

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen\_qh@chinastock.com.cn

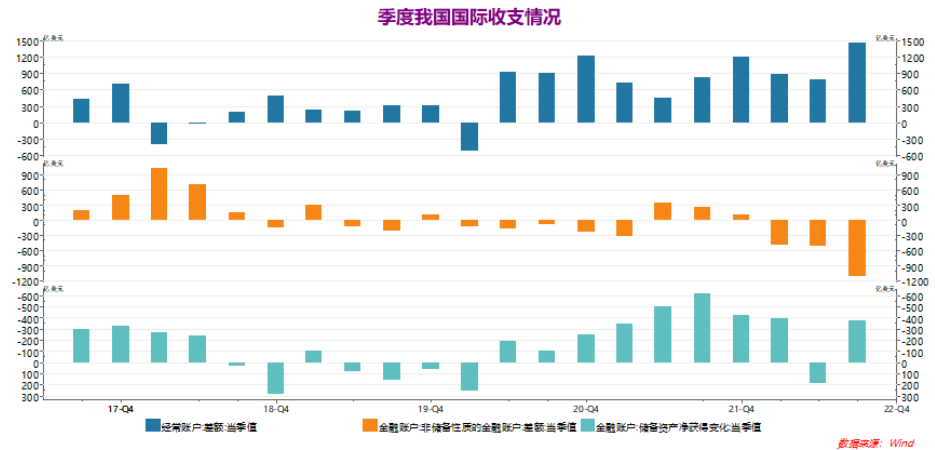
## 储备资产增加背后需要居安思危

### ——三季度国际收支正式数据分析

#### 正文：

年前，外汇管理局公布了我国三季度暨国际收支的正式数据。数据显示，三季度，我国国际收支中，经常项目继续顺差，巨额顺差 1444.33 亿美元，明显高于前值 774.98 亿美元的顺差额，也高于去年同期的 825.59 亿美元顺差额；非储备性质金融账户巨额逆差 1115.97 亿美元，前值逆差 509.86 亿元，去年同期顺差 265.88 亿美元。国际储备资产因此出现增加，增加了 373.02 亿美元，前值减少了 189.73 亿元，去年同期增加了 613.7 亿美元。

图1：季度我国国际收支情况

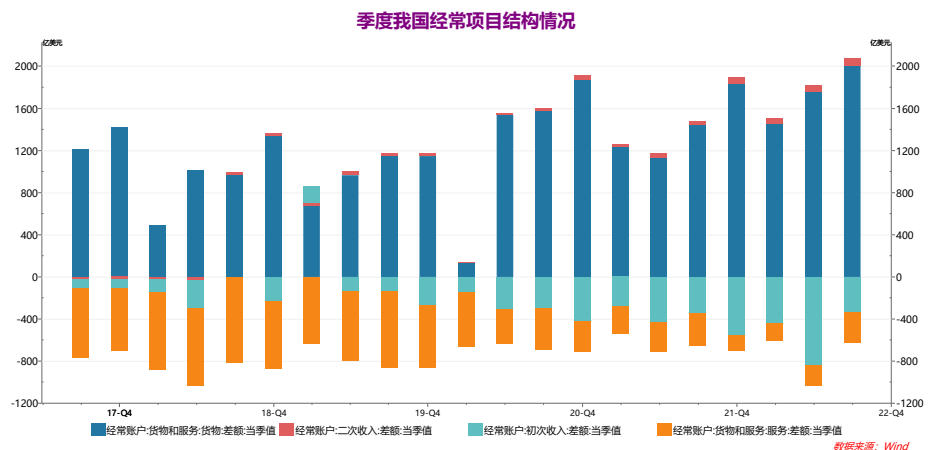


数据来源：Wind、银河期货

#### 一、经常项目分析

从经常项目看，经常项目的顺差依旧得益于贸易收支顺差的，货物贸易顺差 2007.33 亿美元，高于前值的顺差 1757.98 亿美元，也高于去年同期的 1440.92 亿美元；服务贸易逆差 291.7 亿美元，高于前值的逆差 196.96 亿美元，但低于去年同期的逆差 304.65 亿美元；初次收入逆差了 338.67 亿美元，大大低于前值的逆差 843.37 亿美元，也高于去年同期的 345.76 亿美元；二次分配顺差 66.38 亿美元，前值为 57.83 亿美元，去年同期为 35.08 亿美元。

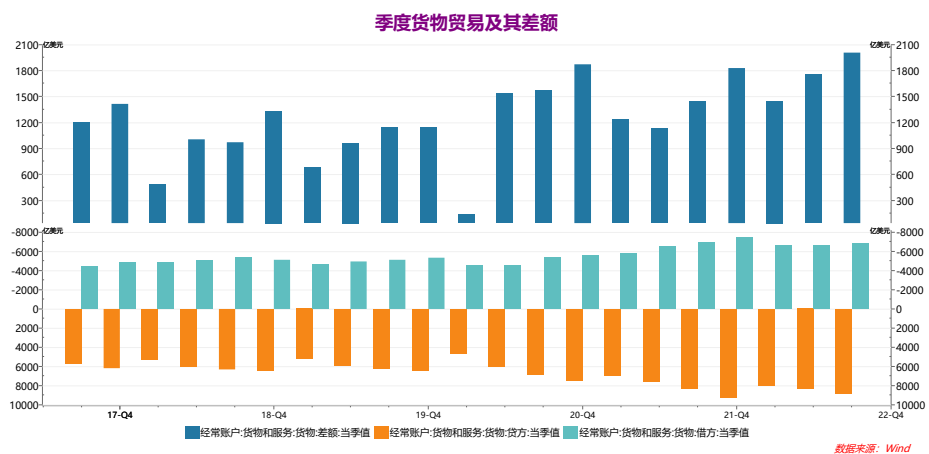
图2：季度我国国际收支情况



数据来源：Wind、银河期货

从货物贸易看，出口数额环比回升了 5.48%，进口数额环比则下降了 3.18%。当季的货物贸易顺差环比因此回升了 14.18%。而同比数据出口增加了 6.36%，进口减少了 0.52%，顺差增加了 39.31%。但相对于二季度数据，顺差和出口数据同比与环比均有一定程度下降。

图3：季度货物贸易及其差额

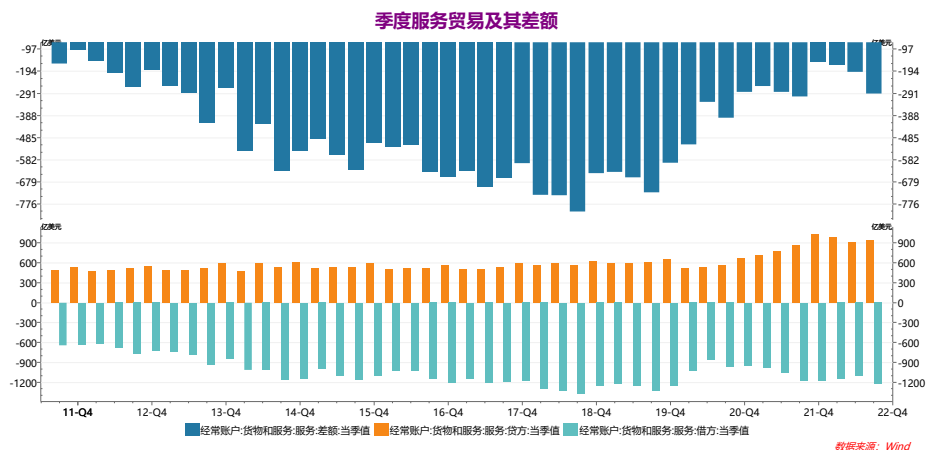


数据来源：Wind、银河期货

但根据海关统计，三季度货物贸易顺差达到 2660.66 亿美元，和国际收支统计的顺差 2007.33 亿美元有明显的差距。对此，央行在《2022 年上半年中国国际收支报告》中了解释：是因为我国兼具加工大国和消费大国的身份，“无厂制造”模式盛行，而导致统计上出现的明显差异。

在服务贸易方面，三季度逆差额环比回升，进出口环比均有所回升。

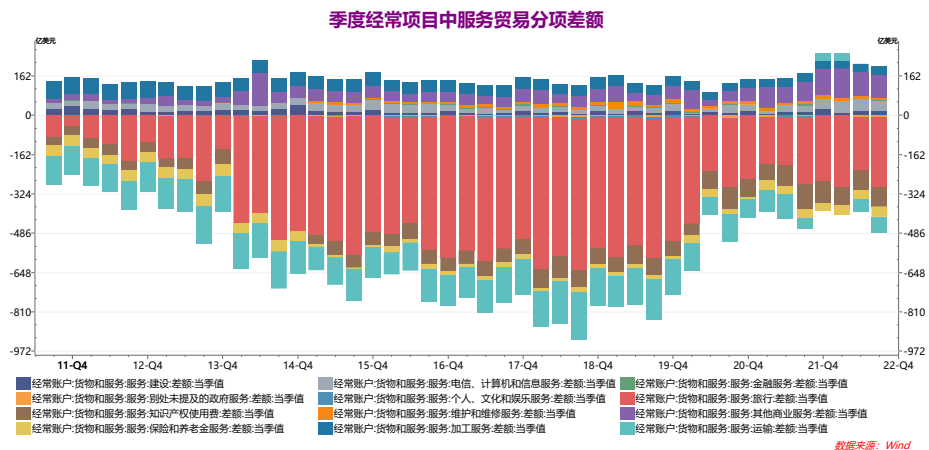
图4：季度货物贸易及其差额



数据来源：Wind、银河期货

从服务贸易分项数据看，旅行服务和知识产权使用费逆差的萎缩及其他商业服务项顺差增加是导致服务贸易逆差环比下降的主要原因。三季度旅行服务逆差285.26亿美元，高于前值的逆差217.33亿美元。第二大逆差项目是知识产权使用费，逆差79.26亿美元，前值逆差81.91亿美元。而其他商业服务项顺差89.46亿美元，前值顺差96.24亿美元，其他商业服务项是我国服务项目中最大的顺差项目。

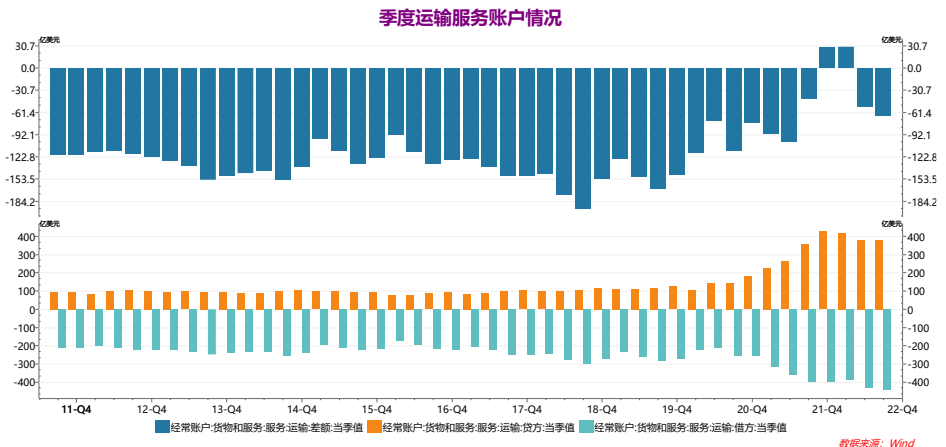
图5：季度经常项目中服务贸易分项差额



数据来源：Wind、银河期货

另一个值得关注的项目是运输服务，出口和进口环比均有增加，但进口回升比较明显。继二季度转顺差为逆差后，三季度持续逆差，逆差65.38亿美元，前值逆差53亿美元。

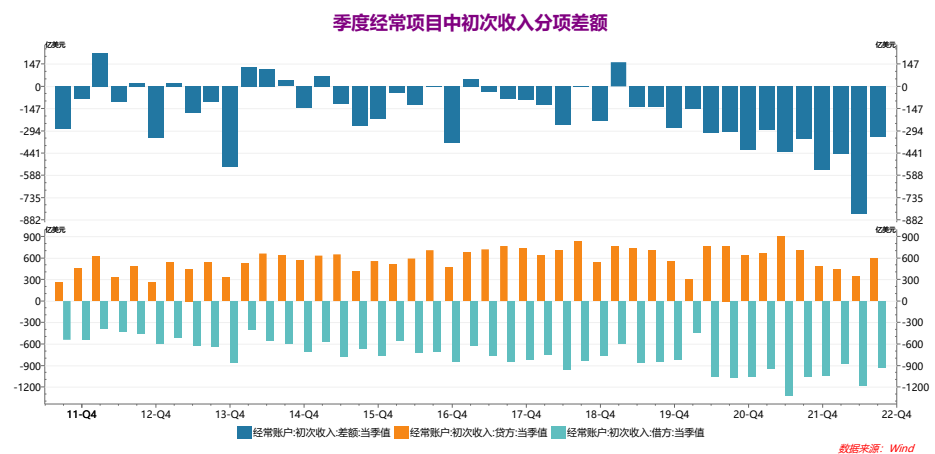
图6：季度运输服务账户情况



数据来源：Wind、银河期货

从初次收入分项看，三季度逆差了338.67亿美元，明显低于前值的逆差843.87亿美元。在初次收入分项目下，资金流入有所明显回升，而流出环比有所回落。但同比数据显示，资金流入大幅下降了16.68%，资金流出却回升了11.88%。

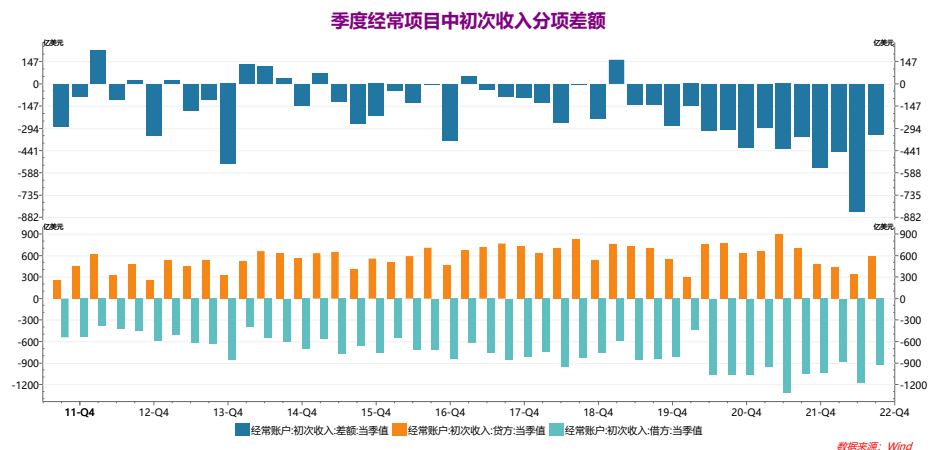
图7：季度经常项目中初次收入分项差额



数据来源：Wind、银河期货

从占比最高的投资收益看，逆差372.28亿美元。投资收入流出有所回落，但依旧处于相对高位。根据相关概念，外商投资收益包括外方已经获取并汇出利润、未分配利润和已经分配但尚未汇出利润三大部分。参考到非储备金融账户中直接投资净流入回落和高频数据显示外企利润回落，有理由相信外商的“两未”利润，即未分配利润和分配但尚未汇出利润出现了回落，即外商扩大再投资和追加投资回落。而利润汇出增加。

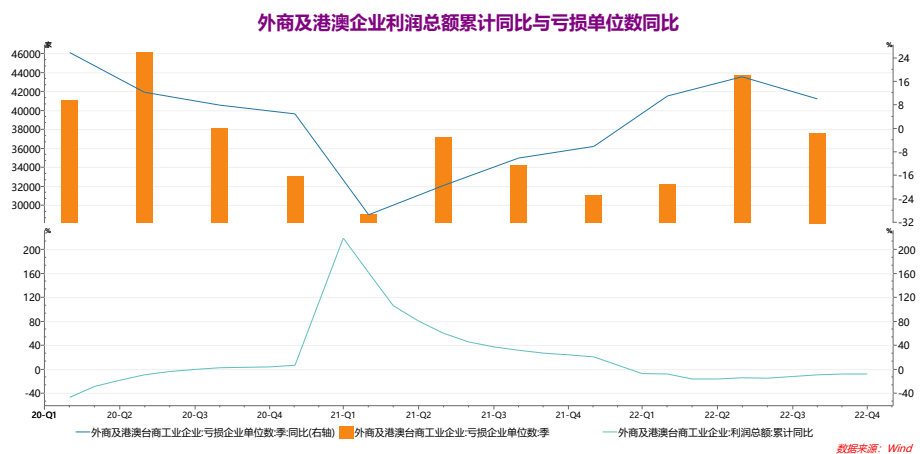
图8：季度投资收益及其差额



数据来源：Wind、银河期货

数据显示，外商及港澳企业利润总额累计同比与亏损单位数同比看，亏损企业在三季度继续增加，全季增加了10.1%，外商的利润总额累计同比继续下降，尽管跌幅趋缓，但也接近10%。

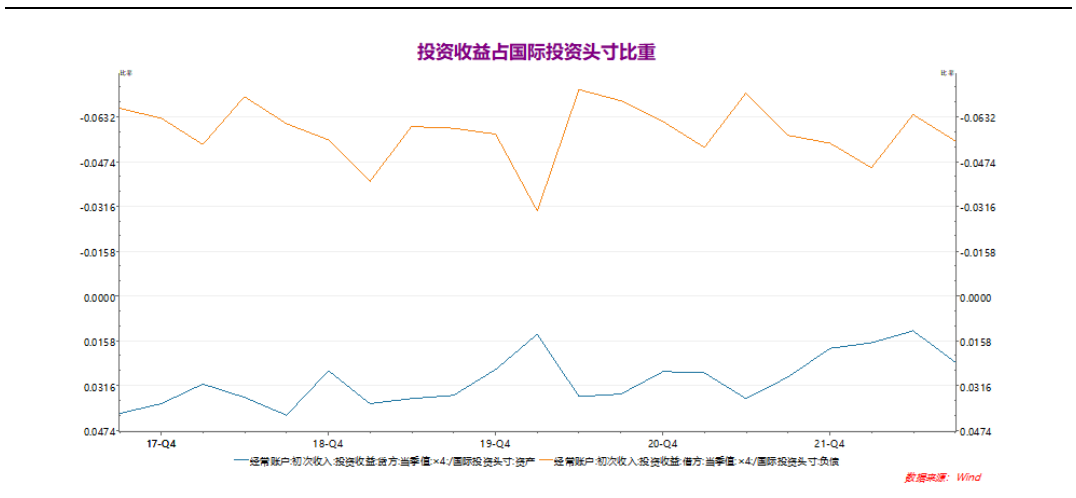
图9：外商及港澳企业利润总额累计同比与亏损单位数同比



数据来源：Wind、银河期货

再从投资收益项目占比看，投资收益借方占国际投资头寸的负债部分比率再度回落，而投资收益贷方占国际投资头寸资产部分比率也出现止涨回落。

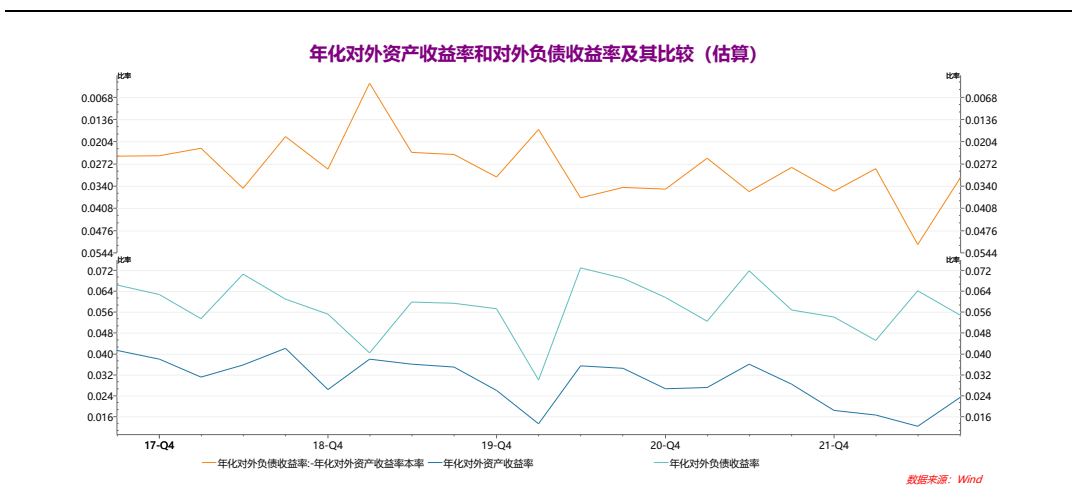
图10: 投资收益占国际投资头寸比重



数据来源：Wind、银河期货

而从估算的年化对外负债收益率和年化对外资产收益率看，三季度，年化对外资产收益率继续有所回升，从1.23%回升到2.35%，而年化对外负债收益率回落，从6.41%回落到5.48%。两者差值出现缩小，从5.19%缩小到3.13%。

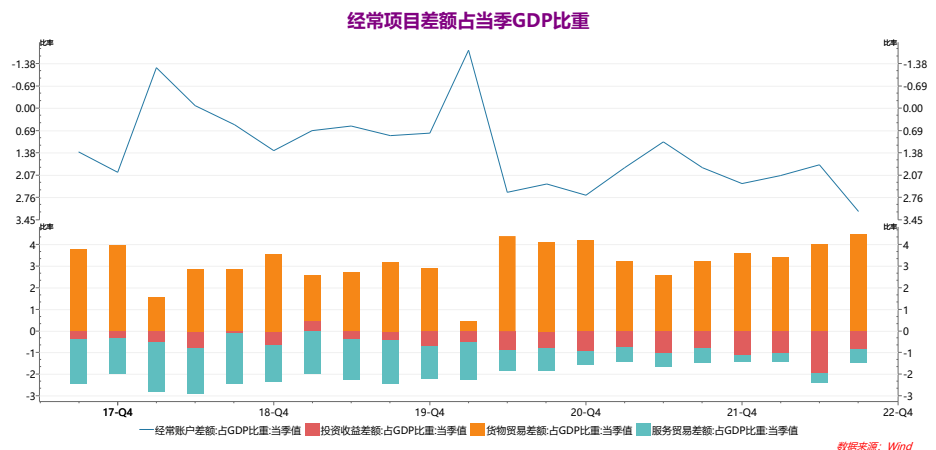
图11: 年化对外资产收益率和对外负债收益率及其比较（估算）



数据来源：Wind、银河期货

从经常项目差额占当期的GDP现价比看，三季度占比在3.2%左右，大大高于去年同期的1.84%，在4%的国际警戒线之内。其中货物贸易差额占到4.46%，达到历史最高点，也反映出我国经济增长面临着国内经济下行压力，外需作用因此而继续相对提升。

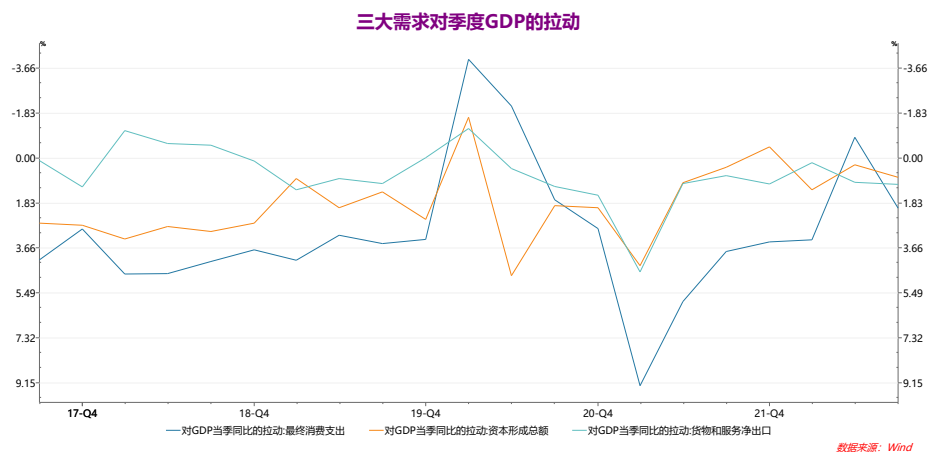
图12: 经常项目差额占当季GDP比重



数据来源: Wind、银河期货

从三大需求对GDP拉动看,三季度,净出口拉动力继续提升,国内需求投资拉动也转负为正,投资拉动也有回升。

图13: 三大需求对季度GDP的拉动



数据来源: Wind、银河期货

## 二、非储备性质金融账户分析

在直接投资方面,三季度逆差254.46亿美元,前值顺差141.44亿美元。三季度直接投资流入环比减少明显,而流出却有增加。值得注意的是,从直接投资的结构看,在资产方面,股权投资环比回落;但在负债方面,股权投资减少明显。

国际收支平衡表还提供了金融部门股权投资和非金融部门股权投资的数据,三季度,股权方面资金流入依旧主要体现在非金融部门。在资金流出方面,金融部门的股权投资相对稳定,非金融部门的股权对外投资环比回升明显。

图14: 季度直接投资及其差额情况

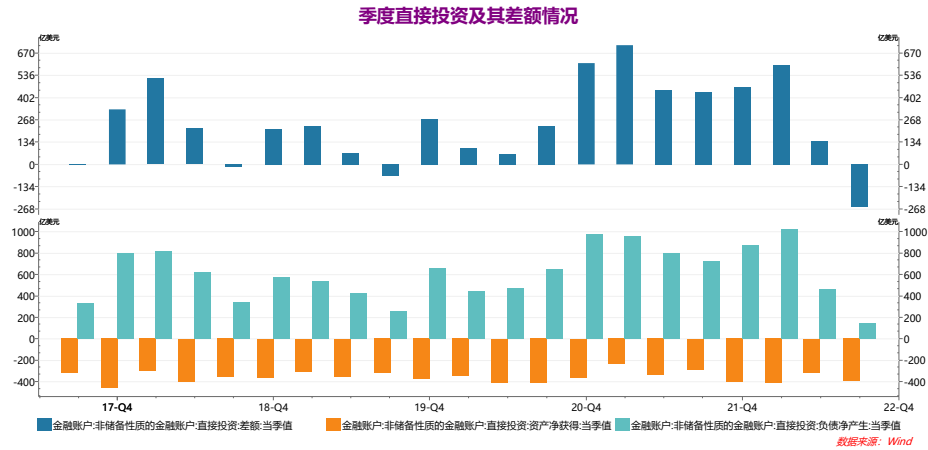


图15: 直接投资结构

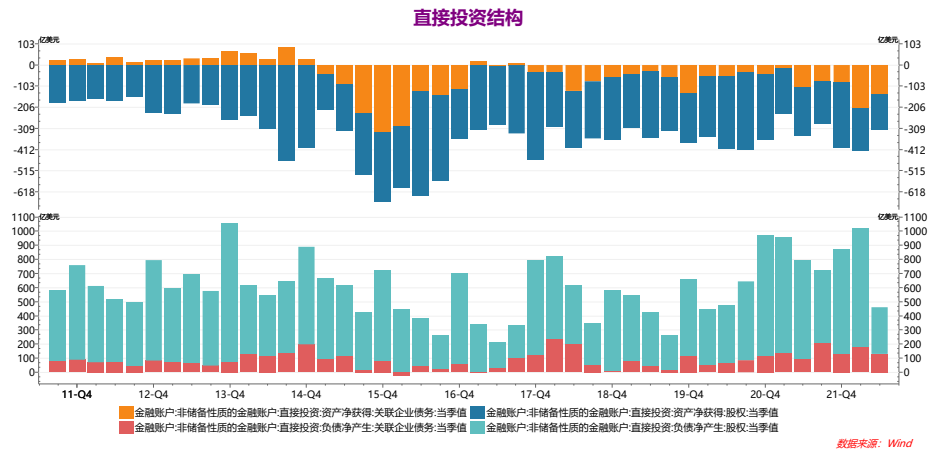
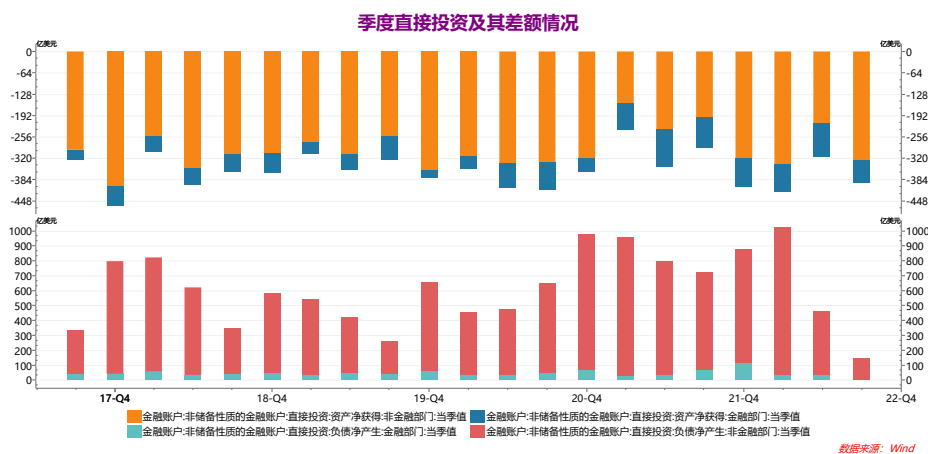


图16: 金融部门和非金融部门股权

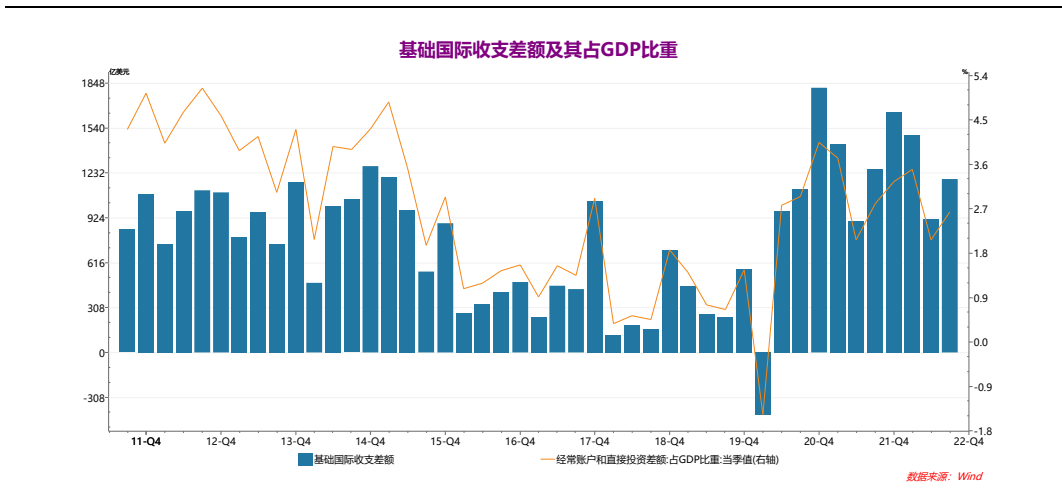


数据来源: Wind、银河期货



包括经常项目差额和直接投资差额的基础国际收支差额三季度顺差 1188.87 亿美元，前值为 916.42 亿美元，出现回升，基础国际收支差额占 GDP 比重从四季度的 2.07% 回升到 2.64%，显示对外经贸与投资对 GDP 拉动的重要性回升。

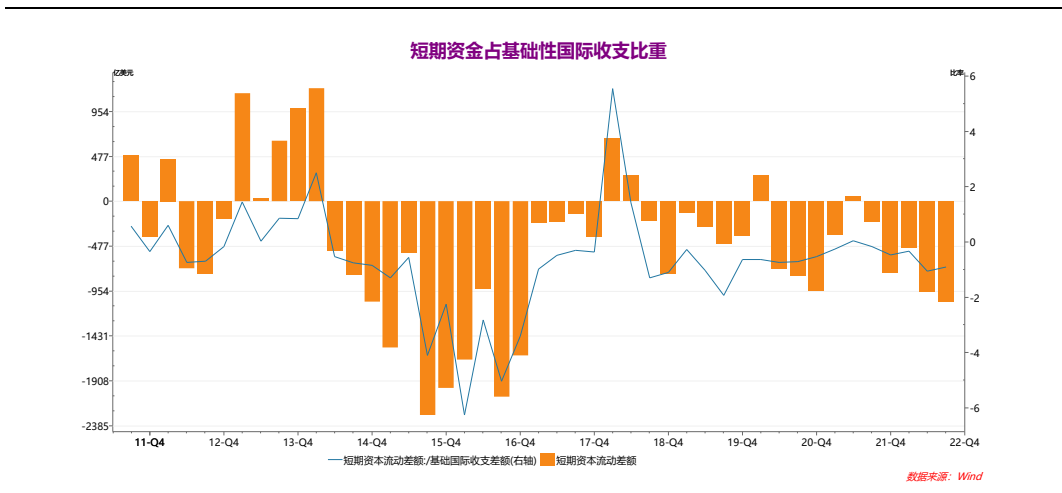
图17：基础国际收支差额及其占GDP比重



数据来源：Wind、银河期货

从短期资本流动和基础性国际收支的比重看，占比回升，显示出短期资本流动对国际收支的影响有所加大，但依旧低于2015年和2016年及2019年的情形。在三季度末期，人民币汇率出现了明显的回落。

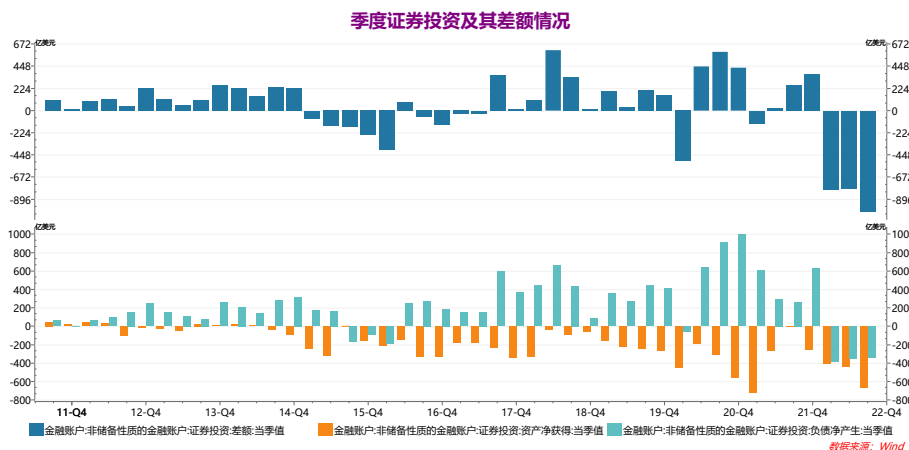
图18：短期资本占基础性国际收支比重



数据来源：Wind、银河期货

在证券投资项目方面，三季度逆差 1020.66 亿美元，前值逆差 788.25 亿美元，去年同期顺差 250.87 亿美元。

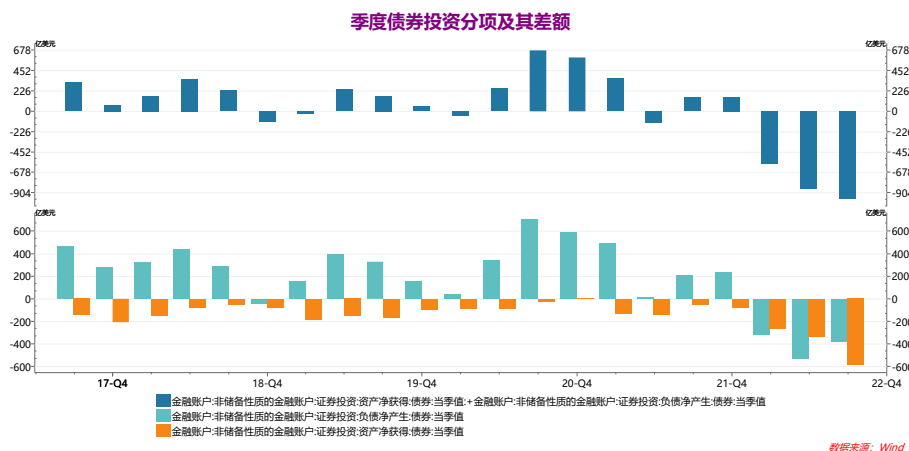
图19: 季度证券投资及其差额情况



数据来源: Wind、银河期货

从证券投资的分项—债券投资看，逆差达到 970.77 亿美元，高于二季度的 862.88 亿美元的历史高点，负债倒流明显，流出环比也有增加，流入从倒流-529.63 亿美元减少到-382.49 亿美元，流出从 333.26 亿美元增加到 588.27 亿美元。表现为对外负债下降，同时对外资产增加。反映出资金外流的基本特点。

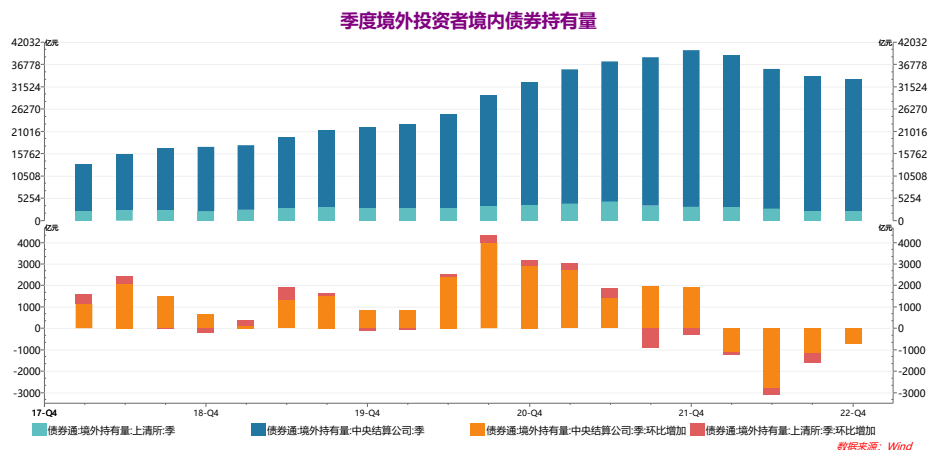
图20: 季度债券投资分项及其差额



数据来源: Wind、银河期货

从中债数据和上清所方面的数据看，也显示三季度境外投资者境内债券持有量继续减少，中债数据方面，境外投资者持有的境内债券的持有量从 32890 亿元下降到 31716 亿元，上清所方面，该数据从 2766 亿元下降到 2333 亿元，当季，两者合计环比下降了 1607 亿元，前值下降 3122 亿元。进入 4 季度后，这一减持势头得以继续，但减幅有所放缓，4 季度减持了 756 亿元和以前不同，这轮减持主要是以托管在中央结算公司的高等级债券为主。

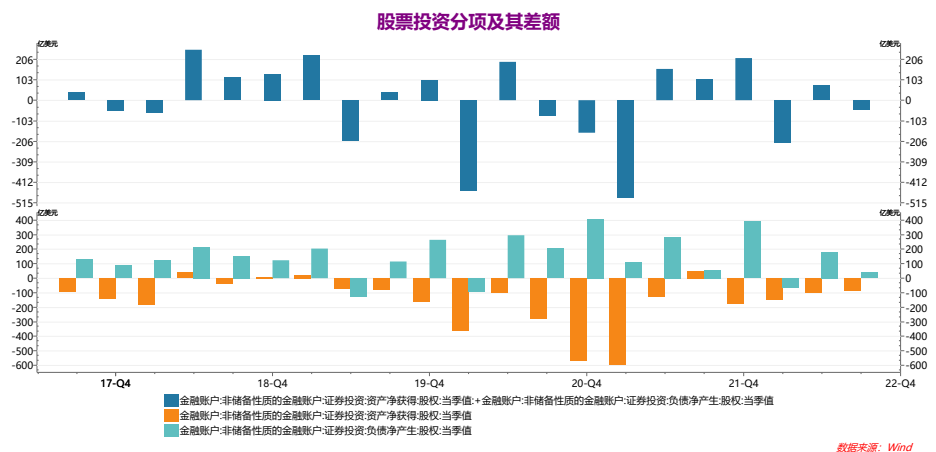
图21: 季度境外投资者境内债券持有量



数据来源: Wind、银河期货

从股票投资分项看, 三季度逆差 49.89 亿美元, 前值顺差 74.64 亿美元, 负债和资产环比减少, 负债减少明显, 总体表现为资金外流。

图22: 股票投资分项及其差额



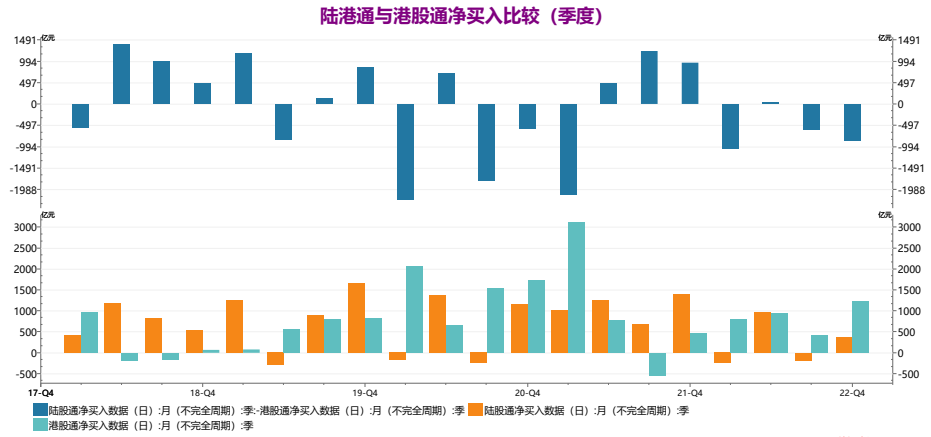
数据来源: Wind、银河期货

高频数据显示, 三季度, 陆港通净买入资金为-597.36 亿元, 前值为 19.5 亿元, 其中, 港股通净买入 401.29 亿元, 陆股通净买入资金为-195.87 亿元。

数据也显示, 今年三季度, 外资持有 A 股流通市值占比从去年三季度的 5.18% 回落到 4.95%。而三季度境外股票融资报 258.62 亿元, 二季度境外股票融资停滞。

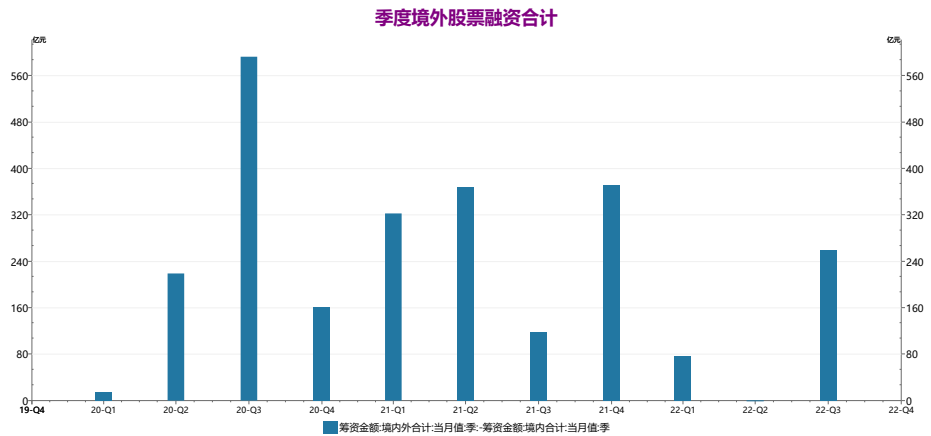
在其他投资项目方面, 三季度顺差 607.23 亿美元, 前值顺差 195.93 亿美元, 去年同期逆差 404.83 亿美元。

图23: 陆港通与港股通净买入比较 (季度)



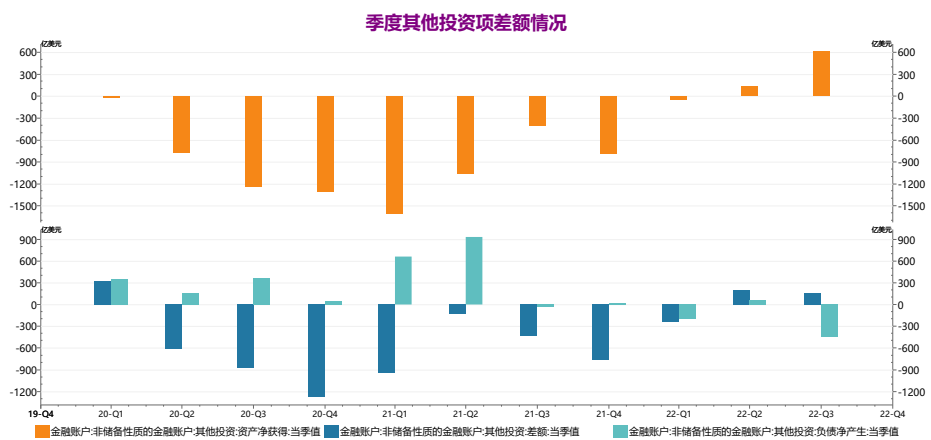
数据来源: Wind

图24: 季度境外股票融资合计



数据来源: Wind

图25: 季度其他投资项差额情况

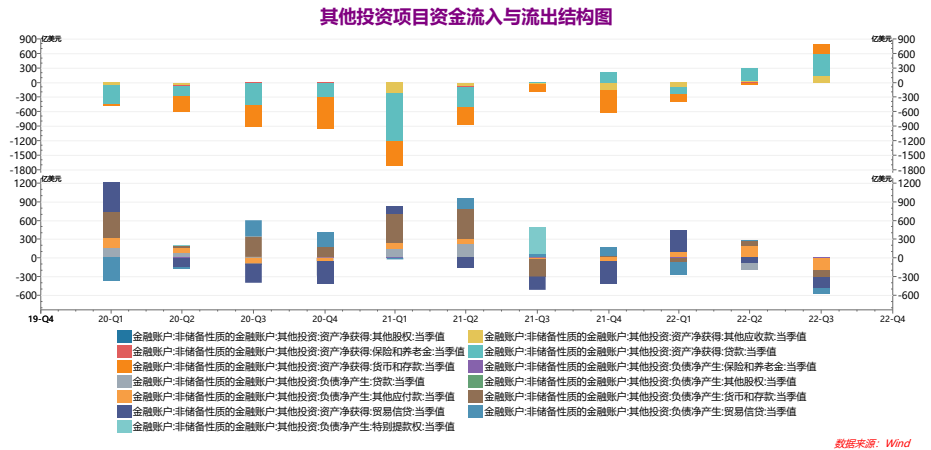


数据来源: Wind

数据来源: Wind、银河期货

从结构情况看，在资产净获得方面，贷款和货币与存款出现了大量的倒流，资金流出上，贷款是流出大项，在负债方面，贷款、货币与存款、贸易信贷、其他应付款也出现了明显的倒流。

图26：其他投资项目资金流入与流出结构图

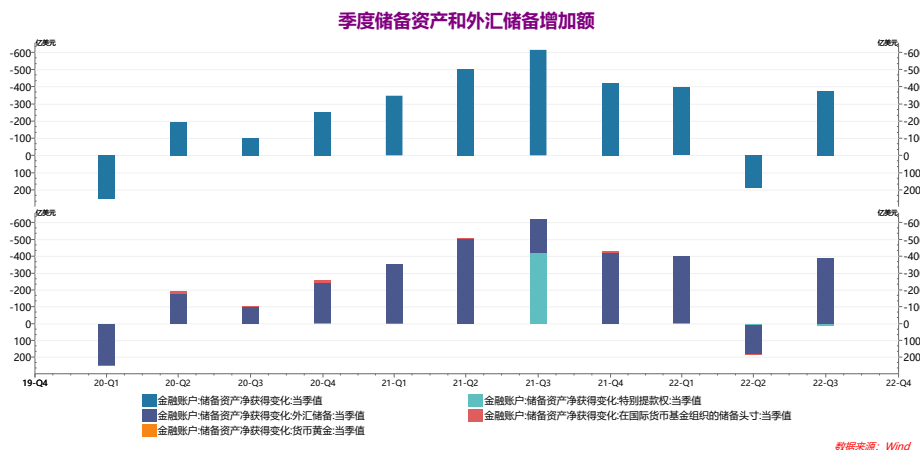


数据来源：Wind、银河期货

### 三、平衡账户分析

三季度，储备资产增加了373.02亿美元，前值减少了189.73亿美元，其中，三季度外汇储备增加了388.08亿美元，前值减少了172.58亿美元，SDR则减少了15亿美元。

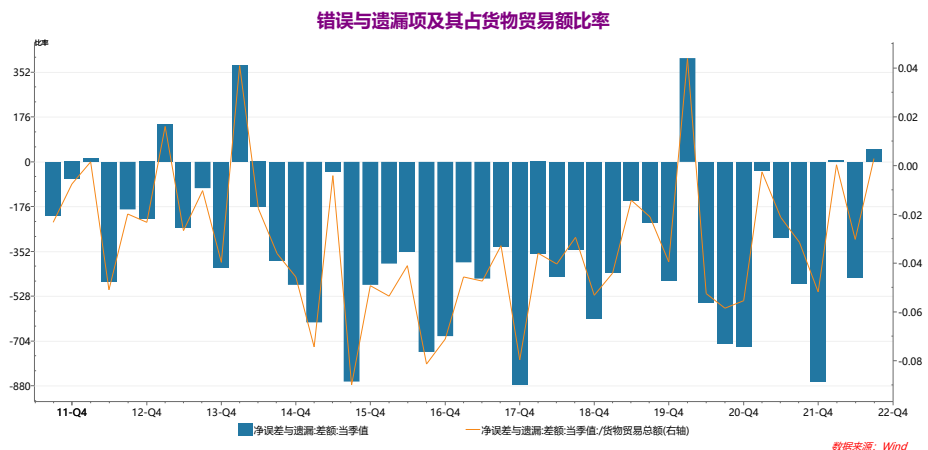
图27：季度储备资产和外汇储备增加额



数据来源：Wind、银河期货

从“错误和遗漏”项目看，一季度出现了罕见的+3.65亿美元，但是，二季度“错误和遗漏”项目达到-455.19亿美元。三季度又罕见报+46.77亿美元，当季“错误遗漏”项差额占当季货物贸易总额0.297%，低于5%的警戒线。

图28：季度与年度错误与遗漏项及其占货物贸易额比率

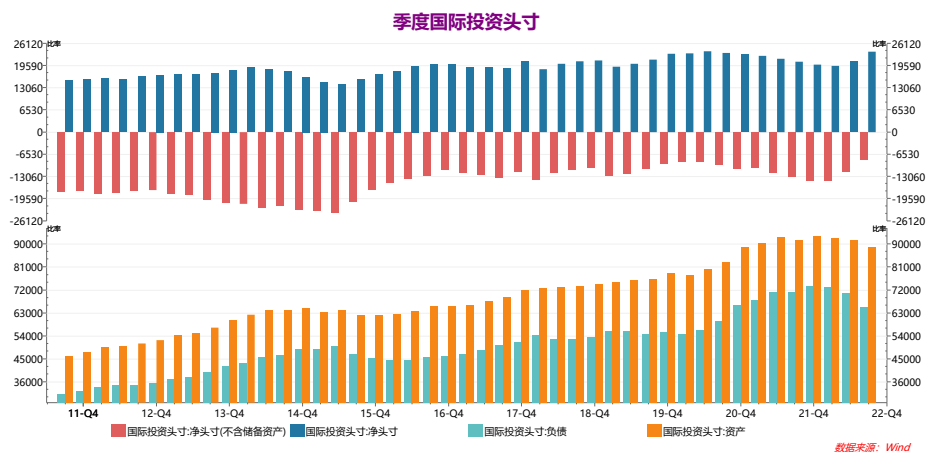


数据来源：Wind、银河期货

#### 四、国际投资头寸情况

根据国际投资头寸表，三季度，我国对外金融资产为 88979.66 亿美元，前值为 91652.65 亿美元，环比减少了 2852.99 亿美元，对外金融负债为 65339.62 亿美元，前值为 70742.26 亿美元，环比减少了 5406.63 亿美元。净头寸为 23640.04 亿美元，前值为 20816.39 亿美元，增加了 2823.64 亿美元。

图29：季度国际投资头寸



数据来源：Wind、银河期货

即三季度，在资本与金融账户（含储备资产）净流入—1490.1 亿美元的情况下，对外净头寸增加了 1376.63 亿美元。其中和国际收支表相关项目差异主要是非交易性因素引起的。这些非交易性因素包括汇率变动、资产价格重估和统计调整等因素。如美元的升值、人民币汇率波动和境外债券收益率的上升等。非交易性因素对净头寸变动产生了+1696.42 亿美元的影响。

表1：三季度净头寸与外汇储备变动构成因素分析

	2022-06	2022-09	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	20816.39	23640.04	1376.63	-1490.1	2866.73
外汇储备	30712.72	30289.55	-423.17	388.08	811.25

数据来源：外汇管理局、Wind、银河期货

上表显示，外汇储备的变动和净头寸的变动更多的均是因为非交易性因素导致。

下表更详细地说明交易性因素与估值等非交易性因素对国际投资地位的影响。交易性因素和非交易性因素对对外金融资产的影响分别达到-31%和131%，前值分别为-58%和158%，交易性因素和非交易性因素对对外金融负债的影响分别达到12.6%和87.34%，前值分别为-7%和107%，即非交易性因素影响明显，特别是对资产的影响更大。

表2：三季度净头寸与外汇储备变动构成因素分析（2）

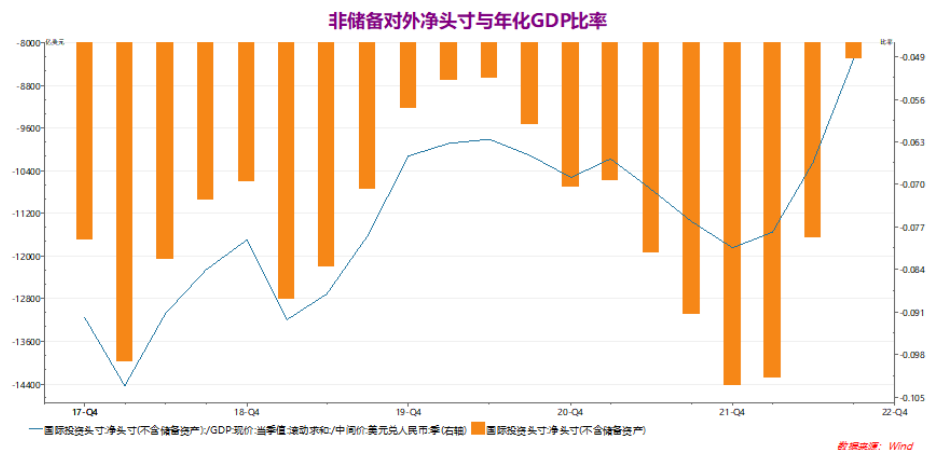
指标名称	2022-06	2022-09	差异	交易性影响	非交易性影响
国际投资头寸：净头寸	20,816.39	23,640.04	2,823.64	-1490.1	4,313.74
国际投资头寸：资产	91,562.65	88,979.66	-2,582.99	804.77	-3,387.76
国际投资头寸：资产：直接投资	26,038.61	25,763.76	-274.85	395.75	-670.6
国际投资头寸：资产：证券投资	10,196.27	9,328.08	-868.19	673.02	-1,541.21
国际投资头寸：资产：金融衍生工具	242.15	297.6	55.45	-29.8	85.25
国际投资头寸：资产：其他投资	22,619.68	21,654.44	-965.24	607.23	-1,572.47
国际投资头寸：资产：储备资产	32,465.94	31,935.78	-530.16	373.02	-903.18
国际投资头寸：资产：储备资产：外汇储备	30,712.72	30,289.55	-423.17	388.08	-811.25
国际投资头寸：负债	70,746.26	65,339.62	-5,406.63	-684.23	-4,722.40
国际投资头寸：负债：直接投资	35,874.26	34,111.36	-1,762.91	-141.29	-1,621.62
国际投资头寸：负债：证券投资	19,633.03	16,622.65	-3,010.37	-347.64	-2,662.73
国际投资头寸：负债：金融衍生工具	180.76	286.02	105.26	-20.77	126.03
国际投资头寸：负债：其他投资	15,058.20	14,319.60	-738.61	-457.11	-281.5

数据来源：外汇管理局、Wind、银河期货

从净头寸的角度看，我国是债权国家，但是扣除掉储备资产后，我国的净头寸为负数，利用外资发展经济依旧是对外经济合作的主要模式。不含储备资产的净资产，即民间对外净负债报-8295.74 亿美元，前者为-11649.55 亿美元。环比回升了 2642.77 亿美元，报-11649.55 亿美元，前值为-14291.82 亿美元。

国际投资头寸与储备资产的差值反映了民间资本的错配情况，三季度民间资本的错配情况有所改善。民间对外净负债占名义 GDP 的比率为 4.93%，低于前值的 6.64%。部分因素在于人民币汇率的回落。历史上，在 2015 年 6 月该比率一度达到 21.8%，当月的民间对外净负债达到 2.37 万美元。

图30：非储备对外净头寸与年化GDP比率



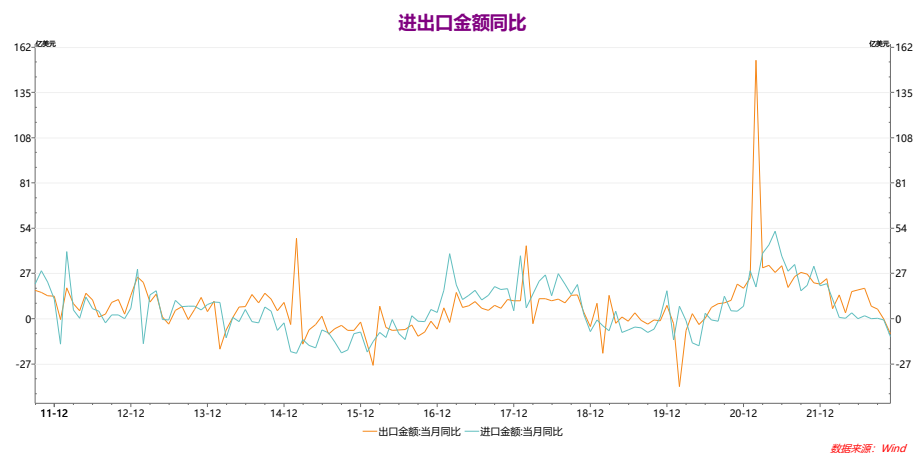
数据来源：Wind、银河期货

## 五、综合分析

第三季度的我国国际收支呈现经常项目巨额顺差，但非储备性质金融账户巨额逆差，基础性国际收支中直接投资逆差，证券投资逆差，短期资金外流明显，但受到贸易顺差影响，国际储备资产却回升。

但问题是近期贸易数据显示，在全球经济衰退、全球产业链压力缓解等因素影响，中国外贸出现了明显的见顶回落，依靠巨额贸易顺差支持外汇储备的难度已经明显增大。值得密切关注。

图31：进出口金额同比比较



数据来源：Wind、银河期货

国际收支的稳定，特别是基础性国际收支的稳定对汇率稳定至关重要。世界经济的衰退和中国经济面临着下行压力依旧是影响和挑战人民币汇率稳定的因素。

同时，央行强调“以我为主”，强调汇率在调节宏观经济和国际收支中的自我调节作用，



强调市场化因素在汇率上决定作用，在国际政治和经济格局不确定性加大的情况下，汇率的波动可能会有明显的提升。

### 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

---

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799