



中国国际收支的最新变化、 未来走向与潜在风险



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明、刘瑶

一、疫情以来中国国际收支的最新变化

当前中国国际收支总体保持基本平衡。新冠肺炎疫情后，季度经常账户与资本账户维持着“一顺一逆”的状况，外汇储备规模变动不大，中国对外资产与负债规模小幅递增，但其中子项目表现出来的结构性变化及潜在风险仍然值得关注。

首先，疫情后中国经常账户余额迅速由负转正，但经常账户盈余迅速积累的动力恐难持续。疫情后，从去年二季度起，中国经常账户顺差显著增加，2020年全年经常账户顺差达到2740亿美元，今年一季度中国经常账户顺差694亿美元，经常账户余额占季度GDP比重达到1.8%（图1）。但值得注意的是，疫情后货物贸易出口的快速增长与服务贸易逆差的收窄决定了此轮经常账户的强劲反弹，而这又与疫情下全球贸易的低基数效应、外需的报复性增长及国际间旅行交往受阻有关。

根据WTO数据显示，今年一季度中国全球出口市场份额为14.2%，环比回落1.6%，全球出口份额的滑落暗示着货物出口的不间断增加与中国企业扩张产能并不可持续。同时，一旦疫情得以有效控制，区域间乃至全球交往的大门打开，服务贸易的逆差可能将继续扩增。两者均会对中国经常账户盈余的继续增长构成较大阻力。



图 1 近年来中国经常账户的走势（左轴单位：百万美元）

数据来源：国家外汇管理局、CEIC

其次，疫情后非储备性质金融账户出现连续季度逆差，其他投资项的持续净流出是最主要原因，短期资本流动的波动性显著上升。疫情后，中国非储备性质金融账户在 2020 年第二季度以来出现连续净流出，今年一季度非储备性质金融账户逆差达到 345 亿美元，上年同期为顺差 154 亿美元（图 2）。尽管直接投资在疫情后迅速增长，但是其他投资项（主要刻画了跨境信贷资金流动）的净流出更加显著，甚至流出规模创下近五年新高。一方面，需要密切关注其他投资项波动性上升对短期资本流动造成的潜在风险；另一方面，需要警惕外资企业将投资利润大规模汇回引发的投资者预期逆转。

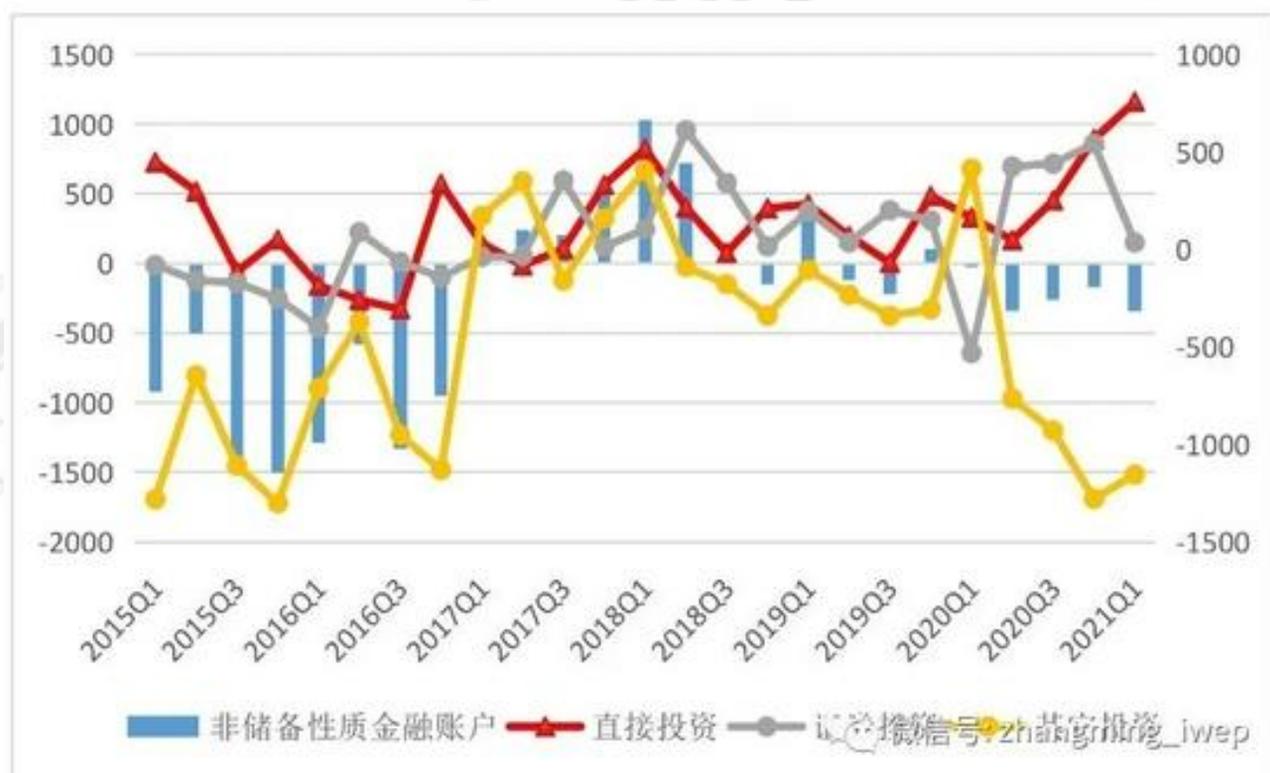


图2 近年来中国非储备性质金融账户走势（单位：亿美元）

数据来源：国家外汇管理局

再次，汇率变动与资产价格波动引发的估值效应等非交易因素导致储备资产规模减少。今年一季度，国际收支平衡表反映的储备资产（剔除估值效应）净增加 350 亿美元，但同期，由国际投资头寸表反映的储备资产（包含估值效应）减少 594 亿美元，两者缺口高达 944 亿美元（图 3）。事实上，近 20 年来，中国一直面临着庞大的经常账户盈余无法转化为净国外资产的问题，这在一定程度上意味着国民财富的流失。纵观今年一季度，全球主要货币与资产走势呈现分化，美元指数上涨约 3.6%，其余货币涨跌平分秋色，全球主要股指呈现显著上涨，但主要债券价格持续下跌，黄金价格累积跌幅超过 9%。由于中国对外资产端主要以债券为主，负债端则主

要以股权为主，股价的波动性显著高于债券，这就导致全球资产的震荡对中国海外净资产现值构成不利影响。

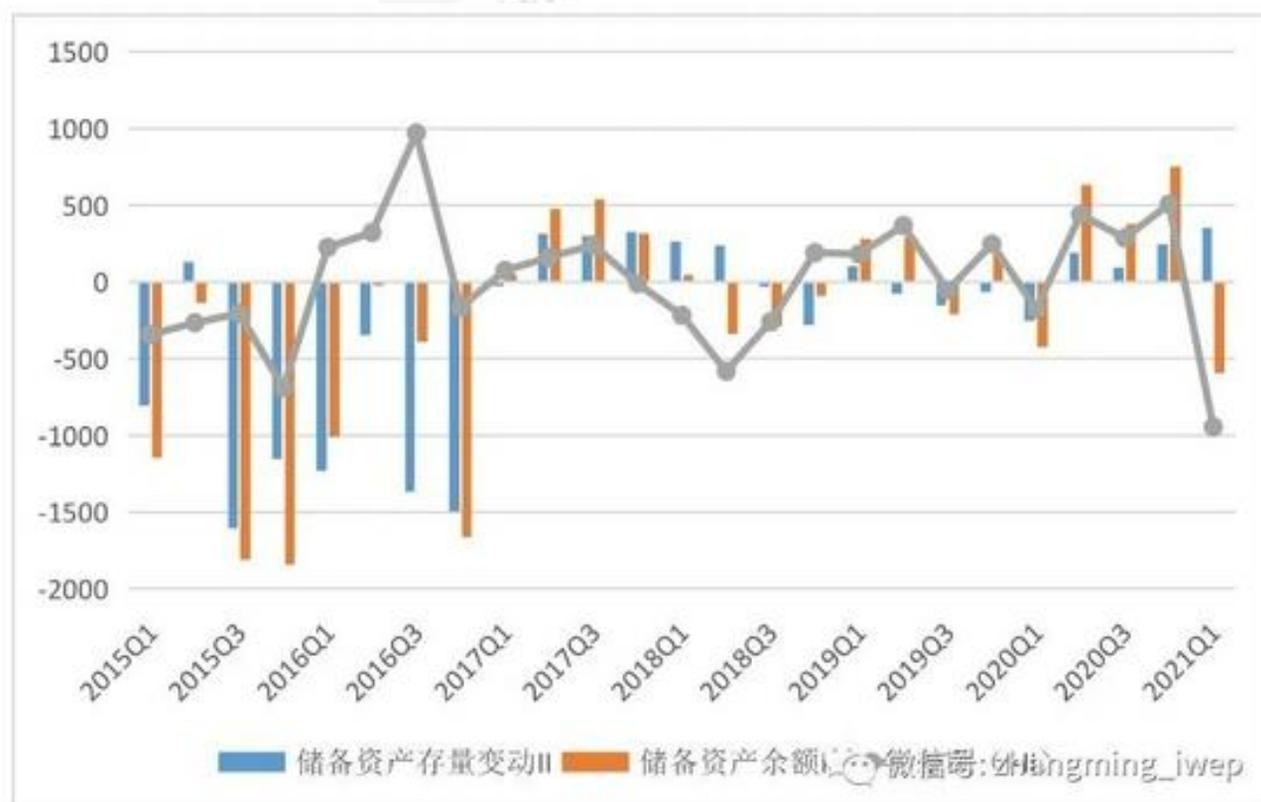


图3 中国储备资产缺口 (单位: 亿美元)

数据来源: 国家外汇管理局

最后，尽管疫情后净误差与遗漏项在 2021 年第一季度转负为正，但是近年来绝大多数季度误差与遗漏项的持续净流出依然值得警惕。从 2015 年一季度起至今，仅有两个季度净误差与遗漏项为正，多个季度中净误差与遗漏项规模甚至一度超过了贸易账户与经常账户的规模。由于中国的净误差与遗漏项走势并非呈现出类似白噪声序列，而是表现出持续、大规模的净流出，这可能意味着潜在的资本外逃。尽管今年一季度中国净误差与

遗漏项为 0.6 亿美元，净额创下近年来新低。然而，这种结果是偶然的还是统计数据质量的提高，依然有待进一步观察。

二、中国国际收支的未来走向及潜在风险

总量上，中国国际收支整体维持着“一顺一逆”、储备资产规模较为稳定的基本平衡状况，但近期中国国际收支的结构性特征更需要引起高度关注。判断未来中国国际收支的走向需要分析这轮最新变化是否具有可持续性，如果最近这轮中国国际收支的变动由结构性因素导致，那么这轮调整可能反映了未来中国国际收支的走向；如果这轮国际收支的变动是由周期性或外生冲击导致，那么随着全球经济的复苏，此轮国际收支的调整可能只是暂时的。

未来，中国经常账户的趋势性下降局面难以动摇。疫情后，中国货物贸易出口金额的反弹与份额扩增只是疫情冲击下中国经济率先复苏的表现，而人口老龄化导致的储蓄-投资缺口缩小、人均收入上升导致的货物贸易顺差下降与服务贸易逆差上升、人民币实际有效汇率的渐进升值将是中国经常账户走向的结构性因素。因此，中国经常账户顺差的缩小甚至转为逆差

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_34083

