

三季度对外经济部门体检报告

国际收支数据中的人民币汇率调整线索

- 三季度，境内人民币汇率交易价在7月份短暂企稳后继续下挫，于9月8日跌破7.34，刷新近年来新低。同期，国际收支首次出现基础收支、短期资本双逆差格局，显示人民币调整受到基本面和市场情绪的共同影响。
- 三季度，经常项目顺差环比收窄，货物贸易、服务贸易是主要贡献项，贡献率分别为+113%、+575%，外来投资收益减少导致初次收入逆差收窄。
- 三季度，直接投资逆差升至历史新高，是基础国际收支差额环比减少的主要原因。同期，外来直接投资首次出现净流出，对此宜理性看待。
- 三季度，短期资本净流出压力环比加大，证券投资逆差扩大是主要贡献项，其他投资缓解资本外流压力，净误差与遗漏负值大幅收窄。
- 三季度，内外资双双净流出与正估值效应共同导致民间对外净负债减少，对外金融部门韧性增强，保障了外汇市场总体平稳运行。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

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

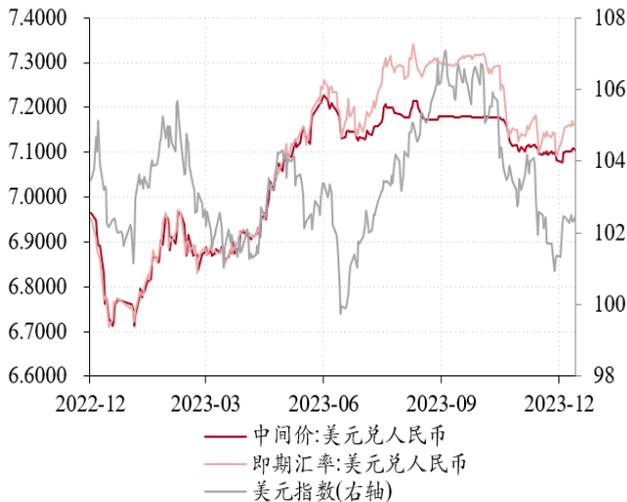
(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

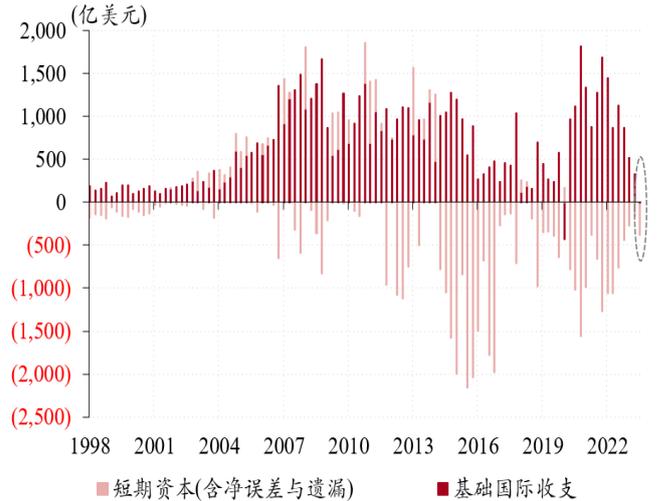
2023年三季度，境内人民币汇率交易价在7月份短暂企稳后继续下挫，于8月末跌破7.30，并于9月8日跌破7.34，刷新近年来新低，即期汇率（境内银行间市场下午四点半交易价）累计贬值0.5%（见图表1）。同期，国家外汇管理局公布的三季度国际收支正式数据显示，基础国际收支（即经常项目和直接投资合计）逆差23亿美元（顺差环比下降348亿美元），短期资本（即非直接投资形式的资本流动，含证券投资、金融衍生品交易、其他投资、净误差与遗漏）逆差359亿美元，交易引起的外汇储备资产减少432亿美元。这种“双逆差”格局是国际收支数据公布以来首次出现，表明三季度人民币汇率调整是受基本面和市场情绪的共同影响（见图表2）。现结合国际收支细项数据具体分析如下：

图表 1. 美元指数和人民币汇率走势



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 中国国际收支构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

经常项目顺差环比收窄，货物贸易、服务贸易是主要贡献项，初次收入逆差收窄

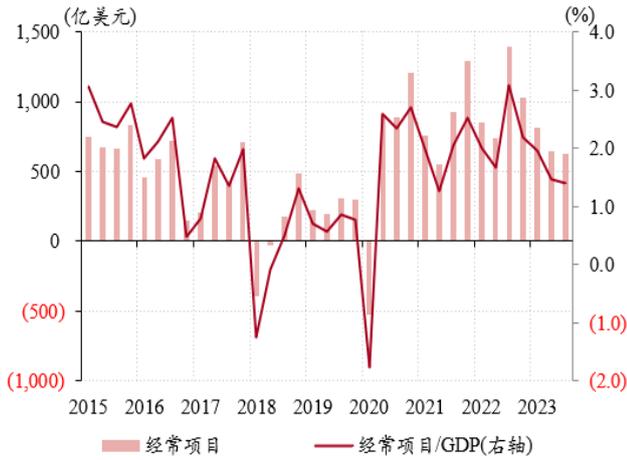
三季度，经常项目顺差628亿美元，占GDP比重为1.4%，位于±4%国际认可的合理范围以内，二者均创2021年三季度以来新低（见图表3）。与上季度相比，经常项目顺差减少19亿美元，贡献了基础国际收支顺差降幅的+5.6%，其中，货物贸易、服务贸易、初次收入对经常项目顺差减少额的贡献率分别为+113%、+575%、-628%（见图表4）。

当季，货物出口金额环比涨幅（2.9%）小于进口（4.0%），货物贸易顺差由上季度1633亿降至1611亿美元，环比下降1.3%。2023年中秋、国庆假期居民跨境出行需求增加，据国家移民管理局通报，假期出境人员达594.8万人次，较“五一”假期出境人员（314.5万人次）增长89%¹，因此三季度旅行服务支出由上季度414亿增至526亿美元，带动服务贸易逆差由550亿增至662亿美元，恢复至2019年同期逆差的91%，而一、二季度的恢复进度分别为74%、84%（见图表5、6）。

当季，初次收入逆差由上季度467亿降至344亿美元，投资收益对初次收入逆差降幅的贡献率是88%。在投资收益中，外来投资收益（包括外来证券投资股息红利汇出、外商投资企业利润汇出和外债利息偿还等）减少100亿至1011亿美元，对外投资收益则增加8亿至601亿美元，二者分别贡献了投资收益逆差降幅的92%、8%。中国对外金融负债中，直接投资占比居首，2023年9月末为51.9%，证券投资和其他投资占比则分别为26.0%、21.8%（见图表7）。因此，三季度外来投资收益减少，或主要反映外商投资企业盈利下滑的影响（见图表8）。同期，我国年化的对外投资回报率为2.3%，环比上升0.1个百分点；外来投资回报率为5.3%，环比上升0.2个百分点；二者负缺口扩大0.1个百分点至3.0%（见图表9）。

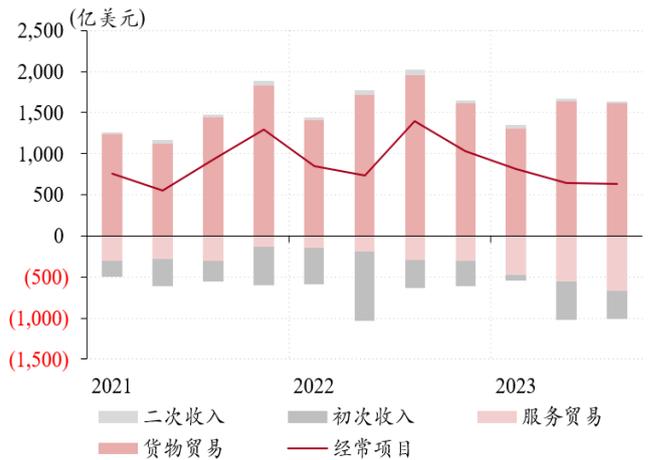
¹ <https://www.nia.gov.cn/n741440/n741567/c1601981/content.html>
https://politics.gmw.cn/2023-05/04/content_36539252.htm

图表 3. 经常项目差额及占 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 4. 经常项目差额及构成



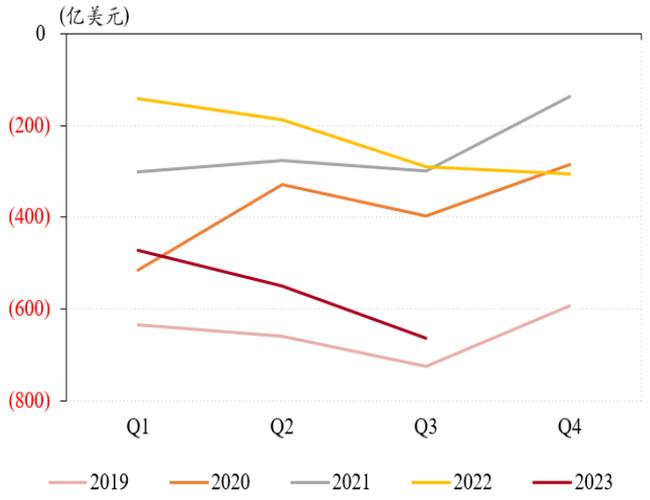
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 5. 服务贸易中旅行和运输收支规模



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 6. 服务贸易逆差规模



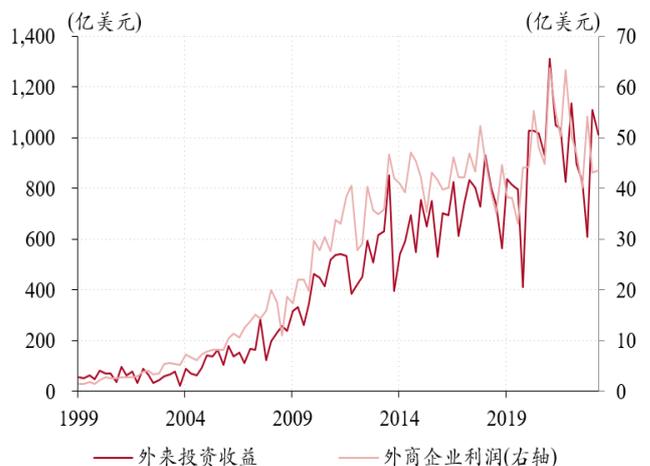
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 7. 中国对外金融负债结构



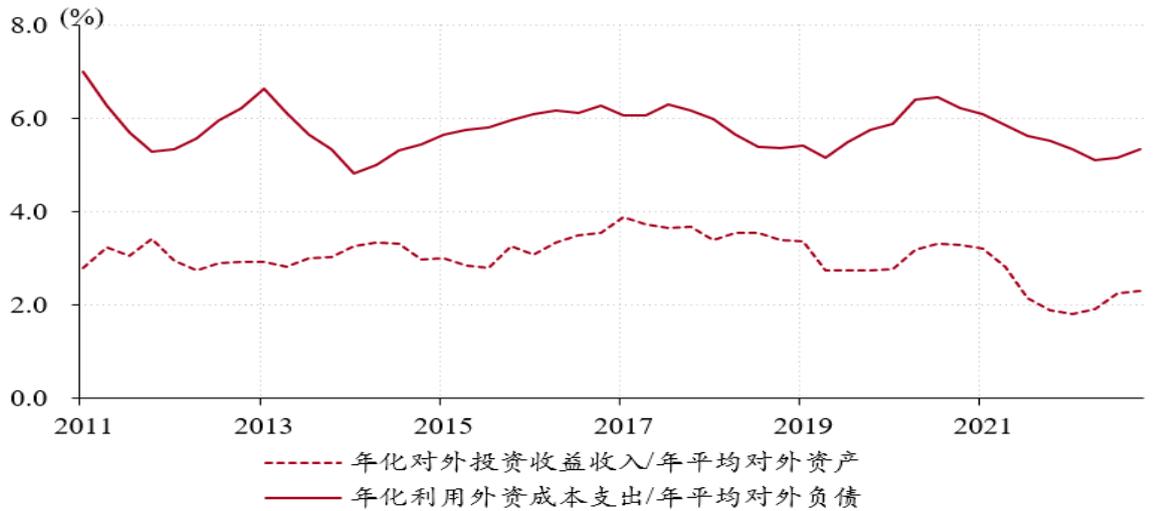
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 8. 外来投资收益与外商投资企业利润



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

图表 9. 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

直接投资逆差扩大是基础国际收支顺差减少的主要原因，宜理性看待外来直接投资首次净流出

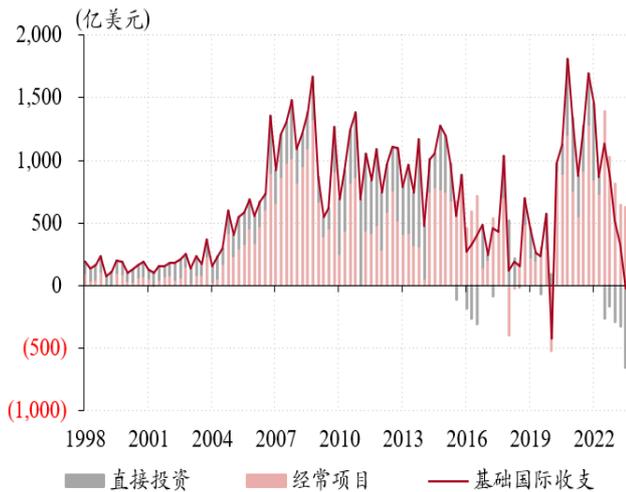
三季度，直接投资逆差由上季度 322 亿增至 651 亿美元，创历史新高，贡献了同期基础国际收支顺差环比降幅的 94%（见图表 10）。当季，直接投资逆差扩大受到对外直接投资增加和外来直接投资由顺差转为逆差的双重影响，其中：对外直接投资净流出规模由上季度 389 亿增至 533 亿美元，贡献了同期直接投资逆差增幅的 44%；外来直接投资由上季度净流入 67 亿美元转为净流出 118 亿美元，贡献了 56%（见图表 11）。外来直接投资中，海外融资条件收紧以及外商投资企业盈利下降导致关联企业债务（即外商投资企业境外股东的贷款）由上季度净流入 16 亿美元转为净流出 168 亿美元，为数据公布以来最大规模净流出，贡献了同期外来直接投资顺差降幅的 100%；股权投资净流入 51 亿美元，与上季基本持平（见图表 12）。

全球疫情暴发后，中国凭借疫情防控和产业链供应链完备等多种优势，吸引外商直接投资大幅流入，2022 年一季度净流入 1013 亿美元，创历史次高。此后，外来直接投资规模大幅减少直至 2023 年三季度转为净流出。这再次印证了所有跨境资本流动冲击都是从流入开始的，但这未必意味着外商投资企业将大规模利润汇出和撤资。

一方面，疫情暴发以来，国际收支口径的外来直接投资净流入减少甚至出现净流出的主要经济体不止中国。美国外来直接投资在 2020 年二季度出现负值，净流入高点出现在 2021 年三季度，此后净流入规模有所下降；英国和欧元区外来直接投资时常出现负值，如英国在 2022 年四季度至 2023 年三季度为持续净流出，欧元区在 2021 年三季度至 2023 年三季度期间有 7 个季度为净流出（见图表 13）。

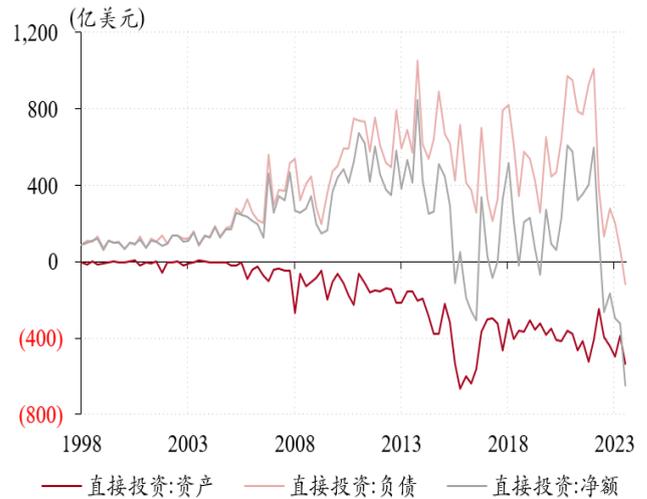
另一方面，外来直接投资净流入规模减少一定程度上反映了外商投资企业盈利能力下降的影响。根据国际收支统计的权责发生制原则，外商投资企业的已分配未汇出利润和未分配利润（又称“两未利润”）均借记经常项目初次收入的投资收益项下，贷记资本项目外来直接投资的股权（已分配未汇出利润视为利润再投资）或关联企业债务项下（其中还包括未分配利润）。如前所述，外商投资企业盈利能力下降（见图表 8），因此计提“两未利润”理应减少。而且，如果外商大规模撤资和利润汇出，应当按照现金收付制反映在银行代客涉外收付的相关统计科目中，但相关统计并不支持前述观点（详见《2023 年外汇市场分析报告》）。

图表 10. 基础国际收支构成



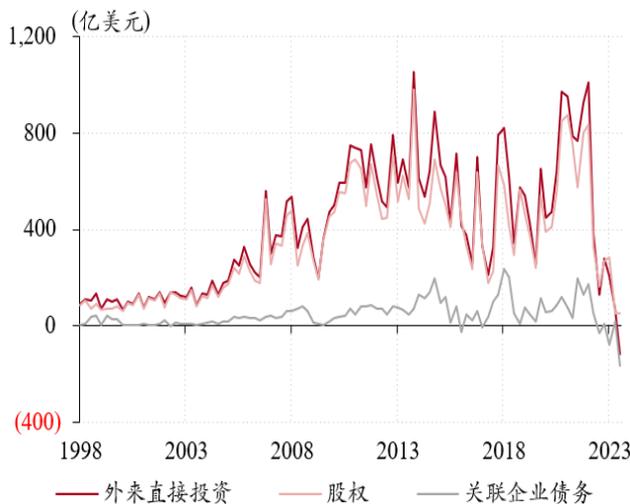
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 11. 直接投资差额及构成



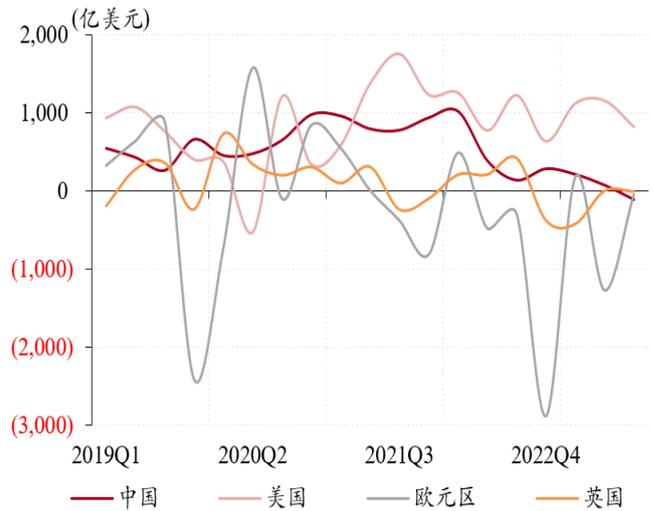
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 外来直接投资及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 13. 主要经济体 BOP 口径的外来直接投资



资料来源：IMF，中银证券

短期资本净流出压力环比加大，证券投资逆差扩大是主要贡献项，其他投资缓解资本外流压力，净误差与遗漏负值大幅收窄

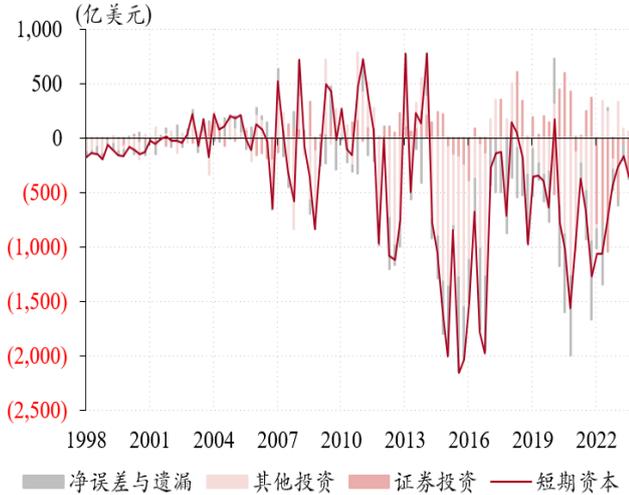
三季度，短期资本逆差 359 亿美元，环比增加 196 亿美元，不过远小于 2020 至 2022 年季均逆差 818 亿美元、2015 至 2016 年季均逆差 1622 亿美元的水平（见图表 14）。

当季，证券投资净流出规模环比增加 306 亿至 365 亿美元，贡献了短期资本逆差增幅的 156%。其中，内资（资产方）净流出规模减少 4.3 亿至 138 亿美元（港股通累计净买入 1347 亿元），外资（负债方）则由上季度净流入 84 亿转为净流出 226 亿美元（陆股通与债券通合计净卖出 1613 亿元）。同期，其他投资净流入 56 亿美元，主要是因为内资（资产方）延续 2022 年以来净流入态势，规模达 161 亿美元，大于外资（负债方）净流出 106 亿美元（见图表 15、16）。

2022 年以来，证券投资项下内资和外资呈现出较强的顺周期性，内资为持续净流出，外资在 7 个季度中有 5 个季度为净流出，二者分别累计净流出 2394 亿、1404 亿美元。然而，其他投资项下内资和外资流动方向大体相反，外资有 5 个季度为净流出，内资则为持续净流入，2022 年以来内资净回流 2064 亿美元，大于外资净流出 1139 亿美元，发挥了“藏汇于民”的防火墙作用（见图表 15、16）。

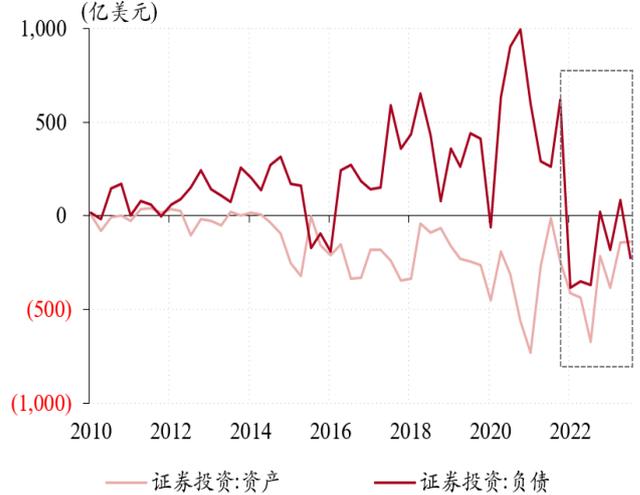
三季度，净误差与遗漏负值由上季度 143 亿降至 4 亿美元，贡献了短期资本逆差增幅的-71%，占同期国际收支口径的货物进出口金额比重降至零附近，2021 年以来该比重持续低于±5%的国际标准²，显示国际收支数据统计质量明显提升（见图表 17）。

图表 14. 短期资本差额及构成



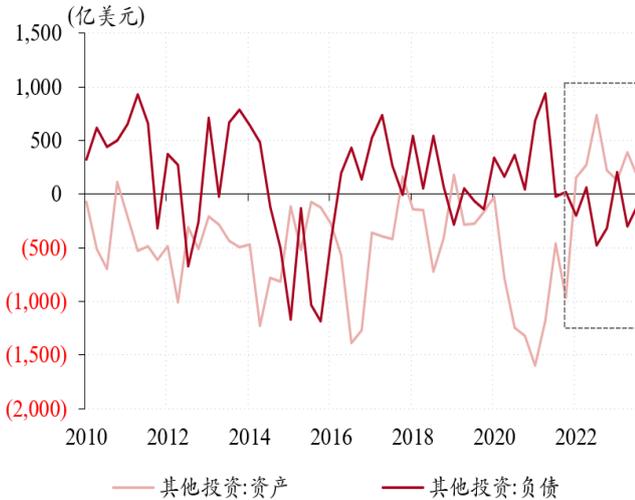
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 15. 对外证券投资和外来证券投资



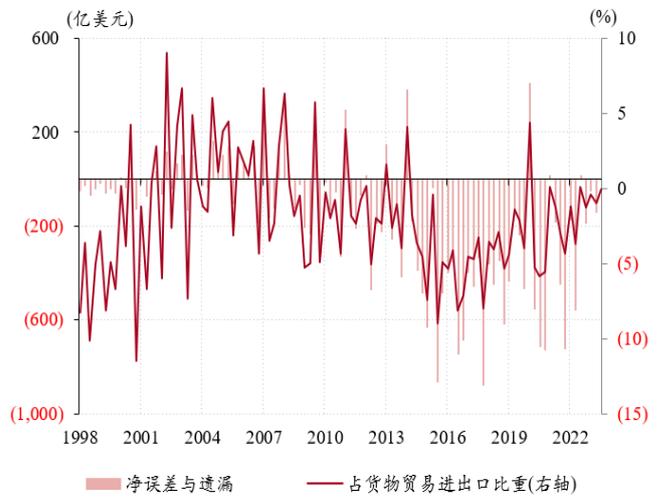
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 16. 对外其他投资和外来其他投资



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 17. 净误差与遗漏额及其占进出口贸易比重



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

内外资双双净流出与正估值效应共同导致民间对外净负债减少，对外金融部门韧性增强，保障了外汇市场总体平稳运行

三季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差由上季度 485 亿扩大至 1010 亿美元，线上资本项目（即不含净误差与遗漏的资本项目）逆差由 342 亿扩大至 1006 亿美元，**内资和外资均延续净流出态势，且净流出规模环比扩大**，分别贡献了线上资本项目逆差增幅的 55%、45%（见图表 18、19）。

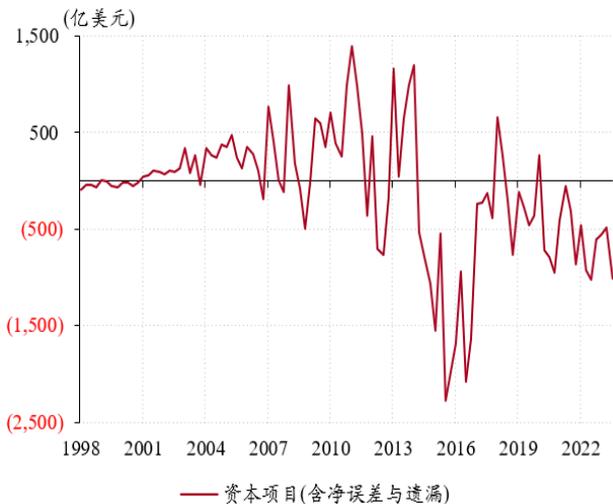
当季，内资（非储备性质金融账户资产方）净流出规模环比增加 366 亿至 543 亿美元，主要是因为对外直接投资增加、其他投资回流规模减少，二者分别贡献了内资净流出增幅的 39%、62%；外资（非储备性质金融账户负债方）净流出规模增加 297 亿至 461 亿美元，主要是因为外来直接投资和证券投资转为大幅净流出，而其他投资净流出放缓，三者分别贡献了外资净流出增幅的 62%、104%、-66%（见图表 20）。

² 通常国际上认为，净误差与遗漏规模占国际收支口径的进出口贸易总值的 5% 以下是可以接受的。

截至 2023 年 9 月末，中国民间对外净负债（即剔除储备资产的国际投资净头寸）规模较 6 月末减少 1571 亿美元，其中内外资合计净流出 1004 亿美元，汇率和资产价格调整带来的正估值效应为 567 亿美元（人民币升值带来的正估值效应约为 293 亿美元³），贡献率分别是 64%、36%（见图表 20）。同期，民间对外净负债占年化名义 GDP 比重由 6 月末的 3.6% 降至 2.6%，更是较 2015 年 6 月末（8.11 汇改前夕）回落了 19.2 个百分点（见图表 21）。其中，民间非银行部门对外净负债 6306 亿美元，与年化名义 GDP 之比为 3.6%，较 6 月末分别下降 1040 亿美元（其中人民币升值的正估值效应 275 亿美元⁴）和 0.7 个百分点，较 2015 年底分别下降 8671 亿美元和 10.5 个百分点⁵（见图表 22）。

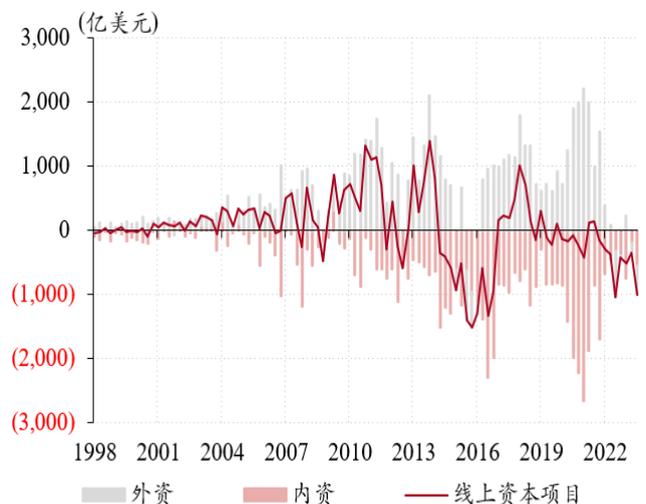
三季度，在人民币汇率延续调整的背景下，剔除远期履约的银行代客收汇结汇率为 53.9%，环比下降 3.9 个百分点；付汇购汇率为 62.9%，环比回落 0.6 个百分点。市场结汇意愿偏弱推动当季银行即远期（含期权）结售汇逆差 743 亿美元，上季度则为顺差 536 亿美元。尽管如此，付汇购汇率仍低于 2015 和 2016 年分别为 69.6% 和 66.4% 的水平，显示当前市场的贬值恐慌不及“8.11”汇改初期（见图表 23）。其底层逻辑是民间特别是非银行部门的货币错配改善，加之近年来人民币汇率双向波动的常态化，市场的适应性和承受力增强。

图表 18. 资本项目（含净误差与遗漏）差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 19. 线上资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

³ 分别将 2023 年 6 月末和 2023 年 9 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、美元计价的本土外债余额的平均值乘以三季度人民币汇率中间价变动幅度计算得到。其中，官方仅将境外机构和个人持有的境内人民币股票资产数据更新至 2023 年 6 月，为得到 9 月末股票资产数据，我们进行了估算：2023 年 9 月末境外机构和个人持有的境内人民币股票资产余额 = (2023 年 6 月末余额 + 三季度陆股通累计净买入额) * (1 + 三季度沪深 300 指数累计涨跌幅)。

⁴ 将人民币汇率对民间部门对净负债的估值影响中剔除人民币汇率对银行部门对外净负债的影响，后者计算方法为，将 2023 年 6 月末和 2023 年 9 月末银行对外人民币净负债均值乘以三季度人民币中间价变动幅度。

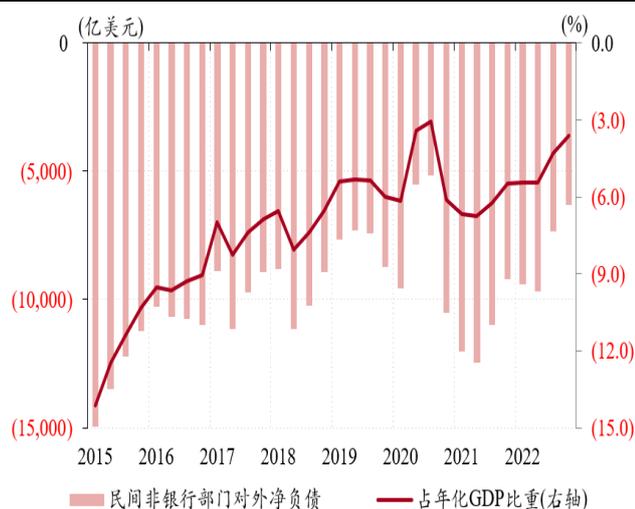
⁵ 民间非银行部门对外净头寸变动 = 对外净头寸变动 - 储备资产变动 - 银行部门对外净头寸变动。由于官方从 2015 年底的数据开始公布银行业对外金融资产负债，故相关数据最早只能追溯到 2015 年底。

图表 20. 对外金融资产和负债变化 (单位: 亿美元)

	2023年6月 月末	2023年9月 月末	余额 变动	交易 因素	估值 效应
民间对外金融资产	59822	59961	139	543	(404)
直接投资	28330	28789	459	533	(75)
证券投资	10817	10759	(58)	138	(196)
其他投资	20473	20189	(284)	(161)	(122)
民间对外金融负债	65913	64481	(1432)	(461)	(971)
直接投资	33840	33450	(390)	(118)	(272)
证券投资	17511	16736	(775)	(226)	(548)
其他投资	14329	14078	(251)	(106)	(146)
民间对外净负债	(6091)	(4520)	1571	1004	567

资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 22. 民间非银行部门对外净负债



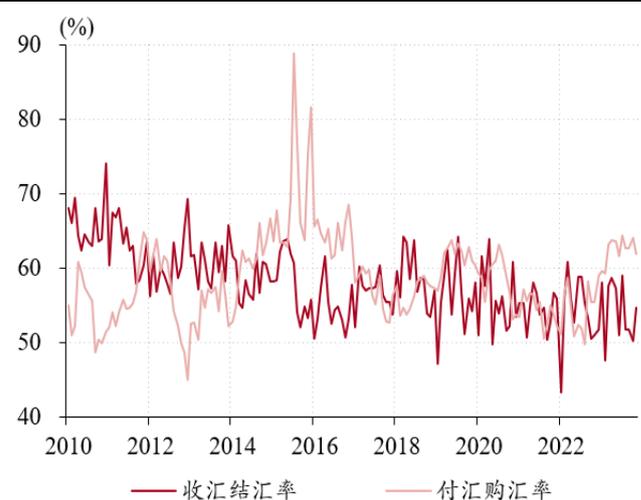
资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 21. 民间对外净负债规模及占 GDP 比重



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 23. 市场主体结售汇意愿



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

注: (1) 收汇结汇率= (银行代客结汇-远期结汇履约)/银行代客涉外外币收入, 付汇购汇率= (银行代客购汇-远期购汇履约)/银行代客涉外外币支出; (2) 远期结(购) 汇履约=上月远期结(购) 汇累计未到期额+当月远期结(购) 汇签约-当月远期结(购) 汇累计未到期额。

风险提示: 海外金融风险超预期, 主要央行货币政策调整超预期, 国内经济复苏不如预期。

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