

中国宏观经济月报

2025/2/17

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

长短期资本流出压力均较大

一、我国国际收支“一顺一逆”格局深化，结构性矛盾凸显

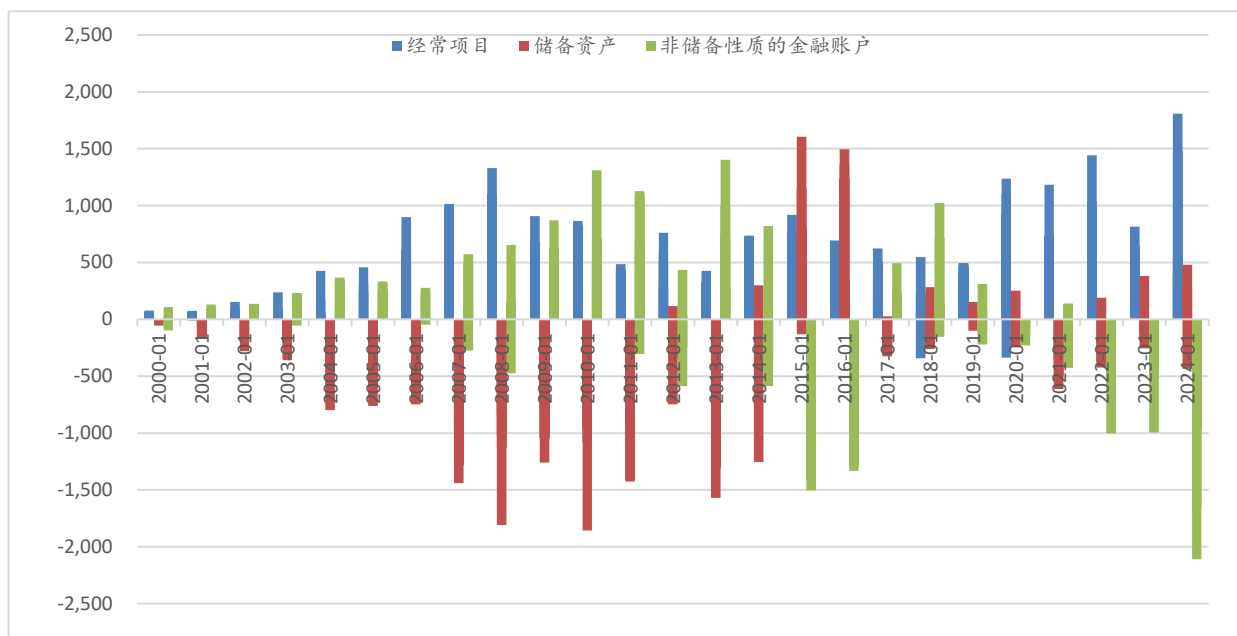
2024 年第四季度及全年，我国国际收支延续“经常账户顺差、非储备金融账户逆差”的双向分化格局。

第四季度数据：第四季度经常账户顺差达 1807 亿美元，包含净误差与遗漏的非储备性质的金融账户逆差扩大至 2111 亿美元，储备资产增加 304 亿美元。

全年数据：2024 年全年经常账户顺差 4220 亿美元，包含净误差与遗漏的非储备性质的金融账户逆差为 5038 亿美元，储备资产增加 623 亿美元。

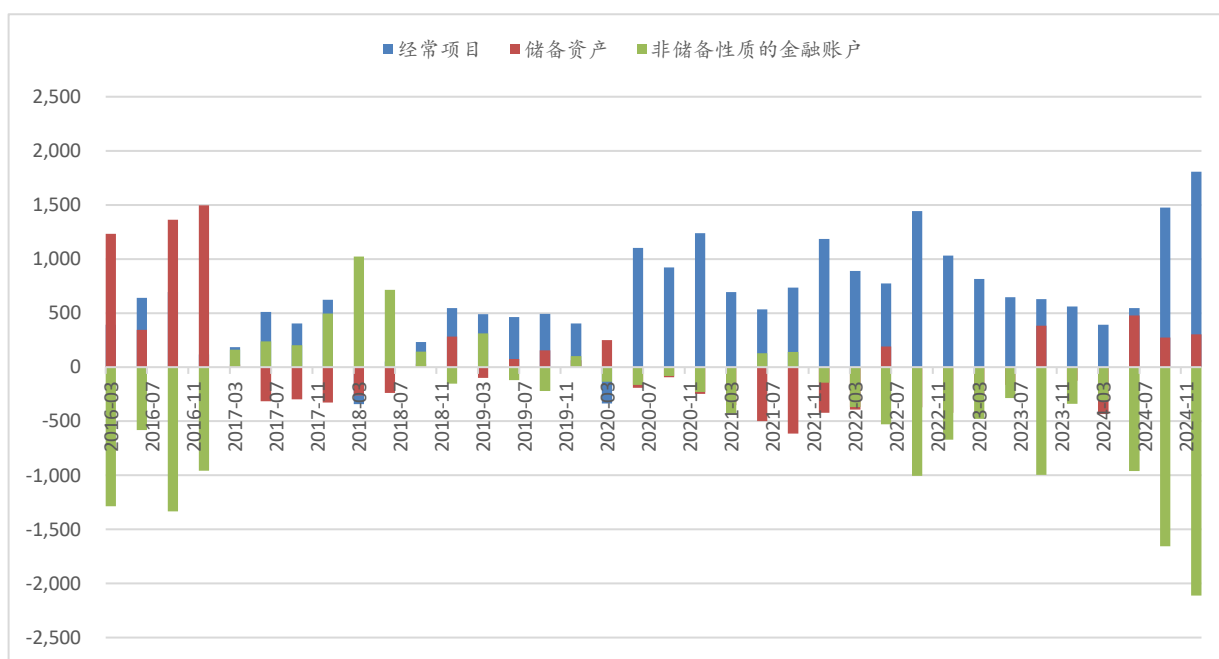
矛盾凸显：无论是第四季度单季度，还是 2024 年全年，经常账户、货物和服务贸易账户、货物贸易账户顺差创历史峰值，但资本项下资金外流压力显著，非储备性质的金融账户的逆差额也创历史最值，凸显内外需失衡与资本信心不足的双重挑战。

图表 1：经常账户顺差额、非储备性质的金融账户逆差额均创年度历史峰值



资料来源：Wind、致富研究院

图表 2：经常账户顺差额、非储备性质的金融账户逆差额也均创季度历史峰值

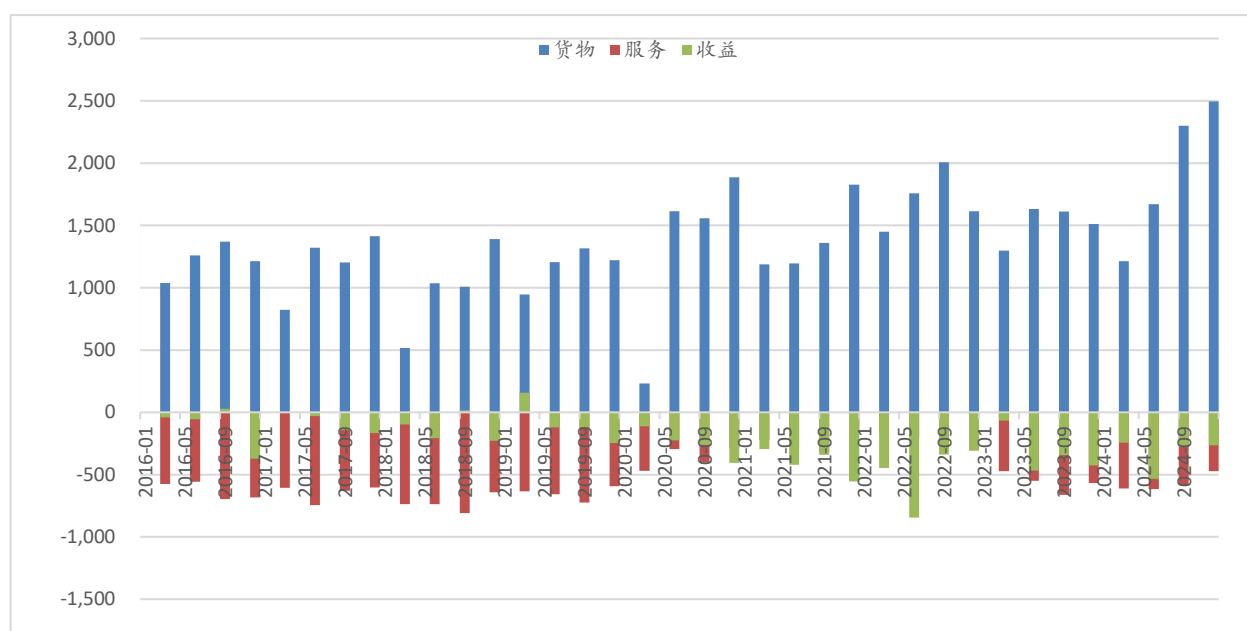


资料来源：Wind、致富研究院

二、经常账户顺差扩张：货物贸易韧性强劲，服务贸易逆差边际改善

2024 年第四季度，中国的货物贸易顺差与服务贸易逆差分别为 2496 与 473 亿美元。其中 2496 亿美元的货物贸易顺差是单季最高货物贸易顺差，2024 年全年 7679 亿美元的货物贸易顺差是年度最高货物贸易顺差。虽然因为口径等原因，外管局和海关公布的数据有所差距，但二者数据均创下历史峰值，显示出我国货物贸易的强劲韧性和竞争力。服务贸易逆差额第三季度和第四季度逐季缩小，主要是境外个人来华旅行快速增长所致。

图表 3：经常账户季度变动



资料来源：Wind、致富研究院

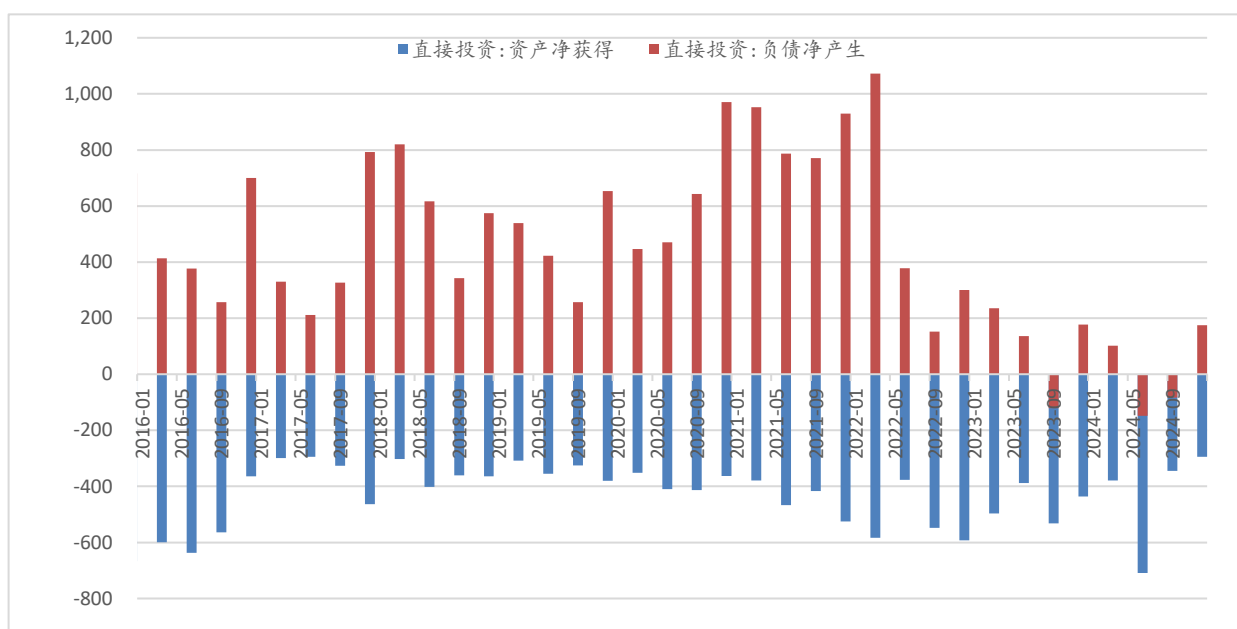
三、资本与金融账户持续失血：长短期资本同步净流出

长期资本：直接投资净流出常态化

2024 年第四季度，中国直接投资项逆差 120 亿美元。一方面，同期中国对外直接投资为 295 亿美元，其中，对外股权投资增加了 308 亿美元，对外关联企业债务减少 13 亿美

元。另一方面，同期外商直接投资增加 175 亿美元，其中，外商直接投资的股权投资增长 248 亿美元，外商直接投资的关联企业债务下降 74 亿美元。全年对外直接投资 1728 亿美元，依然维持在高位；外商直接投资 45 亿美元，较上年低 382 亿美元，勉强录得正值，较 2010-2022 年年均 2000 亿美元以上的数值大幅回落。直接投资属于长期资本，近年来外商对我国直接投资金额大幅下降，我国对外直接投资持续处于高位，使得长期资本持续处于净流出状态。

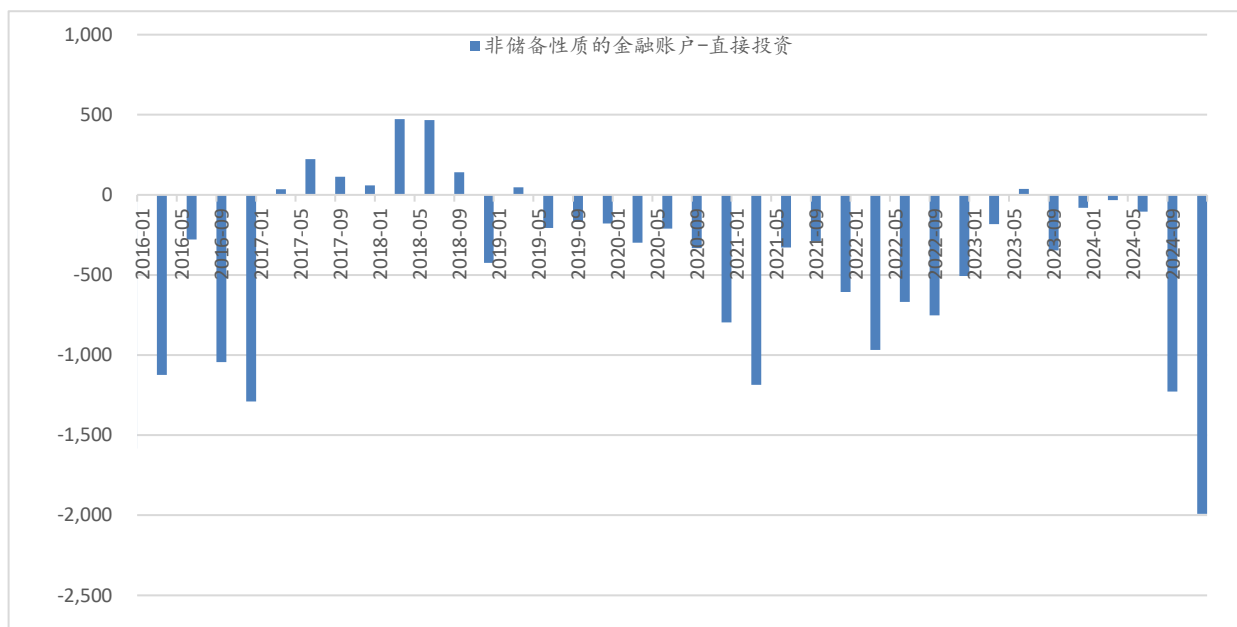
图表 4：外商对我国直接投资继续下降



资料来源：Wind、致富研究院

短期资本：证券与其他投资加速外流

迄今为止，外管局还未公布 2024 年第四季度证券投资、其他投资以及误差与遗漏项的具体数据。但总体来看，第四季度剔除 FDI 的非储备性质金融账户逆差为 1991 亿美元，全年为逆差 3354 亿美元。前三季度这一数值分别为逆差 33 亿美元、104 亿美元和 1228 亿美元；2024 年短期资本流出呈现逐季增加趋势，是中美利差倒挂、汇率贬值预期等因素共同作用的结果。

图表 5：证券投资和其他投资资金流出量逐季增加


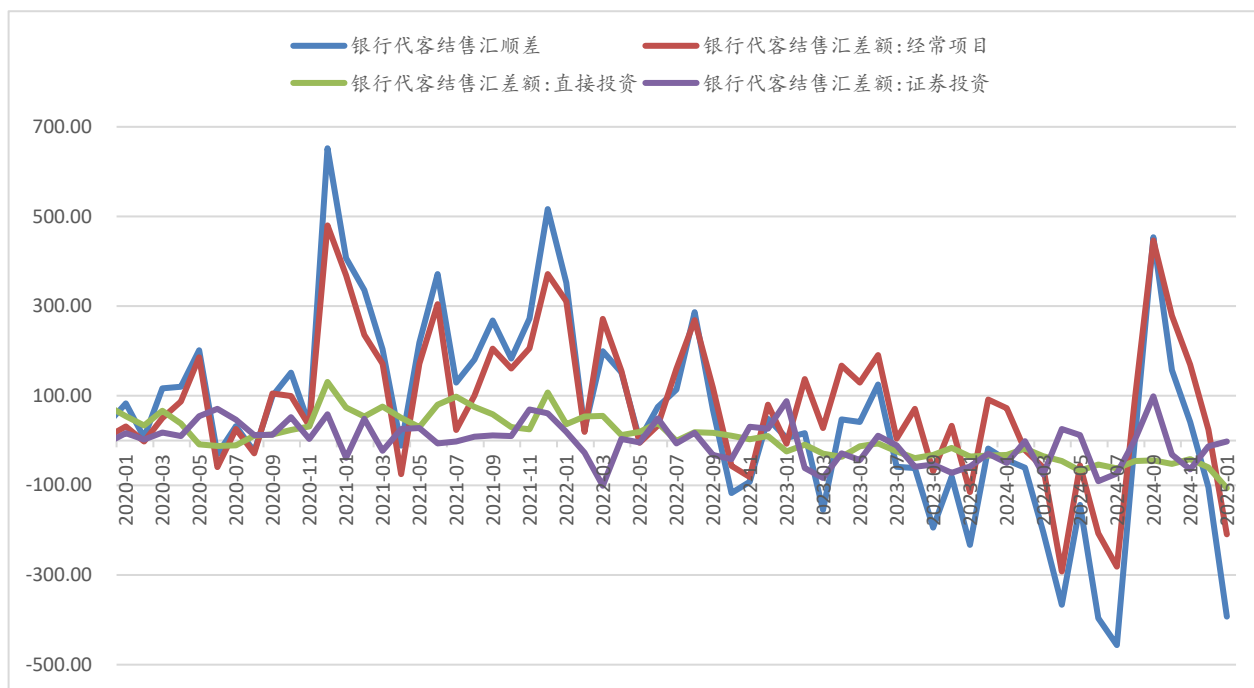
资料来源：Wind、致富研究院

四、2025 年开局：资本外流压力未缓，政策持续发力

银行结售汇数据印证压力

进入 2025 年之后，资本流出压力依然较大。从银行代客结售汇的高频数据看，2025 年 1 月，银行代客结售汇余额为-392 亿美元，经常项目结售汇余额-209 亿美元（其中，货物贸易 140 亿美元，服务贸易-331 亿美元）。资本与金融项目结售汇余额-184 亿美元（其中，直接投资-106 亿美元，证券投资-2 亿美元）。直接投资代客结汇 32.9 亿美元，代客售汇 138.9 亿美元，售汇规模为结汇的 4.2 倍，显示企业海外布局意愿强烈。资本与金融项目结售汇差额减去直接投资结售汇差额之后为-78 亿美元，意味着年初短期资本也在流出。

图表 6：2025 年资本流出压力依然较大



资料来源：Wind、致富研究院

政策应对：

综上所述，2024 年及 2025 年开年我国均出现长期资本与短期资本双双净流出的现象，显示中国长短期资本流动压力均较大。

年初央行接连出手，通过大幅增加香港离岸央票发行规模，暂停常规购买国债，上调跨境融资宏观审慎调节参数，稳定汇率预期等释放强烈稳汇率意愿和行动，将汇率稳定在 7.3 附近。

五、政策建议：稳预期、扩内需

短期稳信心：

加强跨境资本流动宏观审慎管理，完善预期引导机制，避免汇率超调，稳定资本信心。

中期扩内需：

加大财政政策力度，拉动国内需求，提升通胀水平，提振企业和居民信心，提升资产实际回报率。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港

香港致富证券有限公司

香港德辅道中 308 号
富卫金融中心 11 楼
电话：(852)
25009228
传真：(852)
25216893

北京

香港致富证券有限公司北京代表处

北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层
电话：(8610) 66555862
传真：(8610) 66555831

上海

香港致富证券有限公司上海代表处

上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室
电话：(8621) 38870772
传真：(8621) 58799185

深圳

香港致富证券有限公司深圳代表处

深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(86755) 33339666
传真：(86755) 33339665