

巨额贸易顺差对冲短期资本外流，人民币汇率风险整体可控

——《2022 年上半年中国国际收支报告》解读

王青 冯琳

9月29日，国家外汇管理局公布了《2022年上半年中国国际收支报告》（以下简称“《报告》”）。在近期人民币兑美元较快贬值的背景下，市场普遍关注三个问题：4月以来的人民币兑美元贬值是否触发了资本外流？这种外流带来的影响是否可控？我国国际收支状况能否对未来人民币走势形成有效支撑？

基本结论：

- 1、2022年上半年，受人民币贬值、中美利差倒挂等因素驱动，债市出现一定程度的资本外流，但整体规模可控，且被巨额贸易顺差对冲，未改变我国国际收支较大规模顺差局面；
- 2、上半年我国短期资本净流出增加，但经常账户、直接投资等基础性国际收支顺差规模较大，对人民币汇率形成有效支撑；
- 3、展望未来，我国经常项目仍将保持较高顺差规模，直接投资有望延续顺差格局，证券投资项下的资本外流将得到有效控制，人民币贬值预期难以有效聚集，当前衡量汇市强弱的三大人民币汇率指数有望保持基本稳定。

正文：

一、2022年上半年，我国国际收支呈现“一顺一逆”特征，其中，受人民币贬值、中美利差扩大等因素影响，证券投资项下出现一定程度资本外流，但整体规模可控，且被巨额贸易顺差对冲。与此同时，上半年外商来华直接投资创下历史次高水平，以海外存款和对外贷款为主的其他投资逆差大幅收窄，也是上半年我国国际收支继续保持较大规模顺差的重要原因。

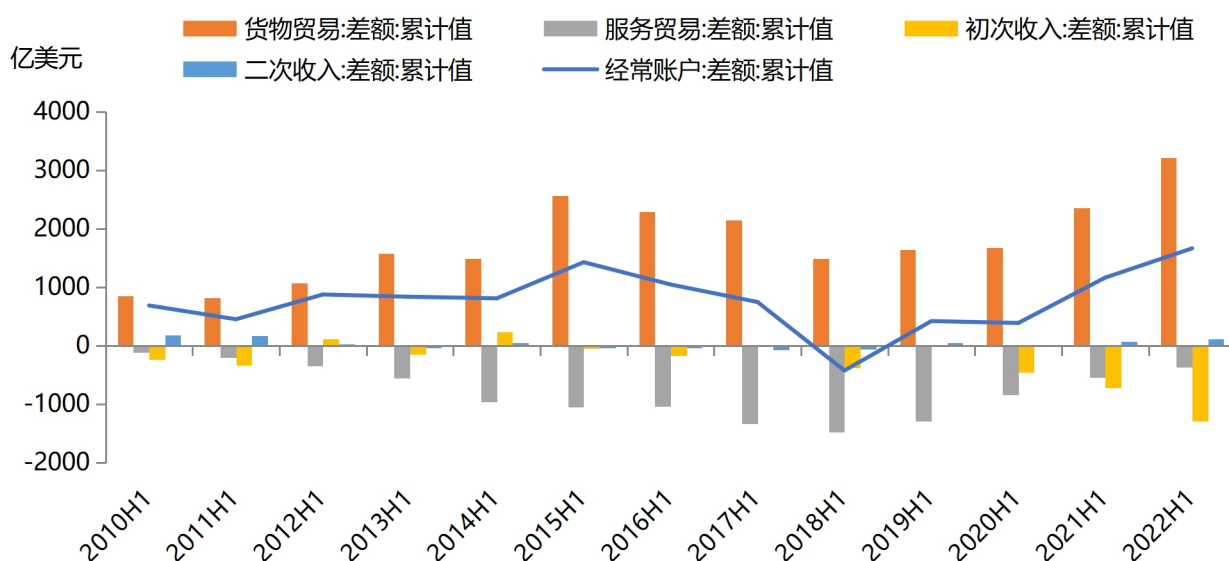
上半年，我国经常项目¹顺差1664亿美元，创历史同期最高，主要原因是货物贸易顺差大幅扩张、服务贸易逆差收窄。受我国产业链供应链优势进一步体现，稳外贸、保市场主体

¹经常项目由4项构成：货物贸易、服务贸易、初次收入、二次收入，其中二次收入主要包括经济援助、侨民汇款等，规模较小。

政策持续发力，以及海外高通胀拉高我国出口额等因素影响，上半年我国出口增速屡超市场预期，累计同比增长 13.9%；同时，受国内经济波动等因素影响，上半年进口累计同比增长 5.8%。这导致上半年货物贸易顺差规模达到 3208 亿美元，在上年同期较高水平的基础上再度大幅攀升 36%。我们认为，这一巨额货物贸易顺差在整张国际收支平衡表中发挥了“压舱石”的关键作用，不仅推动经常项目继续保持较大规模顺差，而且有效对冲了证券投资项下资金外流的影响，确保我国国际收支在上半年延续较大规模顺差状态。

与此同时，受疫情因素继续限制跨境旅行影响，作为我国服务贸易的主要逆差项，上半年旅行逆差仍然处在较低水平，加之同期运输逆差收窄，上半年我国服务贸易逆差为 364 亿美元，逆差规模较上年同期下降 33%。最后，尽管上半年以海外来华投资利润汇回为主的初次收入逆差达到 1296 亿美元，较上年同期扩大 79%，但我国经常项目顺差整体上仍达到 1664 亿美元，同比扩大 43%。需要指出的是，主要受我国经济规模持续扩大影响，尽管上半年经常项目顺差规模很大，但与国内生产总值（GDP）的比值为 1.9%，仍处于 3% 以下的合理水平之内。

图 1:2022 年上半年，出口高增带动经常项目顺差显著扩大



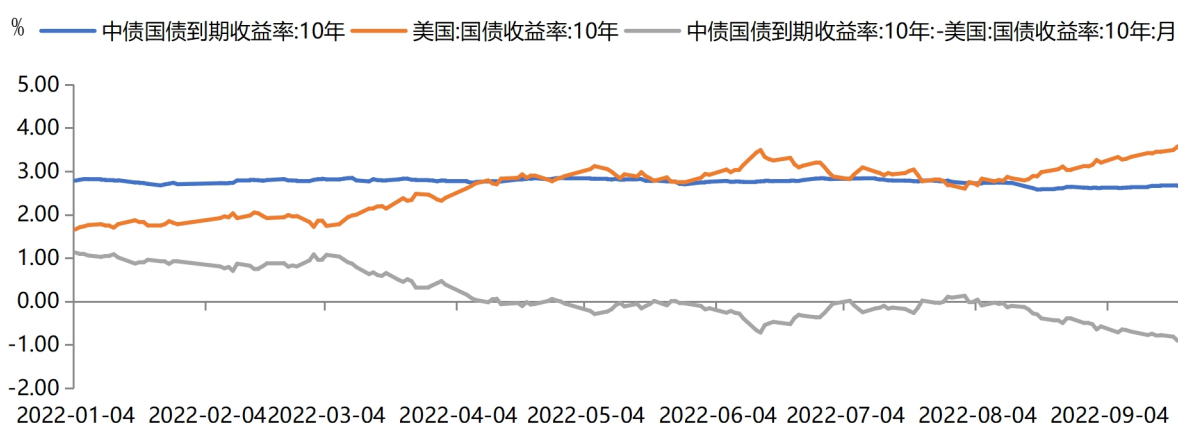
数据来源: WIND, 东方金诚

上半年，我国金融项目（非储备性质）“由顺转逆”，主要源于证券投资项下债市资金出现一定规模外流。1-6 月我国金融项目（非储备性质）逆差为 1007 亿美元，而上年同期为顺差 15 亿美元。金融项目（非储备性质）主要由 4 项构成：直接投资、证券投资、其他投资和金融衍生工具。

《报告》显示，上半年我国吸收外商来华直接投资继续保持较大规模，总额达到 1478 亿美元²，为历史次高水平。这一规模较上年同期低 268 亿美元，加之同期我国对海外直接投资规模有所扩大，直接投资顺差由上年同期的 1164 亿美元降至 740 亿美元，但仍处于较高水平。需要指出的是，当前外商来华直接投资统计中，香港地区举足轻重，占比在七成左右。其中，一些内地企业在香港发行债券、股票等融资之后，再返回内地的投资占比较高。另外，来自新加坡以及英属维京群岛、开曼群岛等离岸金融中心的外商来华直接投资中，也有相当部分具有这种性质。

上半年证券投资录得 1586 亿美元逆差，创下历史同期最高水平，而上年同期逆差规模仅为 107 亿美元。主要原因是上半年债市资金净流出 849 亿美元，而上年同期为净流入 502 亿美元。背后是 4 月以来，受中美利差转入倒挂、人民币汇率贬值等影响，债市中部分外资交易盘资金外流。这与债市托管数据相印证。需要指出的是，债市资金外流主要出现在 2-6 月份，多个月份净流出金额近千亿人民币，而到了 7、8 月份，资金外流规模已降至 300 亿至 500 亿人民币之间。一个原因是 8 月 1 日新的特别提款权（SDR）货币篮子正式生效，人民币权重由 10.92% 上调至 12.28%，推动国外央行进一步增持人民币资产。这同时也反映出，尽管 8 月人民币贬值幅度加大，但市场并未出现恐慌情绪。值得一提的是，尽管今年以来国内股市整体下行，但上半年股市外资仍然净流入 110 亿美元。

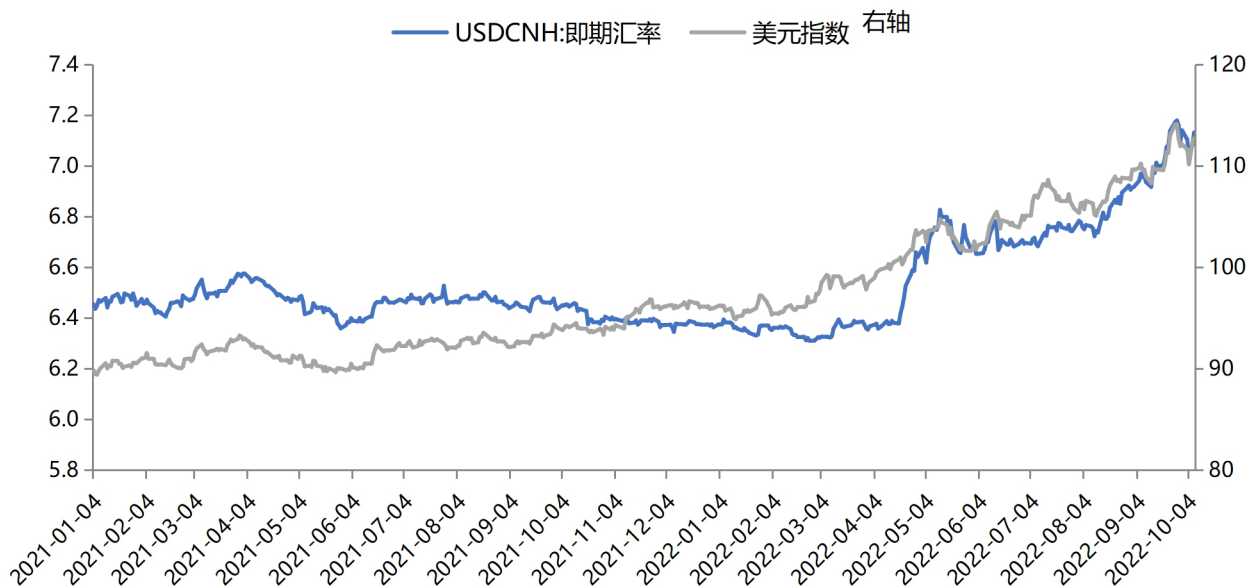
图 2：美联储在 2022 年初启动快速加息，美债收益率大幅冲高，中美利差出现倒挂



² 根据商务部数据，上半年我国实际利用外资为 1123.5 亿美元，与国际收支口径规模存在差异，主要原因有三个：一是国际收支统计采用资产负债原则编制和列示，商务部直接投资数据采用方向原则编制和列示，两者对反向（逆向）投资和关联企业间投资的记录原则不同；二是国际收支统计中的直接投资采用净额编制，即资产和负债均按投资减撤资反映。三是国际收支统计中的直接投资负债与商务部来华直接投资的差异还在于，直接投资负债包括了外商直接投资企业的未分配利润、已分配未汇出利润、股东贷款等内容。

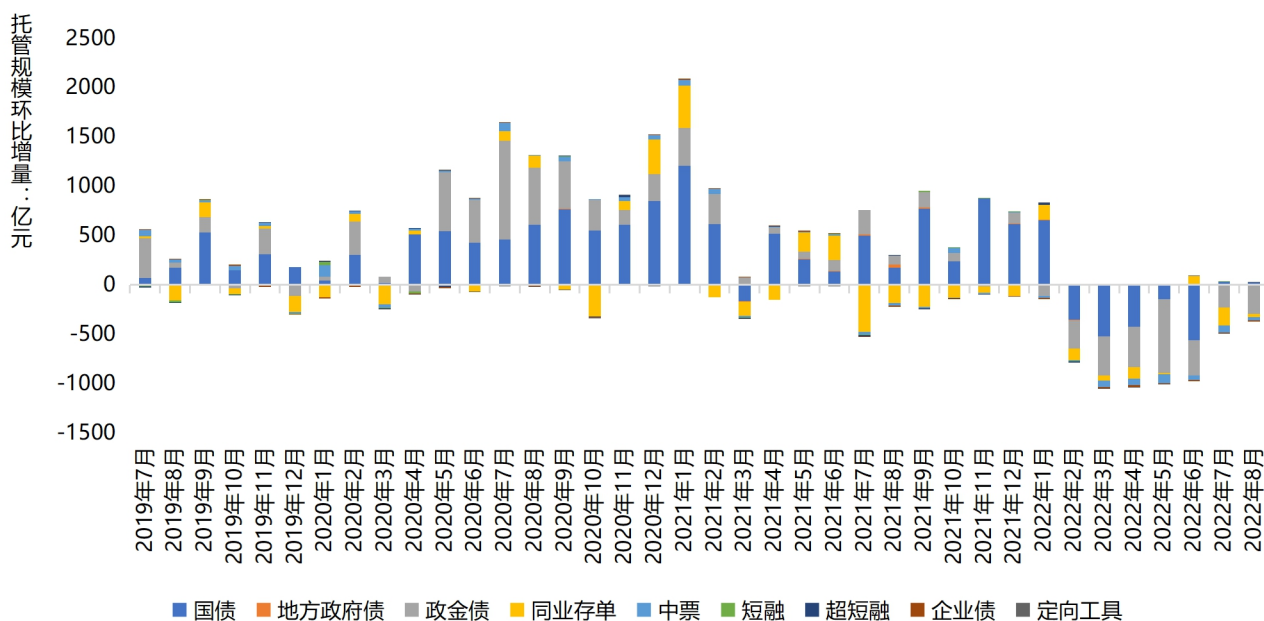
数据来源：WIND，东方金诚

图 3：受美元指数大幅上行带动，近期人民币兑美元出现一轮快速被动贬值



数据来源：WIND，东方金诚

图 4：伴随中美利差倒挂、人民币走贬，2 月以来债市资金出现净流出



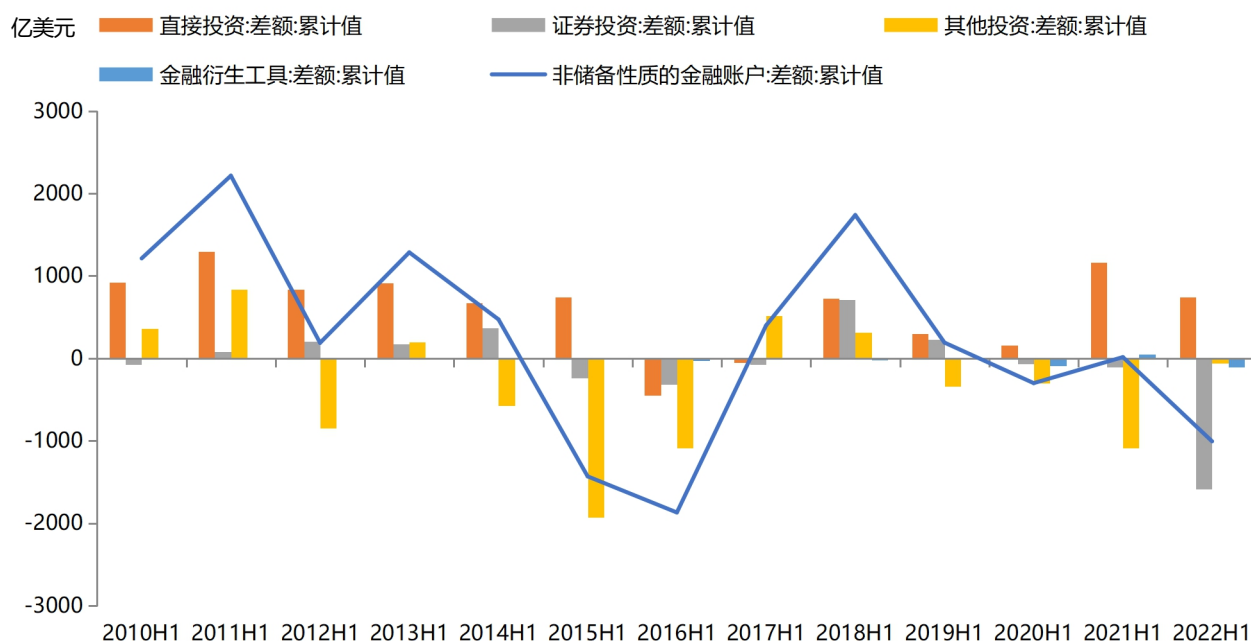
数据来源：WIND，东方金诚

上半年，我国对外其他投资出现净回流，对控制金融项目逆差规模发挥了重要作用。以美联储快速加息为代表，上半年全球金融环境骤变。海外加息直接导致上半年其他投资项下吸收的海外非居民存款从上年同期的净流入 920 亿美元，转为净流出 245 亿美元；吸收的境

外贷款则从上年同期的净流入 326 亿美元，转为净偿还 205 亿美元，主要原因是境外美元利率上行很快，境内银行拆入资金减少。不过，上半年我国相应加大了跨境资金流动“宏观审慎+微观监管”力度，我国对外其他投资由上年同期的大规模净流出转为净回流——上半年为净流入 74 亿美元，而上年同期为净流出 2681 亿美元。这导致上半年其他投资逆差大幅收窄至 56 亿美元。作为对比，2021 年同期为逆差 1088 亿美元。这是上半年证券投资出现大幅度逆差，而金融账户（非储备性质）整体逆差规模得到控制的一个主要原因。此外，上半年金融衍生工具规模较小，影响不大。

综合上半年经常项目和金融项目（非储备性质），我国国际收支继续保持 657 亿美元的顺差，虽然较上年同期下降 522 亿美元，但仍属较大规模。

图 5:2022 年上半年，债市资金外流带动金融项目（非储备性质）逆差扩大



数据来源: WIND, 东方金诚

二、上半年我国短期资本净流出增加，但经常账户、直接投资等基础性国际收支顺差规模较大，对人民币汇率形成有效支撑。展望未来，我国经常项目仍将保持较高顺差规模，直接投资有望延续顺差格局，证券投资项目下的资本外流将受到有效控制，人民币贬值预期难以有效聚集，当前衡量汇市强弱的三大人民币汇率指数有望保持基本稳定。

上半年，由证券投资、其他投资和净误差与遗漏三项组成的短期资本呈现净流出状态，差额分别为-1586、-56、-452 和-2094 亿美元，净流出规模较上年同期扩大 566 亿美元。短

期资本流动受境内外金融环境变化、中美利差走向、汇市情绪波动影响较大。考虑到高通胀压力下，下半年美联储仍会维持较快加息势头，而国内通胀水平偏低，央行货币政策将会保持稳增长取向，中美利差倒挂局面短期内难以扭转，下半年短期资本仍会有一定规模流出。

我们判断，未来为控制短期资本流动对国际收支平衡以及对人民币汇率可能造成的影响，监管层可能采取的措施包括：1、调低企业境外放款的宏观审慎调节系数，控制资本流出；2、调高企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数，扩大资本流入。中长期来看，中国金融市场对外开放方向明确，国内物价稳定优势明显，国际投资者配置人民币资产、特别是国内债券的意愿总体依然较强，未来短期资本流动将大概率呈现“有进有出”的双向波动格局。

上半年，由经常项目和直接投资形成的基础性国际收支顺差合计 2404 亿美元，同比增长 3%，处于历史同期较高水平，有效发挥了平衡短期资本流动、稳定外汇市场的基本盘作用。展望下半年，基础性国际收支有望继续保持较大规模顺差状态，进而为人民币汇率提供有效支撑。

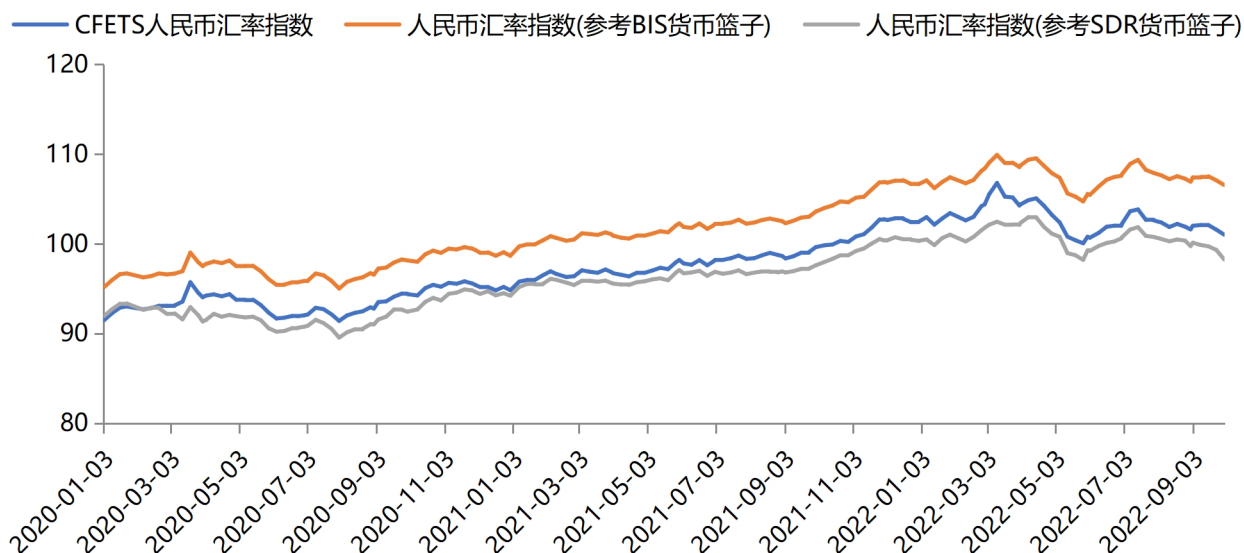
经常项目方面，尽管受美欧经济衰退阴影渐浓影响，我国出口增速趋于下滑，但在汽车出口、外贸新业态等新动能逐步涌现支撑下，下半年货物贸易仍将保持较大规模顺差局面。而短期内国际旅行仍受到疫情限制，我国服务贸易逆差有望继续处于低位。海关总署数据显示，7-8 月我国货物贸易顺差同比增长 58.8%（上半年同比增速为 56.5%）；外汇局数据显示，7-8 月服务贸易逆差同比收窄 3%（上半年为同比收窄 33%）。以上意味着下半年我国经常项目顺差规模仍会保持较高水平。直接投资方面，商务部数据显示，7-8 月我国实际利用外资规模同比增长 14%（上半年同比增速为 22%）。我们认为，近期国内营商环境持续改善，加之国内消费市场不断壮大，有望持续吸引外商来华投资。整体上看，下半年我国国际收支有望延续较大规模顺差局面。

整体上看，我们认为接下来稳出口政策还需集中发力，特别是要充分利用我国产业链齐备、基础设施完善的优势，灵活运用税费减免、贸易便利化等政策工具，助力企业开拓海外市场。这不仅有利于保持外需对经济增长的拉动力，而且也是巩固国际收支平衡、稳定人民币汇率预期的一个重要支撑点。

近期人民币兑美元出现一轮较快贬值，但在我国国际收支保持较大规模顺差等因素支撑下，市场预期整体稳定。8 月以来，受美元指数快速冲高影响，人民币兑美元出现一轮较快贬值，但三大人民币汇率指数（CFETS\BIS\SDR）仅现小幅下行，整体变化不大，且同期人民

币兑日元、英镑等主要非美货币均有不同程度升值。这意味着本轮人民币兑美元贬值主要由美元指数冲高所致，具有明显的被动贬值性质。

图 6：尽管近期人民币兑美元贬值幅度较大，但三大人民币汇率指数保持基本稳定



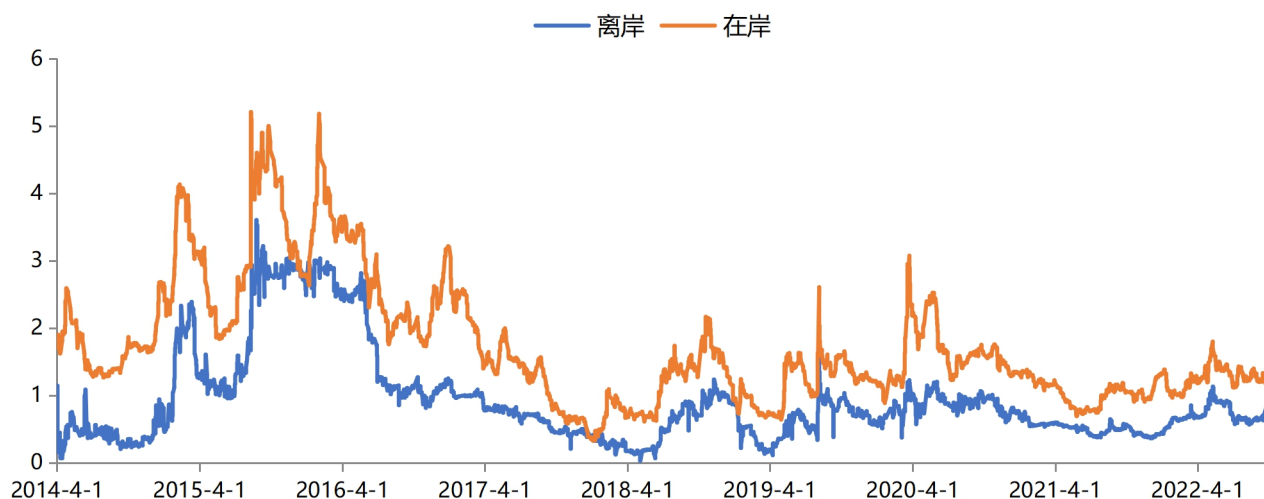
数据来源：WIND，东方金诚

9月5日央行下调外汇存款准备金率，9月26日央行上调外汇风险准备金率，持续释放稳汇率信号。未来一段时间国内宏观经济有望保持回稳向上势头，加之国际收支平衡将延续较大幅度顺差局面，意味着无论从政策面还是基本面来看，接下来人民币汇率出现脱离美元走势的快速贬值风险都不大。

2022年9月末，在、离岸风险逆转指标（看涨美元/看跌人民币期权与看跌美元/看涨人民币期权的波动率之差）分别为1.405%和1.342%。尽管较前期有所上升，但整体波动幅度不大，仍远低于历史高位，显示当前市场汇率预期较为稳定。这既反映人民币韧性增强，也从根本上得益于我国国际收支保持较大规模顺差带来的支持。

图 7：在、离岸风险逆转指标显示，当前市场人民币汇率预期较为稳定

%



数据来源：Bloomberg，东方金诚

我们判断，当前稳汇率的焦点不是守住某一固定点位，导致人民币跟进美元兑其他货币大幅升值，而是保持三大人民币汇率指数基本稳定，稳定汇市预期。这才是兼顾内外平衡的有效应对。我们预计，一旦出现人民币出现脱离美元走势、单独较快贬值的势头，监管层将通过强化跨境资金流动管理、收紧离岸市场人民币流动性，以及强化市场沟通等方式纠偏，遏制贬值预期过度聚集。

展望未来，年底前受美联储持续大幅加息，以及地缘因素带动避险需求等影响，美元还将强势运行一段时间。这意味着年底前人民币兑美元仍有被动贬值势头，但这并不意味着人民币处于实质性弱势，或汇率风险升温。这也意味着短期内人民币兑美元贬值，不会对国内宏观政策灵活调整形成重要掣肘，必要的稳增长措施还会适时出台。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。