

一季度国际收支分析报告

外资减持不改中国国际收支平衡基本格局

一季度，国际收支基本维持经常账户顺差，资本账户逆差的自主平衡格局。

- 一季度，经常项目顺差 895 亿美元，占当季名义 GDP 的比重为 2.1%，仍处于国际认可的合理范围之内。其中，货物贸易顺差继续保持增长态势，主要由出口价格因素贡献，服务贸易逆差继续收窄，净出口对当季 GDP 拉动有所回落，显示外需对经济增长拉动作用趋于减弱，下一步稳增长的关键在于稳外贸的同时要扩内需。
- 一季度，资本项目逆差（含净误差与遗漏）502 亿美元。其中，直接投资顺差明显扩大，外来直接投资规模创下历史新高。短期资本净流出（含净误差与遗漏）1152 亿美元，同比有所扩大。2、3 月份，受到地缘政治风险外溢和美联储紧缩的影响，外资减持人民币资产；贸易顺收顺差负缺口环比减小，故不排除外资流出的同时，内资外流规模减少甚至转为内流。整体来看，跨境资本双向流动保持活跃，资本净流出影响总体可控。
- 一季度，我国基础国际收支顺差为 1545 亿美元，主要贡献项是直接投资顺差。虽然环比顺差略有下降，但是绝对水平仍位于历史高位，尤其是较 2015、2016 年明显上了一个台阶。基础国际收支大顺差是应对人民币汇率调整的安全垫。当季，短期资本净流出与基础国际收支之比负值下降，这反映在内外超预期挑战增加的背景下，我国应对短期资本流动冲击的能力有所增强。
- 一季度，交易引起的外汇储备资产增加 393 亿美元，而外汇储备余额减少 622 亿美元，两者缺口主要反映了汇率和资产价格变化带来的负估值效应。当季，美元指数上涨，非美元货币普遍下跌，导致非美元储备资产折美元减少。当季，境内外汇供求盈余远大于外汇占款增幅，意味着外汇盈余主要转变为银行对外资产运用。

相关研究报告

《2020 年国际收支分析报告》20210223
 《一季度国际收支分析报告：国际收支延续自主平衡格局，外来直接投资上升势头强劲》20210509
 《一季度对外经济部门体检报告：国际收支继续自主平衡，民间货币错配进一步改善》20210628
 《二季度国际收支分析报告：货物贸易顺差减少，短期资本流动冲击减弱》20210808
 《二季度对外经济部门体检报告：经常项目顺差缩小，人民币升值推升对外负债》20211008
 《三季度国际收支分析报告：经常项目顺差环扩大，短期资本净流出规模增加》20211108
 《三季度对外经济部门体检报告：国际收支自主平衡能力进一步增强，对外部门稳增强央行货币政策自主性，但也要防范流动性风险》20220107
 《2021 年国际收支分析报告：基础收支顺差明显扩大，支撑人民币对外强势》20220213
 《2021 年对外经济部门体检报告：美联储紧缩难以掣肘中国货币政策，但要警惕内需外需双收缩》20220328

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

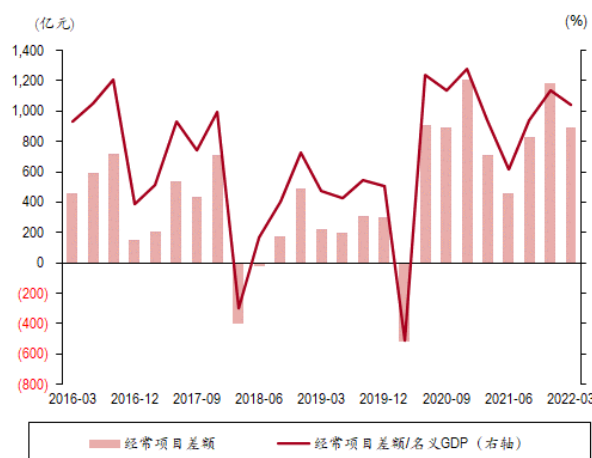
4月27日，国家外汇管理局公布了2022年一季度我国国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对一季度我国国际收支状况分析如下。

经常项目顺差继续处于较高水平，但外需对经济增长拉动作用减弱

一季度，经常项目顺差895亿美元，上年同期为705亿美元，同比增长26.3%；经常项目差额占当季名义GDP的比重为2.1%，上年同期为1.9%，均位于 $\pm 4\%$ 国际认可的合理范围以内，表明我国对外部门继续保持基本平衡（见图表1）。

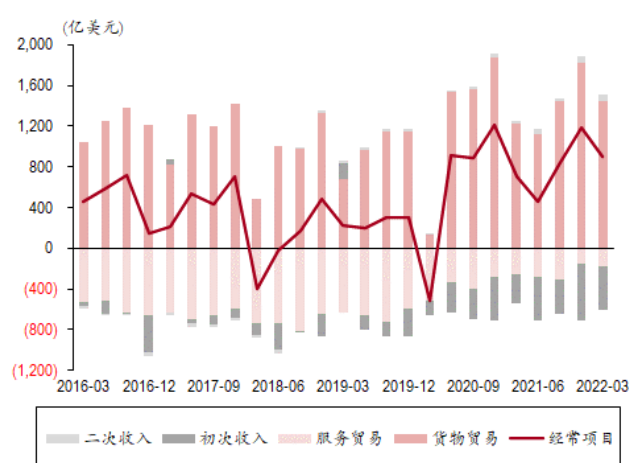
一季度，我国出口继续维持高增长态势，国际收支口径的货物出口为8032亿美元，同比增长15.6%，进口为高于进口增速15.1%，总体货物贸易顺差为1450亿美元，为历年同期最高水平（见图表2）。海关总署公布的进出口价格和数量指数显示，一季度出口增长主要由价格因素贡献，出口价格指数当季同比增长10.8%，大于数量增速1.8%（见图表3）；进口方面，受大宗商品价格高企影响，进口价格季均同比增长13.6%，而数量同比呈现负增长5.1%，尤其是3月份同比大幅下滑13.1%，拉低3月进口金额至负增长0.1%（见图表4）。一季度，我国贸易条件指数环比有所改善，增长5.4%，但是同比仍进一步恶化，较去年同期减少1%，当季贸易条件指数均位于100下方（见图表5），主要原因是出口竞争加剧，国内外贸企业国际市场的议价空间被压缩。

图表1. 经常项目差额及其占名义GDP比重



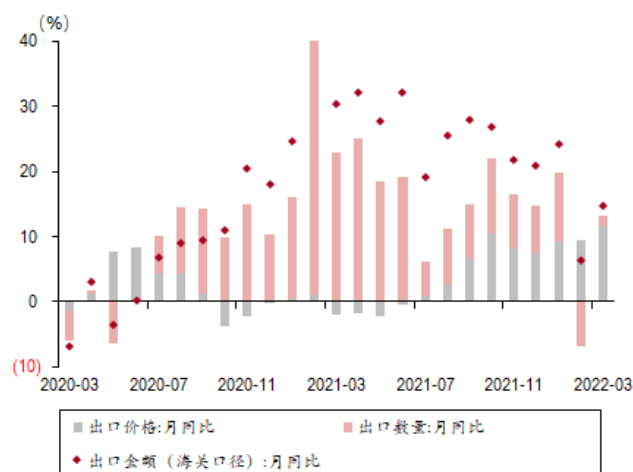
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表2. 经常项目差额及其构成



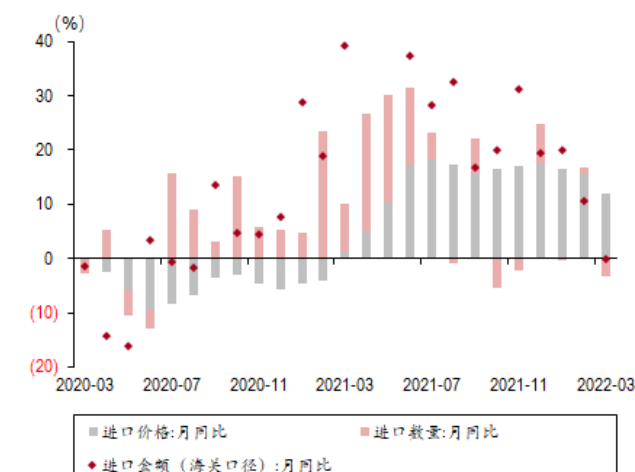
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表3. 出口数量及价格贡献拆分



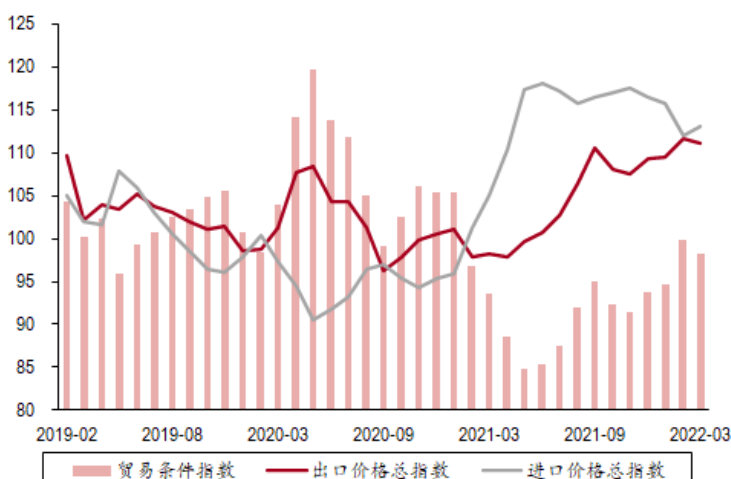
资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表4. 进口数量及价格贡献拆分



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 5. 贸易条件指数情况



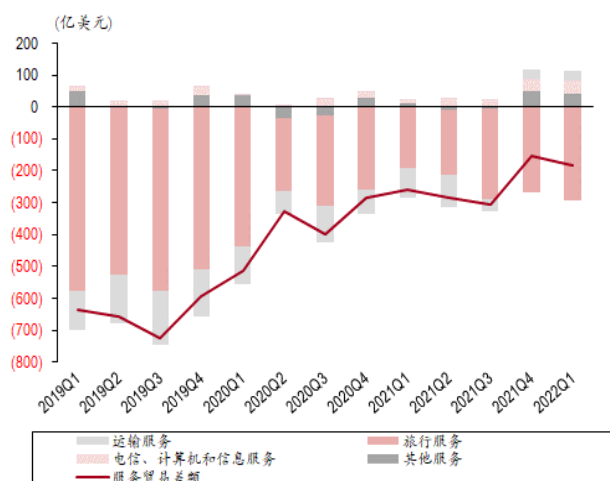
资料来源：海关总署，万得，中银证券

注：(1) 贸易条件指数= (出口价格指数/进口价格指数) *100；(2) 该指数低于100，意味着贸易条件同比恶化，要用更多的出口才能换取同等金额的进口。

当季，服务贸易逆差为 182 亿美元，同比收窄 30%，环比继续位于低位，是除去年四季度外，2012 年以来季度最低水平。其中，运输服务及电信、计算机和信息服务为逆差收窄主要贡献项，分别贡献了 154%和 42%。运输服务延续了去年四季度的顺差 28 亿美元，去年同期为逆差 90 亿美元，同比增幅为 118 亿美元，这体现了我国出口高增长带动相关运输收入大幅增加。电信、计算机和信息服务为顺差 44 亿美元，同比上升 32 亿美元，表明我国服务出口的技术含量有所提高（见图表 6）。此外，旅行服务逆差为 294 亿美元，同比和环比扩大了 101 亿和 25 亿美元，表明跨境旅行有回暖迹象，但整体仍大幅低于疫情前水平，未来旅行逆差能否继续扩大取决于国内外疫情防控及各国开放情况。

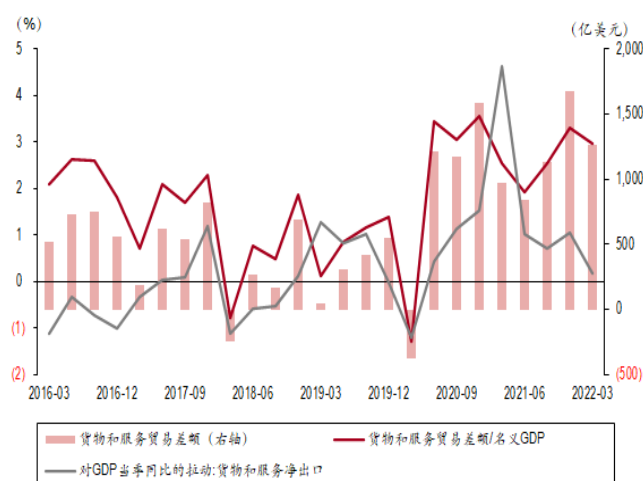
一季度，货物和服务贸易合计顺差 1276 亿美元，同比增长 30.4%，占当季名义 GDP 比重为 2.9%，明显高于 2017 年至 2019 年 1.1%的均值水平；货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 0.2 个百分点，较去年四季度 1.1%回落了 0.9 个百分点（见图表 7）。这表明尽管净出口扩张依然较多，但外需对经济增长拉动作用仍趋于减弱，下一步稳增长的关键在于稳外贸的同时要扩内需。

图表 6. 服务贸易差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 7. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和对 GDP 拉动



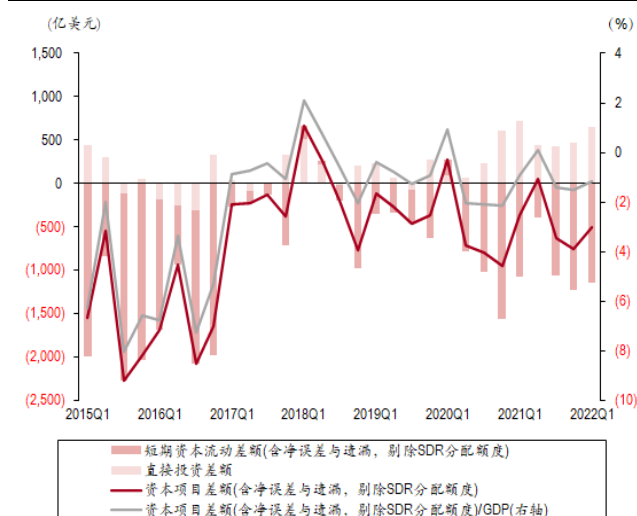
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

资本项目逆差环比收窄，直接投资维持高流入，短期资本流出规模有限

一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 502 亿美元，占当季名义 GDP 比重为-1.2%，较去年四季度环比收窄 260 亿美元，同比扩大 140 亿美元。虽然资本项目差额占名义 GDP 比重较 2021 年均的-0.9%略有提高，但负值仍显著低于 2015 年、2016 年的平均-5.7%水平（见图表 8）。

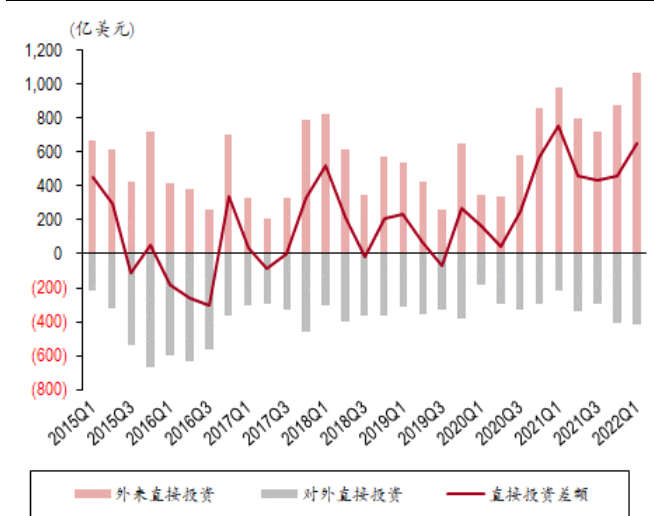
从细项来看，直接投资顺差 650 亿美元，环比增加 187 亿美元，同比减少了 107 亿美元，主要因为对外投资增加额大于外商来华投资。具体来看，对外直接投资净流出为 420 亿美元，较去年同期扩大 201 亿美元；外来直接投资净流入 1070 亿美元，同比增加了 97 亿美元，在去年同期的高基数上仍保持增长态势，流入规模仍创下历史新高（见图表 9）。虽然一季度海外局势更趋复杂严峻，中国仍坚持高水平对外开放，并陆续出台稳外资的措施，营商环境不断优化，对中长期外资的吸引力增强。

图表 8. 资本项目差额及其占 GDP 比重和构成情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 9. 外来直接投资和对外直接投资

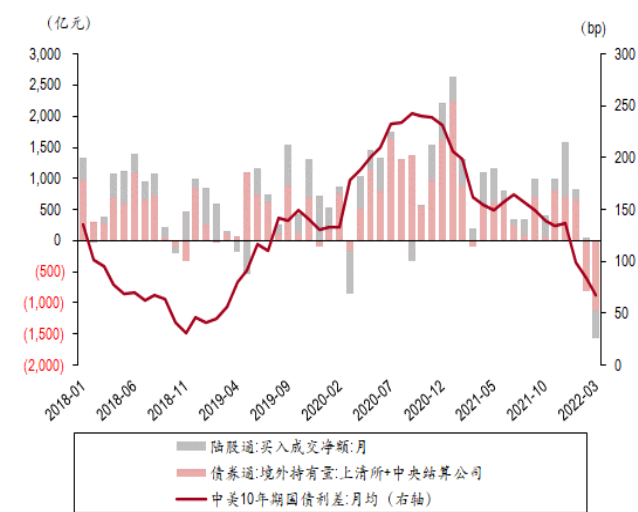


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

一季度，短期资本（即证券投资、其他投资、净误差与遗漏合计）逆差 1152 亿美元，上年同期为 1080 亿美元，同比增加 72 亿美元，但较去年四季度环比减少了 73 亿美元。由于国际收支平衡表初步数据未披露短期资本的细项数据，因此我们只能使用相对高频的债券通和股票通（外资-金融账户负债方）以及贸易顺收顺差负缺口（内资-金融账户资产方）分析资本流动情况。

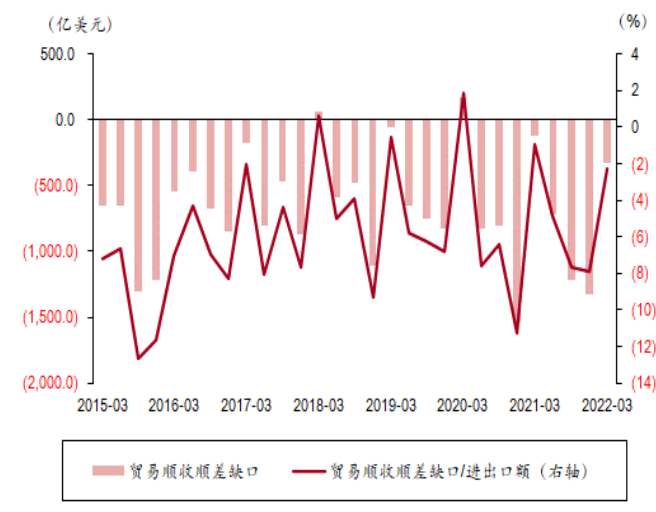
当季，在地缘政治风险外溢，以及美联储紧缩，中美利差收敛甚至倒挂的背景下，外资减持人民币资产。其中，债券通项下 2、3 月份连续创纪录地净减持境内人民币债券，一季度累计净减持 1266 亿元，去年同期为净增持 3034 亿元，四季度为净增持 1585 亿元人民币；陆股通项下 1、2 月份总计净买入 208 亿元人民币，3 月转为净卖出，一季度累计净卖出 243 亿元人民币（见图表 10）。海关口径的贸易顺收顺差负缺口为 332 亿美元，较去年四季度 1326 亿美元减少了 75%，占进出口额比例为-2.2%，下降了 5.4 个百分点（见图表 11）。整体来看，跨境资本双向流动保持活跃，不排除外资流出的同时，内资外流规模减少甚至转为内流，资本净流出影响总体可控。

图表 10. 债券通和陆股通项下外资流动情况及中美利差



资料来源：中央结算公司，上清所，万得，中银证券

图表 11. 贸易顺收顺差缺口及其占进出口额比重



资料来源：海关总署，万得，中银证券

注：贸易顺收顺差缺口=银行代客涉外收付款差额-货物贸易（海关统计）-贸易差额（海关统计）。

基础国际收支维持大顺差，是应对人民币汇率调整的“安全垫”

一季度，我国基础国际收支顺差（即经常项目与直接投资合计）为1545亿美元，仍维持在较高水平，同比增加了118亿美元，主要拉动项是直接投资，贡献了158%的涨幅。虽然环比来看基础国际收支顺差略有下降，但是绝对水平仍位于历史高位，尤其是较2015、2016年明显上了一个台阶（见图表12）。

短期资本净流出（含净误差与遗漏）同比增加72亿，但远小于基础国际收支的增加额，与基础国际收支顺差之比为-74.6%，负值较2021年同期下降了1.1个百分点，这反映当前在美联储紧缩、俄乌冲突和疫情反弹的背景下，我国应对短期资本流动冲击的能力有所增强（见图表13）。

图表 12. 基础国际收支及细分



图表 13. 短期资本流动与基础国际收支差额



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41207

