

一季度对外经济部门体检报告

经常项目顺差扩大，内资外流增加，民间对外净头寸首次转正

2025 年一季度，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，交易引起的外汇储备资产减少但外汇储备余额增加，民间部门首次转为对外净资产。

- 经常项目顺差同比扩大，占 GDP 比重继续处于国际认可的合理范围以内。特朗普关税政策冲击下，我国外贸展现出较强韧性，货物贸易顺差继续处于历史高位。
- 资本项目（含净误差与遗漏）逆差连续第四个季度扩大，线上资本项目逆差处于历史次高，远大于上年同期逆差，主要是因为内资外流增加，其中对外债务类和股权类投资净流出同比齐增，分别反映了中美利差倒挂程度加深以及南下资金加速进入港股市场的影响。
- 外资由此前连续两个季度净流出转为净流入，但净流入规模同比收窄，其中外来债务类和股权类投资净流入规模此消彼长，后者主要反映了“中国资产重估论”影响。
- 由于基础国际收支顺差不抵短期资本逆差，交易因素导致外汇储备资产下降，但估值效应带动外汇储备余额增加。
- 伴随着内资外流增加，3 月末民间部门首次由对外净负债转为对外净资产。同期，我国对外储备资产占比创历史新低，对外资产结构持续优化，但对外投资收益状况仍有较大改善空间。
- **风险提示：**海外经济金融风险超预期，国内政策和经济复苏不如预期。

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

2025年6月27日,国家外汇管理局公布了2025年一季度国际收支平衡表和3月末国际投资头寸表。现结合最新数据对一季度我国对外经济部门状况分析如下:

特朗普关税政策冲击下,中国外贸韧性支撑经常项目顺差创新高

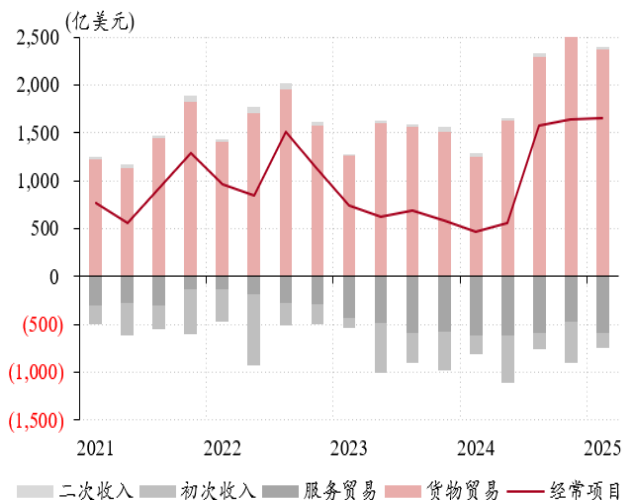
一季度,经常项目顺差同比增长 250%至 1654 亿美元,创历史新高,其中货物贸易顺差规模同比增幅贡献了 95%,服务贸易、初次收入、二次收入则分别贡献了 2%、4%和-1% (见图表 1)。当季,经常项目顺差占 GDP 比重同比上升 2.6 个百分点至 3.7%,创 2011 年一季度以来新高,仍然位于±4%国际认可的合理范围以内 (见图表 2)。

进出口规模此消彼长,带动货物贸易顺差同比扩大。一季度,货物贸易顺差同比增长 90%至 2375 亿美元,为历史次高,仅低于上季度顺差 2498 亿美元。同期,海关口径的货物贸易顺差同比增长 49%至 2730 亿美元,同样为历史次高。受国际大宗商品价格下跌、国内工作日减少叠加内需不足因素制约,货物进口转为“量价齐跌”,进口规模同比减少 7%至 5807 亿美元,为 2021 年以来同期新低。货物出口则延续“价跌量涨”格局,出口规模同比增长 6%至 8537 亿美元,刷新历史同期新高。其中,在 2、3 月美国对华商品加征两轮 10%的关税背景下,当季中国对美国出口同比增长 5%至 1156 亿美元,为历史同期次高,仅低于 2022 年一季度出口规模 1389 亿美元。由于中国对美出口同比增速慢于整体出口增速,中国对美出口份额降至 13.5%,刷新有数据以来新低,但对东盟出口份额升至 17.1%,刷新历史新高,出口市场多元化是关税风暴冲击下中国出口保持韧性的重要原因。

运输服务逆差同比收窄,出入境旅游需求明显增加。一季度,服务贸易逆差同比减少 3%至 593 亿美元,主要贡献项是运输服务,该项逆差同比减少 45%至 110 亿美元,其中运输服务支出同比减少 5%,收入增长 31%,或主要反映货物进口和出口规模变化的影响。当季,旅行服务逆差同比增长 11%至 595 亿美元,其中旅行服务支出增长 15%至 706 亿美元,历史排名第三,旅行服务收入增长 43%至 111 亿美元,为历史同期第三高。携程《2025 年春节旅游总结报告》显示,得益于免签朋友圈扩容、签证便利化等因素,今年春节期间跨境游订单同比增长三成¹。

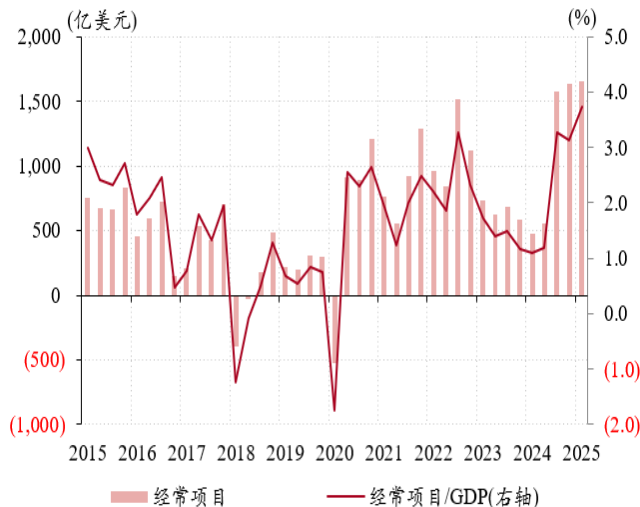
货物和服务贸易顺差同比扩大,支撑经济开门红。一季度,国际收支口径的货物和服务贸易合计顺差同比增长 179%至 1782 亿美元,仅次于 2024 年四季度顺差 2024 亿美元。当季,我国实际 GDP 增长 5.4%,超出市场预期,并且高于去年全年 5.0%和去年同期 5.3%的增速。其中,外需仍然是支撑中国经济增长的主要亮点,货物和服务净出口拉动当季 GDP 增速 2.1 个百分点,高于去年全年 1.5 个百分点和去年同期 0.8 个百分点的拉动作用;最终消费支出对 GDP 增速的拉动作用为 2.8 个百分点,高出去年全年 0.6 个百分点,但较去年同期回落 1.1 个百分点,资本形成总额的拉动作用仅为 0.5 个百分点,较去年全年和去年同期分别收窄 0.8 和 0.1 个百分点。

图表 1. 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 2. 经常项目差额及占 GDP 比重



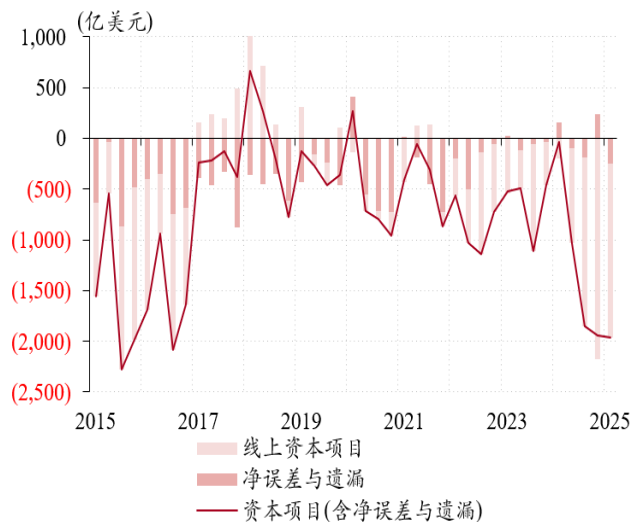
资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

¹ https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_30042334

线上资本项目逆差为历史次高，内资外流规模创阶段新高，外资流入规模同比收窄

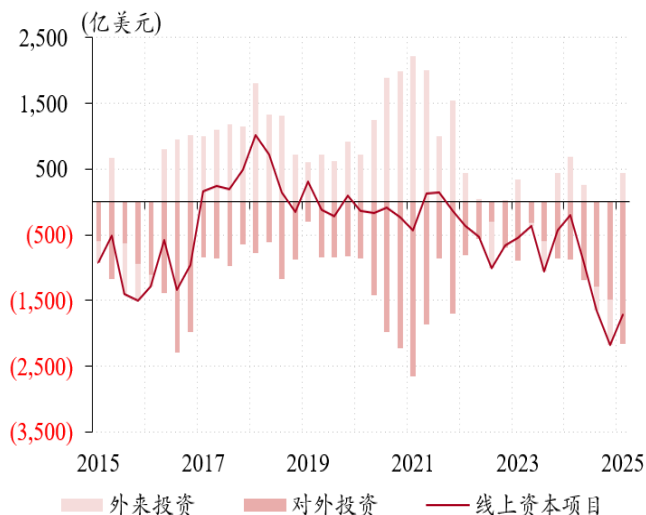
一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差连续第四个季度扩大，逆差规模为 1966 亿美元，历史排名第四，仅小于 2015 年三季度逆差 2273 亿美元、2016 年三季度逆差 2083 亿美元和 2015 年四季度逆差 1987 亿美元。当季，线上资本项目（即不含净误差与遗漏）逆差为 1718 亿美元，为历史次高，仅小于上季度逆差 2177 亿美元，而上年同期逆差仅为 197 亿美元（见图表 3）。其中，民间部门对外投资（非储备性质金融账户资产端，即“内资”）净流出 2154 亿美元，历史排名第四，为 2021 年二季度以来新高；外来投资（金融账户负债端，即“外资”）则由此前两个季度连续净流出转为净流入 437 亿美元，但低于上年同期净流入规模 685 亿美元（见图表 4）。

图表 3. 资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 4. 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

对外债务类和股权类投资净流出规模同比齐增，分别反映中美利差倒挂程度加深和南下资金加速进入港股市场影响

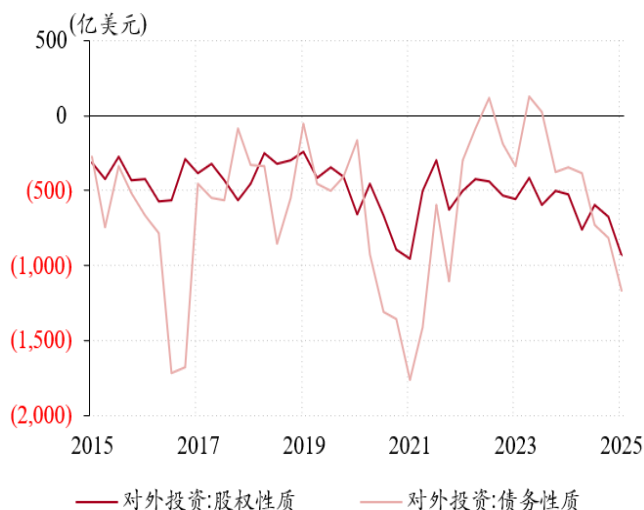
按照资金性质可以将民间对外投资分为股权类投资和债务类投资²。一季度，对外债务类投资规模连续第四个季度扩大，同比增加 825 亿至 1166 亿美元，大于对外股权类投资规模 930 亿美元，后者较上年同期增加 404 亿美元，二者分别贡献了民间对外投资规模同比增幅的 65%、32%，表明债务类投资是内资外流增加的主要贡献项（见图表 5）。

在对外债务类投资中，贷款净流出规模同比增加 309 亿至 342 亿美元，为 2022 年以来次高；货币和存款净流出规模增加 155 亿至 214 亿美元，为 2022 年以来新高；关联企业债务净流出规模增加 38 亿至 161 亿美元，而上季度为净流入 13 亿美元。这反映出本外币利差倒挂程度加深背景下，银行和企业等部门正常的财务操作影响，当然也不排除在美元指数下行、人民币汇率压力缓解背景下，境内资金出境要求放松的可能。当季，出口应收等贸易信贷资产由此前连续三个季度净流出转为净流入，但净流入规模由上年同期 280 亿收窄至 3 亿美元（见图表 6）。

在对外股权类投资中，直接投资规模较为稳定，同比增加 69 亿至 322 亿美元，而证券投资净流出规模同比增加 335 亿至 608 亿美元，刷新历史新高（见图表 7）。中国香港是民间对外股本证券投资的第一大目的地。一季度对外股本证券投资规模创新高，或与港股上涨、资金加速流入港股市场有关。当季，恒生指数累计上涨 15.3%，领涨全球股市；港股通南下资金累计净买入 4113 亿元，创历史新高，1 至 3 月份各月净买入金额均超千亿元（见图表 8）。

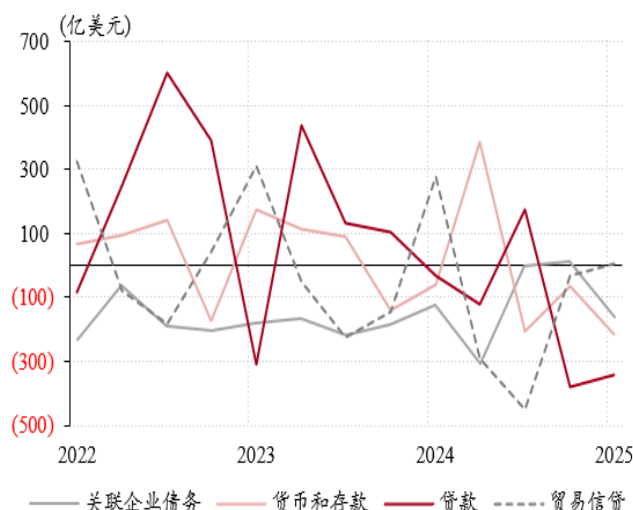
² 股权类投资=直接投资:股权+证券投资:股权+其他投资:其他股权；债务类投资=直接投资:关联企业债务+证券投资:债券+其他投资:货币和存款+其他投资:贷款+其他投资:保险和养老金+其他投资:贸易信贷+其他投资:其他。

图表 5. 民间对外债务类投资和股权类投资规模



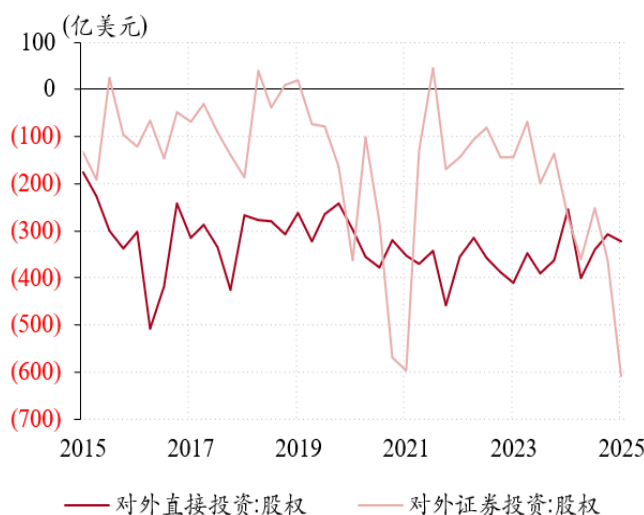
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 6. 对外债务类投资主要构成项目



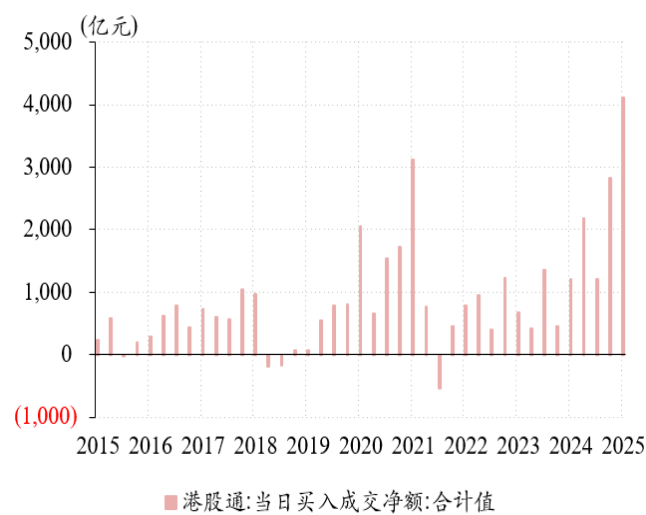
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 7. 对外股权类投资主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 8. 港股通南下资金净买入规模



资料来源：Wind，中银证券

外来债务类投资净流入规模同比收窄，但“中国资产重估论”带动外来股权类投资净流入规模创阶段新高

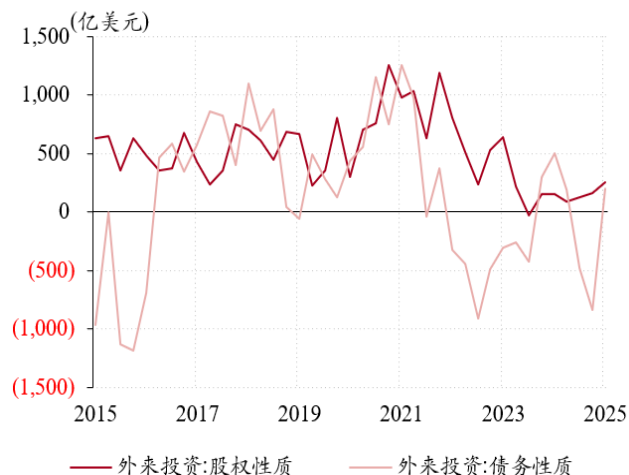
按照资金性质同样可以将外来投资分为股权类投资和债务类投资³。一季度，外来债务类投资由此前连续两个季度净流出转为净流入 200 亿美元，但低于上年同期净流入规模 505 亿美元；外来股权类投资连续第六个季度净流入，净流入规模升至 253 亿美元，创 2023 年二季度以来新高，同比增加 100 亿美元；二者分别贡献了外资净流入规模同比降幅的 123%、-40%，表明中美利差倒挂程度加深背景下，外来债务类资金流入放缓是主要贡献项（见图表 9）。

一季度，外来股权类投资净流入同比增加的主要贡献项是证券投资，该项投资由上年同期净流出 47 亿转为净流入 40 亿美元，贡献率为 87%（见图表 10）。结合人民银行公布的境外机构和个人持有的境内人民币股票余额可知，外来股本证券投资状况改善或主要集中在 2 月份。当月，DeepSeek 带动全球投资者对中国科技资产的价值重估，外资持有境内人民币股票余额止跌回升，累计增加了 1178 亿元，但由于流入资金主要集中在与人工智能及科技相关的行业，因此增幅远小于去年 9 月底政策转向当月增幅 6576 亿元。

³ 计算方法同民间对外投资。

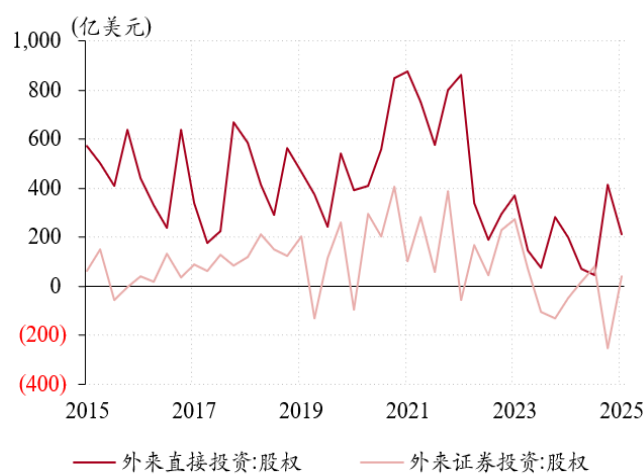
一季度，外来直接投资中的股权投资净流入规模 214 亿美元，低于上季度净流入规模 414 亿美元，但同比增加 13 亿美元（见图表 10）。据外汇局披露，当季新增资本金规模为 188 亿美元，同比和环比分别减少了 22 亿、119 亿美元。由于资本金一般体现长期投资意愿，新增资本金规模减少或反映出，美国贸易政策不确定性加剧了外商投资企业的观望情绪。当然，新增资本金规模减少也不排除受到了外商投资企业母公司的资金来源、融资成本等因素的影响。

图表 9. 外来债务类投资和股权类投资规模



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 外来股权类投资及主要构成项目



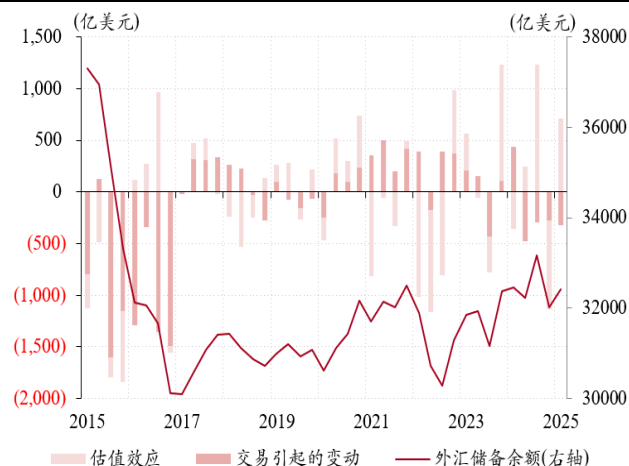
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

基础国际收支顺差不抵短期资本逆差，估值效应带动外汇储备余额增加

一季度，我国外汇储备余额增加了 383 亿至 3.24 万亿美元。当季，基础国际收支（即经常项目和直接投资合计）连续第三个季度保持顺差，顺差规模为 1316 亿美元，但仍然小于同期短期资本（含净误差与遗漏，下同）逆差 1627 亿美元，因此交易因素导致储备资产减少 311 亿美元，其中外汇储备资产减少 327 亿美元。据此计算可知，一季度汇率和资产价格变动对外汇储备带来的正估值效应为 710 亿美元（见图表 11）。

当季，美国贸易政策不确定性增加，引发从特朗普交易到特朗普衰退的市场预期反转，标普 500 指数累计下跌 4.6%，美元指数累计下跌 4.0%，10 年期美债收益率回落 35 个基点。伴随着美国股汇“双杀”，主要非美货币汇率出现明显反弹，日元、欧元和英镑对美元汇率分别升值 4.8%、4.5% 和 3.2%，欧洲股市涨幅可观，德国 DAX 指数累计上涨 11.3%，法国 CAC40 指数、富时 100 指数分别上涨 5.6% 和 5.0%（见图表 12）。这意味着持有非美元资产，将受益于汇率和资产价格变化产生账面收益。

图表 11. 中国外汇储备余额变化及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 主要货币和全球资产价格表现

(单位: %; bp)		2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
货币	美元指数	1.3	-4.8	7.7	-4.0
	日元兑美元	-5.9	12.0	-8.6	4.8
	欧元兑美元	-0.7	3.9	-7.0	4.5
	英镑兑美元	0.2	5.8	-6.4	3.2
股市	标普500指数	3.9	5.5	2.1	-4.6
	富时100指数	2.7	0.9	-0.8	5.0
	法国CAC40指数	-8.9	2.1	-3.3	5.6
	德国DAX指数	-1.4	6.0	3.0	11.3
债券	日经225指数	-1.9	-4.2	5.2	-10.7
	10年期美债收益率	16.0	-55.0	77.0	-35.0

资料来源：Wind，中银证券

民间部门净头寸首次转正，内资外流增加是主因，对外投资收益状况仍有待改善

截至 2025 年 3 月末，我国对外净资产头寸为 36124 亿美元，占 GDP 比重为 19.0%，较上年末分别增加 3167 亿美元、上升 1.5 个百分点。剔除储备资产后，这是自 2004 年国际投资头寸表数据公布以来，民间部门首次由对外净负债转为对外净资产，对外净资产规模为 785 亿美元。**这是因为民间对外资产增幅大于对外负债增幅，部分反映了近年来人民币汇率承压、境内外利率倒挂背景下，民间资产美元化、负债本币化的影响**（见图表 13）。

截至 2025 年 3 月末，民间部门对外资产余额为 71639 亿美元，较上年末增加 4028 亿美元，其中交易因素影响（即内资流出）和估值效应分别为 2154 亿、1874 亿美元，贡献了对外资产余额增幅的 53%、47%。同期，民间部门对外负债余额增加 1644 亿美元，其中交易因素影响（即外资流入）仅为 437 亿美元，远小于国内股市上涨和人民币汇率升值等带来的估值效应 1208 亿美元（当季人民币汇率中间价累计升值 0.1%，带来的估值效应约为 71 亿美元⁴），二者分别贡献了对外负债余额增幅的 27%、73%（见图表 13）。

伴随着民间对外投资增加和正估值效应影响，截至 2025 年 3 月末，我国对外金融资产中储备资产占比较上年末回落了 0.8 个百分点至 33.0%，刷新历史新低（见图表 14）。然而，由于对外金融资产和负债结构差异仍然显著，一季度我国对外投资收益率为 2.9%，远低于利用外资成本率 6.2%，二者缺口连续七个季度超过 3 个百分点（见图表 15）。当季，投资收益逆差 194 亿美元，由于对外资产环比扩张快于对外负债，逆差环比缩小了 281 亿美元。

图表 13. 民间对外金融资产和负债变化（单位：亿美元）

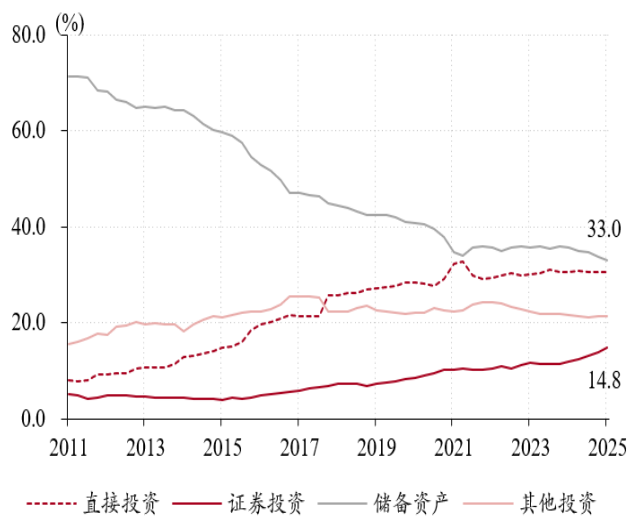
	2024 年 12 月末	2025 年 3 月末	余额变动	交易因素	估值效应
民间对外金融资产	67,611	71,639	4,028	2,154	1,874
直接投资	31,329	32,765	1,436	484	953
证券投资	14,173	15,818	1,645	901	743
股权	8,598	9,849	1,251	608	643
债券	5,575	5,969	394	294	100
其他投资	21,867	22,845	978	710	267
民间对外金融负债	69,209	70,854	1,644	437	1,208
直接投资	36,224	36,558	333	145	188
证券投资	19,396	20,614	1,218	290	928
股权	11,898	12,787	889	40	850
债券	7,498	7,827	329	250	78
其他投资	13,286	13,395	110	18	92
民间对外净负债	(1,598)	785	2,383	1,717	666

资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：括号中的红色数字代表负值。

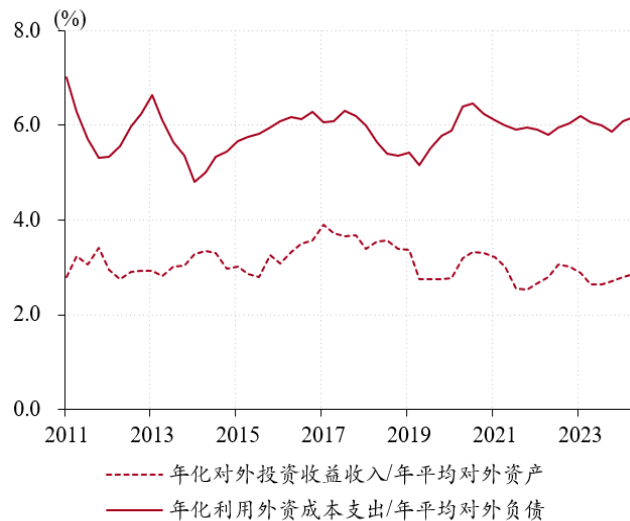
⁴ 将 2024 年末和 2025 年 3 月末外商直接投资中的股权投资、境外机构和个人持有境内人民币股票资产、美元计价的本币外债余额的平均值乘以一季度人民币汇率中间价变动幅度计算得到一季度人民币汇率变化带来的影响。

图表 14. 对外金融资产构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 15. 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

风险提示：海外经济金融风险超预期，国内政策和经济复苏不如预期。

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得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