

一季度对外经济部门体检报告

国际收支延续自主平衡，短期资本净流出环比收敛，助推年初人民币汇率强力反弹

- 一季度，货物贸易顺差减少，服务贸易逆差扩大带动经常项目顺差收敛。外需放缓带动出口下降，但出口市场份额小幅回升。当季，净出口对GDP增速延续负拉动，后续扩内需仍是稳增长的重要抓手。
- 一季度，资本项目逆差扩大，直接投资净流出增加是主要原因。当季，短期资本净流出同比和环比均大幅下降，对冲了部分直接投资净流出。证券投资逆差同比收窄，其他投资由逆差转顺差。
- 一季度，在给定基础国际收支顺差环比下降的情况下，人民币汇率小幅升值，与短期资本净流出大幅收敛有关。年初至今，在经济重启强预期驱动下，外资集中流入，人民币汇率快速反弹，随着近期经济数据和政策喜忧参半，市场预期重新修正，人民币快速调整，接近前期低点。人民币双向波动弹性增加，资产价格属性凸显，更易受到市场情绪影响。
- 截至一季度末，我国对外金融资产和负债均环比增加，交易引起的对外净资产增加，人民币升值小幅推升对外负债。民间部门对外净负债规模及占年化GDP比重较上年末微增，不过明显低于“8.11”汇改前夕。这是2022年以来人民币汇率宽幅震荡，外汇市场平稳运行的重要微观基础。
- 截至一季度末，我国具有契约性偿还义务的外债余额较上年末增加，主要贡献来自银行部门。从币种结构看，外币和本币外债均较上年末增加，本币外债占比环比微升。从期限结构看，短期外债较上年末增加，中长期外债减少。短期外债占外汇储备比例较上年末小幅上升，不过仍远低于100%的国际警戒线，我国外债风险总体可控。
- 风险提示：海外金融风险及货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期，国内经济复苏不及预期。

相关研究报告

《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

《2022年对外经济部门体检报告：不惧美联储激进紧缩，中国国际收支彰显十足韧性》20230405

《一季度国际收支分析报告：经济重启强预期驱动，短期资本流动形势好转，国际收支延续自主平衡》20230516

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

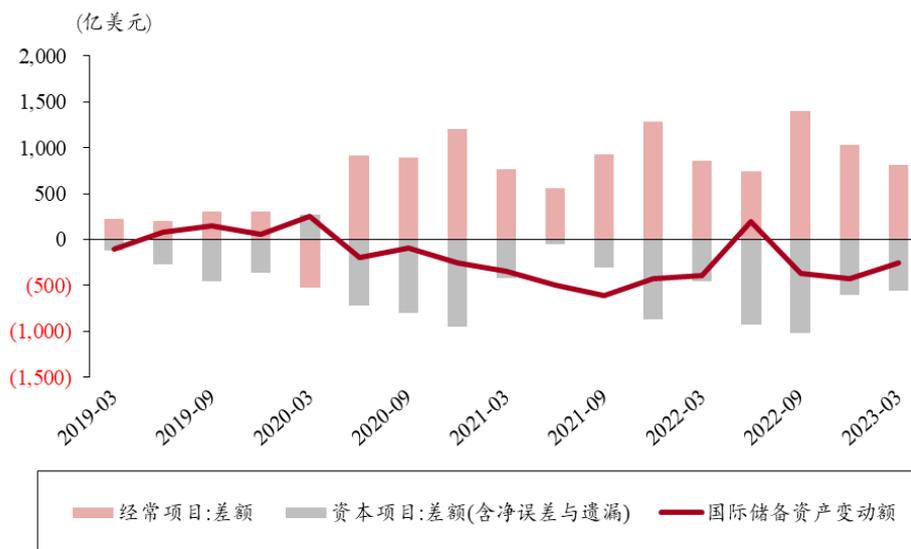
一般证券业务证书编号：S1300122030029

6月30日，国家外汇管理局公布了2023年一季度国际收支平衡表正式数据和2023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、经常项目顺差收敛，净出口对当季经济增长延续负拉动

一季度，经常项目顺差815亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）逆差561亿美元（以下如非特指，资本项目差额均包括净误差与遗漏项），国际储备资产增加255亿美元，其中外汇储备资产增加206亿美元，黄金储备增加35亿美元（见图表1），国际收支维持自主平衡格局。

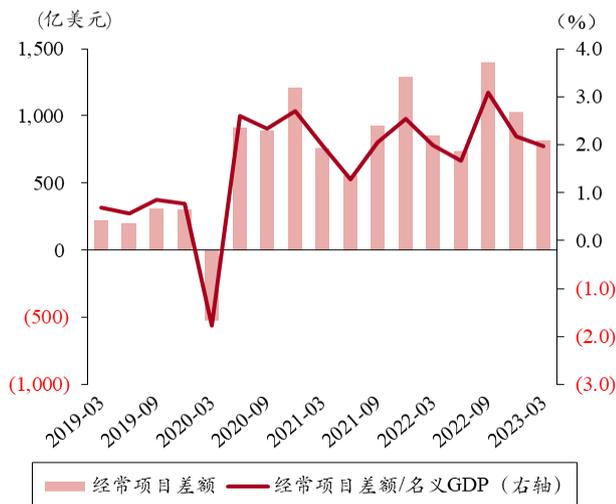
图表 1. 国际收支平衡表正式数据



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

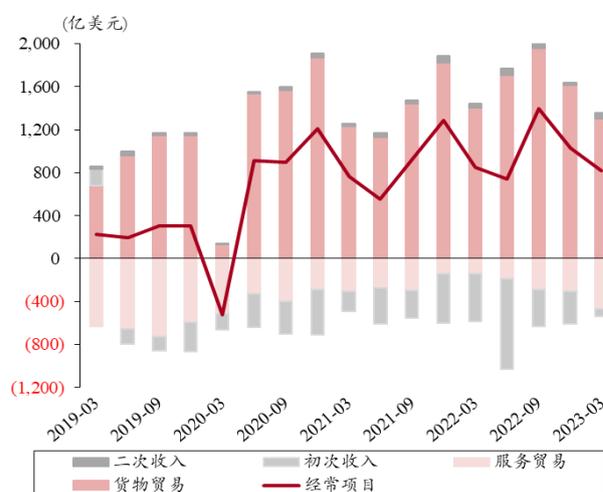
货物贸易顺差缩小、服务贸易逆差扩大带动经常项目顺差收敛。一季度，经常项目顺差同比下降4%；经常项目差额占当季名义GDP的比重为2.0%，与2022年同期持平，继续位于±4%国际认可的合理范围以内（见图表2）。其中，货物贸易顺差同比下降103亿美元，服务贸易逆差扩大331亿美元，是经常项目顺差减少的主要原因。此外，初次收入逆差减少381亿美元，主要是投资收益逆差大幅减少330亿美元，部分抵消了货物和服务贸易顺差的减少（见图表3）。

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，国家统计局，Wind，中银证券

图表 3. 经常项目差额及其构成



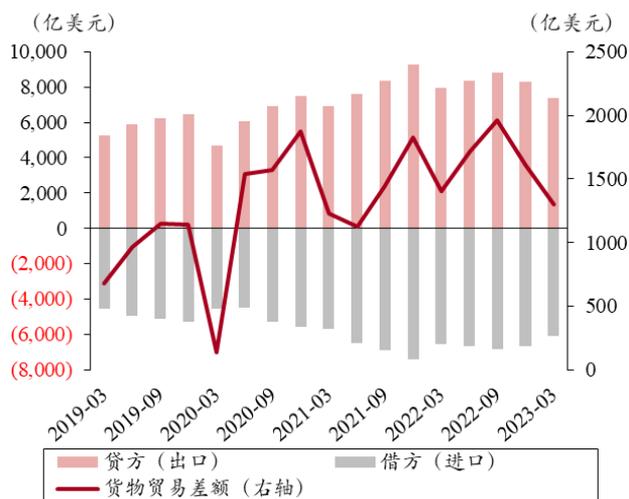
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

外需放缓带动出口下降，但出口市场份额小幅回升。一季度，国际收支口径的货物出口金额 7392 亿美元，同比下降 7.4%，进口 6092 亿美元，下降 7.4%，货物贸易顺差 1299 亿美元，下降 7.3%（见图表 4）。同期，海关口径的货物出口金额 8215 亿美元，增长 0.5%，进口 6180 亿美元，下降 7%，货物贸易顺差 2034 亿美元，增长 33%。

海关口径与国际收支口径的出口与贸易顺差走势存在背离。根据国际收支分析小组《2022 年中国国际收支分析报告》专栏三的解释¹，国际收支口径与海关口径的差异主要是由近年来较为盛行“无厂制造”模式所导致，前者统计原则基于货物所有权转移，后者则基于货物跨境移动。由于我国兼具“消费大国”和“制造大国”双重身份，许多跨国公司在我国境内加工并直接在境内销售，货物并未发生跨境移动，因此这部分贸易不计入海关进出口统计，但计入国际收支统计，此种情况在电子产品行业较为常见。而且，由于此类产品的贴牌零售价高于制造出厂价，国际收支口径的进口成本高于出口收入，对贸易顺差有一定的扣减作用。

世界贸易组织（WTO）统计数据显示，一季度，我国出口市场份额为 14.02%，同比上升 0.28 个百分点，东盟五国、印度及越南合计出口市场份额为 9.36%，同比下降 0.28 个百分点（见图表 5）。这可能与疫后国内生产供给能力恢复，短期订单回补有关。特别是 3 月和 4 月份，我国出口（海关口径）同比增长 14.8% 和 8.5%，均超出市场预期。不过，5 月份出口增速再度转负，显示外需疲弱的影响逐步显现。

图表 4. 货物贸易差额分项情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，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



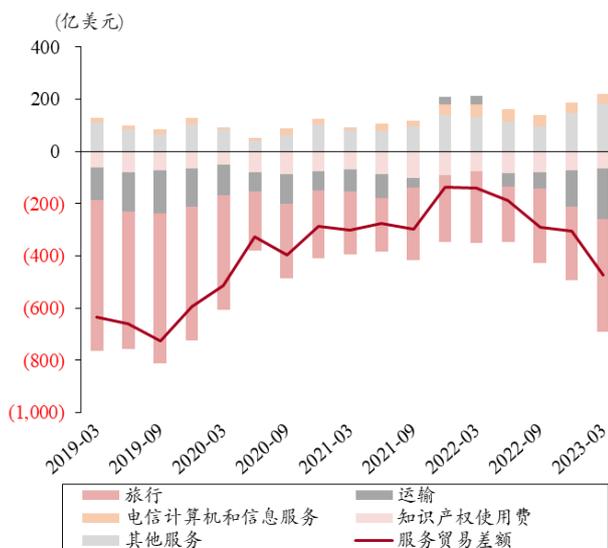
资料来源：WTO，中银证券

注：东盟五国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。

运输和旅行逆差增加，带动服务贸易逆差向疫情前水平回归。当季，服务贸易逆差为 472 亿美元，同比扩大 2.35 倍，为 2020 年二季度以来最高（见图表 6）。其中，运输服务及旅行服务为逆差扩大主要贡献项。运输服务逆差 191 亿美元，上年同期为顺差 33 亿美元，这显示随着全球供应链恢复和疫后经济重启，运输项逐渐向疫情前回归，已回升至 2015~2019 年季均逆差 138 亿美元的水平。旅行服务逆差 434 亿美元，同比增加 160 亿美元，主要由于旅行支出增加同比 165 亿美元，已恢复至 2015~2019 年季均水平的 72%（见图表 7）。预计随着跨境旅行持续回暖，旅行支出将进一步回升。

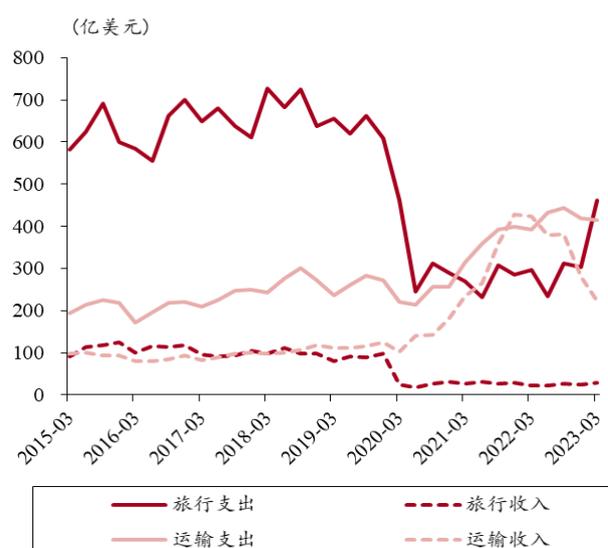
¹ 详见国家外汇管理局国际收支分析小组《2022 年中国国际收支报告》第 25 页，<https://www.safe.gov.cn/safe/2023/0331/22547.html>

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. 运输和旅行收入与支出金额

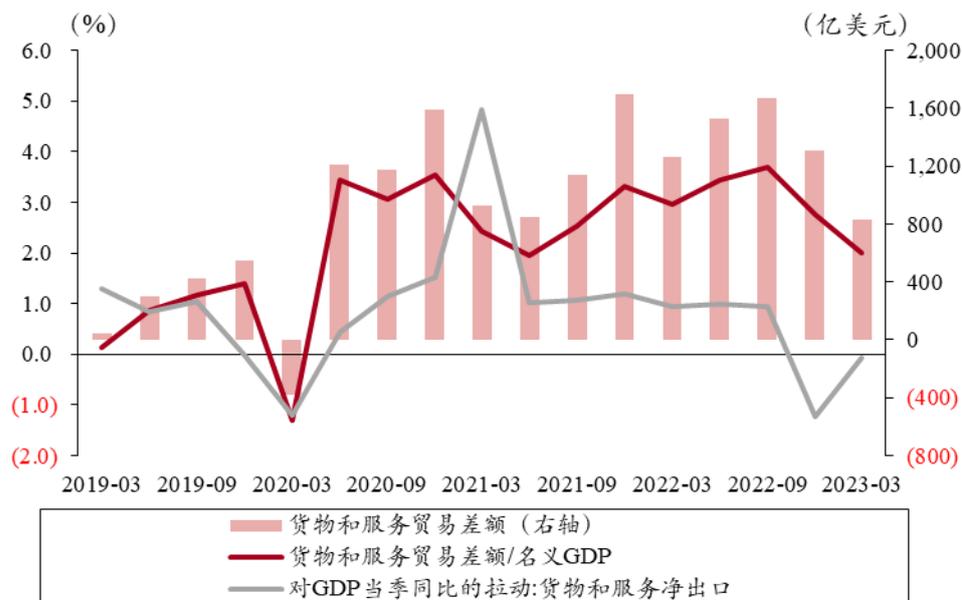


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：国际收支平衡表中运输和旅行支出为负值。

一季度，国际收支口径的货物和服务贸易顺差 828 亿美元，同比下降 34%，占当季名义 GDP 比重为 2.0%，同比回落 1 个百分点；货物和服务净出口对当季 GDP 同比增速的拉动为 -0.1 个百分点，是连续第二个季度负拉动（见图表 8）。随着外需下行带动出口回落，叠加跨境旅行恢复带动服务贸易逆差增加，净出口对 GDP 增速延续负拉动，后续扩内需仍是稳增长的重要抓手。需要指出的是，国家统计局按照支出法编制的 GDP 数据，“外需”采用的国际收支口径而非海关口径的数据。故尽管海关口径的货物贸易顺差大增，但一季度外需对经济增长依然为负贡献。

图表 8. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和对 GDP 拉动

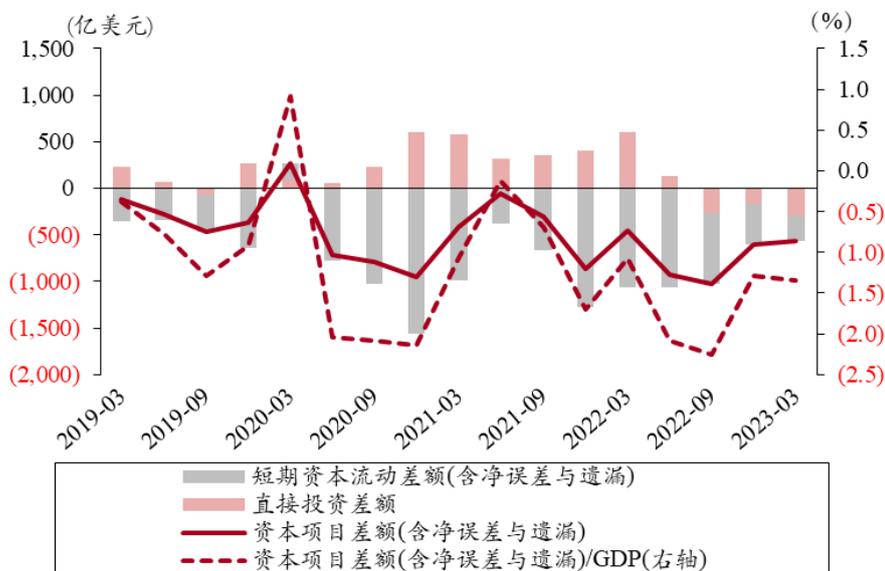


资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

二、资本项目逆差扩大，直接投资净流出增加为主要原因

一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 561 亿美元，同比扩大 22%，占当季名义 GDP 比重为 1.3%，负值同比增加 0.3 个百分点（见图表 9）。其中，直接投资净流出同比增加 894 亿美元，短期资本净流出（即证券投资、金融衍生工具、其他投资和净误差与遗漏合计）同比减少 793 亿美元，二者部分相互对冲。

图表 9. 资本项目差额及其占名义 GDP 比重和构成情况



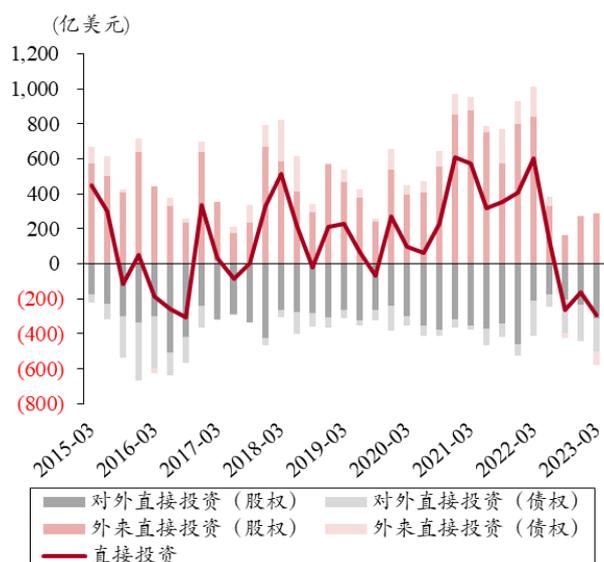
资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

对外直接投资增加，外商来华投资减少，直接投资连续三个季度净流出。一季度，直接投资逆差 294 亿美元，同比增加 894 亿美元，为 2016 年以来首次连续三个季度出现逆差。其中，对外直接投资同比增加 21%，主要是对外股权投资增加；外来直接投资同比下降 80%，主要是外来股权投资同比减少，外来债权投资（即关联企业贷款）由净流入转为净流出。

不过，当季对外直接投资总体较为正常，净流出规模较 2020 至 2022 年季均值多了 97 亿美元，主要是因为对外债权投资多增了 95 亿美元。同期，外来直接投资净流入规模较 2020 至 2022 年季均值少了 443 亿美元，其中，外来股权投资少增 282 亿美元，外来债权投资少增 161 亿美元（见图表 10）。

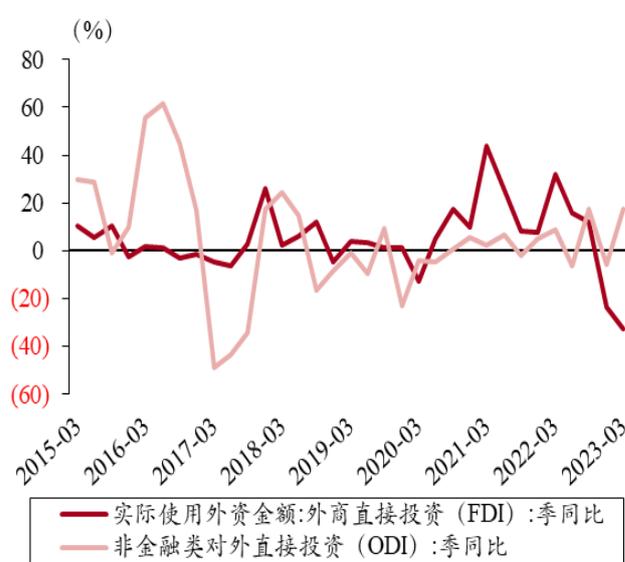
商务部数据显示，一季度我国实际利用外资（美元计价，下同）397 亿美元，同比下降 32.8%，非金融类对外直接投资 315 亿美元，同比增加 17.2%（见图表 11），与国际收支口径的直接投资数据变动趋势基本一致。

图表 10. 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 11. 商务部 FDI 和 ODI 季度同比增速

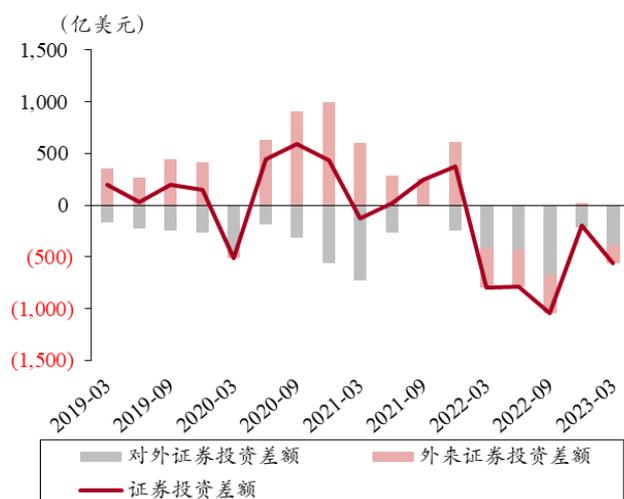


资料来源：商务部，Wind，中银证券

外资净减持规模和对外净增持双双下降，证券投资逆差同比收窄。一季度，证券投资逆差 564 亿美元，同比减少 29%（见图表 12）。其中，对外证券投资同比微降 7%，外来证券投资净减持规模下降 53%（见图表 13）。这反映了在 2023 年一季度国内经济重启的强预期之下，预期收益率趋于上行，外资普遍增持境内股票、减持债券的影响。

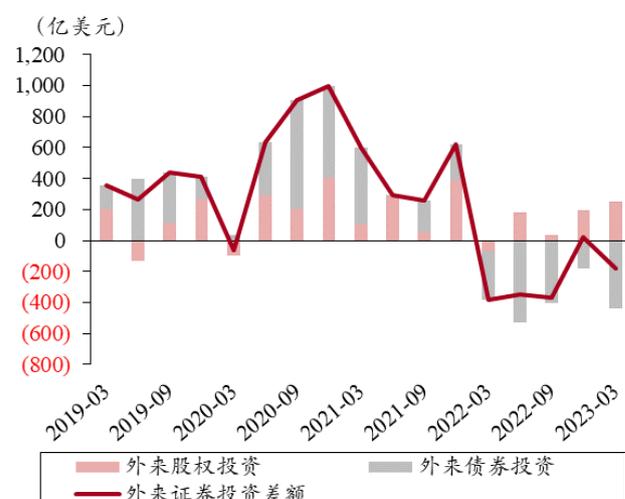
全球人民币外汇储备持有规模继续增加但份额微跌。根据国际货币基金组织（IMF）最新统计数据，截至 2023 年一季度末，全球持有人民币外汇储备 2881 亿美元，环比增加 3.8 亿美元，实现了“两连增”。这主要反映了当季人民币升值 1.35% 的正估值效应，约合 39 亿美元。假定人民币外汇储备全部配置的是中国国债，由于中债收益率下行、中债价格上涨，人民币外汇储备按资产价格重估也录得正估值效应，约合 21 亿美元。由此可得，当季交易引起的人民币外汇储备减少了 56 亿美元，仅相当于同期外资减持境内人民币债券资产规模的 12.8%。季末，全球人民币外汇储备份额为 2.58%，环比回落 0.02 个百分点，为连续四个季度环比下降（见图表 14）。

图表 12. 证券投资差额及构成情况



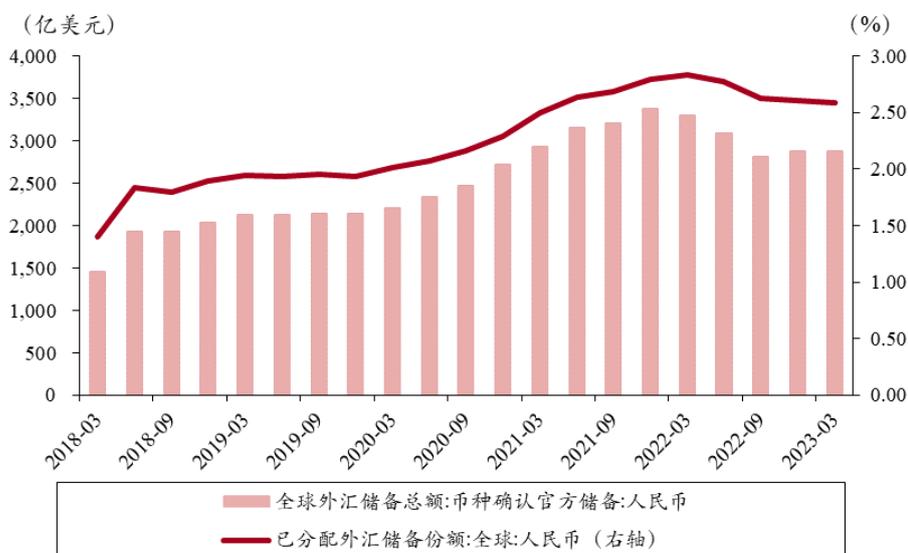
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 13. 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

图表 14. 全球人民币外汇储备余额及份额

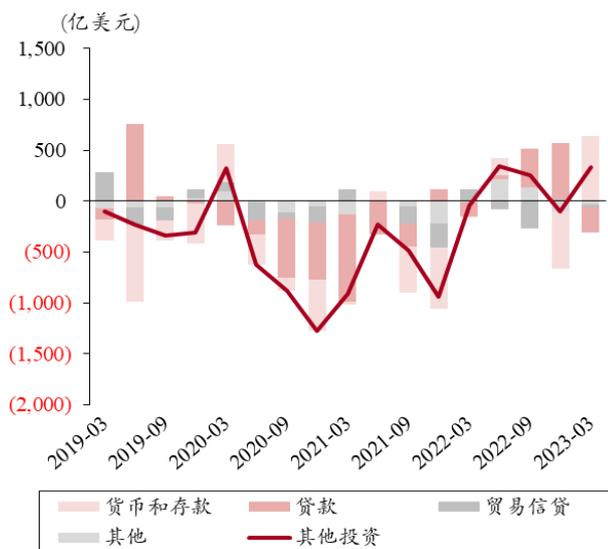


资料来源: 国际货币基金组织, Wind, 中银证券

其他投资由逆差转为顺差, 货币和存款净流入增加是主要原因。一季度, 其他投资由上年同期的逆差 44 亿美元转为顺差 331 亿美元 (见图表 15), 唯一的正贡献项是货币和存款, 净流入同比增加 652 亿美元, 其中内资 (资产方) 净流入增加, 同时外资 (负债方) 由上年同期净流出转为净流入。除此之外, 其他分项均为净流出同比增加, 其中贷款和贸易信贷为主要增加项, 贷款资产方 (内资) 净流出增加, 对应当季银行业对外金融资产中存贷款增加 (见图表 16), 贸易信贷负债方 (外资) 净流出增加, 与进口多付有关。

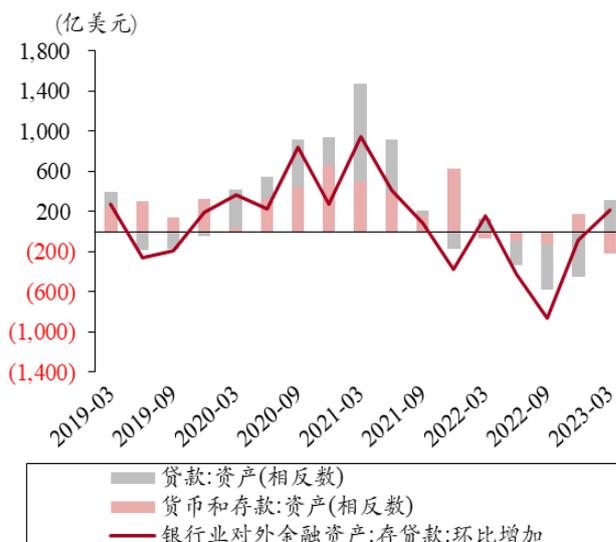
当季, 净误差与遗漏额为负值 52 亿美元, 同比下降了 120 亿美元, 占当季国际收支口径货物贸易进出口额的比重由上年同期的-1.0%收窄至零附近。

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. 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, Wind, 中银证券

三、基础国际收支顺差和短期资本净流出均下降，人民币汇率更具资产价格属性

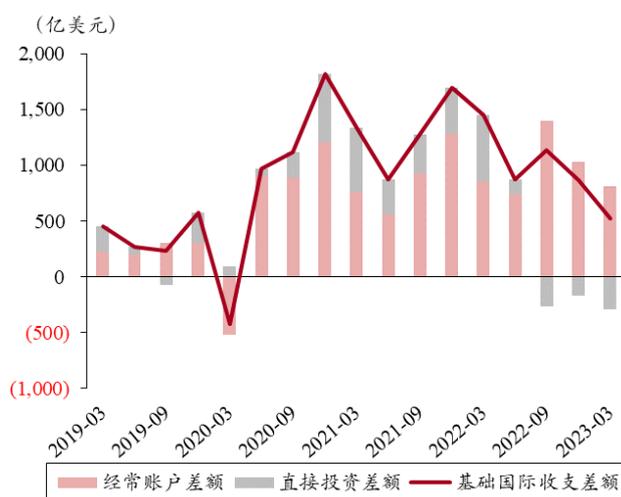
一季度，我国基础国际收支顺差（即经常项目与直接投资合计）为 522 亿美元，同比和环比分别下降 64% 和 40%；短期资本净流出 267 亿美元，同比和环比分别下降 75% 和 40%（见图表 17），与基础国际收支顺差之比为 -51.2%，负值与上季度持平，但同比下降 21.8 个百分点（见图表 18）。基础国际收支顺差仍成功覆盖短期资本净流出，推动当期储备资产增加。

在给定基础国际收支顺差环比下降的情况下，一季度人民币汇率走势总体偏强，与短期资本净流出大幅收敛有关。2023 年初，市场对于疫后中国经济重启抱有较强预期，一季度证券投资(股权)和其他投资项(货币和存款)下外资净流入环比分别增加 56 亿和 804 亿美元。到 2 月初，境内人民币汇率中间价(兑美元，下同)最高升至 6.70 附近，较 2022 年 11 月初的低点 7.26 最多反弹了 8.1%，中间价季均为 6.8476，环比升值了 3.5%。

近期，由于国内经济复苏势头放缓，公布的数据和政策喜忧参半，市场重新校正此前的乐观预期，引发了人民币汇率的快速调整。从 2 月初的 6.70 附近跌至 6 月底的 7.20，接近 2022 年低点。外资对境内风险资产由净增持转为净减持，陆股通数据显示，一季度外资创纪录买入境内人民币股票 1860 亿元人民币，二季度外资累计净减持 27 亿元人民币。

2023 年上半年，人民币汇率中间价和收盘价累计下跌 3.6% 和 4.3%，美元指数小幅下跌 0.1%，美元与人民币汇率走势相关性有所减弱，这印证了我们 2022 年底关于人民币汇率走势的一个判断，即 2023 年人民币汇率涨跌不取决于美元强弱和中美利差，而取决于中国经济基本面²。另外，上半年人民币汇率的最大振幅为 7.6%，相当于同期其他七种主要储备货币平均最大振幅的 101.1%，是 1994 年汇率并轨以来首次。这又印证了我们 2022 年底的另一个判断，即人民币汇率将呈现有涨有跌、宽幅震荡走势。当汇率灵活时，一定是涨多了会跌、跌多了会涨，涨得快跌得快、跌得快涨得也快。而且，汇率灵活有助于及时释放市场压力，避免预期积累，这意味着汇率预期将是收敛而非发散的。如果前期利空释放较为充分，后续即便是一些朦胧利好、边际改善，都可能对市场信心有较大的提振作用。外汇市场参与者切忌单边线性思维，追涨杀跌。

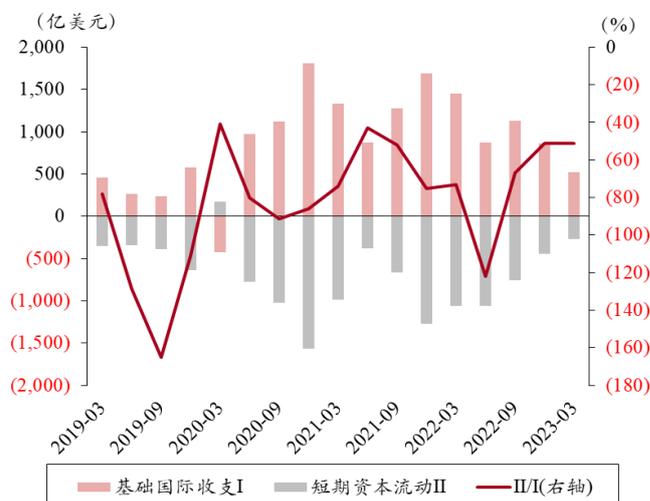
图表 17. 基础国际收支及细分



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。

图表 18. 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

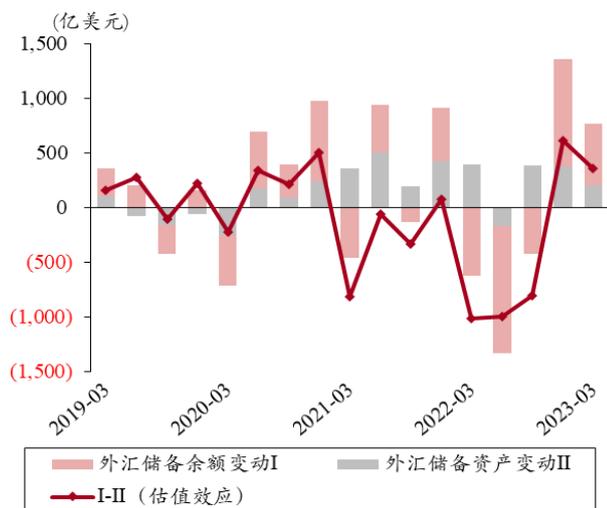
注：(1) 短期资本流动差额=证券投资差额+金融衍生工具差额+其他投资差额+净误差与遗漏。

² 管涛，“经济强货币强：美联储紧缩下半场与中国经济和人民币汇率前瞻”，中银证券 2023 年度策略会，2022 年 12 月 22 日。

四、交易和非交易因素共同推动储备资产增加，储备资产多元化仍在进行中

一季度，交易引起的外汇储备资产增加 206 亿美元，央行公布的外汇储备一季度末余额 3.18 万亿美元，较 2022 年底增加 562 亿美元，正估值效应 356 亿美元（见图表 19），这主要反映了汇率和资产价格等非交易因素引起的储备价值变动。当季，美元指数累计下跌 0.9%，非美元货币兑美元汇率涨跌不一，不过非美元储备资产折美元总体增加。资产方面，由于全球通胀连续下行，主要央行加息步伐放缓，市场风险偏好改善，全球主要股指以上涨为主。10 年期美债收益率在 1 月和 3 月下降，一季度累计下行 40 个基点，以美元标价的已对冲全球债券指数上涨 2.9%（见图表 20）。

图表 19. 外汇储备资产和外汇储备余额变动及二者差值



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 20. 一季度主要货币和全球资产价格表现

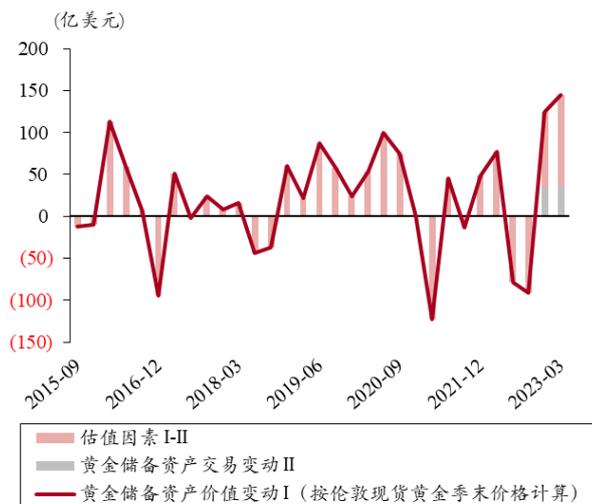
(单位: %; BP)		2023.1	2023.2	2023.3	2023Q1
货币	美元指数	-1.3	2.8	-2.3	-0.9
	美元兑日元	-0.8	4.7	-2.5	1.3
	欧元兑美元	1.5	-2.6	2.5	1.3
	英镑兑美元	1.9	-2.4	2.5	1.9
股市	标普500指数	6.2	-2.6	3.5	7.0
	富时100指数	4.3	1.3	-3.1	2.4
	法国CAC40指数	9.4	2.6	0.7	13.1
	德国DAX指数	8.7	1.6	1.7	12.2
	日经225指数	4.7	0.4	2.2	7.5
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	2.3	-1.6	2.2	2.9
	10年期美债(BP)	-36.0	40.0	-44.0	-40.0

资料来源：Bloomberg，Wind，中银证券

当季，央行继续在国际市场上增持黄金储备，交易引起的黄金储备增加 35 亿美元。截至一季度末，我国黄金储备占国际储备资产比重为 3.9%，较 2022 年三季度末上升 0.6 个百分点，但仍远低于国际平均水平（2022 年末全球黄金储备占国际储备资产比重为 13.8%）。按伦敦现货黄金（美元计价）季末价格计算，截至 2023 年一季度末，我国黄金储备资产市场价值较 2022 年三季度末增加 269 亿美元，其中交易引起的变动 70 亿美元，贡献了 26%，非交易因素（估值效应）199 亿美元，贡献了 74%（见图表 21）。

截至 5 月末，我国黄金储备为 6727 万盎司，为月度“七连增”，较 2022 年 9 月末增加 463 万盎司。同期，我国黄金储备余额 1322 亿美元，相当于国际储备余额 3.92%，较 2022 年 9 月末上升了 0.73 个百分点（见图表 22），但仍远低于全球平均水平。我国国际储备资产多元化、分散化配置还有较大空间。

图表 21. 交易和非交易因素引起的黄金储备资产变动



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券
注：交易变动为国际收支平衡表中“储备资产净获得变化：货币黄金”的负值。

图表 22. 黄金储备资产数量及占国际储备资产比重



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

五、交易引起的对外净资产增加，人民币小幅升值推升对外金融负债

截至 3 月末，我国对外金融资产和负债均环比增加，国际投资净头寸为对外净资产 25653 亿美元，环比增加 340 亿美元，交易和非交易因素共同推动资产端增加，抵消了负债端非交易因素带来的较大增幅（见图表 23）。一季度人民币兑美元汇率中间价累计升值 1.35%，导致外商股权投资的汇兑收益 431 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 65 亿美元，本币外债的汇兑损失为 149 亿美元，三者合计 646 亿美元³，贡献了同期非交易因素引起的对外负债增幅的 50%。2022 年二三季度，人民币连续贬值，却对我国对外金融负债分别为负估值效应 2706 亿和 2600 亿美元，起到了减记对外金融负债的效果。可见，人民币汇率波动是“双刃剑”，其影响好坏取决于从什么角度看问题。

截至 3 月末，我国民间部门对外净负债（不含储备资产）8137 亿美元，占年化名义 GDP 比重为 4.6%，分别较上年末增加 385 亿美元、微升 0.1 个百分点，较 2015 年 6 月末（“8.11”汇改前夕）减少 15595 亿美元、回落 17.2 个百分点（见图表 24），反映民间部门货币错配大大减轻、金融韧性增强。这是 2022 年以来人民币宽幅震荡，境内外汇市场保持平稳运行的重要微观基础。这也是人民银行在 5 月 19 日的新闻稿中，指出我国外汇市场广度和深度日益拓展，拥有自主平衡的能力，人民币汇率也有纠偏力量和机制，能够在合理均衡水平上保持基本稳定的底气所在。

³ 分别将 2022 年 12 月末和 2023 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。

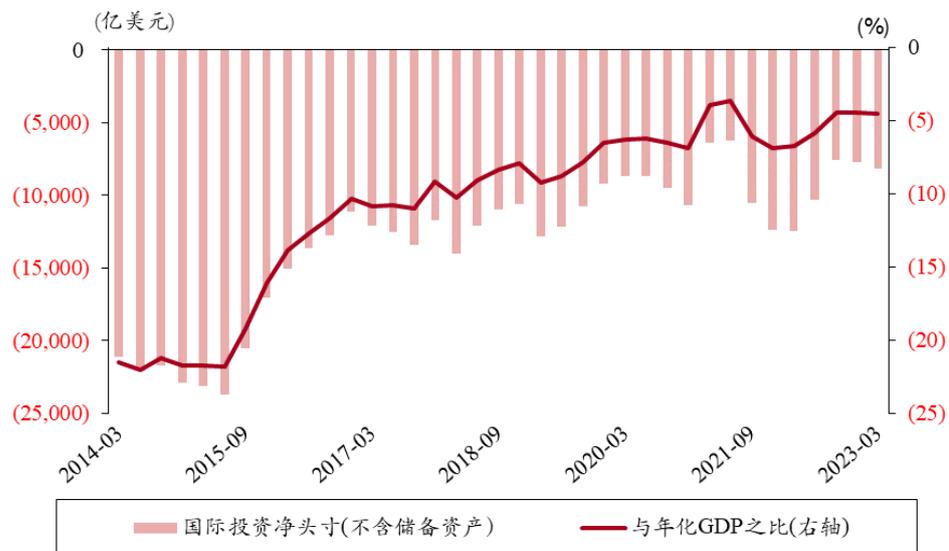
图表 23. 一季度对外金融资产负债变动的构成 (单位: 亿美元)

	2022年12月末	2023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	25,313	25,653	340	763	(423)
资产	92,580	94,457	1,877	998	879
1.直接投资	27,950	28,348	398	499	(101)
2.证券投资	10,335	11,016	681	382	299
其中: 股权	5,902	6,255	353	146	207
债券	4,433	4,761	328	236	92
3.金融衍生工具	304	160	(145)	(8)	(137)
4.其他投资	20,925	21,143	218	(129)	347
5.储备资产	33,065	33,790	725	255	470
其中: 外汇储备	31,277	31,839	562	206	356
黄金储备	1,172	1,317	144	35	109
负债	67,267	68,804	1,537	235	1,302
1.直接投资	34,956	35,377	421	205	216
2.证券投资	17,810	18,377	567	(182)	749
其中: 股权	11,243	12,049	806	254	552
债券	6,567	6,328	(239)	(436)	197
3.金融衍生工具	183	149	(34)	10	(44)
4.其他投资	14,318	14,901	583	203	380

资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

注: 交易因素为含储备资产的金融账户差额取相反数, 括号中的红色数字为负值。

图表 24. 民间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

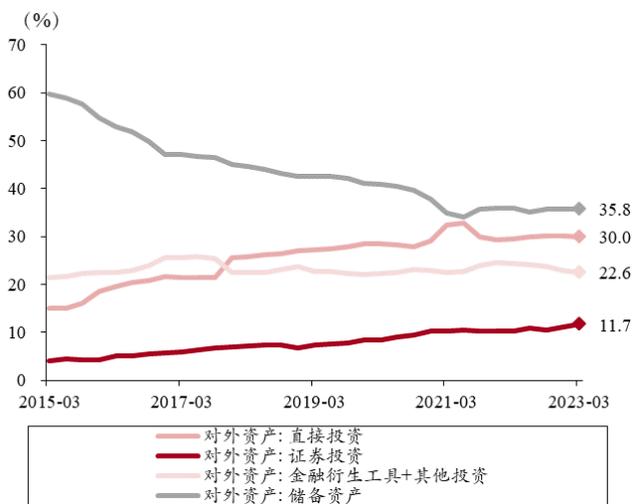
注: (1) 对外净头寸(不含储备资产)/年化名义 GDP = (对外净头寸 - 储备资产) * 季末人民币汇率中间价 / 年化名义 GDP; (2) 年化名义 GDP 为往前四个季度滚动合计。

六、对外证券投资资产占比创历史新高, 外来直接投资负债占比下降

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和证券投资资产增幅较大, 3 月末储备资产占对外金融资产比重较上年末微升 0.1 个百分点至 35.8%, 不过仍处历史低位。对外证券投资占比上升 0.5 个百分点至 11.7%, 为历史新高。对外直接投资和其他投资(含金融衍生工具, 下同)分别下降 0.2 和 0.4 个百分点至 30% 和 22.6% (见图表 25)。这显示近年来我国对外金融资产运用总体趋于分散化, 证券投资资产占比明显上升。

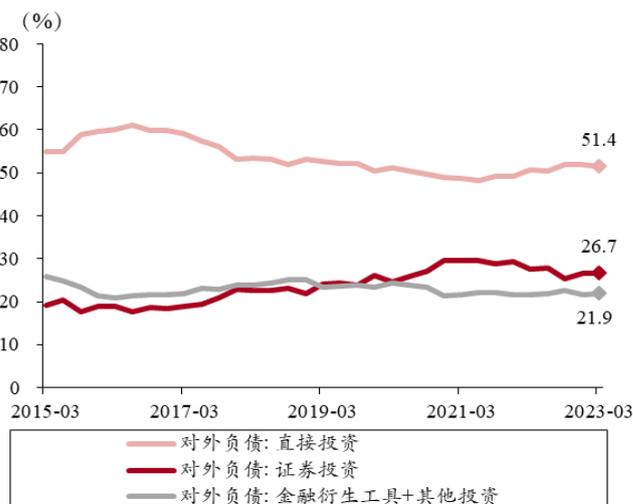
一季度, 对外金融负债中, 由于外来直接投资增速放缓, 因此直接投资负债占对外金融负债比重环比下降。同期, 外资净增持境内股票, 其他投资项外资净流入较多, 证券投资和其他投资负债占比上升(见图表 26)。这表明我国对外金融负债中以中长期投资为主的直接投资占比下降, 短期负债占比上升。

图表 25. 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

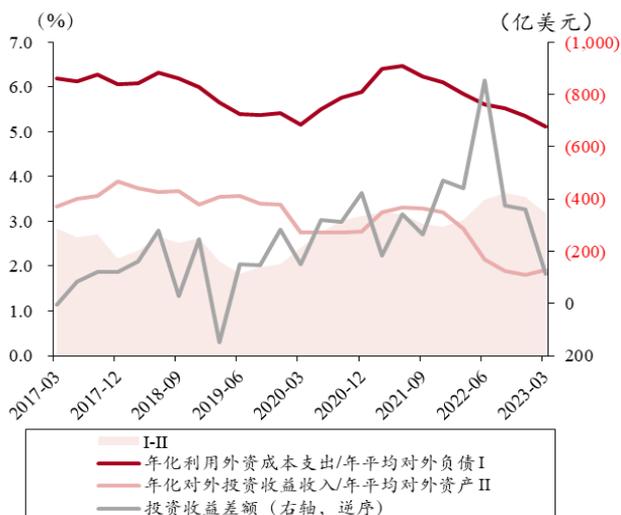
图表 26. 对外金融负债构成情况



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

截至 2023 年一季度, 我国对外资产投资年化收益率为 1.9%, 利用外资成本率为 5.3%, 分别同比下降 0.9、0.7 个百分点, 连续五个季度回落, 二者差值同比上升 0.2 个百分点 (见图表 27)。当季, 对外投资收入 (投资收益贷方) 同比增长 30%, 同时利用外资成本 (投资收益借方) 同比下降 26%, 投资收益逆差同比缩小 75%, 为 2019 年一季度以来最小。这反映了一季度全球金融市场风险偏好改善, 海外股市以上涨为主, 叠加 3 月份欧美银行业动荡, 主要央行加息预期缓解, 债券收益率趋于下行, 资产价格整体上涨, 对外投资收益增加。同期, 外商投资工业企业利润同比下降 29.5%, 降幅较上年同期扩大了 21.3 个百分点。这对应着当季投资收益借方净流出 609 亿美元, 同比下降了 26.3% (见图表 28)。值得指出的是, 这意味着外来直接投资项下的股权投资中来自于外商投资企业利润再投资的计提减少, 故外来直接投资的股权投资净流入同比下降 65.9%, 不能被简单解读为外资撤资增加 (见图表 10)⁴。

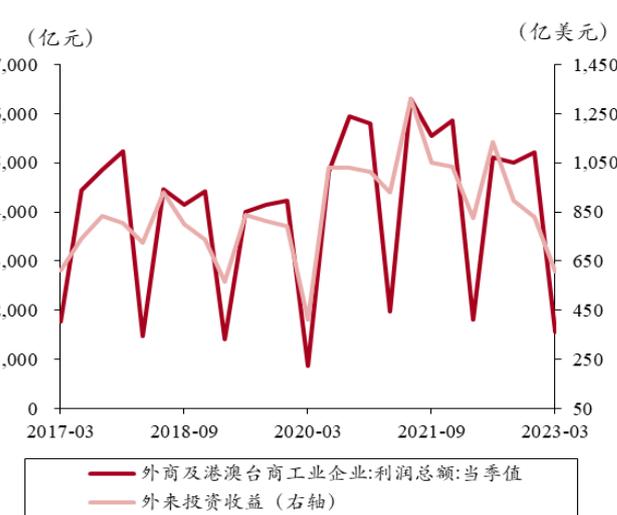
图表 27. 年化对外投资收益率和利用外资成本率及投资收益差额



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。

图表 28. 外商工业企业利润与外来投资收益情况



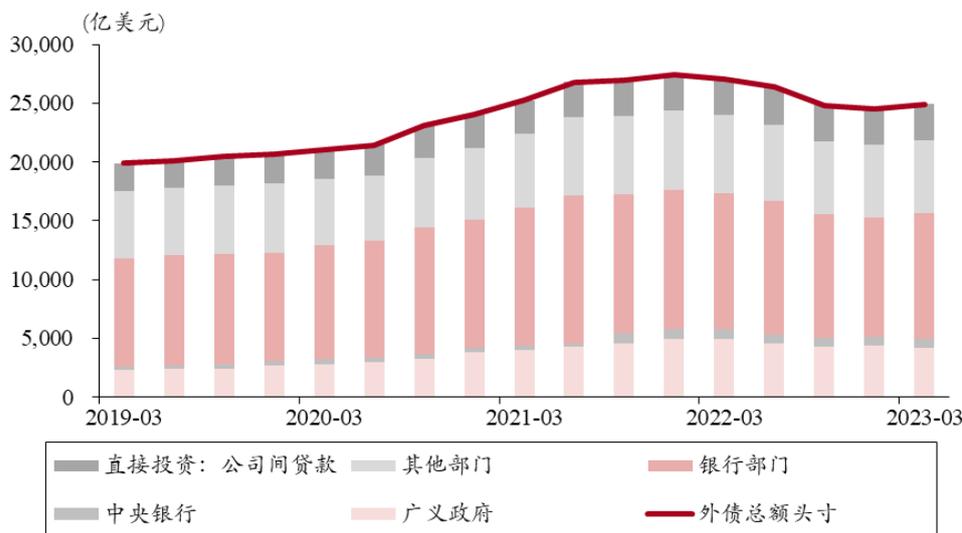
资料来源: 国家外汇管理局, 国家统计局, Wind, 中银证券

⁴ 根据编制国际收支平衡表的借贷记账法, 外商投资企业利润再投资在经常项目的初次收入项下借记投资收益, 在金融账户的直接投资负债方贷记股权投资净流入。

七、银行部门对外负债增加导致外债余额上升，外债风险总体可控

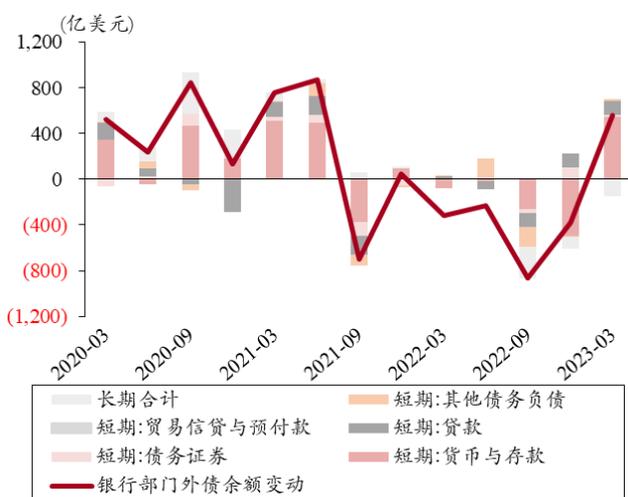
截至一季度末，我国具有契约性偿还义务的外债余额 24909 亿美元，较 2022 年末增加 382 亿美元，主要贡献来自银行部门（见图表 29），其中短期债务证券环比增加 701 亿美元，货币与存款和贷款分别增加 547 亿和 124 亿美元（见图表 30），这与同期银行业对外负债中存贷款变动情况一致（见图表 31）。

图表 29. 我国外债总余额和银行部门外债余额情况



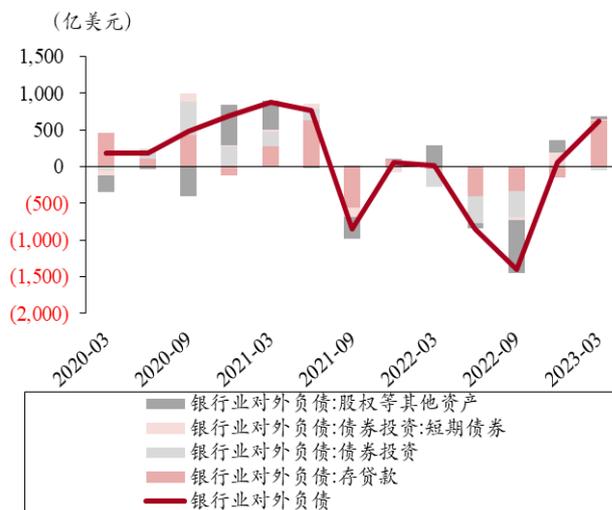
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 30. 银行部门外债余额及分项变动情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 31. 银行业对外负债及分项变动情况

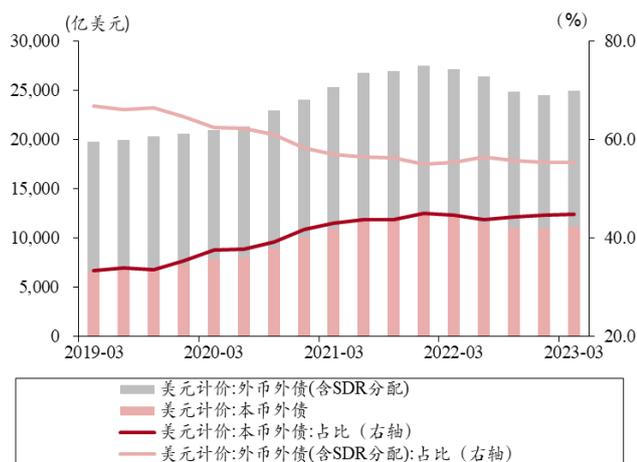


资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

从币种结构看，截至一季度末，外币和本币外债余额分别为 1.38 万亿、1.11 万亿美元，较上年末增加 203、178 亿美元；本币外债占比较上年末增加 0.03 个百分点至 44.7%（见图表 32）。同期，以人民币计价的本币外债余额增加了 212 亿元，折合 31 亿美元，小于美元计价的本币外债升幅 178 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，截至一季度末，短期和中长期外债余额分别为 1.40 万亿、1.09 万亿美元，较上年末增加 617 亿、减少 236 亿美元，短期外债占比 56.2%，环比上升了 1.6 个百分点。由于外汇储备规模升幅小于短期外债，因此短期外债占外汇储备比例 44%，较上年末小幅上升 1.2 个百分点，不过仍远低于 100% 的国际警戒线，表明我国外债风险总体可控（见图表 33）。

图表 32. 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 33. 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: 海外金融风险及货币紧缩超预期, 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