

专题报告

2022年10月10日星期一

直接投资顺差明显萎缩，外汇储备小幅下降，
——二季度国际收支正式数据分析

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen_qh@chinastock.com.cn

内容提要：

二季度的我国国际收支继续呈现经常项目顺差，但非储备性质金融账户逆差，基础性国际收支受到直接投资萎缩影响顺差下降，证券投资逆差，短期资金外流明显，国际储备资产下降。错误遗漏项占比再度回升。数据总体反映了疫情对经济的冲击和影响。但尽管受到地缘政治的影响，但净出口在国内经济下行的情况下起到的作用明显提升。但全球经济下行对出口的持续增长会带来一定压力。

直接投资下降，投资收入的逆差增加，以及高频数据反映的外商企业亏损增加和利润与工业增加值的下降值得关注，反映出经济下行对我国经济的第二重冲击的形成，对基础性国际收支的稳定构成威胁。

国际收支的稳定，特别是基础性国际收支的稳定对汇率稳定至关重要。8月以来出现的人民币汇率大幅波动反映了这一预期。笔者一再强调，近期人民币汇率的走弱，美元指数回升不是主要原因，主要和根本性原因在于经济大盘的稳固基础不牢固，经济依旧存在着下行压力。

在9月底，人民币汇率跌破7.2元后，央行对空头发出了警告：要用政府和市场的手段双管齐下稳定汇率，人民币汇率因此出现了明显的反弹，显示出在有管理浮动下，7.2元的重要观察点依旧有效。

本次干预和前几次打阵地战不同，而是诱敌深入，离岸价格和离岸价格一度分别跌到7.2675元和7.2521元，然后才绝地反击。

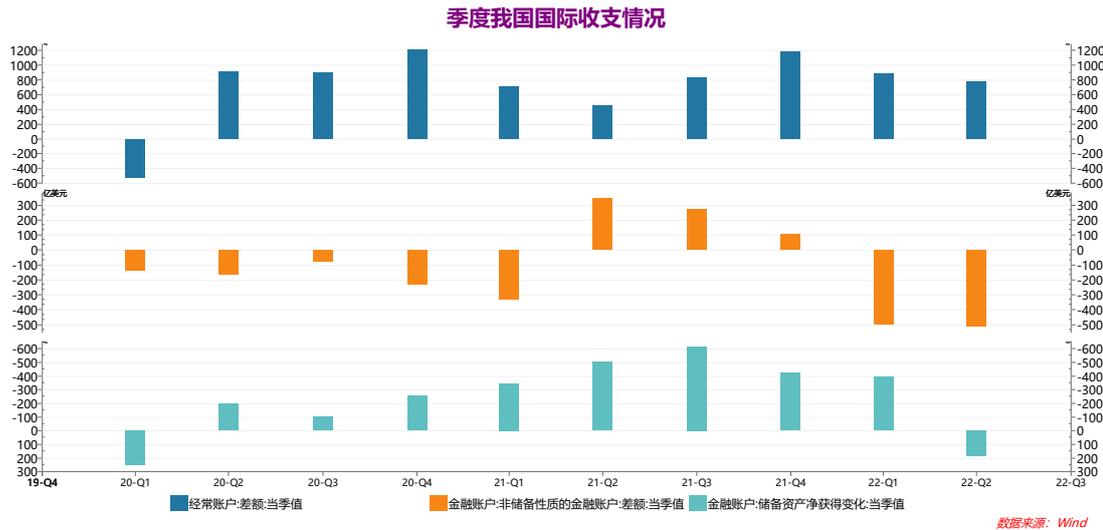
但是，人民币汇率的基本走向依旧受到基本面的制约，只有经济稳定，才有汇率的稳定。央行也有意发挥人民币汇率调节内部平衡和外部平衡的作用，只是希望汇率不要在短期内出现剧烈波动以引发系统性金融与经济风险，对此，我们必须有充分的认识。同时，央行也一再强调汇率中性，我们依旧建议对外汇支出的企业利用外汇市场和外汇

衍生品进行必要的锁汇操作，对外汇收入企业尽管可以进行持汇待沽，但也可以利用外汇市场和金融衍生品增加和保住外汇收益，如卖出虚值的美元看涨期权等。

正文

节前，外汇管理局公布了我国二季度暨国际收支的正式数据。数据显示，二季度，我国国际收支中，经常项目继续顺差，顺差 774.98 亿美元，低于前值 888.75 亿美元的顺差额，但依旧高于去年同期的 455.14 亿美元顺差额；非储备性质金融账户逆差 509.86 亿美元，前值顺差 496.68 亿元，去年同期顺差 343.38 亿美元。国际储备资出现减少，减少了 189.73 亿美元，前值增加 393.24 亿元，去年同期增加了 499.95 的亿美元。

图 1：季度我国国际收支情况

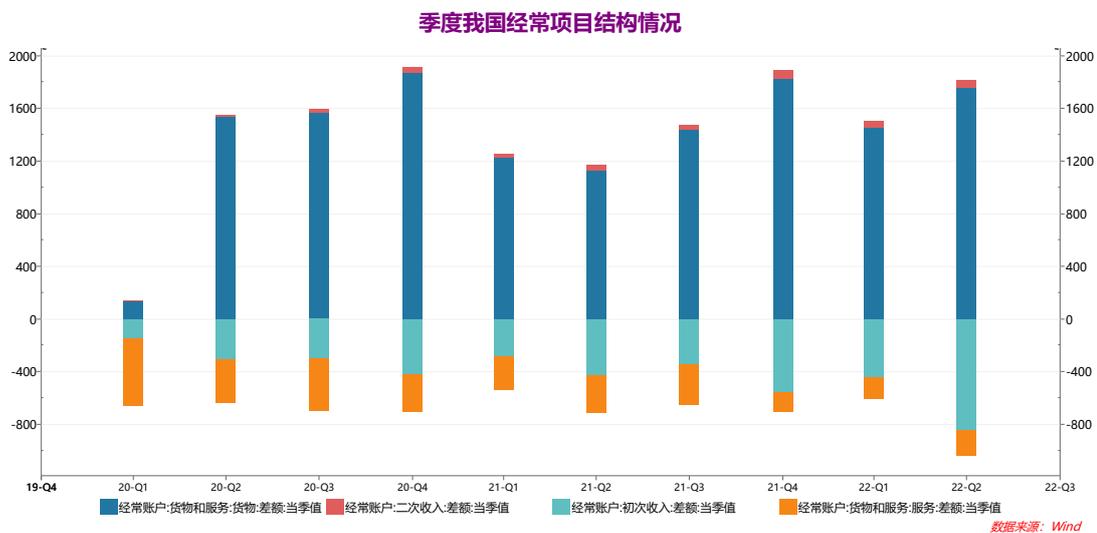


资料来源: 银河期货研究所 WIND 国家外汇管理局

一. 经常项目分析

从经常项目看, 经常项目的顺差依旧得益于贸易收支顺差的, 货物贸易顺差 1757.98 亿美元, 高于前值的顺差 1449.61 亿美元, 也高于去年同期的 1127.3 亿美元; 服务贸易逆差 196.96 亿美元, 高于前值的逆差 166.75 亿美元, 但低于去年同期的逆差 284.09 亿美元; 初次收入逆差了 843.37 亿美元, 大大高于前值的逆差 446.4 亿美元, 也高于去年同期的 431.69 亿美元; 二次分配顺差 57.83 亿美元, 前值为 52.3 亿美元, 去年同期为 43.63 亿美元。

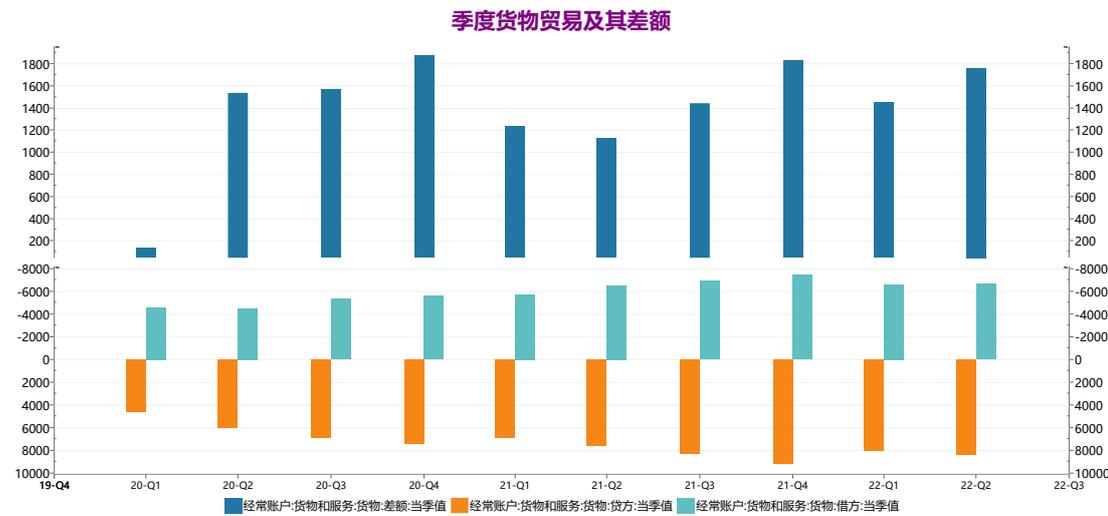
图 3: 季度我国经常项目结构情况



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从货物贸易看，出口数额环比回升了 4.63%，进口数额环比则下降了 1.02%。当季的货物贸易顺差环比因此回升了 21.27%。而同比数据出口增加了 10.29%，进口减少了 2.36%，顺差增加了 55.95%。

图 4：季度货物贸易及其差额

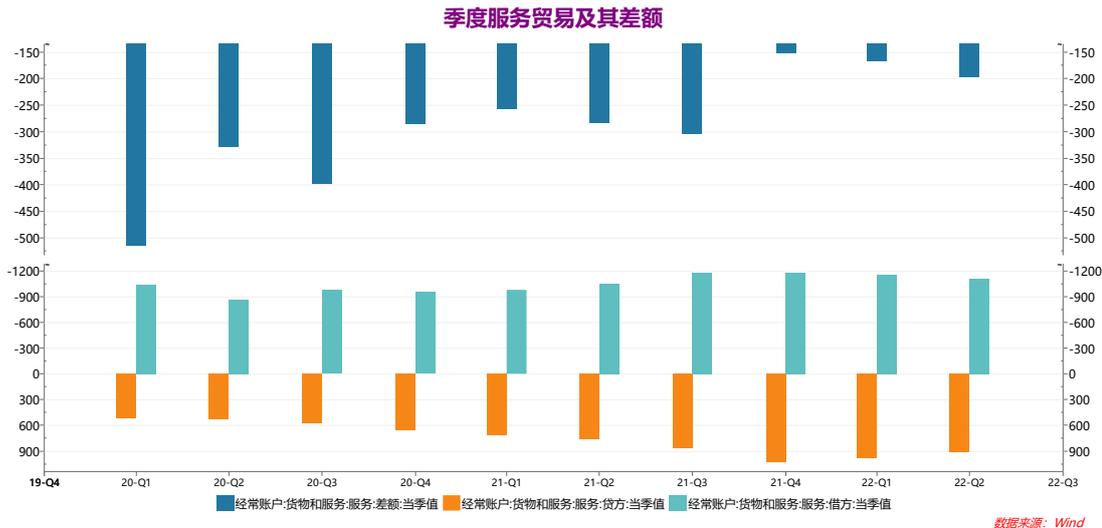


资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

但根据海关统计，二季度货物贸易顺差达到 2244.51 亿美元，和国际收支统计的顺差 1757.98 亿美元有明显的差距。对此，央行在《2022 年上半年中国国际收支报告》中进行了解释：是因为我国兼具加工大国和消费大国的身份，“无厂制造”模式盛行，而导致统计上出现的明显差异。

在服务贸易方面，二季度逆差额环比回升，但进出口环比均有所下降。

图 5：季度服务贸易及其差额

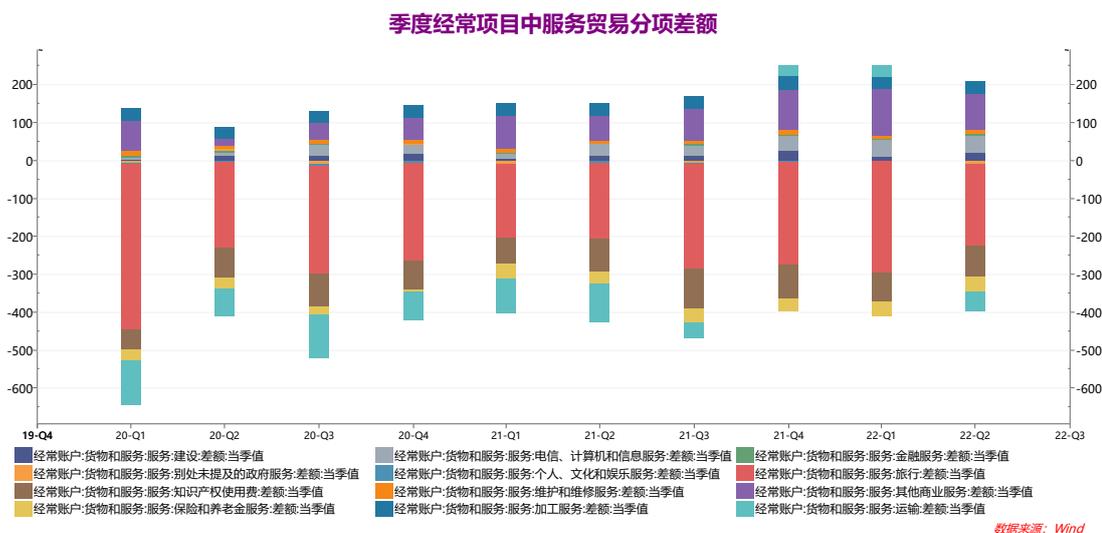


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

从服务贸易分项数据看，旅行服务和知识产权使用费逆差的萎缩及其他商业服务项顺差增加是导致服务贸易逆差环比下降的主要原因。二季度旅行服务逆差 217.33 亿美元，高于前值的逆差 294.44 亿美元。第二大逆差项目是知识产权使用费，逆差 81.91 亿美元，前值逆差 77.26 亿美元。而其他商业服务项顺差 96.24 亿美元，前值顺差 120.26 亿美元，其他商业服务项是我国服务项目中最大的顺差项目。

图 6: 季度经常项目中服务贸易分项差额

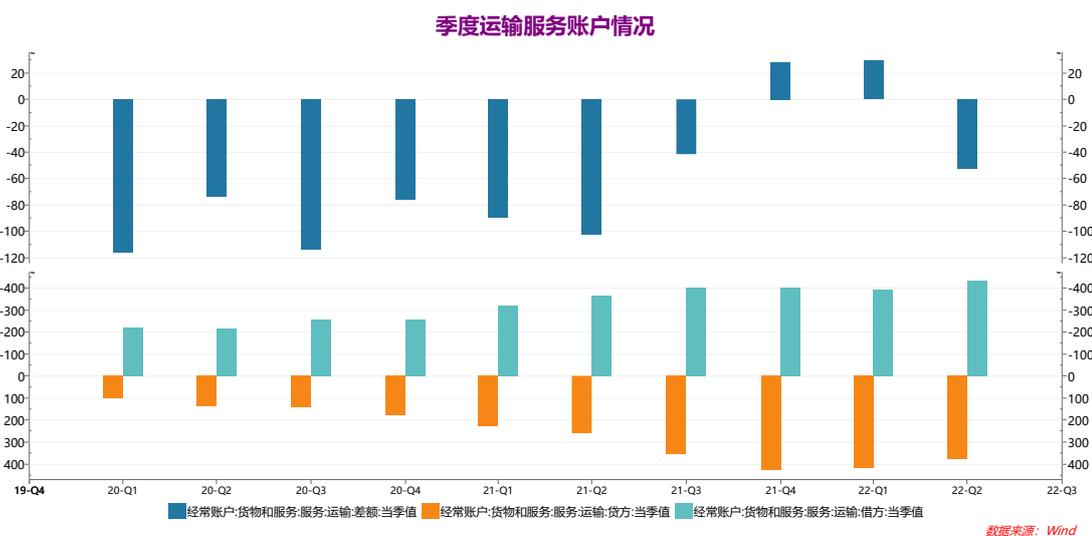


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

另一个值得关注的项目是运输服务，受到船期紧张缓解等因素影响，二季度运输服务的进口与出口尽管依旧处于历史高点，但出口环比回落，进口环比增加。继去年四季度转逆差为顺差后，二季度再次转顺差为逆差，逆差 53 亿美元，前值顺差 28.87 亿美元。

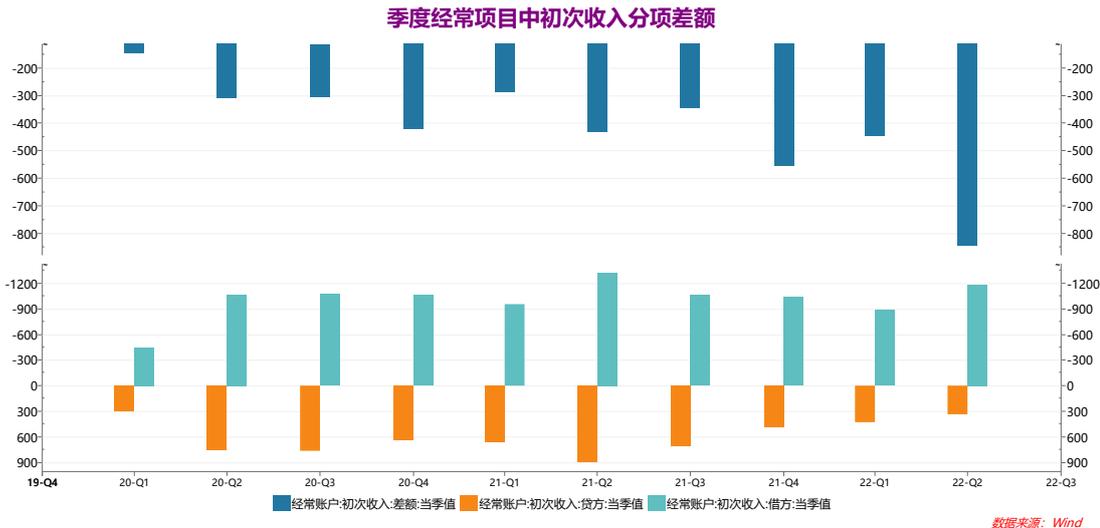
图 7：季度运输服务账户情况



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从初次收入分项看，二季度逆差了 843.87 亿美元，明显高于前值的逆差 446.4 亿美元。在初次收入分项目下，资金流入和流出环比均有所回落，资金流出更为明显，但同比数据显示，资金流入大幅下降了 62.34%，资金流出却回升了 10.88%。

图 8：季度经常项目中初次收入分项差额

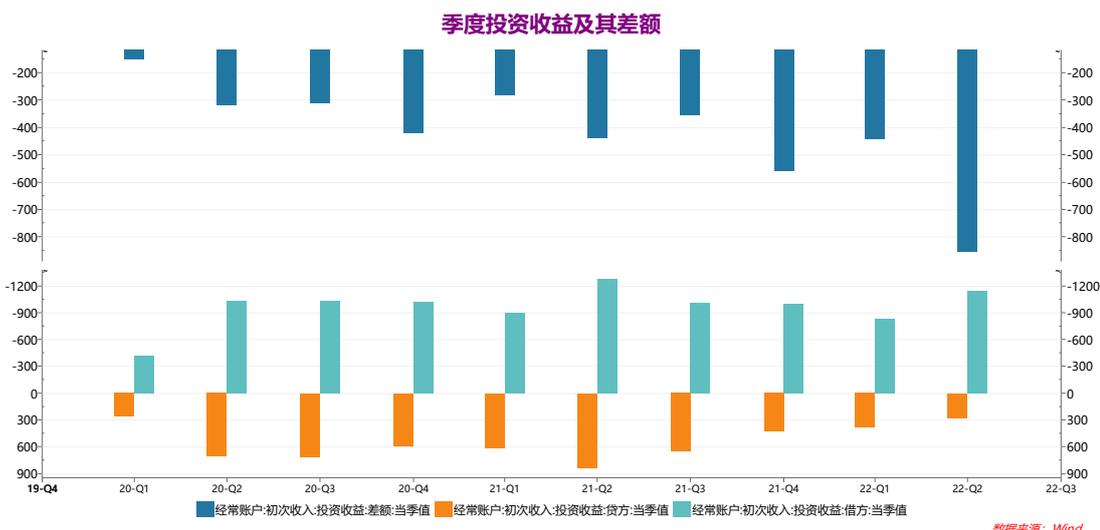


资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

数据来源: Wind

从占比最高的投资收益看, 逆差 853.86 亿美元。投资收入流出回升明显。根据相关概念, 外商投资收益包括外方已经获取并汇出利润、未分配利润和已经分配但尚未汇出利润三大部分。参考到非储备金融账户中直接投资净流入回落和高频数据显示外企利润回落, 有理由相信外商的“两未”利润, 即未分配利润和分配但尚未汇出利润出现了回落, 即外商扩大再投资和追加投资回落。而利润汇出增加。

图 09: 季度投资收益及其差额



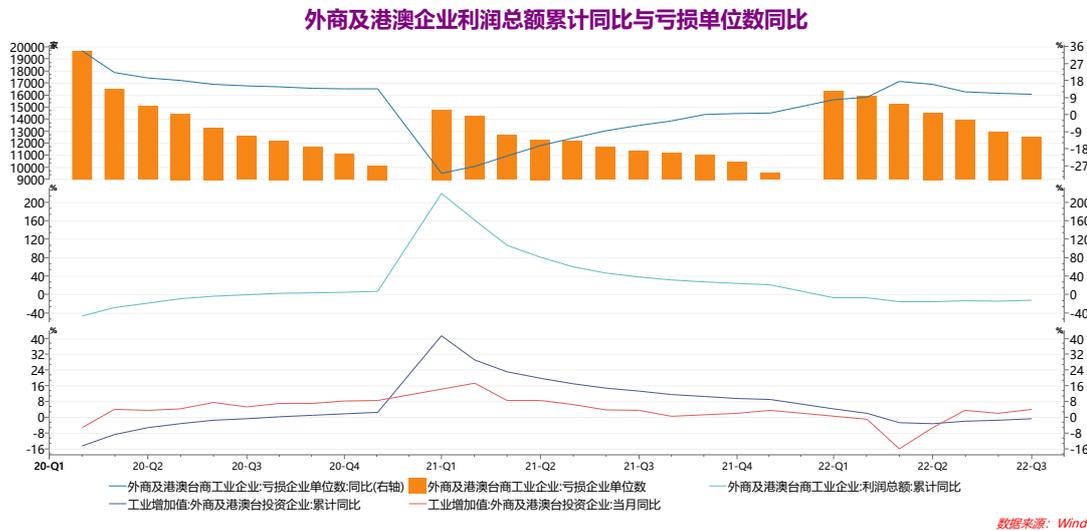
资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

数据来源: Wind

数据显示, 外商及港澳企业利润总额累计同比与亏损单位数同比看, 亏损企业在二季度出现了明显的增加, 全季增加了 17.6%, 外商的利润总额累计同比和工业增加

值在二季度个月也下降明显。

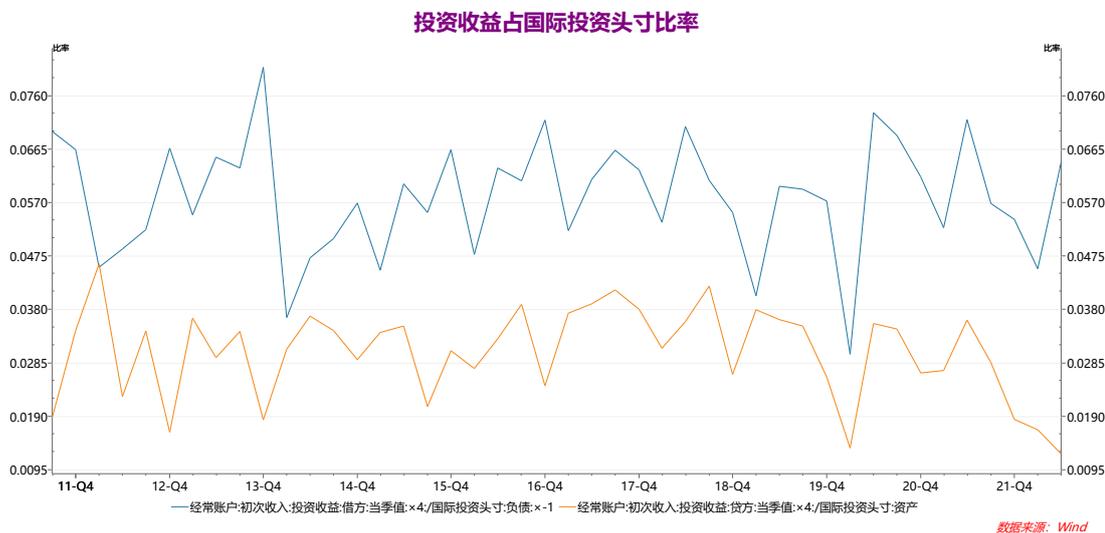
图 10：外商及港澳企业利润总额累计同比与亏损单位数同比



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

再从投资收益项目占比看，投资收益借方占国际投资头寸的负债部分比率回升明显，而投资收益贷方占国际投资头寸比率回落也很明显。

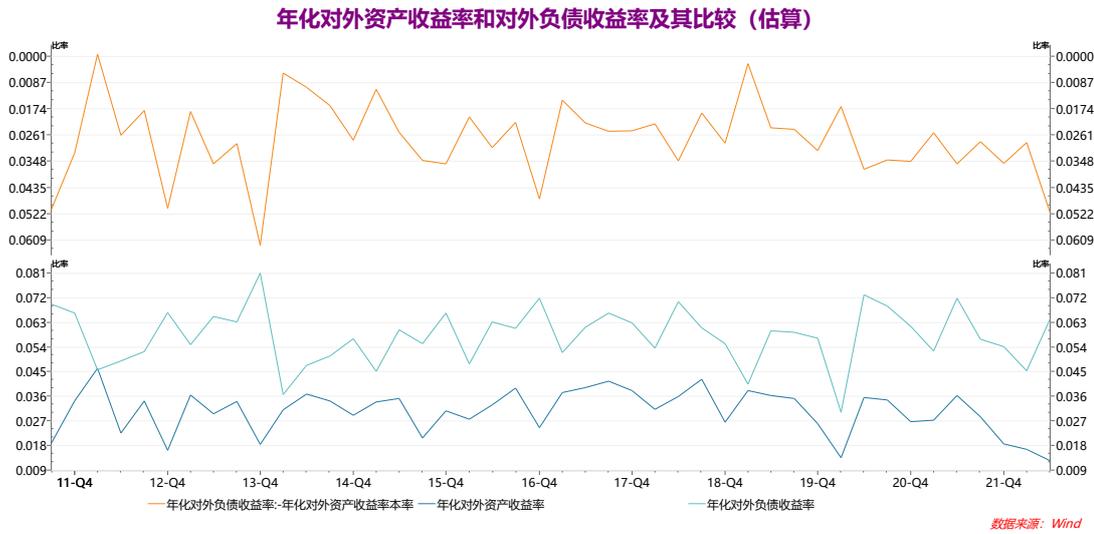
图 11：投资收益占国际投资比重



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

而从估算的年化对外负债收益率和年化对外资产收益率看，二季度，年化对外资产收益率继续有所回落，从 1.66% 下降到 1.23%，而年化对外负债收益率回升明显，从 4.53% 回升到 6.43%。两者差值出现扩大，从 2.87% 扩大到 5.19%。

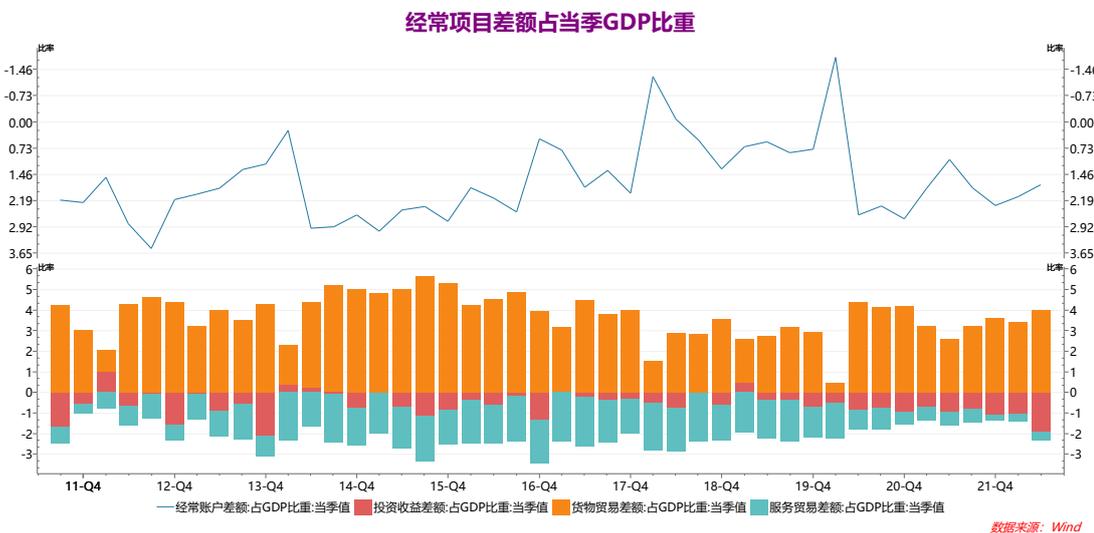
图 12：年化对外资产收益率和对外负债收益率及其比较（估算）



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从经常项目差额占当期的 GDP 现价比看，二季度占比在 1.76 8%左右，高于去年同期的 1.05 %，在 4%的国际警戒线之内。其中货物贸易差额占到 3.98%历史次高点，也反映出我国经济增长面临着国内经济下行压力，外需作用因此而继续相对提升

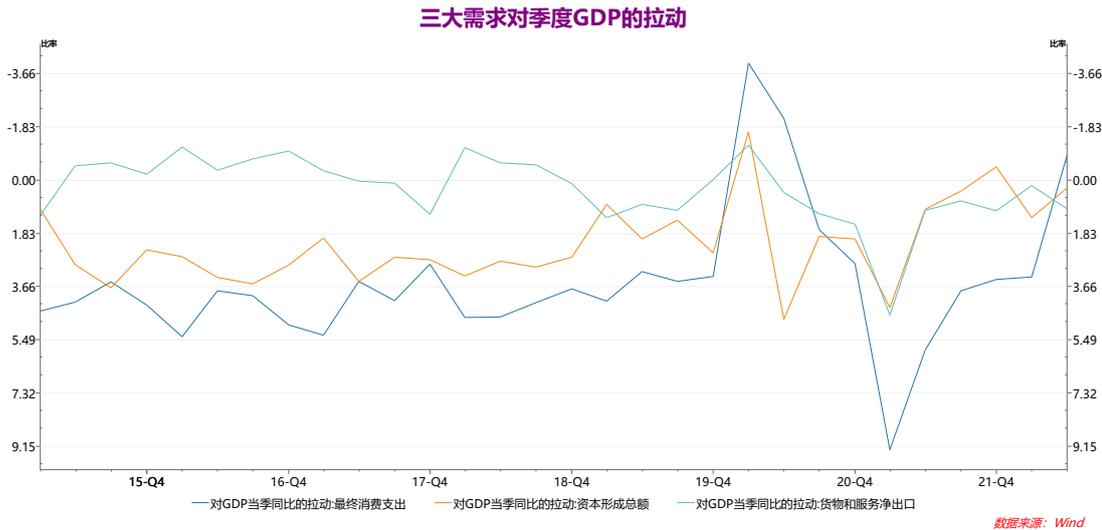
图 13：经常项目差额占当季 GDP 比重



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从三大需求对 GDP 拉动看，二季度，净出口拉动力明显，而国内需求投资拉动为负值，投资拉动下降明显。

图 14：三大需求对季度 GDP 的拉动

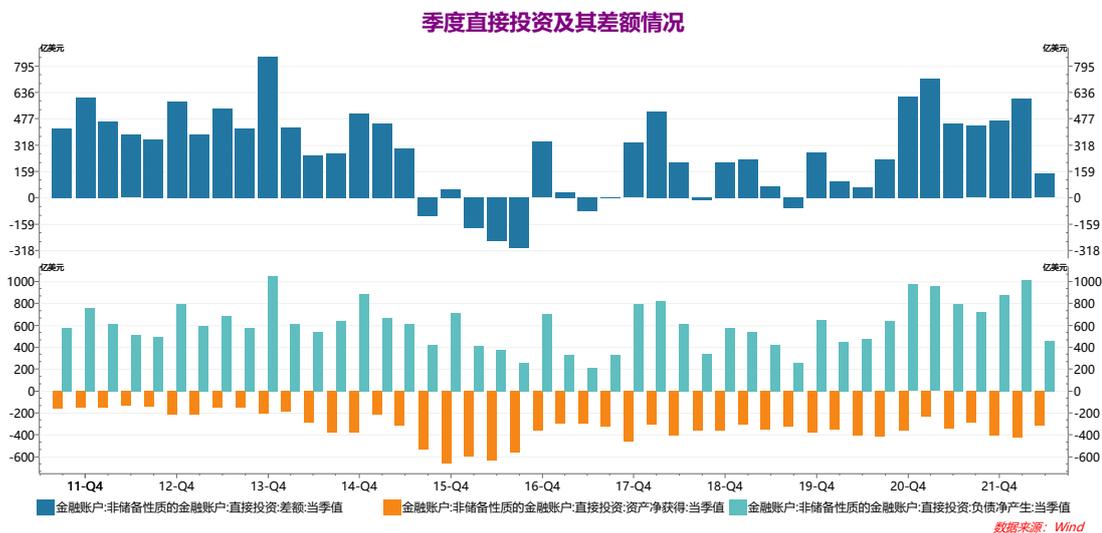


资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

二. 非储备性质金融账户分析

在直接投资方面，二季度顺差 141.44 亿美元，明显低于前值的 598.91 亿美元，也低于去年同期的 445.81 亿美元。二季度直接投资流入环比减少明显，而流出环比均增加。

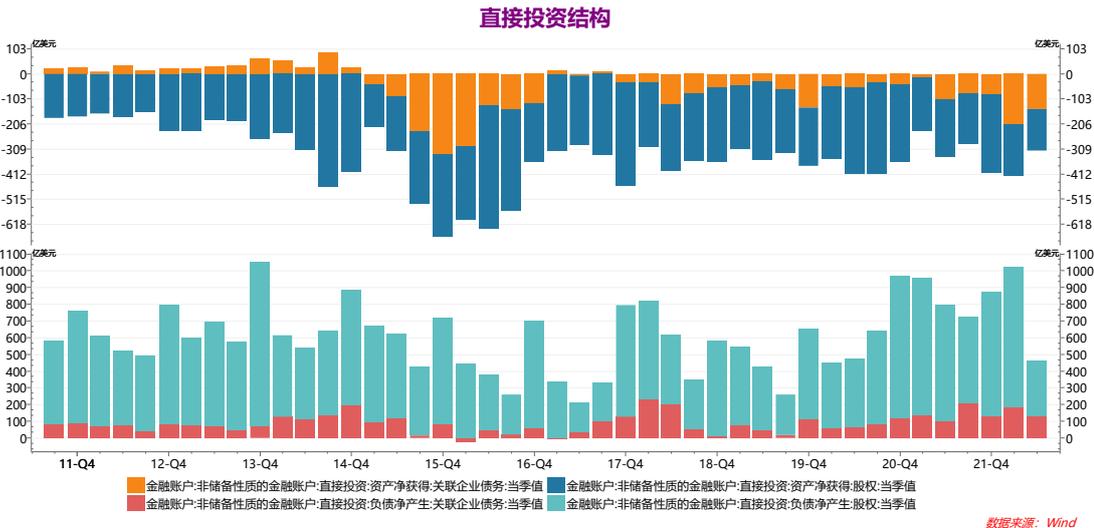
图 15：季度直接投资及其差额情况



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

值得注意的是，从直接投资的结构看，在资产方面，股权投资环比回落；但在负债方面，股权投资减少明显。

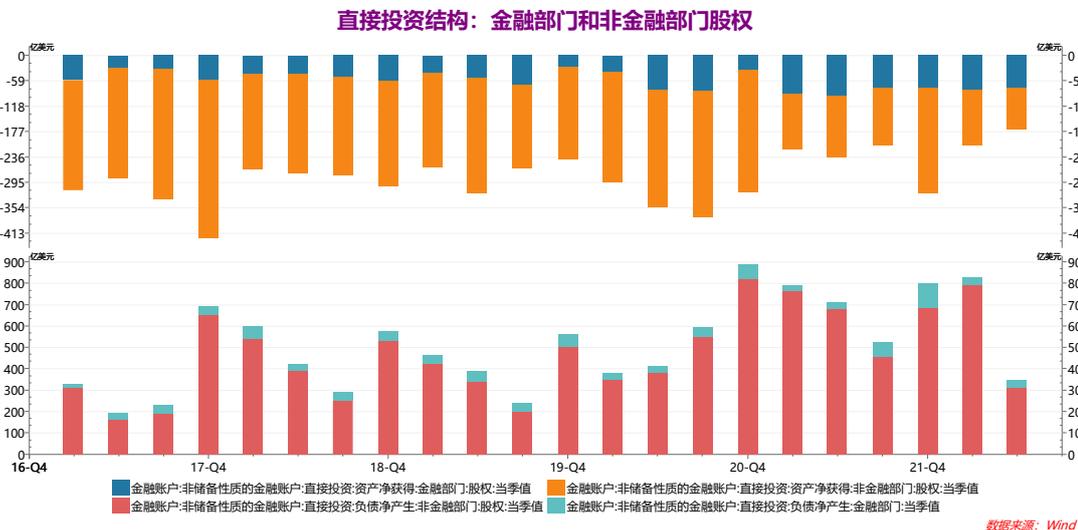
图 16：直接投资结构



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

国际收支平衡表还提供了金融部门股权投资和非金融部门股权投资的数据，二季度，股权方面资金流入依旧主要体现在非金融部门，在资金流出方面，金融部门的股权投资相对稳定，非金融部门的股权对外投资环比回落。

图 17：直接投资结构：金融部门和非金融部门股权

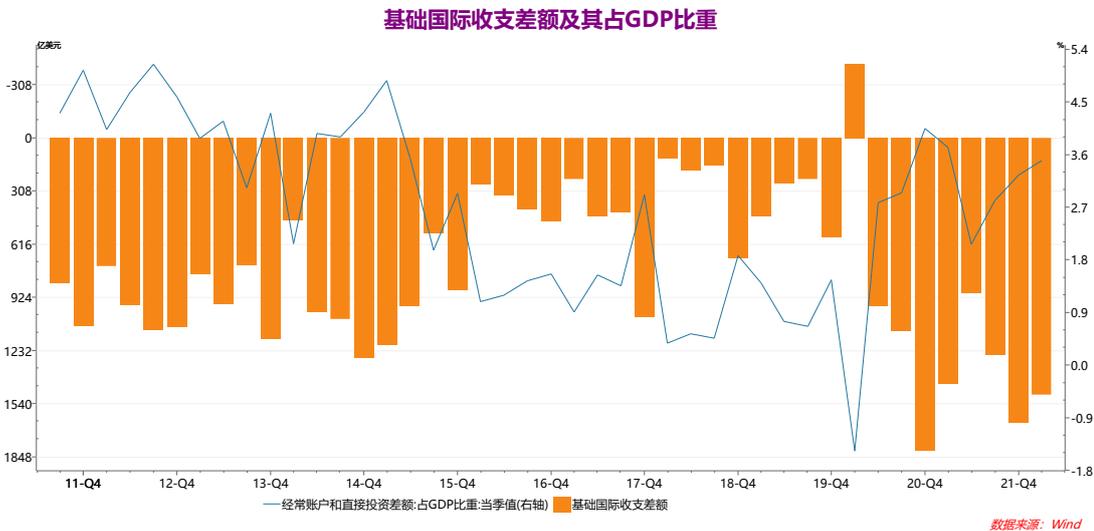


资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

包括经常项目差额和直接投资差额的基础国际收支差额二季度顺差 916.42 亿美元，前值为 1487.66 亿美元，出现明显回落，基础国际收支差额占 GDP 比重从四季度的 3.5% 回落到 2.07%，也显示对外经贸与投资对 GDP 拉动的重要性回落。也低于

去年同期的相当。

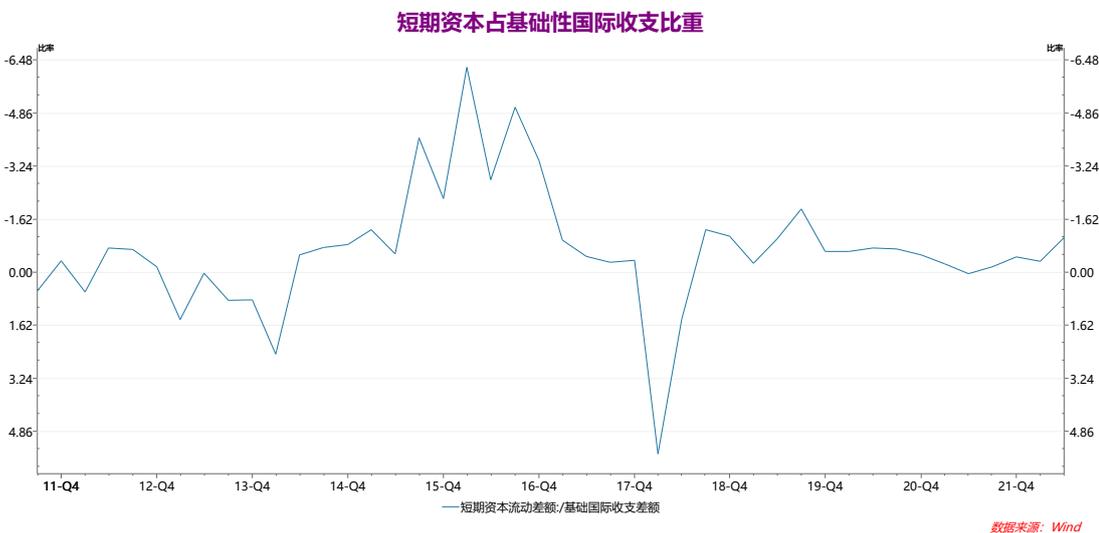
图 18：基础国际收支差额及其占 GDP 比重



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从短期资本流动和基础性国际收支的比重看，占比回升，显示出短期资本流动对国际收支的影响有所加大，但是，依旧低于 2015 年和 2016 年及 2019 年的情形。

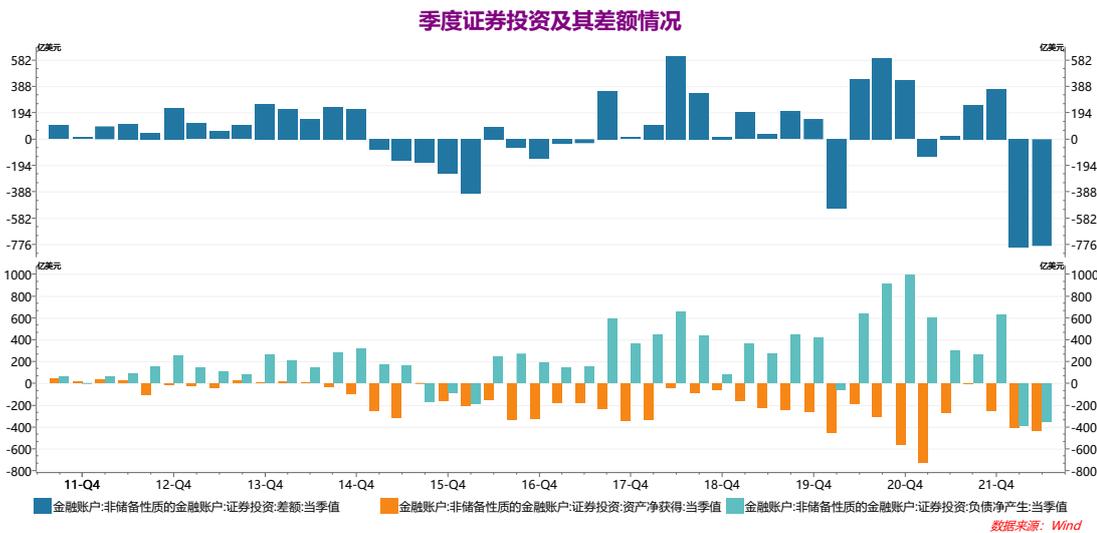
图 19：短期资本占基础性国际收支比重



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从证券投资项目看，二季度继续大幅逆差，报 788.25 亿美元，和一季度相当，一季度逆差达到 797.56 亿美元，创单季逆差历史高点。继续表现为对外负债下降，同时对外资产增加。

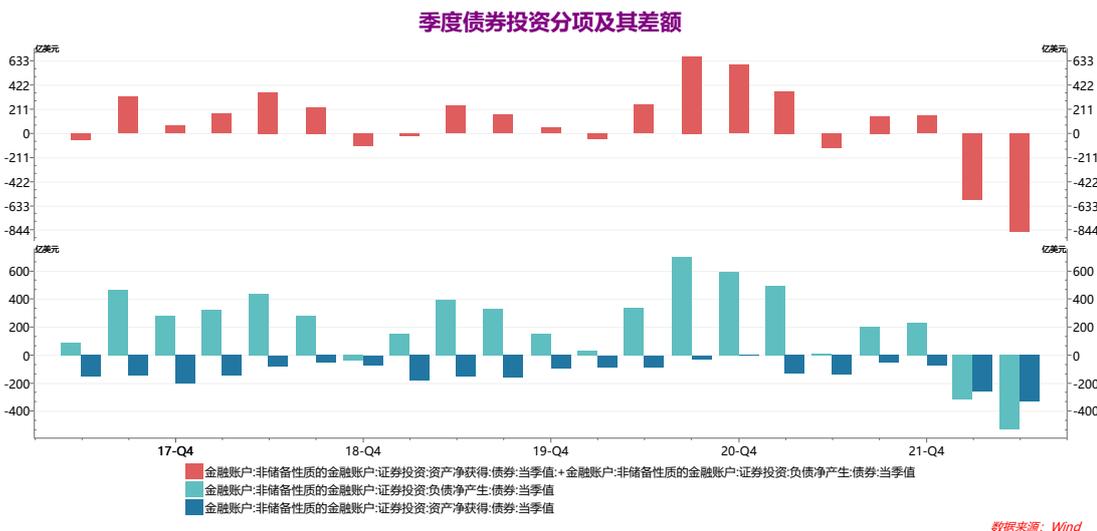
图 20：季度证券投资及其差额情况



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从证券投资的分项——债券投资看，逆差达到 862.88 亿美元，高于一季度的 582.5 亿美元的历史高点，负债倒流明显，流出环比也有增加，流入从 -318.93 亿美元减少到 -529.63 亿美元，流出从 263.57 亿美元增加到 333.26 亿美元。表现为对外负债下降，同时对外资产增加。反映出资金外流的基本特点。

图 21：季度债券投资分项及其差额

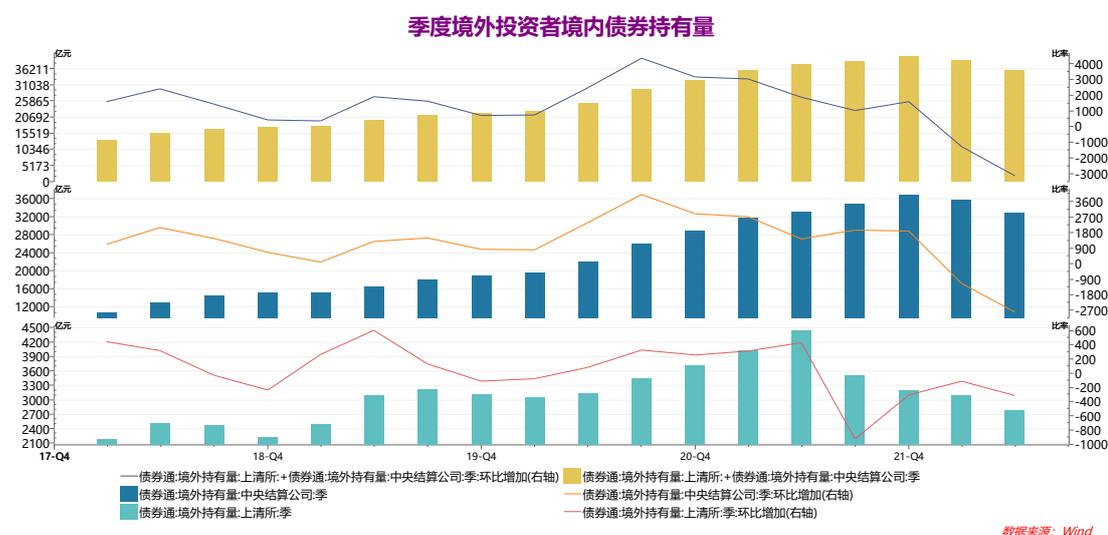


资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从中债数据和上清所方面的数据看，也显示二季度境外投资者境内债券持有量继续加速、大幅减少，中债数据方面，境外投资者持有的境内债券的持有量从 35684

亿元下降到 32890 亿元，上清所方面，该数据从 3084 亿元下降到 2766 亿元，当季，两者合计环比下降了 3122 亿元，前值下降 1266 亿元。进入 3 季度后，这一减持势头得以继续，但减幅有所放缓，6 月和 7 月，又分别减持了 546 亿元和 354 亿元。和以前不同，这轮减持主要是以托管在中央结算公司的高等级债券为主。

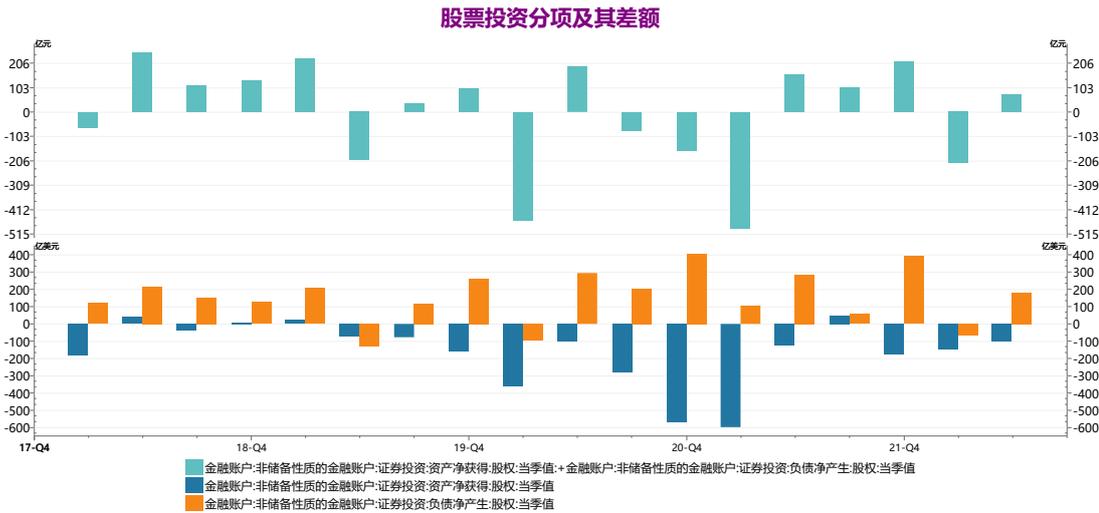
图 22：季度境外投资者境内债券持有量



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

从股票投资分项看，二季度顺差 74.64 亿美元，前值逆差 215.06 亿美元，负债增加，而资产环比减少，总体表现为资金内流。

图 23：股票投资分项及其差额



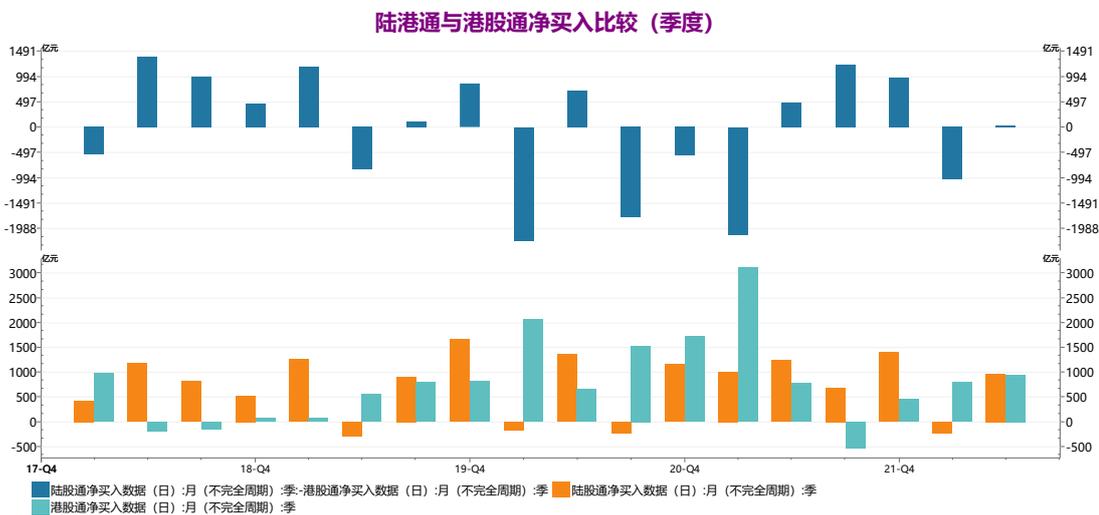
数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

高频数据显示, 二季度, 陆港通净买入资金为 19.5 亿元, 前值为-1034.95 亿元, 其中, 港股通净买入 941.77 亿元, 陆股通净买入资金为 961.27 亿元。

数据也显示, 今年二季度, 外资持有 A 股流通市值占比从去年季度的 4.92% 回升到 5.21%。

图 24: 陆港通与港股通净买入比较 (季度)

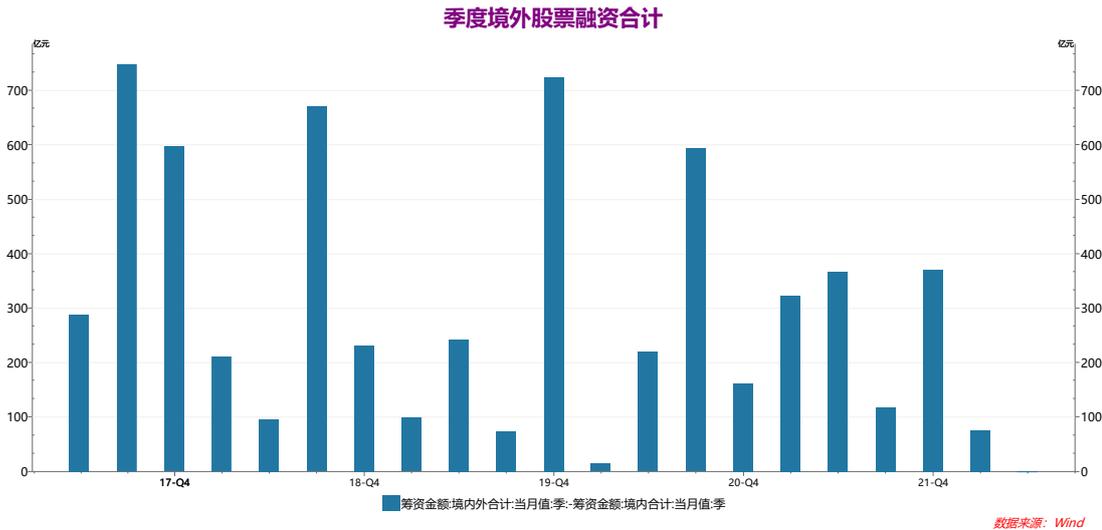


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

二季度境外股票融资停滞, 前值融资了 75.75 亿元。

图 25: 季度境外股票融资合计

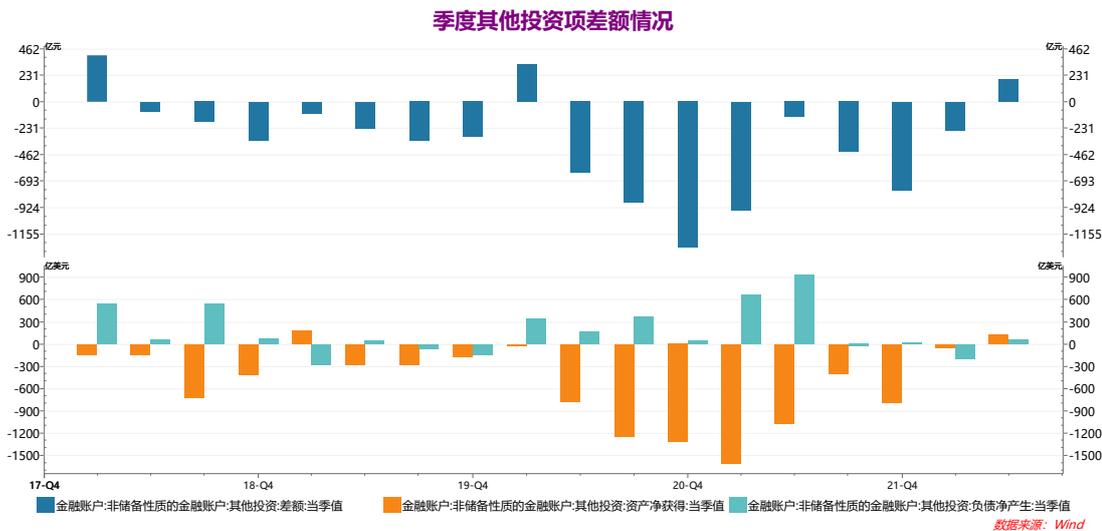


资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

数据来源: Wind

在其他投资项目方面, 二季度顺差 195.93 亿美元, 前值逆差 252.03 亿美元, 去年同期逆差 137.48 亿美元。

图 26: 季度其他投资项差额情况



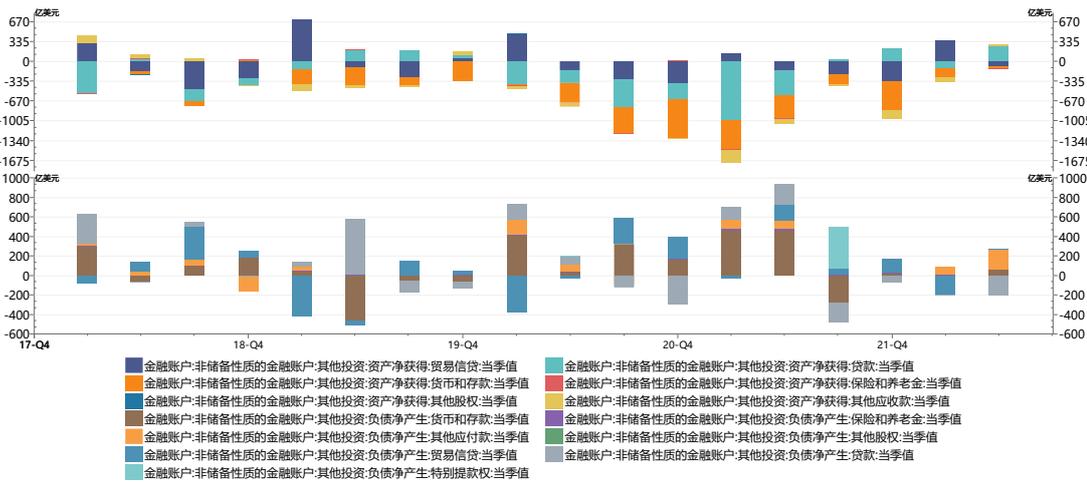
资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

数据来源: Wind

从结构情况看, 资金流出上, 贷款是流出大项, 在负债方面, 贷款和其他应付款是大项。

图 27: 其他投资项目资金流入与流出结构图

其他投资项目资金流入与流出结构图



数据来源: Wind

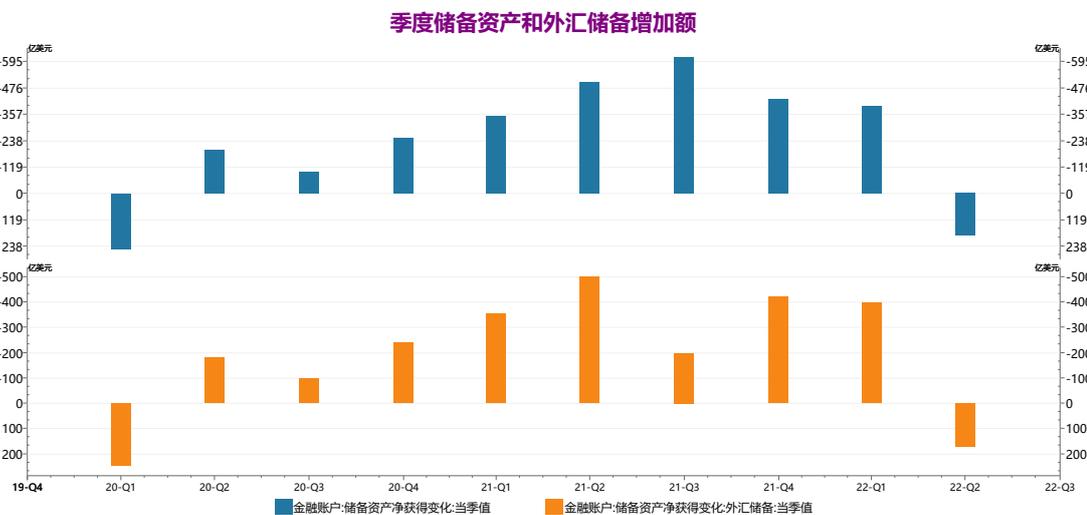
资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

央行在去年三季度货币政策执行报告中对其他投资项目的逆差有一个说明，其他投资项的资金流出主要是境内主体因流动性管理需要增加在境外的存贷资金运用，以及境内机构境外应收款增加，即和资金外逃无关。

三. 平衡账户分析

二季度，储备资产减少了 189.73 亿美元，前值增加了 393.24 亿美元，其中，二季度度外汇储备减少了 172.58 亿美元，前值增加了 394.47 亿美元，这是继 2020 年一季度以来的首次减少。

图 28: 季度储备资产和外汇储备增加额

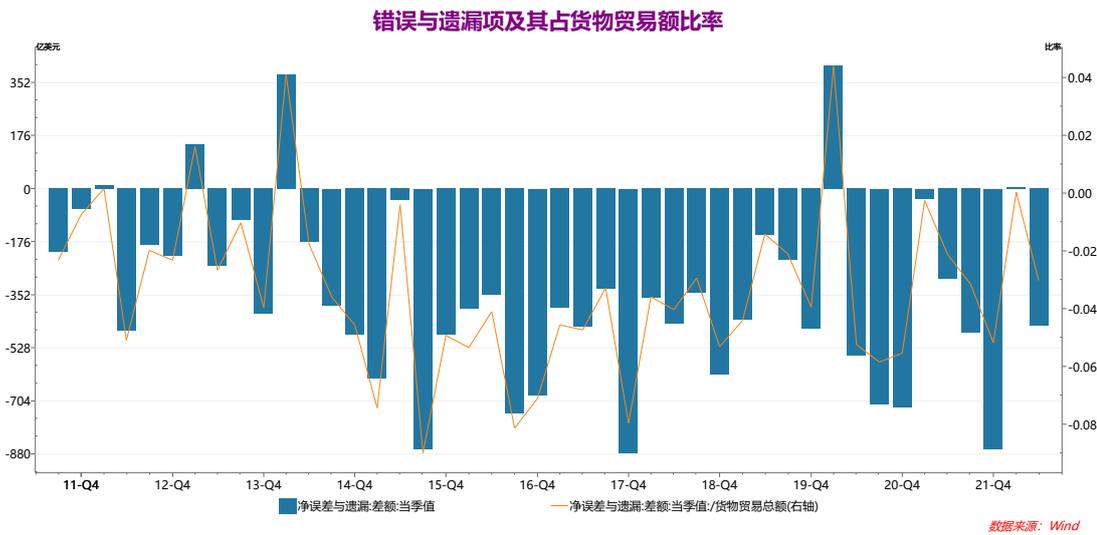


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND 国家外汇管理局

从“错误和遗漏”项目看，一季度出现了罕见的+3.65 亿美元，但是，二季度“错误和遗漏”项目达到-455.19 亿美元。当季“错误遗漏”项差额占当季货物贸易总额 3%，低于 5%的警戒线。

图 29：季度与年度错误与遗漏项及其占货物贸易额比率



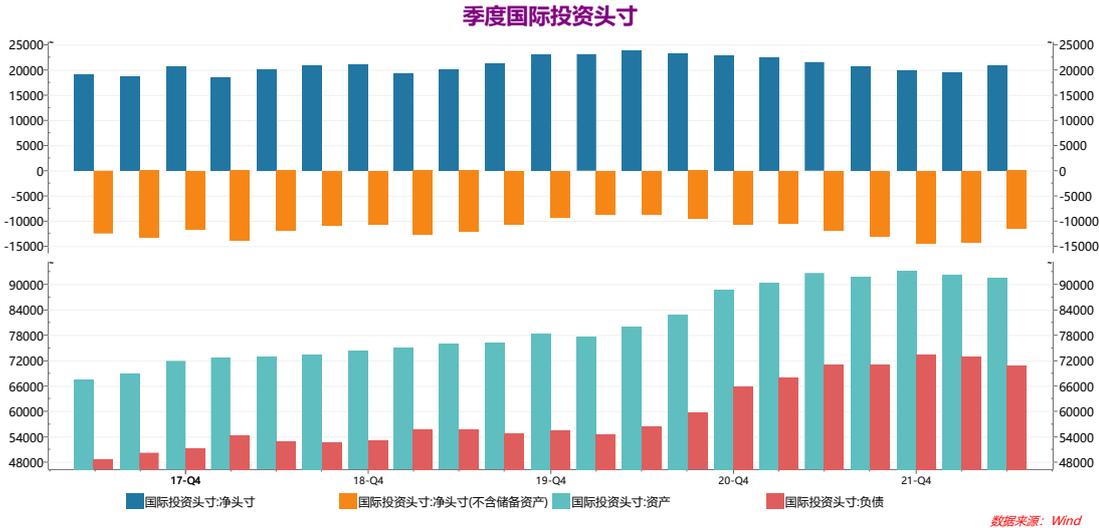
资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

数据来源：Wind

四. 国际投资头寸与外债情况

根据国际投资头寸表，二季度，我国对外金融资产为 91652.65 亿美元，前值为 92382.57 亿美元，环比减少了 819.92 亿美元，对外金融负债为 70742.26 亿美元，前值为 72942.81 亿美元，环比减少了了 2196.55 亿美元。净头寸为 20816.39 亿美元，前值为 19439.76 亿美元，增加了 1376.63 亿美元。

图 30：季度国际投资头寸



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

即二季度，在资本与金融账户（含储备资产）净流入—319.79 亿美元的情况下，对外净头寸减少了 819.92 亿美元。其中和国际收支表相关项目差异主要是非交易性因素引起的。这些非交易性因素包括汇率变动、资产价格重估和统计调整等因素。如美元的升值、人民币汇率波动和境外债券收益率的上升等。非交易性因素对净头寸变动产生了+1696.42 亿美元的影响。

表 1：二季度净头寸与外汇储备变动构成因素分析

	2022.06	2022.03	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	20816.39	19439.76	1376.63	-319.79	1696.42
外汇储备	30712.72	31879.94	-1167.22	-172.58	-994.64

资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

上表显示，外汇储备的变动和净头寸的变动更多的均是因为非交易性因素导致。下表更详细地说明交易性因素与估值等非交易性因素对国际投资地位的影响。交易性因素和非交易性因素对对外金融资产的影响分别达到-58%和 158%，前值分别为-150%和 250%，交易性因素和非交易性因素对对外金融负债的影响分别达到-7%和 107%，前值分别为 85.94%和 185%，即非交易性因素影响明显，特别是对资产的

影响更大。

表 2：二季度净头寸与外汇储备变动构成因素分析（2）

指标名称	2022-03	2022-06	差值	交易性差异	非交易性差异
国际投资头寸:净头寸	19,439.76	20,816.39	1,376.63	-319.79	1,696.42
国际投资头寸:资产	92,382.57	91,562.65	-819.92	475.58	-1,295.50
国际投资头寸:资产:直接投资	25,780.42	26,038.61	258.19	317.3	-59.11
国际投资头寸:资产:证券投资	3728.22	3485.33	242.89	436.88	193.99
国际投资头寸:资产:其他投资	22,994.05	22,619.68	-372.8	-129.54	-244.83
国际投资头寸:资产:储备资产	33,731.58	32,465.94	-1,265.64	-189.73	-1,075.91
国际投资头寸:资产:储备资产:外汇储备	31,879.94	30,712.72	-1,167.22	-172.58	-994.64
国际投资头寸:负债	72,942.81	70,746.26	-2,196.55	155.42	-2,351.97
国际投资头寸:负债:直接投资	37,204.60	35,874.26	-1,330.34	-458.74	-871.60
国际投资头寸:负债:证券投资	20,198.09	19,633.03	-565.06	-351.37	-213.69
国际投资头寸:负债:其他投资	15,371.97	15,058.20	-313.77	66.38	-380.15

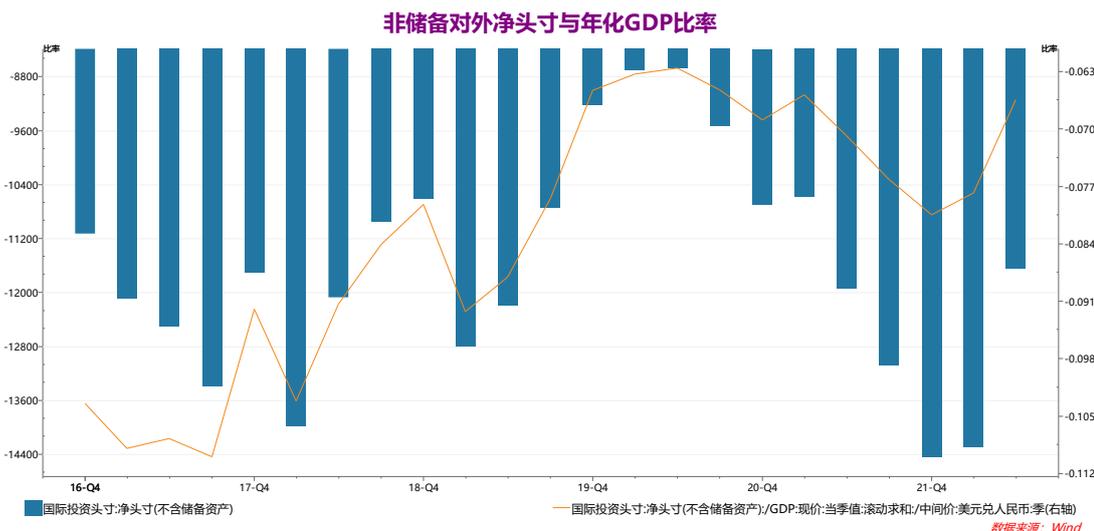
从净头寸的角度看，我国是债权国家，但是扣除掉储备资产后，我国的净头寸为负数，利用外资发展经济依旧是对外经济合作的主要模式。

不含储备资产的净资产，即民间对外净负债，环比回升了 2642.77 亿美元，报-11649.55 亿美元，前值为-14291.82 亿美元。

国际投资头寸与储备资产的差值反映了民间资本的错配情况。二季度民间资本的错配情况有所改善。

民间对外净负债占名义 GDP 的比率为 6.64%，低于前值的 7.78%。部分因素在于人民币汇率的回落。历史上，在 2015 年 6 月该比率一度达到 21.8%，当月的民间对外净负债达到 2.37 万亿美元。

图 31：非储备对外净头寸与年化 GDP 比率



资料来源：研究所 WIND 国家外汇管理局

五. 综合分析

二季度的我国国际收支继续呈现经常项目顺差，但非储备性质金融账户逆差，基础性国际收支受到直接投资萎缩影响顺差下降，证券投资逆差，短期资金外流明显，国际储备资产下降。错误遗漏项占比再度回升。数据总体反映了疫情对经济的冲击和影响。但尽管受到地缘政治的影响，但净出口在国内经济下行的情况下起到的作用明显提升。但全球经济下行对出口的持续增长会带来一定压力。

直接投资下降，投资收入的逆差增加，以及高频数据反映的外商企业亏损增加和利润与工业增加值的下降值得关注，反映出经济下行对我国经济的第二重冲击的形成，对基础性国际收支的稳定构成威胁。

国际收支的稳定，特别是基础性国际收支的稳定对汇率稳定至关重要。8月以来出现的人民币汇率大幅波动反映了这一预期。笔者一再强调，近期人民币汇率的走弱，美元指数回升不是主要原因，主要和根本性原因在于经济大盘的稳固基础不牢固，经济依旧存在着下行压力。

在9月底，人民币汇率跌破7.2元后，央行对空头发出了警告：要用政府和市场的手段双管齐下稳定汇率，人民币汇率因此出现了明显的反弹，显示出在有管理浮动

下，7.2 元的重要观察点依旧有效。

本次干预和前几次打阵地战不同，而是诱敌深入，离岸价格和在内岸价格一度分别跌到 7.2675 元和 7.2521 元，然后才绝地反击。

但是，人民币汇率的基本走向依旧受到基本面的制约，只有经济稳定，才有汇率的稳定。央行也有意发挥人民币汇率调节内部平衡和外部平衡的作用，只是希望汇率不要在短期内出现剧烈波动以引发系统性金融与经济风险，对此，我们必须有充分的认识。同时，央行也一再强调汇率中性，我们依旧建议对外汇支出的企业利用外汇市场和外汇衍生品进行必要的锁汇操作，对外汇收入企业尽管可以进行持汇待沽，但也可以利用外汇市场和金融衍生品增加和保住外汇收益，如卖出虚值的美元看涨期权等。

（研究所 20221010）

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799