

上半年对外经济部门体检报告

经常项目顺差收窄，跨境双向投资活跃

- 上半年，经常项目顺差同比收窄，服务贸易逆差是主要贡献项，货物贸易顺差同比小幅增加。国际收支口径和海关口径的货物贸易顺差缺口较大，反映了两类数据统计口径差异。
- 上半年，外来投资净流入改善，来华股权和债权投资此消彼长。来华债权投资中，境外投资者转为净增持境内人民币债券，而其他债权投资延续净偿还，或与美联储首次降息时间不断延后，海外融资成本持续高企有关。由于A股持续低迷，来华股权投资中的证券投资转为净流出。
- 上半年，对外投资净流出增加，对外债权和股权投资齐增。对外债权投资中，贷款和贸易信贷增幅明显，前者或与境内融资成本较低有关，后者反映了出口规模增长的影响。对外股权投资中，证券投资净流出规模增长明显，意味着国内投资者或分享了海外股市的上涨红利。
- 上半年，由于内资净流出规模大于外资净流入，我国民间对外净负债规模及其占GDP比重有所下降。民间部门货币错配程度更是显著好于“8.11”汇改时期，是境内外汇市场在人民币汇率承压阶段仍具韧性的重要保障。
- “8.11”汇改以来，我国外债稳定性增强。由于境外持有境内人民币债券在来华债权投资中占据主导地位，2024年6月末我国本币计价外债占比升至历史高点，能够有效降低我国外债汇率风险。
- **风险提示：**海外经济金融风险超预期，国内政策和经济复苏不如预期。

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

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

2024年9月30日，国家外汇管理局公布了2024年二季度及上半年国际收支平衡表和6月末国际投资头寸表。现结合最新数据对上半年我国对外经济部门状况分析如下：

经常项目顺差同比收窄，服务贸易逆差是主要贡献项

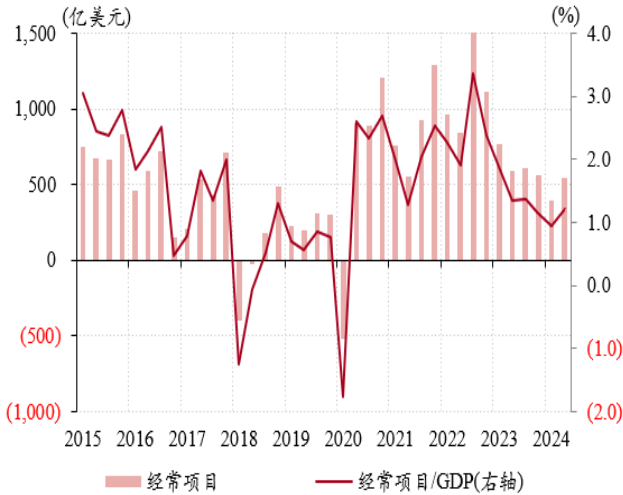
上半年，我国经常项目顺差同比减少423亿至937亿美元，占GDP比重回落0.5个百分点至1.1%，继续位于±4%国际认可的合理范围以内（见图表1）。经常项目顺差同比收窄的主要贡献项是服务贸易和初次收入，二者分别贡献了经常项目顺差降幅的77%、21%（见图表2）。

上半年，服务贸易逆差由上年同期903亿增至1230亿美元，主要贡献项是旅行支出，该项支出规模同比增长37%至1205亿美元，相当于疫情前五年均值的95%，反映居民跨境出行需求恢复加速。同期，初次收入逆差由689亿扩大至778亿美元，主要贡献项是投资收益，其中外来投资收益同比增长7.6%至1955亿美元，为历史同期第三位，或反映外商投资企业利润同比增长11.0%的影响。

上半年，货物贸易顺差保持基本稳定，同比仅增加18亿至2884亿美元，为历史同期次高。同期，海关总署公布的货物贸易顺差同比增加320亿至4328亿美元，创历史同期新高，较国际收支口径的货物贸易顺差高出1443亿美元。根据外汇局解释，国际收支统计和海关统计遵循的标准不同，因此两类数据规模存在差异是全球普遍现象，两类数据统计口径差异主要体现在统计原则、计价基础和计价原则等三个方面¹。而且，我们认为，因为与国民经济核算原则一致，国际收支口径货物贸易被直接用于GDP支出法核算，因此官方没有动力低估货物贸易顺差。

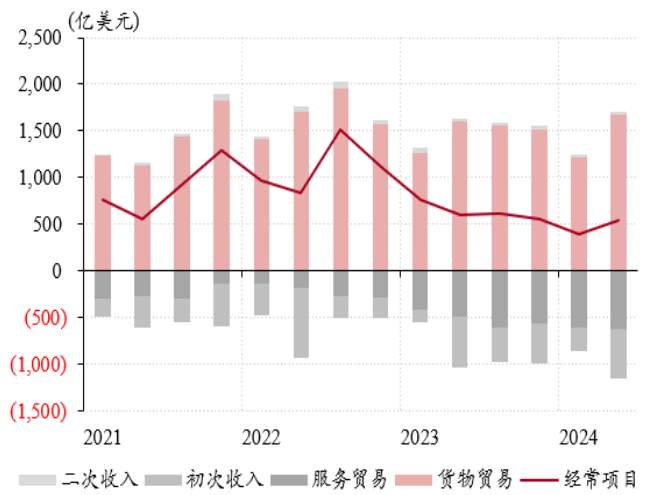
上半年，国际收支口径的货物和服务贸易合计顺差同比减少16%至1654亿美元，但外需仍然是国内经济增长的重要拉动项，拉动GDP同比增速0.7个百分点，上年同期则为-0.7个百分点。

图表 1. 经常项目差额及占 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 2. 经常项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

外来投资净流入改善，来华股权和债权投资此消彼长

上半年，我国外资净流入（即金融账户负债端净额）规模由上年同期156亿增至917亿美元。从细分项目看，外资流入改善主要受来华证券投资和其他投资拉动，前者由上年同期净流出100亿转为净流入691亿美元，后者由净流出114亿转为净流入268亿美元，二者分别贡献了外资流入同比增幅的104%、50%。而来华直接投资则由上年同期净流入371亿转为净流出47亿美元，贡献率为-55%（见图表3）。

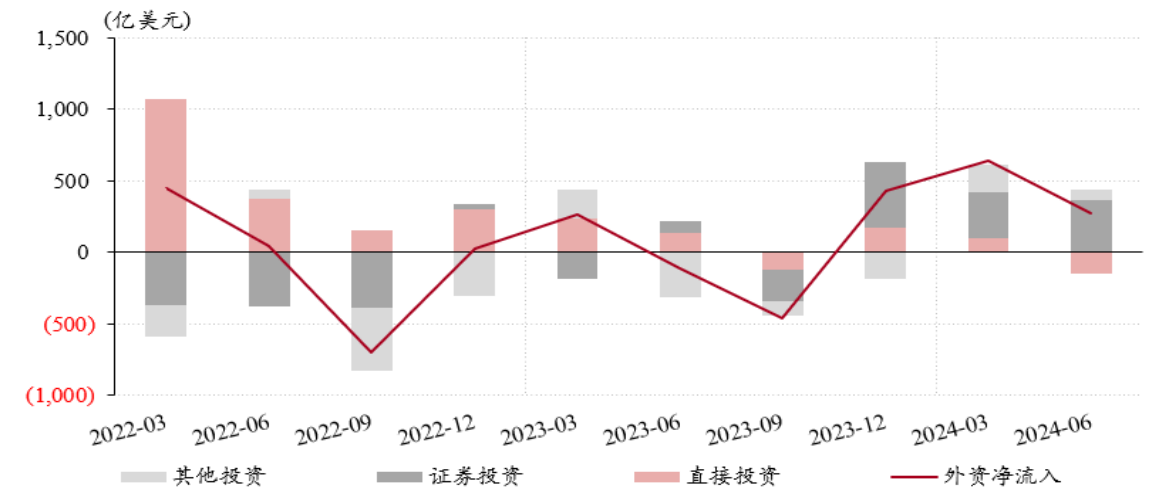
¹ 国家外汇管理局，《2024年上半年中国国际收支报告》专栏1：国际收支货物贸易与海关进出口统计口径差异，详见链接 <http://www.safe.gov.cn/safe/2024/0930/25111.html>

根据资金性质，我们可以将外资大致分为股权投资和债权投资²。由于来华债权投资更容易受到海外融资成本等因素影响，因此波动性显著大于来华股权投资。上半年，外资净流入增加得益于债权投资变化，这部分资金由上年同期净流出 789 亿转为净流入 256 亿美元，而股权投资净流入规模则由上年同期 753 亿降至 230 亿美元（见图表 4）。

来华债权投资中，境外投资境内债券属于典型的被动型外债，驱动因素与其他债权投资有所不同。今年上半年，来华债券投资由上年同期净流出 420 亿转为净流入 721 亿美元。同期，中债登和上清所数据显示，境外投资者净增持境内人民币债券 6395 亿元，上年为净减持 1111 亿元。不过，其他债权投资³则延续净偿还，规模由上年同期 369 亿增至 464 亿美元，这或与美联储首次降息时间不断延后，海外融资成本持续高企有关（见图表 5）。

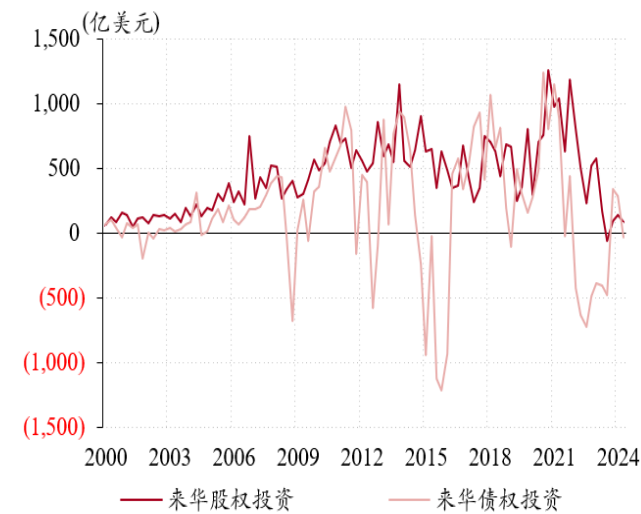
来华股权投资中，直接投资延续净流入，净流入规模由上年同期 433 亿降至 259 亿美元，但反映长期投资意愿的资本金仍在增加，上半年新增资本金 407 亿美元；证券投资由上年同期净流入 320 亿转为净流出 29 亿美元，这与 A 股持续低迷有关（见图表 6、7）。

图表 3. 外资净流入（金融账户负债端净额）规模及构成



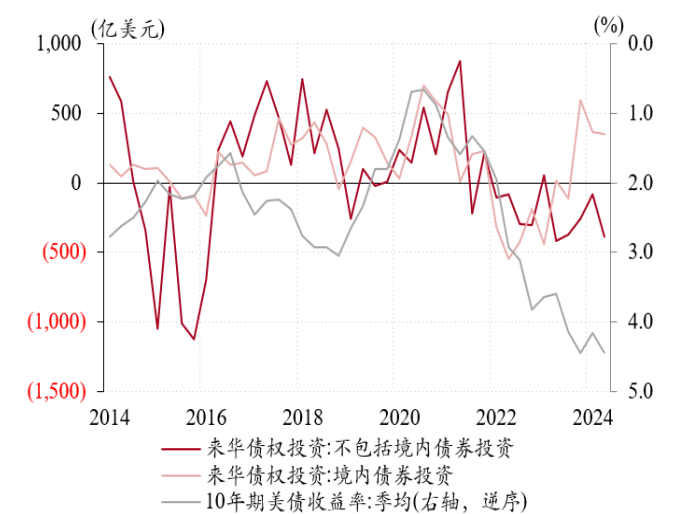
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 4. 外资净流入构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 5. 来华债权投资与美债收益率

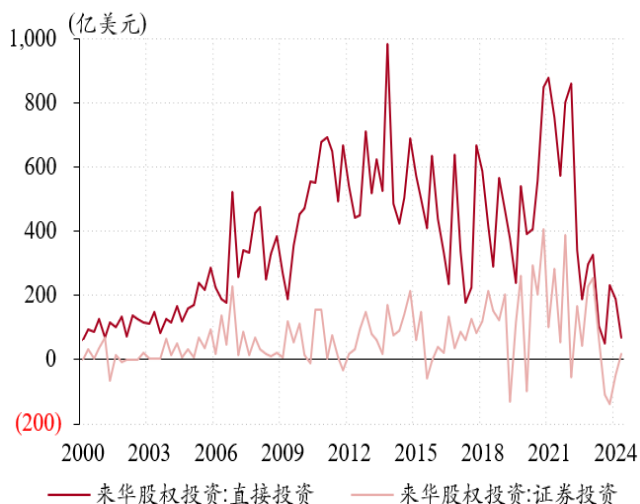


资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

² 来华股权投资为直接投资和证券投资中的股权投资合计值。来华债权投资为直接投资中的关联企业债务，证券投资中的债券投资，其他投资中的货币和存款、贷款、贸易信贷合计值。其他未涵盖的外资性质不明确且规模较小，暂不考虑在内。

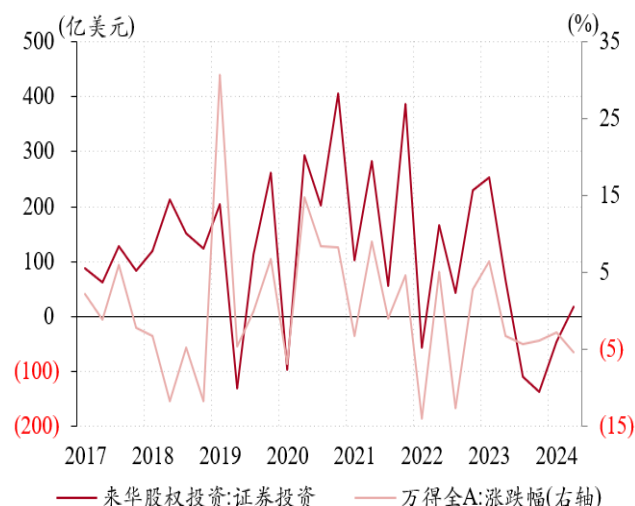
³ 包括直接投资中的关联企业债务，其他投资中的货币和存款、贷款、贸易信贷。

图表 6. 来华股权投资构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 7. 来华股权投资与 A 股涨跌幅



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

对外投资净流出增加，对外债权和股权投资齐增

上半年，我国对外资金运用（金融账户资产端净额）同比增加 872 亿至 2144 亿美元。期间，**官方储备资产相对稳定**，累计仅减少 45 亿美元，上年同期则增加了 354 亿美元，**民间部门仍是投资主体**，投资规模（非储备性质金融账户资产端净额）同比增加 1271 亿至 2189 亿美元（见图表 8）。

从细分项目看，民间对外投资规模同比增加，第一大贡献项是其他投资，由上年同期净流入 516 亿转为净流出 76 亿美元，贡献率为 47%；第二大贡献项是证券投资，净流出规模由上年同期 524 亿增至 969 亿美元，为历史同期次高，贡献率为 35%；第三大贡献项则是直接投资，净流出规模由上年同期 886 亿增至 1089 亿美元，同样为历史同期次高，贡献率为 16%，其中二季度对外直接投资规模升至 710 亿美元，刷新单季历史纪录（见图表 9）。

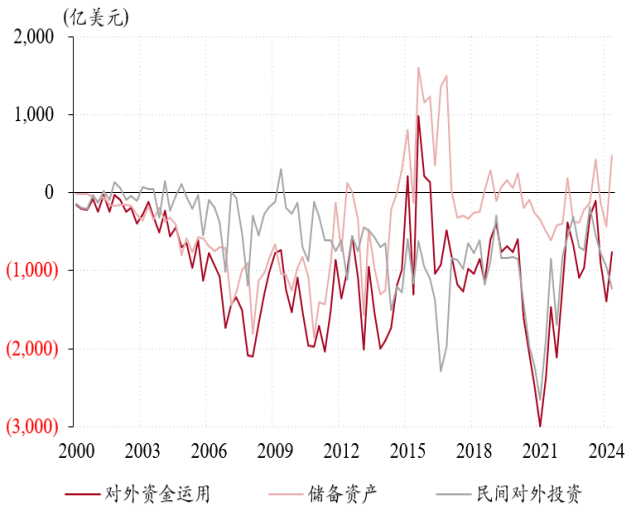
按照资金性质划分，民间对外投资同比增加的第一大贡献项是对外债权投资⁴，由上年同期净流入 93 亿转为净流出 730 亿美元，贡献了民间对外投资同比增幅的 65%；对外股权投资净流出规模由上年同期 772 亿增至 1286 亿美元，贡献率为 40%（见图表 10）。

对外债权投资中，贷款和贸易信贷增幅明显。上半年，对外贷款由上年同期净流入 122 亿（主要是境外贷款到期）转为净流出 152 亿美元，或是因为**境内融资成本较低，增加了境外对人民币的融资需求**；对外贸易信贷由上年同期净流入 265 亿转为净流出 74 亿美元，是因为**出口规模增长，导致企业出口应收账款增加**（见图表 11）。

对外股权投资中，直接投资净流出规模同比仅增加 98 亿美元，证券投资净流出规模增长明显，由上年同期 217 亿增至 633 亿美元，增长了 1.92 倍，意味着**国内投资者或分享了海外股市的上涨红利**（见图表 12、13）。

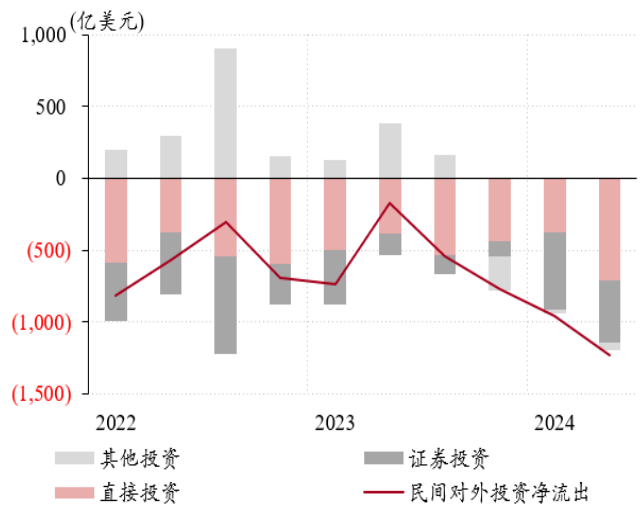
⁴ 计算方法同来华债权投资。

图表 8. 对外资金运用（金融账户资产端净额）及构成



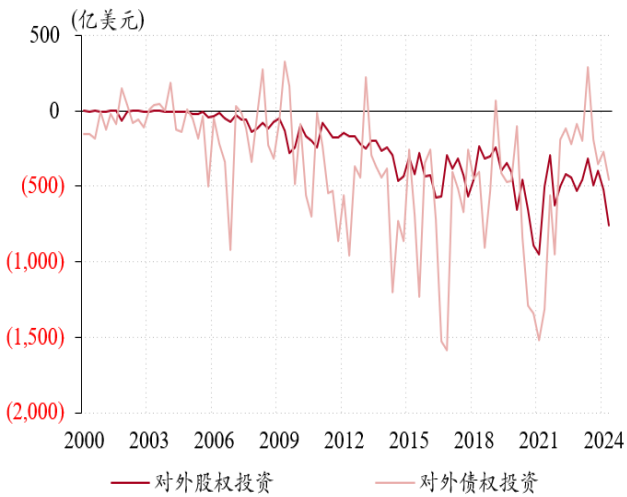
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 9. 民间对外投资净流出规模及构成



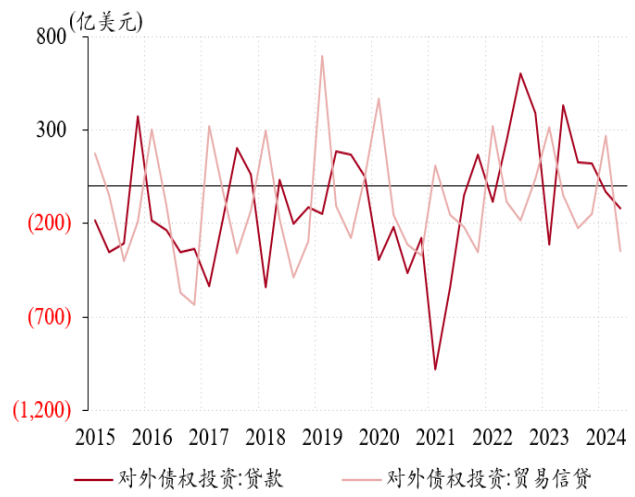
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 民间对外投资净流出构成



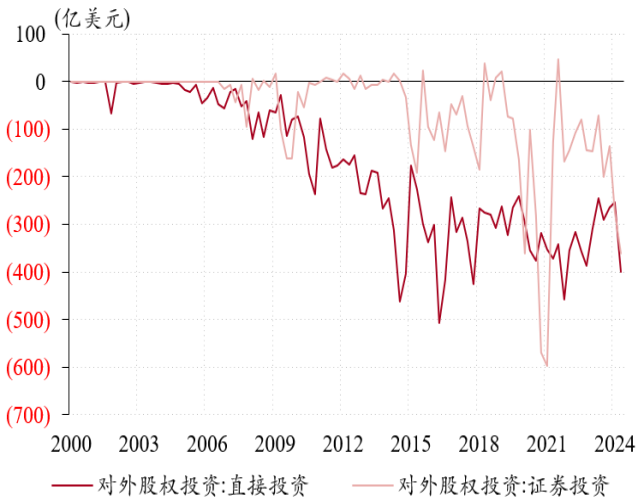
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 11. 对外债权投资中的贷款和贸易信贷



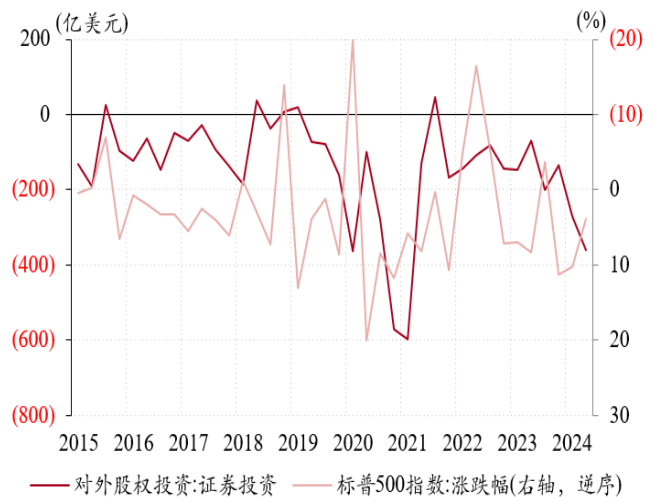
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 对外股权投资构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 13. 对外股权投资与美股涨跌幅



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

外债稳定性增强，保障了境内外汇市场平稳运行

截至2024年6月末，我国民间对外净负债（即剔除储备资产的国际投资净头寸）规模为4656亿美元，较2023年末减少759亿美元。其中，内资净流出与外资净流入缺口为1272亿美元，而汇率和资产价格调整带来的估值效应为-513亿美元（对外金融资产的估值效应为-119亿美元，对外金融负债的估值效应为+394亿美元，其中，同期人民币汇率中间价下跌0.6%，带来负债端负估值效应约为298亿美元，对非银行部门负债端带来负估值效应约为280亿美元⁵）。截至2024年6月末，民间对外净负债占年化名义GDP比重由2023年末的3.0%降至2.6%（见图表14、15）。

2015年“8.11”汇改后人民币汇率意外贬值触发了境内企业加速偿还外债，引发了大规模资本外流冲击，此后我国民间部门货币错配程度明显改善。2024年6月末，民间部门对外净负债规模及其占GDP比重分别较2015年6月末（“8.11”汇改前夕）减少了1.91万亿美元、下降了19.2个百分点（见图表15）。在7月底交易价大幅反弹之前，2024年上半年人民币持续承压。民间对外净负债减少、货币错配改善是境内外汇市场在人民币承压阶段仍具韧性的重要保障。

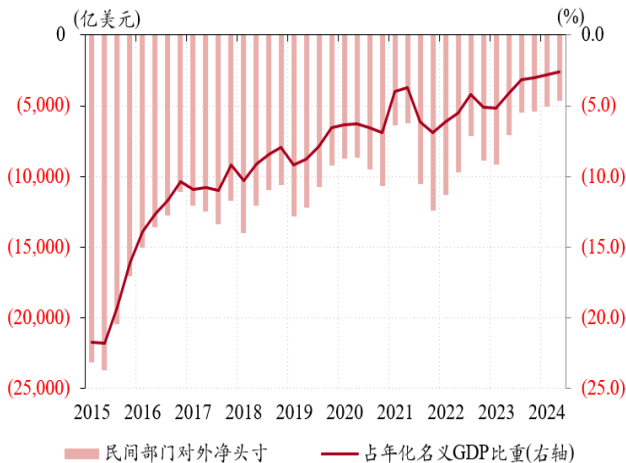
从来华债权投资结构看，“8.11”汇改以来，其他债权投资平稳性明显增强，如2022年以来债务去杠杆程度明显弱于汇改时期。而且，随着国内债券市场开放程度日益提高，境外持有境内人民币债券已经在来华债权投资中占据主导地位（见图表16）。得益于此，2024年6月末，我国本币计价外债占比已经升至49%（虽然2015年6月末本币外债占比同样升至49%，但当时主要受套利套汇资金驱动），能够有效降低我国外债汇率风险。

图表14. 民间对外金融资产和负债变化（单位：亿美元）

	2023年12月末	2024年6月末	余额变动	交易因素	估值效应
民间对外金融资产	61,320	63,390	2,070	2,189	(119)
直接投资	29,391	30,239	848	1,089	(241)
证券投资	10,984	12,353	1,369	969	401
其他投资	20,755	20,579	(176)	76	(251)
民间对外金融负债	66,735	68,046	1,311	917	394
直接投资	35,531	34,877	(654)	(47)	(607)
证券投资	17,016	18,577	1,561	691	869
其他投资	13,993	14,297	304	268	36
民间对外净负债	(5,415)	(4,656)	759	1272	(513)

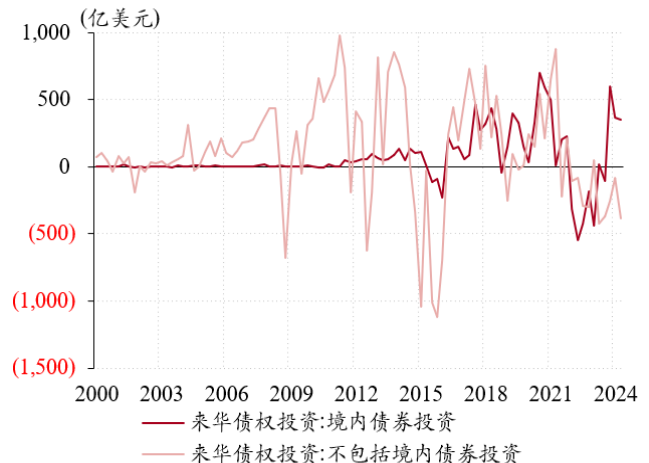
资料来源：国家外汇管理局，中银证券
注：括号中的红色数字代表负值。

图表15. 民间对外净负债规模及占GDP比重



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

图表16. 来华债权投资构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

风险提示：海外经济金融风险超预期，国内政策和经济复苏不如预期。

⁵ (1) 将2023年12月末和2024年3月末外商直接投资中的股权投资、境外机构和個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一季度人民币汇率变化带来的影响，同理可以计算二季度人民币汇率变化带来的影响。(2) 将人民币汇率对民间部门净负债的估值影响中剔除人民币汇率对银行部门对外净负债的影响，后者计算方法为，将2023年12月末和2024年3月末银行对外人民币净负债均值乘以一季度人民币中间价变动幅度得到一季度汇率变化的影响，同理得到二季度汇率变化的影响。

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。

本报告期内含保密信息，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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