

一季度国际收支数据点评： 下半年经常账户仍可能再现逆差

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，初次收入改善是主导

1 季度经常账户延续顺差格局为 490 亿美元，保持相对高位。进一步的分析表明，2019 年第 1 季度的货物贸易顺差（948 亿美元）其实略低于 2018 年的季度均值（988 亿美元），2019 年第 1 季度的服务贸易逆差（634 亿美元）显著低于 2018 年的季度均值（731 亿美元）。对比更加鲜明的是，2019 年第 1 季度中国的初次收入项顺差为 156 亿美元，而 2018 年季度均值为 -129 亿美元。这说明 2019 年第 1 季度中国经常账户的良好表现可能主要来自初次收入项下的投资收益项由负转正（这一点未来恐难持续）。

展望未来，经常账户的变化很大程度上取决于货物贸易进出口增速的变化。出口方面，受全球经济增长下行以及中美互加关税的影响，出口增速难以乐观。进口方面，受国内经济下行的影响，进口增速目前为负增长。我们认为经常账户短期无忧（二季度），但 G20 大阪峰会上中美将在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，如果从三季度开始，中国需要显著扩大对美国的进口，这可能会导致中国的货物贸易顺差大幅收窄，叠加服务逆差位于高位，下半年经常账户的顺差将会下降，甚至有可能在个别季度转为逆差。

■ 金融账户由逆差转为顺差，其他投资由逆转顺是主导

1 季度非储备性质的金融账户由去年 4 季度逆差 123 亿美元转为顺差 488 亿美元。从各个分项目来看，非储备性质金融账户转为顺差主要源于证券投资顺差的增加和其他投资由逆差转为顺差，1 季度证券投资顺差 195 亿美元，较上期增加 180 亿美元；1 季度其他投资顺差 37 亿美元，较上期逆差增加 407 亿美元。

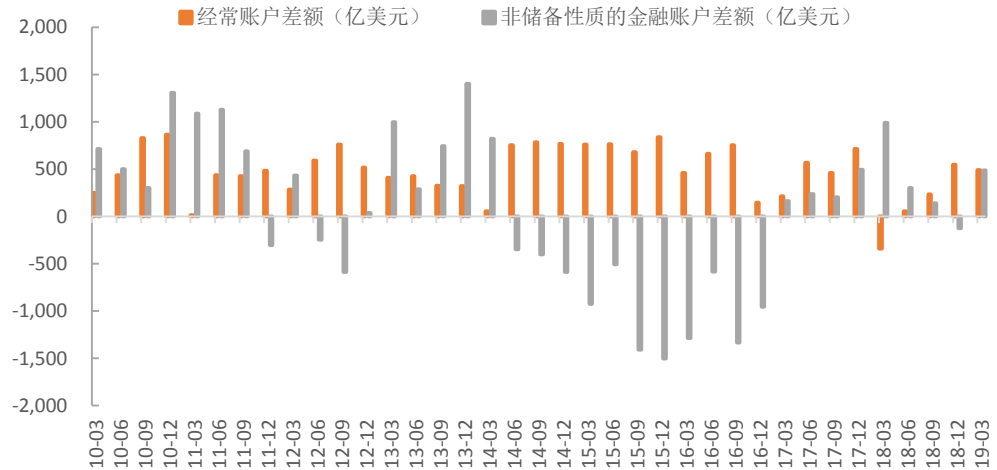
非储备性质金融账户转为顺差意味着始于 2018 年第 4 季度的短期资本外流在 2019 年第 1 季度再次转为流入。这与 1 季度人民币兑美元显著升值以及 1 季度中国股票市场表现较好有关，但这两点因素在 2 季度都发生了逆转。目前外管局尚未发布 2019 年第二季度的国际收支数据，我们从更加高频的银行代客结售汇差额来刻画短期资本流动总体状况，显示 4、5 月份资本流动整体表现为净流出。但 G20 大阪峰会中美贸易摩擦阶段性的缓和，将有助于缓和下半年人民币对美元的贬值压力，2019 年下半年破 7 的概率进一步下降，资本外流的压力也将有所缓和。

■ 储备资产由降转升，误差与遗漏规模显著走阔

1 季度储备资产上升 100 亿美元，是连续两个季度负增长后再次转正，储备资产的增加说明我国跨境资本流动整体呈现净流入状态，但这种流入主要通过经常账户渠道。1 季度误差与遗漏项规模 -878 亿美元，创下单个季度误差与遗漏的新高，这说明通过地下渠道的资本流出仍在增加。在 1 季度人民币汇率走强以及股票市场大幅上涨的情况下，地下渠道仍在加大资本流出，说明地下资金对中国中长期经济问题的担忧。

近日国家外汇管理局公布了2019年1季度国际收支数据：1季度经常账户顺差490亿美元（前期546亿美元），非储备性金融账户顺差488亿美元（前期逆差123亿美元），储备资产净增加100亿美元（前期净减少281亿美元），净误差与遗漏账户差额-878亿美元（前期-704亿美元）。国际收支的格局由2018年4季度“一顺一逆”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”转为2019年1季度“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，初次收入改善是主导

经常账户包括货物贸易、服务贸易、初次收入和二次收入。1季度经常账户延续顺差格局为490亿美元，保持相对高位。进一步的分析表明，2019年第1季度的货物贸易顺差（948亿美元）其实略低于2018年的季度均值（988亿美元），2019年第1季度的服务贸易逆差（634亿美元）显著低于2018年的季度均值（731亿美元）。对比更加鲜明的是，2019年第1季度中国的初次收入项顺差为156亿美元，而2018年季度均值为-129亿美元。这说明2019年第1季度中国经常账户的良好表现可能主要来自初次收入项下的投资收益项由负转正（这一点未来恐难持续）。

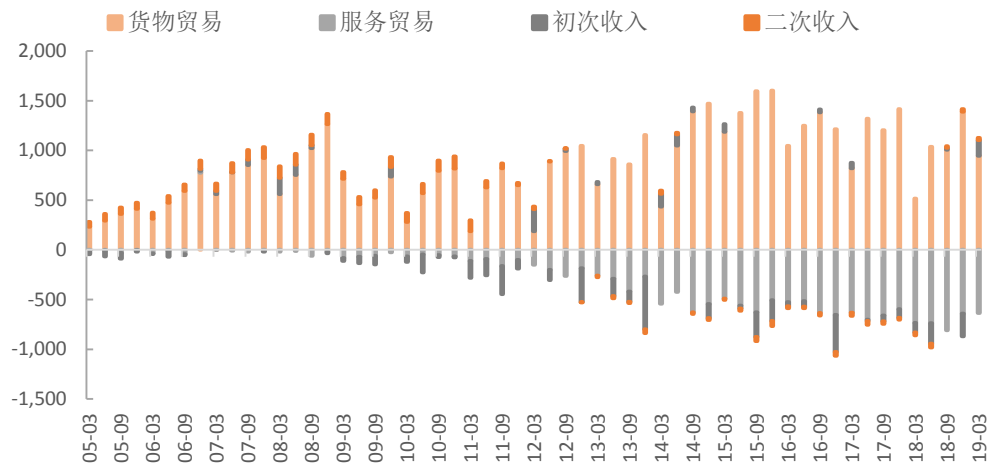
未来我国货物贸易顺差的变化具有较大的不确定性，这同时取决于货物贸易出口增速和进口增速的变化。出口方面，受全球经济增长下行以及美国对中国出口商品增加关税的影响，我国的出口增速不容乐观。诚然，美国加税将会抑制中国对美国的商品出口，进而影响中国的总体出口增速。不过，从加征关税到出口下降，还需要一段时间的过渡期。进口方面，受国内经济下行的影响，2019年我国的进口增速一直为负增长，而且下降幅度不断扩大。但考虑到，在6月29日的G20峰会上，中美两国领导人举行会晤并重启贸易谈判，如若未来达成和解协议，中国可能需要显著增加从美国进口，这将为未来的进口增速带来一定的不确定性。

服务贸易方面，虽然1季度服务贸易逆差显著低于2018年的季度均值，但和4季度服务逆差规模基本持平。事实上，我国的服务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，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120%，其中旅行贡献占比超过90%。

此外，值得一提的是 1 季度初次收入由去年 4 季度的大幅逆差转为顺差，恐怕难以持续。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。

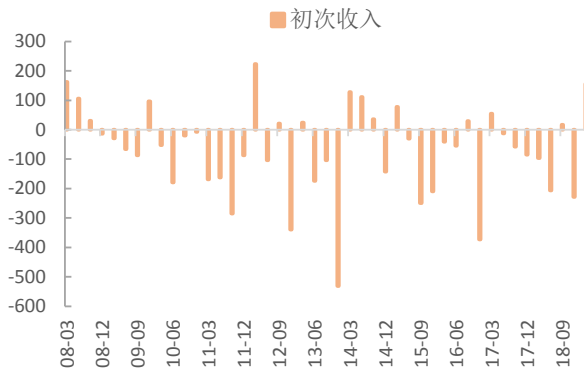
我们认为经常账户短期无忧（二季度），但 G20 大阪峰会上中美将在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，如果从三季度开始，中国需要显著扩大对美国的进口，这可能会导致中国的货物贸易顺差大幅收窄，叠加服务逆差位于高位，下半年经常账户的顺差将会下降，甚至有可能在个别季度转为逆差。

图表2 经常账户各项目的变化（亿美元）



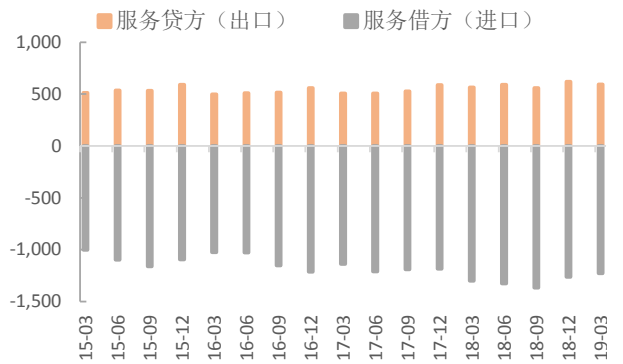
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表3 初次收入的变化（亿美元）



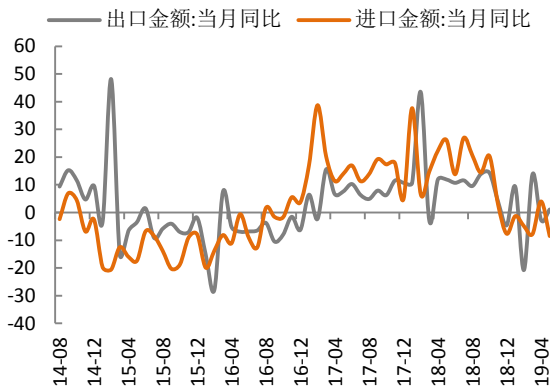
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 国际收支下货物贸易进出口变化（亿美元）



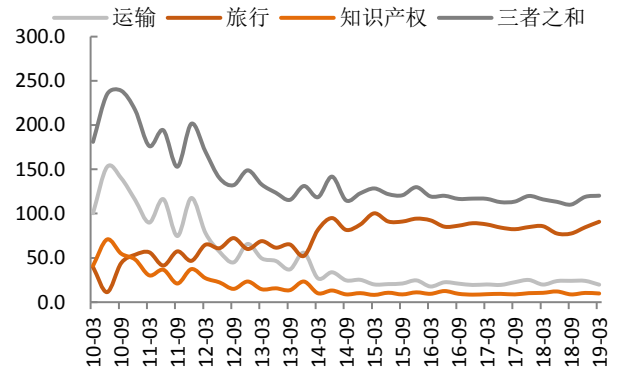
资料来源：Wind, 平安证券研究所

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、金融账户由逆差转为顺差，其他投资由逆转顺是主导

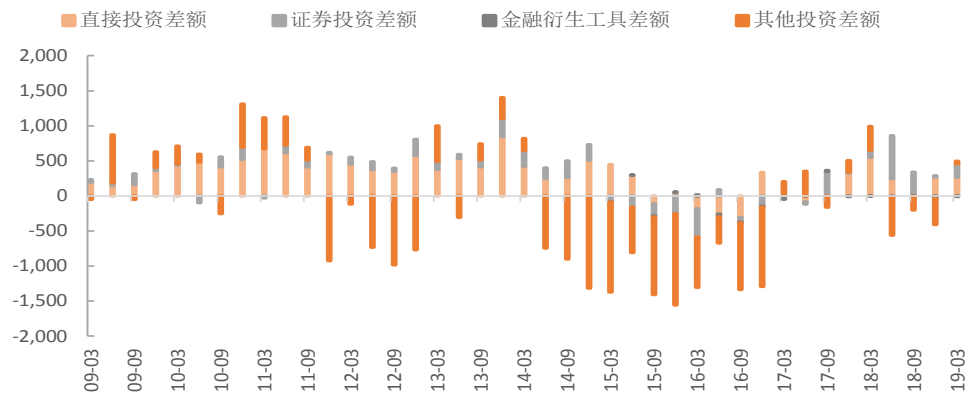
2019年1季度非储备性质的金融账户由去年4季度逆差123亿美元转为顺差488亿美元，这意味着开始于去年四季度的资本流出再次转为资本流入。非储备性质的金融账户包括直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资。从各个分项目来看，非储备性质金融账户转为顺差主要源于证券投资顺差的增加和其他投资由逆差转为顺差，1季度证券投资顺差195亿美元，较上期增加180亿美元；1季度其他投资顺差37亿美元，较上期逆差增加407亿美元。

进一步分析来看，证券投资顺差的增加主要源于证券投资负债的增加，也即是说境外居民在一季度大幅增持中国资产。其中，相比去年四季度，股票资产净增加195亿美元，债券资产净增加81亿美元。导致海外增持中国资产的主要原因在于1季度人民币兑美元显著升值以及1季度中国股票市场表现较好，但这两点因素在2季度都发生了逆转。

其他投资项主要刻画跨境借贷资金的流动。1季度其他投资由逆差转为顺差主要源于其他投资的资产由逆差转为顺差，但其他投资的负债却由顺差转为逆差。这也就意味着其他投资明细下，既发生了内资回流，也发生了外资外流。从更细致的资产负债方数据可以发现，主要由于贸易信贷在资产端由逆差转为顺差，同时在负债端由顺差转为逆差。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年二季度人民币贬值压力的增加，其他投资1季度的顺差恐难以持续。

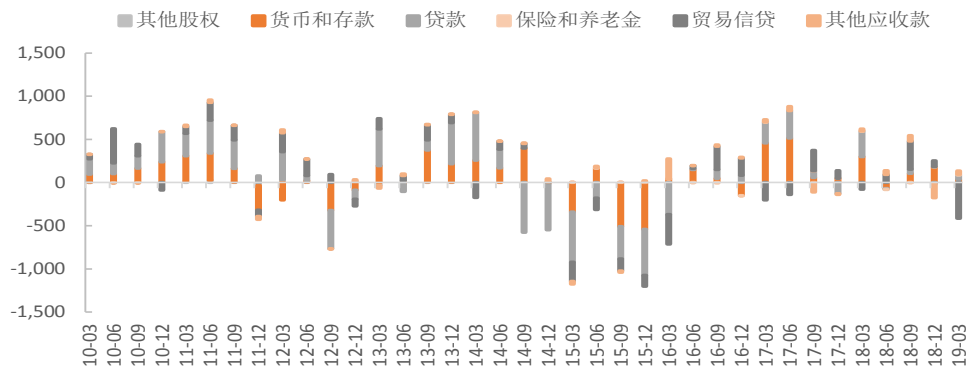
综上，非储备性质金融账户转为顺差主要源于证券投资顺差的增加和其他投资由逆差转为顺差，始于2018年第4季度的短期资本外流在2019年第1季度再次转为流入。这与1季度人民币兑美元显著升值以及1季度中国股票市场表现较好有关，但这两点因素在2季度都发生了逆转。目前外管局尚未发布2019年第二季度的国际收支数据，但从更加高频的银行代客结售汇差额来刻画短期资本流动总体状况，显示4、5月份资本流动整体表现为净流出。但G20大阪峰会中美贸易摩擦阶段性的缓和，将有助于缓和下半年人民币对美元的贬值压力，2019年下半年破7的概率进一步下降，资本外流的压力也将有所缓和。

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 其他投资负债端各项目的变化 (亿美元)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表9 证券投资各项目的变化 (亿美元)

证券投资资产: 股权 (Portfolio Investment Assets: Equity), 证券投资资产: 债券 (Portfolio Investment Assets: Bonds), 证券投资负债: 股权 (Portfolio Investment Liabilities: Equity), 证券投资负债: 债券 (Portfolio Investment Liabilities: Bonds)

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_11729



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn