

三季度对外经济部门体检报告

汇率弹性增加成功抵御金融冲击，后续要关注外需拐点下的贸易冲击

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：对外经济部门韧性较强，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》20221107

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

三季度，我国经常项目顺差创历史新高，资本项目逆差扩大，交易引起的外汇储备增加。人民币汇率弹性增加，起到了吸收资本流动冲击，促进国际收支平衡的“减震器”作用。未来需警惕海外持续货币紧缩、外需走弱背景下，出口增速进一步下降带来的贸易冲击。

- 三季度，经常项目顺差创历史新高，占GDP比重仍位于合理区间。出口正增长、进口小幅下降，带动贸易顺差扩大；服务逆差继续处于低位，并小幅收窄，预计随着国内防疫政策和入境措施优化，跨境旅行将有序恢复，带动服务逆差扩大。当季，出口正增长主要靠价格因素支撑，数量增长转负。海外需求放缓背景下，未来出口可能出现量价齐降，外需对经济增长拉动作用趋弱，由此更加凸显扩内需的必要性和紧迫性。
- 三季度，资本项目逆差扩大，主要是因为直接投资转为逆差，证券投资净流出增加。外来直接投资步伐放缓，对外直接投资增加；证券投资逆差同比扩大，主要由于对外债券投资增加，外来证券投资减少。不过，三季度外资减持人民币债券规模环比收敛，11月以来陆股通项下外资连续恢复净买入，逆转了前10个月净流出的势头，2022年全年录得净买入。当季，境内企业和机构减少海外资产运用，其他投资资产方由上年同期净流出转为净流入，一定程度对冲了资本外流的冲击。
- 三季度，基础国际收支维持较大顺差，短期资本净流出与基础收支顺差之比负值减小。短期资本流动冲击环比减弱，基础收支顺差继续成功抵御了短期资本净流出。当季，交易引起的外汇储备资产增加，央行公布的外汇储备余额下降，二者差值反映了全球股债汇“三杀”等非交易因素引起的负估值效应。
- 截至2022年9月末，我国对外金融资产和负债均环比减少，对外净头寸状况改善。民间部门对外净负债规模及其占名义GDP比重均较上季末进一步下降，更是远低于2015年“8.11”汇改前夕，反映民间部门货币错配程度持续改善，这是8月中旬以来人民币汇率加速调整，于9月份再度跌破整数关口，外汇市场保持平稳运行的重要微观基础。
- 三季度末，非交易因素导致证券投资占比下降，直接投资及储备资产占比上升。对外金融资产中，储备资产占比小幅上升，但仍处历史低位；对外金融负债中，直接投资占比上升。当季，外来投资收益下降，对外投资上升，带动投资逆差收窄。由于2022年主要央行激进紧缩，全球资产价格普遍出现回调，对外投资收益率和利用外资成本率连续回落。
- 截至2022年9月末，我国外债余额环比减少，外债风险可控。当季外债余额减少主要来自于银行和其他部门，主要反映了境外货币和存款及贷款余额下降，以及外资减持人民币债券资产的影响。短期外债其占外汇储备比重小幅降至45%，仍远低于100%的国际警戒线，表明我国外债风险总体可控。
- 风险提示：海外主要央行紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期，国内经济复苏不及预期。

2022年12月30日，国家外汇管理局公布了2022年三季度国际收支平衡表正式数和2022年9月末国际投资头寸表。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单季新高，货物贸易顺差扩大为主要贡献

三季度，经常项目顺差1443亿美元，创历史单季新高，同比增长75%，环比增加86%；占当季名义GDP的比重为3.2%，同比、环比分别提升1.4和1.5个百分点。2022年前三季度，经常项目顺差合计3107亿美元，同比增长56%，占名义GDP比重为2.3%，继续处于±4%国际认可的合理范围以内（见图表1）。

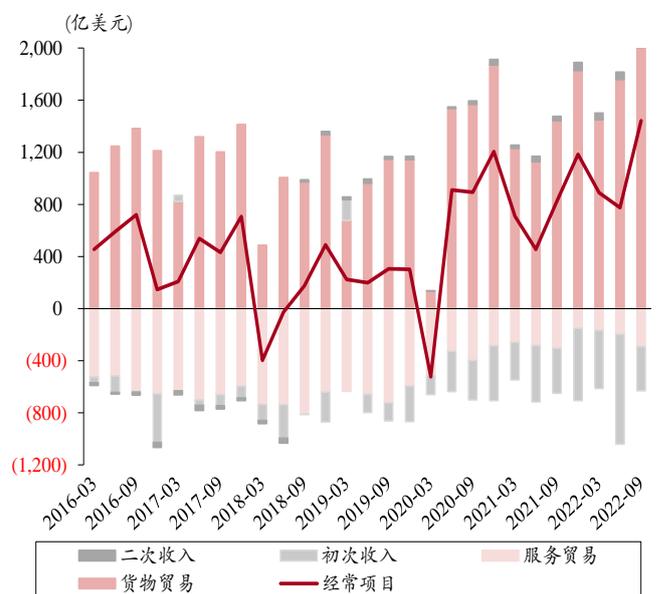
从分项来看，经常项目的四大分项均对2022年第三季度经常项目顺差同比增加起到正贡献作用，其中，货物贸易顺差同比增长39%，贡献了经常项目顺差增幅的92%；服务和初次收入逆差分别同比减少4%、2%，二次收入顺差同比增加89%，三者合计贡献了顺差增幅的8%（见图表2）。

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，Wind，中银证券

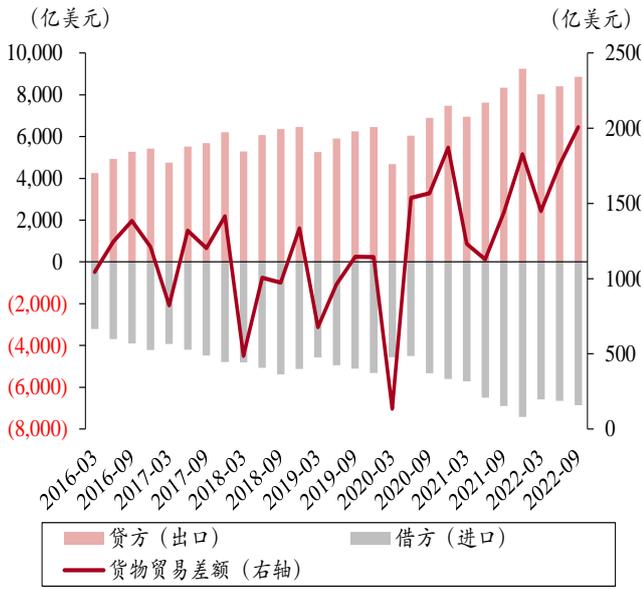
图表 2. 经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

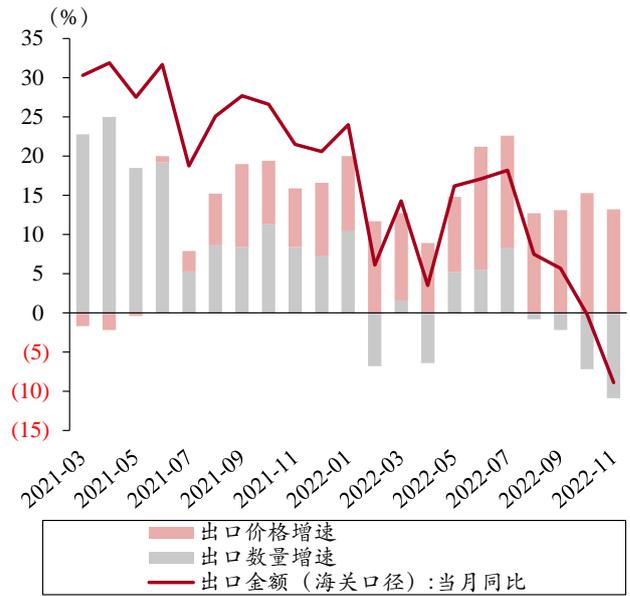
出口维持正增长，进口小幅下滑，货物贸易顺差扩大。三季度，我国国际收支口径的货物出口为8867亿美元，同比增长6.4%，连续四个季度增速下降；货物进口为6860亿美元，同比下降0.5%；货物贸易顺差同比扩大39%至2077亿美元，为历史单季最高水平（见图表3）。海关总署数据显示，三季度货物出口保持同比正增长主要靠价格因素支撑。由于海外激进货币紧缩，外需走弱迹象明显，8月出口数量同比增速转为负值，9月负增长进一步扩大至2.2%（见图表4）。

图表 3. 国际收支口径货物贸易进出口及差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

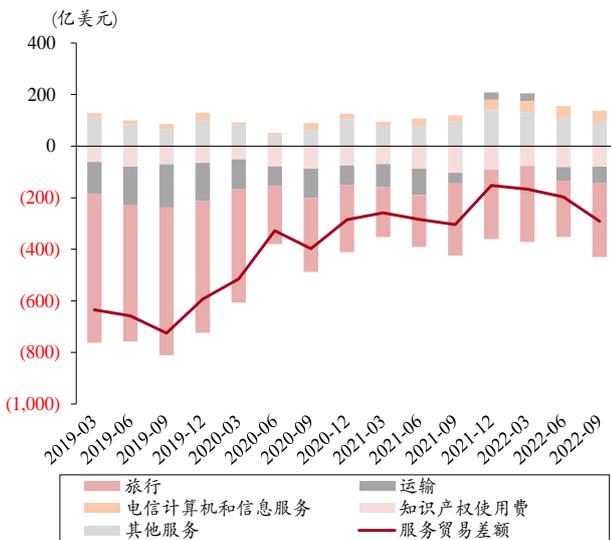
图表 4. 海关总署公布的出口数量和价格月度同比增速



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

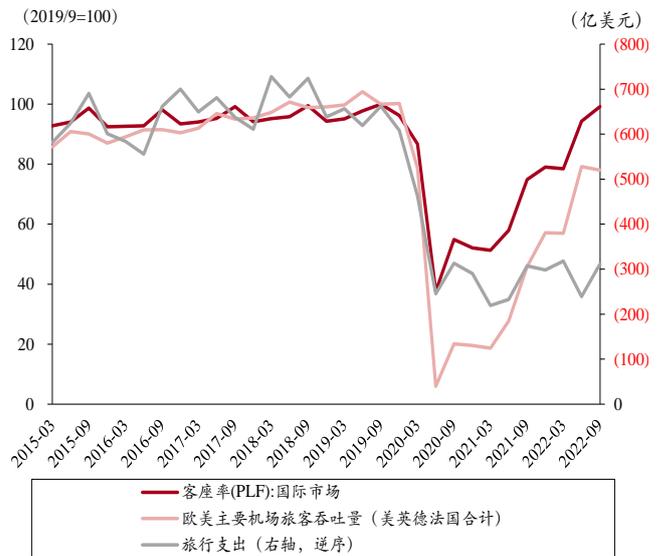
知识产权和电信服务费收入增加，带动服务贸易逆差小幅收窄。三季度，服务贸易逆差为 292 亿美元，同比缩窄 4%，继续处于低位（见图表 5）。其中，知识产权使用费和电信计算机信息服务费为主要正贡献项，分别贡献了逆差降幅的 185% 和 155%，二者均为收入增加同时支出减少，前者逆差缩窄 23% 至 79 亿美元，后者顺差扩大 83% 至 44 亿美元，这反映了我国知识产权和电信服务水平提升。运输服务为服务差额变动的主要负贡献项，逆差同比扩大 57% 至 65 亿美元，主要由于运输服务支出增加（48 亿美元）大于收入增加（24 亿美元），部分反映了出口增长减速的影响。此外，旅行服务差额仍处低位，逆差同比小幅扩大 5 亿美元，其中旅行支出增加 4 亿美元，收入减少 1 亿美元。2022 年以来，随着海外出行逐步放开，国际旅行逐渐回暖，国际市场航空客座率接近 2019 年同期水平，欧美国家主要机场吞吐量恢复至 2019 年同期的 79%（见图表 6）。随着国内疫情防控政策和入境措施优化，预计 2023 年跨境旅行将有序恢复，带动旅行支出增加，服务逆差扩大。

图表 5. 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

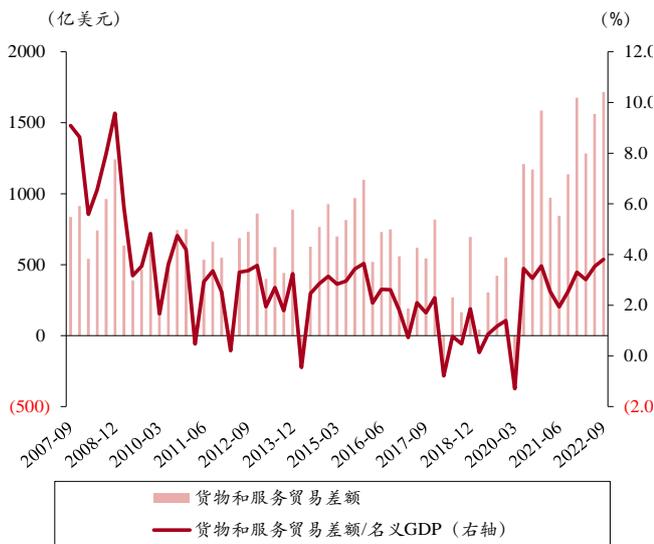
图表 6. 国际市场客座率与旅行支出金额



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

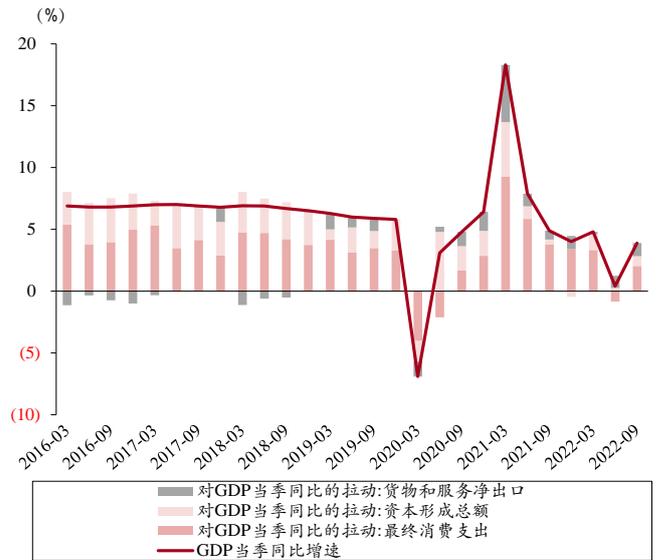
2022 年外需对经济增长发挥了重要作用，警惕 2023 年出口量价齐降对经济增长转为负贡献。三季度，货物和服务贸易合计顺差 1716 亿美元，同比增长 51%，占当季名义 GDP 比重为 3.8%，是 2010 年以来的高位（见图表 7）。货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 1.1 个百分点，同比和环比分别提升 0.35 和 0.1 个百分点（见图表 8）。2022 年前三季度，虽然出口增速逐步下台阶，中国出口市场份额出现拐点，为 14.6%，同比回落 0.4 个百分点（见图表 9），但同期进口增速持续低于出口增速，贸易顺差同比扩大，并未影响净出口对经济增长的拉动作用，对 GDP 累计同比贡献率为 32%，仅次于消费的 41%。随着海外货币紧缩的滞后效应持续显现，海外商品需求和价格将进一步降温，2023 年我国出口可能出现量价齐降的局面，叠加服务支出恢复，不排除外需净出口对 2023 年经济增长转为负贡献，由此更加凸显扩大内需的必要性和紧迫性。

图表 7. 货物和服务贸易差额及其占名义 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 8. 三大需求对当季 GDP 增速的拉动作用



资料来源：国家统计局，Wind，中银证券

图表 9. 中国出口市场份额及贸易差额



资料来源：WTO，海关总署，Wind，中银证券

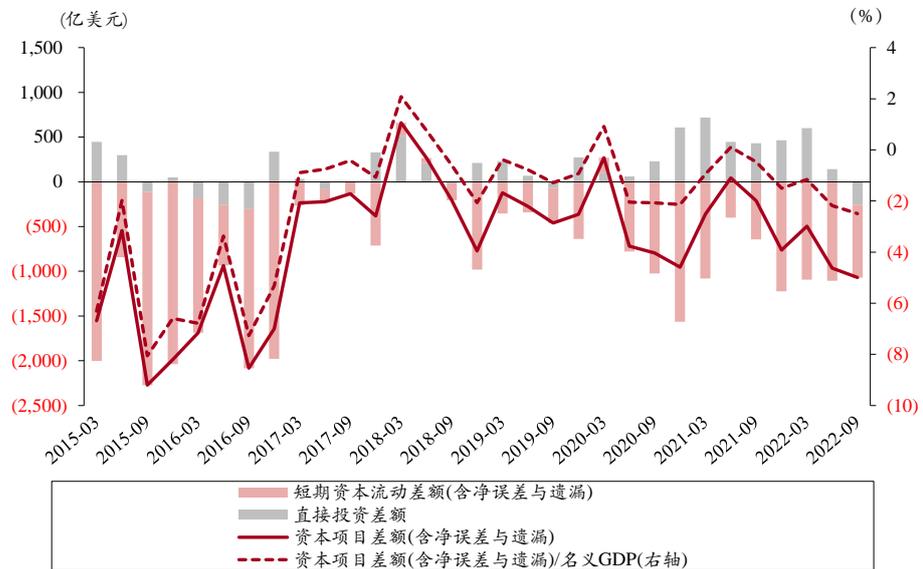
注：中国出口市场份额为 2022 年前三季度合计，贸易差额为 2022 年前 11 个月合计。

二、资本项目逆差扩大，直接投资转为逆差，短期资本净流出环比减少

三季度，资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差 1070 亿美元，同比和环比分别扩大 405%、11%，占当季名义 GDP 比重为-2.5%，负值同比和环比分别上升 2、0.3 个百分点（见图表 10）。不含净误差与遗漏的线上资本项目为逆差 1117 亿美元，2021 年同期为顺差 267 亿美元，环比增加 608 亿美元，主要由于非储备性质的金融账户外来投资（负债方）净流出环比增加 840 亿美元，贡献了逆差扩大的 138%。2022 年前三季度，资本项目逆差累计 2531 亿美元，同比增长 3.78 倍，与同期名义 GDP 之比为-1.9%。

2022 年人民币汇率呈现大开大合的宽幅震荡走势。年初延续了 2020 年 6 月以来的强势，人民币汇率于 3 月初升至 6.30 比 1 附近。之后冲高回落，于 4 月底跌破 6.40 后加速下跌，至 5 月中旬跌至 6.70 附近。之后围绕 6.70 比 1 小幅盘整，8 月中旬以后又加速调整，于 9 月中旬再度跌破 7.0，直至 10 月底 11 月初跌至 7.30 附近。在经常项目顺差环比扩大的情况下，2022 年人民币汇率快速调整，主要反映了资本净流出增加的影响，显示本轮人民币汇率波动具有资产价格属性，市场汇率容易出现偏离经济基本面的过度升值（即汇率超调）。

图表 10. 资本项目差额及其占名义 GDP 比重和构成情况



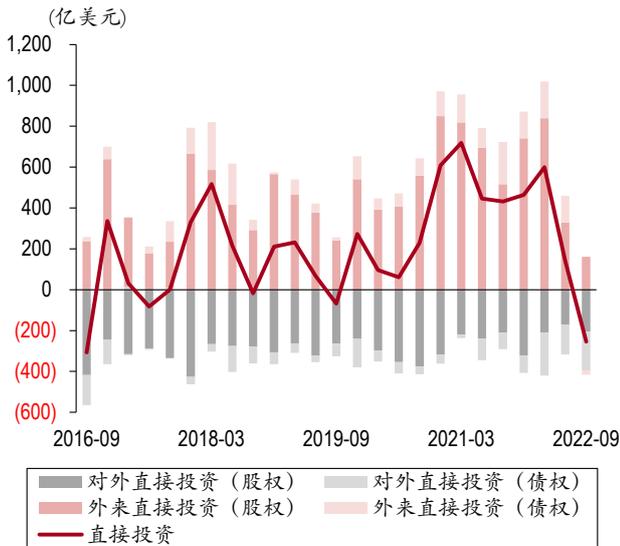
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

外来直接投资同比减少，对外直接投资增加，直接投资转为逆差。三季度，直接投资逆差 254 亿美元，同比下降 686 亿美元，是 2019 年三季度以来首次出现逆差，主要由于外来直接投资同比下降 581 亿美元，对外直接投资同比增加 105 亿美元，分别贡献了直接投资差额降幅的 85%、15%。其中，外来股权和债权流入分别同比减少 354 亿和 227 亿美元，对外股权和债权流出分别同比减少 6 亿美元、增加 111 亿美元（见图表 11）。

当季，商务部公布的实际使用外商直接投资继续保持双位数的同比增长，为 12.1%，与国际收支口径数据反映的趋势相反，不过商务部口径的增速连续两个季度放缓（见图表 12）。两个口径对比来看，国际收支口径更加全面反映外来直接投资的情况，包括外来直接股权投资和撤资净额、未分配和已分配未汇出利润以及股东贷款等。

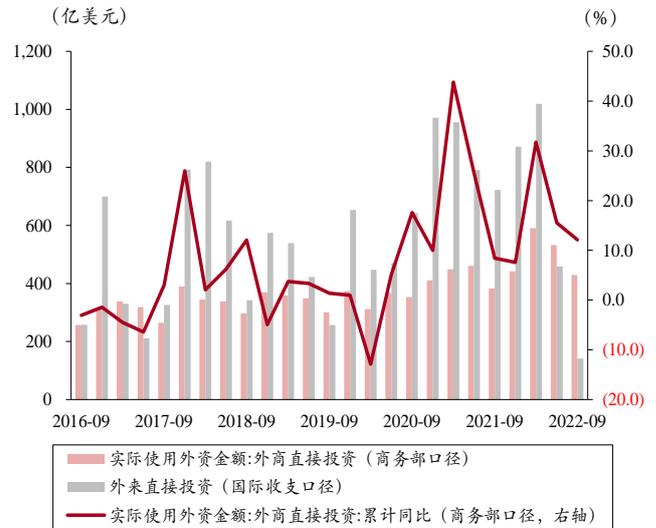
总体来看，三季度外来直接投资步伐放缓，同时对外直接投资增加，这一方面在近岸贸易、友岸外包的趋势下，海外主体投资有更多的考量因素，增量外资流入边际减少；另一方面，由于国内外疫情开放的周期错位，对外投资恢复快于外来投资。对此，年底中央经济会议强调要更大力度吸引和利用外资，包括要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度，落实好外资企业国民待遇，以及积极推动加入 CPTPP 和 DEPA 高标准经贸协议等。

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

图表 12. 国际收支口径与商务部口径外来直接投资对比

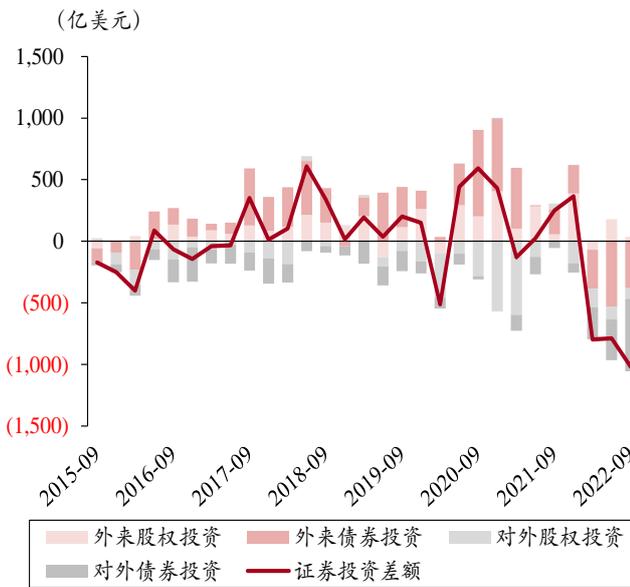


资料来源：国家外汇管理局，商务部，Wind，中银证券

证券投资逆差同比扩大，对外债券投资创单季新高，外来证券投资净流出环比收敛。三季度，证券投资逆差 1021 亿美元，2021 年同期为顺差 251 亿美元，主要由于对外证券投资和外来证券投资净流入均同比增加，二者分别贡献了逆差扩大的 52%、48%。其中，对外债券投资同比扩大 9.6 倍至 588 亿美元，为历史单季最高值（见图表 13）。这或反映了在海外主要央行激进加息的背景下，海外利率快速走高，利差因素驱动境内资金买入国外债券资产。据美国财政部的国际资本流动报告（TIC）统计，三季度中国投资者净买入长期美国债券 523 亿美元（其中净买入中长期美债 27 亿美元），同比增长 49%（见图表 14）。

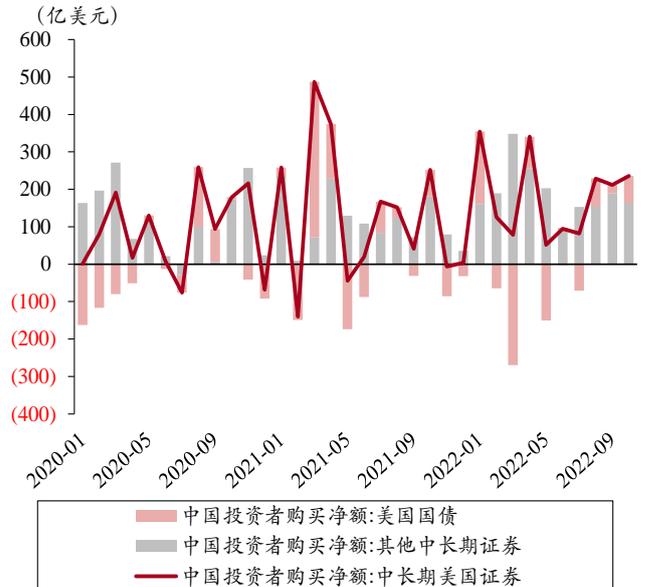
当季，外来证券投资由上年同期净流入 260 亿美元转为净流出 348 亿美元，其中外来债券投资净流出同比增加 587 亿美元，贡献了 97%。这反映了 2022 年以来外资连续减持人民币债券资产，短期资本流出压力持续。不过，环比来看，外来证券净流出规模连续两个季度收窄，较二季度减小 1%，债券投资净流出减小 28%。高频的债券通和陆股通数据显示，三季度外资累计减持人民币债券 1607 亿元人民币，减持规模较二季度下降 48%。10 月份以来，尽管中美利差倒挂程度进一步加深，外资减持人民币债券规模进一步收敛。10~11 月，中美 10 年期国债平均利差为 119 个基点，较三季度均值扩大 80 个基点，同期外资月均减持 378 亿人民币，较三季度月均规模下降 29%。股票通项下，三季度外资由上季的净买入 961 亿元转为净卖出 196 亿元人民币，但 11 月以来外资连续恢复净买入，逆转了前 10 个月累计净卖出的势头，全年累计净买入 900 亿元人民币（见图表 15）。

图表 13. 证券投资差额及其构成情况



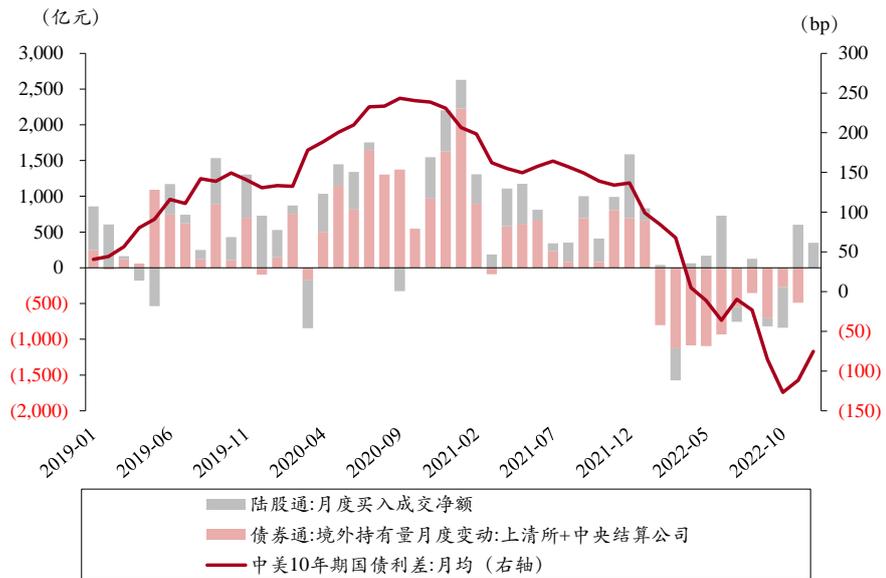
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 14. 中国投资者净买入美国中长期证券情况



资料来源：美国财政部，Wind，中银证券

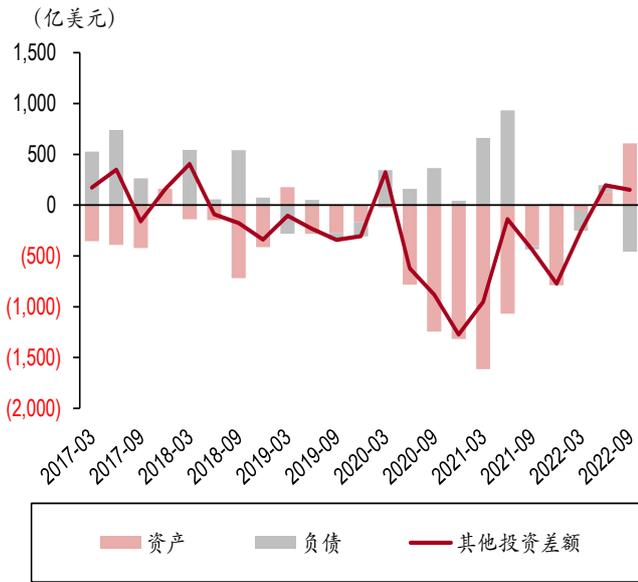
图表 15. 债券通和陆股通项下资金流动情况及中美利差



资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

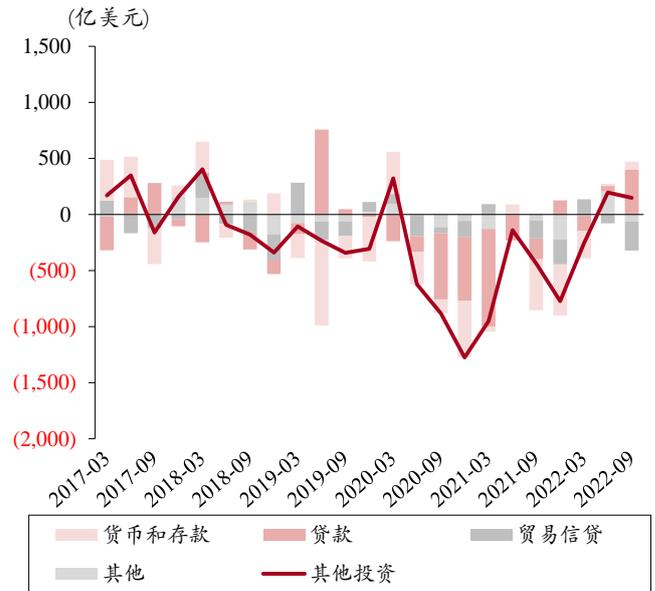
其他投资差额同比转为顺差，内资净流入有效对冲了外资净流出，且仍有盈余。三季度，其他投资顺差 150 亿美元，2021 年同期为逆差 437 亿美元。资产方，境内涉外主体大幅减少对外资产运用，由 2021 年同期的净流出 437 亿美元转为净流入 607 亿美元。负债方，海外主体减少了对境内的存款和放款，净流出规模同比增加 425 亿美元（见图表 16）。从分项来看，贷款以及货币和存款净流入增长是其他投资顺差增加的主要正贡献项，二者净流入合计同比增加 1110 亿美元（见图表 17）。这与同期银行对外金融资产中的存贷款余额变动方向一致（见图表 18），表明前期贸易和结售汇顺差积累的民间外汇头寸起到了二级“蓄水池”的调节作用，有助于平滑资本流动冲击。此外，贸易信贷是主要的负贡献项，净流出同比增加 96 亿美元，主要是由于外资（负债方）贸易信贷同比由净流入转为净流出，这与同期货物贸易中进口多付增加有关（见图表 19）。

图表 16. 其他投资资产和负债及其差额变动情况



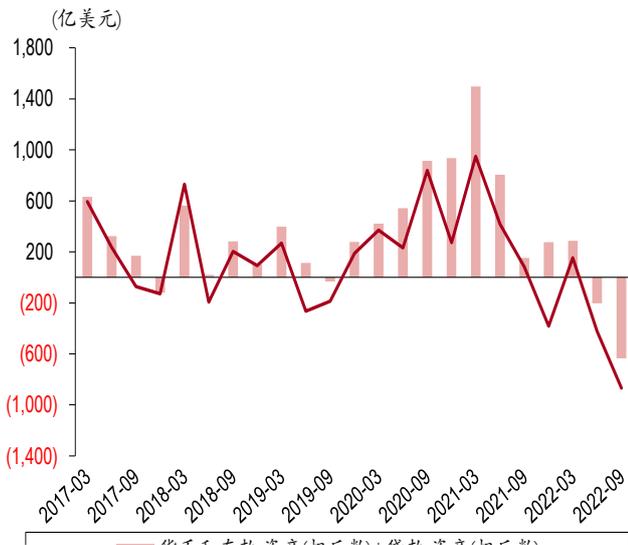
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 17. 其他投资差额变动及其主要项目构成情况

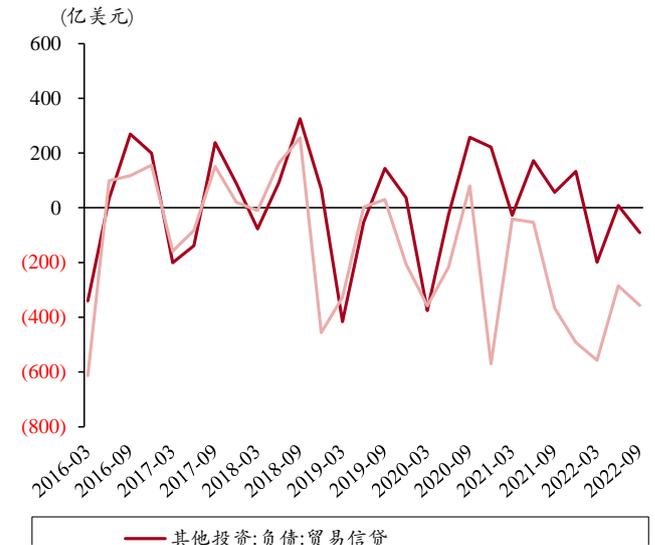


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 18. 货币和存款资产方与金融机构境外外汇存款



图表 19. 贸易信贷负债净发生与货物进口付款情况



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_50795



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn