

二季度国际收支分析报告

货物贸易顺差减少，短期资本流动冲击减弱

二季度，我国经常项目顺差、资本项目逆差较上年同期均有所减少，由于后者降幅更大，当季外汇储备资产增加。

- 二季度，经常项目顺差 1222 亿美元，同比减少 445 亿美元，占 GDP 比重仍处于合理区间。经常项目顺差减少的原因是，货物贸易顺差减少、初次收入逆差增加；服务贸易逆差继续创 2013 年以来新低；货物和服务净出口对当季 GDP 同比的贡献率和拉动作用均明显减弱。
- 二季度，资本项目逆差仅为 29 亿美元，同比减少 753 亿美元，直接投资顺差增加、短期资本逆差减少分别贡献了 58%、42%。在直接投资中，外来直接投资顺差同比增幅较大，但对外直接投资并未发生明显变化。
- 二季度，交易引起的外汇储备资产增加 499 亿美元，短期资本净流出规模占基础国际收支顺差的比例同比、环比分别下降 31、25 个百分点，显示短期资本流动冲击减弱，一季度美债收益率飙升引发的“缩减恐慌”冲击也有所缓解。
- 二季度，央行公布的外汇储备余额增加 440 亿美元，小于交易引起的外汇储备资产增幅 499 亿美元，二者缺口反映了汇率和资产价格变化带来的负估值效应。

相关研究报告

《2020 年国际收支分析报告》 20210223

《一季度国际收支分析报告：国际收支延续自主平衡格局，外来直接投资上升势头强劲》 20210509

《一季度对外经济部门体检报告：国际收支继续自主平衡，民间货币错配进一步改善》 20210628

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

联系人：刘立品

lipin.liu@bocichina.com

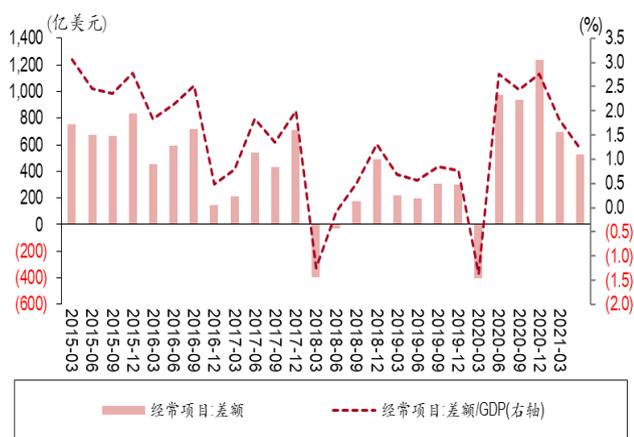
一般证券业务证书编号：S1300119080013

8月6日，国家外汇管理局公布了2021年二季度及上半年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。

经常项目顺差同比减少，外需对经济的拉动作用减弱

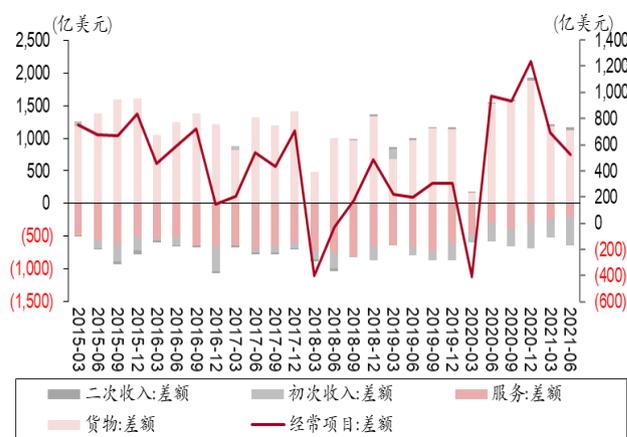
二季度，我国经常项目顺差1222亿美元，同比减少445亿美元；经常项目顺差占当季名义GDP比重为1.2%，同比回落了1.6个百分点，依然位于合理区间（见图表1）。从经常项目构成来看，二季度货物贸易顺差同比减少416亿美元、初次收入逆差增加144亿美元，分别贡献了当季经常项目顺差减少额的93%、32%；服务贸易逆差同比减少79亿美元、二次收入顺差增加36亿美元，分别贡献了-18%、-8%（见图表2）。

图表1. 季度经常项目差额及其与名义GDP之比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表2. 我国季度经常项目差额构成

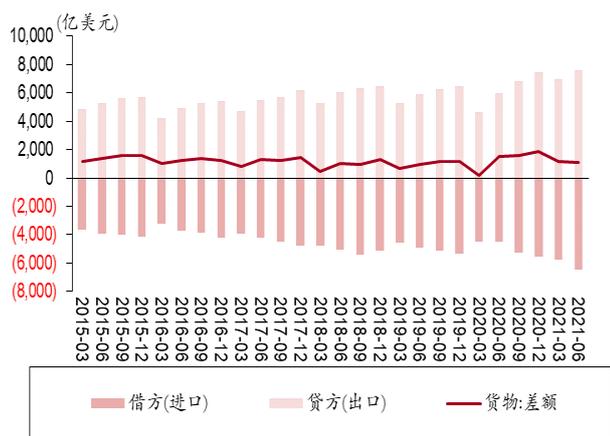


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

二季度，货物贸易顺差1119亿美元，同比减少416亿美元。其中，货物进口和出口规模均创数据公布以来新高，但进口增幅大于出口。去年二季度，国内外疫情防控差异、供需节奏错位导致出口规模快速反弹，但进口规模仍处低位。受低基数效应影响，叠加大宗商品价格上涨推动（海关数据显示，二季度矿产品进口规模增加是主要贡献项），今年二季度货物进口规模同比增加2000亿美元，大于出口规模同比增幅1584亿美元（见图表3）。

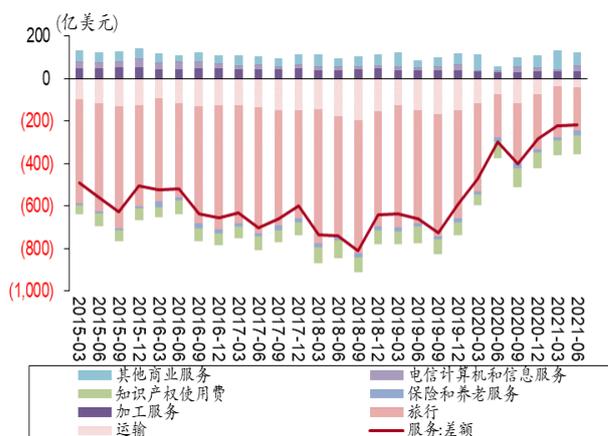
二季度，服务贸易逆差216亿美元，同比减少79亿美元，继续创2013年以来新低。其中，运输逆差同比减少34亿美元（收入增幅120亿美元大于支出增幅87亿美元），电信、计算机和信息服务顺差增加20亿美元，其他商业服务顺差增加44亿美元，是同期服务贸易逆差收窄的主要贡献项。值得注意的是，旅行逆差已经连续三个季度减少，但与去年二季度逆差规模基本相当，当时正值海外疫情加速蔓延期，这反映当前疫情对居民境外出行的限制仍未消除，但未进一步明显恶化（见图表4）。

图表 3. 国际收支口径的货物进出口情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

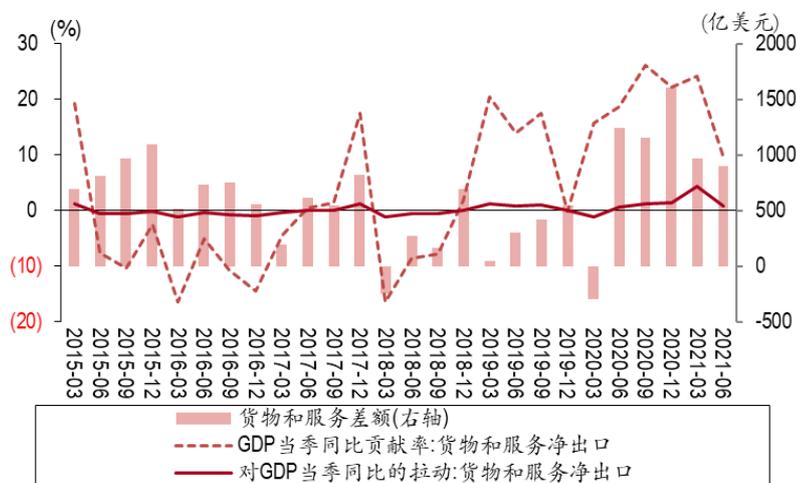
图表 4. 国际收支口径的服务贸易主要分项



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 903 亿美元，同比减少 337 亿美元。国家统计局数据显示，二季度，货物和服务净出口对 GDP 当季同比贡献率由一季度的 24.1% 降至 9.7%，对 GDP 当季同比的拉动作用由一季度的 4.4 个百分点降至 0.8 个百分点，显示外需对经济增长的拉动作用减弱（见图表 5）。这或是 7 月 30 日召开的中央政治局会议对宏观经济形势的判断中，删除“要用好稳增长压力较小的窗口期”表述的重要原因，显示决策层对经济稳增长的关切加大。

图表 5. 季度货物和服务净出口规模及其对 GDP 当季同比增长的贡献率和拉动作用



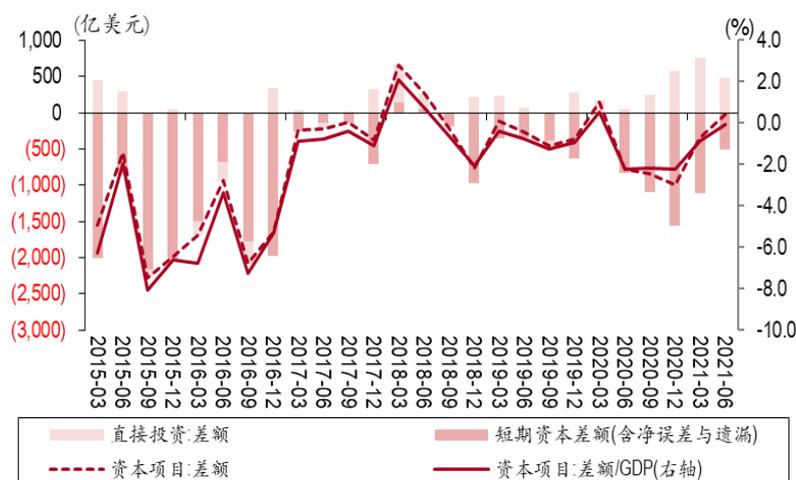
资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

资本项目逆差明显缩小，受直接投资顺差增加、短期资本逆差减少共同影响

二季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 29 亿美元，同比减少 753 亿美元，这反映了同期经常项目顺差的减少，以及交易引起的储备资产增加较多；资本项目逆差占当季名义 GDP 比重为 0.1%，同比回落 2.2 个百分点（见图表 6）。

从资本项目构成来看，二季度直接投资顺差同比增加 433 亿美元，短期资本（即证券投资、其他投资、净误差与遗漏合计）逆差减少 319 亿美元，分别贡献了资本项目逆差减少额的 58%、42%（见图表 6）。

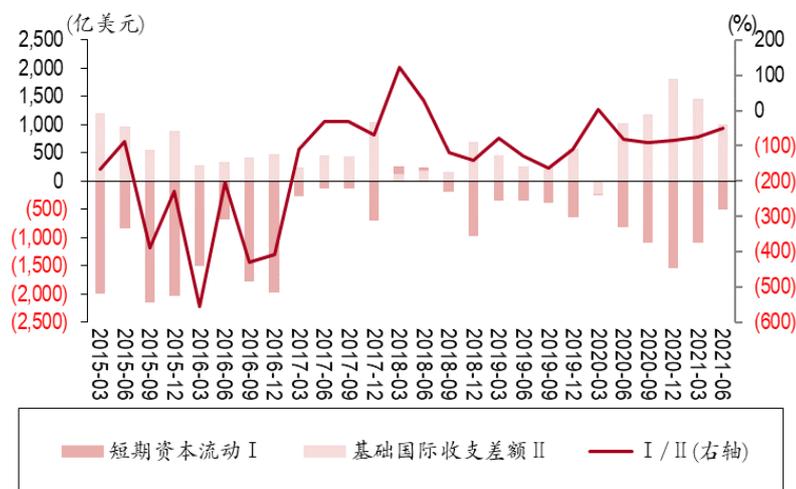
图表 6. 季度资本项目差额和构成及其与名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

二季度，短期资本净流出 510 亿美元，小于基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 1008 亿美元，二者之比为-51%，上年同期为-81%，显示短期资本流动的冲击有所减弱。与一季度相比，短期资本净流出规模减少 591 亿美元，与基础国际收支顺差之比由-76%降至-51%（见图表 7）。这在一定程度上可能反映了一季度美债收益率飙升引发的“缩减恐慌”冲击有所缓解。

图表 7. 季度短期资本流动与基础国际收支差额

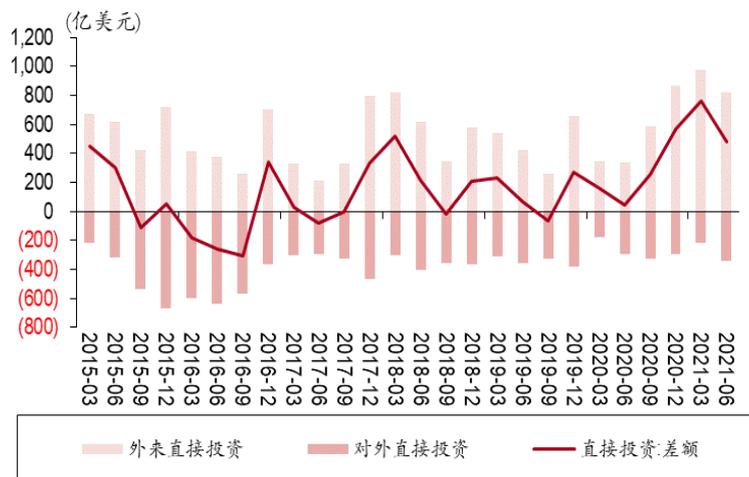


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

由于二季度国际收支平衡表初步数据没有公布短期资本的详细数据，此处只分析直接投资数据。

二季度，直接投资顺差 480 亿美元，同比增加 433 亿美元。其中，外来直接投资净额 820 亿美元，同比增加 481 亿美元，贡献了直接投资顺差增加额的 111%；而对外直接投资净额 340 亿美元，同比增加 48 亿美元，则贡献了-11%。这是因为，去年二季度，受国内疫情防控影响，外来直接投资明显减少，但对外直接投资净额在一季度创下 2013 年四季度以来新低之后有所增加，基本恢复到疫情前的水平。随着国内疫情得到逐步控制，外来直接投资规模迅速增长，虽然今年二季度外来直接投资顺差环比有所回落，但仍处于历史较高水平，显示尽管疫情蔓延、大国博弈，中国依然是全球直接投资的热土，而同期对外直接投资净额变化幅度相对较小（见图表 8）。

图表 8. 国际收支口径的外来直接投资和对外直接投资

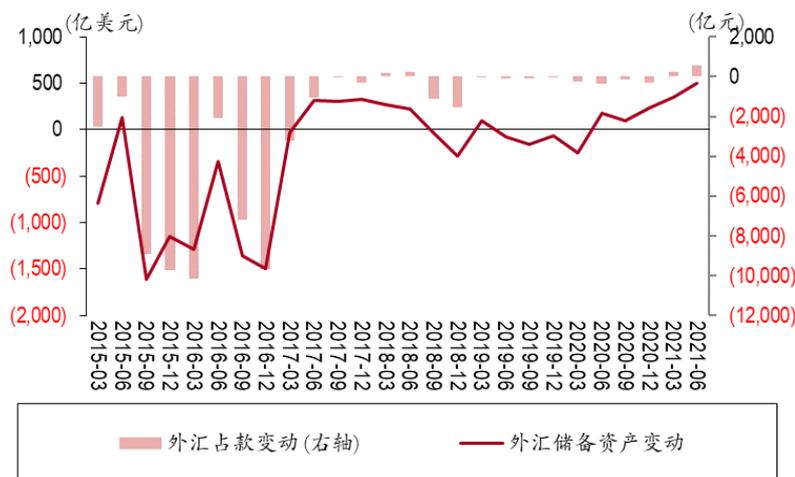


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

交易引起的外汇储备资产以及外汇储备余额均有所增加

二季度，交易引起的储备资产增加 499 亿美元，同比多增 308 亿美元。其中，交易引起的外汇储备资产增加 499 亿美元，同比多增 321 亿美元，其统计口径包括央行通过外汇买卖形成的储备变化，以及当期储备经营收益。同期，央行外汇占款增加 577 亿元人民币（见图表 9），折合 89 亿美元。这显示当期交易引起的外汇储备资产增加，或主要来自于外汇储备投资收益的计提。

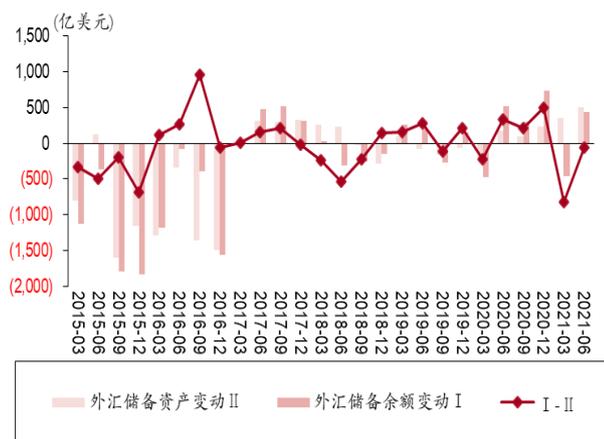
图表 9. 交易引起的外汇储备资产变动和外汇占款变动情况



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

二季度，央行公布的外汇储备余额增加 440 亿美元，小于交易引起的外汇储备资产增幅 499 亿美元，但二者缺口较上季度明显收窄（见图表 10）。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）。当季，美元指数下跌 0.2%，非美元货币涨跌互现，日元贬值 0.4%，欧元、英镑分别升值 1.1%、0.4%；全球主要股指中，除了日经 225 指数累计下跌 1.3% 以外，美股和欧股涨幅明显；10 年期美债收益率累计下跌 29 个基点（见图表 11）。

图表 10. 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

图表 11. 二季度主要货币和全球资产价格表现

	2021.04	2021.05	2021.06	2021Q2	
货币	美元指数	-2.0	-1.6	2.8	-0.9
	美元兑日元	1.6	-0.6	-1.4	-0.4
	欧元兑美元	3.3	0.8	-3.0	1.1
	英镑兑美元	1.2	1.9	-2.7	0.4
股市	标普500指数	5.2	0.5	2.2	8.2
	富时100指数	3.8	0.8	0.2	4.8
	法国CAC40指数	3.3	2.8	0.9	7.3
	德国DAX指数	0.8	1.9	0.7	3.5
	日经225指数	-1.3	0.2	-0.2	-1.3
美债	10年期美债(bp)	-9.0	-7.0	-13.0	-29.0

资料来源：万得，中银证券

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_24969



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn