

三季度国际收支分析报告

经常项目顺差创历史新高，短期资本流动冲击减弱，第二波汇率调整有惊无险

8 月中旬以来，人民币汇率发生了第二波快速调整，9 月中旬起再度跌破整数关口。但是，反映对外经济部门全貌的国际收支数据显示，经常项目顺差创历史新高，资本项目逆差有所扩大，但短期资本净流出减少，交易因素引起的外汇储备资产增加，国际收支延续了自主平衡格局，充分体现了我国作为大型开放经济体的体量优势和对外经济部门的强大韧性。

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

《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》20220627

《二季度国际收支分析报告：短期资本流动冲击延续，国际收支自主平衡依旧》20220808

《二季度对外经济部门体检报告：一二重保护自动触发，国际收支延续自主平衡，汇率“减震器”作用正常发挥》20221002

- 三季度，经常项目顺差 1440 亿美元，为历史单季最高值，占当季 GDP 比重为 3.2%。经常项目顺差扩大主要由于货物贸易和二次收入顺差增加，服务贸易逆差减少。旅游收支数据显示，尽管当季人民币汇率加速调整，但居民个人没有出现抢购和囤积外汇的顺周期羊群效应。
- 当季，货物贸易出口增加、进口减少带动贸易顺差扩大。净出口对当季 GDP 经济增长拉动作用进一步增强，但外需对增长的贡献率有所降低，消费重回“三驾马车”之首，表明随着一揽子及接续稳增长政策落地生效，内需逐渐企稳回升。
- 三季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 1067 亿美元，同比和环比均有所扩大，对外直接投资增加和外来直接投资减少是主要原因。这一方面是考虑到去年外来直接投资的高基数，增量外资流入减少。另一方面也反映了 8 月以来局部地区高温限电、疫情多点散发等因素影响，外商直接投资步伐有所放缓。
- 三季度，基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 1169 亿美元，同比小幅下降，环比有所增加，主要因为经常项目差额增幅大于直接投资差额降幅。当季，短期资本净流出额为 796 亿美元，同比和环比均有所下降，与基础国际收支顺差之比负值减小，表明当季短期资本流动冲击有所减弱，基础国际收支顺差仍成功抵御短期资本净流出。
- 三季度，交易因素引起的外汇储备资产增加 388 亿美元，但同期央行外汇占款累计减少 60 亿元人民币，外汇储备增加主要来自于外汇储备经营收益的计提。当季人民币汇率进一步加速调整，时隔两年再度跌破整数关口，央行没有消耗外汇储备干预外汇市场，显示了央行恪守汇率政策中性的定力。
- 当季，我国外汇储备余额下降 423 亿美元，主要反映了汇率折算和资产价格变动的影响，负估值效应 811 亿美元，连续两个季度收敛。由于海外通胀居高不下、美联储超预期紧缩，全球股债汇“三杀”行情延续，当季美元指数上涨，非美元货币兑美元普遍下跌，全球主要股票指数下跌，美债收益率上升，以美元标价的全球债券指数下跌。
- 风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。

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

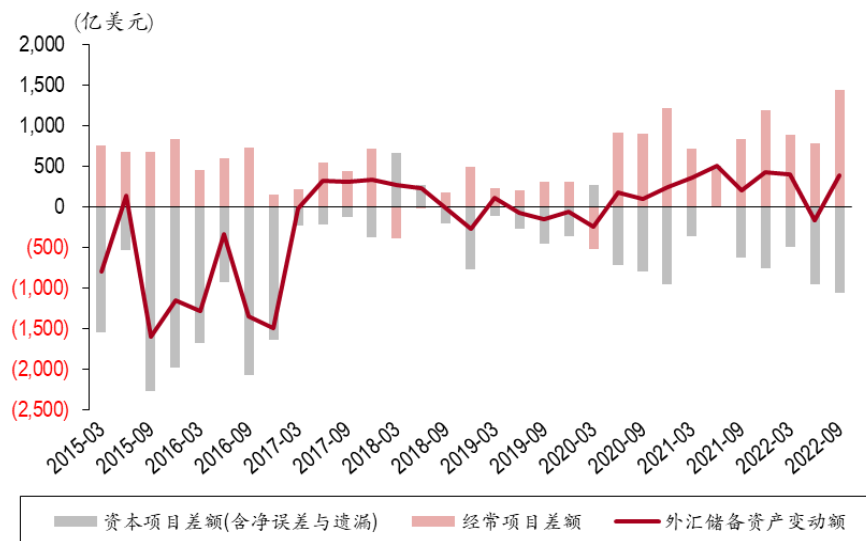
联系人：魏俊杰
junjie.wei@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300122030029

11月4日，国家外汇管理局公布了2022年三季度我国国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对三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新高，主要由于货物顺差扩大和服务逆差缩小

三季度，我国经常项目顺差 1440 亿美元，资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差 1067 亿美元，外汇储备资产增加 388 亿美元，国际收支延续自主平衡格局（见图表 1）。

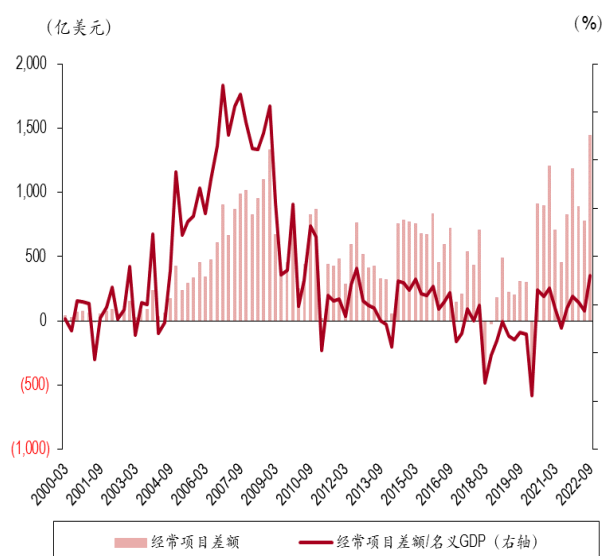
图表 1. 三季度国际收支平衡表初步数据



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

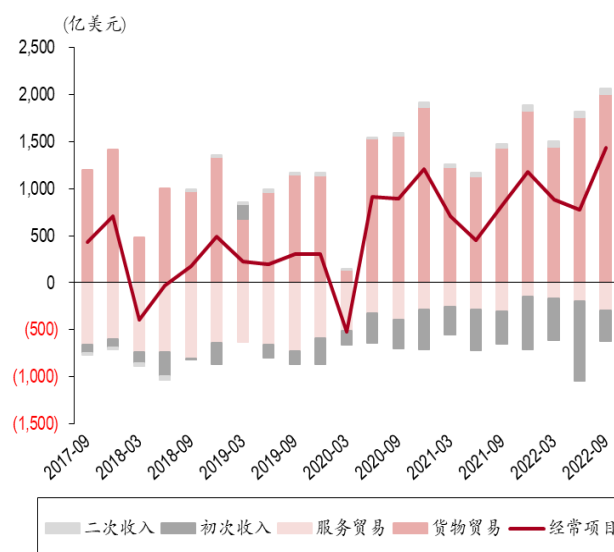
三季度，经常项目顺差 1440 亿美元，为历史单季最高值，同比增长 74.4%；经常项目差额占当季名义 GDP 的比重为 3.2%，上年同期为 1.8%，仍位于 $\pm 4\%$ 国际认可的合理范围以内，表明人民币汇率基本处于合理均衡水平（见图表 2）。从分项来看，当季货物顺差同比增加 580 亿美元，二次收入顺差增加 20 亿美元，服务逆差减少 13 亿美元，分别贡献了当季经常项目增幅的 92%、3%和 2%（见图表 3）。今年前三季度，经常项目顺差累计 3104 亿美元，为历史同期最高值，同比增长 56%，与同期国内生产总值之比为 2.4%，主要来自于货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩小，其中货物贸易累计顺差 5216 亿美元，同比扩大 37%，服务贸易累计逆差 656 亿美元，缩小 23%，二者分别贡献了 127%和 17%（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



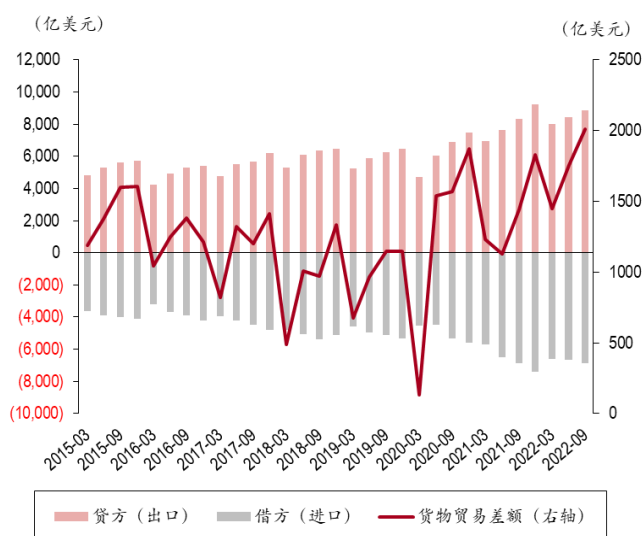
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

二、出口增加及进口小幅减少带动贸易顺差扩大，贸易条件持续改善

三季度，货物贸易出口增加、进口减少带动贸易顺差扩大。国际收支口径的货物出口额为 8869 亿美元，同比增长 6.4%，货物进口额为 6860 亿美元，同比微降 0.5%，货物贸易顺差为 2008 亿美元，同比增长 39.4%（见图表 4）。

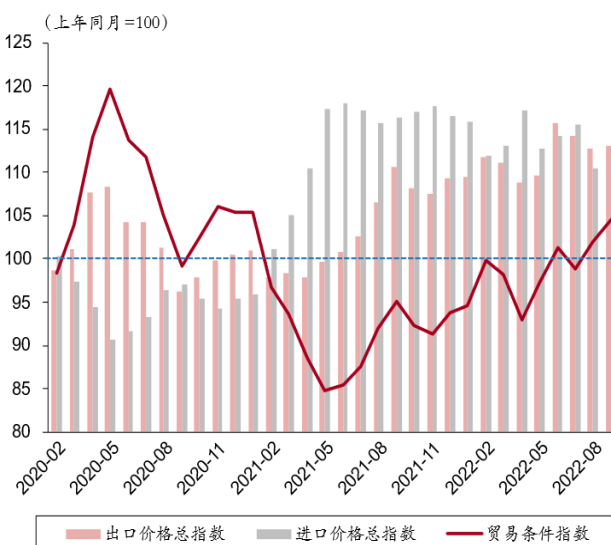
海关总署公布的进出口指数显示，三季度，我国贸易条件指数持续提高，并在 8、9 月份重回 100 上方，季度均值为 102，是自 2020 年 12 月以来首次突破 100。这表明在海外通胀高企、大宗商品价格有所回落的背景下，我国出口价格延续上涨趋势，季均同比上升 13.4%，较去年同期上升 6.8 个百分点，而进口价格涨幅有所收窄，季均同比上升 11.4%，较去年同期回落 5 个百分点，贸易条件由此改善（见图表 5）。

图表 4. 国际收支口径货物贸易进出口额及差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 5. 出口及进口价格指数和贸易条件指数

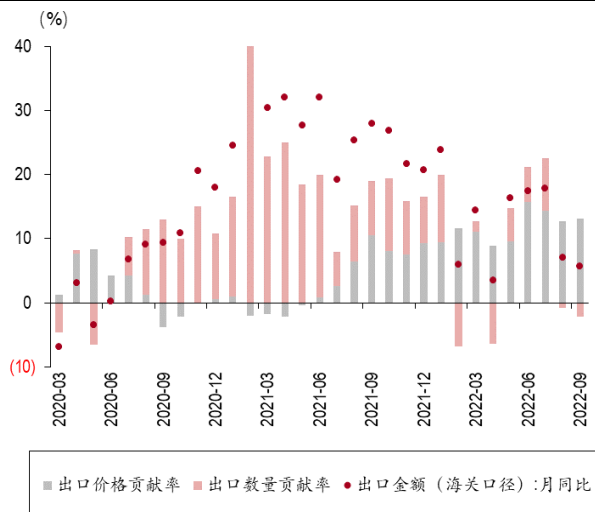


资料来源：海关总署，万得，中银证券

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。

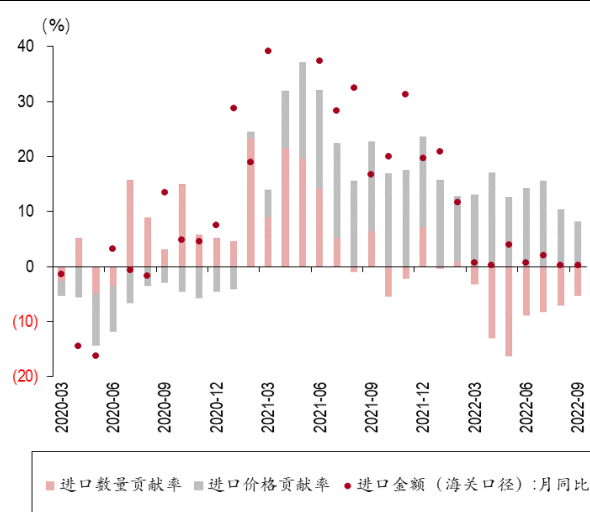
从进出口价格和数量贡献因素来看，三季度出口增长主要由价格因素贡献，出口数量在8、9月份出现同比小幅负增长，分别为-0.8%、-2.2%（见图表6），反映了在海外主要央行货币紧缩背景下，外需有所放缓，对于出口的拉动作用趋于减弱。进口方面，进口价格和数量因素几乎相互抵消，进口金额增速在零附近。其中，进口价格增速逐月放缓，同时进口数量负增长有所收敛，当季平均负增长5.1%，较二季度的负增长11.1%下降了6个百分点（见图表7），这表明进口需求有所恢复。

图表 6. 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 7. 进口数量及价格贡献拆分



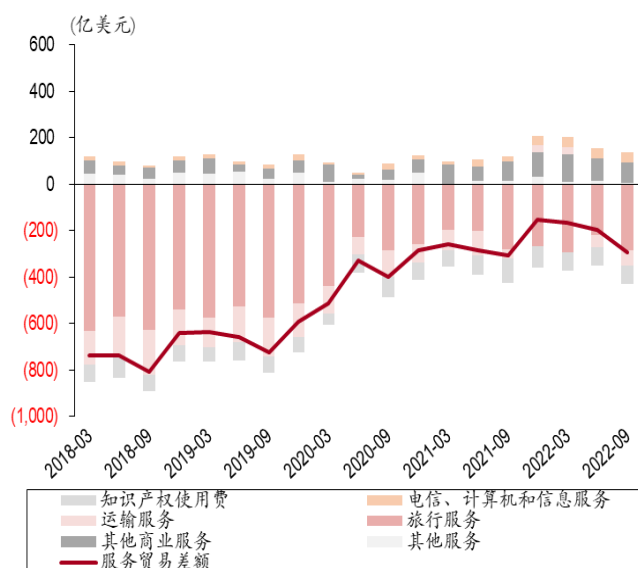
资料来源：海关总署，万得，中银证券

三季度，服务贸易逆差为292亿美元，较去年的低位继续同比收窄4%。其中，知识产权使用费和电信、计算机及信息服务为主要正贡献项，分别贡献了逆差收窄的191%和157%（见图表8）。从分项来看，知识产权使用费逆差79亿美元，同比减少24亿美元，电信、计算机及信息服务顺差44亿美元，同比增加20亿美元，二者收入均有所增加，同时支出有所减少，表明我国知识产权和电信服务水平有所提升，带动服务贸易逆差缩窄。此外，运输服务逆差65亿美元，同比增加23亿美元，主要由于运输服务支出增长12%，快于收入增长7%（见图表9）。

当季，旅行服务逆差为285亿美元，同比增加5亿美元，仍处于历史低位。其中，旅行收入同比减少1亿美元，旅行支出增加4亿美元。值得指出的是，今年3月份以来，人民币汇率（兑美元，下同）经过4、5月和8、9月份两波快速调整，从6.3一路跌至9月末的7.1比1附近，但旅行支出项仅小幅增加，居民个人在购汇方面整体保持了理性。二三季度旅行支出合计仅同比增加11亿美元，占同期服务支出增加额的10%。这一方面由于国际旅行仍然受到疫情限制，跨境旅游尚未完全恢复；另一方面，也显示居民个人没有出现六七年前人民币贬值恐慌下抢购和囤积外汇的顺周期羊群效应。当时，旅行支出在2015年三季度和2016年四季度分别同比增加62亿、99亿美元，贡献了当季服务支出同比增加额的1402%、84%（见图表10），是服务贸易逆差的主要来源。

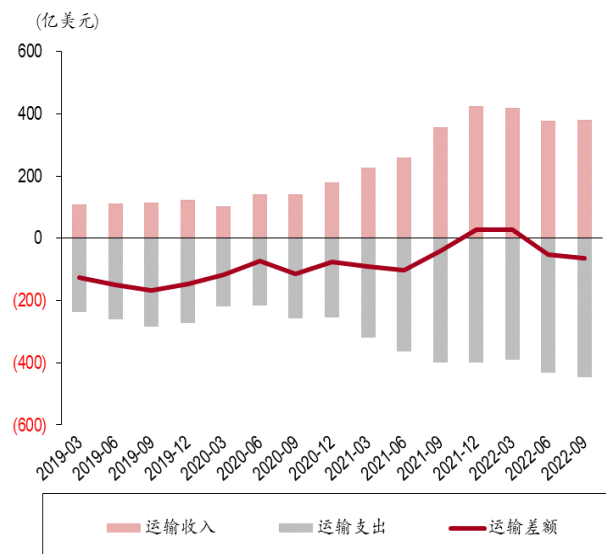
近年来，我国服务支出结构发生明显转变，服务贸易多元化程度提升。其中，旅行支出占比由2015-2016年的平均57%降至2020年以来的28%；随着我国货物贸易快速增长，带动运输支出项占比由19%上升至31%；以知识产权使用、电信计算机和其他商业服务为代表的新兴服务支出占比有所上升，三者合计由17%上升至31%（见图表11）。

图表 8. 服务贸易差额及分项构成情况



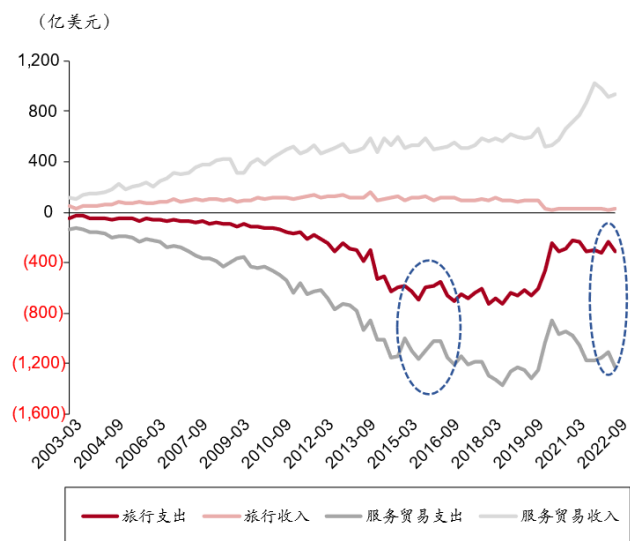
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 9. 运输支出和收入及差额



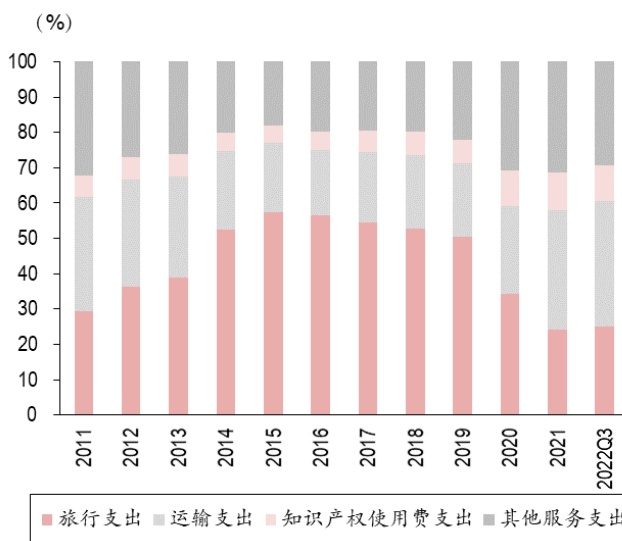
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 旅行及服务贸易收入和支出情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 11. 服务贸易支出主要分项构成



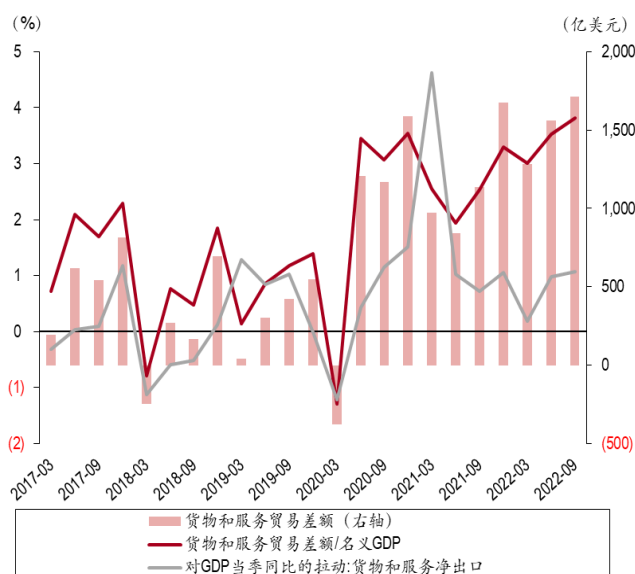
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：2022 年数据为前三个季度合计。

三季度，货物和服务贸易顺差 1716 亿美元，同比增长 51%，占当季名义 GDP 比重为 3.8%，同比提高 1.3 个百分点（见图表 12）。当季，货物和服务净出口（外需）对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 1.1 个百分点，环比上升了 0.1 个百分点。今年上半年，我国商品出口的全球市场份额为 14.09%，同比回落了 0.47 个百分点（见图表 13）。这显示尽管我国出口市场份额拐点或已出现，但外需拐点尚未到来，外需对我国经济增长的拉动作用进一步增强，未来出口放缓对于国内稳增长的挑战只增不减。

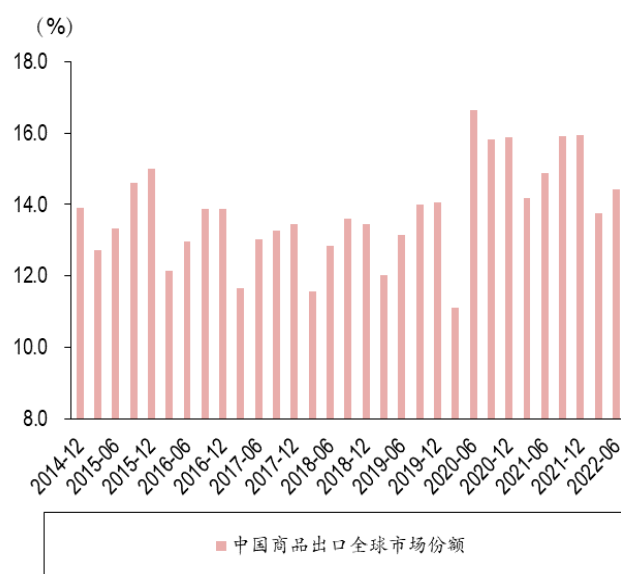
从贡献率来看，外需对当季 GDP 增长的贡献率为 27.4%，环比回落了 217.4 个百分点；消费和投资（内需）贡献率分别为 52.4%、20.2%，环比增加 263.6、减少 46.2 个百分点，分别拉动当季经济增长 2.0、0.8 个百分点。消费贡献重回“三驾马车”之首，外需贡献降至次位（见图表 14 和 15）。这表明，随着一揽子及接续稳增长政策落地生效，内需正在逐渐企稳回升。

图表 12. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和拉动作用



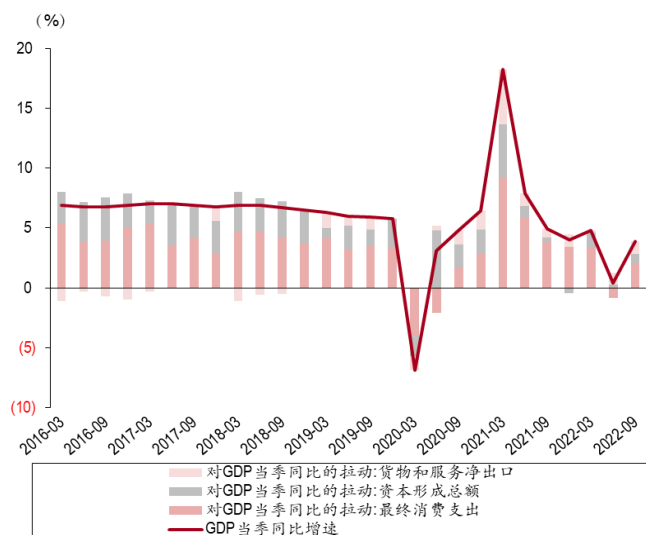
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 13. 中国商品出口全球市场份额



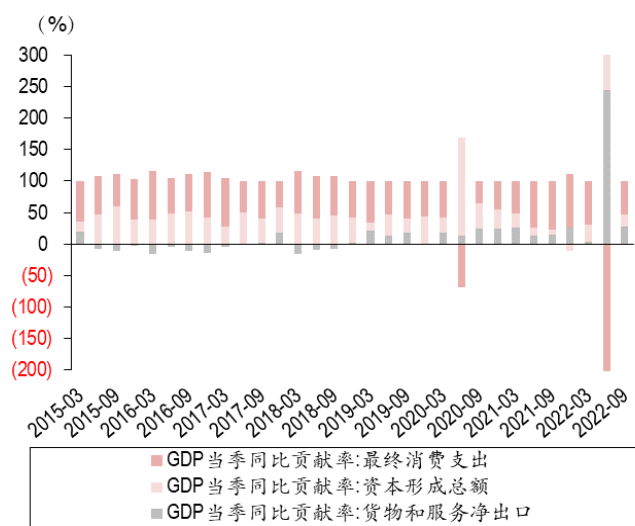
资料来源：WTO，中银证券

图表 14. 三大需求对当季 GDP 同比增长的拉动作用



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 15. 三大需求对当季 GDP 同比增长的贡献率



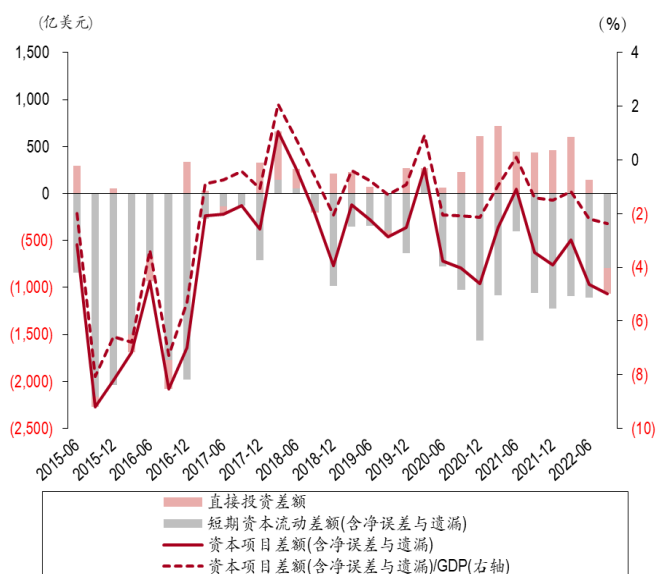
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

三、资本项目逆差扩大，外来直接投资下降和对外直接投资增加是主要原因

三季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 1067 亿美元，同比和环比分别增加 439 亿和 102 亿美元，占当季 GDP 比重为 2.4%，同比和环比增加 1 和 0.2 个百分点（见图表 16）。这主要是由于直接投资净流入同比减少 703 亿美元，贡献了资本项目逆差同比扩大的 160%。其中，对外直接投资 402 亿美元，同比增加 111 亿美元，外来直接投资 130 亿美元，同比减少 593 亿美元（见图表 17），这一方面是由于去年外来直接投资高基数，增量外资流入边际减少。另一方面也反映了 8 月以来局部地区高温限电、疫情多点散发等因素影响，外商直接投资步伐有所放缓。

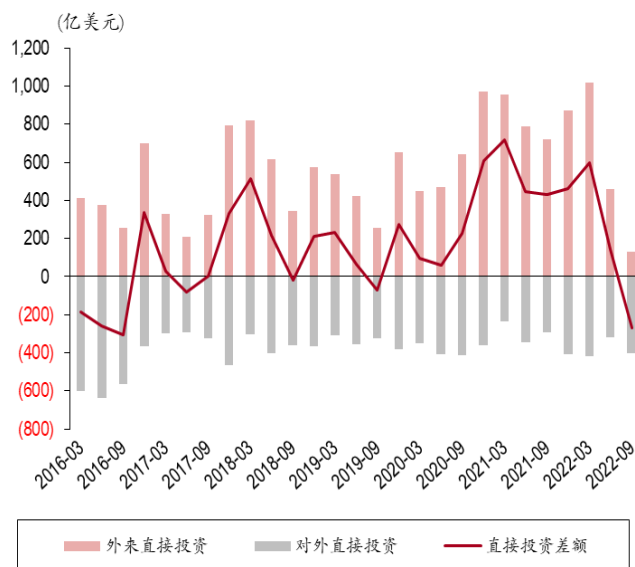
对此，近期有关部门出台了一系列稳外资、稳外贸举措，比如 9 月 13 日，国常会部署了进一步稳外贸稳外资的举措；9 月 27 日，商务部印发了《关于支持外贸稳定增长的若干措施》，全力支持外贸企业保履约、保订单、保交付；10 月 25 日，国家发改委等部门出台十五条措施促外资扩增量稳存量提质量。

图表 16. 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 17. 外来直接投资和对外直接投资以及直接投资差额

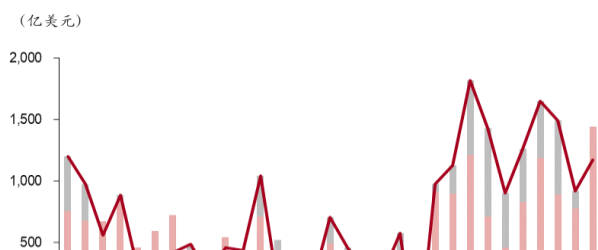


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

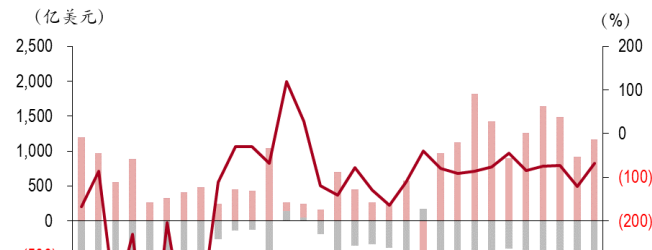
四、基础国际收支依然强劲，短期资本流动冲击有所减弱

三季度，基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 1169 亿美元，同比小幅下降 89 亿美元，环比增加 253 亿美元，主要是因为经常项目差额增幅 665 亿美元大于直接投资差额降幅 412 亿美元（见图表 18）。当季，短期资本净流出额为 796 亿美元，同比和环比分别下降 25%、28%，与基础国际收支顺差之比为-68%，负值较上年同期和上季度分别下降 16、53 个百分点（见图表 19）。这表明，当季短期资本流动冲击有所减弱，基础国际收支顺差仍然成功抵御短期资本净流出，触发了“五重保护”的第一重保护¹。

图表 18. 基础国际收支差额及其分项情况



图表 19. 短期资本流动与基础国际收支差额及二者之比



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_48321

