

三季度国际收支分析报告

经常项目顺差环比扩大，短期资本净流出规模增加

三季度，我国经常项目顺差环比有所扩大，货物贸易为主要贡献项；短期资本净流出增加，外来直接投资连续两个季度减少；交易引起的外汇储备资产增加，但外汇储备余额减少。

- 三季度，经常项目顺差 801 亿美元，环比增加 268 亿美元，占 GDP 比重仍处于合理区间。其中，货物出口保持高增长，带动货物贸易顺差扩大；旅行支出结束三连降，服务贸易逆差继续反弹。
- 三季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 187 亿美元，环比增加 154 亿美元。其中，短期资本净流出规模扩大，为主要贡献项；外来直接投资净额连续两个季度下降，符合季节规律，但仍处于历史高位，显示外资对我国经济恢复的信心依然较强。
- 三季度，央行外汇占款仅增加 2.4 亿美元，远小于交易引起的外汇储备资产增加额 196 亿美元以及银行即远期（含期权）结售汇顺差 264 亿美元，前者表明交易引起的外汇储备资产变动仍然主要来自投资收益计提，后者则反映出银行结售汇顺差主要由银行自身持有。
- 三季度，交易引起的外汇储备资产增加 196 亿美元，但央行公布的外汇储备余额减少 134 亿美元，二者缺口反映了汇率和资产价格变化带来的负估值效应。当季，储备资产增加 614 亿美元，主要是因为获得国际货币基金组织分配的 419 亿美元的特别提款权。

相关研究报告

《2020 年国际收支分析报告》 20210223

《一季度国际收支分析报告：国际收支延续自主平衡格局，外来直接投资上升势头强劲》 20210509

《一季度对外经济部门体检报告：国际收支继续自主平衡，民间货币错配进一步改善》 20210628

《二季度国际收支分析报告：货物贸易顺差减少，短期资本流动冲击减弱》 20210808

《二季度对外经济部门体检报告：经常项目顺差缩小，人民币升值推升对外负债》 20211008

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

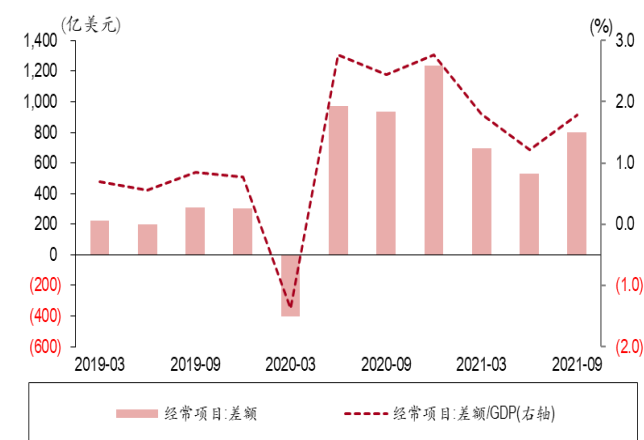
证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

11月5日，国家外汇管理局公布了2021年三季度我国国际收支平衡表初步数据。结合现有数据对三季度我国国际收支状况分析如下。

经常项目顺差环比扩大，货物贸易为主要贡献项

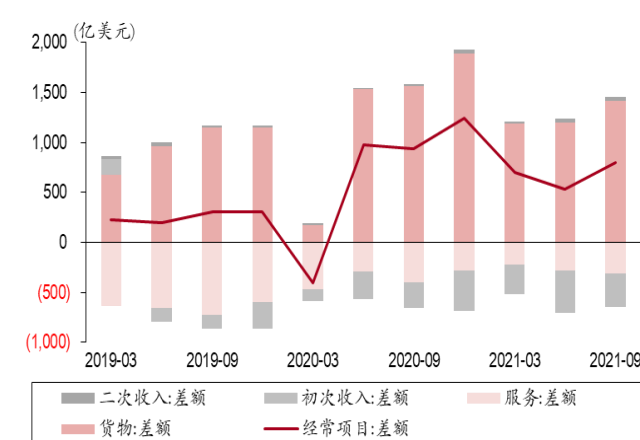
三季度，我国经常项目顺差 801 亿美元，环比增加 268 亿美元，是美元指数创年内新高，人民币兑美元汇率表现依然坚挺的重要基本面原因；经常项目顺差占名义 GDP 比重为 1.8%，环比上升 0.6 个百分点，继续位于 $\pm 4\%$ 的合理标准以内，表明人民币汇率水平处于均衡合理位置（见图表 1）。当季，货物贸易顺差环比增加 219 亿美元，初次收入逆差环比减少 88 亿美元，分别贡献了经常项目顺差增加额的 82%、33%；服务贸易逆差环比增加 32 亿美元，二次收入顺差环比减少 8 亿美元，分别贡献了经常项目顺差增加额的-12%、-3%（见图表 2）。

图表 1. 季度经常项目差额及其与名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

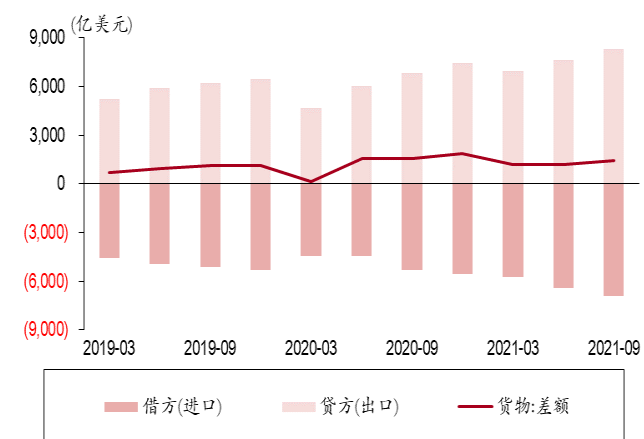
图表 2. 季度经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

货物出口保持高增长，带动货物贸易顺差扩大。三季度，货物贸易顺差 1414 亿美元。其中，货物出口 8343 亿美元，同比增长 22%；货物进口 6929 亿美元，同比增长 31%（见图表 3）。根据海关总署公布的进出口指数可以看出，三季度，出口数量指数和价格指数均位于 100 上方，表明出口增长受到量、价两方面因素共同影响；进口价格指数高于 110，但进口数量指数明显偏低，7 月和 9 月位于 100 下方，表明三季度进口增长主要受价格上涨推动（见图表 4）。

图表 3. 国际收支口径的货物进出口情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

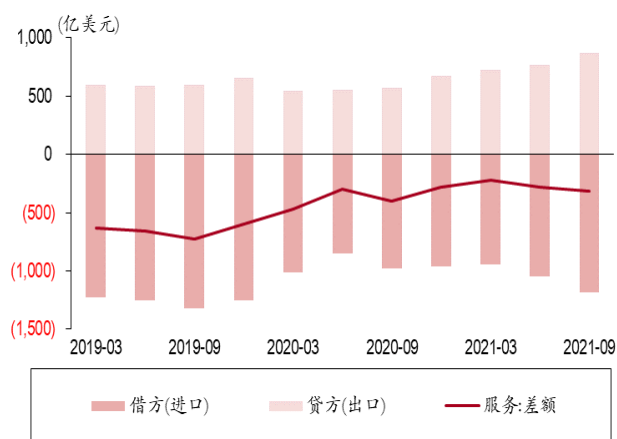
图表 4. 我国进出口价格/数量/价值指数（上年同月=100）

	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
出口价值指数	122.2	118.1	120.2	108.1	115.7	119.9
出口价格指数	97.8	99.6	100.8	102.6	106.5	110.6
出口数量指数	125.0	118.5	119.2	105.3	108.7	108.4
进口价值指数	132.2	132.1	124.2	116.1	123.1	110.1
进口价格指数	110.4	117.4	118.0	117.2	115.7	116.4
进口数量指数	119.8	114.1	105.3	99.0	106.4	94.6

资料来源：海关总署，万得，中银证券

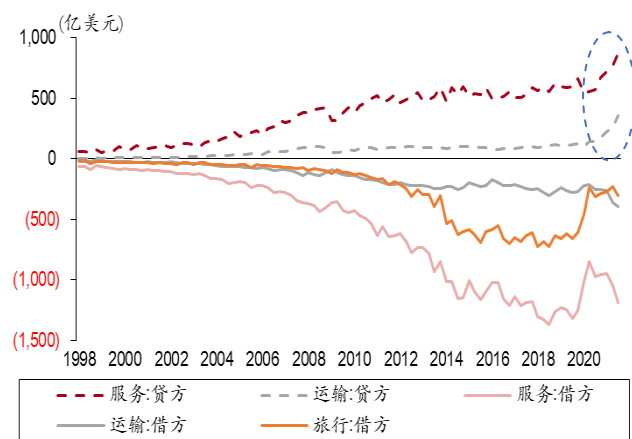
旅行支出结束三连降，服务贸易逆差继续反弹。三季度，服务贸易逆差 315 亿美元，延续上季度升势。服务出口 873 亿美元，创历史以来新高，2020 年一季度以来服务出口增长尤为明显。其中，运输收入 356 亿美元，较 2020 年一季度增加 253 亿美元，贡献了同期服务出口增加额的 77%。服务进口 1188 亿美元，连续两个季度增加，为疫情暴发以来最高。其中，旅行支出 307 亿美元，结束了 2020 年四季度以来的三连降，主要得益于全球疫苗接种率提高，居民境外旅行限制逐渐放开；运输支出 396 亿美元，连续三个季度增加，主要受货物进口规模增长影响（见图表 5、6）。

图表 5. 国际收支口径的服务进出口情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

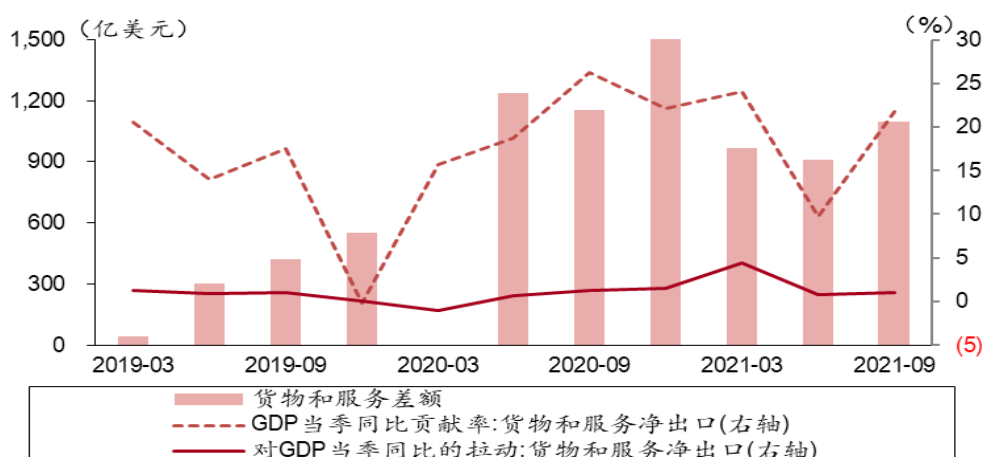
图表 6. 服务进出口及运输、旅行收支情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

三季度，货物和服务贸易顺差 1099 亿美元，环比增加 188 亿美元，小幅低于上年同期 1155 亿美元的顺差规模。当季，中国实际 GDP 同比增长 4.9%，略低于市场预期，内需投资和消费双双走弱的情况下，货物和服务净出口对 GDP 当季同比贡献率由二季度的 9.7% 升至 21.7%，对 GDP 当季同比的拉动作用由 0.8 个百分点升至 1.1 个百分点（见图表 7），消费和投资对经济增长的拉动作用分别环比回落 2.2 和 1.1 个百分点。

图表 7. 季度货物和服务净出口规模及其对 GDP 当季同比增长的贡献率和拉动作用



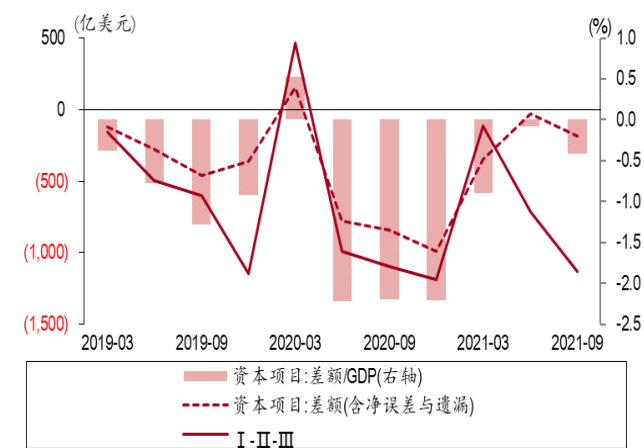
资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

资本项目逆差环比扩大，短期资本净流出增加是主要原因

三季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 187 亿美元，环比增加 154 亿美元，与我们利用银行代客结售汇、涉外外币收付款与货物贸易顺收顺差缺口数据构建的高频指标指示方向一致，表明三季度国际收支口径的跨境资本流出压力增大；资本项目逆差占名义 GDP 比重为 0.4%，环比提升 0.3 个百分点（见图表 8）。当季，直接投资顺差环比减少 33 亿美元，短期资本（即证券投资、其他投资、净误差与遗漏合计）逆差环比增加 121 亿美元，分别贡献了资本项目逆差增加额的 21%、79%（见图表 9）。

鉴于三季度货物贸易顺收顺差缺口相对海关统计的进出口金额的负偏离由上季的 5.0% 增至 7.6%（见图表 10），预计当季净误差与遗漏负值将超过上季的 666 亿美元，远超过当期资本项目（含净误差与遗漏）净流出 187 亿美元的规模。由此预计，三季度国际收支平衡表线上项目仍将为经常项目与资本项目（不含净误差与遗漏）“双顺差”。

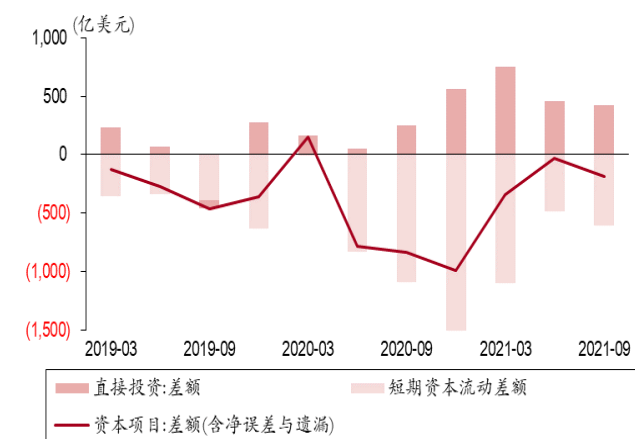
图表 8. 季度资本项目差额与高频指标季度合计值



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

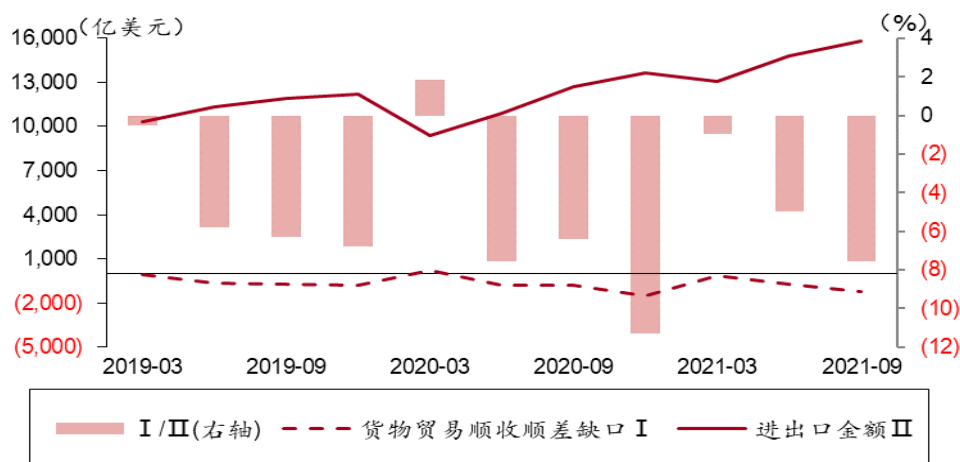
注：I-II-III=银行代客即远期结售汇（含期权）差额-涉外外币收付款差额-货物贸易差额+代客涉外收付款差额-货物贸易（海关统计）。

图表 9. 季度资本项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 季度贸易顺收顺差缺口占海关统计的进出口金额比重

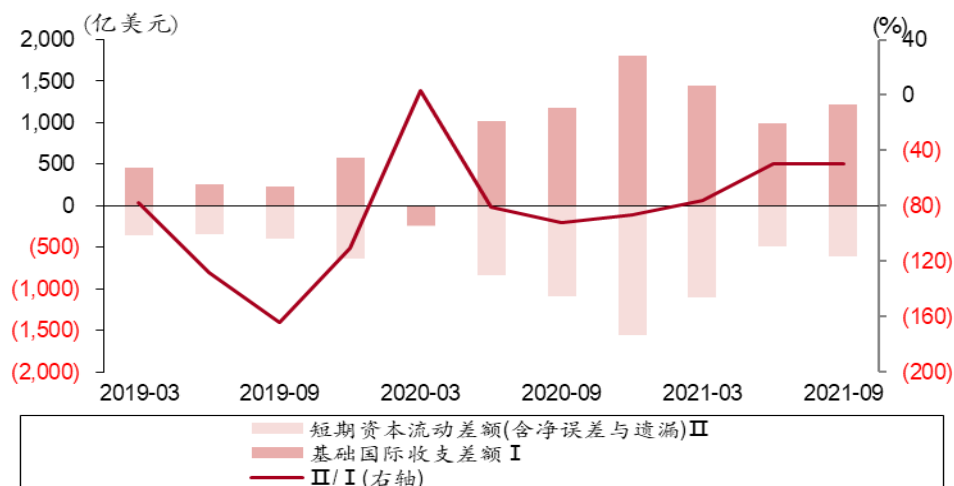


资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

注：货物贸易顺收顺差缺口=银行代客涉外收付款差额-货物贸易（海关统计）-货物贸易差额。

基础国际收支顺差扩大，短期资本占比微升。三季度，基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 1224 亿美元，环比增加 235 亿美元，结束了前两个季度连续下降态势，其中经常项目顺差环比增加 268 亿美元，贡献了基础国际收支顺差增加额的 114%；短期资本净流出 610 亿美元，环比增加 121 亿美元，与基础国际收支顺差之比为 -50%，环比提升 1 个百分点（见图表 11）。

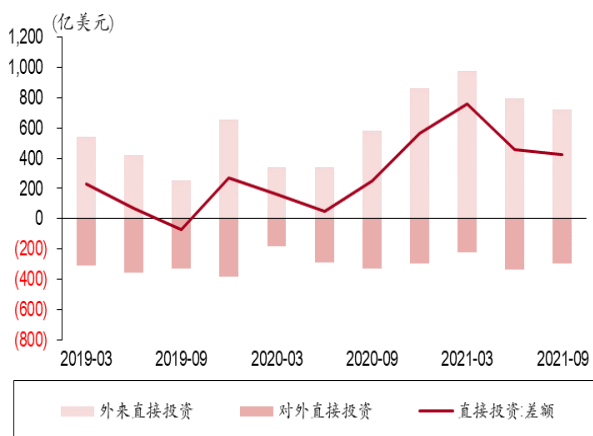
图表 11. 季度短期资本流动与基础国际收支差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

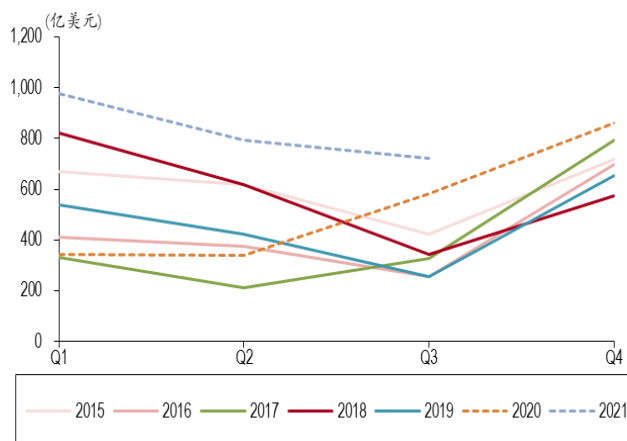
外来直接投资顺差减少，但仍处于历史高位。三季度，直接投资顺差 423 亿美元，环比减少 33 亿美元。其中，对外直接投资净额环比减少 40 亿美元，小于外来直接投资净额降幅 73 亿美元（见图表 12）。今年一季度外来直接投资顺差 976 亿美元，为历史次高（2013 年四季度为历史最高，1052 亿美元），此后两个季度连续下降，符合季节规律（见图表 13），但三季度外来直接投资顺差规模仍然较大，在历史排名第 13 位，并且高于往年同期水平，显示外资对我国经济恢复的信心依然较强。

图表 12. 国际收支口径的外来直接投资和对外直接投资



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 13. 2015 年以来各季度外来直接投资情况

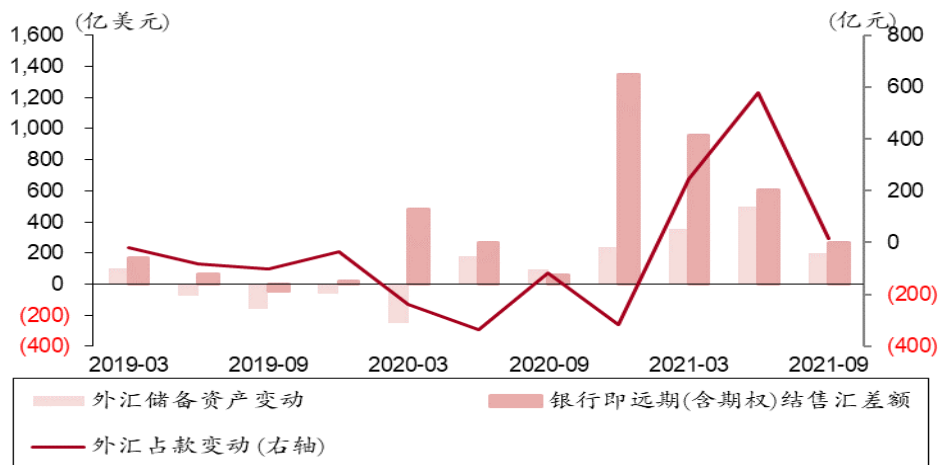


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

交易引起的外汇储备资产增加，但外汇储备余额减少

三季度，交易引起的储备资产增加 614 亿美元，其中外汇储备资产增加 196 亿美元。同期，央行外汇占款仅增加 16 亿元人民币，折合 2.4 亿美元。可见，交易引起的外汇储备资产增加额，仍然主要来自外汇储备投资收益的计提。当季，银行即远期（含期权）结售汇顺差 264 亿美元，环比下降 56%，但明显大于外汇占款增加额（见图表 14）。在央行基本退出外汇市场常态干预情况下，这部分顺差转为银行自身持有。

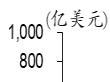
图表 14. 交易引起的外汇储备资产、外汇占款和银行结售汇差额情况



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

央行公布的外汇储备余额既包括交易引起的外汇储备资产变动，还包括汇率和资产价格等非交易因素引起的外汇储备价值变动。三季度，官方外汇储备余额减少 134 亿美元，而交易引起的外汇储备资产增加 196 亿美元，缺口为-330 亿美元，代表非交易因素引起的外汇储备价值账面损失（见图表 15）。当季，美元指数累计上涨 2.1%，非美元货币贬值幅度不一：日元仅贬值 0.2%，欧元、英镑分别贬值 2.4%、2.6%；全球主要股指中，除了德国 DAX 指数外，其它指数均出现上涨，但美股和欧股涨幅远小于日经 225 指数，后者累计上涨 2.3%；10 年期美债收益率累计上涨 7 个基点（见图表 16）。

图表 15. 外汇储备资产和外汇储备余额变动的缺口



图表 16. 三季度主要货币和全球资产价格表现

	2021.07	2021.08	2021.09	2021Q3
美元指数	-0.3	0.6	1.7	2.1

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_29282

