

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

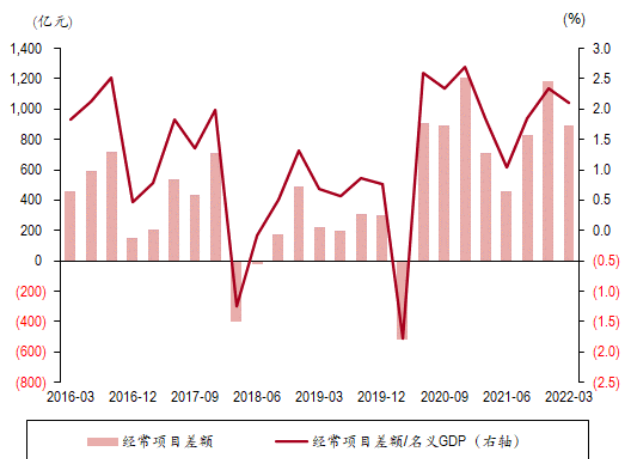
4月27日，国家外汇管理局公布了2022年一季度我国国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对一季度我国国际收支状况分析如下。

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±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）。

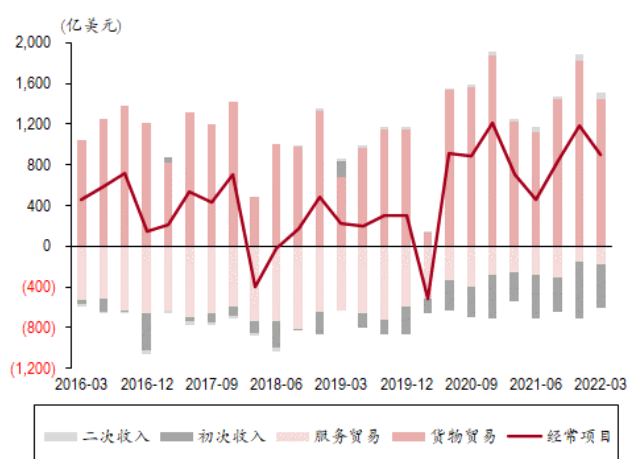
一季度，我国出口继续维持高增长态势，国际收支口径的货物出口为8032亿美元，同比增长15.6%，进口为高于进口增速15.1%，总体货物贸易顺差为1450亿美元，为历年同期最高水平（见图表2）。海关总署公布的进出口价格和数量指数显示，一季度出口增长主要由价格因素贡献，出口价格指数当季同比增长10.8%，大于数量增速1.8%（见图表3）；进口方面，受大宗商品价格高企影响，进口价格季均同比增长13.6%，而数量同比呈现负增长5.1%，尤其是3月份同比大幅下滑13.1%，拉低3月进口金额至负增长0.1%（见图表4）。一季度，我国贸易条件指数环比有所改善，增长5.4%，但是同比仍进一步恶化，较去年同期减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



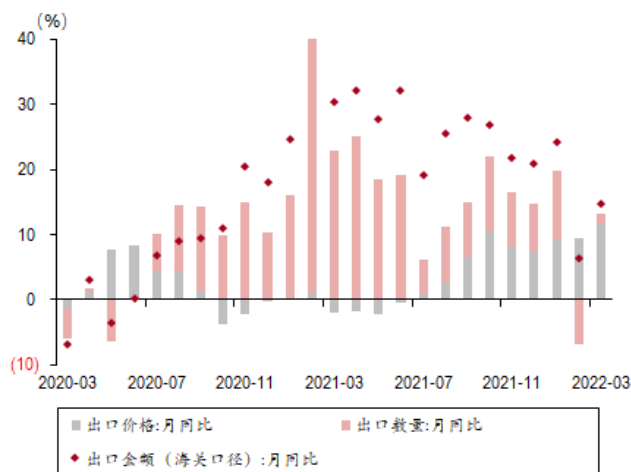
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 2. 经常项目差额及其构成



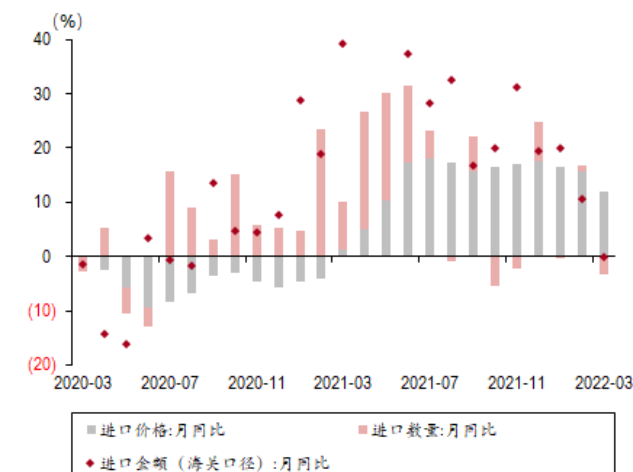
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 3. 出口数量及价格贡献拆分



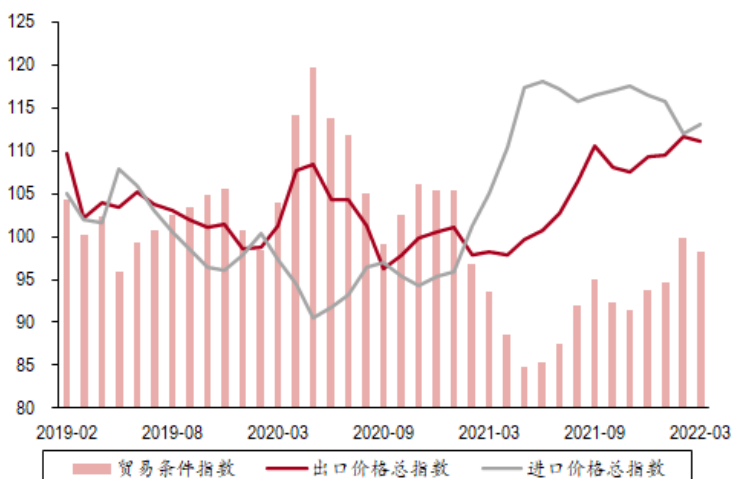
资料来源：海关总署，万得，中银证券

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



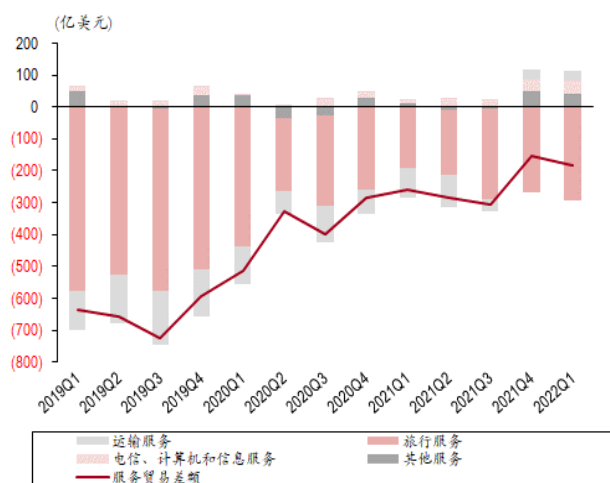
资料来源：海关总署，万得，中银证券

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速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。

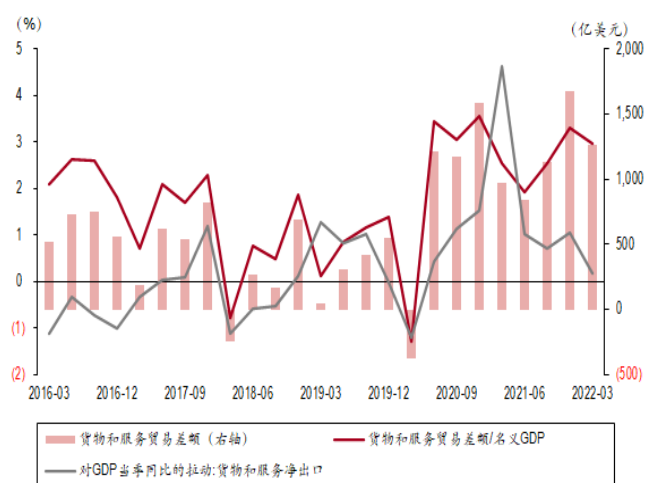
一季度，货物和服务贸易合计顺差 1276 亿美元，同比增长 30.4%，占当季名义 GDP 比重为 2.9%，明显高于 2017 年至 2019 年 1.1%的均值水平；货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 0.2 个百分点，较去年四季度 1.1%回落了 0.9 个百分点（见图表 7）。这表明尽管净出口扩张依然较多，但外需对经济增长拉动作用仍趋于减弱，下一步稳增长的关键在于稳外贸的同时要扩内需。

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



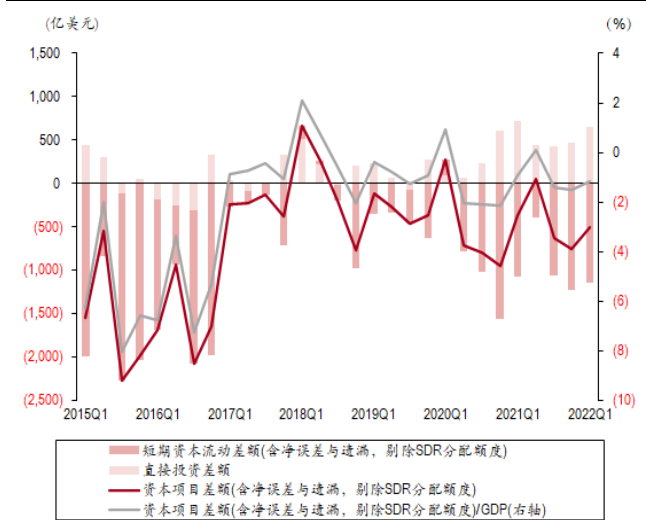
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

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）。

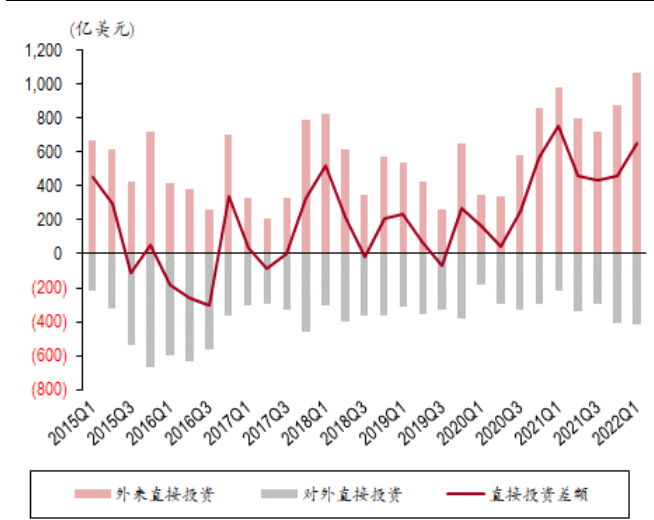
从细项来看，直接投资顺差 650 亿美元，环比增加 187 亿美元，同比减少了 107 亿美元，主要因为对外投资增加额大于外商来华投资。具体来看，对外直接投资净流出为 420 亿美元，较去年同期扩大 201 亿美元；外来直接投资净流入 1070 亿美元，同比增加了 97 亿美元，在去年同期的高基数上仍保持增长态势，流入规模仍创下历史新高（见图表 9）。虽然一季度海外局势更趋复杂严峻，中国仍坚持高水平对外开放，并陆续出台稳外资的措施，营商环境不断优化，对中长期外资的吸引力增强。

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

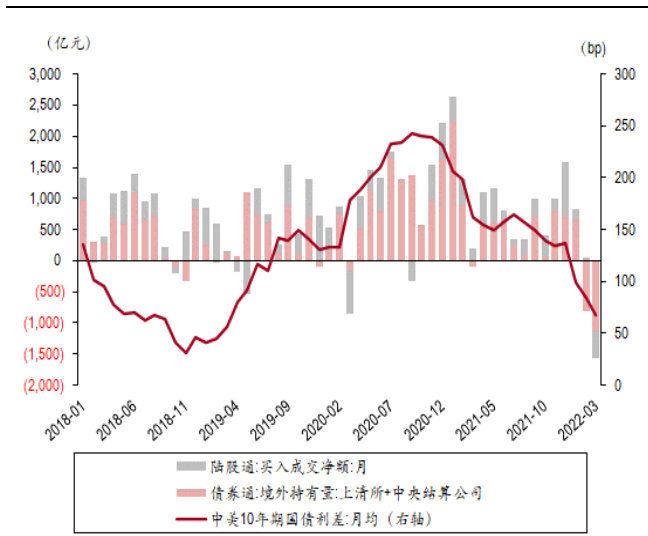


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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。

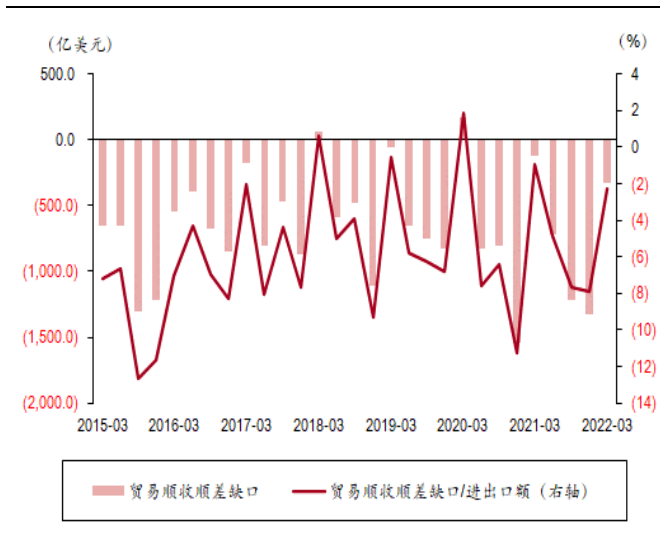
当季，在地缘政治风险外溢，以及美联储紧缩，中美利差收敛甚至倒挂的背景下，外资减持人民币资产。其中，债券通项下 2、3 月份连续创纪录地净减持境内人民币债券，一季度累计净减持 1266 亿元，去年同期为净增持 3034 亿元，四季度为净增持 1585 亿元人民币；陆股通项下 1、2 月份总计净买入 208 亿元人民币，3 月转为净卖出，一季度累计净卖出 243 亿元人民币（见图表 10）。海关口径的贸易顺收顺差负缺口为 332 亿美元，较去年四季度 1326 亿美元减少了 75%，占进出口额比例为 -2.2%，下降了 5.4 个百分点（见图表 11）。整体来看，跨境资本双向流动保持活跃，不排除外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

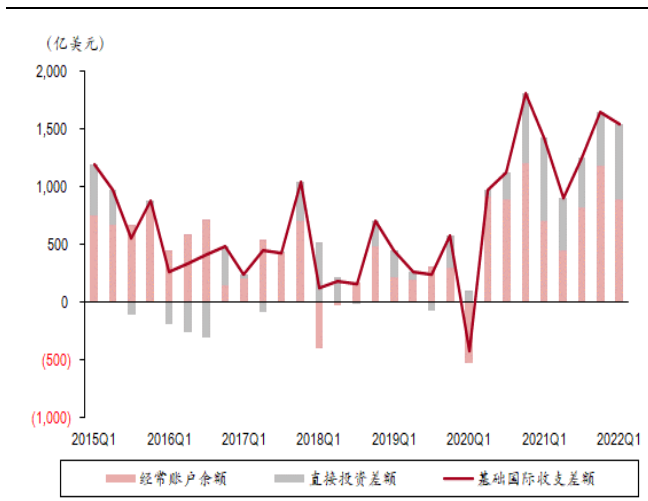
注: 贸易顺收顺差缺口=银行代客涉外收付款差额:货物贸易 (海关统计) - 贸易差额 (海关统计)。

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）。

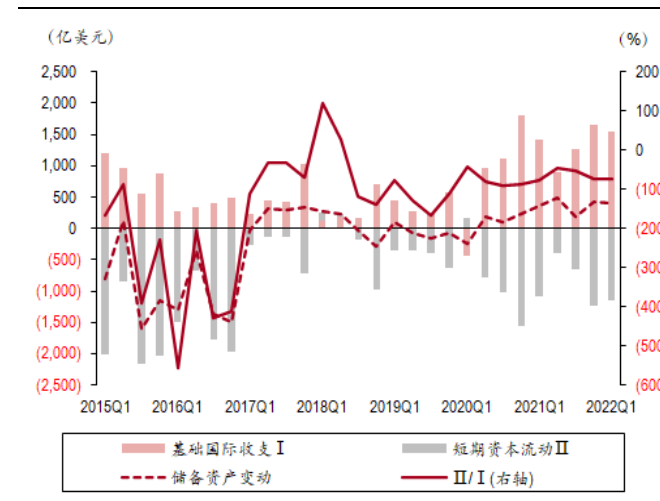
短期资本净流出（含净误差与遗漏）同比增加 72 亿，但远小于基础国际收支的增加额，与基础国际收支顺差之比为 -74.6%，负值较 2021 年同期下降了 1.1 个百分点，这反映当前在美联储紧缩、俄乌冲突和疫情反弹的背景下，我国应对短期资本流动冲击的能力有所增强（见图表 13）。

图表 12. 基础国际收支及细分



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 13. 短期资本流动与基础国际收支差额



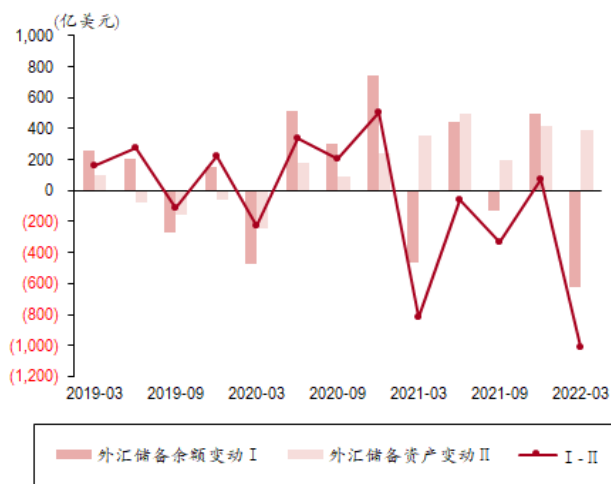
资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

交易引起的外汇储备资产同比增加，负估值效应影响外汇储备余额变动，市场卖超外汇继续变成民间外汇头寸的增长

一季度，国际收支口径的外汇储备资产增加 393 亿美元，同比增长 11.3%；央行公布的外汇储备余额减少 622 亿美元，两者累计差额为-1015 亿美元（见图表 14）。负缺口主要反映了汇率和资产价格等非交易因素引起的储备价值变动（即估值效应）。当季，美元指数上涨 2.5%，非美元货币普遍下跌（兑美元，下同），日元下跌 5.7%，欧元下跌 2.7%，英镑下跌 0.9%，导致非美元储备资产折美元减少。受俄乌冲突影响，市场避险情绪上升，股票等风险资产承压，全球主要股指以下跌为主，其中，一季度，德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数跌幅较大，分别下跌 9.3%和 6.9%（见图表 15）。受美联储紧缩预期加强影响，美债收益率在 1 月和 3 月飙升，一季度累计上行 80 个基点，美债价格下跌。

当季，银行即远期（含期权）结售汇顺差 337 亿美元，而外汇占款仅增加 628 亿元（见图表 16）。由于境内外汇供求盈余也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，但银行对外金融资产一季度数据尚未公布，此处使用相对高频的金融机构外汇存款和其他存款性公司外汇资产折合美元大致估算，当季分别增加 329 亿和 531 亿美元（见图表 17）。

图表 14. 外汇储备资产和外汇储备余额变动的缺口



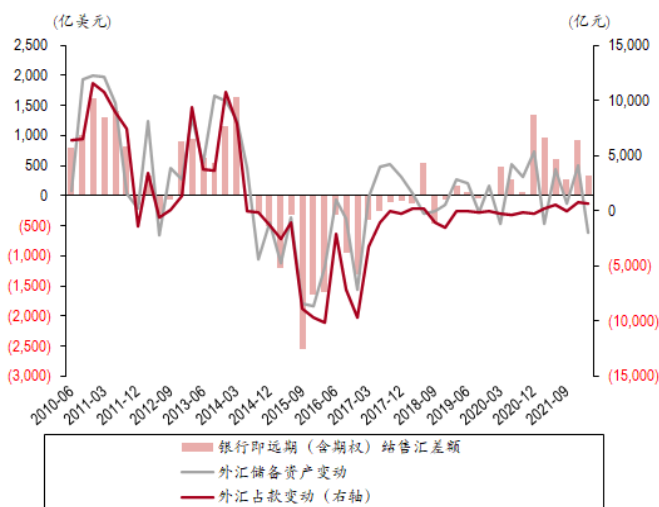
资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 15. 一季度主要货币和全球资产价格表现

	2022.01	2022.02	2022.03	2022Q1	
货币	美元指数	0.7	0.1	1.7	2.5
	美元兑日元	0.0	-0.1	5.8	5.7
	欧元兑美元	-1.2	-0.1	-1.4	-2.7
	英镑兑美元	-0.6	-0.2	-2.1	-2.9
股市	标普500指数	-5.5	-3.1	3.6	-4.9
	富时100指数	1.1	-0.1	0.8	1.8
	法国CAC40指数	-2.2	-4.9	0.0	-6.9
	德国DAX指数	-2.6	-6.5	-0.3	-9.3
	日经225指数	-6.2	-1.8	4.9	-3.4
债券					
10年期美债(bp)	27.0	4.0	49.0	80.0	

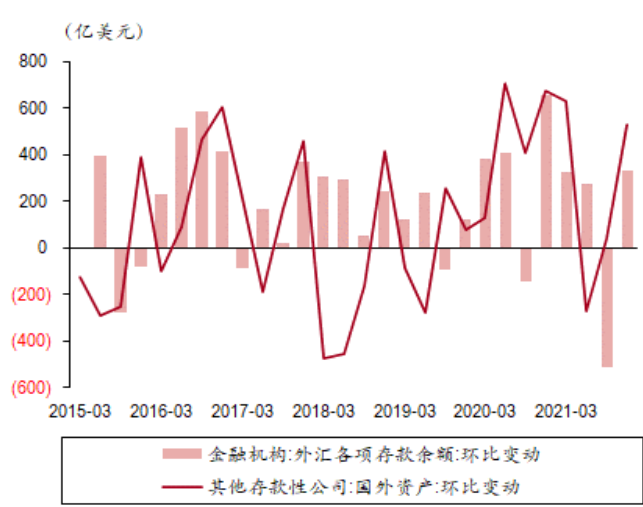
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 银行代客结售汇和外汇占款及外汇储备资产变动



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 17. 金融机构外汇存款及其他存款公司国外资产变动



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

注：其他存款性公司外汇资产以人民币公布，此处使用美元兑人民币汇率中间价折美元，这其中可能含有人民币资产和估值因素的影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371