

二季度国际收支数据点评： 短期经常账户顺差仍具韧性

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿 一般证券从业资格编号
S1060118070054
010-56610360
GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

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。

■ 经常账户顺差保持高位，货物贸易顺差增加是主导

2 季度经常账户延续顺差格局为 462 亿美元，保持相对高位。虽然 1 季度和 2 季度经常账户都为顺差，但主导因素并不完全相同。1 季度经常账户的顺差很大程度上是由于初次收入项下的投资收益项由负转正，2 季度这一因素发生逆转。2 季度经常账户顺差保持高位主要源于货物贸易顺差规模较大，为 1206 亿美元，远高于 1 季度的 948 亿美元和 2018 年的季度均值 988 亿美元。

未来我国货物贸易顺差的变化具有较大的不确定性，这同时取决于货物贸易出口增速和进口增速的变化。出口方面，未来我国出口增速面临着多重不利因素的叠加，如全球经济下行压力进一步增大、中美关税持续升级的负面影响逐渐显现以及前期“抢出口”的支撑因素逐渐减弱。进口方面，考虑到本轮逆周期调控政策托而不举的特点，进口增速难以大幅反弹，大概率维持低位震荡。这就意味着未来货物贸易顺差有望显著收窄。但就短期来看，综合 7、8 月份的平均出口增速为 1.15%，依然高于上半年的平均出口增速，在全球经济下行压力不断增加的背景下，7、8 月份整体的出口增速回升仍有抢出口因素的支撑，这说明短期货物贸易顺差仍具有一定的韧性。

展望未来，我们认为经常账户短期无忧（三季度），虽然货物出口增速未来面临着多重不利因素的叠加，但短期仍具有韧性。从高频的货物和服务贸易差额来看，7、8 月份二者整体仍为大幅顺差。未来经常账户的转折性变化仍然取决于货物贸易的变化。

■ 金融账户延续顺差，不同分项顺差规模收窄

2 季度非储备性质金融账户延续 1 季度的顺差，但规模有所收窄。不同分项下，无论直接投资、证券投资还是其他投资的顺差规模都有所降低。整体来看，在 5 月份中美贸易摩擦恶化导致的人民币贬值以及 2 季度中国的股票市场发生了一定幅度调整背景下，中国的短期资本呈现流出压力。无论是境内短期资本还是境外短期资本都具有较强的顺周期性和高波动性，虽然中国的金融市场开放在提速，但保留一定程度的短期资本审慎管理仍具有必要性。目前来看，境外投资者增持中国的债券资产是资本流入相对稳定的资金。

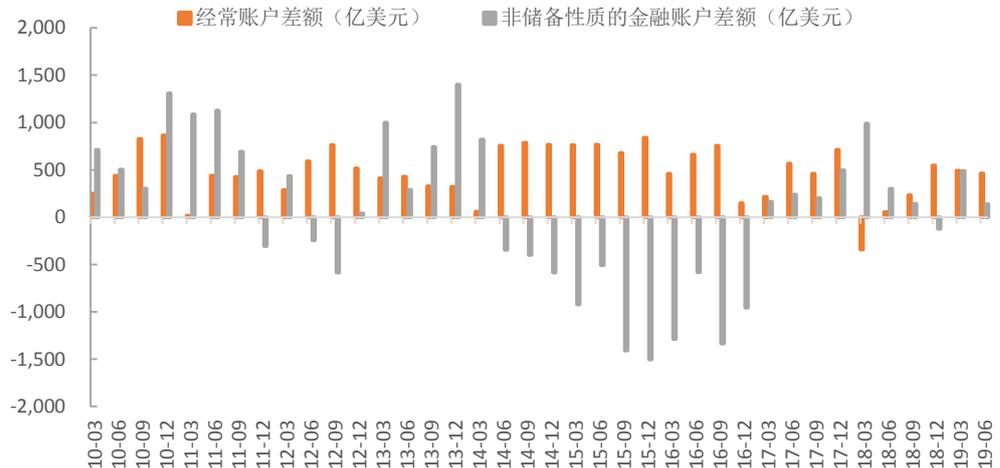
■ 储备资产由升转降，误差与遗漏规模保持高位

2 季度储备资产减少 75 亿美元，由 1 季度的增长转为下降。不过自 2017 年以来，我国的外汇储备资产一直稳定在 3.1 万亿美元左右，这意味着我国已经基本不再使用外汇储备干预外汇市场。

2 季度误差与遗漏项规模-675 亿美元，较 1 季度-878 亿美元有所收窄，但依然保持高位。2017 年以及 2018 年前三季度中国的误差与遗漏项规模季度均值为-430 亿美元，之后开始大幅走阔，这说明通过地下渠道的资本流出压力依然较大。

近日国家外汇管理局公布了2019年2季度国际收支数据：2季度经常账户顺差462亿美元（前期490亿美元），非储备性金融账户顺差138亿美元（前期488美元），储备资产净减少75亿美元（前期净增加100亿美元），净误差与遗漏账户差额-675亿美元（前期-878亿美元）。国际收支的格局由2018年4季度“一顺一逆”连续两个季度转为“双顺差”，与2018年全年国际收支“双顺差”格局一致。

图表1 国际收支格局由2018年4季度“一顺一逆”连续两个季度转为“双顺差”



资料来源: WIND, 平安证券研究所

一、经常账户顺差保持高位，货物贸易顺差增加是主导

经常账户包括货物贸易、服务贸易、初次收入和二次收入。2季度经常账户延续顺差格局为462亿美元，保持相对高位。进一步的分析表明，虽然1季度和2季度经常账户都为顺差，但主导因素并不完全相同。1季度经常账户的顺差很大程度上是由于初次收入项下的投资收益项由负转正，2季度这一因素发生逆转，这与我们的预期一致。2季度经常账户顺差保持高位主要源于货物贸易顺差规模较大，为1206亿美元，远高于1季度的948亿美元和2018年的季度均值988亿美元。

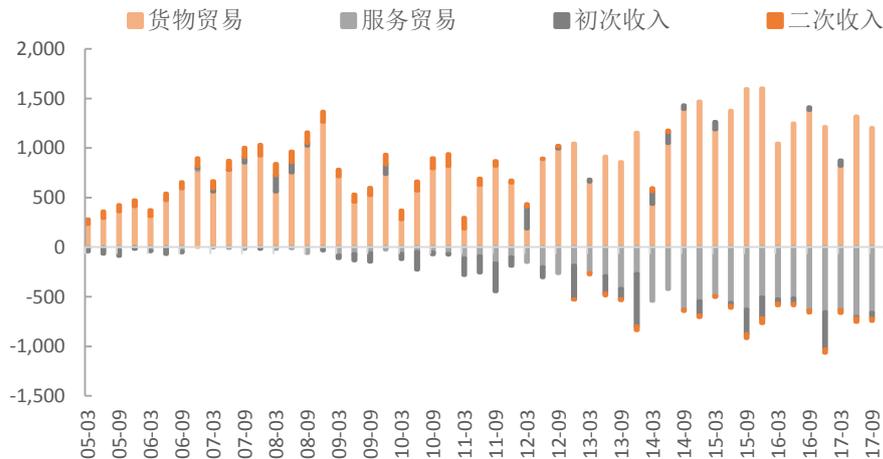
未来我国货物贸易顺差的变化具有较大的不确定性，这同时取决于货物贸易出口增速和进口增速的变化。出口方面，未来我国出口增速面临着多重不利因素的叠加：其一，全球经济下行压力进一步增大，美国经济也在边际恶化；其二，中美关税持续升级的负面影响逐渐显现；其三，前期“抢出口”的支撑因素逐渐减弱，并一定程度上透支了未来的出口需求。进口方面，近日国内的逆周期调控政策逐渐加码，但考虑到本轮政策托而不举的特点，进口增速难以大幅反弹，大概率维持低位震荡。这就意味着未来货物贸易顺差有望收窄。但就短期来看，综合7、8月份的平均出口增速为1.15%，依然高于上半年的平均出口增速，在全球经济下行压力不断增加的背景下，7、8月份整体的出口增速回升仍有抢出口因素的支撑，这说明短期货物贸易顺差仍具有一定的韧性。

服务贸易方面，2季度服务贸易逆差(-658亿美元)较1季度有所增加，但依然显著低于2018年的季度均值(-730亿美元)。事实上，我国的服务贸易逆差规模从去年四季度开始显著改善，这可能是由于2018年前三个季度服务逆差一直处于高位(2018年前三季度服务贸易逆差均值规模为-760亿美元)，国家对通过服务贸易项下的资本流出加强了监管。具体细项来看，运输、旅行和知识产权服务仍是服务逆差的主要因素，三者逆差占比为115%，其中旅行贡献占比超过80%。

此外，值得一提的是 2 季度初次收入由 1 季度的顺差再次转为逆差，这与我们之前的分析一致。初次收入包括雇员报酬和投资收益，其中投资收益是主导。观察过去 10 年我国初次收入的变化，可以发现初次收入基本呈现逆差格局。这主要是由于我国境外投资的资产以发达国家债券尤其是美国国债为主，而境外对我国的投资以直接投资为主，二者收益率的差异导致我国虽然是净债权国但投资收益持续为逆差。而个别时期投资收益为顺差具有一定的偶然性，难以持续。

我们认为经常账户短期无忧（三季度），虽然货物出口增速未来面临着多重不利因素的叠加，但短期仍具有韧性。从高频的货物和服务贸易差额来看，7、8 月份二者整体仍为大幅顺差。未来经常账户的转折性变化仍然取决于货物贸易的变化。

图表2 经常账户各项目的变化（亿美元）



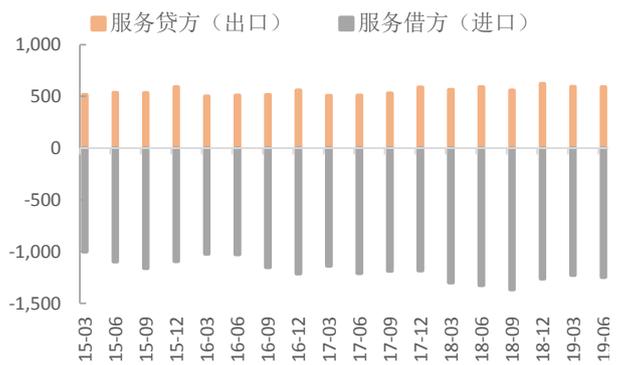
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表3 初次收入的变化（亿美元）



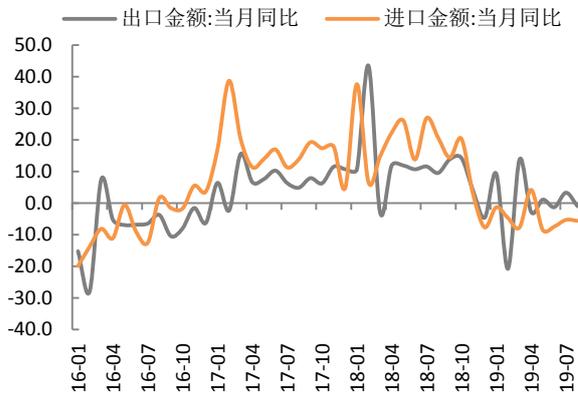
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 国际收支下货物贸易进出口变化（亿美元）



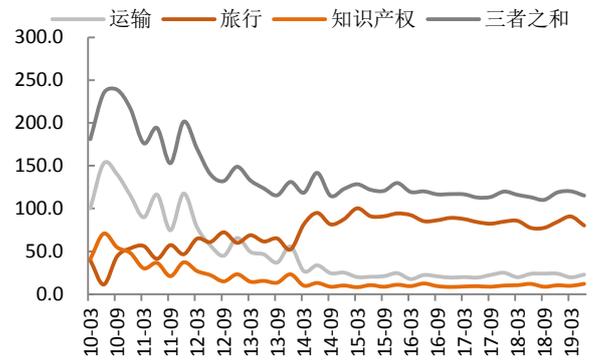
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 货物贸易进出口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 服务贸易不同细分项占比 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、金融账户延续顺差，不同分项顺差规模收窄

2019年2季度非储备性质的金融账户延续1季度顺差态势,这意味着开始于去年四季度的资本流出连续两个季度转为资本流入,但2季度顺差规模有所收窄。非储备性质的金融账户包括直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资。从各个分项目来看,非储备性质金融账户各个分项基本都有所收窄,2季度直接投资差额86亿美元,较上期减少179亿美元;2季度证券投资差额35亿美元,较上期减少159亿美元;2季度其他投资顺差7亿美元,较上期减少30亿美元。

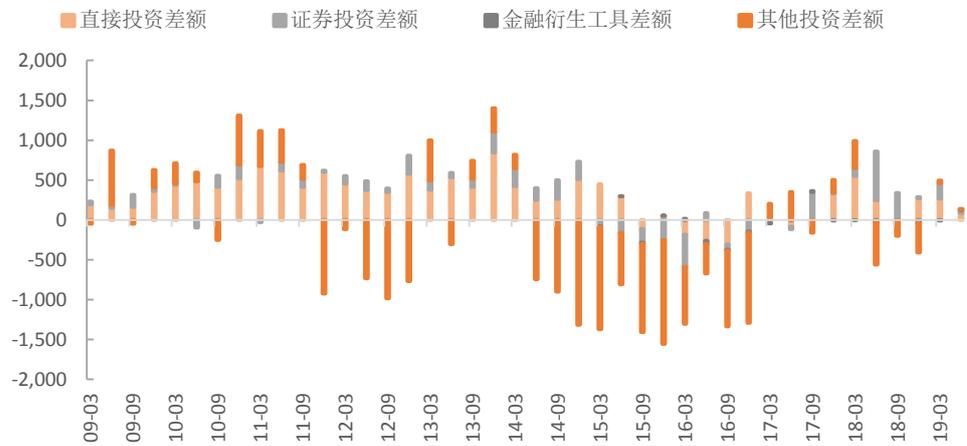
进一步分析来看,证券投资顺差的减少主要源于证券投资负债的降低和证券投资资产的增加,也即是说2季度境外居民减持了中国资产,同时境内居民增持了海外资产。导致境内外居民资本流出的主要因素可能在于5月份中美贸易摩擦恶化导致的人民币贬值以及2季度中国的股票市场发生了一定幅度的调整,这也说明了无论是境内短期资本还是境外短期资本都具有较强的顺周期性和高波动性。9月份我国进一步放开QFII/RQFII投资额度的限制,金融市场的开放不断加速,但对短期资本流动进行审慎管理仍然非常重要。在境内外短期资本同时流出的背景下,证券投资依然可以保持顺差的主要因素在于境外居民增持了中国的债券资产,在全球经济体纷纷开启降息周期,中国货币宽松保持相对审慎的环境下,中国的债券仍具有较强的吸引力,这也是未来维持我国证券投资保持顺差最为稳定的资金。

其他投资项主要刻画跨境借贷资金的流动。2季度其他投资虽然保持顺差,但无论是资产方还是负债方都发生了较大转变。其他投资的资产方由1季度的顺差320亿美元转为2季度的逆差43亿美元,负债方由1季度的逆差283亿美元转为顺差50亿美元,这说明其他投资明细下,既发生了内资外流,也发生了外资内流。通常而言,在人民币贬值压力增加时,其他投资多表现为逆差,在2018年后三个季度其他投资连续逆差,随着2019年三季度人民币出现大幅贬值并一度破7,其他投资连续两个季度的顺差恐难以持续。

综上,2季度非储备性质金融账户延续1季度的顺差,但规模有所收窄。不同分项下,无论直接投资、证券投资还是其他投资的顺差规模都有所降低。整体来看,在5月份中美贸易摩擦恶化导致的人民币贬值以及2季度中国的股票市场发生了一定幅度调整背景下,中国的短期资本呈现流出压力。无论是境内短期资本还是境外短期资本都具有较强的顺周期性和高波动性,虽然中国的金融市场开

放在提速，但保留一定程度的短期资本审慎管理仍具有必要性。目前来看，境外投资者增持中国的债券资产是资本流入相对稳定的资金。

图表7 非储备性质金融账户各项目的变化（亿美元）



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表8 证券投资各项目的变化（亿美元）



资料来源：WIND,平安证券研究所

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_9808



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn