

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

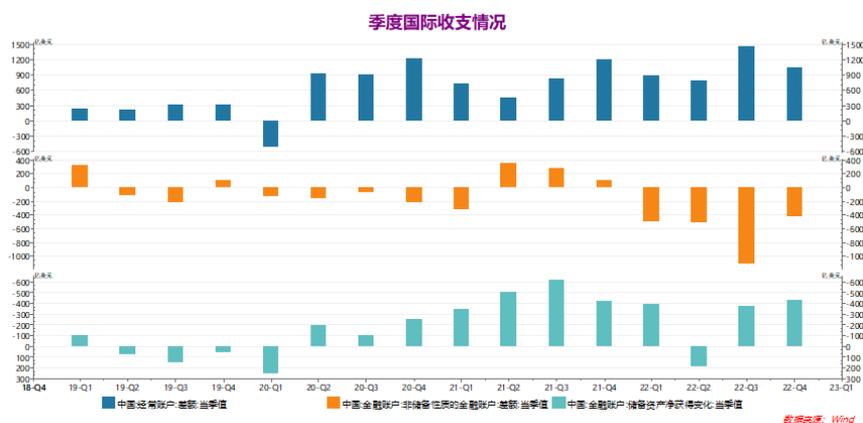
国际收支总体稳定，但必须高度关注边际变化

——国际收支四季度正式数据暨 2022 年数据分析

正文：

近期外汇管理局公布了我国四季度暨全年国际收支的正式数据。数据显示，四季度，我国国际收支中，经常项目继续顺差，巨额顺差 1034.16 亿美元，低于前值 1444.33 亿美元的顺差额，也低于去年同期的 1183.67 亿美元顺差额；非储备性质金融账户巨额逆差 418.91 亿美元，前值逆差 1115.97 亿元，去年同期顺差 101 亿美元。国际储备资产因此出现增加，增加了 423.08 亿美元，前值增加了 373.02 亿元，去年同期增加了 421.93 亿美元。

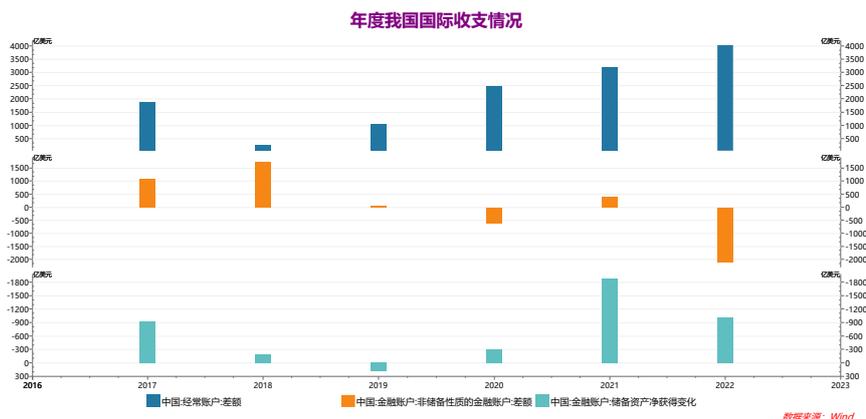
图1：季度我国国际收支情况



数据来源：Wind、银河期货

从年度数据看，经常项目顺差创出历史新高，非储备性质金融账户逆差也创出历史新高，储备资产增加 999.61 亿美元，低于 2021 年的 1882.26 亿美元增加额。

图2：年度我国国际收支情况

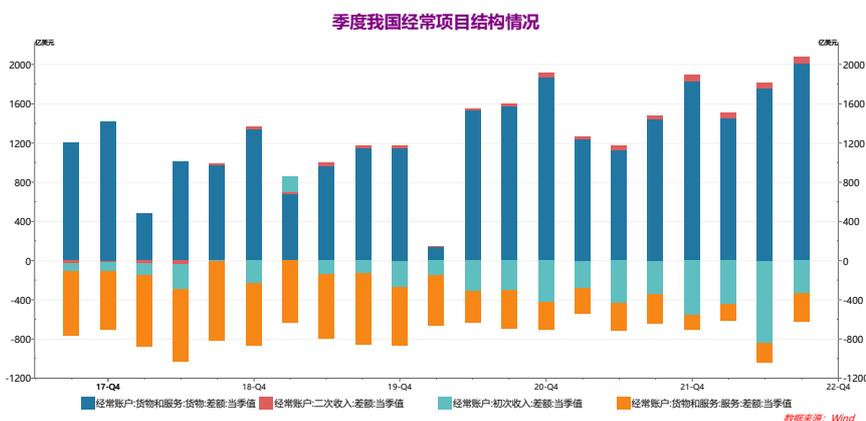


数据来源：Wind、银河期货

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 1613.47 亿美元，低于前值的顺差 2007.33 亿美元，也低于去年同期的 1828.09 亿美元；服务贸易逆差 305.56 亿美元，高于前值的逆差 291.7 亿美元，也高于去年同期的逆差 152.01 亿美元；初次收入逆差了 304.18 亿美元，前值逆差 338.67 亿美元，去年同期为-554.66 亿美元。；二次分配顺差 22.74 亿美元，前值为 66.38 亿美元，去年同期为 62.24 亿美元。

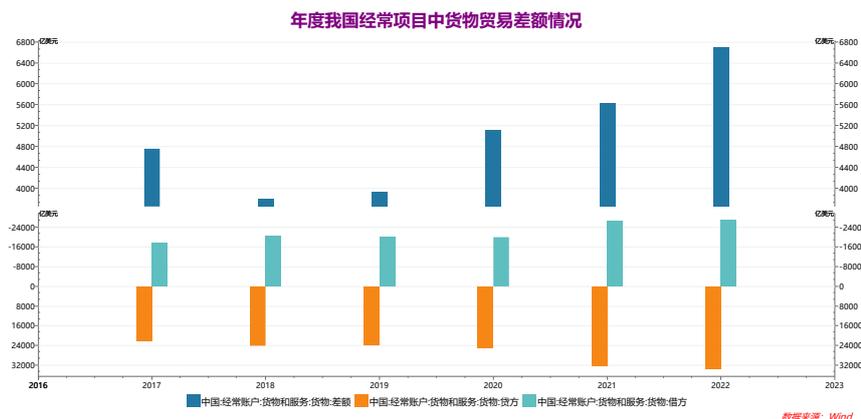
图3：季度我国经常项目结构情况



数据来源：Wind、银河期货

从年度数据看，经常项目顺差创出历史新高，达到 6686.33 亿美元，2021 年报顺差 5627.24 亿美元。这是连续三年保持经常账户的高增长。

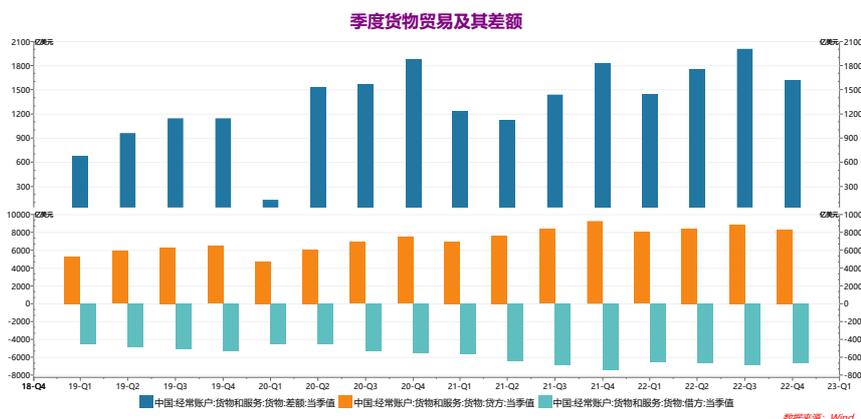
图4：年度我国经常项目情况



数据来源：Wind、银河期货

从货物贸易看，顺差报 1613.47 亿美元，前值为 2007.3 亿美元。出口数额环比回落了 6.27%，进口数额环比则上升了 2, 36%。当季的货物贸易顺差环比因此回落了 19.62%。而同比数据出口减少了 10.16%，进口增加了 9.77%，顺差增加了 11.74%。

图5：季度货物贸易及其差额

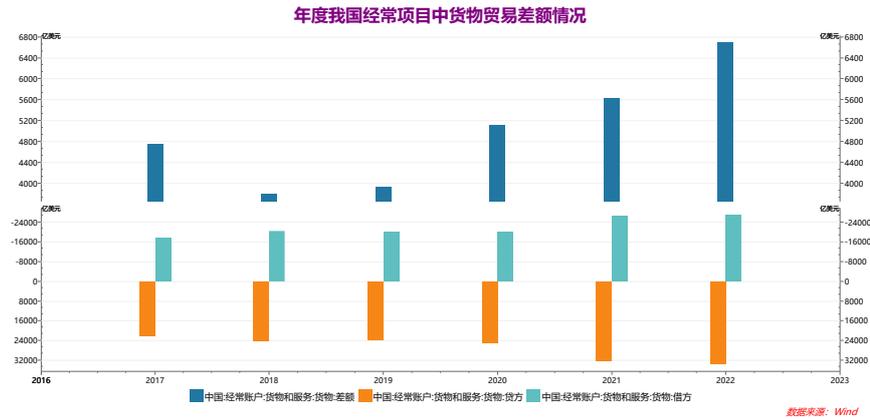


数据来源：Wind、银河期货

但根据海关统计，四季度货物贸易顺差达到 2313.45 亿美元，和国际收支统计的顺差 1613.47 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》中进行了解释：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。

从年度数据看，货物贸易顺差创出历史新高，达到 6686.33 亿美元，2021 年报顺差 5627.24 亿美元。这是连续三年保持货物贸易顺差的高增长。

图6：年度我国经常项目中货物贸易差额情况



数据来源：Wind、银河期货

在服务贸易方面，四季度逆差额环比继续回升，进出口环比均有所回落。从服务贸易分项数据看，四季度旅行服务逆差 279.25 亿美元，低于前值的逆差 285.26 亿美元。第二大逆差项目是知识产权使用费，逆差 73.16 亿美元，前值逆差 79.26 亿美元。

图7：季度服务贸易及其差额

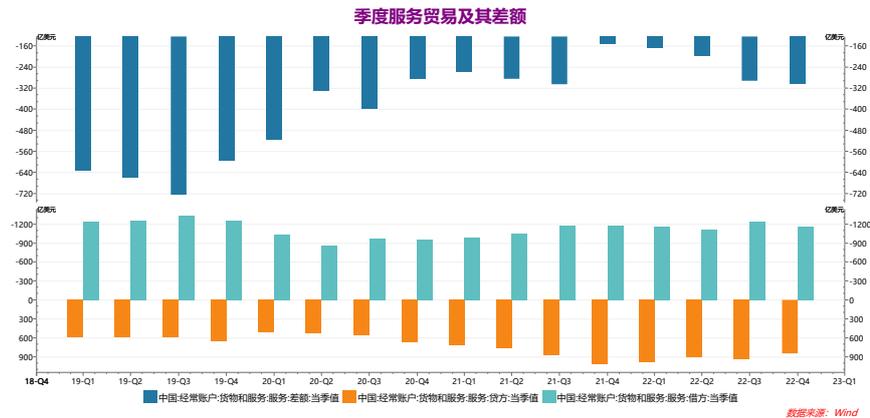
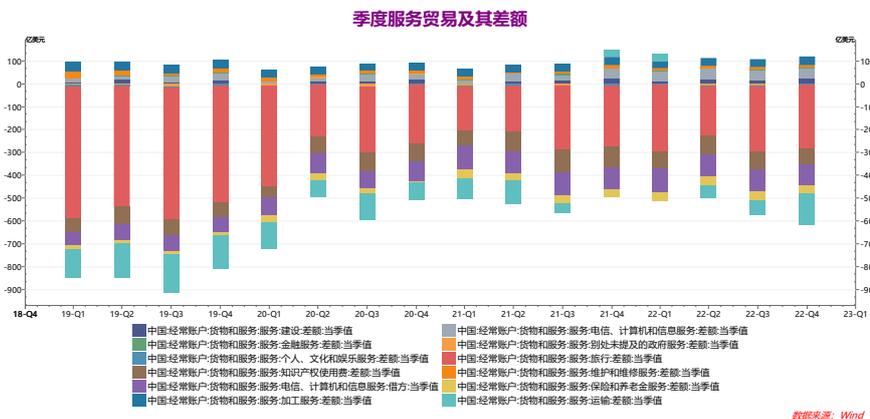


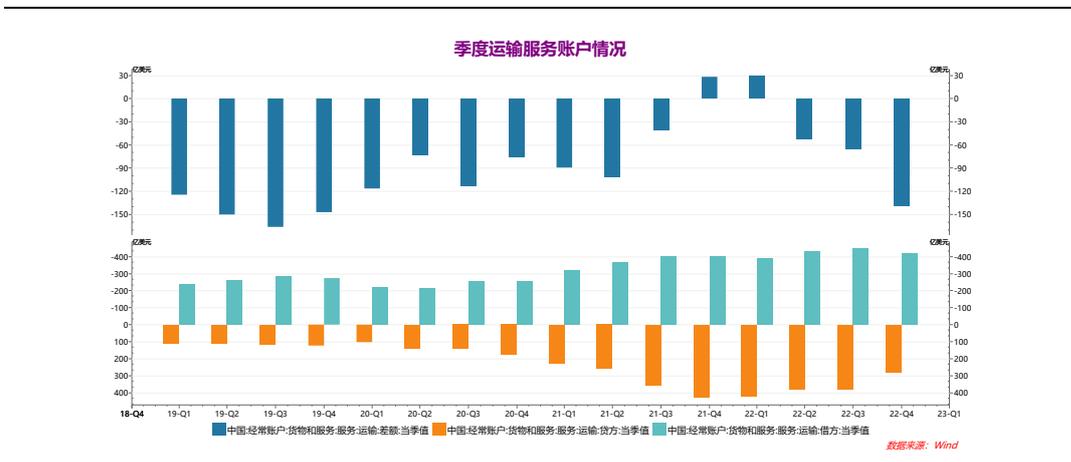
图8：季度经常项目中服务贸易分项差额



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萎缩，但出口回落比较明显。继二季度转顺差为逆差后，三、四季度持续逆差，逆差 139.63 亿美元，前值逆差 65.38 亿美元。

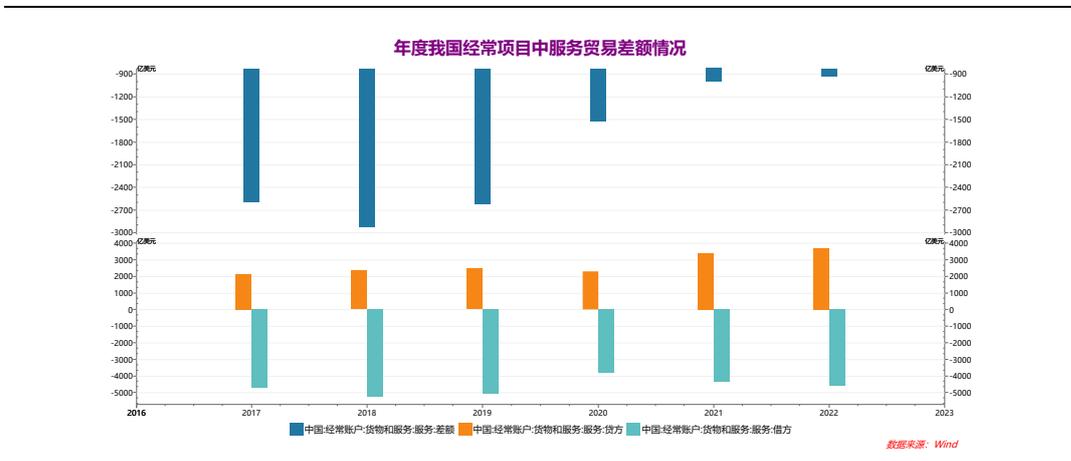
图9：季度运输服务账户情况



数据来源：Wind、银河期货

从年度数据看，服务贸易逆差 923.03 亿美元，低于 2021 年的逆差 999.16 亿美元，但旅游和运输逆差均有回升。

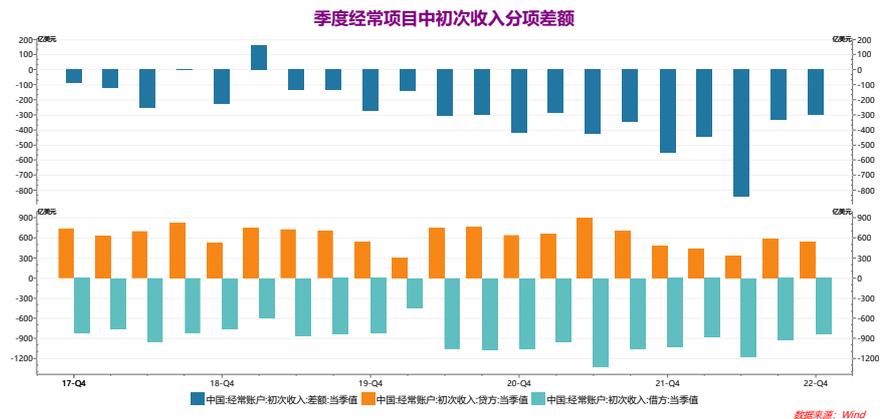
图10：年度我国经常项目中服务贸易差额情况



数据来源：Wind、银河期货

从初次收入分项看，四季度逆差了 304.18 亿美元，低于前值的逆差 338.67 亿美元。在初次收入分项目下，资金流入和流出环比均有所回落。但同比数据显示，资金流入大幅回升了 12.21%，资金流出却回升了 18.49%。

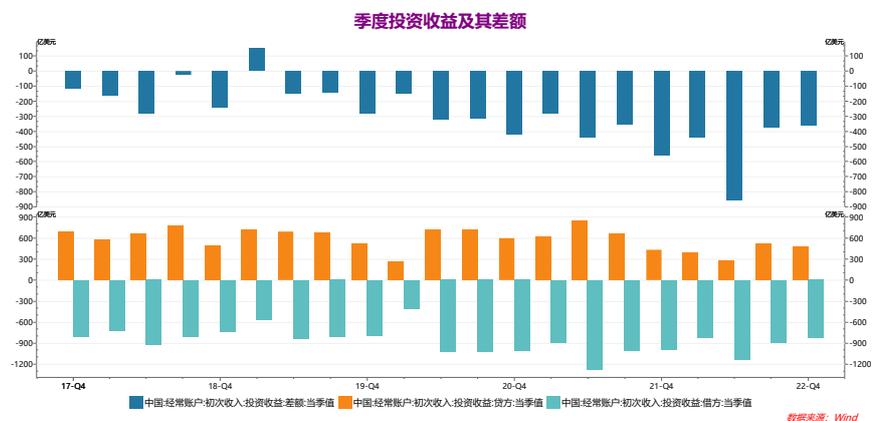
图11: 季度经常项目中初次收入分项差额



数据来源: Wind、银河期货

从占比最高的投资收益看，逆差 359.84 亿美元，前值逆差 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12: 季度投资收益及其差额



数据来源: Wind、银河期货

从年度数据看，初次收入分项逆差明显扩大。其主要原因在于主要是受到当年疫情和国际环境动荡的影响。投资收入逆差增加明显。该项目下，资金流入减少明显。

图13: 年度初次收入分项差额

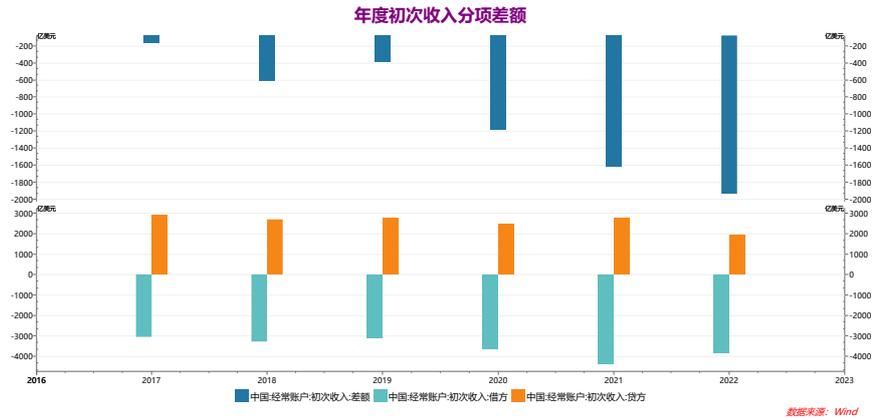
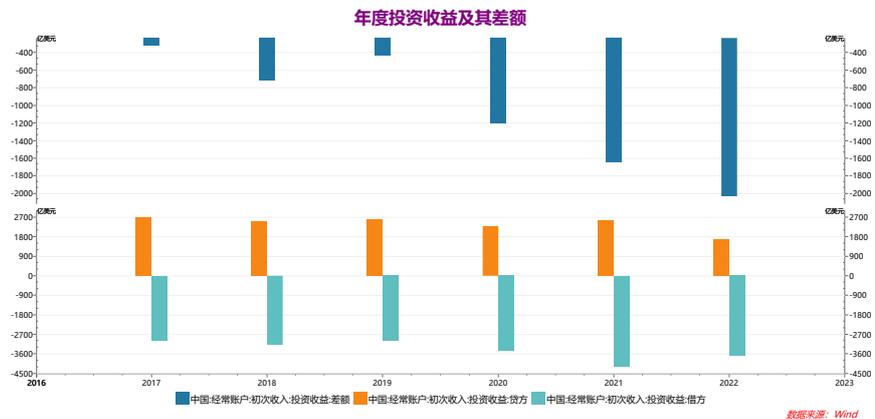


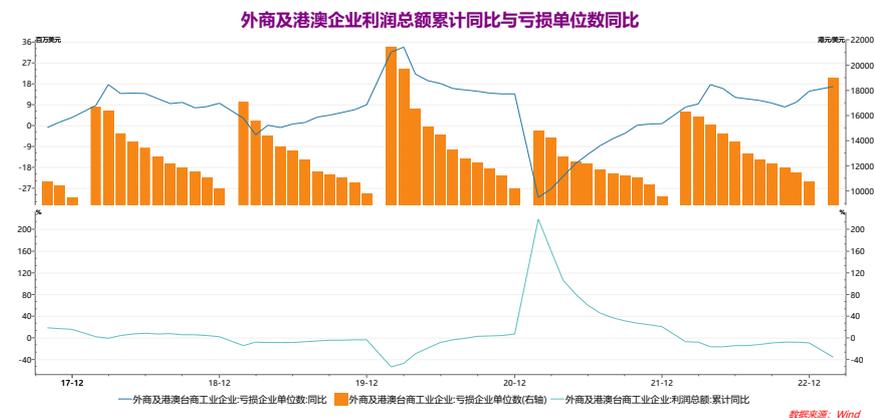
图14: 年度投资收益及其差额



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, 亏损企业在四季度继续增加, 全季增加了 14.8%, 外商的利润总额累计同比继续下降, 跌幅接近 10%。

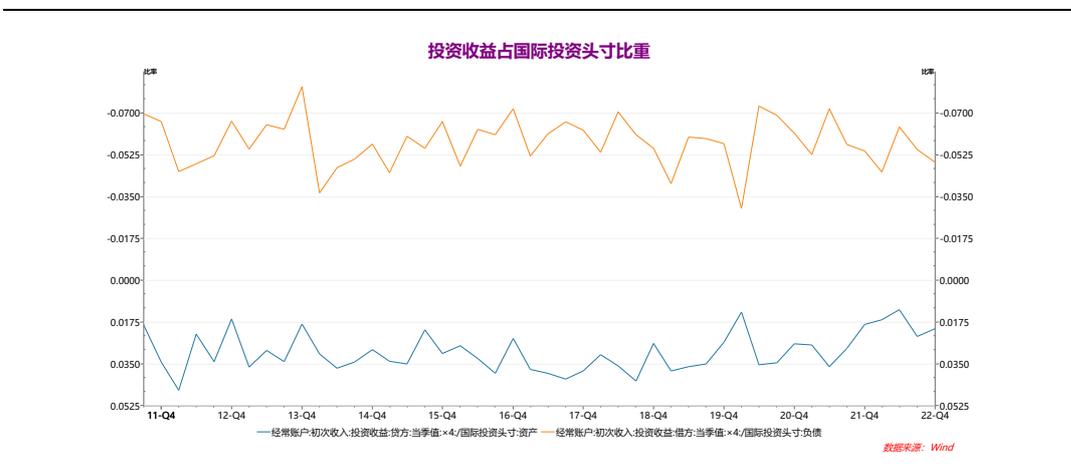
图15: 外商及港澳企业利润总额累计同比与亏损单位数同比



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。

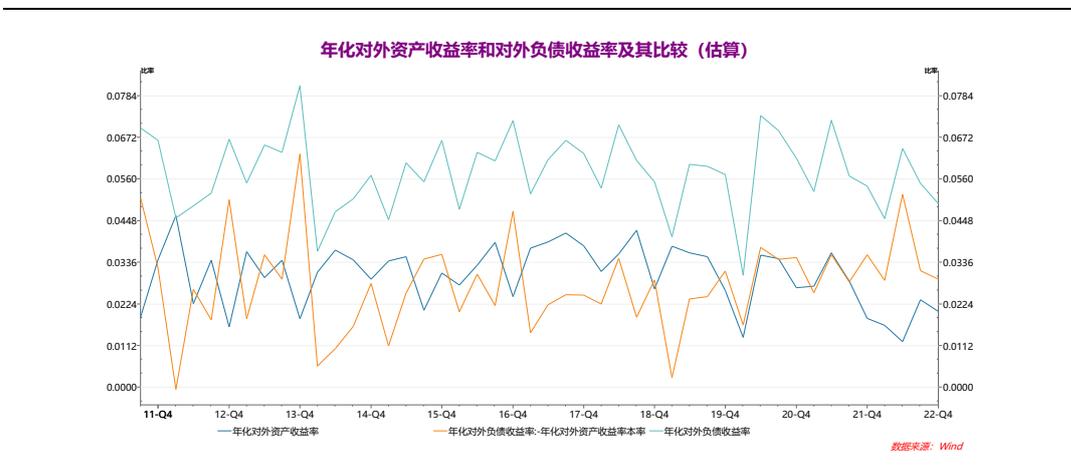
图16：投资收益占国际投资头寸比重



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，四季度，年化对外资产收益率继续有所回落，从2.35%回落到2.04%，而年化对外负债收益率回落，从4.48%回落到4.94%。两者差值出现缩小，从3.13%缩小到2.91%。

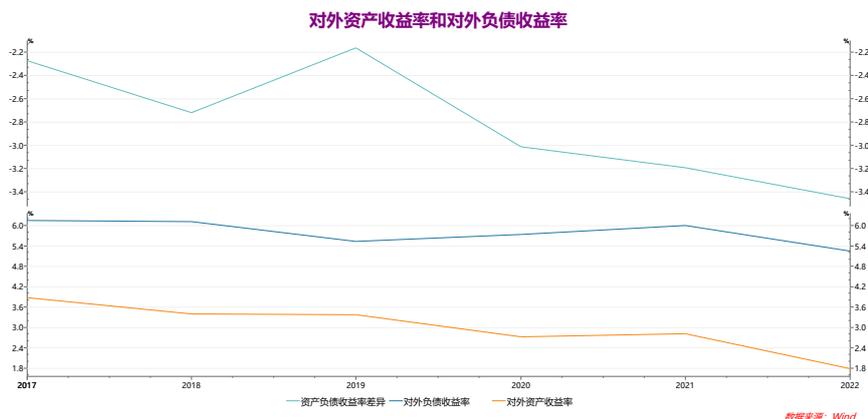
图17：年化对外资产收益率和对外负债收益率及其比较（估算）



数据来源：Wind、银河期货

而从外汇管理局公布的对外负债收益率和对外资产收益率看，2022年均出现了回落，负向差值扩大。

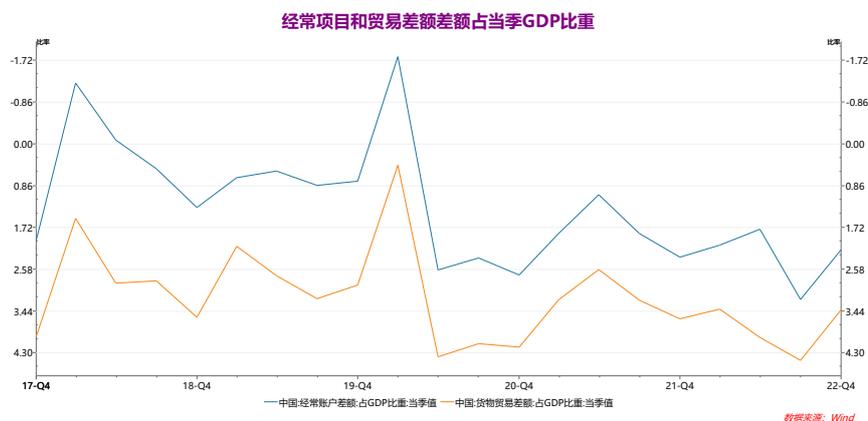
图18: 对外资产收益率和对外负债收益率



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, 四季度占比在 2.18%左右, 低于去年同期的 2.34%, 在 4%的国际警戒线之内。其中货物贸易差额占到 3.42%, 出现回落, 也反映出我国经济增长面临着外部环境的恶化, 国内经济下行压力缓解主要还是要依赖于国内循环。

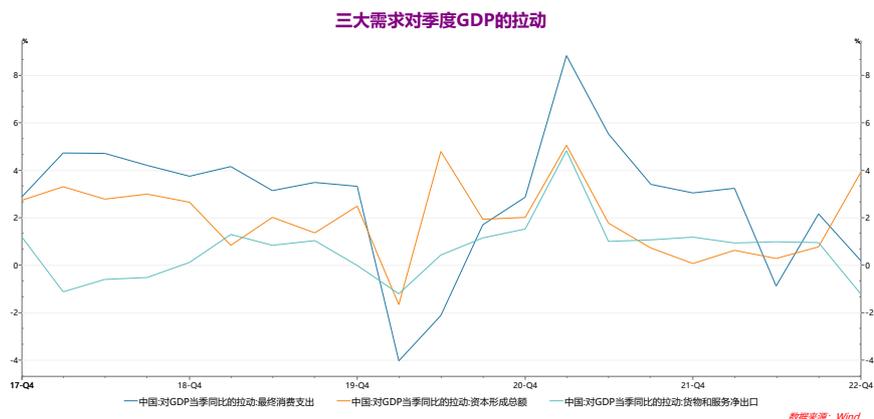
图19: 经常项目和贸易差额差额占当季GDP比重



数据来源: Wind、银河期货

从三大需求对 GDP 拉动看, 四季度, 净出口拉动力继续回落, 转为负向拉动, 国内需求投资拉动也明显回落, 仅投资拉动为正向。

图20：三大需求对季度GDP的拉动

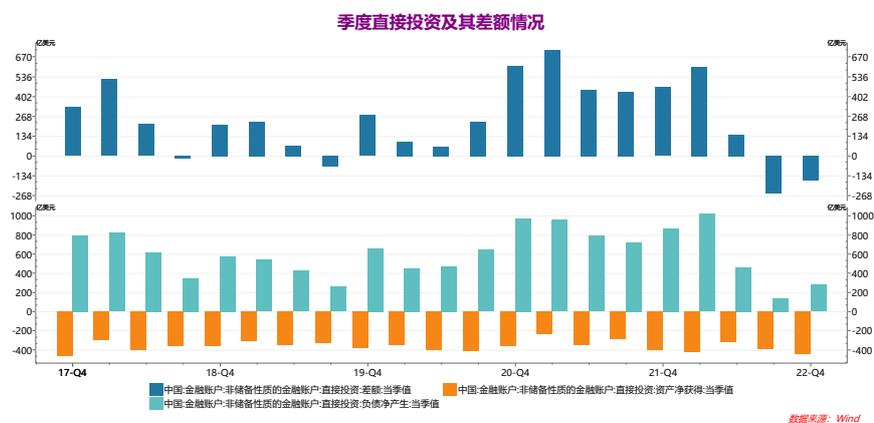


数据来源：Wind、银河期货

二、非储备性质金融账户分析

在直接投资方面，四季度逆差 164.59 亿美元，前值逆差 254.46 亿美元。四季度直接投资流入环比增加，但流出环比也增加明显。

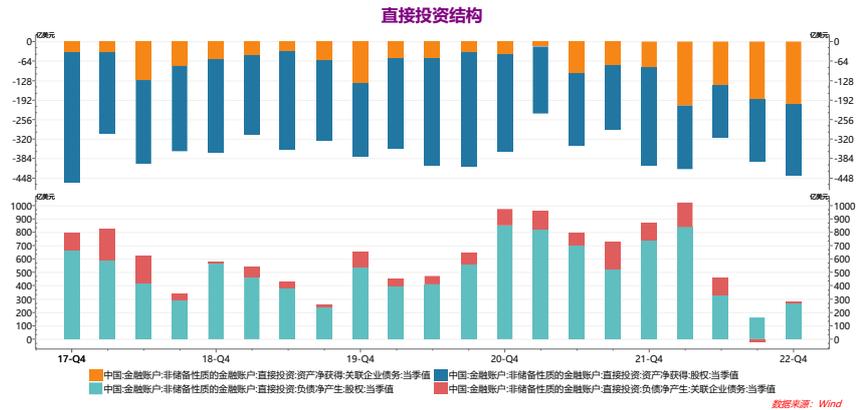
图21：季度直接投资及其差额情况



数据来源：Wind、银河期货

值得注意的是，从直接投资的结构看，在资产获得方面，股权投资环比回升；但在负债方面，股权投资环比增加显著。

图22：直接投资结构



数据来源：Wind、银河期货

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，四季度，股权方面资金流入依旧主要体现在非金融部门，环比回升。在资金流出方面，金融部门的股权投资环比回升明显，非金融部门的股权对外投资环比也有所回升。从年度数据看，2022年，直接投资顺差大幅萎缩到304.75亿美元，2021年高达2059.42亿美元，资金流入大幅减少。

图23：直接投资结构：金融部门和非金融部门股权

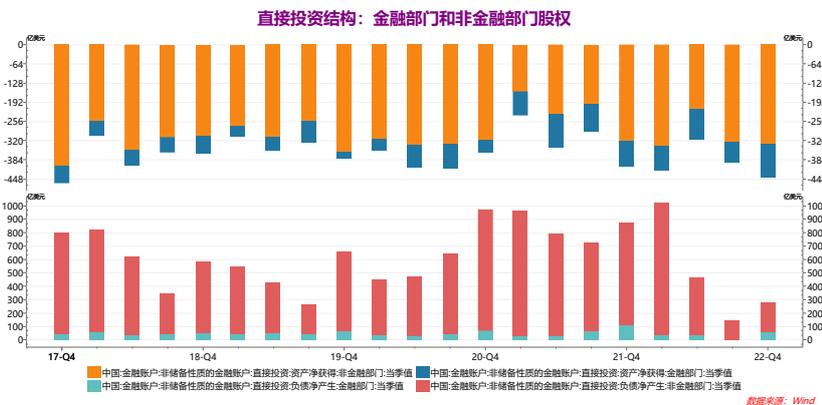
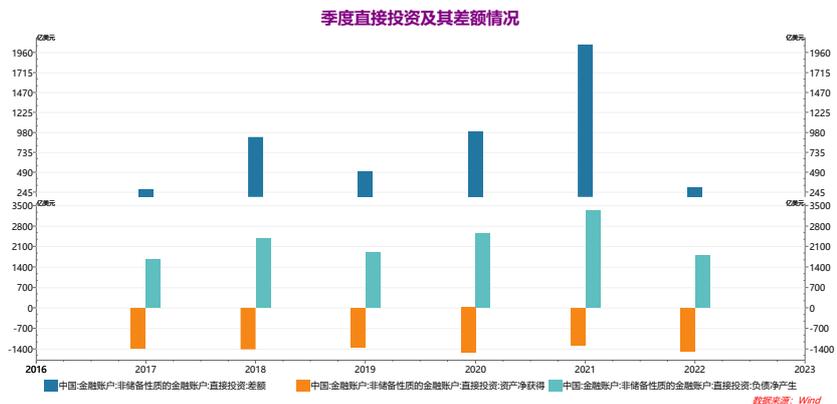


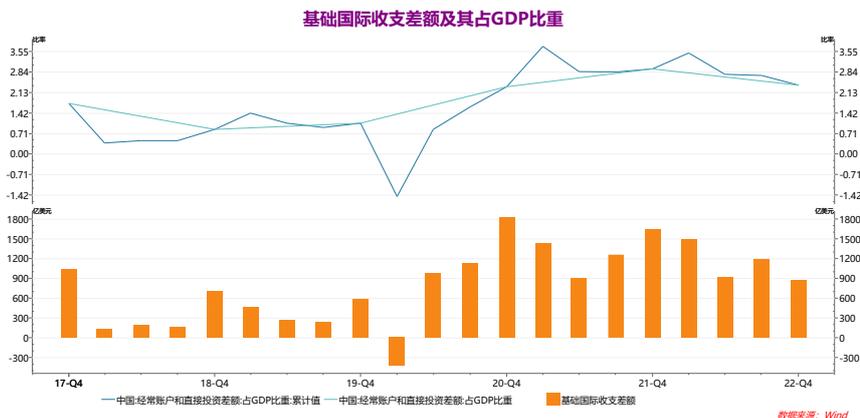
图24：年度直接投资项目差额



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四季度顺差 866.57 亿美元, 前值为 1188.87 亿美元, 出现萎缩, 基础国际收支差额占 GDP 比重从第三季度的 2.64 % 回落到 2.39 %, 显示对外经贸与投资对 GDP 拉动的重要性回落。

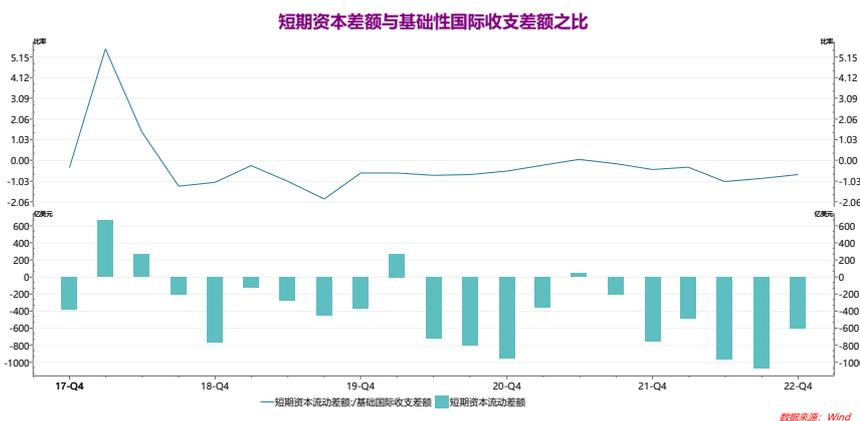
图25：基础国际收支差额及其占GDP比重



数据来源：Wind、银河期货

从短期资本流动差额和基础性国际收支差额之比看, 短期资本流动差额对国际收支的影响季度环比有所下降, 但年度环比回升。在证券投资项目方面, 四季度逆差 193.07 亿美元, 前值逆差 1020.66 亿美元, 大幅萎缩。年度数据显示, 2022 年证券投资大幅逆差, 逆差额达到空前的 2811.13 亿美元。

图26：短期资本差额与基础性国际收支差额之比



数据来源：Wind、银河期货

图27：季度证券投资及其差额情况

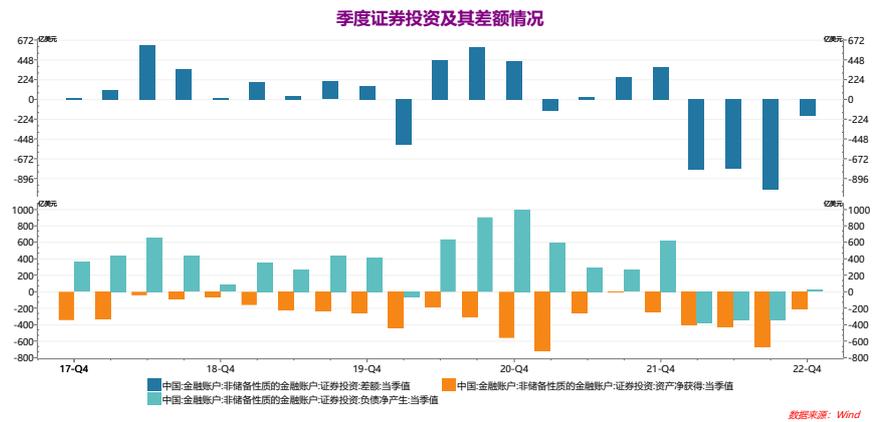
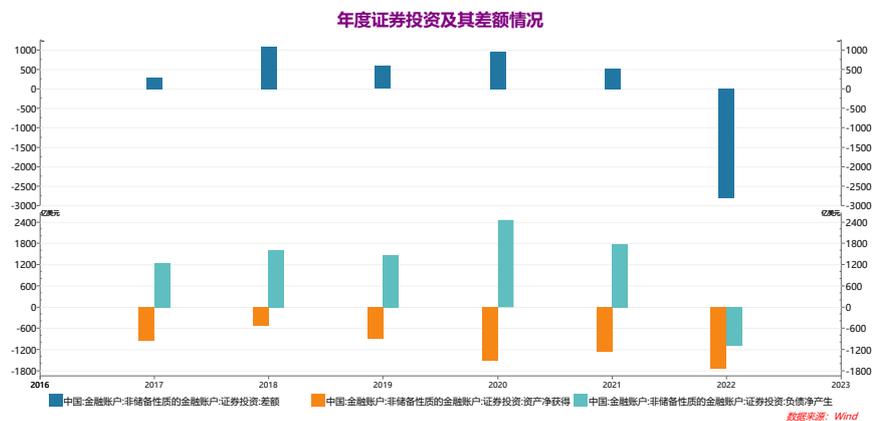


图28：年度证券投资及其差额情况



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 249.70 亿美元，低于二季度的 970.77 亿美元的历史高点，负债继续倒流，流出环比减少，流入从倒流-382.49 亿美元减少到-178.05 亿美元，流出从 588.27 亿美元减少到 71.65 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。年度数据看，债权投资逆差达到 1254.96 亿美元的历史高点。2021 年仅逆差 403.09 亿美元。

从中债数据和上清所方面的数据看，也显示四季度境外投资者境内债券持有量继续下跌，跌幅趋缓，中债数据方面，境外投资者持有的境内债券的持有量从 31716 亿元下降到 31114 亿元，上清所方面，该数据从 2333 亿元上升到 2728 亿元，当季，两者合计环比下降了 177 亿元，前值下降 1607 亿元。减持主要还是以托管在中央结算公司的高等级债券为主。

图29：季度债券投资分项及其差额



图30：年度债券投资分项及其差额

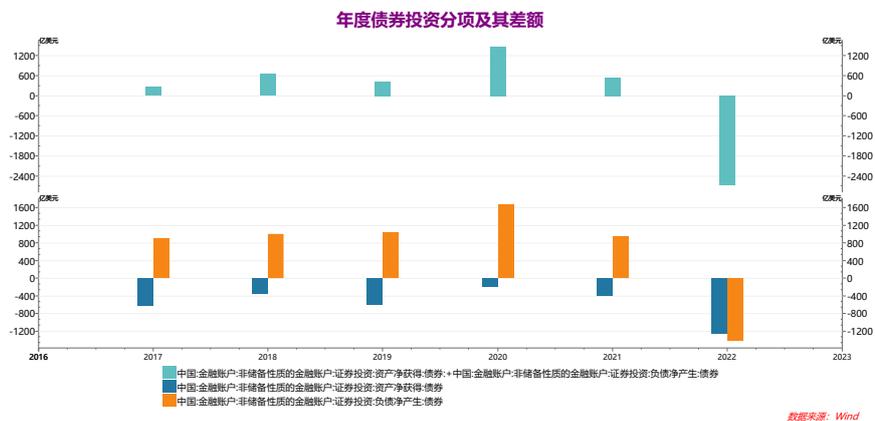
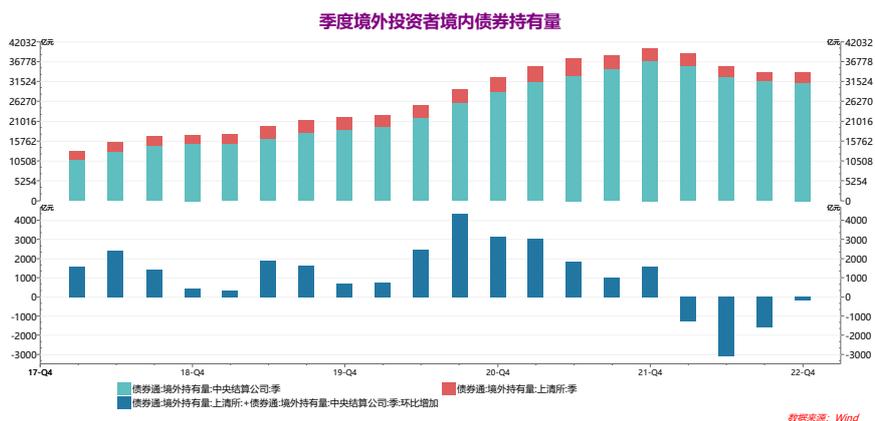


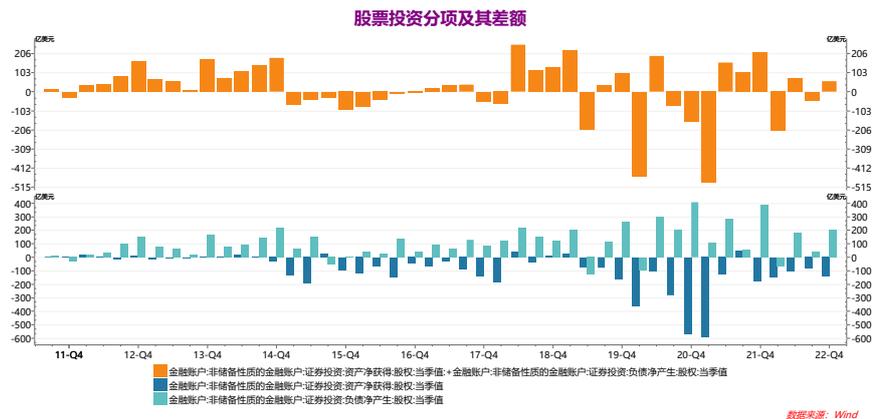
图31：季度境外投资者境内债券持有量



数据来源：Wind、银河期货

从股票投资分项看，四季度顺差 56.63 亿美元，前值顺差 49.89 亿美元，负债和资产环比增加，负债增加明显，总体表现为资金内流。

图32：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，四季度，陆港通净买入资金为-845.94亿元，前值为-597.36亿元，其中，港股通净买入1224.02亿元，陆股通净买入资金为378.08亿元。数据也显示，今年四季度，外资持有A股流通市值占比从去年四季度的4.95%回升到5.04%。

四季度境外股票融资报207.24，三季度境外股票融资报258.62亿元。年度数据显示，2022年，股票投资项目逆差133.09亿美元

图33：陆港通与港股通净买入比较（季度）

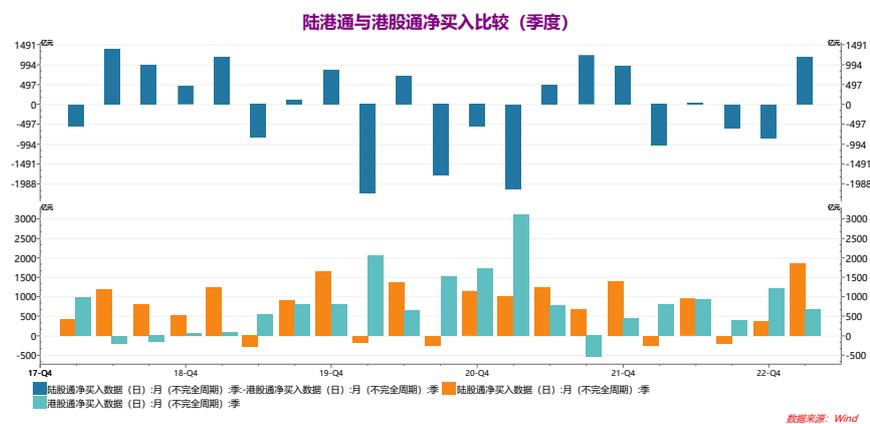


图34：季度境外股票融资产合计

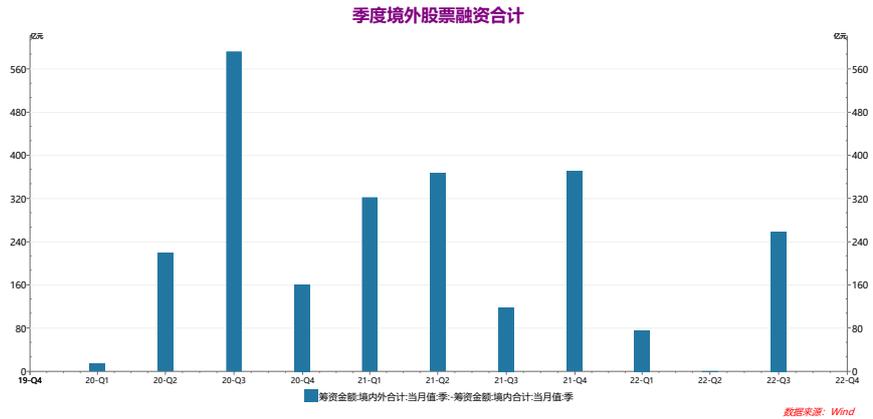
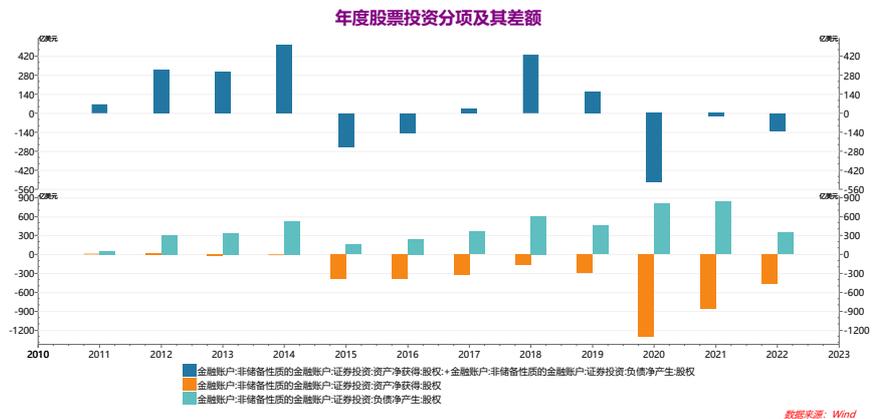


图35：年度股票投资分项及其差额



数据来源：Wind、银河期货

在其他投资项目方面，四季度逆差 99.1 亿美元，前值顺差 150.12 亿美元。从结构情况看，在资产净获得方面，贷款是流出大项，在负债方面，货币与存款出现了明显的倒流。从年度数据看，2022 年，其他投资项目顺差 454.22 亿美元，2021 年逆差 2297.63 亿美元。

图36：季度其他投资项差额情况

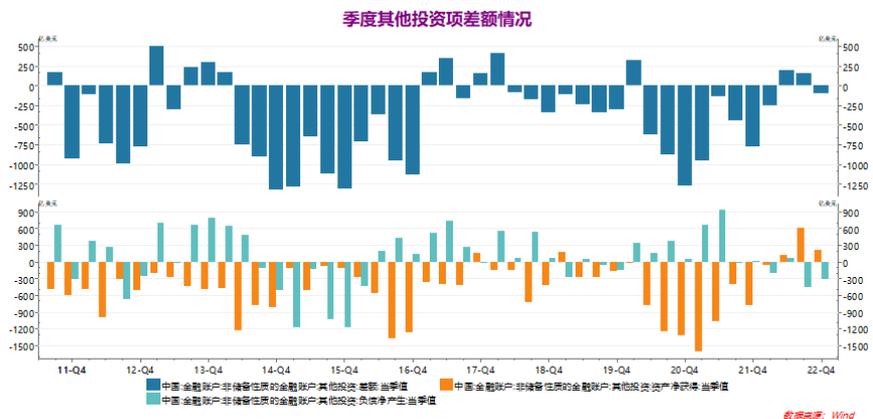


图37：其他投资项目资金流入与流出结构图

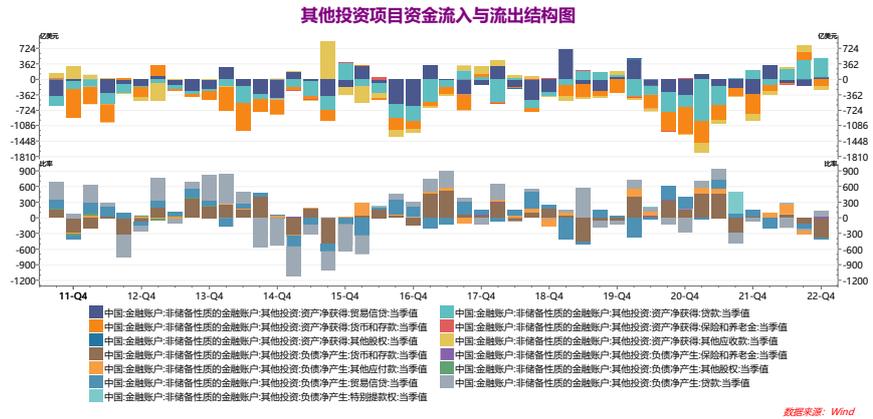
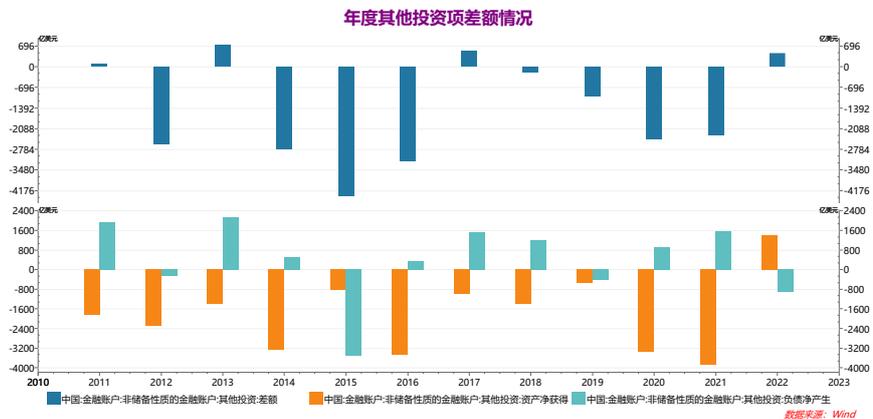


图38：年度其他投资项差额情况

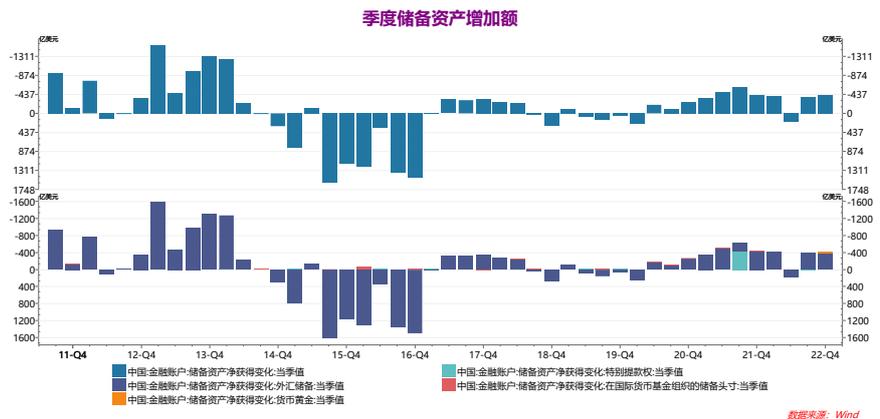


数据来源：Wind、银河期货

三、平衡账户分析

四季度，储备资产增加了423.08亿美元，前值增加了373.02亿美元，其中，四季度外汇储备增加了371.95亿美元，前值增加了388.08亿美元，黄金储备增加了35.25亿美元，中国在四季度增持黄金。同时，另外，商业银行用人民币替换往年用外汇缴纳的存款准备金，也对储备资产和外汇占款增加起到了正面作用。

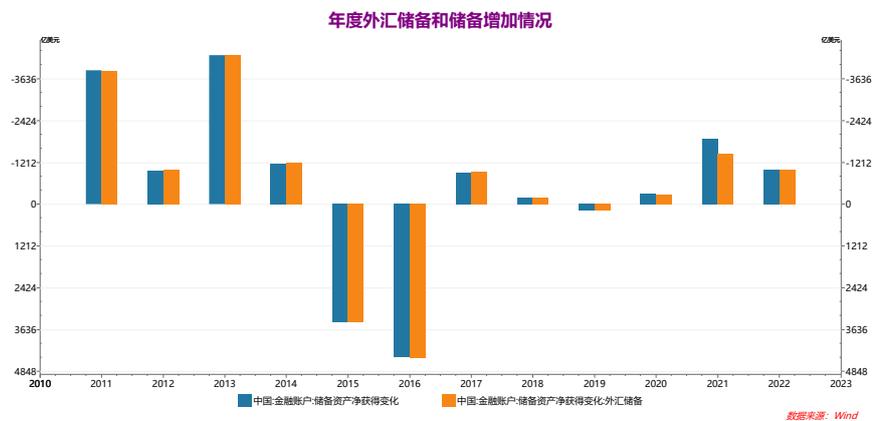
图39：季度储备资产增加额



数据来源：Wind、银河期货

先前公布的月度储备资产显示，四季度储备资产增加了1129.51亿美元，而其在国际收支口径下，仅增加了423.08亿美元，期间的差额反映了汇率波动、资产价格变动等估值性因素的影响，其中美元回落和境外债券收益率回落的影响在四季度突出。年度数据看，外汇储备和储备资产均出现增加，但增加额均低于2021年。

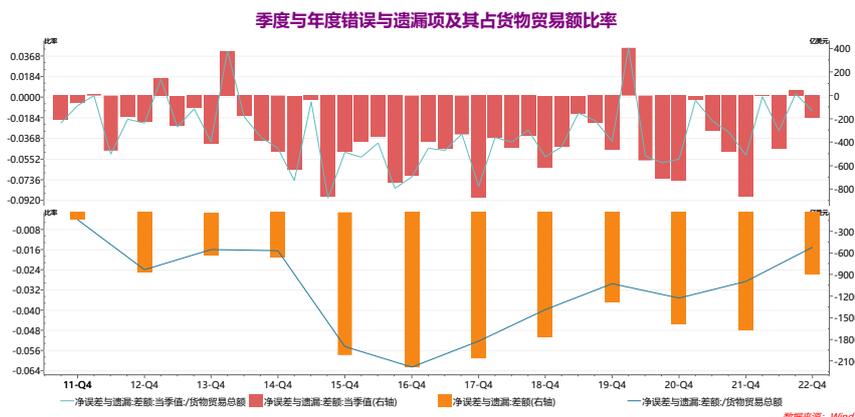
图40：年度外汇储备和储备增加情况



数据来源：Wind、银河期货

从“错误和遗漏”项目看，四季度报-189.39亿美元，当季“错误遗漏”项差额占当季货物贸易总额1%，全年数据看，2022年的“错误遗漏”项差额达到-905.57亿美元，占当年货物贸易总额2%，低于5%的警戒线。

图41：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、综述

2022年我国国际收支呈现经常项目巨额顺差，非储备性质金融账户巨额逆差，但国际储备资产继续回升。国际收支总体稳定，特别是四季度，证券投资逆差减少，直接投资逆差额较三季度下降是个好的现象。

但应当关注货物贸易顺差的边际减少对国际收支的边际影响，关注净出口对GDP拉动力的减弱，关注基础性国际收支的萎缩及其占GDP比重的下降。在国际环境风急浪高的背景下，推动内循环的重要性突出。

汇率方面，在经济稳固的基础不够牢固的情况下，央行着重发挥人民币汇率在调节宏观经济和国际收支中自动调节作用，在这个意义上，人民币在目前的情况下并无持续升值的基础。对此，笔者已经在近期相关文章中进行了详细的论述。

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：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 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

电话：400-886-7799