



**管涛：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**



意见领袖 | 管涛、刘立品

摘要

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，这可能反映了，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。



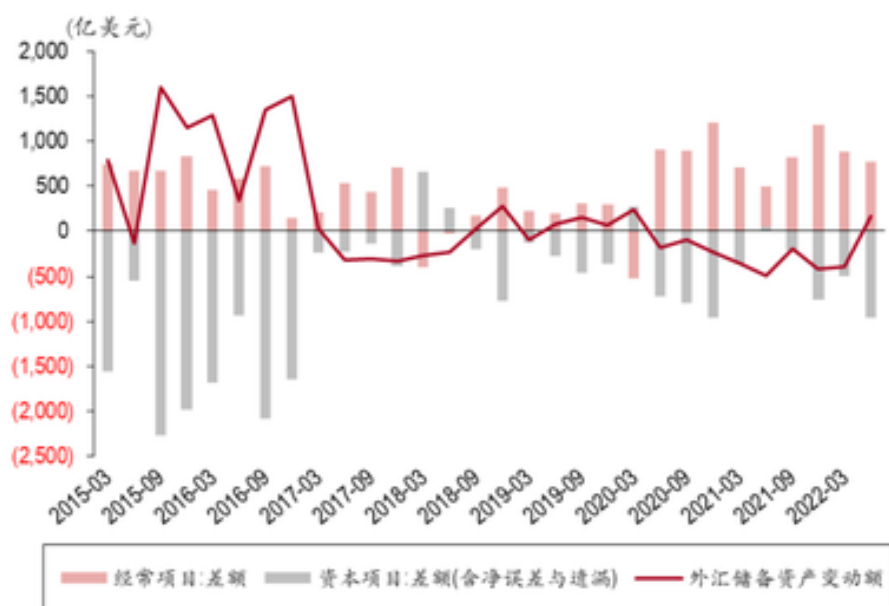
正文

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%。结合现有数据对二季度我国国际收支状况分析如下。

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，中报证券

凭澜观涛

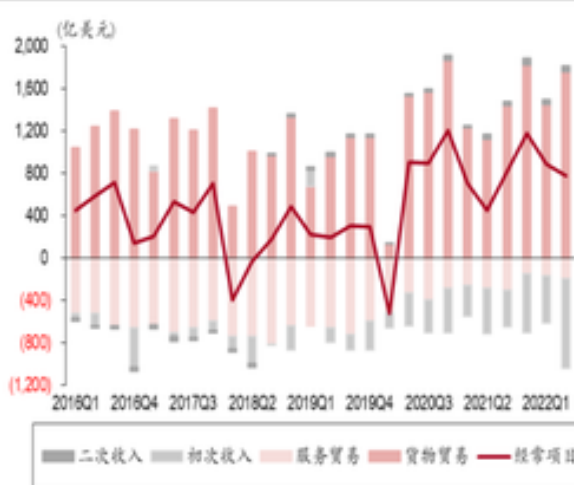
二季度,经常项目顺差 775 亿美元,创历史同期新高,同比增长 70%;占当季名义 GDP 的比重为 1.8%,同比提升 0.7 个百分点;上半年,经常项目顺差合计 1664 亿美元,仅次于 2008 年同期 1777 亿美元的顺差规模,占名义 GDP 比重为 1.9%,均处于 $\pm 4\%$ 国际认可的合理范围以内(见图表 2)。二季度经常项目顺差增加,主要反映了货物贸易顺差扩大的影响,其贡献了经常项目顺差同比增幅的 197% (见图表 3)。

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

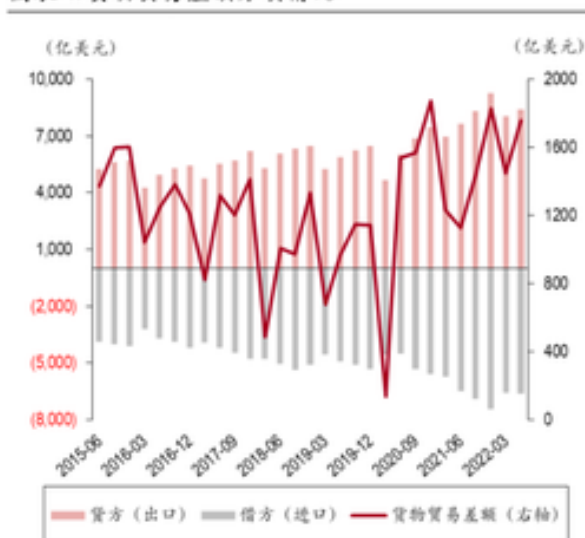
图表 3. 经常项目差额及其构成



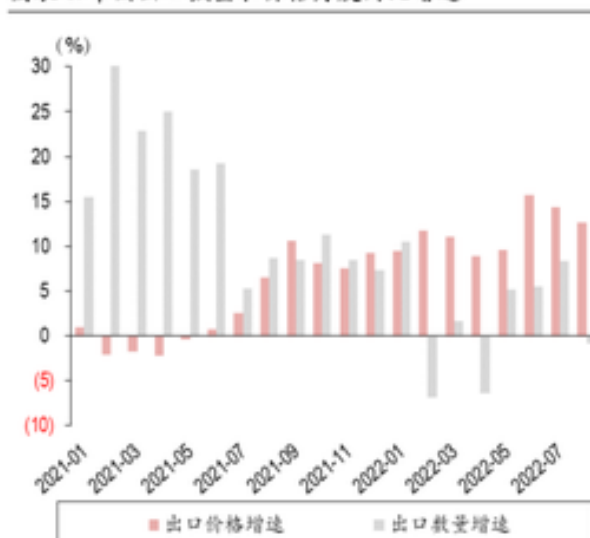
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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

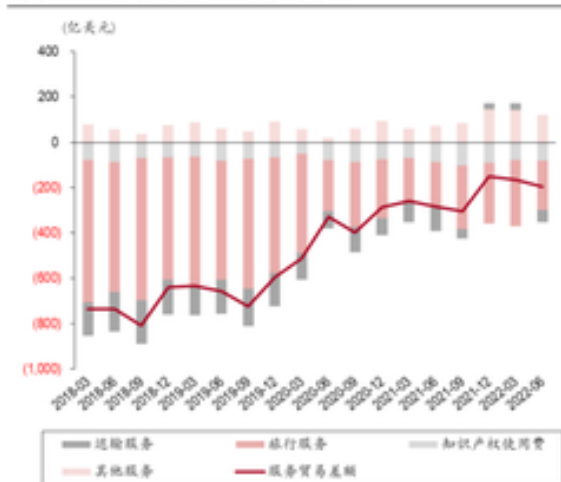


图表 5. 中国出口数量和价格月度同比增速



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

凭澜观涛

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%，处于近年来高点位置；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，与上年同期基本持平，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。

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_47043

