

二季度国际收支数据解读

经常账户差额如期转正，国际资本特别是短期资本流出压力加大。

- 二季度经常账户由上季逆差 337 亿美元转为顺差 1196 亿美元，上半年经常账户累计顺差 859 亿美元，同比有所增加，但仍属于对外经济基本平衡，符合近期 IMF 关于中国对外部门与中长期基本面相一致的重要判断。
- 上半年经常账户盈余反映了中国储蓄大于投资的结构性因素。二季度经常账户大幅顺差的主要贡献项是货物顺差，反映了中国经济在疫情中率先复苏的积极影响。但未来货物顺差扩大的趋势能否延续值得关注。
- 上半年长期性服务逆差的大幅改善对于经常账户顺差增加有一定贡献。鉴于海外疫情波浪式蔓延的发展态势，估计下半年全球人员往来仍难以恢复正常状态，这有可能抑制我国旅行逆差反弹。
- 二季度资本账户（含净误差与遗漏）由上季顺差 86 亿美元转为逆差 1005 亿美元，上半年资本账户累计净流出 919 亿美元。但这并不意味着资本流向大逆转，而是反映了资本账户逆差对冲经常账户顺差、国际收支自主平衡的结果。
- 二季度资本账户较大逆差主要源于短期资本净流出（含净误差与遗漏）大幅增加，短期资本流动差额与基础国际收支差额之比为-84%，上半年为-105.7%，高于上年同期-97.5%的水平，显示今年上半年短期资本外流压力略高于上年同期。
- 二季度短期资本净流出与同期境外投资境内证券净流入并不矛盾，因为境内也增加了对外证券投资。

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：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

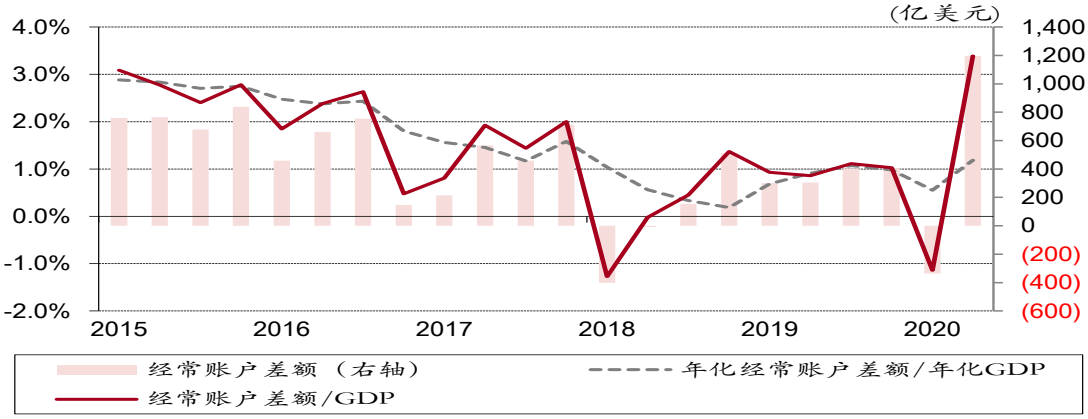
联系人：管涛
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

日前，国家外汇管理局发布了今年第二季度及上半年国际收支的初步数据。初步数据显示，第二季度及上半年，我国国际收支呈现以下特点：

一是第二季度经常账户由上季逆差 337 亿美元转为顺差 1196 亿美元，季度顺差规模仅次于 2008 年第四季度。今年上半年，经常账户累计顺差 859 亿美元，同比增长 42%，相当于同期名义 GDP 的 1.3%，同比上升了 0.4 个百分点；年化经常项目顺差相当于年化名义 GDP 之比为 1.2%，同比上升了 0.3 个百分点（见图表 1）。这显示经常账户顺差虽同比有所增加，但仍属于对外经济基本平衡，符合国际货币基金组织近期在《2020 年对外部门报告：全球失衡与新冠肺炎危机》中关于中国对外部门与中长期基本面相一致的重要判断。

图表 1. 中国季度经常账户收支差额及其与名义 GDP 之比

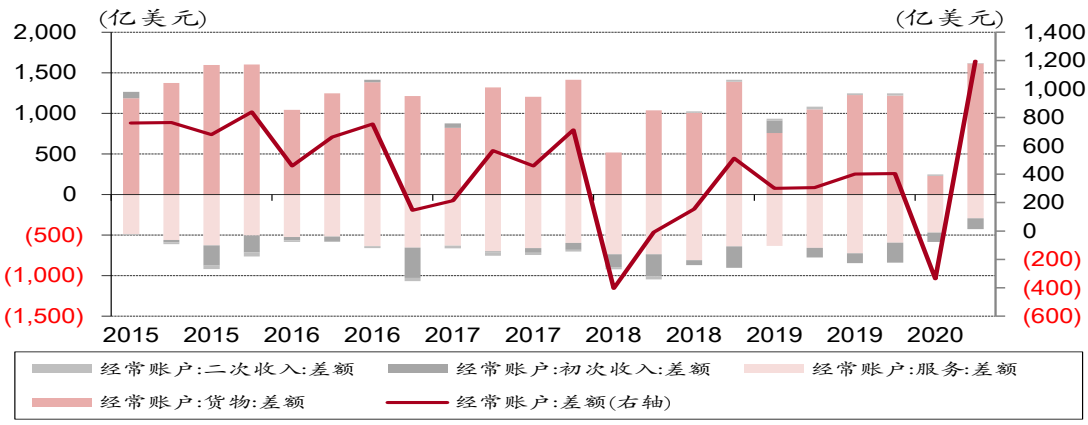


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：年化经常账户差额与年化名义 GDP 均为往前 4 个季度滚动合计。

二是上半年经常账户盈余反映了中国储蓄大于投资的结构性因素。这是我们对于上季中国经常账户逆差并不感到担心的重要原因，因为不论是对外经贸摩擦还是新冠肺炎疫情，短期内都不足以改变中国这个结构性的经济特征。而第二季度经常账户大幅顺差，则反映了中国经济在疫情中率先复苏的积极影响。3 月 23 日，中国宣布疫情本土传播基本阻断，第二季度推动全产业链供应链复工复产，外贸出口表现超乎市场预期，外贸顺差大幅反弹。第二季度，经常账户顺差环比增加 1533 亿美元，其中国际收支口径的货物出口环比增长 30%，进口基本持平，货物顺差 1613 亿美元，较上季增加了 1382 亿美元，贡献了经常账户顺差环比增加额的 90%（见图表 2）。当然，随着下半年中国经济从供给端修复走向需求端修复，在全球经济深度衰退、中国经济正增长情形下，中国货物顺差扩大的趋势能否延续值得关注。

图表 2. 中国季度经常账户差额构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

三是上半年长期性服务逆差的大幅改善对于经常账户顺差增加有一定贡献。上半年，经常账户顺差同比增加 253 亿美元。其中，服务逆差 764 亿美元，同比下降 41%，减少 528 亿美元，贡献了经常账户顺差增加额的 209%。服务逆差同比下降，主要是因为受疫情影响，居民出境旅游（包括出国观光旅行、留学就医等）受阻，旅行逆差同比减少 486 亿美元，贡献了服务逆差减少额的 92%。同时，因进口活跃度降低，运输逆差减少 85 亿美元，贡献了服务逆差减少额的 16%（见图表 3）。鉴于海外疫情波浪式蔓延的发展态势，估计下半年全球人员往来仍难以恢复正常状态，这有可能抑制我国旅行逆差恢复。

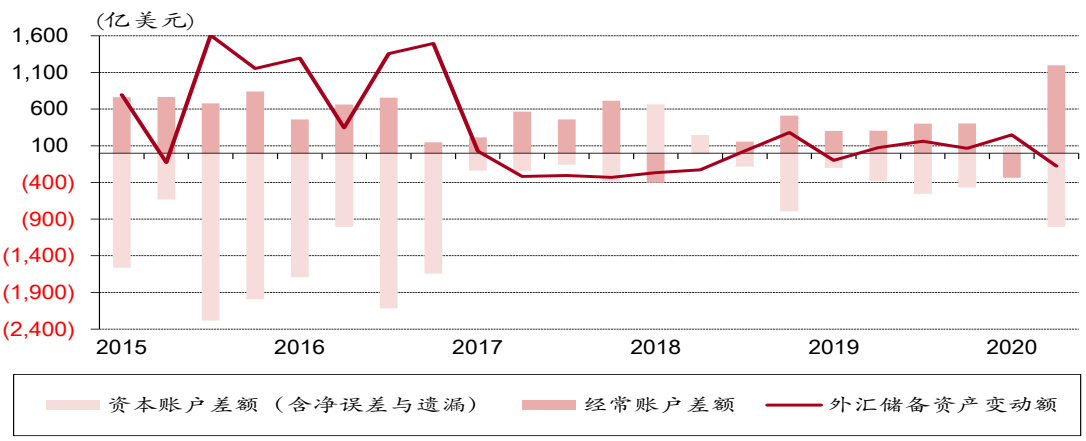
图表 3. 中国服务贸易差额构成（单位：亿美元）

	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变动额
服务	(1,293)	(764)	528
加工服务	78	64	(13)
维护和维修服务	44	21	(23)
运输	(275)	(191)	85
旅行	(1,104)	(617)	486
建设	25	15	(10)
保险和养老金服务	(33)	(32)	1
金融服务	7	6	(2)
知识产权使用费	(141)	(130)	11
电信、计算机和信息服务	31	12	(19)
其他商业服务	99	98	(1)
个人、文化和娱乐服务	(15)	(10)	5
别处未提及的政府服务	(9)	(1)	8

资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

四是第二季度资本账户由上季少量净流入转为大幅净流出，外汇储备资产由降转增。第一季度，资本账户（含净误差与遗漏，下同）顺差 86 亿美元，剔除估值影响后外汇储备资产（下同）减少 248 亿美元。第二季度资本账户逆差 1005 亿美元，外汇储备资产增加 178 亿美元。上半年，资本账户累计净流出 919 亿美元，同比增长 58%；外汇储备资产累计减少 70 亿美元，上年同期为增加 25 亿美元（见图表 4）。同期，外汇储备余额增加 44 亿美元，其中估值影响为正 114 亿美元，这主要反映了股票、债券等资产价格重估的影响，当期美元指数上涨了 1.0%，汇率变动的估值效应理应为负。需要指出的是，第一二季度我国跨境资本流动形势变化并不意味着资本流向大逆转，而是反映了在季度经常账户大幅顺差，央行基本退出外汇市场常态干预、外汇储备资产增减变化不大的情况下，资本账户逆差对冲经常账户顺差、国际收支自主平衡的结果。

图表 4. 中国季度国际收支主要项目构成

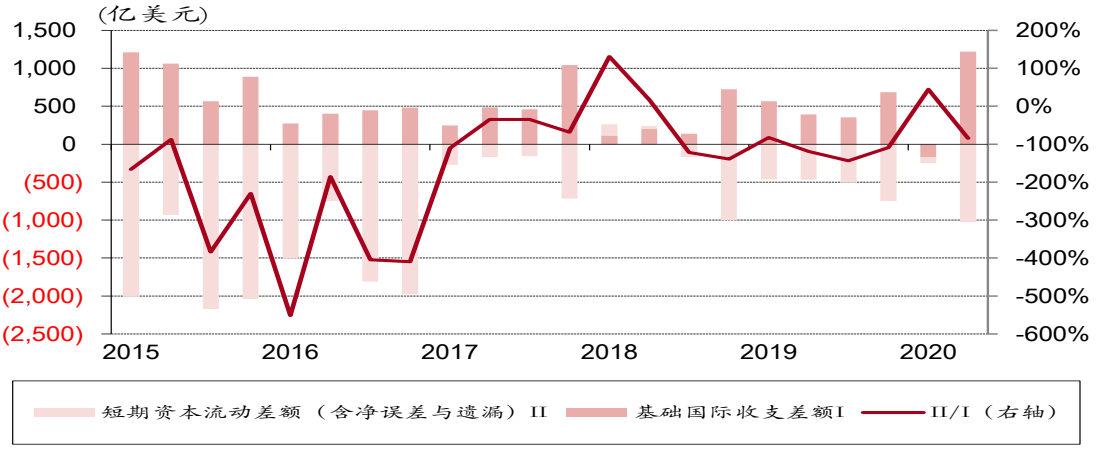


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：外汇储备资产增加为负值，减少为正值。

五是第二季度资本账户较大逆差，主要是源于短期资本净流出大幅增加。第二季度，国际收支口径外来直接投资净流入 316 亿美元，环比减少 27 亿美元；对外直接投资净流出 292 亿美元，环比增加 112 亿美元；由于外来投资净流入减少、对外投资净流出增加，跨境直接投资净流入 24 亿美元，环比减少 139 亿美元。但鉴于经常账户顺差增加较多，第二季度基础国际收支顺差 1220 亿美元，上季为逆差 174 亿美元；短期资本净流出（含净误差与遗漏，下同）1029 亿美元，远超过上季净流出 77 亿美元的规模。当季，短期资本流动差额与基础国际收支差额之比为-84%；上半年，该比例为-105.7%，高于上年同期-97.5%的水平，显示今年上半年短期资本外流压力略高于上年同期（见图表 5）。去年跨境资本流动和人民币汇率走势主要是经贸磋商主导，而今年则是新冠疫情蔓延、全球金融动荡、世界经济衰退、地缘政治博弈等多种因素交织在一起，内外部形势更为复杂严峻。

图表 5. 中国季度短期资本流动与基础国际收支差额及二者之比

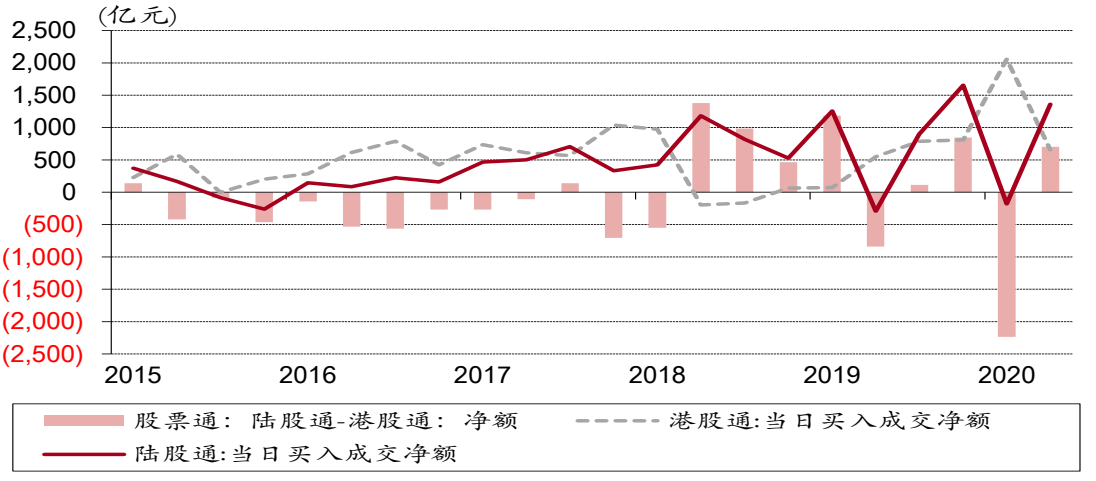


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：(1) 基础国际收支差额=经常账户差额+直接投资差额；(2) 短期资本流动差额=证券投资差额+金融衍生品交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏。

六是短期资本净流出与二季度境外投资境内证券净流入 600 亿美元并不矛盾，因为境内也增加了对外证券投资。如今年上半年，我国陆股通项下北上资金累计买入成交净额 1182 亿元人民币，同比增长 23%；港股通项下南下资金累计买入成交净额 2714 亿元人民币，增长 3.36 倍；股票通项下内地累计净流出资金 1532 亿元人民币，上年同期为净流入 342 亿元人民币（见图表 6）。

图表 6. 股票通项下双向跨境资金流动状况



资料来源：上交所，深交所，万得，中银证券

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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，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