储备资产小幅增加，结构性问题突出

——三季度我国我国际收支（实际数）分析

内容提要：

我们认为对今年国际收支的考察要充分认识到疫情的影响，疫情导致了贸易收支的顺差、服务贸易的逆差，也对直接投资和投资收入产生了一定的影响，综合看来，尽管直接投资和外汇收入有所影响，但由于我国防疫措施得当，疫情对国际收支的总体影响是正面的。但是，随着疫情的缓解，短期正面影响可能减弱。

但是，我们要充分认识到一些长期性、潜在性因素对我国国际收支的影响。目前最为突出的问题是其他投资项在人民币大幅升值的情况下出现大幅逆差。当然，错误与遗漏项占货物贸易总额的占比在三季度回落，回到 5%以下的正常值。

另外一个关注点就是证券投资。在我国货币政策正常化的情况下，利差确实吸引了外资对中国债券的投资。但是，股票投资却在三季度（7 月）相对高点时出现了外资大量减持与流出。

我们注意到人民币近阶段出现了明显的升值，这显然是和我国国际收支改善有关的，但是，我们认为这一改善的持续性依然面临着一定的考验，一方面是国际风云变幻，加上疫情控制的不确定性及其进展，另一方面，也

是因为我国国际收支从结构分析看，依旧具有不稳定性。

我们也注意到中央经济工作会议上提及了深化利率汇率市场化改革，并要求保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

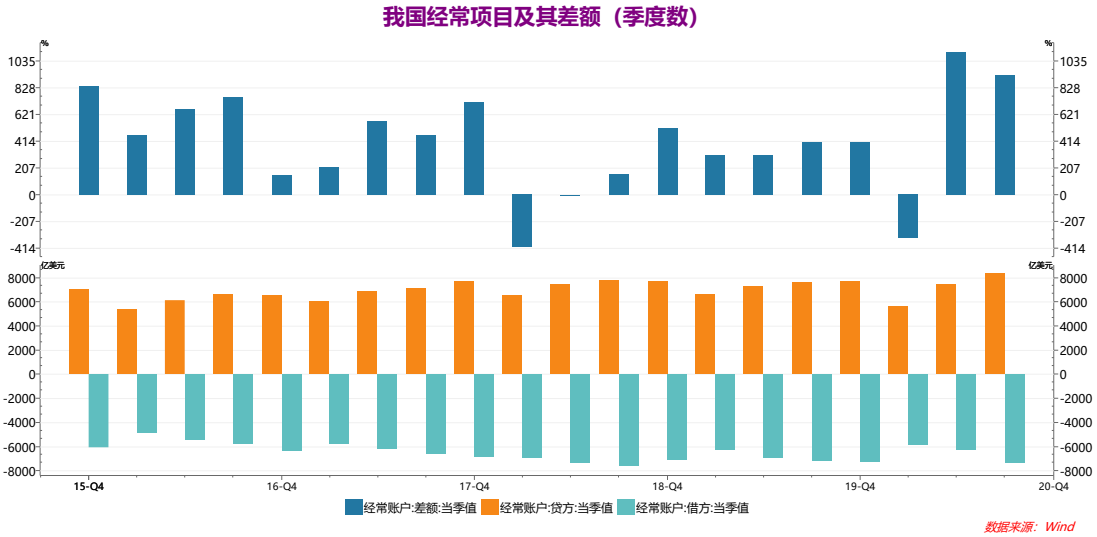
我们依旧认为人民币汇率将通过新汇改保持双向波动的格局，不断拓宽波动区间，不断提高市场化程度，最终从有管理的浮动逐步走向完全可自由兑换的货币。

周末，央行公布了三季度我国国际收支数据（正式数）。数据限售，三季度我国国际收支出现“一顺一逆”，国际储备资产增加，但结构性问题依旧。

一. 经常项目数据分析

三季度我国经常项继续巨额顺差，顺差达到 922.34 亿美元，仅次于今年二季度顺差 1101.68 亿美元。前三季度累计顺差达到 1687.06 亿美元。仅次于 2016 年三季度累计数的 1867.06 亿美元。

图 1：我国经常项目及其差额（季度数）

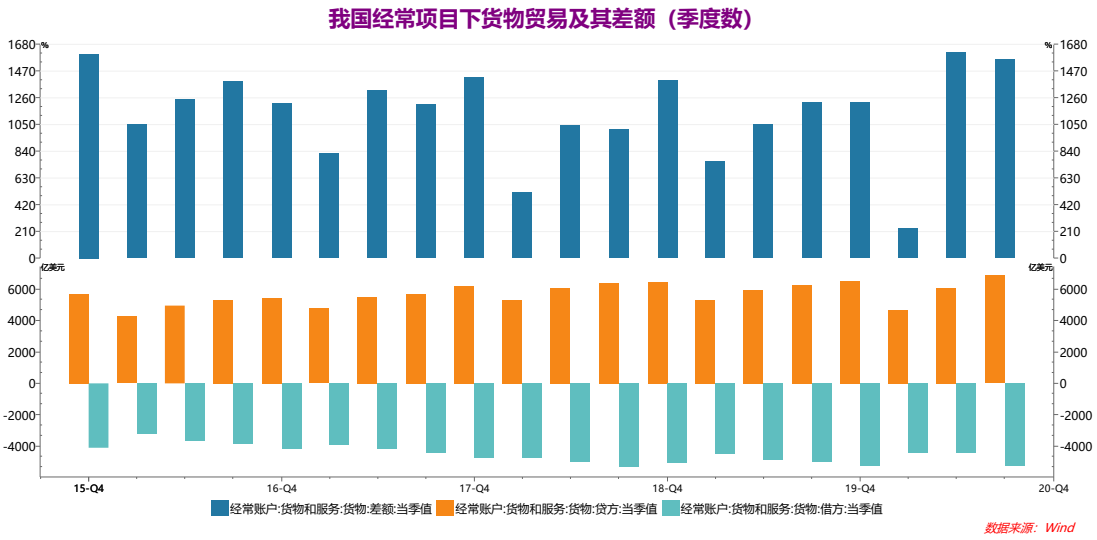


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

经常项目的顺差主要是因为货物贸易出现较大顺差，而服务贸易，特别是传统逆差项——旅游服务贸易逆差大幅减少。

从货物贸易看，三季度货物贸易顺差 1558.25 亿美元，2015 年以来，仅次于二季度顺差 1612.96 亿美元。

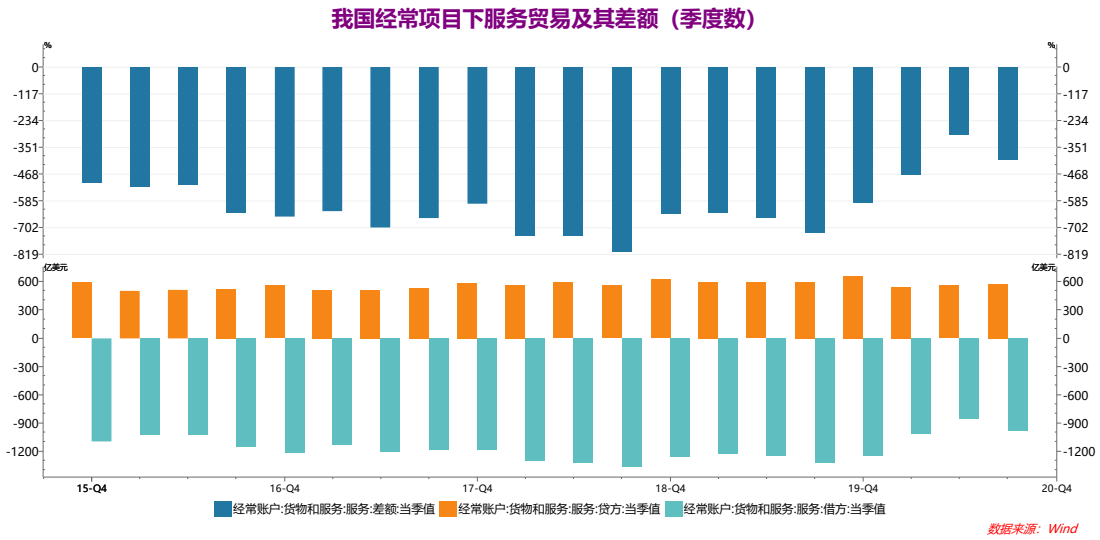
图 2：我国经常项目下货物贸易及其差额（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

在服务贸易方面，由于旅游逆差大幅减少，导致服务逆差减少明显。逆差402.9亿美元，去年同期逆差724.82亿美元，但较二季度的逆差295.07亿美元有所明显增加。

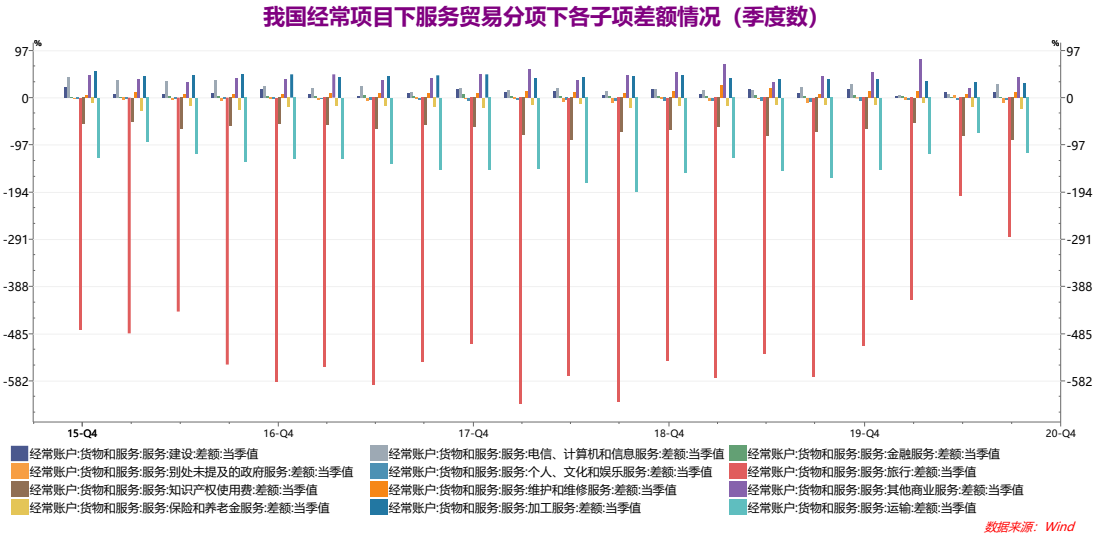
图3：我国经常项目下服务贸易及其差额（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

从服务贸易的内部结构看，最大的逆差项目是旅行服务项目，其次为知识产权使用费和运输费用。

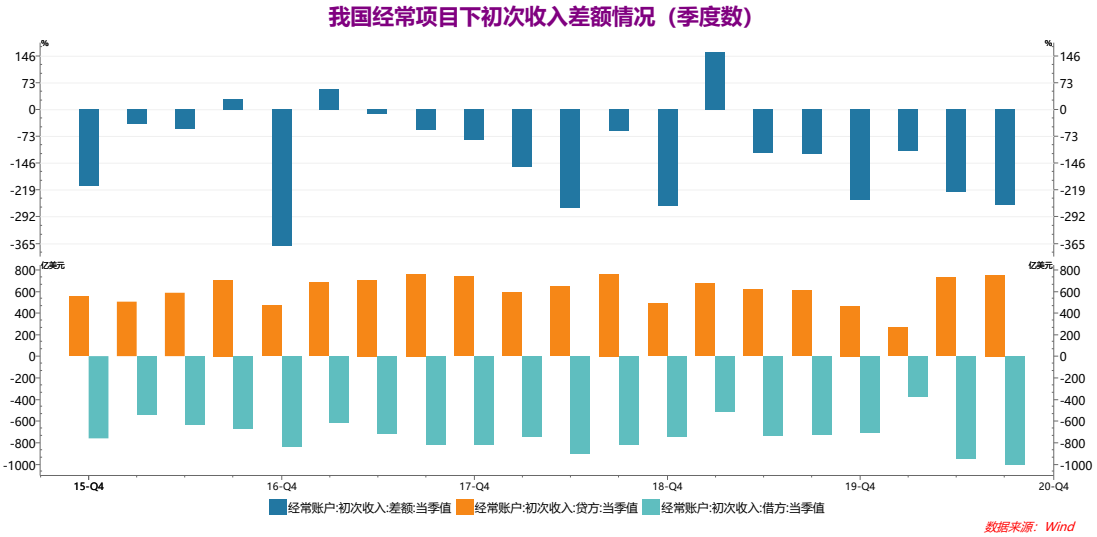
图4：我国经常项目下服务贸易分项下各子项差额情况（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

从初次收入分配情况看，持续逆差，三季度逆差 750.94 亿美元，高于二季度的逆差 725.51 亿美元，也高于去年同期的逆差 608.28 亿美元。

图 5：我国经常项目下初次收入差额情况（季度数）

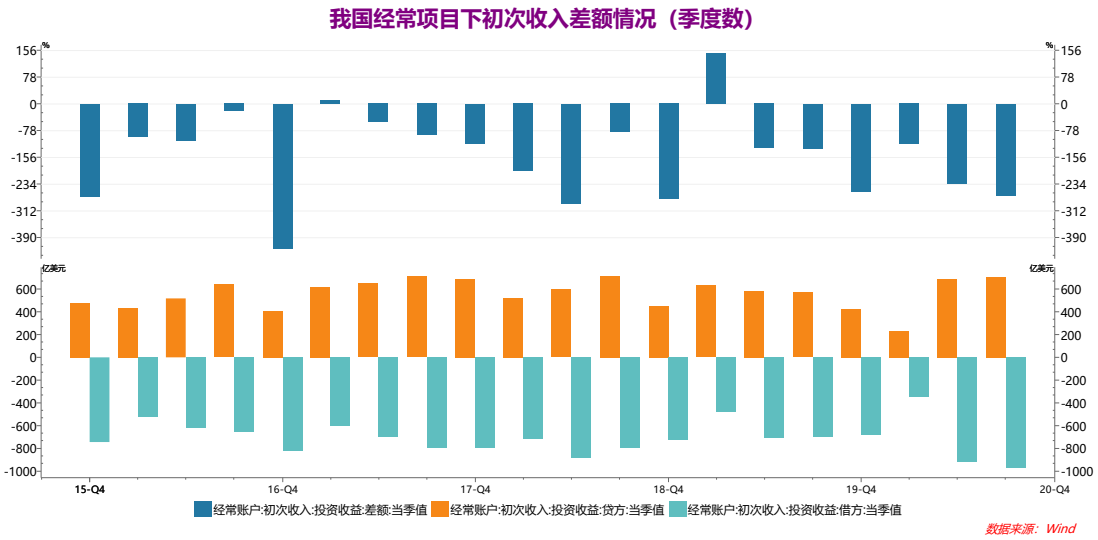


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

从初次分配收入项下最重要的投资收益项目看，三季度逆差高于二季度

的逆差 233.01 亿美元，逆差达到 267.56 亿美元。而去年同期仅逆差 130.15 亿美元。其中汇出额达到 969.2 亿美元，较去年同期的 698.04 亿美元和二季度的 917.76 亿美元有明显增加。当然汇入金额也从去年的 567.89 亿美元增加到 701.64 亿美元。

图 6：我国经常项目下初次收入差额情况（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

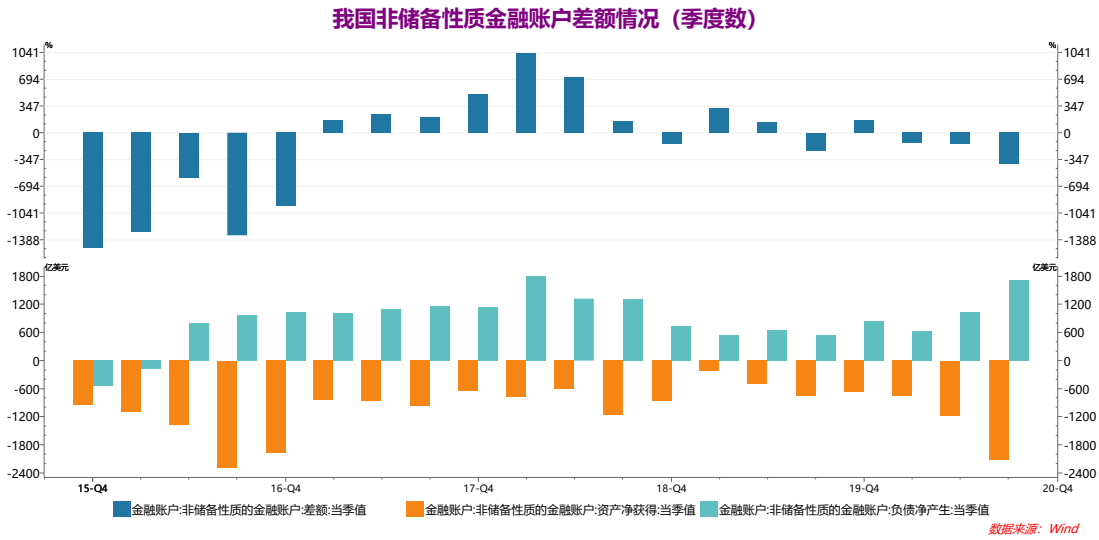
我们认为，经常项目中货物贸易顺差的增加反映了疫情对国内外的不同影响，而服务贸易逆差的减少，特别是旅行服务和运输服务逆差的减少反映了疫情对经济的冲击，而投资收入的减少，特别是投资收入汇出的减少也反映了疫情的冲击及其经济单边化的影响。

二. 非储备金融性质资产项目分析

三季度非储备性质金融资产逆差 411.62 亿美元，逆差额较二季度逆差

153.28 亿美元有明显增加。去年同期逆差 234.65 亿美元。逆差的主要原因在于其他投资项的逆差，证券投资方面，确实外资大量流入，但流入的方向是债券而不是股票。

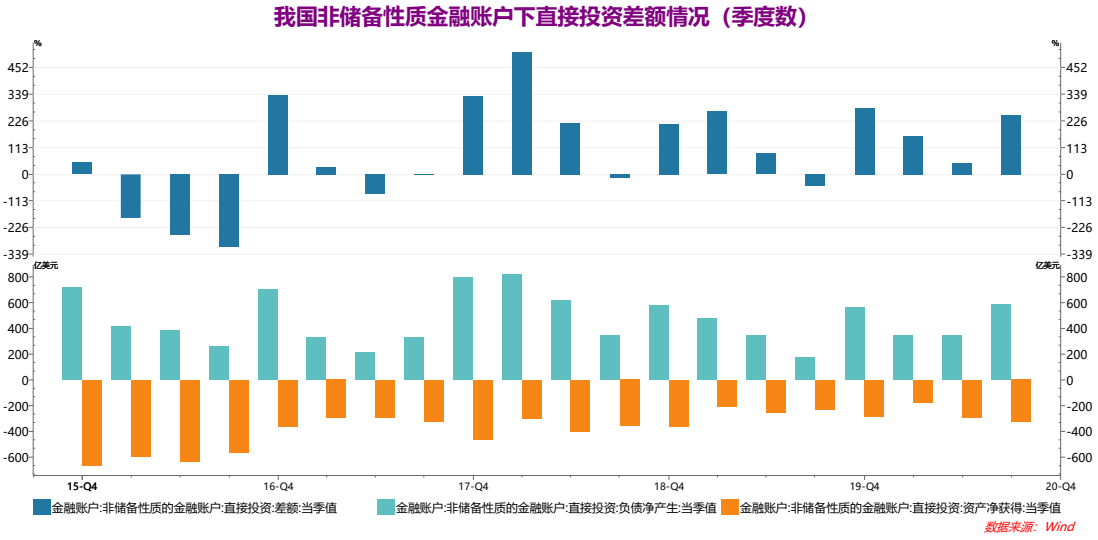
图 7：我国非储备性质金融账户差额情况（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

从分项看，在直接投资方面，三季度顺差增加明显，达到 250.85 亿美元，明显高于二季度的顺差 47.06 亿美元，而去年同期逆差 50.75 亿美元。从流入和流出情况看，流入环比增加十分明显。

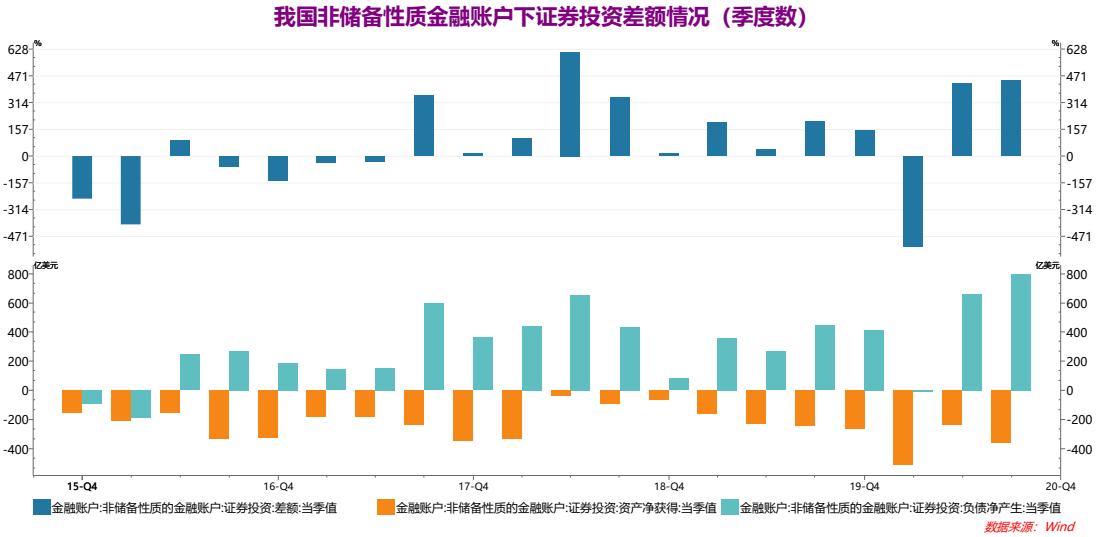
图 8：我国非储备性质金融账户下直接投资差额情况（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

在证券投资方面，三季度顺差 439.10 亿美元，高于二季度的顺差数 424.26 亿美元。去年同期顺差 200 亿美元。

图 9：证券投资分项差额（季节数）

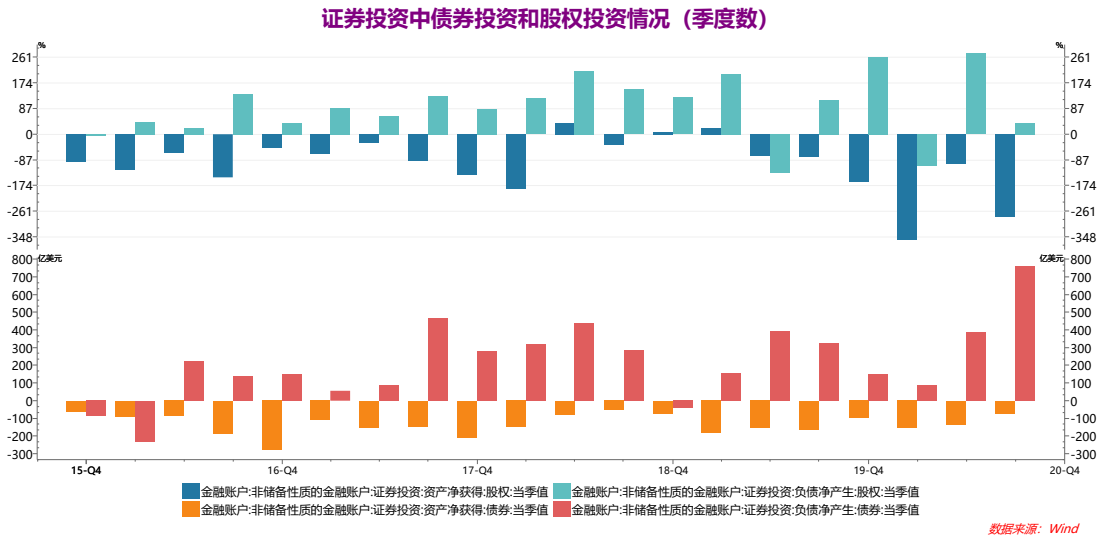


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

从证券投资的分项看，证券投资顺差主要来源于债券投资，而股票投资

出现了逆差。三季度债券投资顺差达到 683.8 亿美元，但股票投资逆差了 244.7 亿美元。而无论是二季度还是去年同期，股票投资均是顺差的。金融延时工具逆差 23.07 亿美元。

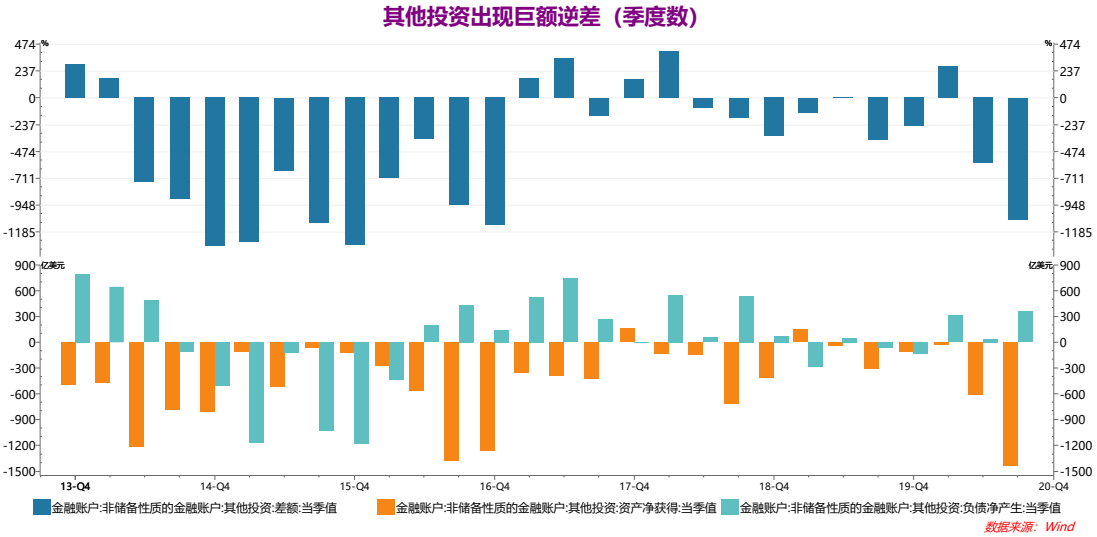
图 10：证券投资中债券投资和股权投资情况（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

从非储备性质金融账户最庞杂的分项——其他投资项目出现了巨额逆差，达到了 1078.51 亿美元，大大高于二季度逆差 579.83 亿美元，值得关注和警惕。我们注意到这一情况是在人民币汇率出现大幅升值的背景下发生的。我们注意到其他投资项的大幅流出和逆差只在 2014 和 2015 年汇改和汇率出现较大波动时候出现过。

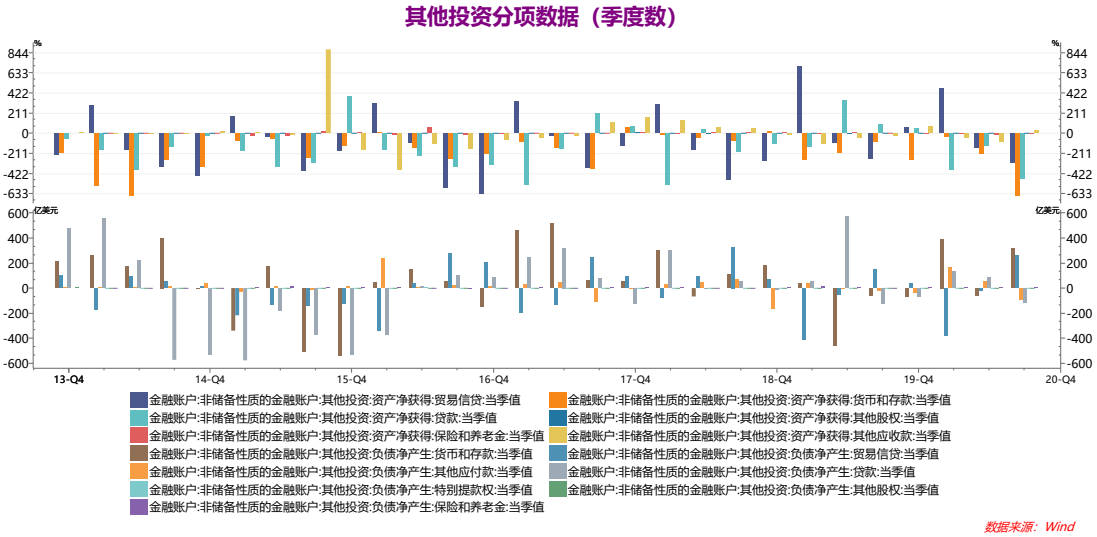
图 11：其他投资出现巨额逆差（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

从分项数据看，资金流出项目主要集中于货币于存款、贷款和贸易信贷上。

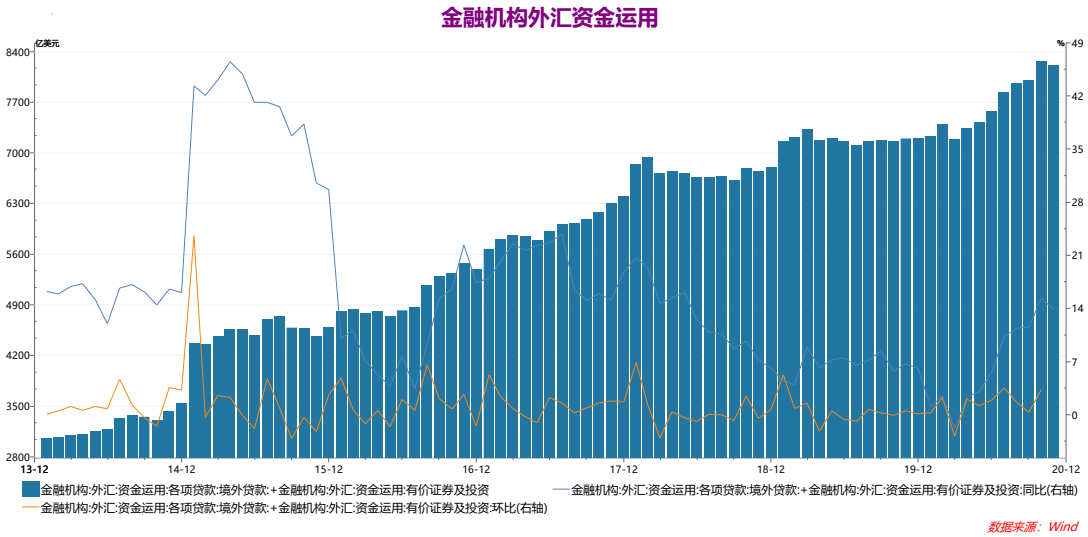
图 12：其他投资分项数据



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

这一数据可以从金融机构的外汇资金运用上得到佐证。I 今年以来，金融机构的境外外汇资金运用大幅提升。

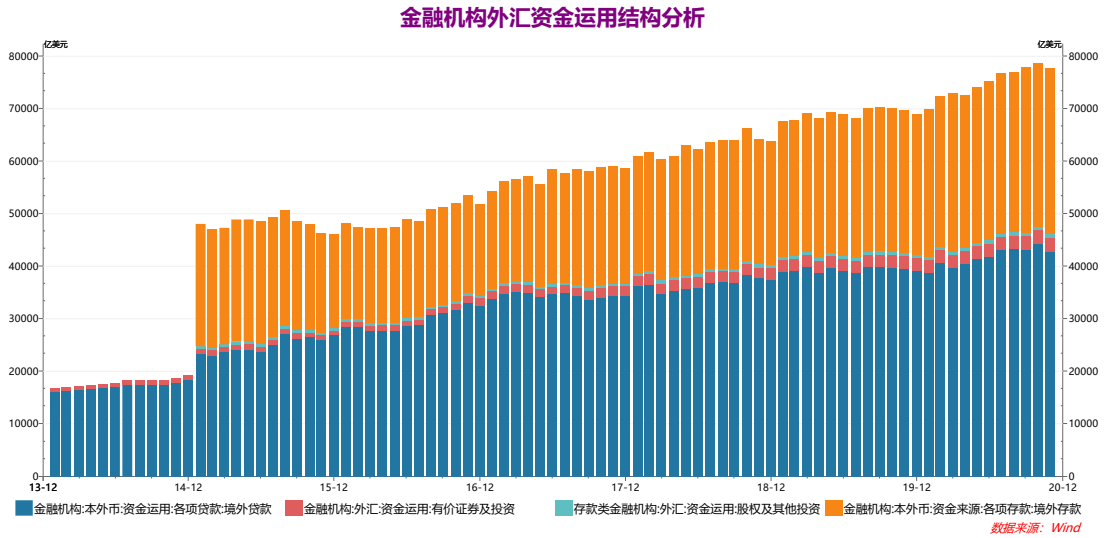
图 13：金融机构外汇资金运用



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

金融机构境外资金运用从结构分析看，主要集中于境外存款与贷款。

图 14：金融机构外汇资金运用结构分析

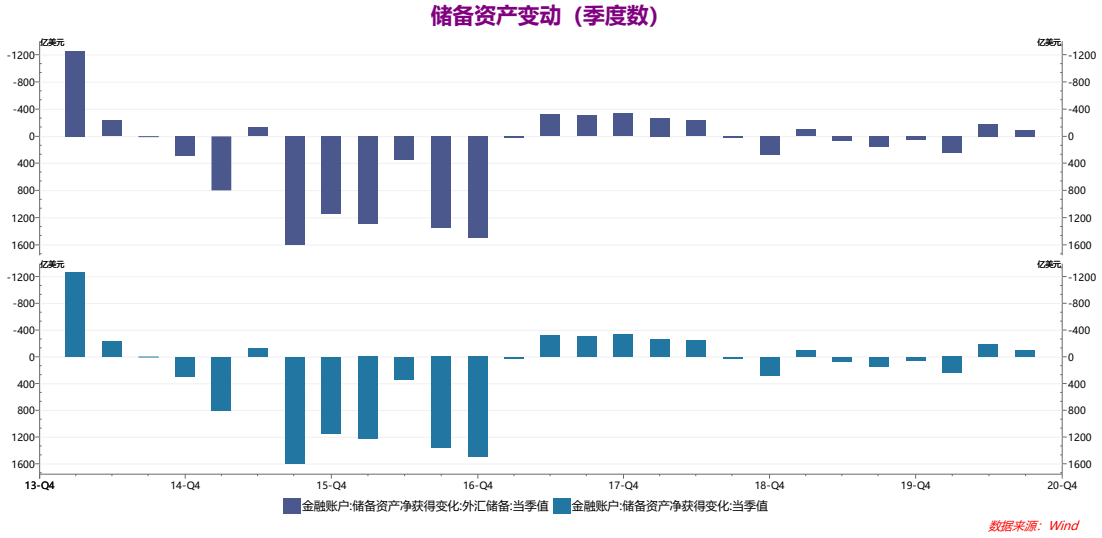


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

三. 平衡账户分析

从储备资产百变动情况看，三季度储备资产小幅增加了 92.83 亿美元，外汇储备增加了 94.79 亿美元，而二季度增加了 191.36 亿美元，外汇储备增加了 178.21 亿美元。去年同期储备资产与外汇储备分别减少了 154.36 亿美元和 159.64 亿美元。前三个季度储备资产共增加了 33.64 亿美元，去年同期则减少了 130.34 亿美元。

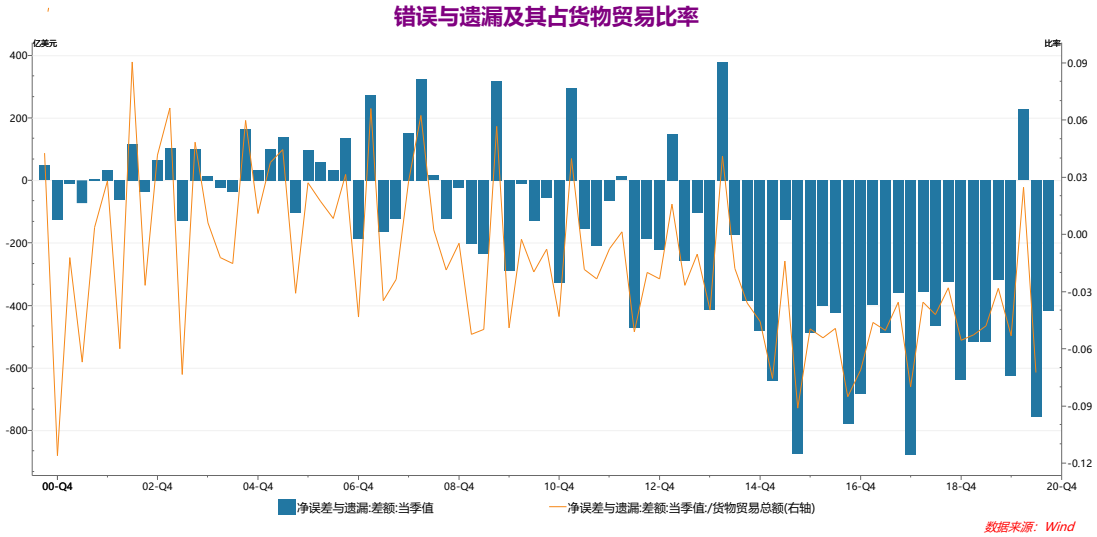
图 15：储备资产变动（季度数）



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

三季度，错误与遗漏项目报-417.76 亿美元，较二季度的-756.89 亿美元减少明显，错误与遗漏项目占当季货物贸易总额占比为 3%。低于 5%的临界值。前值则高达 7%。

图 16：错误与遗漏及其占货物贸易比率



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

四． 综合分析

我们认为对今年国际收支的考察要充分认识到疫情的影响，疫情导致了贸易收支的顺差、服务贸易的逆差，也对直接投资和投资收入产生了一定的影响，综合看来，尽管直接投资和外汇收入有所影响，但由于我国防疫措施得当，疫情对国际收支的总体影响是正面的。但是，随着疫情的缓解，短期正面影响可能减弱。

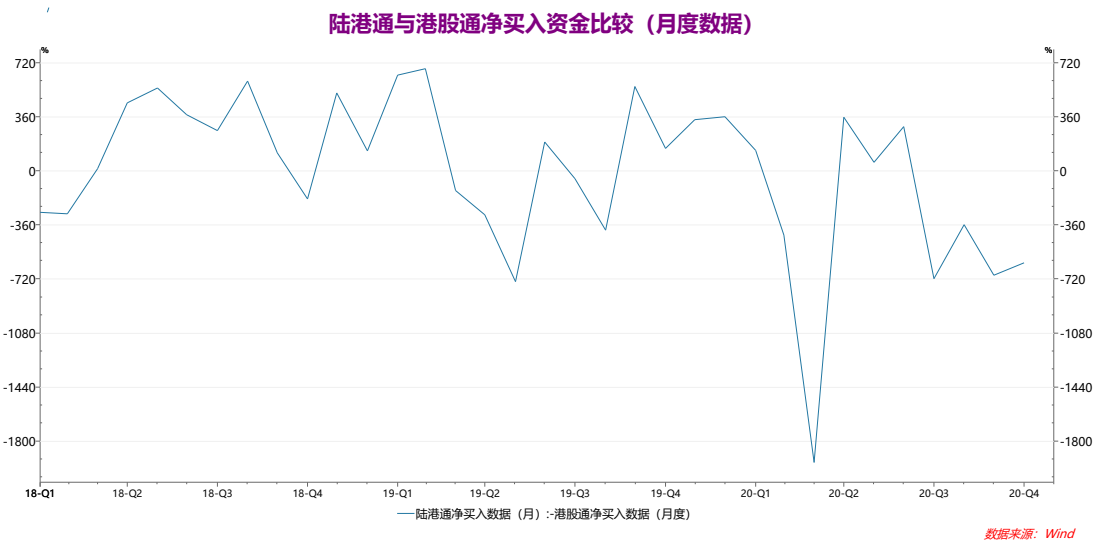
但是，我们要充分认识到一些长期性、潜在性因素对我国国际收支的影响。目前最为突出的问题是其他投资项在人民币大幅升值的情况下出现大幅逆差。当然，错误与遗漏项占货物贸易总额的占比在三季度回落，回到 5%以下的正常值。

另外一个关注点就是证券投资。在我国货币政策正常化的情况下，利差确实吸引了外资对中国债券的投资。但是，股票投资却在三季度（7 月）相

对高点时出现了外资大量减持与流出。

事实上，从陆港通和港股通的数据看，三季度及其以后，资金是流出的。

图 17：陆港通与港股通净买入资金比较（月度数据）



一国的汇率是由该国的供求关系所决定的，而国际收支反映了一国外汇供求的情况。我们注意到人民币近阶段出现了明显的升值，这显然是和我国国际收支改善有关的，但是，我们认为这一改善的持续性依然面临着一定的考验，一方面是国际风云变幻，加上疫情控制的不确定性及其进展，另一方面，也是因为我国国际收支从结构分析看，依旧具有不稳定性。

同时，我们认为，人民币汇率的改革方向一定是从有管理浮动迈向完全自由的浮动，同时推进人民币国际化。尽管在目前的新形势下，人民币汇率迈向自由化的条件比较有利，但参考国外成功经验，人民币汇率市场化过程是一个渐进的过程，拓宽双向波动的管理区间是个有可能的选项，对此，我

们在年度报告《山雨欲来风满楼-2021 年人民币汇率展望》一文已经进行了详细的分析。我们认为人民币汇率近期的走强当然受到美元指数下降、中国外贸形势大好等经济因素影响，但也受到汇改因素的预期与影响，人民币汇率实际上迈向了探索新的双向波动区间上限的道路。

我们也注意到中央经济工作会议上提及了深化利率汇率市场化改革，并要求保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

我们依旧认为人民币汇率将通过新汇改保持双向波动的格局，不断拓宽波动区间，不断提高市场化程度，最终从有管理的浮动逐步走向完全可自由兑换的货币。

（银河期货研究所 20201228）

结

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其

它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司　　银河宏观

研究员：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799