

直觉与反直觉 (五): 出口数据有“水分”?

2022年09月06日

7月中国出口继续大超预期，在海外经济放缓的背景下，出口持续超预期，导致市场开始出现质疑出口数据准确性的声音，并将海关统计数据与外管局的数据有偏离作为论据。无独有偶，几乎在每一轮全球经济走弱的背景下，都会出现类似的质疑，例如2013年商务部与海关总署还进行联合调查回应质疑。

而这种质疑的声音往往是缺乏对数据统计框架的理解，对货物流动与资金流动的认知存在误区所造成的。本文沿着“进出口—跨境收付—结售汇—外汇储备”的资金流动脉络，逐步揭开这四个数据产生偏差的原因。

➤ 误区一：贸易金额不必然对应跨境收付

海关口径的进出口数据与银行代客涉外收付中的货物贸易数据处于偏离状态，这与货物对应资金流动在直观感觉上不相符，造成这种差异的原因有两点：

其一是统计范围不同，二者都有对方并不涵盖的范围。

其二是实际的国际贸易中，货物与现金流并不是同步跨境流动的：

(1) 进出口行为可能本身不涉及资金收付；(2) 一般先有企业进出口(含赊账)，后续才有企业收付款，贸易金额与跨境收付数据并不同步；(3) 境内企业使用境外账户交易，不涉及跨境收付。

当前海关口径进出口数据与银行涉外收付数据偏离幅度和规模都在历史合理区间范围内，若仅以二者偏离作为论据，来质疑出口数据的准确性，是不合逻辑的。

➤ 误区二：跨境收付“不必然”等于结售汇

跨境外汇收付差额=结售汇差额+(外汇存款变动+外汇贷款变动)，即结售汇顺差还取决于收付主体的结售汇意愿，即对本外币资产负债的偏好。

企业或个人调整本外币资产负债，往往有较强的投机性。例如当人民币升值预期下，倾向于“资产本币化、负债外币化”；当人民币贬值预期下，则倾向于“资产外币化，负债本币化”。

➤ 误区三：结售汇顺差“不必然”等于外汇储备增加

结售汇顺差形成央行外汇储备有一个先决条件是：商业银行与央行结汇。

若结售汇顺差但外汇储备没有增长，意味着结售汇顺差形成的外汇，留存在商业银行体系当中，商业银行并没有与央行结汇，形成外汇占款(央行外汇储备)。

2020年以来，海外需求拉动出口高增，结售汇顺差屡创新高，但央行外汇占款几乎没有变动，就是因为这部分外汇资金留存在商业银行体系当中。

➤ 进出口数据与外汇相关数据有偏离是合理的。

无论是国际收支、跨境收付等数据，还是海关进出口统计数据，其实依赖于不同的统计框架。同时，贸易活动周期偏长，且信用化程度高，货物流动和资金流动往往简单——对应的，所以导致各个不同口径下的数据有所偏差，切不可简单通过外汇数据去质疑进出口数据的可靠性。

风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期；海外需求超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：国内市场风格切换，海外紧缩交易延续-2022/09/04
- 2.矛盾的非农，如何解读？——美国8月非农数据点评-2022/09/03
- 3.宏观专题研究：极宽的流动性或已过去-2022/09/01
- 4.8月PMI数据点评：当前宏观的核心矛盾仍在地产-2022/08/31
- 5.地产、宏观联合专题研究：当前地产现状评估-2022/08/29

目录

前言	3
1 出口换汇过程中存在三个“不必然”	4
2 贸易金额“不必然”等于跨境收付款	5
3 跨境收付差额“不必然”等于结售汇差额	7
4 结售汇顺差“不必然”等于外汇储备增加	9
5 总结：贸易与外汇数据偏离是正常现象	10
6 风险提示	11
插图目录	12

前言

2022 年以来，我国出口数据持续超越市场预期，贸易顺差也在持续走高，7 月顺差 1013 亿美元，创下历史新高。与之形成鲜明对比，今年 3 月以来境内银行代客收付款数据中，货物贸易顺差逐步下降。

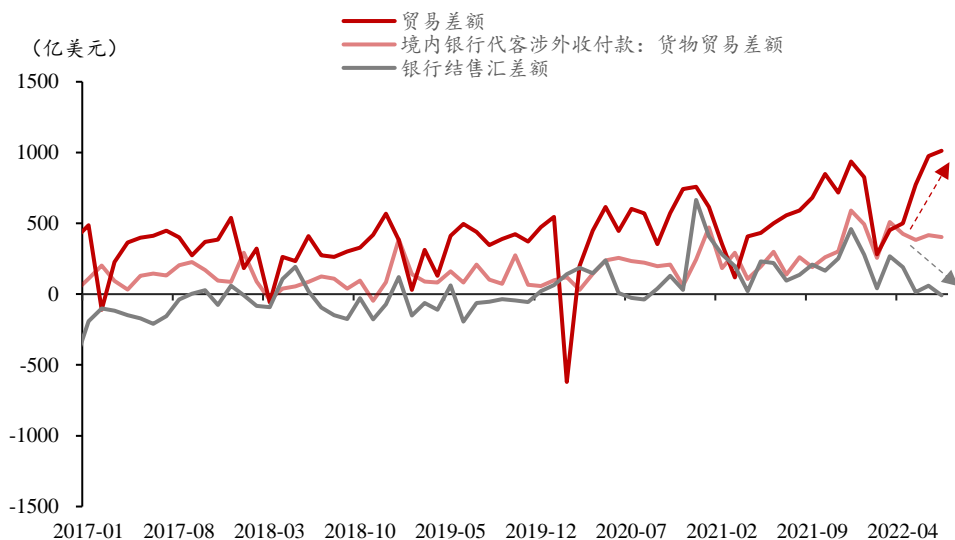
海外统计得到的贸易顺差额，为何与金融口径的银行代客结售汇金额不符？甚至令人倍感困惑的是，近期银行结售汇从“顺差”转为“逆差”，与海外统计的出口数据方向截然相反。

中国出口数据统计质量偏差的市场质疑随之而来，认为当前存在虚假贸易导致出口数据“高估”？所以才会有海关数据与外汇资金数据大幅偏差。

一旦理解了外贸换汇流程以及不同口径数据统计方法，中国出口数据“高估”的质疑不攻自破。

我们沿着微观交易机制：“进出口—跨境收付—结售汇—外汇储备”，逐步揭开从“贸易”到“外汇”这一路径中，不同环节的数据是否存在偏离，偏离的原因是什么。并进一步回答，今年以来为何贸易数据和银行结售汇数据大幅偏离。

图1：贸易差额、银行涉外收付、结售汇数据现背离



资料来源：wind，民生证券研究院整理

1 出口换汇过程中存在三个“不必然”

2020年以来，我国出口持续高增，然而外汇数据却并没有直观反应强劲的出口表现。事实上贸易金额与外汇相关数据并非简单线性关系，不能简单的把外汇进出数据作为验证贸易景气度的指标。

我们先来熟悉外贸换汇的基本流程。

第一步，当境内企业向境外企业发出口货物，境外企业付款（假设以美元付款）给境内出口企业，货物在境内和境外企业之间转移。

第二步，境内企业收到货款后，形成外汇存款，企业可以自行选择是否与银行结汇。若结汇则这笔外汇存款转换成人民币存款，同时商业银行负债端美元存款减少，人民币存款增加。

第三步，商业银行获得外汇后，可以选择与央行结汇。若选择与央行结汇，商业银行资产端美元资产减少，人民币存款准备金增加；央行资产端外汇占款（外汇资产）增加，负债端人民币存款准备金增加。

经过上述三个步骤，出口所得外汇就转换成了央行外汇储备。出口换汇机制中我们需要注意到三个“不必然”。

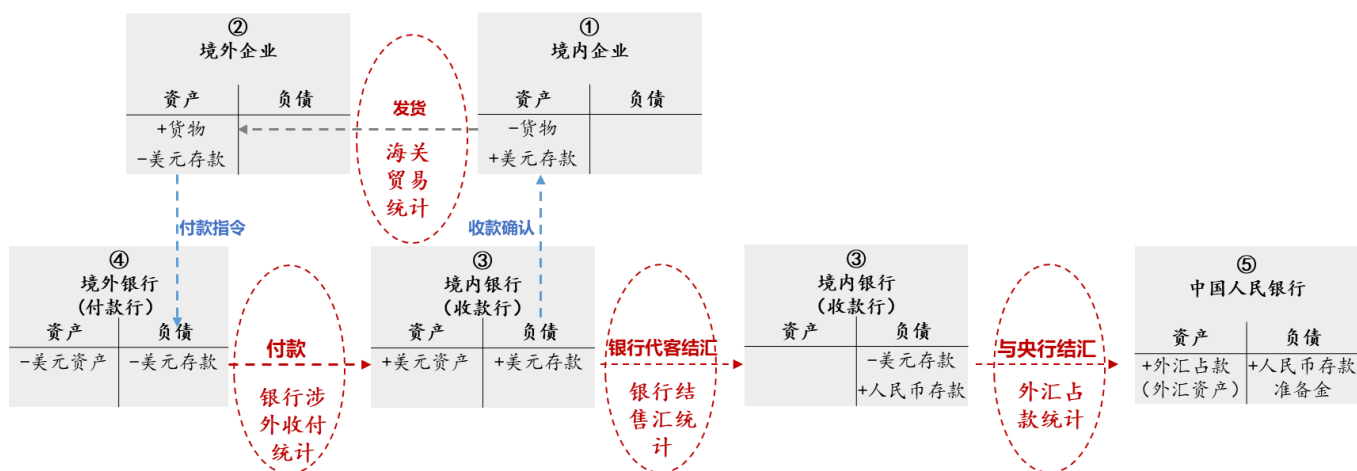
第一，货物出口不必然同步对应跨境资金流动。贸易实务中，货物出口不必然对应同步的资金跨境流动，比如进口商赊账，企业采用境外账户进行收支等。

第二，企业不必然选择与商业银行结汇。当前采取自愿结售汇制，企业收汇不一定意味着会结汇。

第三，商业银行不必然选择与央行结汇。2017年以后央行与商业银行结售汇活动基本停滞。

下文将围绕着这三个“不必然”展开，阐明为何进出口数据与外汇数据存在偏差。

图2：从进出口到外汇储备的简化流程



资料来源：民生证券研究院整理

2 贸易金额“不必然”等于跨境收付款

理论上每一笔进出口都对应一笔跨境资金收付。现实中贸易统计数据与银行跨境收付款数据，二者经常出现分歧。关键原因在于这两个数据的统计口径不同。

(一) 有些经济行为纳入到跨境资金收付统计范畴，但不在海关统计范畴之内。

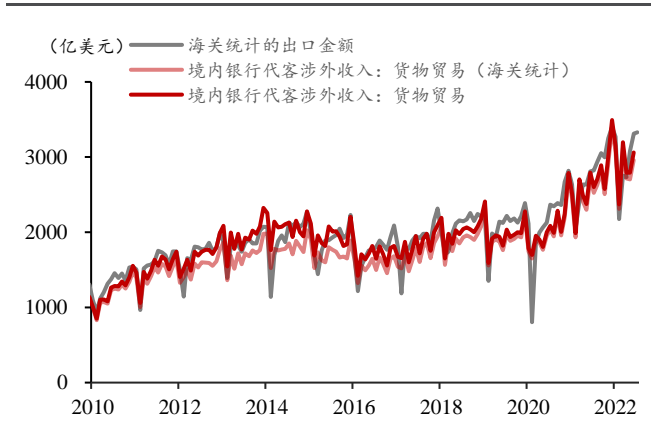
海关统计贸易是以关境为界，实际进出关的货物才会纳入海关贸易统计当中。银行涉外收付款数据统计是以居民和非居民为界。

银行涉外收付数据统计，不仅包括居民的境内与境外交易，还包括境内居民与境内非居民之间资金往来。

有一部分产生跨境资金收付的行为，并没有纳入海关统计。

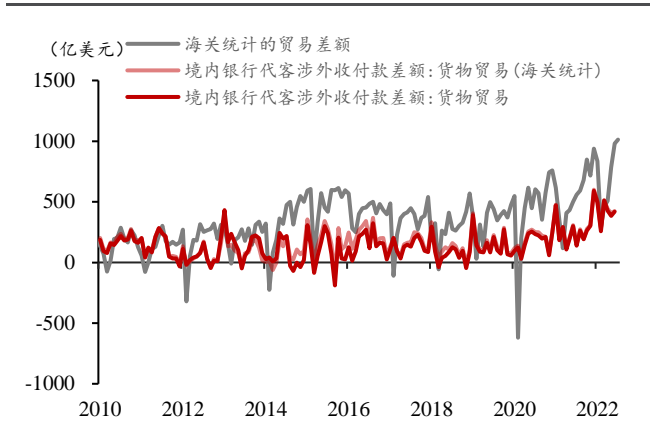
典型例子如离岸转手买卖。我国居民从非居民购买货物，随后向另一非居民转售同一货物，货物从未进出我国关境，但这两笔资金往来被统计在跨境资金收付之中；另外，一些个人直销直购的网络购物，且未在海关报关或备案的货物，也不纳入海关统计，但会涉及跨境收付。

图3：出口金额 vs 货物贸易收款规模



资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2022 年 7 月

图4：同为贸易差额，海关口径大于涉外收付口径



资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2022 年 7 月

(二) 有些行为统计在海关贸易口径，但不统计在跨境收付口径。

有些进出口不牵涉跨境收付。我们至少可以找到三类案例。第一，接受境外无偿援助或捐赠物资，此类商品进口不会涉及跨境收支。第二，来料加工装配贸易等，在进口环节不用付汇，同时出口收付不记录为货物贸易而是服务贸易。第三，进口设备和商品如果是作为外商投资的实物出资，企业可以不用付汇。

货物进出口一般领先于资金收付，货物进出口和资金收付存在时滞。典型的是每年春节期间，出口货物规模（海关口径）低于货物贸易收款金额（银行口径），原因在于前期货物出口在春节停工期间集中收款。另外，进出口可能会有赊账行为，形成应收或应付账款（统计为贸易信贷），也是导致二者偏离的重要原因。

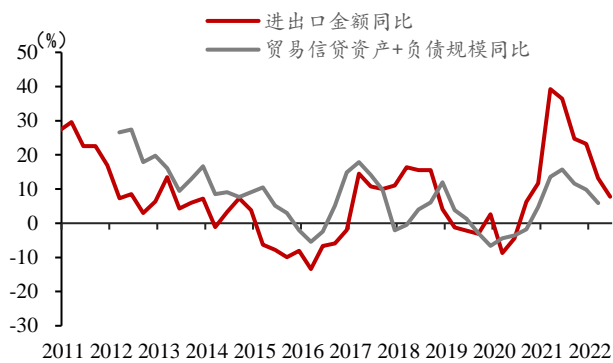
境内企业使用境外账户交易，贸易对应的资金交易全部发生在境外，导致对应的资金收付无法被统计。

图5：海关贸易统计口径与银行涉收付口径对比

银行涉外收付分类	涉外收支交易分类与代码		海关统计贸易方式及代码	
	代码	名称	代码	名称
纳入海关统计的货物贸易	121010	一般贸易	10	一般贸易
	121020	进料加工贸易	15	进料加工贸易
	121030	海关特殊监管区域及保税监管场所进出境物流货物	33	保税监管场所进出境货物
			34	海关特殊监管区域物流货物
	121080	边境小额贸易	19	边境小额贸易
	121090	对外承包工程货物出口	22	对外承包工程出口货物
	121100	外商投资企业作为投资进口设备、物品的支出	25	外商投资企业作为投资进口的设备、物品。
	121110	加工贸易进口设备	20	加工贸易进口设备
			35	海关特殊监管区域进口设备
	121990	其他纳入海关统计的货物贸易	13	补偿贸易
			16	寄售代销贸易
30			易货贸易	
39			其他贸易	
31			免税外汇商品	
41			免税品	
未纳入海关统计的货物贸易	122010	离岸转手买卖	无	无
	122020	未纳入海关统计的非货币黄金		
	122030	未纳入海关统计的网络购物		
	122990	其他未纳入海关统计的货物贸易		
服务贸易	221000	来料加工工缴费收入/出料加工工缴费支出	14	来料加工贸易
			27	出料加工贸易

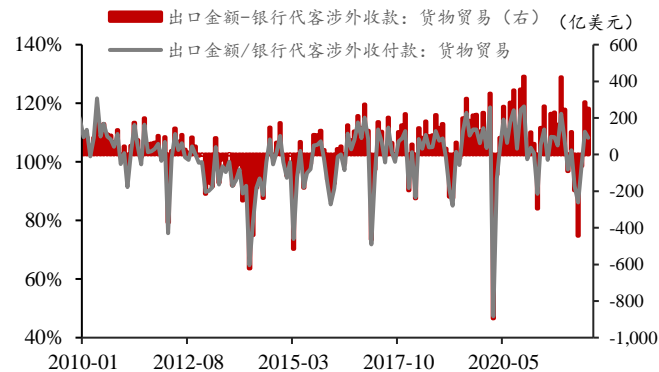
资料来源：外汇管理局，海关总署，民生证券研究院整理

图6：贸易信贷具有顺周期特征



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：当前出口金额与银行代客涉外收付规模偏差并未出现大幅异常



资料来源：wind，民生证券研究院

3 跨境收付差额“不必然”等于结售汇差额

外汇收入不一定总用于结汇，也可以用于当期支付，保留形成外汇存款等。这就导致了跨境收付差额与结售汇差额，这两者的数据之间存在差异。

跨境外汇收付差额

= 跨境外汇收入-跨境外汇支付

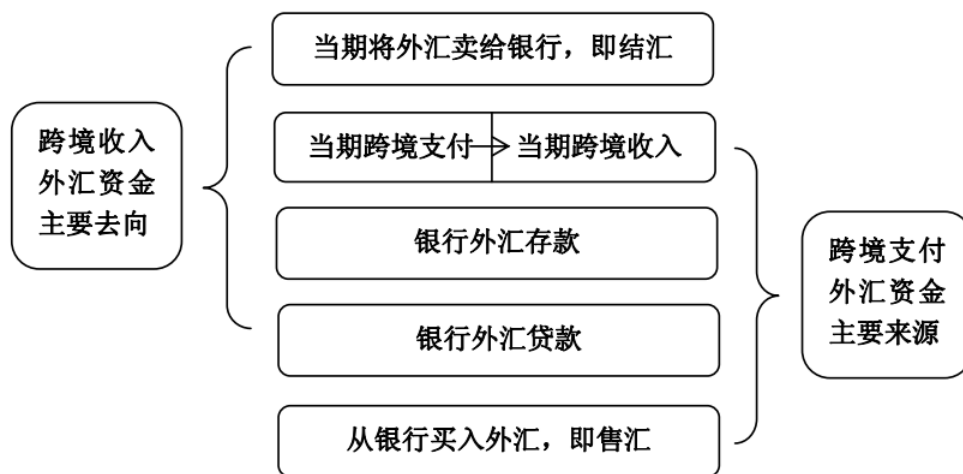
= (结汇+当期跨境支付+增加外汇存款+减少外汇贷款) - (售汇+当期跨境收入+外汇存款减少+外汇贷款增加)

= 结售汇差额+ (外汇存款变动+外汇贷款变动)

跨境外汇收付差额与结售汇差额，二者差异扰动项主要来自外汇存贷款。外汇存贷款往往具有较强的投机性，故而结售汇数据与跨境收付数据产生偏离。

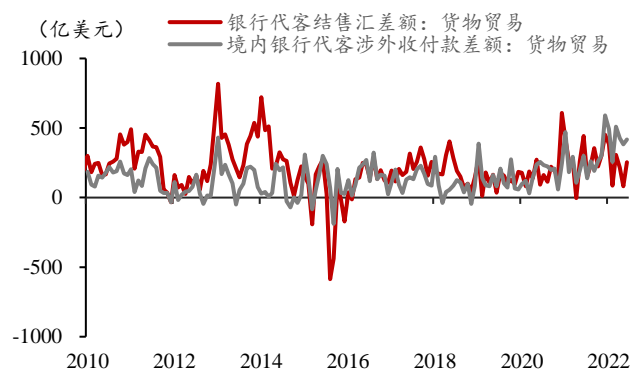
例如当人民币升值预期下，企业、个人将外汇结汇的意愿有所增强，保留外汇存款和银行购买外汇的意愿总体下降，即“资产本币化、负债外币化”。当人民币贬值预期下，企业和个人则倾向于“资产外币化，负债本币化”。

图8：跨境收入外汇资金主要去向及跨境支付外汇资金主要来源



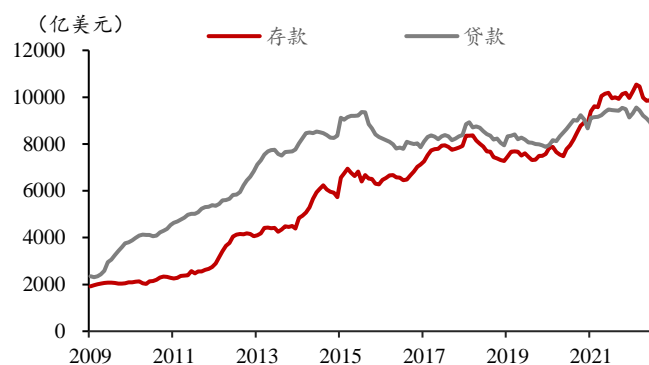
资料来源：《2010年中国跨境资金流动监测报告》，民生证券研究院

图9：涉外收付款与结售汇数据存在偏离



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：境内银行外汇存款和贷款状况



资料来源：wind，民生证券研究院

4 结售汇顺差“不必然”等于外汇储备增加

还有一大常见误区是：结售汇顺差就意味着外汇储备增加。实际上结售汇顺差形成央行外汇储备需要一个先决条件成立：商业银行与央行存在结汇。

若结售汇顺差但外汇储备没有增长，因为结售汇顺差产生的外汇资金留存在商业银行体系之中，商业银行并没有与央行结汇，所以也不形成央行外汇占款（外汇储备）。

2017年以来，央行外汇占款波动大幅减小，央行逐步减少与商业银行结售汇，个人和企业与银行结售汇产生的外汇资金基本都留存在商业银行体系中。

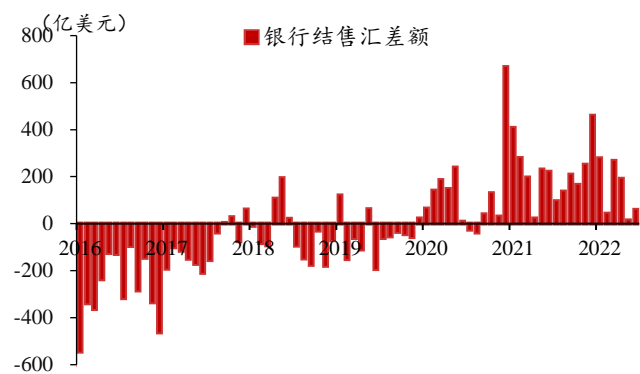
2020年以来，这种现象尤其明显。海外需求拉动出口高增，结售汇顺差屡创新高，但央行外汇占款几乎没有变动，而商业银行得外汇资产负债大幅扩张，而2020年以来银行外汇存贷规模也明显在增加。

图11：结售汇顺差形成央行外汇储备的前提条件是商业银行与央行结汇

	① 企业部门		② 商业银行部门		③ 中国人民银行	
	资产项	负债项	资产项	负债项	资产项	负债项
银行代客结汇	-应收账款 +外汇存款		+外汇准备金	+外汇存款		
银行与央行结汇	-外汇存款 +人民币存款		-外汇存款 +人民币存款		+外汇储备	+人民币准备金

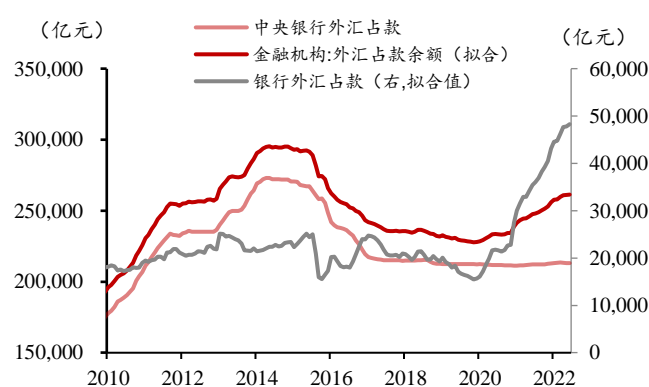
资料来源：民生证券研究院整理

图12：涉外收付款与结售汇数据长期存在偏离



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：央行外汇占款与金融机构外汇占款



资料来源：wind，民生证券研究院；注金融机构外汇占款和银行外汇占款自2015年6月之后的数据为拟合值

5 总结：贸易与外汇数据偏离是正常现象

理解微观机制和统计方法后，我们清晰发现，**出口数据、跨境收付、结售汇、外汇储备这几个数据，是外贸换汇流程环节数据，这几个环节上的数据可以明显偏离。**

第一，国际收支、跨境收付数据，抑或是海关统计的进出口数据，各自奉行的统计框架存在明显差异。

第二，贸易活动周期偏长，信用化程度高，货物流动和资金流动无法简单一一对应。

第三，银行、企业和居民等主体行为千差万别，资金流动较为复杂。各个不同环节数据并不完全同步。

正因如此，我们不能因为这些不同环节的口径数据存在分歧，而质疑贸易数据的真实性。

6 风险提示

1) **疫情发展超预期。**本轮疫情持续时间与影响范围若超过预期，影响复工复产进度，或使得出口订单修复情况超出本文预期范围。

2) **经济趋势超预期。**若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，超出我们预期。

3) **海外需求超预期。**海外疫情、地缘冲突发展超出预期，海外需求可能有相应变化，可能超出我们预期。

插图目录

图 1: 贸易差额、银行涉外收付、结售汇数据现背离.....	3
图 2: 从进出口到外汇储备的简化流程.....	4
图 3: 出口金额 vs 货物贸易收款规模.....	5
图 4: 同为贸易差额, 海关口径大于涉外收付口径.....	5
图 5: 海关贸易统计口径与银行涉收付口径对比.....	6
图 6: 贸易信贷具有顺周期特征.....	6
图 7: 当前出口金额与银行代客涉外收付规模偏差并未出现大幅异常.....	6
图 8: 跨境收入外汇资金主要去向及跨境支付外汇资金主要来源.....	7
图 9: 涉外收付款与结售汇数据存在偏离.....	8
图 10: 境内银行外汇存款和贷款状况.....	8
图 11: 结售汇顺差形成央行外汇储备的前提条件是商业银行与央行结汇.....	9
图 12: 涉外收付款与结售汇数据长期存在偏离.....	9
图 13: 央行外汇占款与金融机构外汇占款.....	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026