

2022 年对外经济部门体检报告

无惧美联储激进紧缩，中国国际收支彰显十足韧性

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

《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

《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》20230213

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，在国内疫情多点散发、美联储激进紧缩和俄乌冲突风险外溢等一系列内外部因素的超预期冲击下，人民币汇率经历了 1994 年初汇率并轨以来最快、最深幅度的调整。在此背景下，我国国际收支延续经常项目顺差，资本项目逆差的自主平衡格局，外汇储备名减实增，民间货币错配持续改善，经受了比上轮美联储货币政策正常化操作更为严峻的考验。

- 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、服务贸易逆差收窄。货物贸易顺差创历史新高，2022 年出口正增长主要由价格因素支撑。四季度外需对经济增长转为负贡献，着力扩内需仍是稳增长关键。
- 2022 年，资本项目逆差为历史第三高，直接投资顺差大幅减少，短期资本净流出增加。在以货物贸易为主的经常项目顺差扩大的情况下，2022 年人民币汇率快速回撤，主要反映了资本外流尤其是外资减持人民币资产的影响。证券投资差额由顺转逆，其他投资差额由逆转顺，内资回流有效对冲了外资净流出。
- 2022 年，基础国际收支顺差下降但仍超过短期资本净流出，非交易因素是外汇储备余额下降的主要原因。基础国际收支顺差下降，短期资本净流出增加，这表明 2022 年人民币汇率调整既有基本面的原因，也有市场情绪驱动的影响。全年，交易引起的黄金储备和外汇储备资产增加，外汇储备名减实增，负估值效应贡献了外储余额降幅的 180%。
- 截至 2022 年末，我国对外金融净资产增加，民间部门货币错配持续改善，对外金融韧性增强。2022 年末，我国民间部门对外净负债 7752 亿美元，与名义 GDP 之比为 4.5%，分别较 2015 年二季度末累计减少 15980 亿美元、回落 17.3 个百分点。这是 2022 年人民币汇率经历大开大合、宽幅震荡的过程中，外汇市场保持平稳运行的重要微观基础。
- 截至 2022 年末，我国直接投资和负债资产占比上升，储备资产占比延续下降趋势。随着海外疫后开放，涉外主体陆续恢复境外直接投资，同时由于海外加息利率升高，境内主体增加海外债券资产配置。受人民币汇率调整和外资减持人民币资产共同影响，外资持有境内证券资产占比下降。近期欧美银行业动荡持续，警惕后续金融风险进一步发酵和蔓延，威胁我国海外资产安全。
- 截至 2022 年末，受汇率调整和外资减持人民币债券影响，外债余额下降，短期外债占外储余额下降。从负债部门看，银行部门外债规模降幅最大，对应境外机构连续减持政策性银行债和同业存单。从币种结构看，本币外债占比微降，外币外债占比微升。从期限结构看，短期外债占比上升。短期外债占外储余额比重降至 42.8%，我国外债风险总体可控，仍需防范海外高利率环境持续下可能诱发的个体偿债风险。
- 风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外货币紧缩及金融风险超预期，国内经济复苏不及预期。

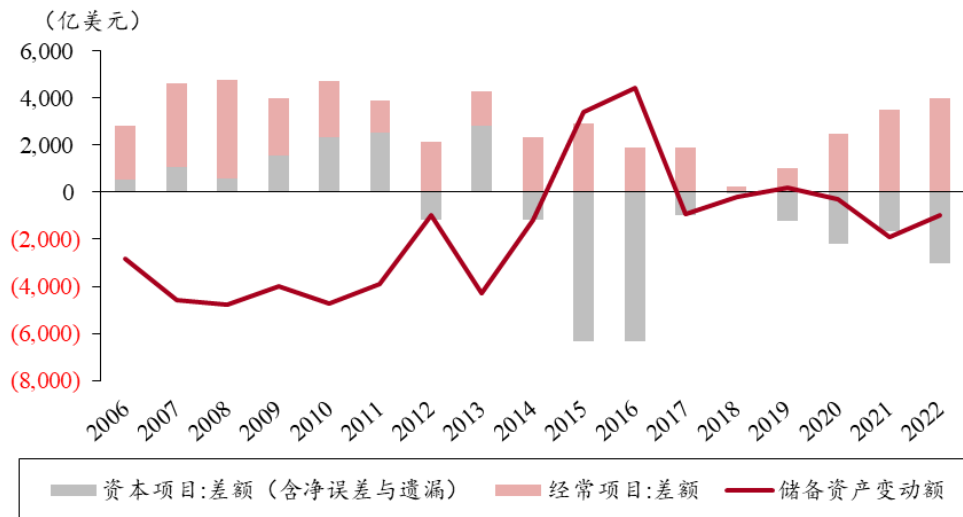
3月31日，国家外汇管理局公布了2022年四季度及全年国际收支平衡表正式数和2022年末国际投资头寸表。结合现有数据对2022年我国对外经济部门状况分析如下。

一、货物和服务贸易推动经常项目顺差扩大，外需对经济增长拉动作用减弱

2022年，面对四十年一遇的高通胀，美联储激进加息，引发了全球“美元荒”。在国内疫情多点散发、美联储紧缩和俄乌冲突风险外溢等一系列内外部因素的超预期冲击下，人民币汇率经历了1994年初汇率并轨以来最快、最深幅度的调整。2022年3月初至11月初，人民币兑美元汇率从6.30跌至7.30比1附近，短短八个月时间内回撤了13%以上，全年累计下跌了8%还多。

上次美联储退出量化宽松的货币政策正常化操作时，我国于2015和2016年曾经遭遇了“资本外流-储备下降-汇率贬值”的高烈度跨境资本流动冲击。但是，这一次我国虽然再度遭遇资本大进大出、汇率大起大落的冲击，但国际收支延续了经常项目顺差、资本项目逆差的自主平衡格局，外汇储备名减实增，经受住了外部环境更加复杂严峻的考验。其中，经常项目顺差4019亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）逆差3019亿美元，交易引起的储备资产增加1000亿美元，外汇储备资产增加982亿美元（见图表1）。

图表1. 我国国际收支年度基本情况

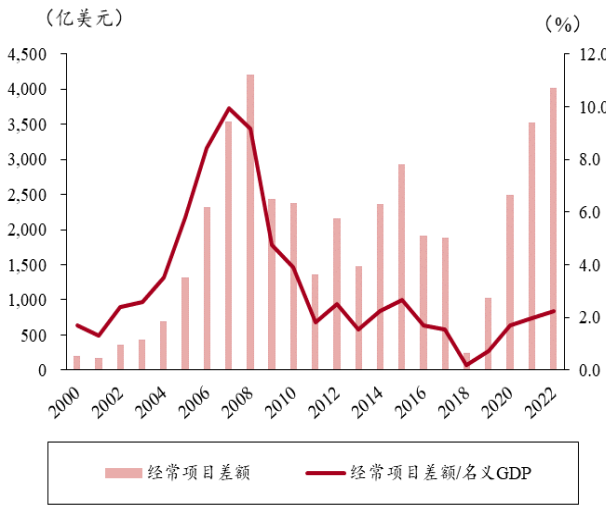


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：储备资产变动额负值为增加，正值为减少。

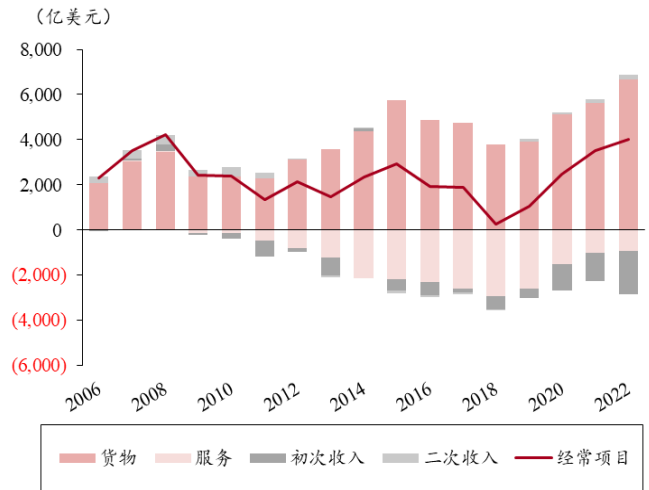
经常项目顺差升至历史次高，货物贸易和服务贸易是主要贡献项。2022年，我国经常项目顺差4019亿美元，为仅次于2008年的第二高，同比增长14%；相当于名义GDP的2.2%，较2021年上升0.25个百分点，继续位于±4%的国际标准以内（见图表2）。分项来看，货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差收窄分别贡献了经常项目顺差增加额的216%、18%，初次收入逆差扩大为负贡献141%（见图表3）。

图表 2. 年度经常项目差额及其与名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

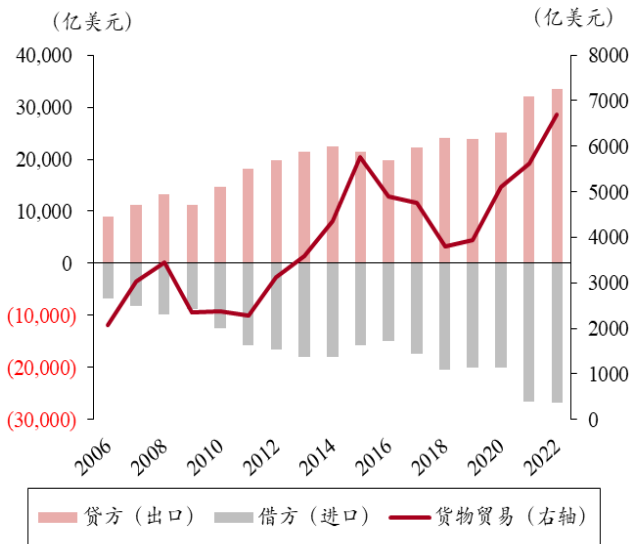
图表 3. 年度经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

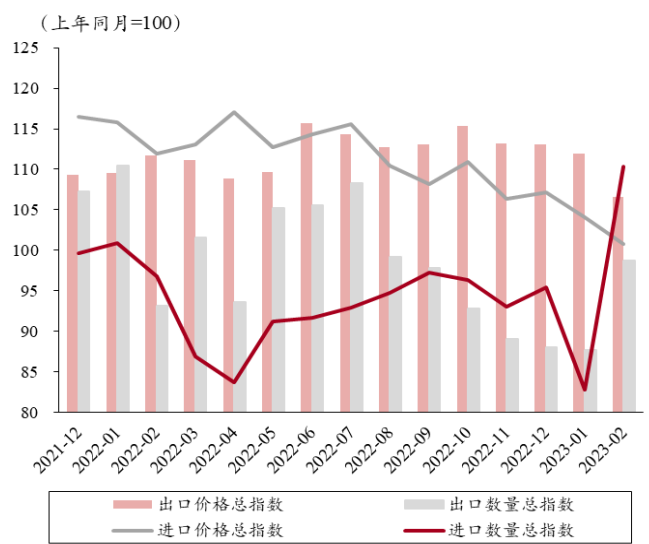
货物贸易顺差升至历史新高，全年出口正增长主要由价格因素贡献。2022 年，国际收支口径的货物贸易顺差为 6686 亿美元，创历史新高，同比增长 19%。其中，货物出口同比增长 4%，进口增长 1%（见图表 4）。海关总署公布的进出口价格和数量指数显示，2022 年出口增长主要由价格因素贡献，出口数量增速逐季下降，在四季度转为同比负增长；进口价格呈现逐季回落态势，对应贸易条件有所改善，进口数量增速自 2022 年 2 月以来持续负增长，4 月降幅最大，随后有所收敛，这反映了在内外超预期因素冲击之下内需疲弱。自 2022 年 11 月以来，随着我国优化防疫和监管政策，疫情快速达峰，内需有所回暖，2023 年 2 月进口数量和金额增速均转正（见图表 5）。

图表 4. 年度国际收支口径货物贸易进出口情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

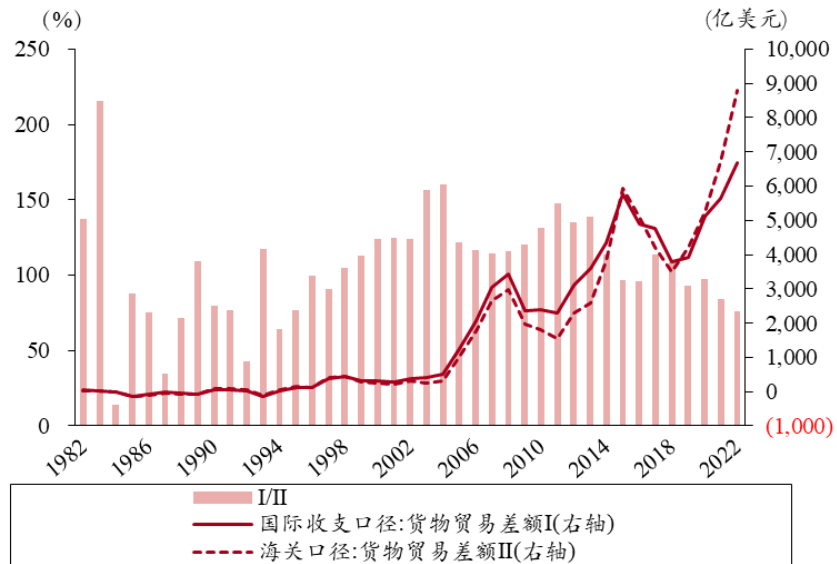
图表 5. 月度海关进出口价格指数和数量指数



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

2022年，我国海关口径的贸易差额为8778亿美元，与国际收支口径的货物贸易差额的差异为2091亿美元（见图表6）。根据外汇局发布的《2022年中国国际收支报告》，专栏3就国际收支和海关口径的货物贸易统计差异做出说明，两个口径不同主要由于统计原则、计价方法和进出口退运等因素影响。具体而言，国际收支是以“货物所有权转移”为原则，而海关则是以“货物跨境移动”来统计贸易数据；国际收支货物买卖均以离岸价格（FOB），并剔除保费影响，而海关计的商品进口为到岸价格（CIF）、出口为离岸价格（FOB）。对此，我们也在此前报告中提到，常见的贸易投资数据不可以直接拿来就用，海关口径的外贸进出口数据与国际收支口径的相关数据存在较大差异¹。

图表 6. 国际收支口径与海关口径货物贸易及二者比值

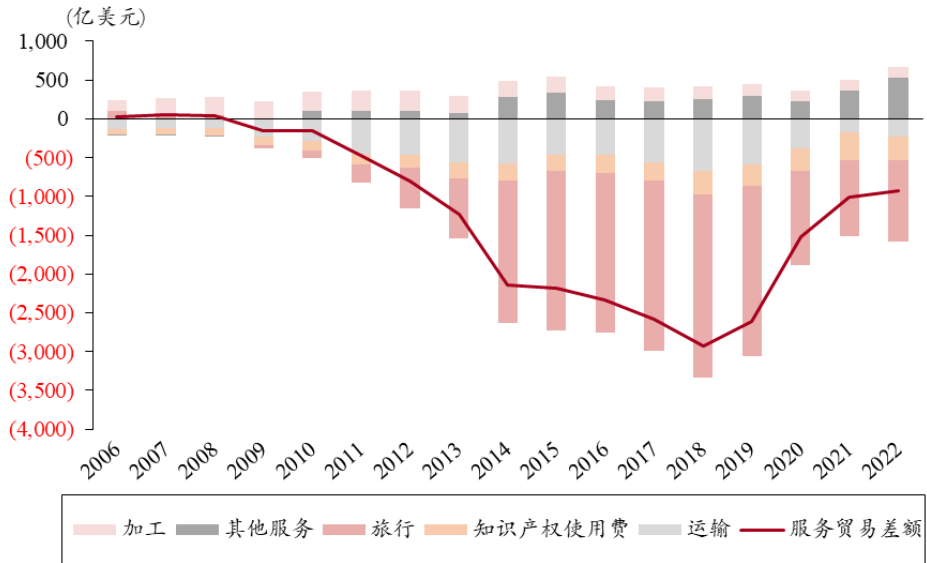


资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券

新兴服务业带动服务贸易逆差收窄，跨境旅行加快复苏将带动服务贸易逆差扩大。2022年，服务贸易逆差降至923亿美元，为2013年以来新低，同比缩小9%。分项来看，知识产权使用费、电信计算机和信息服务以及其他商业服务等新兴服务贸易为主要正贡献项，三者合计增加191亿美元贡献了服务贸易逆差降幅的214%；旅行和运输为主要负贡献项，分别同比增加72亿、43亿美元，贡献了80%、48%（见图表7）。前者主要由于旅行收入同比减少17亿美元，支出同比增加54亿美元，表明境外跨境旅行恢复快于国内；后者主要由于运输支出增幅大于收入，或反映了2022年出口增速下降及国际运价回落的影响。

¹ 详见中银证券研报2023年2月22日《万亿美元真的“不翼而飞”了吗？》。

图表 7. 年度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

S 四季度外需对经济增长转为负贡献，扩内需仍是稳增长关键。2022 年，货物和服务贸易顺差 5763 亿美元，创历史新高，同比增长 25%。从支出法来看，货物和服务净出口拉动全年 GDP 增速 0.51 个百分点，贡献率为 17.1%，为 2020 年以来最低。分季度来看，二季度在国内疫情多点散发冲击之下，全靠外需增长拉动 1 个百分点才抵消了内需的收缩，一三季度外需的贡献率仅次于消费，四季度由于出口负增长，加之国内优化疫情防控和监管政策，内需逐渐企稳回升，外需对当季经济增长转为负拉动 1.2 个百分点，投资跃居“三驾马车”之首（见图表 8）。2023 年随着国内经济重启，国外货币紧缩的效应逐渐显现，不排除外需对经济增长延续负贡献，故着力扩大国内需求将是经济稳增长的关键。

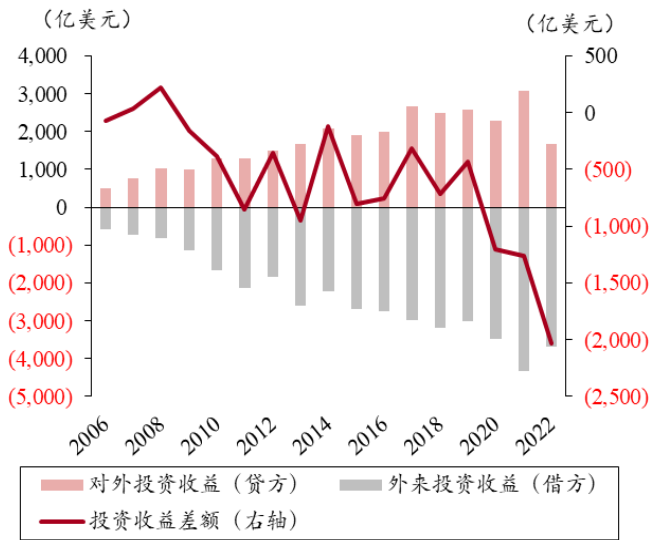
图表 8. 季度货物和服务净出口及其对 GDP 同比增长的拉动作用和贡献率（单位：亿美元，%）

	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12
货物和服务差额	930.0	851.4	1,142.9	1,690.7	1,261.6	1,524.7	1,669.2	1,307.9
最终消费支出:拉动作用	8.8	5.5	3.4	3.0	3.2	(0.9)	2.2	0.2
资本形成总额:拉动作用	5.1	1.8	0.7	0.1	0.6	0.3	0.8	3.9
货物和服务净出口:拉动作用	4.8	1.0	1.1	1.2	0.9	1.0	1.0	(1.2)
最终消费支出:贡献率	47.2	66.5	65.3	70.6	67.4	(217.5)	55.5	6.7
资本形成总额:贡献率	27.0	21.3	14.1	1.8	13.1	71.0	20.1	135.3
货物和服务净出口:贡献率	25.8	12.2	20.6	27.6	19.4	246.5	24.4	(42.0)

资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

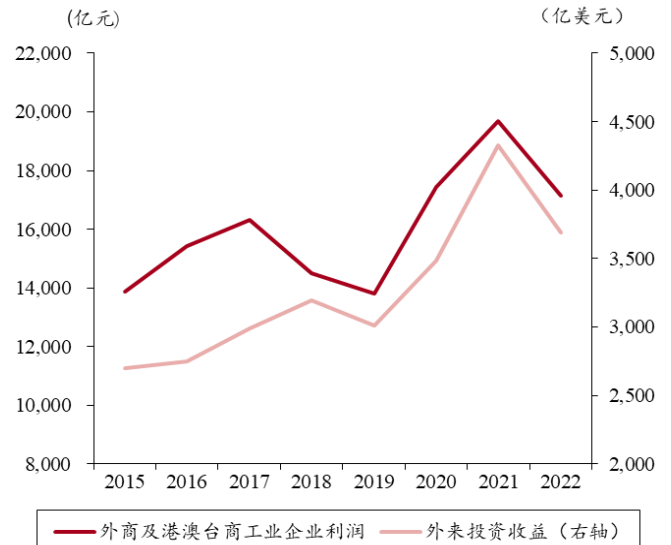
对外投资收益降幅大于外来投资收益，推动初次收入逆差创历史新高。2022 年，初次收入逆差 1936 亿美元，为历史新高，同比增长 56%，增加 691 亿美元。其中，雇员报酬和其他初次收入顺差有所增加，投资收益逆差由 2021 年的 1258 亿美元扩大至 2031 亿美元，贡献了初次收入逆差增加额的 112%（见图 9），其中对外投资收益和外来投资收益分别下降 1411、637 亿美元。前者反映了海外主要央行货币紧缩影响下，全球股债汇“三杀”，主要资产价格普遍下跌，对外投资收益下降；后者反映了内需增长放缓，外商投资利润全年同比下降 13%，对应外来投资收益同比下降 15%（见图表 10）。

图表 9. 年度外来投资收益和对外投资收益及差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 年度外来投资收益与外商企业利润总额



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

二、直接投资顺差大幅减少，短期资本净流出增加，资本项目逆差创历史第三高

2022 年，我国资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差 3019 亿美元，同比增长 83%，相当于名义 GDP 的 1.7%，负值同比上升 0.75 个百分点（见图表 11）。2022 年，在以货物贸易为主的经常项目顺差扩大的情况下，人民币汇率快速回调，主要反映了资本外流尤其是外资减持人民币资产的影响。故人民币汇率越来越具有资产价格属性，容易出现汇率超调和多重均衡²。

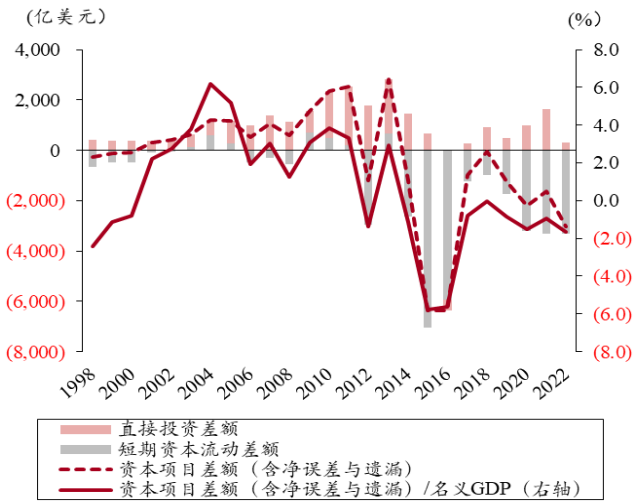
2022 年，我国非储备性质的金融账户逆差 2110 亿美元，同比扩大 6 倍，主要是负债方外资由净流入转为净流出，同比增加 7058 亿美元，贡献了非储备性质的金融账户逆差增加的 390%；资产方净流出同比大幅减少 5251 亿美元，内资内流部分对冲了外资外流。这表明 2022 年人民币汇率快速调整主要是资本外流增加导致，其中又主要是外资净流出增加。这不同于 2015 年“8.11”汇改初期的情况。当时，在经历了 2015 年的外资集中调整之后，外资净流出逐季收敛，并在 2016 年二季度转为净流入，而内资却在加速流出。2016 年我国非储备性质的金融账户资产方净流出同比增加 3422 亿美元，扩大 1.02 倍，负债方由 2015 年的净流出转为净流入，同比增加 3606 亿美元（见图表 12）。这表明 2016 年资本外流主要是内资流出增加导致，故当时稳汇率的关键在于稳住境内企业和居民的信心。而 2022 年的人民币汇率调整过程中，境内外汇供求基本平衡，市场结汇意愿上升、购汇动机减弱，低买高卖的汇率杠杆调节作用正常发挥³。

在人民币汇率大幅回调的背景下，当前有人炒作万亿美元顺差“不翼而飞”，这部分反映了对于我国资本外流问题的市场担忧。对此，一方面，近年来在央行基本退出外汇市场常态干预，国际收支趋于自主平衡的状态之下，中国经常项目与资本项目差额是“一顺一逆”的镜像关系，经常项目顺差越大，资本净流出就越多。另一方面，判断资本流动冲击的程度，不仅要看绝对值也要看相对值。比如 1998 年我国资本项目逆差为 250 亿美元，相当于名义 GDP 的 2.4%，2022 年我国资本项目逆差是 1998 年的 12 倍，而占名义 GDP 比重却较 1998 年低 0.76 个百分点。这充分说明了我国作为大型开放经济体在应对资本流动冲击的体量优势，也是理解我国金融开放和货币国际化政策立场的重要出发点。

² 汇率超调是指受市场情绪影响，市场汇率容易出现偏离经济基本面的过度升值；多重均衡是指在给定基本面的情况下，市场汇率既可能涨也可能跌。详见管涛，《人民币的底层逻辑是什么》，FT 中文网，2022 年 10 月 26 日，https://mp.weixin.qq.com/s/0-cmdFcte78l_A9Cb2SncQ

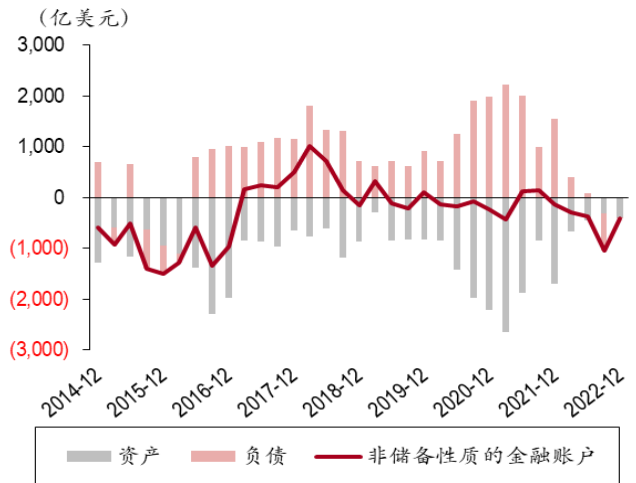
³ 详见中银证券研报 2023 年 2 月 1 日《2022 年中国外汇市场分析报告》。

图表 11. 年度资本项目差额及其构成情况



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，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+金融衍生工具差额+其他投资差额+净误差与遗漏额。

图表 12. 季度非储备性质的金融账户资产及负债方情况

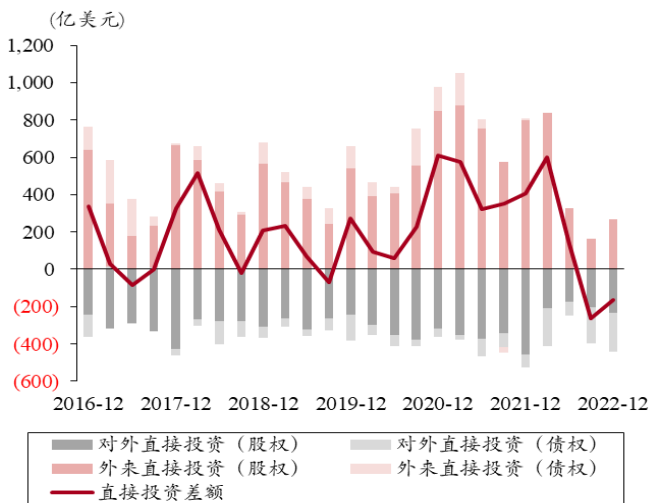


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

外来直接投资净流入减少，直接投资顺差大幅缩窄。2022年，我国直接投资差额305亿美元，同比下降82%，贡献了资本项目逆差增加的98%（见图表13）。分项来看，对外直接投资净流出减少291亿美元，同比下降16%。其中，对外股权直接投资同比减少704亿美元，下降46%；对外债权投资增加413亿美元，增长157%。同期，外来直接投资净流入减少1639亿美元，下降48%，贡献了直接投资顺差减少的122%。其中，外来股权和债权直接投资分别减少1409亿和230亿美元，下降47%和53%，部分反映了2022年国内疫情多点散发，经济循环畅通受阻带来的影响。

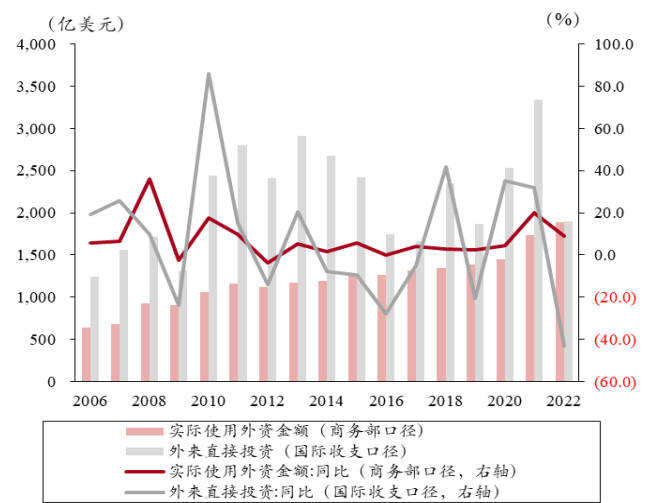
2022年，商务部公布的实际利用外资金额为1891亿美元，同比增长9%，与国际收支口径外来直接投资差额下降趋势相反（见图表14）。两个口径存在统计差异，主要由于国际收支统计采用资产负债原则编制和列示，商务部直接投资数据采用方向原则编制和列示，二者对反向（逆向）投资和附属企业间投资的记录原则不同。相较而言，国际收支口径更加全面反映了外来直接投资的情况，包括投撤资净额、未分配利润、已分配未汇出利润和股东贷款等⁴。

图表 13. 季度直接投资差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 14. 年度国际收支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

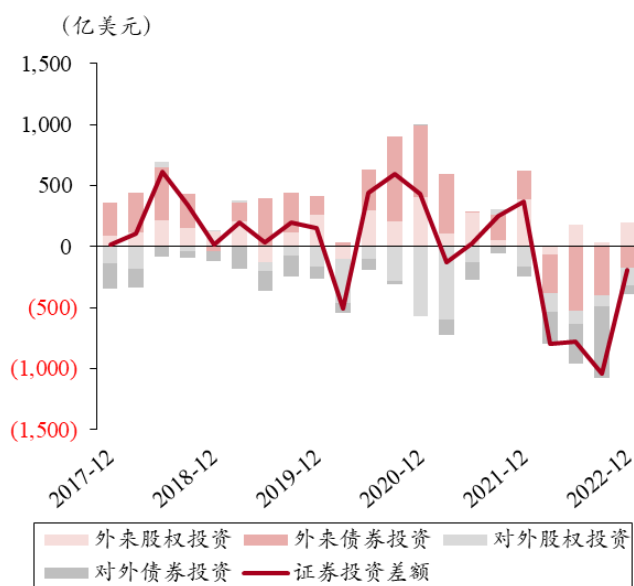
⁴ 详见国家外汇管理局国际收支分析小组《2022年中国国际收支报告》第12页，<https://www.safe.gov.cn/safe/2023/0331/22547.html>

证券投资差额由顺差转逆差，外来证券投资和对外证券投资净流出均增加。2022年，证券投资差额由2021年的顺差514亿美元转为逆差2811亿美元，逆差规模创历史新高，贡献了资本项目逆差增加额的242%，主要是因为资产方净流出规模增加，同时负债方由净流入转为净流出。

资产方，对外证券投资增加479亿美元，贡献了证券投资逆差增加额的14%。其中，对外债券投资净增加850亿美元，超过了对外股权投资净减少370亿美元（见图表15）。这反映了海外主要央行大幅加息，债券收益率上行，增强了债券配置吸引力，同时境内主体对外投资风险偏好下降，减持股票等风险资产。这与美国财政部公布的中国投资者持有美国证券资产变动情况基本一致。2022年，中国投资者净增持中长期美国证券1087亿美元（不包含美国投资者持有中国证券资产变动），其中净增持机构债和公司债券1218亿、36亿美元，净减持美国国债和公司股票126亿、41亿美元（见图表16）。

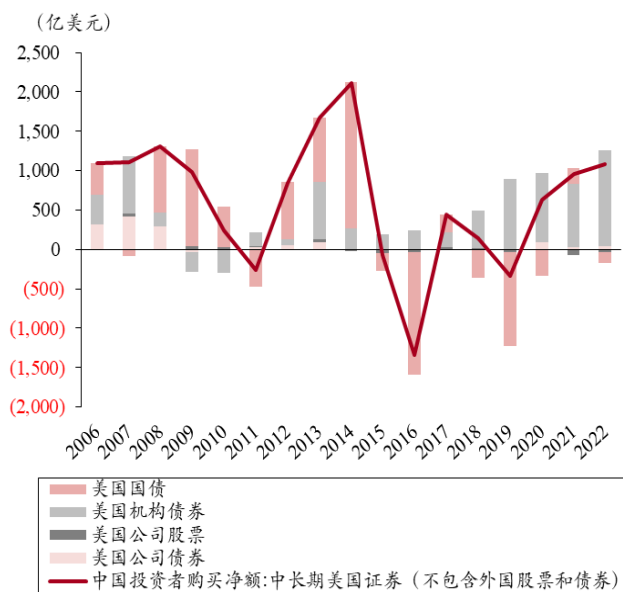
负债方，外来证券投资由2021年的净流入1766亿转为净流出1079亿，贡献了证券投资逆差增加额的86%，其中，外来债券和股权投资分别下降2360亿、485亿美元，贡献了外来投资减少的83%、17%，反映了在地缘政治风险外溢、主要央行激进紧缩以及中美利差收敛甚至倒挂的背景下，外资减持人民币资产。分季度来看，前三季度外资连续净流出，四季度随着国内防疫和监管政策优化，经济复苏前景改善，人民币资产吸引力增强，外资重新回流，当季外来证券投资转为净流入20亿美元（见图表15）。值得指出的是，2022年陆股通项下全年净流入900亿元人民币（约合130亿美元），而证券投资负债方的股权投资净流入为344亿美元。这表明在陆股通之外，还有其他渠道的外资净流入（如QFII等），陆股通数据不能全面反映外资增减持人民币股权资产的情况。

图表 15. 季度证券投资差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

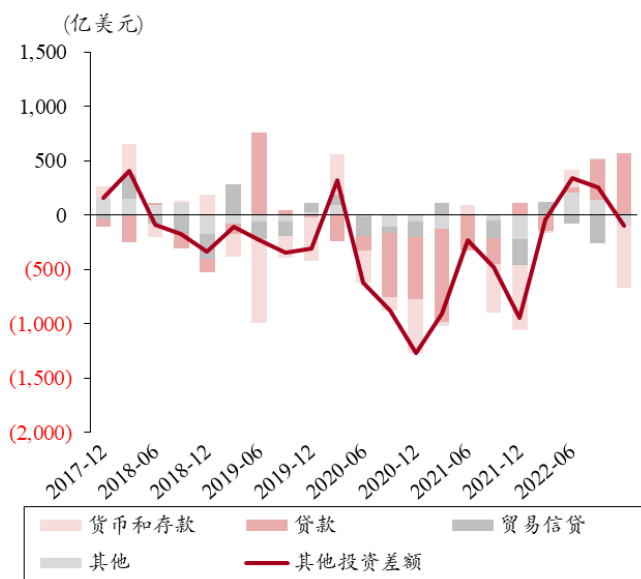
图表 16. 年度中国投资者持有美国证券资产变动情况



资料来源：美国财政部，Wind，中银证券

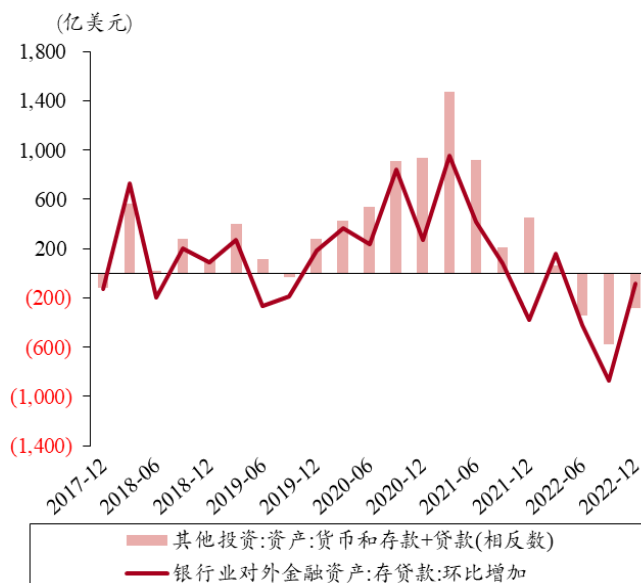
其他投资差额由逆差转顺差，内资回流有效对冲了外资净流出。2022年，其他投资由2021年的逆差2572亿转为顺差454亿美元，较2021年增加3026亿美元，对资本项目逆差增加额为负贡献220%。分项来看，贷款、其他以及货币存款为主要正贡献项，分别同比增加2134亿、663亿和596亿美元，三者合计贡献了其他投资增加的112%（见图表17）。从资产和负债方变化来看，资产方的内资由净流出转为净流入，同比增加5583亿美元，其中贷款及货币存款分别同比增加2409亿、1786亿美元，与同期银行对外金融资产中的存贷款余额变动方向一致（见图表18）；负债方的外资由净流入转为净流出，同比减少2557亿美元，其中货币和存款同比减少1191亿美元，对应金融机构境内外汇存款余额环比减少（见图表19）。2022年我国银行业对外金融资产减少124亿美元，其中外币资产减少764亿美元（见图表20）。这反映了前期贸易顺差和结售汇顺差变成企业和银行持有（即“藏汇于民”）的二级外汇储备的“防火墙”作用。

图表 17. 季度其他投资差额及其构成



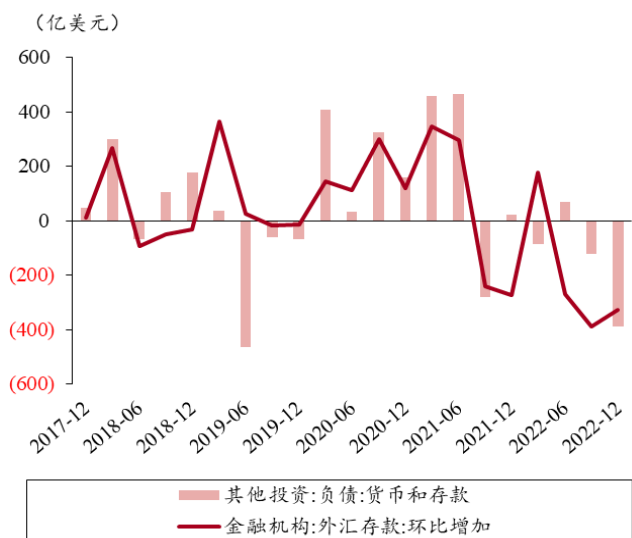
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 18. 货币存贷款资产方与金融机构对外存贷款



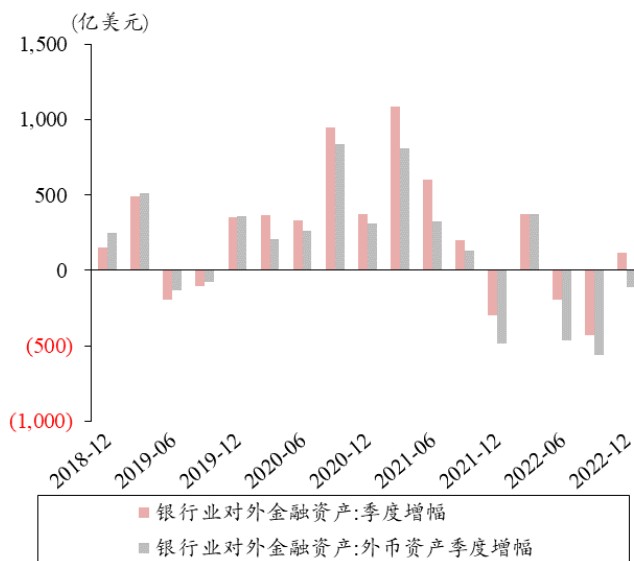
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 19. 货币存款负债方与金融机构外汇存款



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 20. 银行对外金融资产及外币资产变动

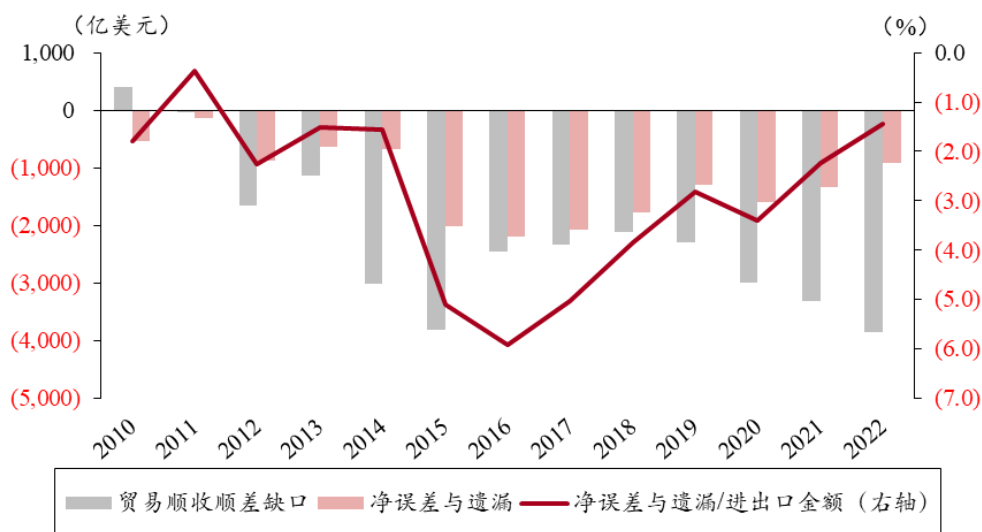


资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

净误差与遗漏负值同比缩小，与货物贸易顺收顺差负缺口的差异拉大。2022 年，净误差与遗漏负值由 2021 年的 1345 亿美元降至 906 亿美元，为 2015 年以来最小，占全年货物贸易进出口额（国际收支口径）比例为 1.5%，同比回落 0.8 个百分点，继续位于 $\pm 5\%$ 的合理标准以内（见图表 21）。2022 年，贸易顺收顺差负缺口 3850 亿美元，较 2021 年扩大 542 亿美元，和净误差与遗漏的差异拉大，且二者变动趋势相反，这与外汇局调整货物贸易收支统计口径有关⁵。

⁵ 详见国家外汇管理局国际收支分析小组《2022 年上半年中国国际收支报告》第 11 页，<https://www.safe.gov.cn/safe/2022/0929/21480.html>

图表 21. 净误差与遗漏额、贸易顺收顺差缺口及占进出口总额比重



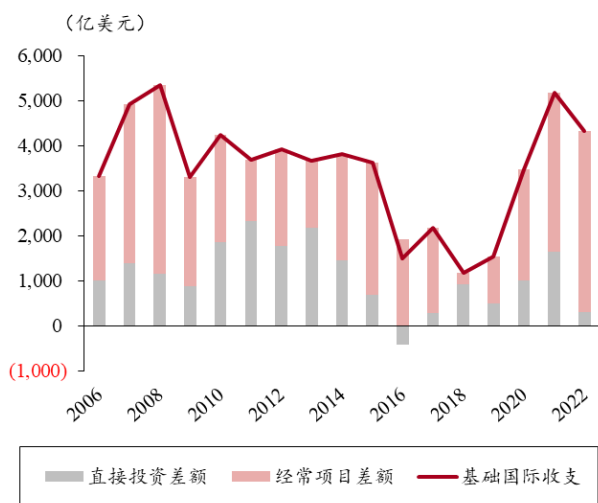
资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券

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

三、基础国际收支顺差下降但仍抵御短期资本净流出，非交易因素是外汇储备余额下降的主要原因

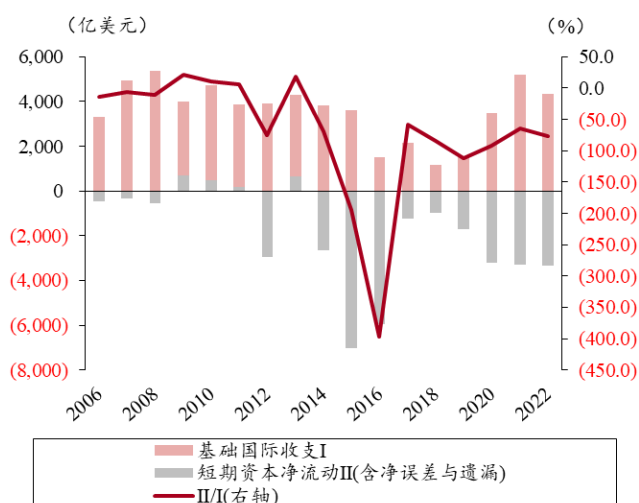
2022年，我国基础国际收支顺差4323亿美元，同比下降17%，其中直接投资顺差同比减少1348亿美元，经常项目顺差同比增加490亿美元（见图表22）。全年，短期资本（即证券投资、金融衍生工具、其他投资和净误差与遗漏合计）净流动逆差3324亿美元，同比增长1%，贡献了资本项目逆差增加的2%。其中，证券投资净流出增加为主要原因。分季度来看，净流出规模最大为二季度，达到1061亿美元，随后连续两季度收敛至四季度的443亿美元。全年，短期资本净流出与基础国际收支顺差之比为-77%，负值虽同比提升了13个百分点，但继续低于100%（见图表23）。这反映了基础国际收支顺差成功抵御短期资本流动冲击的“防火墙”作用。同时，基础国际收支顺差下降、短期资本净流出增加，还表明2022年人民币汇率调整既有基本面的原因，也有市场情绪驱动的影响。

图表 22. 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 23. 短期资本净流动与基础国际收支差额及二者之比

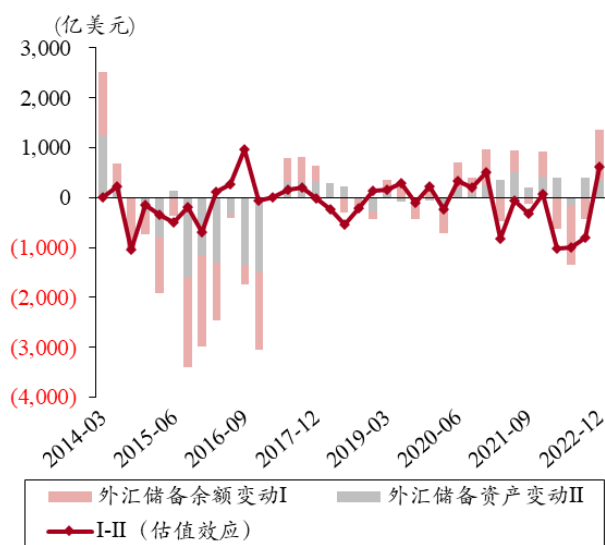


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

交易引起的黄金储备和外汇储备资产增加，储备资产多元化提速。2022年，我国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（相当于同期投资收益贷方金额的59%）。2022年四季度，我国以进口方式增持了价值35亿美元的黄金储备，上次如此操作是2009年二季度，这有助于推动我国国际储备资产的多元化、分散化配置⁶。2022年，央行公布的外汇占款增加1845亿元人民币（约合274亿美元），小于全年外汇储备资产增加额和投资收益贷方金额1658亿美元，说明外汇储备增加主要来自投资收益的计提⁷。另外，2022年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），这主要是由于2022年底商业银行将之前以外汇缴存的人民币存款准备金置换回人民币⁸。

外汇储备名减实增，汇率和资产价格折算等负估值效应为主要贡献。截至2022年末，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。国际收支口径的外汇储备资产和外汇储备余额之间的差额，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等非交易因素影响，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24）。2022年在海外主要央行激进紧缩，前三季度主要资产价格普遍回调，四季度在美国通胀超预期回落，美联储紧缩预期减缓的背景下，美元指数下跌，主要资产价格边际回暖。全年，日元、欧元和英镑兑美元分别累计下跌13.9%、5.9%和10.6%；标普500指数和德国DAX指数分别累计下跌19.4%、12.3%；10年期美债收益率累计上行236个基点，以美元标价的债券指数下跌11.2%（见图表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. 2022 年主要货币和全球资产价格表现

		(单位: %; bp)				
		Q1	Q2	Q3	Q4	2022
货币	美元指数	2.5	6.4	7.1	7.7	7.8
	美元兑日元	5.7	11.5	6.7	9.4	13.9
	欧元兑美元	2.7	5.3	6.5	9.2	5.9
	英镑兑美元	2.9	7.3	8.3	8.3	10.6
股市	标普500指数	4.9	16.4	5.3	7.1	19.4
	富时100指数	1.8	4.6	3.8	8.1	0.9
	法国CAC40指数	6.9	11.1	2.7	12.3	9.5
	德国DAX指数	9.3	11.3	5.2	14.9	12.3
	日经225指数	3.4	5.1	1.7	0.6	9.4
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	5.0	4.3	3.3	1.0	11.2
	10年期美债(bp)	80.0	85.0	5.0	236.0	236.0

资料来源：Wind，Bloomberg，中银证券

⁶ 详见中银证券研报2023年2月13日《2022年国际收支分析报告》。

⁷ 2001至2013年，我国外汇储备资产增加额经常数倍于初次收入项下的投资收益贷方金额，表明当时外汇储备增加主要来自于外汇市场干预。

⁸ 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”科目环比有所增加，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缴存部分人民币存款准备金。

四、非交易因素推动民间部门对外净负债减少，民间货币错配持续改善增强对外金融韧性

截至 2022 年末，我国对外金融资产 92580 亿美元，较 2021 年末减少 2636 亿美元，交易因素和非交易因素（汇率变动及资产价格重估、统计调整等）分别贡献了-107%、207%；对外金融负债 67267 亿美元，较 2021 年末减少 6089 亿美元，交易因素和非交易因素分别贡献了 5%、95%（见图表 26）。

非交易因素对对外金融负债变动的贡献，一定程度上受到人民币贬值的影响。2022 年，人民币汇率中间价累计下跌 8.5%，导致外商股权投资的汇兑收益为 2729 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 455 亿美元，本币外债的汇兑收益为 986 亿美元⁹，三者合计 4170 亿美元，贡献了同期非交易因素引起的对外负债增幅的 72%。

截至 2022 年末，国际投资净头寸为对外净资产 25313 亿美元，较 2021 年末增加 3453 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）贡献了对外净资产变动额的 90%，非交易因素引起的变动贡献了 10%（见图表 26）。

图表 26. 2022 年对外金融资产和负债变动的构成（单位：亿美元）

	2021 年末	2022 年末	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	21,861	25,313	3,453	3,110	343
资产	95,216	92,580	(2,636)	2,815	(5,452)
1.直接投资	27,852	27,950	99	1,497	(1,398)
2.证券投资	9,791	10,335	544	1,732	(1,188)
其中：股权	6,477	5,902	(575)	477	(1,052)
债券	3,314	4,433	1,119	1,255	(136)
3.金融衍生工具	165	304	139	(27)	166
4.其他投资	23,139	20,925	(2,215)	(1,386)	(829)
5.储备资产	34,269	33,065	(1,204)	1,000	(2,203)
其中：外汇储备	32,502	31,277	(1,225)	982	(2,207)
黄金储备	1,131	1,172	41	35	6
负债	73,356	67,267	(6,089)	(294)	(5,795)
1.直接投资	36,035	34,956	(1,079)	1,802	(2,881)
2.证券投资	21,477	17,810	(3,668)	(1,079)	(2,588)
其中：股权	13,386	11,243	(2,144)	344	(2,488)
债券	8,091	6,567	(1,524)	(1,423)	(101)
3.金融衍生工具	104	183	79	(85)	164
4.其他投资	15,740	14,318	(1,422)	(932)	(490)

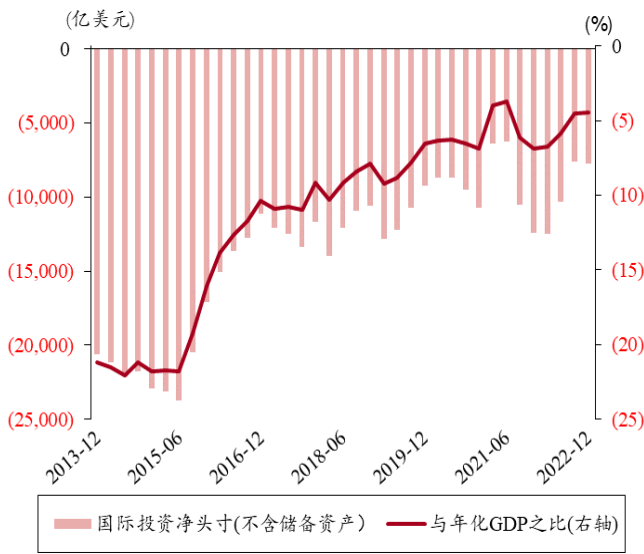
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：括号中为负值。

截至 2022 年末，民间部门对外净负债（不含储备资产，下同）为 7752 亿美元，与名义 GDP 之比为 4.5%，二者分别较 2021 年末减少 4656 亿美元、下降 2.4 个百分点（见图表 27）。分季度来看，除了四季度民间部门对外净负债规模和占比微升以外，二三季度连续缩小，其中非交易因素贡献了民间对外净负债降幅的 145%（见图表 28）。截至 2022 年末，民间部门对外净负债规模及占比较 2015 年 6 月末（“8.11”汇改前夕）减少 15980 亿美元、回落 17.3 个百分点。这反映民间部门货币错配大幅改善、对外金融韧性增强，是 2022 年人民币汇率经历大开大合、宽幅震荡的过程中，外汇市场保持平稳运行的重要微观基础。同时，这也说明只有金融体系健康，才能充分享受汇率灵活带来的好处。

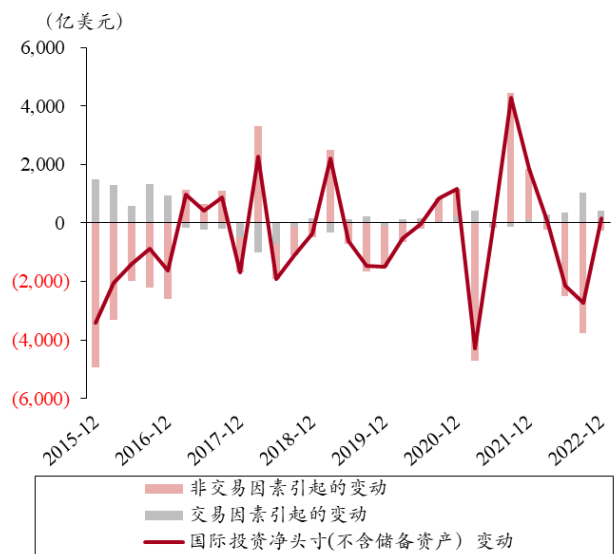
⁹ 分别将 2021 年末和 2022 年末外商直接投资中的股权投资、境外机构和个人持有境内人民币股票资产、美元计价的本币外债余额的平均值乘以 2022 年人民币汇率中间价变动幅度计算得到。

图表 27. 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，国家统计局，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。

图表 28. 交易和非交易因素对非储备对外净头寸变动贡献



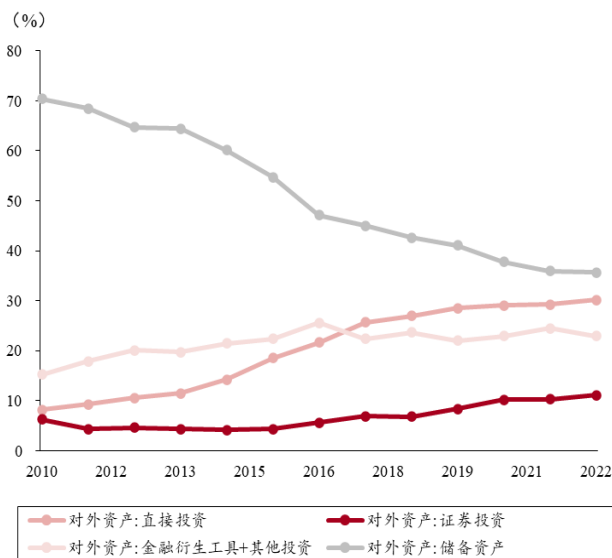
资料来源：国家外汇管理局，中银证券
 注：(1) 交易因素为非储备性质的金融账户差额取相反数；(2) 非交易因素=国际投资净头寸(不含储备资产)变动-交易因素。

五、直接投资资产和负债占比上升，储备资产占比延续下降趋势，警惕海外金融动荡影响海外资产安全

从对外金融资产结构来看，2022年，对外直接投资资产占比同比上升0.9个百分点至30.2%，为历史新高；对外证券投资资产占比上升0.9个百分点至11.2%，为2008年以来最高，其中股权占比下降0.4个百分点，债券占比上升1.3个百分点。这表明随着海外疫后开放，涉外主体陆续恢复对外直接投资，同时在海外债券收益率大幅上行的背景下，增加了海外债券资产的配置。同期，对外其他投资资产（含金融衍生品工具）以及储备资产占比分别下降1.5、0.3个百分点至22.9%、35.7%，储备资产占比自2010年以来连续下降（见图表29），表明境内主体对外资产多元化配置程度提高。值得注意的是，近期欧美银行业动荡持续，而海外通胀依然顽固，主要央行延续货币紧缩态势，需警惕后续金融风险进一步发酵和蔓延，威胁我国海外资产安全。对此，涉外主体要做好资产排查和形势研判，降低风险敞口，提前做好应对预案。

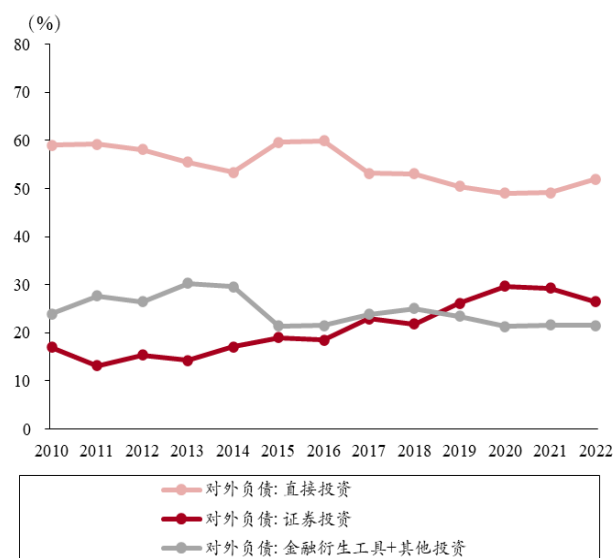
从对外金融负债结构来看，2022年，外来直接投资负债占比上升2.8个百分点至52%，外来证券投资负债占比下降2.8个百分点至26.5%（见图表30）。这反映了由于人民币汇率调整和外资减持人民币资产共同影响，外资持有境内证券资产余额减少，短期负债占比下降，以直接投资为主的中长期负债占比上升。同期，对外其他投资负债（含金融衍生品工具）占比21.6%，与上年基本持平。

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

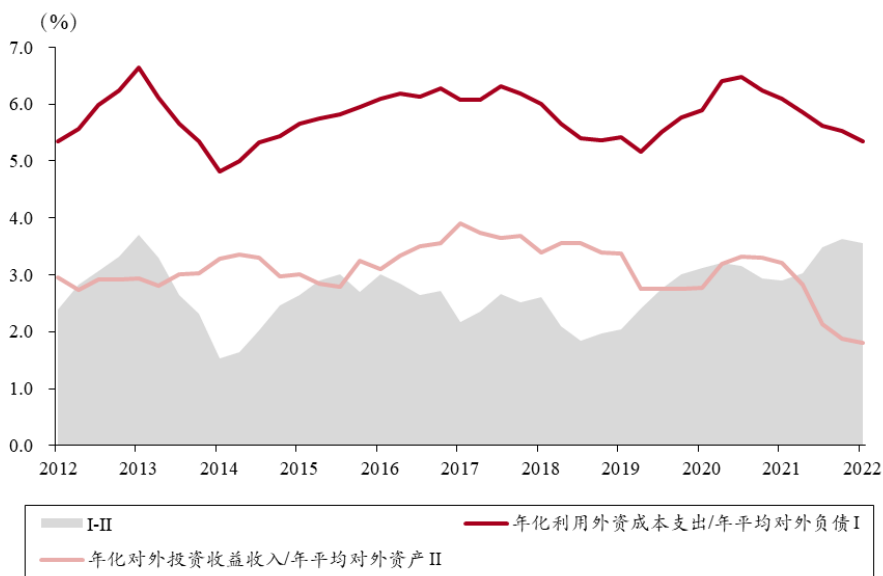
图表 30. 对外金融负债构成情况



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

2022 年末, 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 5.3%, 二者分别同比下降 1.4、0.8 个百分点, 均连续六个季度回落 (见图表 31), 二者差值扩大导致全年投资收益逆差累计同比增加 61% (见图表 9)。此外, 《2021 年国家外汇管理局年报》显示, 2008-2017 年我国外汇储备平均收益率为 3.35%, 大于同期对外投资回报率年均值 3.24%¹⁰, 这反映了我国民间部门对外资产运用效率依然偏低。

图表 31. 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

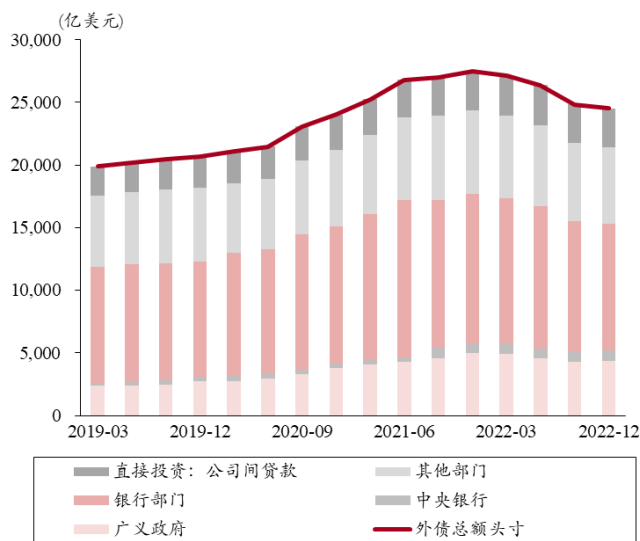
注: (1) 对外投资收益率=投资收益贷方往前四个季度滚动合计/年平均对外资产; (2) 利用外资成本率=投资收益借方往前四个季度滚动合计/年平均对外负债。

¹⁰ 对外投资年回报率=年度投资收益贷方收入/对外金融资产均值, 分母取期初和期末的简单算术平均。

六、受汇率调整和外资减持人民币债券影响，外债余额下降；短期外债占外储比重下降，外债风险总体可控

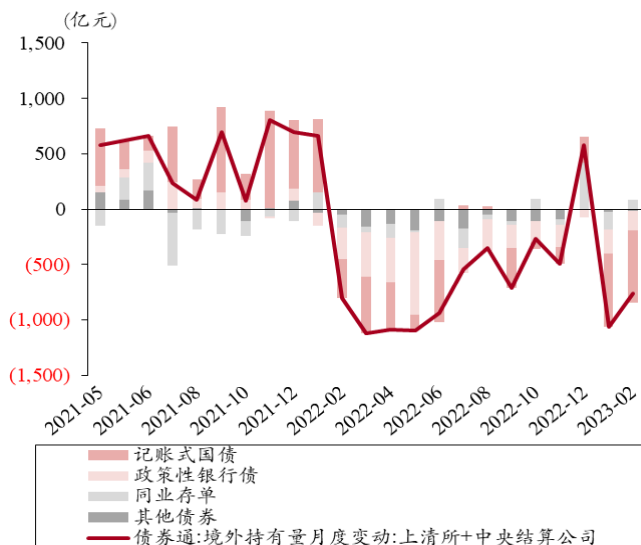
截至 2022 年末，我国具有契约性偿还义务的外债余额 24528 亿美元，较 2021 年末下降 2938 亿美元。从负债部门看，截至 2022 年末，银行、广义政府及其他部门外债规模分别较 2021 年末下降 1796 亿、607 亿和 572 亿美元，贡献了外债余额增幅的 61%、21% 和 19%（见图表 32）。这主要反映了 2022 年外资连续减持人民币债券的影响，其中银行部门外债规模降幅最大，对应境外机构连续减持政策性银行债和同业存单，前三季度合计减持 3329 亿元人民币，贡献了同期债券通项下净减持规模的 56%，四季度净减持规模大幅收敛至 2 亿元人民币；广义政府部门外债规模减少，对应前三季度境外机构累计净减持人民币国债 1638 亿元人民币，贡献了同期债券通项下净减持规模的 27%，四季度外资转为净增持国债 33 亿元人民币（见图表 33）。

图表 32. 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

图表 33. 债券通项下外资持有债券分品种变动情况



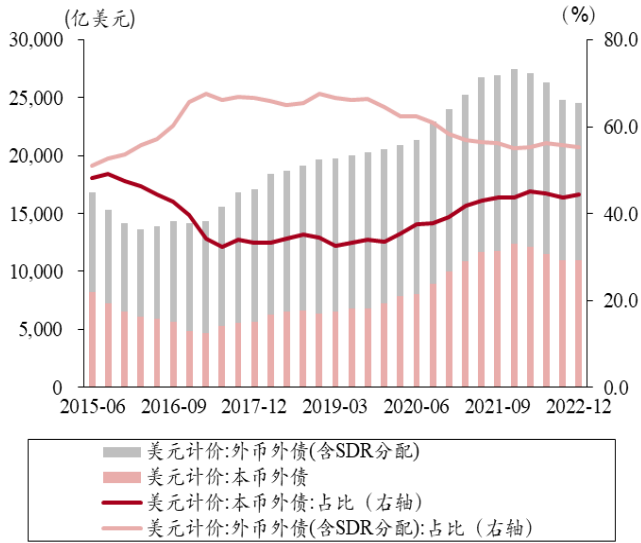
资料来源：中央结算公司，上清所，Wind，中银证券

从币种结构看，截至 2022 年末，本币外债和外币外债规模为 1.1 万亿、1.4 万亿美元，分别较 2021 年末下降了 1414 亿、1524 亿美元。由于人民币汇率调整和外资减持人民币债券的共同影响，本币外债占比同比微降 0.3 个百分点至 44.7%，相应外币外债占比上升至 55.3%（见图表 34）。在本币外债降幅中，人民币调整带来的汇兑损失为 986 亿美元，贡献了本币外债余额降幅的 70%。据国际货币基金组织统计，受外资减持人民币资产和人民币汇率变化的影响，到 2022 年底，全球已披露币种构成的外汇储备中，全球人民币储备余额 2984 亿美元，占比 2.69%，分别较上年底减少 388 亿美元和 0.11 个百分点，继续维持全球第五大外汇储备货币地位。

从期限结构看，截至 2022 年末，短期和中长期外债余额分别为 1.3 万亿、1.1 万亿美元，同比减少 1082 亿、1856 亿美元。由于短债降幅小于中长债降幅，短债占比较 2021 年末上升 1.9 个百分点至 54.5%。由于短期外债下降比例大于外储余额下降比例，短债占外汇储备余额比重同比下降 1.7 个百分点至 42.8%，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 35）。

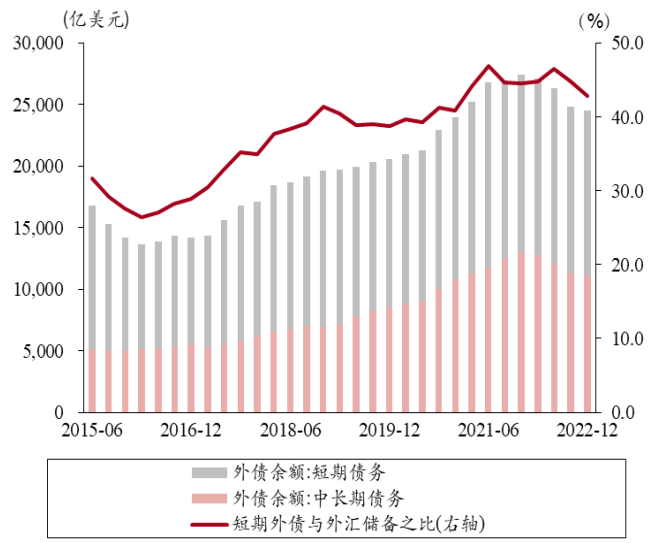
不过，外汇储备不是外债刚兑的保证，随着海外连续加息，利率不断上升可能加大涉外主体偿债压力和再融资成本，对此对外借债主体需提前做好债务规划，防范海外高利率环境持续下可能诱发的偿债风险。

图表 34. 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 35. 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：地缘政治局势发展超预期，海外货币紧缩及金融风险超预期，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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