

# 2023年国际收支分析报告

## 国际收支延续自主平衡，短期资本流出压力明显缓解

- 2023年经常项目顺差收窄，主要是因为服务贸易逆差扩大，货物贸易顺差缩小。其中，服务贸易逆差相当于疫情前五年均值的91%，且恢复进度逐季递增；货物贸易顺差同比减少，但仍是历史次高。
- 2023年资本项目逆差收窄，短期资本流出压力明显缓解。其中，直接投资出现2017年以来首次年度逆差，且三季度外来直接投资首现净流出后四季度恢复净流入；短期资本逆差大幅减少，四季度外资配置人民币资产热情重新高涨。
- 2023年外汇储备余额增加1103亿美元，主因是四季度美联储紧缩预期缓解、全球股债“双升”带来的正估值效应；黄金储备余额增加310亿美元，其中包括央行以外汇和人民币形式增持黄金，以及金价变动带来的影响；外汇储备资产和黄金储备资产齐增，国际储备多元化趋势延续。
- **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

2024年2月18日，国家外汇管理局公布了2023年四季度及全年我国国际收支平衡表初步数。现结合最新数据对2023年我国国际收支状况分析如下：

2023年，我国国际收支延续经常项目顺差、资本项目逆差的“一顺一逆”自主平衡格局。其中，经常项目顺差2642亿美元，资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差2486亿美元，储备资产增加156亿美元（外汇储备资产增加35亿美元，黄金储备增加112亿美元）（见图表1）。

图表 1. 国际收支平衡表主要项目差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

### 经常项目顺差收窄，服务贸易是主要贡献项

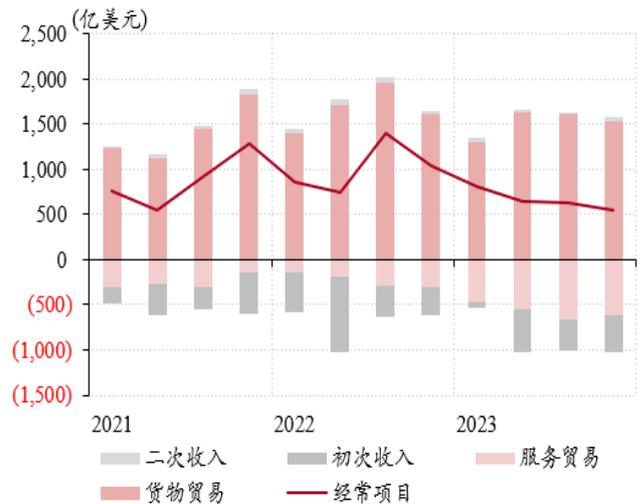
2023年，我国经常项目顺差2642亿美元，为近三年以来新低，同比下降34%，占GDP比重为1.5%，较上年回落0.8个百分点，位于±4%国际认可的合理范围以内（见图表2）。经常项目顺差收窄，主要是因为服务贸易逆差扩大、货物贸易顺差收窄，二者分别贡献了经常项目顺差同比降幅的100%、44%（见图表3）。

图表 2. 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

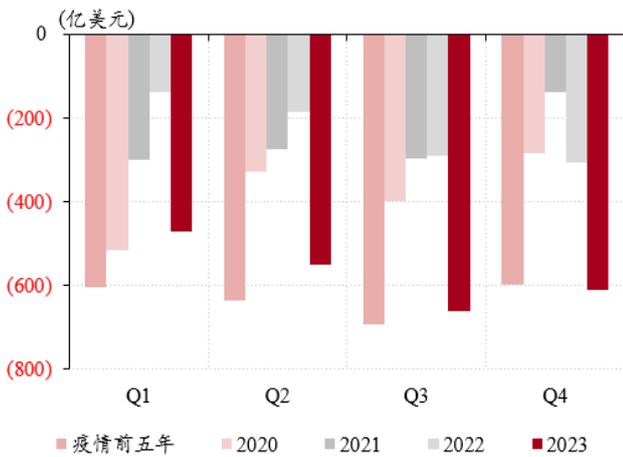
图表 3. 经常项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

**服务贸易逆差恢复进度逐季递增。**全年，服务贸易逆差 2294 亿美元，为 2020 年以来新高，相当于疫情前五年（2015~2019）均值的 91%，一至四季度恢复进度分别为 78%、87%、96% 和 102%（见图表 4）。其中，旅行服务收入 159 亿美元，远小于旅行服务支出 1965 亿美元，后者为 2020 年以来新高，相当于疫情前五年同期均值的 76%，反映我国居民跨境商务旅行以及留学等个人旅行活动有序恢复；受海运价格大幅回落等因素影响，运输服务收入 871 亿美元，同比减少 41%。旅行服务和运输服务逆差扩大，分别贡献了服务贸易逆差增幅的 55%、46%（见图表 5）。

图表 4. 2015 年以来服务贸易逆差规模



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 5. 旅行和运输收支情况

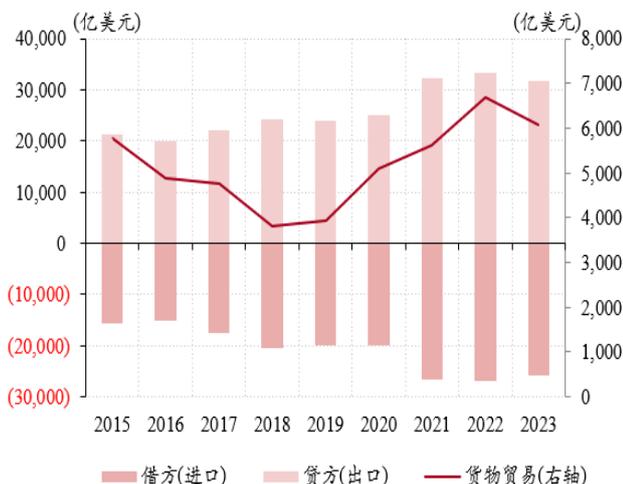


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

**货物贸易顺差收窄但仍处历史高位。**全年，国际收支口径的货物贸易顺差 6080 亿美元，同比减少 9.1%，但仍为历史次高。其中，货物出口规模为 31796 亿美元，为近三年以来新低，较上年减少 1673 亿美元，大于货物进口降幅 1067 亿美元（见图表 6）。同期，海关总署公布的货物出口金额同比减少 4.6% 至 33800 亿美元，主要反映了出口价格下跌影响，后者同比增速自 5 月份以来持续为负（见图表 7）。

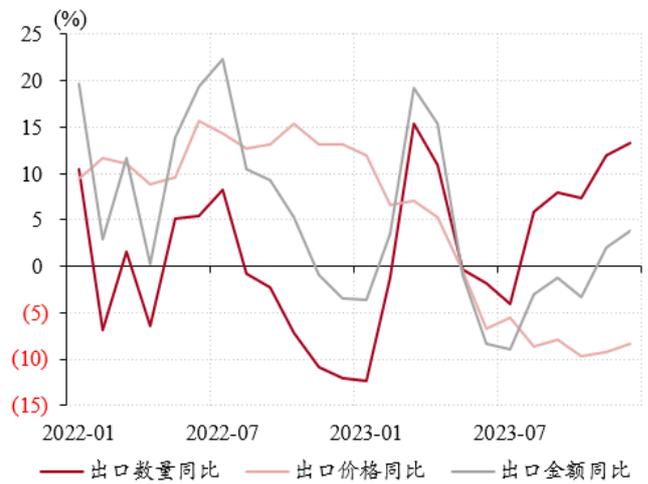
需要指出的是，2023 年国际收支与海关口径的货物贸易进出口及其差额的差距进一步扩大。全年，国际收支口径货物贸易出口和进口分别相当于海关口径的 94.1% 和 100.6%，较 2018 至 2022 年均值分别低了 1.9 和高了 3.4 个百分点；国际收支口径货物贸易顺差相当于海关进出口顺差的 73.9%（少了 2152 亿美元），该比例较过去五年均值低了 18.7 个百分点。

图表 6. 国际收支口径的货物贸易进出口金额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 7. 人民币计价的货物出口量价同比增速



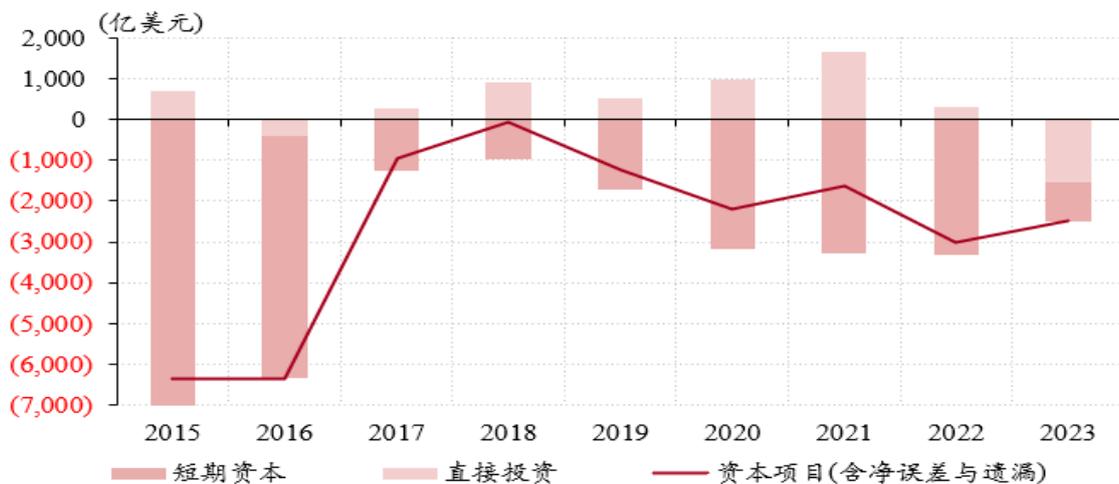
资料来源：海关总署，Wind，中银证券

此外，2023年，初次收入贷方增长26%，借方下降4%，逆差1296亿美元，较上年减少640亿美元，对经常项目顺差减少为负贡献46%；二次收入贷方和借方分别下降16%和12%，顺差152亿美元，较上年减少39亿美元，对经常项目顺差减少为正贡献3%。

## 资本项目逆差收窄，短期资本是主要贡献项

2023年，资本项目逆差2486亿美元，同比减少18%。其中，直接投资由上年顺差305亿美元转为逆差1525亿美元，为有数据以来第二次（上次为2016年的逆差417亿美元）。不过，短期资本逆差大幅收窄至962亿美元，而2020至2022年每年逆差规模均保持在3000亿美元以上，显示短期资本流出压力明显缓解（见图表8）。

图表8. 资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

**直接投资出现大幅逆差，四季度净流出压力明显缓解。**全年，直接投资逆差1525亿美元，为2017年以来首次年度逆差，逆差较上年增加1829亿美元，主要是因为内资流出增加和外资流入减少。其中，对外直接投资净流出同比增加358亿至1855亿美元，创2017年以来新高，贡献了直接投资逆差增加额的20%；外来直接投资净流入在2021年达到历史新高3441亿美元之后连续两年减少，2023年同比减少1472亿至330亿美元，为1994年以来新低，贡献了直接投资逆差增加额的80%（见图表9）。

分季度看，三季度直接投资逆差增至651亿美元，创历史新高，主要是受到内资流出增加、外资由流入转为流出的双重影响。四季度，由于外资重新转为净流入（股权投资由上季度51亿增至234亿美元，关联企业债务流出规模由168亿收窄至59亿美元，反映了当季美联储紧缩预期缓解，全球股债“双升”、金融条件转松的正溢出效应），以及内资净流出放缓（环比减少100亿美元），当季直接投资逆差降至258亿美元（见图表9、10）。

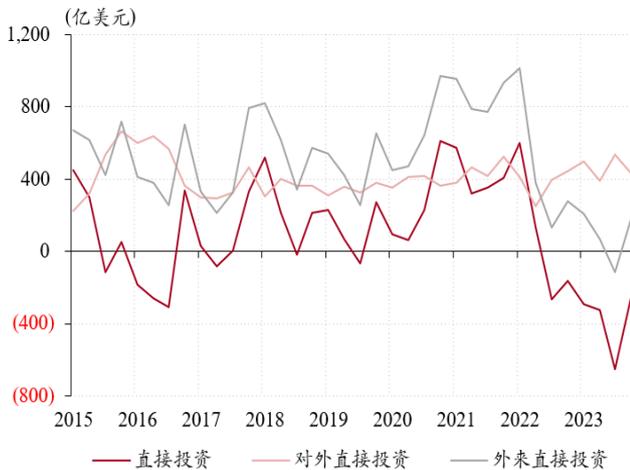
2023年，外来直接投资净流入降至近三十年来新低引起了市场关于外资大规模撤资或利润集中汇出的广泛热议。从外来直接投资的构成看，由于主要央行货币紧缩、全球金融条件收紧，关联企业债务往来由上年净流入205亿转为净流出291亿美元，这一正一反减少496亿美元，贡献了外来直接投资顺差总降幅的34%，且不能算做是外商撤资。同期，外来股权投资净流入621亿美元，较上年减少975亿美元，贡献了外来直接投资净流入总降幅的66%，确是主要贡献项，但也要具体情况具体分析。

一方面，2020和2021年，我国外来股权投资净流入分别实现了2208亿和3006亿美元的超常增长，这反映了我国防疫领先的优势。2022和2023年，受累于疫情持续冲击及其疤痕效应，如前期跨境人员往来受阻，后期外商投资项目进度放缓，相关流入减少也属正常。即便如此，2020至2023年年均净流入1858亿美元，仍高于2015至2019年平均净流入1731亿美元的规模。

另一方面，国际收支口径的外来股权投资净流入同比下降 61%，远大于商务部口径实际利用外商直接投资（美元口径）13%的降幅，主要源于二者统计口径的差异<sup>1</sup>。但是，从高频的银行代客涉外收付数据看，尚不支持外资大规模利润汇出和撤资的判断。2023 年，银行代客初次和二次收入涉外支出同比增长 10.4%，较 2018 至 2022 年平均增速仅高出 2.0 个百分点；银行代客直接投资涉外支出（含对外直接投资资本金汇出）增长 15.2%，较 2018 至 2022 年均速还低了 2.9 个百分点。

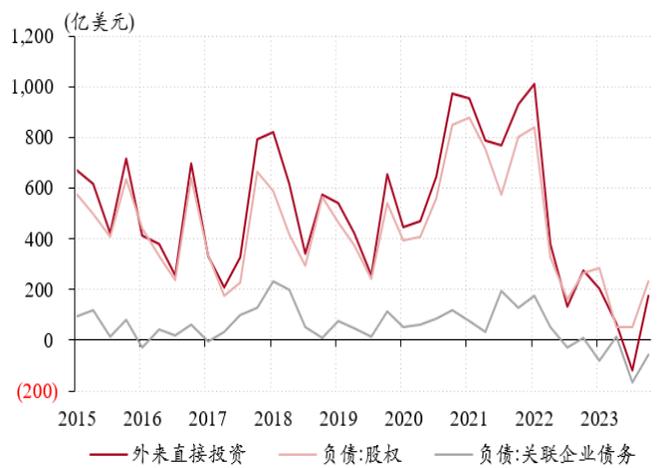
再一方面，联合国贸发会 2024 年 1 月 17 日发布的最新一期《全球投资趋势观察》显示，2023 年全球外国直接投资总量估计为 1.37 万亿美元，较 2022 年微增 3%，但剔除欧洲“导管经济体”（多为跨国企业的投资中转地，对资本转移征税少或不征税）的因素后，全球外国直接投资实际上是下降了 18%。其中，美国作为最大的外国直接投资受益国，2023 年的外商直接投资流入减少了 3%；中国下滑 6%，印度更是减少了 47%，通常被认为是外国直接投资增长引擎的东盟也下降了 16%<sup>2</sup>。

图表 9. 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 10. 外来直接投资差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

**短期资本逆差显著收窄，四季度外资配置人民币资产热情高涨。**全年，短期资本逆差由上年 3324 亿收窄至 962 亿美元，逆差规模为 2009 年以来新低。不过，由于基础国际收支（经常项目和直接投资合计）顺差由 4323 亿锐减至 1118 亿美元，因此短期资本逆差占基础国际收支顺差比重由上年 77% 扩大至 86%（见图表 11）。

在四个季度中，三季度短期资本净流出规模最大（359 亿美元），叠加基础国际收支出现首次逆差（23 亿美元），二者共同驱动了当季人民币汇率加速调整行情，中间价、即期汇率季度均值分别下跌 2.3%、3.1%。四季度，短期资本逆差收窄至 173 亿美元，基础国际收支重新转为顺差 294 亿美元，当季中间价和即期汇率各上涨 0.4%。

虽然国际收支初步数据并未公布短期资本细项数据，但是可以利用其他数据分析证券投资项下跨境资金流动情况。三季度，证券投资项下涉外收付款逆差 446 亿美元，陆股通和债券通项下外资分别净卖出人民币资产 801 亿、812 亿元，但四季度证券投资项下涉外收付款转为顺差 150 亿美元，陆股通项下北上资金净流出规模降至 595 亿元，债券通项下外资净增持人民币债券 4740 亿元，陆股通和债券通合计净流入 4145 亿元，为 2021 年以来新高（见图表 12、13）。

<sup>1</sup> 国际收支统计口径的外商来华直接投资与商务部统计口径的主要差异在于，一是计值原则方面，国际收支统计中的外商来华直接投资采用净额编制，即按投资减撤资反映。二是项目构成方面，国际收支统计中的外商来华直接投资不仅包括外商直接投资企业吸收的资本金，还包括外商直接投资企业的未分配利润、已分配未汇出利润、股东贷款等内容。

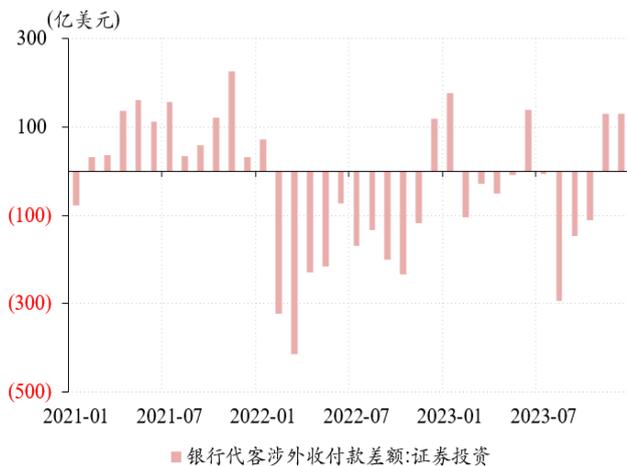
<sup>2</sup> UNCTAD, <https://unctad.org/publication/global-investment-trends-monitor-no-46>

图表 11. 短期资本与基础国际收支差额及二者比重



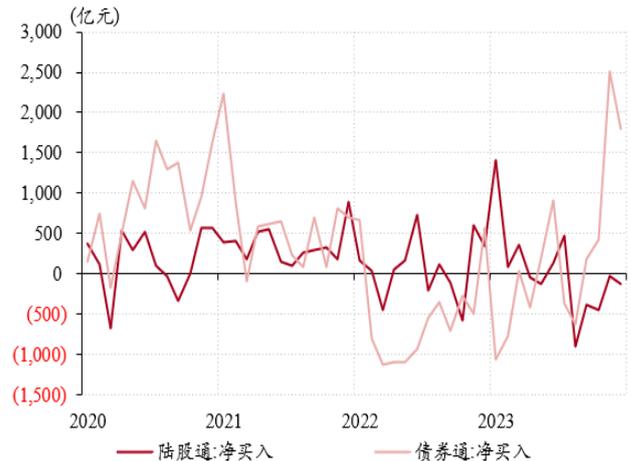
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 证券投资项下涉外收付款数据



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 13. 陆股通和债券通项下外资流动情况

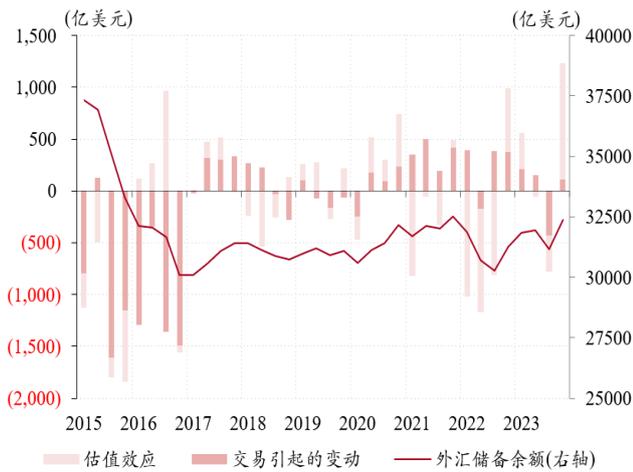


资料来源：Wind，中银证券

## 外汇储备与黄金储备齐增，国际储备多元化趋势延续

2023 年，我国外汇储备余额增加 1103 亿美元，其中交易引起的外汇储备资产增加 35 亿美元，汇率和资产价格折算的正估值效应为 1068 亿美元，主要是因为四季度美联储紧缩预期缓解、全球股债“双升”带来的正估值效应 1118 亿美元，抵消了二三季度分别为 59 亿、347 亿美元的负估值效应（见图表 14）。四季度，美元指数回落 4.5%，美债收益率回落 71bp，非美货币和风险资产价格出现明显反弹。当季，日元、欧元和英镑分别升值 5.9%、4.4% 和 4.4%，导致非美储备资产折美元增加；全球主要股指中，标普 500 指数涨幅高达 11.2%，德国 DAX 指数上涨 8.9%，法国 CAC40 指数和日经 225 指数分别上涨 5.7%、5.0%，富时 100 指数上涨 1.6%（见图表 15）。

图表 14. 中国外汇储备余额变化及其构成



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

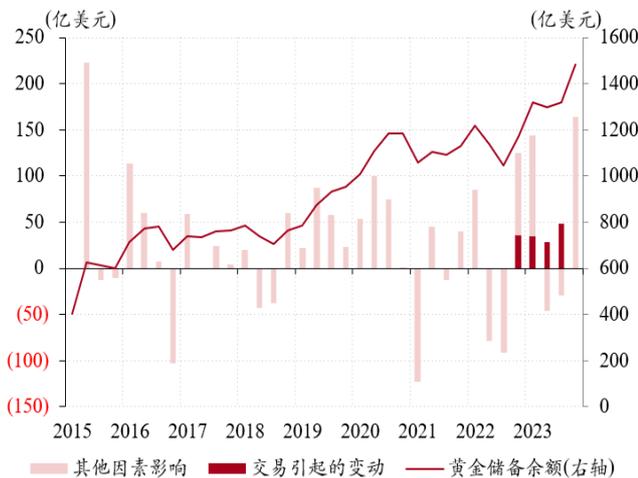
图表 15. 主要货币和全球资产价格表现

(单位: %; bp)		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
货币	美元指数	-0.9	0.8	2.7	-4.5
	日元兑美元	-1.3	-8.0	-3.4	5.9
	欧元兑美元	1.3	0.6	-3.1	4.4
	英镑兑美元	1.9	3.0	-3.9	4.4
股市	标普500指数	7.0	8.3	-3.6	11.2
	富时100指数	2.4	-1.3	1.0	1.6
	法国CAC40指数	13.1	1.1	-3.6	5.7
	德国DAX指数	12.2	3.3	-4.7	8.9
	日经225指数	7.5	18.4	-4.0	5.0
债券	10年期美债(bp)	-40.0	33.0	78.0	-71.0

资料来源：Wind，中银证券

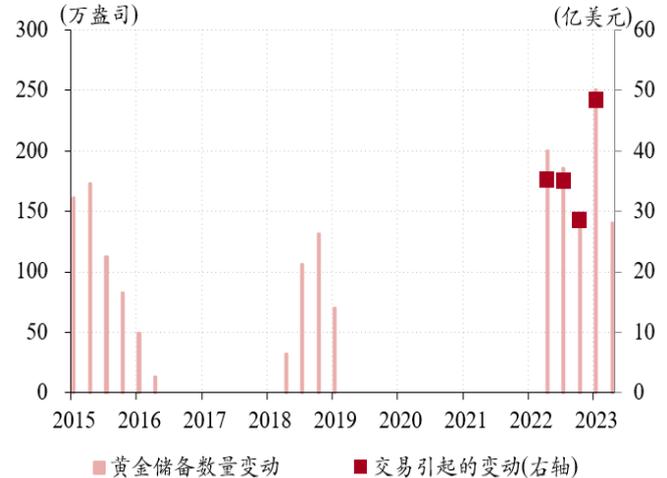
2023年，黄金储备余额增加310亿美元，其中交易因素导致黄金储备资产增加112亿美元（即国际收支平衡表中储备资产中的“货币黄金”，负值代表增加），其他因素带来的影响是198亿美元。需要注意的是，后者不完全是金价变化带来的估值效应。在国际收支数据中，前三季度交易因素导致黄金储备资产分别增加了35亿、29亿和48亿美元，四季度变化为零，但同期央行公布的黄金储备数量则在持续增长，各季度分别增加了186万、145万、251万和141万盎司，表明央行可能在境内以人民币形式购入黄金（如通过国内杂金提纯、生产收贮、国内市场交易等渠道取得）<sup>3</sup>（见图表16、17）。此外，2023年中国外汇储备资产与黄金储备资产齐增，再次说明央行增持黄金储备的目的在于促进国际储备多元化，而非替代外汇储备。

图表 16. 中国黄金储备余额变化及其构成



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

图表 17. 黄金储备数量变化与交易因素影响



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

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。

<sup>3</sup> 国家外汇管理局，《中国人民银行、国家外汇管理局有关负责人就我国全口径外债、外汇储备、黄金储备等情况答记者问》，2015年7月17日，<https://www.safe.gov.cn/safe/2015/0717/5117.html>

## 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任何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士，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刊载或转发的，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