

一季度对外经济部门体检报告

两个“双顺差”彰显中国国际收支韧性

- 一季度，经常项目顺差同比收窄，其中服务贸易和初次收入逆差扩大，货物贸易顺差收窄，但货物和服务净出口仍然是经济增长的重要拉动项。
- 一季度，国际收支呈现经常项目与资本项目、基础国际收支和短期资本流动两个“双顺差”，储备资产增加较多。
- 一季度，内资流出和外资流入齐增，内资流出增加的主要贡献项是证券投资，外资流入增加的主要贡献项是其他投资。由于外资净流入环比增幅更大，线上资本项目逆差环比收窄。
- 一季度，交易因素导致民间对外净负债规模减少，对外金融部门韧性继续保障外汇市场平稳运行。
- **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6月28日,国家外汇管理局公布了2024年一季度国际收支平衡表和3月末国际投资头寸表。现结合最新数据对一季度我国对外经济部门状况分析如下:

经常项目顺差同比收窄,其中服务贸易和初次收入逆差扩大,货物贸易顺差收窄

一季度,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1)。

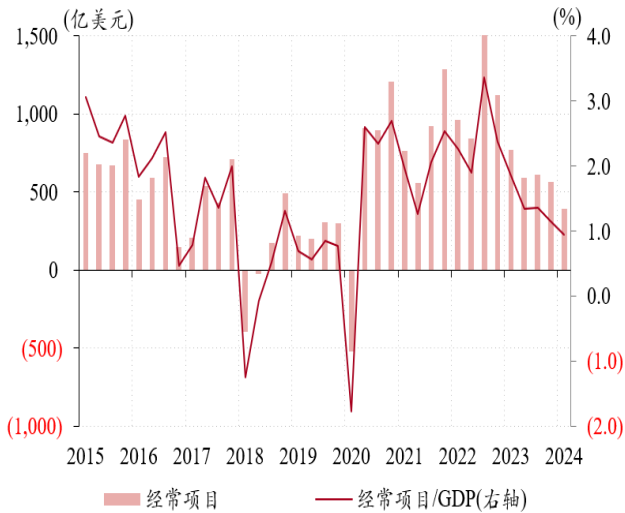
当季,服务贸易逆差贡献了经常项目顺差降幅的54%,该项逆差同比增长49%至612亿美元,为2019年四季度以来新高,且相当于疫情前五年同期均值的102%(见图表2),其中旅行服务是主要贡献项,旅行支出同比增长33%至616亿美元,相当于疫情前五年同期均值的96%,表明居民跨境出行需求仍处于恢复过程。

当季,初次收入逆差贡献了经常项目顺差降幅的27%,该项逆差同比增长73%至243亿美元(见图表2),投资收益逆差同比增长72%至266亿美元。其中,对外投资收益同比减少15%至419亿美元,为2021年以来同期新低,由于我国对外金融资产中储备资产占比最高(一季度为35.9%),主要投向包括发达经济体债券,因此当季对外投资收益减少或反映海外债市调整影响,一季度10年期美债收益率累计上行32BP;外来投资收益增长5%至696亿美元,位列历史同期第四,仅次于2021年、2022年和2018年一季度的930亿、914亿和727亿美元,同期外商投资企业工业利润同比增长12.6%至3738亿元,位列历史同期第五(见图表3)。年化对外投资回报率连续三个季度回落,一季度降至2.2%,创历史新低,而外来投资回报率则相对稳定,一季度为5.6%,二者分别较2012年至2023年回报率均值下降0.9个、0.2个百分点(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1213亿美元,为2021年以来同期新低(见图表2),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-1.3%转为1.4%,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。根据WTO统计数据,一季度中国出口市场份额13.6%,同比上升0.3个百分点,显示中国在全球产业链供应链地位依然稳固。

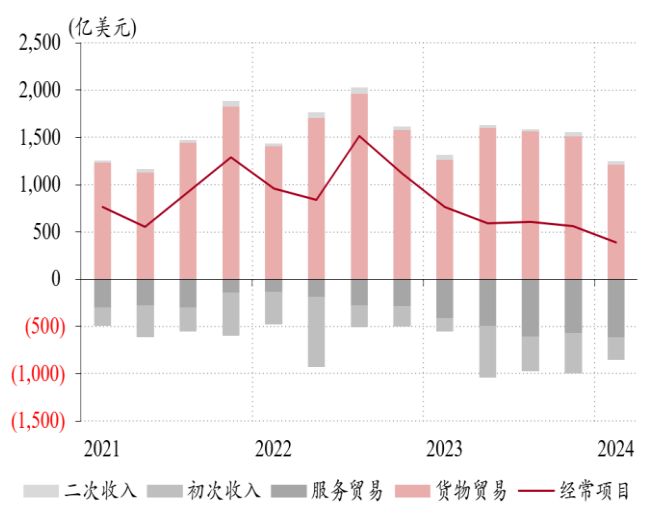
一季度,国际收支口径的货物和服务贸易合计顺差同比减少30%至601亿美元,为2021年以来同期新低。不过,同期货物出口和进口量同比增速季度均值分别为13.0%、3.9%,货物和服务净出口仍然是经济增长的重要拉动项,对GDP增速贡献率从此前连续五个季度负值升至14.5%,拉动GDP增速0.77个百分点,同比上升1.1个百分点,贡献了同期GDP同比增速提高的131%。

图表 1. 经常项目差额及占 GDP 比重



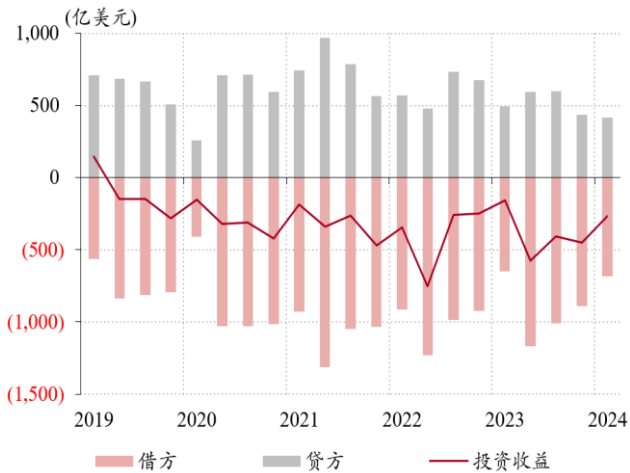
资料来源:国家外汇管理局,国家统计局, Wind, 中银证券

图表 2. 经常项目差额及构成



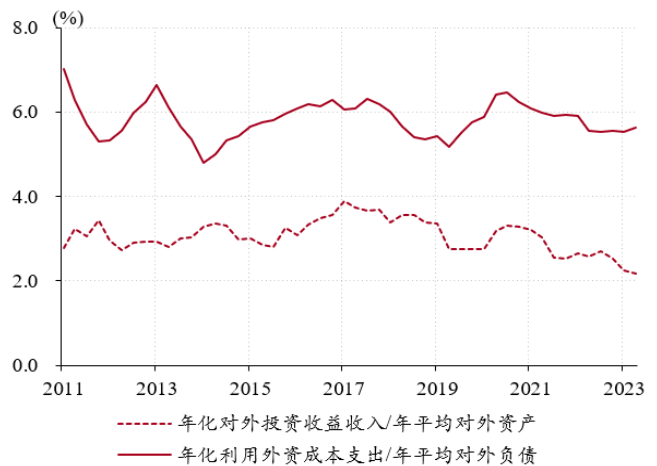
资料来源:国家外汇管理局, 中银证券

图表 3. 投资收益差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 4. 对外投资收益率和利用外资成本率



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

国际收支呈现经常项目与资本项目、基础国际收支和短期资本流动两个“双顺差”，储备资产增加较多

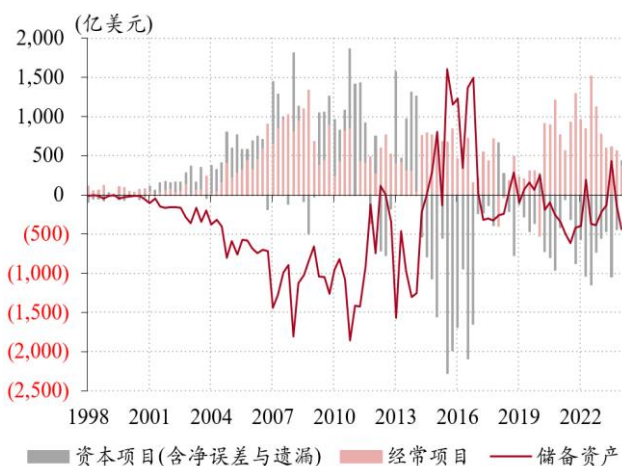
2015 年“8.11”汇改以来，随着汇率形成越来越市场化，央行基本退出外汇市场常态干预，稳固国际收支总体呈现经常项目顺差、资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差的自主平衡格局。但是，2024 年一季度，在经常项目顺差的同时，资本项目也录得顺差 42 亿美元，这是“8.11”汇改以来首次（见图表 5）。

一是因为短期资本顺差 319 亿美元，抵消了直接投资逆差 277 亿美元（见图表 6）；二是因为线上资本项目（非储备性质的金融账户）逆差 310 亿美元，小于净误差与遗漏值 352 亿美元（见图表 7），后者占同期国际收支口径的货物进出口金额比重为 2.6%，仍然位于±5%的国际标准范围内。

一季度，在短期资本转为顺差的同时，基础国际收支（即经常项目与直接投资差额合计）也录得顺差 115 亿美元，尽管同比、环比分别下降 77% 和 62%，却是“8.11”汇改以来第三次出现“双顺差”，前两次出现在 2018 年一、二季度（见图表 8）。

由于前述两个“双顺差”，中国国际收支韧性得到加强，当季储备资产增加 434 亿美元，其中交易引起的外汇储备资产增加 437 亿美元，增幅为“8.11”汇改以来次高，仅次于 2021 年第二季度的 499 亿美元（关于储备资产变动的讨论详见 2024 年 5 月 16 日发布的研报《国际收支重现双顺差，短期资本流入是亮点——一季度国际收支分析报告》）。

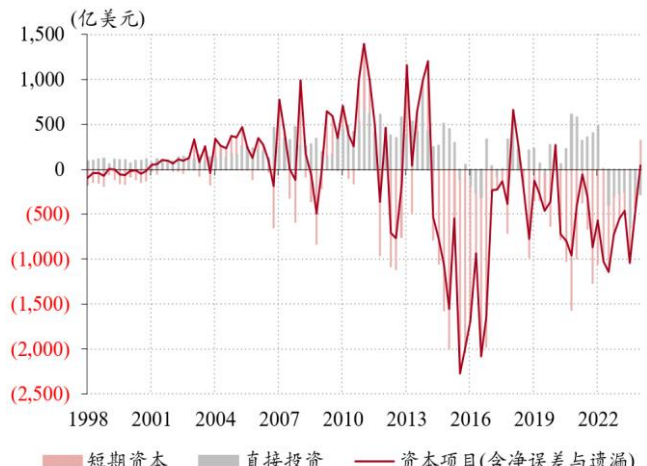
图表 5. 经常项目与资本项目差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：储备资产负债代表增加，正值代表减少。

图表 6. 资本项目差额及构成



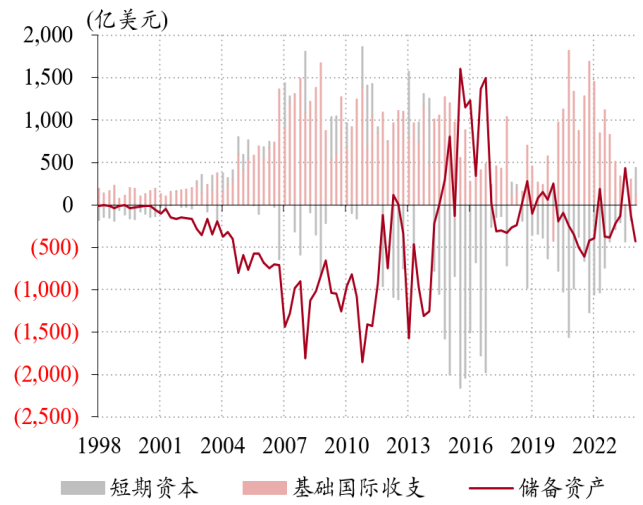
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 7. 资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 8. 基础国际收支与短期资本差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：储备资产负债值代表增加，正值代表减少。

内资流出和外资流入齐增，线上资本项目逆差环比收窄

2021年四季度以来，内资（非储备性质的金融账户资产方）净流出规模持续大于外资（非储备性质的金融账户负债方）净流入规模，线上资本项目为持续逆差。2024年一季度，内资净流出规模连续三个季度环比增加，外资延续上季度净流入态势，二者分别升至954亿、645亿美元，均创2022年以来季度新高。但由于内资净流出规模环比增幅（180亿美元）小于外资净流入增幅（211亿美元），线上资本项目逆差由上季度340亿收窄至310亿美元（见图表9）。

一季度，内资流出增加的主要贡献项是证券投资，净流出规模由上季度111亿增至538亿美元，为2022年四季度以来新高，贡献了内资净流出环比增幅的237%。其中，股权投资净流出增加137亿至272亿美元，创2021年二季度以来新高，或与同期港股反弹有关，港股通南下资金净买入规模由457亿增至1215亿元；债券投资由此前两个季度净流入转为净流出265亿美元（见图表10）。

当季，对外其他投资延续上季度净流出，但净流出规模由237亿降至23亿美元，主要贡献项是贸易信贷，由此前三个季度净流出转为净流入270亿美元；对外直接投资净流出379亿美元，环比减少57亿美元，为2022年三季度以来新低（见图表10）。这在很大程度上缓解了内资外流压力，发挥了“藏汇于民”的防火墙作用。

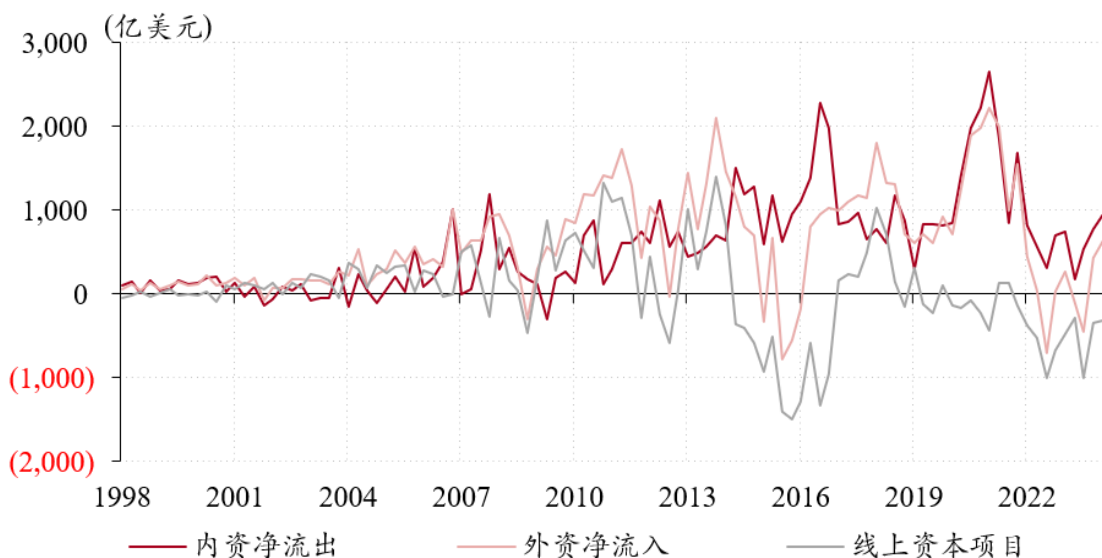
一季度，外来直接投资、证券投资和其他投资均为净流入，为2022年以来首次。外资流入增加的主要贡献项是其他投资，由上季度净流出187亿转为净流入194亿美元，贡献了外资净流入环比增幅的181%。其他投资中，货币和存款、贷款分别由净流出205亿、104亿转为净流入168亿、162亿美元。

当季，外来证券投资净流入规模较上季度减少136亿美元，反映了外资增持债券速度放缓的影响，净流入规模由595亿降至369亿美元（见图表11）。同期，境外机构和个人净增持境内人民币债券规模由上季度4656亿降至3307亿元，但仍处于历史高位。

关于外来证券投资，有一个坏消息和一个好消息。坏消息是，虽然外资净增持人民币债券，但IMF最新统计数据显示，同期全球持有人民币外汇储备资产减少749亿元人民币，为连续三个季度环比下降。这或反映了境外储备持有机构不是2023年9月份以来外资净增持人民币债券的主力，2024年一季度外资净增持3307亿元人民币债券，其中净减持482亿元人民币国债。好消息是，虽然同期外来股票投资净流出47亿美元，为连续三个季度净流出，同比多流出301亿美元，但环比减少了90亿美元，同时当季境内企业在境外募股筹资39亿元人民币，同比增加1.56倍。

当季，外来直接投资净流入规模减少75亿美元至102亿美元，为2003年四季度以来新低（剔除2023年三季度净流出121亿美元），是因为股权净流入规模减少44亿美元，叠加关联企业债务净流出规模增加31亿美元，后者反映美联储降息预期收敛、美债收益率上行对外方股东海外融资成本和融资能力的影响（见图表11）。

图表 9. 线上资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 内资净流出规模及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 11. 外资净流入规模及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

民间对外净负债减少，对外金融部门韧性继续保障外汇市场平稳运行

截至 2024 年 3 月末，中国民间对外净负债（即剔除储备资产的国际投资净头寸）规模为 5076 亿美元，较 2023 年末减少 339 亿美元。其中，内资净流出与外资净流入缺口为 310 亿美元，而汇率和资产价格调整带来的负估值效应为 29 亿美元（其中人民币贬值带来负债端的负估值效应约为 83 亿美元¹），对民间对外净负债降幅的贡献率分别是 91%、9%（见图 12）；民间对外净负债占年化名义 GDP 比重由 2023 年末的 3.0% 降至 2.8%，更是较 2015 年 6 月末（8.11 汇改前夕）回落了 19.0 个百分点（见图 13）。

¹ 分别将 2023 年 12 月末和 2024 年 3 月末外商直接投资中的股权投资、境外机构和个人持有境内人民币股票资产、美元计价的对本币外债余额的平均值乘以一季度人民币汇率中间价变动幅度计算得到。

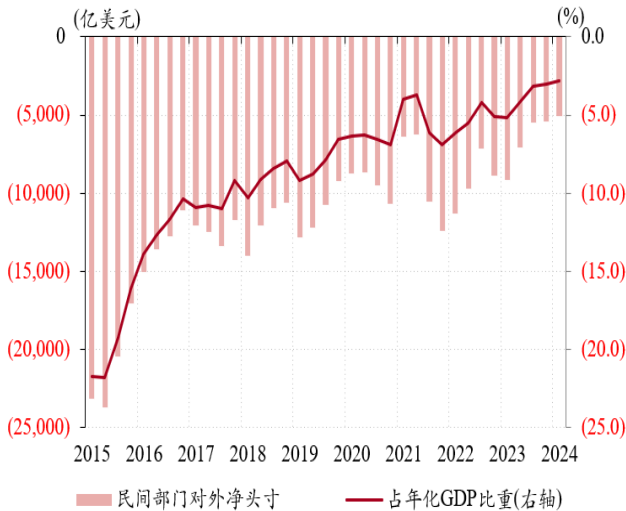
截至 2024 年 3 月末，民间非银行部门对外净负债 5990 亿美元，与年化名义 GDP 之比为 3.3%，较 2023 年末分别下降 1120 亿美元（其中人民币贬值带来负债端的负估值效应约为 78 亿美元²）和 0.7 个百分点，较 2015 年末分别下降 8986 亿美元和 10.8 个百分点³（见图表 14）。这是一季度人民币汇率承压但外汇市场总体保持平稳运行的根本原因。而且，人民币汇率承压背景下，外资净流入增加，线上资本项目逆差环比收窄，再次证伪“人民币贬值会加速资本外流”的说法。

图表 12. 民间对外金融资产和负债变化（单位：亿美元）

	2023 年 12 月末	2024 年 3 月末	余额变动	交易因素	估值效应
民间对外金融资产	61,320	61,949	629	954	(326)
直接投资	29,391	29,567	176	379	(203)
证券投资	10,984	11,539	555	538	17
其他投资	20,755	20,635	(119)	23	(142)
民间对外金融负债	66,735	67,025	290	645	(355)
直接投资	35,531	35,103	(428)	102	(530)
证券投资	17,016	17,403	387	322	65
其他投资	13,993	14,253	260	194	66
民间对外净负债	(5,415)	(5,076)	339	310	29

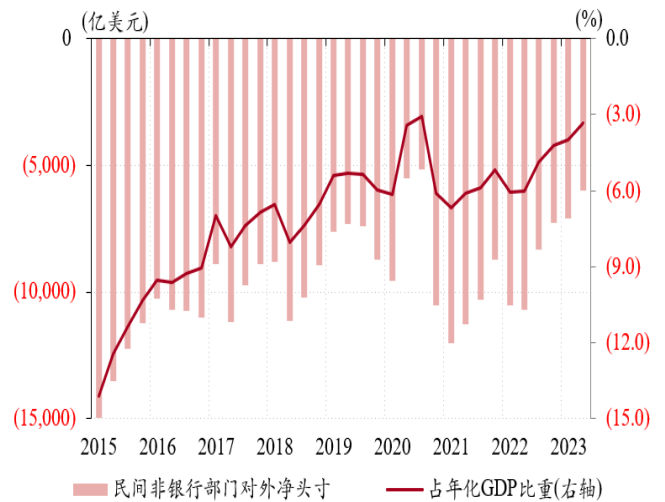
资料来源：国家外汇管理局，中银证券
注：括号中的红色数字代表负值。

图表 13. 民间对外净负债规模及占 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，中银证券

图表 14. 民间非银行部门对外净负债



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，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。

² 将人民币汇率对民间部门对净负债的估值影响中剔除人民币汇率对银行部门对外净负债的影响，后者计算方法为，将 2023 年 12 月末和 2024 年 3 月末银行对外人民币净负债均值乘以一季度人民币中间价变动幅度。

³ 民间非银行部门对外净头寸变动=对外净头寸变动-储备资产变动-银行部门对外净头寸变动。由于官方从 2015 年底的数据开始公布银行业对外金融资产负债，故相关数据最早只能追溯到 2015 年底。

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士，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刊载或转发的，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