

# 一季度国际收支分析报告

## 国际收支重现双顺差，短期资本流入是亮点

- 一季度，经常项目顺差同比收窄，服务贸易是第一大贡献项，居民跨境出行需求仍处于恢复过程。虽然货物和服务贸易顺差同比收窄，但外需是当季经济增速明显好于去年同期的重要原因。
- 一季度，资本项目出现 2020 年二季度以来首次顺差，主要受短期资本大幅净流入影响，期间伴随人民币汇率调整，这再次证伪了“人民币贬值会加速资本外流”的说法。当季，直接投资延续了 2022 年三季度以来持续逆差态势，但外商来华投资总体趋于改善。
- 一季度，外汇储备和黄金储备余额增长放缓。本轮增持黄金储备期间，央行避免了追高买入黄金的操作。中国国际储备资产的多元化配置仍在稳步推进，且较好地把握了市场机会。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

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

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

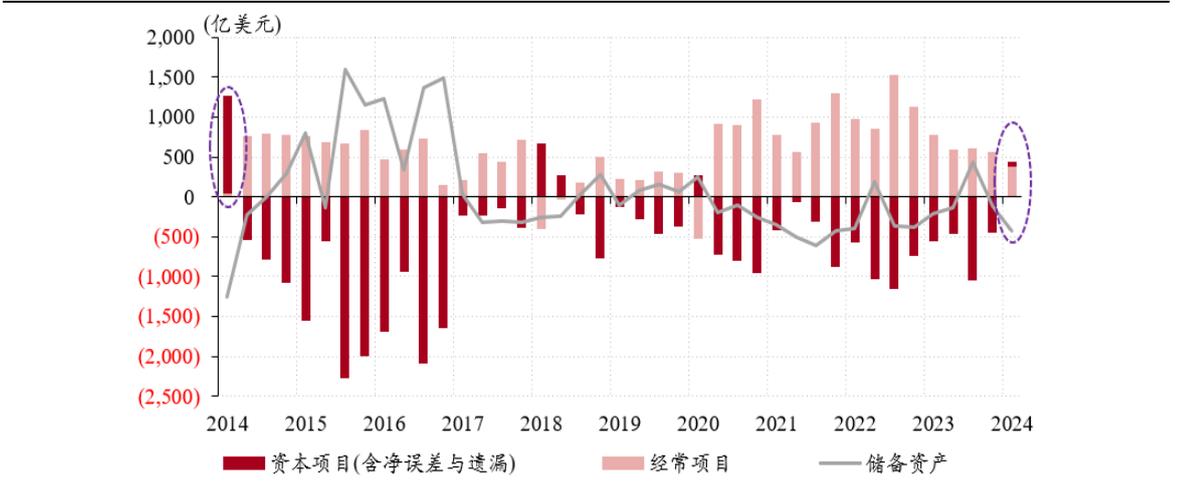
lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

2024年5月10日，国家外汇管理局公布了2024年一季度我国国际收支平衡表初步数。现结合最新数据对一季度我国国际收支状况分析如下：

一季度，我国国际收支呈现经常项目和资本项目双顺差格局，为2014年二季度以来首次。其中，经常项目顺差392亿美元，资本项目（含净误差与遗漏，下同）顺差42亿美元，储备资产增加434亿美元（外汇储备资产增加437亿美元）（见图表1）。

图表 1. 国际收支平衡表主要项目差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：储备资产负值代表增加，正值代表减少。

## 经常项目顺差收窄，服务贸易是第一大贡献项

一季度，我国经常项目顺差392亿美元，为2020年二季度以来新低，同比下降49%，占GDP比重为0.9%，同比回落0.9个百分点，位于±4%国际认可的合理范围以内（见图表2）。

当季，服务贸易逆差贡献了经常项目顺差降幅的53%，该项逆差同比增长49%至610亿美元，为2019年四季度以来新高，且相当于疫情前五年同期均值的101%（见图表3），其中旅行服务是主要贡献项，旅行支出同比增长33%至615亿美元，相当于疫情前五年同期均值的96%，表明居民跨境出行需求仍处于恢复过程（见图表4）。

当季，货物贸易顺差贡献了经常项目顺差降幅的14%，该项顺差同比减少4%至1211亿美元，为2021年以来同期新低（见图表3），其中货物出口和进口延续上年四季度同比增长态势，当季增速分别为1.6%、2.8%。同期，海关总署公布的货物出口同比增速由上季度-1.2%转为1.5%，反映了货物出口数量增长加快、出口价格跌幅收窄的双重影响（见图表5）。

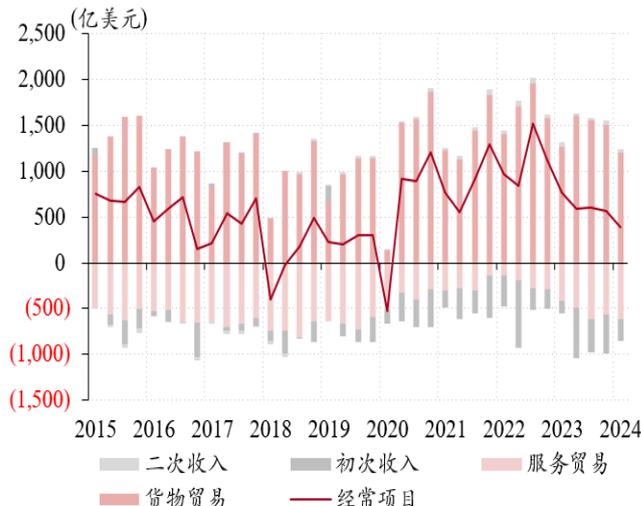
一季度，国际收支口径的货物和服务贸易合计顺差同比减少30%至601亿美元，为2021年以来同期新低，不过货物和服务净出口仍然是经济增长的重要拉动项，对GDP增速贡献率从此前连续五个季度负值升至14.5%，拉动GDP增速0.77个百分点，同比上升1.1个百分点，贡献了同期GDP同比增速提高的131%。

图表 2. 经常项目差额及占 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

图表 3. 经常项目差额及构成



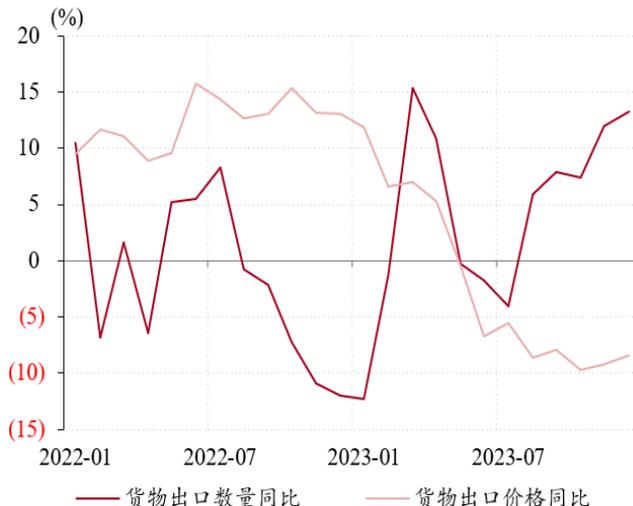
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 4. 旅行服务收支情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 5. 海关口径的货物出口数量和价格同比增速



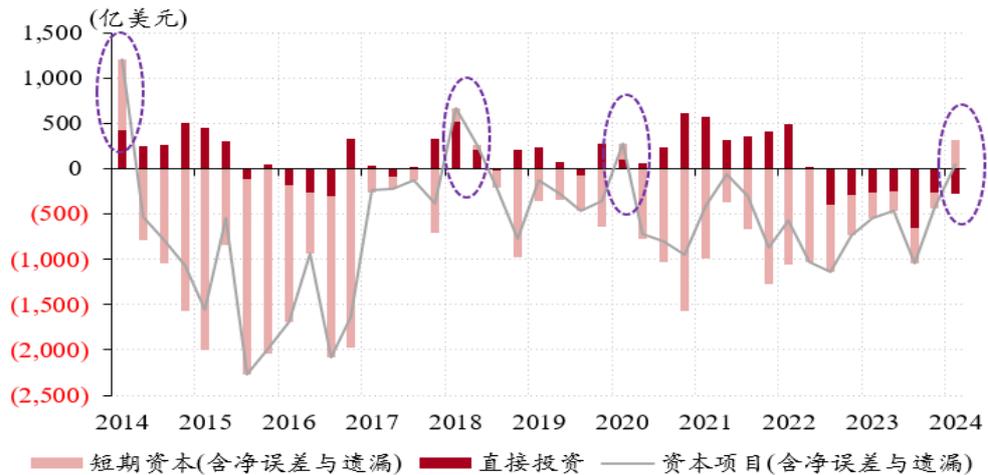
资料来源：海关总署，Wind，中银证券

## 短期资本大幅净流入带动资本项目转为顺差，外商来华投资总体趋于改善

一季度，资本项目顺差 42 亿美元，为 2020 年二季度以来首次顺差。2014 年以来，共有 5 个季度出现资本项目顺差，分别是 2014 年一季度、2018 年一季度和二季度、2020 年一季度、2024 年一季度（见图表 6）。五个季度资本项目虽然同为顺差但仍然存在不同之处。

2024 年一季度资本项目顺差是因为短期资本顺差 321 亿美元，抵消了直接投资逆差 279 亿美元，而其他四个季度均出现直接投资和短期资本双顺差。因此，2024 年一季度资本项目顺差规模明显小于其他四个季度分别为 1200 亿、660 亿、266 亿、269 亿美元的规模，但一季度短期资本净流入热情高涨，顺差规模仅次于 2014 年一季度顺差 777 亿美元（见图表 6）。

图表 6. 资本项目差额及构成



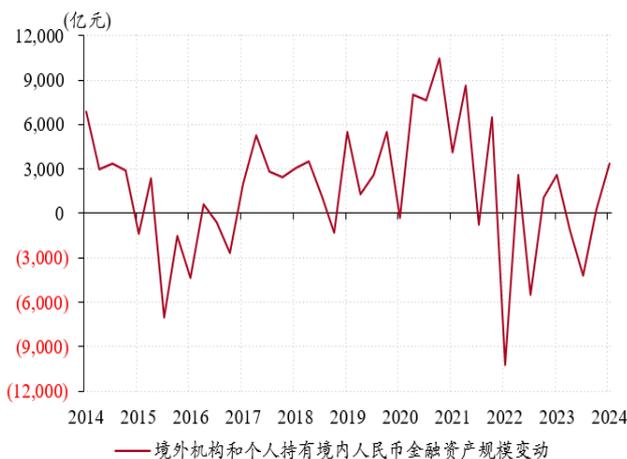
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

一季度，短期资本流动延续上一季度改善态势，由逆差 178 亿转为顺差 321 亿美元（见图表 6）。当季，境外机构和个人净增持境内人民币金融资产规模由上年四季度的 247 亿升至 3344 亿元，表明外资配置人民币资产热情进一步提升，但该季度外资净增持规模仅为 2022 年以来新高，2014 年以来季度排名也只排在第 12 位，表明**外资增持人民币资产并非短期资本顺差创 2014 年二季度以来新高的主要原因**（见图表 7）。或是因为同期境内机构对外资产运用的净流出进一步减少，“藏汇于民”对资本流动的调节作用继续正常发挥。不过，由于国际收支初步数据并未公布短期资本细项数据，此处无法做详细分析。

当季，人民币汇率反弹受阻。中间价始终围绕 7.10 窄幅震荡，即期汇率则从上年末 7.0920 跌至 7.2232，即期汇率较当日中间价偏离程度由 0.1% 扩大至 1.8%，当季日均偏离 1.2%。人民币汇率调整伴随着**资本项目顺差，再次证伪了“人民币贬值会加速资本外流”的说法**。

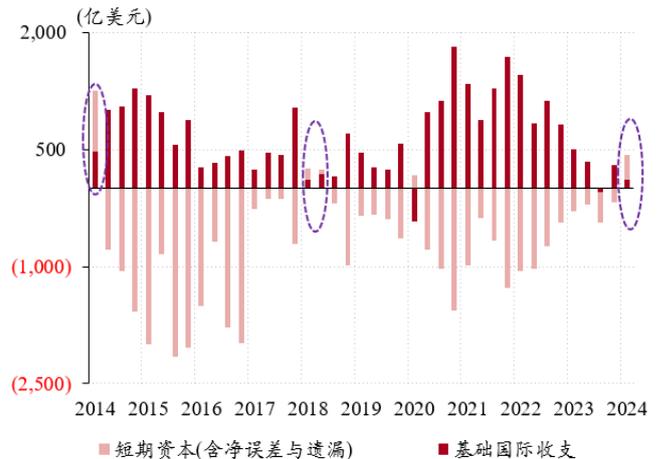
一季度，**短期资本和基础国际收支(经常项目和直接投资合计)出现 2018 年三季度以来首次双顺差**，顺差规模分别为 321 亿、113 亿美元（见图表 8）。但基础国际收支顺差同比和环比分别减少 78%、63%，表明国际收支平衡、人民币汇率保持基本稳定，来自短期资本流动状况的改善。

图表 7. 外资持有境内人民币金融资产变动情况



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

图表 8. 短期资本与基础国际收支差额

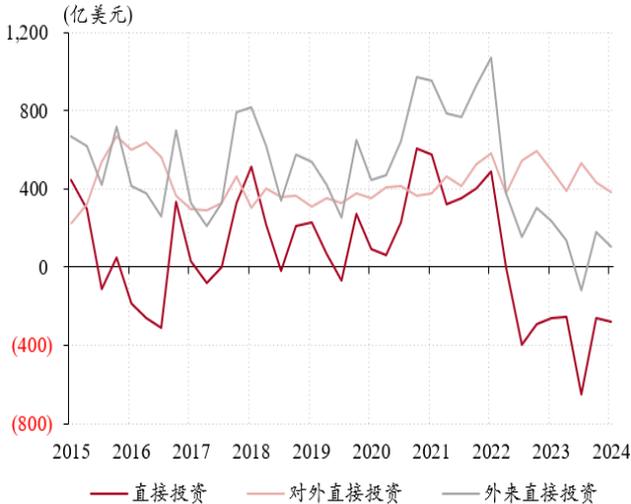


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

一季度，直接投资延续了 2022 年三季度以来持续逆差态势，逆差规模同比增加 18 亿至 279 亿美元，在七个季度中排名第四（见图表 6）。其中，对外投资净流出和外来投资净流入齐降，分别较上年同期减少 115 亿、133 亿美元至 382 亿、103 亿美元，后者为 2003 年四季度以来新低（剔除 2023 年三季度净流出 121 亿美元后）（见图表 9）。

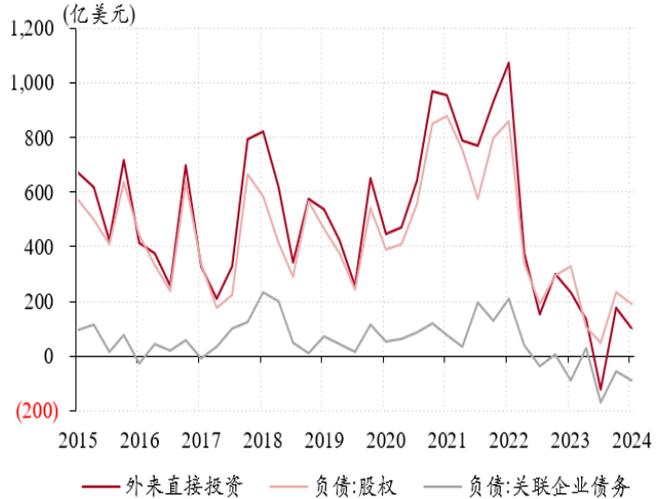
当季，外来直接投资中，关联企业债务净流出 88 亿美元，同比减少 3 亿美元，但环比增加 32 亿美元，主要反映了同期美联储降息预期收敛、美债收益率上行影响。作为外来直接投资的主要贡献项，股权投资净流入同比减少 136 亿美元，贡献了外来直接投资净流入降幅的 103%，但净流入规模 190 亿美元，明显高于 2023 年二季度的 107 亿、51 亿美元（见图表 10）。同期，商务部口径的实际利用外商直接投资（美元口径）规模同比减少 172 亿至 425 亿美元，但却是 2023 年二季度以来新高。

图表 9. 直接投资差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 外来直接投资差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

## 外汇储备和黄金储备余额增长放缓，国际储备资产多元化配置稳步推进

一季度，我国外汇储备余额增加 77 亿美元至 3.25 万亿美元，小于上年同期和上季度分别为 562 亿、1229 亿美元的增幅。其中，交易引起的外汇储备资产增加 437 亿美元，为 2021 年三季度以来新高，或反映了当期计提外汇储备投资收益的影响；汇率和资产价格折算的估值效应由上季度+1118 亿美元转为-360 亿美元，主要是因为美国通胀数据多次超预期，全球“债汇双杀”所致（见图表 11）。

当季，美元指数上涨 3.1%，10 年期美债收益率回升 32bp，非美货币承压，日元、欧元和英镑分别贬值 6.8%、2.2% 和 0.9%，但风险资产价格仍在上涨，尤其是日经 225 指数累计上涨 20.6%，德国 DAX 指数、标普 500 指数、法国 CAC40 指数分别上涨 10.4%、10.2%、8.8%，富时 100 指数仅上涨 2.8%（见图表 12）。

图表 11. 中国外汇储备余额变化及其构成



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 主要货币和全球资产价格表现

| (单位: %, bp) | 2023Q1     | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 |      |
|-------------|------------|--------|--------|--------|--------|------|
| 货币          | 美元指数       | -0.9   | 0.8    | 2.7    | -4.5   | 3.1  |
|             | 日元兑美元      | -1.3   | -8.0   | -3.4   | 5.9    | -6.8 |
|             | 欧元兑美元      | 1.3    | 0.6    | -3.1   | 4.4    | -2.2 |
|             | 英镑兑美元      | 1.9    | 3.0    | -3.9   | 4.4    | -0.9 |
| 股市          | 标普500指数    | 7.0    | 8.3    | -3.6   | 11.2   | 10.2 |
|             | 富时100指数    | 2.4    | -1.3   | 1.0    | 1.6    | 2.8  |
|             | 法国CAC40指数  | 13.1   | 1.1    | -3.6   | 5.7    | 8.8  |
|             | 德国DAX指数    | 12.2   | 3.3    | -4.7   | 8.9    | 10.4 |
| 债券          | 日经225指数    | 7.5    | 18.4   | -4.0   | 5.0    | 20.6 |
|             | 10年期美债(bp) | -40.0  | 33.0   | 78.0   | -71.0  | 32.0 |

资料来源：Wind，中银证券

一季度，央行公布的黄金储备余额增加 128 亿美元，黄金储备数量增加 87 万盎司，小于上年同期和上季度分别为 186 万、141 万盎司的增幅。从月度数据看，截至 2024 年 4 月，央行已经连续 18 个月增持黄金，2022 年 11 月至 2024 年 4 月，中国央行增持黄金储备数量与国际金价（伦敦现货）为强负相关 0.866，显示中国央行避免了追高买入黄金的操作（见图表 13）。

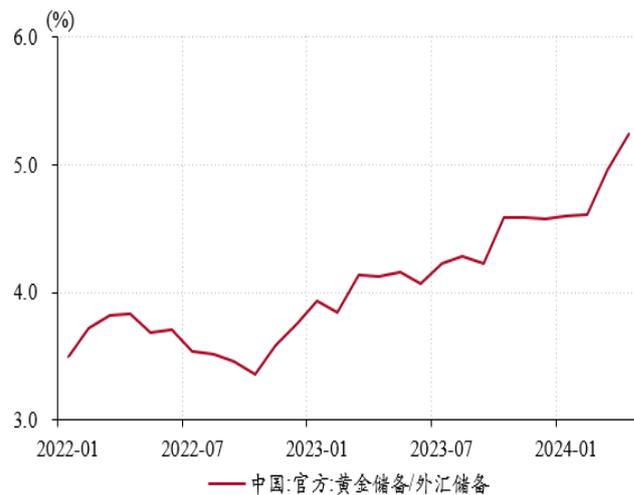
到 2024 年 4 月底，中国黄金储备相当于外汇储备的 5.2%，较 2022 年 10 月底上升了 1.9 个百分点（见图表 14）。中国国际储备资产的多元化配置仍在稳步推进，且较好地把握了市场机会。

图表 13. 中国黄金储备数量变化与国际金价负相关



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

图表 14. 中国黄金储备余额占外汇储备余额比重



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

**风险提示：海外金融风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371