

一季度对外经济部门体检报告

国际收支自主平衡、民间货币错配继续改善

今年一季度，我国国际收支呈现经常项目逆差、资本项目顺差格局；对外资产和负债较上年末均有所下降，对外净头寸略有增加。

- 我国经常项目逆差 337 亿美元，是自公布季度数据以来第四次逆差。同期，经常项目逆差占当季名义 GDP 和年化名义 GDP 比重分别为-1.1%、+0.6%，位于 $\pm 4\%$ 的国际警戒线以内。经常项目逆差主要是因为货物顺差和服务逆差减少，初次收入逆差扩大。
- 我国资本项目（含净误差与遗漏）顺差 86 亿美元，上年同期为逆差 201 亿美元。这是 2015 年“8.11”汇改以来第三次顺差。资本项目顺差主要是因为狭义的外债增加和净误差与遗漏额转正。
- 我国储备资产减少 251 亿美元（其中外汇储备资产减少 248 亿美元），上年同期为增加 100 亿美元。从构成看，基础国际收支逆差贡献了 69%，短期资本净流出贡献了 31%，表明储备资产下降既有基本面的原因也有市场情绪的影响。
- 我国对外金融资产和负债分别较上年末减少 791 亿美元和 923 亿美元，净头寸增加 133 亿美元，其中交易引起的变动（国际收支平衡表中金融账户的相应项目）为负贡献 84%，非交易引起的变动（汇率和资产价格变动引起的估值变化，以及统计调整）贡献了 184%。
- 我国对外投资回报率为 2.4%，同比回落 0.9 个百分点；利用外资成本率为 4.4%，同比回落 1.0 个百分点，二者差距收窄了 0.2 个百分点，主要反映了近年来我国扩大双向金融开放，对外投资和利用外资更加多元化的结果。
- 我国狭义外债余额较上年末增加 373 亿美元，短期外债对同期外债余额增幅的贡献率较 2019 年末和 2015 年初分别回落了 1 和 12.5 个百分点，表明外债期限结构稳定性进一步增强；短期外债余额与外汇储备之比较 2019 年末和 2015 年初分别回升了 0.9 和 8.1 个百分点，显示外汇储备的短债偿还能力进一步提高。
- 我国对外净负债与年化名义 GDP 之比为 7.5%，分别较 2019 年末和 2015 年二季度末初回落了 0.2 和 14.2 个百分点，显示“8.11”汇改以来，经历了 2015 和 2016 年较为集中的债务偿还和藏汇于民的进程后，民间部门的货币错配大幅改善。

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：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛

tao.guan@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品

lipin.liu@bocichina.com

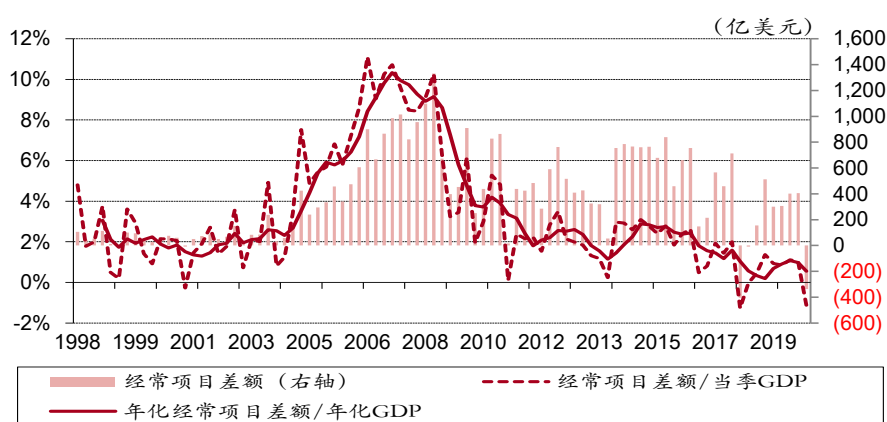
一般证券业务证书编号：S1300119080013

日前，国家外汇管理局公布了今年一季度国际收支的正式数据，包括流量数据（国际收支平衡表，BOP）和存量数据（国际投资头寸表，IIP）。从这两组国际收支数据看，当前我国对外经济部门呈现以下特点。

一、经常项目再度逆差但收支基本平衡

今年一季度，我国经常项目逆差 337 亿美元，上年同期顺差 301 亿美元。这是自公布季度数据以来第四次逆差，前三次分别是 2001 年第一季度和 2018 年第一二季度。同期，经常项目逆差相当于当季名义 GDP 的-1.1%，同比回落了 2.1 个百分点；相当于年化名义 GDP 的+0.6%，同比回落了 0.1 个百分点（见图表 1）。这两个比例均在正负 4% 的国际警戒线以内，显示当前人民币汇率水平均衡合理。

图表 1. 季度国际收支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，国家统计局，万得，中银证券

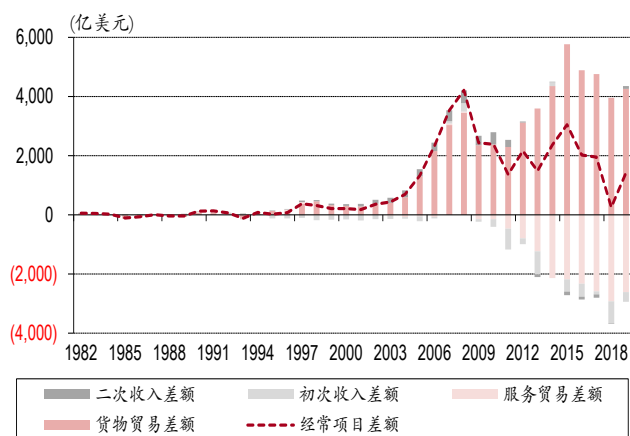
注：年化数据为往前 4 个季度滚动累计值（下同）。

二、经常项目逆差主要是因为货物顺差和服务逆差减少、初次收入逆差扩大

国际收支经常项目由货物、服务、初次收入（包括雇员报酬和投资收益）和二次收入（主要指侨汇等单方面转移）四大项目组成。近年来，我国货物持续顺差，服务和初次收入持续逆差，二次收入从 2013 年起顺逆差交替出现（见图表 2）。

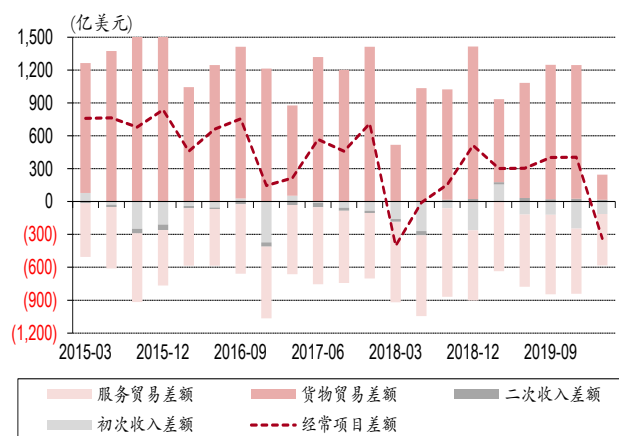
从今年一季度的情况看，在新冠疫情全球大流行、世界经济大停摆背景下，经常项目由顺差转为逆差的主要原因是：国际收支口径的货物出口同比下降 12%，进口下降 2%，出口降幅大于进口，货物顺差 231 亿美元，下降 70%，减少 526 亿美元，对同期经常项目差额减少为正贡献 83%；服务收入下降 8%，支出下降 17%，收入降幅小于支出，服务逆差 470 亿美元，下降 26%，减少 164 亿美元，对经常项目差额减少为负贡献 26%；初次收入贷方下降 61%，借方下降 27%，贷方降幅大于借方，初次收入逆差 113 亿美元，减少 270 亿美元，对经常项目差额减少为正贡献 42%；二次收入贷方增长 51%，借方增长 94%，贷方增幅小于借方，二次收入顺差 16 亿美元，减少 6 亿美元，对经常项目差额减少为正贡献 1%（见图表 3）。

图表 2. 年度国际收支经常项目差额主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 3. 季度国际收支经常项目差额主要构成

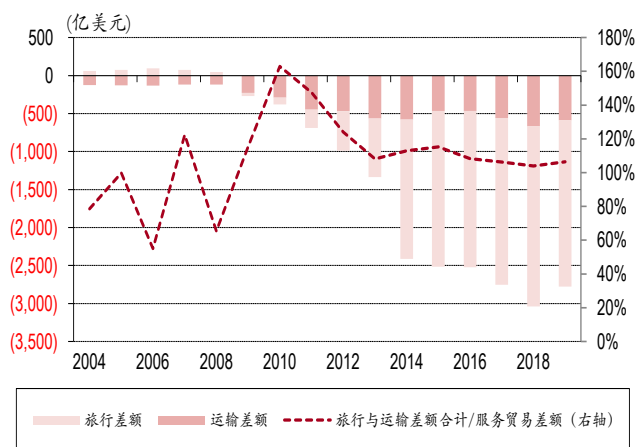


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

服务逆差缩小主要是因为旅行逆差大幅减少。我国服务逆差主要来源于旅行和运输两项，其中又以旅行逆差为主（见图 4）。今年一季度，旅游收入同比下降 43%，支出下降 30%，但因基数原因，旅行逆差 415 亿美元，下降 28%，减少 160 亿美元，对同期服务逆差减少为正贡献 98%。作为第二大赤字项目的运输逆差 117 亿美元，同比减少 8 亿美元，对服务逆差减少为正贡献 5%。

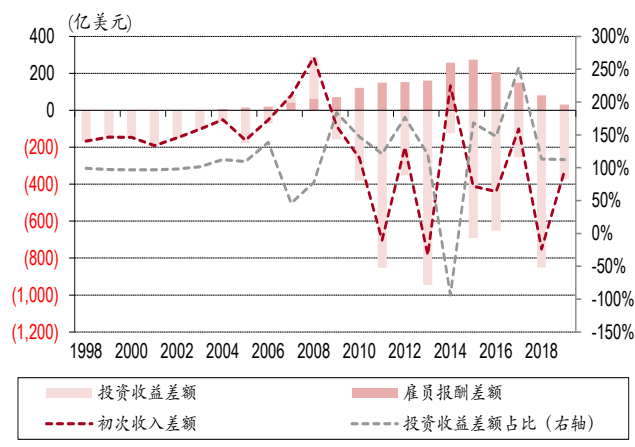
初次收入逆差扩大主要是因为投资收益逆差增加。投资收益逆差是我国初次收入逆差的主要来源（见图 5）。今年一季度，投资收益收入（对外投资回报）同比减少 64%，支出（利用外资成本）减少 29%，收入降幅大于支出，投资收益逆差 118 亿美元，同比扩大了 263 亿美元，对同期初次收入逆差增加为正贡献 98%。

图表 4. 年度国际收支服务差额及旅行和运输项目差额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 5. 初次收入差额主要构成及投资收益差额占比

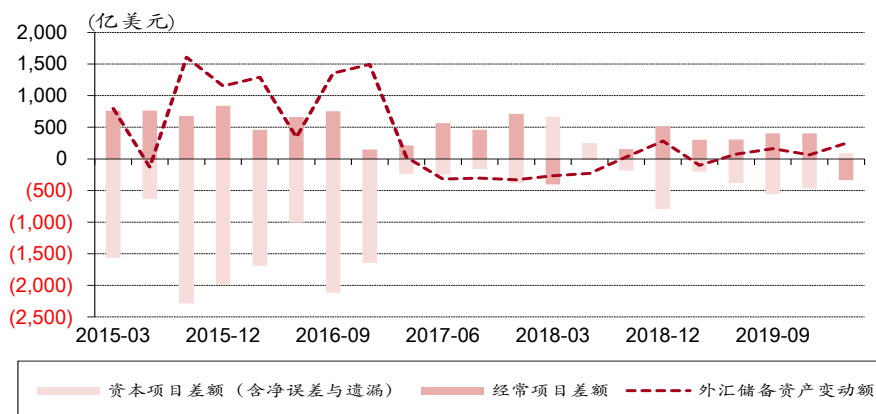


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

三、资本项目由逆差转为顺差，外汇储备资产略有下降

今年一季度，我国资本项目（含净误差与遗漏）顺差 86 亿美元，上年同期为逆差 201 亿美元。这是 2015 年“8.11”汇改以来第三次资本项目顺差，上两次分别为 2018 年第一二季度。同期，剔除汇率和资产价格变动的估值影响后，外汇储备资产减少 248 亿美元，上年同期为增加 100 亿美元。但自 2017 年初起，外汇储备资产不论增减，幅度均不大，表明央行已基本退出外汇市场的常态干预（见图表 6）。

图表 6. 季度国际收支主要项目构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

此种情形下，国际收支必然是经常项目与资本项目互为镜像关系的自主平衡，即经常项目逆差时资本项目顺差，经常项目顺差时资本项目逆差。这是从国际收支平衡表编制的借贷记账法中“有借必有贷、借贷必相等”得出的结论，即经常项目收支状况才是跨境资本流动的决定因素，而非本外币利差、汇率预期、金融开放等“身外之物”。不论“双顺差”还是“双逆差”，都是国际收支失衡。

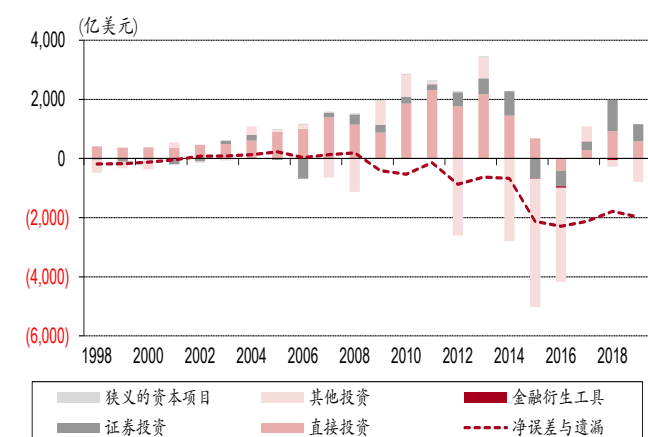
如果有人问：中国开放资本账户以后，会是资本流入还是资本流出？我们的回答很肯定：如果经常项目顺差，就一定是资本流出；经常项目逆差，就一定是资本流入。但如果问：中国资本账户开放以后，人民币汇率会升值还是会贬值？我们的回答则很不确定。因为经常项目顺差不意味着人民币升值，资本项目逆差也不意味着人民币贬值。谁不也会天真地用贸易赤字解释或预测美元贬值，用资本流入来解释或预测美元升值，因为美国的国际收支结构就是经常项目赤字、资本项目盈余。

四、资本项目顺差主要是因为（狭义的）外债增加和净误差与遗漏额转正

国际收支口径的资本项目主要包括直接投资、证券投资、其他投资、金融衍生品交易和净误差与遗漏，以及资本项下的单方面转移（如债务的减免，又称狭义的资本项目）。其中，证券投资、其他投资、衍生品交易和净误差与遗漏，被统称为非直接投资形式的资本流动（Non-FDI capital flows），又称之为短期资本流动。从主要项目看，除个别年份外，近年来我国跨境直接投资和证券投资都是顺差，其他投资和净误差与遗漏基本都是逆差或负值（见图表 7）。

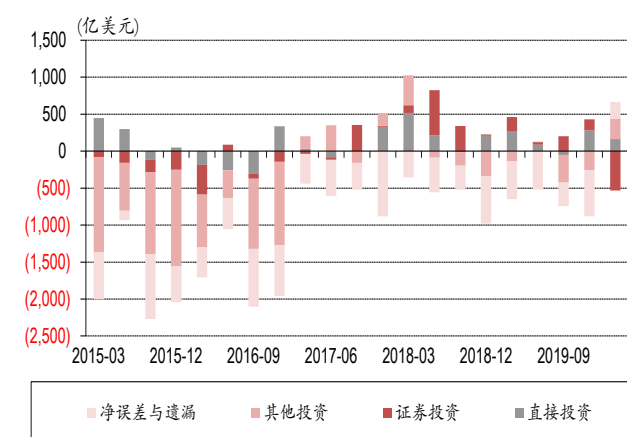
今年一季度，我国资本项目转为顺差，差额同比增加了 287 亿美元。从主要项目构成看：直接投资顺差 163 亿美元，同比下降 39%，减少 102 亿美元，对同期资本项目差额增加为负贡献 36%；证券投资逆差 532 亿美元，上年同期顺差 195 亿美元，减少 727 亿美元，对资本项目差额增加为负贡献 253%；其他投资顺差 277 亿美元，上年同期逆差 135 亿美元，增加 411 亿美元，对资本项目差额增加为正贡献 143%；净误差与遗漏正值 226 亿美元，上年同期负值 517 亿美元，增加 743 亿美元，对资本项目差额增加为正贡献 259%（见图表 8）。

图表 7. 年度国际收支资本项目主要项目构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 8. 季度国际收支口径的资本项目主要项目构成

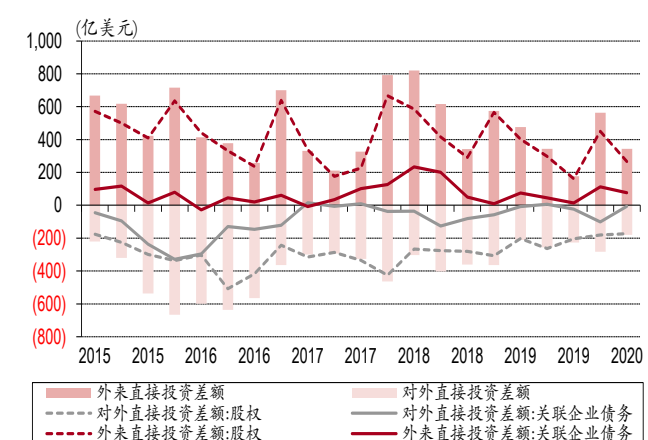


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

进一步分析，直接投资顺差缩小主要是因为外来直接投资净流入减少。一季度，外来直接投资项下的股权投资净流入同比下降34%，关联企业债务净流入增长4%，合计净流入343亿美元，下降28%，减少133亿美元，对同期直接投资净流入减少为正贡献130%；对外直接投资项下的股权投资净流出下降14%，关联企业债务净流出下降18%，合计净流出180亿美元，下降14%，减少30亿美元，对直接投资净流入减少为负贡献30%（见图表9）。外来直接投资项下的股权投资净流入同比下降，主要反映了疫情对外商投资企业商务活动及其盈利状况的短期影响，不意味着全球产业链重构已经发生。实际上，据商务部统计，今年4、5月份，我国以美元计价的实际利用外资连续同比正增长，令前5个月的累计降幅由一季度的12.8%收敛至6.2%。

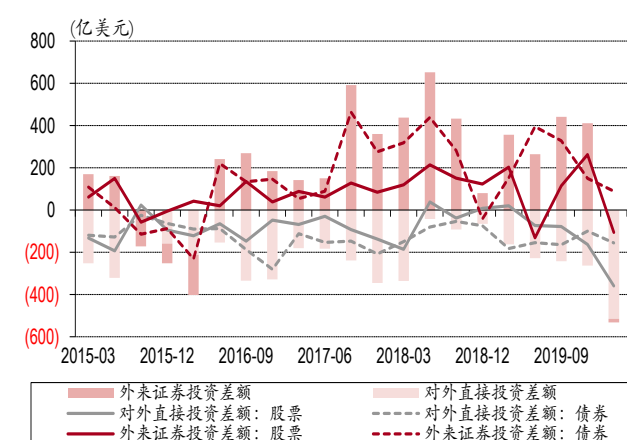
受3月份全球股灾的影响，一季度我国证券投资（又称跨境组合投资）出现了较大规模的净流出，主要是因为对外直接投资净流出扩大、外来直接投资净流入减少。同期，对外股票投资净流出同比增长1845%，对外债券投资增长15%，对外证券投资净流出515亿美元，净流出增长218%，增加353亿美元，对同期证券投资逆差增加为正贡献49%；外来股票投资净流入下降152%，外来债券投资净流入下降42%，外来证券投资净流出17亿美元，增加373亿美元，对证券投资逆差增加为正贡献51%（见图表10）。

图表 9. 季度国际收支口径的跨境直接投资主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

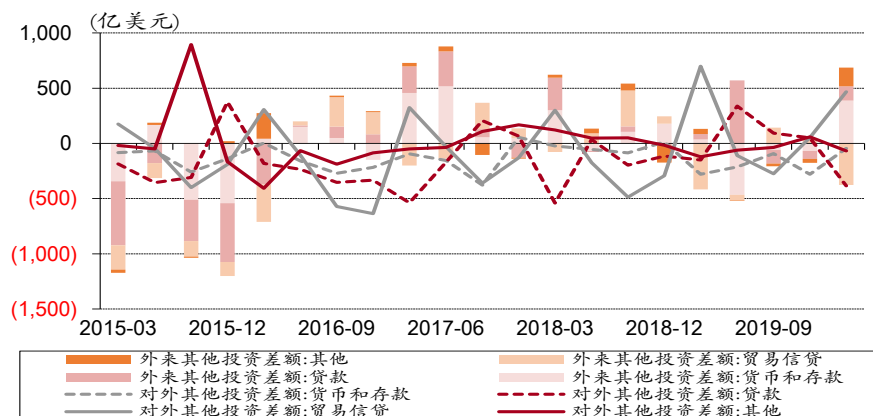
图表 10. 季度国际收支口径的跨境证券投资主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

其他投资由逆差转为顺差的主要原因是外来其他投资净流入增加。一季度，外来其他投资项下的货币和存款净流入同比增长 955%，贷款净流入增长 164%，贸易信贷负债净流入减少 9%，其他外来投资净流入增长 257%，外来其他投资净流入 309 亿美元，净流入增加 592 亿美元，对同期其他投资净流入增加为正贡献 144%；对外其他投资项下的货币和存款净流出下降 84%，贷款净流出增长 158%，贸易信贷资产净流出下降 33%，其他对外投资净流出下降 44%，对外其他投资净流出 32 亿美元，上年同期净流入 149 亿美元，净流入减少 181 亿美元，对其他投资净流入增加为负贡献 44%（见图表 11）。外来其他投资增加，对应的就是同期狭义的外债增加。

图表 11. 季度国际收支口径的跨境其他投资主要构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

净误差与遗漏不是统计出来的，而是国际收支平衡表的轧差项目。其产生既有统计的原因，又有经济的原因，不能简单视为资本外逃（负值）或热钱流入（正值）。今年一季度，净误差与遗漏为正值，上次正值是 2011 年第一季度。当期，净误差与遗漏相当于同期国际收支口径的货物进出口额的 2.5%，该比例的绝对值同比回落了 2.8 个百分点；年化净误差与遗漏相当于年化货物进出口额的 -2.9%，绝对值同比回落了 1.5 个百分点（见图表 12）。这两个比例均在正负 5% 的合理范围以内，且绝对值均有所下降，显示国际收支统计质量趋于改善。

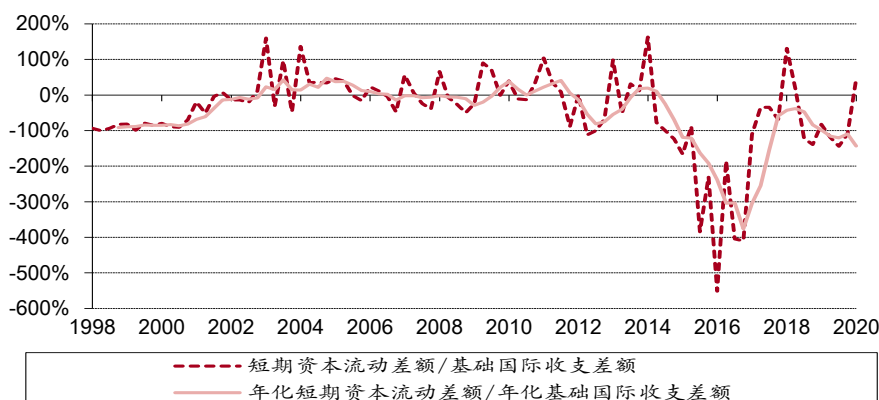
理论上，通常抛开价值判断，将净误差与遗漏纳入资本项目项下框架，负值视为资本流出、正值视为资本流入。但是，净误差与遗漏负值既可能是因为资本流出低估，也可能是因为经常项目顺差高估或逆差低估。反之，正值既可能是因为资本流入低估，也可能是因为经常项目顺差低估或逆差高估。所以，这种简单处理肯定是高估了资本流入或流出的规模。

五、外汇储备资产下降既有基本面的原因也有市场情绪的影响

今年一季度，在经常项目转为逆差、直接投资净流入下降的情况下，我国经常项目与直接投资差额合计的基础国际收支逆差 174 亿美元，这是 1998 年发布季度数据以来首次。基础国际收支顺差较上年同期减少了 740 亿美元，其中，经常项目顺差减少贡献了 86%，直接投资顺差减少贡献了 14%。

同期，短期资本流动（含净误差与遗漏，又被称为非直接投资形式的资本流动，或者国际游资或热钱）净流出 77 亿美元，同比下降 84%，减少 389 亿美元。其中，其他投资净流入增加贡献了 106%，净误差与遗漏转正贡献了 191%，证券投资净流出为负贡献 187%。当季，短期资本流动差额与基础国际收支差额之比为 44%；年化短期资本流动差额与年化基础国际收支差额之比为 -143%，负值环比上升了 34 个百分点，显示市场偏空情绪较上年底有所上升（见图表 12）。

图表 12. 季度短期资本流动差额与基础国际收支差额及其之比



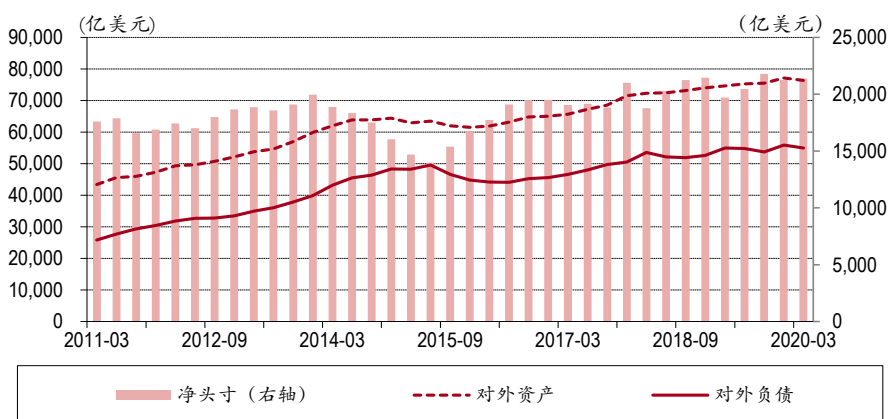
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

一季度，储备资产减少 251 亿美元（其中外汇储备资产减少 248 亿美元），上年同期为增加 100 亿美元。从构成看，基础国际收支逆差贡献了 69%，短期资本净流出贡献了 31%。基础国际收支由顺差转为逆差反映疫情蔓延造成了经济基本面的恶化，短期资本净流出则表明疫情发展的不确定性推高了市场避险情绪。

六、对外资产和负债双下降，对外净头寸略有增加

截至今年一季度末，我国对外金融资产 76354 亿美元，较上年末减少 791 亿美元；对外负债 54981 亿美元，减少 923 亿美元；净头寸为对外净资产（或净债权）21373 亿美元，增加 133 亿美元（见图表 13）。

图表 13. 季末对外金融资产负债状况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

如果将国际收支平衡表与国际投资头寸表结合起来看，从“期末-期初余额=期间交易引起的变动+期间非交易引起的变动”的勾稽关系，可以进一步分析前述对外金融资产负债变动的结构。其中，“期末-期初余额”对应的是国际投资头寸表的相应项目；期间“交易引起的变动”对应的是国际收支平衡表中金融账户的相应项目（包括储备资产变动）；“非交易引起的变动”主要是指汇率和资产价格变动引起的估值变化，以及统计调整，这主要是通过前两项轧差出来。于是，我们可以得到图表 14。

图表 14. 一季度对外金融资产负债变动的构成 (单位: 亿美元)

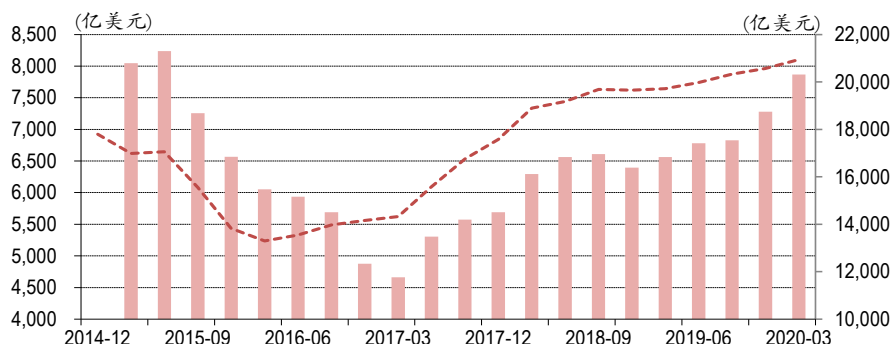
	2019 年末	2020 年 3 月末	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	21,240	21,373	133	-112	245
资产	77,145	76,354	(791)	512	(1303)
1.直接投资	20,945	20,895	(50)	180	(230)
2.证券投资	6,460	6,408	(52)	515	(567)
3.金融衍生工具	67	105	37	35	2
4.其他投资	17,443	17,143	(300)	32	(332)
5.储备资产	32,229	31,803	(427)	(251)	(176)
其中: 外汇储备	31,079	30,606	(473)	(248)	(225)
负债	55,905	54,981	(923)	624	(1547)
1.直接投资	29,281	29,064	(217)	343	(560)
2.证券投资	13,646	12,632	(1014)	(106)	(908)
3.金融衍生工具	65	119	54	(11)	66
4.其他投资	12,913	13,166	253	309	(56)

资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

从图表 14 可知, 今年一季度我国在金融账户 (含储备资产变动) 净流入 112 亿美元的情况下, 对外净头寸还增加 133 亿美元, 主要是非交易引起的变动贡献了 184%, 交易引起的变动为负贡献 84%。之所以如此, 主要是非交易引起的对外资产和负债分别缩水 1303 亿和 1547 亿美元, 但对外负债缩水大于资产, 故净头寸依然录得小幅增长。

需要指出的是, 因为一季度人民币汇率中间价贬值 1.54%, 这意味着所有以人民币计价的对外负债均会缩水。其中, 估计直接投资的股权投资项下由此形成的汇兑损失约为 410 亿美元, 超过了当期外商直接投资项下的股权投资净流入 266 亿美元的规模; 本币外债由此形成的汇兑损失约为 116 亿美元 (见图表 15)。

图表 15. 季末中国外债的币种构成



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_4250

