

四季度国际收支数据点评：

2019年经常账户逆差的频率可能提高

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。

■ 经常账户顺差大幅增加，货物和服务贸易皆出现改善

四季度经常账户延续顺差格局为 546 亿美元，相比三季度大幅增加 313 亿美元，主要原因在于货物贸易顺差大幅增加和服务贸易逆差收窄。国际收支口径下，四季度货物贸易进口规模的下降是货物贸易顺差增加的主导因素。从海关公布的外贸数据也可以佐证，2018 年四季度我国进口增速下降的幅度超过出口增速下降的幅度。服务贸易逆差规模的缩窄主要源于运输和旅游服务逆差的缩窄。

展望 2019 年，我们认为 2019 年经常账户依然会保持弱势，甚至会有更多的季度出现经常账户逆差。这主要是由于：2019 年全球经济增长转为趋同向下致使外需疲软，2018 年中美互加关税的影响将在 2019 年逐步显现以及中美贸易谈判要求中国缩减对美贸易顺差，叠加中国扩大进口战略的实施，这会导致 2019 年中国货物贸易顺差大幅缩窄；服务贸易逆差的扩大或保持高位导致未来经常账户差额将会在小幅顺差和逆差之间摇摆，2019 年有望看见更多季度的经常账户逆差。

■ 金融账户由顺差转为逆差，证券投资顺差减少是主导

四季度非储备性质的金融账户由三季度的顺差转为逆差，较三季度大幅减少 263 亿美元。从各个分项目来看，非储备性质金融账户转为逆差主要是由于证券投资顺差大幅下降和其他投资逆差扩大。但同时，直接投资顺差大幅增加，不同项目的变动分化。

证券投资顺差的下降主要是由于非居民对我国证券的净投资大幅减少，其中债券市场的下降是主导。债券投资净流入额大幅下降可能是受中美债券收益率利差持续收窄，并在 2018 年四季度短期债券收益率出现倒挂的影响。我们认为随着 2019 年中国股票市场的好转，以及中美债券收益率进一步收窄的空间有限，2019 年证券投资的顺差有望增加。其他投资逆差的扩大主要是由于非居民的资金流入大幅减少，主要表现为贸易信贷顺差的大幅下降以及其他应收款由顺差转为逆差。贸易信贷的大幅下降可能主要是由于四季度我国进口增速出现大幅下降，进口应付款大幅减少。直接投资顺差的增加主要是由于外国对华股权投资的增加。

■ 储备资产延续负增长，误差与遗漏规模显著走阔

四季度储备资产下降 282 亿美元，是自 2017 年二季度保持净增长状态以来连续两个季度出现负增长，储备资产的降低说明我国跨境资本流动整体呈现净流出状态。四季度误差与遗漏项逆差规模相较于三季度大幅增加，这意味着在人民币持续的贬值预期下，通过地下渠道的资本流出增加。

展望未来，2019 年我国的经常账户将会有更多的季度出现逆差，甚至不排除全年出现经常账户逆差的可能。金融账户短期变动不居，具有较强的顺周期性和高波动性。这就意味着，中国未来有些时候可能会面临国际收支双赤字，这会显著加剧中国宏观经济的波动性。

正文目录

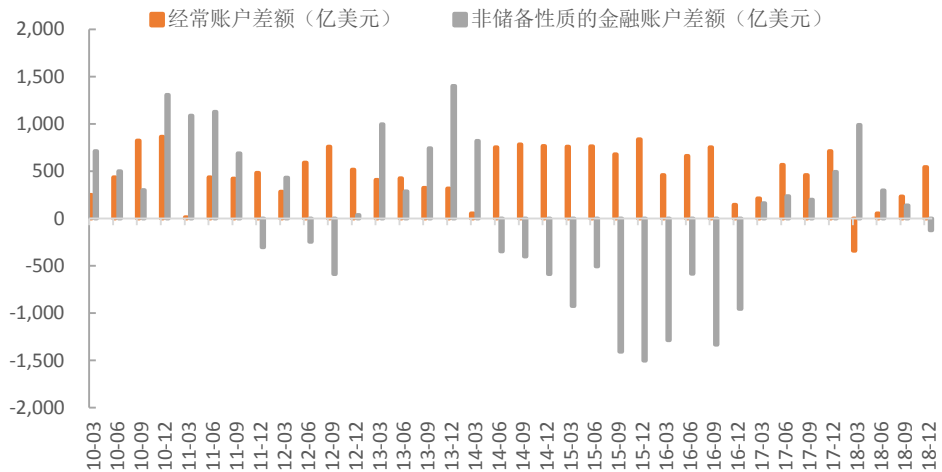
一、	经常账户顺差大幅增加，货物和服务贸易皆出现改善.....	4
二、	金融账户由顺差转为逆差，证券投资顺差减少是主导.....	6
三、	储备资产延续负增长，误差与遗漏规模显著走阔.....	8

图表目录

图表 1	国际收支格局由三季度的小幅“双顺差”转为四季度的“一顺一逆”	4
图表 2	经常账户各项目的变化（亿美元）	5
图表 3	初次收入的变化（亿美元）	5
图表 4	国际收支下货物贸易进出口变化（亿美元）	5
图表 5	货物贸易进出口同比增速（%）	6
图表 6	服务贸易不同细分项占比（%）	6
图表 7	非储备性质金融账户各项目的变化（亿美元）	7
图表 8	直接投资各项目的变化（亿美元）	7
图表 9	其他投资负债端各项目的变化（亿美元）	7
图表 10	证券投资各项目的变化（亿美元）	8
图表 11	国际收支口径下外汇储备变化	8
图表 12	净误差与遗漏项变化	8
图表 13	银行代客结售汇的变化（亿美元）	9

3月29日晚国家外汇管理局公布了2018年四季度国际收支数据：4季度经常账户顺差546亿美元（前期233亿美元），非储备性金融账户逆差123亿美元（前期顺差140亿美元），储备资产净减少281亿美元（前期净减少31亿美元），净误差与遗漏账户差额-704亿美元（前期-401亿美元）。国际收支的格局由三季度的小幅“双顺差”转为四季度“一顺一逆”，全年国际收支延续“双顺差”格局。

图表1 国际收支格局由三季度的小幅“双顺差”转为四季度的“一顺一逆”



资料来源：WIND, 平安证券研究所

一、经常账户顺差大幅增加，货物和服务贸易皆出现改善

经常账户包括货物贸易、服务贸易、初次收入和二次收入。四季度经常账户延续顺差格局为 546 亿美元，相比三季度大幅增加 313 亿美元，主要原因在于货物贸易顺差大幅增加和服务贸易逆差大幅收窄。其中，货物贸易 1391 亿美元，相比三季度大幅增加 383 亿美元；服务贸易逆差 641 亿美元，相比三季度逆差规模减少 167 亿美元。

国际收支口径下，四季度货物贸易方面，贷方（出口）环比增加 102 亿美元（增加 1.6%），借方（进口）环比下降 281 亿美元（下降 5.3%），进口规模的下降是货物贸易顺差增加的主导因素。从海关公布的外贸数据来看，2018 年四季度我国的进出口增速都出现较大幅度的下滑，但进口增速下降的幅度超过出口增速下降的幅度，货物贸易顺差的增加属于衰退式顺差的增加。但考虑到 2019 年全球经济转为同步下行，外需疲软以及中美贸易谈判要求中国将大量进口美国产品，我国货物贸易顺差的大幅增加恐难以持续。

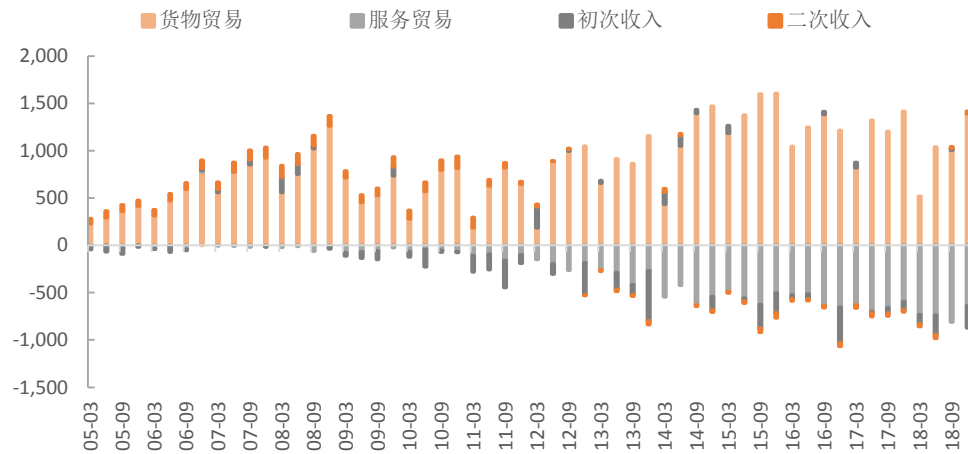
服务贸易方面，四季度服务贸易逆差 641 亿美元，相较于三季度逆差缩减 167 亿美元。服务逆转主要来源于运输、旅行和知识产权服务，运输服务逆差占比 24.0%、旅行服务逆差占比 84.5%、知识产权服务逆差占比为 10.4%，三者逆差占比为 118.8%，高于三季度的 110%。从规模变化来看，服务贸易逆差规模的缩窄主要源于运输和旅游服务逆差的缩窄。四季度运输服务逆差 154 亿美元，比三季度减少 40 亿美元；旅游服务逆差 542 亿美元，比三季度减少 85 亿美元。整体来看，四季度几乎所有的服务细项都出现改善，这可能是由于过去三个季度服务逆差一直处于高位，国家对通过服务贸易项下的资本流出加强了监管。

此外，值得一提的是四季度初次收入由三季度的小幅顺差再次转为大幅逆差。这与我们在三季度国际收支数据点评的观点预测是一致的，三季度初次收入为小幅顺差具有一定的偶然性，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。

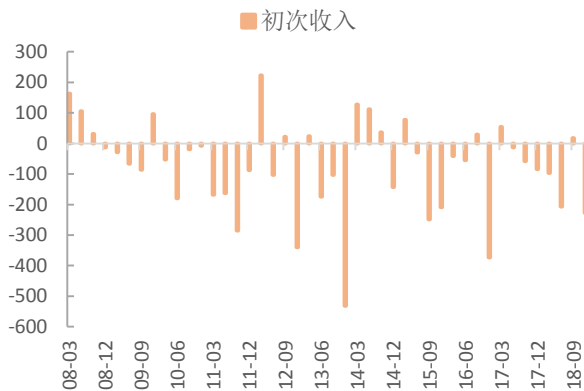
2018 年经常账户保持顺差 491 亿美元，全年只有一季度出现逆差。展望 2019 年，我们认为 2019 年经常账户依然会保持弱势，甚至会有更多的季度出现经常账户的逆差。这主要是由于：2019 年全球经济增长转为趋同向下致使外需疲软，2018 年中美互加关税的影响将在 2019 年逐步显现以及中美贸易谈判要求中国大量进口美国农产品，缩减对美贸易顺差，叠加中国扩大进口战略的实施，这会导致 2019 年中国货物贸易顺差大幅缩窄；服务贸易逆差的扩大或保持高位导致未来经常账户差额将会在小幅顺差和逆差之间摇摆，2019 年有望看见更多季度的经常账户出现逆差。

图表2 经常账户各项目的变化 (亿美元)



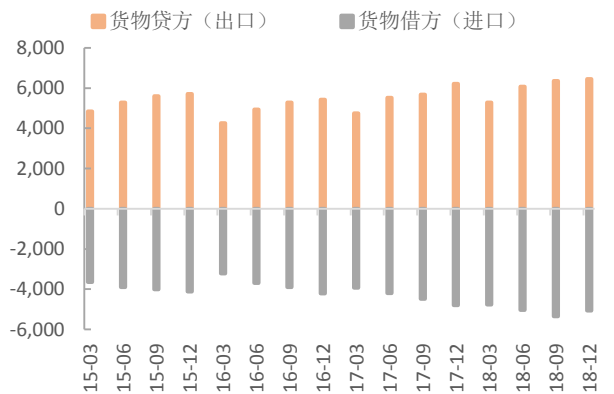
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 初次收入的变化 (亿美元)



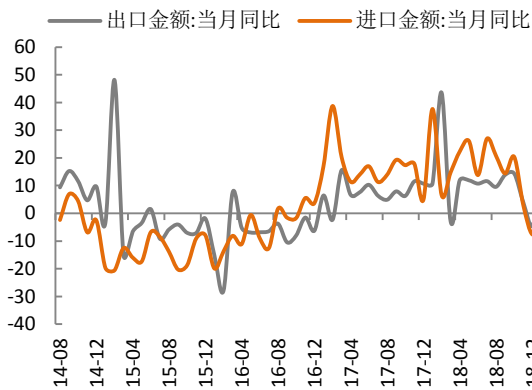
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 国际收支下货物贸易进出口变化 (亿美元)



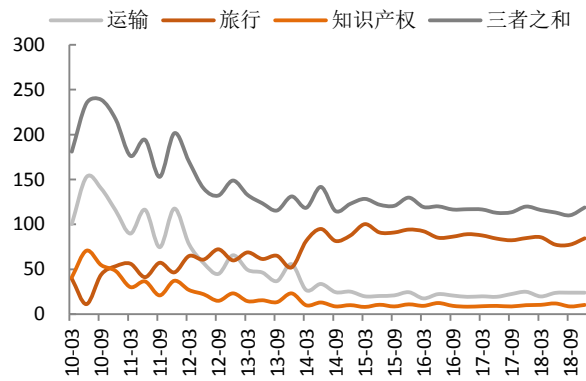
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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、金融账户由顺差转为逆差，证券投资顺差减少是主导

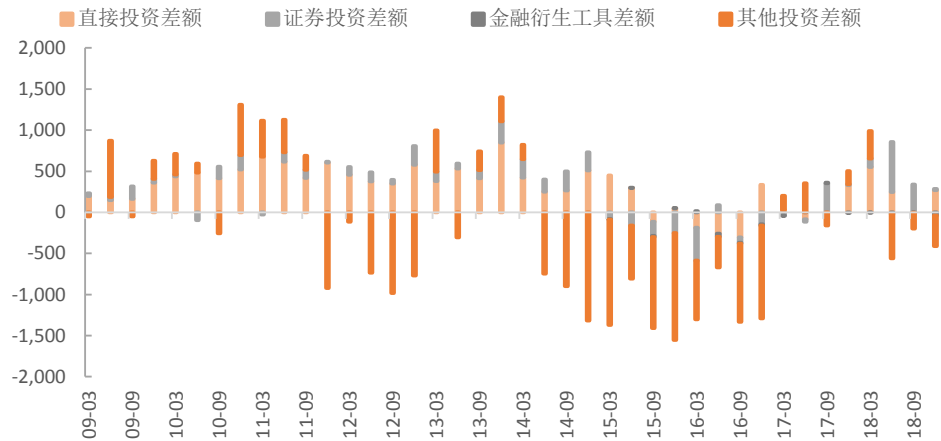
四季度非储备性质的金融账户由第三季度的顺差转为逆差 123 亿美元,较三季度大幅减少 263 亿美元,不同项目变动分化。非储备性质的金融账户包括直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资。从各个分项目来看,非储备性质金融账户转为逆差主要是由于证券投资顺差大幅下降和其他投资逆差扩大。但同时,直接投资顺差大幅增加,不同项目的变动分化。具体来看,四季度直接投资差额 271 亿美元,较上期增加 270 亿美元;证券投资 15 亿美元,较上期减少 324 亿美元;其他投资由三季度逆差 197 亿美元扩大至逆差 370 亿美元,逆差增加 173 亿美元;金融衍生工具由于规模较小,变化基本可以忽略。

进一步分析来看,证券投资顺差的下降主要是由于证券投资负债的大幅下降。具体来看,证券投资负债的大幅下降是由于非居民对我国证券的净投资大幅减少,股票和债券市场都出现一定幅度的下降,债券市场的下降是主导。四季度境外对我国股权投资净流入额较上季度减少 28 亿,债券投资净流入额较上季度减少 323 亿。债券投资净流入额大幅下降可能主要是受中美债券收益率利差持续收窄,并在 2018 年四季度短期债券收益率出现倒挂。我们认为随着 2019 年中国股票市场的好转,以及中美债券收益率进一步收窄的空间有限,2019 年证券投资的顺差有望增加。

其他投资项主要刻画跨境借贷资金的流动。其他投资逆差的扩大主要是由于非居民的资金流入(负债方变动)大幅减少,由第三季度的流入 541 亿美元转为四季度的 73 亿美元。从更细致的负债方数据可以发现,贸易信贷顺差的大幅下降以及其他应收款由顺差转为逆差,是非居民资金流入大幅减少的主要原因。贸易信贷的大幅下降主要是由于四季度我国进口增速出现大幅下降,进口应付款大幅减少。

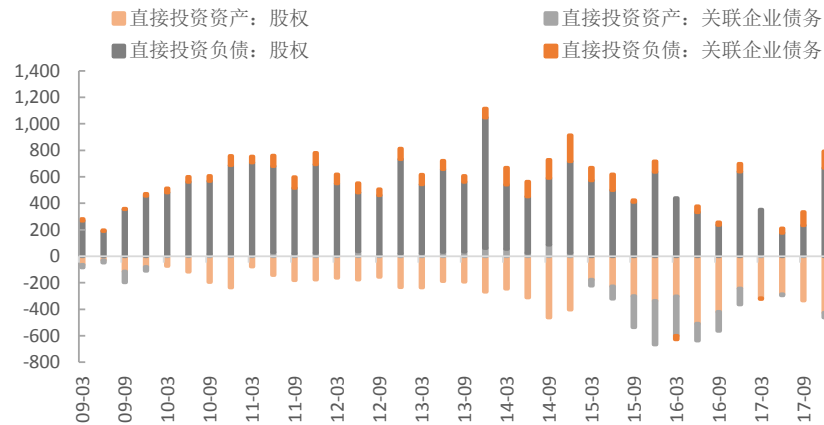
直接投资顺差的增加主要是由于直接投资负债的大幅增加,直接投资的资产与上季度基本持平。直接投资负债以吸收来华直接投资为主,即 FDI,也包括少量境外子公司对境内母公司的反向投资等;直接投资资产以我国对外直接投资为主,即 ODI,也包括少量境内外商投资企业对外母公司的反向投资等。直接投资负债的增加主要表现为外国对华股权投资的增加,由第三季度的顺差 203 亿美元上升到四季度的 517 亿美元,升幅 314 亿美元。值得关注的是,负债端关联企业债务自 2018 年一季度以来持续下降,四季度已经转为逆差。上次负债端关联企业债务的大幅下降还是发生在“8.11”汇改之后人民币大幅贬值期间,这说明在人民币的贬值预期下,部分境外子公司以关联企业债务的形式将资金汇回境内母公司大幅减少。

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 直接投资各项目的变化 (亿美元)



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表9 其他投资负债端各项目的变化 (亿美元)

其他股权 货币和存款 贷款 保险和养老金 贸易信贷 其他应收款

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_13430

