

三季度对外经济部门体检报告

国际收支自主平衡能力进一步增强，对外部门稳增强央行货币政策自主性，但也要防范流动性风险

三季度，在货物出口高增长、经常项目大顺差既定情况下，资本项目逆差扩大，国际收支趋于自主平衡；民间部门货币错配程度改善，增强央行货币政策自主性；企业和机构仍需密切关注美联储货币紧缩背景下的流动性风险。

相关研究报告

《2020 年国际收支分析报告》 20210223
《一季度国际收支分析报告：国际收支延续自主平衡格局，外来直接投资上升势头强劲》 20210509
《一季度对外经济部门体检报告：国际收支继续自主平衡，民间货币错配进一步改善》 20210628
《二季度国际收支分析报告：货物贸易顺差减少，短期资本流动冲击减弱》 20210808
《二季度对外经济部门体检报告：经常项目顺差缩小，人民币升值推升对外负债》 20211008
《三季度国际收支分析报告：经常项目顺差环比扩大，短期资本净流出规模增加》 20211108

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

- 三季度，经常项目继续录得顺差，剔除新分配的 SDR 额度后，资本项目（含净误差与遗漏）逆差环比扩大，线上资本项目（不含净误差与遗漏）由上季度顺差转为逆差，表明国际收支自主平衡能力进一步增强。
- 三季度，经常项目顺差止跌回升。其中，货物贸易顺差扩大、初次收入逆差收窄是主要原因；服务贸易逆差继续扩大，反映了同期跨境旅行边际改善、旅行支出增加的影响。
- 三季度，资本项目逆差环比扩大。其中，外来直接投资连续两个季度回落，未来需重点关注流入速度继续放缓的风险；其他投资转为逆差，主因是金融机构境外外汇存款减少，导致货币和存款负债方转为净流出。
- 截至 9 月末，民间部门对外净负债规模及其占名义 GDP 比重均较 6 月末减少，更是远低于 2015 年“8.11”汇改之前，反映民间部门货币错配程度明显改善。这正是美联储紧缩预期加强背景下，中国央行依然坚持以我为主的货币政策，12 月份宣布降准降息的重要原因。
- 截至 9 月末，我国外债余额（剔除 SDR 分配额度）环比减少，主要贡献来自银行部门。2020 年以来，外债余额增幅主要集中在广义政府和银行部门，主因是境外机构增持了大量人民币国债和政策性金融债。货币错配对于境外债权人来讲依然是存在的，其规避汇率风险的行为仍有可能加剧人民币汇率的波动。
- 截至 9 月末，我国短期外债余额环比下降，其占外汇储备比重为 45%，远低于 100% 的国际警戒线和其他主要国家占比，表明我国外债风险总体可控，但仍然需要重点关注个体风险。

12月31日，国家外汇管理局公布了2021年三季度国际收支平衡表正式数和2021年9月末国际投资头寸表。结合现有数据对三季度我国国际收支状况分析如下。

一、经常项目顺差、资本项目逆差，国际收支趋于自主平衡

2021年三季度，经常项目顺差736亿美元；资本项目（含净误差与遗漏）逆差122亿美元（以下如非特指，资本项目差额均包括净误差与遗漏项），不含净误差与遗漏的资本项目（即线上资本项目）顺差131亿美元；储备资产增加614亿美元。

不过，8月底，国际货币基金组织正式实施普遍分配6500亿美元特别提款权（SDR），其中中国分配到了416亿美元，记为三季度储备资产“特别提款权”项下增加416亿美元（正值），其他投资负债项下“特别提款权”增加416亿美元（正值）。

因此，将储备资产中新分配的SDR额度剔除之后，资本项目逆差538亿美元，远大于二季度逆差33亿美元；线上资本项目逆差285亿美元，而上季度为顺差633亿美元，经常项目与线上资本项目由“双顺差”也转为“一顺一逆”格局（见图表1）。

图表1. 2021年前三季度国际收支平衡表正式数据（单位：亿美元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3
经常项目	694	533	736
储备资产	(350)	(500)	(614)
资本项目（含净误差与遗漏）	(344)	(33)	(122)
线上资本项目	(345)	633	131
资本项目（含净误差与遗漏，剔除SDR分配额度）	(344)	(33)	(538)
线上资本项目（剔除SDR分配额度）	(345)	633	(285)

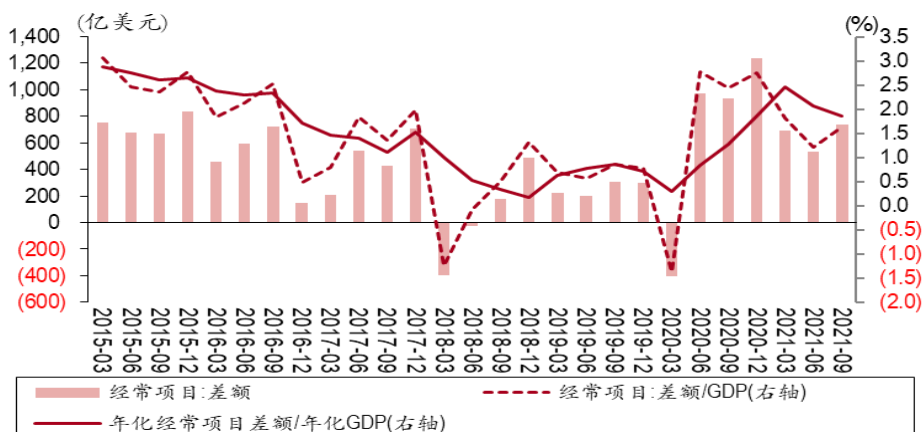
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：（1）本文“资本项目”均为非储备性质的“资本与金融项目”；（2）储备资产变动额负值为增加，正值为减少；（3）国际收支平衡表中，“经常项目”和“资本项目”为线上项目，“储备资产”和“净误差与遗漏”为线下项目。

二、经常项目顺差止跌回升，主因是货物贸易顺差扩大、初次收入逆差收窄

三季度，经常项目顺差736亿美元，结束前两个季度的持续回落态势，但低于上年同期933亿美元的顺差规模；经常项目顺差占同期名义GDP的比重为1.6%，年化经常项目差额占年化名义GDP的比重为1.9%，均位于±4%的合理区间（见图表2）。

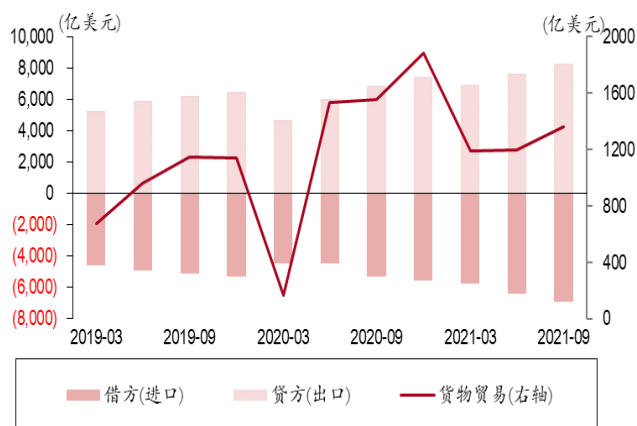
图表2. 经常项目差额及其占GDP比例变动情况



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

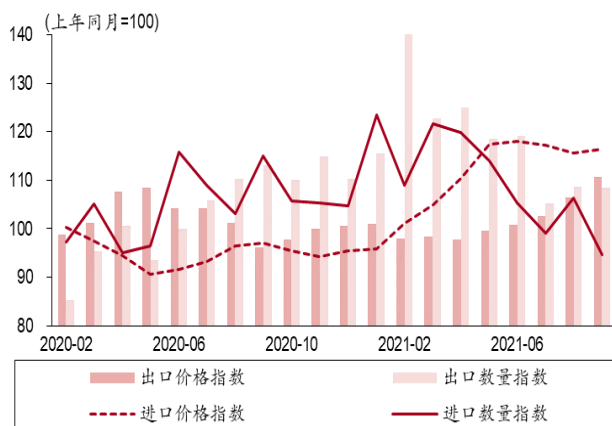
货物贸易顺差环比扩大，进出口增速双双回落。三季度，国际收支口径的货物贸易顺差 1360 亿美元，环比增加 166 亿美元，但较上年同期减少 198 亿美元，降幅为 13%。其中，货物出口同比增长 21%，较二季度增速回落 6 个百分点；货物进口同比增长 31%，较二季度增速回落 13 个百分点（见图表 3）。根据海关总署公布的进出口价格指数和数量指数可知，三季度，出口价格增速有所上升，进口价格增速变动较小，但进口和出口数量增速均出现明显回落，因此数量因素是进出口规模同比增速回落的主要原因（见图表 4）。

图表 3. 国际收支口径的货物贸易进出口额变动情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

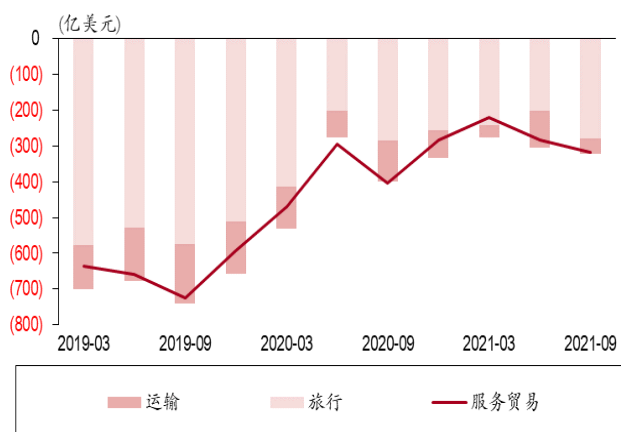
图表 4. 进出口数量和价格指数走势



资料来源：海关总署，万得，中银证券

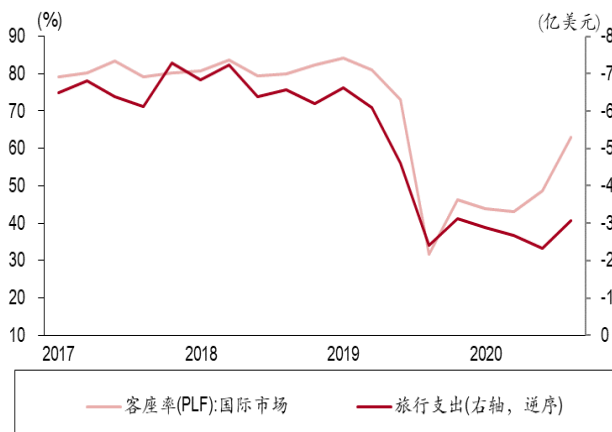
服务贸易逆差继续扩大，主因是旅行支出增加。三季度，服务贸易逆差 319 亿美元，虽然仍远低于疫情前水平，但环比增加 36 亿美元，逆差规模已经连续两个季度扩大，但仍低于上年同期水平（见图表 5）。其中，旅行逆差环比增加 78 亿美元（旅行支出增加 75 亿美元），是服务贸易逆差扩大的主要贡献项，反映了同期跨境旅行边际改善的影响（见图表 6）。当季，运输服务逆差环比减少 60 亿美元，主因是运输收入增幅（95 亿美元）大于运输支出增幅（35 亿美元）；运输收入和支出额继续创历史新高，反映了进出口规模增加以及国际运输价格上涨的共同影响。

图表 5. 服务贸易差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

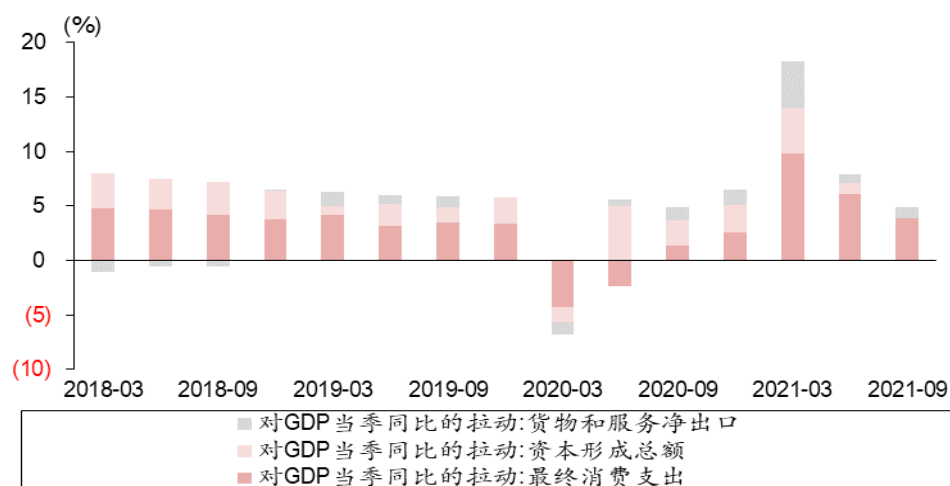
图表 6. 国际市场客座率与旅行支出金额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

三季度，货物和服务贸易顺差 1041 亿美元，环比增加 130 亿美元。当季，实际 GDP 同比增长 4.9%，略低于市场预期，虽然货物和服务净出口的拉动作用由上季 0.8 个百分点升至 1.1 个百分点，但消费和投资对 GDP 当季同比的拉动作用环比分别回落 2.2 和 1.1 个百分点，反映内需较为低迷（见图表 7）。

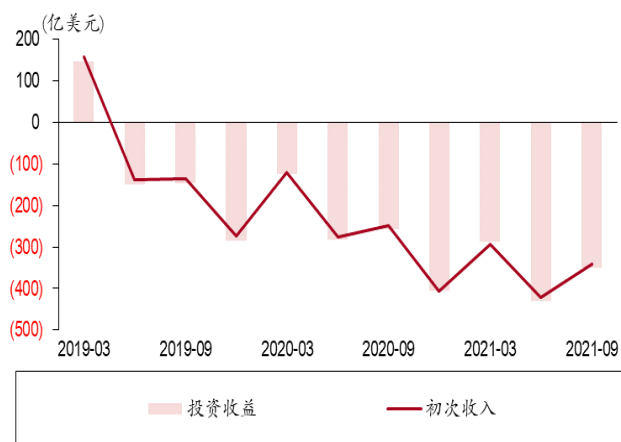
图表 7. 三大需求对 GDP 当季同比的拉动作用



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

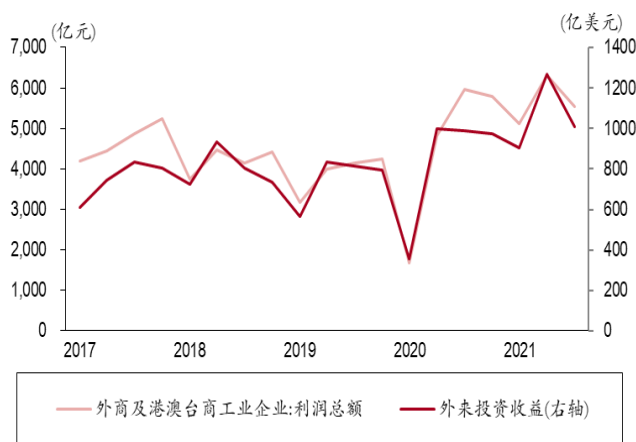
初次收入逆差收窄，外来投资收益降幅明显。三季度，初次收入逆差 341 亿美元，环比减少 81 亿美元，其中投资收益逆差减少 79 亿美元，是主要贡献项（见图表 8）。在投资收益中，对外投资收益 660 亿美元，环比减少 177 亿美元；外来投资收益 1011 亿美元，环比减少 256 亿美元，与同期外商投资企业利润汇出减少有关，符合季节性规律（见图表 9）。

图表 8. 初次收入差额与投资收益差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

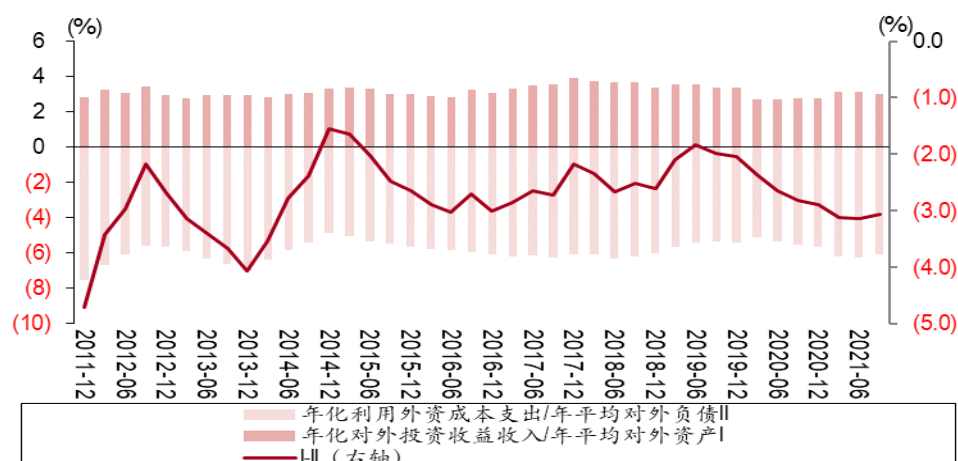
图表 9. 外来投资收益与外商企业利润



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

结合上述数据及国际投资头寸表数据可以计算得出，三季度，以年化对外投资收益占对外金融资产比例衡量的对外投资回报率为 3.0%，以年化外来投资收益占对外金融负债比例衡量的利用外资成本率为 6.1%，环比分别下降 0.14、0.21 个百分点；利用外资成本率与对外投资收益率差值为 3.1%，连续三个季度超过 3%，而 2019 年四季度二者差值仅为 2.0%（见图表 10），反映疫情暴发以来境内资产回报较境外资产更具吸引力。

图表 10. 年化对外投资收益和利用外资成本比较



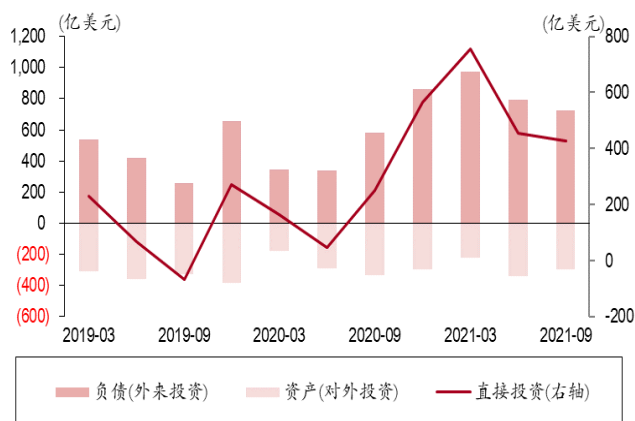
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

三、资本项目逆差扩大，主因是其他投资由顺差转为逆差

如前所述，三季度，剔除 SDR 分配额度的资本项目（含净误差与遗漏）逆差 538 亿美元，环比增加 505 亿美元；剔除 SDR 分配额度后的线上资本项目由而上季度顺差 633 亿美元转为逆差 285 亿美元。这反映出，在货物出口高增长、经常项目大顺差既定的情况下，资本项目逆差扩大，国际收支趋于自主平衡（见图表 1）。

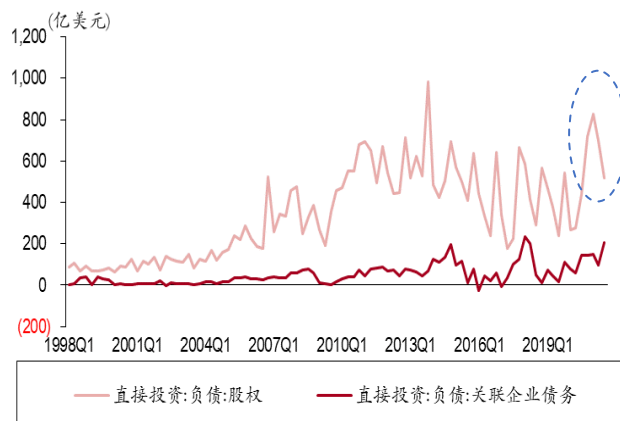
直接投资顺差小幅收窄，外来投资连续两个季度回落。三季度，直接投资顺差 427 亿美元，环比减少 29 亿美元，降幅较上季明显收窄，主要是因为外来直接投资降幅缩小至 69 亿美元，而对外直接投资由升转降，环比减少 41 亿美元（见图表 11）。当季，外来直接投资中的关联企业债务规模为 207 亿美元，环比增加 109 亿美元，为数据公布以来次高；作为外来直接投资的主要组成部分，股权投资规模连续两个季度回落，三季度降至 518 亿美元，同比仍增长 18%（见图表 12）。这反映出，疫情暴发初期市场担心的产业外迁现象并未发生。不过，未来仍需重点关注全球疫情进一步好转之后，外来直接投资流入速度继续放缓的风险。

图表 11. 直接投资差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券
注：国际投资头寸表中的资产项为负值。

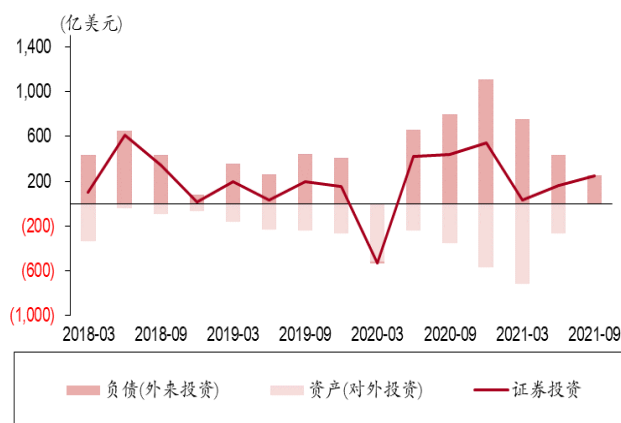
图表 12. 外来股权投资与关联企业债务规模



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

证券投资顺差继续扩大，对外和外来投资双降。当季，证券投资顺差 248 亿美元，环比增加 86 亿美元。其中，对外证券投资仅为 5 亿美元，为 2016 年以来新低，环比减少 264 亿美元，主因是对外股权投资规模由上季 127 亿美元降至-46 亿美元，与同期港股通由净买入转为净卖出 544 亿元人民币有关，季度净卖出创历史新高；外来证券投资 253 亿美元，环比减少 179 亿美元，主因是外来股权投资净流入规模由上季 289 亿美元收窄至 56 亿美元，与同期陆股通净买入成交额环比减少 556 亿元、境外募股筹资环比减少 249 亿元（主要反映境内外监管政策影响）有关（见图表 13、14、15）。

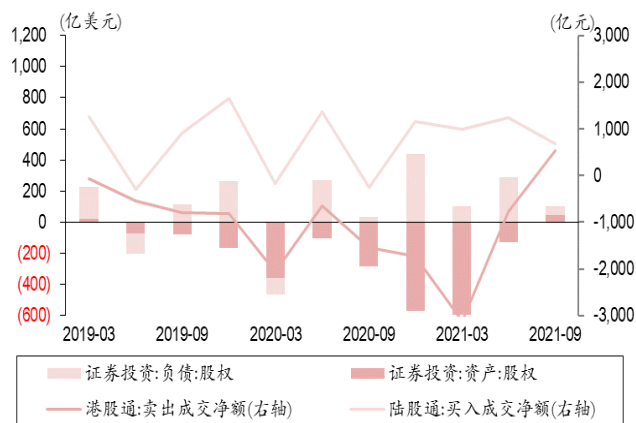
图表 13. 证券投资差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：国际投资头寸表中的资产项为正值。

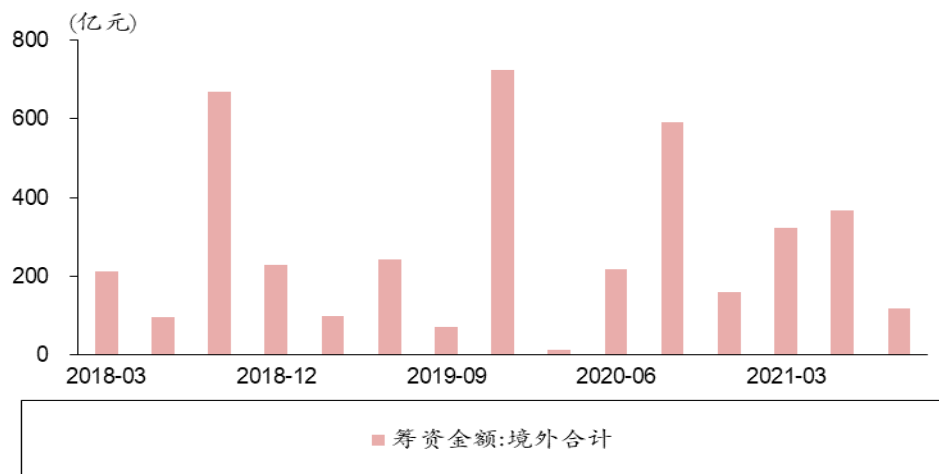
图表 14. 对外/外来股权投资与港股通/陆股通



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：国际投资头寸表中的资产项为正值。

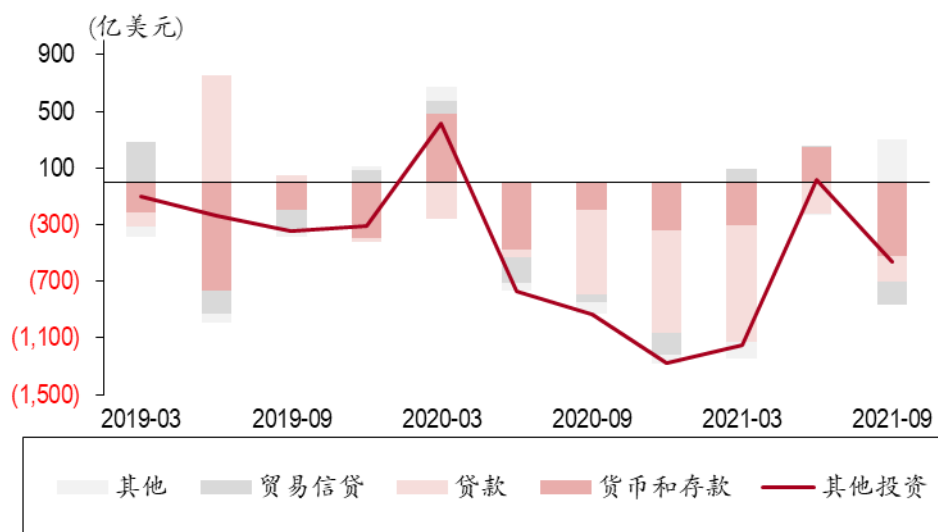
图表 15. 境外股票市场发行筹资金额



资料来源：中国证监会，万得，中银证券

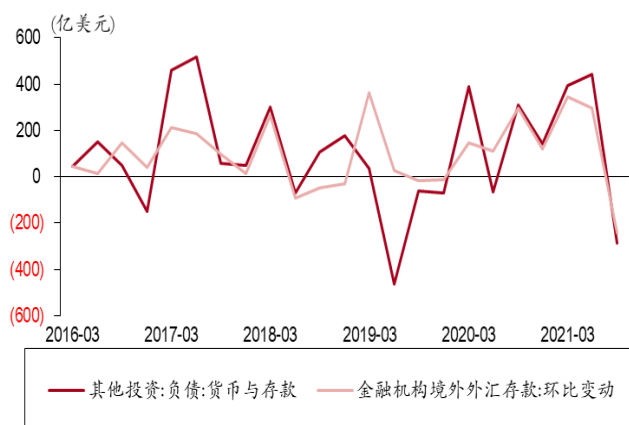
其他投资再次转为逆差，货币和存款是主要贡献项。三季度，其他投资由上季顺差 17 亿美元转为逆差 566 亿美元。其中，货币和存款由顺差 244 亿美元转为逆差 522 亿美元（其中负债方由净流入 444 亿美元转为净流出 286 亿美元），贸易信贷由顺差 9 亿美元转为逆差 163 亿美元（其中负债方净流入规模由 172 亿美元降至 57 亿美元）（见图表 16）。当季，货币和存款负债方净流出主要是因为金融机构信贷收支表中的境外外汇存款减少了 242 亿美元（见图表 17）；贸易信贷负债方净流入规模由 172 亿美元降至 57 亿美元，一定程度上与同期货物进口多付款规模（即货物贸易涉外支出与进口金额的差值）由 56 亿美元扩大至 338 亿美元有关（见图表 18）。

图表 16. 其他投资差额变动及其主要项目构成情况



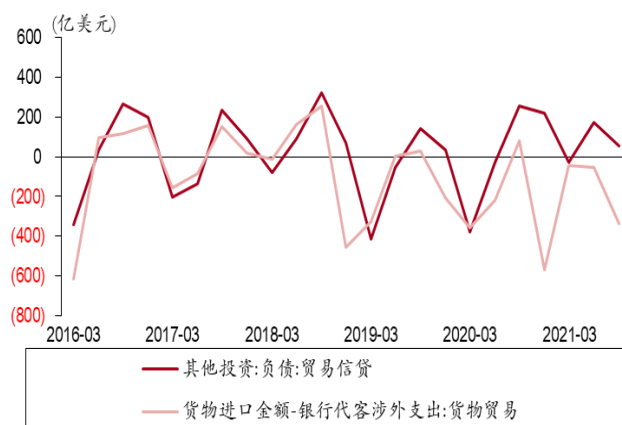
资料来源：中国证监会，万得，中银证券

图表 17. 货币和存款负债净产生与金融机构境外外汇存款



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

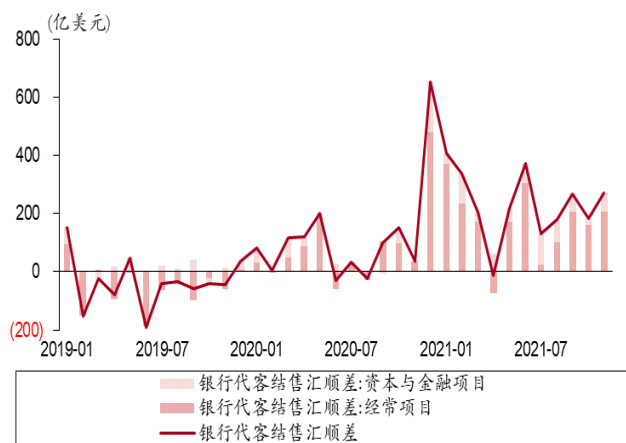
图表 18. 贸易信贷负债净产生与货物进口付款情况



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

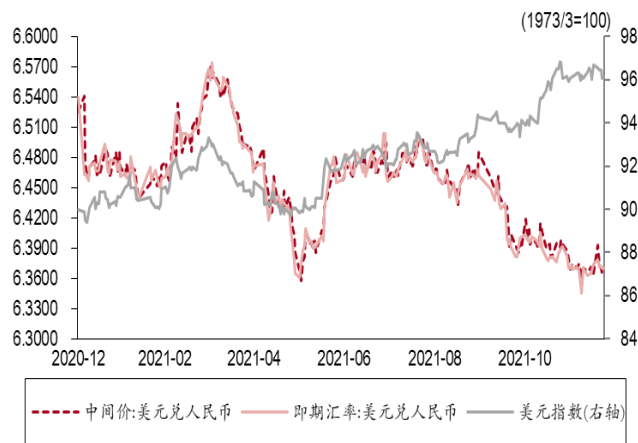
由于其他投资项下的资产负债变动大都是权责发生制引起的债权债务关系变化，大部分不涉及结售汇的本外币转化（甚至不涉及跨境资金流动），这导致国际收支与银行结售汇口径数据产生了巨大差异。从银行结售汇口径看，三季度，经常项目与资本项目代客结售汇同为顺差，二者占银行代客结售汇顺差比重分别为 57%、43%。10 月和 11 月，经常项目结售汇顺差明显增加，与资本项目结售汇顺差共同推动人民币汇率升值，增加汇率超调风险（见图表 19、20）。2021 年人民币汇率迎着美元指数反弹逆势走高，主要是贸易结售汇顺差主导的实需驱动，故促进境内外汇供求平衡，不但要扩大资本流出，还应该扩大境内购汇性质的对外投资。

图表 19. 银行代客结售汇顺差构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 20. 美元指数与人民币汇率走势

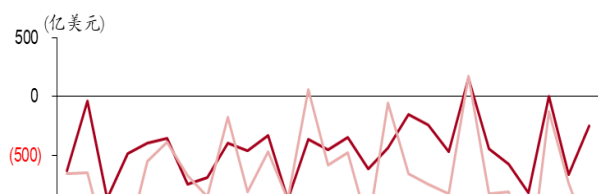


资料来源：万得，中银证券

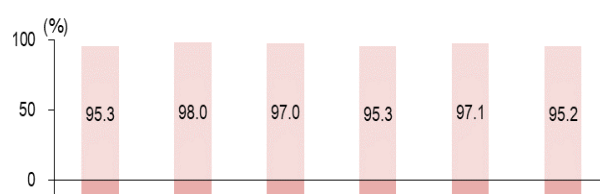
贸易顺收顺差缺口扩大，但净误差与遗漏负值缩小。从历史数据来看，贸易顺收顺差缺口与净误差与遗漏额相关性较强。不过，三季度，贸易顺收顺差缺口从上季度的 737 亿美元扩大至 1199 亿美元，但净误差与遗漏负值由 666 亿美元降为 253 亿美元（见图表 21）。前三季度，国际收支口径的货物出口占海关口径的货物出口比重为 95.2%，较前五年同期均值下降 1.3 个百分点；进口占比为 96.8%，较前五年同期均值上升 1.7 个百分点（见图表 22）。可见，国际收支口径的货物进出口数值相对海关口径的进出口数据调整幅度较大，是导致当季净误差与遗漏负值缩小的原因。1998 年至 2020 年间，除 2015、2016、2019 和 2020 年外，年度国际收支口径的货物贸易顺差均超过海关口径的进出口顺差。即便是前述小于海关进出口顺差的年份，差距也仅有几个百分点。而 2021 年前三季度，国际收支口径货物贸易顺差仅相当于海关进出口顺差的 87.9%（见图表 23），三季度该比例更是低至 75.0%。

三季度，净误差与遗漏负值占当季货物贸易进出口额（国际收支口径，下同）比例为-1.7%，环比回落 3 个百分点；年化净误差与遗漏额占年化货物贸易进出口额比例为-4.4%，环比提升 0.4 个百分点，仍然位于±5%的合理标准以内（见图表 24）。

图表 21. 净误差与遗漏与贸易顺收顺差缺口情况



图表 22. 国际收支口径与海关口径的货物进出口额对比



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_35811

