



管涛：人民币升值必然伴随着国际收支“双顺差”吗？



要点

自 2020 年中人民币震荡走强以来，人民币汇率升值与国际收支“双顺差”再现，本文补充讨论三个问题：一是被低估的资本外流状况；二是异常坚挺的对外经济表现；三是意外缩小的净误差与遗漏负值。

意见领袖 | 管涛



注：本文发表于《第一财经日报》2022 年 1 月 9 日。

市场印象中，人民币汇率升值与国际收支“双顺差”几乎是标配。故自 2020 年 6 月份本轮人民币震荡走高以来，不少人预期中国将重现经常账户与资本账户“双顺差”。日前国家外汇管理局发布的最新国际收支统计数据，似乎印证了这种市场印象。

2021 年三季度，我国经常账户顺差 736 亿美元，非储备性质的资本

账户（又称线上资本账户，也是大家通常所谈及的资本账户）连续第二个季度顺差，顺差 131 亿美元，储备资产增加 614 亿美元。对 2021 年三季度及前三季度我国国际收支状况的全面分析，另有报告详细阐述（参见推送下篇《三季度对外经济部门体检报告》）。本文拟从“双顺差”问题入手，再补充谈谈三个问题。

被低估的资本外流状况

1994 年汇率并轨以来至 2014 年的二十多年间，我国曾经历了较长时间的人民币汇率升值。其间，除 1998、2012 和 2014 年线上资本账户逆差外，其他年份均为“双顺差”（见图 1），外汇储备余额一度接近 4 万亿美元。这是人民币升值与“双顺差”组合的历史由来。

如前所述，外汇局公布的最新国际收支数据似乎印证了这种看法。2020 年，国际收支还是一顺一逆，其中，经常账户顺差 2740 亿美元，线上资本账户逆差 778 亿美元。但进入 2021 年，二三季度线上资本账户连续顺差，前三季度经常账户顺差合计 1963 亿美元，线上资本账户顺差合计 419 亿美元（见图 1）。

图 1：中国年度国际收支状况（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

注：(1) 国际收支平衡表中，经常账户和资本账户被称为“线上项目”，其中“线上资本账户”指不含净误差与遗漏的非储备性质的资本和金融账户；

“净误差与遗漏”和“储备资产变动”被称为“线下项目”；(2) 外汇储备资产增加为负值，减少为正值；(3) 2021年为前三季度累计数。

不过，如果用另一种国际通行的处理方法，将国际收支平衡表中的净误差与遗漏纳入资本账户范畴，则情况会大不相同。2020年，含净误差遗漏的资本账户逆差2460亿美元；2021年，三季度含净误差遗漏的资本账户逆差122亿美元，前三季度逆差合计500亿美元（见图2）。

图 2：中国年度国际收支状况（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

注：2021 年为前三季度累计数。

凭溯观清

2021 年 8 月份，国际货币基金组织向中国分配了 416 亿美元特别提款权 (SDR)。这笔交易按照借贷记账法，在当季国际收支平衡表中，在“其他投资”项下负债方贷记“特别提款权”净流入，在“储备资产变动”项下借记“特别取款权”负值。国际收支平衡表中，二者相差了 3 亿美元，或反映了同期有以特别提款权对外放款的偿还。

剔除 SDR 额度分配这个非市场因素的一次性影响后，当季线上资本账户将由顺差转为逆差 285 亿美元，总体维持了 2020 年初以来我国国际收支自主平衡的格局；含净误差遗漏的资本账户逆差增至 538 亿美元，对经

常账户盈余的对冲效果更为明显。做过类似处理后，2021 年前三季度，线上资本账户顺差仅余 3 亿美元，含净误差遗漏的资本账户逆差增至 916 亿美元（见图 3）。

图 3：中国季度国际收支状况（不含分配的 SDR 额度）（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

凭澜观涛

其实，在央行基本退出外汇市场常态干预的情况下，国际收支自主平衡就应该是顺逆差相抵，而不论“双顺差”还是“双逆差”都是对外经济失衡。同时，在汇率对国际收支平衡的自动稳定器作用充分发挥的情况下，既不能用经常账户盈余来分析预判人民币汇率的升贬值，也不能用汇率升贬值来分析预判跨境资本流动的方向。

异常坚挺的对外经济表现

理论上，国际收支可分为基础国际收支交易，包括经常账户和跨境直接投资；短期资本流动，包括证券投资、金融衍生品交易、其他投资、净误差与遗漏。前者与经济基本面高度相关，后者则受市场情绪影响较大，也是通常意义上的国际“热钱”。

过去，人民币汇率持续升值的时候，通常会引发各界对于国际“热钱”流入的广泛热议。但是，若不是讲故事而是摆数据的话，事实真相并非如此。

2021 年人民币汇率中间价均值为 6.4515 比 1，较上年升值 6.9%，涨幅为 1994 年汇率并轨以来最大。2021 年前三季度，我国基础国际收支顺差 3604 亿美元，同比增长 83.6%，同期直接投资顺差增加 1179 亿美元，贡献了基础国际收支顺差增幅的 71.9%；短期资本净流出（含净误差与遗漏）2140 亿美元，增长 10.9%，相当于同期基础国际收支顺差的 59.4%，同比回落了 38.9 个百分点。如果剔除分配 SDR 额度的因素，则短期资本净流出 2556 亿美元，同比增长 32.5%，相当于基础国际收支顺差的 70.9%，同比回落了 27.4 个百分点（见图 4）。

图 4：中国季度国际收支状况（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；中银证券

注：（1）基础国际收支差额=经常项目差额+直接投资差额；（2）短期资本流动差额=（基础国际收支差额+储备资产变动额）=证券投资差额+金融衍生品交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏。

凭溯观涛

由此可见，2021 年人民币汇率强势，主要是因为基础国际收支顺差较大，而非国际“热钱”流入。如果说跨境资本流动方面存在问题的话，也

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_35879

