

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

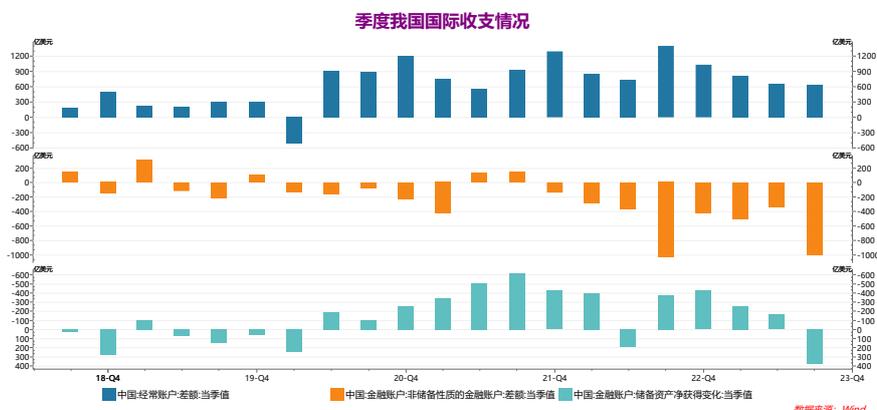
基础性国际收支逆差，储备资产下降，但直接投资大幅逆差的原因并非主要是外资大量流出

——三季度国际收支正式数据分析

正文：

今天晚上，外汇管理局公布了我国三季度的正式数据。数据显示，三季度，我国国际收支中，经常项目继续顺差，顺差 627.81 亿美元，低于前值 647.28 亿美元的顺差额，也大大低于去年同期的 1396.36 亿美元顺差额；非储备性质金融账户逆差 1004.29 亿美元，前值逆差 340.8 亿元，去年同期逆差 1037.02 亿美元。国际储备出现减少，减少了 382.28 亿美元，前值增加了 162.57 亿元，去年同期增加了 373.02 亿美元。

图 1：季度我国国际收支情况



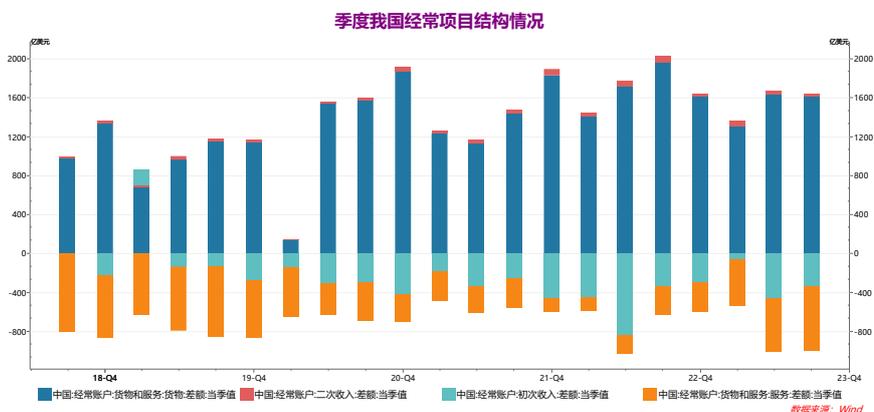
数据来源：Wind、银河期货

十一月公布的三季度国际收支初步数据已经显示，三季度，我国国际收支表现为直接投资持续逆差，经常项目顺差萎缩，基础性国际收支逆差，储备资产减少。

一、经常项目分析

从经常项目看，经常项目的顺差依旧得益于贸易收支顺差的，货物贸易顺差1611.2亿美元，稍低于前值的顺差1633.11亿美元，但低于去年同期的1959.78亿美元；服务贸易逆差662.46亿美元，逆差额高于前值的逆差550.4亿美元，也明显高于去年同期的逆差290.6亿美元；初次收入逆差了344.34亿美元，前值逆差466.67亿美元，去年同期为逆差339.25亿美元。二次分配顺差23.4亿美元，前值为31.23亿美元，去年同期为66.44亿美元。

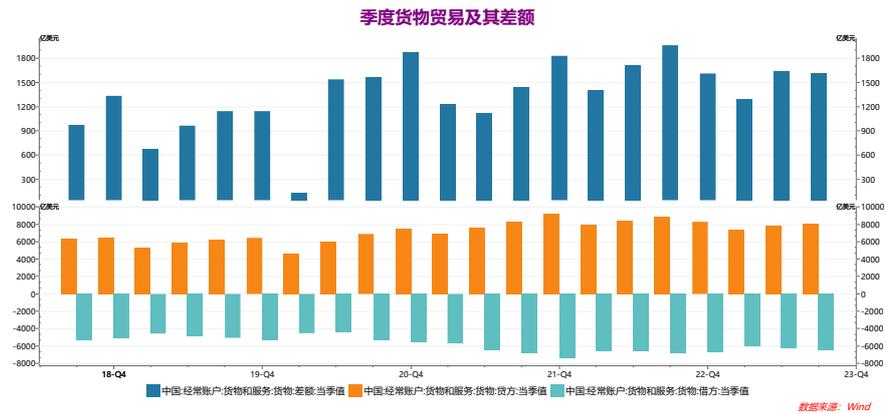
图 2：季度我国经常项目结构情况



数据来源：Wind、银河期货

从货物贸易看，顺差报1611.2亿美元，前值为1633.11亿美元。出口数额环比回升了2.89%，进口数额环比则回落了3.99%。当季的货物贸易顺差环比因此回落1.34%。而同比数据出口减少了8.16%，进口增加了5.42%，顺差减少了17.79%。

图 3: 季度货物贸易及其差额

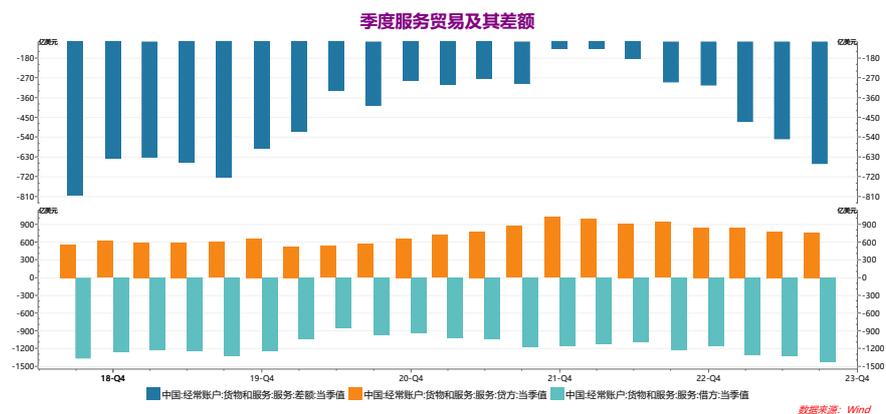


数据来源: Wind、银河期货

但根据海关统计,三季度货物贸易顺差达到 2224.4 亿美元,和国际收支统计的顺差 1611.2 亿美元有明显的差距。对此,央行在《2022 年上半年中国国际收支报告》中进行了解释:是因为我国兼具加工大国和消费大国的身份,“无厂制造”模式盛行,而导致统计上出现的明显差异。

在服务贸易方面,三季度逆差额环比继续回升,出口环比回落,进口环比继续回升。

图 4: 季度服务贸易及其差额

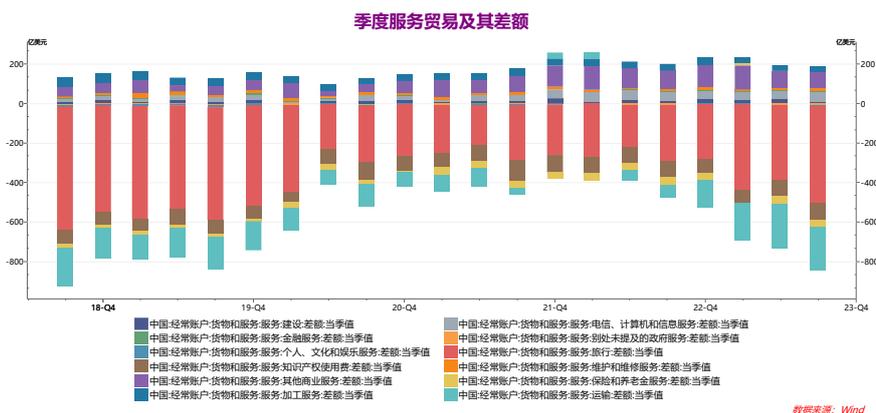


数据来源: Wind、银河期货

从服务贸易分项数据看,三季度旅行服务逆差 489.06 亿美元,高于前值的逆

差 379.41 亿美元。第二大逆差项目是运输，逆差 219.52 亿美元，前值逆差 226.03 亿美元。第三大逆差项目是知识产权使用费，逆差 86.58 亿美元，前值逆差 82.52 亿美元。而顺差大项目为其他商业服务，顺差 83.39 亿美元，前值顺差 84.86 亿美元。

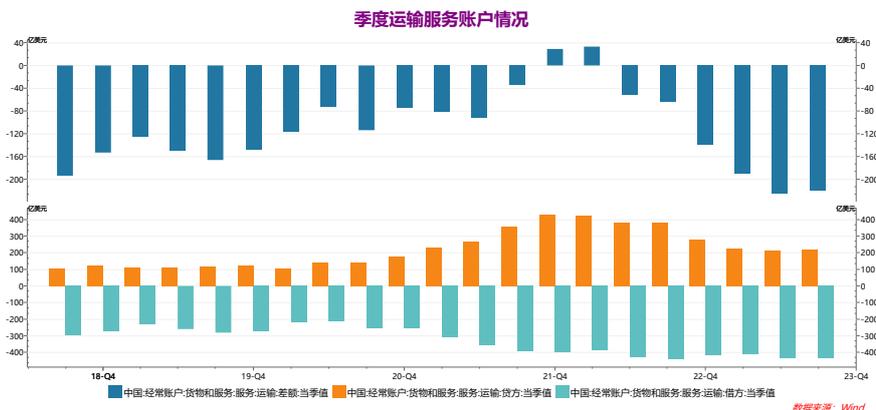
图 5: 季度经常项目中服务贸易分项差额



数据来源: Wind、银河期货

运输服务方面，三季度变化不大。继去年二季度该项目转顺差为逆差后，连续五个季度持续逆差。

图 6: 季度运输服务账户情况

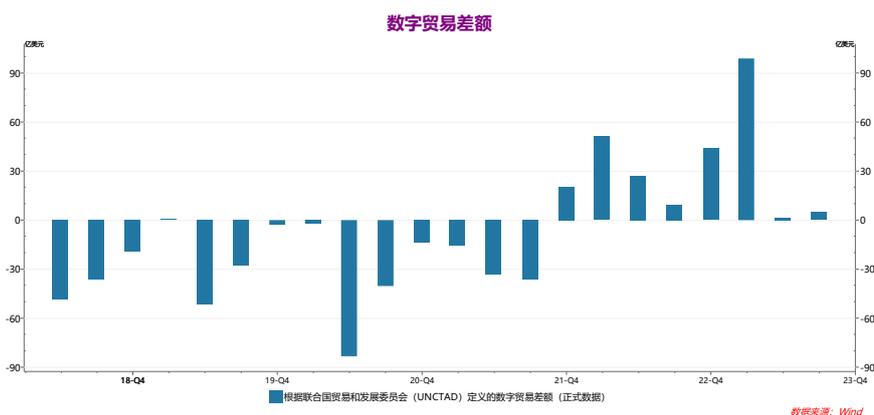


数据来源: Wind、银河期货

外管局新出刊的《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。从季度数据看，数字服务贸易顺差总体萎缩，尽管环比有所回升。但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。

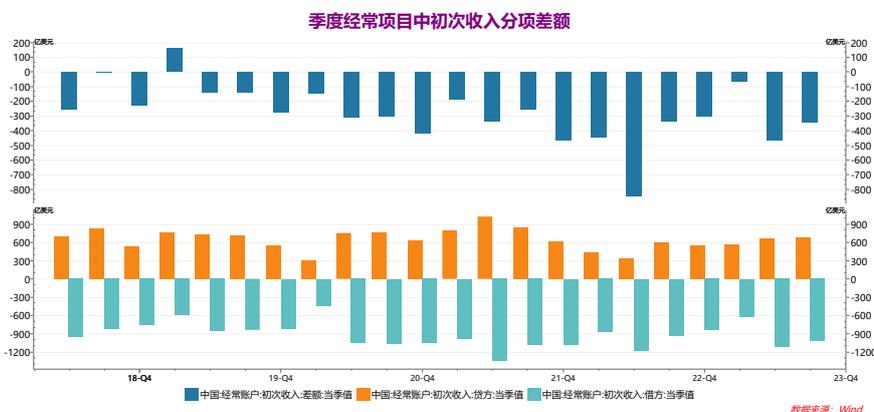
图 7：根据联合国贸发组织定义的数字贸易差额（季度）



数据来源：Wind、银河期货

从初次收入分项看，三季度逆差了 344.34 亿美元，低于前值的逆差 466.67 亿美元。在初次收入分项目下，资金流入有所增加，但流出环比有所回落。但同比数据显示，资金流入和流出均有增加。

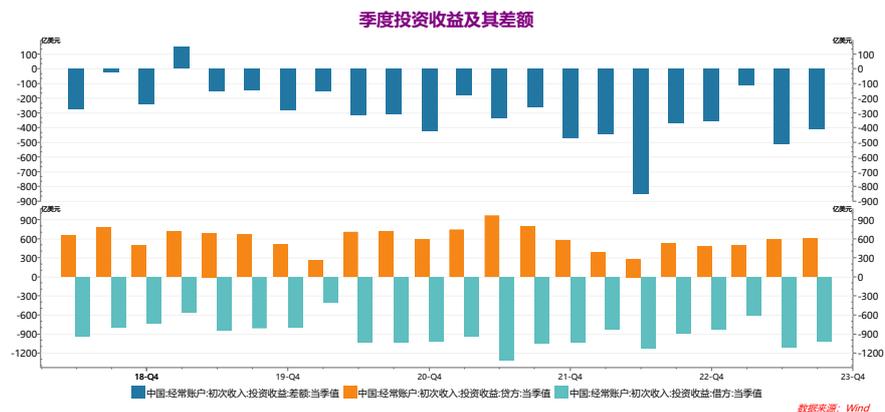
图 8：季度经常项目中初次收入分项差额



数据来源：Wind、银河期货

从占比最高的投资收益看，逆差 409.42 亿美元，前值逆差 517 亿美元。投资收入流出有所回落。流出额达到 1010.85 亿美元，前值流出 1110.95 亿美元。根据相关概念，外商投资收益包括外方已经获取并汇出利润、未分配利润和已经分配但尚未汇出利润三大部分。参考到非储备金融账户中直接投资净流入回落和高频数据显示外企利润回落，有理由相信外商的“两未”利润，即未分配利润和分配但尚未汇出利润出现了回落，即外商扩大再投资和追加投资回落。但该项目的资金流入环比三季度也有所增加，报 601.43 亿美元，前值报 593.29 亿美元。

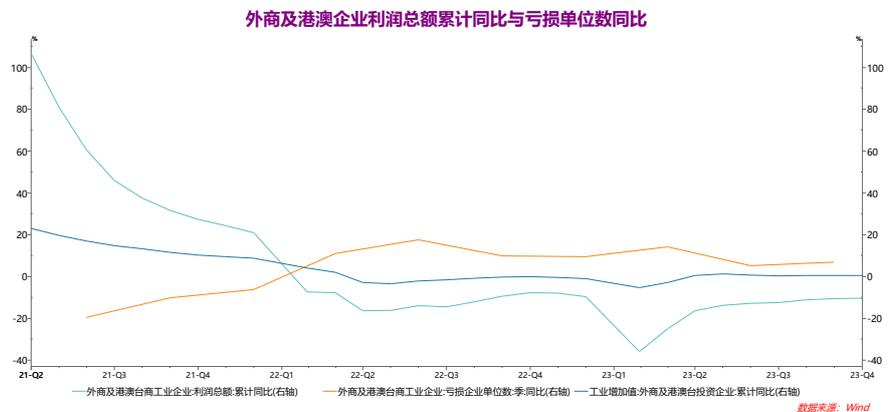
图 9：季度投资收益及其差额



数据来源：Wind、银河期货

数据显示，外商及港澳企业利润总额累计同比与亏损单位数同比看，亏损企业在三季度继续增加，全季增加了 6.94%，外商的利润总额累计同比跌幅有所收敛，但继续下降，跌幅达到 10.5%。

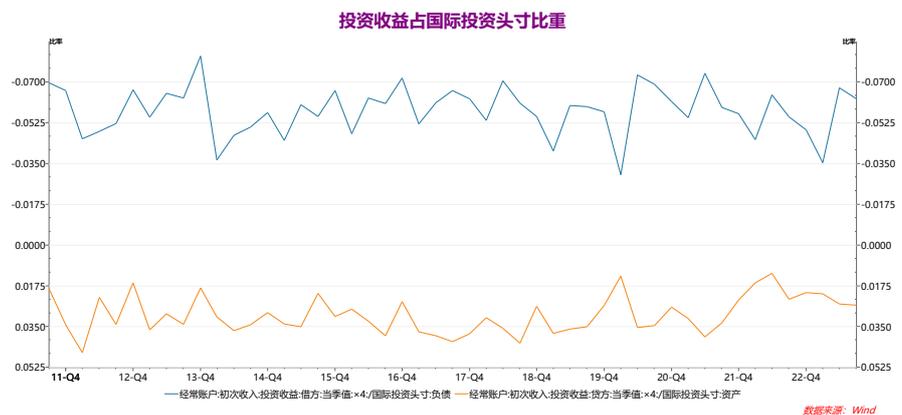
图 10：外商及港澳企业利润总额累计同比与亏损单位数同比



数据来源：Wind、银河期货

再从投资收益项目占比看，投资收益借方占国际投资头寸的负债部分比率在二季度大幅回升后，三季度有所回落，而投资收益贷方占国际投资头寸资产部分比率继续有所回升。

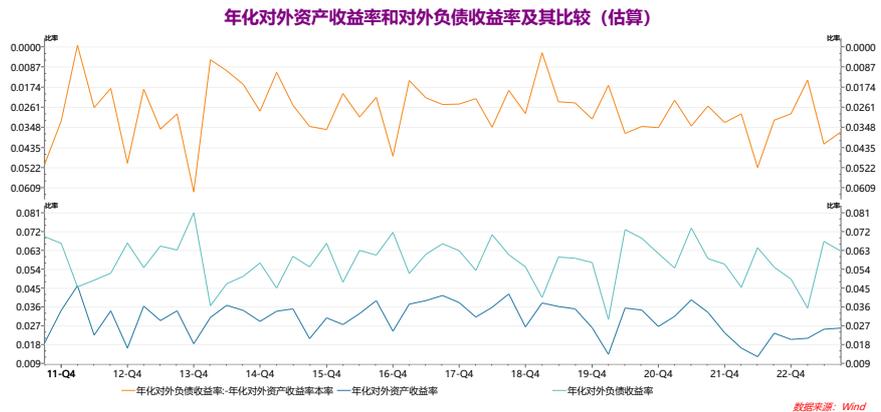
图 11：投资收益占国际投资头寸比重



数据来源：Wind、银河期货

相对应地从估算的年化对外负债收益率和年化对外资产收益率看，三季度，年化对外资产收益率继续有所回升，从2.53%回升到2.59%，年化对外负债收益率从6.74%回落到6.29%。两者差值出现扩大，从4.21%收缩到3.69%。

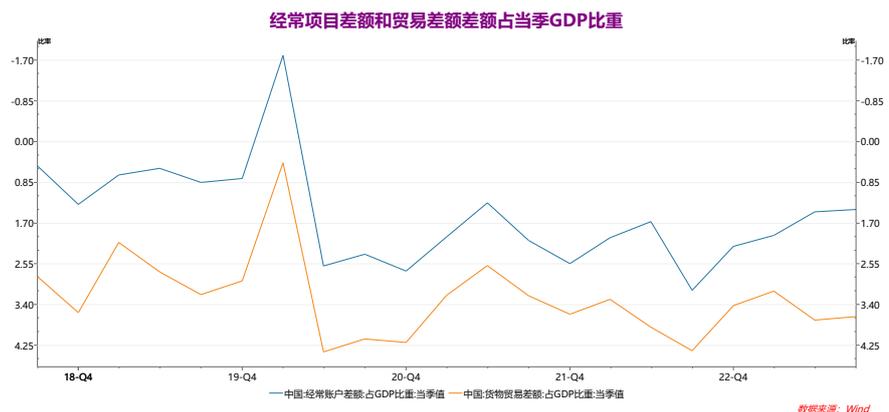
图 12: 年化对外资产收益率和对外负债收益率及其比较 (估算)



数据来源: Wind、银河期货

从经常项目差额占当期的 GDP 现价比看, 三季度占比在 1.42%左右, 前值为 1.46%, 明显低于去年同期的 3.1%, 在 4%的国际警戒线之内。其中货物贸易差额占到当季 GDP 的 3.65%, 前值为 3.72%, 出现回落, 也反映出我国经济增长面临着外部环境的恶化, 解缓国内经济下行压力主要还是要依赖于国内的内循环。但出口依旧很重要。

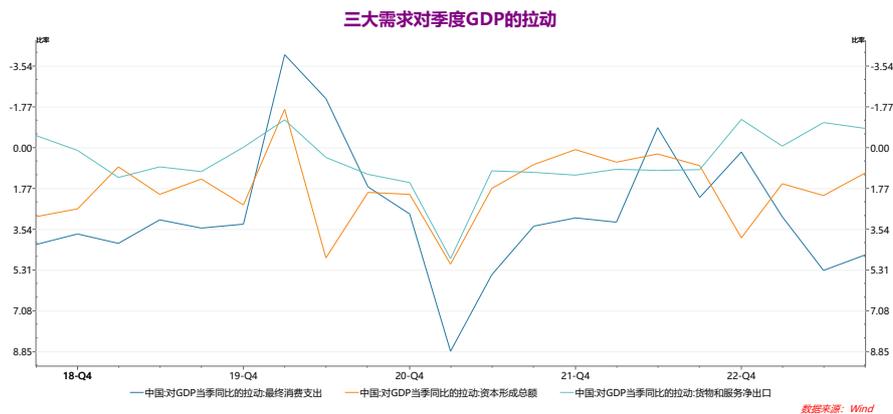
图 13: 经常项目和贸易差额差额占当季 GDP 比重



数据来源: Wind、银河期货

而从三大需求对 GDP 拉动看, 三季度, 净出口拉动力依旧为负数, 但有所收敛, 国内需求投资拉动和投资拉动力环比回落。

图 14: 三大需求对季度 GDP 的拉动

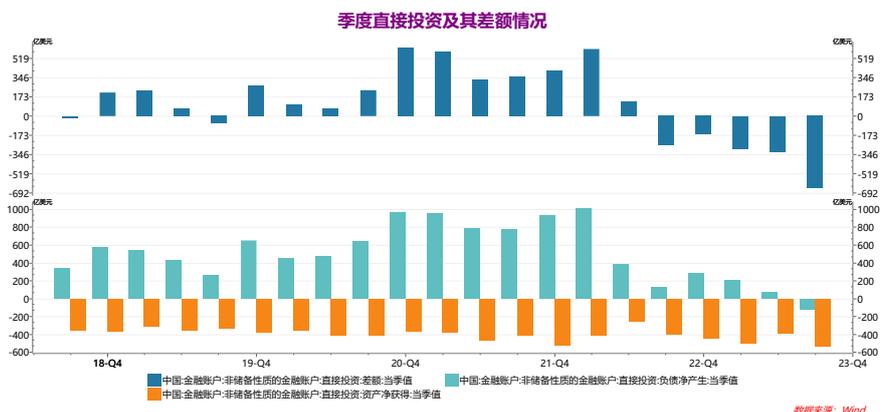


数据来源: Wind、银河期货

二、非储备性质金融账户分析

在直接投资方面, 三季度逆差 650.92 亿美元, 前值逆差 322.01 亿美元。三季度直接投资负债转为罕见的负数, 报-117.53 亿美元, 直接投资资产(流出) 环比增加明显, 达到 533.39 亿美元, 前值为 389.46 亿美元。

图 15: 季度直接投资及其差额情况



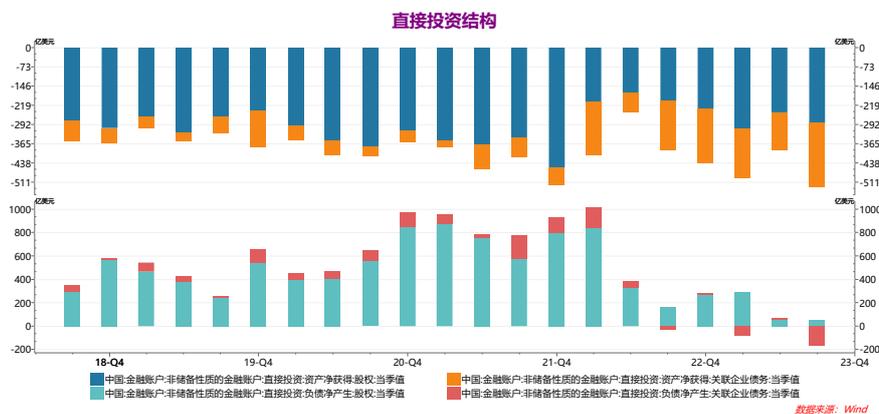
数据来源: Wind、银河期货

股权投资逆差 389.17 亿美元, 前者逆差 180.92 亿美元。

值得注意的是, 从直接投资的结构看, 在资产获得方面和在负债方面, 股权投资环比均有回落。其中, 股权负债部分连续 2 个季度处于 50 亿美元左右的低

位。但导致三季度直接投资中股权投资逆差环比增加的因素不是股权投资部分，而是关联企业的债务出现了负债明显减少而资产明显增加的罕见情况。

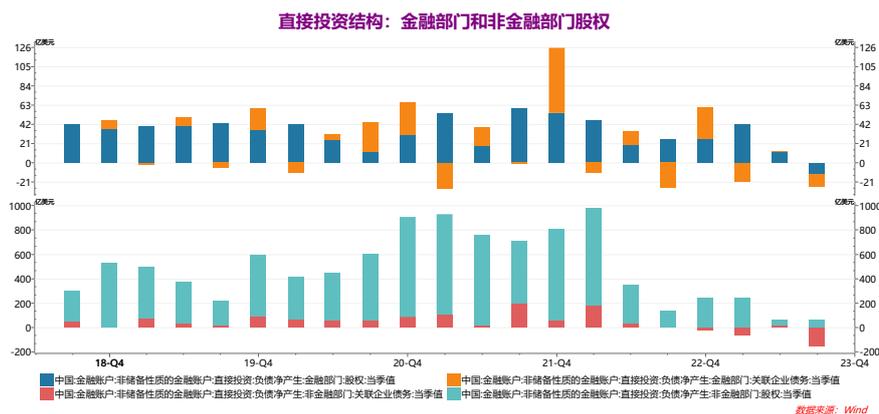
图 16：直接投资结构



数据来源：Wind、银河期货

国际收支平衡表还提供了金融部门股权投资和非金融部门股权投资的数据，三季度，非金融部门和金融部门资产净获得环比均回落。关联企业的债务在金融部门和非金融部门直接投资中资产和负债中的占比均回升，金额环比回落明显。

图 17：直接投资结构：金融部门和非金融部门股权

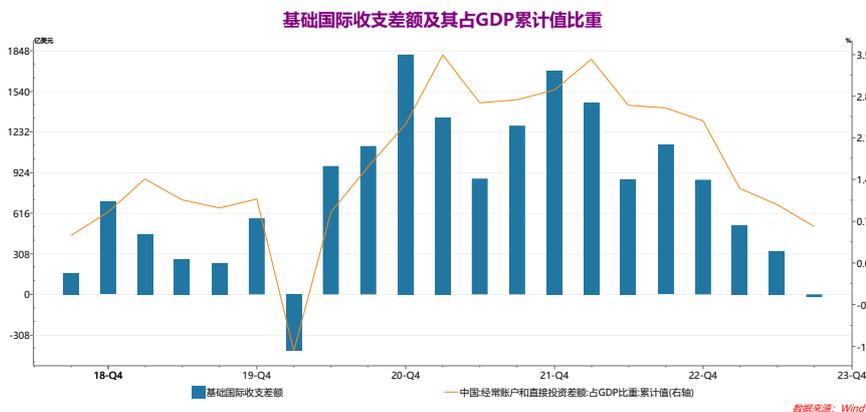


数据来源：Wind、银河期货

包括经常项目差额和直接投资差额的基础国际收支差额三季度逆差 23.11 亿美元，前值为 325.27 亿美元，顺差出现萎缩后出现逆差，基础国际收支差额占

GDP 累计值比重从一季度的 1.25% 回落到 0.62%，去年同期为 2.6%。显示对外经贸与投资对 GDP 拉动的重要性回落。

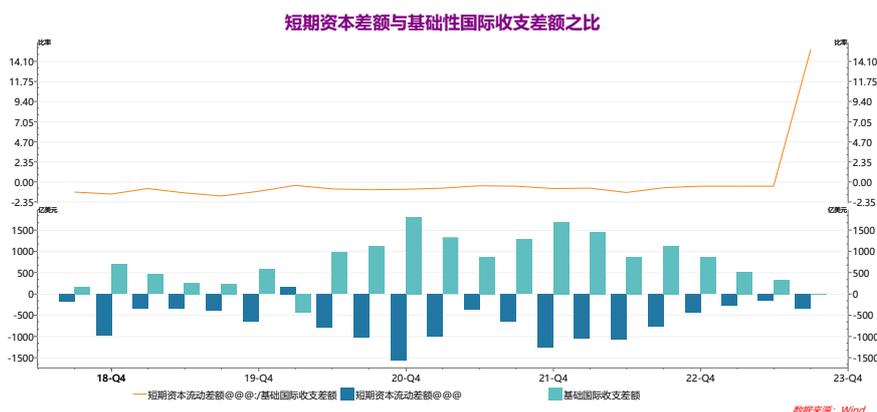
图 18: 基础国际收支差额及其占 GDP 累计值比重



数据来源: Wind、银河期货

从短期资本流动差额和基础性国际收支差额之比看, 和前值比大幅回升到罕见的 15.47%, 前值为 -0.49%。主要是三季度短期资本逆差明显扩大, 基础性国际收支出现逆差。

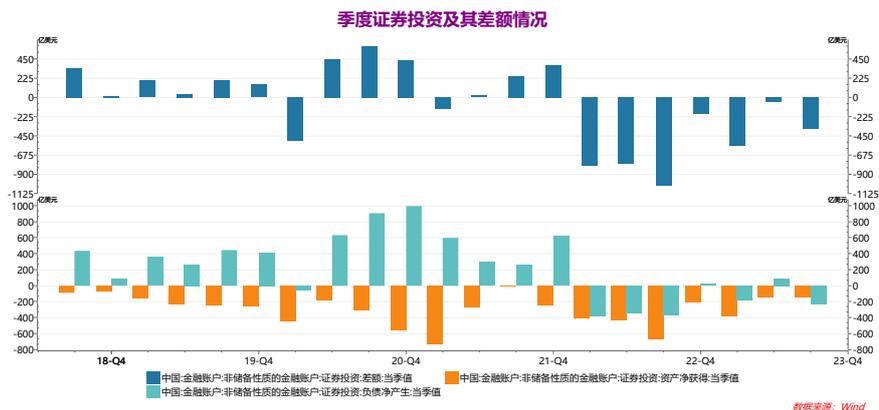
图 19: 短期资本差额与基础性国际收支差额之比



数据来源: Wind、银河期货

在证券投资项目方面, 三季度逆差 364.61 亿美元, 前值逆差 58.99 亿美元, 逆差额大幅萎缩。其中, 负债也出现大幅走负。

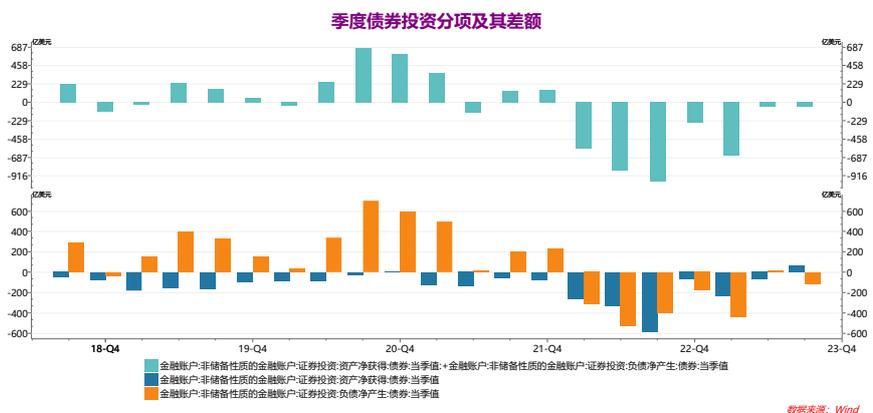
图 20: 季度证券投资及其差额情况



数据来源: Wind、银河期货

从证券投资的分项——债券投资看,逆差报 56.16 亿美元,高于一季度的 53.79 亿美元, 负债再次出现倒流, 从 17.66 亿美元到-117.7 亿美元, 资产 (资金流出) 则出现回流, 从-71.44 亿美元到 61.54 亿美元。。

图 21: 季度债券投资分项及其差额

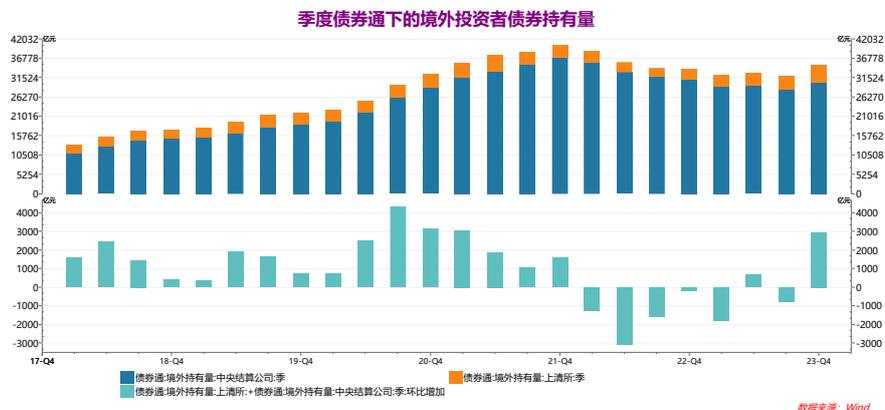


数据来源: Wind、银河期货

从中债数据和上清所方面的数据看,显示三季度境外投资者境内债券持有量总体出现再度回落,中债数据方面,境外投资者持有的境内债券的持有量从 29406 亿元下降到 28246 亿元, 但上清所方面, 该数据从 3355 亿元上升到 3703 亿元, 当季, 两者合计环比下降 812 亿元, 前值上升了 682 亿元。但进入四季度后, 这以情况出现改善, 10 月和 11 月就增加持有量 2935 亿元, 其中, 中债数据增加了

1946 亿元，上清所数据增加了 989 亿元。

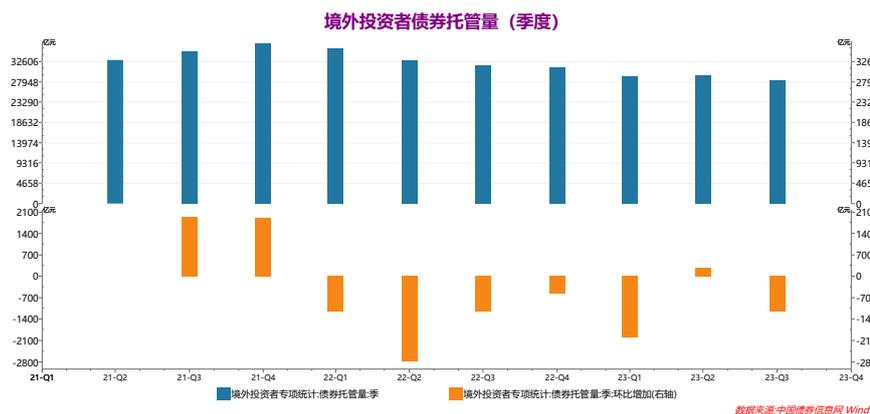
图 22：季度债券通下的境外投资者债券持有量



数据来源：Wind、银河期货

债券托管数据也显示，三季度境外投资者对我债券投资托管量明显减少。一季度，托管量减少了 2013.78 亿元，但二季度，债券通下托管量增加了 274.48 亿元，而三季度减少了 1160.1 亿元。进入四季度后，这一情况有明显好转，数据显示，10 月和 11 月托管量分别增加了 372.75 亿元和 1572.75 亿元。

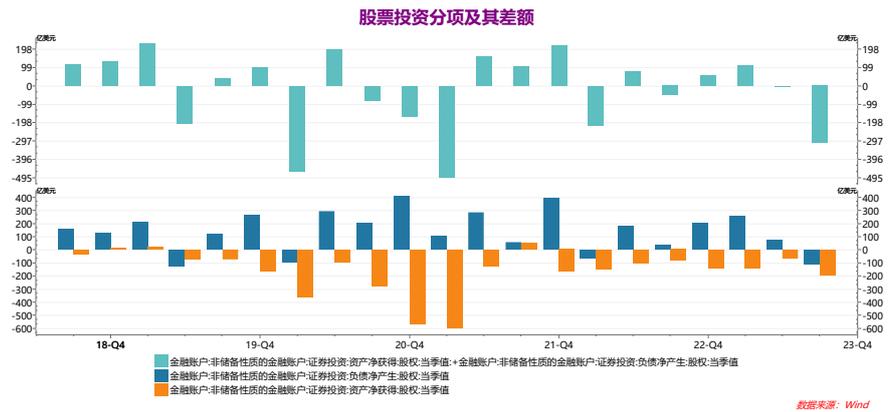
图 23：境外投资者债券托管量（季度）



数据来源：Wind、银河期货

从股票投资分项看，三季度逆差 308.45 亿美元，前值逆差 5.2 亿美元，负债和资产环比回落，负债萎缩更加明显。

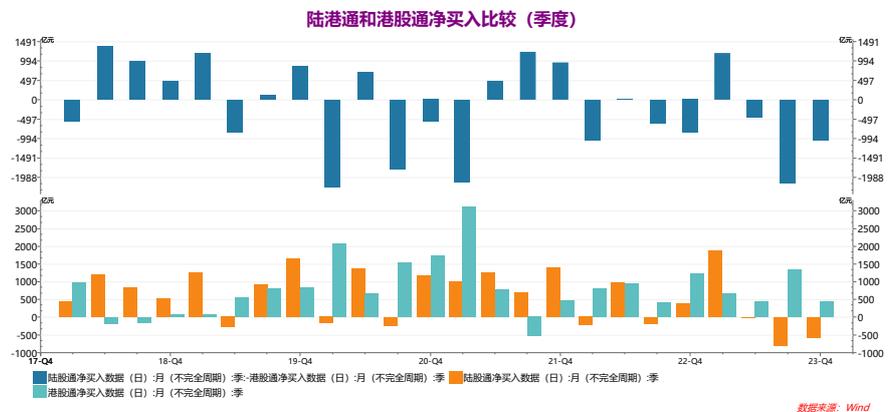
图 24: 股票投资分项及其差额



数据来源: Wind、银河期货

高频数据显示,如下图所示,三季度陆港通净流出创出新高,其中,陆股通净流入大幅走负,创出历史新低,而港股通净流入增加明显。四季度的不完全数据显示,陆港通净流出依旧,但数量上有所收敛。

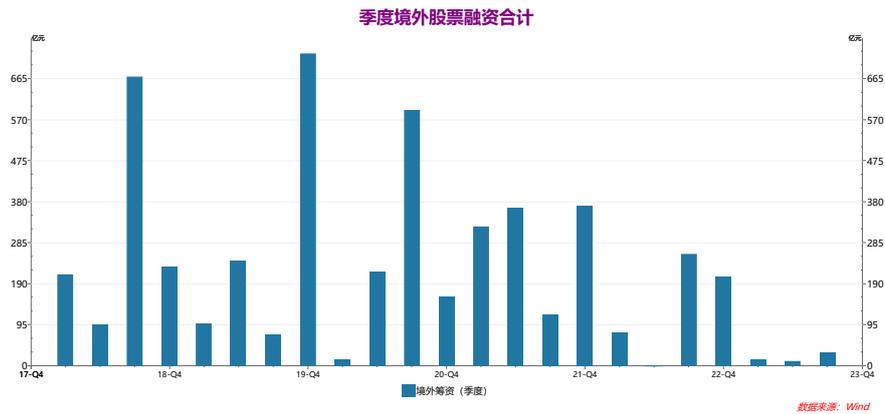
图 25: 陆港通和港股通净买入比较 (季度)



数据来源: Wind、银河期货

三季度境外股票融资报 30.26 亿元,二季度境外股票融资报 10.66 亿元,一季度境外股票融资报 15.19 亿元,出现了一定的回升,但大大低于去年同期的 258.62 亿元。

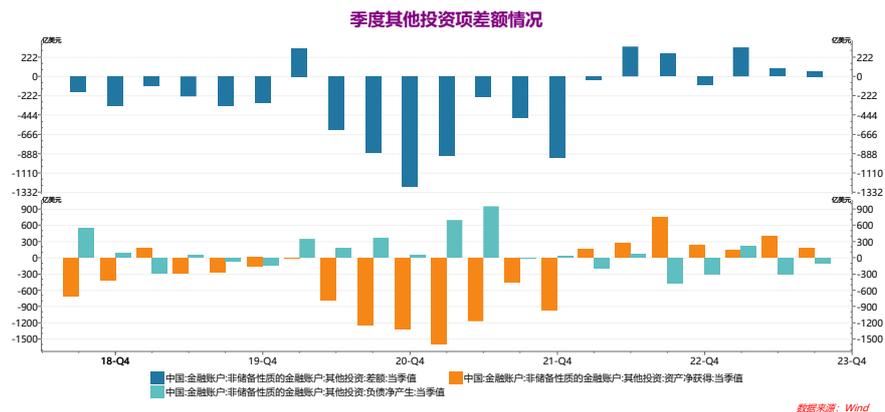
图 26: 季度境外股票融资合计



数据来源: Wind、银河期货

在其他投资项目方面, 三季度顺差 55.72 亿美元, 前值顺差 84.07 亿美元。

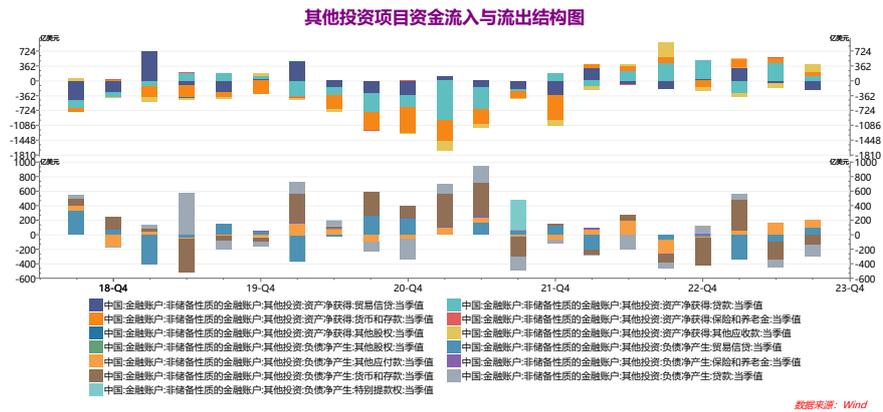
图 27: 季度其他投资项差额情况



数据来源: Wind、银河期货

从结构情况看, 在资产净获得方面, 贸易信贷是大项, 贷款和其他应收款出现回流; 在负债方面, 其他应付款是流入大项目, 货币和存款, 贷款出现倒流。

图 28: 其他投资项目资金流入与流出结构图

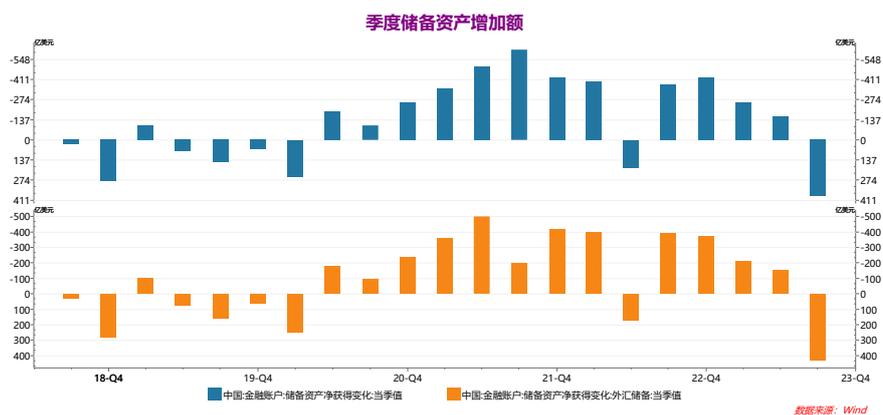


数据来源: Wind、银河期货

三、平衡账户分析

三季度，储备资产减少了 382.28 亿美元，前值增加了 162.57 亿美元，其中，三季度外汇储备减少了 431.75 亿美元，前值增加 149.7 亿美元，黄金储备增加了 48.34 亿美元。中国在去年四季度开始增持黄金，今年三个季度共增加了 582 万盎司的黄金储备资产。

图 29: 季度储备资产增加额



数据来源: Wind、银河期货

先前公布的月度储备资产显示，三季度储备资产减少了 763.88 亿美元，而其在国际收支口径下，却增加了 162.57 亿美元，三季度外汇储备资产减少了 779.28 亿美元，而其在国际收支口径下，却增加了 149.7 亿美元，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回升以及黄金价格波动的影响在三季度比较突出。数据显示，中国在三季度增持黄金 251 万盎司，黄金在三季度出现明显上升。

从“错误和遗漏”项目看，三季度报-4.38 亿美元，当季“错误遗漏”项差额占当季货物贸易总额 0.03%，明显低于 5%的警戒线。较二季度的 1.01%有明显回落。

图 30：季度错误与遗漏项及其占货物贸易额比率



数据来源：Wind、银河期货

四、综合分析

综上所述，三季度我国国际收支的亮点出现了直接投资逆差扩大，导致基础性国际收支持续萎缩后逆差，储备资产和外汇储备出现明显的减少。但是，从直接投资的逆差增加的情况看，并不是外资出现了大规模的外流，而是关联企业债务项目出现了明显的波动，即关联企业的债务出现了负债明显减少而资产明显增加的罕见情况。但是，直接投资的股权项负债依旧处于 50 亿美元左右的低位，稳定外资依旧是个重要的任务。

储备资产的减少还因为证券投资特别是股票投资出现了巨额逆差，但从高频

数据看，进入四季度后，证券投资，特别是债券投资数据改善明显。

总体看，在基础性国际收支出现逆差的情况下，稳外资任务艰巨，稳外贸依旧需要未雨绸缪。没有外资的稳定，要做到外贸的稳定有一定的难度。

近日，汇率出现了一定幅度的反弹，但笔者依旧坚持笔者在年度汇率分析报告《加深对中国式有管理浮动的“管理”二字理解意义重大——2024年人民币兑美元汇率展望》中的观点，即7.3元是底线思维下的中短期政策底，但另一方面，受基本面的制约，汇率目前依旧缺少持续回升的基础。从近期看，央行也没有及时退出逆周期因子兑中间价的影响，说明汇率稳定的任务依旧艰巨。

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