

揭秘“消失”的万亿美元顺差

◎管涛 刘立品

摘要：近年来，关于中国贸易投资顺差去向的质疑不时出现。一定程度上，这是因为市场习惯使用外贸进出口等曝光度较高的月度数据，而忽视了更为全面的国际收支数据。从国际收支数据来看，中国不存在“万亿美元失踪”的问题。市场对于相关问题质疑不断，根本上反映了外汇短缺时期“宽进严出”的思维惯性，也是当前市场预期转弱的表现之一。对此，一方面，要改进国际收支统计，增加国际收支数据透明度；另一方面，要齐抓共管、标本兼治，防范化解资本外逃风险。

关键词：贸易顺差；外汇储备；资本外逃

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

作为贸易投资大国，中国的对外经济状况备受关注。由于这一话题涉及多项指标，并且同一类型指标可能涉及不同部门，而这些部门的统计口径又存在诸多差异，难免引发市场猜疑甚至是误解。最近，“万亿美元失踪”的话题再次引发热议。例如，有人提出，2022年海关统计的中国外贸

进出口顺差 8778 亿美元，同期外汇储备规模却不增反减 1225 亿美元，二者缺口近万亿美元。又如，还有人根据“货物贸易、服务贸易及非金融类投资”，计算得出 2020—2022 年“全口径的顺差规模”合计为 18977 亿美元，并且认为这部分顺差没有体现在任何其他宏观金融数据上（包括央行层面的外汇储备、外汇占款数据，银行层面的结汇、外汇存款数据等）。那么，万亿美元顺差真的“不翼而飞”了吗？本文将从以下四个方面对此进行探讨。

一、外贸进出口和直接投资并非一国对外经贸交往的全部

本文开篇提及的第二种看法，实际与第一种观点如出一辙，只是一个加强版。直接将海关统计的外贸进出口差额、商务部公布的直接投资数据，与外汇储备规模变动进行对比，是一种“对账”行为。事实上，这些数据并不具有可比性。一方面，外贸

作者简介：管涛，中银证券全球首席经济学家、董事总经理，武汉大学经济学博导，董辅初讲座教授；刘立品，中银证券宏观分析师。

表1 2020—2022年国际收支平衡表数据（单位：亿美元）

	2020年	2021年	2022年	三年累计
经常项目差额	2488	3529	4019	10036
货物贸易	5111	5627	6686	17424
服务贸易	-1525	-1012	-923	-3460
初次收入	-1182	-1245	-1936	-4363
二次收入	85	159	191	435
资本项目差额（含净误差与遗漏）	-2200	-1647	-3019	-6865
直接投资	994	1653	305	2952
短期资本流动（含净误差与遗漏）	-3194	-3299	-3324	-9817
其中：证券投资	955	514	-2811	-1342
金融衍生工具	-108	102	-58	-64
其他投资	-2452	-2572	454	-4570
净误差与遗漏	-1588	-1345	-906	-3838
储备资产变化	-289	-1882	-1000	-3170
其中：外汇储备资产变化	-262	-1467	-982	-2711

资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：储备资产及外汇储备资产变化为负值代表增加，正值代表减少。

进出口和直接投资是流量，外汇储备规模是存量，且其中包括估值因素影响，这些数据并非可比口径；另一方面，外贸进出口和直接投资只是一国对外经贸活动的重要组成部分而非全部，而外汇储备资产变动（即外汇储备流量）则是一国对外经贸活动的主要结果（即国际收支差额的主要部分），因此这些数据也并非完全可比。

国际收支账户与国民收入账户、财政账户、货币金融账户构成宏观经济的四大账户，具有国际可比性。其中，后三大账户反映一国对内经济运行状况，国际收支账户则反映一国对外经济运行全貌。国际收支统计有狭义和广义之分：狭义的国际收支统计是指国际收支平衡表（BOP）统计，即对外经济活动的流量统计；广义的国际收支统计还包括国际投资头寸表（IIP）统计，即对外经济活动的存量统计，反映一国对外金融资产和负债状况。由于常见的贸易投资为流量数据，为便于对比，我们主要分析国际收支平衡表数据。

国际收支平衡表的基本分类包括经常账户（包括货物和服务、初次收入、二次收入三个子账户）、资本账户（包括非生产非金融资产的获得/处置，以及资本转移两个子账户）、金融账户（包括直接投资、证券投资、金融衍生工具、其他投资和储备资产五个子账户）、误差与遗漏净额。常见的外贸进出口（即货物贸易进出口）数据，在国际收支统计中对应的就是经常项目下的“货物贸易进

出口”项目。即便利用货物贸易、服务贸易及非金融类投资数据计算出所谓的“全口径顺差规模”，也仅仅是国际收支统计数据的一部分。据此来分析中国对外经济运行整体情况或结果，仍属于管中窥豹。

按照国际收支口径归总，2020—2022年，货物和服务、直接投资合计顺差为16916亿美元，再加上经常项目中的初次收入（即报酬收益）和二次收入（即经常转移）差额，以及资本项目里的短期资本净流出（含净误差与遗漏，即非直接投资形式的资本流动），得到的合计顺差为3170亿美元，这部分资金最终体现为储备资产增加3170亿美元，其中外汇储备资产增加2711亿美元（见表1）。显然，不存在“万亿美元失踪”的问题，最多也就是“净误差与遗漏”的科目存疑。对此，后文将继续说明。

之所以市场容易忽视国际收支统计数据，是因为与外贸进出口、跨境直接投资等月度、高频数据不同，中国国际收支数据属于季度、低频数据且披露时间较为滞后，国际收支平衡表初步数据季后一个多月才发布，正式数据季后两个多月才公布。外汇储备规模数据虽然按月发布，但交易引起的外汇储备资产变动仍要在国际收支平衡表初步数据发布时才按季披露。在金融越来越开放的情况下，为满足对瞬息万变的外汇形势分析的需要，外贸进出口等曝光度较高的月度数据更为社会所熟悉，受市场

表2 2017—2022年海关口径与BOP口径的货物进出口金额对比（单位：亿美元）

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
货物出口：海关口径	22633	24867	24995	25900	33571	35921
货物出口：BOP口径	22162	24174	23866	25100	32158	33469
货物出口：海关与BOP之差	471	693	1128	799	1413	2467
货物进口：海关口径	18438	21357	20784	20660	26867	27144
货物进口：BOP口径	17403	20374	19936	19989	26531	26782
货物进口：海关与BOP之差	1035	984	848	671	336	378
贸易差额：海关口径	4196	3509	4211	5240	6704	8778
贸易差额：BOP口径	4759	3801	3930	5111	5627	6686
贸易差额：海关与BOP之差	-564	-291	281	129	1077	2091

资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券

青睐也在情理之中。但应该了解其固有缺陷，做判断要慎之又慎。

二、常见的贸易投资数据不可以直接拿来就用

（一）货物贸易：海关口径与国际收支口径对比

海关统计的货物贸易与国际收支口径的差异主要体现在以下多个方面。第一，在统计依据方面，海关统计主要依据货物是否实际进出关境且改变我国物质存量，国际收支中的货物只记录所有权发生了转移的货物，所有权未发生转移的货物（如来料加工或出料加工贸易）纳入服务贸易统计。第二，在计价方面，国际收支统计要求进出口货值均按离岸价格记录，而海关出口货值为离岸价格，进口货值为到岸价格，因此国际收支统计会从海关进口货值中调出国际运保费支出，并纳入服务贸易统计。第三，国际收支统计还补充了部分进出口退运，以及海关未统计的转手买卖下的货物净出口等数据，调整了因特殊代工模式和计价方式差异造成的口径差异等（国家外汇管理局国际收支分析小组，2022）。

从进出口金额来看，海关口径始终大于国际收支口径，2017—2021年两个口径的进口、出口金额平均每年相差775亿美元、901亿美元，2022年进口金额差距明显缩小，但出口金额差距则跳升至2453亿美元。从进出口差额来看，2019年之前，除个别年份外，国际收支口径的年度货物贸易顺差始终大于海关口径；2019年以来情况发生逆转，尤其是2021年、2022年，海关口径与国际收支口

径的差距从此前两年不足300亿美元先后扩大至1077亿美元、2091亿美元（见表2）。对此，国家外汇管理局解释称，由于我国兼具“加工大国”和“消费大国”双重身份，近年来“无厂制造”模式盛行。该模式导致货物移动与货权转让分离，是造成我国国际收支货物贸易统计与海关进出口货物贸易统计口径差异的首要因素（国家外汇管理局国际收支分析小组，2022）。

（二）直接投资：商务部口径与国际收支口径对比

商务部统计的直接投资与国际收支口径的差异主要体现在以下几个方面。第一，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）投资和联属企业间投资的记录原则不同；第二，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；第三，与商务部来华直接投资不同，国际收支统计中的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（国家外汇管理局国际收支分析小组，2022）。

商务部和国际收支口径的数据差异主要体现在外来直接投资上。2004年以来，国际收支口径的外来直接投资持续大于商务部口径的全行业外来直接投资、非金融类外来直接投资。尤其是2010年之后，两个口径之间的差距明显扩大，2010—2021年，前者较后者平均每年分别多出1074亿美元、1203亿美元。从直接投资差额来看，国际收支口径的年度直接投资只在2016年出现逆差，而商务部口径的全行业直接投资、非金融类直接投资则出

图1 国际收支口径与商务部口径的直接投资对比

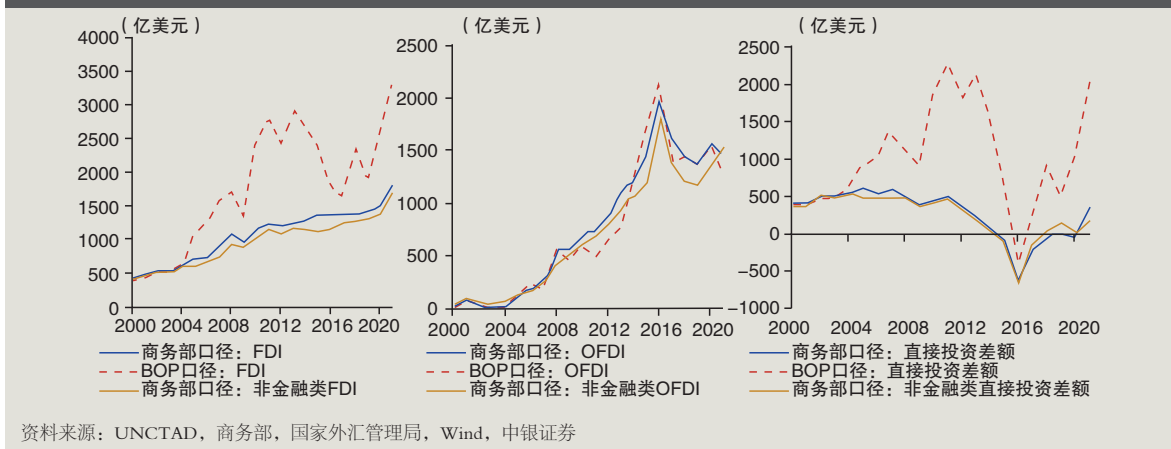
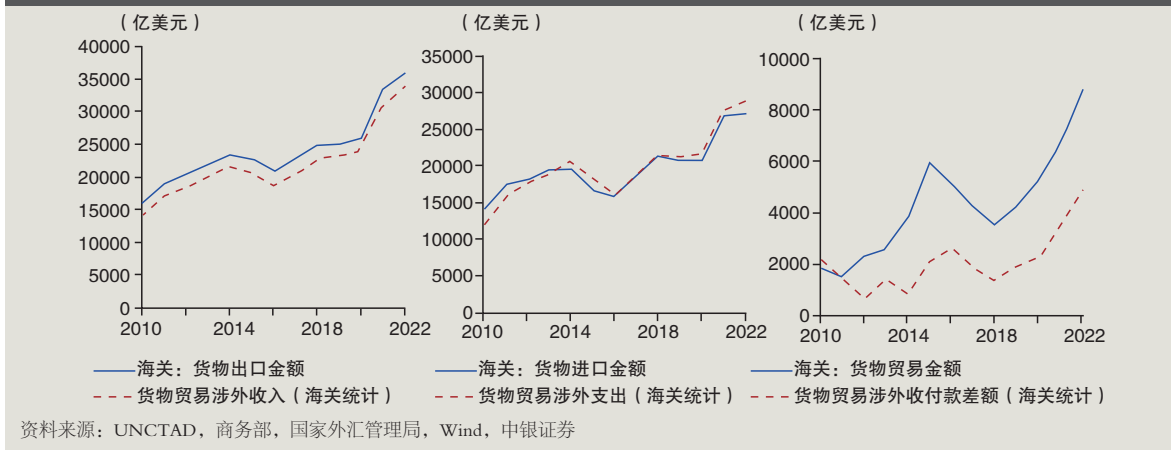


图2 货物贸易涉外收付款与海关口径货物进出口情况



现多次逆差, 2010—2021年, 前者较后两者平均每年分别高出1144亿美元、1132亿美元(见图1)。

正是由于不同口径之间的数据存在较大差异, 在合并计算时需要格外注意。如果将海关口径的货物贸易与商务部口径的服务贸易数据简单加总, 其中一个错误便是, 商务部口径的服务贸易已经按国际收支口径调整, 包括了海关进口货值(进口到岸价格CIF)中的国际运保费支出, 因此, 会涉及重复计算问题。

三、贸易投资数据不直接对应跨境资金进出、外汇储备变动

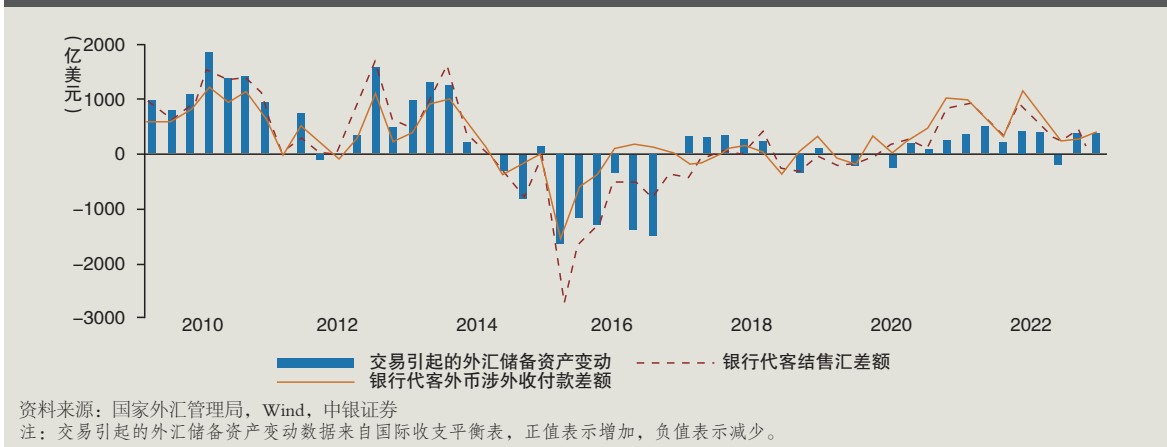
(一) 货物进出口不直接对应跨境资金的进出

海关统计的货物进出口数据是物流而非资金流

的概念, 而国家外汇管理局公布的可比口径的银行代客涉外收付款数据是基于现金收付制原则。这意味着, 即便某段时期内出现数千亿美元贸易顺差, 当期也不一定会有相应规模的资金流入。2011年以来, 货物贸易进出口顺差持续大于可比口径的货物贸易涉外收付款顺差, 截至2022年, 二者平均每年相差2418亿美元。究其原因, 是因为存在长时间的出口少收、进口多付现象。同期, 货物贸易涉外收入持续小于出口金额, 二者平均每年相差2022亿美元, 是货物贸易顺差不顺收的主要原因; 2014—2022年, 货物贸易涉外支出持续大于进口金额, 二者平均每年相差830亿美元(见图2)。

出口少收、进口多付, 部分是由于出口企业延迟收款或进口企业预付货款所致, 随着时间的推移, 缺口可能转为下期贸易项下的跨境资金净流入。

图3 银行代客外币涉外收付款差额、结售汇差额与外汇储备资产变动



除此之外，其他因素也可能影响货物贸易涉外收付款状况。导致出口少收的原因包括，对外捐赠物资但没有出口收入，对外承包工程出口货物记录在对外投资项下也无对应的出口收入，来料加工仅收工缴费，出口企业把（核定规模内）收入存放在境外，企业出口出现坏账不能收汇，或者企业可能虚报出口商品价格等。导致进口多付的原因则可能是，企业出于避税等原因低报进口商品价格，或者在“无厂制造”模式下，境内跨国公司购买境外原材料，并委托境外相关企业进行生产、销售等。

（二）跨境资金进出也不直接对应外汇储备变动

银行代客涉外收付款数据分类与国际收支统计一致，除了货物贸易之外，还包括服务贸易、直接投资、证券投资等多个项目。这些项目带来的外币涉外收付款顺差，一部分会体现在外汇存款上，可能是因为市场主体推迟结汇或用于对外支付；另一部分则体现为结售汇差额，这是反映境内外汇供求关系的重要指标。2018年之前，在央行外汇市场干预常态化情况下，银行结售汇顺差会转化为外汇储备，反映为国际收支平衡表中的资本外流；而2018年以来，央行已经基本退出外汇市场干预，因此银行结售汇顺差没有导致外汇储备大幅增加（见图3）。不过，这部分顺差并没有凭空消失，而是转变为银行持有的外汇头寸，流量会被借记国际收支平衡表中银行部门对外资本输出增加，存

量会被记为国际投资头寸表中银行部门对外金融资产增加。

根据国际收支统计的借贷记账法编制原则，贸易顺差与非贸易逆差、经常项目顺差与资本项目（含储备资产、净误差与遗漏，下同）逆差始终是镜像关系。资本项目逆差既有可能是境内主体增加对外投资，也有可能是外来投资流向逆转。2020年和2021年，由于外资基本为持续净流入，因此资本项目逆差由内资外流主导，反映为国际收支金融账户的资产方净流出较多，2020年和2021年分别净流出6752亿美元和8949亿美元，同期金融账户的负债方分别净流入5852亿美元和6764亿美元。2022年，内资外流规模明显减小，降至2815亿美元，外资由2021年同期大幅净流入转为净流出294亿美元，反映为国际收支金融账户的负债方由净流入转为净流出。

2017年，随着外汇形势趋稳，中国采取了一系列回归监管政策中性的举措（管涛，2018a），央行基本退出了外汇常态干预。此后，交易引起的外汇储备资产变动趋于收敛，经常项目顺差对应的资本外流更多体现为民间部门的对外资本输出（包括内资外流和外资回撤）。而且，经常项目顺差越大，民间资本外流越多。

四、净误差与遗漏负值不等于非法资本外逃

如前所述，国际收支平衡表是按借贷记账法编

图4 美国和中国的年度净误差与遗漏额及占比情况

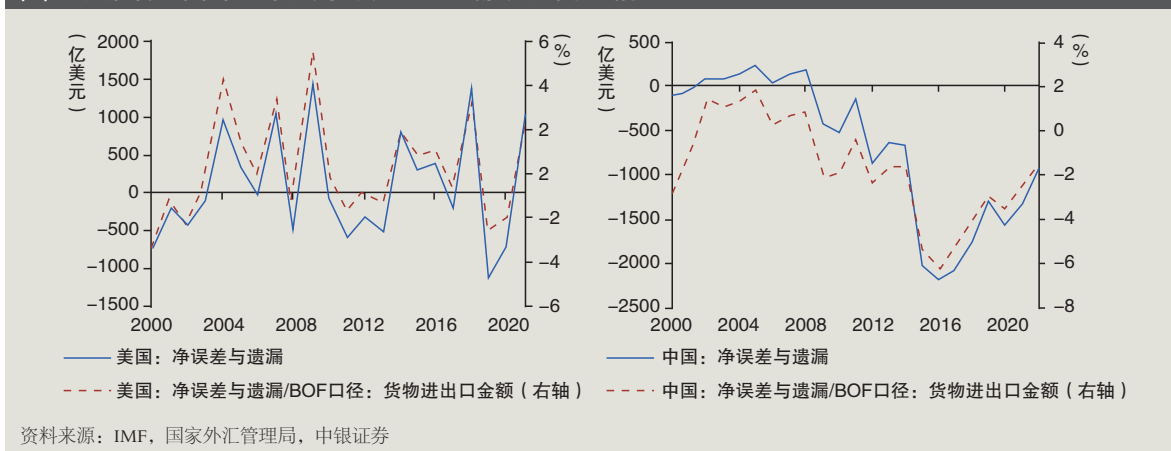


表3 资本外逃的渠道与方式

资本外逃渠道	资本外逃方式	分类
现金转移与地下结算系统	<ul style="list-style-type: none"> 通过化整为零、逃避海关监管，将人民币或外币携带出境 通过“地下钱庄”汇出，一般是境内外以电传方式或电脑联网各自兑付 	线下项目
借经常项目支付之名转移资本	<ul style="list-style-type: none"> 通过非贸易渠道，如以支付佣金或国外旅游费用，投标保证金，海运、航运部门的国际联运费、国际邮政、电信业务费，外国投资者在我国的投资收益等为名购汇汇出或从其外汇账户中支出 通过贸易渠道： <ol style="list-style-type: none"> 制作货到付款、信用证及托收项下的假合同和假进口单据，骗购外汇汇往国外 假报货值 	线上项目
投资和融资渠道	<ul style="list-style-type: none"> 在境外投资中大量转移资本： <ol style="list-style-type: none"> 对外投资时低估资产的价值 通过内部价格转移，抬高从国外公司进口的设备、原材料和中间产品的价值，而压低国内出口产品的价格 隐瞒、截留境外投资收益和溢价收入，用于再投资 借助境外融资实现资本外逃： <ol style="list-style-type: none"> 先通过外商投资制造“外债”，将验资后的投资款或资本金以外的资金再作为外债登记，使得下一步的资本流出成为合法 通过“平行贷款”（Parallel Lending）在国外投资 在向境外筹资过程中改变借款或证券认购与包销条件，将部分资金留在境外 	线上项目

资料来源：宋文兵（1999），中银证券

制，遵循“有借必有贷、借贷必相等”的会计原则。理论上，国际收支口径的货物贸易顺差，最终都能找到非贸易项目的逆差（包括交易引起的储备资产变动）予以冲抵。但是，这方面遇到的一个最大的障碍，就是净误差与遗漏项目。

国际收支平衡表中的净误差与遗漏既可能是数据来源和编制等统计方面的原因造成的，也可能是经济原因导致跨境资本流动没有被记录。如果主要是统计原因所致，理论上，净误差与遗漏的方向应该是随机分布。例如，美国的年度净误差与遗漏额时正时负，占国际收支口径的货物进出口金额比重基本位于±5%的国际标准以内。不同的是，2009年以来，中国的年度净误差与遗漏项目持续为负且规模较大，其绝对值占国际收支口径的货物进出口金额比重在2015—2017年连续超过5%的

国际标准，此后该比重有所降低，2022年甚至降至1.5%。但是，由于外贸进出口规模的日益扩大，2020—2022年净误差与遗漏负值累计为3838亿美元（见图4）。市场通常据此认为中国存在严重的资本外逃。

通常而言，我们在分析国际收支状况时，会把净误差与遗漏项纳入资本项目或者短期资本流动差额，即将净误差与遗漏负值视为资本外流。但在监管上，则不宜简单将其视为违法违规的资本外逃。

从统计上讲，净误差与遗漏负值既可能是经常项目顺差高估，也可能是资本项目外流低估，但现实中两种统计误差无法进行区分。如果能够区分的话，即便是查获的违法违规案值或者估算数据，都可以直接放到线上项目。因为统计就是统

计,统计不是监管。例如,海关查出的进出口走私,在国际收支统计中都会如实反映在货物贸易项下。而且,如果净误差与遗漏负值主要反映了资本外逃,那么在跨境资本流动形势明显改善时,理论上净误差与遗漏负值应该显著缩小。而2017年的国际收支数据显示,中国跨境资本流动形势改善和净误差与遗漏无关,因为后者与2016年相比变化不大。同期外汇管理部门对于国际收支统计制度也没有做大的调整,据此可以认为,净误差与遗漏额变化较小,可能与统计方法有关联(管涛,2018b)。

从经济上讲,净误差与遗漏和储备资产变动之外的线上项目实际也可能隐含了不少违法违规的资本外逃,例如,跨国公司通过内部定价,通过贸易渠道转移利润等就是典型的做法。宋文兵(1999)就曾经用国内统计的进出口与海外统计的中国进出口数据对比,来估算贸易渠道隐藏的资本外逃,并总结了多种资本外逃的渠道与方式,其中线上渠道明显多于线下渠道(见表3)。至于“两头在外”的对敲交易跨境转移资产,其中有些可能在国际收支平衡表中都没有被记录。可见,如果只关注净误差与遗漏负值,而忽略了更大规模的资本外逃,显然是顾此失彼。

中国国际收支统计以间接申报为主,数据为逐笔信息。根据国家外汇管理局印发的《通过银行进行国际收支统计申报业务实施细则》(汇发〔2022〕22号),外汇指定银行在涉外收入款项解付时,或办理对外汇款时,需要在规定时间内将基础信息、申报信息报送国家外汇管理局(居民个人通过银行办理涉外收付款免申报金额从此前的5000美元提高至1万美元)。这些交易会归为线上项目。线下项目或者没有体现在国际收支统计中的交易,主要是没有通过境内银行进行的国际收支交易,或者未完整采集的国际收支交易。与此同时,银行办理涉外收付业务时需根据真实性审核要求审核相关商业单据和有效凭证。当然,这种审核只是表面真实性审核,银行并不能完全杜绝以合法合规名义掩饰的违法违规的跨境交易。

五、主要结论与政策建议

常见的贸易投资数据只是国际收支数据的一部

分,后者反映了一国对外经济的全貌。根据国际收支数据,中国不存在“万亿美元失踪”的问题。关于中国贸易投资顺差去向的猜疑不时出现,根本上反映了外汇短缺时期“宽进严出”的思维惯性,也是当前市场预期转弱的表现之一。

针对前述市场猜疑,解决之道是增加国际收支数据透明度:一是加强宣传教育,进行有针对性的、及时的舆论引导,解答市场疑虑;二是对于不同部门之间的统计口径差异,可以给出调整依据或方法,对于国际收支口径本身发生的变化,应该明确追溯调整的时间范围等;三是研究提高数据公布频率(如日本、韩国均按月公布国际收支数据),保证数据的及时性。

此外,还需要齐抓共管、标本兼治,防范化解资本外逃风险。一方面,不断改进国际收支统计方法,降低净误差与遗漏规模及占比,提高统计质量,对对外经济活动进行更加客观、准确的反映;另一方面,坚持疏堵并举,在相关部门加强政策协调和信息共享、形成监管合力的同时,根本之策是营造市场化、法治化、国际化的营商环境,加强产权保护,增强市场参与者的安全感、获得感,同时有序推进金融双向开放,变暗为明。

参考文献:

- [1] 管涛. 危机十年我国跨境资本流动管理回顾与前瞻[J]. 国际金融, 2018(5): 3-8
- [2] 管涛. 迎接不断深化的人民币汇率市场化改革[J]. 国际金融, 2018(8): 14-18
- [3] 宋文兵. 中国的资本外逃问题研究:1987—1997[J]. 经济研究, 1999(5): 41-50
- [4] 国家外汇管理局国际收支分析小组. 2022年上半年中国国际收支报告[EB/OL]. <http://www.safe.gov.cn/safe/2022/0929/21480.html>, 2022-09-29

(责任编辑:辛本胜)