

外汇季报

2024 年 02 月 19 日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

边际有所改善，趋势没有逆转

——四季度我国国际收支初步数据分析

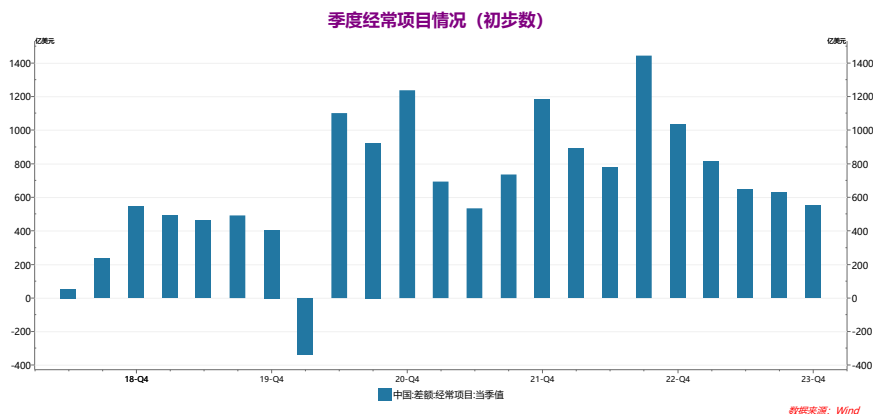
正文：

近日外汇管理局公布了我国四季度我国国际收支初步数据，初步数据显示，四季度，我国国际收支出现了边际改善，储备资产再度增加，基础性国际收支再度顺差，外资对我债券增持明显，但是，金融账户依旧逆差，直接投资持续逆差，经常项目顺差萎缩，基础性国际收支顺差额有限。

一、经常项目初步数据分析

初步数据显示，四季度经常项目顺差 552 亿美元，低于前值的 626 亿美元。其中，货物贸易顺差 1536 亿美元，低于前值的 1609 亿美元；服务贸易逆差 610 亿美元，低于前值逆差 660 亿美元，其中旅游服务逆差 503 亿美元，高于前值的逆差 489 亿美元，运输和专利服务依旧其他两个最大逆差项目；收益项目逆差 418 亿美元，高于前值的逆差 346 亿美元。转移项目顺差 44 亿美元，高于前值顺差 23 亿美元。

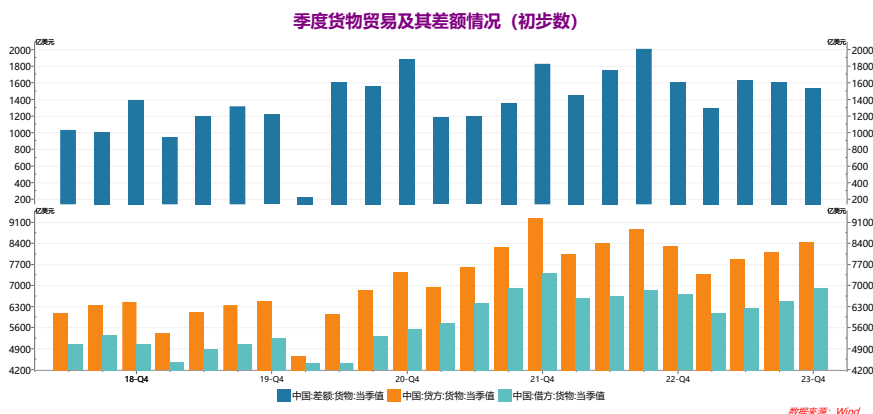
图 1：季度经常项目情况（初步数）



资料来源：WIND、银河期货

货物贸易方面，出口和进口环比均有回升，但进口环比快于出口环比的回升，导致贸易顺差减少。

图 2：季度货物贸易及其差额情况（初步数）

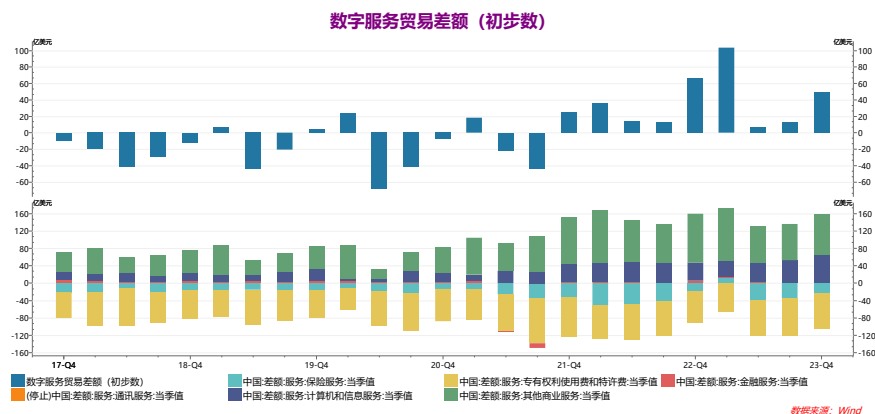


资料来源：WIND、银河期货

在服务贸易方面，外管局去年出刊的《2023 年上半年中国国际收支报告》用专栏形式特别谈到了数字服务贸易，根据定义，数字服务贸易包括保险服务，金融服务，电信、计算机及信息服务，知识产权使用费，其他商业服务以及个人、文化和娱乐服务 6 项。从季度已经公布的项目初步数据看，数字服务贸易顺差四季度出现明显的扩大。顺差额从 12 亿美元增加到 49 亿美元。特别是我国在其他

商业服务和电信、计算机及信息服务方面保持明显的顺差优势，但在专利和金融保险等方面呈现逆差。

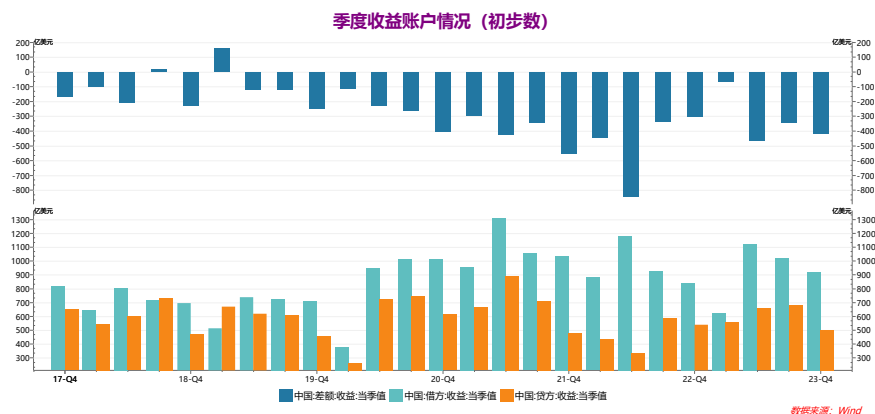
图 3：数字服务贸易差额（初步数）



资料来源：WIND、银河期货

在收益项目方面，资金流入环比和资金流出环比均明显回升，但流出更加明显，导致收益项目逆差环比回升。收益项目最主要的项目是投资收益项目，这意味着我海外投资收入环比回升，而外资在华获取的利润，即“两未利润”的环比在四季度则出现了环比回升，或汇出有所回升，外商企业工业利润累计同比回升数据和外企利润累计环比有所下跌减缓也佐证了收入项目中资金流出环比回升。

图 4：季度收益账户情况（初步数）

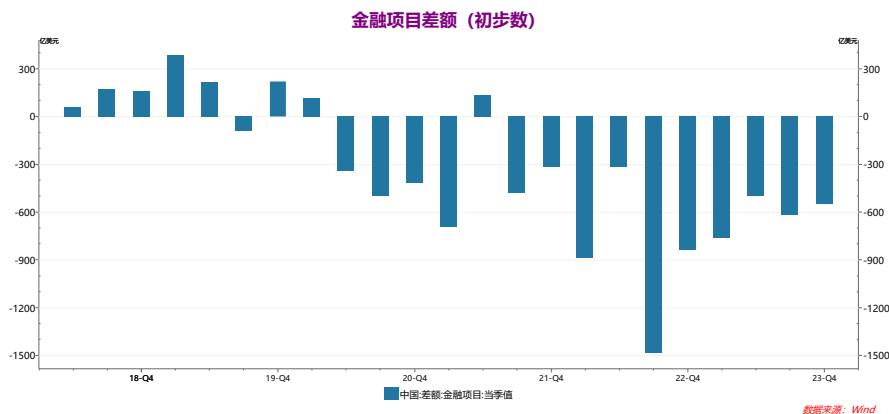


资料来源：WIND、银河期货

二、金融项目分析

在金融项目方面，四季度逆差报 551 亿美元，前值逆差 622 亿美元。

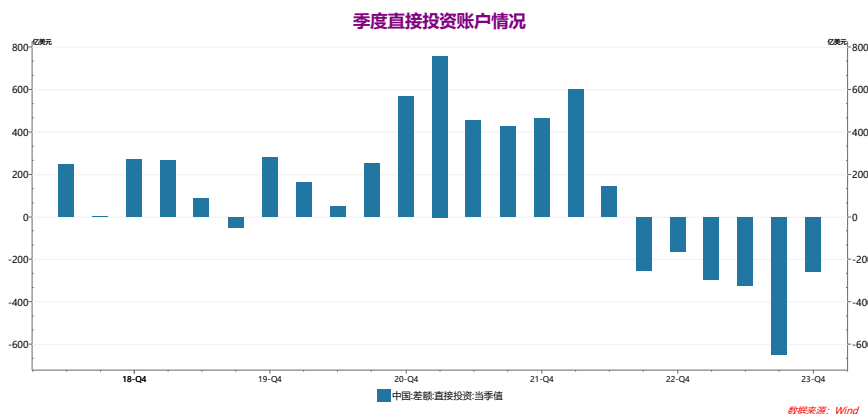
图 5：金融项目差额（初步数）



资料来源：WIND、银河期货

从已经公布的直接投资数据看，四季度逆差 258 亿美元，前值为逆差 651 亿美元。逆差环比萎缩。

图 6：季度直接投资账户情况

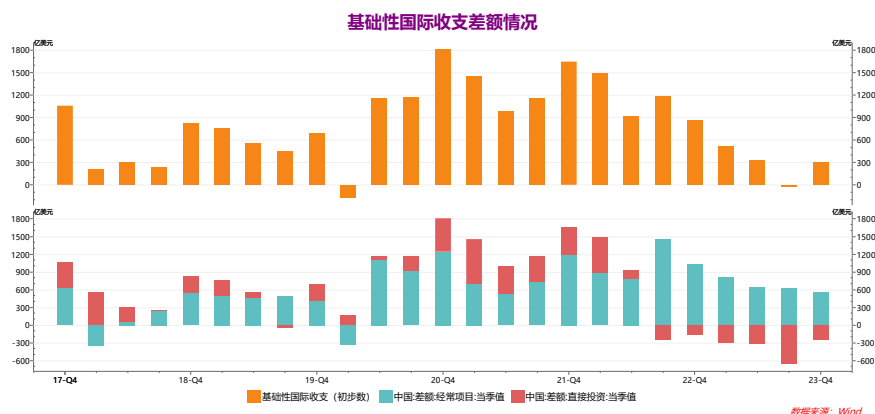


资料来源：WIND、银河期货

直接投资逆差环比萎缩和经常项目顺差减少，即我国基本国际收支状况终于转逆差为顺差，三季度一度逆差 23 亿美元，四季度转为顺差 294 亿美元，但顺

差额依旧低于一季度和二季度，明显低于去年同期。是近年来较少的顺差额。

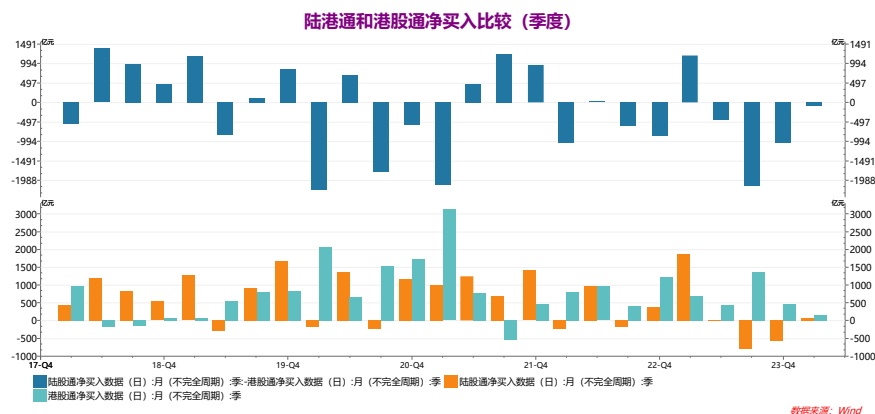
图 7：基础性国际收支差额情况



资料来源：WIND、银河期货

国际收支初步数没有公布证券投资的数据。证券投资分债券投资和股权投资等部分，在股票投资方面，如下图所示，四季度陆港通继续表现为净流出，尽管环比较 3 季度萎缩。4 季度净流出了 1052.1 亿元，而三季度净流出了 2147.84 亿元。其中，陆股通（北上资金）净流出了 594.89 亿元，而三季度资金陆股通（北上资金）净流出了 801.31 亿元，净流出额创下了历史新高。

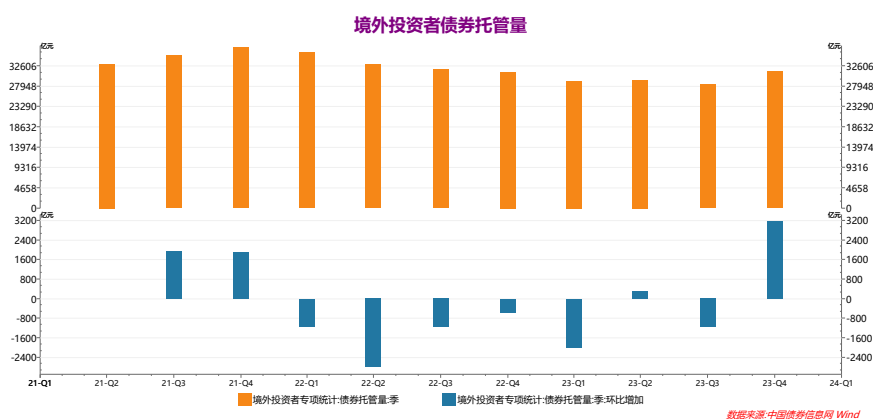
图 8：陆港通和港股通净买入比较（季度）



资料来源：WIND、银河期货

但在债券投资方面，明显改观数据显示，境外投资者大幅增持我债券。四季度，债券通下托管量增加了 3152.74 亿元，创下有数据以来的季度新高。一季度，托管量减少了 2013.78 亿元，仅二季度增加了 275.48 亿元，三季度减少了 1160.1 亿元，四季度增加了 3152.47 亿元。外管局发言人今天透露，四季度外资累计增持我债券超过 600 亿美元。

图 9：境外投资者债券托管量



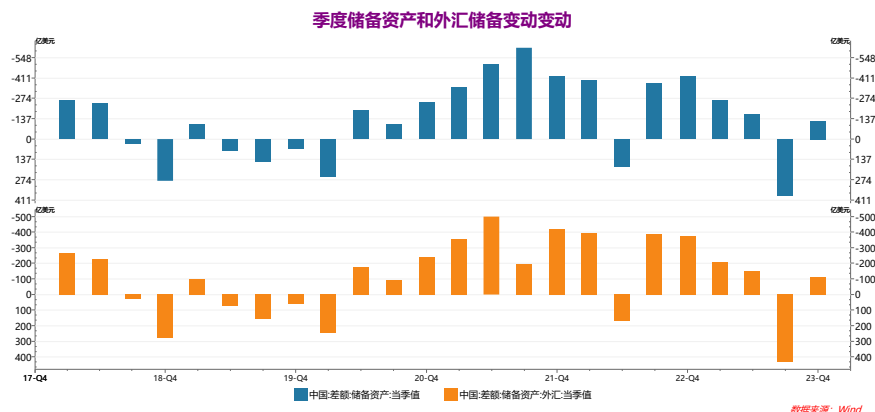
资料来源：WIND、银河期货

国际收支初步数也没有公布“其他投资”数据，预计相对平稳。今年一、二季度和三季度国际收支正式数据看，“其他投资”项目出现难得的顺差。

三、储备资产项目分析

数据显示，四季度储备资产增加了 121 亿美元，前值减少 382 亿美元。其中，外汇储备增加了 111 亿美元，前值减少了 432 亿美元。中国继续增持黄金，增加了 141 万盎司的黄金储备资产，低于一季度的 186 万盎司和二季度的 145 万盎司的黄金储备增持额。更低于三季度的 251 盎司的黄金储备增持额。

图 10：季度储备资产变动



资料来源：WIND、银河期货

先前公布的月度储备资产显示，四季度储备资产和外汇储备分别增加了 1412.26 亿美元和 1229.07 亿美元，分别比在国际收支口径下增加得更大，期间的差额反映了汇率波动、资产价格变动等估值性因素的影响，其中美元指数和境外债券收益率和黄金价格波动的影响在四季度依旧比较突出。

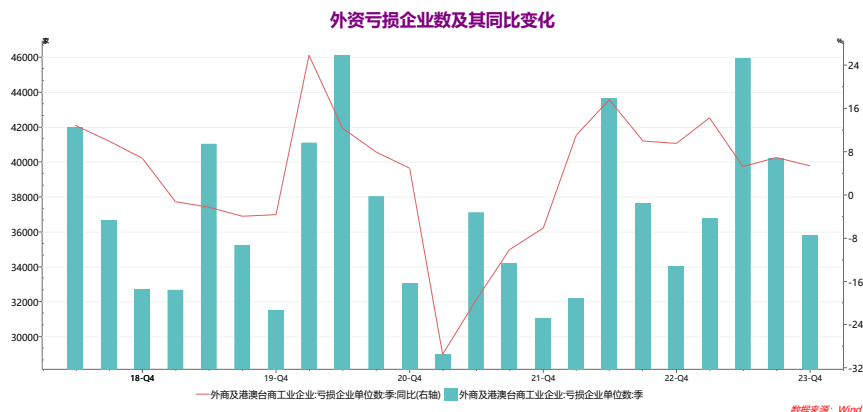
综上分析，四季度我国国际收支和三季度相比出现了好转，主要因为直接投资逆差环比萎缩，导致基础性国际收支转为顺差，同时，受外资对我债券增持力度较大等因素影响，导致储备资产也结束了三季度的大幅下降，储备资产和外汇储备再度出现了增加。

但是，另一方面我们也要看到离开国际收支出现根本性好转依旧有一定距离

一是经常账户和货物贸易账户出现趋势性的顺差萎缩没有得到逆转；

二是资本金融账户逆差依旧明显，特别是直接投资持续逆差。四季度，外商企业依旧乏善可陈，但个别指标优势好转。

图 11：外资亏损企业数及其同比变化



资料来源：WIND、银河期货

三是陆港通已经成为外资流入境内股市的主要通道，占到 70%，但其净流出
的趋势在四季度也没有得到根本性逆转。

四是基础性国际收支尽管四季度转为顺差，但四季度的顺差数依旧是近年最
少的一个季度

从历史经验看，国际收支的初步数和正式数差距比较大，因此，我们还需要
等待正式数的出台，以便对当季的国际收支进行更加全面的分析。

展望汇率，笔者依旧坚持汇率年度分析报告——《加深对中国式有管理浮动
汇率体系中“有管理”二字理解意义重大》一文中的观点，即汇率受制于现阶段
宏观因素影响，汇率缺乏持续上升的基础，但在底线思维下，在加强汇率管理的
背景下，7.3 元左右是个政策底部。从央行近期通过逆周期因子将中间价固化在
7.10 元一线，极限交易价 7.24 元左右是底线思维下的第一道防线，笔者注意到春
假期间。离岸价曾经一度到了 7.2334 元后有所反弹。

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 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799