

二季度对外经济部门体检报告

一二重保护自动触发，国际收支延续自主平衡，汇率“减震器”作用正常发挥

相关研究报告

《2021 年国际收支分析报告：基础收支顺差明显扩大，支撑人民币对外强势》 20220213

《2021 年对外经济部门体检报告：美联储紧缩难以掣肘中国货币政策，但要警惕内需外需双收缩》 20220328

《一季度国际收支分析报告：外资减持不改中国国际收支平衡基本格局》 20220430

《一季度对外经济部门体检报告：对外经济部门韧性较强，外资流出影响不足惧》 20220627

《二季度国际收支分析报告：短期资本流动冲击延续，国际收支自主平衡依旧》 20220808

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

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

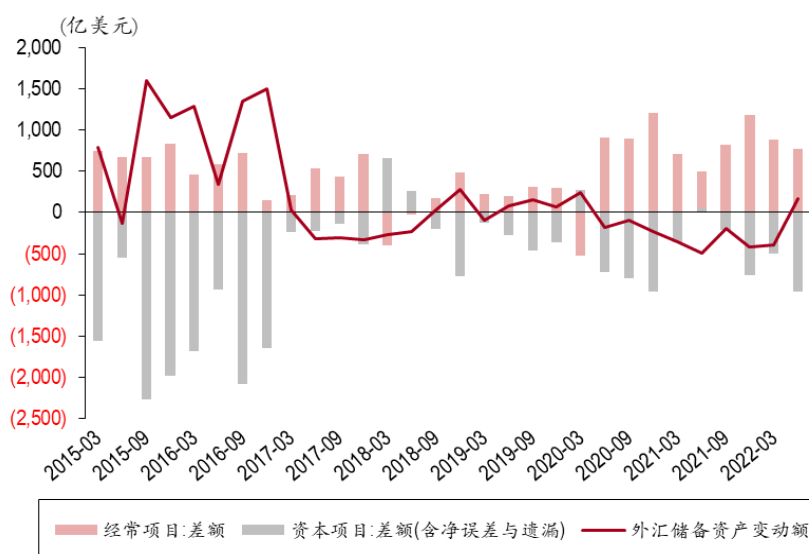
- 二季度，经常项目顺差创历史同期新高，与 GDP 比重仍位于合理范围。主要是因为出口维持高增长，带动货物贸易顺差扩大，同时运输收入增加，服务贸易逆差继续收窄。世界经济偏下行风险运行下，预计外需对经济拉动作用减弱。
- 二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差环比扩大，主要由于短期资本净流出增加，直接投资顺差环比收窄，一定程度上反映了地缘政治风险外溢、国内疫情多点散发，外资减持人民币资产，外商直接股权投资下降的影响。5 月份以来疫情形势趋于好转，叠加一揽子稳增长政策发力，实际利用外资额逐渐回升，表明我国对中长期外资吸引力依然较强。
- 二季度，短期资本净流出占基础国际收支顺差比重上升，但上半年基础国际收支累计顺差依然大于短期资本净流出，触发“五重保护”的第一重保护。证券投资逆差收窄，外来股权投资由逆差转为顺差，其他投资由逆差转为顺差，涉外主体减少海外资产运用，触发“五重保护”的第二重保护。当季，交易引起外汇储备资产小幅减少，负估值效应较上季度有所收敛。
- 2022 年 6 月末，我国对外金融资产和负债均较上季度末减少，主要受非交易因素影响，反映了汇率浮动吸收内外部冲击的“减震器”作用。民间部门对外净负债规模及占年化 GDP 比重较上季末减少，明显低于“8.11”汇改前夕，显示民间部门货币明显错配改善、金融韧性增强，是市场面对人民币汇率剧烈波动，“低买高卖”的杠杆调节作用正常发挥的重要底层逻辑。
- 二季度，对外投资收益率和利用外资成本率延续回落态势。对外金融资产中，民间运用占比进一步上升；对外金融负债中，外来证券投资和金融衍生工具投资占比上升，外来直接投资占比下降，可能反映了，受国内疫情扰动，外来直接投资步伐有所放缓。
- 二季度末，我国外债余额较上季末减少。按照部门划分，主要贡献来自政府和银行，反映了境外机构大幅减持国债和政策性银行债的影响。按照币种划分，主要贡献来自本币负债，反映了当季外资减持人民币债券和人民币贬值减记以美元计价的对外本币负债的影响。按照期限划分，中长期外债降幅更大，短期外债与外储之比仍远低于国际警戒线，中国外债风险总体可控。
- 风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行紧缩超预期。

9月29日，国家外汇管理局公布了2022年二季度及上半年国际收支平衡表正式数和2022年6月末国际投资头寸表。二季度，我国延续了外资减持人民币债券、人民币汇率加速调整的行情。到6月底，人民币汇率中间价为6.7114比1，较3月初高点6.3014回落了6.1%，二季度累计下跌5.4%。在此背景下，二季度及上半年我国国际收支流量和存量状况如下。

一、经常项目顺差继续创同期新高，货物顺差扩大为主要贡献项

二季度，经常项目顺差775亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）逆差965亿美元（以下如非特指，资本项目差额均包括净误差与遗漏项），不含净误差与遗漏的资本项目（即线上资本项目）逆差510亿美元，国际收支延续自主平衡格局（见图表1）。

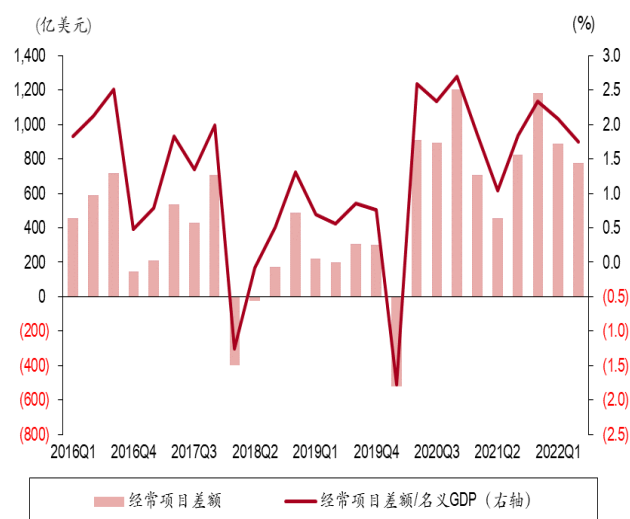
图表1. 国际收支平衡表正式数据



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

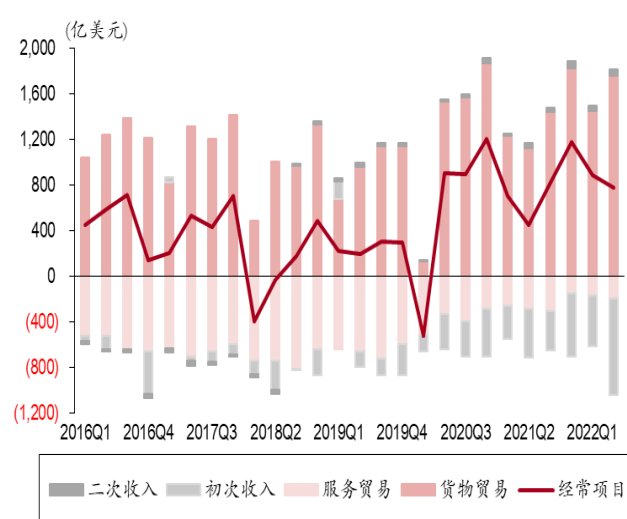
二季度，经常项目顺差775亿美元，创历史同期新高，同比增长70%；占当季名义GDP的比重为1.8%，同比提升0.7个百分点；上半年，经常项目顺差合计1664亿美元，仅次于2008年同期1777亿美元的顺差规模，占名义GDP比重为1.9%，均处于 $\pm 4\%$ 国际认可的合理范围以内（见图表2）。二季度经常项目顺差增加，主要反映了货物贸易顺差扩大的影响，其贡献了经常项目顺差同比增幅的197%（见图表3）。

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，万得，中银证券

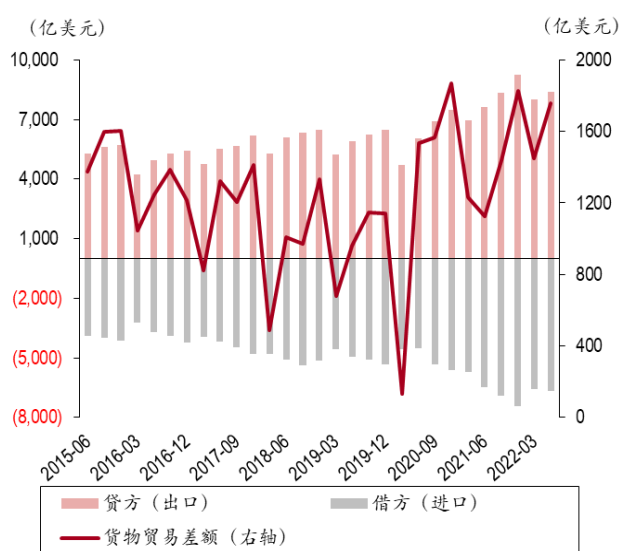
图表 3. 经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

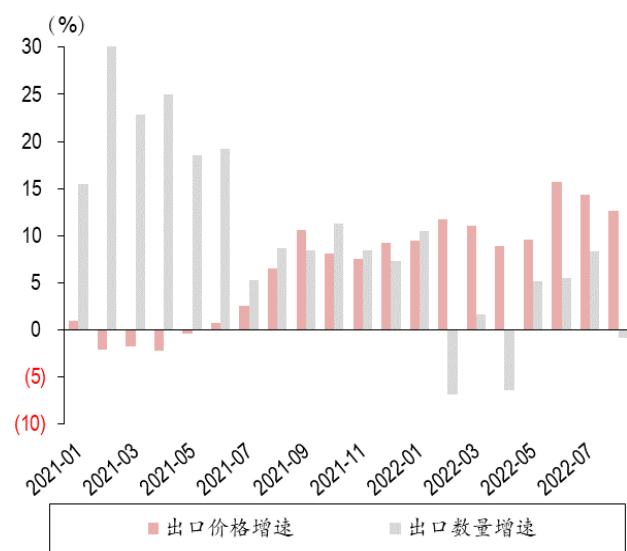
出口维持高增长，带动货物贸易顺差扩大。二季度，我国国际收支口径的货物出口为 8407 亿美元，同比增长 10.3%，已经连续 8 个季度保持两位数增长；货物进口为 6649 亿美元，同比仅增长 2.4%；货物贸易顺差由上年同期 1127 亿美元扩大至 1758 亿美元，为历年同期最高水平（见图表 4）。在货物出口高增长背后，价格因素发挥了重要作用。海关总署数据显示，4-6 月中国出口价格同比增速分别为 8.9%、9.6% 和 15.7%。受国内疫情扰动，中国出口数量在 4 月份出现负增长，不过 5、6 月份随着疫情形势明显好转，国内产业链供应链优势叠加稳外贸政策支持，促使出口数量迅速转为正增长，同比增速分别为 5.2%、5.5%（见图表 5）。

图表 4. 货物贸易差额分项情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

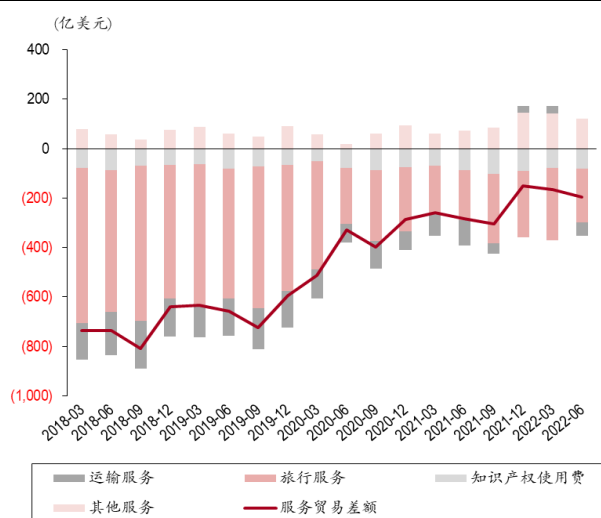
图表 5. 中国出口数量和价格月度同比增速



资料来源：海关总署，万得，中银证券

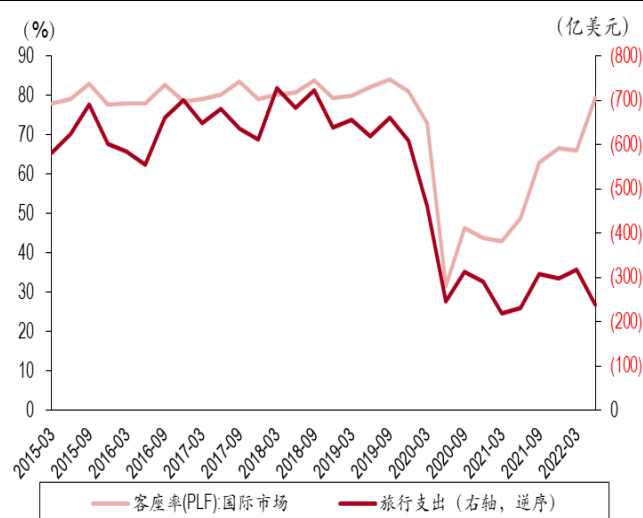
运输收入增加，服务贸易逆差继续收窄。当季，服务贸易逆差为 197 亿美元，同比缩窄 31%，创 2012 年以来同期新低。其中，运输服务为主要贡献项，逆差规模由上年同期 102 亿美元收窄至 53 亿美元，贡献了服务贸易逆差降幅的 57%。随着海外疫情政策逐步放开，跨境旅行支出增加，旅行服务逆差同比小幅增加，但仍明显低于疫情暴发之前的逆差规模。与 2019 年同期相比，二季度服务贸易逆差减少了 70%，仅旅行服务逆差便贡献了 67%（见图表 6 和 7）。

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

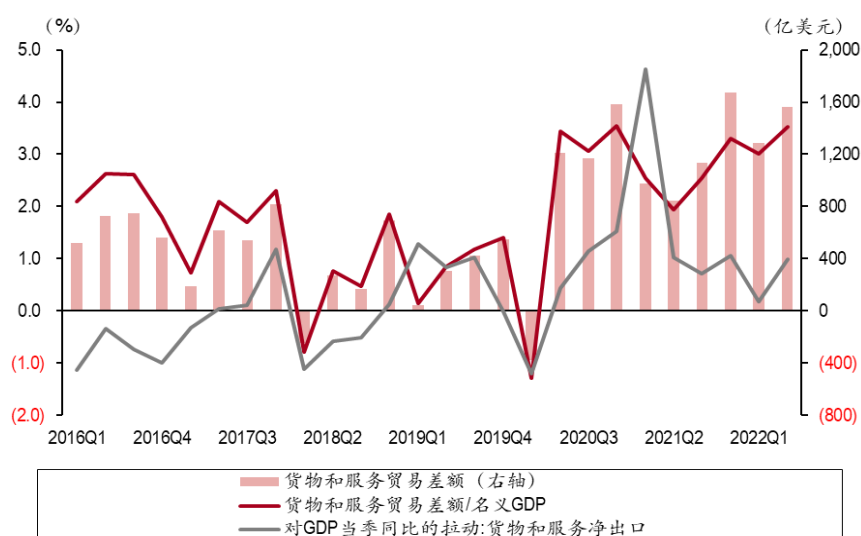
图表 7. 国际市场客座率与旅行支出金额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

外需对经济增长拉动作用进一步增强，警惕世界经济偏下行风险。二季度，货物和服务贸易合计顺差 1561 亿美元，同比增长 85%，占当季名义 GDP 比重为 3.5%，处于近年来高位；货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 1.0 个百分点，同比基本持平，环比提升 0.8 个百分点，成为当季 GDP 增速的主要贡献项，贡献率为 244.8%，而消费对 GDP 增速的贡献率则为-211.2%（见图表 8）。今年以来，海外主要央行竞相紧缩叠加俄乌冲突等一系列因素，导致本就复苏不足的全球经济进一步放缓。6 月份以来，主要国际机构竞相下调全球经济增长预期。8 月 23 日，美国白宫将今年美国经济增长预测值从 3.8% 下调至 1.4%；9 月 21 日，美联储议息会议更是将今年美国经济增长预期值下调至 0.2%。这意味着，下半年外需对中国经济增长的拉动作用或将减弱。8 月份，我国出口同比增速意外回落，引发了市场对外需拐点的担忧，促成了 9 月份人民币汇率的加速调整，以致 9 月中下旬跌破整数关口，并于 9 月底创下 2008 年以来的新低。

图表 8. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和对 GDP 拉动

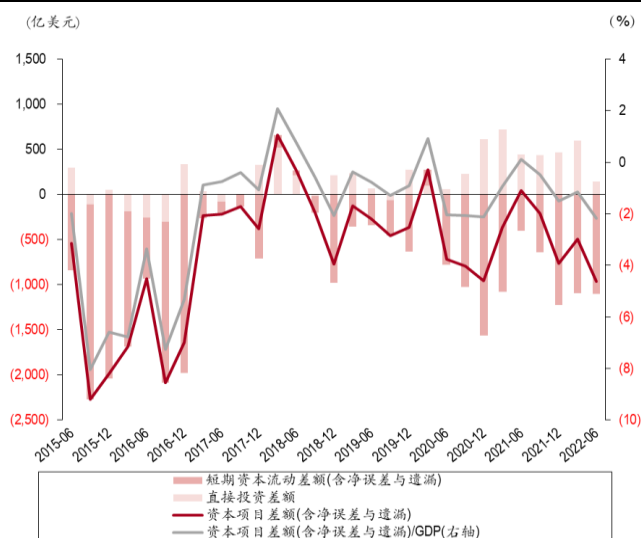


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

二、短期资本净流出增加，直接投资顺差收窄，带动资本项目逆差扩大

二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 965 亿美元，去年同期为顺差 45 亿美元，占当季名义 GDP 比重为 2.2%，同比上升 2.3 个百分点（见图表 9）。不含净误差与遗漏的线上资本项目为逆差 510 亿美元，同比增加 853 亿美元，环比增加 10 亿美元（见图表 10），主要是因为金融账户对外投资净流出（资产方净发生）环比减少 233 亿美元，小于外来投资净流入（负债方净发生）降幅 246 亿美元。

图表 9. 资本项目差额及其占 GDP 比重和构成情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 10. 资本项目与线上资本项目差额



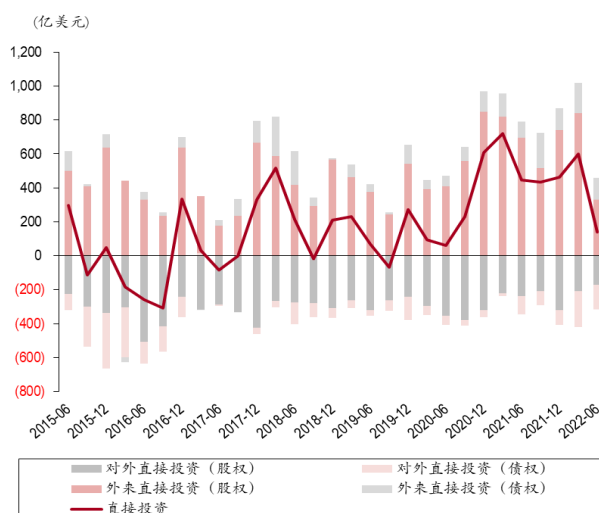
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：“线上资本项目”是指不含净误差与遗漏的非储备性质的资本和金融账户。

外来直接投资规模下降，直接投资顺差缩窄。二季度，直接投资顺差 141 亿美元，同比下降 304 亿美元，主要由于外来直接投资额由上年同期的 791 亿美元降至 459 亿美元（见图表 11），其中外来直接投资债权同比略升 35 亿美元，外来投资股权同比下降 367 亿美元，一定程度上反映了 4 月份国内疫情多点散发的影响。从实际利用外资的月度数据来看，前 8 个月，实际利用外资累计 1384 亿美元，同比扩大了 22%（见图表 12）。这反映了在国内疫情形势好转、一揽子稳增长政策以及稳外资稳外贸措施的支持下，外商直接投资整体企稳回升，表明中国对于中长期外资的吸引力依然较强。

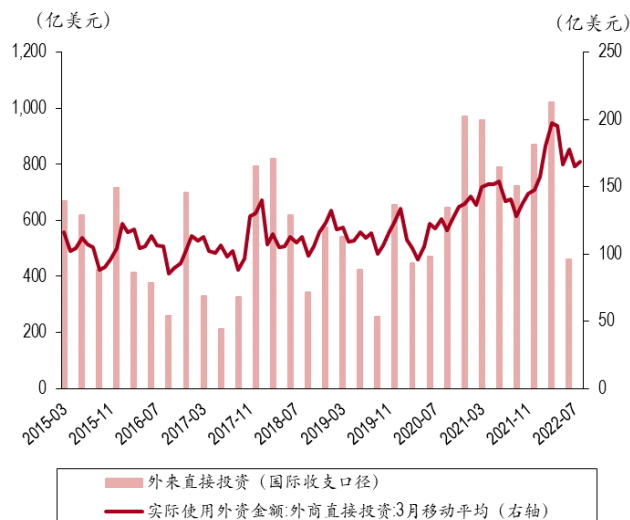
二季度，对外直接投资也同比减少 28 亿美元，部分对冲了外来直接投资下降的影响。其中，对外股权投资同比下降 67 亿美元，债权投资同比增加 40 亿美元，这显示海外经济金融环境趋于动荡，国内主体对外投资更趋谨慎（见图表 11）。

图表 11. 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 12. 外来直接投资及实际使用外资金额3个月移动平均

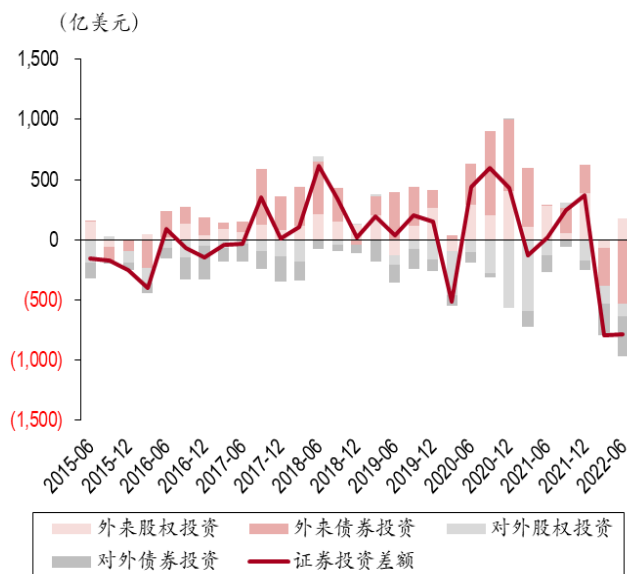


资料来源：国家外汇管理局，商务部，万得，中银证券

证券投资逆差小幅收窄，外来股权投资由逆差转为顺差。二季度，证券投资由上季度的逆差 798 亿美元微降至逆差 788 亿美元（见图表 13），主要由于外来股权投资环比由逆差 68 亿美元转为顺差 178 亿美元，环比增加 246 亿美元；外来债券投资流出规模环比扩大 211 亿美元，这反映了 4 月份以来，受到地缘政治风险外溢、中美货币政策分化以及中美利差倒挂等因素影响，外资连续减持人民币债券。债券通项下，二季度外资累计减持人民币债券 3112 亿元人民币。不过，自 6 月份起，外资减持规模逐月收敛，8 月份净减持 354 亿美元，较二季度的月均减持规模缩小了 66%。陆股通项下，当季外资由上季度的净流出 243 亿元，转为净流入 961 亿元人民币，尤其是 6 月外资单月买入 730 亿元，为历史月度买入额第三高（见图表 14）。

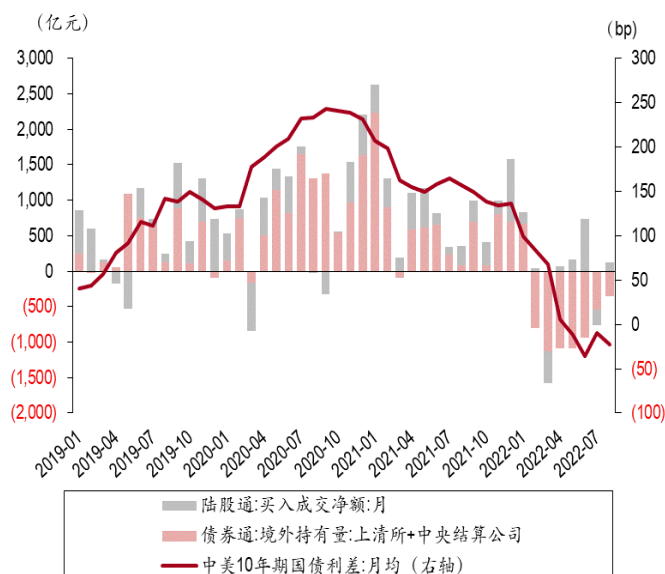
二季度，对外证券投资逆差环比扩大 26 亿美元，其中对外债券投资环比增加 69 亿美元，对外股权投资减少 43 亿美元。这反映在外部金融市场波动较大的环境下，涉外主体风险偏好有所降低，增加了海外债券等固定收益投资，降低了股票等风险资产配置（见图表 13）。

图表 13. 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 14. 外资持有股权和债券资产变动情况



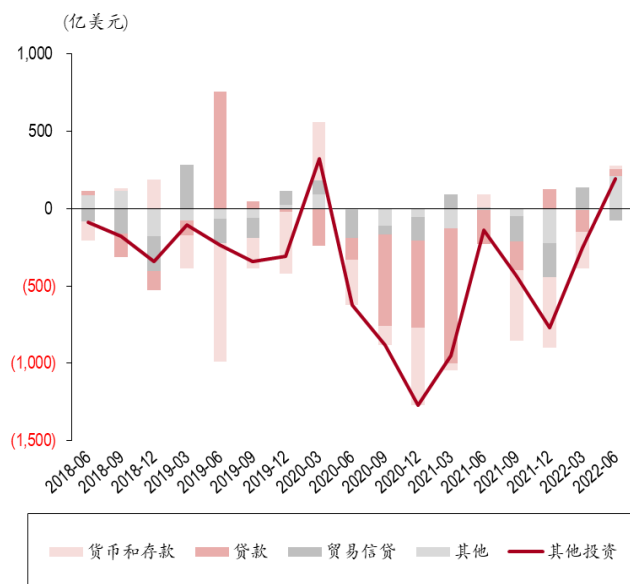
资料来源：中债登，上清所，万得，中银证券

其他投资由逆差转为顺差，涉外主体减少了对外货币存款和贷款。二季度，其他投资项由上季度的逆差 252 亿美元转为顺差 196 亿美元，是自 2020 年一季度以来首次转正。具体来看，涉外主体大幅减少了对外资产运用，资产方由上季度的净流出 56 亿美元转为净流入 130 亿美元，主要贡献项是贷款和货币存款，前者由上季度逆差 131 亿美元转为顺差 244 亿美元，后者逆差由 156 亿美元降至 40 亿美元（见图表 15）。这反映了前期货物贸易和结售汇顺差转为企业外汇存款或银行外汇头寸增加，民间外汇资产持有增多的二级“蓄水池”作用。当前在外资流出、汇率调整的情景下，触发了“五重保护”的第二重保护¹。

上半年，外来证券投资由上年同期顺差 889 亿转为逆差 738 亿美元，证券投资逆差同比增加 1478 亿美元，但由于银行和企业大幅减少海外存款和贷款，其他投资项下资产方由上年逆差 2681 亿转为顺差 74 亿美元，其他投资逆差同比减少 1032 亿美元。这有助于对冲当前外资减持人民币金融资产造成的资本外流冲击，增强外汇市场的韧性。自 3 月份人民币汇率冲高回落以来至 6 月份，银行即远期（含期权）结售汇仅 5 月份少量逆差 40 亿美元，其他月份均为顺差（见图表 17）。

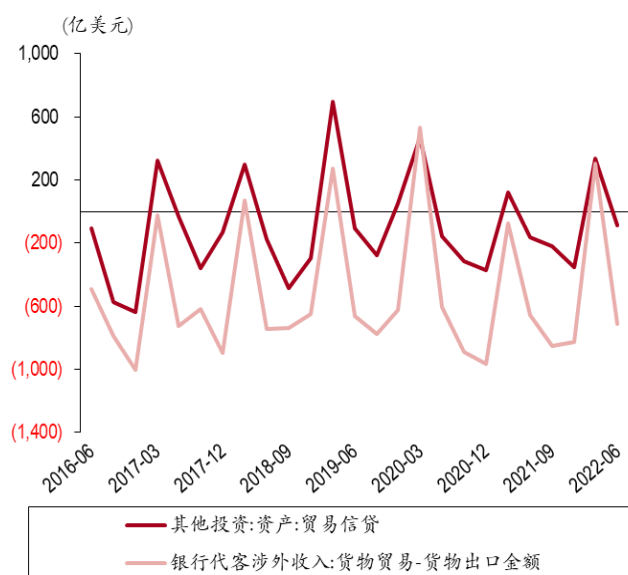
二季度，贸易信贷资产方由净流入再度转为净流出，与同期货物贸易出口多收转为出口少收（即货物贸易涉外收入与出口金额的差值）有关（见图表 16 和 20）。

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

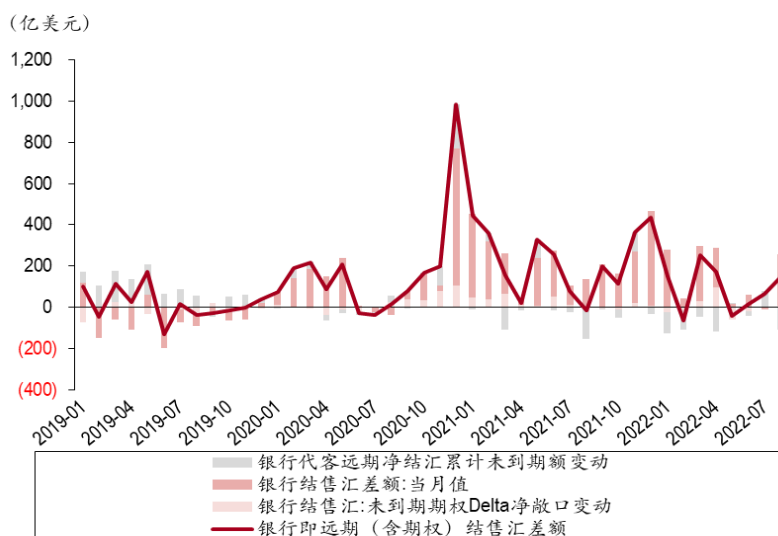
图表 16. 贸易信贷资产净获得与货物出口收款情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

¹五重保护分别为：(1) 基础国际顺差较大；(2) 民间二级外汇储备较多；(3) 宏观审慎措施管理；(4) 资本外汇管理措施；(5) 官方外汇储备干预。详见网易研究局，管涛：五重保护与“降准”的信号作用，2022 年 4 月 26 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/fN4LH9zccHil4pQUzludw>。

图表 17. 银行即远期（含期权）结售汇及其分项



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

三、基础国际收支顺差收窄，短期资本净流出占基础国际收支顺差比重上升

二季度，我国基础国际收支顺差（即经常项目与直接投资合计）为 916 亿美元，同比增加 16 亿美元，其中经常项目顺差同比增加 320 亿美元，直接投资顺差缩小 304 亿美元（见图表 18）。当季，短期资本（即证券投资、金融衍生工具、其他投资、净误差与遗漏合计）净流出 1106 亿美元，同比增长 176%，环比增长 1%，与基础国际收支顺差之比为-121%，负值较上季度和上年同期分别提升 47、76 个百分点（见图表 19）。上半年，基础国际收支合计 2404 亿美元，同比增加 3%；短期资本净流出 2201 亿美元，同比增加 49%；短期资本净流出相当于基础国际收支顺差的 92%，国际收支依然基本平衡、略有盈余。这触发了“五重保护”的第一重保护，充分展现了我国抵御美联储紧缩、全球“美元荒”引发的资本外流冲击的强大实力，与大部分经济体尤其是新兴市场和发展中国家货物贸易乃至经常账户逆差形成鲜明对比。

图表 18. 基础国际收支及其分项



图表 19. 短期资本流动与基础国际收支之比



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_46805

