

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

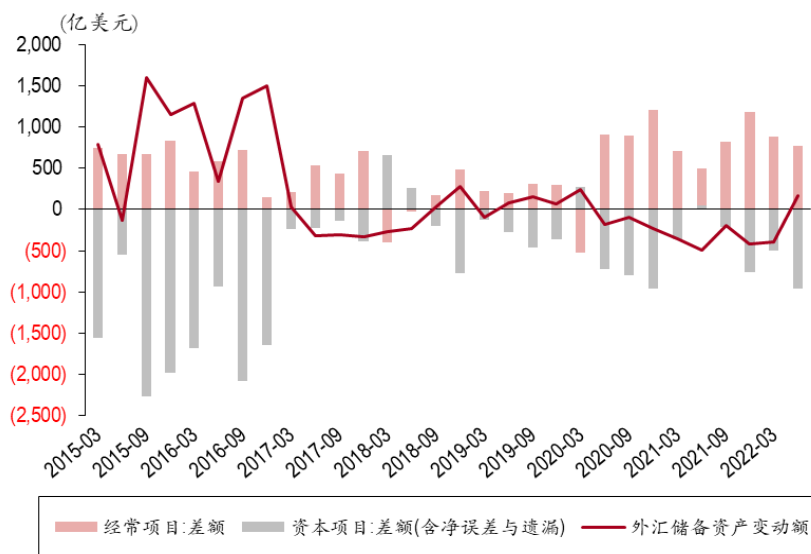
- 二季度，经常项目顺差创历史同期新高，与GDP比重仍位于合理范围。主要是因为出口维持高增长，带动货物贸易顺差扩大，同时运输收入增加，服务贸易逆差继续收窄。世界经济偏下行风险运行下，预计外需对经济拉动作用减弱。
- 二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差环比扩大，主要由于短期资本净流出增加，直接投资顺差环比收窄，一定程度上反映了地缘政治风险外溢、国内疫情多点散发，外资减持人民币资产，外商直接股权投资下降的影响。5月份以来疫情形势趋于好转，叠加一揽子稳增长政策发力，实际利用外资额逐渐回升，表明我国对中长期外资吸引力依然较强。
- 二季度，短期资本净流出占基础国际收支顺差比重上升，但上半年基础国际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，短期外债与外债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）。

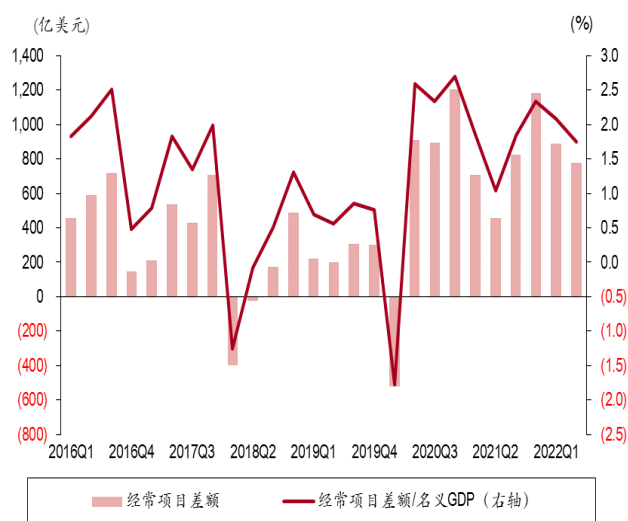
图表1. 国际收支平衡表正式数据



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

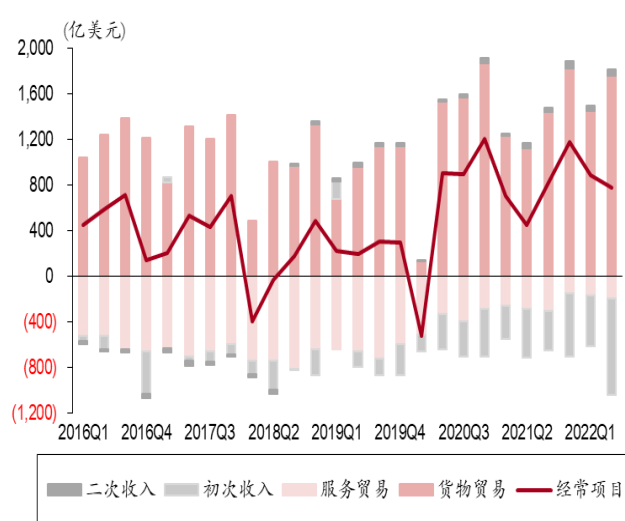
二季度，经常项目顺差775亿美元，创历史同期新高，同比增长70%；占当季名义GDP的比重为1.8%，同比提升0.7个百分点；上半年，经常项目顺差合计1664亿美元，仅次于2008年同期1777亿美元的顺差规模，占名义GDP比重为1.9%，均处于±4%国际认可的合理范围以内（见图表2）。二季度经常项目顺差增加，主要反映了货物贸易顺差扩大的影响，其贡献了经常项目顺差同比增幅的197%（见图表3）。

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

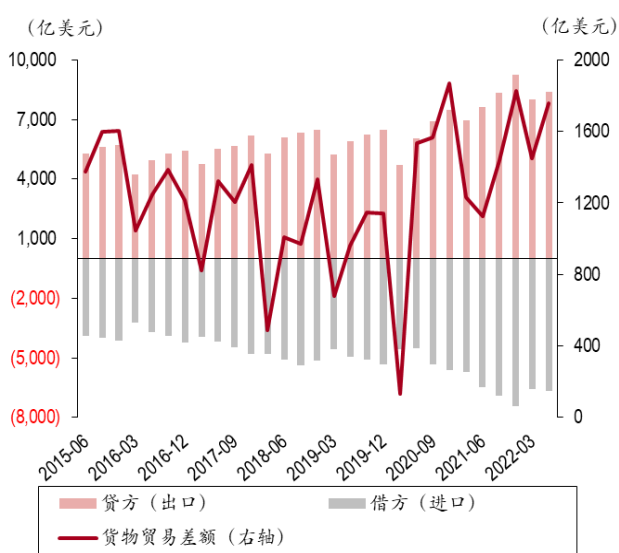
图表 3. 经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

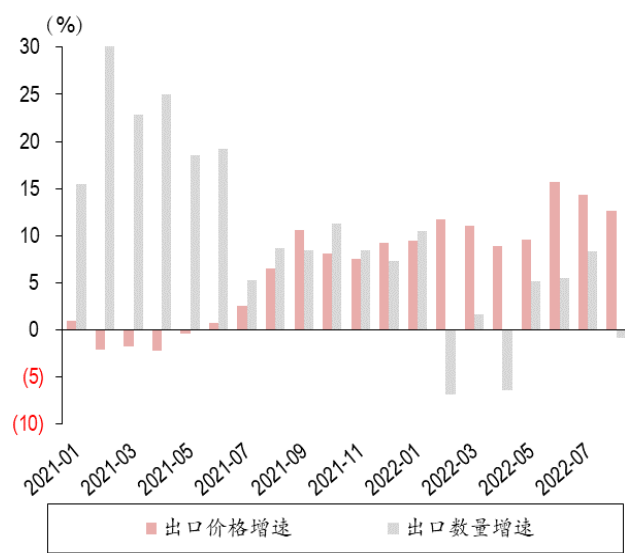
出口维持高增长，带动货物贸易顺差扩大。二季度，我国国际收支口径的货物出口为 8407 亿美元，同比增长 10.3%，已经连续 8 个季度保持两位数增长；货物进口为 6649 亿美元，同比仅增长 2.4%；货物贸易顺差由上年同期 1127 亿美元扩大至 1758 亿美元，为历年同期最高水平（见图表 4）。在货物出口高增长背后，价格因素发挥了重要作用。海关总署数据显示，4-6 月中国出口价格同比增速分别为 8.9%、9.6%和 15.7%。受国内疫情扰动，中国出口数量在 4 月份出现负增长，不过 5、6 月份随着疫情形势明显好转，国内产业链供应链优势叠加稳外贸政策支持，促使出口数量迅速转为正增长，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

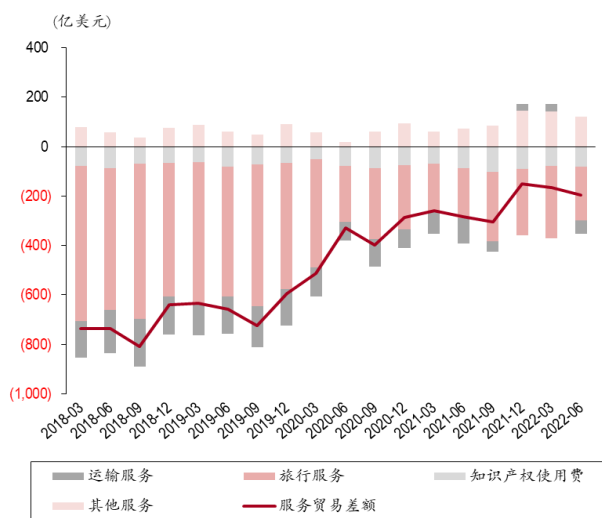
图表 5. 中国出口数量和价格月度同比增速



资料来源：海关总署，万得，中银证券

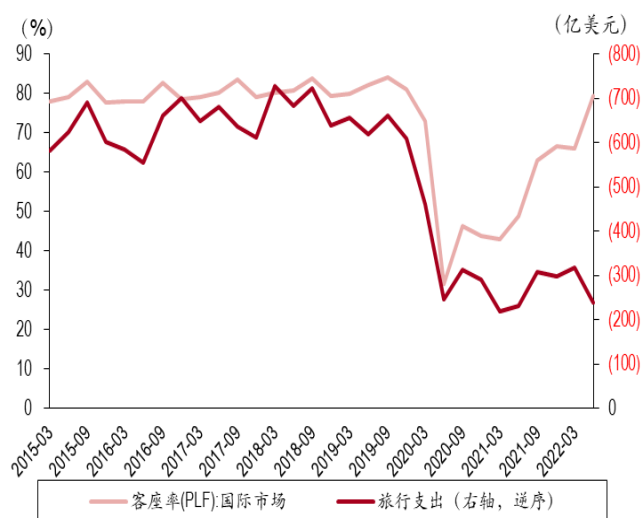
运输收入增加，服务贸易逆差继续收窄。当季，服务贸易逆差为 197 亿美元，同比缩窄 31%，创 2012 年以来同期新低。其中，运输服务为主要贡献项，逆差规模由上年同期 102 亿美元收窄至 53 亿美元，贡献了服务贸易逆差降幅的 57%。随着海外疫情政策逐步放开，跨境旅行支出增加，旅行服务逆差同比小幅增加，但仍明显低于疫情暴发之前的逆差规模。与 2019 年同期相比，二季度服务贸易逆差减少了 70%，仅旅行服务逆差便贡献了 67%（见图表 6 和 7）。

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

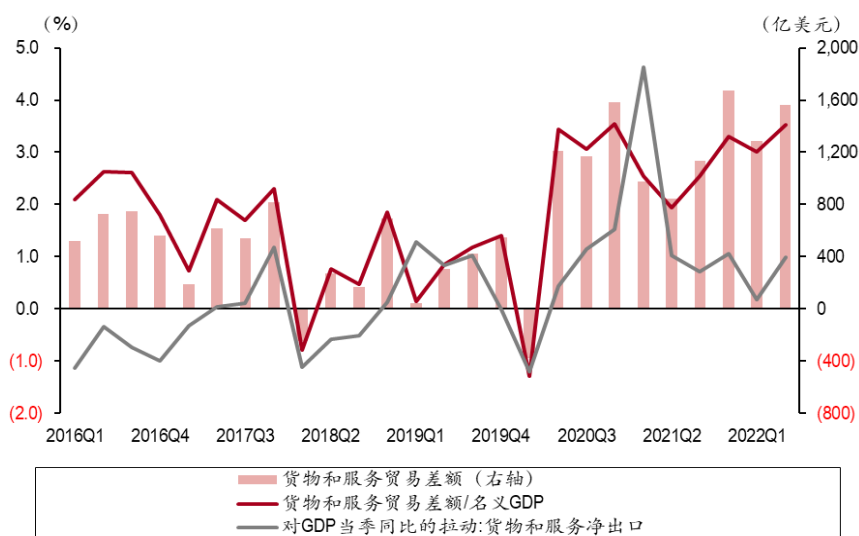
图表 7. 国际市场客座率与旅行支出金额



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

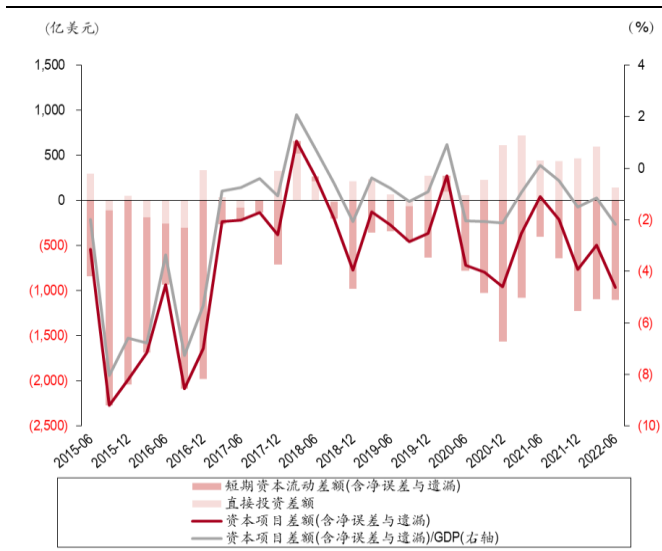


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

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

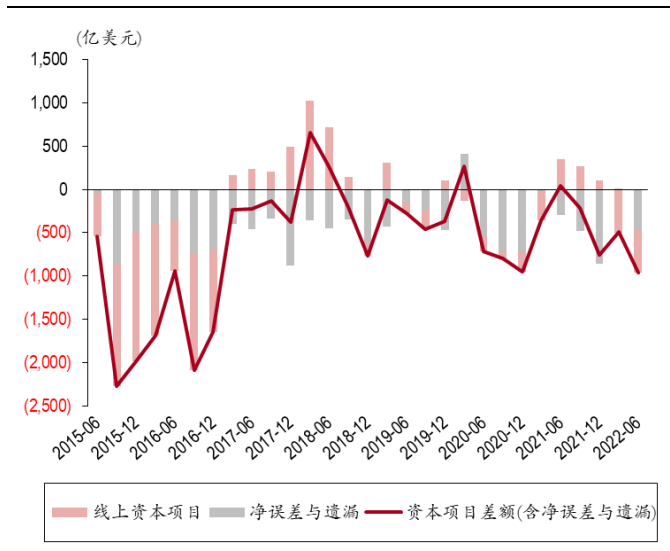
二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 965 亿美元，去年同期为顺差 45 亿美元，占当季名义 GDP 比重为 2.2%，同比上升 2.3 个百分点（见图表 9）。不含净误差与遗漏的线上资本项目为逆差 510 亿美元，同比增加 853 亿美元，环比增加 10 亿美元（见图表 10），主要是因为金融账户对外投资净流出（资产方净发生）环比减少 233 亿美元，小于外来投资净流入（负债方净发生）降幅 246 亿美元。

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



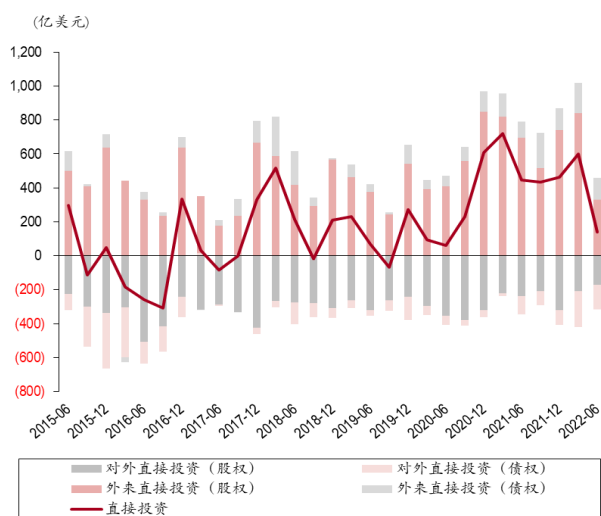
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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。

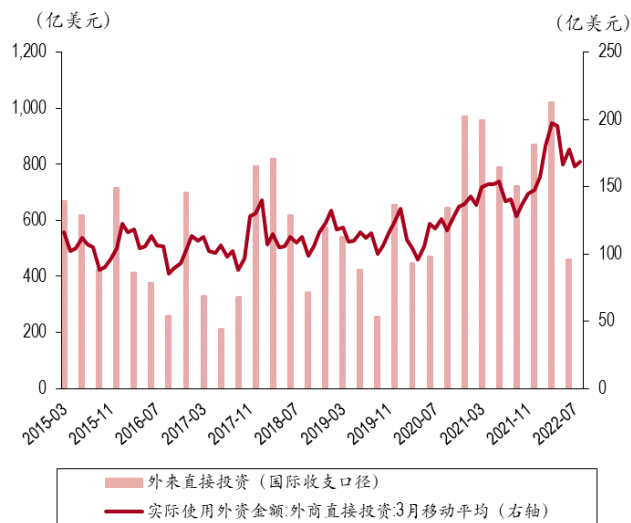
二季度，对外直接投资也同比减少 28 亿美元，部分对冲了外来直接投资下降的影响。其中，对外股权投资同比下降 67 亿美元，债权投资同比增加 40 亿美元，这显示海外经济金融环境趋于动荡，国内主体对外投资更趋谨慎（见图表 11）。

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

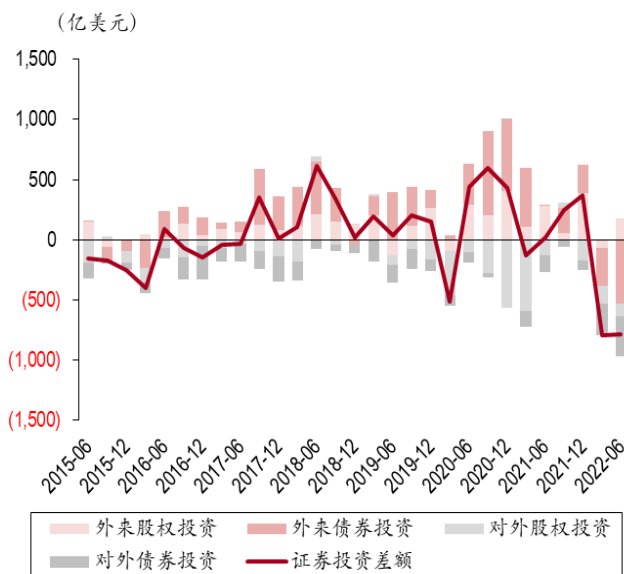


资料来源：国家外汇管理局，商务部，万得，中银证券

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）。

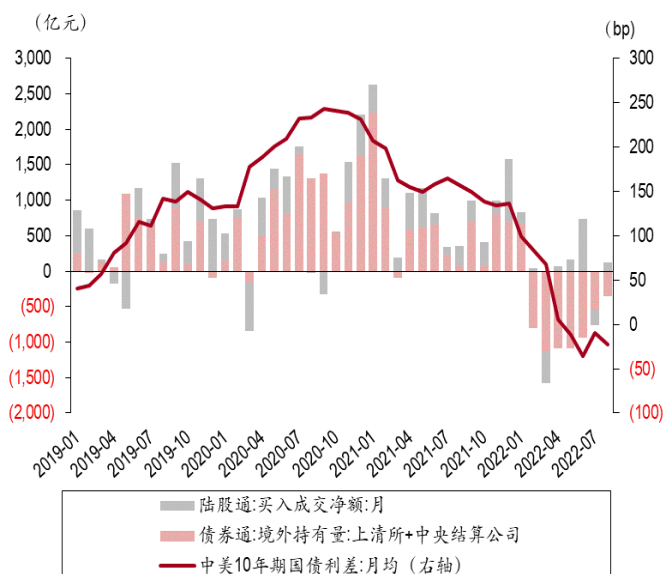
二季度，对外证券投资逆差环比扩大 26 亿美元，其中对外债券投资环比增加 69 亿美元，对外股权投资减少 43 亿美元。这反映在外部金融市场波动较大的环境下，涉外主体风险偏好有所降低，增加了海外债券等固定收益投资，降低了股票等风险资产配置（见图表 13）。

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



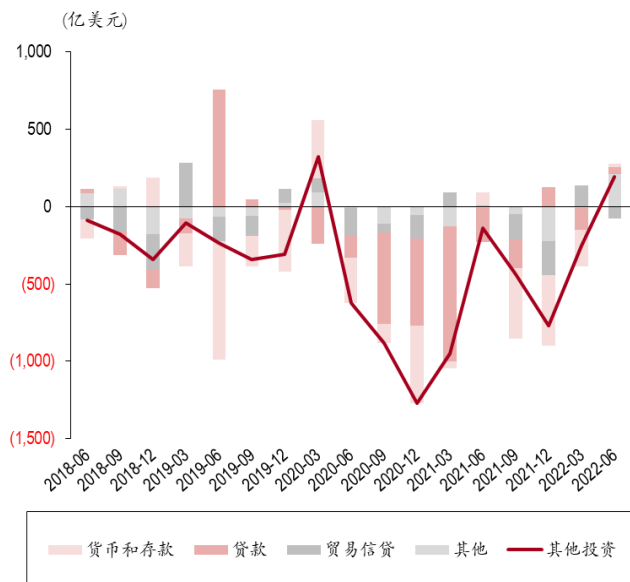
资料来源：中债登，上清所，万得，中银证券

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）。

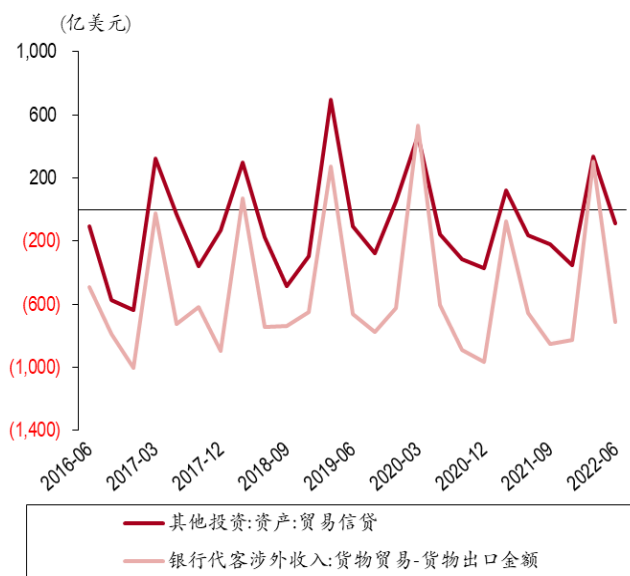
二季度，贸易信贷资产方由净流入再度转为净流出，与同期货物贸易出口多收转为出口少收（即货物贸易涉外收入与出口金额的差值）有关（见图表 16 和 20）。

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

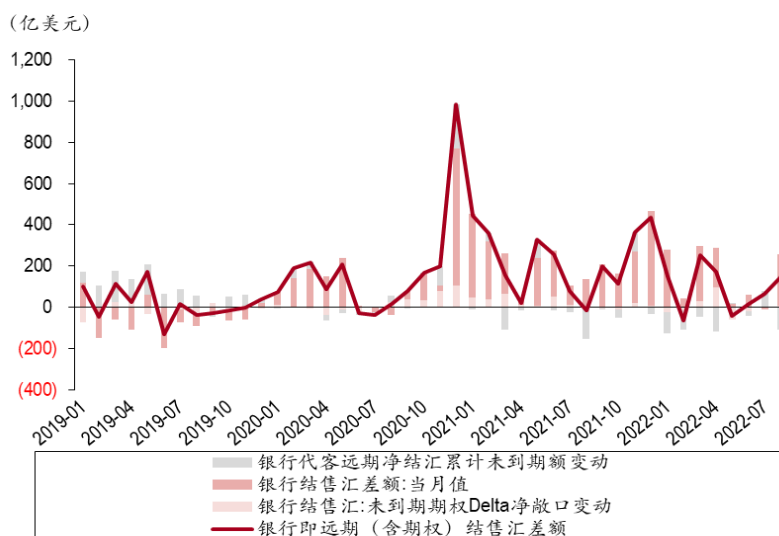
图表 16. 贸易信贷资产净获得与货物出口收款情况



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

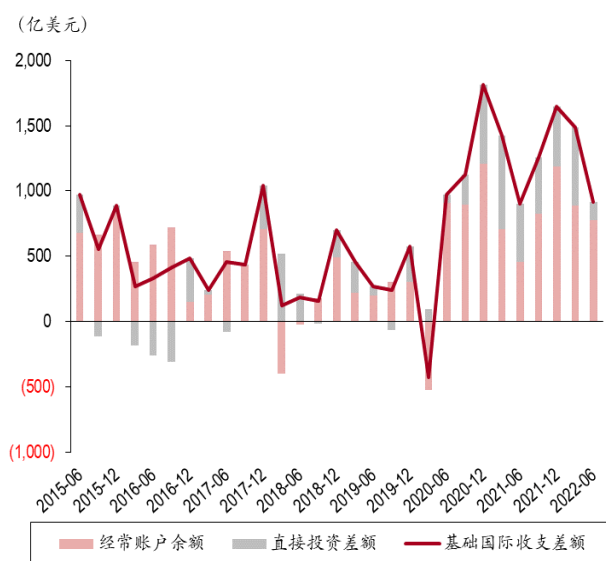


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

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

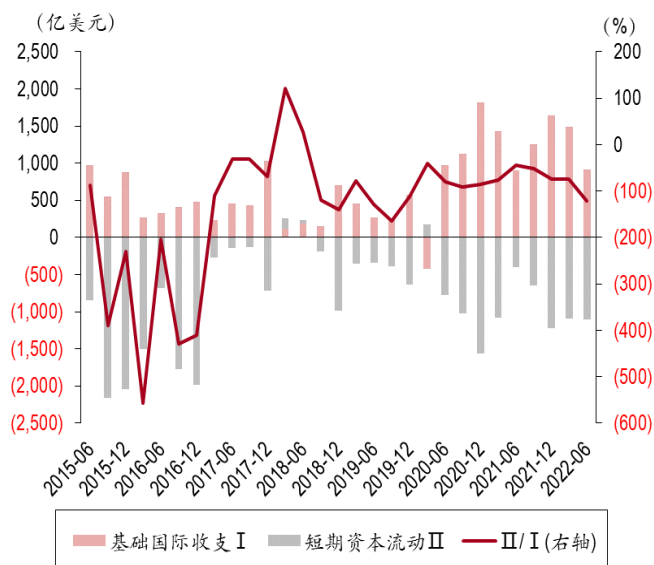
二季度，我国基础国际收支顺差（即经常项目与直接投资合计）为916亿美元，同比增加16亿美元，其中经常项目顺差同比增加320亿美元，直接投资顺差缩小304亿美元（见图表18）。当季，短期资本（即证券投资、金融衍生工具、其他投资、净误差与遗漏合计）净流出1106亿美元，同比增长176%，环比增长1%，与基础国际收支顺差之比为-121%，负值较上季度和上年同期分别提升47、76个百分点（见图表19）。上半年，基础国际收支合计2404亿美元，同比增加3%；短期资本净流出2201亿美元，同比增加49%；短期资本净流出相当于基础国际收支顺差的92%，国际收支依然基本平衡、略有盈余。这触发了“五重保护”的第一重保护，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



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 19. 短期资本流动与基础国际收支之比

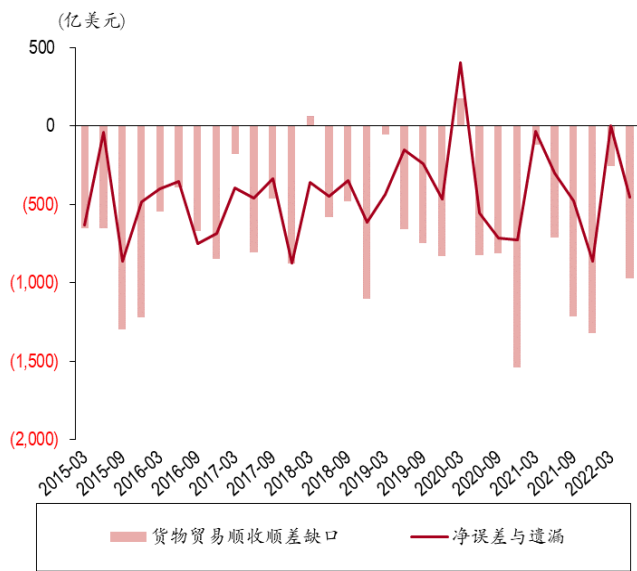


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：（1）基础国际收支差额=经常项目差额+直接投资差额；（2）短期资本流动差额=证券投资差额+金融衍生工具交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏

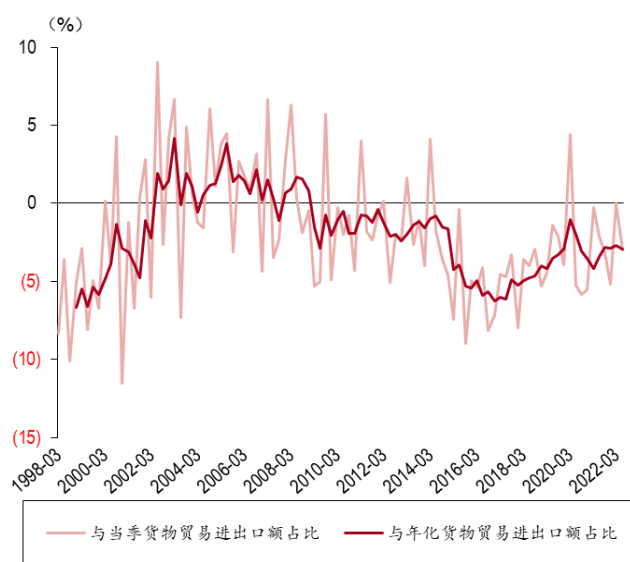
贸易顺差不顺收负缺口扩大，净误差与遗漏环比转负。二季度，净误差与遗漏由上季度+4亿美元转为-45亿美元，是短期资本净流出环比增加额的39倍。净误差与遗漏由正转负，与同期贸易顺差不顺收负缺口扩大有关，后者由从上季度257亿美元增至973亿美元（见图表20）。虽然净误差与遗漏项负值较大，但其占当季货物贸易进出口额（国际收支口径，下同）比例为-3%，年化净误差与遗漏额占年化进出口额比重为-2.9%，自2018年二季度以来持续位于±5%的合理标准以内（见图表21）。

图表 20. 净误差与遗漏和贸易顺差不顺收缺口情况



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，海关总署，万得，中银证券

注：年化货物贸易进出口额为海关口径的进出口总额往前四个季度合计。

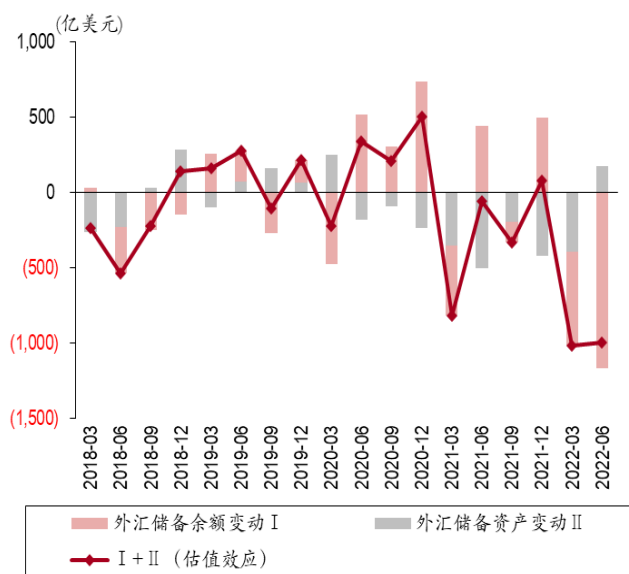
四、交易引起外汇储备资产小幅减少，负估值效应较上季度有所收敛

二季度，交易引起的外汇储备资产减少 173 亿美元，是自 2020 年二季度以来首次减少；6 月末，央行公布的外汇储备余额 3.07 万亿美元，较上季末减少 1167 亿美元，两者差额为-995 亿美元，环比收窄 2.1%，后者主要反映了美元指数飙升、全球股汇债“三杀”等非交易因素引起的负估值效应（见图表 22）。

当季，美元指数上涨 6.4%，非美元货币兑美元普遍下跌，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。由于海外通胀高位运行，以美联储为代表的主要央行紧缩加快货币紧缩步伐，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%；10 年期美债收益率二季度累计上行 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 23）。

今年上半年，国际收支口径的外汇储备资产合计增加 222 亿美元，外汇储备余额累计下降 1789 亿美元，负估值效应为 2011 亿美元。同期，央行外汇占款增加 320 亿元人民币，银行即远期（含期权）结售汇差额累计顺差 484 亿美元（见图表 24）。由此可见，外汇储备余额下降不等于央行外汇储备干预或者资本外流。

图表 22. 外汇储备资产和外汇储备余额变动的缺口



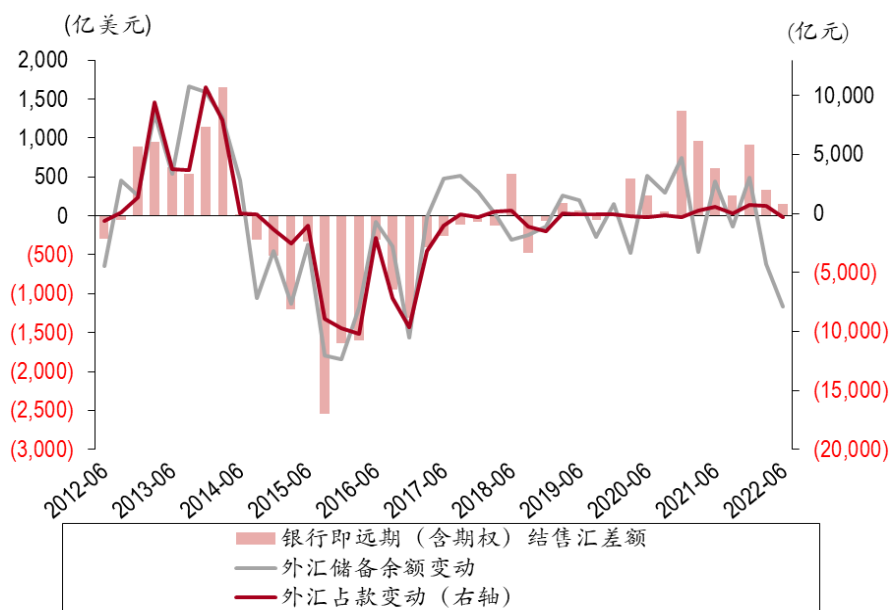
资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券
注：外汇储备资产增加为负值，减少为正值。

图表 23. 二季度主要货币和全球资产价格表现

		(单位: % ; bp)	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	1.2	1.3	9.5
	日经225指数		3.5	1.6	3.3	5.1	8.3
	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
债券	10年期美债(bp)		57.0	4.0	3.0	66.0	146.0

资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 24. 银行即远期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

五、对外净负债环比减少，民间货币错配进一步改善

截至二季度末，我国对外金融资产 91563 亿美元，环比减少 820 亿美元，交易因素和非交易因素分别贡献了-58%、158%；对外金融负债 70746 亿美元，环比减少 2197 亿美元，交易因素和非交易因素分别贡献了-7%、107%（见图表 25）。

二季度，非交易因素导致对外金融负债减少 2352 亿美元，明显大于对外金融资产降幅 1295 亿美元。资产端，非交易因素对储备资产影响最大，减少 1076 亿美元；其他投资和直接投资分别减少 245、59 亿美元，这主要反映海外主要央行加息，海外利率快速上升的影响。负债端，人民币汇率下跌，导致外商股权投资的汇兑损失为 1796 亿美元，境外机构和个人持有人民币股票资产的汇兑损失为 280 亿美元，本币外债的汇兑损失为 639 亿美元²，三者合计 2715 美元，贡献了同期非交易因素引起的对外金融负债降幅的 124%。这充分反映了汇率浮动吸收内外部冲击的“减震器”作用，是促进国际收支平衡和宏观经济稳定的应有之义。

截至二季度末，国际投资净头寸为对外净资产 20816 亿美元，环比增加 1377 亿美元，其中交易引起的变动（含储备资产的金融账户差额取相反数）和非交易因素分别贡献了-23%、123%（见图表 25）。民间部门对外净负债（不含储备资产，下同）为 11650 亿美元，占年化名义 GDP 比重为 6.6%，分别较上季末减少 2642 亿美元、回落 1.1 个百分点，较 2015 年 6 月末（“8.11”汇改前夕）减少 12083 亿美元、回落 15.0 个百分点（见图表 26），反映民间部门货币明显错配改善、金融韧性增强。

这是市场主体面对人民币汇率剧烈波动，处变不惊的重要底层逻辑。今年 3 至 6 月份，剔除远期履约的银行代客收汇结汇率平均为 56.4%，较 2020 年 6 月至 2022 年 2 月（升值期间）均值高出 2.4 个百分点；付汇购汇率平均为 55.3%，低了 0.6 个百分点（见图表 27）。这表明市场结汇意愿增强、购汇动机减弱，“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。人民币升贬值不等于升贬值压力或预期。恰恰是汇率弹性增加，有助于及时释放市场压力，避免预期积累。

图表 25. 一季度对外金融资产负债变动的构成（单位：亿美元）

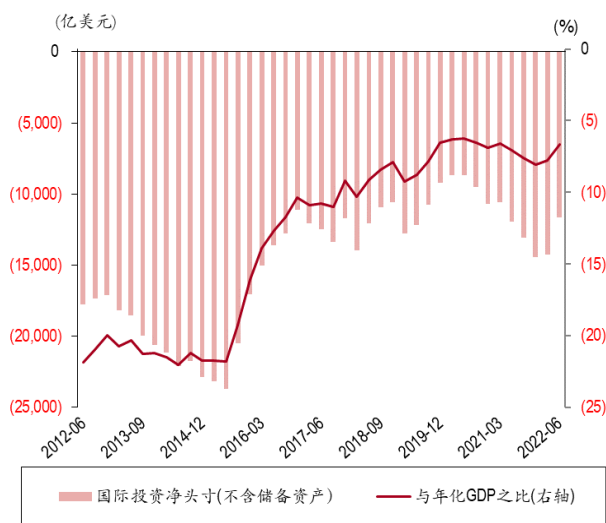
	2022 年 3 月末	2022 年 6 月末	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	19,440	20,816	1,377	320	1,056
资产	92,383	91,563	(820)	476	(1,295)
1.直接投资	25,780	26,039	258	317	(59)
2.证券投资	9,673	10,196	523	437	86
其中：股权	6,188	6,468	280	104	176
债券	3,485	3,728	243	333	(90)
3.金融衍生工具	203	242	39	41	(2)
4.其他投资	22,994	22,620	(374)	(130)	(245)
5.储备资产	33,732	32,466	(1,266)	(190)	(1,076)
其中：外汇储备	31,880	30,713	(1,167)	(173)	(995)
黄金储备	1,217	1,138	(78)	0	(78)
负债	72,943	70,746	(2,197)	155	(2,352)
1.直接投资	37,205	35,874	(1,330)	459	(1,789)
2.证券投资	20,198	19,633	(565)	(351)	(214)
其中：股权	12,082	12,377	295	178	117
债券	8,117	7,256	(861)	(530)	(331)
3.金融衍生工具	168	181	13	(18)	31
4.其他投资	15,372	15,058	(314)	66	(380)

资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：括号中的红色数字为负值。

² 分别将 2021 年 3 月末和 2022 年 6 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。

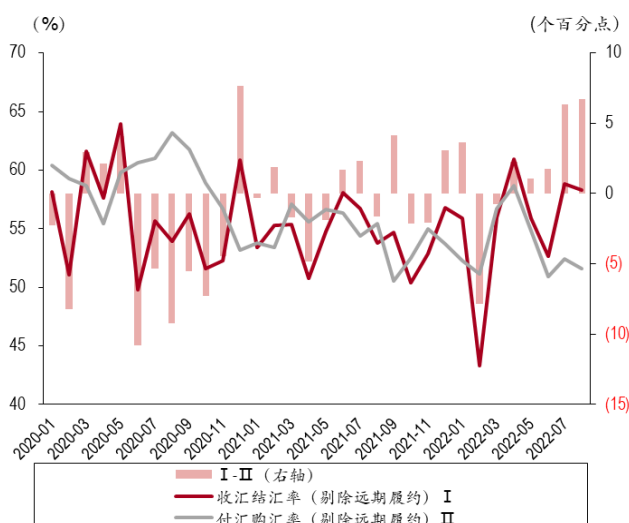
图表 26. 非储备对外净头寸及其与年化名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：(1) 对外净头寸(不含储备资产)/年化名义GDP=对外净头寸*季末人民币汇率中间价/年化名义GDP；(2) 年化名义GDP为往前四个季度滚动合计。

图表 27. 剔除远期履约的收汇结汇率与付汇购汇率



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

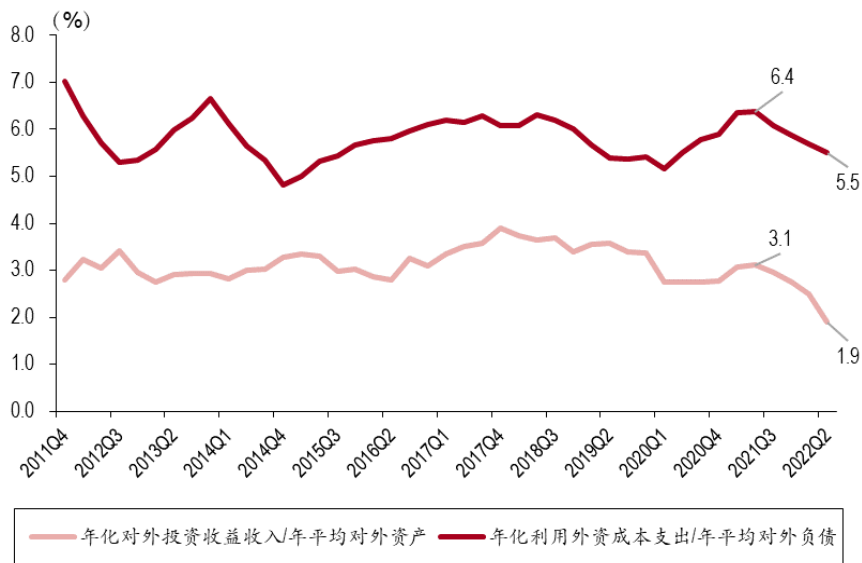
注：(1) 收汇结汇率=(银行代客结汇-远期结汇履约)/银行代客涉外外币收入；(2) 付汇购汇率=(银行代客购汇-远期购汇履约)/银行代客涉外外币支出。

六、对外投资收益率和利用外资成本率差值进一步扩大，导致投资收益逆差增加

二季度，以年化对外投资收益占对外金融资产比例衡量的对外投资回报率为 1.9%，以年化外来投资收益占对外金融负债比例衡量的利用外资成本率为 5.5%，二者分别较上季度末下降 0.6、0.2 个百分点，回落态势持续近一年，累计下降 1.2、0.9 个百分点（见图 28）。

当季，对外投资回报率降幅大于利用外资回报率，二者差值进一步扩大至 3.6 个百分点，导致投资收益逆差创下历史新高 854 亿美元，同比扩大了 94%，对经常项目顺差同比增加贡献为 129%（见图 28 和图 2）。这主要反映了，二季度海外金融市场动荡加剧，全球主要资产类别如股票、债券等纷纷下跌的影响，对外投资收益降幅较大。

图表 28. 年化对外投资收益率和利用外资成本率



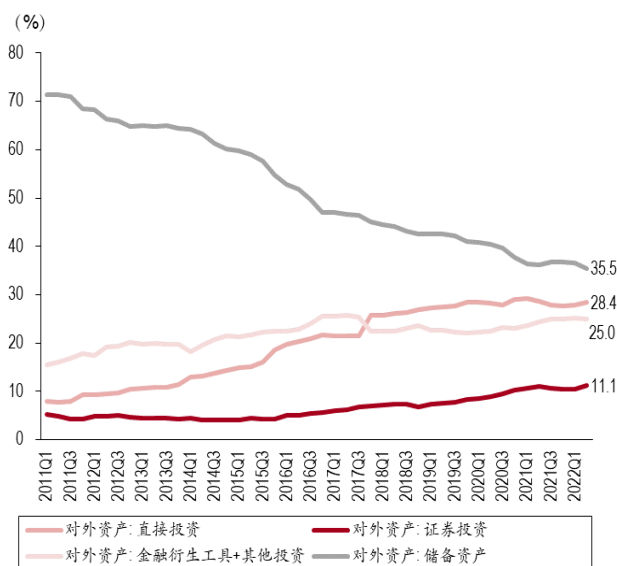
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：(1) 对外投资收益率=投资收益贷方往前四个季度滚动合计/年平均对外资产；(2) 利用外资成本率=投资收益借方往前四个季度滚动合计/年平均对外负债。

从对外金融资产结构来看，二季度，非交易因素导致储备资产规模降幅明显大于证券投资和直接投资，因此6月末储备资产占对外金融资产比重较上季末回落1.1个百分点至35.5%，处于历史低位。对外直接投资和对外证券投资占比分别上升0.5、0.7个百分点至28.4%、11.1%（见图表29）。这表明我国对外资产运用更加分散化，民间海外资产占比进一步上升。

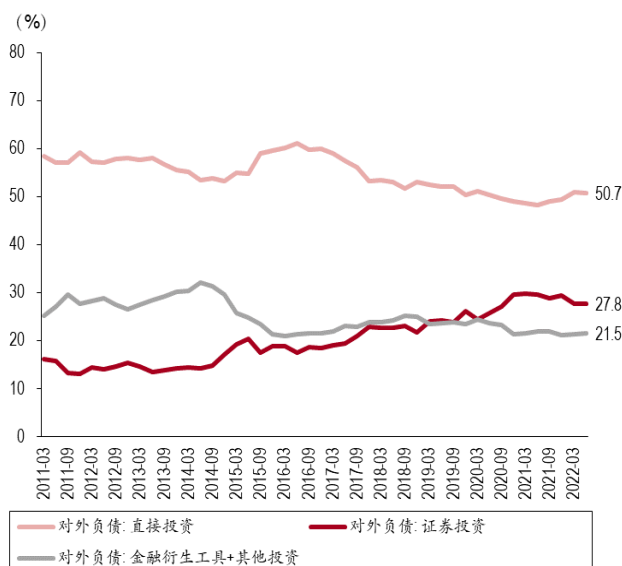
二季度，对外金融负债中，外来证券投资和金融衍生工具投资占比分别上升0.1、0.2个百分点至27.8%、21.5%，外来直接投资下降0.3个百分点至50.7%（见图表30）。这可能反映了，受国内疫情扰动，外来直接投资步伐有所放缓。

图表 29. 对外金融资产构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 30. 对外金融负债构成情况

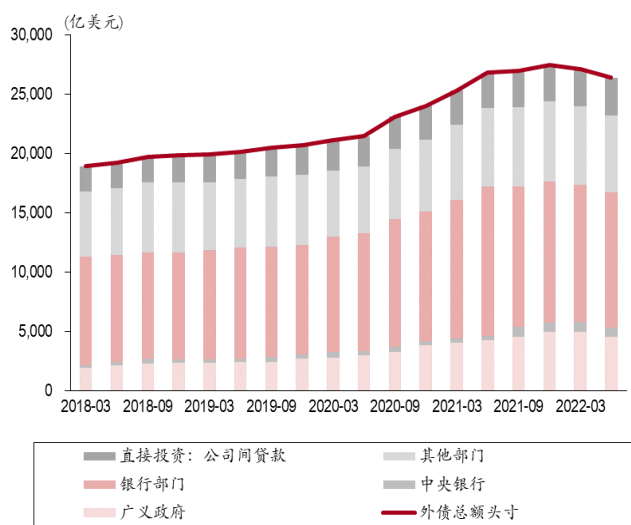


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

七、中国外债余额减少，外债风险总体可控

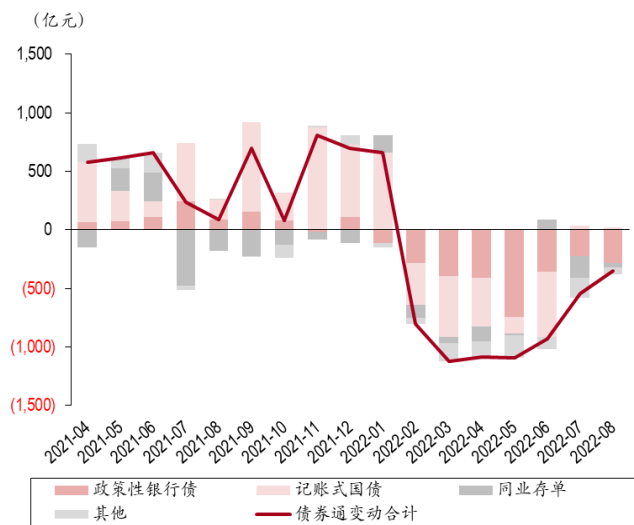
截至二季度末，我国具有契约性偿还义务的外债余额 26306 亿美元，较上季末减少 742 亿美元，主要贡献来自政府部门和银行部门，外债规模分别较上季度末减少 409、233 亿美元（见图表 31），其中长期债务证券分别减少 363、353 亿美元。这主要反映了同期境外机构大幅减持记账式国债和政策性银行债的影响，当季债券通项下分别累计减持 1121、1508 亿元，折合 398 亿美元，贡献了同期净减持额的 85%（见图表 32）。这也再次印证了外来证券投资是短期资本流动，哪怕他们持有的是长期证券。

图表 31. 我国外债总余额和分部门外债余额情况



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

图表 32. 债券通项下境外机构持有变动及分券种情况

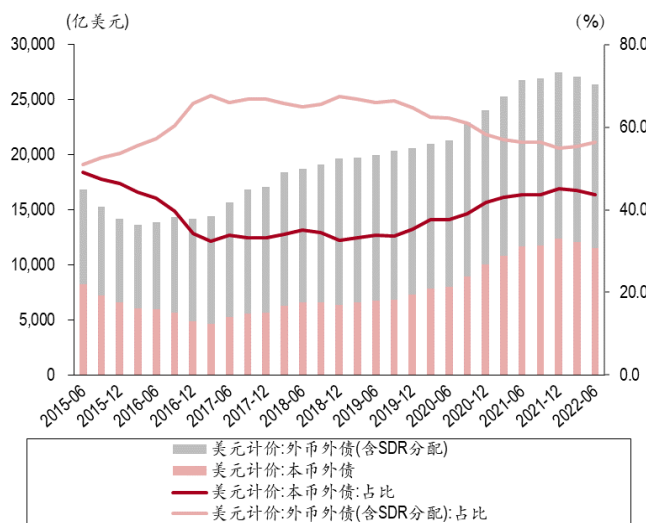


资料来源: 中债登, 上清所, 万得, 中银证券

从币种结构看, 二季度末, 外币和本币外债余额分别为 1.5 万亿、1.2 万亿美元, 环比减少 158 亿、584 亿美元; 本币外债占比较上季末回落 0.96 个百分点至 43.7% (见图表 33)。同期, 以人民币计价的本币外债余额增加了 471 亿元, 折合 71 亿美元, 而美元计价的本币外债下降 584 亿美元, 二者差额为 655 亿美元。这反映了当季人民币贬值减记以美元计价的对外负债, 体现了汇率浮动对本币外债负担的调节作用, 是货币国际化的“红利”, 同时也彰显了在扩大金融开放过程中保持汇率灵活性的重要性。

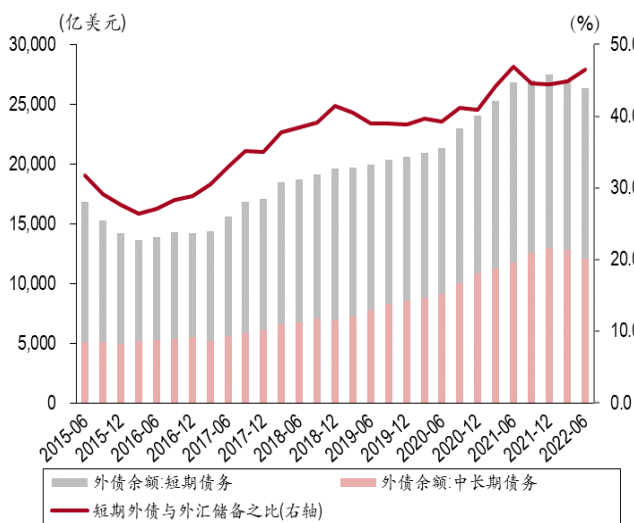
从期限结构看, 二季度末, 短期和中长期外债余额分别为 1.4 万亿、1.2 万亿美元, 环比减少 15 亿、757 亿美元。由于短期外债降幅小于中长期外债, 短债占比 54%, 环比上升了 1 个百分点。因为外汇储备规模降幅大于短期外债, 短债占外汇储备比重环比上升 0.3 个百分点至 46.6%, 但仍远低于 100% 的国际警戒线, 表明中国外债风险总体可控 (见图表 34)。

图表 33. 我国外债余额币种构成



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

图表 34. 我国外债余额期限构成及短债储备比



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 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