

一季度对外经济部门体检报告

对外经济部门韧性强，外资流出影响不足惧

一季度，我国国际收支延续自主平衡格局，经常项目顺差扩大、直接投资净流入，抵御住了短期资本流动冲击；民间部门货币错配改善，金融韧性增强；受外资减持影响，中国外债余额减少，外债风险总体可控。

相关研究报告

《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

《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》20220430

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

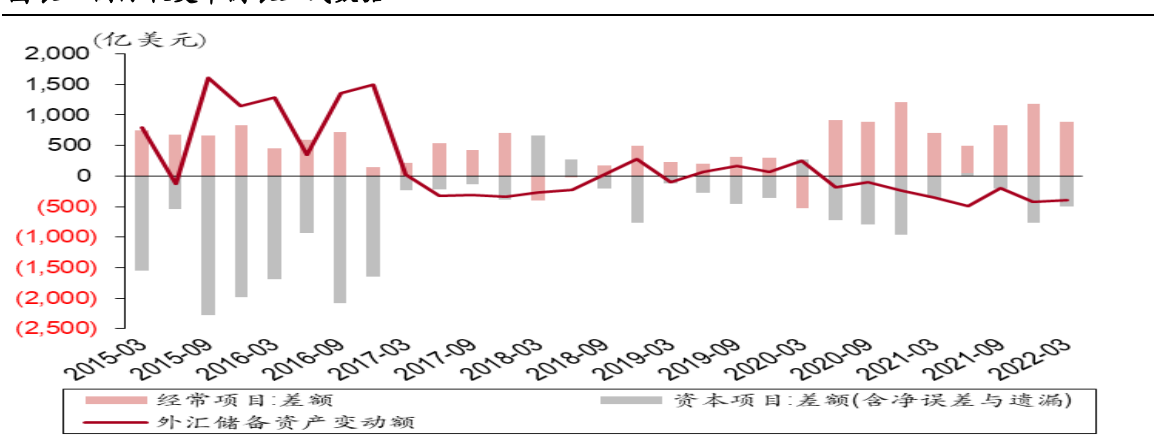
- 一季度，经常项目顺差创历史同期最高值，与 GDP 比重仍位于合理范围。经常项目顺差同比增幅较大，主要受货物顺差推动，体现了出口韧性。不过，一季度我国出口份额同比回落，而东盟五国、越南和印度合计份额上升，反映我国面临阶段性的出口订单流失风险，并且外需对经济增长的拉动作用减弱，凸显扩内需对于稳增长的重要性。
- 一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差环比收窄，线上资本项目由上季度顺差转为逆差，主要原因是外资大幅减持证券资产，这反映了美联储紧缩预期加强、地缘政治冲突以及美国 SEC 发布“预摘牌名单”等一系列事件的影响。虽然一季度海外局势更趋复杂严峻，但外来直接投资规模升至历史次高，反映外商来华投资意愿仍然较强。
- 一季度，短期资本占基础国际收支顺差比重同比和环比均有所下降，贸易顺差扩大、直接投资净流入增厚了应对短期资本集中流出风险的“防火墙”，也是我国继续推进贸易投资便利化、增加人民币汇率弹性的底气所在。当季，交易引起的外汇储备资产增加，而外汇储备余额减少，两者缺口主要反映了汇率折算和资产价格变化带来的账面损失。
- 2022 年 3 月末，我国对外金融资产和负债均较上年末减少，主要受非交易因素影响。民间部门对外净负债规模及占年化 GDP 比重较上年末减少，明显低于“8.11”汇改前夕。这是 3 月以来人民币汇率从 6.30 最多急跌至 6.80 比 1 附近，境内外汇市场有惊无险的市场微观基础。
- 一季度，对外投资收益率和利用外资成本率回落态势已经持续三个季度；对外金融资产中，民间运用占比进一步上升；对外金融负债中，直接投资占比连续三个季度上升，而证券投资占比创 2020 年四季度以来新低，显示我国对外负债结构更加趋于稳定，同时也反映外资对我国长期投资保持信心。
- 2022 年 3 月末，我国外债余额较上年末减少。按照部门划分，主要贡献来自银行，反映了境外机构大幅减持政策性银行债的影响。按照币种划分，主要贡献来自本币外债，本币外债占比总体延续 2019 年以来的升势，有助于降低中国外债的币种错配风险。按照期限划分，短期和中长期外债降幅基本相当。中国外债风险总体可控。
- 风险提示：地缘政治局势恶化超预期，海外主要央行紧缩超预期。

6月24日，国家外汇管理局公布了2022年一季度国际收支平衡表正式数和2022年3月末国际投资头寸表。结合现有数据对一季度我国国际收支状况分析如下。

一、经常项目顺差创历史同期最高，货物顺差扩大和服务逆差缩小为主要贡献项

一季度，经常项目顺差889亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）逆差496亿美元（以下如非特指，资本项目差额均包括净误差与遗漏项），不含净误差与遗漏的资本项目（即线上资本项目）逆差499亿美元，国际收支延续自主平衡格局（见图表1）。

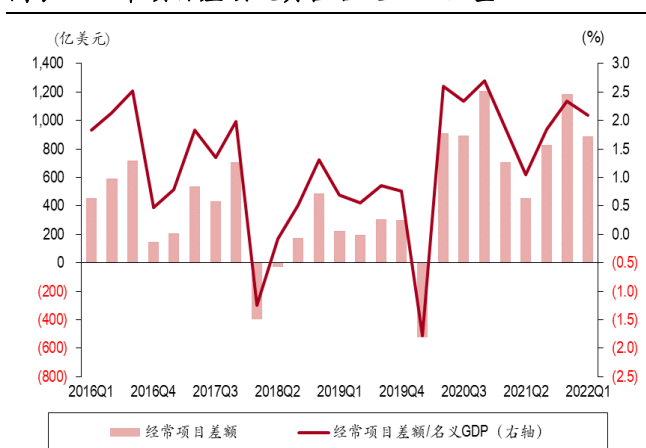
图表1. 国际收支平衡表正式数据



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

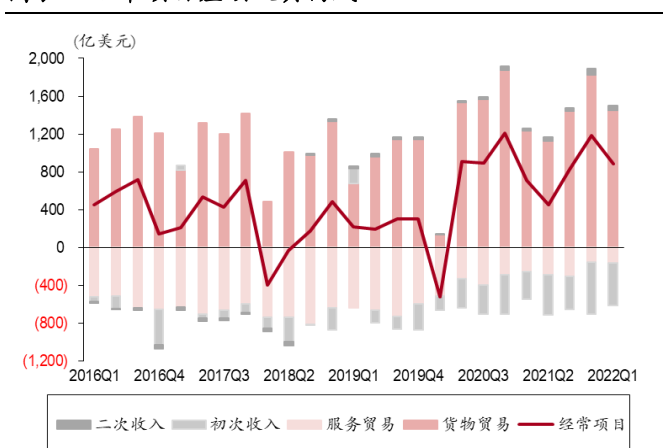
一季度，经常项目顺差889亿美元，为历史同期最高值，同比增长25.4%；经常项目差额占当季名义GDP的比重为2.1%，上年同期为1.9%，仍位于 $\pm 4\%$ 国际认可的合理范围以内（见图表2）。经常项目顺差增加主要来自货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩小，分别贡献了121%和51%（见图表3）。

图表2. 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3. 经常项目差额及其构成

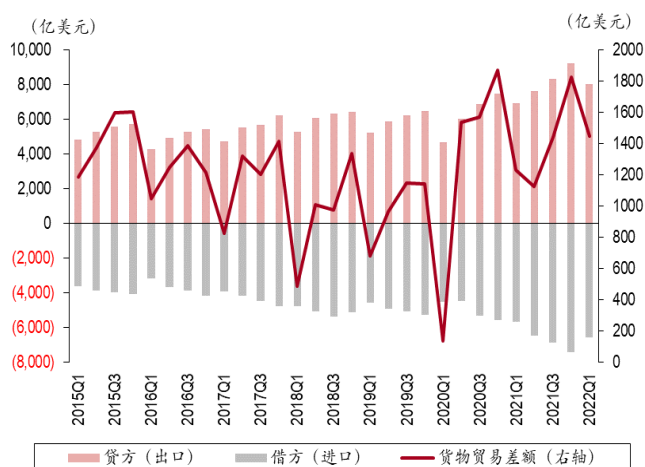


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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 8031 亿美元，同比增长 15.6%，进口为 6582 亿美元，同比增长 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 4）。世界贸易组织（WTO）数据显示，一季度，我国出口市场份额为 14.1%，同比微降 0.1 个百分点，但仍高于疫情前 2008-2019 年年均 11.8% 的水平（见图表 5）。在一季度内外部环境更趋复杂的情形下，我国出口能够保持双位数增长，维持相对较高的出口市场份额，表现出一定的韧性。

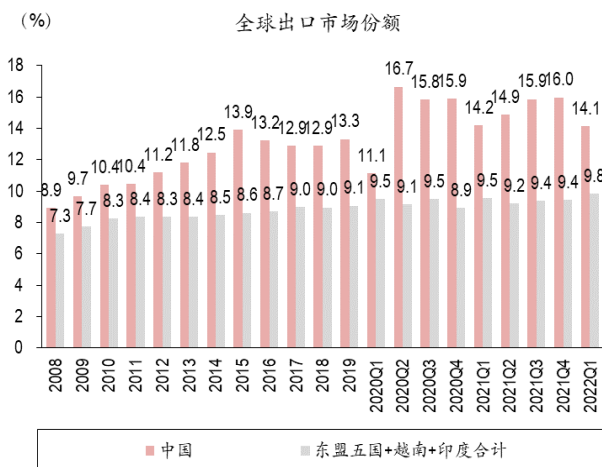
不过，一季度我国出口市场份额环比回落 1.9 个百分点，超过了 2021 年一季度环比回落 1.7 个百分点，却低于 2020 年同期环比回落 2.9 个百分点的水平，表明 2022 年初新冠疫情对我国出口的影响大于 2021 年同期，但仍低于 2020 年疫情暴发初期。同时，一季度我国出口市场份额同比回落，而东盟五国（包括印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国）与越南、印度出口市场份额合计同比上升 0.3 个百分点，也反映我国面临阶段性的出口订单流失风险。

图表 4. 货物贸易差额分项情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

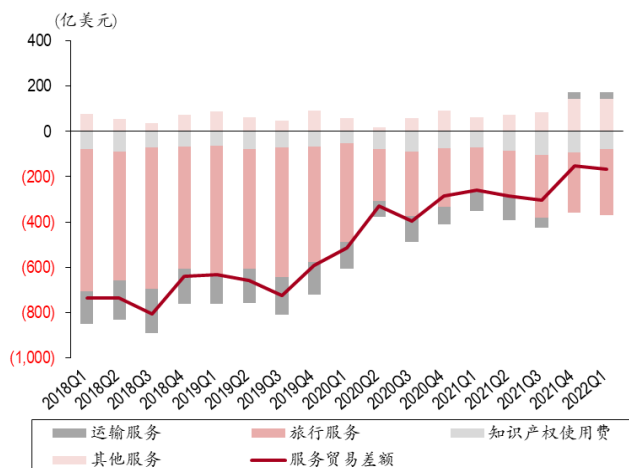
图表 5. 中国及主要东南亚国家占全球出口市场份额



资料来源：WTO，中银证券

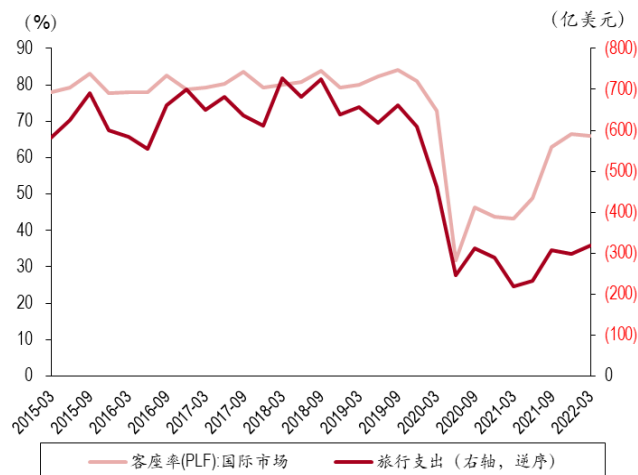
当季，服务贸易逆差为 167 亿美元，同比缩窄 35%，环比继续位于低位，是除 2021 年四季度 152 亿美元外，2012 年以来季度次低。其中，运输服务及电信、计算机和信息服务为逆差收窄主要贡献项，分别贡献了 137% 和 37%。其中，运输服务为顺差 29 亿美元，2021 年同期为逆差 90 亿美元，同比增幅 119 亿美元，这体现了我国出口高增长带动相关运输收入大幅同比增加 191 亿美元。同时，3 月下旬以来国内疫情多点散发，跨境交通物流受阻，运输支出同比下降 72 亿美元，环比下降 8 亿美元。电信、计算机和信息服务为顺差 45 亿美元，同比上升 34 亿美元，表明我国服务出口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，同比和环比分别扩大 102 亿和 25 亿美元，主要是旅行支出同比和环比增加 98 亿和 20 亿美元，表明跨境旅行有回暖迹象，但仍明显低于疫情前水平（见图表 7）。

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

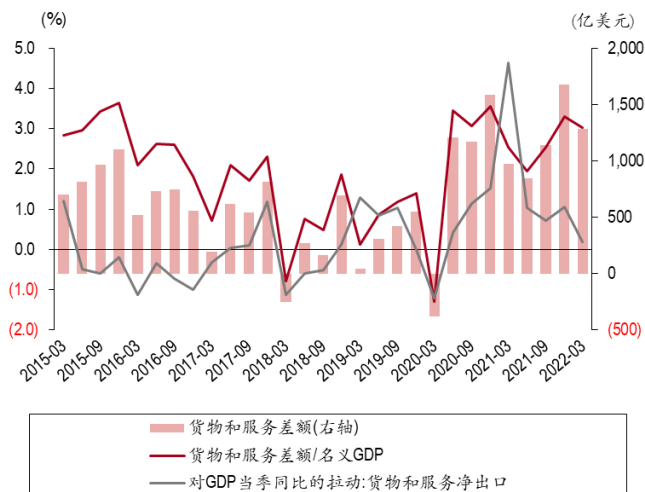
图表 7. 国际市场客座率与旅行支出金额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

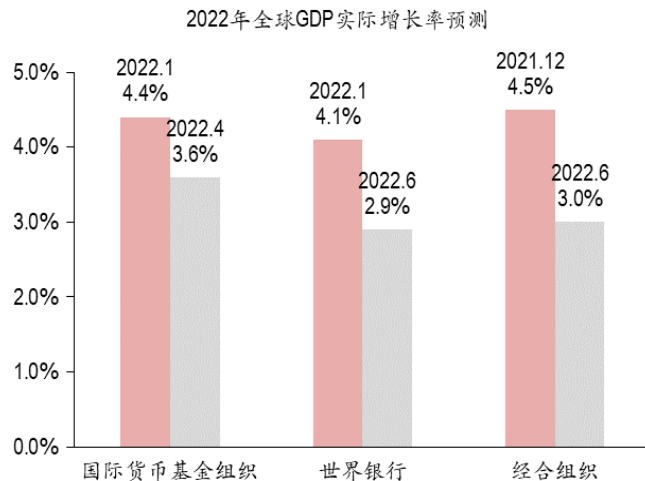
一季度，货物和服务贸易合计顺差 1283 亿美元，同比增长 31.9%，占当季名义 GDP 比重为 3%，显著高于 2017 年至 2019 年 1.1% 的均值水平；货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 0.2 个百分点，同比、环比分别回落了 4.5 和 0.9 个百分点（见图表 8），这表明尽管净出口增速仍较快，但外需对经济增长拉动作用趋于减弱。近期，国际货币基金组织、世界银行和经合组织纷纷下调 2022 年全球增长预期（见图表 9），预计下半年外需或将进一步走弱，因此对于中国来说，下一步稳增长的关键在于稳外贸的同时要积极扩大内需。

图表 8. 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，中银证券

图表 9. 国际机构 2022 年全球实际 GDP 增长预测

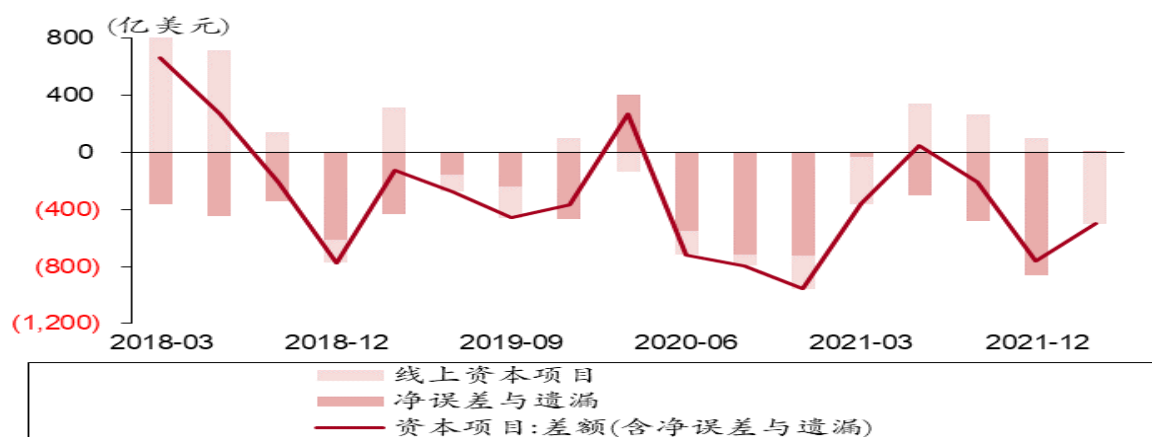


资料来源：国际货币基金组织，世界银行，经合组织，中银证券

二、受外资大幅减持证券资产影响，线上资本项目转为逆差

一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 496 亿美元，环比减少 266 亿美元，不含净误差与遗漏的线上资本项目由上季度顺差 101 亿美元转为逆差 499 亿美元（见图表 10），主要是因为金融账户对外投资净流出（资产方净发生）环比减少 520 亿美元，小于外来投资净流入（负债方净发生）降幅 1090 亿美元（证券投资贡献了 92%）。

图表 10. 资本项目与线上资本项目差额

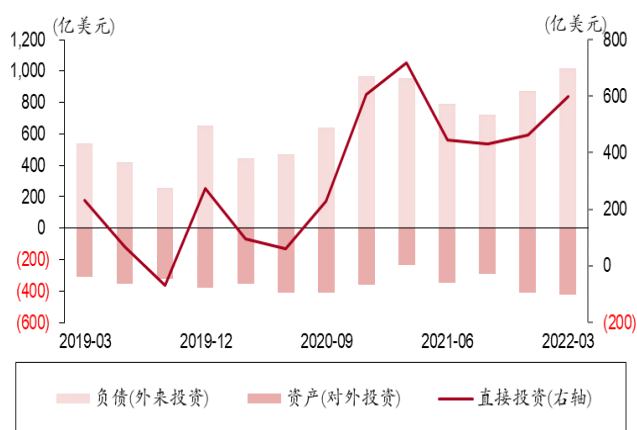


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：“线上资本项目”是指不含净误差与遗漏的非储备性质的资本和金融账户。

外来直接投资规模升至历史次高，直接投资顺差明显扩大。一季度，直接投资顺差 599 亿美元，为历史第七高，环比增加 136 亿美元，主要是因为外来直接投资增幅较大，由上季度 871 亿美元升至 1019 亿美元，仅次于 2013 年四季度的 1052 亿美元；对外直接投资环比小幅增加 13 亿美元（见图表 11）。同期，外来直接投资中，非金融部门关联企业债务规模升至 192 亿美元，作为外来直接投资的主要组成部分，非金融部门股权投资规模升至 792 亿美元，二者均为疫情以来次高（见图表 12）。虽然一季度海外局势更趋复杂严峻，但外商来华投资意愿仍然较强。这与中国坚持高水平对外开放，陆续出台稳外资举措，不断优化营商环境有关。例如，《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 自 2022 年 1 月 1 日起已正式生效；1 月 30 日，国家外汇管理局宣布在上海等 4 个区域开展跨境贸易投资高水平开放试点；3 月 5 日，政府工作报告中提到，2022 年要扩大高水平开放，具体提高利用外资水平，出台实施关于建设更高水平开放型经济新体制、促进构建新发展格局的意见等。中国贸促会发布的《2022 年第一季度中国外资营商环境调研报告》显示，与 2021 年四季度相比，71% 的受访外资企业维持了业务规模，16.4% 的企业扩大了业务规模，72.1% 的企业在华增资幅度大于 5%；外资企业持续看好在华发展前景，13.5% 的外资企业未来有在华增资打算¹。

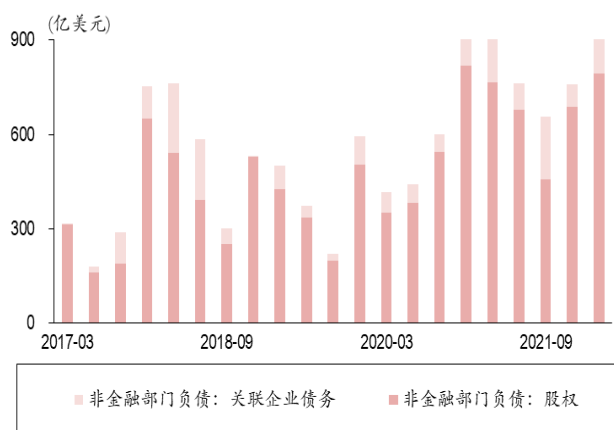
图表 11. 直接投资差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：国际投资头寸表中的资产项为正值。

图表 12. 非金融部门的外来股权投资与关联企业债务规模

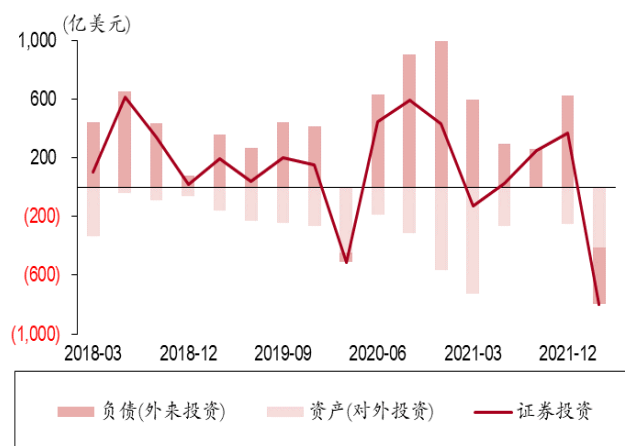


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2022-05/30/content_5693087.htm

受外资减持影响，证券投资逆差创历史新高。一季度，证券投资由上季度顺差 366 亿美元转为逆差 798 亿美元，季度逆差规模创历史新高。这是疫情以来证券投资项下第三次出现逆差，前两次逆差分别是 2020 年一季度的 512 亿美元、2021 年一季度的 131 亿美元。其中，对外证券投资净流出为 411 亿美元，环比增加 157 亿美元；外资净减持证券资产 387 亿美元，是 2020 年二季度以来首次净减持，且净减持规模创历史新高（见图表 13）。当季，外资分别减持股权、债券 68 亿和 319 亿美元，上季度外资分别增持 389 亿和 231 亿美元。这主要反映了美联储紧缩预期加强、地缘政治冲突以及美国证券交易委员会（SEC）发布“预摘牌名单”等一系列事件的影响（见图表 14）。

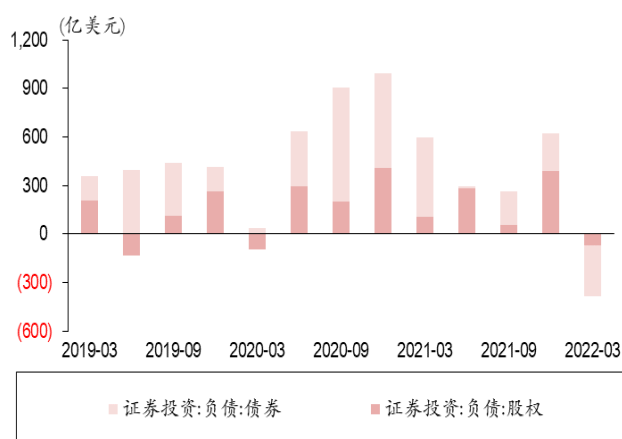
图表 13. 证券投资差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：国际投资头寸表中的资产项为正值。

图表 14. 外资持有股权和债券资产变动情况

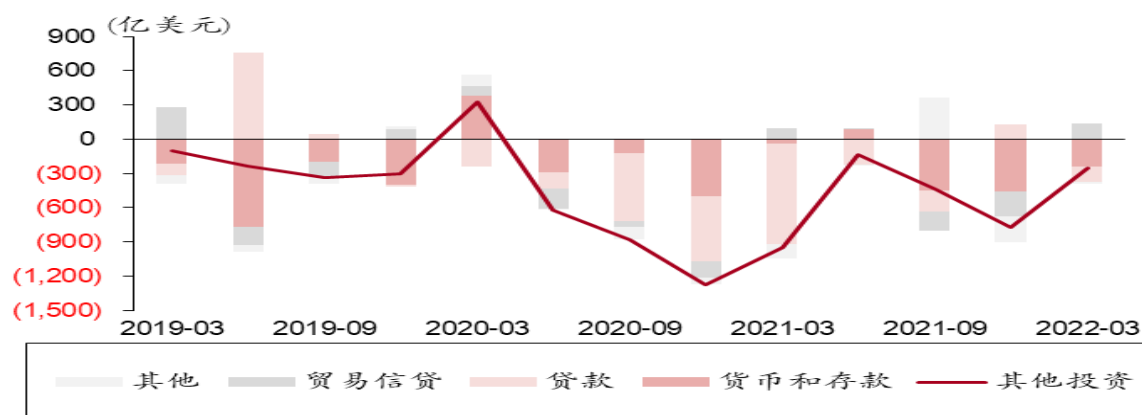


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

其他投资逆差明显收窄，贸易信贷是主要贡献项。一季度，其他投资逆差由上季度 772 亿美元收窄至 252 亿美元，主要贡献项是贸易信贷、货币和存款，前者由上季度逆差 221 亿美元转为顺差 137 亿美元（资产方由净流出 354 亿美元转为净流入 335 亿美元），后者逆差由 456 亿美元降至 241 亿美元（资产方净流出规模由 477 亿美元降至 156 亿美元），而贷款由顺差 128 亿美元转为逆差 137 亿美元（资产方由净流入 201 亿美元转为净流出 131 亿美元）（见图表 15）。当季，贸易信贷资产方由净流出转为净流入，与同期货物贸易出口少收转为出口多收（即货物贸易涉外收入与出口金额的差值）有关（见图表 16）；货币和存款资产方净流出规模减少，而贷款资产方转为净流出，二者之和小幅增加，与同期银行对外金融资产中的存贷款余额环比变动方向一致（见图表 17）。这显示面对外投资流出，触及了“五重保护”中的第二重保护，即境内企业和机构总体减少了海外资产运用²。

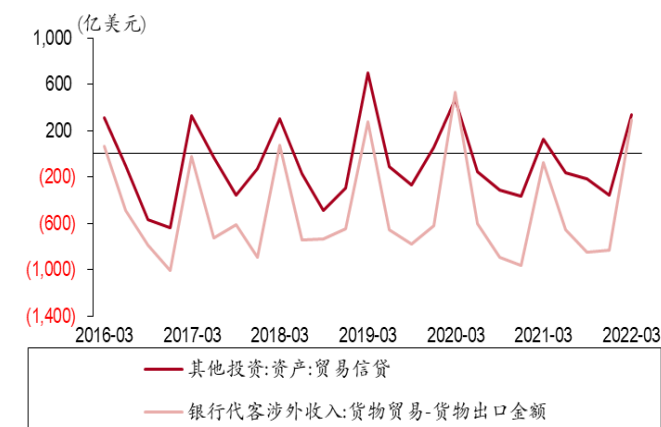
² 网易研究局，管涛最新研判：若人民币汇率跌势延续，不排除央行进一步“降准”或重启原有的宏观审慎工具，2022 年 4 月 26 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/T4vz3Pshuo3E1f2lmBR8Dw>。

图表 15. 其他投资差额变动及其主要项目构成情况



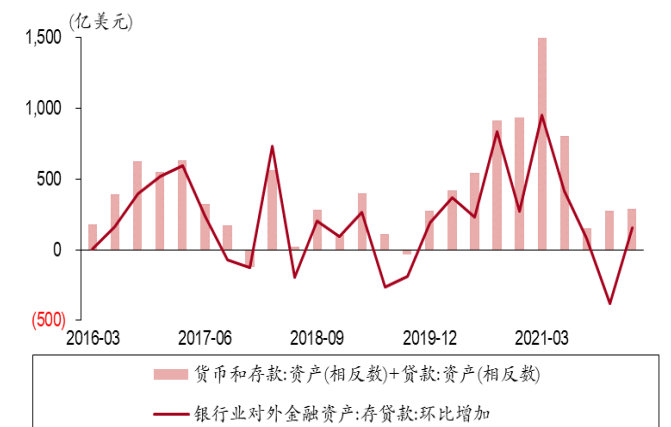
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 16. 贸易信贷资产净获得与货物出口收款情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

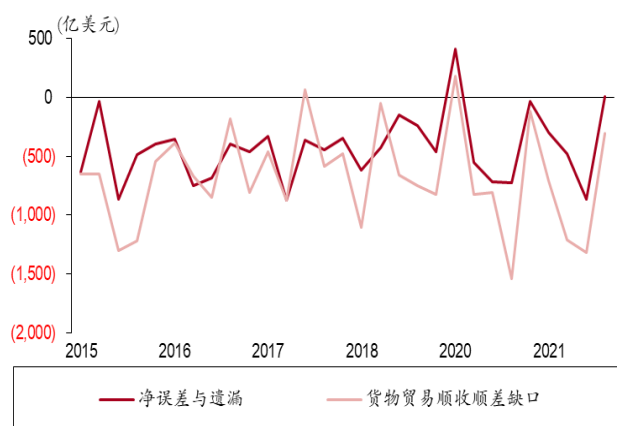
图表 17. 货币和存款、贷款资产净获得与银行对外金融资产中的存贷款余额环比变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

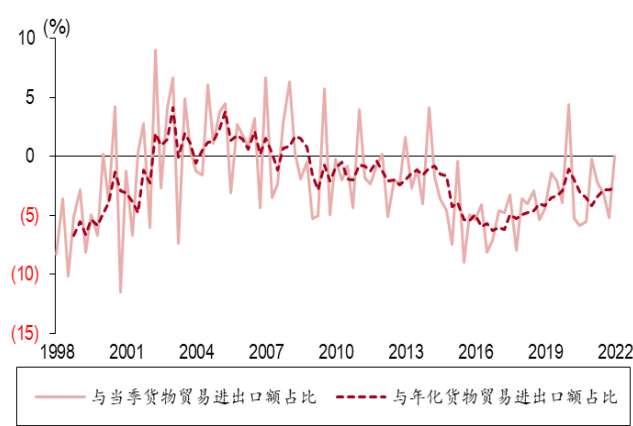
贸易顺差不顺收负缺口收窄，净误差与遗漏转正。一季度，净误差与遗漏由上季度-863 亿美元转为 +4 亿美元，是 2020 年以来第二次转正，与同期贸易顺差不顺收负缺口收窄有关，后者由从上季度 1322 亿美元降至 308 亿美元（见图表 18）。同期，净误差与遗漏额占当季货物贸易进出口额（国际收支口径，下同）比例由上季度-5.2%收窄至零附近；年化净误差与遗漏额占年化货物贸易进出口额比例由-2.9%降至-2.7%，反映国际收支统计质量明显提升，资本项目收支状况更多在线上得到反映（见图表 19）。

图表 18. 净误差与遗漏和贸易顺差不顺收缺口情况



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

图表 19. 净误差与遗漏额占货物贸易进出口额比重



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

三、基础国际收支状况强劲，经受住了短期资本流动冲击的考验

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 1488 亿美元，创下历史同期最高记录，同比增加 61 亿美元，主要拉动项是经常项目顺差，贡献 296% 的涨幅（见图表 20）。当季，短期资本（即证券投资、金融衍生工具、其他投资、净误差与遗漏合计）为 1094 亿美元，同比增加 14 亿美元，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 -73.6%，负值同比和环比分别下降 2.1 和 0.8 个百分点（见图表 21）。这反映当前在美联储紧缩、俄乌冲突和疫情反弹的背景下，我国贸易顺差较大，直接投资持续净流入，增厚了应对短期资本集中流出风险的“防火墙”，同时也是我国继续推进贸易投资便利化、增加人民币汇率弹性的底气所在。

一季度，交易引起的外汇储备资产增加 394 亿美元，同比多增 41 亿美元；央行公布的外汇储备一季度末余额 3.19 万亿美元，环比减少 622 亿美元，两者差额为 -1016 亿美元（见图表 22）。当期我国外汇储备余额减少，主要反映了汇率折算和资产价格变化带来的账面损失或负估值效应，与当期外资较多减持人民币资产无关。

当季，美元指数上涨 2.5%，非美主要货币兑美元普遍贬值，其中日元贬值幅度最大为 5.7%，欧元贬值 2.7%，英镑贬值 2.9%，这导致非美元储备资产折美元减少。由于俄乌冲突地缘政治风险外溢，市场避险情绪上升，一季度全球股票风险资产普遍下跌，其中，德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数跌幅较大，分别下跌 9.3% 和 6.9%，标普 500 指数下跌 4.9%。同期，受美联储紧缩预期加强影响，10 年期美债收益率在 1 月和 3 月飙升，累计上行 80 个基点，美债价格下跌，以美元标价的已对冲全球债券指数累计下跌 5%（见图表 23）。

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_43396

