

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

二季度，在国内疫情多点散发、国外央行货币紧缩的背景下，我国国际收支继续维持经常账户顺差，资本账户逆差，外汇储备资产小幅波动的自主平衡格局。

- 二季度，经常项目顺差 802 亿美元，同比增加 347 亿美元，占当季 GDP 比重为 1.8%，继续处于合理区间。经常项目扩大主要由于货物贸易顺差增加，服务贸易逆差收窄。今年上半年，我国贸易出口继续保持较强韧性，在内需受到疫情较大冲击的情况下，净出口的扩张对经济增长起到主要拉动作用。下半年海外经济面临较大的下行风险，下阶段需要通过有效扩大内需以对冲外需的不确定性。
- 二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 992 亿美元，同比有所扩大，短期资本逆差增加和直接投资顺差大幅收窄是主要原因。当季，短期资本逆差 1142 亿美元，同比增加 741 亿美元；直接投资顺差 150 亿美元，其中外来直接投资额同比下降 314 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。
- 二季度，基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 952 亿美元，连续两个季度回落，但同比仍小幅增加。当季，短期资本净流出额与基础国际收支顺差之比提升。这一方面反映了外资人民币资产持仓调整的影响，证券投资项下流出压力加大。其中，债券通项下累计净流出较多，陆股通项下则自 4 月底起转为净买入。另一方面，由于二季度货物贸易顺收顺差缺口相对海关统计的进出口金额的负偏离较上季扩大，预计当季净误差与遗漏额将重新转为负值。
- 二季度，交易因素引起的外汇储备资产减少 173 亿美元，但同期银行即远期（含期权）结售汇累计顺差为 147 亿美元，央行外汇占款累计减少 307 亿元人民币，这显示交易引起的外汇储备资产变化或反映了政策性交易或储备经营收益波动的影响。此外，汇率和资产价格等非交易因素（估值效应）引起外汇储备余额下降 1167 亿美元。当季，美元指数上涨，非美元货币普遍下跌，导致非美元储备资产折美元减少；全球主要股票指数下跌，美债收益率上升，以美元标价的全球债券指数下跌。
- **风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。**

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

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

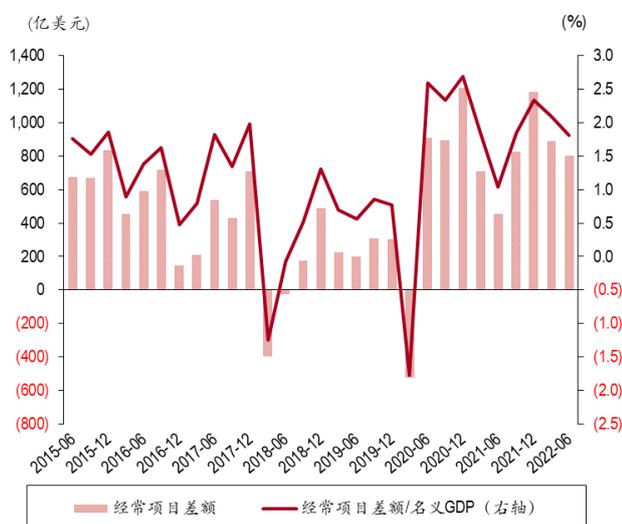
一般证券业务证书编号：S1300122030029

8月5日，国家外汇管理局公布了2022年二季度我国国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对二季度我国国际收支状况分析如下。

经常项目顺差继续处于较高水平，外需对当季经济增长拉动较多

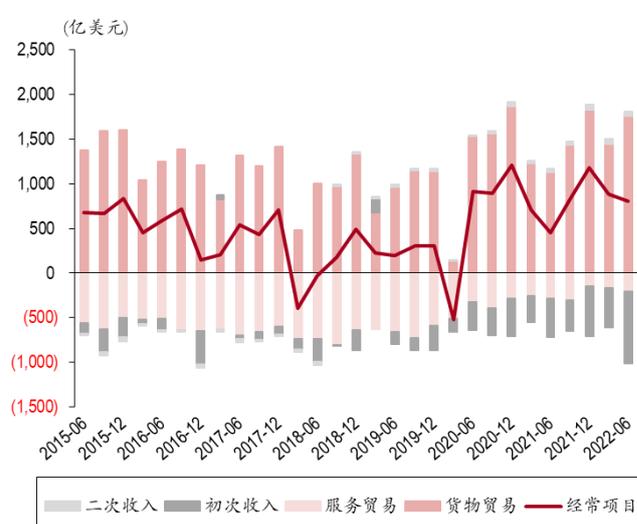
二季度，我国经常项目顺差802亿美元，同比增加347亿美元；经常项目顺差占当季名义GDP比重为1.8%，同比增加了0.8个百分点，继续位于±4%的合理区间，表明我国对外部门继续保持基本平衡（见图表1）。从分项来看，二季度货物贸易顺差同比增加630亿美元、服务逆差同比缩窄51亿美元，分别贡献了当季经常项目顺差增加额的182%、21%；初次收入逆差同比扩大366亿美元，对经常项目顺差增加为负贡献106%。上半年，我国经常项目顺差1691亿美元，同比增长45%，为历年同期最高水平，占上半年名义GDP比重为1.9%，仍处于合理水平。其中，货物贸易顺差同比增长36%，服务贸易顺差同比缩小30%（见图表1和2）。

图表 1. 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

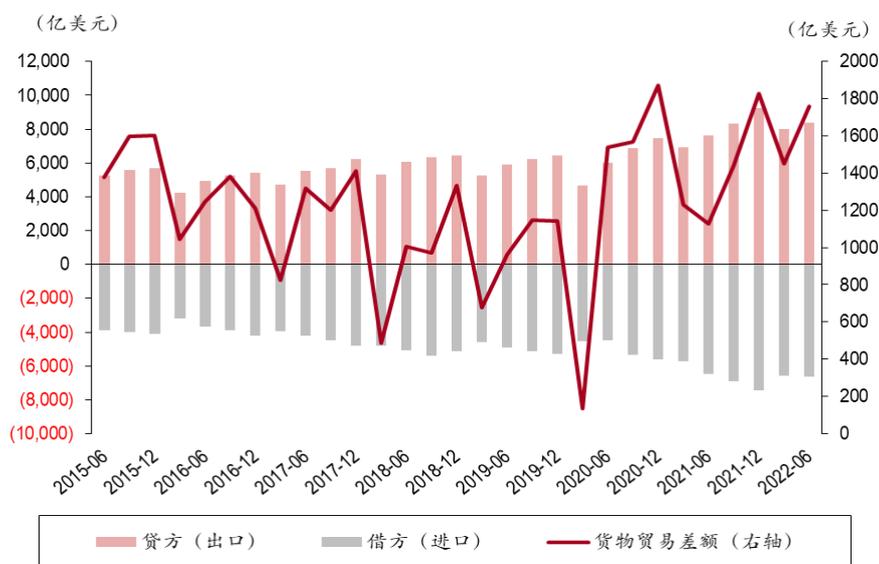
图表 2. 经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

二季度，我国货物贸易出口继续表现出较强韧性，国际收支口径的货物出口额为8406亿美元，同比增长10.3%，高于进口同比增速2.4%；货物贸易顺差为1757亿美元，同比增长56%（见图表3）。

图表 3. 货物贸易进出口及其差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

海关总署公布的进出口价格和数量指数显示，二季度出口增长主要由价格因素贡献，出口价格季均同比增长 11.4%，贡献了出口金额增长的 89.3%，而出口数量同比增长仅为 1.4%（见图表 4）。尤其是 4 月份，受国内疫情多点散发、物流循环运转受阻的影响，出口数量出现负增长 6.4%。但随着 5、6 月份，国内疫情形势好转，各地陆续实现复工复产，出口数量恢复为正增长，出口金额增速也屡超市场预期。进口方面，由于大宗商品价格仍处于高位，进口价格季均同比增长 14.7%，而数量则出现同比负增长 11.1%，尤其是 4 月份同比下降 16.3%，当月进口金额为零增长（见图表 5）。

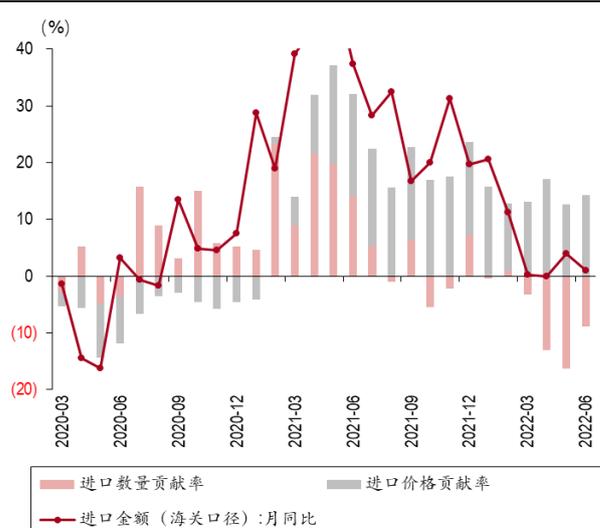
二季度，我国贸易条件指数持续提高，并在 6 月份重回 100 上方。这反映在海外通胀高企、大宗商品价格逐渐回落的背景下，我国出口价格延续上升趋势，而进口价格涨幅有所放缓，贸易条件由此改善（见图表 6）。

图表 4. 出口数量及价格贡献拆分



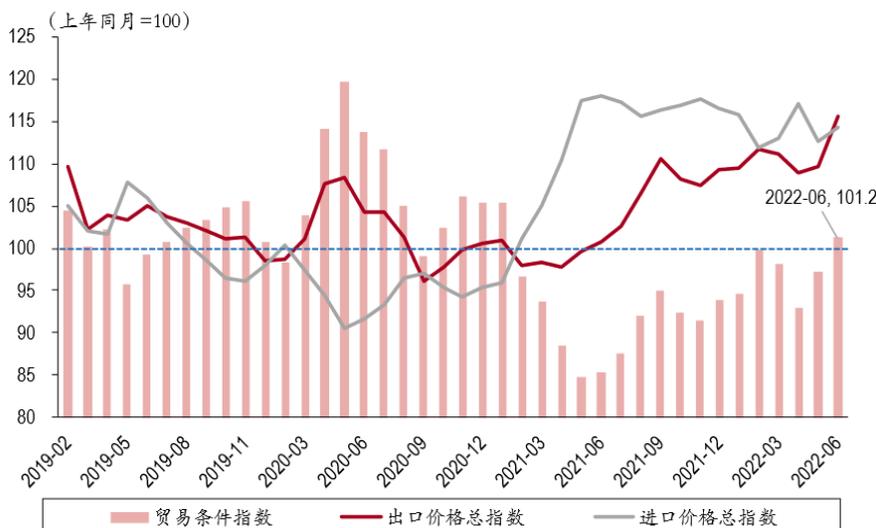
资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 5. 进口数量及价格贡献拆分



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 6. 贸易条件及进出口价格指数情况

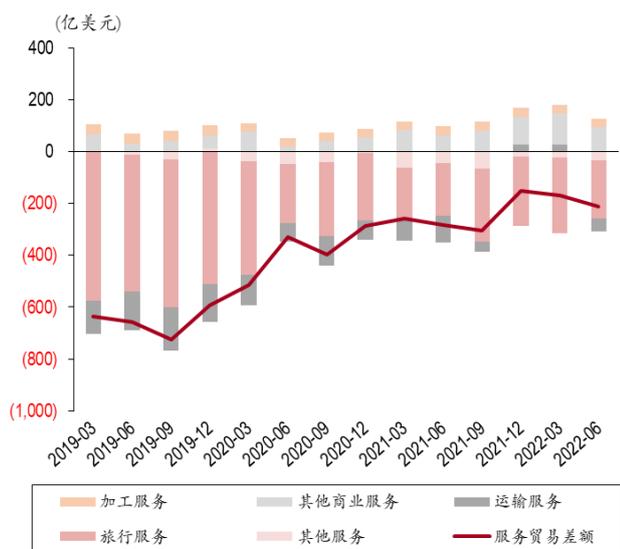


资料来源：海关总署，万得，中银证券

注：(1) 贸易条件指数= (出口价格指数/进口价格指数) *100；(2) 该指数低于100，意味着贸易条件同比恶化，要用更多的出口才能换取同等金额的进口。

当季，服务贸易逆差为 211 亿美元，同比收窄 26%，继续位于低位。其中，运输服务及电信、其他商业服务为主要正贡献项，分别贡献了逆差收窄的 72%和 42%（见图表 7）。具体来看，运输服务逆差为 50 亿美元，同比减少 52 亿美元，主要因为运输收入同比增速 45% 快于支出增速 18%（见图表 8）。其他商业服务顺差为 96 亿美元，同比增长 48%，主要由于其他商业服务收入增长 12%，同时支出减少 7%，带动顺差扩大。此外，旅行逆差为 224 亿美元，同比增加 22 亿美元（见图表 8）。这反映旅行支出有所回升，但由于奥密克戎新变种的传播，国外疫情再度出现反复，跨境旅行恢复仍存在扰动。

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. 旅行和运输支出和收入及服务贸易差额

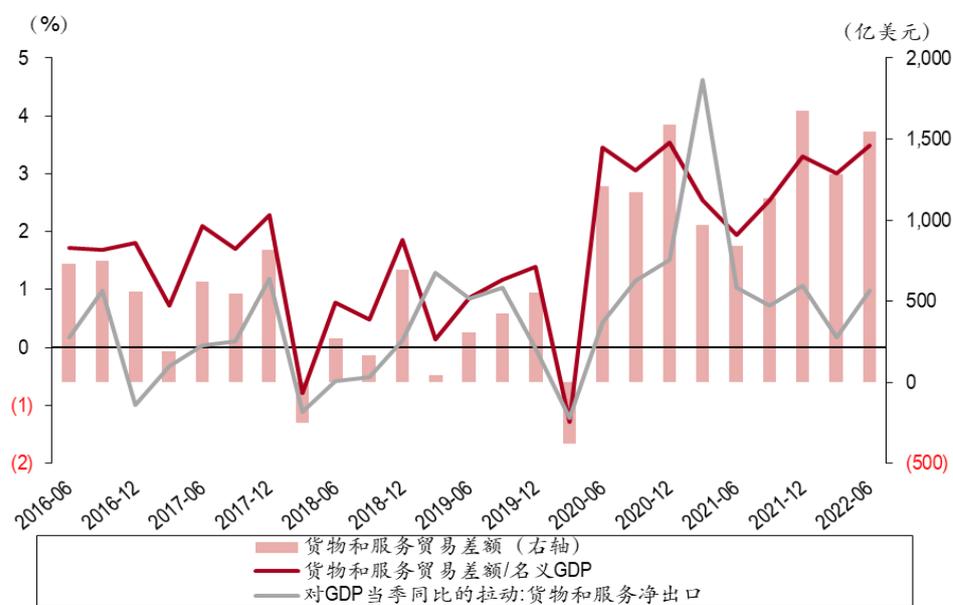


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

二季度，货物和服务贸易顺差 1546 亿美元，同比增长 83%，占当季名义 GDP 比重为 3.5%，同比提高 1.6 个百分点。当季，货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 1 个百分点，对当季 GDP 增长的贡献率为 245%（见图表 9）。这表明，在内需受到疫情较大冲击的情况下，净出口的扩张对当季经济增长起到了主要拉动作用。

今年上半年，我国货物和服务贸易顺差合计 2829 亿美元，在去年较高基数的基础上同比增长 56%，这对上半年的经济增长起到重要支撑作用。近期，世界银行和国际货币基金组织纷纷下调今年的世界经济增速预测，下半年海外经济面临较大的下行风险。对于中国来说，下一阶段需要通过有效扩大内需以对冲外需增长的不确定性。

图表 9. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和对 GDP 拉动



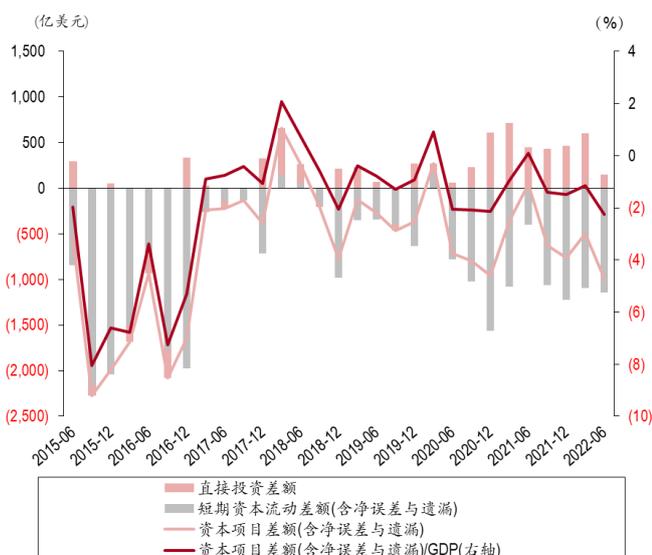
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

资本项目逆差扩大，短期资本逆差增加和直接投资缩窄是主要原因

二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 992 亿美元，去年同期为小幅顺差 45 亿美元，占当季名义 GDP 比重为 2.2%，同比增加 2.3 个百分点，但仍明显小于 2015、2016 年季均 5.7% 的水平（见图表 10）。这主要是由于短期资本净流出增加、直接投资净流入减少。当季，短期资本（又称非直接投资形式的资本流动，包括证券投资、金融衍生工具、其他投资、净误差与遗漏，下同）逆差 1142 亿美元，同比增加 741 亿美元，贡献了资本项目逆差同比增加额的 71%；直接投资顺差 150 亿美元，为 2020 年三季度以来新低，同比减少 296 亿美元，贡献了资本项目逆差增加额的 29%。直接投资顺差收窄，主要是因为外来直接投资额由上年同期的 791 亿美元降至 477 亿美元（见图表 11），一定程度上反映了 4 月份国内疫情多点散发的影响。

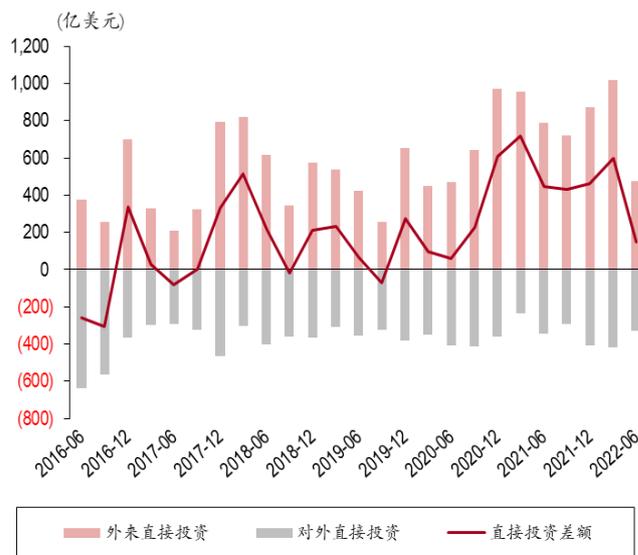
上半年，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 1488 亿美元，上年同期为逆差 317 亿美元。同期，短期资本逆差由 1481 亿美元扩大至 2236 亿美元，直接投资顺差由 1164 亿美元收窄至 749 亿美元，二者分别贡献了资本项目逆差增幅的 65%、35%（见图表 10 和 11）。

图表 10. 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 11. 外来直接投资和对外直接投资以及直接投资差额



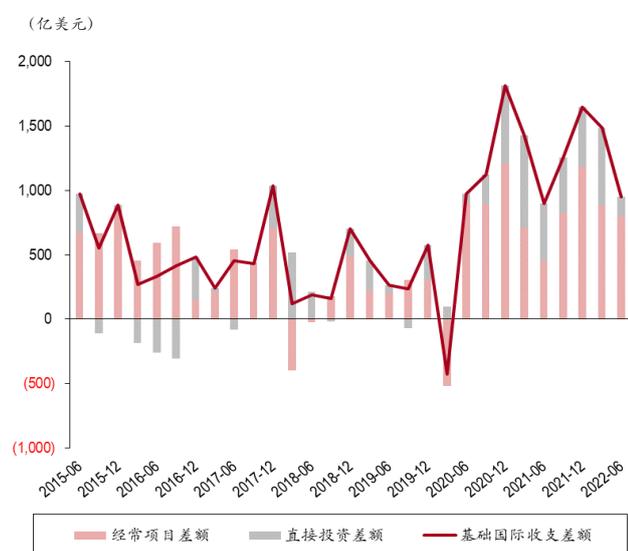
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

短期资本净流出占基础国际收支顺差比重上升，但对境内金融市场冲击有限

二季度，基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 952 亿美元，连续两个季度回落，不过较上年同期仍增加 51 亿美元，主要因为经常项目顺差同比增幅 347 亿美元大于直接投资顺差同比降幅 296 亿美元（见图表 12）。

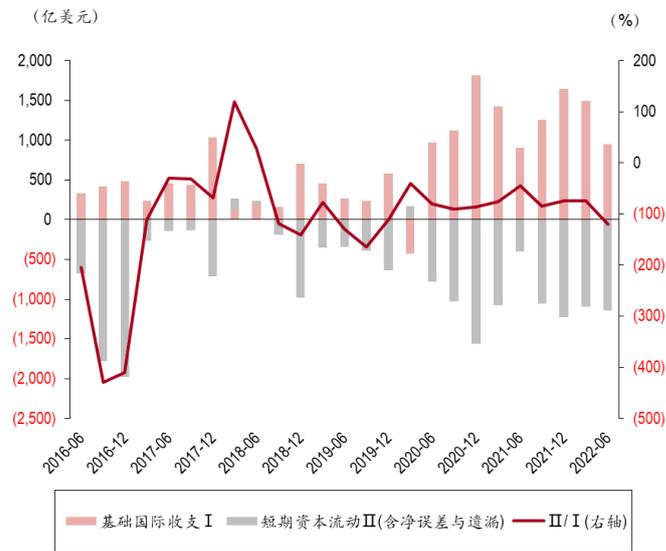
当季，短期资本净流出额同比增长 185%，环比增长 4%，继 2019 年四季度之后再次超过基础收支顺差，与基础国际收支顺差之比为-120%，负值较上季度和上年同期分别提升 47、76 个百分点（见图表 13）。这一方面继续反映了外资人民币资产持仓调整的影响，证券投资项下流出压力加大。当季，外资累计减持境内人民币债券 3112 亿元人民币，去年同期为净增持 1855 亿元；陆股通项下累计流入 961 亿元人民币，同比减少 22%（见图表 14）。另一方面，由于二季度货物贸易顺收顺差缺口相对海关统计的进出口金额的负偏离由上季 1.9% 扩大至 6.3%，去年同期为 711 亿美元，占进出口金额为 -4.8%，预计当季净误差与遗漏额将由上季+4 亿美元重新转为负值（见图表 15）。

图表 12. 基础国际收支差额及其分项情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

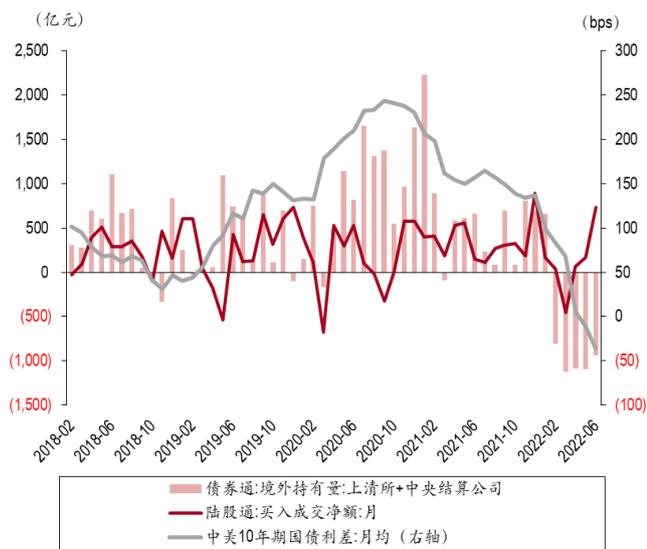
图表 13. 短期资本流动与基础国际收支差额及其比值



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

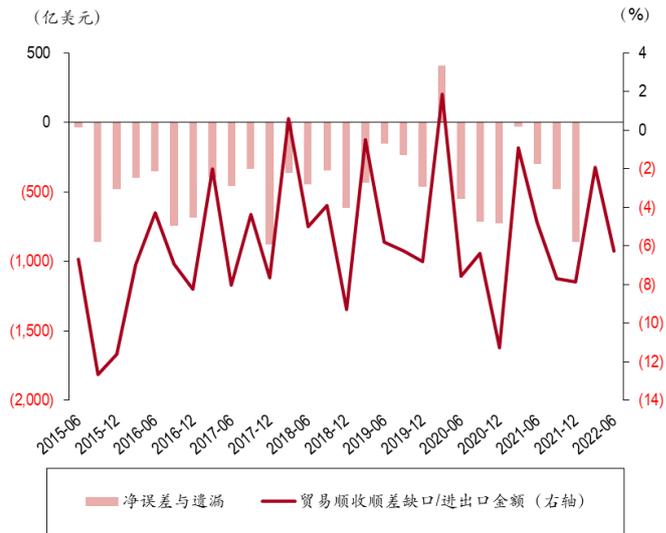
上半年，短期资本逆差占基础收支顺差比重为-92%，显示在内外多重复杂因素的影响下，基础收支顺差仍然成功抵御住了短期资本流动冲击。债券通和股票通项下数据显示，自今年2月份以来，由于国内疫情、地缘政治风险外溢和中美利差收敛且持续倒挂等内外部综合因素的影响，外资连续五个月减持人民币债券合计5041亿元，但对境内股债汇市影响有限，这体现了大型开放经济体在抗外部冲击风险方面的经济和市场体量优势。自今年4月底起，在国内疫情形势好转以及一揽子稳增长政策加力的支持下，市场信心逐渐恢复，陆股通项下转为净买入，尤其是6月外资单月买入730亿元，为历史月度买入额第三高（见图表14）。

图表 14. 债券通和陆股通项下外资流动情况及中美利差



资料来源：中央结算公司，上清所，万得，中银证券

图表 15. 净误差与遗漏及贸易顺收顺差缺口占进出口比重



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，中银证券

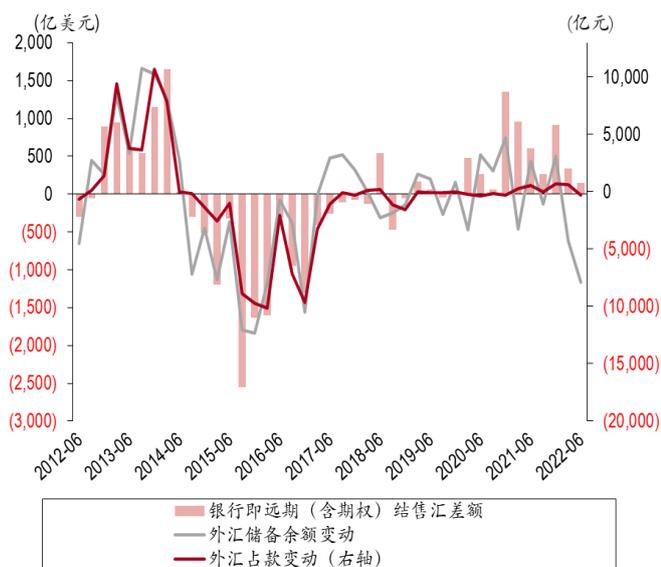
注：贸易顺收顺差缺口/进出口金额=银行代客涉外收付款差额/货物贸易（海关统计）-贸易差额/进出口金额合计。

交易引起的外汇储备资产减少，负估值效应影响外汇储备余额变动

二季度，国际收支口径的外汇储备资产减少173亿美元，为2020年二季度以来首次出现减少。同期，银行即远期（含期权）结售汇累计顺差147亿美元，央行外汇占款累计减少307亿元人民币（见图表16），显示交易引起的外汇储备资产变化或反映了政策性交易或储备经营收益波动的影响。

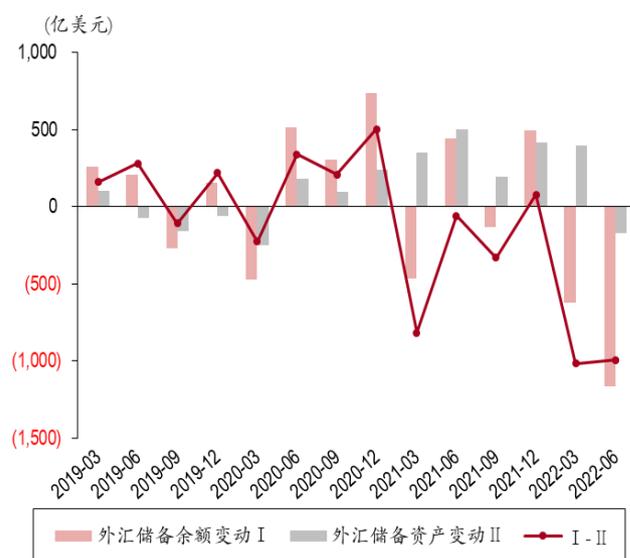
二季度，央行公布的外汇储备余额减少1167亿美元，两者差额为-994亿美元，较上季度小幅收窄。负缺口主要反映了汇率和资产价格等非交易因素引起的储备价值变动（即估值效应）（见图表17）。当季，美元指数上涨6.4%，非美元货币普遍下跌（兑美元，下同），日元下跌11.5%，欧元下跌5.3%，英镑下跌7.3%，导致非美元储备资产折美元减少。由于海外通胀持续走高，以美联储为代表的主要央行紧缩预期加强，股票等风险资产承压。其中，标普500指数和德国DAX指数跌幅较大，当季分别下跌16.4%和11.3%；美债收益率在4月份飙升，二季度累计上行66个基点，以美元标价的全球债券指数当季下跌4.3%（见图表18）。

图表 16. 银行结售汇和外汇占款及外汇储备余额变动



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 17. 外汇储备资产和外汇储备余额变动的缺口



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

上半年，外汇储备资产累计增加 222 亿美元，央行外汇储备余额累计减少 1789 亿美元，负估值效应为 2010 亿美元（见图表 17）。当期，由于俄乌冲突、美联储紧缩等因素影响，全球金融市场动荡加剧，主要货币和资产以下跌为主。其中，日元、欧元、英镑跌幅分别为 17.9%、7.8% 和 10%；标普 500 指数和德国 DAX 指数分别下跌 20.6%、19.5%；美债收益率累计上行 146 个基点，以美元标价的债券指数下跌 9.1%（见图表 18）。

图表 18. 二季度及上半年主要货币和全球资产价格表现

(单位: % ; bps)		2022.4	2022.5	2022.6	2022Q2	2022H1
货币	美元指数	4.9	-1.4	2.9	6.4	9.1
	美元兑日元	6.7	-0.9	5.4	11.5	17.9
	欧元兑美元	-4.7	1.8	-2.3	-5.3	-7.8
	英镑兑美元	-4.3	0.2	-3.4	-7.3	-10.0
股市	标普500指数	-8.8	0.0	-8.4	-16.4	-20.6
	富时100指数	0.4	0.8	-5.8	-4.6	-2.9
	法国CAC40指数	-1.9	-1.0	-8.4	-11.1	-17.2
	德国DAX指数	-2.2	2.1	-11.2	-11.3	-19.5
	日经225指数	-3.5	1.6	-3.3	-5.1	-8.3
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	-2.7	-0.1	-1.5	-4.3	-9.1
	10年期美债(bps)	57.0	4.0	13.0	66.0	146.0

资料来源：万得，彭博，中银证券

风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。

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士，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