



管涛：贸易大顺差、人民币升值的逻辑为什么失灵了？



意见领袖 | 管涛

去年，美元指数止跌反弹，但受益于贸易大顺差，人民币汇率保持强势。全年，外贸顺差 6759 亿美元；洲际交易所 (ICE) 美元指数上涨 6.7%，人民币对美元双边汇率中间价和收盘价（即银行间市场下午四点半的价格）分别上涨 2.3%和 2.6%，中国外汇交易中心口径的人民币（多边）汇率指数上涨 8.0%。去年 10 月份公布 9 月份进出口数据，显示全年贸易顺差再创纪录已成定局后，人民币汇率走出了“美元强、人民币更强”的独立行情。四季度，美指上涨 2.9%，人民币汇率中间价和收盘价分别升值 1.7%和 1.4%。

今年的情形却大相径庭。8 月 7 日，海关公布的 7 月份进出口数据显示，当月贸易顺差达到创纪录的 1013 亿美元，前 7 个月累计顺差 4823 亿美元，同比增长 61.6%，全年贸易顺差再创新高又将是大概率。然而，人民币汇率打破 4 月底急跌之后的盘整行情，于 8 月 19 日起跌破 6.80 比 1，跌至 2020 年 9 月以来新低。为什么贸易大顺差、人民币升值的逻辑失灵了呢？未来人民币当往何处去？



贸易顺差继续对汇率形成支撑但作用有所减弱

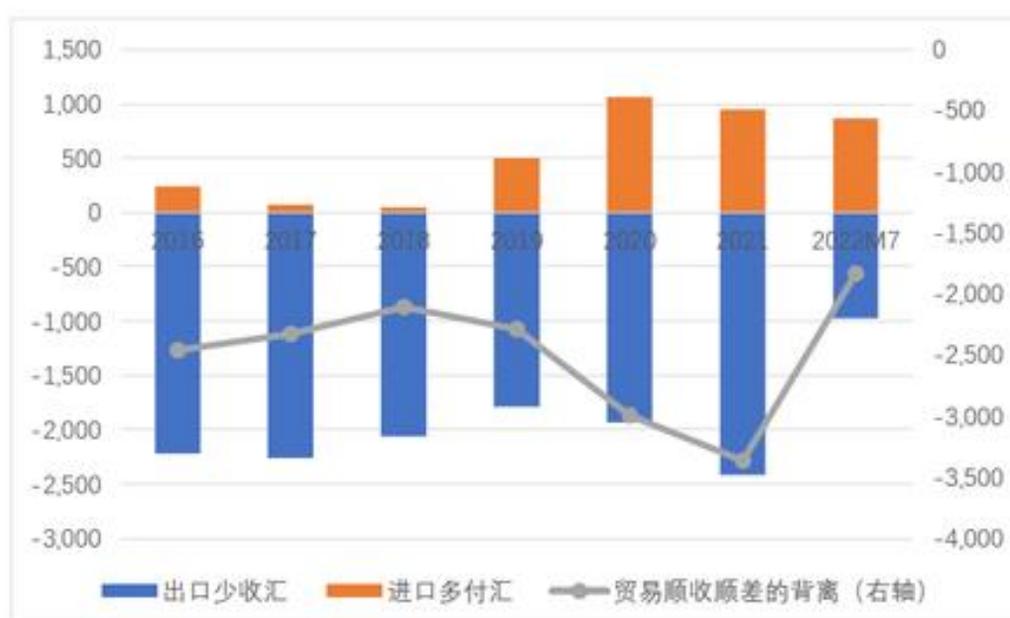
年初，笔者在专栏文章《2022年贸易顺差能够支撑人民币汇率“三连涨”吗？》中指出，贸易顺差能否支持人民币汇率走强取决于三点：一是海关贸易顺差本身的规模，二是贸易顺差转化为结售汇顺差的能力，三是贸易结售汇顺差被其他渠道结售汇逆差对冲的程度。文章强调，贸易大顺差增强了中国抵御资本流动冲击的能力，但贸易顺差需要逐步积累，而资本流出压力可能瞬间释放，这种错配仍可能令人民币承压。文末专门提示，“二连涨”之后，关注汇率纠偏风险可能并非“狼来了”。

按照前述分析框架，今年前7个月中国贸易顺差相当于去年前9个月累计规模的1.13倍、前10个月的0.94倍。也就是说，今年7个月已经干了9个多月将近10个月的活儿，贸易顺差本身的规模显然已经不是问题。但是，后面两个问题却值得关注。

从海关贸易顺差变成贸易结售汇顺差，要经过银行代客涉外收付和代

客结售汇两个环节。从第一个环节银行代客涉外收付看，不论与上年同期，还是与五年趋势值相比，海关贸易顺差转化为银行代客货物贸易收付顺差的漏损都是比较少的。按照海关可比口径，今年前 7 个月，出口少收入 971 亿美元，进口多支出 863 亿美元，贸易顺收小于顺差 1834 亿美元，相当于海关进出口顺差 38.0%，同比下降 3.5 个百分点，较 2017~2021 年趋势值下降 17.4 个百分点（见图 1）。

图 1：海关可比口径的年度贸易顺收顺差背离及其构成（单位：亿美元）



数据来源：海关总署；国家外汇管理局；WIND；中银证券

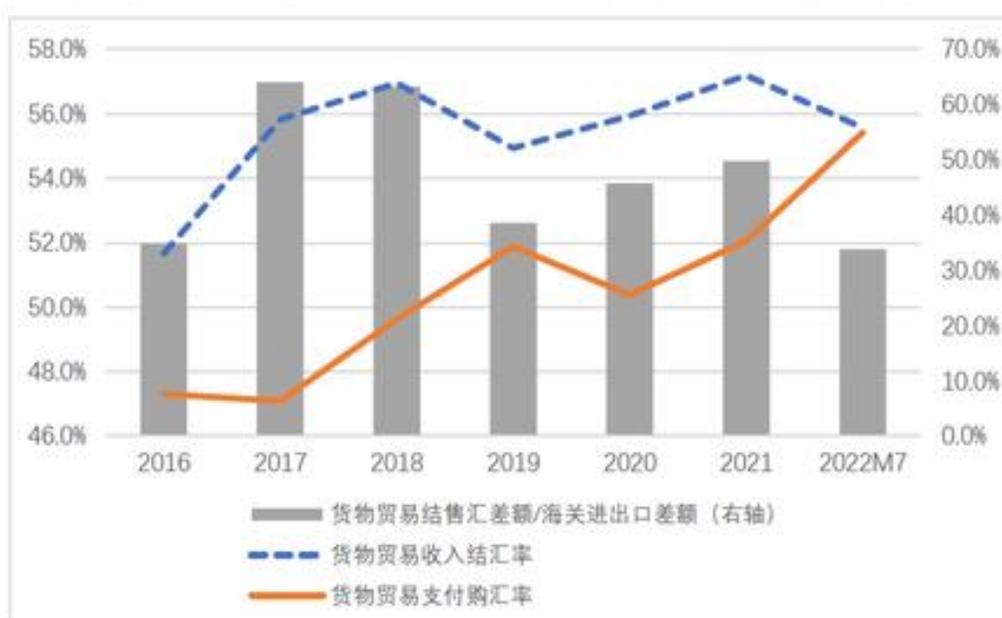
注：(1) 出口少收入=涉外货物贸易收入-海关出口额；(2) 进口多支付=涉外货物贸易支出-海关进口额；(3) 贸易顺收顺差的背离=涉外货物贸易收付差额-海关进出口差额；(4) 2022 年为前 7 个月累计数据。

凭澜观涛

从第二个环节银行代客结售汇看，前 7 个月，代客货物贸易收入结汇率为 55.6%，同比下降 1.9 个百分点，较 2017~2021 年趋势值下降 0.6

个百分点；银行代客货物贸易支付购汇率为 55.4%，同比上升 3.2 个百分点，较 2017~2021 年趋势值上升 5.2 个百分点；银行代客货物贸易结售汇顺差 1634 亿美元，同比下降 9.1%；相当于同期海关进出口顺差的 33.9%，同比下降 26.3 个百分点，较 2017~2021 年趋势值下降 18.4 个百分点（见图 2）。

图 2：年度货物贸易结售汇率及其差额与海关进出口差之比（单位：%）



数据来源：国家外汇管理局；海关总署；WIND；中银证券

注：（1）货物贸易收入结汇率=代客货物贸易结汇/涉外货物贸易收入；（2）货物贸易支付购汇率=代客货物贸易售汇/涉外货物贸易支出；（3）2022 年为前 7 个月累计数据。

贸易结售汇顺差转化银行结售汇总顺差的效率，则还要看其他渠道的外汇供求状况。前 7 个月，银行代客货物贸易结售汇顺差 1634 亿美元，被同期代客服务贸易、收益和经常转移、证券投资、银行自身结售汇逆差，

以及外汇衍生品净结汇敞口下降等，合计 1126 亿美元，抵消了 68.9%。去年同期，货物贸易结售汇顺差 1797 亿美元，前述各项合计逆差 575 亿美元，仅抵消了 32.0%（见表 1）。

表 1：银行即远期（含期权）结售汇差额及其构成（单位：亿美元）

	银行代客结售汇差额	银行代客经常项目结售汇差额				银行代客资本与金融项目结售汇差额			银行自身结售汇差额	外汇衍生品净结汇敞口变动	银行即远期（含期权）结售汇差额
		小计	货物贸易	服务贸易	收益和经常转移	小计	直接投资	证券投资			
2017 年	-690	-284	2,688	-2,507	-465	-406	-173	-25	-426	265	-851
2018 年	-149	-322	2,221	-2,235	-307	173	345	175	-411	441	-119
2019 年	-432	-611	1,625	-1,909	-327	180	470	132	-128	764	204
2020 年	1,442	1,007	2,396	-1,017	-373	435	372	357	146	564	2,152
2021 年	3,074	2,242	3,365	-707	-416	832	757	193	-398	66	2,742
2021 年前 7 个月	1,655	1,199	1,797	-377	-221	456	462	33	-201	190	1,644
2022 年前 7 个月	921	945	1,634	-317	-372	-24	215	-66	-78	-294	549

数据来源：国家外汇管理局；WIND；中银证券

注：（1）银行即远期（含期权）结售汇差额=银行代客结售汇差额+银行自身结售汇差额+外汇衍生品净结汇敞口变动；（2）外汇衍生品净结汇敞口变动=银行代客远期累计未到期净结汇变动+银行代客未到期期权德尔塔净敞口变动。

这导致境内外汇供求缺口快速收敛。前 7 个月，银行即远期（含期权）结售汇顺差 549 亿美元，同比下降 66.6%，减少 1095 亿美元。其中，外汇衍生品净结汇敞口下降、代客直接投资结售汇顺差减少分别贡献了 44.2% 和 22.5%，代客货物贸易结售汇顺差减少、收益和经常转移结售汇逆差扩大分别贡献了 14.9% 和 13.8%（见表 1）。尤其是 4~7 月份，人民币汇率

急跌之后低位盘整。其间，月均银行即远期（含期权）结售汇顺差 53 亿美元，同比下降 69.0%，同期月均海关进出口顺差却增加 1.72 倍（见图 3）。

图 3：月度海关进出口差额与银行结售汇差额（单位：亿美元）



资料来源：海关总署；国家外汇管理局；WIND；中银证券 凭澜观涛

尽管如此，贸易大顺差对人民币汇率的支撑作用仍不容抹杀。今年前 7 个月，货物贸易结售汇顺差相当于银行结售汇总顺差的 2.97 倍，其中 4~7 日份更是高达 1.02 倍（见图 3）。

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_45610

