张明；陈骁；魏伟；郭子睿

首席宏评（第68期）

经常账户短期无忧　资本外流压力加大——中国跨境资本流动2019年中期回顾与展望

■　核心摘要

1）2019 年第 1 季度中国经常账户的良好表现可能主要来自初次收入项下的投资收益项由负转正，这一点未来难以持续；

2）虽然 2019 年第 1 季度延续了 2018 年双顺差的格局，但导致第 1 季度非储备性质金融账户由 2018 年第 4 季度逆差转为顺差的因素（人民币兑美元持续升值和中国股票市场大幅上涨）在未来难以持续，因此，我们认为经常账户顺差和非储备性质金融账户逆差可能会成为 2019 年中国国际收支的总体格局；

3）中美贸易摩擦的最新进展，以及中国国内总需求的较快下行，使得短期内中国经济仍将保持经常账户顺差的格局，经常账户由顺转逆的时间可能会推迟；

4）人民币兑美元汇率持续承压，以及国内外投资者避险情绪持续上升，可能导致中国经济在短期内面临较大规模的资本外流，从而使得非储备性质金融账户面临持续逆差；

5）尽管中国在未来一段时间内将会面临短期资本外流加剧的冲击，但总体而言中国的国际收支状况将会依然保持稳健，短期资本大规模持续外流的概率依然较低，中国金融体系与人民币汇率仍将保持大体稳定。

2018 年，中国国际收支呈现双顺差格局，经常账户与非储备性质金融账户顺差分别达到 491 与 1305 亿美元。不过值得注意的是，2018 年第 1 季度，中国出现了 341 亿美元的经常账户逆差，这是自 2001 年第 2 季度之后的首次季度经常账户逆差。此外，2018 年第 4 季度，中国出现了 123 亿美元的非储备性质金融账户逆差，这是该账户在持续 7 个季度顺差之后的首次逆差。

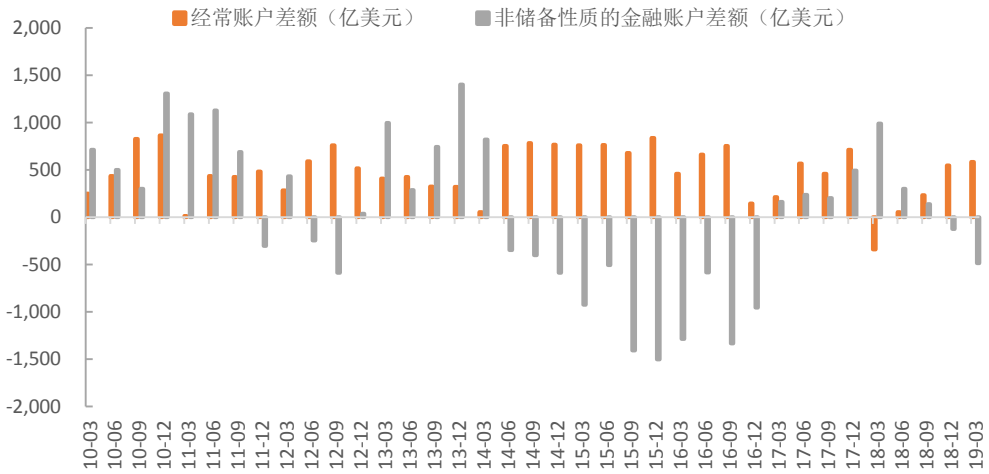
根据外管局公布的初始数据[①]，2019 年第 1 季度，中国的经常账户顺差达到 586 亿美元，这是过去 5 个季度的最高值（这五个季度的经常账户顺差是单调上升的）。在中美贸易摩擦加剧的背景下，这么高的经常账户顺差还是有些出人意料的。进一步的分析表明，2019 年第 1 季度的货物贸易顺差（945 亿美元）其实略低于 2018 年的季度均值（988 亿美元），2019 年第 1 季度的服务贸易逆差（634 亿美元）显著低于 2018 年的季度均值（731 亿美元）。对比更加鲜明的是，2019 年第 1 季度中国的初次收入项顺差为 254 亿美元，而 2018 年季度均值为−129 亿美元。**这说明 2019 年第 1 季度中国经常账户的良好表现可能主要来自初次收入项下的投资收益项由负转正（这一点未来恐难以持续）**。

① 目前外管局还未公布 2019 年第 1 季度国际收支的最终数据，通常最终数据主要会对非储备性质金融账户数据进行修正。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

外管局公布的非储备性质金融账户的初始数据包括非储备性质金融账户规模和净误差与遗漏项规模之和。我们假设 2019 年第 1 季度净误差与遗漏项规模延续之前两个季度误差与遗漏项规模的均值为 552 亿美元的逆差，那么根据目前公布的非储备性质金融账户初始数据 486 亿美元的逆差，可以推算 2019 年第 1 季度中国非储备性质金融账户最终数据可能为 66 亿美元的顺差。**这意味着 2019 年第 1 季度的国际收支延续了 2018 年双顺差的格局，始于 2018 年第 4 季度的短期资本外流在 2019 年第 1 季度再次转为顺差，这与 1 季度人民币兑美元显著升值以及 1 季度中国股票市场表现较好有关，但这两点因素在 2 季度都发生了逆转。**

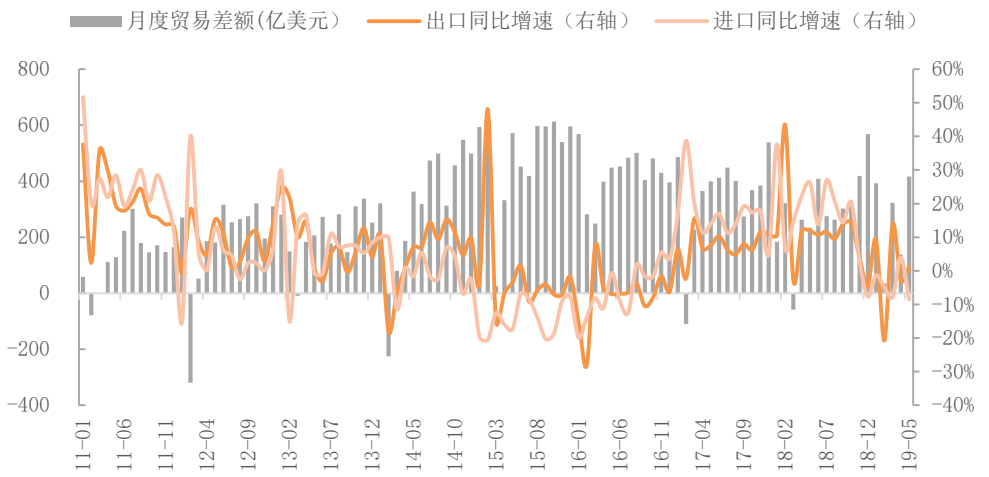
图表1　中国季度国际收支总体格局



资料来源：WIND,平安证券研究所

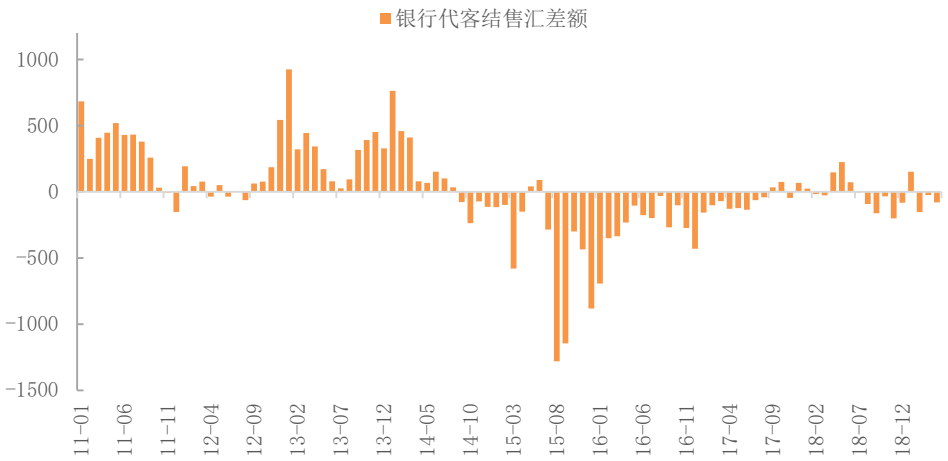
目前外管局尚未发布 2019 年第二季度的国际收支数据。我们大致可以从其他一些数据中寻找相关线索。尽管 2019 年 4、5 月的进出口增速均不尽如人意，但 4 月与 5 月的货物贸易顺差分别为 138 与 417 亿美元，与 2019 年第 1 季度的货物贸易顺差月度均值（250 亿美元）相差无几。这意味着 2019 年第 2 季度的货物贸易顺差或许与第 1 季度持平。可以大致用来刻画短期资本流动总体状况的银行代客结售汇差额，在 2019 年 4 月为−79 亿美元，这已经是连续 3 个月的代客结售汇逆差。

图表2　中国货物贸易状况



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表3　银行代客结售汇差额的变动（亿美元）



资料来源：WIND 平安证券研究所

综上所述，**虽然 2019 年第 1 季度延续了 2018 年双顺差的格局，但导致第 1 季度非储备性质金融账户由 2018 年第 4 季度逆差转为顺差的因素（人民币兑美元持续升值和中国股票市场大幅上涨）在未来难以持续，因此，我们认为经常账户顺差和非储备性质金融账户逆差可能会成为 2019 年中国国际收支的总体格局。**主要原因如下：

首先，中美贸易摩擦的最新进展，以及中国国内总需求的较快下行，使得短期内中国经济仍将保持经常账户顺差的格局，经常账户由顺转逆的时间可能会推迟。

在今年年初时，我们曾判断 2019 年中国可能出现全年经常账户逆差。这一判断是基于中美贸易摩擦将会在 2019 年上半年达成和解协议的预期。不难想见，在这一协议中，中国将会承诺显著增加从美国的商品进口。考虑到中国对美国的贸易顺差占到中国总体贸易顺差的 60%左右，显著增加对美国的商品进口，不仅会显著降低中国的整体贸易顺差，而且与服务贸易逆差继续保持在高位一起，可能导致中国经常账户余额由正转负。

然而，从今年 5 月起，中美贸易摩擦明显加剧。从目前来看，短期内达成和解协议的概率在下降。目前美国已经对 2500 亿美元的中国进口商品加征 25%的关税，未来高关税还可能覆盖剩下 3000 亿美元左右的中国商品。诚然，美国加税将会抑制中国对美国的商品出口，进而影响中国的总体出口增速。不过，从加征关税到出口下降，还需要一段时间的过渡期。此外，虽然中国出口增速在下降，但受到国内总需求下行影响，如果中国进口增速下降得更快，那么中国的贸易顺差可能依然保持在高位。例如，2019 年 5 月份，中国出口增速仅为 1.1%，但进口增速却低至-8.5%，从而导致货物贸易出现 417 亿美元的顺差。

什么时候中国的货物贸易顺差可能显著下降呢？如果同时发生以下两种情形即可。第一，美国对中国进口商品全面加征关税，经过一段传导期后，这会导致中国出口增速显著性下降；第二，中国经济在宏观经济扩张后增速反弹，这会导致中国进口增速显著反弹。一方面出口增速下降，另一方面进口增速上升，这就可能导致货物贸易顺差乃至经常账户顺差的显著下降。

其次，人民币兑美元汇率持续承压，以及国内外投资者避险情绪持续上升，可能导致中国经济在短期内面临较大规模的资本外流，从而使得非储备性质金融账户再次转为逆差。

2019 年二季度以来人民币兑美元汇率显著贬值的最重要原因，一是美元指数的强劲上升，二是中美贸易摩擦加剧的负面影响。而美元指数的上升，一是源自美国经济相对于欧洲经济的走强导致美元对欧元升值；二是源自全球政治经济不确定性加剧推升了美元作为避险货币的地位。尽管贸易摩擦将会导致两败俱伤的格局，但贸易摩擦短期内对顺差国的不利影响要大于对逆差国的不利影响，因此这将会导致顺差国货币对逆差国货币的贬值。

此外，人民币对美元贬值预期，与短期资本外流之间也会相互强化。银行代客结售汇逆差已经持续三个月，这说明中国面临一定程度的资本外流，这自然会导致外汇市场上人民币兑美元的贬值压力加剧。

近期以来，中国与全球股市均面临震荡盘整态势，以原油为代表的全球大宗商品价格则面临显著下跌态势。全球风险资产表现总体不太乐观，这一方面与全球主要经济体经济增速在 2019 年呈现出集体回落态势有关，另一方面则与发达国家国内政治不确定性、全球地缘政治冲突的不确定性、中美贸易摩擦的不确定性三者相互叠加有关。在这一背景下，全球投资者风险情绪将会显著下降、避险情绪明显上升。作为新兴市场经济体代表的中国经济，因此也会面临短期资本外流、本币贬值压力加剧的局面。

尽管中国在未来一段时间内将会面临短期资本外流加剧的冲击，但总体而言中国的国际收支状况将会依然保持稳健，短期资本大规模持续外流的概率依然较低，中国金融体系与人民币汇率仍将保持大体稳定。这是因为：第一，中国央行依然有能力实施较为严格的资本外流管制；第二，中国央行依然有足够的政策空间去维持人民币汇率的大致稳定；第三，短期内中国财政货币政策有望进一步宽松，这会使得中国经济增速依然保持在相对较高的水平上；第四，中国政府未来将会在贸易谈判、宏观政策与金融监管三者之间加强协调，短期内不会频发出现可能影响市场整体稳定的重大信用事件；第五，未来一段时间内，美国股市发生较大幅度下跌的概率更高，而美国经济增速以及美国企业盈利增速均已见顶，未来可能以较快速度回落。

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_11909