

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

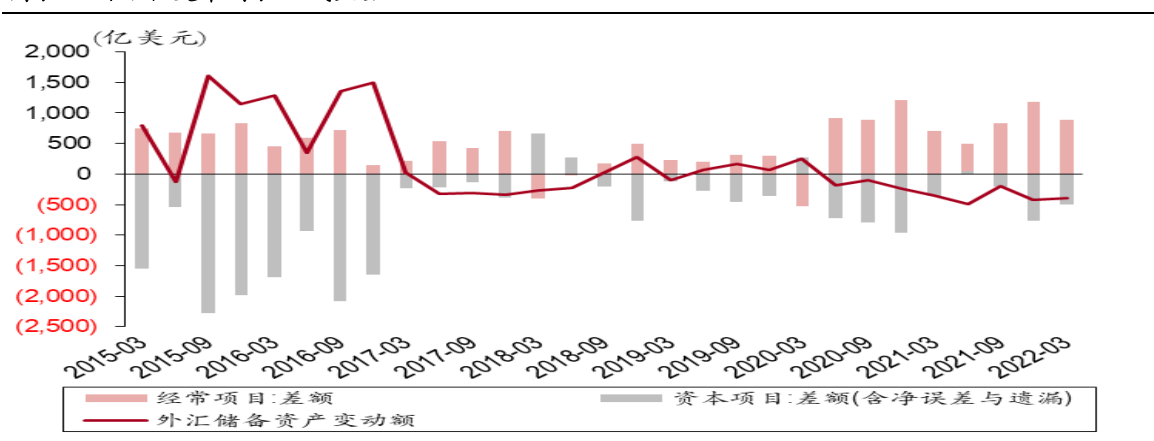
- 一季度，经常项目顺差创历史同期最高值，与GDP比重仍位于合理范围。经常项目顺差同比增幅较大，主要受货物顺差推动，体现了出口韧性。不过，一季度我国出口份额同比回落，而东盟五国、越南和印度合计份额上升，反映我国面临阶段性的出口订单流失风险，并且外需对经济增长的拉动作用减弱，凸显扩内需对于稳增长的重要性。
- 一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差环比收窄，线上资本项目由上季度顺差转为逆差，主要原因是外资大幅减持证券资产，这反映了美联储紧缩预期加强、地缘政治冲突以及美国SEC发布“预摘牌名单”等一系列事件的影响。虽然一季度海外局势更趋复杂严峻，但外来直接投资规模升至历史次高，反映外商来华投资意愿仍然较强。
- 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）。

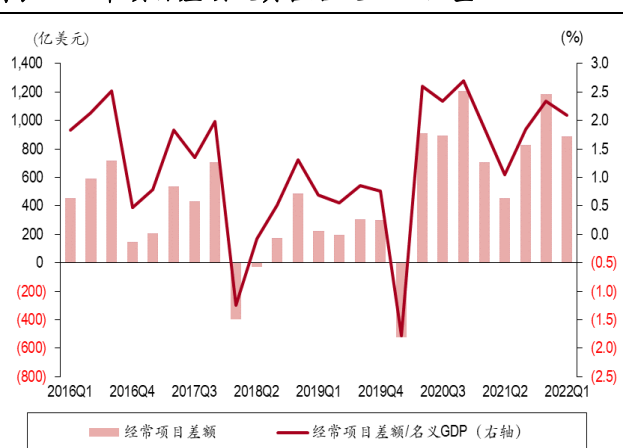
图表1. 国际收支平衡表正式数据



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

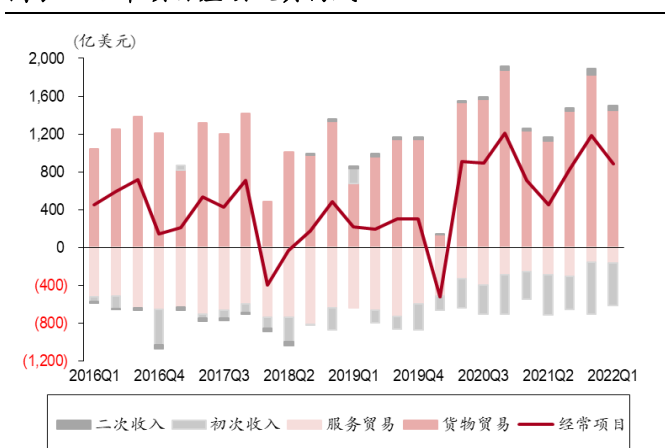
一季度，经常项目顺差889亿美元，为历史同期最高值，同比增长25.4%；经常项目差额占当季名义GDP的比重为2.1%，上年同期为1.9%，仍位于 $\pm 4\%$ 国际认可的合理范围以内（见图表2）。经常项目顺差增加主要来自货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩小，分别贡献了121%和51%（见图表3）。

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

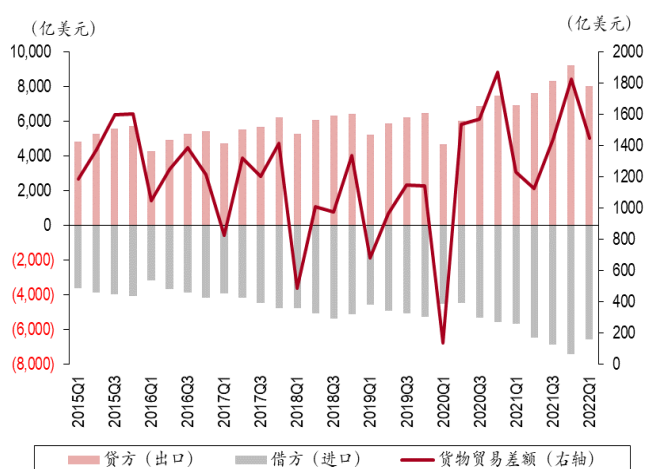


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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。

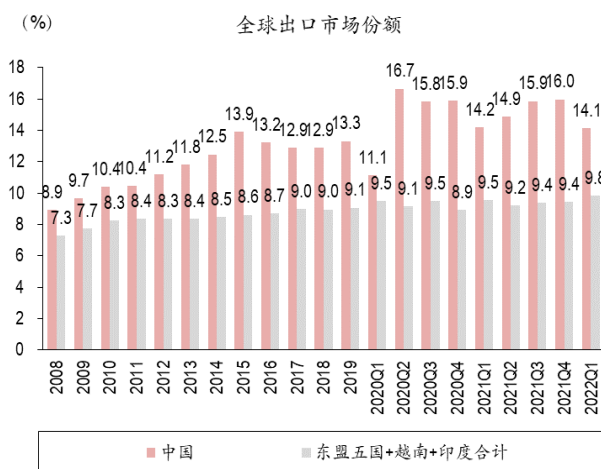
不过，一季度我国出口市场份额环比回落 1.9 个百分点，超过了 2021 年一季度环比回落 1.7 个百分点，却低于 2020 年同期环比回落 2.9 个百分点的水平，表明 2022 年初新冠疫情对我国出口的影响大于 2021 年同期，却仍低于 2020 年疫情暴发初期。同时，一季度我国出口市场份额同比回落，而东盟五国（包括印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国）与越南、印度出口市场份额合计同比上升 0.3 个百分点，也反映我国面临阶段性的出口订单流失风险。

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

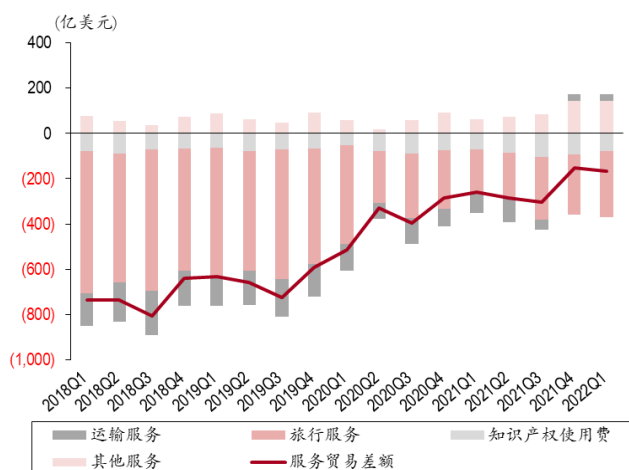
图表 5. 中国及主要东南亚国家占全球出口市场份额



资料来源：WTO，中银证券

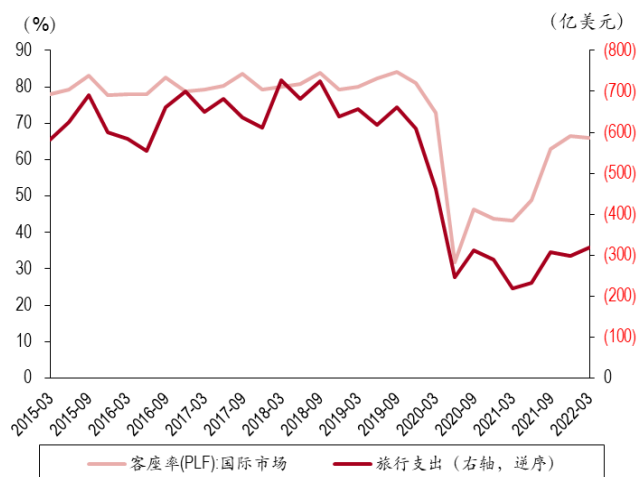
当季，服务贸易逆差为 167 亿美元，同比缩窄 35%，环比继续位于低位，是除 2021 年四季度 152 亿美元外，2012 年以来季度次低。其中，运输服务及电信、计算机和信息服务为逆差收窄主要贡献项，分别贡献了 137% 和 37%。其中，运输服务为顺差 29 亿美元，2021 年同期为逆差 90 亿美元，同比增幅 119 亿美元，这体现了我国出口高增长带动相关运输收入大幅同比增加 191 亿美元。同时，3 月下旬以来国内疫情多点散发，跨境交通物流受阻，运输支出同比下降 72 亿美元，环比下降 8 亿美元。电信、计算机和信息服务为顺差 45 亿美元，同比上升 34 亿美元，表明我国服务出口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

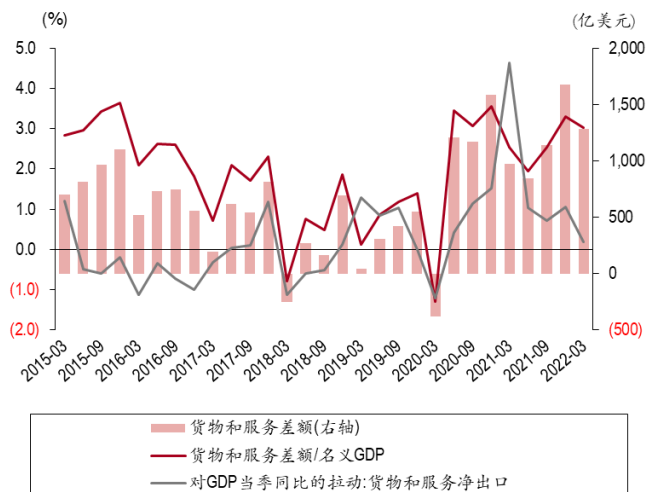
图表 7. 国际市场客座率与旅行支出金额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

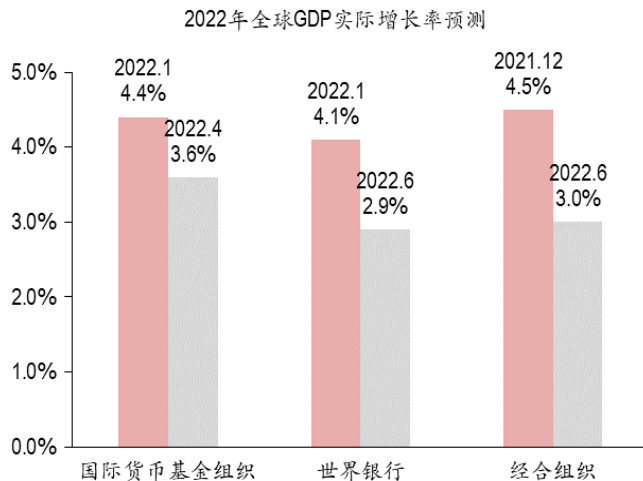
一季度，货物和服务贸易合计顺差 1283 亿美元，同比增长 31.9%，占当季名义 GDP 比重为 3%，显著高于 2017 年至 2019 年 1.1% 的均值水平；货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 0.2 个百分点，同比、环比分别回落了 4.5 和 0.9 个百分点（见图表 8），这表明尽管净出口增速仍较快，但外需对经济增长拉动作用趋于减弱。近期，国际货币基金组织、世界银行和经合组织纷纷下调 2022 年全球增长预期（见图表 9），预计下半年外需或将进一步走弱，因此对于中国来说，下一步稳增长的关键在于稳外贸的同时要积极扩大内需。

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

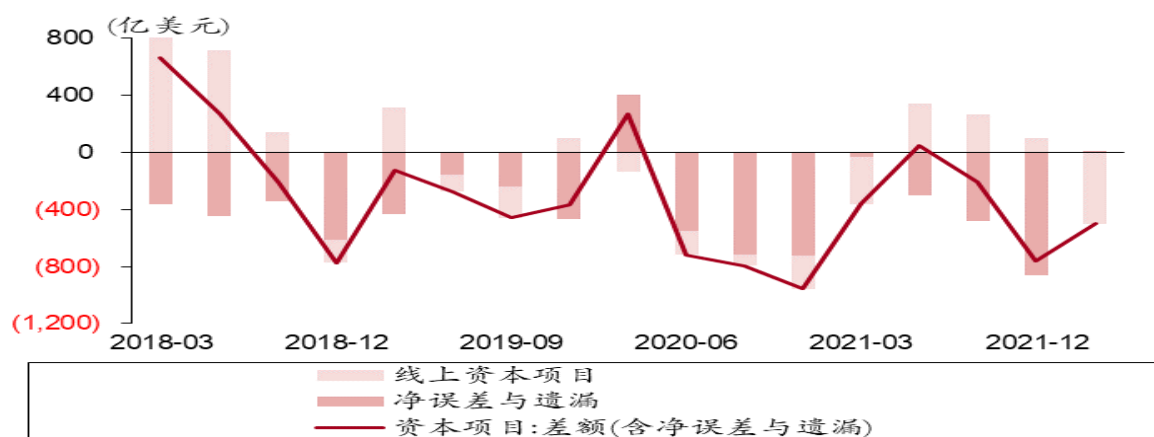


资料来源：国际货币基金组织，世界银行，经合组织，中银证券

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

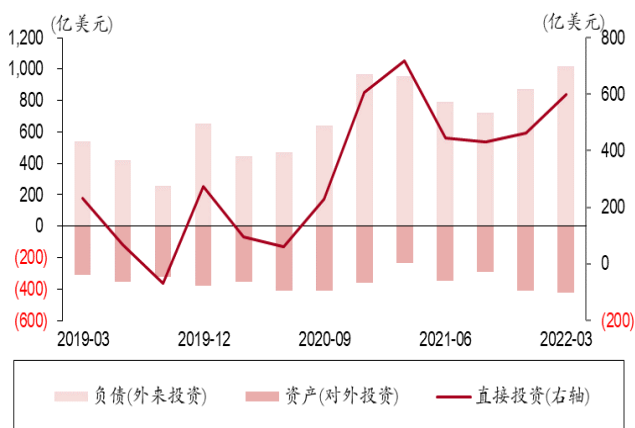


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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。

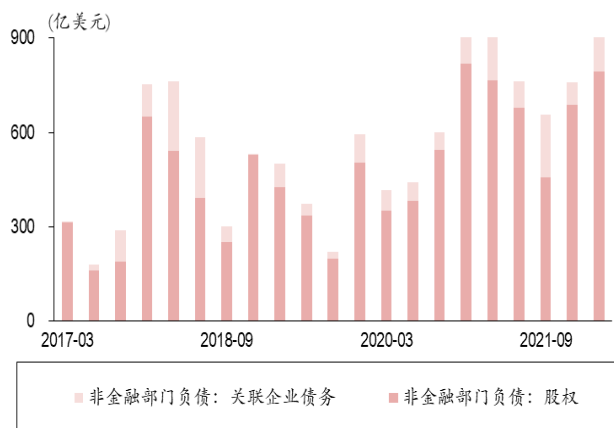
图表 11. 直接投资差额及构成情况



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负值。

图表 12. 非金融部门的外来股权投资与关联企业债务规模

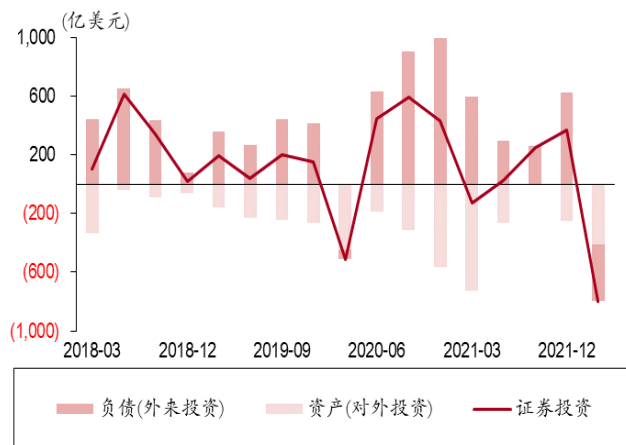


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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）。

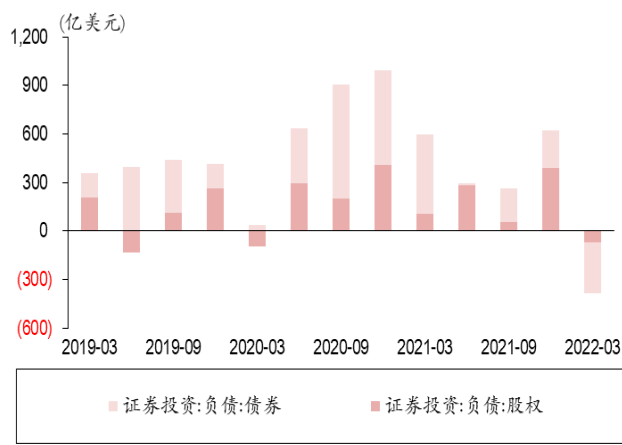
图表 13. 证券投资差额及构成情况



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负值。

图表 14. 外资持有股权和债券资产变动情况

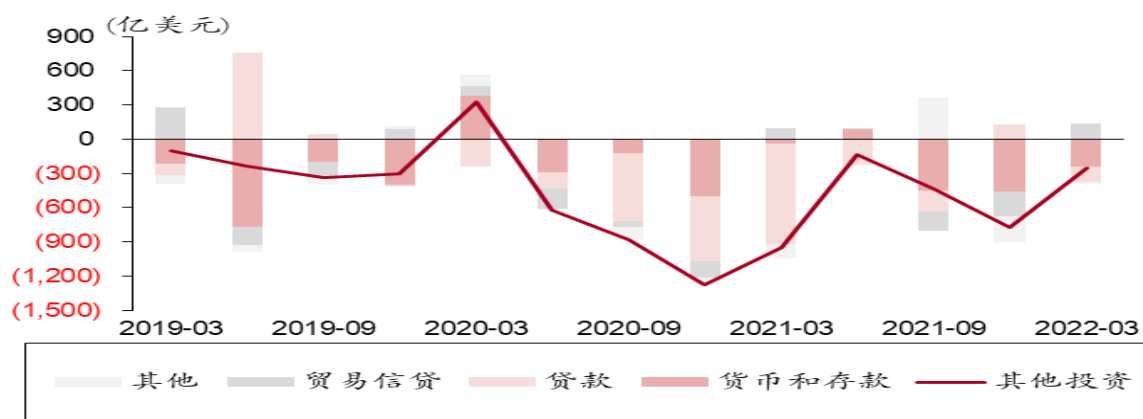


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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。

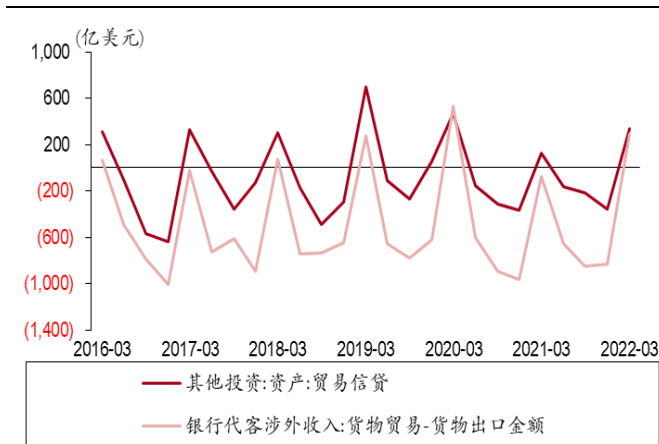
² 网易研究局，管涛最新研判：若人民币汇率跌势延续，不排除央行进一步“降准”或重启原有的宏观审慎工具，2022 年 4 月 26 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/T4vz3Pshuo3E1f2ImBR8Dw>。

图表 15. 其他投资差额变动及其主要项目构成情况



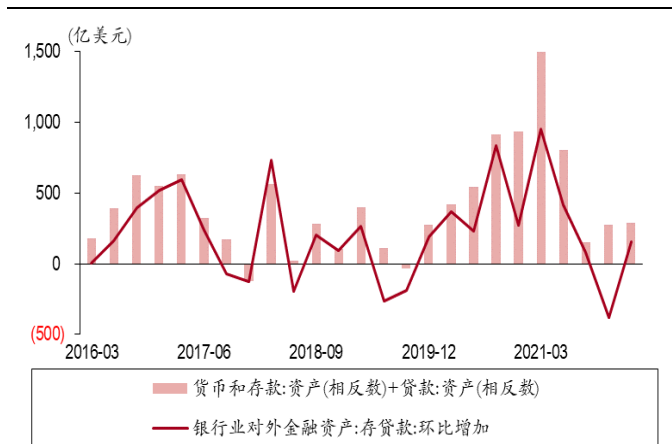
资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

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

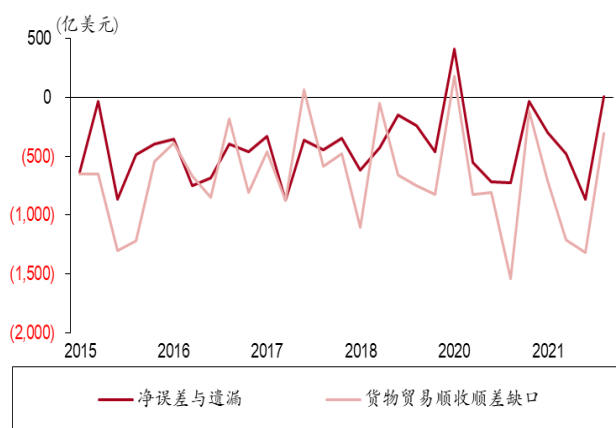
图表 17. 货币和存款、贷款资产净获得与银行对外金融资产中的存贷款余额环比变动情况



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

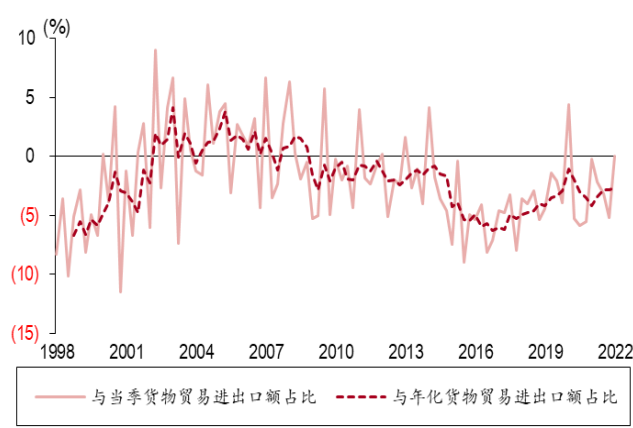
贸易顺差不顺收负缺口收窄, 净误差与遗漏转正。一季度, 净误差与遗漏由上季度-863 亿美元转为 +4 亿美元, 是 2020 年以来第二次转正, 与同期贸易顺差不顺收负缺口收窄有关, 后者由从上季度 1322 亿美元降至 308 亿美元 (见图表 18)。同期, 净误差与遗漏额占当季货物贸易进出口额 (国际收支口径, 下同) 比例由上季度-5.2%收窄至零附近; 年化净误差与遗漏额占年化货物贸易进出口额比例由-2.9%降至-2.7%, 反映国际收支统计质量明显提升, 资本项目收支状况更多在线上得到反映 (见图表 19)。

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

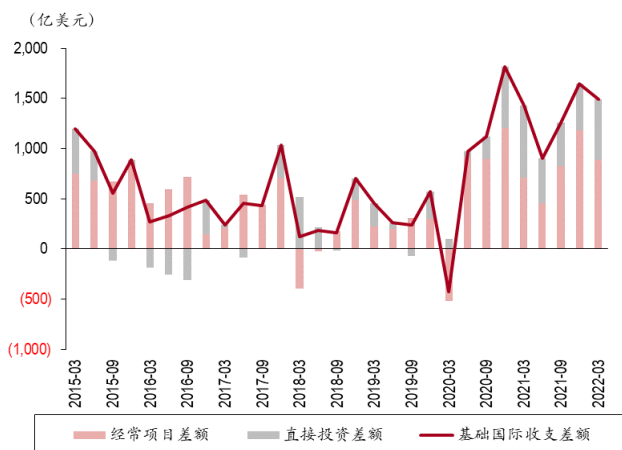
三、基础国际收支状况强劲，经受住了短期资本流动冲击的考验

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。

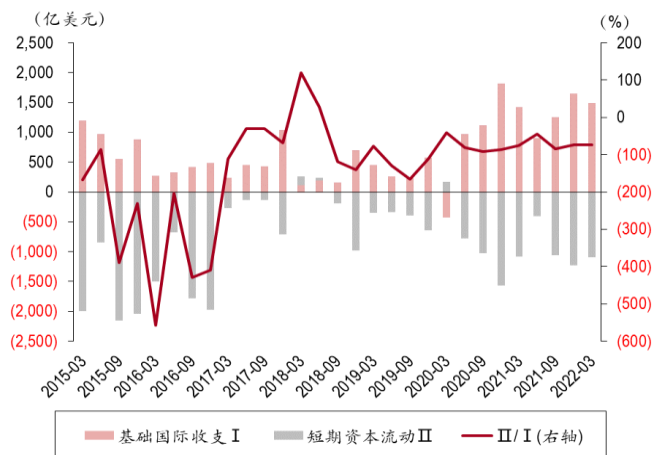
当季，美元指数上涨 2.5%，非美主要货币兑美元普遍贬值，其中日元贬值最大为 5.7%，欧元贬值 2.7%，英镑贬值 2.9%，这导致非美元储备资产折美元减少。由于俄乌冲突地缘政治风险外溢，市场避险情绪上升，一季度全球股票风险资产普遍下跌，其中，德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数跌幅较大，分别下跌 9.3% 和 6.9%，标普 500 指数下跌 4.9%。同期，受美联储紧缩预期加强影响，10 年期美债收益率在 1 月和 3 月飙升，累计上行 80 个基点，美债价格下跌，以美元标价的已对冲全球债券指数累计下跌 5%（见图表 23）。

图表 20. 基础国际收支及细分



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

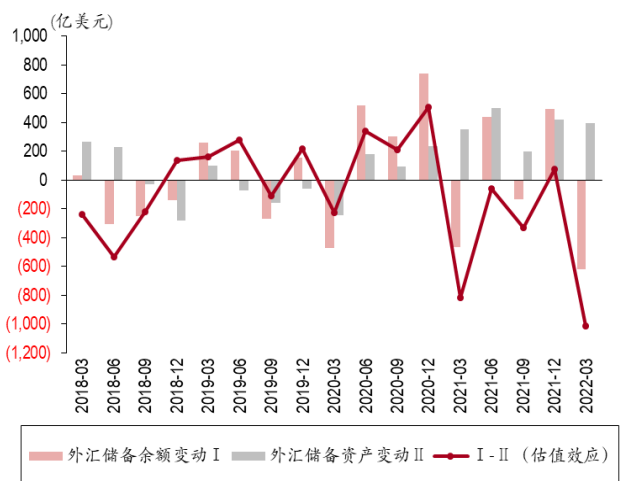
图表 21. 短期资本流动与基础国际收支之比



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=经常项目差额+直接投资差额；(2) 短期资本流动差额=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

图表 22. 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 23. 一季度主要货币和全球资产价格表现

		(单位: %; bps)			
		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	-5.3	-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	以美元标价的已对冲全球债券指数	-1.6	-1.3	-2.2	-5.0
	10年期美债(bps)	27.0	4.0	49.0	80.0

资料来源：彭博，万得，中银证券

四、受国内外金融市场动荡影响，非交易因素导致对外金融资产和负债均有所减少

截至 2022 年 3 月末，我国对外金融资产 92383 亿美元，环比减少 861 亿美元，交易因素和非交易因素分别贡献了-150%、250%；对外金融负债 72943 亿美元，环比减少 467 亿美元，交易因素和非交易因素分别贡献了-86%、186%（见图表 24）。

一季度，非交易因素导致对外金融资产减少 2152 亿美元，明显大于对外金融负债降幅 869 亿美元，完全抵消了包含储备资产变动的金融账户逆差 890 亿美元导致的对外净资产增加。资产端，非交易因素对储备资产影响最大，减少 931 亿美元；证券投资 and 直接投资分别减少 534 亿、458 亿美元，这主要反映俄乌冲突、美联储紧缩预期加强等因素导致海外股债双杀的影响。负债端，非交易因素的影响主要体现在证券投资项，减少了 969 亿美元，是因为国内股市在外部环境以及疫情反复等因素影响下也出现较大调整，抵消了人民币升值对金融负债的影响。一季度，人民币汇率中间价累计上涨 0.4%，导致外商股权投资的汇兑收益为 145 亿美元，境外机构和个人持有人民币股票资产的汇兑收益为 24 亿美元，本币外债的汇兑收益为 53 亿美元³，三者合计 222 亿美元，贡献了同期非交易因素引起的对外金融负债降幅的-26%。

截至 2022 年 3 月末，国际投资净头寸为对外净资产 19440 亿美元，环比减少 393 亿美元，其中交易引起的变动（含储备资产的金融账户差额取相反数）和非交易因素分别贡献了-226%、326%（见图表 24）；民间部门对外净负债（不含储备资产，下同）为 14292 亿美元，占年化名义 GDP 比重为 7.8%，分别较上年末减少 144 亿美元、回落 0.3 个百分点，较 2015 年 6 月末（“8.11”汇改前夕）减少 9440 亿美元、回落 14.0 个百分点，反映民间部门货币错配改善、金融韧性增强（见图表 25）。这是 3 月份以来人民币汇率从 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。

图表 24. 一季度对外金融资产负债变动的构成（单位：亿美元）

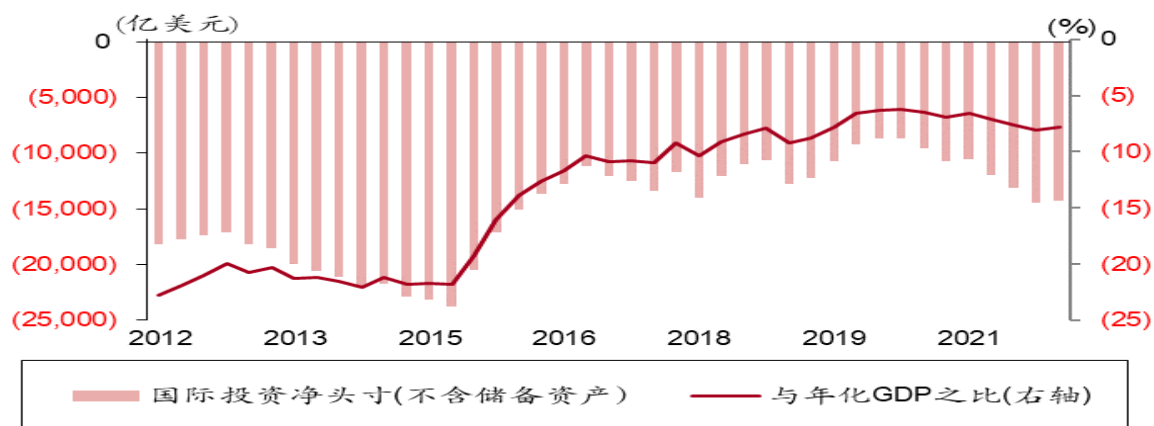
	2021 年 12 月末	2022 年 3 月末	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	19833	19440	(393)	890	(1283)
资产	93243	92383	(861)	1291	(2152)
1.直接投资	25819	25780	(38)	420	(458)
2.证券投资	9797	9673	(123)	411	(534)
其中：股权	6484	6188	(296)	147	(443)
债券	3313	3485	173	264	(91)
3.金融衍生工具	154	203	50	12	38
4.其他投资	23205	22994	(211)	56	(267)
5.储备资产	34269	33732	(538)	393	(931)
其中：外汇储备	32502	31880	(622)	394	(1016)
黄金储备	1131	1217	85	0	85
负债	73410	72943	(467)	402	(869)
1.直接投资	36238	37205	967	1019	(52)
2.证券投资	21554	20198	(1355)	(387)	(969)
其中：股权	13360	12082	(1278)	(68)	(1210)
债券	8194	8117	(77)	(319)	242
3.金融衍生工具	103	168	65	(34)	100
4.其他投资	15516	15372	(144)	(196)	52

资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：括号中的红色数字为负值。

³ 分别将 2021 年 12 月末和 2022 年 3 月末外商直接投资中的股权投资、境外机构和个人持有境内人民币股票资产、美元计价的本币外债余额的平均值乘以一季度人民币汇率中间价变动幅度计算得到。

图表 25. 非储备对外净头寸及其与年化名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

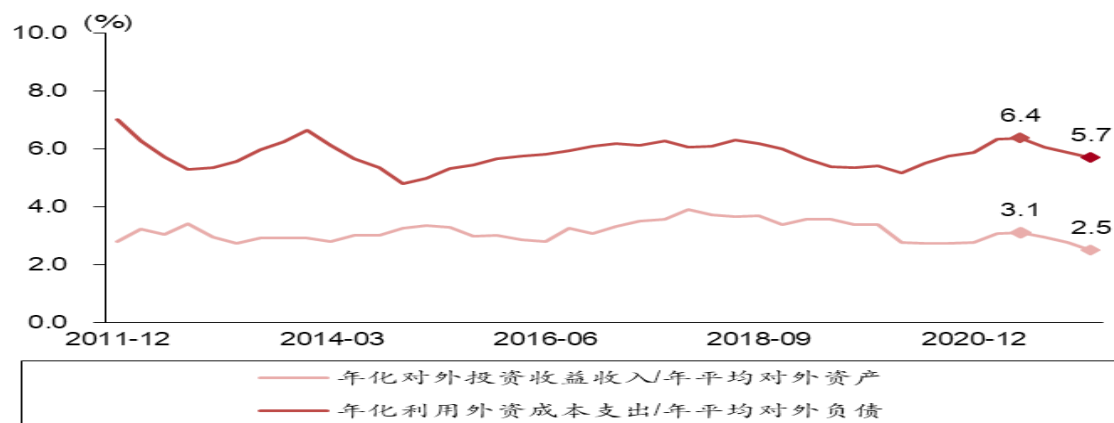
注：(1) 对外净头寸(不含储备资产)/年化名义 GDP=对外净头寸*季末人民币汇率中间价/年化名义 GDP；(2) 年化名义 GDP 为往前四个季度滚动合计。

五、对外投资收益率和利用外资成本率下降态势已经持续三个季度

一季度，以年化对外投资收益占对外金融资产比例衡量的对外投资回报率为 2.5%，以年化外来投资收益占对外金融负债比例衡量的利用外资成本率为 5.7%，二者分别较上年末下降 0.3、0.2 个百分点，回落态势持续三个季度，累计下降 0.6、0.7 个百分点（见图表 26）。

一季度，年化对外投资回报率同比回落 0.6 个百分点，略低于利用外资成本率回落 0.7 个百分点，但二者差值仍高达 3 个百分点以上，导致投资收益逆差同比扩大 57.6%，增加 162 亿美元，对经常项目顺差同比增加为负贡献 89.8%（见图表 26 和图表 2）。

图表 26. 年化对外投资收益和利用外资成本

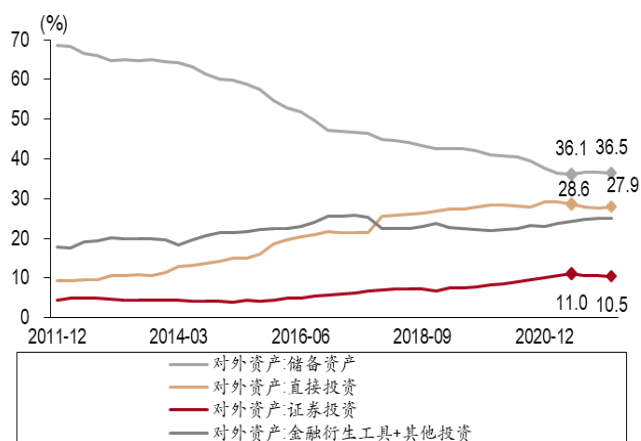


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

从对外金融资产结构来看，一季度，非交易因素导致储备资产规模降幅明显大于证券投资 and 直接投资，因此 3 月末储备资产占对外金融资产比重较上年末回落 0.2 个百分点至 36.5%，对外证券投资占比持平，对外直接投资占比上升 0.2 个百分点至 27.9%（见图表 27）。这表明我国对外资产运用更加分散化，民间运用占比进一步上升。

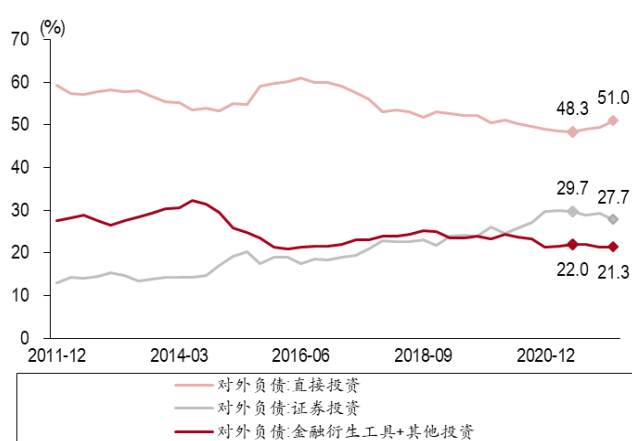
一季度，对外金融负债中，外来直接投资规模增加 967 亿美元，延续 2020 年二季度以来升势，而外来证券投资规模减少 1355 亿美元，因此 3 月末前者占对外金融负债比重较上年末上升 1.6 个百分点至 51.0%，连续三个季度上升，后者占比较上年末回落 1.7 个百分点至 27.7%，创 2020 年四季度以来新低（见图表 28）。这显示我国对外负债结构更加趋于稳定，同时也反映外资对我国长期投资保持信心。

图表 27. 对外金融资产构成情况



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 28. 对外金融负债构成情况

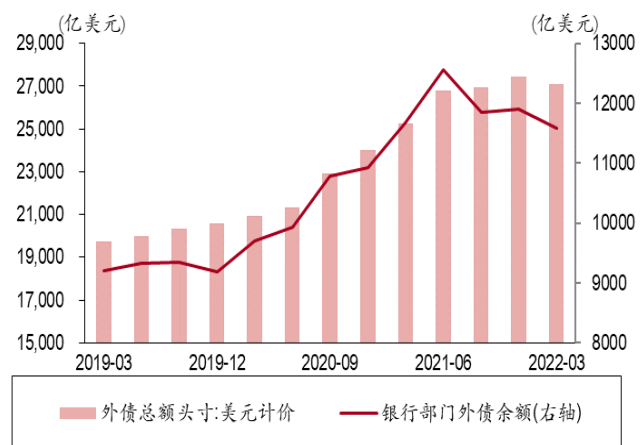


资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

六、受境外机构减持人民币债券影响, 中国外债余额减少, 外债风险总体可控

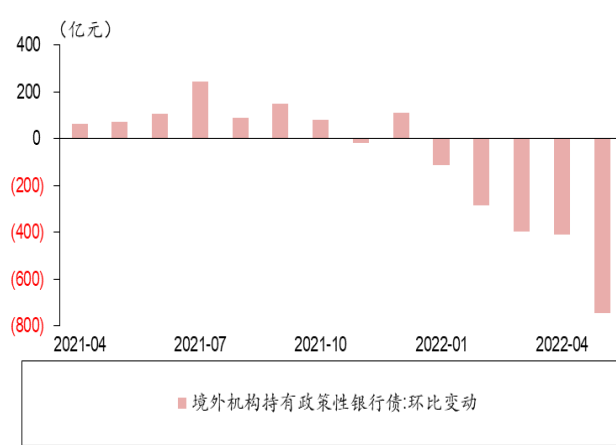
截至 2022 年 3 月末, 我国具有契约性偿还义务的外债余额 27102 亿美元, 较上年末减少 364 亿美元, 主要贡献来自银行部门, 该部门外债规模较上年末减少 314 亿美元 (见图表 29), 其中长期债务证券减少 240 亿美元, 反映了同期境外机构大幅减持政策性银行债的影响, 一季度累计减持 796 亿元, 折合 125 亿美元 (见图表 30)。

图表 29. 我国外债总余额和银行部门外债余额情况



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

图表 30. 境外机构持有政策性金融债变动情况

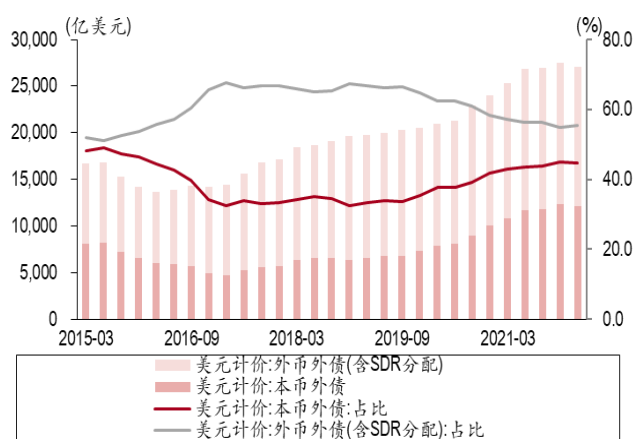


资料来源: 万得, 中银证券

从币种结构看, 2022 年 3 月末, 外币和本币外债余额分别为 1.5 万亿、1.2 万亿美元, 较上年末减少 93 亿、271 亿美元; 本币外债占比较上年末回落 0.4 个百分点至 44.6%, 不过总体仍延续了 2019 年以来的升势, 有助于降低中国外债的币种错配风险 (见图表 31)。同期, 以人民币计价的人民币外债余额减少了 2062 亿元, 折合 325 亿美元, 大于美元计价的人民币外债降幅 271 亿美元, 二者差额反映了当季人民币升值产生的正估值效应。

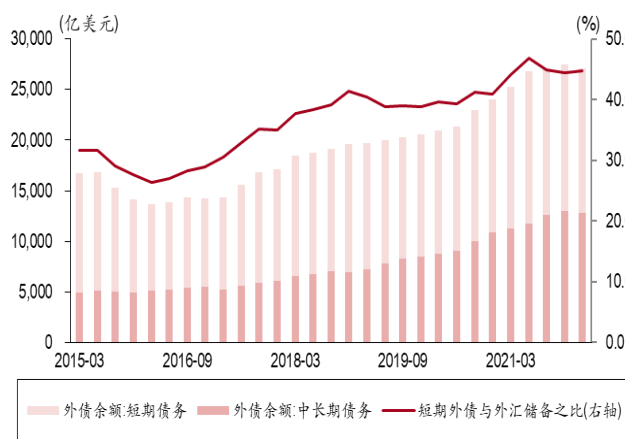
从期限结构看, 2022 年 3 月末, 短期和中长期外债余额分别为 1.4 万亿、1.3 万亿美元, 较上年末减少 173 亿、191 亿美元 (其他部门和银行部门短期外债分别减少 156 亿、46 亿美元, 银行部门和政府部门中长期外债分别减少 268 亿、26 亿美元)。由于外汇储备规模降幅大于短期外债, 因此短期外债占外汇储备比例为 44.8%, 较上年末小幅上升 0.3 个百分点, 仍远低于 100% 的国际警戒线, 表明中国外债风险总体可控 (见图表 32)。

图表 31. 我国外债余额币种构成



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

图表 32. 我国外债余额期限构成及短债储备比



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

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。

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