有喜有忧，更有隐忧

——我国二季度国际收支数据（正式数）研究

内容提要：

二季度我国国际收支表现为经常项目顺差，非储备金融账户逆差，国际储备资产增加的特点，但也存在着明显的隐忧。国际收支情况反映了一国外汇供求情况，对汇率具有很大影响，我们依旧坚持原有观点，即在目前的情况下，人民币不具备持续升值的基础，人民币汇率在均衡的水平上维持双向波动时最现实的选择，即人民币兑美元汇率在 6.7 元和 7.2 元之间波动，但在新形势下，人民币双向区间可能被拓宽，以推进人民币汇率市场化、自由化和国际化进程。

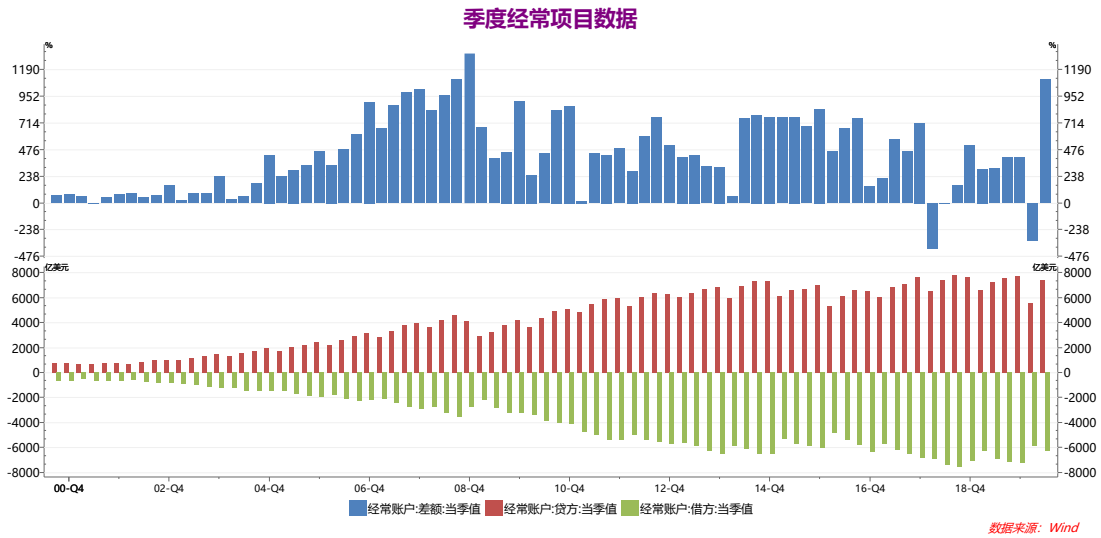
周末，国家外汇管理局公布了我国二季度国际收支，数据显示，经常项目顺差，非储备性质的金融账户逆差，特别是其他投资项出现大幅逆差，错误遗漏项也出现大额借项，显示出目前我国的国际收支并不支持人民币汇率的持续升值，即“人无升基”。我们依旧认为人民币汇率将在维持双向波动格局，但双向波动的区间可能在新形势下会被拓宽。

一. 经常项目分析

单季经常项目出现巨额顺差，达到 1101.68 亿美元。该数据仅次于 2008 年的四季度。其背景同样为是世界性的金融和经济危机而导致进

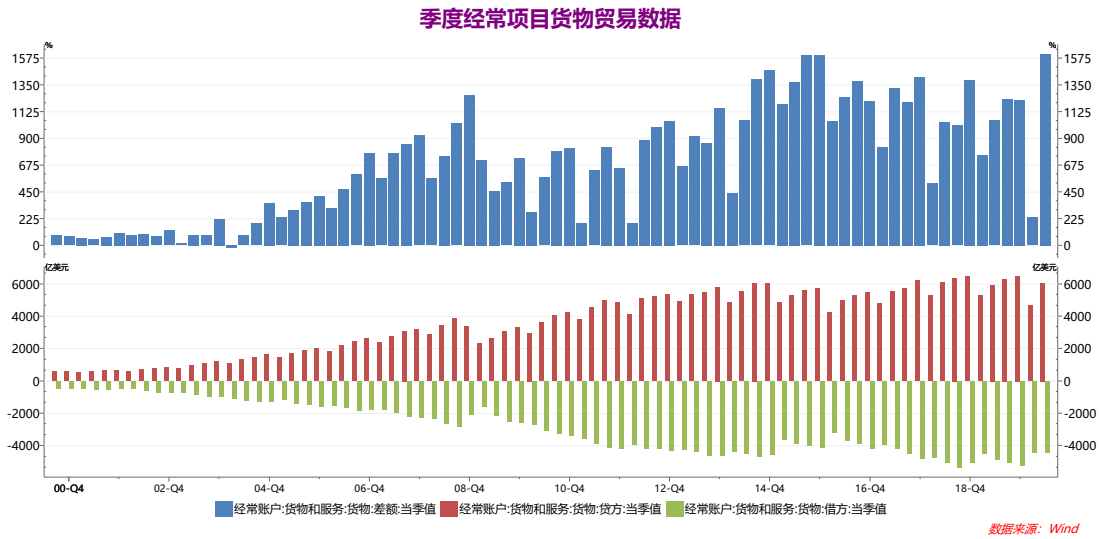
口的大幅萎缩。

图 1：季度经常项目数据分析



从其内部结构看，货物贸易大幅顺差，达到 1612.96 亿美元。

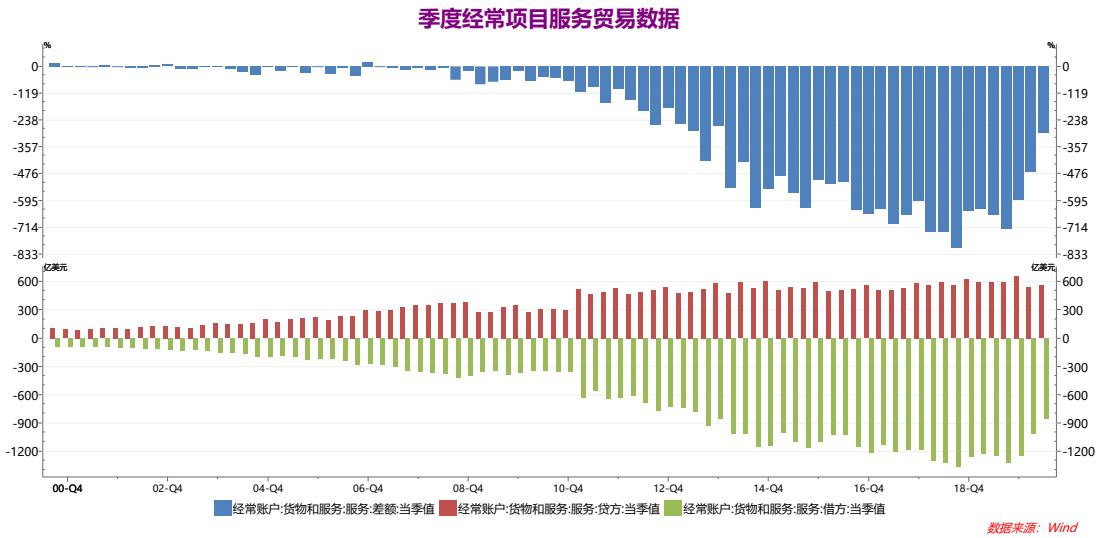
图 2：季度货物贸易差额数据



与此同时，服务贸易逆差减少明显，二季度仅仅逆差 295.07 亿美元，

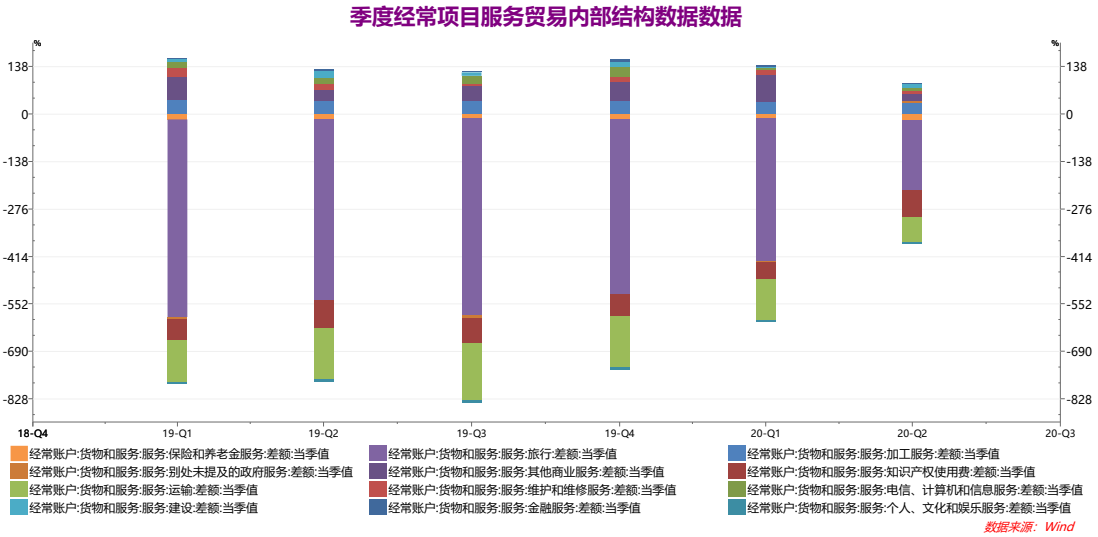
低于一季度的逆差 470.45 亿美元。去年同期逆差 658.33 亿美元。

图 3：季度服务贸易差额数据



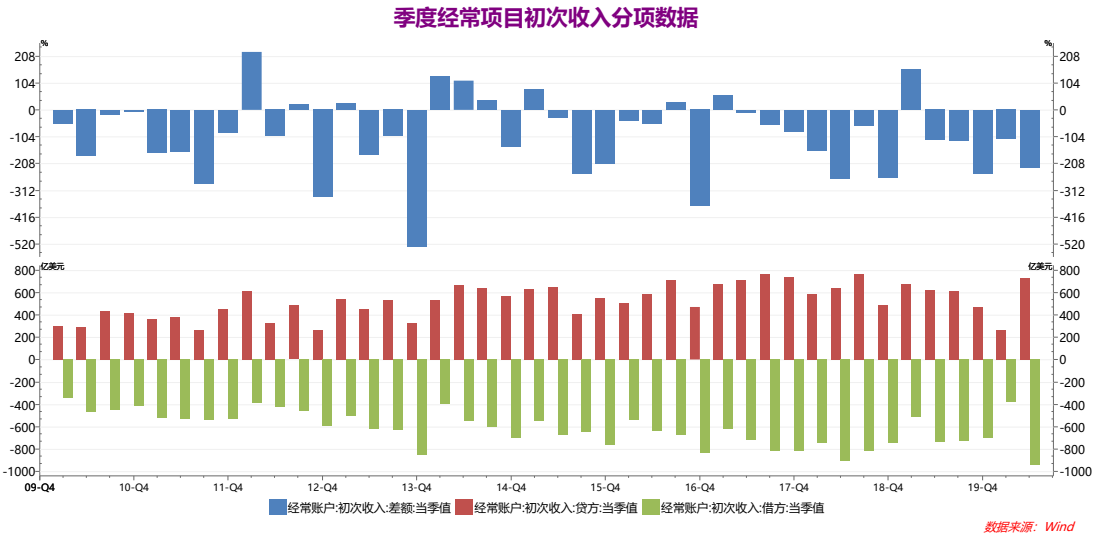
而服务贸易逆差的减少主要是因为旅游服务逆差的减少。旅行服务逆差 203.45 亿美元，低于前值的逆差 415.45 亿美元和去年同期的逆差 527.68 亿美元。受到经济萧条影响，和贸易相关的运输服务逆差也出现了大比率减少，但是，知识产权贸易逆差增加明显。

图 4：季度服务贸易子项及其差额



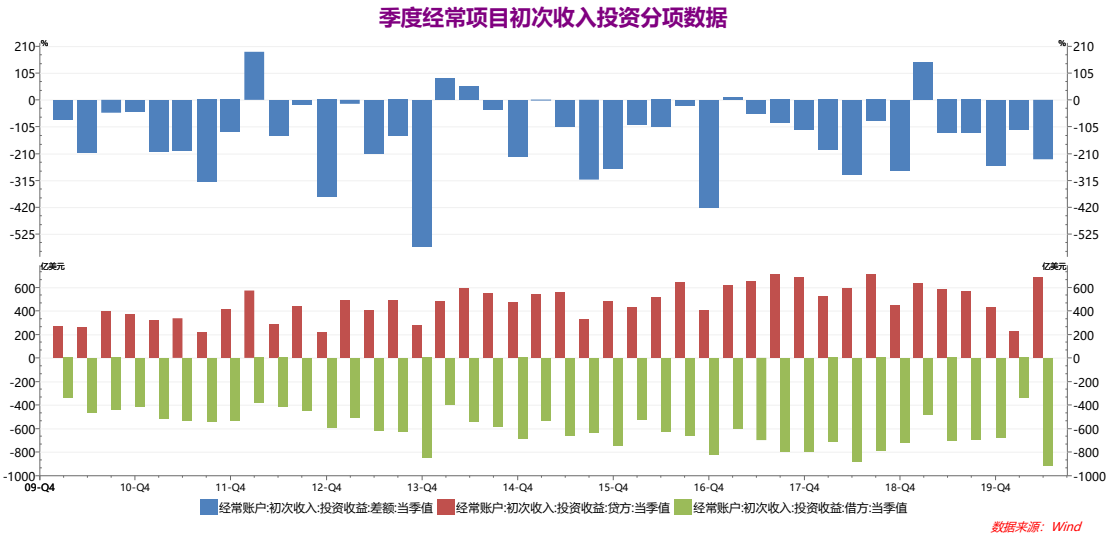
从初次收入收据看，逆差 255.47 亿美元，高于前值的 113.36 亿美元，贷方和借方项目均大比率下降，但借方下降更为明显。

图 5：季度初次收入子项及其差额



从初次收入中的最重要项目——投资收益看，资金流出明显，逆差达到 917.76 亿美元，显示出外资扩大再生产意愿下降明显。但从环比看，投资收益项资金流入也有显著增加，但从速率上不及流出。

图 6：季度投资收入子项及其差额

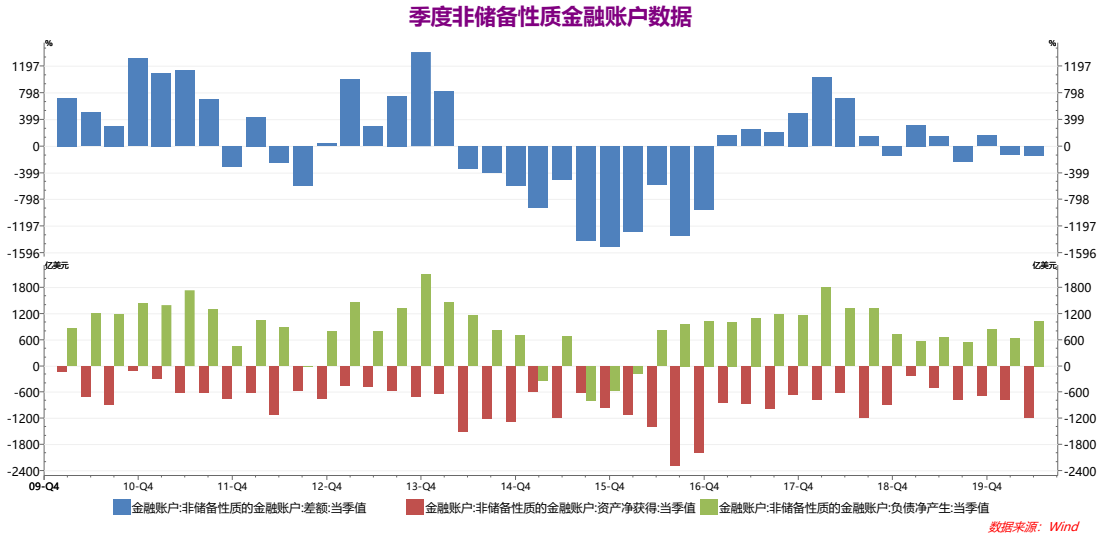


二. 非储备性质金融账户分析

数据显示，二季度非储备性质金融账户出现小幅逆差，逆差 153.28 亿美元，小于前值的逆差 138.7 亿美元。而去年同期顺差 138.1 亿美元。

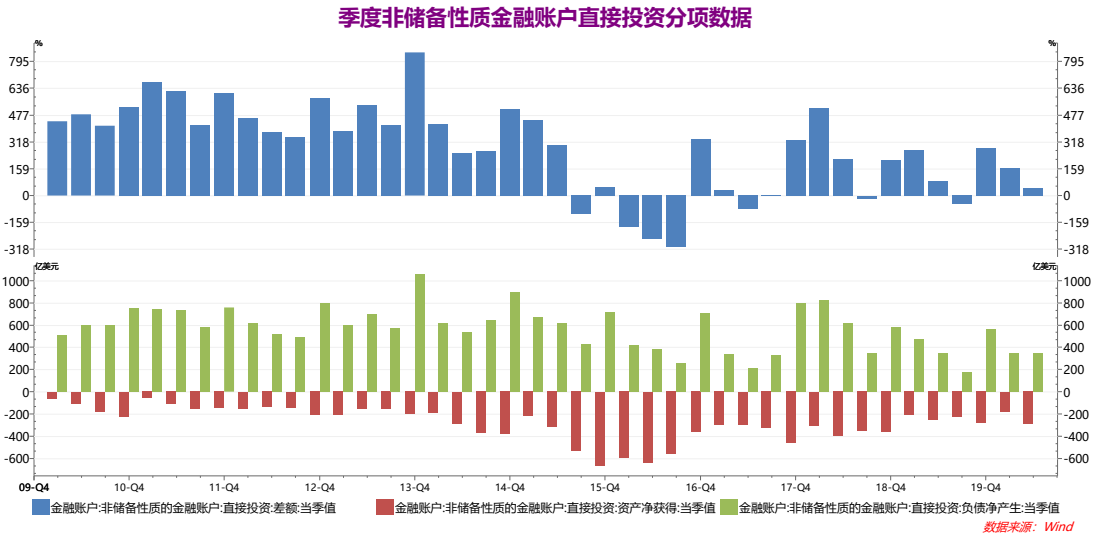
从结构看，直接投资顺差出现趋势性减少，证券投资出现顺差，而其他投资项出现巨额逆差。

图 7：季度非储备性质金融账户数据



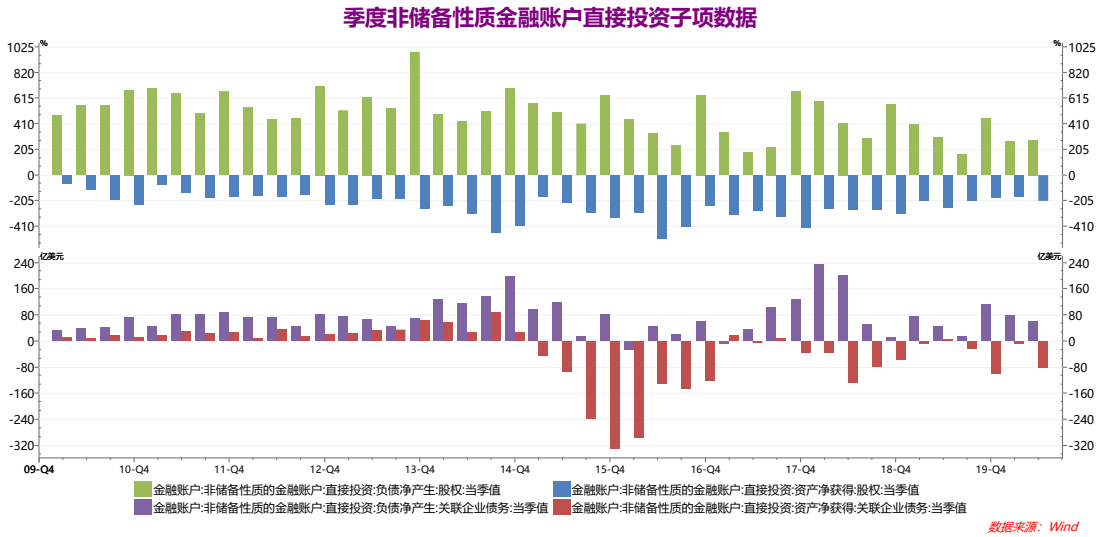
在直接投资方面，顺差减少明显，二季度顺差为 47.06 亿美元，大幅低于前值的顺差 163.02 亿美元，也低于去年同期的 86.11 美元。

图 8：季度非储备性质金融账户直接投资分项数据



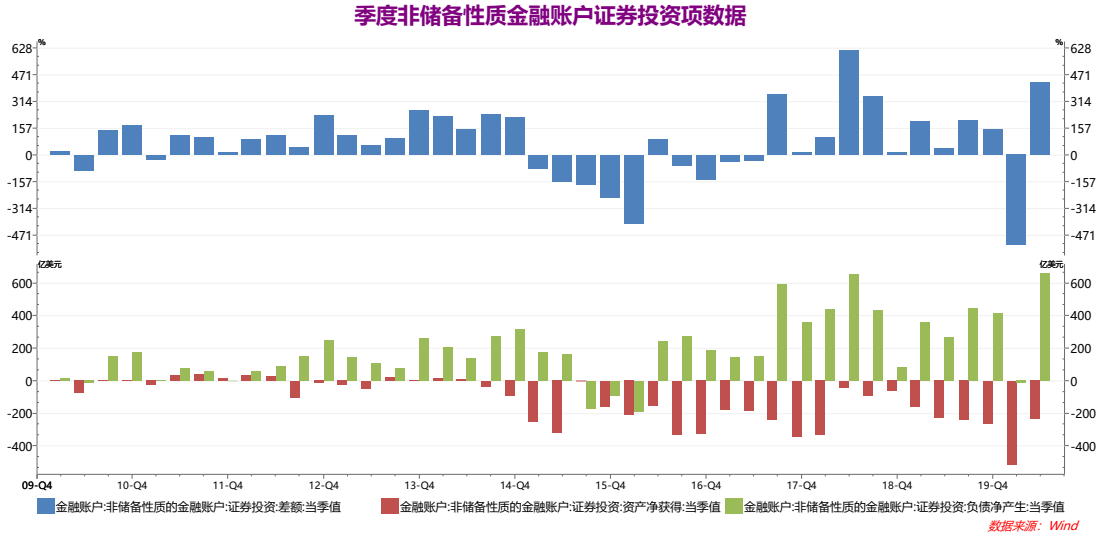
但从子项看，主要表现为关联企业债务增加明显。股权投资项流入减少，但流出增加。

图 9：季度非储备性质金融账户直接投资子项数据



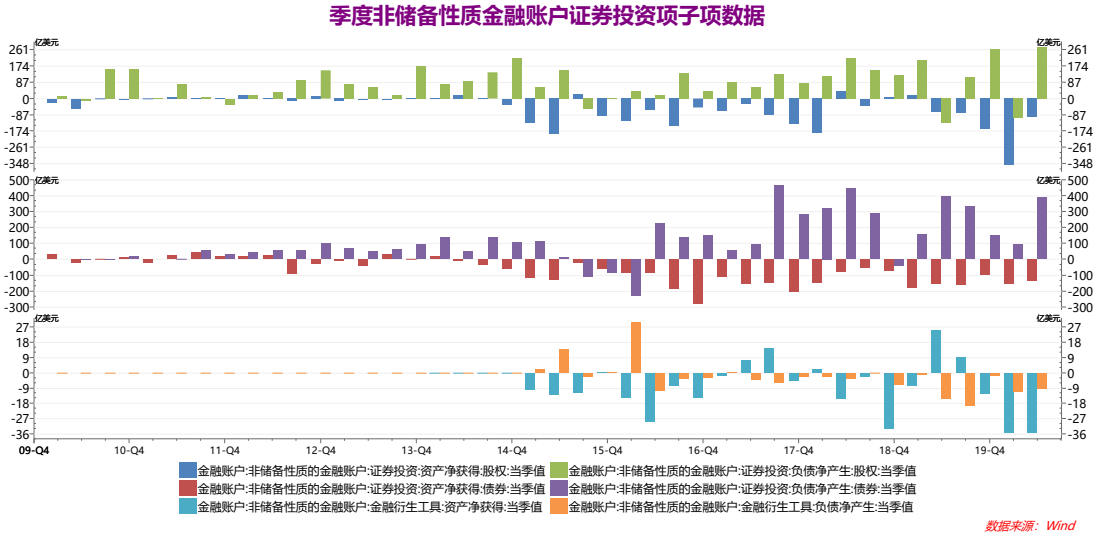
在证券投资项下，二季度出现大幅顺差，达到 424.26 亿美元，而前值逆差达到 531.91 亿美元，去年同期顺差 35.78 亿美元。顺差金额仅次于 2018 年二季度。

图 10 ：季度非储备性质金融账户证券投资项数据



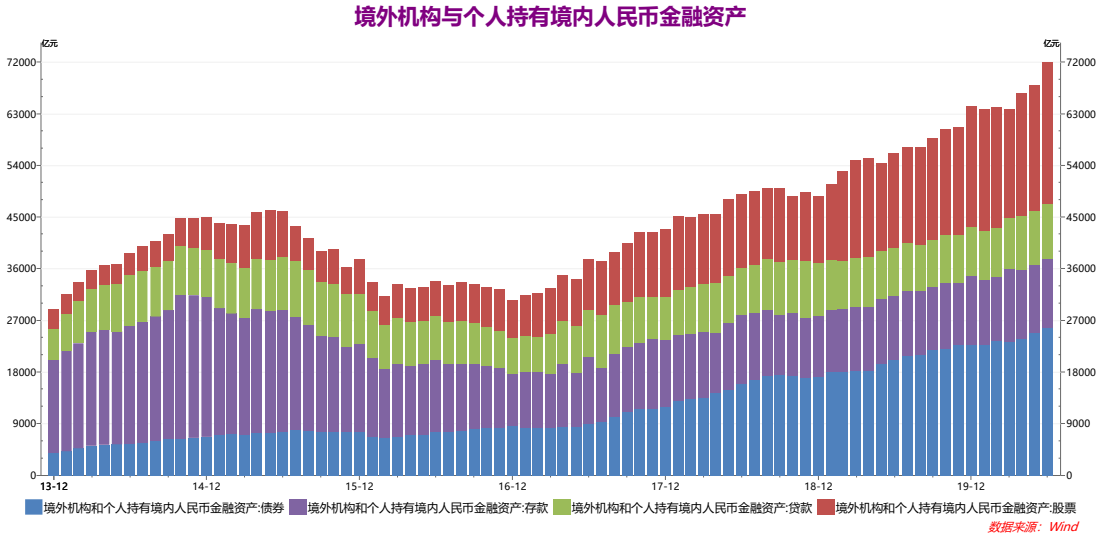
从分项看，无论是股权投资还是债券投资，均表现为资金的大量流入。在股票投资方面，资金流入了 273 亿美元，创下历史新高；在债券投资方面，资金流入了 387.13 亿美元。

图 11：季度非储备性质金融账户证券投资项子项数据



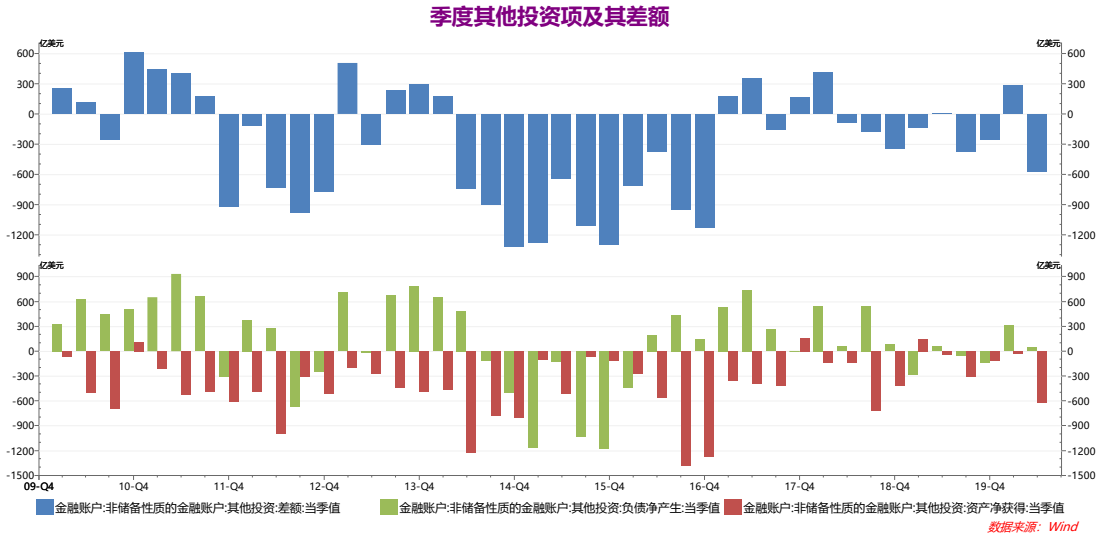
从央行公布的存量数据看，二季度，境外机构和个人持有人民币资产，特别是持有股票和债券资产增长明显。

图 12：境外机构与个人持有境内人民币金融资产



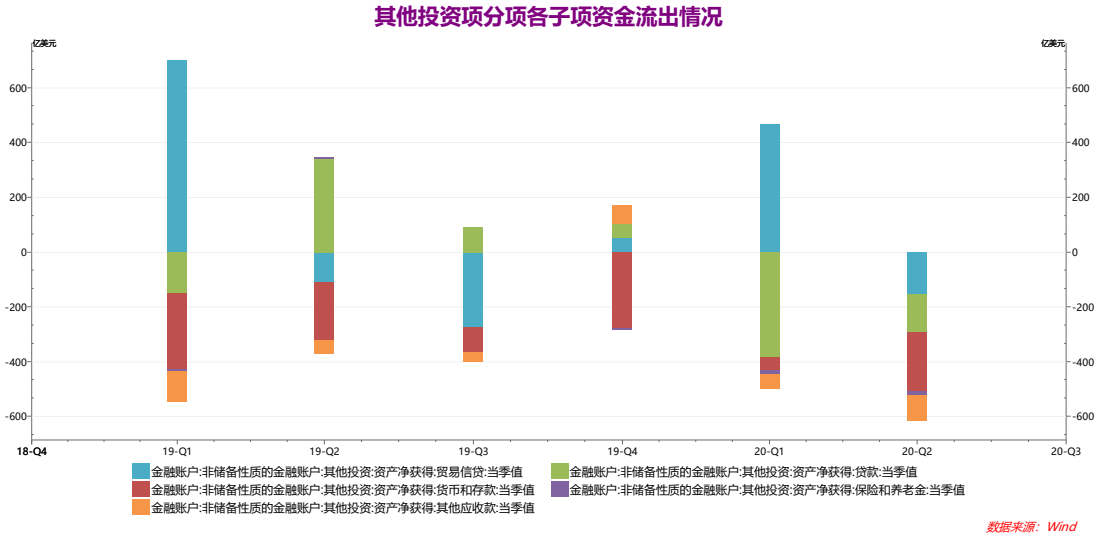
但从其他投资项看，二季度出现大幅逆差，逆差 579.83 亿美元，具体表现为资金的大量流出，而流入资金减少明显。其他投资覆盖的面比较广，定义相对模糊，其包括居民与非居民之间的其他金融交易。包括其他股权、货币和存款、贷款、保险和养老金、贸易信贷和其他应收/应付款。其中，其他股权是指不以证券投资形式（上市和非上市股份）存在的、未包括在直接投资项下的股权，通常包括：在准公司或非公司制企业中的、表决权小于 10%的股权（如分支机构、信托、有限责任和其他合伙企业、以及房地产和其他自然资源中的所有权名义单位）、在国际组织中的股份等。因此， 其他投资项目管理一般难度很大。

图 13：季度其他投资项及其差额



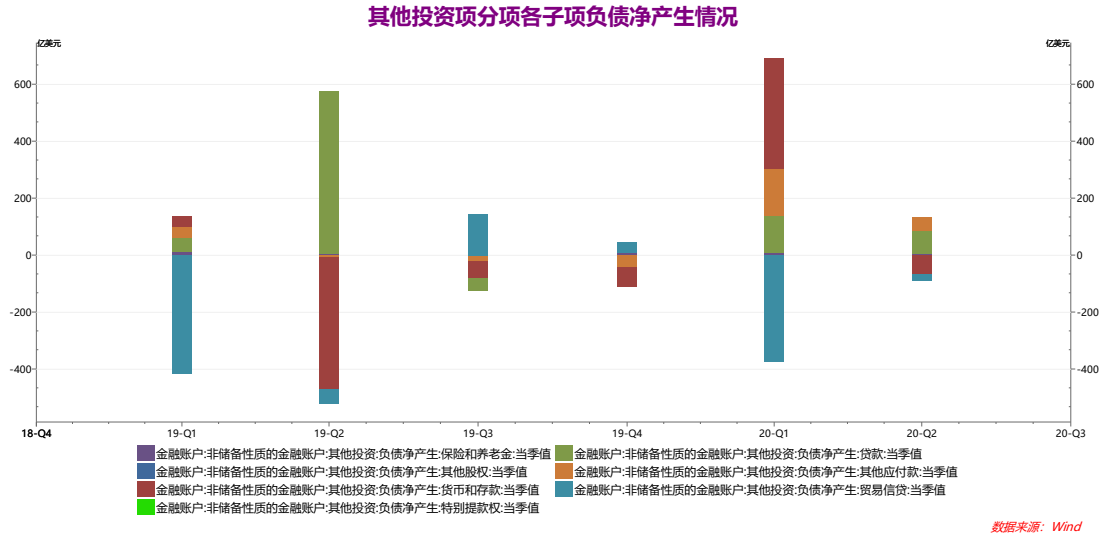
从子项看，资金流出的大项为贸易信贷、贷款和货币与存款项。

图 14：其他投资项分项各子项



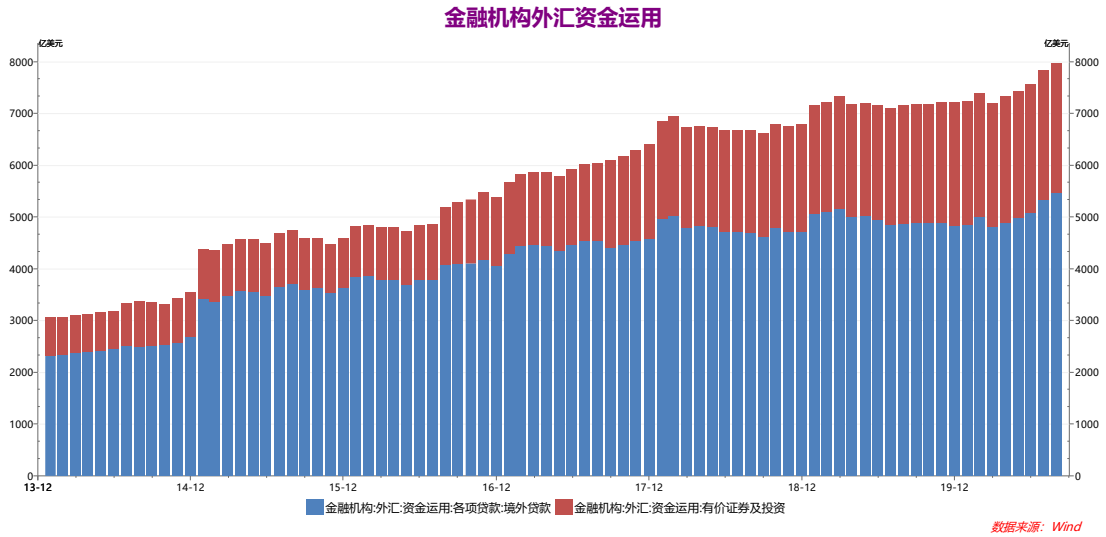
而其他投资项下，各子项负债净产生情况资金流入大幅减少。

图 15：其他投资项分项各子项负债净产生情况



央行数据也显示，境内机构用于境外存款和有价证券及投资的资金近期创下新高。同比与环比大幅增加。

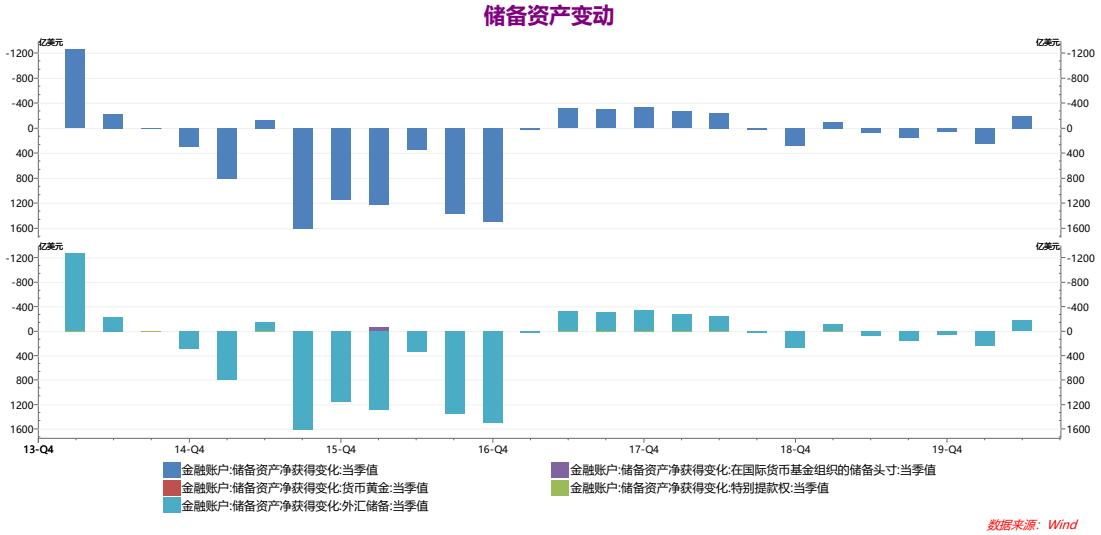
图 16：金融机构外汇资金运用



三． 线下项目分析

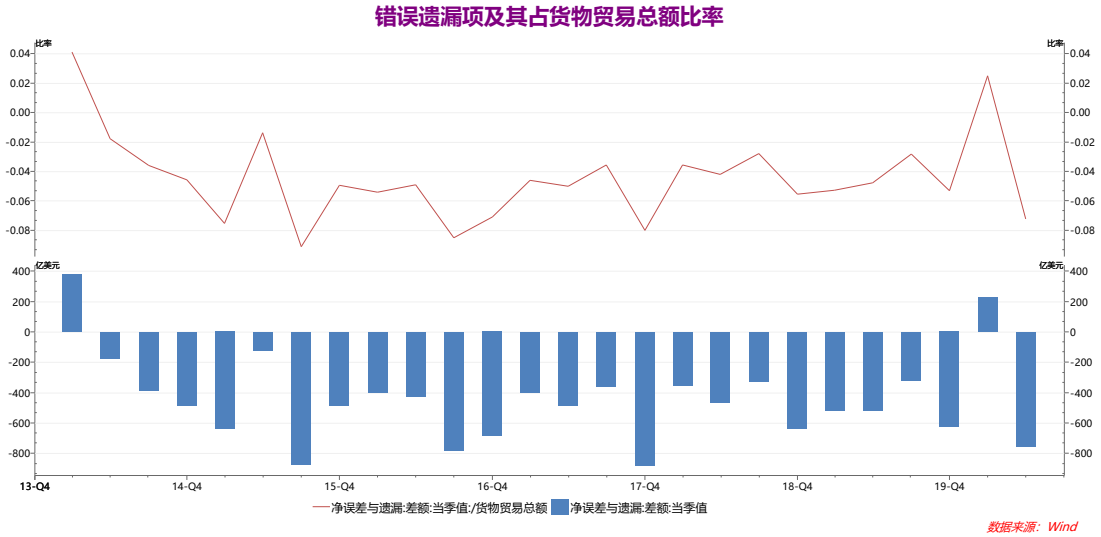
从储备资产看，二季度增加了 191.36 亿美元 ，其中外汇储备增加了

178.21 亿美元，这是 2019 年一季度以来首次出现外汇储备和储备资产的增加。一季度外汇储备大减了 248.33 亿美元。



从错误遗漏项看，二季度达到-756.89 亿美元，和一季度的+226.02 亿美元形成鲜明对比。错误遗漏项占当季货物贸易总额的比率高达 7%，明显高于 5%的临界值。属于很不正常。不正常的错误和遗漏项一般说明统计质量不高，有待于提高，另一种可能是存在着走私和资金外逃。

图：错误遗漏项及其占货物贸易总额比率



数据来源：Wind

综上分析，二季度我国国际收支表现为经常项目顺差，非储备金融账户逆差，国际储备资产增加的特点，也显示出以下几个隐忧：

一是经常项目顺差主要是因为旅行服务逆差减少和货物贸易衰退性顺差导致的，和疫情有着很大的关联，具有一定的偶然性。当前，贸易保护主义在世界经济衰退的背景下沉渣泛起，要保持经常项目持续顺差有相当的难度。

二是在非储备性质金融账户方面，直接投资顺差出现趋势性下降，经常项目中的投资收益项也显示外资扩大再投资意愿下降；证券投资尽管顺差，但具有不稳定性。而其他投资出现巨额逆差，金融机构境外资金运用 出现大幅回升，值得关注。

三是错误遗漏项再度出现不正常态势，加上其他投资项逆差 严重，说明有短期资本外流和外逃情况，值得警惕与关注。而这一切均发生于人民币汇率相对坚挺的背景下，说明市场对人民币汇率的预期依旧不

稳定。

国际收支情况反映了一国外汇供求情况，对汇率具有很大影响，我们依旧坚持原有观点，即在目前的情况下，人民币不具备持续升值的基础，人民币汇率在均衡的水平上维持双向波动时最现实的选择，即人民币兑美元汇率在 6.7 元和 7.2 元之间波动，但在新形势下，人民币双向区间可能被拓宽，以推进人民币汇率市场化、自由化和国际化进程。

（银河期货研究所 20200929）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn