



管涛：对外经济部门平稳度过第二波资本流动冲击



意见领袖 | 管涛

今年3月初人民币汇率冲高回落以来，4月底5月上中旬经历了第一波快速调整，从6.30跌至6.70比1附近。6、7月份，人民币汇率围绕6.70上下反复震荡，8月中旬起又开始了第二波快速调整，自9月中旬起再度跌破整数关口。第二季度，境内人民币汇率中间价和（银行间市场下午四点半）收盘价分别下跌5.4%和5.2%；第三季度，又分别进一步下跌5.5%和5.6%。高频的月度外汇收支数据显示，在3月份以来的人民币汇率宽幅震荡行情中，境内外汇供求保持了基本平衡，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥，外汇市场平稳运行，跨境资金有序流动。从日前外汇局发布的三季度国际收支初步数据中，我们又更加全面地了解中国对外经济部门在这轮汇率震荡行情中的大体表现。



资本外流是当前人民币汇率调整主要原因

长期以来，中国国际收支结构是经常项目顺差、资本项目逆差（含净误差与遗漏，下同）。如同美国国际收支结构性的经常项目逆差、资本项目逆差，我们既不能用经常项目逆差简单解释和预测美元贬值，也不能用资本项目逆差简单解释和预测美元升值一样，我们因此既不能用经常项目顺差简单解释和预测人民币升值，也不能用资本项目逆差简单解释和预测人民币贬值。

然而，今年的情况却很明显，在经常项目顺差扩大的情况下，人民币贬值的压力只能是来自于资本外流增加。今年第三季度，中国经常项目顺差 1440 亿美元，环比增长 85.8%，为史上单季顺差最大规模；资本项目

逆差 1067 亿美元，增长 10.8%，显示今年第二波资本流动冲击规模超过了第一波。前三季度，经常项目累计顺差 3104 亿美元，同比增长 56.0%；资本项目累计逆差 2527 亿美元，增长 3.78 倍，净流出规模为 2017 年以来同期最高（见图 1）。

图 1：中国季度国际收支结构（单位：亿美元）。



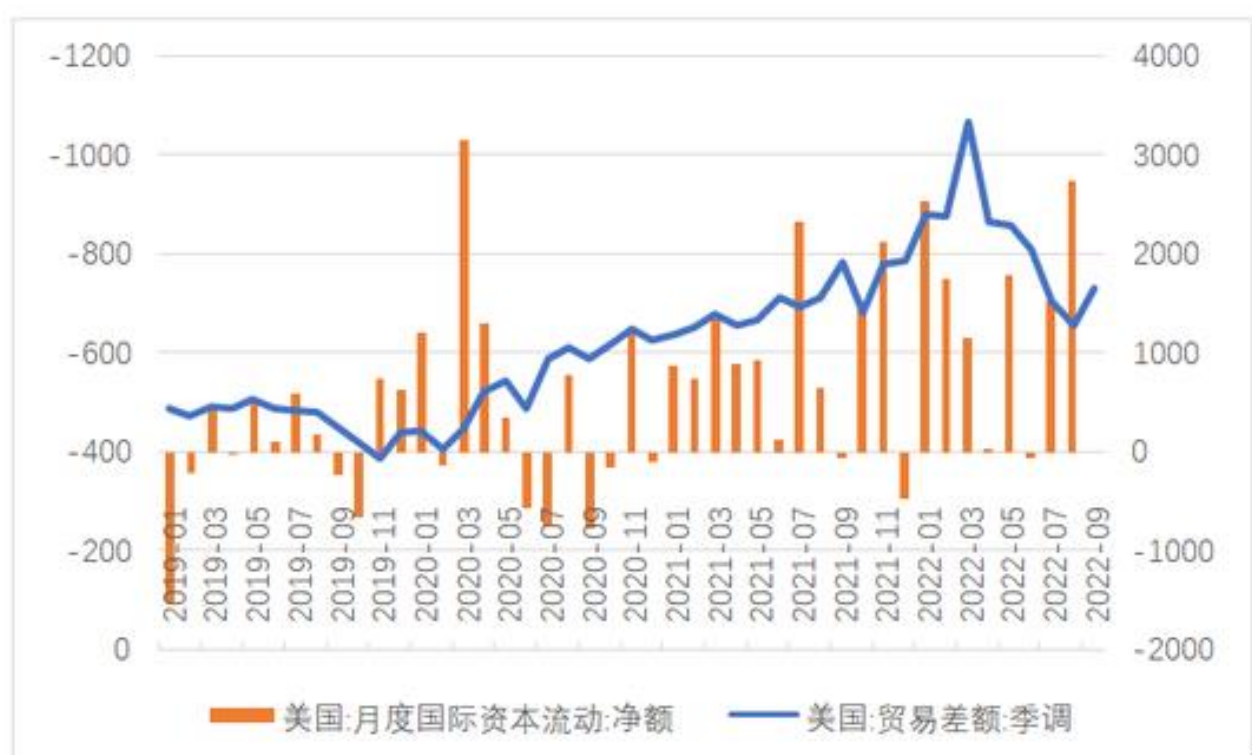
资料来源：国家外汇管理局；中银证券。

注：外汇储备资产增加为负值，减少为正值。

美国的情形与中国类似。今年前 9 个月，美国货物和服务贸易逆差合计 7456 亿美元，同比增长 20.3%。同期，洲际交易所美元指数不断刷新二十年来的高点，主要也是来自资本大规模流入的驱动。根据美国财政部国际资本流动报告（TIC）的流量统计，前 8 个月，美国跨境证券投资累计

净流入 11501 亿美元，同比增长 44.0%，为史上同期最高（见图 2）。其中，私人外国投资者净流入 12039 亿美元，增长 42.2%，中长期美债是买入主力；官方外国投资者净流出 539 亿美元，增长 11.6%，主要是减持中长期美债和美国股票。可见，虽然官方外资少量减持了美元资产，却未改变外资总体大幅增持的基本格局，美元本位的国际货币体系基础依然稳固。

图 2：美国贸易差额与国际资本流动状况（单位：亿美元）



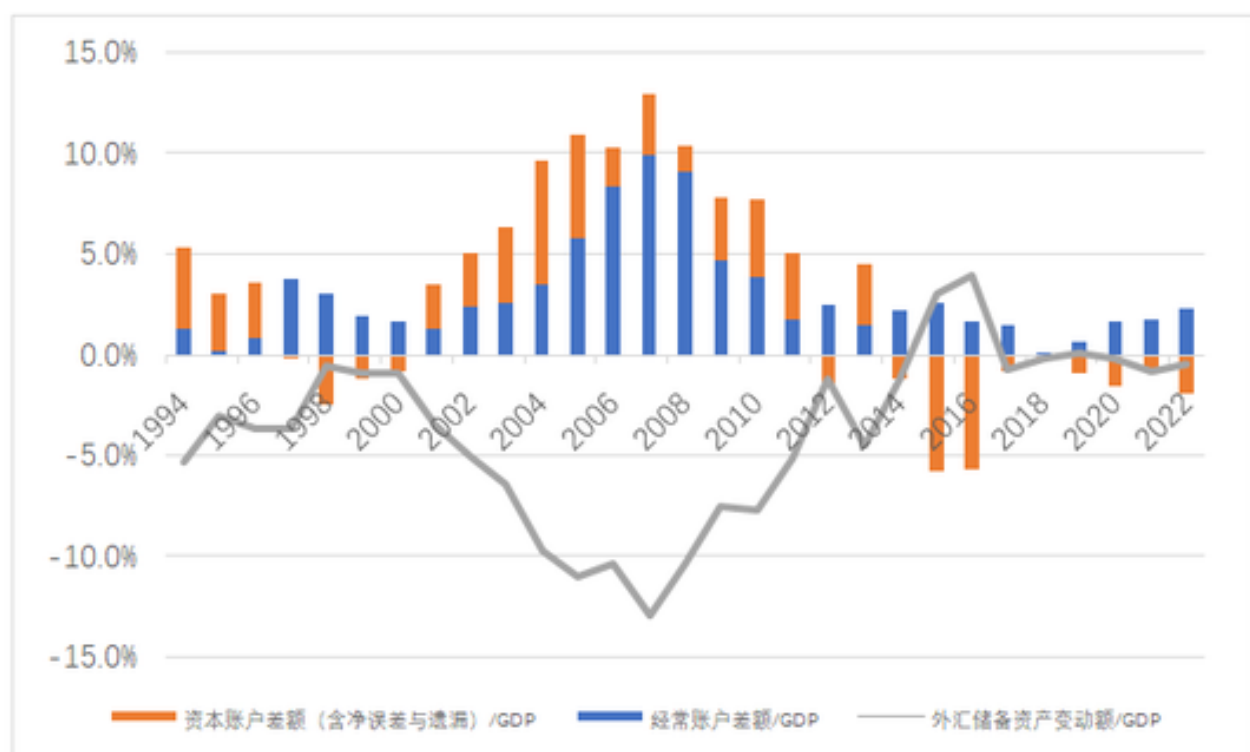
资料来源：美国经济分析局；美国财政部；WIND；中银证券。

在美元强周期、全球股汇债“三杀”背景下，国际资本大举逃向美元资产，全球正在闹“美元荒”而非“美元灾”。这一次，不仅脆弱新兴市场深受其害，60%的低收入国家已经或接近爆发债务危机；发达经济体也难逃厄运，欧洲、日本深受本币贬值叠加大宗商品价格上涨、输入性通胀

压力加大之苦。后者充分彰显了资本自由流动情形下，汇率不论固定还是浮动，都难以充分保障货币政策独立性的“二元悖论”。

中国资本外流规模引发了一些市场担忧。然而，一方面，在央行基本退出外汇市场常态干预，国际收支自主平衡的状态下，中国经常项目与资本项目差额是“一顺一逆”的镜像关系，经常项目顺差越大，资本净流出就越多。另一方面，经济体量不同，同等规模资本流动造成的冲击程度不尽相同。例如，1998 年，中国资本项目逆差 250 亿美元，相当于当年名义 GDP 的-2.4%；今年前三季度，资本项目逆差 2527 亿美元，净流出规模为中国史上第三高，却仅相当于同期名义 GDP 的-1.9%（见图 3）。

图 3：中国国际收支主要项目差额与名义 GDP 之比（单位：%）



资料来源：国家外汇管理局；国家统计局；WIND；中银证券。

注：2022 年为前三季度累计数。

这反映了大型开放经济体相对于小型开放经济体在金融开放方面的天然优势，即大型开放经济体的抗外部冲击风险的能力相对更强。如新加坡之所以限制新元金融资产的非居民持有，主要顾虑之一是，作为小型开放经济体，如果追求新元国际化，国际资本大进大出，或将在新加坡本土金融市场掀起滔天巨浪。

三季度短期资本流出冲击压力环比减弱

今年第三季度，尽管中国国际收支口径的跨境直接投资净流出 271 亿

美元，为 2019 年第四季度以来首次，但是，当季经常项目顺差环比大幅增加，同期经常项目与直接投资合计的基础国际收支顺差 1169 亿美元，环比增长 27.6%；短期资本净流出（含净误差与遗漏，下同）796 亿美元，环比下降 28.0%；短期资本净流出与基础国际收支差额之比为-68.1%，负值环比回落了 52.6 个百分点（见图 4）。

图 4：中国季度基础国际收支差额与短期资本流动差额及二者之比

（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_48477

