汇存款与境外外汇存款的差额显著走扩，表明存入商业银行的未结汇外汇存款主要由境内企业贡献。

图表 5：金融机构的境内和境外外汇存款

单位：亿美元



数据来源：Wind，植信投资研究院

路径三：外贸企业与商业银行结汇，但商业银行并未与央行结汇，遂成为商业银行的外汇资产。这类资产通常用于海外存款、海外贷款、海外债券投资和海外股权投资等。

2020 年至 2022 年一季度，商业银行外汇资产规模处于高速增长期。其中，海外存款和海外贷款虽仍是主体，但其占比下降，尤其海外贷款收缩明显。海外债券与股权投资是新增长点，尤其债券投资增幅最为显著。

2020 年至 2022 年一季度，银行业对外金融资产大幅扩张，期间涨幅约 20.0%，其中海外存款的平均增长率为 1.1%，海外贷款的平均

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_45844

