

二季度对外经济部门体检报告

经常项目顺差缩小，人民币升值推升对外负债

二季度，我国国际收支继续呈现经常项目顺差、资本项目逆差的平衡格局，人民币升值的估值效应推升对外金融负债，短期外债增加但风险总体可控，预计美联储 Taper 对中国对外经济部门影响有限。

- 二季度，经常项目顺差环比继续减少，占 GDP 比重仍位于合理区间，其中货物贸易顺差变化较小，服务贸易逆差、初次收入逆差有所扩大。
- 二季度，资本项目逆差明显收窄，主因是其他投资由逆差转为顺差；净误差与遗漏再次转为负值，剔除该项后的线上资本项目为顺差。
- 二季度，基础收支顺差带动储备资产增加，短期资本逆差占基础国际收支顺差之比较一季度有所回落，显示一季度美债收益率飙升引发的“缩减恐慌”影响有所缓解。
- 截至 6 月末，我国对外金融资产和负债双增加，对外净资产减少，主要受非交易因素影响。其中，人民币升值的估值效应贡献了同期非交易因素引起的对外负债增幅的八成以上。
- 二季度，我国对外投资收益率和利用外资成本率环比变动较小，但均较去年一季度明显上升，主要原因在于，对外金融资产中的证券投资和其他投资占比提高，反映境内外汇流动性较为充裕，境内主体资产多元化配置需求增加；对外金融负债中的证券投资占比提高，反映出疫情暴发之后中国经济率先恢复，人民币资产收益较好。
- 二季度，我国外债余额有所增加。从期限结构来看，短期外债为主要贡献项；短期外债占外汇储备比例上升，继续创 1994 年以来新高，但仍然低于 100% 的国际警戒线，表明外债偿付能力仍然充足。从币种结构来看，外币和本币外债对外债余额增幅的贡献率大体相当，人民币升值的估值效应贡献了本币外债余额增幅的 23%。
- 二季度，民间部门对外净负债规模进一步增加，但非交易调整正贡献 69%。考虑到当前民间部门货币错配已有明显改善，市场对于汇率波动的容忍度和适应性明显提高，预计美联储 Taper 对中国对外经济部门影响有限。

相关研究报告

《2020 年国际收支分析报告》 20210223

《一季度国际收支分析报告：国际收支延续自主平衡格局，外来直接投资上升势头强劲》 20210509

《一季度对外经济部门体检报告：国际收支继续自主平衡，民间货币错配进一步改善》 20210628

《二季度国际收支分析报告：货物贸易顺差减少，短期资本流动冲击减弱》 20210808

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

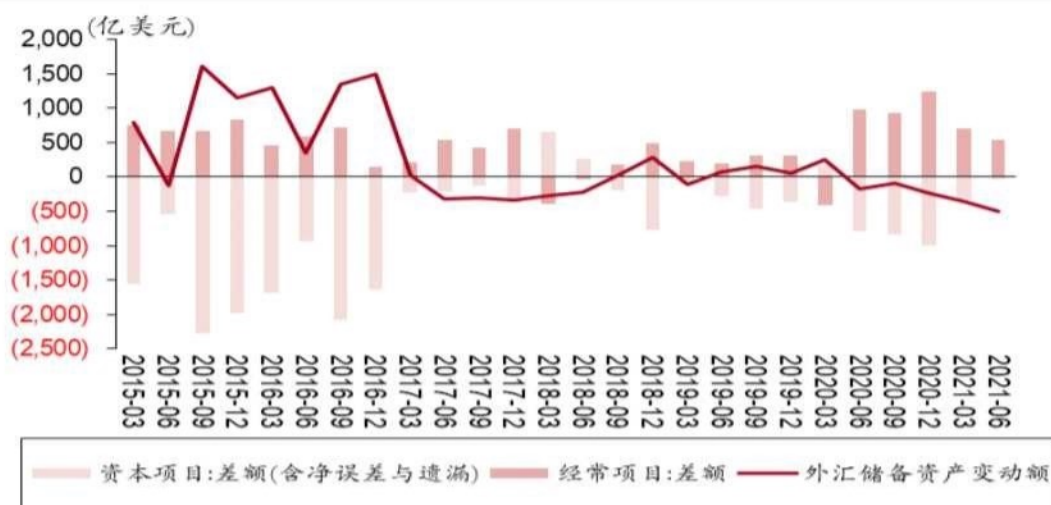
证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

9月30日，国家外汇管理局公布了2021年二季度国际收支平衡表正式数和2021年6月末国际投资头寸表。结合现有数据对二季度我国国际收支状况分析如下。

经常项目顺差继续收窄，主因是服务贸易和初次收入逆差扩大

二季度，我国国际收支继续呈现经常项目顺差、资本项目逆差的自主平衡格局。其中，经常项目顺差533亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）逆差33亿美元（以下如非特指，资本项目差额均包括净误差与遗漏项），外汇储备资产增加499亿美元（见图表1）。

图表1. 二季度我国国际收支状况

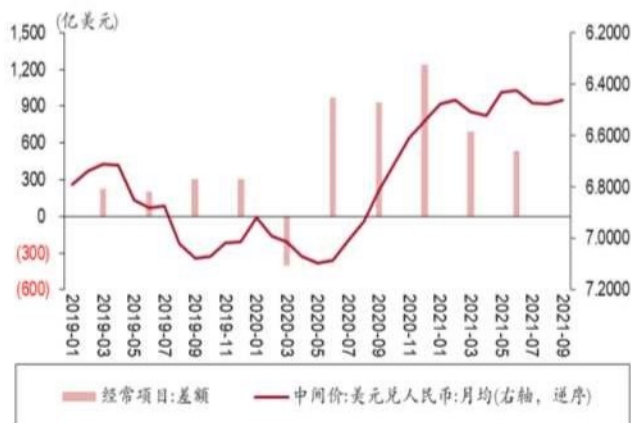


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：外汇储备资产变动额负值为增加，正值为减少。

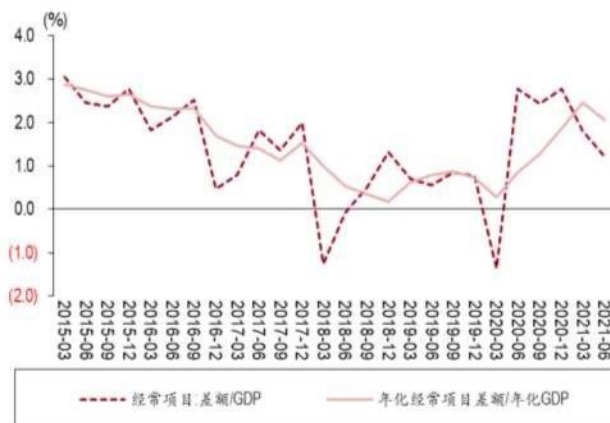
经常项目顺差环比继续减少，占GDP比重仍位于合理区间。二季度，经常项目顺差533亿美元，延续一季度回落态势（见图表2）。从支出法看，外需对经济增长的拉动作用正趋于减弱。二季度，经常项目差额占当季名义GDP的比重为1.2%，环比回落0.6个百分点；年化经常项目差额占年化名义GDP的比重为2.1%，环比回落0.4个百分点；二者仍位于 $\pm 4\%$ 的合理区间，表明人民币汇率处于均衡合理水平（见图表3）。

图表2. 经常项目差额与人民币汇率走势



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表3. 经常项目差额占GDP比例变动情况



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

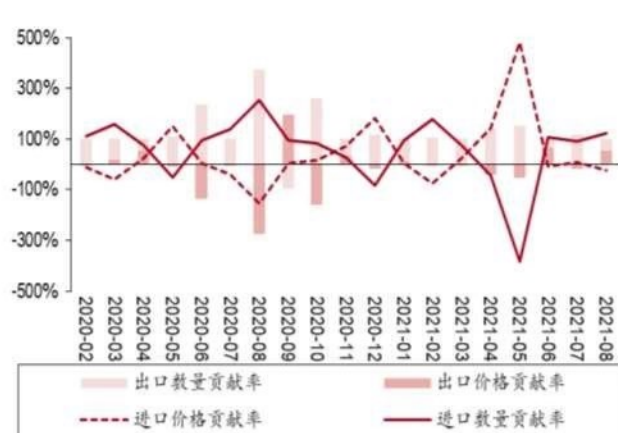
货物贸易顺差环比变化较小，进出口增长驱动因素不同。二季度，国际收支口径的货物贸易顺差 1195 亿美元，环比仅增加 8 亿美元。其中，货物出口 7622 亿美元，环比增长 9.8%，同比增长 26.8%；货物进口 6427 亿美元，环比增长 11.7%，同比增长 43.6%（见图表 4）。根据海关总署公布的进出口价格指数和数量指数，我们可以计算数量和价格变动对进出口价值同比增长的贡献率。结果显示，二季度，出口数量和价格对出口额增长的贡献率均值分别为 108%、-8%，反映出口主要受益于海外需求恢复、出口订单转移红利延续的影响；但二季度进口数量和价格对进口额增长的贡献率均值分别为 -106%、206%，反映进口主要受国际大宗商品价格上涨影响（见图表 5）。

图表 4. 国际收支口径的货物贸易进出口额变动情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

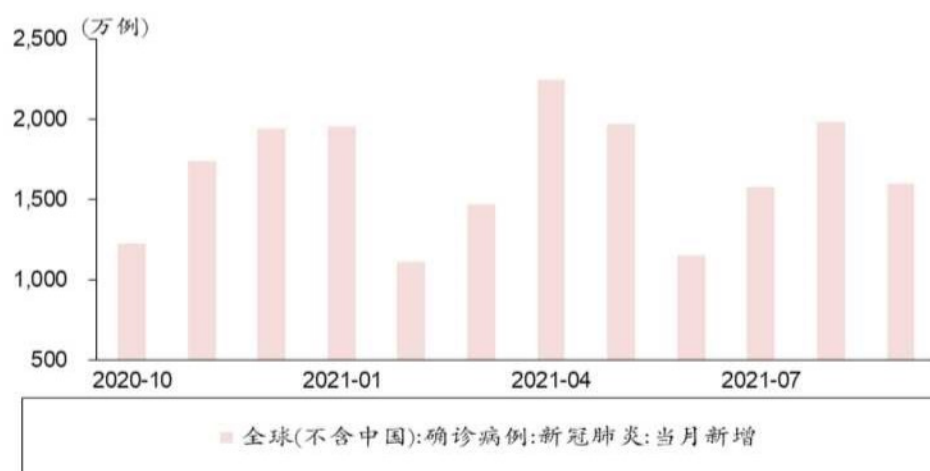
图表 5. 进出口数量和价格对进出口额贡献率分解



资料来源：海关总署，万得，中银证券

服务贸易逆差环比有所扩大，运输服务是主要贡献项。二季度，服务贸易逆差 283 亿美元，环比增加 61 亿美元。其中，旅行逆差 202 亿美元，环比减少 40 亿美元（旅行支出减少 36 亿美元），已经连续 3 个季度减少，创 2014 年以来新低，主因是 4 月份以来 Delta 病毒变异导致全球（不含中国）新增确诊病例明显增加，对居民境外出行构成进一步限制（见图表 6、7）。当季，运输服务逆差 102 亿美元，环比增加 67 亿美元，是服务贸易逆差扩大的主要原因，运输收入和支出分别为 261、363 亿美元，均创数据公布以来新高，可能反映了国际运输费用上涨的影响（见图表 7、8）。

图表 6. 全球（不含中国）新增确诊病例变化情况



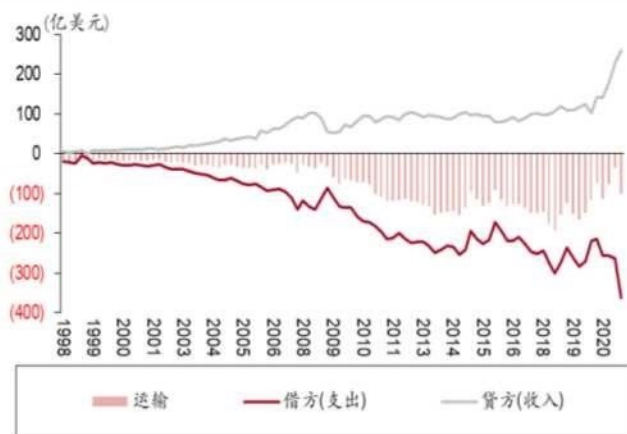
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 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 8. 运输服务差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

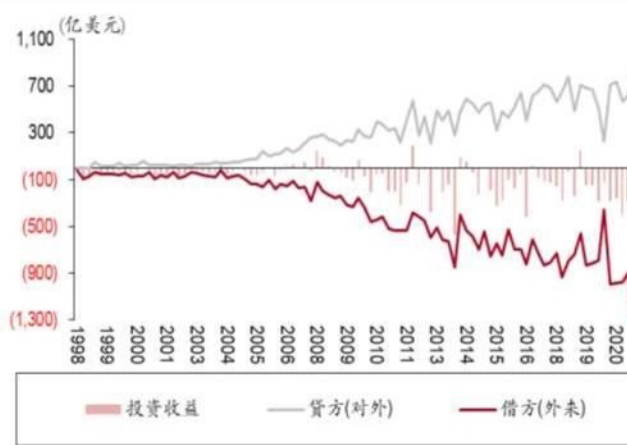
初次收入逆差环比有所扩大，主因是投资收益逆差扩大。二季度，初次收入逆差 422 亿美元，环比增加 128 亿美元。其中，雇员报酬和其他初次收入差额变化较小，环比分别仅增加了 9.8 亿、5.7 亿美元；投资收益逆差由一季度 286 亿美元扩大至 430 亿美元，贡献了初次收入逆差增加额的 112%（见图表 9）。二季度，对外投资收益和外来投资收益分别为 837 亿、1267 亿美元，均创数据公布以来新高（见图表 10）。

图表 9. 初次收入差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 投资收益差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

资本项目逆差明显收窄，其他投资转为顺差是主要贡献项

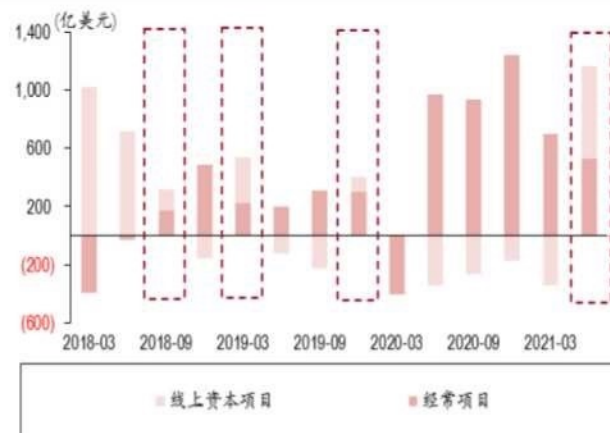
资本项目逆差明显收窄，线上资本项目转为顺差。二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 33 亿美元，环比减少 311 亿美元（见图表 11）；剔除净误差与遗漏后的非储备性质的资本项目（即线上资本项目）顺差 633 亿美元，意味着二季度经常项目和线上资本项目为“双顺差”。这是 2018 年以来第 4 次出现“双顺差”情况，前三次分别是 2018 年三季度和 2019 年一、四季度（见图表 12）。

图表 11. 资本项目差额变动情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 经常项目和线上资本项目差额变动情况

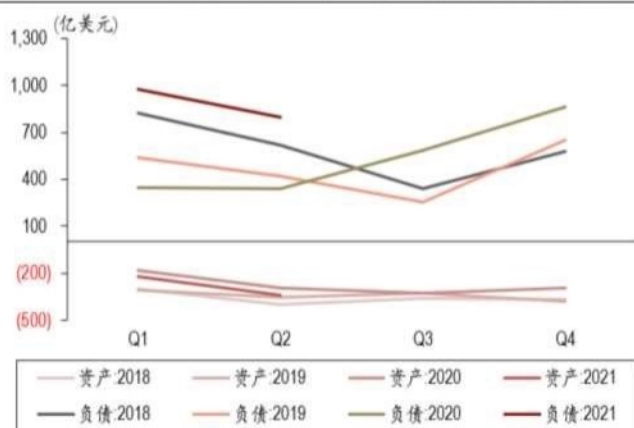


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

直接投资顺差收窄，证券投资顺差扩大。二季度，直接投资顺差 456 亿美元，环比减少 301 亿美元。其中，对外直接投资增加 119 亿美元，外来直接投资减少 182 亿美元，均属于季节性波动，符合历史规律，并且一、二季度外来直接投资规模显著高于往年，反映外资企业对于中国经济继续抱有信心（见图表 13）。当季，证券投资顺差 162 亿美元，环比增加 127 亿美元，但增幅小于直接投资顺差收窄幅度。其中，对外证券投资减少 447 亿美元（其中股权投资减少 469 亿美元，债券投资增加 22 亿美元），主要反映了港股回调、港股通买入成交净额减少的影响；外来证券投资减少 320 亿美元（其中股权投资增加 184 亿美元，债券投资减少 504 亿美元¹），反映中国股市流入资金依然强劲，但债市对于外资的吸引力减弱（见图表 14）。

外资净增持人民币债券趋缓，主要与境内外利差继续收窄有关。二季度，日均 10 年期中美国债收益率差 154 个基点，在上季环比回落 50 个基点的基础上进一步缩小了 33 个基点（见图表 15）；境外投资者通过债券通净增持境内人民币债券 1855 亿元，在上季环比减少 109 亿元的基础上进一步下降了 1179 亿元（见图表 16）。

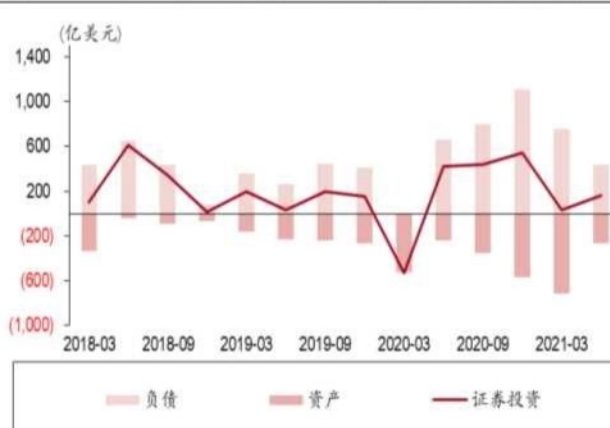
图表 13. 直接投资项下资产（对外）与负债（外来）变化



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：国际投资头寸表中的资产项为负债。

图表 14. 证券投资项下资产（对外）与负债（外来）变化

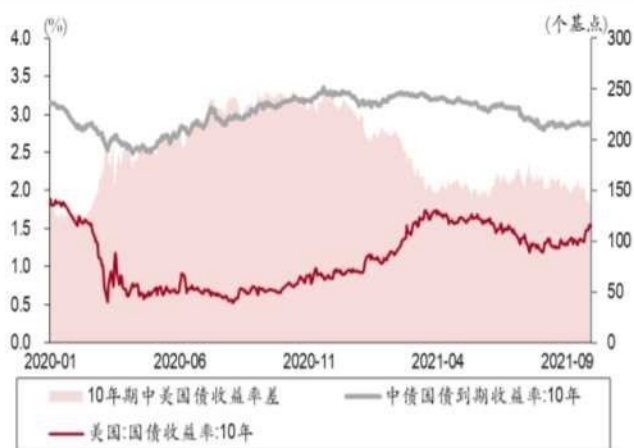


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：国际投资头寸表中的资产项为负债。

¹ 境外对我国证券投资的主要渠道包括，境外机构投资境内债券市场（包含“债券通”和银行间债券市场直接入市）以及我国机构境外发行的债券（包括央行在香港发行的人民币央行票据），“沪股通”和“港股通”渠道，合格境外投资者（QFII/RQFII 等）渠道。

图表 15. 10 年期中美国债收益率变动情况



资料来源：万得，中银证券

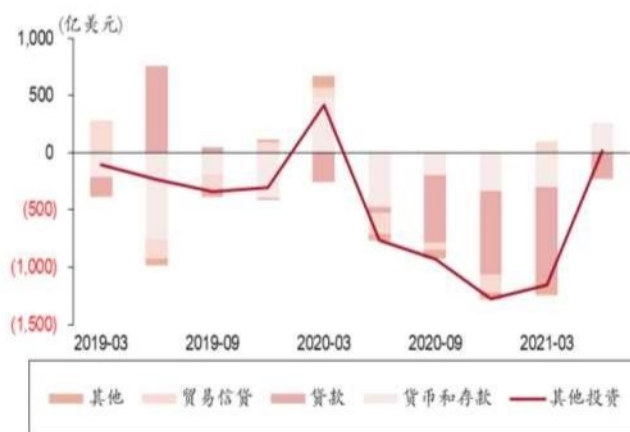
图表 16. 境外投资者通过债券通持有人民币债券变动情况



资料来源：万得，中银证券

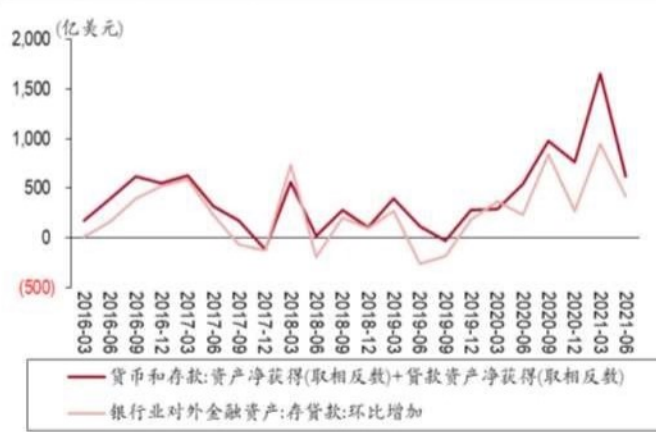
其他投资转为顺差，与对外货币和存款、贷款净流出（即资产净获得）减少有关。二季度，其他投资由上季度逆差 1155 亿美元转为顺差 17 亿美元，是资本项目逆差收窄的主要原因。其中，货币和存款由逆差 305 亿美元转为顺差 244 亿美元（其中对外货币和存款净流出减少 498 亿美元），贷款逆差从 825 亿美元收窄至 219 亿美元（其中对外贷款净流出减少 538 亿美元），又是其他投资差额变化的主要贡献项（见图表 17）。我国对外货币和存款、贷款净流出环比变动方向与同期银行对外金融资产中的存贷款余额环比变动方向一致，主要是经常项目顺差收窄使得境内外汇流动性均衡性改善（见图表 18）。此外，其他投资中的贸易信贷资产方和负债方也发生明显变化：资产方由一季度净流入 122 亿美元转为净流出 163 亿美元，负债方由一季度净流出 28 亿美元转为净流入 172 亿美元，主要反映了出口/进口规模环比增加导致出口应收/进口应付环比增加的结果（见图表 19）。

图表 17. 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 18. 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

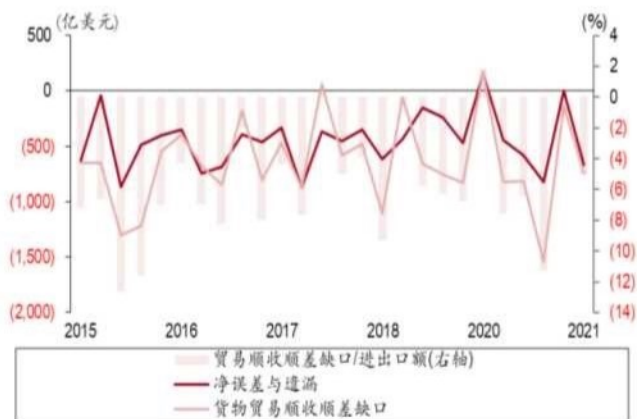


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

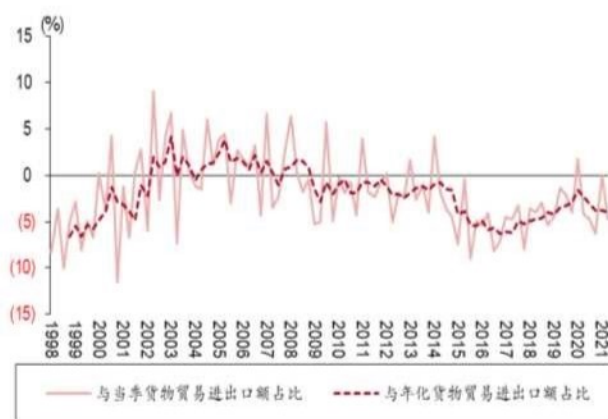
图表 19. 其他投资项下贸易信贷资产方和负债方


资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

净误差与遗漏再次转负, 占进出口比重仍然合理。二季度, 净误差与遗漏额由上季度的+1 亿美元转为-666 亿美元。这与同期贸易顺收顺差缺口扩大有关: 二季度, 海关可比口径的银行代客涉外货物贸易收付顺差 630 亿美元, 较海关统计的货物贸易进出口顺差 1377 亿美元少了 747 亿美元, 而一季度货物贸易只少收了 133 亿美元; 贸易顺收顺差负缺口占海关统计的进出口总额比例为-5.0%, 一季度仅为-1.0% (见图表 20)。虽然净误差与遗漏项负值较大, 但其占当季货物贸易进出口额 (国际收支口径, 下同) 比例为-4.7%, 年化净误差与遗漏额占年化进出口额比重为-4.0%, 自 2018 年二季度以来持续在±5% 的合理标准以内 (见图表 21)。

图表 20. 净误差与遗漏额、贸易顺收顺差缺口及占比情况


资料来源: 国家外汇管理局, 海关总署, 万得, 中银证券

图表 21. 净误差与遗漏额占货物贸易进出口额比重


资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

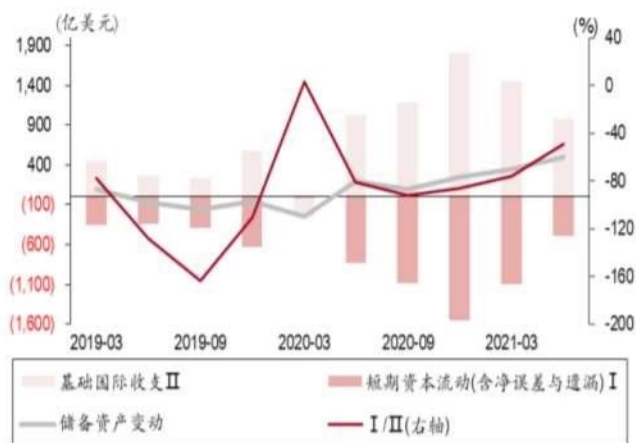
基础收支顺差带动储备资产增加, 一季度“缩减恐慌”影响缓解

基础收支顺差带动储备资产增加, 短期资本逆差收窄。二季度, 交易引起的储备资产增加 500 亿美元。其中, 短期资本 (含净误差与遗漏) 逆差 489 亿美元, 基础国际收支顺差 989 亿美元, 后者是储备资产增加的主要原因。短期资本逆差占基础国际收支顺差之比为-49%, 而一季度为-76% (见图表 22)。

外汇储备余额增加主要由交易引起, 非交易因素影响较小。截至 2021 年 6 月末, 央行统计的外汇储备余额为 3.2 万亿美元, 较 3 月末增加 440 亿美元。同期, 交易引起的外汇储备资产增加 499 亿美元, 二者差值为-59 亿美元, 代表汇率和资产价格等非交易因素引起的外汇储备价值变动 (详见《二季度国际收支分析报告: 货物贸易顺差减少, 短期资本流动冲击减弱》2021 年 8 月 8 日)。

外汇占款环比增加，但增幅远小于银行结售汇顺差。二季度，外汇占款增加 577 亿元，折合 89 亿美元，远小于同期银行即远期（含期权）结售汇顺差 603 亿美元。2017 年以来，央行基本退出外汇市场常态化干预，外汇占款变动很小。这种情况下，银行结售汇顺差主要转变成为银行对外资产运用。二季度，银行业对外金融资产增加 602 亿美元，其中外币资产增加 324 亿美元（见图表 23）。

图表 22. 剔除估值影响的储备资产变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 23. 银行结售汇差额与银行对外资产运用



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

对外净资产环比减少，人民币升值的估值效应明显

对外净资产减少主要受非交易因素影响。截至 2021 年 6 月末，对外金融资产 90278 亿美元，对外金融负债 70418 亿美元，净头寸为对外净资产 19860 亿美元，环比减少 1540 亿美元。结合国际收支平衡表数据可知，交易引起的变动（含储备资产的金融账户差额取相反数）贡献了对外净资产变动额的 9%，汇率变动及资产价格重估、统计调整等非交易因素引起的变动则贡献了 91%（见图表 24）。

人民币升值导致非交易引起的对外负债增加。在非交易因素引起的变动中，对外资产减少 471 亿美元，小于对外负债增幅 937 亿美元，后者主要受人民币升值影响。二季度，人民币汇率中间价累计升值 1.7%。这导致外商股权投资的汇兑收益为 516 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 94 亿美元，本币外债的汇兑收益为 194 亿美元²，三者合计 805 亿美元，贡献了同期非交易引起的对外负债增幅的 86%。

图表 24. 二季度对外金融资产负债变动的构成（单位：亿美元）

	2021 年 3 月末	2021 年 6 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	21,400	19,860	(1,540)	(133)	(1,407)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27795

