

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）。

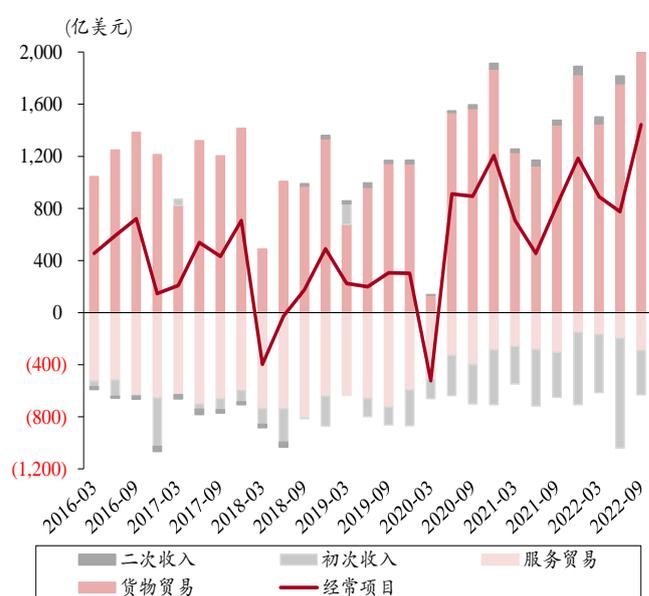
从分项来看，经常项目的四大分项均对2022年第三季度经常项目顺差同比增加起到正贡献作用，其中，货物贸易顺差同比增长39%，贡献了经常项目顺差增幅的92%；服务和初次收入逆差分别同比减少4%、2%，二次收入顺差同比增加89%，三者合计贡献了顺差增幅的8%（见图表2）。

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

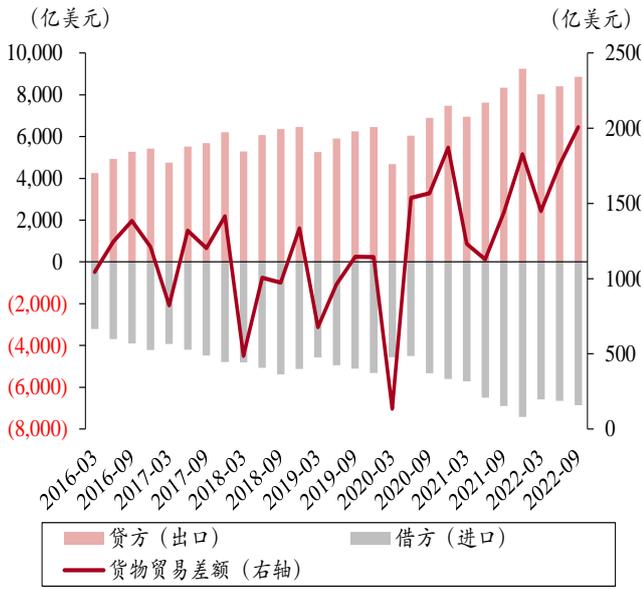
图表 2. 经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

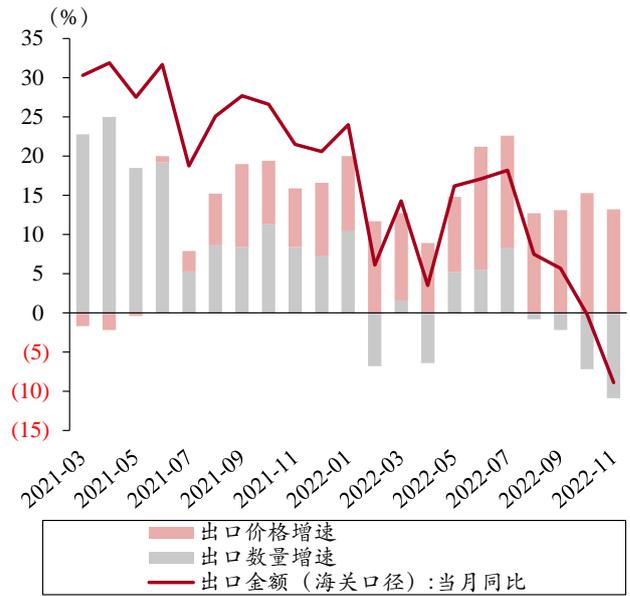
出口维持正增长，进口小幅下滑，货物贸易顺差扩大。三季度，我国国际收支口径的货物出口为8867亿美元，同比增长6.4%，连续四个季度增速下降；货物进口为6860亿美元，同比下降0.5%；货物贸易顺差同比扩大39%至2007亿美元，为历史单季最高水平（见图表3）。海关总署数据显示，三季度货物出口保持同比正增长主要靠价格因素支撑。由于海外激进货币紧缩，外需走弱迹象明显，8月出口数量同比增速转为负值，9月负增长进一步扩大至2.2%（见图表4）。

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

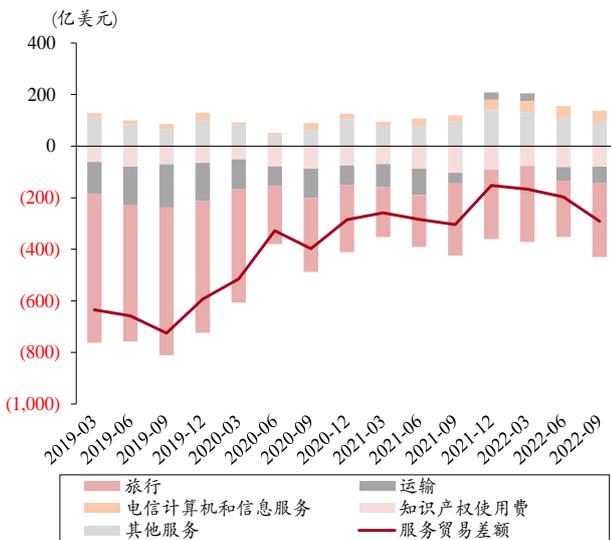
图表 4. 海关总署公布的出口数量和价格月度同比增速



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

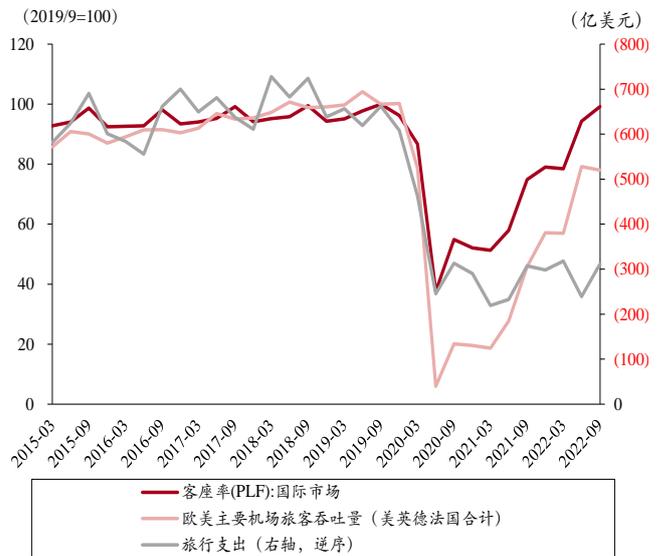
知识产权和电信服务费收入增加，带动服务贸易逆差小幅收窄。三季度，服务贸易逆差为 292 亿美元，同比缩窄 4%，继续处于低位（见图表 5）。其中，知识产权使用费和电信计算机信息服务费为主要正贡献项，分别贡献了逆差降幅的 185% 和 155%，二者均为收入增加同时支出减少，前者逆差缩窄 23% 至 79 亿美元，后者顺差扩大 83% 至 44 亿美元，这反映了我国知识产权和电信服务水平提升。运输服务为服务差额变动的主要负贡献项，逆差同比扩大 57% 至 65 亿美元，主要由于运输服务支出增加（48 亿美元）大于收入增加（24 亿美元），部分反映了出口增长减速的影响。此外，旅行服务差额仍处低位，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

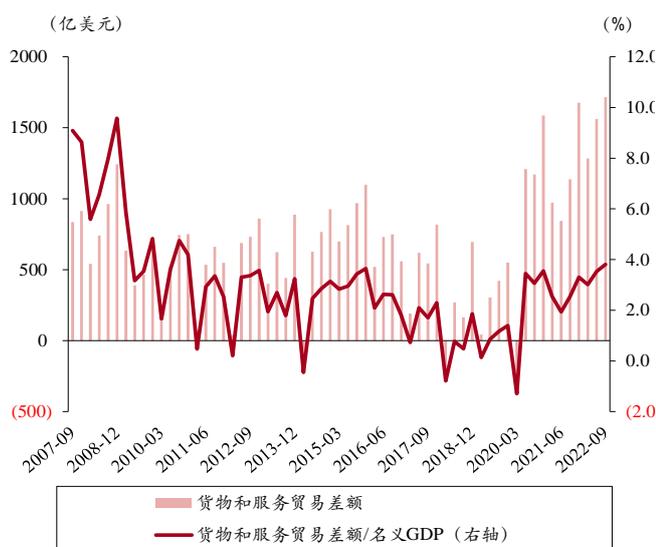
图表 6. 国际市场客座率与旅行支出金额



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

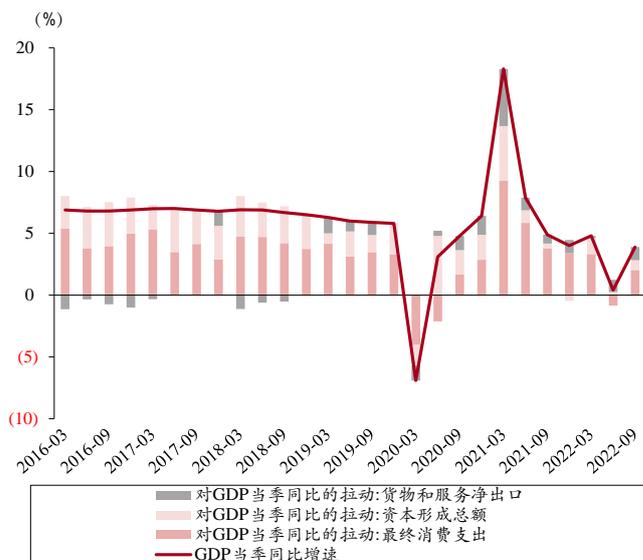
2022 年外需对经济增长发挥了重要作用，警惕 2023 年出口量价齐降对经济增长转为负贡献。三季度，货物和服务贸易合计顺差 1716 亿美元，同比增长 51%，占当季名义 GDP 比重为 3.8%，是 2010 年以来的高位（见图表 7）。货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 1.1 个百分点，同比和环比分别提升 0.35 和 0.1 个百分点（见图表 8）。2022 年前三季度，虽然出口增速逐步下台阶，中国出口市场份额出现拐点，为 14.6%，同比回落 0.4 个百分点（见图表 9），但同期进口增速持续低于出口增速，贸易顺差同比扩大，并未影响净出口对经济增长的拉动作用，对 GDP 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

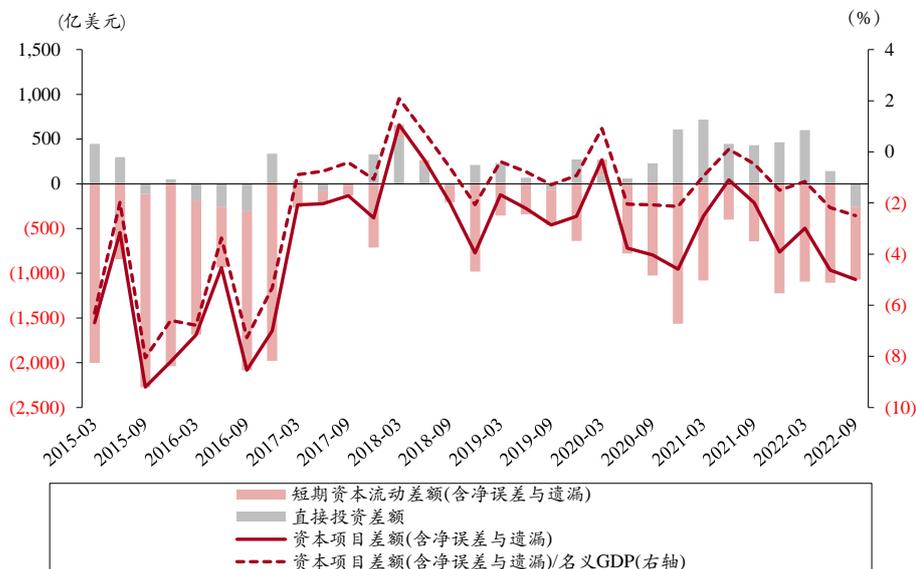
注：中国出口市场份额为 2022 年前三季度合计，贸易差额为 2022 年前 11 个月合计。

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贬值（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



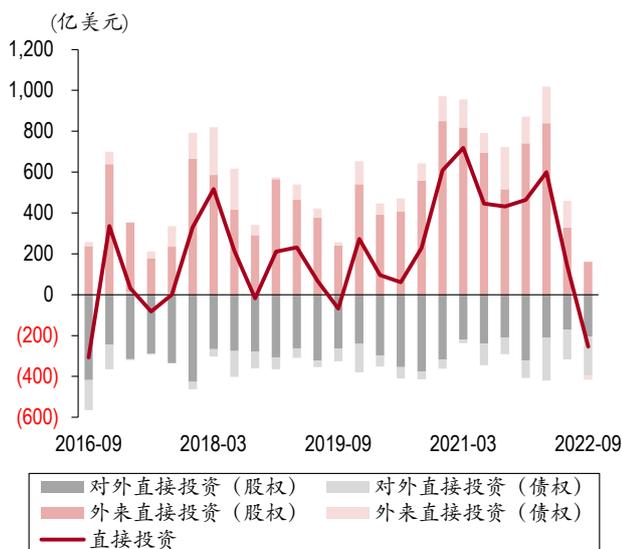
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

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。

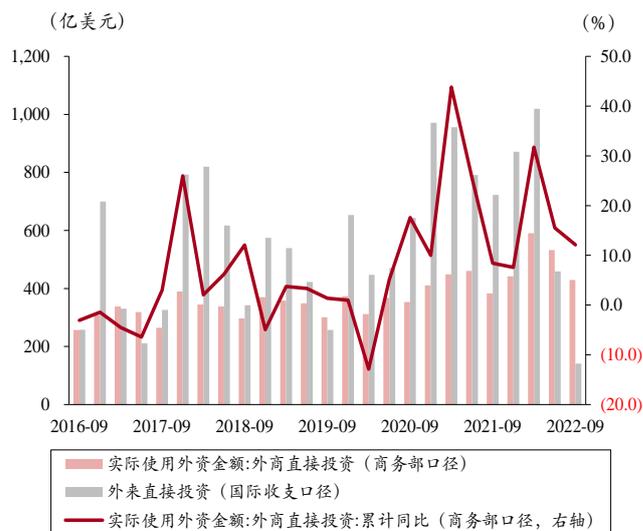
总体来看，三季度外来直接投资步伐放缓，同时对外直接投资增加，这一方面在近岸贸易、友岸外包的趋势下，海外主体投资有更多的考量因素，增量外资流入边际减少；另一方面，由于国内外疫情开放的周期错位，对外投资恢复快于外来投资。对此，年底中央经济会议强调要更大力度吸引和利用外资，包括要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度，落实好外资企业国民待遇，以及积极推动加入 CPTPP 和 DEPA 高标准经贸协议等。

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

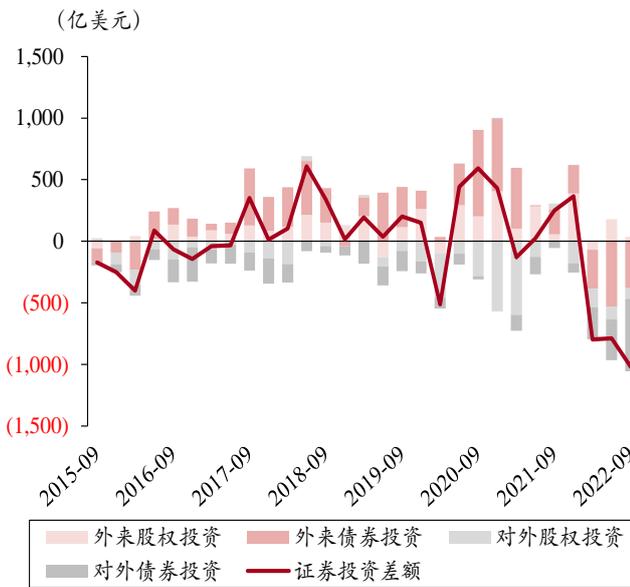


资料来源：国家外汇管理局，商务部，Wind，中银证券

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）。

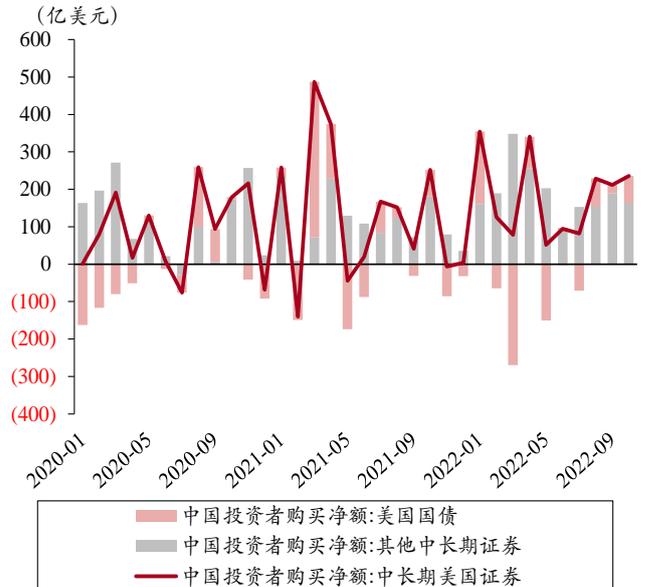
当季，外来证券投资由上年同期净流入 260 亿美元转为净流出 348 亿美元，其中外来债券投资净流出同比增加 587 亿美元，贡献了 97%。这反映了 2022 年以来外资连续减持人民币债券资产，短期资本流出压力持续。不过，环比来看，外来证券净流出规模连续两个季度收窄，较二季度减小 1%，债券投资净流出减小 28%。高频的债券通和陆股通数据显示，三季度外资累计减持人民币债券 1607 亿元人民币，减持规模较二季度下降 48%。10 月份以来，尽管中美利差倒挂程度进一步加深，外资减持人民币债券规模进一步收敛。10~11 月，中美 10 年期国债平均利差为 119 个基点，较三季度均值扩大 80 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



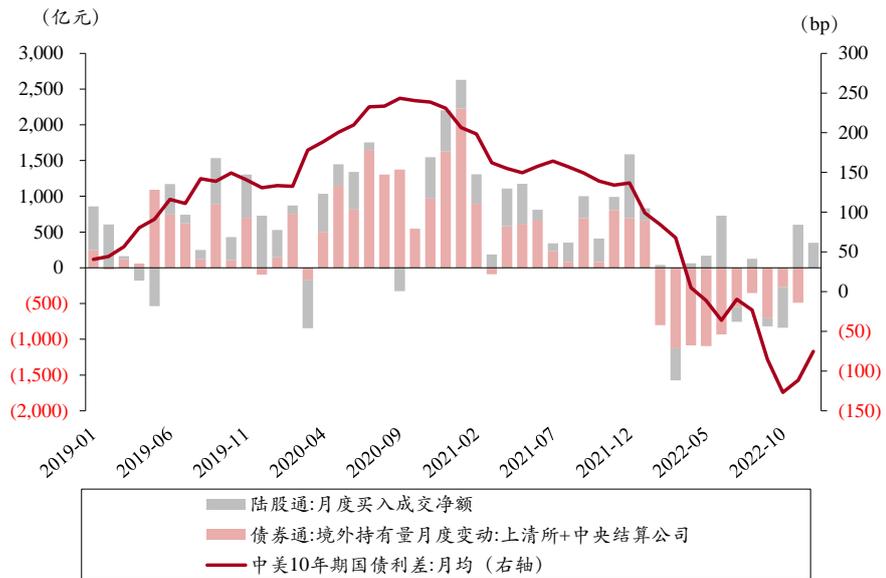
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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

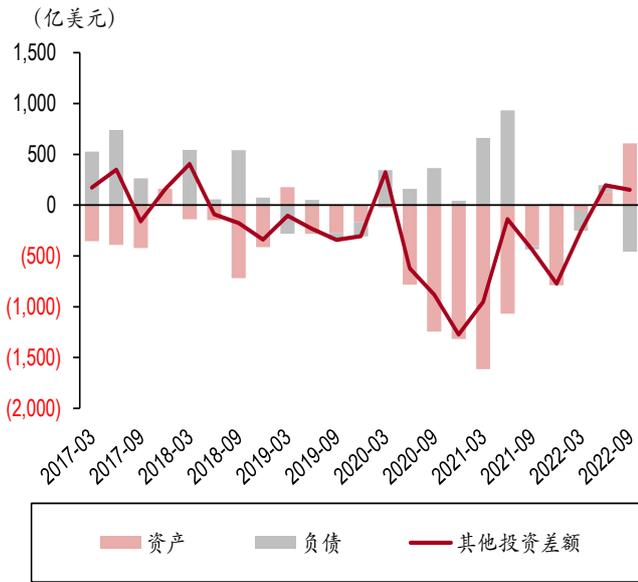
图表 15. 债券通和陆股通项下资金流动情况及中美利差



资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

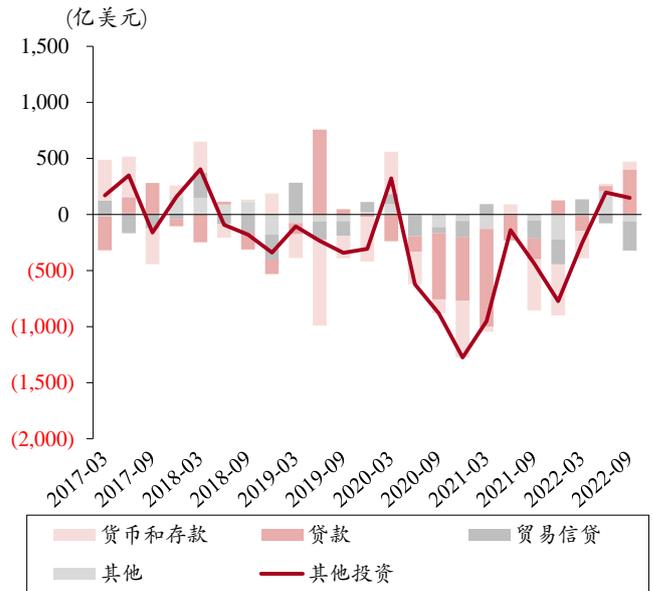
其他投资差额同比转为顺差，内资净流入有效对冲了外资净流出，且仍有盈余。三季度，其他投资顺差 150 亿美元，2021 年同期为逆差 437 亿美元。资产方，境内涉外主体大幅减少对外资产运用，由 2021 年同期的净流出 437 亿美元转为净流入 607 亿美元。负债方，海外主体减少了对境内的存款和放款，净流出规模同比增加 425 亿美元（见图表 16）。从分项来看，贷款以及货币和存款净流入增长是其他投资顺差增加的主要正贡献项，二者净流入合计同比增加 1110 亿美元（见图表 17）。这与同期银行对外金融资产中的存贷款余额变动方向一致（见图表 18），表明前期贸易和结售汇顺差积累的民间外汇头寸起到了二级“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



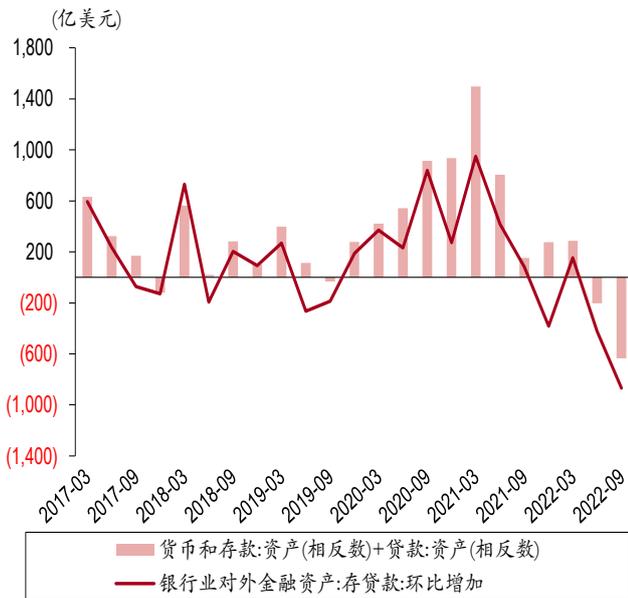
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 17. 其他投资差额变动及其主要项目构成情况



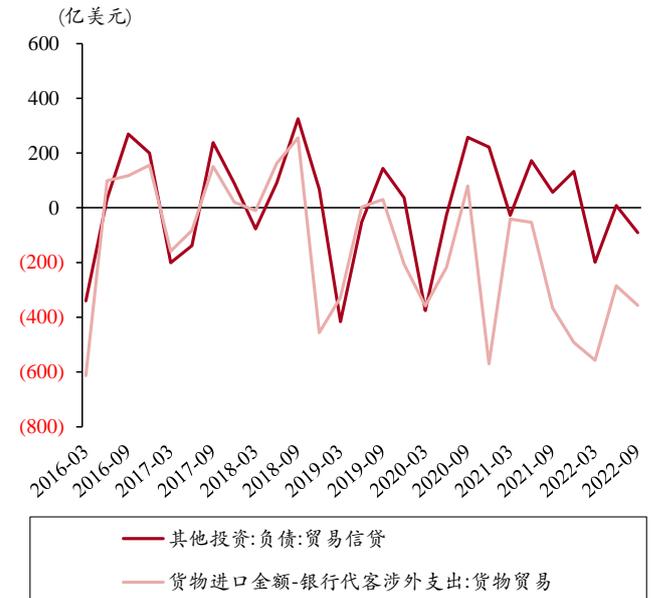
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 18. 货币和存款资产方与金融机构境外外汇存款



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 19. 贸易信贷负债净发生与货物进口付款情况

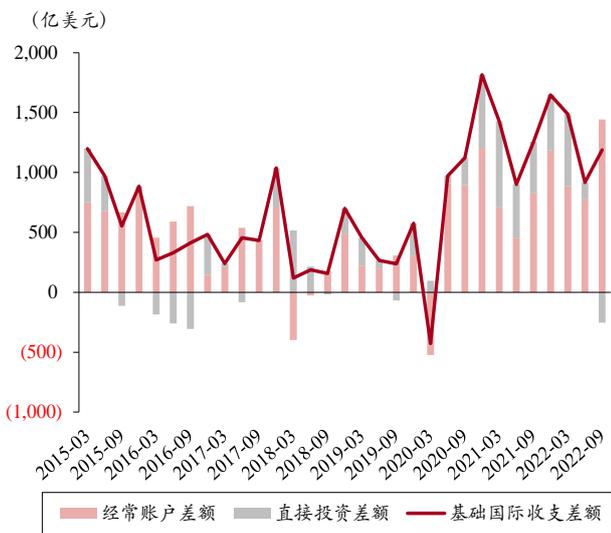


资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券

三、基础收支顺差维持较高水平，短期资本净流出占基础收支顺差比重下降

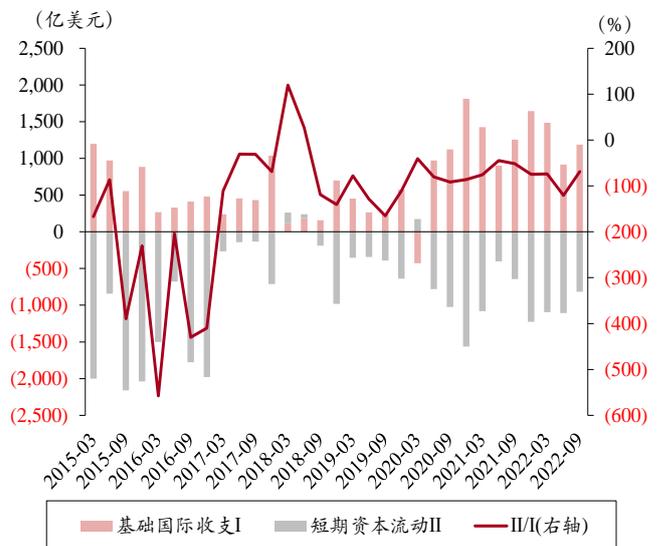
三季度，我国基础国际收支顺差（即经常项目与直接投资合计）为 1189 亿美元，环比增加 30%，同比下降 5%，其中经常项目差额同比增加 618 亿美元，直接投资差额同比减少 686 亿美元（见图表 20）。当季，短期资本（即证券投资、金融衍生工具、其他投资和净误差与遗漏合计）净流出 816 亿美元，同比增长 27%，环比缩小 26%，与基础国际收支顺差之比为-69%，负值同比上升 18 个百分点，环比下降 52 个百分点（见图表 21）。这表明短期资本流动冲击环比减弱，同时基础收支顺差继续维持较高水平，弥补了短期资本净流出，交易引起的外汇储备资产止跌回升。同时，这也表明，**尽管本轮人民币汇率调整主要受市场情绪主导的短期资本流动驱动，但人民币汇率弹性增加，及时释放了贬值压力，避免了贬值预期积累。**这正是 11 月初以来，在外部美元指数下跌、美股反弹，内部防疫政策和房地产调控优化等边际利好提振下，人民币汇率止跌回升，于 12 月初再度升回 7.0 以内的重要原因。

图表 20. 基础国际收支及其分项



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



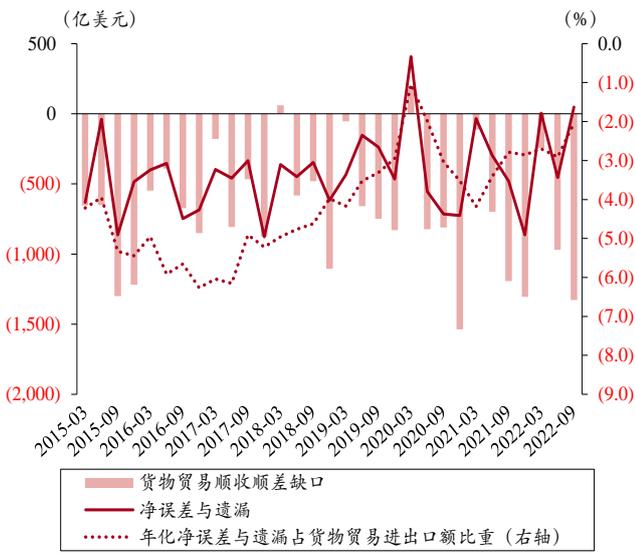
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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+金融衍生工具差额+其他投资差额+净误差与遗漏。

贸易顺收顺差缺口扩大，但净误差与遗漏由负转正。三季度，贸易顺收顺差缺口从上季度的 970 亿美元扩大至 1328 亿美元，但净误差与遗漏由-455 亿美元转为+45 亿美元（见图表 22）。前三季度，国际收支口径的货物出口占海关口径的货物出口比重为 93.9%，较前五年同期均值下降 2.7 个百分点；进口占比为 98%，较前五年同期均值下降 1.8 个百分点。可见，国际收支口径的货物进出口数值相对海关口径的进出口数据调整幅度较大，是当季净误差与遗漏由负转正的主要原因。

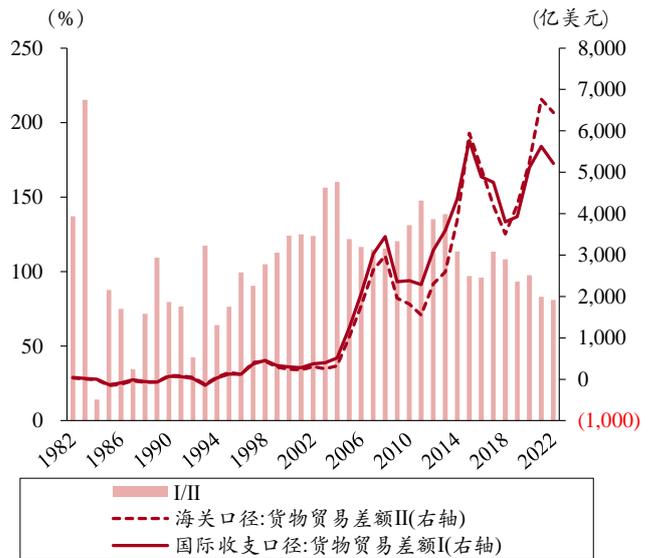
根据外汇局发布的《2022 年上半年中国国际收支报告》，**2022 年以来国际收支的货物贸易数据统计标准有所调整，具体对跨国公司的无厂制造模式进行更为明确的界定，以此更好反映货物所有权转移为原则的国际收支货物贸易情况，这导致国际收支口径的贸易数据较海关口径出现一定程度的偏离。**从历史数据来看，1998 年至 2021 年间，除 2015-2016 和 2019-2021 年外，年度国际收支口径的货物贸易顺差均超过海关口径的进出口顺差。即便是前述小于海关进出口顺差的年份，差距均值仅为 7 个百分点。2022 年前三季度，国际收支口径货物贸易顺差仅相当于海关进出口顺差的 80.9%（见图表 23），三季度该比例更是低至 75.4%。三季度，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）比例为 0.3%，上季度为-3.0%，年化净误差与遗漏额占年化货物贸易进出口额比例为-2.0%，环比提升 0.9 个百分点，仍然位于±5%的合理标准以内（见图表 22）。

图表 22. 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，Wind，中银证券
注：年化货物贸易进出口额为国际收支口径的进出口总额往前四个季度滚动合计。

图表 23. 国际收支口径与海关口径贸易差额对比



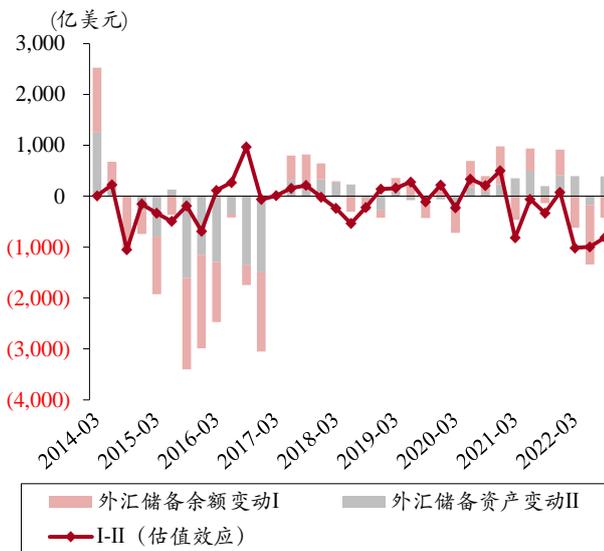
资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券
注：2022 年为前三季度数据合计。

四、交易引起的外汇储备资产增加，负估值效应导致外汇储备余额减少

三季度，交易引起的外汇储备资产由上季度的小幅减少转为增加 388 亿美元；9 月末，央行公布的外汇储备余额 3.03 万亿美元，较 6 月末减少 423 亿美元；两者差额为 -811 亿美元，环比缩窄 18%（见图 24）。这主要反映了全球股债汇“三杀”等非交易因素引起的负估值效应。

当季，美元指数上涨 7.1%，非美元货币兑美元普遍下跌，日元下跌 6.7%，欧元下跌 6.5%，英镑下跌 8.3%，导致非美元储备资产折美元减少。由于海外通胀高位运行，以美联储为代表的主要央行激进紧缩，股票等风险资产延续调整趋势。其中，标普 500 指数和德国 DAX 指数跌幅较大，分别下跌 5.3% 和 5.2%；10 年期美债收益率三季度累计上行 85 个基点，以美元标价的全球债券指数下跌 3.3%（见图 25）。

图表 24. 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，Wind，中银证券

图表 25. 三季度主要货币和全球资产价格表现

		(单位: %; bp)			
		2022.7	2022.8	2022.9	2022Q3
货币	美元指数	1.1	2.7	3.2	7.1
	美元兑日元	-1.8	4.3	4.2	6.7
	欧元兑美元	-2.5	-1.7	-2.5	-6.5
	英镑兑美元	0.0	-4.5	-3.9	-8.3
股市	标普500指数	9.1	-4.2	-9.3	-5.3
	富时100指数	3.5	-1.9	-5.4	-3.8
	法国CAC40指数	8.9	-5.0	-5.9	-2.7
	德国DAX指数	5.5	-4.8	-5.6	-5.2
	日经225指数	5.3	1.0	-7.7	-1.7
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	2.5	-2.6	-3.2	-3.3
	10年期美债(bp)	-31.0	48.0	68.0	85.0

资料来源：彭博，Wind，中银证券

五、对外净资产环比增加，民间货币错配持续改善

截至三季度末，我国对外金融资产 88980 亿美元，环比减少 2583 亿美元，交易因素（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-31%、131%；对外金融负债 65340 亿美元，环比减少 5407 亿美元，交易因素和非交易因素分别贡献了 13%、87%（见图表 26）。

三季度，非交易因素导致对外金融负债下降 4722 亿美元，明显大于对外金融资产降幅 3388 亿美元。资产端，非交易因素对证券资产影响最大，减少 1541 亿美元；储备资产和直接投资分别减少 903、671 亿美元，这主要反映海外主要央行加息，利率上升、资产价格调整的影响。负债端，三季度人民币兑美元汇率中间价累计贬值 5.5%，导致外商股权投资的汇兑损失 1734 亿美元，境外机构和个人持有人民币股票资产的汇兑损失为 262 亿美元，本币外债的汇兑损失为 614 亿美元，三者合计 2610 亿美元，贡献了同期非交易因素引起的对外负债降幅的 55%，体现了汇率浮动对于吸收内外部冲击，促进国际收支平衡的“减震器”作用。

截至 2022 年 9 月末，我国国际投资净头寸为对外净资产 23640 亿美元，环比增加 2824 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 53%、47%。民间部门对外净负债（不含储备资产，下同）为 8296 亿美元，其中交易因素（非储备性质的金融账户差额取相反数）和非交易因素分别贡献了-33%、133%（见图表 27），民间对外净负债占年化名义 GDP 比重为 4.9%，分别较二季度末减少 3354 亿美元、回落 1.7 个百分点，较 2015 年 6 月末（“8.11”汇改前夕）减少 15437 亿美元、回落 16.9 个百分点（见图表 28）。这反映民间部门货币错配持续改善、对外金融韧性增强，是当季人民币汇率再度跌破整数关口，外汇市场保持平稳运行的重要微观基础。

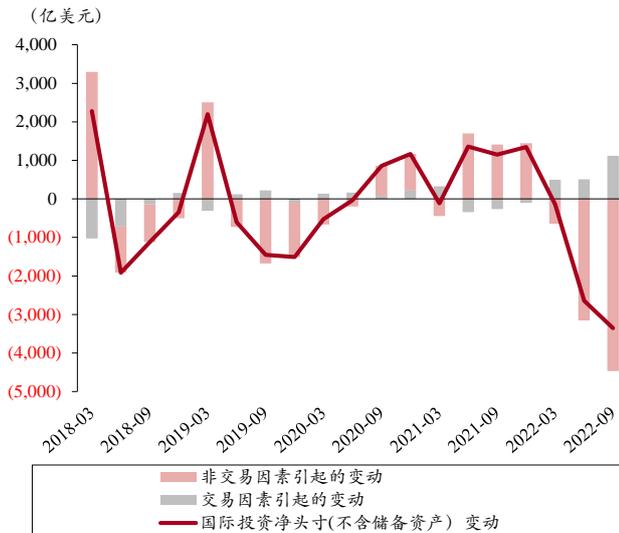
图表 26. 三季度对外金融资产和负债变动的构成（单位：亿美元）

	2022 年 6 月末	2022 年 9 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	20,816	23,640	2,824	1,489	1,335
资产	91,563	88,980	(2,583)	805	(3,388)
1.直接投资	26,039	25,764	(275)	396	(671)
2.证券投资	10,196	9,328	(868)	673	(1,541)
其中：股权	6,468	5,166	(1,302)	85	(1,387)
债券	3,728	4,162	434	588	(154)
3.金融衍生工具	242	298	55	(30)	85
4.其他投资	22,620	21,654	(965)	(607)	(358)
5.储备资产	32,466	31,936	(530)	373	(903)
其中：外汇储备	30,713	30,290	(423)	388	(811)
黄金储备	1,138	1,047	(91)	0	(91)
负债	70,746	65,340	(5,407)	(684)	(4,722)
1.直接投资	35,874	34,111	(1,763)	141	(1,904)
2.证券投资	19,633	16,623	(3,010)	(348)	(2,663)
其中：股权	12,377	10,104	(2,273)	35	(2,307)
债券	7,256	6,518	(738)	(382)	(355)
3.金融衍生工具	181	286	105	(21)	126
4.其他投资	15,058	14,320	(739)	(457)	(281)

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。

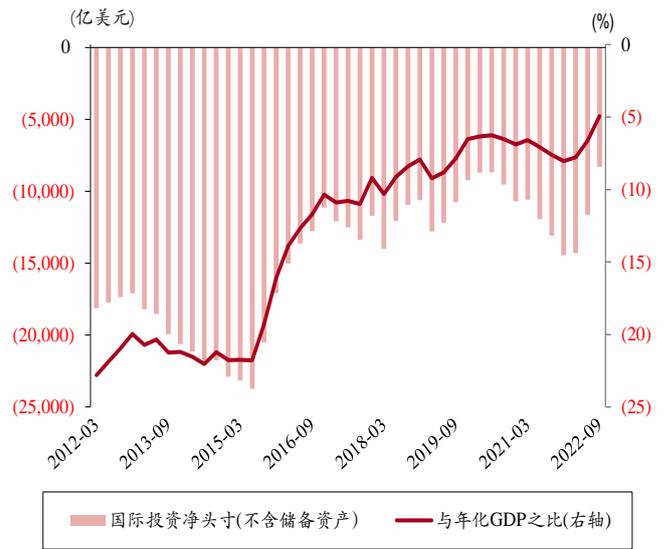
图表 27. 交易和非交易因素对非储备对外净头寸贡献



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：（1）交易因素为非储备性质的金融账户差额取相反数；（2）非交易因素=国际投资净头寸（不含储备资产）变动-交易因素。

图表 28. 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，Wind，中银证券

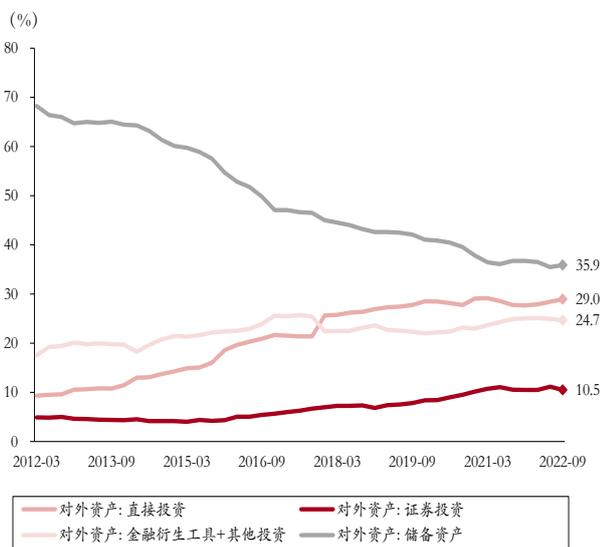
注：（1）对外净头寸（不含储备资产）/年化名义 GDP=对外净头寸*季末人民币汇率中间价/年化名义 GDP；（2）年化名义 GDP 为往前四个季度滚动合计。

六、非交易因素导致证券投资资产和负债占比下降，直接投资资产和负债及储备资产占比上升

从对外金融资产结构来看，三季度，由于非交易因素导致的证券投资和其他投资（含金融衍生工具，下同）降幅大于储备资产降幅，二者占对外金融资产比重分别环比下降 0.7、0.3 个百分点至 10.5%、24.7%，储备资产比重上升 0.4 个百分点至 35.9%，但仍处于历史低位。此外，随着境内主体有序恢复海外直接投资，对外直接投资占比上升 0.5 个百分点至 29%（见图表 29），为 2021 年 6 月以来的高点。

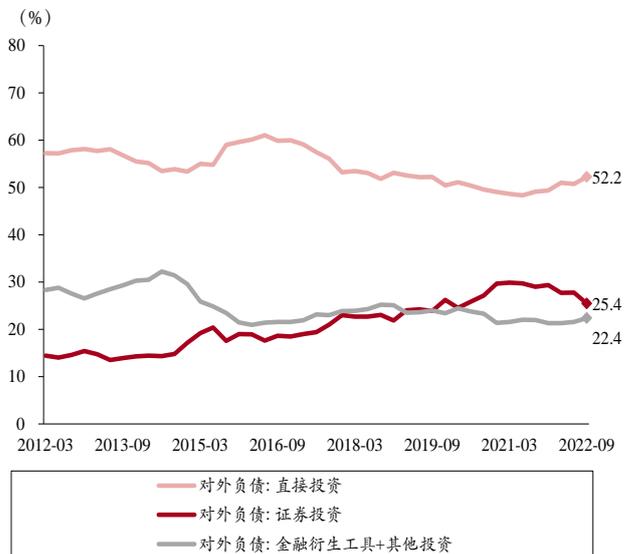
从对外金融负债结构来看，三季度，外来直接投资和其他投资分别环比上升 1.5、0.8 个百分点至 52.2%、22.4%，外来证券投资下降 2.3 个百分点至 25.4%（见图表 30）。这反映了由于人民币汇率和国内资产价格调整，负估值效应导致外资持有证券资产余额减少，短期负债占比下降，以直接投资为主的中长期负债占比上升。

图表 29. 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

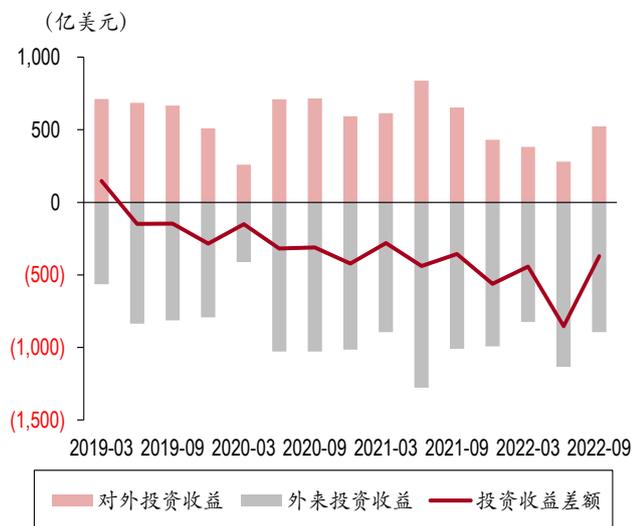
图表 30. 对外金融负债构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

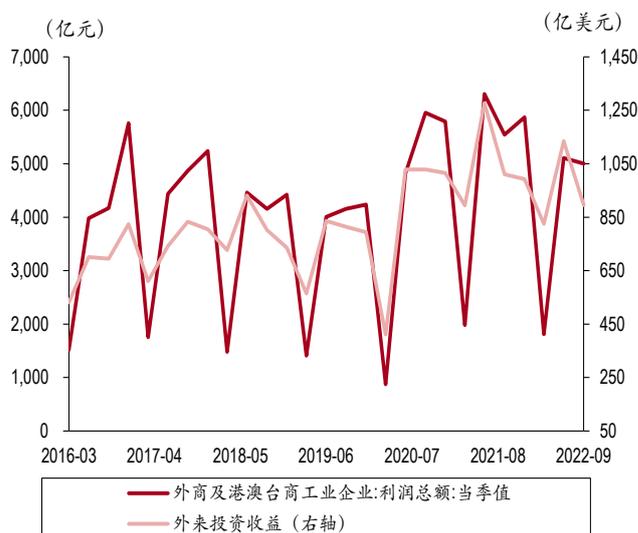
三季度，外来投资收益 895 亿美元，同比下降 115 亿美元；对外投资收益 523 亿美元，同比下降 131 亿美元，投资收益逆差同比小幅扩大 4.5% 至 372 亿美元（见图表 31）。外来投资收益下降与国内经济复苏势头放缓，外商投资企业利润汇出减少有关（见图表 32）；对外投资收益下降是由于海外利率快速上升，金融市场动荡加剧，对外投资回报受到影响。

图表 31. 对外和外来投资收益及二者差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

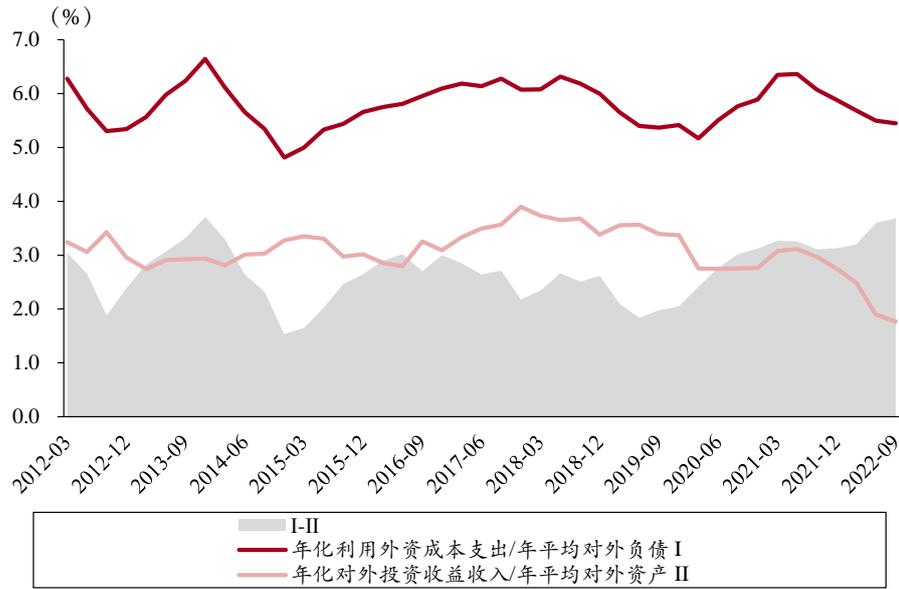
图表 32. 外商企业利润及外来投资收益



资料来源：国家统计局，国家外汇管理局，Wind，中银证券

当季，以年化对外投资收益占年均对外资产比例衡量的对外投资回报率为 1.8%，以年化外来投资收益占年均对外负债比例衡量的利用外资成本率为 5.4%，二者分别同比下降 1.2、0.6 个百分点，均连续六个季度回落（见图表 33）。2022 年前三季度，我国对外投资收益率均值累计下降 1.0 个百分点，大于利用外资成本率累计降幅 0.7 个百分点，二者差值扩大导致投资收益逆差累计同比增加 55%（见图表 31）。从境内外金融资产收益率对比来看，由于海外主要央行大幅加息，全球多数资产类别普遍回调，不少国家出现“股债汇”三杀。相比之下，我国债券收益率稳中有降，债券资产仍有正向收益，境内部分金融资产回报高于海外。从对外资产和负债结构来看，我国对外负债中超过半数为与实体经济有关的中长期直接投资，股权持有比例高、流动性差，因此需要更多的风险补偿和更高的投资回报，而对外资产中以追求安全和流动的储备资产为主，这导致我国长期以来利用外资成本率高于对外投资收益率，投资收益常年为逆差。2022 年海外资产价格波动对我国对外投资收益影响更大，外来直接投资受金融市场短期价格波动影响较小，导致投资逆差进一步扩大。

图表 33. 年化对外投资收益率和利用外资成本率



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

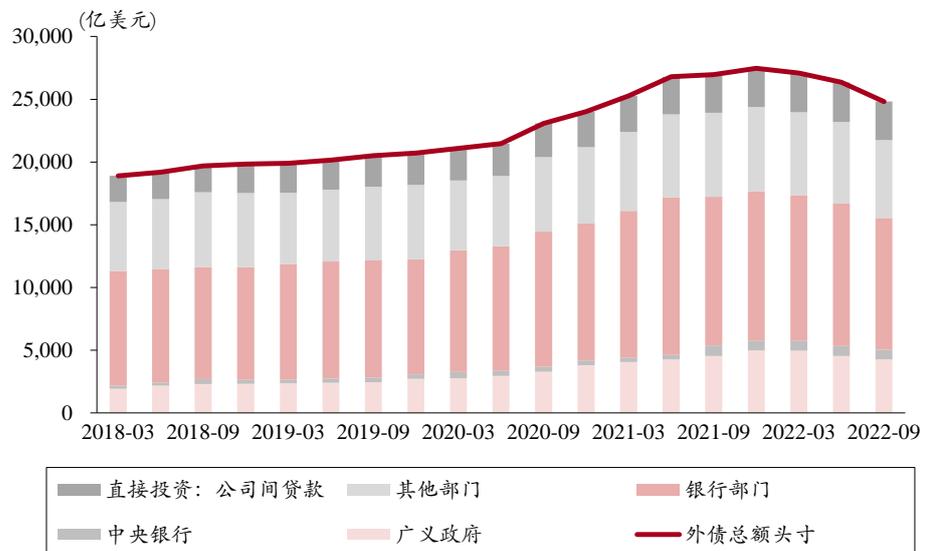
注：（1）对外投资收益率=投资收益贷方往前四个季度滚动合计/年平均对外资产；（2）利用外资成本率=投资收益借方往前四个季度滚动合计/年平均对外负债。

七、外债余额减少，外债风险总体可控

截至三季度末，我国具有契约性偿还义务的外债余额 24815 亿美元，连续三个季度下降，较二季度末减少 1545 亿美元，其中，汇率折算因素造成外债余额下降 630 亿美元，贷款、货币与存款、债务证券、贸易信贷与预付款和其他债务负债等外债余额剔除汇率因素影响后合计下降 915 亿美元。

分部门看，当季外债余额减少主要来自于银行和其他部门，外债规模分别较上季度末减少 869、291 亿美元（见图表 34），其中银行部门的短期和长期债务证券分别减少 591、277 亿美元。这主要反映了同期境外对境内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（见图表 15 和 18）。

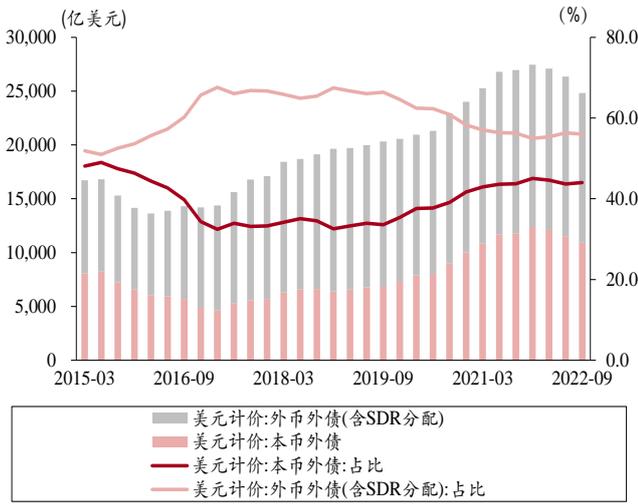
图表 34. 我国外债余额和分部门情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

从币种结构来看，三季度末，本币和外币外债余额分别为 1.1 万亿、1.4 万亿美元，环比减少 593 亿、952 亿美元；本币外债占比环比微增 0.3 个百分点至 44%，外币外债占比相应下降 0.3 个百分点至 56%（见图表 35）。从期限结构来看，三季度末，短期和中长期外债余额分别为 1.4 万亿、1.1 万亿美元，环比减少 656 亿、889 亿美元。由于短期外债降幅小于中长期外债降幅，短债占比为 55%，环比上升 1 个百分点。因为短期外债降幅大于外汇储备余额降幅，短债占外汇储备余额比重环比下降 1.5 个百分点至 45.1%，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 36）。

图表 35. 我国外债余额币种构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 36. 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，Wind，中银证券

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。

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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