



管涛：一季度国际收支数据说明了什么



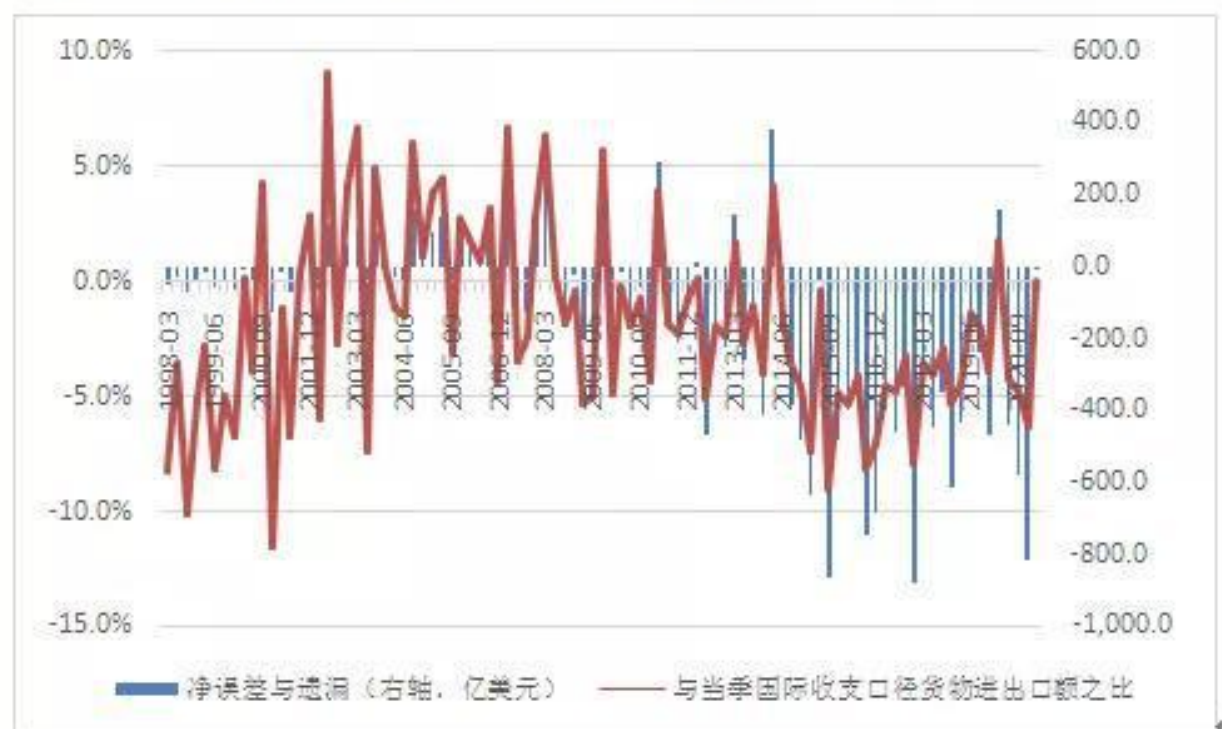
意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

5月25至27日，境内银行间市场日均即期询价外汇成交额509亿美元，较去年12月份日均成交额峰值高出16%。增持美元抑制了民间货币错配的重新积累，却可能成为人民币升值的“堰塞湖”。未来汇率预期管理依然任重道远。

净误差与遗漏归零是好事但非目标

中国国际收支平衡表中净误差与遗漏额负值持续较大，一直广受诟病。这一情形在今年一季度的国际收支数据中却大为改观。

根据日前国家外汇管理局公布的正式数据，一季度，净误差与遗漏为+0.63亿美元，相当于同期国际收支口径货物进出口额的+0.005%，其绝对值为1998年有季度数以来最小，占比可以忽略不计（见图1）。

图 1：中国国际收支季度净误差与遗漏状况（单位：亿美元；%）⁴资料来源：国家外汇管理局；中银证券⁴

凭湖观涛

净误差与遗漏接近零，提高了当季国际收支统计数据质量。最直观的表现就是，国际收支自主平衡格局进一步得到巩固。

自 2018 年初宣布回归汇率政策中性起，央行逐渐退出了外汇常态干预。理论上，储备资产变动趋近于零，经常项目与资本项目收支就成为顺逆差互补的镜像关系。然而，由于季度净误差与遗漏持续较大负值，中国却在 2018 年第三季度、2019 年第一季度和第三季度出现过三次经常项目与资本项目（不含净误差与遗漏，也被称为线上资本项目差额）“双顺差”，而不含估值影响的储备资产（下同）少增甚至减少的情况（见图 2）。

图 2：中国季度国际收支主要状况（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

注：储备资产增加为负值，减少为正值（下同）。

宏观观察

从年度来看，前述情形更为突出。2018年，经常项目和（线上）资本项目“双顺差”，合计总顺差1962亿美元，储备资产仅增加189亿美元；2019年，继续“双顺差”，合计总顺差1099亿美元，储备资产反而减少193亿美元。去年，经常项目顺差2740亿美元，（线上）资本项目逆差778亿美元，二者合计总顺差1961亿美元，但储备资产仅增加280亿美元，（线上）资本项目差额仅占到资本项目差额（含净误差与遗漏）的32%（见图3）。

图 3：中国年度国际收支主要状况（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

注：2021 年为第一季度数据。

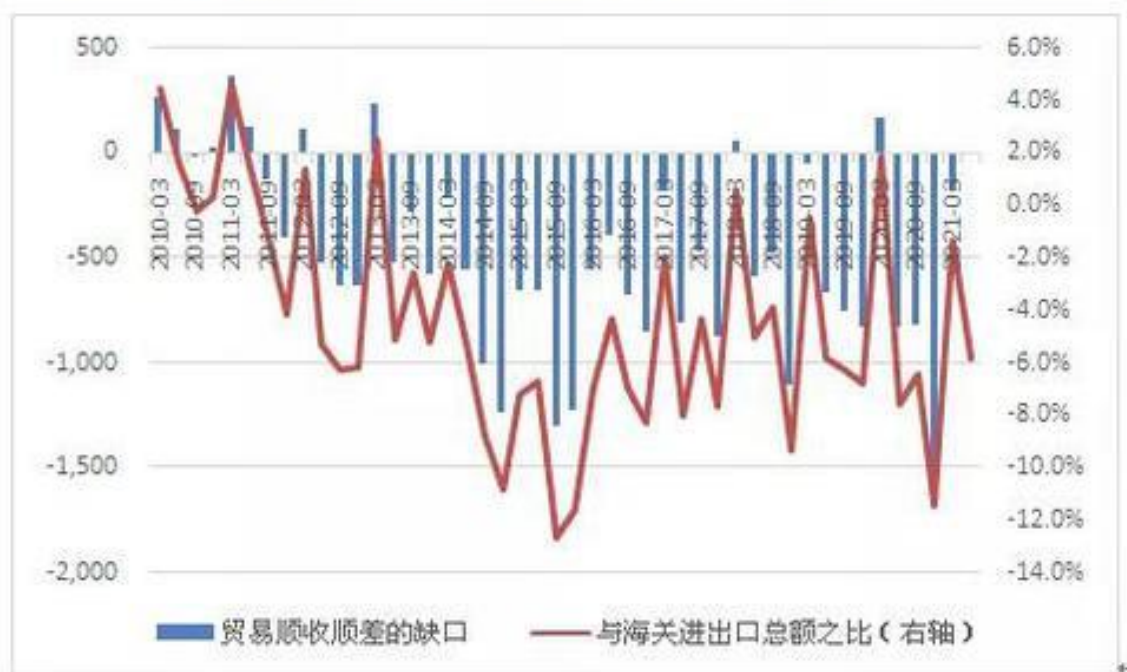
宏观观察

因净误差与遗漏基本归零，今年一季度，两个口径的资本项目差额几乎等额，故国际收支总顺差与同期储备资产增加额基本相同，均为 350 亿美元。自去年 6 月份人民币汇率震荡走高以来，很多人预测中国可能重回国际收支“双顺差”格局。这一再被证伪，过去四个季度双口径资本项目皆为逆差，经常项目则持续顺差（见图 2）。

净误差与遗漏额基本归零，受益于贸易顺收顺差的缺口大幅收敛。第一季度，外汇局统计的银行代客涉外货物贸易收付（海关可比口径）顺差 967 亿美元，较海关统计的进出口顺差 1150 亿美元少了 183 亿美元，相

当于海关统计的进出口总额的 1.4%，为 2019 年第二季度以来最低，上季度该占比高达 11.4%（见图 4）。贸易顺收顺差的背离和国际收支平衡表中的净误差与遗漏额有较强的相关性，2019 年第二季度至 2021 年第一季度，二者为显著正相关 0.945。

图 4：中国年度贸易顺收顺差的背离情况（单位：亿美元；%）



数据来源：国家外汇管理局；海关总署；WIND；中银证券

注：2021 年第二季度占比为根据 4、5 月份贸易顺收顺差背离的月均水平估算。

笔者在 2 月 1 日《第一财经日报》的专栏文章中指出，贸易顺收顺差的缺口主要是因为出口少收汇、进口多付汇，对应着国际收支平衡表中的相关资本项目交易如贸易信贷资产和负债方。若贸易信贷抽样调查统计数据不能充分反映前述缺口，就会扩大净误差与遗漏额。贸易顺收顺差的缺口大幅收窄，缩小了收付实现制与权责发生制的数据缺口，有助于改善国

际收支统计质量。

第一季度，贸易信贷资产和负债方轧差后，资本净流入 94 亿美元，再与同期贸易顺收顺差的缺口轧差后，为净流入 277 亿美元，相当于海关进出口总额的 2.1%，为 2019 年第二季度以来次低，上季度该占比高达 10.3%（见图 5）。贸易信贷项下资本流动与贸易顺收顺差缺口的背离，同国际收支平衡表中的净误差与遗漏额也有较强的相关性。2019 年第二季度至 2021 年第一季度，二者为显著负相关 0.956。

图 5：中国季度贸易信贷项下资本流动与贸易顺收顺差缺口的背离

（单位：亿美元；%）



数据来源：国家外汇管理局；海关总署；WIND；中银证券

注：贸易信贷项下资本流动差额=贸易信贷资产方净额-贸易信贷负债方净额。

需要指出的是，净误差与遗漏额几乎归零的势头未必能够保持。根据4、5月份平均水平测算，贸易顺收顺差的缺口与海关进出口额之比又跳升至5.8%（见图4），预示着第二季度净误差与遗漏额可能重新扩大。

实际上，时隔一年之后季度净误差与遗漏重返正值才是真正的亮点。国际收支平衡表是按照“有借必有贷、借贷必相等”的借贷记账法原则编制的。“净误差与遗漏”不是统计而是轧差出来，属于国际收支平衡表的线下项目。净误差与遗漏既有统计的原因，也有监管的原因。若主要由统计原因导致的话，净误差与遗漏应该是正负交替的随机正态分布。

长期以来，中国季度净误差与遗漏却要么持续正，要么持续负（见图1），故经常引发对净误差与遗漏性质的争论（“负值代表资本外逃，正值代表热钱流入”的争议正由此而来）。同时，因为持续为正或为负，导致年度某个方向上净额累积较多。美国的情况是，个别季度的净误差与遗漏数值较大，但一年内正负相抵后年度净额并不高。

加强国际收支的流量和存量监测，是“十四五”期间“健全开放安全保障体系”的重要内容。加强和改进国际收支统计，不是追求零误差与遗

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_33610

