

上半年国际收支报告之外的故事

针对日前外汇局发布的《2020 年上半年中国国际收支报告》，本文从以下三个方面做一点拾遗补缺的工作。

- **经常项目顺差扩大不等于人民币汇率必然升值。**今年二季度，国际收支口径经常项目由上季逆差 337 亿转为顺差 1102 亿美元。然而，第二季度，仅 6 月份人民币汇率收盘价出现环比上涨，4、5 月份均为环比下跌。
- **资本外流增多是因经常项目顺差扩大而非汇率贬值。**今年第二季度，资本项目（含净误差与遗漏）由上季顺差 86 亿转为逆差 910 亿美元。在央行退出外汇市场常态干预后，经常项目与资本项目收支是顺逆差相抵的镜像关系。经常项目顺差越大，资本外流就越多，这无关乎人民币升值还是贬值。
- **“净误差与遗漏”差额关系统计质量而无关基本判断。**今年二季度，“净误差与遗漏”为负，要么是高估了经常项目顺差，要么是低估了资本项目逆差。将“净误差与遗漏”差额归到资本账户差额中，不会影响我们关于经常项目顺差、资本项目逆差的基本判断。我国“净误差与遗漏”数值往往较大，不利于分析、监管，提升统计数据质量迫在眉睫。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛

tao.guan@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品

lipin.liu@bocichina.com

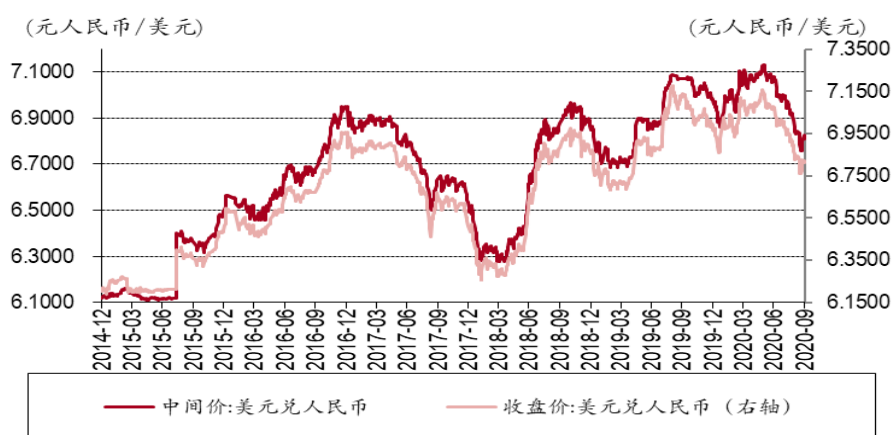
一般证券业务证书编号：S1300119080013

日前，国家外汇管理局发布了今年第二季度及上半年国际收支（包括国际收支平衡表（流量）和国际投资头寸表（存量））正式数据，并配发了《2020 年上半年中国国际收支报告》。《报告》对上半年中国国际收支状况进行了专业、权威的解读，本文不再赘述，仅从以下几个方面做一点拾遗补缺的工作。

经常项目顺差扩大不等于人民币汇率必然升值

今年6月初以来，人民币兑美元汇率止跌回稳、震荡升值，进入9月份更是连创年内新高（见图表1）。贸易顺差增加被认为是近期人民币加速升值的重要原因。然而，通过对最新国际收支数据的分析，这一结论并不成立。

图表 1. 境内人民币汇率走势

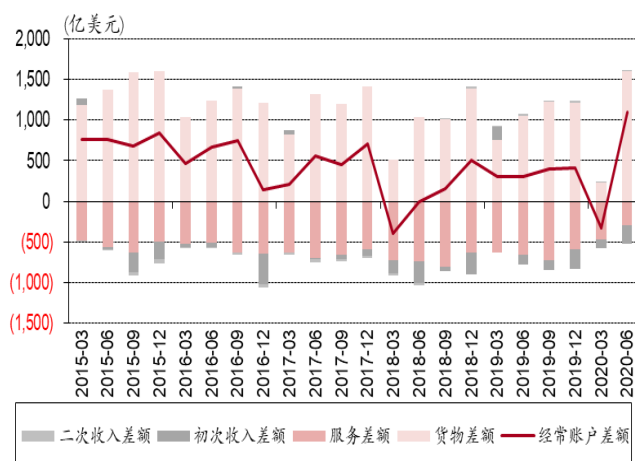


资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

货物贸易是经常项目的重要组成部分。今年第二季度，我国国际收支口径经常项目（包括货物和服务、初次收入和二次收入）由上季逆差 337 亿转为顺差 1102 亿美元，为 2015 年“8.11”汇改以来最高。其中，国际收支口径货物顺差较上季增加 1382 亿美元，贡献了同期经常项目顺差增加额的 96.1%（见图表 2）。然而，第二季度，仅 6 月份人民币汇率收盘价均值环比上涨 0.37%，4、5 月份分别环比下跌 0.75% 和 0.56%；5 月底，收盘价还创下 2008 年 2 月底以来的新低（见图表 1）。

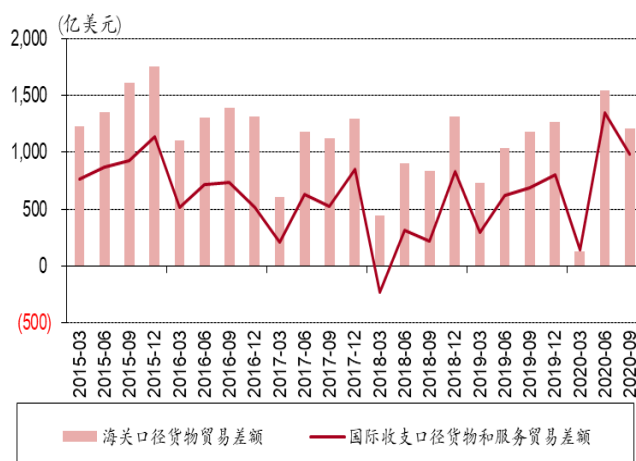
或许有人会质疑，国际收支是滞后较长时间才发布的季度低频数据（国际收支平衡表初步数据季后约两个月发布，国际收支平衡表和国际投资头寸表正式数据季后约三个月发布），可能令经常项目顺差扩大的信息不能及时传导到外汇市场。但外汇市场对于高频数据同样也不敏感。如海关总署的月度数据显示，第二季度各月，美元计价的进出口顺差分别同比增长 245.7%、53.2% 和下降 6.5%，当季顺差合计同比增长 48.9%，上季为下降 81.9%。再如，外汇局的月度数据也显示，第二季度，国际收支口径货物和服务贸易顺差合计同比增长 115.5%，上季为下降 53.2%（见图表 3）。

图表 2. 季度经常项目差额及其主要项目构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 3. 季度海关和国际收支口径货物和服务贸易差额



资料来源：海关总署，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：2020 年第三季度为 7、8 月份合计数。

资本外流增多是因经常项目顺差扩大而非汇率贬值

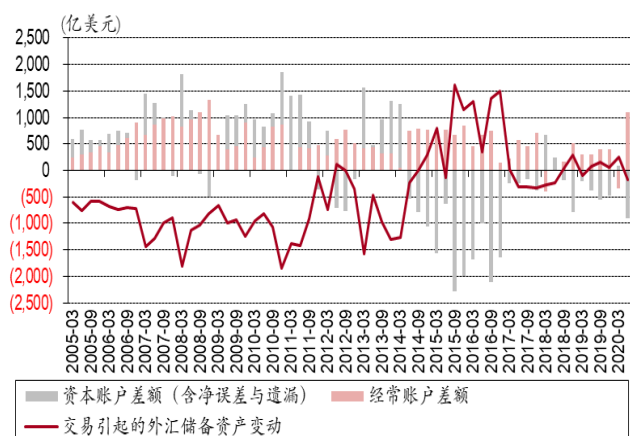
人们通常将人民币汇率升值等同于资本内流、贬值等同于资本外流。而这并不符合事实。

今年第二季度，经常项目顺差飙升的同时，资本项目逆差（含净误差与遗漏）也录得 2017 年初以来的新高，达到 910 亿美元，上季为顺差 86 亿美元，逆差较上季增加了 997 亿美元（见图表 4）。其中，第一季度各月，人民币汇率收盘价均值分别环比上涨 1.44%、下跌 1.18% 和 0.31%，也是总体承压（见图表 1）。可见，同样是人民币贬值，但一个季度是资本内流，另一个季度是资本外流，汇率走势与资本方向并非线性相关。

第二季度的经常项目顺差扩大未能形成人民币升值压力，其关键在于央行退出外汇市场常态干预后，经常项目与资本项目收支就是顺逆差相抵的镜像关系。并且，经常项目顺差越大，资本外流就越多，这无关乎人民币升值还是贬值。过去，在外汇干预情况下，才导致国际收支持续“双顺差”，汇率升值与储备增加如影随形（见图表 4）。当时，顺差形式的对外经济失衡矛盾较为突出，2006 年底中央经济工作会议明确提出，要把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。

今年第二季度出现较大规模资本外流，与外资增加人民币资产配置并不矛盾。从国际收支平衡表的线上项目看，当季非储备性质金融项目（不含净误差与遗漏）逆差 153 亿美元，环比增长 10.5%，其中：对外投资（资产方）净流出 1182 亿美元，增长 55.0%；外来投资（负债方）净流入 1029 亿美元，增长 64.9%（见图表 5）。

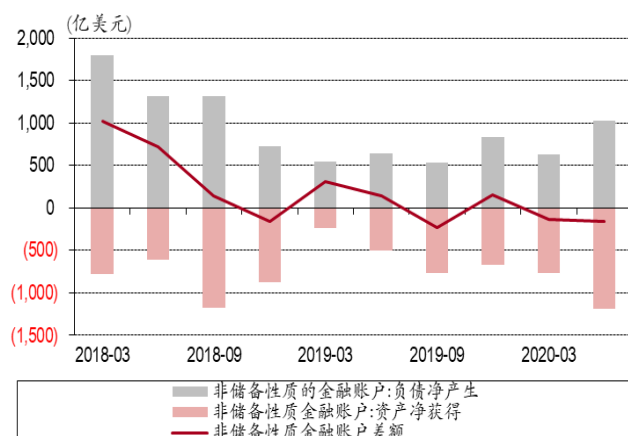
图表 4. 季度国际收支差额构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：(1) 资本账户差额=（经常账户差额+储备资产变动）；(2) 交易引起的外汇储备资产变动为正值表示外汇储备资产减少，为负值表示外汇储备资产增加。

图表 5. 非储备性质金融账户（不含净误差与遗漏）差额



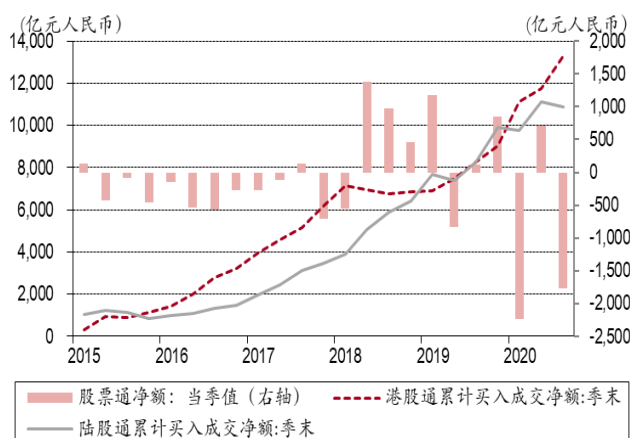
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

然而，市场经常选择性地只关心北上资金（负债方）的净流入，而忽略了南下资金（资产方）的净流出。如今年上半年，陆股通北上资金累计净流入 1182 亿元，同比增长 22.6%；港股通南下资金累计净流出 2714 亿元，增长 3.36 倍；股票通项下累计净流出 1532 亿元，上年同期为净流入 342 亿元人民币（见图表 6）。同期，国际收支口径的跨境股票投资净流出 292 亿美元，上年同期为净流入 20 亿美元，其中，对外股票投资净流出 459 亿美元，外来股票投资净流入 167 亿美元（见图表 7）。

跨境债券投资也是类似的情形。今年上半年，该项目累计净流入 184 亿美元，同比下降 12.4%，其中，对外债券投资净流出 292 亿美元，外来债券投资净流入 476 亿美元。跨境股票和债券投资两项合计，同期，国际收支口径的跨境证券投资由上年同期净流入 230 亿转为净流出 108 亿美元（见图表 7）。

外来债券投资净流入有部分是境外央行增加人民币外汇储备资产持有。据国际货币基金组织统计，今年上半年全球人民币外汇储备增加 160 亿美元，全球占比上升 0.11 个百分点。当大家热议海外增加人民币资产配置，为人民币国际化进展欢欣鼓舞之时，又有多少人关注境内增加海外资产配置的反向流出呢？而这正是市场对于我国资本项目逆差感到意外的关键所在。

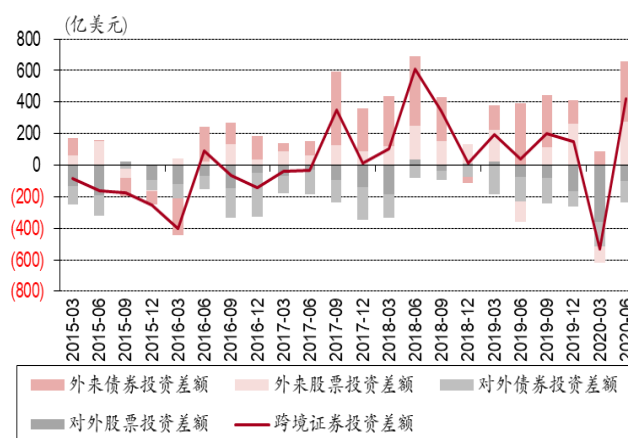
图表 6. 季度股票通项下北上与南下跨境资金流动状况



资料来源：上交所，深交所，万得，中银证券

注：股票通净额=季末陆股通累计买入成交净额变动-季末港股通累计买入成交净额变动。

图表 7. 季度跨境证券投资差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：跨境证券投资差额=（外来股票投资差额-对外股票投资差额）+（外来债券投资差额-对外债券投资差额）。

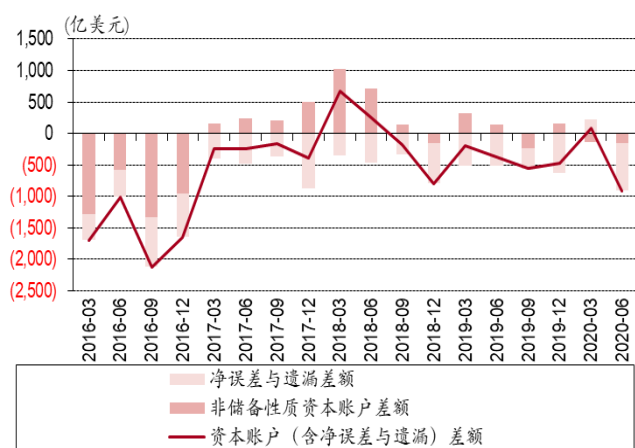
“净误差与遗漏”差额关系统计质量而无关基本判断

美中不足的是，“净误差与遗漏”负值仍是今年第二季度资本项目逆差的主要来源。其中，153 亿美元来自国际收支平衡表的线上项目逆差，较上季增加了 14 亿美元；757 亿美元来自线下项目“净误差与遗漏”负值，较上季增加了 983 亿美元；分别贡献了同期资本项目逆差的 16.9% 和 83.1%，贡献了资本项目逆差增加额的 1.4% 和 98.6%（见图表 8）。

“净误差与遗漏”负值是国际收支平衡表的轧差项而非统计项。它无论是统计的“误差”还是监管的“遗漏”，归根结底，要么是高估了经常项目顺差，要么是低估了资本项目逆差。理论上，难以区分的情况下，通常将“净误差与遗漏”差额都归到资本账户差额中，因此，这不会影响我们关于经常项目顺差、资本项目逆差的基本判断。

2018 年第二季度起，我国年化“净误差与遗漏”差额与年化货物进出口额之比维持在 $\pm 5\%$ 的合理标准以内，今年第二季度该比例为-3.5%，绝对值同比回落 1.1 个百分点（见图表 9）。这显示我国国际收支统计质量有所改善，但仍有较大的改进空间。

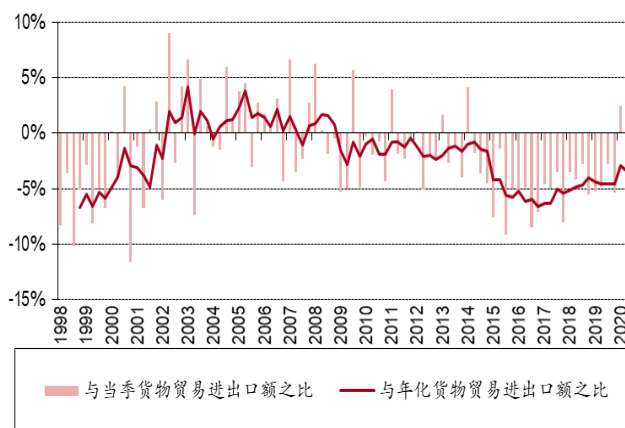
图表 8. 季度资本账户（含净误差与遗漏）差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：资本账户差额=非储备性质资本账户差额（线上项目）+净误差与遗漏差额（线下项目）。

图表 9. 中国“净误差与遗漏”/国际收支口径货物进出口额

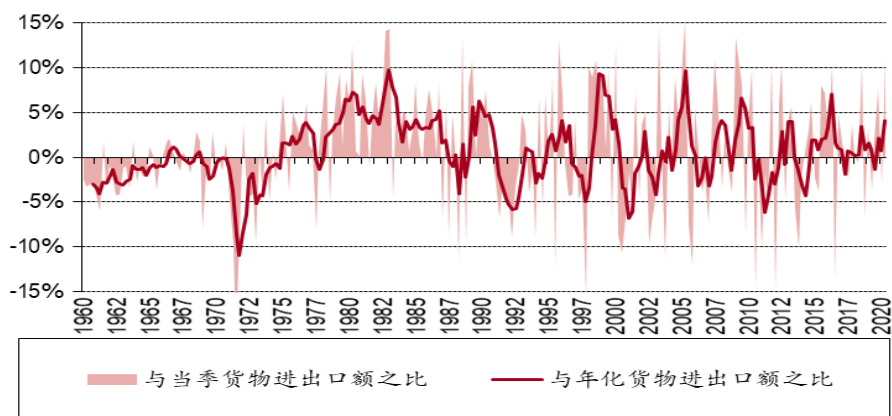


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）与年化货物贸易进出口额之比=年化净误差与遗漏合计/年化货物贸易进出口额合计；（2）年化数据为往前 4 个季度滚动合计。

美国国际收支统计中的季度“净误差与遗漏”差额较大，但时正时负，呈现统计意义上的正态随机分布，故汇总后年度差额数值较小。美国 1960 年第一季度至 2020 年第二季度期间，有 99 个季度的“净误差与遗漏”差额与货物进出口额之比超过了 $\pm 5\%$ ，但年化数据之比超过的仅有 36 次，转化率为 36.4%（见图表 10）。而我国季度“净误差与遗漏”数值经常在一个方向，以致每年累积下来的数值较大。我国 1998 年第一季度至 2020 年第二季度期间，有 31 个季度的“净误差与遗漏”差额与货物进出口额之比超过了 $\pm 5\%$ ，年化数据之比超过的达 16 次，转化率为 51.2%；今年第一季度出现 2012 年第二季度以来的首次正值，可以说是一个积极的信号（见图表 9）。这既可能反映了我国国际收支统计方法存在的系统性误差，也可能反映了不同来源的统计数据之间存在的系统性偏离，还可能反映了规避外汇资本管制所产生的系统性遗漏。

图表 10. 美国“净误差与遗漏”与国际收支口径货物进出口额之比



资料来源：美国经济分析局，万得，中银证券

注：(1) 与年化货物贸易进出口额之比=年化净误差与遗漏合计/年化货物贸易进出口额合计；(2) 年化数据为往前4个季度滚动合计。

我国每年货物进出口规模达数万亿美元，一个百分点的“净误差与遗漏”就对应着数百亿，几个百分点就对应着上千亿美元，导致用线上项目难以准确把握跨境资本流动和对外金融资产负债状况，引起社会上对于“资本外逃”或“热钱流入”问题的关注甚至炒作。如前述今年第一季度资本项目顺差 86 亿美元中，线上项目逆差 140 亿美元，线下项目“净误差与遗漏”正值 226 亿美元，同样没有走出这个怪圈。这既干扰外汇市场运行，又影响政府和企业决策，既不利于分析，也不利于监管。

国际收支账户是宏观经济的四大账户之一，国际收支统计是公共产品。健全国际收支统计制度、加强跨境资本流动监测，是扩大开放过程中有效防范化解涉外经济金融风险的重要保障。改进国际收支统计方法，提高统计数据质量迫在眉睫。这需要各部门乃至全社会的共同努力。

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_2193

