



管涛：人民币汇率震荡考验 国际收支韧性



意见领袖 | 管涛

今年上半年，受美联储超预期紧缩、地缘政治博弈加剧、国内疫情多点散发、经济循环不畅等因素影响，我国遭遇了境外投资者减持人民币资产，人民币汇率冲高回落、震荡加剧。国家外汇管理局发布的最新国际收支数据显示，基础国际收支顺差、民间外汇资产回流，较好对冲了外资流出压力，促进了国际收支自主平衡，彰显了我国国际收支韧性。

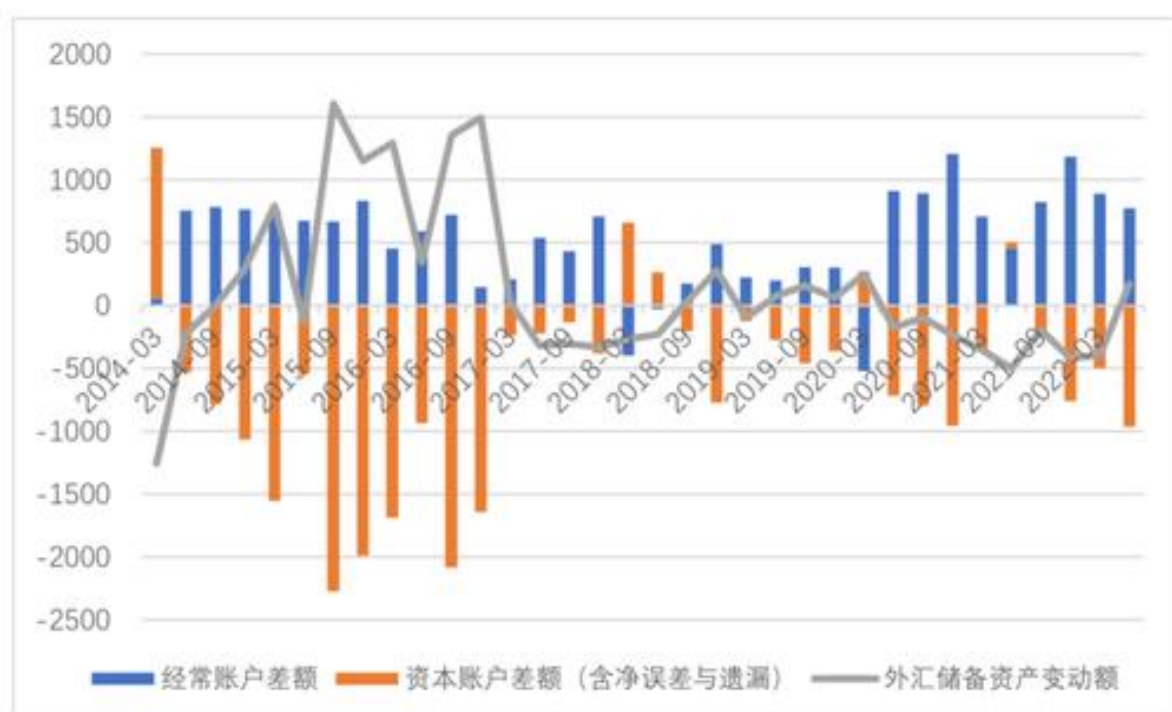


外资流入大幅减缓推动我国资本外流规模扩大

今年上半年，我国国际收支口径经常账户顺差 1664 亿美元，同比增长 43%；资本账户（含净误差与遗漏，下同）逆差 1460 亿美元，同比增加 1143 亿美元，增长 3.60 倍；交易引起的外汇储备资产增加 222 亿美元，减少 74%。在经常账户尤其是货物贸易顺差扩大的情况下，人民币汇率下

跌较多，主要源自资本外流规模骤增。显然，不论怎样看待净误差与遗漏负值，当前我国遭遇了较大规模资本外流是客观事实。上半年资本净流出为 2017 年以来次高，仅次于 2020 年下半年的 1751 亿美元（见图 1）。即便剔除净误差与遗漏额，今年上半年我国线上资本账户逆差也高达 1009 亿美元，上年同期顺差 15 亿美元。

图 1：季度中国国际收支主要项目差额（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

注：外汇储备资产增加为负值，减少为正值。

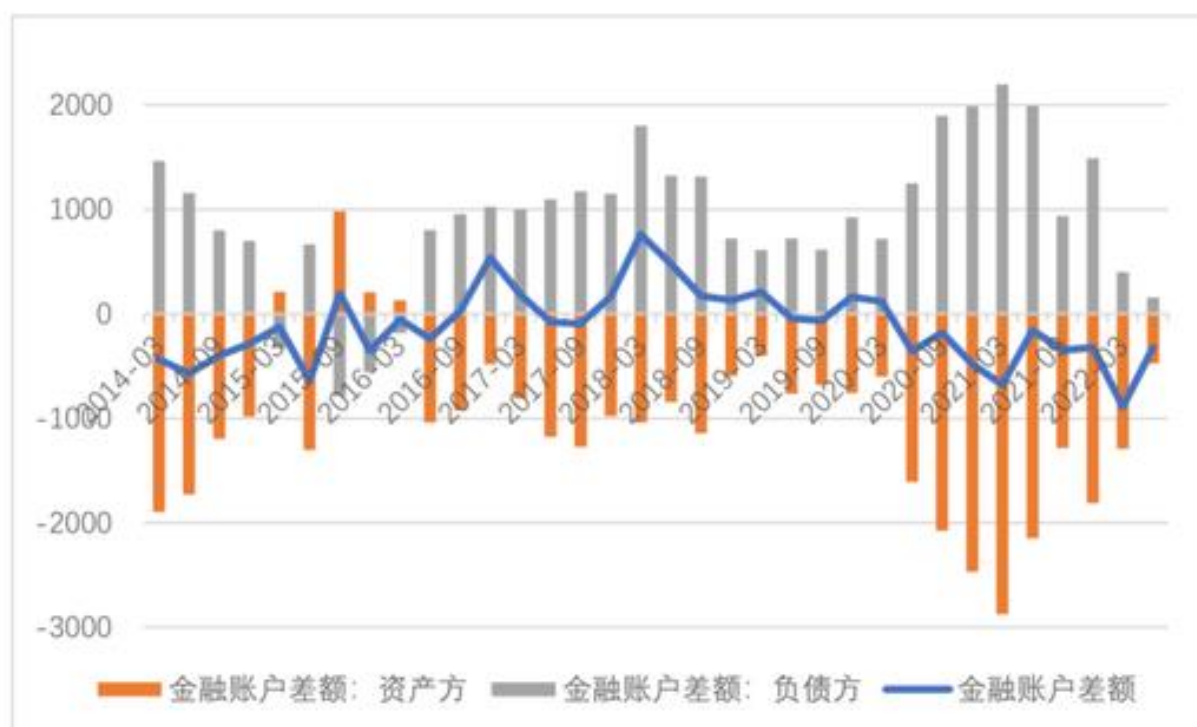
凭洞观涛

对此，不必谈虎色变。因为在央行基本退出外汇常态干预的情况下，经常账户与资本账户的镜像关系决定了，经常账户盈余越多，资本外流规模越大。只是资本外流既可能是内资发起的，即境内投资者增加了海外资

产运用，表现为资本账户资产方净流出增加，属于“藏汇于民”；也可能是外资发起的，即境外投资者减少了中国资产配置，表现为资本账户负债方净流入减少甚至转为净流出，属于资本流入骤停或者流向逆转。如果外资发起的流入少了甚至逆转，内资发起的流出自然就少了甚至转为流入。不用人为去匹配，这就是国际收支的市场调节机制。

今年上半年，我国非储备性质金融账户逆差 1210 亿美元，同比扩大了 379 亿美元，其中，外来投资（负债方）净流入 557 亿美元，同比减少 3633 亿美元，贡献了同期金融账户差额同比降幅的 960%；对外投资（资产方）净流出 1765 亿美元，同比减少 3254 亿美元，下降 65%，为负贡献 860%（见图 2）。可见，上半年外资虽然继续净流入，但流入明显放慢，超过同期对外投资降幅，导致我国资本净流出增加。

图 2：季度中国国际收支口径金融账户差额及其构成（单位：亿美元）



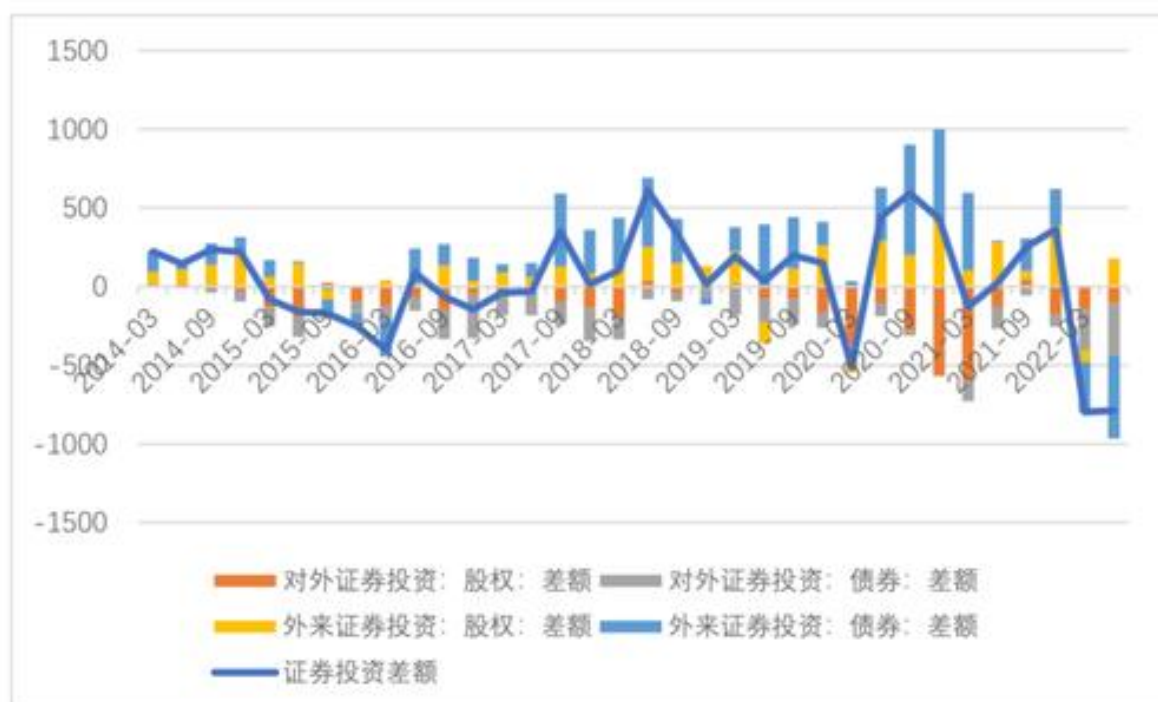
资料来源：国家外汇管理局；中银证券

凭澜观涛

外来证券投资逆转是我国外资流入减缓的主要原因

无论从绝对水平还是相对变化看，证券投资都是我国资本外流的主力。今年上半年，证券投资逆差 1586 亿美元，相当于同期资本项目逆差的 109%；同比增加 1478 亿美元，贡献了同期资本账户逆差同比增加额的 129%。其中，第一季度逆差 798 亿美元，第二季度逆差 788 亿美元，分别排名我国史上第一、二大季度证券投资逆差，甚至超过了 2015 和 2016 年高烈度资本冲击时期（见图 3）。

图 3：季度中国国际收支口径证券投资差额及其构成（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

凭澜观涛

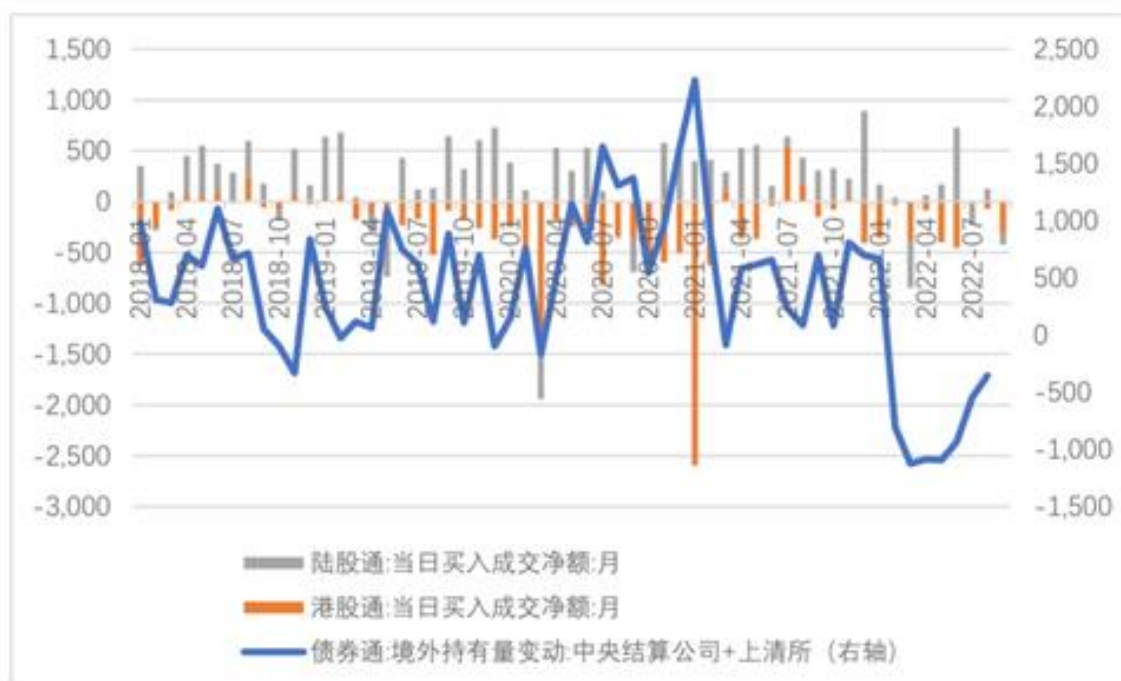
跨境证券投资也有两个方向：一个是内资“走出去”，即对外证券投资（资产方），包括对外股权和债券投资；另一个是外资“引进来”，即外来证券投资（负债方），包括外来股权和债券投资。二者均既包括一级市场筹资，也包括二级市场投资。

今年上半年我国证券投资项下出现资本外流，从绝对水平来看，主要是对外证券投资净流出 848 亿美元，贡献了 53%；外来证券投资净流出 738 亿美元，贡献了 47%。从相对变化来看，主要是外来证券投资由去年同期净流入 889 亿美元转为净流出 738 亿美元，差额下降 1627 亿美元，贡献了证券投资差额同比降幅的 110%，贡献了金融账户负债方同比降幅的 45%；对外证券投资净流出同比减少 148 亿美元，对证券投资差额同

比降幅为负贡献 10% (见图 3 和图 1)。

进一步分析,上半年外来证券投资流向逆转的主要原因是,外来债券投资由上年同期净流入 502 亿美元转为净流出 849 亿美元,差额减少了 1351 亿美元,贡献了同期证券投资差额同比降幅的 91% (见图 3)。这对应着今年 2 月份以来,外资持续减持人民币债券资产,上半年累计净减持 4378 亿元,去年同期为净增持人民币债券 4889 亿元人民币。其中,第一季度,外资累计减持人民币债券 1266 亿元,第二季度进一步减持 3112 亿元 (见图 4)。

图 4: 月度中国债券通和股票通项下跨境资金流动 (单位: 亿元人民币)



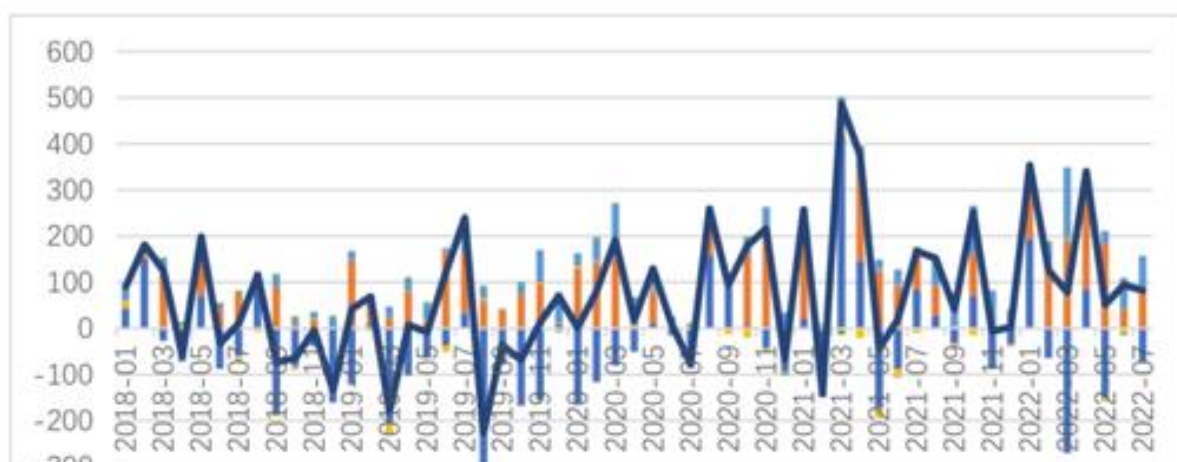
资料来源: 中央结算公司; 上清所; 上交所; 深交所; WIND; 中银证券

注: 陆股通净买入为正值, 港股通净买入为负值。

凭澜观涛

相对而言，外来股权投资的外资流出压力较小。上半年，外来股权投资累计净流入 110 亿美元，同比下降 74%。其中，第一季度，外来股权投资由上年同期净流入 103 亿美元转为净流出 68 亿美元，这对应着同期陆股通项下外资由上年同期净买入 999 亿元转为净卖出 243 亿元人民币；第二季度，外来股权投资恢复净流入 178 亿美元，这对应着同期陆股通项下外资恢复累计净买入 961 亿元人民币（见图 3 和图 4）。此外，今年一级市场海外募股筹资大幅波动，也影响了我国外来股权投资流入。据证监会统计，上半年，境内公司海外上市筹资累计 76 亿元人民币，同比减少 89%，其中第二季度境外筹资额为 0，去年同期为 367 亿元人民币。

图 5：月度中国投资者买卖美国中长期债券情况（单位：亿美元）



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_47095

