

2012年12月31日

## 为什么三季度资本与金融账户大幅逆差？

——2012年12月28日债市日评

### 证券分析师

屈庆 A0230511040079  
[quqing@swsresearch.com](mailto:quqing@swsresearch.com)

### 联系人

董德志  
[dongdz@swsresearch.com](mailto:dongdz@swsresearch.com)

万淑珊  
[wanss@swsresearch.com](mailto:wanss@swsresearch.com)

陈康  
[Chenkang@swsresearch.com](mailto:Chenkang@swsresearch.com)

潘捷  
(8621)23297279  
[panjie@swsresearch.com](mailto:panjie@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

- **利率市场展望：**2012年即将度过，回顾2012年的利率品种变化：10年期国债利率年初起步于3.43%，收盘于3.57%，最低点发生在7月11日（3.23%），最高点发生于12月21日（3.61%）。相比于10年期国债品种，10年期政策性金融债券变化更具有趋势性特征，以国家开发银行债券为例，该品种利率年初起步于3.90%，最随后一路上行，5-6月份出现回落，达到年内最低利率水平3.98%，随后一路上升，直至年底创出年内最高水平4.51%。
- 总体来看，利率品在2012年呈现利率重心整体走高的变化特征，市场整体交易清淡，显示市场机构的交易投资焦点纷纷集中在信用债券品种上。
- 2012年即将度过，前期源自于对年关资金面紧张的担忧情绪也已经缓解消散，近期的市场呈现小幅度回暖的局面，各期限利率水平有所回落，预计这种暖意在阶段内依然有延续的可能，但是依然无法将这种回暖理解为趋势性行情或机会。
- **信用债市场展望：**上周信用债市场小幅波动，银行间市场较为稳定，交易所市场受到股票市场反弹的影响出现小幅调整。目前我们仍持谨慎态度。主要是因为：一，股票市场引发的风险偏好回升对信用债产生压力。二，近期信用风险事件逐步累计，尽管短期内对信用债市场还没有调整，但量变到质变，最终还是会影响到市场。而且我们认为违约事件的频繁发生，更多的反映了部分企业资质的恶化。三，信用利率水平不具有防御性。这一点我们曾经做过测算，不再重复。
- 综合而言，尽管短期内信用债特别是低评级信用债可能保持窄幅波动的状态，但我们依然建议机构逐步降低杠杆，配置短融转向防御。
- **海外市场：**离新年仅剩一天，美国经济“坠崖”的可能性也愈发真实。参议院的两党领袖周末一直在谈判，但双方在收入税率、财产税、社会福利支出等方面依然纠缠不清，他们一度希望在美国时间周三下午3点前拿出进行参议院表决的议案至今不见踪影，参院的投票最早要等到美国时间周一。另一个可能的方案是奥巴马的后备方案，其中仅针对包括收入税率在内的少数问题。这个后备法案很可能通过民主党把持的参议院，但是在共和党占多数的众议院前景存疑。由于两党目前在任何问题上都没有达成实质性的妥协，即使最后时刻协议达成，也很可能仅仅延续对部分居民的优惠税率，在避免支出削减方面难有作为，对经济依然有较大冲击。如果年内无法达成协议，那么在新年里两党迅速取得一致的可能性也较低，因为随着新一届国会的召开，目前的谈判很可能被推倒重来。由于市场普遍认为财政悬崖可能使得美国经济短期内停滞，海外金融市场很可能在未来一段时间里出现明显调整，对国内债市有支撑作用
- 2013年即将到来，在此申万债券研究部感谢广大投资者在2012年对于我们的关心和支持，祝愿广大市场机构元旦快乐，新年好运。

近日外管局公布了2012年第三季度及前三季度国际收支平衡表（BOP），三季度贸易顺差较大，但资本与金融项下逆差则继续扩大。通过分析数据发现，三季度资本与金融项目逆差主要由于境内归还短期贷款和境外存款抽回。我们猜测，短期贷款归还可能与8月底开始的海外代付清查有关。境外存款抽回则可能与境内风险资产收益下降导致境外流动性资金抽回有关。

## 1. 三季度资本与金融账户大幅逆差为哪般？

近日，外管局公布了2012年第三季度及前三季度国际收支平衡表，尽管该数据季度频率公布，数据比较滞后，但由于该数据包括所有居民部门与非居民部门的交易往来，数据齐全，可以让我们更准确全面地去理解外汇收支变动背后的原因。

具体看，第三季度的国际收支平衡表数据呈现如下特点：

**第一，经常项目顺差明显改善，主要源于商品贸易大幅顺差。**2012年三季度经常项目顺差708亿美元，从单季来看是近7个月以来的最高水平，经常项目顺差明显改善。分细项看，货物和服务贸易顺差733亿美元，是经常项目顺差的主要原因。海关进出口数据显示，三季度贸易顺差795亿美元。这表明服务贸易三季度逆差约62亿美元。商品贸易大幅顺差是三季度经常项目顺差的主要原因。

**第二，资本与金融项目逆差创新高，其中其他投资大幅逆差是资本与金融项目逆差的主要原因。**2012年三季度资本与金融项目逆差517亿美元，从单季来看是近15年来的新高，逆差较上季度扩大105亿美元。分细项看，直接投资和证券投资保持顺差。直接投资与二季度相比顺差相对稳定，仅小幅回落。证券投资顺差较二季度回落65亿美元，主要因为三季度境内对外债务证券投资明显上升。不过，同时境外对境内股本证券投资在三季度也出现明显上升，最终使得证券投资项目依然保持了顺差。三季度其他投资项目下逆差956亿美元，是资本与金融项目逆差的主要原因。

**第三，短期贷款归还和境外存款抽回是三季度其他投资大幅逆差的主要原因。**二季度其他投资项也出现大幅逆差，但具体来看，二、三季度仍有所不同。二季度的逆差主要为其他投资的资产项下出现大幅逆差，贸易信贷、贷款、货币和存款项下均出现大幅资金流出，二季度企业出口形成应收账款336亿美元，商业银行的对外贷款增长251亿，商业银行和企业居民的境外存款增加639亿美元。对比之下，第三季度的逆差主要为其他投资的负债项下出现大幅逆差。逆差主要来自贷款、货币及存款项。主要的原因在于境内企业归还境外贷款，境外存款抽回。从贷款期限上看，主要是归还短期贷款，三季度归还短期贷款额达469亿美元。我们猜测，短期贷款归还可能与8月底开始的海外代付清查有关。境外存款抽回则可能与境内风险资产收益下降导致境外流动性资金抽回有关，但这一现象还有待观察，目前尚未找到证明已形成趋势性。

第四，三季度储备资产下降4亿美元，下降幅度较二季度明显缩小。二季度储备资产下降118亿，三季度仅下降4亿美元，其中外汇资产小幅上升3亿美元，特别提款权和在基金组织的储备头寸下降约8亿美元。三季度储备资产下降幅度较二季度明显缩小。

**图 1：三季度其他投资项下大幅逆差是造成金融账户逆差的主要原因**

项目	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q3-2012Q2
一. 经常帐户差额	235	537.0	708.0	171.0
A. 货物和服务差额	38	687.0	733.0	46.0
B. 收益差额	173	-156.0	-33.0	123.0
C. 经常转移差额	25	6.0	8.0	2.0
二. 资本和金融帐户差额	561	-412.0	-517.0	-105.0
A. 资本帐户差额	15	9.0	8.0	-1.0
B. 金融帐户差额	546	-421.0	-525.0	-104.0
1. 直接投资差额	489	411.0	385.0	-26.0
1.1 我国在外直接投资差额	-148	-133.0	-137.0	-4.0
1.2 外国在华直接投资差额	636	544.0	522.0	-22.0
2. 证券投资差额	93	111.0	46.0	-65.0
2.1 资产差额	34	25.0	-106.0	-131.0
2.1.1 股本证券差额	17	5.0	-15.0	-20.0
2.1.2 债务证券差额	17	19.0	-91.0	-110.0
2.2 负债差额	59	87.0	152.0	65.0
2.2.1 股本证券差额	20	33.0	96.0	63.0
2.2.2 债务证券差额	39	53.0	56.0	3.0
3. 其它投资差额	-35	-944.0	-956.0	-12.0
3.1 资产差额	-408	-1214.0	-284.0	930.0
3.1.1 贸易信贷差额	4	-336.0	-131.0	205.0
3.1.2 贷款差额	-180	-251.0	-192.0	59.0
3.1.3 货币和存款差额	-328	-639.0	62.0	701.0
3.1.4 其它资产差额	95	12.0	-23.0	-35.0
3.2 负债差额	373	270.0	-672.0	-942.0
3.2.1 贸易信贷差额	219	190.0	94.0	-96.0
3.2.2 贷款差额	322	57.0	-444.0	-501.0
3.2.3 货币和存款差额	-202	19.0	-322.0	-341.0
3.2.4 其它负债差额	34	5.0	-1.0	-6.0
三. 储备资产变动额	-746	118.0	4.0	-114.0
四. 净误差与遗漏	-50	-242.0	-195.0	47.0

资料来源：外管局, 申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

屈庆：固定收益。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。