

核心观点

过去三年，我国货物贸易顺差显著走阔，但外汇储备规模反而有所下降，市场热议贸易顺差都去哪了？从国际收支的角度，我国的货物贸易顺差很大一部分被服务贸易逆差和非储备金融账户逆差冲抵了；从外汇流动的角度，“权责发生制的贸易顺差→收付实现制的涉外收付款→银行代客结汇→央行结汇”的每一步都可能存在漏损，贸易顺差不一定形成实际收付款、企业不一定结汇、银行也不一定和央行结汇，从而“藏汇于民”。从估值效应的角度，外汇储备采用市值衡量，即使形成储备资产，过去一段时间也因为利率、汇率的变化导致外汇储备的市值变化，但这并不意味着“消失”。

从国际收支来看，货物贸易顺差被其他科目冲抵了

经常账户方面，我国依靠贸易货物形成大额顺差，又通过对外购买服务、对外支付要素收益（如工资、投资收益等）而支付出去，经常项目顺差规模显著低于货物贸易顺差。资本和金融账户方面，经常项目顺差又进一步被非储备性的金融账户逆差所冲抵。2020-2021年，其他投资大幅逆差（对应贸易信贷、外汇存款等“藏汇于民”手段）；2022年，国内经济不确定性上升，直接投资差额由顺差转为逆差（对应外商直接投资FDI减少），证券投资大额逆差（对应国内股债市场的资金外流），都对货物贸易顺差形成进一步的冲抵。

从资金流动来看，货物贸易顺差沉淀到哪里？

第一，因为权责发生制和收付实现制的差异，可能导致顺差不顺收，这部分多数被计入金融账户中的其他投资项或者净误差和遗漏项。第二，2012年，国家外汇管理局刊文表明我国实行多年的强制结售汇制度已经退出历史舞台，企业和个人可自主保留外汇收入。若企业没有向银行结汇、或者银行没有向央行结汇，则不会形成外汇占款和对应的外汇储备，这部分外汇以其存在的形成多数被计入“非储备性质的金融账户”。外汇收入以多种形式沉淀下来，并未转换为央行的储备资产。

从估值效应来看，海外市场波动也会影响外储规模

市值法计价下，外储还会受到海外市场波动的影响，使得结汇也不一定体现为外储规模上升，疫情以来海外债市与汇率大幅波动，强化了这一效应。根据前述假设和2020-2022年主要国家10年期国债收益率及兑美元汇率波动，我们估算近三年因市价重估引发的外储规模波动或在4~5千亿美元数量级，可以抵消数千亿美元级别的结汇影响。当然，结汇形成外储的时点、外储实际投资组合与假设间的差异都可能影响这一效应的大小，因此这个粗略估算不一定非常准确，但数量级仍有一定置信度。

贸易顺差去向测算

2020-2022年三季度我国通过货物贸易顺差共积累了1.6万亿美元外汇+通过直接投资净流入积累了0.35万亿美元外汇，合计的1.95万亿美元外汇流向了以下几个地方：（1）净支付服务贸易逆差0.32万亿美元；（2）净支付海外工资、投资收益等要素回报0.4万亿美元；（3）证券投资和金融衍生工具净流出0.13万亿美元；（4）以贸易信贷和外汇存款等其他投资形式“藏汇于民”0.47万亿美元；（5）净误差和遗漏项净流出0.37万亿美元。剩余的0.27万亿美元形成央行储备资产，但由于海外债市与汇率波动，估值效应大致产生了4-5千亿美元亏损，外汇储备市值反而有所降低。

风险提示：国际收支平衡表口径变化、结售汇制度变动。

正文

贸易顺差都去哪了？

过去三年，出口再次成为我国经济的重要拉动力，出口金额保持高速增长，货物贸易顺差维持高位。

根据国际收支平衡表，我国货物贸易差额由疫情前2019年四季度的1143.42亿美元增长到2022年三季度2007.33亿美元的峰值，2020-2022年累计积累了1.76万亿美元的货物贸易顺差。同时，受疫情影响，我国出境旅游和留学人数锐减，服务贸易逆差显著收窄，导致我国经常项目顺差显著走阔，

但是2020-2022年我国外汇储备规模反而下降了888亿美元，市场热议庞大的货物贸易顺差去哪了？我们尝试从三个角度回答该问题。

从国际收支来看，货物贸易顺差被其他科目冲抵了

从国际收支的角度来看，货物贸易仅是国际收支的一部分，其他项目的逆差对货物贸易顺差形成了冲抵。

本部分我们使用国际收支平衡表为研究工具，国际收支平衡表是流量表、采取权责发生制原则，对各种类别的国际货币收支和跨国资产变动进行统计。从结构来看，国际收支平衡表由经常账户、资本和金融账户、净误差和遗漏三部分构成，任何一部分的变化都可能对央行的储备资产形成影响。

经常账户：货物贸易顺差被服务贸易逆差和初次收入逆差冲抵

从经常账户来看，不仅仅包含货物贸易，还包括服务贸易、初次收入、以及二次收

入：（1）货物贸易

：以海关总署编制的国际货物贸易统计数据为基础，但可能因为存在未经我国海关的转口贸易、计价差异、汇率差

异等而有所差距；（2）服务贸易：

主要包括加工服务、运输、旅游等；（3）初次收入：

雇员收入、投资收益等要素收入；（4）二次收入：转移支付和其他二次收入。

不难发现，2020年二季度以来，

我国的货物贸易顺差较疫情前显著走阔，服务贸易逆差虽有收窄但维持逆差状态，初次收入逆差也有扩

大，二次收入差额规模不大。也就是说，

我国依靠贸易货物形成的大额顺差，又通过对外购买服务、对外支付要素收益（如工资、投资收益等）而支付出去，经常项目顺差规模低于货物贸易顺差，2020-2022年，我国共积累了0.98万亿美元的经常项目顺差（货物贸易顺差共积累了1.76万亿美元）。

资本和金融账户：主要被非储备性的金融账户逆差所冲抵

资本和金融账户主要有三大构成：

（1）资本账户：

本国居民与外国居民之间的资本转移，差额常年在零值附近，影响不大；

（2）非储备性质的金融账户：

衡量海内外非央行部门的国际资产所有权的增加或减少，一方面对应国内私人部门和商业银行在获得外汇之后的运用途径，另一方面对应海外机构对国内资产的投资，又进一步划分为直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资；

（3）储备资产：

衡量央行国际资产所有权的增加或减少，以外汇储备为主，且以当期的实际交易量计量、不包含估值变化，可以看做国际资本流动的结果。

结果显示，2020年以来非储备性质的金融账户多为逆差、且2022年以来逆差逐渐扩大，对货物贸易顺差形成进一步的冲抵。

具体而言，2020-2021年，其他投资大幅逆差（对应贸易信贷、外汇存款等“藏汇于民”手段，下文进一步阐述）；2022年，国内经济不确定性上升，直接投资差额由顺差转为逆差（对应外商直接投资FDI减少），证券投资大额逆差（对应国内股债市场的资金外流），都对货物贸易顺差形成进一步的冲抵。

此外，净误差和遗漏项目的持续逆差也是重要原因

。一般认为我国的净误差与遗漏可能与经常项目收入高报（如企业高报出口低报进口等）或资本外逃（资本未按正规途径流出）有关，前者对应虚增外汇收入，后者对应境内外汇的隐匿流出，都意味着外汇净流入的消耗。

从资金流动来看，货物贸易差额沉淀到哪里？

前文通过对国际收支平衡表对各类型的国际货币收支和跨国资产变动进行拆分，但国际收支平衡表采用权责发生制，且类别划分相对抽象。

我们可以从一个更简单的角度来理解，从货物贸易顺差到最终形成外汇储备，需要经过“权责发生制的收入—实际的收付款—结汇”的过程，每一步都对应着一定的漏损，使得外汇储备与货物贸易顺差并不匹配，具体过程可见图表9、10。

第一，因为权责发生制和收付实现制的差异，可能导致顺差不顺收，这部分多数被计入金融账户中的其他投资项或者净误差和遗漏项。

货物贸易顺差可能因诸多原因而未发生实际收付款，最终导致顺差不顺收的情况，包括但不限于：

- ①海外进口商的赊账行为，计入“其他投资：贸易信贷”；
- ②境内企业出口收入在核定的规模内可以存放境外用于对外支付，计入“其他投资：存款与货币”；
- ③境内出口企业本身存在高报的可能性，并未形成实际收入，计入“净误差与遗漏”；
- ④少量对外无偿援助和捐赠物资出口会同步增加经常账户逆差。

第二，2012年，国家外汇管理局刊文表明我国实行多年的强制结售汇制度已经退出历史舞台，企业和个人可自主保留外汇收入。

若企业没有向银行结汇、或者银行没有向央行结汇，则不会形成外汇占款和对应的外汇

储备，这

部分外汇以其存在

的形成多数被计入“非储备性质的金

融账户。

例如，若企业和银行直接将外汇进行对外直接投资，则形成“非储备性质的金融账户：直接投资”；若企业和银行直接将外汇投资于海外证券资产，则形成“非储备性质的金融账户：证券投资”；若企业将外汇直接以存款形式存放在境内商业银行，则形成“非储备性质的金融账户：其他投资（货币与存款）”。因此，银行涉外收入始终高于银行代客结汇，境内外汇存款和商业银行的海外资产也保持上升趋势，都与这些“藏汇于民”的手段相一致。

实例：货物贸易顺差赚取“外汇”的沉淀过程

假设一家企业A通过出口商品赚取了100美元外汇，企业会如何处置这项外汇？

情况一：顺差不顺收——贸易信贷。

倘若国外买家并未按着100美元实际支付给该企业，而是以应收账款的形式存在于企业A的资产负债表里。国际收支平衡表记做“商品出口 +100美元；非储备资产：其他资产（贸易信贷）-100美元”。这种情况体现这部分贸易顺差赚取的外汇，变成了私人部门的“外汇储备”，且外汇并未实际入境，导致顺差不顺收。

情况二：顺差不顺收——存放在海外银行。倘若国外买家支付给企业A 100美元到A企业的海外银行。国际收支平衡表记做“商品出口 +100美元；非储备资产：其他资产（货币与存款）-100美元”。这种情况体现这部分贸易顺差赚取的外汇，变成了私人部门的“外汇储备”，且外汇并未实际入境，导致顺差不顺收。

情况三：通过涉外收付款到境内
银行，但未结汇。

倘若国外买家支付给A企业100美元到A企业的境内银行，但是企业A并未与银行兑换成为人民币。国际收支平衡表记做“商品出口 +100美元；非储备资产的金融账户 -100美元”。此时这部分外汇是属于企业A的资产，企业A可以动用这部分资产进行自由配置，既可以进行直接投资或者证券投资，也可以直接存放在境内银行形成外汇存款，分别计入非储备资产的金融账户科目下的各个分项。这种情况之下，外汇发生了实际的涉外收付款，但又重新流出或者形成存款，此时只是实现非储备资产类别的转换，并没有影响到储备资产。

情
况四

：通过涉

外收付款到境内银

行，企业与银行结汇，但银行与央行未结汇。倘若国外买家支付给企业A 100美元到A企业的境内银行，企业A与银行兑换成为人民币，但银行并未与央行结汇。国际

收支平衡表记做“商品出口 +100美元；非储备资产：其他资产（货币与存款）-100美元”。此时这部外汇属于银行的资产，银行可以动用这部分资产进行各类配置，形成直接投资、证券投资和其他投资等。

情况五

：通过涉外收付款到境内银行，企业与银行结汇，银行与央行结汇。倘若国外买家支付给企业A 100美元到A企业的境内银行，企业A与银行兑换成为人民币，而且银行与央行结汇。央行收到100美元之后，外汇占款增加形成货币发行，另一边购买美债等资产形成外汇储备。国际收支平衡表记做“商品出口 +100美元；储备资产：外汇储备 -100美元”。

可以看出，只有在情况五之下，货物贸易最终会影响到央行的储备资产。其他情况之下，通过货物贸易赚取的“外汇”始终囤积在私人部门和银行部门，并未影响到储备资产，货物贸易顺差和央行外汇储备并不一一对应。

海外市场波动也会影响外储规模

市值法计价下，外储还会受到海外市场波动的影响，使得结汇也不一定体现为外储规模上升，疫情以来海外债市与汇率大幅波动，强化了这一效应。

除前述国际收支和外汇流动角度的原因外，由于央行公布的外储数据为市值法口径且主要投资于境外固定收益市场，疫情以来海外债市和汇率的大幅波动会给外储数据带来两方面影响：

- 1、海外债市收益率上行，带来投资组合净值浮亏，拖累外储规模；
- 2、美元若走强，非美市场资产在换算成美元计价时会发生汇兑浮亏，也会影响外储规模。

而自疫情以来，全球经济快速演绎“衰退→复苏→过热→滞胀”过程，以美联储为代表的发达国家央行从大幅宽松转向快速收紧，海外债市与主要发达国家汇率大幅波动，强化了这一效应。一个典型的例子是，以美元计价的彭博巴克莱全球债券综合指数2020-2022年下跌近13%。

我们认为，2020-2022年，由于海外债市与汇率波动带来的外储规模变动，可能部分抵消了结汇带来的外储规模上升

。我们将外储的投资组合简化为一个多币种债券组合，因此要粗略估算市值法下的

外储规模波动，则需要知道其大致的久期及币种构成：

1、外储投资组合的久期没有公开数据，我们采用彭博巴克莱全球债券综合指数的久期（约6.7年）作为替代；

2、币种构成上，根据《国家外汇管理局2021年年报》，2017年我国外汇储备的币种构成中美元和非美货币分别占58%、42%，我们假设外储近期仍保持这一美元配置比例，非美币种则参照IMF公布的全球外储币种构成。

根据前述假设和2020-2022年主要国家10年期国债收益率及兑美元汇率波动，我们估算近三年因市价重估引发的外储规模波动或在4-5千亿美元数量级，可以抵消数千亿美元级别的结汇影响。

当然，结汇形成外储的时点、外储实际投资组合与假设间的差异都可能影响这一效应的大小，因此这个粗略估算不一定非常准确，但数量级仍有一定置信度。

结论：

因为2022年四季度的国际收支平衡表仅公布了初步数（不包含证券投资等明细项），我们以2020-2022年第三季度的累计积累来看：

2020-2022年三季度我国通过货物贸易顺差共积累了1.6万亿美元外汇+通过直接投资净流入积累了0.35万亿美元外汇，合计的1.95万亿美元外汇流向了以下几个地方：

- （1）净支付服务贸易逆差0.32万亿美元；
- （2）净支付海外工资、投资收益等要素回报0.4万亿美元；
- （3）证券投资和金融衍生工具净流出0.13万亿美元；
- （4）以贸易信贷和外汇存款等其他投资形式“藏汇于民”0.47万亿美元；
- （5）净误差和遗漏项隐匿净流出0.37万亿美元。

最终，剩余的0.27万亿美元形成了央行的储备资产，但由于海外债市与汇率波动，估值效应大致产生了4-5千亿美元量级的亏损，使得外汇储备市值反而有所降低。

总结来看，

第一，从国际收支的角度，

国际收支涉及众多繁杂科目，货物贸易、服务贸易、直接投资、证券投资等诸多类别都可能影响外汇收支，我国的货物贸易顺差很大一部分被服务贸易逆差和非储备金融账户逆差冲抵了；

第二，从外汇流动的角度，通过货物贸易顺差赚取的外汇要经历“权责发生制的贸易顺差→收付实现制的涉外收付款→银行代客结汇→央行结汇”的过程才能成为央行外汇储备，其中的每一步都可能存在漏损（贸易顺差不一定形成实际收付款、企业不一定结汇、银行也不一定和央行结汇），从而成为民间外汇储备，即所谓的“藏汇于民”。以上两个角度相互对应，赚取的外汇经过一系列流转之后，仅有一部分形成央行的外汇储备，计入国际收支平衡表的“储备资产”科目。

第三，外汇储备采用市值衡量，即使形成储备资产，过去一段时间也因为利率、汇率的变化导致外汇储备的市值变化，但这并不意味着“消失”。

风险提示

- 1、国际收支平衡表口径变化。
外汇局可能删除，合并或者修改国际收支平衡表的相关科目。
- 2、结售汇制度变动。国家结售汇制度更改，可能会影响藏汇于民的规模。

本文源自券商研报精选