

2022年国际收支分析报告

经常项目顺差扩大，短期资本净流出收敛，国际收支趋于自主平衡

2022年，我国经常项目顺差升至历史次高，资本项目逆差扩大，交易引起的储备资产增加。对外经济部门经受住了资本流出增加、汇率宽幅震荡的考验，国际收支延续自主平衡格局。

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

《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》20230103

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

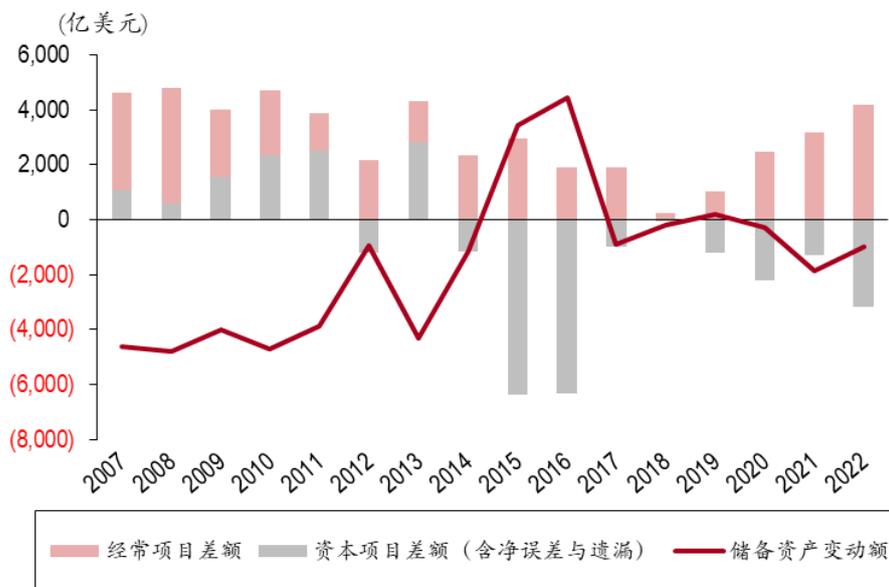
- 2022年，我国经常项目顺差为仅次于2008年的历史第二高，占名义GDP比重仍位于合理区间。经常项目顺差增加主要由于货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩窄。全年外需对经济增长发挥了重要的拉动作用，但四季度在海外需求放缓的影响下，外需拐点已然出现。
- 2022年，资本项目逆差为历史第三高，主要由于直接投资流入减少，短期资本净流出三四季度趋于收敛。虽然2022年人民币汇率呈现大开大合的震荡走势，境内金融市场出现阶段性外资净流出，但市场担心的“资本外流—汇率贬值”的恶性循环并未形成，资本项目逆差占GDP仍处于合理区间，短期资本净流出也在下半年快速收敛。四季度，在海外紧缩预期放缓、中美利差倒挂收敛，国内优化政策调控、经济复苏前景改善的背景下，外资重新回流，人民币汇率也企稳回升。
- 全年来看，基础国际收支表现依然强劲，有效抵御了短期资本流动冲击。受直接投资流入大幅减少影响，基础国际收支顺差同比有所下降，但规模仍为历史第四高，依旧覆盖短期资本净流出。2023年，随着海外需求放缓和国内经济重启，经常项目和基础国际收支顺差或趋于下降。同时，国内经济复苏前景改善也将缓解短期资本流出压力，预计基础国际收支顺差仍能有效对冲短期资本流出。
- 外汇储备名减实增，国际储备资产多元化再次提速。2022年，我国储备资产累计增加1000亿美元，其中，货币黄金储备增加35亿美元，外汇储备增加982亿美元。全年，央行公布的外汇储备余额下降1225亿美元，这主要反映了汇率和资产价格折算的负估值效应2207亿美元，贡献了外储余额降幅的180%。四季度，国际收支口径的货币黄金资产项在自2009年二季度以来再次增加，显示当期央行动用了外汇在国际市场上购买黄金。近年来，主要经济体普遍增持黄金储备，我国黄金储备占储备资产比重低于全球主要经济体的平均水平，未来在国际储备资产配置的多元化和分散化方面仍有提升空间。
- 风险提示：海外货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期，国内经济复苏不及预期。

2月10日，国家外汇管理局公布了2022年四季度及全年国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对2022年我国国际收支状况分析如下。

一、经常项目顺差升至历史次高，货物和服务贸易顺差创历史新高

2022年，我国经常项目顺差4175亿美元，同比增长32%；资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差3176亿美元，增长1.46倍；储备资产增加1000亿美元，减少47%（见图表1）。全年来看，在海外俄乌冲突、美联储超预期紧缩，国内疫情多点散发等超预期因素冲击下，国际收支维持了自主平衡。

图表 1. 2022 年国际收支平衡表初步数据

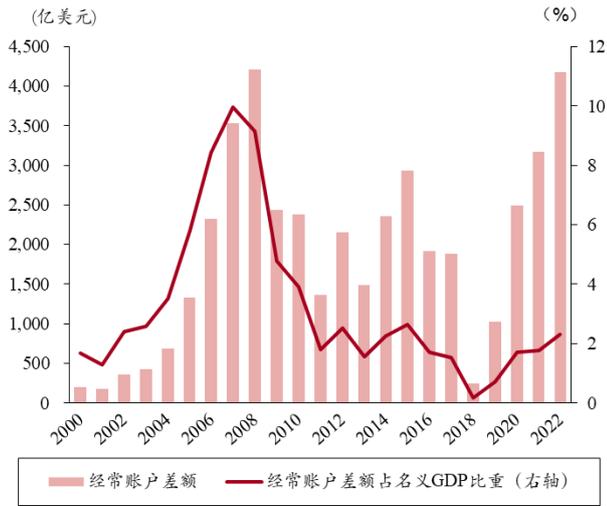


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：储备资产增加为负值，减少为正值。

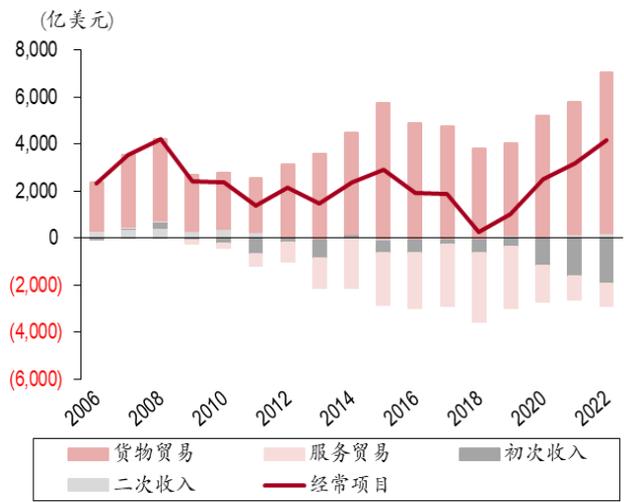
2022年，我国经常项目顺差仅次于2008年4206亿美元的亿美元，占全年名义GDP比重为2.3%，同比上升0.5个百分点，继续位于±4%的国际标准以内（见图表2）。经常项目顺差在上年高顺差基础上继续扩大，主要是因为货物贸易和二次收入顺差扩大、服务贸易逆差收窄，三者分别贡献了顺差增加的123%、4%和6%（见图表3）。此外，初次收入逆差1942亿美元，逆差规模为历史最高，同比扩大20%，这主要由于初次收入贷方同比减少840亿美元，大于借方同比增加518亿美元。前者反映了全球金融动荡对我国海外投资收益的负面影响，后者则显示我国为境外投资者提供了稳定的投资回报。

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，Wind，中银证券

图表 3. 经常项目差额及其构成

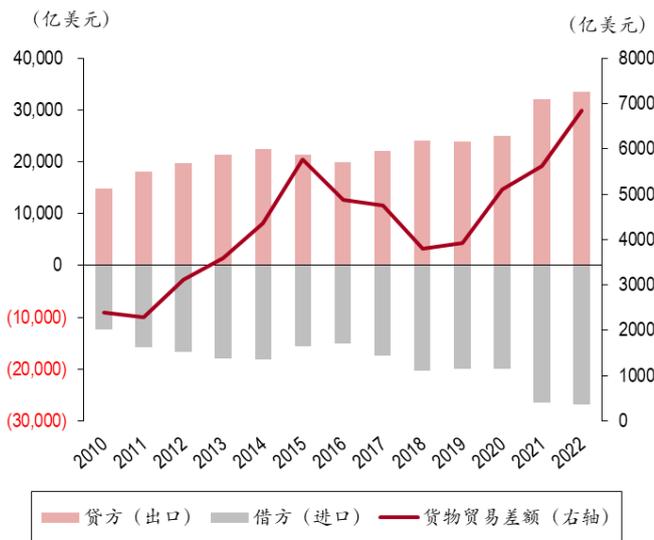


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

2022 年，我国国际收支口径的货物出口为 33648 亿美元，同比增长 5%，前三季度增速逐季收敛，四季度转为负增长 9.8%；货物进口为 26790 亿美元，同比增长 1%，三四季度分别为负增长 0.5%、9.7%；货物贸易顺差同比扩大 22%至 6857 亿美元，货物贸易进出口同比扩大 3%至 60436 亿美元，均创下历史新高（见图表 4）。

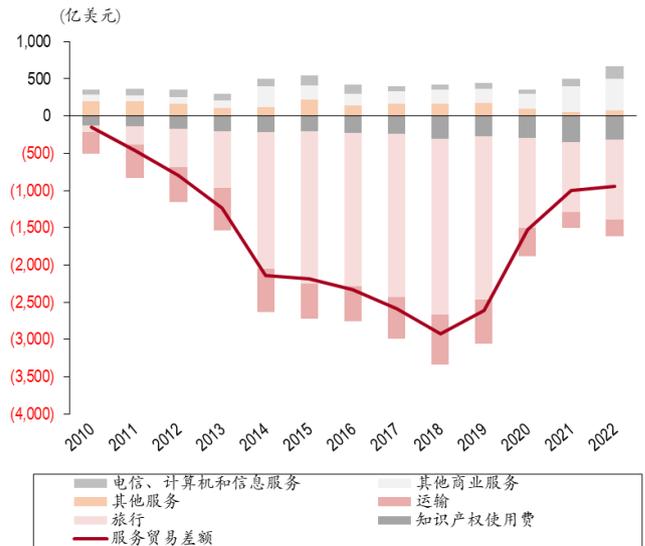
全年，服务贸易逆差为 943 亿美元，较 2021 年的低位继续收窄 6%。其中，电信计算机信息服务、其他商业服务和知识产权使用费为主要正贡献项，前二者顺差分别为 176 亿、418 亿美元，同比增加 66%、23%，后者逆差 312 亿美元，同比减小 11%（见图表 5），这反映了我国新兴服务贸易领域增长较快，服务贸易的多元化程度及技术含量有所提升。此外，旅行逆差 1076 亿美元，同比扩大 14%，主要由于旅行支出增加 115 亿美元，同时旅行收入下降 17 亿美元。随着国内疫情放开和出入境措施优化，预计跨境旅行陆续恢复，旅行支出增加将带动服务贸易逆差扩大。

图表 4. 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

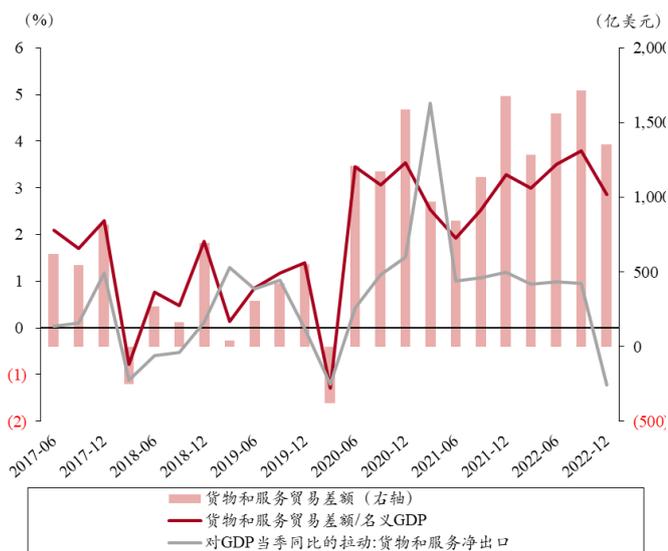
图表 5. 服务贸易拆分及其主要分项



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

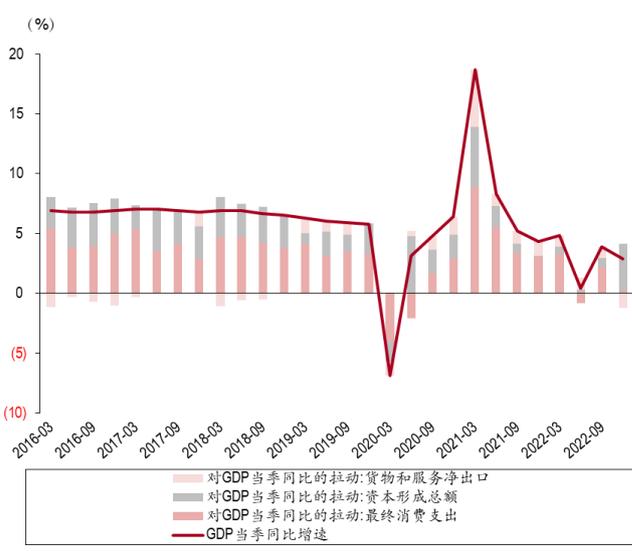
2022 年外需对经济增长发挥了重要作用，但四季度外需拐点已然出现。全年，我国货物和服务贸易顺差合计 5913 亿美元，创下历史新高，同比增长 28%；货物和服务净出口拉动我国经济增长 0.51 个百分点，贡献率为 17.1%。分季度来看，前三季度货物和服务贸易顺差累计同比增加 54%，对 GDP 累计同比的拉动作用为 1.13 个百分点，贡献率为 37.7%（见图表 6）。四季度在海外需求放缓的影响下，出口连续 3 个月同比负增长，外需对当季经济增长为负拉动 1.22 个百分点，负贡献 42.0%，主要靠投资拉动经济增长 3.92 个百分点，才抵消了外需的收缩，实现季度同比增长 2.9%（见图表 7）。

图表 6. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和拉动



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 7. 三大需求对年度经济增长的贡献率



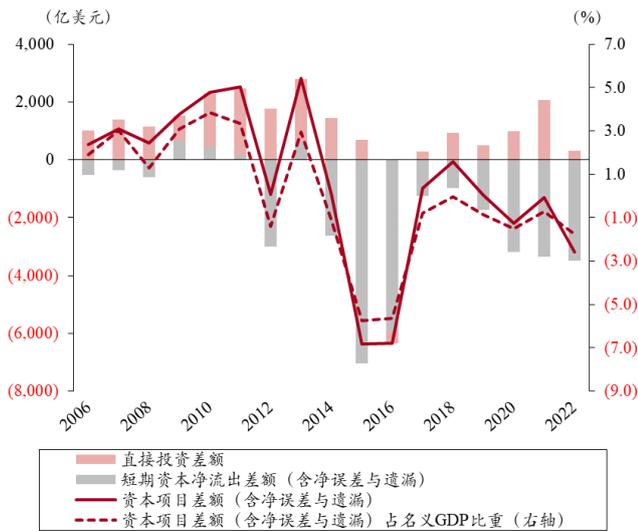
资料来源：国家统计局，Wind，中银证券

二、资本项目逆差扩大，主要由于直接投资流入减少，短期资本净流出增加

2022 年，我国资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差 3176 亿美元，为仅次于 2015、2016 年的历史第三高，占全年名义 GDP 比重为 -1.8%，负值同比上升 1.04 个百分点，但明显小于 2015、2016 年均 -5.7% 的水平（见图表 8）。虽然 2022 年人民币汇率呈现大开大合的震荡走势，境内金融市场出现阶段性外资净流出，但市场担心的“资本外流—汇率贬值”的恶性循环并未形成，资本项目逆差占 GDP 仍处于合理区间，这充分体现了我国作为大型开放经济体的体量优势，抗外部风险冲击的能力更强。

外来直接投资降幅大于对外直接投资，直接投资逆差大幅减少。2022 年，我国直接投资顺差 323 亿美元，2022 年同比下降 1737 亿美元，其中对外直接投资和来华直接投资分别同比下降 300 亿、1437 亿美元（见图表 9）。这主要反应了 2022 年二季度以来我国疫情多点散发、经济复苏进程受阻的影响，同时国内外疫情开放周期错位，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等。

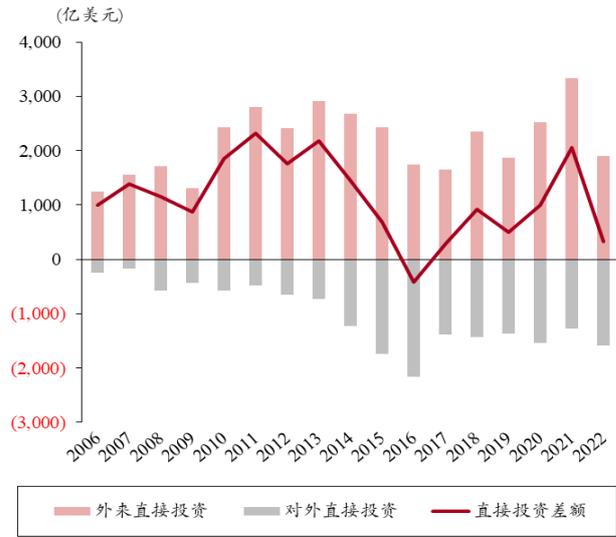
图表 8. 资本项目差额及其占名义 GDP 比重和构成情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：短期资本流动差额=-(基础国际收支差额+储备资产变动额)=证券投资差额+金融衍生品交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏额。

图表 9. 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

2022 年，短期资本（即证券投资、金融衍生工具、其他投资及净误差与遗漏合计）逆差 3498 亿美元，同比增加 4.4%，流出规模为 2017 年以来新高。分季度来看，三季度以来短期资本净流出规模连续收敛，至第四季度已收敛至 482 亿美元，同比和环比分别下降 61%、41%（见图表 13）。

自 2022 年 2 月以来，在地缘政治风险外溢、美联储激进紧缩以及中美利差收敛甚至倒挂的背景下，外资连续减持人民币资产。四季度以来，国际上美联储紧缩预期放缓，美元指数和美债收益率下行，全球风险偏好提升，中美利差倒挂收敛。同时，国内防疫政策优化、房地产调控政策调整，国内经济复苏前景改善，人民币资产吸引力增强，外资重新回流，人民币汇率也企稳回升。债券通项下，一二季度外资净减持人民币债券，随后减持规模两个季度连续收敛，12 月转为净增持，终结了 2 至 11 月连续 10 个月的净减持，全年累计净减持 6162 亿元人民币。陆股通项下，一三季度呈现净流出，四季度在国内经济重启的强预期驱动之下，11、12 月连续两个月净流入 951 亿元人民币，逆转了年内累计净卖出的势头，全年累计净买入 900 亿元人民币（见图表 10）。

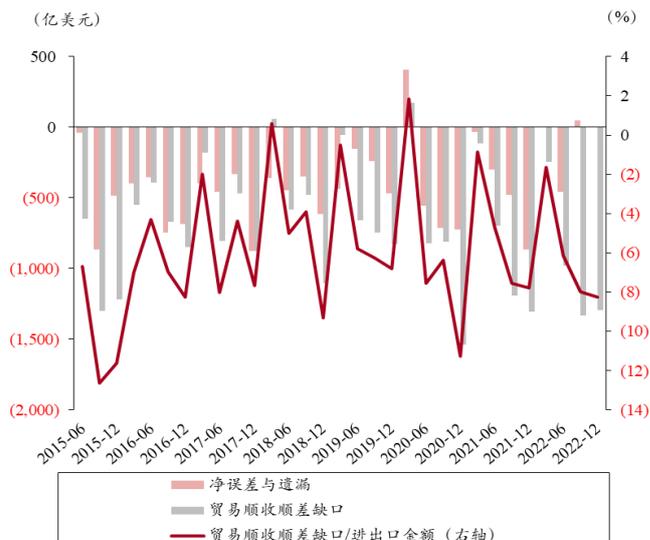
2022 年，我国贸易顺收顺差缺口为-3849 亿美元，负值同比扩大 16%，但前三季度净误差与遗漏为-405 亿美元，负值同比缩小 50%，二者出现较大程度的偏离。分季度来看，三季度贸易顺收顺差缺口最高达到 1332 亿美元，但当季净误差与遗漏为+47 亿美元（见图表 11），这可能与外汇局调整国际收支口径的货物贸易统计标准有关（详见《三季度对外经济部门体检报告》）。四季度，贸易顺收顺差缺口 1294 亿美元，较三季度收窄 3%，基于此判断，预计全年净误差与遗漏将同比大幅减小。

图表 10. 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

图表 11. 净误差与遗漏和贸易顺差/进出口金额



资料来源: 国家外汇管理局, 海关总署, Wind, 中银证券

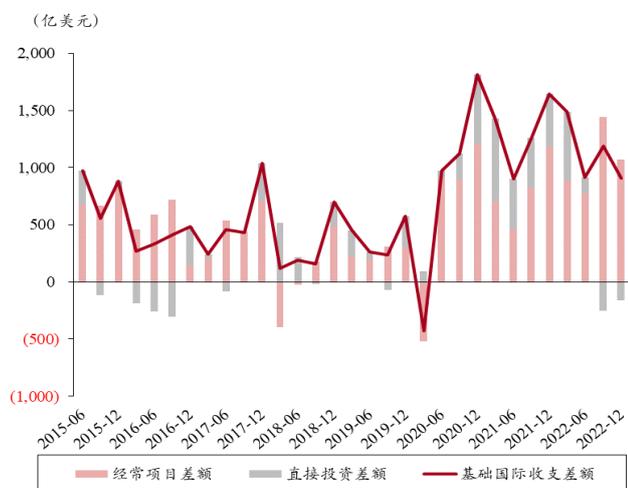
注: 贸易顺收顺差缺口/进出口金额=银行代客涉外收付款差额:货物贸易(海关统计)-贸易差额/进出口金额合计。

三、基础国际收支表现依然强劲, 有效抵御了短期资本流动冲击

2022 年, 我国基础国际收支(即经常项目与直接投资合计)顺差 4498 亿美元, 受直接投资顺差大幅减少的影响, 基础国际收支顺差同比下降 14%, 但规模仍为历史第四高, 处于相对高位(见图表 12)。短期资本净流出与基础国际收支顺差之比为-78%, 虽然负值同比提升了 14 个百分点, 但仍低于 100%, 表明基础国际收支顺差覆盖短期资本净流出, 对国际收支自主平衡的保护作用正常发挥。分季度来看, 二季度短期资本净流出压力最大, 与基础国际收支顺差之比负值短暂高于 100%, 但三四季度快速收敛, 四季度二者之比降为-53%(见图表 13)。

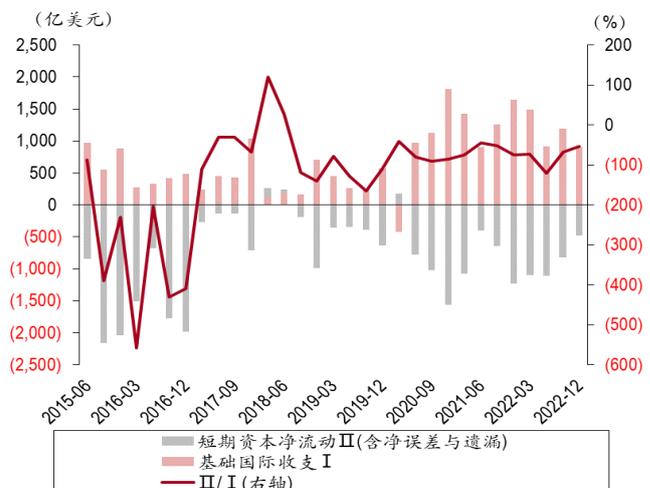
2023 年, 随着海外需求放缓和国内经济重启, 出口下降叠加进口回升, 货物贸易顺差预计减小。另外, 跨境旅行恢复将带动服务贸易逆差扩大, 经常项目和基础国际收支顺差或趋于收敛。同时国内经济复苏前景改善, 市场预期和情绪回暖将缓解短期资本流出压力, 预计基础国际收支顺差仍能有效对冲短期资本净流出。

图表 12. 基础国际收支差额及其分项情况



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 13. 短期资本净流动与基础国际收支差额及二者之比



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

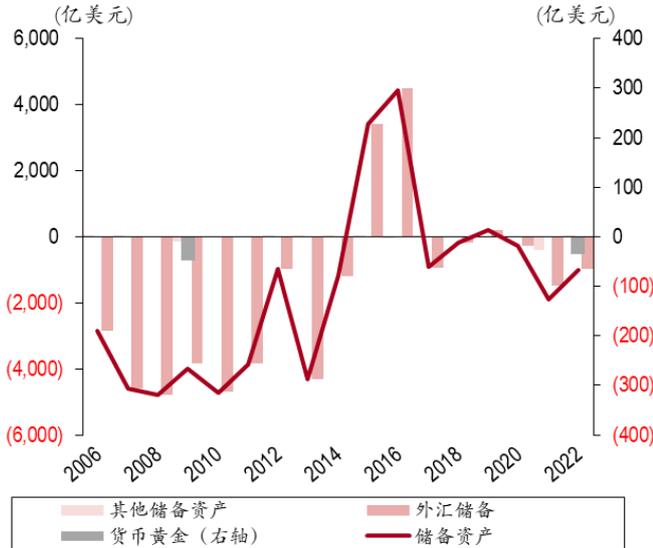
注: (1) 基础国际收支差额=经常账户差额+直接投资差额; (2) 短期资本流动差额=- (基础国际收支差额+储备资产变动额)=证券投资差额+金融衍生品交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏额。

四、外汇储备名减实增，黄金储备增加，国际储备资产多元化再次提速

2022年，我国交易引起的国际储备资产累计增加1000亿美元，其中，货币黄金储备增加35亿美元，外汇储备增加982亿美元（见图表14）。

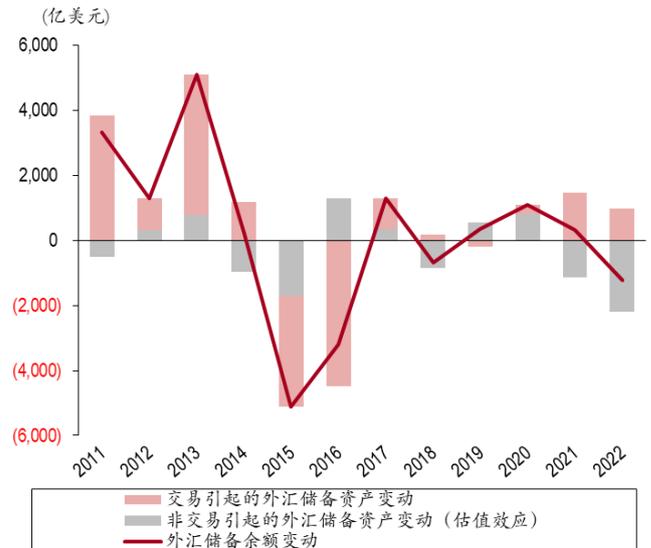
截至2022年12月末，央行公布的外汇储备余额为31277亿美元，较2021年末下降1225亿美元，这主要反映了美元升值、非美货币储备资产折美元减少，以及全球股票和债券资产价格下跌的影响，合计负估值效应2207亿美元，贡献了外储余额降幅的180%（见图表15）。

图表 14. 储备资产及其主要分项变动



资料来源：国家外汇管理局，中银证券
注：储备资产增加为负值，减少为正值。

图表 15. 交易和非交易因素引起的外汇储备余额变动



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

2022年，央行公布的外汇占款增加1845亿元人民币（折合274亿美元），小于全年外汇储备资产增加982亿美元，说明外汇储备增加主要来自投资收益的计提（见图表16）。其中，四季度央行外汇占款波动较大，单季增加了1585亿元人民币（折合224亿美元）。根据人民银行发布的公告说明，2022年11月份央行资产负债表中“国外资产”项下“外汇占款”科目比上月有所增加，主要是因为2007~2008年为支持商业银行建立相应的外汇资产风险准备，央行允许部分银行以外汇资金交存部分人民币存款准备金。四季度，外汇储备资产增加372亿美元，外汇储备余额增加987亿美元（部分来自四季度资产价格上涨的正估值效应），大于央行外汇占款增加额224亿美元，说明在此笔外汇准备金结汇以外，还有其他因素推动外汇储备资产增加。

由于2022年海外通胀高企、美联储超预期紧缩，全球经历了罕见的股债汇“三杀”。全年，日元、欧

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_52181

