2020 年 01 月 13 日
陈骁；魏伟；郭子睿

宏观周报

顺差收支格局延续，短期资本外流放缓——2019年中国跨境资本流动回顾与2020年展望

■ 核心观点

第一，2019 年下半年国际收支较上半年呈现两点变化：其一是，经常账户与非储备性质金融账户的双顺差格局转为经常账户顺差和非储备性质金融账户逆差；其二是，地下渠道的资本外流规模有所放缓。

第二，导致 2019 年中国经常账户表现好于预期的主要原因有二：一是虽然出口增速由于全球经济增速放缓与中美贸易摩擦加剧而有所放缓，但进口增速的下降更快，结果导致货物贸易顺差不降反升。二是随着外管局加强对服务贸易项下非法资本外流的监管，2019 年中国服务贸易逆差的水平要显著低于 2018 年。

第三，2019 年三季度非储备性质金融账户呈现出直接投资和其他投资皆由顺差转为逆差，这与中美贸易摩擦恶化、人民币汇率快速贬值有关。而证券投资顺差大幅增加，主要受益于 A 股市场行情的回暖。

第四，2019 年三季度误差与遗漏项净流出有所缓解，四季度有望延续缓解态势，这主要是由于一方面人民币汇率由 2018 年的贬值在 2019 年上半年转为震荡企稳态势（汇率对短期资本流动影响有滞后）；另一方面全球不确定性指数高位回落，投资者风险偏好有所提振。

第五，展望 2020 年，中国国际收支的可能格局是，经常账户保持小幅顺差、非储备性质金融账户在小幅顺差与小幅逆差之间跳跃、错误与遗漏项资本净流出的规模有所下降。

本周市场重点

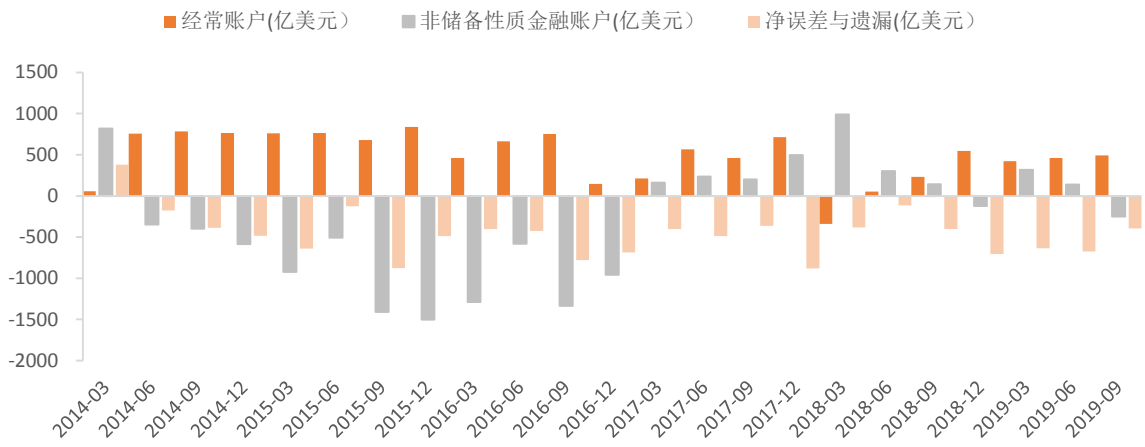
2019 年上半年中国国际收支大致体现出两个特征：特征之一是经常账户与非储备性质金融账户呈现出持续双顺差的格局；特征之二是地下渠道的资本外流规模显著放大。**2019 年下半年上述两个特征都有所转变：其一是，经常账户与非储备性质金融账户的双顺差格局转为经常账户顺差和非储备性质金融账户逆差；其二是，地下渠道的资本外流规模有所放缓。**

2019 年第一、二季度，中国经常账户顺差分别为 490 与 462 亿美元，显著高于 2018 年同期的-341 与 53 亿美元。2019 年第三季度，中国经常账户顺差为 492 亿美元，延续一、二季度顺差格局，并且显著高于 2018 年同期的 233 亿美元。虽然目前四季度数据尚未公布，但从月度的贸易数据来看，2019 年四季度中国经常账户大概率延续顺差格局。

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。

在 2019 年年初，很多分析人士认为 2019 年中国可能出现经常账户逆差。但从目前的情况来看，2019 年中国经常账户出现逆差的概率依然较低。导致中国经常账户表现好于预期的主要原因有二：一是虽然出口增速由于全球经济增速放缓与中美贸易摩擦加剧而有所放缓，但进口增速的下降更快，结果导致货物贸易顺差不降反升。2019 年前三季度国际收支口径下的货物贸易顺差累计规模 3399 亿美元，显著高于 2018 年同期 2561 亿美元。二是随着外管局加强对服务贸易项下非法资本外流的监管，2019 年中国服务贸易逆差的水平要显著低于 2018 年。

图表1　中国的季度国际收支格局



资料来源：WIND，平安证券研究所

2019 年一、二季度，中国非储备性质金融账户顺差分别为 316 与 138 亿美元，这虽然显著低于 2018 年同期，但却显著好于 2018 年下半年。2019 年三季度，中国非储备性质金融账户由顺差转为逆差 250 亿美元。**与 2019 年上半年相比，2019 年三季度非储备性质金融账户呈现出直接投资和其他投资由顺差转为逆差、证券投资顺差大幅增加的特点**。

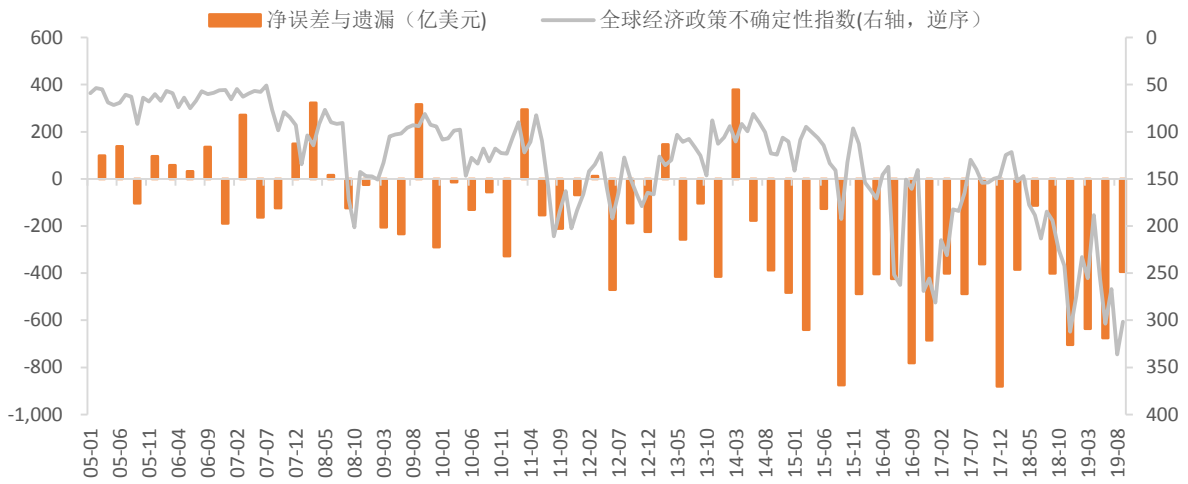
自 2017 年三季度以来，中国的直接投资一直保持顺差，也即直接投资的净输入国。导致 2019 年三季度直接投资由顺差转为逆差的主要原因是外商对华直接投资（FDI)大幅下滑，尤其是股权投资。事实上，2019 年上半年直接投资虽然是顺差，但顺差规模显著低于 2018 年同期。**我们认为 2019 年中国外商直接投资规模持续下滑主要是受了中美经贸摩擦加剧的负面影响，随着中美贸易摩擦取得阶段性缓和，2020 年中国外商直接投资规模有望回升**。

2019 年三季度其他投资由二季度的顺差转为大幅逆差 388 亿美元，这是导致三季度非储备性质金融账户转为逆差的最主要因素。三季度的其他投资体现出资产端逆差扩大以及负债端由顺差转为逆差的特点，这意味在 2019 年三季度，其他投资项目下同时出现内资外流加大和外资外流。这一格局的出现较早是在 2015 年 811 汇改之后，由于人民币兑美元贬值预期放大，中国出现较大规模的短期资本流出。而随着外管局从 2016 年起逐渐加大对资本流出的监管，资本流出的规模得到了遏制。因此，**我们认为三季度其他投资的大幅逆差可能主要由于三季度中美贸易摩擦突然恶化，人民币在 8 月份出现较大幅度的贬值有关**。

在直接投资和其他投资都出现不同程度恶化的同时，比较令人欣慰的是，证券投资顺差大幅增加，由二季度的 36 亿美元上升到 200 亿美元。通过细分账户可见，证券投资顺差的增加主要受境外投资者加大对中国股票市场投资，由二季度的逆差 131 亿美元转为三季度的顺差 114 亿美元，这与三季度 A 股市场行情有所回暖有关。**展望 2020 年，证券投资有望延续顺差，不同季度的规模变化可能会受到 A 股市场行情的影响。**

然而，2019 年中国国际收支数据中最值得我们关注的，还是误差与遗漏项净流出规模的变化，其大致代表了地下渠道资本外流的变化。2019 年上半年，中国国际收支表中的误差与遗漏项净流出达到 1312 亿美元，仅次于历史最高点 2016 年下半年的 1467 亿美元。2019 年三季度误差与遗漏项净流出有所缓解，规模为逆差 394 亿美元。**我们认为 2019 年四季度误差与遗漏项净流出有望延续缓解态势，这主要是由于一方面人民币汇率由 2018 年的贬值在 2019 年上半年转为震荡企稳态势（汇率对短期资本流动影响有滞后）；另一方面全球不确定性指数高位回落，投资者风险偏好有所提振**。

图表2　净误差与遗漏项和全球不确定性



资料来源：WIND，平安证券研究所

展望 2020 年，中国国际收支的可能格局是，经常账户继续保持顺差、非储备性质金融账户在小幅顺差与小幅逆差之间跳跃、错误与遗漏项资本净流出的规模有所下降。做出上述判断的主要依据包括：第一， 2020 年出口增速弱势震荡，进口增速有所修复，但难以出现显著反弹，进、出口延续双弱格局。“衰退型”顺差延续，经常账户全年大概率继续保持顺差，但规模可能会有所下降；第二，全球经济政策不确定性指数高位回落。2019 年全球经济政治一直面临着三重不确定性，分别是全球贸易摩擦蔓延、发达经济体社会分化以及地缘政治冲突加剧。2020 年全球经济政治不确定性否极泰来，将主要来源于中东局势的不确定性和美国大选；第三，美元指数由牛转熊，中美利差保持高位，人民币兑美元汇率将呈现小幅升值格局；第四，中国股票市场主要指数估值位于历史均值区间，依然相对较低。人民币资产的吸引力叠加全球风险偏好的提振，有助于缓解短期资本外流的压力。

上周市场动态

■　**国家统计局公布 2019 年 12 月物价数据**

事件：1 月 9 日，国家统计局公布了 2019 年 12 月物价数据：12 月份 CPI 同比 4.5%（上期 4.5%），环比 0.0%；PPI 同比–0.5%（上期–1.4%），环比 0.0%。2019 年全年，全国居民消费价格比上年上涨 2.9%，工业生产者出厂价格比上年下降 0.3%。

点评：针对 12 月的物价数据，我们有以下观点：一是随着生猪生产出现积极变化，中央和地方储备猪肉陆续投放，进口量有所增加，猪肉供给紧张状况进一步缓解，猪肉及其替代肉类贡献下降。核心 CPI 同比上涨 1.4%，涨幅与上月持平，显示经济总需求依然较弱。二是非食品同比和环比皆出现小幅反弹，主要是受原油价格上涨的影响交通和通信出现反弹，并未引发全面通胀预期的发散，这意味当前的 CPI 通胀还是结构性的。CPI 同比增速有望在 2020 年 1 月触顶，可能会达 5%左右。CPI 通胀触顶之后高位回落，货币政策宽松的力度和幅度都会逐渐加大。三是 PPI 同比增速回升 0.9 个百分点至–0.5%，主要受去年的低基数以及油价上涨的影响。PPI 环比由上月下降 0.1%转为持平，环比涨幅贡献较大的主要是石油和天然气开采、燃气生产供应、石油加工、黑色冶炼等。四是往后看，PPI 同比增速将继续延续改善。一方面，2019 年 1 月份 PPI 的基数依然较低，另一方面，短期经济呈现弱企稳态势，有助于工业品价格的回升。此外，美伊冲突虽然难以进一步大幅恶化，但中东局势将长期保持较为紧张，油价有望高位震荡，这也会对 PPI 形成一定支撑。

■ **全国银行保险业监管工作会议召开**

事件：1 月 11 日，银保监会官网发布动态称，2020 年全国银行保险业监管工作会议近日召开，会议强调，要强化对民营企业特别是民营制造业企业金融服务，突出支持先进制造业和产业集群，重点纾解有市场前景企业的流动性困难；严格执行授信集中度等监管规则，严防信贷资金违规流入房地产领域；尽快制定负债质量监管办法，提高银行保险机构，特别是中小机构负债的稳定性和匹配性。

点评：本次会议在 2020 年银行保险行业的重点工作方向上定下了基调，主要涉及防风险攻坚、服务实体经济、金融对外开放以及中小银行治理等重点内容，可以看做是 2019 年工作的延续和进一步加强。在防风险方面，要稳妥处置高风险机构；继续拆解影子银行；严防信贷资金违规流入房地产领域；严肃查处违法违规搭建的金融集团；深入推进网络借贷专项整治；配合地方政府深化国有企业改革重组；有效防范化解外部冲击风险。在金融服务实体经济质效方面，要抓紧出台商业银行小微企业金融服务监管评价办法；强化对民营企业特别是民营制造业企业金融服务；加强社会服务领域金融支持，落实支持生猪生产金融政策措施；助力打赢脱贫攻坚和污染防治攻坚战；大力发展绿色金融。在对外开放方面，今年要进一步扩大对外开放，加快已出台政策落地见效。同时，完善公司治理，全面加强资产和负债质量监管，探索完善银行保险机构恢复与处置机制，抓紧研究确定国内系统重要性金融机构名单等。在中小银行治理方面，全面加强资产和负债质量监管，提高中小机构负债的稳定性和匹配性至关重要。

重要数据跟踪

图表3　重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.01.10)	最新值分位	本周均值 (2020.01.06-01.10)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.85	75.8%	1.53	71.8%	-6.96	-46.65
R007	2.58	81.0%	2.45	77.2%	-22.87	-17.59
SHIBOR:3M	2.86	80.5%	2.89	80.7%	-11.26	-11.69
1 年期国债收益率	2.27	76.5%	2.34	77.7%	-5.07	-19.52
10 年期国债收益率	3.08	70.8%	3.12	71.3%	-1.86	-4.35
1 年期国开债收益率	2.43	72.8%	2.46	72.8%	-6.88	-19.83
10 年期国开债收益率	3.53	73.0%	3.57	73.9%	-1.81	-1.22
美元兑人民币:中间价	6.94	71.5%	6.95	71.6%	-0.10%	-0.50%

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_7827