



管涛：人民币跨境使用与货币错配风险



意见领袖 | 管涛

因本币不可自由兑换和本地金融市场不发达，需要以硬通货跨境收付和到海外筹资，新兴市场存在外汇储备硬约束和货币错配（即收入与支出或者资产与负债的币种不匹配）的“原罪”。本币国际化有助于降低本国外汇储备需求和企业货币错配。

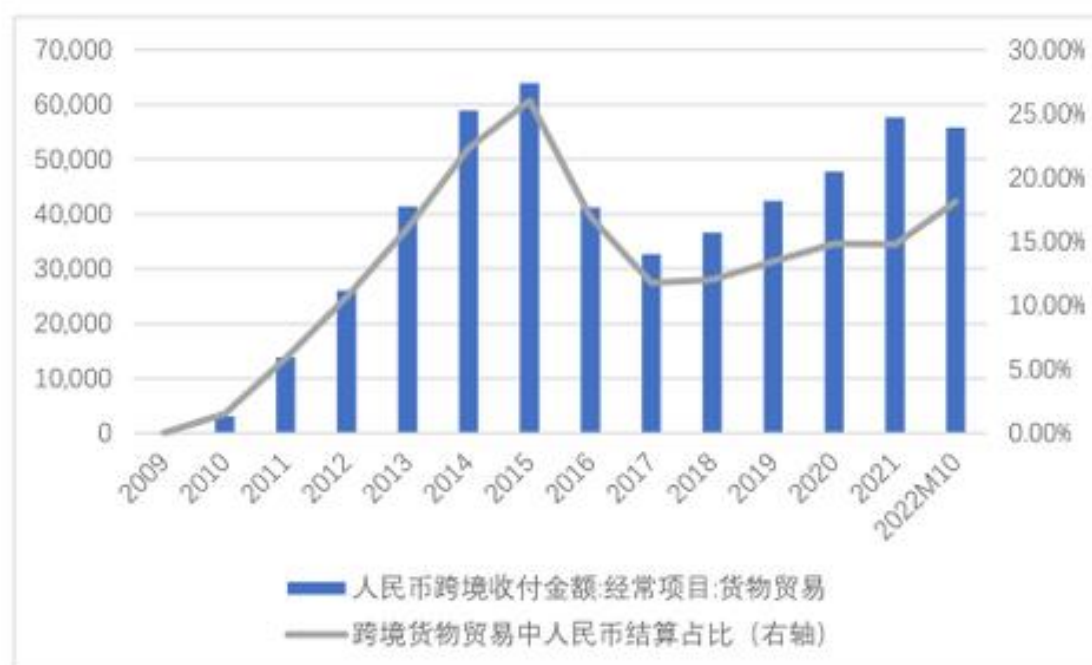
据外汇局统计，人民币是我国境内非银行部门跨境收付仅次于美元的第二大币种。今年前 10 个月，银行代客涉外收付中，人民币占比 42.5%，较 2015 年全年占比上升 13.5 个百分点。今年 3 月初以来，人民币汇率冲高回落，八个月时间最多调整了 13% 以上。但受益于企业跨境人民币使用占比持续提高，市场主体趋于理性，外汇市场韧性增强。本文拟对此进行分析。



跨境人民币使用有助降低货币错配风险

据人民银行统计，今年前 10 个月，我国外贸进出口中，以人民币实际收付的占比为 18.1%，同比上升 3.4 个百分点，虽然较 2015 年高点低了 7.9 个百分点，却为 2016 年以来新高（见图 1）。这反映，企业在外贸经营中更多采用本币计价结算，来规避人民币汇率波动风险。鉴于加工贸易、易货贸易、补偿贸易及外商投资企业设备进口等，通常无需全额跨境资金收付，前述占比应该低估了跨境贸易人民币计价结算的重要性。

图 1：人民币跨境货物贸易收付金额及其占比（单位：亿元人民币；%）



数据来源：中国人民银行；海关总署；WIND；中银证券

注：（1）跨境货物贸易中人民币结算占比=人民币跨境货物贸易收付金额/海关进出口金额；（2）2022 年为前 10 个月数据，但缺失 9 月份的数据。

用人民币计价结算的好处，更体现在近年来我国对外金融负债中。从狭义的对外负债（即具有契约性对外偿还义务的外债）看，近年来我国人民币外债（包含境外持有的境内人民币债券）占比一直在 40% 以上。今年二季度，人民币外债余额减少 584 亿美元，却是名减实增。其中，因人民币汇率中间价下跌 5.4%，导致人民币外债折美元价值减记，负估值效应约为 639 亿美元，贡献了本币外债余额降幅的 109.4%；真实的人民币外债余额增加 55 亿美元，负贡献 9.4%（见图 2）。这意味着，尽管同期外资减持境内人民币债券，导致我国以此记录的本币外债余额减少 804 亿美元，但以其他形式或渠道记录或筹措的人民币外债仍有所增加。

图 2：中国本币外债季度变动及其构成（单位：亿美元）



数据来源：国家外汇管理局；中国外汇交易中心；WIND；中银证券

注：（1）估值效应=（上期末本币外债余额+本期末本币外债余额）/2*当期人民币汇率中间价变动；（2）真实（或交易引起）的本币外债余额变动=本币外债余额变动-估值效应。

宏观观察

这与 2015 年“8·11”汇改初期的情形对比鲜明。当时，人民币汇率结束了持续二十多年的单边行情，触发了市场集中偿还对外债务的调整。2015 年三季度至 2016 年四季度，我国人民币外债余额累计下降 3360 亿美元。其中，因人民币汇率中间价累计下跌 11.8% 产生的负估值效应约为 803 亿美元，贡献了本币外债降幅的 23.9%；真实的人民币外债余额减少 2557 亿美元，贡献了 76.1%（见图 2）。

从广义的对外负债（包括外债、外来直接投资、外来股票投资等对外

金融负债)看,前述积极效应也较为明显。今年二季度,我国民间对外净负债余额减少 2642 亿美元。其中,因人民币汇率贬值产生的负估值效应合计约为 2715 亿美元,贡献了对外净负债降幅的 102.7%。2015 年三季度至 2016 年四季度,民间对外净负债余额累计减少 12603 亿美元,其中,因人民币汇率贬值产生的负估值效应合计约为 4071 亿美元,仅贡献了 32.3% (见图 3)。当年,中国遭遇的资本外流冲击的烈度可见一斑。

图 3：中国民间对外净负债余额季度变动及其估值效应（单位：亿美元）



数据来源：国家外汇管理局；中国外汇交易中心；WIND；中银证券

注：（1）民间对外金融净负债余额=国际净头寸-储备资产余额；（2）民间对外金融净负债余额变动为正值代表减少，为负值代表增加；（3）估值效应=（上期末民间对外金融负债余额+本期末民间对外金融负债余额）/2*当期人民币汇率中间价变动；（4）除人民币汇率波动的估值效应外，还有其他估值效应（如其他货币汇率变动及资产价格变动），故交易引起的民间对外净负债变动不等于民间对外净负债余额变动与前述估值效应的轧差。

凭澜观涛

2020 年三季度至 2022 年一季度上轮人民币汇率升值期间，我国民间对外净负债余额累计增加 5619 亿美元，其中，因同期人民币汇率累计升值 11.5%，境外持有的境内人民币金融资产折美元价值增多，产生的正估值效应合计约为 4782 亿美元，贡献了 85.1%（见图 3）。可见，前期我国

民间对外净负债增加主要不是市场主体美元加杠杆，而是因为正估值效应。所有资本流动冲击都是从流入开始的。这也显示，随着近年来人民币汇率双向波动的弹性增加，汇率风险中性意识逐渐深入人心，是境内外汇市场能够抵御本轮美联储紧缩及其他突发因素超预期冲击的关键所在。

不宜因跨境人民币结算低估汇率波动风险

外汇局发布的银行代客涉外收付币种构成的数据没有披露交易性质，人民银行发布的人民币跨境收付数据则对此做了区分。

根据人民银行的统计，2021 年，人民币跨境收付中，经常项目收付占比 21.7%，较 2015 年下降了 38.1 个百分点，其中货物贸易收付占比 15.8%，回落 37.0 个百分点；资本项目收付占比 78.3%，其中证券投资收付占比 58.0%，较 2017 年上升了 37.4 个百分点。

也就是说，近年来我国跨境人民币结算占比上升主要来自于跨境资本流动，资本项下又主要来自跨境组合投资（见图 4），后者主要反映了我国股票通、债券通、两地基金互认、RQFII/QDII（境外合格机构投资者/境内

机构投资者、境内合格机构投资者跨境投资）

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_49547

